

如果拜登入主白宫

证券研究报告
2020 年 06 月 11 日

Part I: 通往白宫之路

作者

由于美国的政治意识形态已经在党派、阶层甚至族裔之间出现明显分裂，支持拜登的主要理由不是因为拜登，而是因为他站在了特朗普的对立面。所以选情的关键，取决于支持特朗普留在白宫的力量正在发生哪些变化。

疫情下的经济衰退提升在野党入主白宫几率，但无论是经济还是疫情，特朗普都有可以推卸责任的空间，真正能动摇特朗普连任根基的只有两件事，一是反建制和民粹主义的意识形态倾向回摆，二是 2016 年让特朗普获胜的关键摇摆州“铁锈地带”。

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

向静姝

联系人

xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

风险提示: 新冠疫情扩散超预期；美国经济复苏超预期；中美摩擦超预期



一、经济衰退和新冠疫情：非决定性选举因素

1.1 经济衰退：历史上会提升在野党的上台几率，但这次有所不同

经济衰退与总统连任失败有着显著的相关性。历史上，美国总统连任相对容易，最近两次连任失败的总统（1980 年的卡特和 1992 年的布什）均在第一任期前后经历了经济衰退。从经济的角度出发，这一次美国失业率高于 2008 年金融危机、家庭收入水平较疫情前下降近 6%、短暂通缩等不利因素，可能动摇特朗普连任的经济基础。

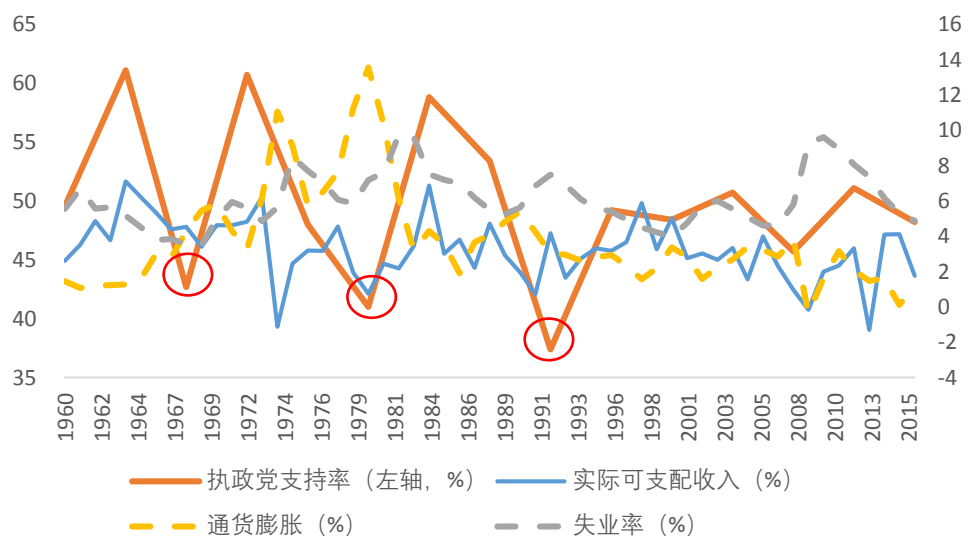
牛津经济研究院的全国选举模型预测 2020 年拜登将获得 65% 的选票胜选。该模型通过失业率、通货膨胀、实际可支配收入增长等因素预测两党普选投票结果——当失业率、通货膨胀较高而实际可支配收入较低时，执政党支持率较低。该模型已正确预测自 1948 年以来 18 次选举中的 16 次普选，两次预测失败是 1968 年尼克松获胜和 1976 年卡特获胜，前者与主要竞争对手小肯尼迪被暗杀有关。另外，Socionomics Institute（2012）的研究表明股市表现相比失业率和通胀是更好的大选连任结果预测指标，但当前的美股已经脱离基本面。

