

宏观经济 | 宏观专题

边际选民的决策受到哪些因素影响？ ——美国大选观察（二）



| 报告要点

哈里斯在全国民调较特朗普领先优势继续扩大，在多数关键摇摆州中也显示一些领先优势，但是统计上不显著。两者赢得大选的概率仍较为接近。美国大选的结果可能主要取决于摇摆州的数十万摇摆选民。我们发现在两党间犹豫不决的边际的选民可能有这些特征，中间派独立选民、比较年轻、对新冠防控不满、住在城郊、年入5万美元以上。这部分选民当前可能更关注经济议题，而哈里斯或略有优势。另一部分对于是否投票犹豫不决但是主要支持民主党的边际选民可能更多是有色人种，民主党能否动员他们投票是大选的另一关键。

| 分析师及联系人



樊磊



王博群

SAC: S0590521120002 SAC: S0590524010002

宏观专题

边际选民的决策受到哪些因素影响？ ——美国大选观察（二）

相关报告

- 1、《政策加力，翘首以盼——对8月PMI和
高频数据的思考及未来经济展望》
2024.09.01
- 2、《哈里斯的选情明显改观——美国大选观
察（一）》2024.08.25



扫码查看更多

专题摘要

➤ 选情目前仍不明朗

哈里斯在全国民调较特朗普的领先优势继续扩大，在多数关键摇摆州中也显示一些领先优势，但是并不统计上显著。哈里斯和特朗普赢得大选的概率仍较为接近。全国民调中领先特朗普1.9个百分点，关键摇摆州中，哈里斯在佐治亚、内华达、宾夕法尼亚、密歇根和威斯康辛都略微领先。总体而言，民主党的支持者在意识形态上更自由主义，受教育程度更高；而共和党的选民则更保守，学历也稍逊一些。

➤ 摇摆州的边际选民不到30万人

由于美国的选举制度，真正决定选举结果的选民是摇摆州的部分摇摆选民，这部分选民的数量并不大。从2016年和2020年选举的对比来看，投票发生转换的5个摇摆州中拜登和特朗普的票数差距仅有27.8万票。换句话说，这不到30万的摇摆州选民是决定美国大选的边际选民。我们认为边际选民包括两种类型：一部分是不确定去不去投票——但如果投票更可能支持民主党的选民，第二部分是投票意向尚未明确的选民。

➤ 边际选民更可能是温和派

Mayer (2008) 提出了在大规模抽样调查中定位边际摇摆选民的方法，他认为边际摇摆选民可能具有这些特征：摇摆选民比非摇摆选民更不党派；摇摆选民更有可能是温和派，无论是在总体意识形态上还是在具体问题上；摇摆选民比非摇摆选民更不了解政治，对政治也不感兴趣；摇摆选民与非摇摆选民在人口统计学上不同。

➤ 有色人种边际选民是否投票是大选关键之一

民主党能否动员那些不太参与投票的有色人种边际选民是哈里斯能否获胜的关键之一。从选民的肤色上看，特朗普的主要支持者是白人，他在有色人群的支持率较低。相反，民主党在有色人群中的支持率遥遥领先。然而，不经常投票的更可能是有色人群。2020年投票率上升，民主党的支持率就明显增长。当前选举，民主党能否动员摇摆州有色人群更多参与投票是大选的关键之一。

➤ 经济政策主张可能是中间派年轻边缘选民的主要关切

宾夕法尼亚是本次选举关键摇摆州中最重要的一个。结合2020年宾夕法尼亚选举的实际投票数据以及出口民调数据，我们发现边缘选民可能有这些特征：中间派独立选民、比较年轻、对新冠防控不满，住在城郊，年收入5万美元以上。哈里斯对通胀的“机会经济”主张可能赢得他们的支持。首先，她的经济主张是直面通胀问题，其次，通胀问题最严重的时候毕竟是拜登当总统，她被认为是问题的主要负责人的可能性也低一些。最后，有些人并不喜欢特朗普，于是可能投票给哈里斯。

风险提示：美国大选新的黑天鹅事件，美国经济突然衰退的风险

正文目录

1. 选情仍不明朗	4
1.1 哈里斯全国民调领先优势继续扩大	4
1.2 哈里斯在摇摆州领先但不显著	5
1.3 两党基本盘选民特征明显	7
2. 寻找边际选民	8
2.1 摇摆州的边际选民	9
2.2 文献中边际选民的讨论	12
2.3 民主党的边际选民可能不是每次都投票	13
2.4 民主党的边际选民可能是年轻人和有色人种的独立选民	16
2.5 边际选民可能是住城郊的中间派年入 5 万美元以上中产	20
3. 风险提示	22

