问苍茫大地，谁主沉浮：
解构美国大选 2020

谭卓
宏观经济研究所所长
☎：0755-83167787
✉：zhuotan@cmbchina.com

颜琰
博士后研究员
☎：0755-25310445
✉：freyayan@cmbchina.com

■ **拜登局势领先，但难言获胜。**选情指标显示拜登选情领先：一是拜登的民调持续高于特朗普，二是绝大多数的大选预测模型也指向拜登获胜，三是执政肯定度预示着特朗普连任的概率不大。但目前拜登的领先并不意味着赢得最后的胜利。首先，民调与普选联系更加紧密，而美国大选采用的是选举团制度；其次，民调存在“选择性偏差”，并不能完全反映出选民的真实意愿；最后，特朗普执政肯定度虽然低但稳定，选民基础相当稳固。若能争取到中间选民的支持，特朗普的连任概率并不小。

■ **社会两极分化，贫富差距是根本矛盾。**民调结果反映出美国当前社会两极分化的特征。选民群体的分化推动了两党政治态度的极化，而逐年扩大的贫富差距是造成社会两极分化的根本原因。显著的贫富差距形成了不同群体间的对立，而两党对贫富差距的看法决定了竞选主张的对立。如此反复，导致美国社会进一步割裂。

■ **美国大选的结果很大程度上由关键摇摆州决定。**美国有 34 个州为政治惯性州，即过去五届选举均选择同一党派，这些区域是两党的“基本盘”。选举团票数过 10 的非政治惯性州，即关键摇摆州，在上两届大选中直接决定了大选结果。尽管目前拜登在关键摇摆州民调领先，但从此次大选的关键因素分析，拜登的领先优势并不牢固。

■ **综合考虑此次大选的三大决定性因素及四大风险因素，我们认为特朗普的胜选概率更高。**经济、防疫、种族问题是此次大选的三大决定性的因素，特朗普在最重要的经济因素上领先，但在防疫和种族问题上，拜登的领先优势十分微妙，存在被逆转的可能。此外，此次大选的四大“X 因素”，即邮寄选票、总统辩论、十月惊奇、大法官提名，均有利于选情向特朗普倾斜。

■ **不论哪位候选人赢得大选，美国都将延续遏制中国的政策基调，但在策略上有所差异。**若特朗普胜选，由于失去连任约束，对华政策可能更趋强硬。拥有丰富外交经验的拜登相对温和，符合传统外交逻辑，或回归旧秩序，通过联合盟友实现其战略目的。两党对华政策将给我国制造业的发展带来巨大挑战。不同于特朗普/共和党的重商主义立场，拜登/民主党对加征关税持负面看法，中美贸易摩擦或迎来边际缓和。

目录

引言：向左走，向右走 1
一、当前选情：拜登领先，但难言获胜 1
二、美国“大分裂”：民意、政治与经济 4
（一）撕裂的民意与“政治极化” 4
（二）根本矛盾：贫富差异 5
三、谁主沉浮：关键区域与关键因素 9
（一）惯性州与摇摆州 9
（1）政治惯性州 9
（2）五大关键摇摆州 10
（二）三大决定性因素 11
（三）四大 X 因素 13
（1）邮寄选票 13
（2）总统辩论 14
（3）十月惊奇 15
（4）继任大法官 15
四、对华影响：危机四伏 16
（一）对华态度：负面情绪蔓延 16
（二）对华政策：不同的配方，同样的味道 17
（1）特朗普：继续强硬 17
（2）拜登：重回旧秩序 18
（3）对华影响：困难重重 18
结语 ：不经历风雨，怎能见彩虹 19

图目录

图 1：候选人平均民调支持率：拜登 vs 特朗普 1
图 2：2020 年美国大选模型预测结果 2
图 3：历届总统在任期间执政肯定度变化 2
图 4：2016 年美国大选：选举团票数 3
图 5：特朗普任期内执政肯定度 3
图 6：美国选民分化：2020 年 4
图 7：美国选民分化：2016 年 4
图 8：美国政治极化：1994-2017 年 5
图 9：美国不同收入群体财富占比变化（%） 6
图 10：美国不同收入群体的人口占比（%） 6
图 11：美国家庭收入：非裔 vs 白人（美元） 6
图 12：美国非农就业：分人群 6
图 13：贫富差距的主要原因：共和党 vs 民主党 7
图 14：贫富差距的解决方案：共和党 vs 民主党 7
图 15：美国不同收入群体的税收负担 7
图 16：拉丁裔选民认为医保的重要性 8
图 17：不同选民群体对移民的看法 9
图 18：政治惯性州：共和党 vs 民主党 9
图 19：佐治亚州民调：摇摆不定 9
图 20：2012 年关键摇摆州均选择民主党 10
图 21：2016 年关键摇摆州均选择共和党 10
图 22：2019 年关键摇摆州人均 GDP（美元）与 GDP 增速（%） 11
图 23：关键摇摆州白人占比（%）：2016 年 vs 2019 年 11
图 24：关键摇摆州民调 11
图 25：经济问题：特朗普 12
图 26：新冠疫情新增案例持续较低州 12
图 27：邮寄选票与大选结果 14
图 28：2016 年大选民调支持率走势 15
图 29：美国联邦最高法院大法官政治态度 16
图 30：美国民众对中国的态度 17
图 31：特朗普竞选主张 18
图 32：拜登“Made in all of America”政策 19

引言：向左走，向右走

2020 年 8 月，美国民主党和共和党先后召开全国代表大会。现任美国总统、共和党人特朗普（Donald Trump）和民主党人乔·拜登（Joe Biden）分别接受各自党内总统候选人提名，继续角逐美国大选。9 月 29 日、10 月 15 日、10 月 22 日，两位候选人将展开三轮总统辩论，最终于 11 月 3 日决出第 46 任美国总统。

