



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

➤ **“靴子终于要落地了”**。下周拨动全球市场“神经”快一个月的美国大选就要进入最终“大考”。如何在第一时间抓住大选的重点？在本篇报告中，我们试着通过5个问题来系统说明在美国大选前、中、后期值得重点关注的内容。

➤ **首先，无论当前市场如何热炒“特朗普”，本次大选大概率依旧会是一场焦灼的竞争。**截至10月31日，根据RealClearPolitics网站数据，特朗普民意调查支持率领先0.3个百分点，在7个摇摆州中的5个摇摆州领先；押注获胜概率领先23.5个百分点。押注胜率偏高，部分原因受情绪因素影响；而大选“选举人团+赢者通吃”的规则，民调亦不能代表最终胜负结果。

➤ **其次，到底是“选举日”还是“选举周”？大选结果延期的风险有多大？**周四美股下跌，不仅是对科技股财报的担忧，也有“特朗普交易”的反转和对大选结果不确定性的避险。正常情况下，选举结果在选举日的次日凌晨（美东时间）即可落地为安，但2020年11月3日大选却拖到7日才确认结果，期间特朗普擅自声称自己获胜，引发市场波动。

➤ **2020年、2000年美国大选结果公布的原因？**

2020年延迟公布，原因摇摆州计票拖延。2020年邮寄选票大增，当日现场投票占比从2016年的59.6%降至30.4%，物流速度亦受影响。邮寄选票需要逐一签名核对、地址验证，再用机器扫描。关键州宾州不允许选举日之前提前做初步处理，且大量选票在选举日之后寄达，导致11月7日（选举日后4天）才公布拜登拿下宾州。内瓦达州亦在11月7日才公布结果，佐治亚州因票差过小而重新计票。大选结果拖延的4天内，标普500上涨。

2000年延迟原因是失败者对结果不满、提起诉讼。11月8日小布什和戈尔在佛罗里达州的票差极小（小布什领先1784票），11月10日公布重新计票结果，差额327票；11月26日公布再次重新计票结果，票差537票。最终，最高法院2000年12月12日作出裁决，停止佛罗里达州的重新计票，小布什获胜。2000年选举日到12月12日，标普500跌4.3%。

➤ **今年大选结果公布会延迟吗？**

今年大选出结果可能比2020年更快，因为不少州改进了邮寄投票的规则，有43个州允许在大选之前初步处理选票，以加快选举日的计票速度；宾州今年规定邮寄选票必须在选举日投票站关闭之前寄到。**总结来看，有三种情形：**

情况一：选举夜即公布结果（类似2016年），对应北京时间11月6日的中午或下午揭晓，且失败方承认结果。

相关研究

1. 2024年10月PMI数据点评：PMI重回扩张的宏观信号-2024/10/31

2. 财政动态观察系列（二）：生育养老：财政的空间有多大？-2024/10/28

3. 2024年9月工业企业利润点评：除了基数，还有什么？-2024/10/27

4. 美国大选系列：特朗普组阁：2.0 观察指南-2024/10/26

5. 2024年9月财政数据点评：积极信号的由虚向实-2024/10/26

情况二：摇摆州计票拖延，选举日几天后公布结果（类似 2020 年）。今年的 7 大摇摆州中，宾州和威斯康辛州不允许提前处理邮寄选票，内瓦达州接受选举日之后才寄到的选票，这三个州出结果可能较晚。

情况三：失败方对结果提出异议，导致重新计票和法律诉讼流程，选举日后几周才公布结果（类似 2000 年）。极小概率下，哈里斯和特朗普“平票”，需新一届众议院在明年 1 月就任后进行表决。

➤ **第三，除了总统，国会选举同样重要、甚至更焦灼，什么时候会公布结果？**

2016 年大选，众议院和参议院的结果均在选举日次日凌晨公布（美东时间 11 月 9 日 1 点附近）。

2020 年大选中，因计票拖延，众议院结果在 11 月 10 日最终确认，民主党拿下多数席位；但 11 月 4 月因为民主党优势领先，市场开始预期民主党在众议院获胜。而参议院选举因为佐治亚州触发“决选”，结果在 2021 年 1 月 5 日确认。