图表目录

图表 1: 美国全国民调哈里斯开始略有领先(蓝色哈里斯, 红色特朗普)	4
图表 2: 关键摇摆州的选情(特朗普 vs 哈里斯)	5
图表 3: 关键摇摆州的投票历史(D 民主党, R 共和党)	6
图表 4: 选民关于堕胎的看法	7
图表 5: 选民的教育水平	8
图表 6: 2020 选举蓝州	10
图表 7: 2020 选举红州	11
图表 8: 2020 年选举(右轴单位个人票数)	12
图表 9: 特朗普的支持率	15
图表 10: 民主党的支持率	15
图表 11: 摇摆州投票率	16
图表 12: 支持率相对于投票率的变化弹性	16
图表 13: 选民的登记党派	17
图表 14: 选民的年龄	18
图表 15: 最关心的话题	19
图表 16: 不同肤色的选民	19
图表 17: 白人投票的次数更多	19
图表 18: 选民所在的城乡区域	20
图表 19: 选民的收入	21
图表 20: 选民的意识形态	22

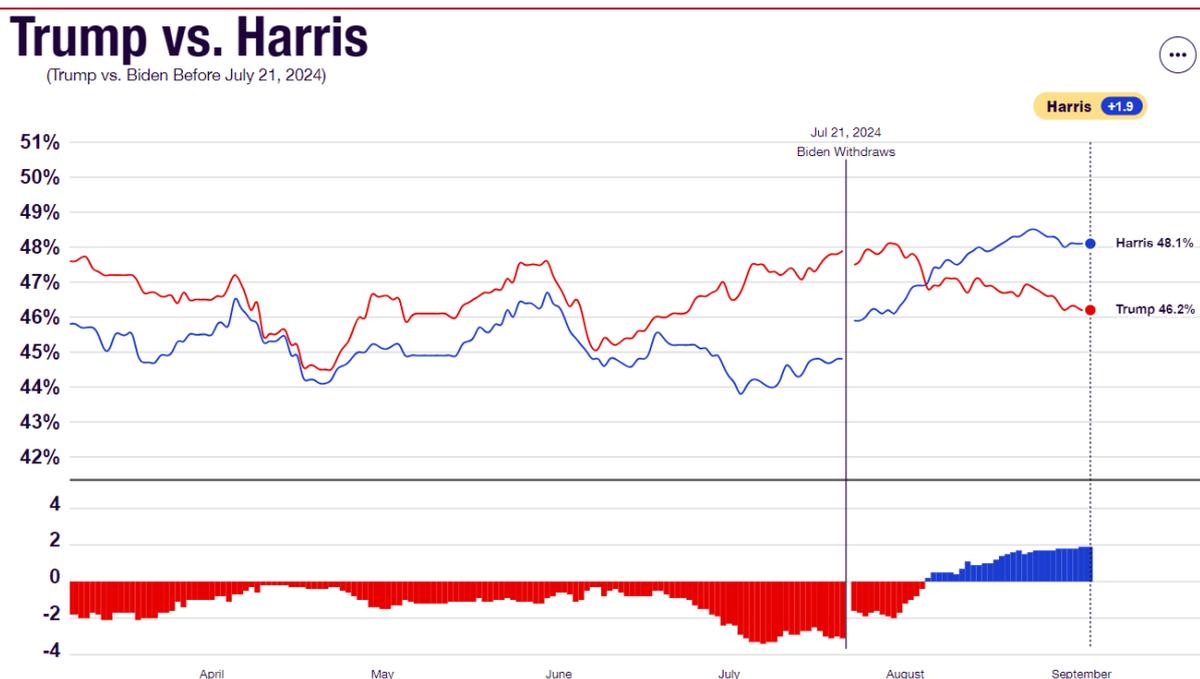
1. 选情仍不明朗

哈里斯在全国民调较特朗普的领先优势继续扩大，在多数关键摇摆州中也显示一些领先优势，但是统计上并不显著。哈里斯和特朗普赢得大选的概率仍较为接近。

1.1 哈里斯全国民调领先优势继续扩大

哈里斯在全国民调较特朗普的领先优势继续扩大，全国民调中领先特朗普 1.9 个百分点，在多数关键摇摆州中也显示一些领先优势。虽然由于美国选举制度的特点，当总民调的差距不太大的时候，总民调对选举的预测效果可能有限。但是如果差距扩大到一定幅度，或也有一定指示性。特朗普在拜登退选前，总民调的领先一度超过 3%，那个时候特朗普在关键摇摆州的领先优势也较为明显。

图表1：美国全国民调哈里斯开始略有领先(蓝色哈里斯，红色特朗普)



资料来源：RCP，国联证券研究所

1.2 哈里斯在摇摆州领先但不显著

哈里斯在摇摆州中民调也略微领先特朗普，但是领先优势并不显著。

1.2.1 摇摆州最新民调也略微领先

从最新的摇摆州民调来看，哈里斯和特朗普民调支持率的差距很小，几乎势均力敌，或许还略有优势。如果不考虑是否统计上显著，哈里斯在佐治亚、内华达、宾夕法尼亚、密歇根和威斯康辛都略微领先。