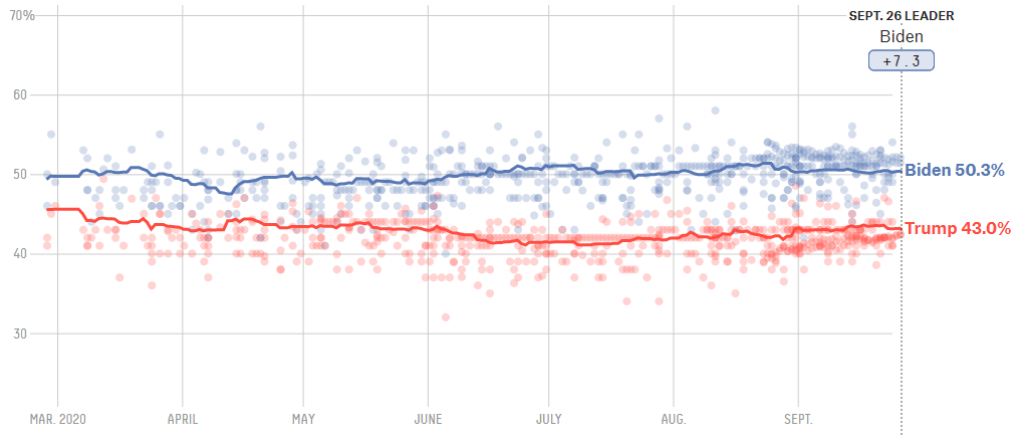
本次总统选举是美国史上最为分裂（divided）的时刻之一，两党竞选策略和选民立场两极分化的程度前所未有。特朗普坚持“美国利益至上”原则，提出“为你而战”（Fighting for You）的竞选口号，争取富裕阶层和底层白人的支持。拜登则打出“为美国精神而战”（Battle for the Soul of the Nation）的旗号，提出“重建美好未来”（Build Back Better）的竞选口号，争取少数族裔和中产阶级支持，希望可以团结美国社会，重塑民主自由精神，让美国回归正轨（let American be American again）。

是继续撕裂，还是重新团结；是继续向右（保守），还是向左（自由）转向，美国来到十字路口。

一、当前选情：拜登领先，但难言获胜

简单从各类选情指标观察，目前拜登明显领先。一是拜登的民调支持率持续高于特朗普。9 月 26 日，拜登的民调平均支持率为 50.3%，高出特朗普 7.3 个百分点，但相较 7 月 10%的高点边际缩窄。

图 1：候选人平均民调支持率：拜登 vs 特朗普



资料来源：FiveThirtyEight，招商银行研究院

二是绝大多数选举模型预测拜登胜选。美国政治学专家、网站和媒体在大选前均会通过模型预测大选结果。根据 270 to Win 统计，在已公布预测结果的 12 个模型中，有 11 个预测拜登胜选。其中最负盛名的是 Allan Lichtman 的“13 Keys”模型，该模型自 1984 年以来成功预测了历任总统选举的结果。唯一认为特朗普获胜的是石溪大学政治学教授 Helmut Norpoth 的“Primary

Model”，该模型自 1996 年以来成功预测了 5 届总统选举结果[1]，认为此次特朗普的胜率高达 91%。

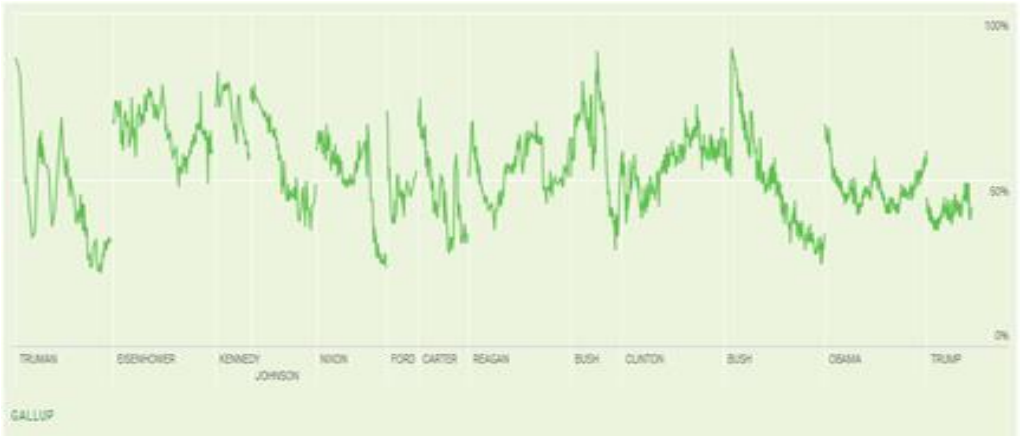
图 2：2020 年美国大选模型预测结果

预测模型	特朗普	拜登
Lichtman's 13 keys model		WIN
Bitecofer model		WIN
Inside Elections		WIN
FiveThirtyEight		WIN
JHK Forecasts		WIN
Princeton Election Consortium		WIN
Politico		WIN
Predicitlt		WIN
The Cook Political Report		WIN
The Economist		WIN
University of Virginia Center for Politics		WIN
Primary model	WIN	

资料来源：270toWin，招商银行研究院

三是特朗普的执政肯定度（Job Approval）持续低迷。根据 Gallup，特朗普是自 1945 年以来平均支持率最低的总统，在任期间的执政肯定度持续低于 50%，8 月仅为 42%（图 3）。历史数据显示，总统的执政肯定度与连任概率正相关：选举前执政肯定度高于 50%的总统大多成功连任，如艾森豪威尔（68%）、约翰逊（74%）、尼克松（59%）、里根（58%）、克林顿（54%）和奥巴马（52%）；而执政肯定度低于 50%的总统则大多连任失败，如福特（45%）、布什（34%）。