今年参议院几无悬念，关注众议院结果。众议院一共 435 个席位，较快情况下，两党的差距较为明显，不用 435 个席位全部公布，一方就可以宣布胜利。较慢情况下，开票过程中，两党获得席位的进展胶着，必须等 435 个席位几乎都完成计票，才能分出胜负。鉴于邮寄投票的规则改进，预计今年出结果会比 2020 年的速度（用时 7 天）更快。

➤ **第四，观战“省流版”：胜选之路，关键之州**

➤ 美国 50 州+1 个联邦地区，一共 538 张选举人票，如果都要关注会让人应接不暇。那么如何“省流”？

➤ **共和党 and 民主党的基本盘可以少看。**经过多年的选举和政治生态演进，美国 51 个州（区）中，大致有 25 个会更偏向共和党，19 个更偏向民主党（不同选举年会有差异）。不过由于共和党的支持州更多分布于地广人稀的中部地区，而选举人票的分布是根据人口来分配，因此民主党在选举中往往具有“天然优势”：2024 年从基本盘来看，哈里斯略多于特朗普（226 对 219）。**基本盘可以少看，但不是不看，因为一旦基本盘“变色”，说明选情已经大幅转向对手方。**

➤ **聚焦摇摆州的“93 票”。**2024 年的 7 大摇摆州手握 93 张选举人票，在基本盘稳定的情况下，哈里斯还需至少 44 票，特朗普则是至少 51 票。从前两次的经验看，2016 年和 2020 年获胜方都拿下其中 6 州，今年的大选可能不会出现这么一边倒的情况，目前看除佐治亚和亚利桑那明显偏向特朗普外，其他 5 州花落谁家存在较大的不确定性。

➤ **胜选路上，哪个州更重要？**我们计算特朗普和哈里斯的所有胜选组合，以及在组合中不同州的占比，以此作为衡量摇摆州重要程度的指标。如果按照当前基本盘 226 对 219 的局面，对于特朗普而言最重要的是宾夕法尼亚，如果没拿下会非常被动，相对而言，哈里斯有更多的选择。如果按当前民调倾向，特朗普拿下佐治亚和亚利桑那，哈里斯的压力会非常大，余下的宾夕法尼亚、密歇根、北卡和威斯康星四个大州中必须至少拿下 3 个。

➤ **第五，大选之后，还需要关注什么？**

➤ 大选之后关注三个关键词：“**纠纷**”、“**演讲**”和“**人事**”。

➤ **这可能一场没有“谁会服谁”的大选。**2024年的大选注定是一场焦灼、充满话题性的大选，我们虽然更偏向特朗普会获胜，但是也认识到这会是一场险胜。落败一方肯定会就选票问题表示不满，甚至发起上诉：

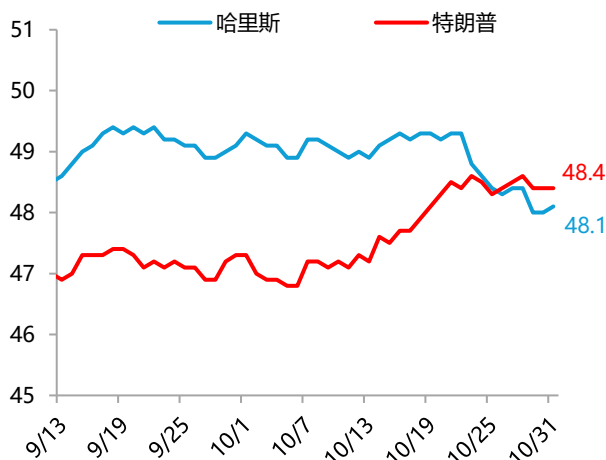
- 2020年在选票尚未完全清点的情况下，特朗普**提前宣布自己获胜**；
- 在选票清点完毕、拜登获胜后，**特朗普拒绝承认败选**，并质疑宾夕法尼亚、密歇根、乔治亚等州的选举结果。
- 特朗普团队在**多个州提起诉讼**，要求重新计票或取消部分选票。然而，大多数诉讼被法院驳回。
- 最终煽动支持者，导致2021年1月6日发生了**冲击国会大厦**的事件，并影响了新政府的过渡和筹备工作进度。