如果哈里斯赢下了宾夕法尼亚、密歇根和威斯康辛，将有可能入主白宫。其中宾夕法尼亚、密歇根的领先优势在统计上并不显著。

图表2：关键摇摆州的选情（特朗普 vs 哈里斯）

摇摆州	特朗普	哈里斯	民调数	差距	选举人票	竞选焦点
亚利桑那	47.9%	47.9%	23	0.0%	11	移民
北卡	48.3%	48.3%	17	0.0%	16	医保
佐治亚	48.8%	49.2%	20	-0.4%	16	选举干预
内华达	47.7%	48.3%	15	-0.6%	6	就业和地方经济
宾夕法尼亚州	47.5%	48.2%	36	-0.7%	19	锈带振兴
密歇根州	46.6%	48.2%	23	-1.6%	15	以色列和绿色能源
威斯康辛	46.1%	49.5%	25	-3.4%	10	堕胎

资料来源：The Hill，国联证券研究所

在摇摆州之外，哈里斯可能比较有把握的选举人票大约是 227，特朗普是 217，而总共获得 270 张就可以获得选举的胜利。

因此，哈里斯的胜选路径可以是赢得威斯康辛(10)、密歇根(15)、宾夕法尼亚

(19)，这就总共会拿到 44 张选举人票，总共就可以获得 271 张选举人票。

特朗普胜选的具体路径可以是赢得佐治亚(16)、内华达(6)、亚利桑那(11)北卡(16)和宾夕法尼亚(19)，这就总共会拿到 68 张选举人票，总共就可以获得 285 张选举人票。

从关键民调的差距上看以及对应的选举人票数上看，宾夕法尼亚(19)、密歇根(15)是关键摇摆州中的关键，一方面差距比较接近，同时选举人票多。其中宾夕法尼亚可能会是最重要的一个摇摆州，19 张选举人票足以改变大选结果。而特朗普刺杀事件也正是在宾夕法尼亚州发生，或许不完全是偶然。

1.2.2 摇摆州投票历史

从 1976 年以来主要摇摆州的投票历史看，虽然都是所谓摇摆州，但是摇摆的频率也还是有区别的。比如，相对来讲，内华达州上次投给共和党也要回到 2004 年；北卡上次投民主党要回到 2008 年，而历史上再上次投民主党就要回到 1976 年。历史上看，宾夕法尼亚、密歇根和威斯康辛投民主党的时候还是更多，而相反，北卡、佛罗里达州、佐治亚和亚利桑那投共和党的时候更多。

图表3：关键摇摆州的投票历史(D 民主党，R 共和党)

年份	内华达	佐治亚	亚利桑那	宾夕法尼亚	密歇根	威斯康辛	北卡	佛罗里达
2020	D	D	D	D	D	D	R	R
2016	D	R	R	R	R	R	R	R
2012	D	R	R	D	D	D	R	D
2008	D	R	R	D	D	D	D	D
2004	R	R	R	D	D	D	R	R
2000	R	R	R	D	D	D	R	R
1996	D	R	D	D	D	D	R	D
1992	D	D	R	D	D	D	R	R
1988	R	R	R	R	R	D	R	R
1984	R	R	R	R	R	R	R	R
1980	R	D	R	R	R	R	R	R
1976	R	D	R	D	R	D	D	D

资料来源：270toWin，国联证券研究所

1.3 两党基本盘选民特征明显

从意识形态和教育背景来看，民主党和共和党的支持者有着明显的区别。比较偏向自由主义、教育程度更高的选民支持民主党；而观念保守、受教育程度更低的选民则偏爱共和党。

1.3.1 意识形态议题

比如在堕胎的这个话题上，认为任何情况或者多数情况下都合法的人大多数都投给了拜登；而相反认为任何情况或者多数情况下都非法的人大多数都投给了特朗普。由于投票结果的两极化明显，边际选民应该不是在这个话题上有明确观点的人。如果一个人对于堕胎有自己明确的看法，而且如果堕胎问题是选民大选中做选择的关键，那么选民选民主党还是共和党也是非常明确的。或者反过来想，堕胎话题是区分两党基本盘的一个较明确的标准。

图表4：选民关于堕胎的看法

	任何时候都合法	多数时候合法	多数时候非法	任何时候都非法
人群比例	25%	30%	27%	13%
拜登	85%	67%	17%	12%
特朗普	14%	32%	83%	85%
拜登	1452629	1374017	313768	106640
特朗普	239257	656247	1531926	755367
票差	1213373	717770	-1218158	-648727

资料来源：CNN，国联证券研究所

1.3.2 教育

民主党和共和党的支持者在教育背景上存在一些差异。共和党传统上在没有大学学位的选民中获得较多支持，例如特朗普赢得了没有大学学位选民的大多数投票支持；民主党则在拥有高等教育背景的选民中获得较多支持。

图表5：选民的教育水平

	大学毕业	大学没毕业
人群比例	40%	60%
拜登	57%	45%
特朗普	42%	54%
拜登	1558586	1845694
特朗普	1148432	2214833
票差	410154	-369139