图 3：历届总统在任期间执政肯定度变化



资料来源：Gallup，招商银行研究院

但选情领先并不意味着拜登能轻松胜选，主要原因有三：

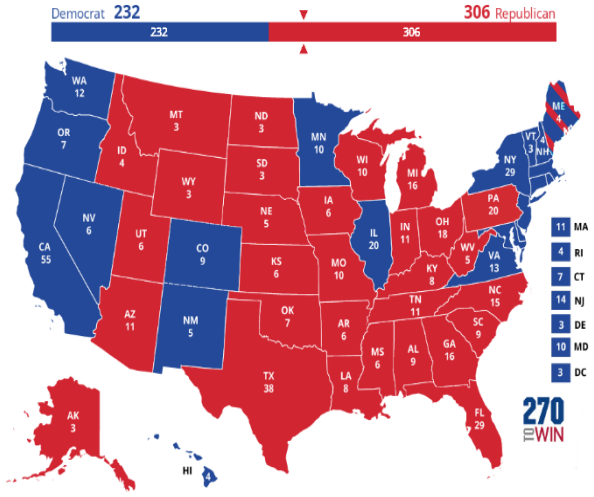
[1] 唯一预测失败的是 2000 年小布什的获胜。

一是民调与普选（Popular Vote）结果更相关，但与美国选举团制度（Electoral College）下的结果可能存在偏差。美国的总统大选制度并非严格意义上的“一人一票”/普选。各州的选举团票数由该州所拥有的国会议员人数决定（众议员和参议员人数之和），每个州至少拥有 3 张选票，议员人数越多的州拥有的选举团票越多[2]。每个州在大选日将全部选举团票投给在该州胜选的候选人，即“赢家通吃”（Winner-take-all）[3]。全美共 538 张选举团票，赢下 270 票的候选人将胜选。2016 年，希拉里的普选票数超出特朗普 300 万张，但特朗普获得 306 张选举团票，最终以 74 票的优势当选第 45 任美国总统。

二是民调存在“选择性偏差”（Selection Bias），并不能准确反映选民的总体立场。问卷的设计、样本的选择、抽样数量等均会影响民调的结果。此外，部分选民根本不会参与民调，或在民调中表达自己的真实想法。2016 年特朗普就将自己的胜利归功于“沉默的大多数”（Silent Majority）。

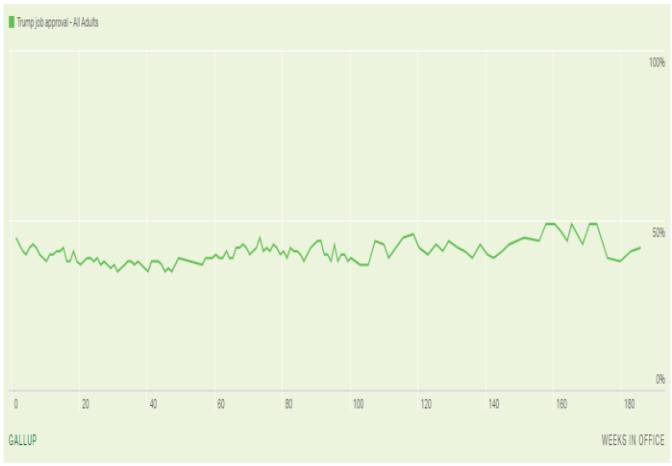
三是特朗普执政肯定度低但却平稳，“基本盘”相当稳固。即便在今年疫情蔓延和种族关系紧张的动荡情势下，特朗普的执政肯定度也并未出现显著下滑，与历任美国总统大幅波动的执政肯定度大相径庭。若以特朗普在任期间执政肯定度的最低值作为参考，至少有 35%的民众是特朗普的“死忠”。在此基础上，若能争取到部分中间选民，特朗普的赢面依然不小。

图 4：2016 年美国大选：选举团票数



资料来源：270toWin，招商银行研究院

图 5：特朗普任期内执政肯定度



资料来源：Gallup，招商银行研究院

[2] 国会议员分为参议员和众议员。无论人口多少，每个州在国会均有 2 个参议员名额。而众议员名额则由国会根据各州人口比例划分，每个州保证至少在众议院中拥有一名议员。目前人口较少的阿拉斯加、特拉华、蒙大拿、北达科他、南达科他、佛蒙特、怀俄明仅拥有 1 名众议员。

[3] 美国 48 个州采用“赢家通吃”的规则，每个州的全部选举团票将投给在该州普选中获胜的候选人。内布拉斯加州（5 票）和缅因州（4 票）则较为特殊：选票中 2 张投给普选中获胜的候选人，剩下的票投给每个国会选区（Congressional District）中获胜的候选人。

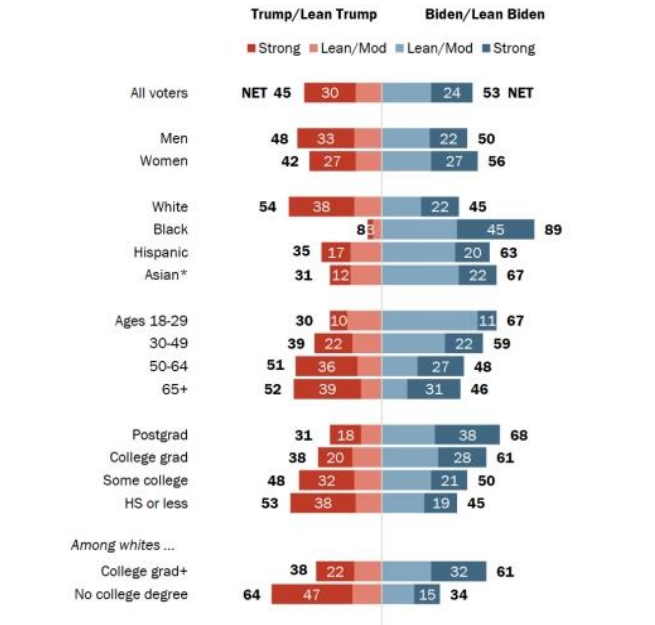
二、美国“大分裂”：民意、政治与经济

（一）撕裂的民意与“政治极化”

