

# 宏观

证券研究报告

2024年09月12日

## 美国大选电视辩论带来的增量信息

特朗普将辩论的焦点集中在通货膨胀和非法移民问题上。哈里斯则将自己塑造为“中产阶级倡导者”和“中产阶级的孩子”。

在这场持续约90分钟的辩论中，主持人围绕经济、社会、外交政策和两党传统意识形态四个核心领域展开提问，涉及的议题是老调重弹。

本次辩论的结果似乎对哈里斯更为有利，但是单次电视辩论对大选结果的影响可能并不如人们想象的那么大，最终花落谁家还是取决于摇摆州。

自Rutherford以来，两个党对美股的影响都相当积极。我们认为如果特朗普执政，美国国债收益率曲线可能呈现出更陡峭的走势，而若是民主党执政，收益率曲线则可能相对平坦一些。从A股市场的角度来看，拜登执政期间，股市在2021年和2022年表现较好，而在2023年和2024年则表现较差。相比之下，特朗普执政期间，股市在2017年、2019年和2020年表现较好，2018年则表现较差。

**风险提示：**美国总统大选结果反转；大选期间发生黑天鹅事件；举行第二次辩论

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：宏观-存量房贷利率下调的空间、路径与影响》 2024-09-09
- 《宏观报告：宏观报告-衰退担忧，与一场宽松的不着陆》 2024-09-07
- 《宏观报告：宏观-汇率升值后的货币和财政调整空间》 2024-09-07

美国时间 9 月 10 日晚，哈里斯和特朗普首次进行电视辩论。这场电视辩论可能也是两人在大选前的唯一一次直接交锋。

### 一、“量身定制”的辩论策略

辩论前关注的焦点是哈里斯的演讲能力究竟如何，以及关于政策主张是否有之前没有披露的细节。

特朗普和拜登在辩论时，拜登作为现任总统需要解释和辩护他的政策立场。但在哈里斯与特朗普的辩论中，情况发生了逆转，特朗普作为前任总统，需要面对哈里斯对他政策的质疑，而哈里斯则可以提出她对未来的愿景和计划。

特朗普把辩论焦点尽可能集中在通胀问题和非法移民上。针对特朗普把哈里斯和拜登绑定，哈里斯和拜登一定程度上切割，把自己打造成通胀斗士、快乐斗士的人设。哈里斯塑造的第二个人设是“中产阶级倡导者”和“中产阶级的孩子”。

**在辩论中，哈里斯在阐述政策时多次拿特朗普前总统时期的政策作为对比，并试图激怒特朗普，比如特朗普是独裁者，被世界领导人嘲笑，是军方的耻辱，被选民解雇。**

特朗普在这次辩论中对哈里斯进行了人身攻击。

### 二、“老调重弹”的政策主张

在这场持续约 90 分钟的辩论中，主持人围绕经济、社会、外交政策和两党传统意识形态四个核心领域展开提问。

其中，经济方面涉及通货膨胀、经济增长和关税政策；社会议题包括堕胎权利、移民政策和边境安全；外交政策提及了巴以冲突、俄乌战争等；最后是关于美国两党传统意识形态的议题，如奥巴马时期的《平价医疗法案》以及气候变化问题。

**特朗普提倡减税政策，而哈里斯则主张为中产阶级提供财政补贴，且不增加他们的税负，同时对企业和高收入者征收更多的税款。**

这些立场反映了他们之间的主要分歧。特朗普的政策倾向于“保守主义”，主张减税和减少政府管制，刺激经济增长。哈里斯更倾向于“进步主义”，增加政府的财政支出，补贴中产阶级和低收入群体。他们的政策主张都是财政扩张，只是侧重点不同，也都没有就资金来源和财政可持续性问题作深入讨论。