资料来源：CNN，国联证券研究所

2. 寻找边际选民

决定美国大选结果的关键在于摇摆州，而我们在上一篇报告《哈里斯的选情明显改观——美国大选观察（一）》中已经提到，真正决定摇摆州选情的关键是边际选民。

从 2016 年和 2020 年选举的对比来看，投票发生转换的 5 个摇摆州中拜登和特朗普的票数差距仅有 27.8 万票。换句话说，就是这 27.8 万票背后的选民决定了 2020 年的选举结果。而不到 30 万的选票占全部投票数的比例仅为 0.18%。总民调的统计误差或是边际选民比例的 17 倍。

由于确定投给民主党和共和党的选民大体上互相抵消，那些目前看仍然不确定的摇摆州的少数民众就是关键的边际选民。我们认为边际选民包括两部分：一部分是

不确定是否去投票但是如果去投，主要投给民主党的选民，第二部分是尚未决定投票意向的选民。

民主党可能可以动员的关键边际选民来自不一定投票的那一部分选民。这使得民调数据对民主党选民的预测更加困难，因为民调中可能更多反应了支持率的变动，而对投票率的精确衡量较难。那些不一定愿意去投票的选民，也不一定愿意在民调里给反馈。相对来讲，不经常投票的更可能是有色人群，他们更多支持民主党。

宾夕法尼亚是本次选举关键摇摆州中最重要的一个。结合 2020 年宾夕法尼亚选举的实际投票数据以及出口民调数据，我们可以大致描绘帮助民主党胜出的边际选民具备什么特征。我们发现边际的选民可能有这些特征，独立选民、比较年轻、对新冠防控不满。

2.1 摇摆州的边际选民

由于美国大选的制度设计，决定大选结果的州是那些在民主和共和党之间摇摆的州，这些州的选票在过去大选中非常接近。在摇摆州，那些肯定投给民主党和肯定投给共和党的选民也并不重要——因为他们大体互相抵消。重要的是那些有可能投给特朗普也可能会投给哈里斯的目前看来还不确定的选民，以及可能投票也可能不投票的选民——后者通常是民主党的支持者。

2.1.1 摇摆州

2020 年选举中，拜登和特朗普获得的选票差距在 3% 以内的蓝州包括密歇根、内华达、宾夕法尼亚、威斯康星、亚利桑那和乔治亚。这些州可以被视作是摇摆州。

除了这几个摇摆州以外的蓝州里，差距最小的明尼苏达州，拜登也赢了超过 7 个百分点，其次弗吉尼亚州领先的差距扩大到 10 个百分点以上。按照投票的差距排序，差距更大的州是民主党的基本盘，民主党可以在这些州赢得它们的选票可能是大概率事件。

从赢得选举人票的角度看，选票差距近的几个州是每张选票对应的个人票最低的几个州，其中乔治亚州每 736 张个人票就对应一张选举人票。

图表6：2020 选举蓝州

州	选举人票	拜登-特朗普票数	拜登-特朗普差距比例	颜色	每张选举人票需要的个人票
缅因州	4	74335	90.71%	蓝	18584
DC	3	298737	86.75%	蓝	99579
佛蒙特州	3	130116	35.41%	蓝	43372
马萨诸塞州	11	1215000	33.46%	蓝	110455
马里兰州	10	1008609	33.21%	蓝	100861
夏威夷州	4	169266	29.46%	蓝	42317
加利福尼亚州	55	5104121	29.16%	蓝	92802
纽约州	29	1992889	23.13%	蓝	68720
罗德岛州	4	107564	20.77%	蓝	26891
康涅狄格州	7	366114	20.07%	蓝	52302
华盛顿州	12	784961	19.20%	蓝	65413
特拉华州	3	95665	18.97%	蓝	31888
伊利诺伊州	20	1025024	16.99%	蓝	51251
俄勒冈州	7	381935	16.09%	蓝	54562
新泽西州	14	725087	15.94%	蓝	51792
科罗拉多州	9	439745	13.50%	蓝	48861
新墨西哥州	5	99720	10.79%	蓝	19944
弗吉尼亚州	13	451138	10.11%	蓝	34703
新罕布什尔州	4	59277	7.35%	蓝	14819
明尼苏达州	10	233012	7.11%	蓝	23301
密歇根州	16	154188	2.78%	蓝	9637
内华达州	6	33596	2.39%	蓝	5599
宾夕法尼亚州	20	80555	1.16%	蓝	4028
威斯康星州	10	20682	0.63%	蓝	2068
亚利桑那州	11	10457	0.31%	蓝	951
乔治亚州	16	11779	0.24%	蓝	736

资料来源：联邦选举委员会，国联证券研究所

2020 年选举中，拜登和特朗普获得的选票差距在 3% 以内的红州只有北卡。北卡在 2008 年的选举中曾经投票给民主党。佛罗里达州的差距也在 5% 以内，虽然近两次选举都是投给了共和党，但是在 2008 年和 2012 年曾经投给民主党。