在此次大选的民调中，近年来美国社会两极分化（Polarization）特征愈发明显。

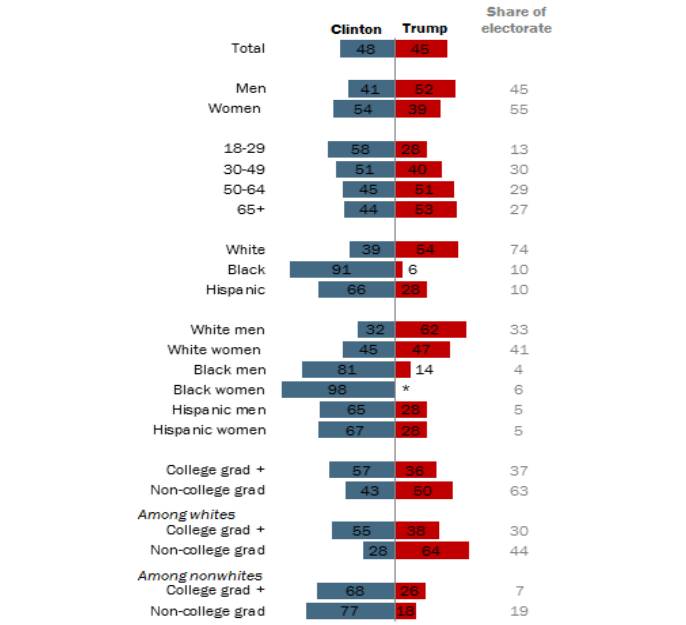
选民的分化体现在多个维度。从种族结构看，拜登在少数族裔中的支持率占据绝对优势，尤其是非裔（89%）；而更多的白人（54%）支持特朗普。从年龄结构看，30 岁以下的年轻人更支持拜登，而 50 岁以上的老年人更支持特朗普。从教育背景看，更多高学历选民选择拜登，低学历选民更偏好特朗普（图 6）。相较 2016 年（图 7），美国不同群体间的分化显著扩张。2020 年的美国似乎不再是美利坚“合众”国（united states）， 而是沦为一个“分化”的联邦（divided states）。

图 6：美国选民分化：2020 年



资料来源：Pew Research Center，招商银行研究院

图 7：美国选民分化：2016 年



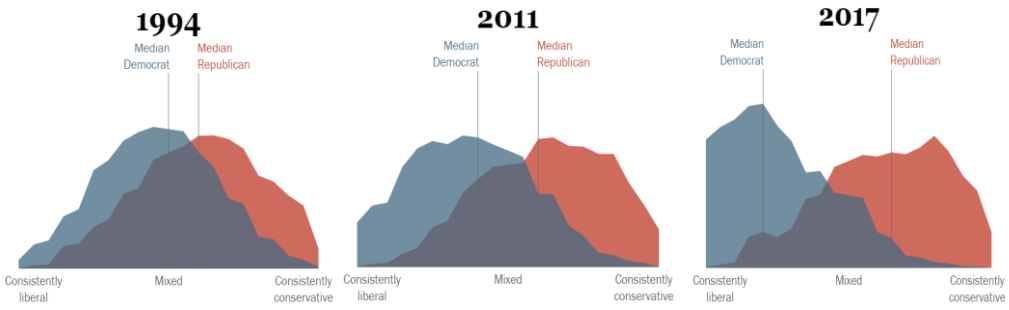
资料来源：Pew Research Center，招商银行研究院

民众立场的极度分化加剧了两党政治态度的极化。面对撕裂的民意，两党只能采用极端化的竞选策略来争取目标选民。根据最新民调[4]，83%的民主党选民对特朗普的执政能力持极度否定态度（Strongly Disapprove），而 74%的共和党选民则十分肯定（Strongly Approve）特朗普的执政能力。根据 Pew Research Center 调研，民主党与共和党的政治立场逐渐向两端迁移（图 7）：民主党持续“左转”，日趋自由（Liberal）；共和党持续“右转”，更为保守（Conservative）。两党关系也因此逐渐从“合作”变为“敌对”。特朗普退出“跨太平洋伙伴关系协定”（TPP）和巴黎气候协定，坚持废除“奥巴马医保”，便是对立意识形态之下的结果。

[4] NPR/PBS NewsHour/Marist Poll，9 月 11 日-9 月 16 日。

两党政治态度的极端化进一步推动了社会意识形态的对立，统一的“美国精神”逐渐沦为民粹主义（Populism）[5]和民主主义（Democratism）[6]的斗争。一方面，底层民众更关注切身利益，将“个体主义”最大化，从而更加赞同特朗普的“民粹主义”政策；另一方面，受到高等教育的精英阶层关注社会结构改革，推崇“平等主义”，从而更加支持拜登的“民主主义”思想。如此往复，将推动美国政治继续极化，民意进一步撕裂，陷入恶性循环。

