



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ **美国大选似乎绕不开宾州。**明天上午（北京时间）即将在宾夕法尼亚州最大城市费城举办的总统辩论，可能成为焦灼选情的重要分水岭。巧合的是，约2个月前，共和党候选人特朗普也正是在宾州遇袭，令其支持率一度大增。

➤ **对于此次辩论，我们倾向于认为哈里斯的压力会更大。**同时，我们认为有三个重要的问题值得提前关注：为什么这次辩论以及近年来宾州这么重要？特朗普和哈里斯在辩论中的胜负手分别是什么？以及需要提前关注什么市场风险？

➤ **问题一：为什么本次辩论这么重要？以及为什么又是“决战宾州”？**

这是一场不能犯错的竞选。哈里斯的“蜜月期”8月中旬结束，8月下旬以来，两位候选人的获胜概率差距保持窄幅波动，似乎陷入僵局。

本次总统辩论时两位候选人的支持率差距很小（2个百分点左右），或也意味着本次辩论对选情有更重大的意义。根据FiveThirtyEight民调网站，2016年希拉里和特朗普首次辩论时，希拉里获胜概率领先9.6个百分点，2020年特朗普和拜登首次辩论时，拜登领先7.1个百分点。

七大摇摆州选情来看，目前，哈里斯在密歇根/威斯康辛州有微弱优势，特朗普在亚利桑那/佐治亚州有微弱优势。

美国全国共有538张选举人票，哈里斯/特朗普分别已基本锁定226张和219张选举人票，分别还需要44张/51张票才能拿到过半票数取得胜利。根据美国大选“赢者通吃”制度，在一州支持率更高的候选人可以拿下该州全部选举人票。

➤ **而谁能拿下宾州的19票，即坐上了通往白宫的“顺风车”；而丢掉宾州的一方，想要翻盘则十分困难。**素有说法“得宾州者得白宫”，1900年以来31次总统大选中“应验”了24次。这也是哈里斯和特朗普的竞选团队在宾州的广告投入资金都远远超过其他摇摆州的原因。

情景分析两人的胜选之路，在“丢掉”宾州的情况下：

- 如果哈里斯想获胜，她需要保住密歇根/威斯康辛/内达瓦3个州，并在北卡/佐治亚2州中再争取一州。
- 如果特朗普想获胜，他需要保住亚利桑那/佐治亚/内达瓦/北卡这4个州，并且在密歇根/威斯康辛这2个目前更倾向于哈里斯的州中再争取一州。

## 相关研究

- 1.2024年8月通胀数据点评：通胀结构分化，期待增量政策-2024/09/09
- 2.本周经济热点：货币宽松年内如何“三步走”？-2024/09/08
- 3.8月美国非农数据点评：8月非农的降息“角力”-2024/09/06
- 4.美国劳动力市场专题：用怎样的框架来研判非农就业？-2024/09/06
- 5.宏观事件点评：“转按揭”的海外经验-2024/09/04

➤ 而在“拿下”宾州的情况下：

- 如果哈里斯想获胜，只需要保住密歇根/威斯康辛这 2 个已经倾向民主党的州即可。
- 如果特朗普想获胜，只需要守住亚利桑那/佐治亚 2 州，并将最近 4 次大选都支持共和党的北卡州再次拿下即可。

➤ 问题二：特朗普 VS 哈里斯：辩论的胜负手是什么？

➤ 特朗普和哈里斯都有各自明显的软肋，只是相较于拜登，两者的胜负可能只在一念之间，**关键就在于谁能更好地扬长避短，争夺中间选民。**

➤ 对于哈里斯而言，**知名度和影响力相对更弱的她需要有更突出的表现：**

➤ 首先，在绕不开的是**更加具体、明确和有倾向性的政策主张**——尤其是经济和移民问题上，如何采取和拜登政府不同的措施来解决当前的困境，以及**政策上如何更加信服地吸引摇摆州选民**。而此前哈里斯团队的竞选策略一直是保持政策模糊。