从德克萨斯州开始拜登就输了超过 5 个百分点，而到阿拉斯加州开始差距扩大到 10 个百分点以上。

图表7：2020 选举红州

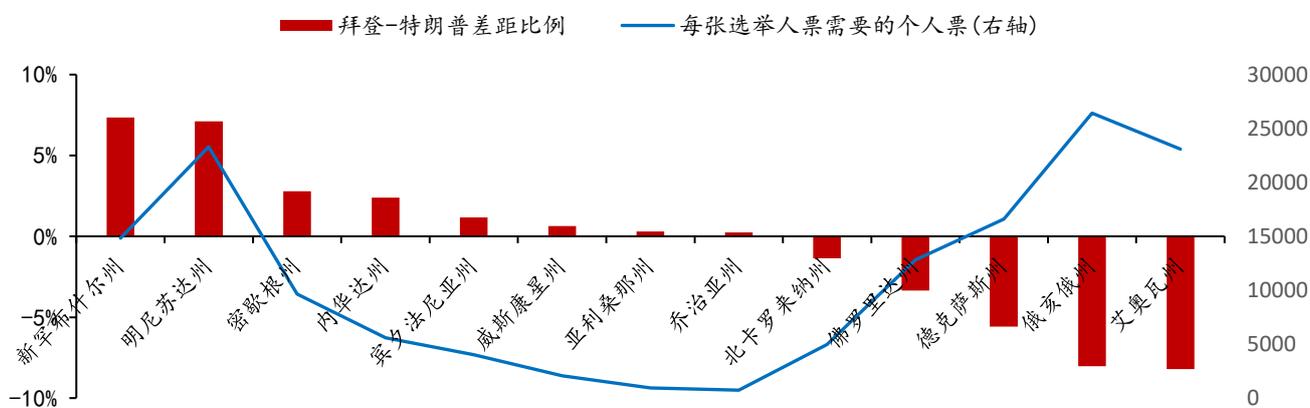
州	选举人票	拜登-特朗普票数	拜登-特朗普差距比例	颜色	每张选举人票需要的个人票
北卡罗来纳州	15	-74483	-1.35%	红	4966
佛罗里达州	29	-371686	-3.36%	红	12817
德克萨斯州	38	-631221	-5.58%	红	16611
俄亥俄州	18	-475669	-8.03%	红	26426
艾奥瓦州	6	-138611	-8.20%	红	23102
阿拉斯加州	3	-36173	-10.06%	红	12058
南卡罗来纳州	9	-293562	-11.68%	红	32618
堪萨斯州	6	-201083	-14.64%	红	33514
密苏里州	10	-465722	-15.39%	红	46572
印第安纳州	11	-487359	-16.07%	红	44305
蒙大拿州	3	-98816	-16.37%	红	32939
密西西比州	6	-217366	-16.55%	红	36228
路易斯安那州	8	-399742	-18.61%	红	49968
内布拉斯加州	5	-182263	-19.06%	红	36453
犹他州	6	-304858	-20.48%	红	50810
田纳西州	11	-708764	-23.21%	红	64433
阿拉巴马州	9	-591546	-25.46%	红	65727
肯塔基州	8	-554172	-25.94%	红	69272
南达科他州	3	-110572	-26.16%	红	36857
阿肯色州	6	-336715	-27.62%	红	56119
爱达荷州	4	-267098	-30.77%	红	66775
俄克拉何马州	7	-516390	-33.09%	红	73770
北达科他州	3	-120709	-33.34%	红	40236
西弗吉尼亚州	5	-309398	-38.93%	红	61880
怀俄明州	3	-120068	-43.38%	红	40023

资料来源：联邦选举委员会，国联证券研究所

如果参考 3% 的标准，红州中的摇摆州主要是北卡。当然，俄亥俄、佛罗里达州、得克萨斯州哈里斯存在可以争取的可能性，但是不一定能够获胜。

2.1.2 摇摆州的边际选民

由于美国的选举制度，真正决定选举结果的选民是摇摆州的部分摇摆选民，这部分选民的数量并不大。

图表8：2020年选举(右轴单位个人票数)


资料来源：美国选举委员会，国联证券研究所

从2016年和2020年选举的对比来看，投票发生转换的5个摇摆州中拜登和特朗普的票数差距仅有27.8万票。换句话说，就是这27.8万票背后的选民决定了2020年的选举结果。而不到30万的选票占全部投票数的比例仅为0.18%。这意味着总民调的统计误差是边际选民比例的17倍。总民调对于判断最终选举结果几乎只会提供噪音。

这不到30万的摇摆州选民是决定美国大选的边际选民。以宾夕法尼亚州为例，这部分边际选民总数略高于8万人。

2.2 文献中边际选民的讨论

根据 dataforprogress 的研究，它们发现边际摇摆选民可能具有这些特征¹：

- 2024年选举的摇摆选民比2024年可能的选民总数的组成更年轻、更多样化。
- 摇摆选民拒绝意识形态和党派标签。

¹ <https://www.dataforprogress.org/insights/2024/5/30/measuring-the-swing-evaluating-the-key-voters-of-2024>