图 8：美国政治极化：1994-2017 年



注：蓝色为民主党，红色为共和党。竖直线为政治态度中位值
资料来源：Pew Research Center，招商银行研究院

（二）根本矛盾：贫富差异

不断扩张的贫富差距是造成政治极化的根本原因。调研显示，美国民众认为贫富差距限制了个人的发展机遇，并且给与富人过多的政治影响力和途径，最终使得美国阶层固化，造成“富人越富，穷人更穷”的社会现实。61%的民众认为美国的贫富差距“过大”（too much）。美国富人的财富占比持续升高，而中等收入和低收入人群的财富占比持续降低[7]（图 9）。2018 年，20%的富人拥有全美 52%的财富，财富占比相较 1968 年上升了 19 个百分点（图 9）。与此同时，富人和穷人的人口占比上升，群体间的贫富差异不断扩大（图 10）。低收入家庭的财富中位数甚至出现倒退：2016 年为 11,300 美元，低于 1983 年的 12,300 美元。

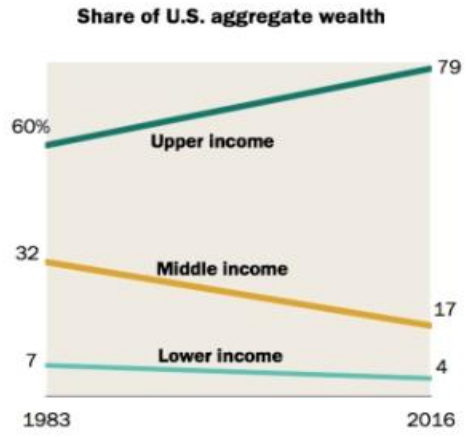
美国不同种族之间的贫富差异尤为突出。上世纪 70 年代以来，非裔家庭的平均收入仅为白人家庭的 61%，并未随时间推移出现任何改善（图 11）。中等收入的白人家庭财富是非裔家庭的 4 倍，而低收入的白人家庭财富是非裔家庭的 4.6 倍。2018 年非裔的贫困率为 20.8%，几乎是白人的 2 倍。

[5] 民粹主义，也称平民主义，强调由人民直接决定国家的政治事务，而并非由少数具备知识、财富与地位的社会精英来进行政治决策。民粹主义反对多元化，剥夺持反对意见群体的人民资格。

[6] 民主主义强调人民拥有平等参与公共政策的参与权，包括“个体主义”和“平等主义”两大内容。都是强调人民在国家事务中的决策权，民主主义与民粹主义的主要区别在于对“人民”的定义。民主主义的人民包括精英与平民，而民粹主义中的人民专指平民。

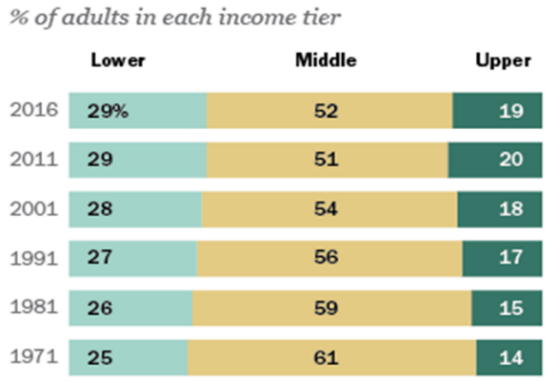
[7] 高、中、低收入的划分标准：高收入（Upper Income）高于全美收入中位值的 2 倍，低收入（Lower Income）低于全美收入中位值的 2/3，中等收入则高于收入中位值的 2/3 但低于收入中位值的 2 倍。

图 9：美国不同收入群体财富占比变化（%）



资料来源：Pew Research Center，招商银行研究院

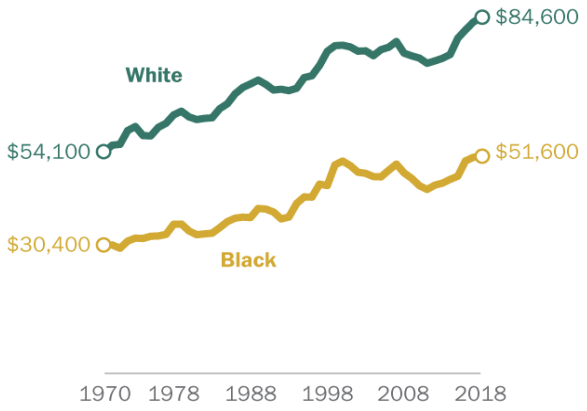
图 10：美国不同收入群体的人口占比（%）



资料来源：Pew Research Center，招商银行研究院

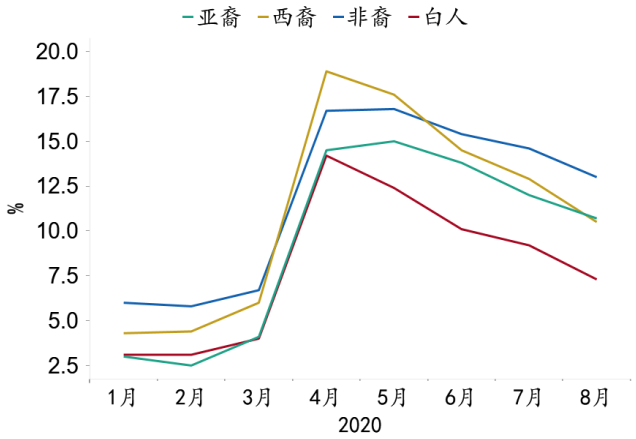
新冠疫情冲击加剧了种族间的贫富差异，加深了美国的种族矛盾。4 月美国非裔失业率显著高于白人，其后失业率的下行幅度却显著小于白人。8 月美国非裔失业率高达 13%，白人失业率为 7.3%（图 12）。