➤ 其次，要尽量避开自己**执政和政策辩论经验相对不足的弱点**，有时候巧妙地回避问题，比含糊地应对问题更好。

➤ 最后，**引导特朗普的不当言论**是重要的突破口。尤其是在**性别、种族和堕胎**等问题上。

➤ 对于特朗普而言，已经拥有明确标签和影响力的他，**保持冷静克制、有的放矢即可，相对而言压力会更小些。**

➤ 首先，**突出自己更加明确的政策主张**，强调“美国优先”立场，引发摇摆州底层选民的共鸣。

➤ 其次，**注意言辞礼节**。面对司法出身的哈里斯尖锐的提问，避免出现攻击性言论，对于堕胎等敏感话题不要出现过于强硬、伤害中间和温和派选民的措辞。

➤ 最后，**指出哈里斯的弱点**，主要是执政期间的移民和通胀问题，以及政策主张缺乏细节的不足。

➤ 问题 3：应该关注市场可能发生的什么变化？

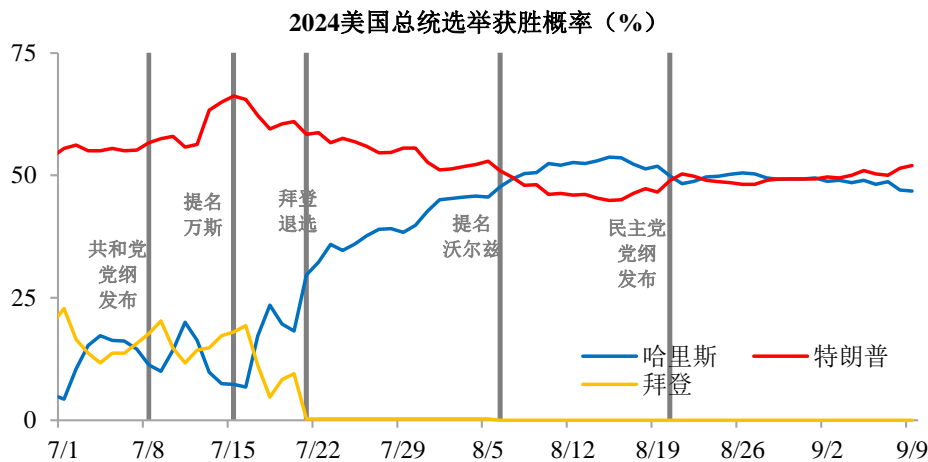
➤ 最近两个月，由于选情的焦灼，以及对衰退风险和宽松预期的聚焦，除了不确定带来的风险溢价上升，**市场其实并未明显“偏袒”特朗普或者哈里斯。**

➤ 我们倾向于认为本次辩论**特朗普表现超预期或者哈里斯表现不佳对于市场的冲击会更大**。相较而言，哈里斯超预期可能让市场重新聚焦于“降息交易模式”，而四平八稳的辩论则会继续让市场受制于大选的不确定性。

➤ 所以，**从风险防范角度，市场更应该警惕“特朗普交易”的短线冲击**。回顾今年 6 月底特朗普和拜登辩论期间的表现：当特朗普胜选预期概率上升时，美元升值、黄金、比特币上涨，债券曲线陡峭。相较而言股市的反应比较复杂，科技成长股可能承压，但是金融、能源等板块则更可能上涨，道琼斯和罗素 2000的表现会好于纳斯达克指数。