➤ **新总统的胜选演讲和施政宣言。**总统候选人在确认胜选后，往往举办胜选演讲，这会是一场挑动民众情绪、表明新政府施政方向的盛会，可以捕捉后续政策走向的蛛丝马迹。

人事安排是未来两个月内的重点。听过了太多的宣言和演讲之后，大选后新政府的第一个实质性动作就是**开始提名重要人事**，开始推进过渡和交接工作。我们在之前的报告中提及关注行政核心内阁的人事提名，**这将在大选后的两个月内逐步完成**。关注这些被提名官员的政策主张，有助于更具体地把握新政府的政策细节。

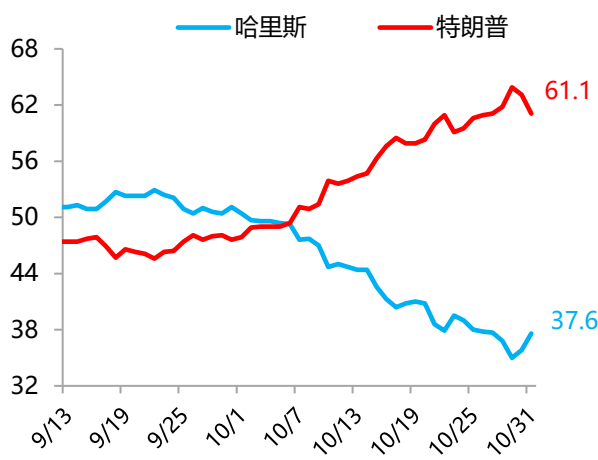
风险提示：美国大选的进程超预期、地缘因素超预期。

图1：2024年美国大选：民意调查支持率（单位：%）

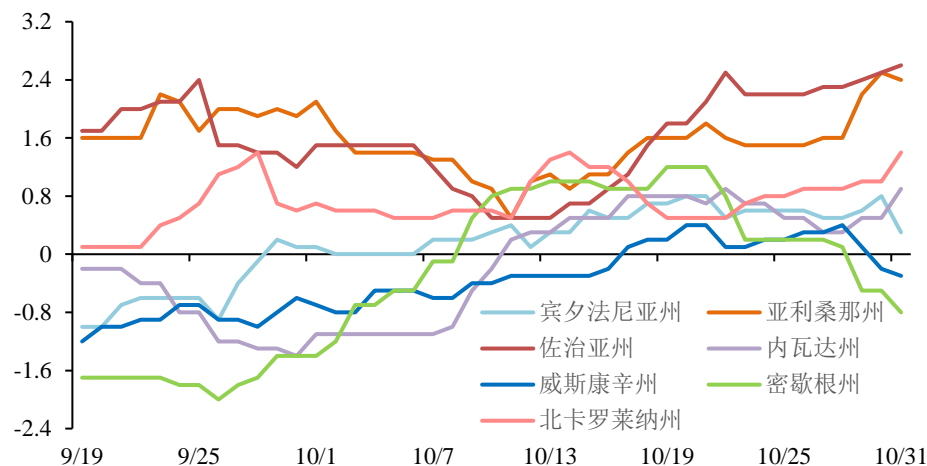


资料来源：Real Clear Politics, 彭博, 民生证券研究院

图2：2024年美国大选：押注网站的获胜概率（单位：%）



资料来源：Real Clear Politics, 彭博, 民生证券研究院

图3：2024年七大摇摆州民调支持率:特朗普-哈里斯的差值 (单位: %)