图 1：美股表现 vs 经济表现（WEI 和 GDP 同比）



资料来源：FRED，Wind，NY fed，天风证券研究所

图 2：失业率、通货膨胀、实际可支配收入增长与美国执政党得票率（%）1960-2016



资料来源：FRED, Wikipedia, 天风证券研究所

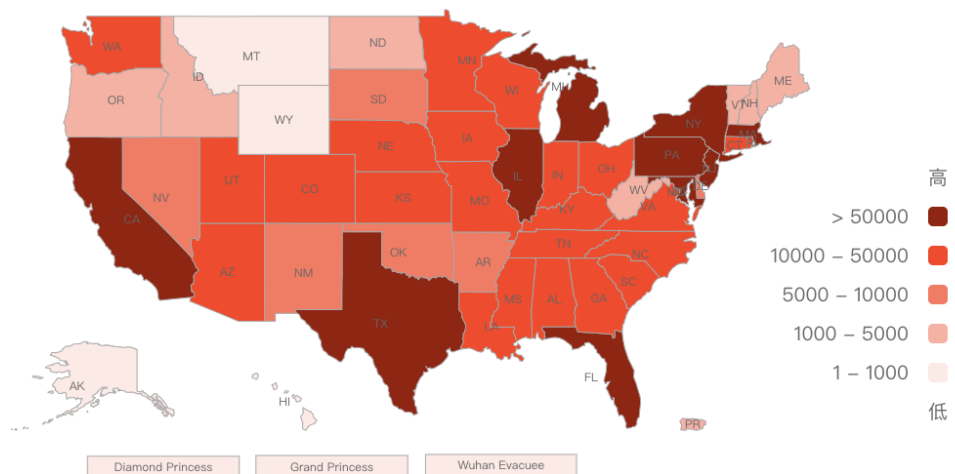
但值得注意的是，此次经济衰退是受外因（疫情）触发，共和党和特朗普一定程度可以推卸责任，经济因素虽然在预测普选投票结果方面的准确度较高，但真正决定总统归属的却是选举团票选结果。

1.2 新冠疫情：大选的新战场，影响尚无定论

新冠疫情以来，美国不同行业、不同区域和不同族群受疫情的影响存在较大分化，因此疫情如何影响选情，是一个多维度的问题。

从地理划分来看，蓝州（选举支持率倾向民主党）受疫情打击最大。累计确诊人数排名前五的纽约州、新泽西州、伊利诺伊州、马萨诸塞州以及加利福尼亚州都为民主党票仓；共和党票仓的感染程度较轻，确诊人数排名前十的州只有德克萨斯州是红州（选举支持率倾向共和党），该州死亡率较低（2.5%）。

图 3：美国各州疫情确认情况



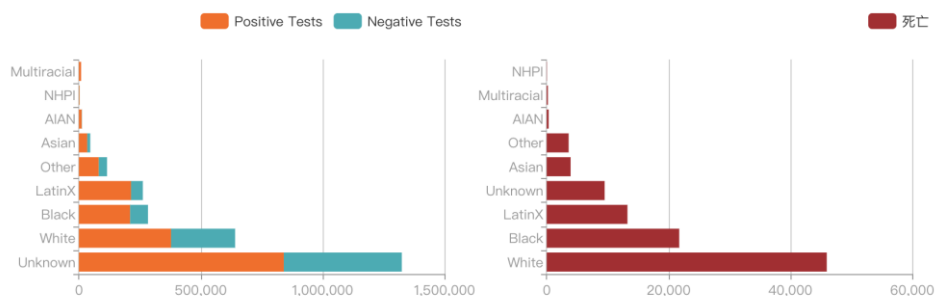
资料来源：一亩三分地，天风证券研究所

从感染人群分布来看，黑人感染比例、死亡率更高。美国黑人以 12.8%¹的人口占比，占据了美国疫情中 19.5%²的感染和 21.7%³的死亡。（扣除信息不详的病例；实际比例可能更高）

¹ 2010 美国人口普查

² ³ <https://coronavirus.1point3acres.com/zh>

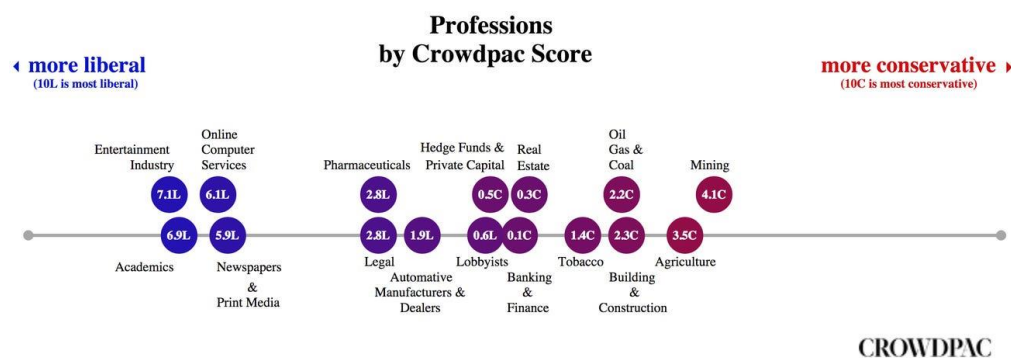
图 4：各种族感染、死亡情况(单位：人)