- 摇摆选民在政府支出、富人税收和社会公平方面普遍倾向于左翼。
- 摇摆选民在政治上不参与。
- 在两位候选人的竞选中，摇摆选民略微更喜欢特朗普而不是拜登，但许多人不确定，转而支持第三方候选人。
- 他们的重点是经济。
- 摇摆选民表示，他们希望拜登采取更多行动，而不是更少。
- 摇摆选民最关心的是拜登的年龄和处理工作的能力，而不是他的意识形态。
- 也就是说，摇摆选民更关心特朗普的刑事指控和对民主的威胁（48%），而不是拜登的年龄和身心健康（41%）。
- 摇摆选民在经济、移民和外交政策方面更信任特朗普而不是拜登。
- 没有证据表明，向右的意识形态转向将解决拜登与摇摆选民的问题。

随着拜登的退选，对于拜登的年龄担忧不再，这对于让摇摆选民转向民主党是一个重要的促进。

Mayer (2008)²提出了在如美国国家选举研究这样大规模抽样调查中定位摇摆选民的一种简单方法，他认为边际摇摆选民可能具有这些特征：

- 摇摆选民比非摇摆选民更不党派；
- 摇摆选民更有可能是温和派，无论是在总体意识形态上还是在具体问题上；
- 摇摆选民比非摇摆选民更不了解政治，对政治也不感兴趣；
- 摇摆选民与非摇摆选民在人口统计学上不同。

2.3 民主党的边际选民可能不是每次都投票

选民投票的行为可以分解为两部分，一部分是去不去投票，第二部分是投给民主

² Mayer, William G. "What exactly is a swing voter? Definition and measurement." The swing voter in American politics 2 (2008): 1-31.

党还是共和党，在这两部分决策中摇摆都可能成为边际选民。虽然理论上是否去投票的选民即使投票，对两党而言也可以互相抵消；但是由于投票率低的选民更多是民主党的支持者，这部分选民如果被动员，也会成为关键的边际选民。

2.3.1 得票率分解：2020 年大选回顾

以特朗普为例，每个候选人的得票率都可以进行如下的分解：特朗普的得票数/人口=特朗普的得票数/投票的人数*投票的人数/人口

而对应的特朗普的支持率=特朗普的得票数/投票的人数，选民投票率=投票的人数/人口。所以事实上我们可以把候选人的得票率进行如下的分解：

$$\text{候选人得票率} = \text{支持率} * \text{投票率}$$

2.3.2 支持率

对比 2016 年和 2020 年的两次选举中，特朗普在几个关键摇摆州的支持率变化并不大，除了佐治亚州的支持率略微下降以外，其他摇摆州的支持率还略有上升。换句话说，支持特朗普的人其实并没有变少。

民主党在 2016 年和 2020 年的两次选举中，支持率的变化是比较大的，在威斯康星州、密歇根、佐治亚和亚利桑那州的变化都超过了 3%。其实是反对特朗普的人都出来投票了，最后使得特朗普输掉了 2020 年的大选。

图表9：特朗普的支持率

摇摆州	2020	2016	差距
佐治亚州	49.2%	50.8%	-1.53%
北卡罗莱纳州	49.9%	49.8%	0.11%
密歇根州	47.8%	47.5%	0.34%
亚利桑那州	49.1%	48.7%	0.38%
宾夕法尼亚州	48.7%	48.2%	0.51%
威斯康星州	48.8%	47.2%	1.60%
内华达州	47.7%	45.5%	2.17%

资料来源：联邦选举委员会，国联证券研究所

图表10：民主党的支持率

摇摆州	2020	2016	差距
内华达州	50.1%	47.9%	2.14%
宾夕法尼亚州	49.9%	47.5%	2.39%
北卡罗莱纳州	48.6%	46.2%	2.41%
威斯康星州	49.4%	46.5%	3.00%
密歇根州	50.6%	47.3%	3.35%
佐治亚州	49.5%	45.6%	3.83%
亚利桑那州	49.4%	45.1%	4.24%

资料来源：联邦选举委员会，国联证券研究所

2.3.3 投票率

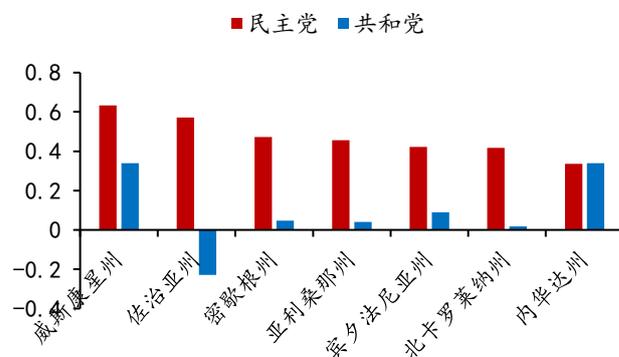
2020年相比2016年关键摇摆州的投票率都有显著的上升，但是投票率对支持率的影响在民主党和共和党中是不同的。投票率的上升对支持率的正向影响在民主党方面更加显著，对共和党的影响相对温和。