资料来源: Real Clear Politics, 彭博, 民生证券研究院

图4：2020年大选：结果公布的时间线 (美东时间)

	2020年美国东部时间	2020年大选结果公布进展
佛罗里达	11月4日凌晨00:35	宣布特朗普获胜
德克萨斯	11月4日凌晨01:06	宣布特朗普获胜
亚利桑那	11月4日凌晨02:51	宣布拜登获胜
众议院	11月4日凌晨5:44	众议院435个席位中有363席公布结果，民主党185席对共和党178席，部分美媒提前宣布民主党“获胜”
威斯康辛	11月4日下午14:16	宣布拜登获胜
密歇根	11月4日下午17:58	宣布拜登获胜
宾州	11月7日中午11:25	宣布拜登获胜
总统大选结果出炉	11月7日中午11:25	随着宾州的结果出炉，拜登已锁定超半数选举人团票，获胜
	11月7日中午11:54	特朗普不承认结果，承诺发起诉讼
内瓦达	11月7日中午12:13	宣布拜登获胜
众议院	11月10日	民主党拿下多数席位，确定获胜
参议院	2021年1月5日	佐治亚州参议员席位“决选”结果出炉，确认民主党拿下控制权

资料来源: AP NEWS, 民生证券研究院

图5：2016年大选：结果公布的时间线 (美东时间)

	2016年美国东部时间	2016年大选结果公布进展
科罗拉多	11月8日晚上22:43	宣布希拉里获胜
佛罗里达	11月8日晚上22:50	宣布特朗普获胜
北卡	11月8日晚上23:11	宣布特朗普获胜
佐治亚	11月8日晚上23:33	宣布特朗普获胜
内瓦达	11月9日凌晨0:20	宣布希拉里获胜
众议院	11月9日凌晨0:22	共和党拿下众议院超半数的席位，拿下控制权
参议院	11月9日凌晨1:15	随着宾州参议员的结果出炉，共和党拿下参议院控制权
宾州	11月9日凌晨1:35	宣布特朗普获胜
威斯康辛	11月9日凌晨2:29	宣布特朗普获胜
总统大选结果出炉	11月9日凌晨2:29	随着威斯康辛的结果出炉，特朗普锁定超半数选举人团票，获胜
	11月9日凌晨2:50	希拉里祝贺特朗普获胜