图 11：美国家庭收入：非裔 vs 白人（美元）



资料来源：Pew Research Center，招商银行研究院

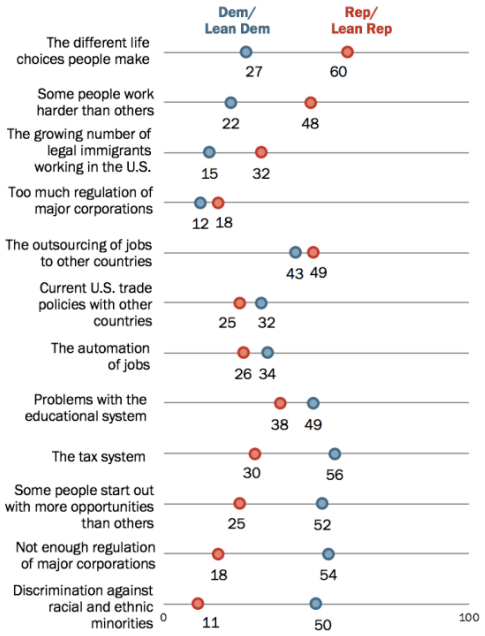
图 12：美国非农就业：分人群



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

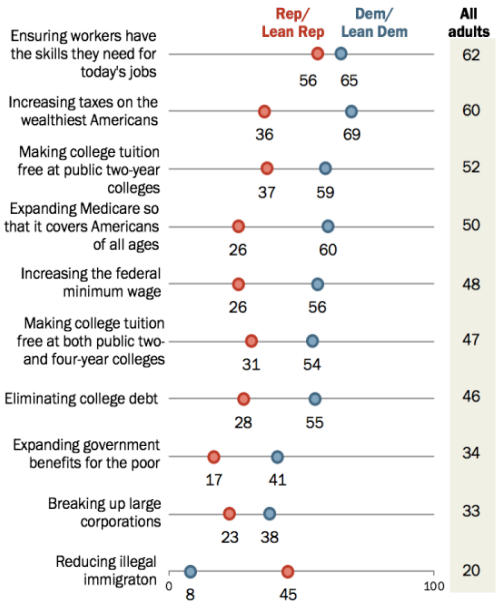
对贫富差距的不同看法很大程度上决定了两党竞选主张的对立。民主党认为美国存在显著的贫富差距，而共和党则认为目前的贫富差距是可以接受的。两党均认同工作外流（Outsourcing）是造成贫富差距的主要原因。但共和党人认为贫富差距更多是个人原因，如个人选择、工作努力程度等。而民主党人则认为社会结构是造成贫富差距的主要原因，如对大型公司的管理、种族歧视、教育等（图 13）。两党所偏好的政策主张也因此不同：尽管两党均认同提高工人的技能能够有效解决贫富差距，但在税收、医保、非法移民等方面存在显著分歧（图 14）。

图 13：贫富差距的主要原因：共和党 vs 民主党



资料来源：Pew Research Center，招商银行研究院

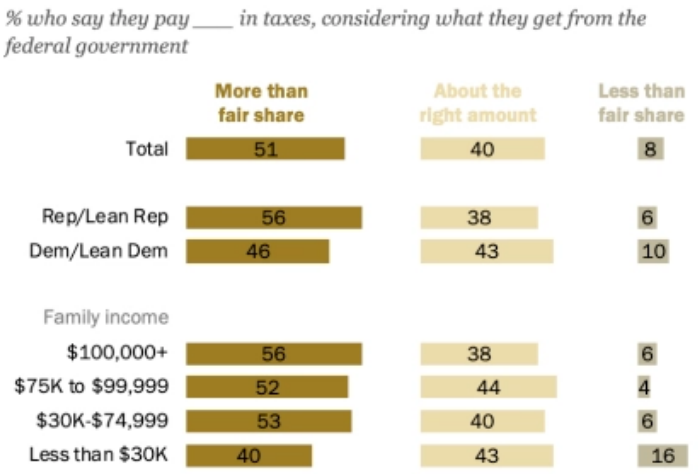
图 14：贫富差距的解决方案：共和党 vs 民主党



资料来源：Pew Research Center，招商银行研究院

在税收上，特朗普主张减税，拜登主张加税。民主党认为富人和企业需要对减少贫富差距负责，因而拜登主张提高对富人和企业的税收。共和党则不认为对富人加税能够减少贫富差距。特朗普坚持减税政策，因此得到富人阶级的支持。调研显示，56%收入超过 10 万美元的家庭认为承担的税负过重（More than Fair Share）（图 15）。