从正面来看，这意味着那些在2020年参加了投票但是2016年没有参加投票的人更有可能投票支持了民主党；反面来想，支持民主党在2020年胜出的关键边际选民他们参加选举投票的弹性是比较大的，他们可能不是每次选举都会按时参加的那一部分人。而共和党的选民中，这种偶尔参与投票的比例可能较低。

图表11：摇摆州投票率

摇摆州	2020	2016	差距
威斯康星州	55.9%	51.2%	4.73%
宾夕法尼亚州	53.4%	47.7%	5.65%
北卡罗莱纳州	52.8%	47.1%	5.79%
内华达州	45.1%	38.7%	6.37%
佐治亚州	46.6%	39.9%	6.71%
密歇根州	55.0%	47.9%	7.09%
亚利桑那州	47.1%	37.8%	9.30%

资料来源：联邦选举委员会，国联证券研究所

图表12：支持率相对于投票率的变化弹性


资料来源：联邦选举委员会，国联证券研究所

2.4 民主党的边际选民可能是年轻人和有色人种的独立选民

宾夕法尼亚是本次选举关键摇摆州中最重要的一个。结合2020年宾夕法尼亚选举的实际投票数据以及出口民调数据，我们可以大致描绘帮助民主党胜出的边际选民具备什么特征。我们发现不确定投给谁的选民可能有这些特征，独立选民、比较年轻、对新冠防控不满。不确定是否去投票的有色人群更可能支持民主党。

哈里斯应对通胀的“机会经济”主张可能在赢得部分犹豫的中间选民的支持。首先，她的经济主张很多是直面通胀问题；其次，通胀问题最严重的时候毕竟是拜登当总统，她被认为是问题的主要负责人的可能性也低一些；最后，对于那些不喜欢特朗普的选民，哈里斯的政策主张可能更具吸引力。另外，民主党能否更有效动员那些不太愿意投票的选民参与投票，也是哈里斯能否胜选的关键。

2.4.1 中间党派

从选民的注册党派来看，民主党和共和党注册选民成为两党的基本盘，拜登在基本盘上和特朗普选票几乎没有差异，拜登在民主党获得了92%的支持，而特朗普在共和党获得了91%的支持，由于民主党选民占40%，共和党占41%，最终在基本盘的比

拼中差距仅有 2000 票。真正决定选举结果的是独立选民的态度，拜登获得了更多独立选民的支持，进而赢得了 2020 年的大选。实际大选结果中，拜登赢的票数也就是 8 万票，和独立选民的选票差距非常接近，或许说明边际选民和独立选民的重合度非常高。

图表 13：选民的登记党派

	民主党	共和党	独立
人群比例	40%	41%	19%
拜登	92%	8%	52%
特朗普	7%	91%	44%
拜登	2515612	224218	675387
特朗普	191405	2550475	571481
票差	2324207	-2326258	103906

资料来源：CNN，国联证券研究所

独立选民是更可能在投给特朗普和投给哈里斯之间摇摆。哈里斯应对通胀的“机会经济”主张似乎在赢得中间选民的支持³。一方面她的经济主张很多是直面通胀问题，比如禁止食品和杂货价格欺诈和增加住房供给等；另一方面，通胀问题最严重的时候毕竟是拜登当总统，她被认为是问题的主要负责人的可能性也低一些。

2.4.2 年龄

特朗普的支持者集中在 50 岁以上的人群。拜登在 50 岁以下的几个年龄组都获得了更多的支持。从这个数据上看，支持民主党获得 2020 年大选胜利的边际选民更可能是比较年轻的选民。

³ https://apnews.com/article/kamala-harris-economy-trump-vance-inflation-biden-f52edb07e4bd4adf01b484744fc7d387?gad_source=1&gclid=Cj0KCQjw0Oq2BhCCARIsAA5hubX2JtiRVsyWKcgAvfTs32szFRvFYtbtCyh8ZDp5EhuzjDBOZz9uieoaAvIXEALw_wcB

图表14：选民的年龄

	18-24	25-29	30-39	40-49	50-64	65以上
人群比例	7%	6%	16%	13%	31%	28%
拜登	59%	67%	61%	52%	41%	46%
特朗普	37%	31%	37%	46%	59%	53%
拜登	282323	274803	667184	462107	868843	880464
特朗普	177050	127148	404685	408787	1250287	1014448
票差	105273	147656	262499	53320	-381443	-133984

资料来源：CNN，国联证券研究所

2.4.3 新冠

从选民关心的话题角度看，特朗普输掉 2020 年大选最核心的议题就是新冠防控。尽管历史不容假设，但是从数据上看，如果没有发生新冠，特朗普在 2020 年可能不一定会输掉选举。

我们在上篇报告《哈里斯的选情明显改观——美国大选观察（一）》指出竞选连任失败的总统具有一个共性，就是美国在经济上出了问题。从民调的数据上看，特朗普让经济出问题的主要原因或在于疫情防控的混乱，新冠以外的经济政策上特朗普的支持率事实上并不低。