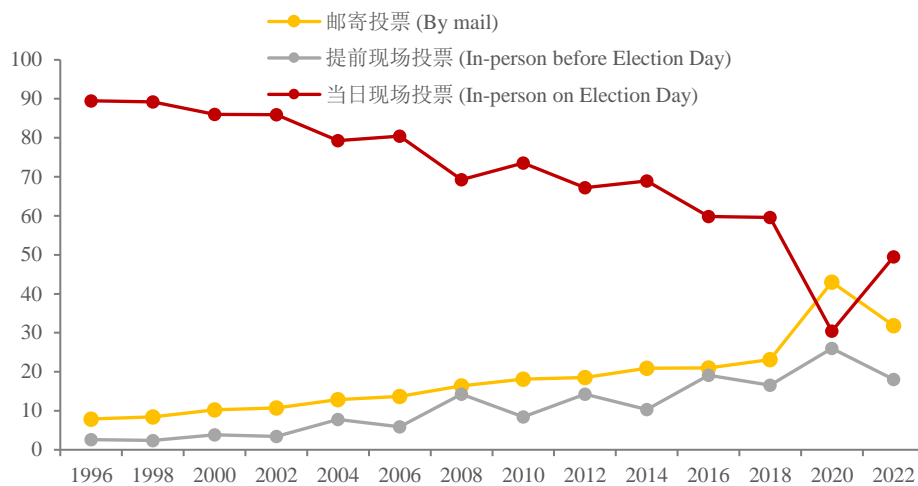
资料来源: AP NEWS, 民生证券研究院

图6：2024 年大选：七大摇摆州的投票规则和清点选票的规则

摇摆州	邮寄投票的截止时间	开始处理邮寄选票 Mail Ballot Processing Begin	开启计算邮寄选票 Mail Ballot Counting Begin	选举日现场投票站的关闭时间
佐治亚	选举日当天投票站关闭之前必须寄到	收到选票后即可处理	选举日早上7点	晚上7点
北卡罗莱纳		10月1日	选举日下午5点	晚上7点30分
密歇根		5000人以上的选区可在选举日前8天开始办理，其他选区11月4日开始办理	选举日早上7点	晚上8点
宾夕法尼亚		选举日早上7点	选举日早上7点，但只有现场投票站关闭后才能公开计票结果	晚上8点
亚利桑那	选举日晚上7点之前必须寄到	收到选票后即可处理并计票，但是公布票数必须等到所有选区计票完毕，或现成投票站关闭1小时后才能公布票数		晚上9点
威斯康辛	选举日晚上8点之前必须寄到	选举日早上现场投票站开放后	选举日早上现场投票站开放后	晚上9点
内瓦达	选举日之后的第4天下午5点之前寄到	收到选票后即可处理	选举日之前15天，但只有现场投票站关闭后才能公开票数	晚上10点

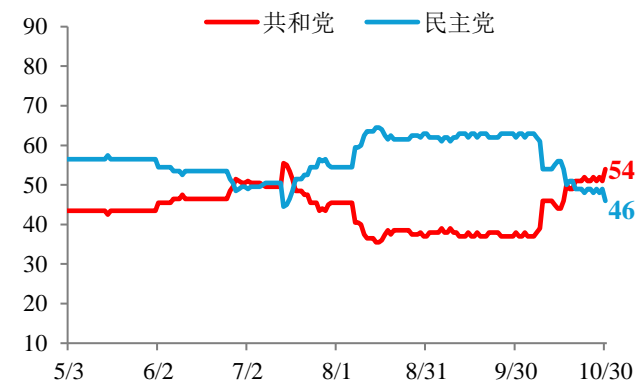
资料来源：270twin, NCSL, 民生证券研究院

注：处理邮寄选票：将回信封外的签名与记录在案的选民签名进行比较，以确保匹配；在某些州，可以将选票从信封中取出、堆叠整理，以便进行计票；一些州可能还会允许扫描仪扫描选票，但并不点击“计票”按钮以获取实际结果。）

图7：美国大选的三种投票方式的占比（单位：%）


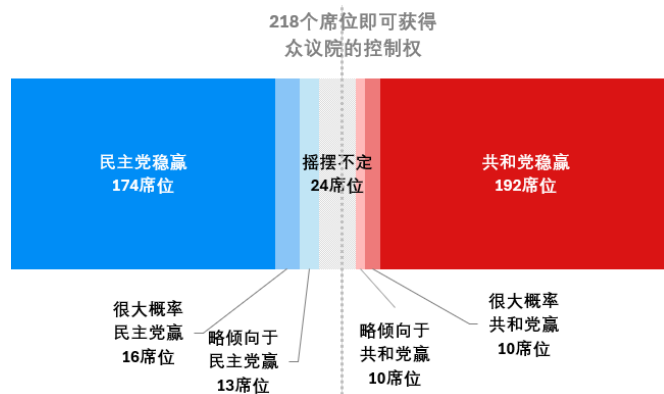
资料来源：bipartisan policy, 民生证券研究院 (4的倍数年份是美国大选的投票方式占比，其他年份是中期选举的投票方式占比)