在外交政策上，特朗普的立场非常明确，他声称如果他在任，俄乌战争和哈马斯对以色列的攻击都不会发生，因为伊朗的经济状况不佳。

在这一点上，哈里斯有些谨慎，她没有谴责以色列，而是强调以色列拥有自卫的权利，但倾向于推动停火和《两国方案》。

在气候和能源政策方面，特朗普和哈里斯展现出了一定程度的相似性。哈里斯撤回了她之前反对水力压裂技术的立场，而特朗普则表达了他对太阳能的粉丝。

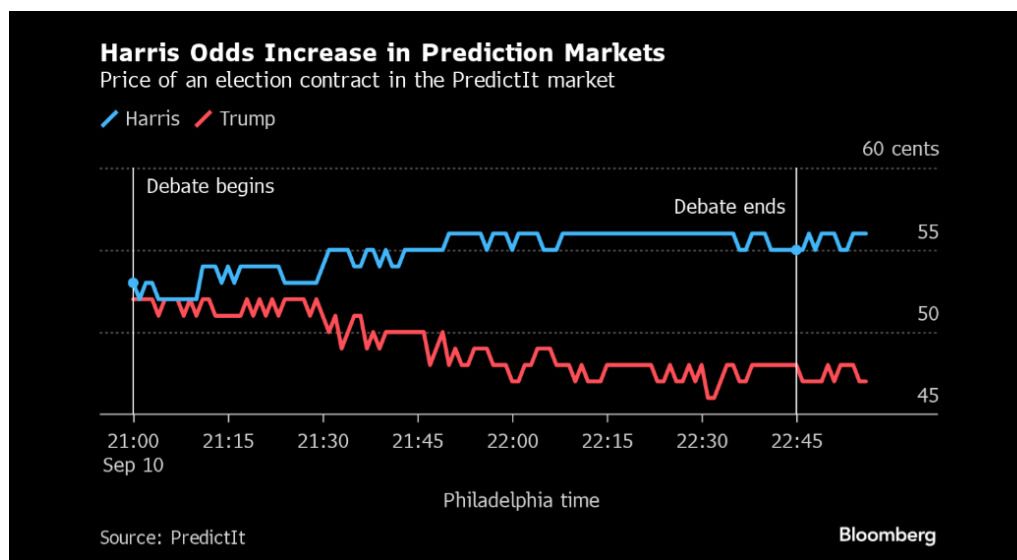
在医保政策方面，特朗普声称他并没有废除平价医疗法案，而是选择保留并对其进行改善。竞选期间可以立场截然不同，而一旦上任以后都需要面对现实，平衡各方利益。