图表15: 最关心的话题

	种族不平等	新冠	经济	犯罪	医疗政策
人群比例	14%	20%	38%	10%	11%
拜登	92%	91%	14%	15%	84%
特朗普	4%	7%	85%	84%	15%
拜登	880464	1244134	363670	102539	631637
特朗普	38281	95703	2207997	574216	112792
票差	842183	1148432	-1844327	-471677	518845

资料来源: CNN, 国联证券研究所

2.4.4 种族

从选民的肤色上看, 特朗普的主要支持者是白人, 他在有色人群的支持率较低。相反, 民主党在有色人群中的支持率遥遥领先。

在肤色支持率上的不同也反映出选民投票次数的区别, 相比于其他肤色的族群而言, 美国白人投票的次数更多, 他们更可能参与每一次的选举。这部分解释了为什么我们看到当投票率上升时, 民主党获得的投票上升更多, 那些被动员起来去投票的人更可能是有色人群, 也就更可能是民主党的支持者。

图表16: 不同肤色的选民

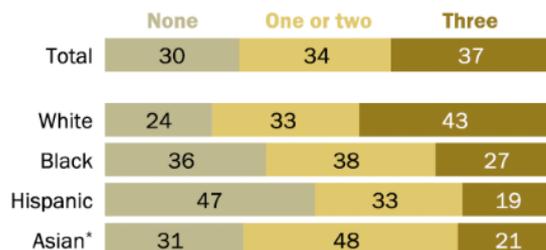
	有色人	白人
人群比例	19%	81%
拜登	82%	42%
特朗普	15%	57%
拜登	1065034	2325574
特朗普	194823	3156136
票差	870210	-830562

资料来源: CNN, 国联证券研究所

图表17: 白人投票的次数更多

White adults voted more consistently than those of other racial or ethnic backgrounds from 2018 through 2022

% of U.S. citizens ages 18 and older in 2018 who voted in ___ elections out of 2018, 2020 and 2022



资料来源: Pew, 国联证券研究所

如果哈里斯能够更好动员不太愿意参与投票的美国民众——很多是有色族裔，那么民主党获胜的概率也会上升。

2.5 边际选民可能是住城郊的中间派年入5万美元以上中产

边际选民可能是住在城郊，城市的选民偏向支持民主党，农村选民偏向支持共和党。边际选民的收入可能高于5万美元，在收入少于一年5万美元的选民中，民主党的支持率是显著领先共和党的。从选民的意识形态看，边际选民可能是中间派，自由派选民选择民主党的比例非常高，保守派的选民则更倾向于选择共和党。

2.5.1 城乡

从选民的城乡分布来看，城市的选民支持民主党的比例很高，农村选民支持共和党的比例很高，而城郊选民里两党的支持率很接近，差距只有3%。城郊选民中可能包含了很多边际选民。

图表18：选民所在的城乡区域

	城市	城郊	农村
人群比例	22%	56%	22%
拜登	74%	48%	30%
特朗普	24%	51%	69%
拜登	1112885	1837491	451170
特朗普	360936	1952334	1037690
票差	751949	-114843	-586520

资料来源：CNN，国联证券研究所

2.5.2 收入

在收入少于一年 5 万美元的选民中，民主党的支持率是显著领先共和党的。但是在另外的两个收入区间里，共和党的得票就更多，但是在统计上可能并不显著。这意味着在收入大于 5 万美元的选民中，有一些是在民主党和共和党的选择中间摇摆，并没有明确支持任何一方。

图表19：选民的收入

	少于5万	5万到99999	10万以上
人群比例	37%	33%	29%
拜登	56%	47%	49%
特朗普	42%	51%	50%
拜登	1416399	1060249	971382
特朗普	1062299	1150482	991206
票差	354100	-90234	-19824

资料来源：CNN，国联证券研究所

2.5.3 意识形态

从选民的意识形态看，自由派选民选择民主党的比例非常高，民主党的优势明显。保守派的选民则更倾向于选择共和党，共和党的支持率也显著高于民主党。在中间派的选民中，支持拜登的要多于支持特朗普的。特朗普在意识形态上相较于拜登还是更加极端，因此在争取中间派选民中落於下风。

图表20: 选民的意识形态

	自由	中间	保守
人群比例	24%	42%	34%
拜登	91%	58%	12%
特朗普	8%	41%	87%
拜登	1492961	1665226	278905
特朗普	131249	1177142	2022060
票差	1361712	488083	-1743155

资料来源: CNN, 国联证券研究所

3. 风险提示

美国大选新的黑天鹅事件: 丑闻或者突发事件可能改变大选的走势。

美国经济突然衰退的风险: 美联储的高利率政策可能使得美国经济放缓超过预期, 央行货币政策存在漫长而不确定的时滞。如果美国经济减速过快而陷入衰退, 美联储可能需快速降息以拯救经济。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