➤ **风险提示：**海外货币政策超预期、地缘因素超预期。

图1：最近半个月，大选选情陷入僵局



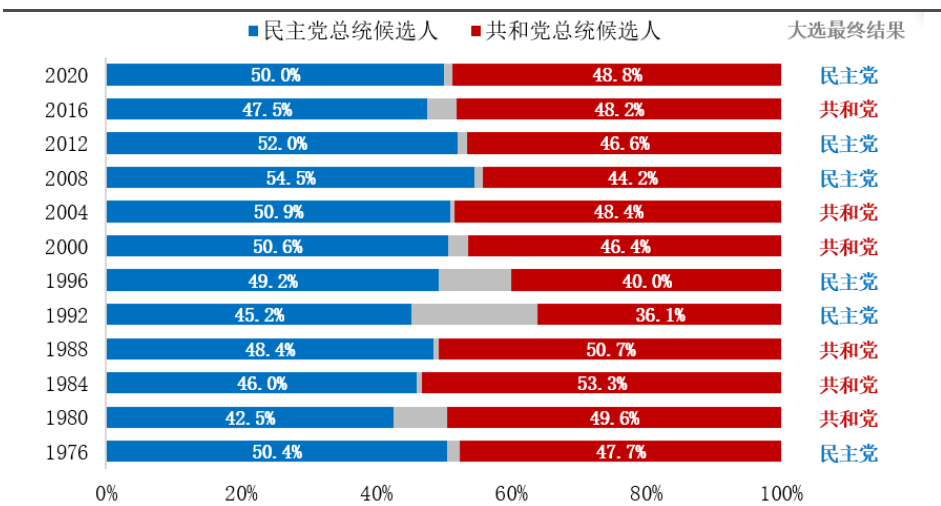
资料来源：RealClearPolitics, 民生证券研究院

图2：当下七大摇摆州的选情焦灼

摇摆州支持率:特朗普-哈里斯 (%) (9月9日)			
7大摇摆州	RealClearPolitics	FiveThirtyEight	270twin
亚利桑那州 (11)	1.6	0.6	2.0
佐治亚州 (16)	0.3	0.5	1.2
密歇根州 (15)	-1.2	-2.0	-2.6
内瓦达州 (6)	-0.6	-0.4	-0.6
北卡罗莱纳州 (16)	0.1	-0.3	-0.5
宾夕法尼亚州 (19)	0.0	-1.0	-0.4
威斯康辛州 (10)	-1.5	-2.9	-2.6

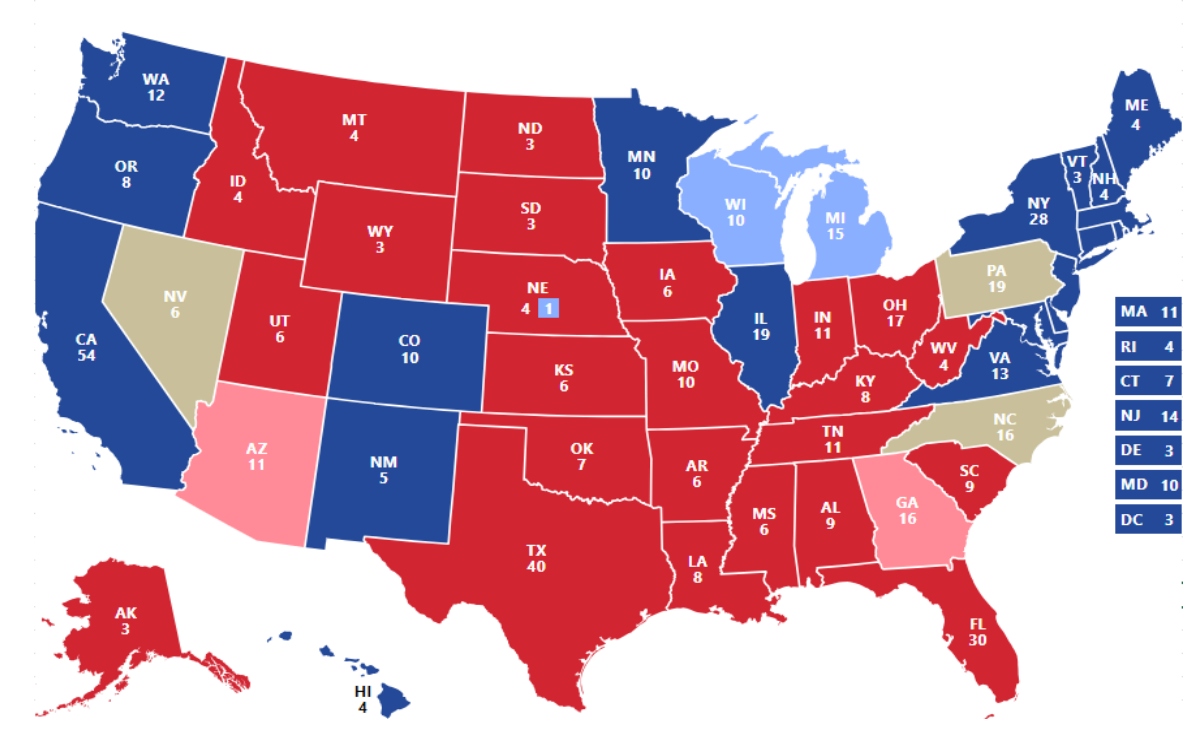
资料来源：Real Clear Politics, FiveThirtyEight, 270twin, 民生证券研究院 (括号内为该州拥有的选举人票数)