图 15：美国不同收入群体的税收负担

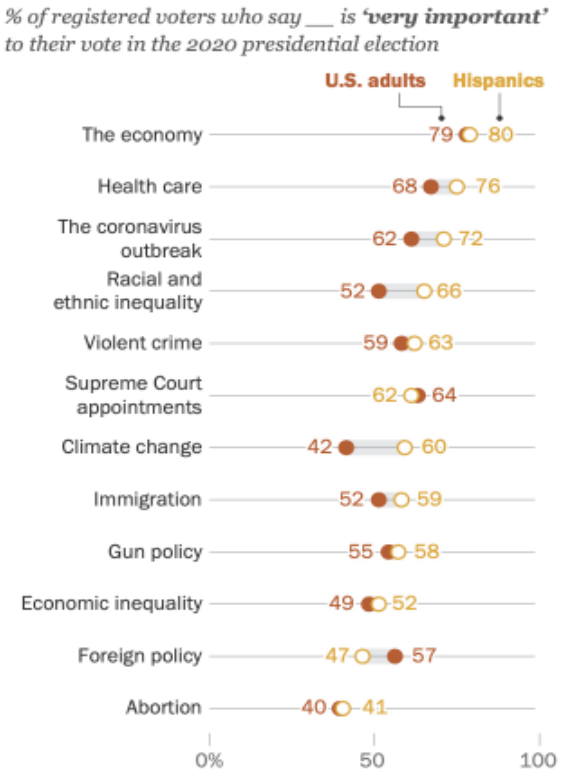


资料来源：Pew Research Center，招商银行研究院

在医保上，特朗普主张部分覆盖，拜登主张全面覆盖。是否实行全民医保是两党近年来争辩的核心问题。60%的民主党人认为全民医保可以减少贫富差

异，但仅 26%的共和党人赞同这一观点。2010 年奥巴马政府推出医改方案[8]并于 2014 年生效，扩大了参保人群范围。特朗普上任后立即着手废除这一法案[9]。拜登表示上任后会保护奥巴马的全民医保政策，降低公民的医疗成本。这得到了少数族裔特别是拉丁裔的支持，76%的拉丁裔将医保作为投票中首要考虑的问题（图 16）。

图 16：拉丁裔选民认为医保的重要性



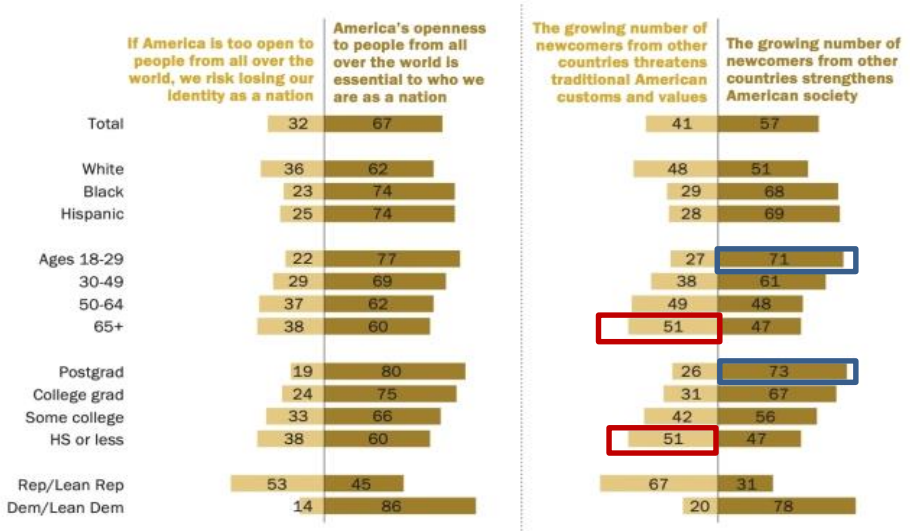
资料来源：Pew Research Center，招商银行研究院

在移民政策上，特朗普主张“闭关”，拜登主张“开放”。相当一部分共和党人认为减少非法移民能够有效缩小贫富差距（图 14）。特朗普的移民政策也清晰地表达了这一观点。他在竞选网站上提出“结束非法移民、保护美国工人”（End Illegal Immigration and Protect American Workers）的竞选主张，得到了很大一部分老年人和低学历选民的支持：51%的 65 岁以上选民认为外来移民威胁了美国社会传统的习俗和价值观，51%的高中以下教育背景选民亦赞同这一观点（图 17）。民主党人则认为开放边境并扩大庇护标准更能够体现平等、自由和民主的“美国精神”。拜登表示上任后将废除特朗普的移民政策，保护“追梦人”及其家庭的权利。这得到了年轻人和高学历选民的支持：71%的 30 岁以下选民认为接收移民能够强化社会，73%的研究生选民也赞同这一观点（图 17）。

[8] 《合理医疗费用法案》（Patient Protection and Affordable Care Act），又称“奥巴马医保”（Obama Care）。

[9] 2017 年 5 月众议院投票取消了奥巴马医保中非常核心的个人强制纳保，取而代之的是《2017 年减税与就业法案》，从而导致 1,300 万人失去医疗保险。

图 17：不同选民群体对移民的看法



资料来源：Pew Research Center，招商银行研究院

三、谁主沉浮：关键区域与关键因素

（一）惯性州与摇摆州

在选举团制度下，预测大选结果最合理的方式应当与美国大选的进程一致，逐州预测选举结果，再加总两位候选人的选举团票。从目前局势看来，尽管拜登在民调上领先，但其领先优势并不牢固，特朗普仍然存在逆风翻盘的可能性。

（1）政治惯性州

图 18：政治惯性州：共和党 vs 民主党

共和党		民主党	
Alabama (9)	Alaska (3)	California (55)	Connecticut (7)
Arizona (11)	Arkansas (6)	Delaware (3)	Hawaii (4)
Georgia (16)	Idaho (4)	Illinois (20)	Maine (2)
Kansas (6)	Kentucky (8)	Maryland (10)	Massachusetts (11)
Louisiana (8)	Mississippi (6)	Minnesota (10)	New Jersey (14)
Missouri (10)	Oklahoma (7)	New York (29)	Oregon (7)
South Carolina (9)	South Dakota (3)	Rhode Island (4)	Vermont (3)
Tennessee (11)	Texas (38)	Washington (12)	
Utah (6)	West Virginia (5)		
Wyoming (3)			
总票数：169		总票数：191	