资料来源：一亩三分地，天风证券研究所

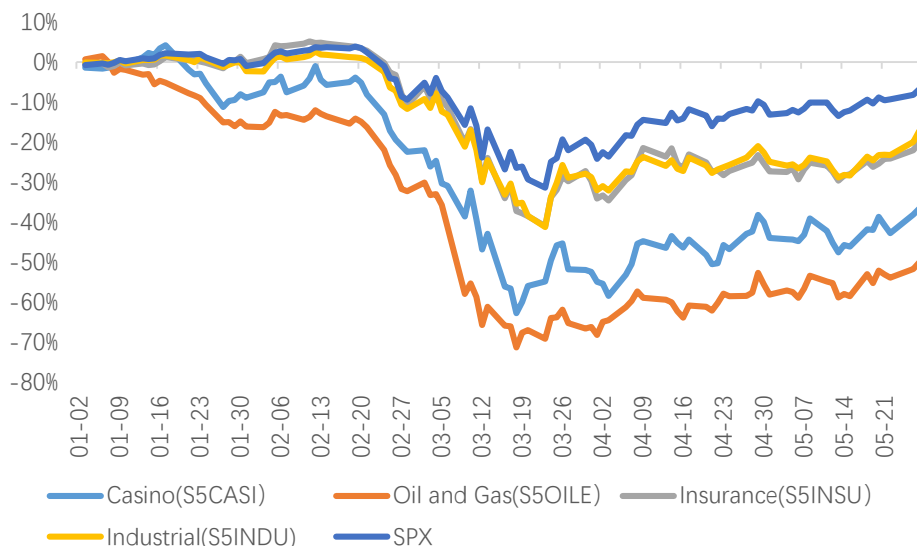
从行业受损情况来看，尽管红州的疫情轻于蓝州，但疫情造成的经济停摆主要影响的是共和党广泛把持的传统行业。比如油气能源、农业、建筑、博彩、制造业等传统行业在疫情造成的“大封锁”中损失惨重，而更适应无人化和线上化趋势的新兴行业相对受益于美联储和财政部的饱和式救援政策。这是民主党和共和党在解除封锁、重启经济、加大救助等问题上分歧巨大的根本原因。也因此，美股和信用债的反弹在行业间明显分化，油气行业、赌场、保险和工业指数在美股反弹中明显跑输大盘，能源和航空板块的高收益债利差也居高不下。

图 5：美国各行业的政治倾向



资料来源：CROWDPAC，天风证券研究所

图 6：行业指数反弹 vs 标普 500 反弹

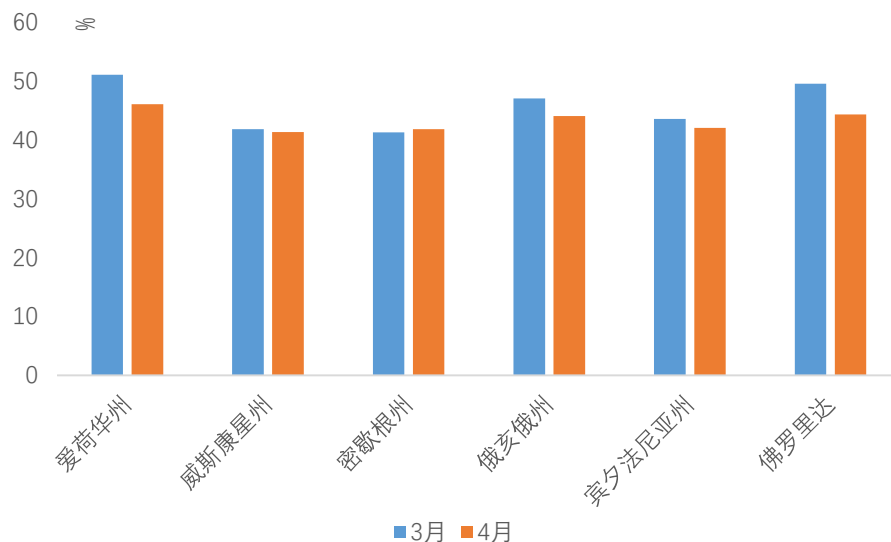


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

无论是共和党铁盘还是民主党铁盘，疫情恐怕都不会改变特朗普的坚定支持者和坚定反对者的投票倾向，真正影响选举的是摇摆州的投票，因此值得关注疫情对于摇摆州的选情影响，尤其是各州内摇摆选区的结果。摇摆州中，宾夕法尼亚（6）、佛罗里达（8）和密歇根（9）的确诊人数进入前十，均超过 5 万人确诊，这三个州的疫情特点是民主党选区的大城市、黑人社区疫情严重，而共和党选区的郊县、白人社群疫情并不严重。