图3：历史大选中，宾州的投票情况 vs 当年大选最终结果



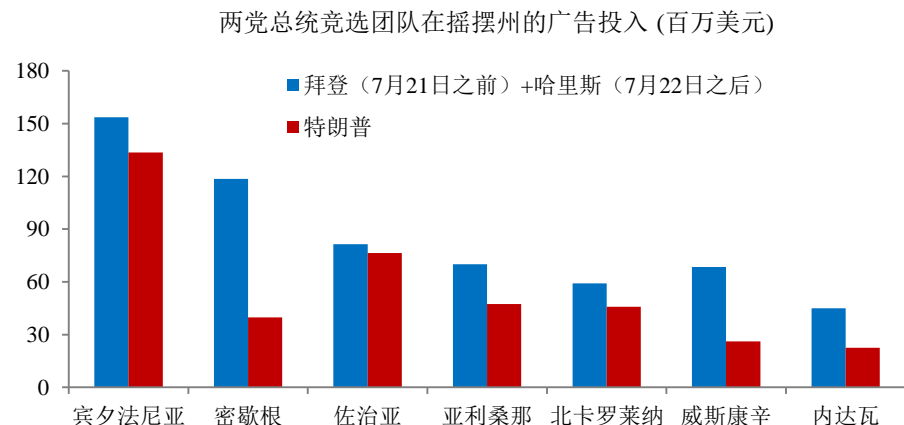
资料来源: 270twin, 民生证券研究院

图4: 摇摆州共 93 张选举人票, 哈里斯/特朗普分别需要拿下 44 张/51 张才能取得最后胜利



资料来源: 270twin, 民生证券研究院

注: 浅红色为目前相对更偏共和党的摇摆州, 浅蓝色为目前更偏民主党的摇摆州, 浅黄色为选情更不确定的摇摆州

**图5：两党总统竞选团队在七大摇摆州的广告投入**


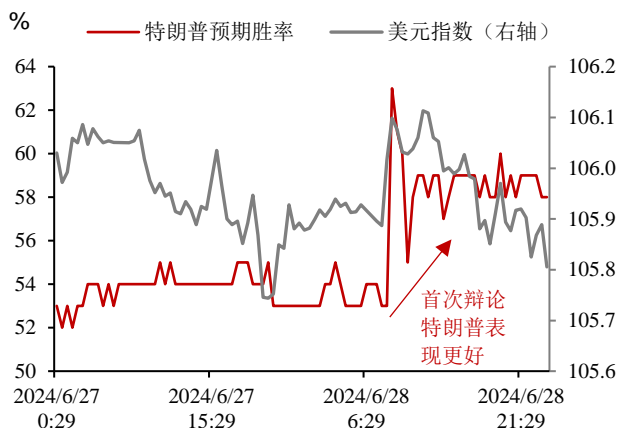
资料来源：FT，民生证券研究院（统计时间：2024年3月6日-2024年9月5日）

**图6：哈里斯和特朗普的政策主张对比**

	相似	不同	
		哈里斯	特朗普
经济政策	免征小费税；扩大儿童税收抵免。	弥补税收漏洞、防止富有群体避税。将新股回购税提高至4%，阻止新股回购给富有股东带来收益。	使特朗普减税法案永久化。
制造业	推动制造业，将关键供应链带回美国。	支持制造业低碳。为私营公司使用美国制造的低碳材料提供税收抵免。	主张削减阻碍制造业发展的法规。
住房	对首次购房者提供税收优惠。提高住房的可负担性。推动新房建设。	住房政策更详细。提出了具体的控制租金的方案。加快劳动力住房的发展。	
医保社保	扩大负担得起的医疗保健。降低处方药价格。	保护和扩大《平价医疗法案》。	
种族和移民		立法确保边境安全，修复破碎的移民制度，扩大合法移民。	启动美国历史上最大规模的驱逐计划。呼吁完成边境墙，阻止移民犯罪。
性别权利	保护妇女和儿童。	支持跨性别群体的权利。支持全国立法维护堕胎权。	反对跨性别群体的权利。堕胎由各州政府决定。
环境和能源	实现美国能源独立。	对清洁能源进行大量投资，提供税收抵免。	停止对石油、天然气、煤炭的市场限制。
外交	维护美国和欧盟关系，深化印太联盟以应对中国的影响力。	增加人道主义援助。对中国不寻求冲突。	
贸易	强调保护美国工人利益。	建立“小院高墙”以维护国家安全，重点限制敏感和先进技术。	对外国制造的商品普遍征收关税。
科研与创新	支持人工智能等前沿领域。支持航空航天科研。		捍卫开采比特币的权利，确保每个美国人都有权保留自己的数字资产。
教育	增加高等教育的可负担性，增加传统四年制大学以外的教育培训。	强调了对少数族裔的教育投资。	废除美国教育部。
美联储		表示尊重央行独立性。2018年，作为参议员，她投票反对鲍威尔出任美联储主席。	认为总统应该对美联储如何制定利率有更大的发言权。