### 三、“花落谁家”仍未可知

**本次辩论的结果似乎对哈里斯更为有利。**CNN 调查显示，63%的观众认为哈里斯的表现更胜一筹。辩论前，这些观众对于谁会有更出色的表现看法不一，一半的人预计哈里斯会表现得更好，另一半则认为特朗普会占上风。

PredictIt 显示，在辩论开始前，哈里斯和特朗普在预测市场上的胜率几乎持平，而辩论结束后，哈里斯的胜率领先特朗普。

图 1：辩论结束后，PredictIt 显示哈里斯的胜率领先了 7 个百分点

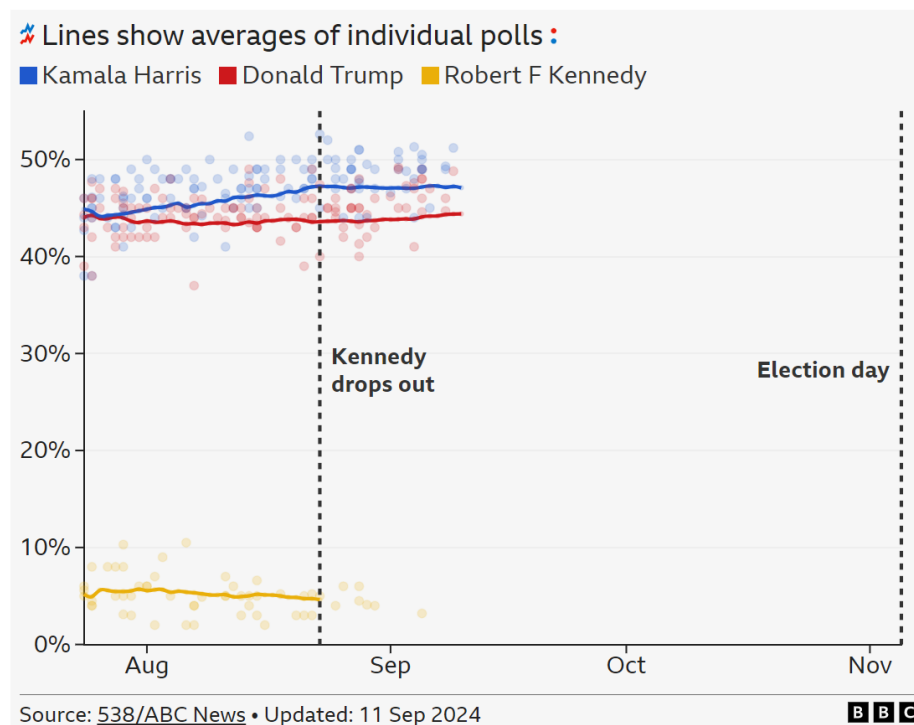


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

然而，单次电视辩论对大选结果的影响可能并不如人们想象的那么大，现在下定论为时尚早。尽管最近的民意调查显示哈里斯在支持率上略微领先于特朗普，但是领先的程度还不能忽略民调中存在的统计误差。

大选的胜负还是取决于关键摇摆州。未来，无论是经济状况、政治动态、通货膨胀、移民政策、外交关系还是个人丑闻，这些因素都可能对摇摆州的中间选民产生影响，从而左右他们的投票选择。

图 2：哈里斯 VS 特朗普支持率



资料来源：BBC，天风证券研究所

图 3：哈里斯 VS 特朗普摇摆州支持率

	Margin of lead
<b>Nevada</b> (6 electoral votes)	Harris <1
<b>North Carolina</b> (16)	Harris <1
<b>Georgia</b> (16)	Trump <1
<b>Pennsylvania</b> (19)	Harris <1
<b>Arizona</b> (11)	Trump <1
<b>Michigan</b> (15)	Harris +2
<b>Wisconsin</b> (10)	Harris +3

Source: [538/ABC News](#) • Updated: 11 Sep 2024 B B C

资料来源：BBC，天风证券研究所

#### 四、对市场的影响

自 Rutherford 以来，两个党对美股的影响都相当积极。其中，民主党总统任期标普 500 的 CAGR 中位数和平均数分别为 5.8% 和 6.5%，道琼斯中位数和平均数分别为 9.1% 和 8.0%，均略高于共和党。但是，大选临近叠加美股自身调整等因素，波动率大概率会上升。