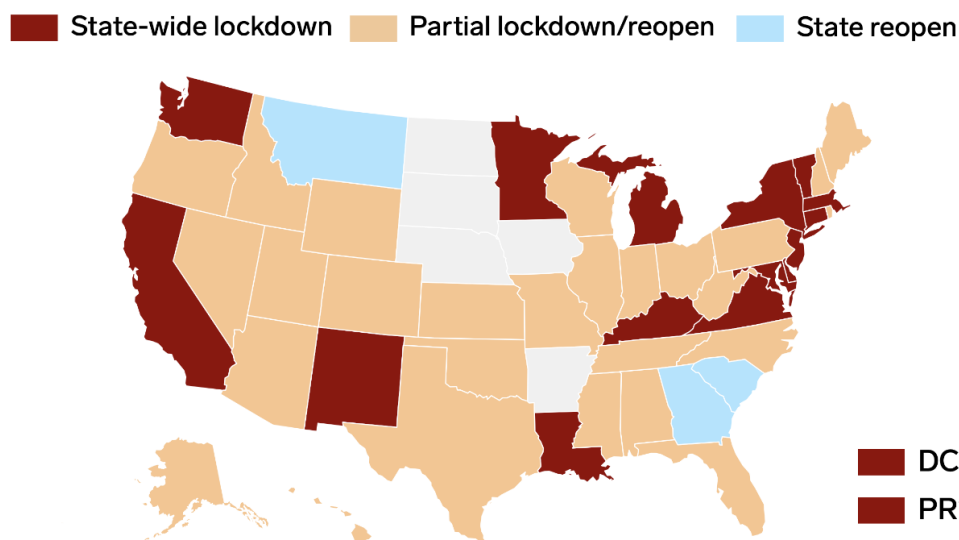
4 月，特朗普在 6 个“摇摆州”的支持率较 3 月均有所下降。疫情扩散下密歇根、宾夕法尼亚、佛罗里达三州疫情较为严重，且受美国禁足令影响，美国休闲娱乐业的失业人口快速增加，以休闲娱乐业为主的佛罗里达州损失惨重。

图 7：3 月和 4 月特朗普民调



资料来源：270ToWin，天风证券研究所

图 8：5 月初各州开放/禁足情况



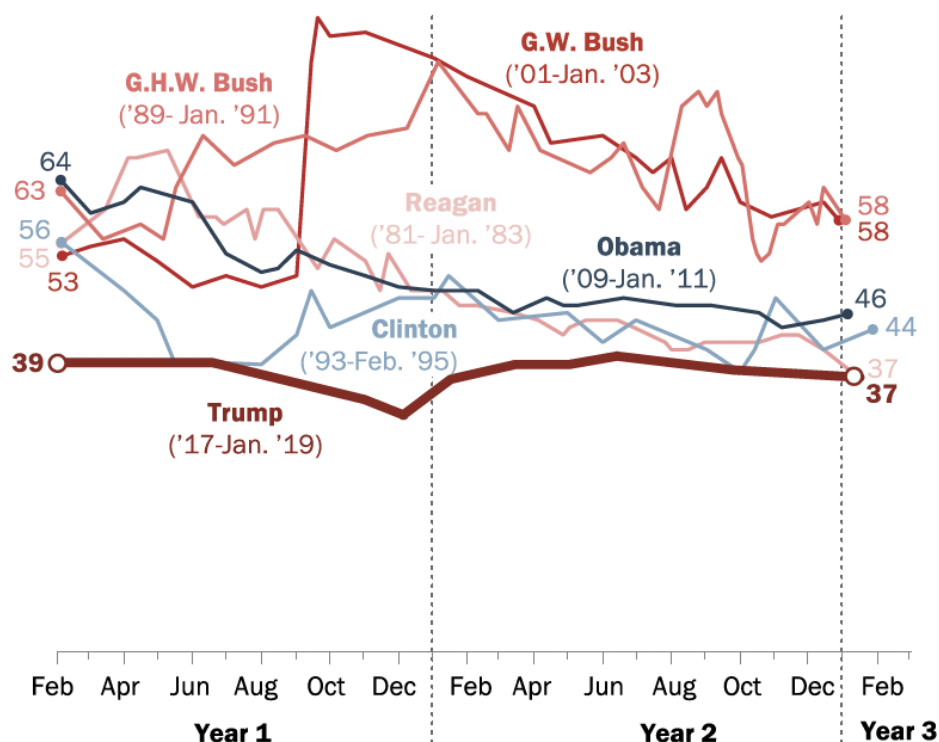
资料来源：Business Insider，天风证券研究所

尽管特朗普在疫情爆发初期的拖延怠慢引发了强烈谴责，但他也利用抗疫过程中的总统主动权和出镜率在塑造自己的“强势总统”形象。比如特朗普将新冠疫情比作“战争”，将自己比作“战时总统”，用意激发美国人“爱国好战”的国民性，因为从历史上看，树立“战时总统”的形象可能是有效的：例如 1990-1991 年海湾战争时期的老布什和 2001-2003 年阿富汗&伊拉克战争时期的小布什，民调支持率均在战争期间出现明显提升。