图8：2024年众议院换届结果的押注概率（单位：%）



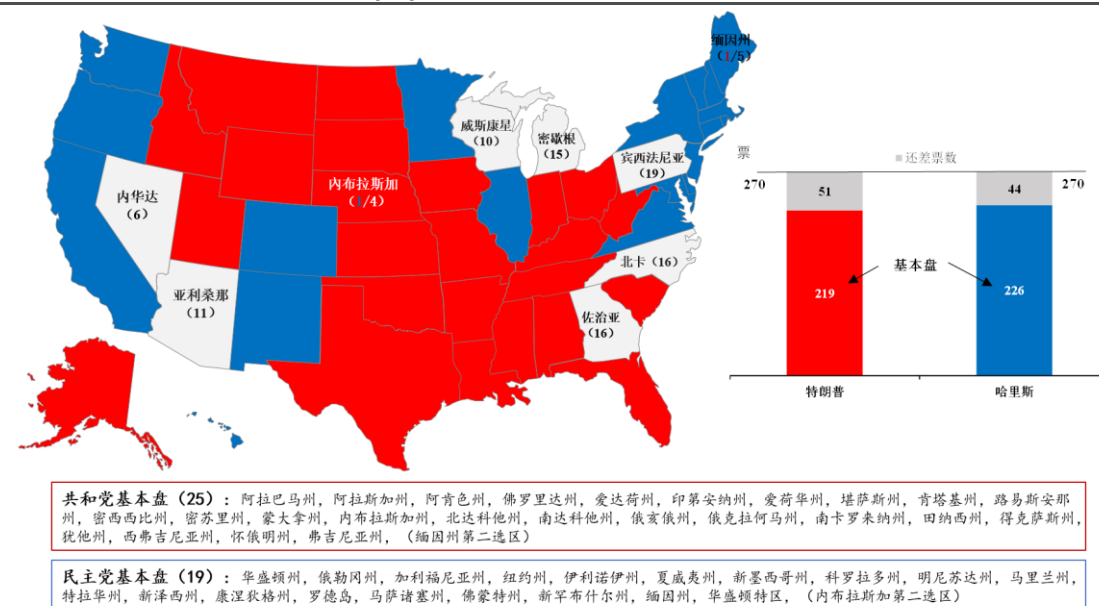
资料来源：Polymarket, 彭博, 民生证券研究院

图9：众议院 435 个席位当前的选情示意图



资料来源：270twin, 民生证券研究院

图10：2024年大选美国各州（区）政治立场的基本分布



资料来源：politico, thehill, 民生证券研究院

图11: 2024 年大选两党基本盘和摇摆州票数分布

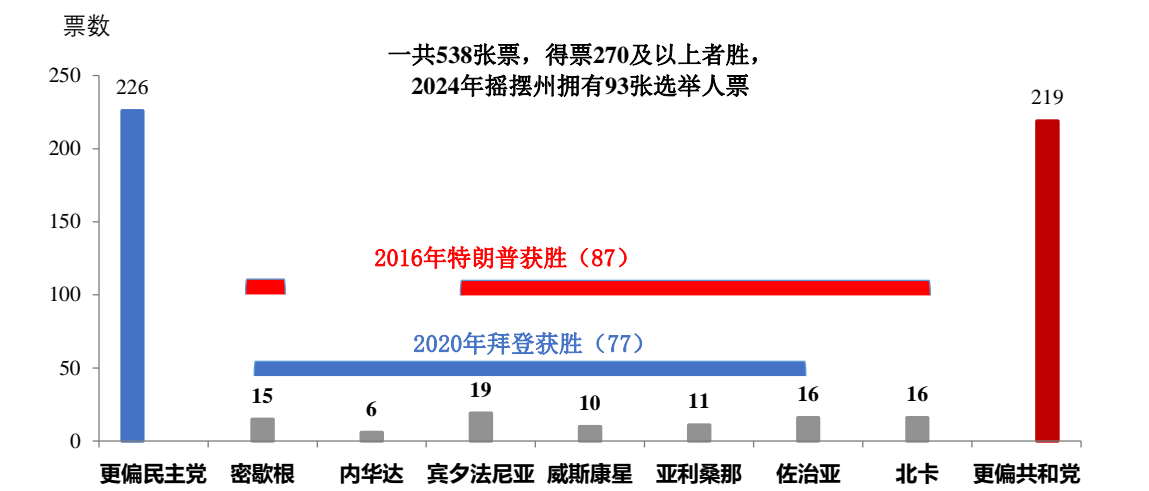
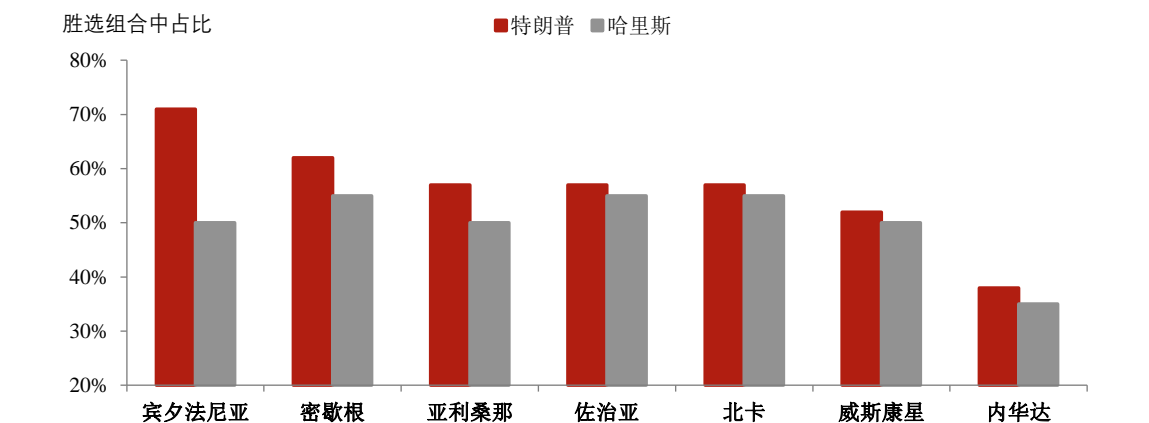
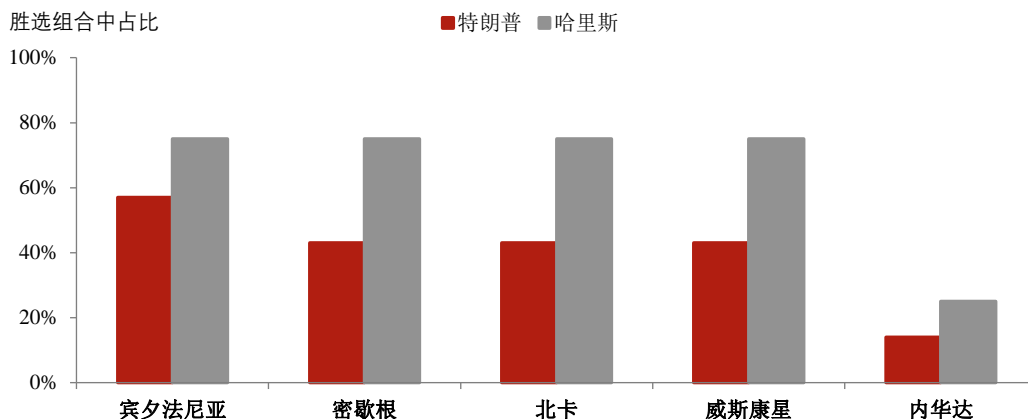


图12: 2024 年大选哪个摇摆州更重要 (基本盘哈里斯对特朗普得票为 226 对 219 的情况)



注: 假设哈里斯和特朗普在基本盘上得票分别是 226 和 219, 我计算双方要到达 270 票的不同组合, 然后计算各摇摆州在计算的组合中出现的频率, 作为衡量该州的重要性指标。

资料来源: 270towin, 民生证券研究院

图13：2024 年大选哪个摇摆州更重要（基本盘哈里斯对特朗普得票为 226 对 246 的情况）


注：假设哈里斯和特朗普在基本盘上得票分别是 226 和 246（额外计入佐治亚和亚利桑那），我计算要到双方达到 270 票的不同组合，然后计算各摇摆州在计算的组合中出现的频率，作为衡量该州的重要性指标。