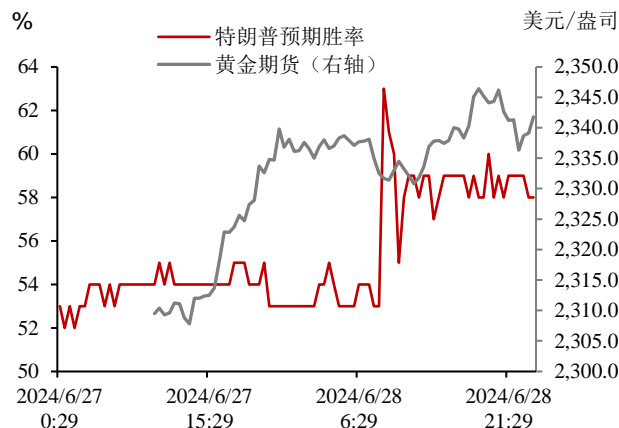
资料来源：2024 民主党党纲，2024 共和党党纲，民生证券研究院

图7：特朗普和拜登首次辩论：美元和特朗普支持率



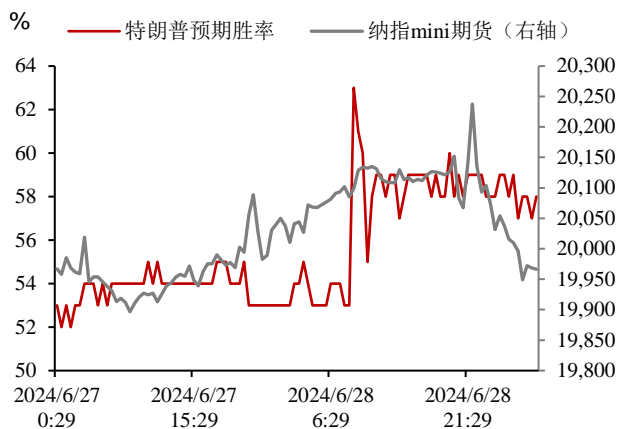
注：特朗普和拜登首次辩论在 2024 年 6 月 28 日上午（北京时间），图中数据为 6 月 27 日至 6 月 29 日 30 分钟分时图，下同  
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图8：特朗普和拜登首次辩论：金价和特朗普支持率



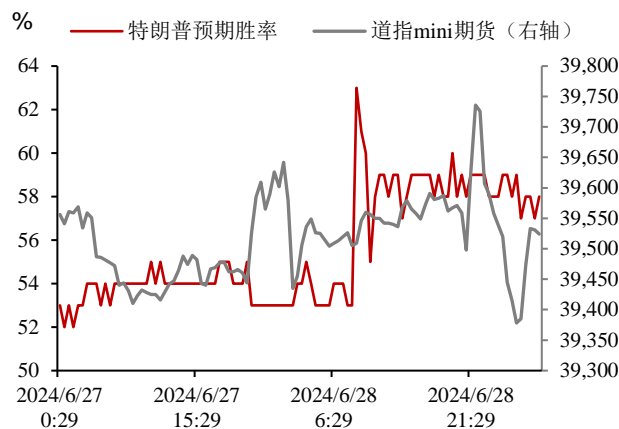
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图9：特朗普和拜登首次辩论：纳指和特朗普支持率



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图10：特朗普和拜登首次辩论：道指和特朗普支持率



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026