图 9：老布什和小布什在任内战争期间（90-91 海湾、02-03 伊拉克）的民调支持率均出现明显提升

At start of Trump's third year in office, his job approval lags most of his recent predecessors

Presidential job approval at beginning of third year in office (%)



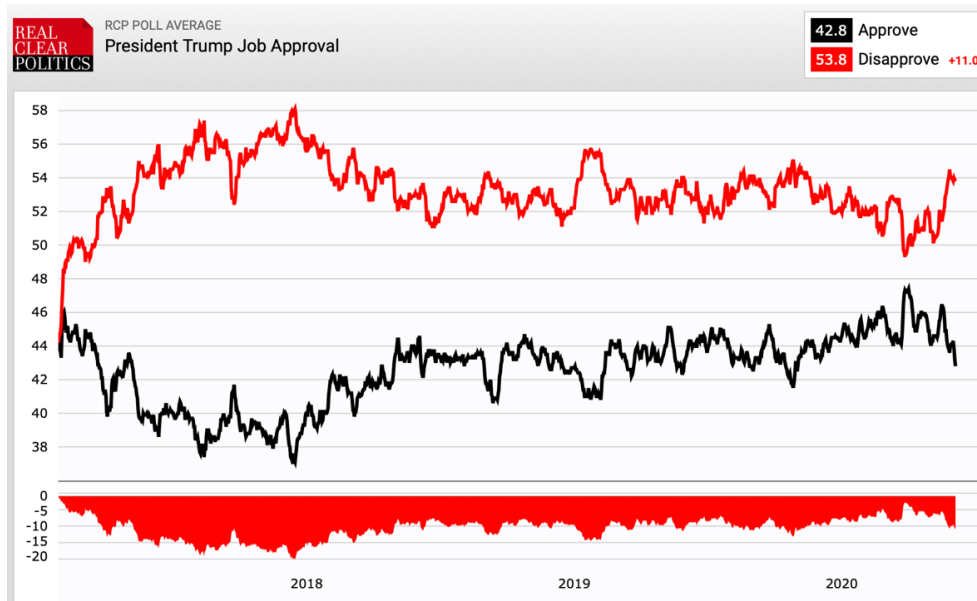
Source: Survey data from Pew Research Center (Trump through Clinton) and the Gallup organization (G.H.W. Bush and Reagan). Current data on Trump approval from survey of U.S. adults conducted Jan. 9-14, 2019.

PEW RESEARCH CENTER

资料来源：Pew Research Center，天风证券研究所

但是从最近的民调结果来看，新冠疫情并没有激发美国民众对于总统的支持；相反，民调显示疫情以来美国民众对特朗普工作的认可度下降至 42.8%，不认可度上升至 53.8%。

图 10：特朗普认可度 vs 不认可度



资料来源：RealClearPolitics，天风证券研究所

二、中间派和摇摆州：决定选情的胜负手

无论是经济还是疫情，特朗普都有可以推卸责任的空间，而且可以利用总统的主动权和社交媒体塑造舆论议程，用来强化坚定支持者的选票。因此在两党的传统铁盘州，特朗普的支持者继续支持，反对者继续反对，在政治极化已经出现阶层化、标签化、甚至族裔化的趋势下，经济和疫情这样的传统公共议题对于选举结果的影响甚微。

真正能动摇特朗普连任根基的只有两件事，一是反建制和民粹主义的意识形态倾向回摆，二是 2016 年让特朗普获胜的关键摇摆州“铁锈地带”。

2.1 意识形态的回摆：反特朗普化

一个普遍共识是美国的意识形态平衡仍然是中间偏右的，暨以左为自由，右为保守来讲，美国几乎一直是一个中间偏保守的国家（东西海岸地区更偏自由化一点）。而奥巴马上台后过分左倾（“政治正确”）的执政思路——从最高法院宣布同性恋婚姻合法到大麻合法化，可能让中间温和派选民对于大概率继续贯彻奥巴马路线的希拉里感到厌倦，而认为支持“让美国再次强大”的特朗普可能是一个务实的选择。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4566