资料来源：270twin，民生证券研究院

图14：2020 年大选后，拜登组建内阁的速度

职位	拜登正式宣布提名	最终投票表决	从大选日~宣布提名(周)	从大选日~最终确认(周)
国务卿	2020/11/23	2021/1/26	2.9	12.0
财政部长	2020/11/30	2021/1/25	3.9	11.9
国防部长	2020/12/9	2021/1/22	5.1	11.4
司法部长	2021/1/7	2021/3/10	9.3	18.1
内政部长	2020/12/19	2021/3/15	6.6	18.9
农业部长	2020/12/8	2021/2/23	5.0	16.0
商务部长	2021/1/7	2021/3/2	9.3	17.0
劳工部长	2021/1/8	2021/3/22	9.4	19.9
卫生与公众服务部	2020/12/8	2021/3/18	5.0	19.3
住房和城市发展部	2020/12/8	2021/3/10	5.0	18.1
交通部长	2020/12/16	2021/2/2	6.1	13.0
能源部长	2020/12/17	2021/2/25	6.3	16.3
教育部长	2020/12/23	2021/3/1	7.1	16.9
退伍军人事务部长	2020/12/11	2021/2/8	5.4	13.9
国土安全部长	2020/11/23	2021/2/2	2.9	13.0
环境保护局局长	2020/12/17	2021/3/10	6.3	18.1
管理和预算办公室主任	2020/11/30	后撤销提名	3.9	-
国家情报总监(DNI)	2020/11/23	2021/1/20	2.9	11.1
贸易代表	2020/12/10	2021/3/17	5.3	19.1
美国驻联合国大使	2020/11/23	2021/2/23	2.9	16.0
经济顾问委员会主席	2020/11/30	2021/3/2	3.9	17.0
小企业管理局局长	2021/1/7	2021/3/16	9.3	19.0
科学和技术政策办公室主任	2021/1/16	2021/5/28	10.6	29.4
平均值			5.8周	16.6周

资料来源：美国参议院官网，ballotpedia，民生证券研究院

图15：2016 年大选后，特朗普组建内阁的速度

职位	特朗普正式宣布提名	最终投票表决	从大选日~宣布提名(周)	从大选日~最终确认(周)
国务卿	2016/12/13	2017/2/1	5.0	12.1
财政部长	2016/11/30	2017/2/13	3.1	13.9
国防部长	2016/12/6	2017/1/20	4.0	10.4
司法部长	2016/11/18	2017/2/8	1.4	13.1
内政部长	2016/12/15	2017/3/1	5.3	16.1
农业部长	2017/1/19	2017/4/24	10.3	23.9
商务部长	2016/11/30	2017/2/27	3.1	15.9
劳工部长	2016/12/8	后撤销提名	4.3	-
卫生与公众服务部	2016/11/29	2017/2/10	3.0	13.4
住房和城市发展部	2016/12/5	2017/3/2	3.9	16.3
交通部长	2016/11/29	2017/1/31	3.0	12.0
能源部长	2016/12/14	2017/3/2	5.1	16.3
教育部长	2016/11/23	2017/2/7	2.1	13.0
退伍军人事务部长	2017/1/11	2017/2/13	9.1	13.9
国土安全部长	2016/12/12	2017/1/20	4.9	10.4
国家情报总监(DNI)	2017/1/3	2017/5/11	8.0	26.3
国家情报总监(DNI)	2017/1/5	2017/3/15	8.3	18.1
中央情报局局长	2016/11/18	2017/1/23	1.4	10.9
环境保护局局长	2016/12/8	2017/2/17	4.3	14.4
小企业管理局局长	2016/12/7	2017/2/14	4.1	14.0
管理和预算办公室主任	2016/12/16	2017/2/16	5.4	14.3
美国驻联合国大使	2016/11/23	2017/1/24	2.1	11.0
平均值			4.6周	14.7周

资料来源：美国参议院官网，ballotpedia，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