在股市的表现上，尽管市场的风格并不总是那么明显，但可以观察到一种趋势：在共和党执政时期，传统行业往往表现得更为强劲。

图 3：美国不同总统任期的股市表现

### 美国不同总统任期的股市表现: 第一年 vs 整个任期 (不同党派的 CAGR 分析)

每任总统选举获胜者的第一年和4年任期的 CAGR

	第一年		整个任期	
	Dow Jones	S&P 500	Dow Jones	S&P 500
Rutherford B. Hayes		-9.2		13.0
James A. Garfield		2.9		-7.2
Crover Cleveland		19.8		4.3
Benjamin Harrison		3.5		1.8
Crover Cleveland		-20.0		-6.5
William McKinley		12.6		13.0
William McKinley	-8.7	15.7	-0.2	4.7
Theodore Roosevelt	37.8	15.6	5.3	2.3
William Howard Taft	15.0	14.1	0.5	1.0
Woodrow Wilson	-10.3	-14.3	2.0	1.1
Woodrow Wilson	-21.7	-30.6	-6.7	-8.7
Warren G. Harding	12.3	7.3	13.8	10.5
Calvin Coolidge	30.0	22.6	25.6	24.2
Herbert Hoover	-17.2	-11.4	-33.1	-26.9
Franklin D. Roosevelt	63.7	44.1	31.4	25.5
Franklin D. Roosevelt	-32.8	-38.6	-7.6	-11.4
Franklin D. Roosevelt	-15.4	-17.9	3.7	5.8
Franklin D. Roosevelt	27.0	30.7	3.9	3.4
Harry S. Truman	13.1	10.5	13.3	15.0
Dwight D. Eisenhower	-3.8	-6.6	14.4	15.1
Dwight D. Eisenhower	-12.8	-14.3	5.4	5.6
John F. Kennedy	18.7	23.1	9.1	9.9
Lyndon B. Johnson	10.9	9.1	1.9	5.2
Richard Nixon	-15.2	-11.4	2.0	3.3
Richard Nixon	-16.6	-17.4	-0.4	-2.3
Jimmy Carter	17.9	19.1	-0.4	4.6
Ronald Reagan	-9.2	-9.7	5.9	5.4
Ronald Reagan	27.7	26.3	15.7	13.5
George H. W. Bush	27.0	27.3	11.1	11.9
Bill Clinton	13.7	7.1	18.2	14.2
Bill Clinton	22.6	31.0	13.7	15.5
George W. Bush	-7.1	-13.0	0.0	-2.1
George W. Bush	-0.6	3.0	-5.0	-7.1
Barack Obama	18.8	23.5	10.5	12.1
Barack Obama	26.5	29.6	10.8	11.9
Donald Trump	25.1	19.4	11.6	13.8
Joe Biden	18.7	26.9		
民主党平均数	11.0	8.4	8.0	6.5
民主党中位数	16.2	15.1	9.1	5.8
共和党平均数	6.0	4.6	4.2	4.7
共和党中位数	-0.6	3.5	5.3	4.7
平均数	8.2	6.2	5.9	5.4
中位数	13.1	9.1	5.3	5.3

MACROBOND

资料来源: MACROBOND, 天风证券研究所

图 4: 美国不同总统任期的股市表现

### S&P 500 不同行业在不同选举年的表现

每个行业跑赢或者跑输 S&P 500 的年数  
颜色代表两个不同政党



MACROBOND

资料来源: MACROBOND, 天风证券研究所

对美债，无论是民主党还是共和党执政，都倾向于实施宽松的财政政策，这使得通货膨胀难以降低，长期利率也难以保持稳定。

在民主党执政时期，货币政策的独立性可能更加突出，这可能导致短期利率相对较高，因为政府可能会通过补贴来支持短期利率，这对中产阶级来说可能会带来一定的经济压力。

而共和党则倾向于减税，这可能会导致长期利率上升，同时减少管制，使得短期利率在降息周期中下降得更快。因此，我们认为如果特朗普执政，美国国债收益率曲线可能呈现出更陡峭的走势，而若是民主党执政，收益率曲线则可能相对平坦一些。

至于对中国出口的影响，在《超 5000 亿加税对出口竞争力的真实影响》(2024.07.18)一文中，我们分析了特朗普时期加征关税的中国商品在全球市场的份额变化，发现大约三分之二的商品在全球出口份额上有所增加，而三分之一有所减少。

从 A 股市场的角度来看，拜登执政期间，股市在 2021 年和 2022 年表现较好，而在 2023 年和 2024 年则表现较差。相比之下，特朗普执政期间，股市在 2017 年、2019 年和 2020 年表现较好，2018 年则表现较差。

图 5：2017 年-现在，MSCI 中国含 100% 中国 A 股净回报美元指数



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所



## 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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com