资料来源：Pew Research Center，招商银行研究院

图 19：佐治亚州民调：摇摆不定

Source	Date	Sample	Biden	Trump	Other
Poll Averages*			45.8%	46.4%	-
Redfield & Wilton	9/20/2020	800 LV ±3.5%	45%	46%	9%
Fabrizio Ward / Hart Research	9/10/2020	800 LV ±3.6%	47%	46%	7%
Landmark Comm.	9/01/2020	500 LV ±4.4%	41%	48%	11%
Morning Consult	9/01/2020	N/A	49%	46%	5%
Public Policy	8/31/2020	782 LV ±3.5%	47%	46%	7%
Landmark Comm.	8/17/2020	500 LV ±4.4%	45%	47%	8%
SurveyUSA	8/11/2020	623 LV ±5.3%	46%	44%	10%
YouGov/CBS News	8/02/2020	1,109 LV ±3.4%	46%	45%	9%
Monmouth University	7/29/2020	402 RV ±4.9%	47%	47%	6%
Public Policy	7/28/2020	722 RV	46%	45%	9%

资料来源：270towin，招商银行研究院

美国共有 50 个州，其中有 34 个州的选举结果非常容易预测：从过往 5 届总统选举的结果看，这些州均选择了同一党派。今年这些州大概率将与往届一样，坚持选择相同党派的候选人。其中，19 个州支持共和党，共 169 票；15 个州支持民主党，共 191 票（图 18）。相较之下，拜登距离 270 票的胜选目标更近，仅余 79 票。

更加有利于拜登的是，截至 9 月 26 日，拜登在民主党惯性州的民调仍大幅领先，而特朗普在少数共和党惯性州的民调却并不占优势，选情很可能出现反转。在选举团票数过 10 的共和党政治惯性州中，佐治亚州（16 票）和亚利桑那州（11 票）的局势并不利于特朗普：亚利桑那州拜登民调平均支持率为 48%，超出特朗普 4 个百分点；佐治亚州一直摇摆不定，甚至在不同的民调中呈现出完全相反的结果[10]（图 19）。在当前的选情下，失去部分共和党惯性州的支持将对特朗普的连任前景造成重大打击。

（2）五大关键摇摆州

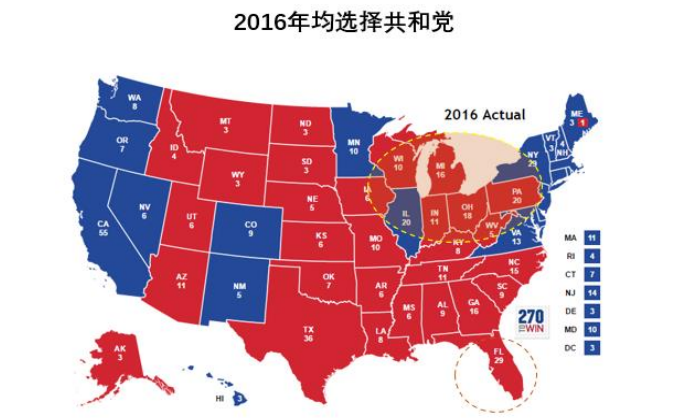
从历史上看，摇摆州在很大程度上将决定美国大选的最终结果，特别是选举团票数过 10 的非政治惯性州，即“关键摇摆州”。关键摇摆州有 5 个，选举团票数共计 93 票，包括佛罗里达（29）、宾夕法尼亚（20）、俄亥俄（18）、密歇根（16）、威斯康辛（10）。在近两次美国大选中，关键摇摆州直接决定了选举结果：这五个州 2012 年均选择了奥巴马（图 20）， 2016 年均选择了特朗普（图 21）。

图 20：2012 年关键摇摆州均选择民主党



资料来源：270towin，招商银行研究院

图 21：2016 年关键摇摆州均选择共和党



资料来源：270towin，招商银行研究院

当前五大摇摆州具备三方面的典型特征：

一是经济落后且发展缓慢。2019 年人均 GDP 均在 5.6 万美元以下，低于全美平均水平 5.8 万美元；除佛罗里达州外，其它四州均位于美国“铁锈带”[11]（Rust Belt）， GDP 增速低于全美平均水平（图 22）。

二是种族构成上以白人为主，但少数族裔增长迅速。2019 年关键摇摆州的白人占比均在 76%以上，但相较 2016 年均有所下降，尤其是在俄亥俄州和

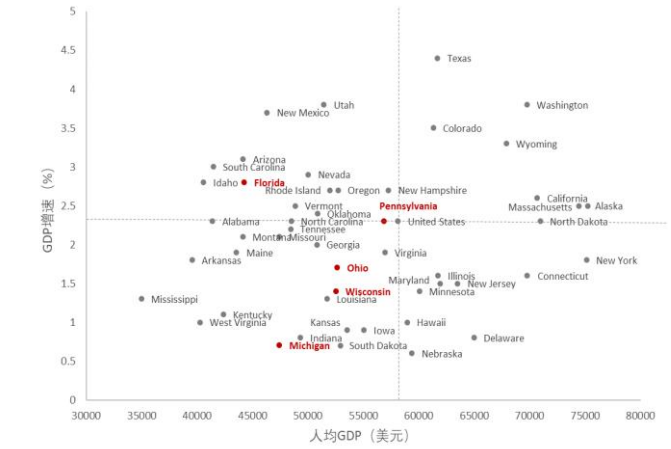
[10] 例如，9 月 1 日，Landmark Comm 的民调中特朗普支持率为 48%，领先拜登 7 个百分点；Morning Consult 的民调中，拜登支持率为 49%，领先特朗普 3 个百分点。

[11] “铁锈带”位于美国北部五大湖地区，曾经以钢铁制造和重工业闻名。20 世纪中期，随着美国制造业向海外转移、自动化程度提升以及钢铁和煤炭工业的衰败，“铁锈带”经济衰退，人口向外迁移。

宾夕法尼亚州（图 23），白人人口分别下降 3.7 万人和 22.2 万人。佛罗里达州新增非裔人口在全美居于首位（76.7 万人）。

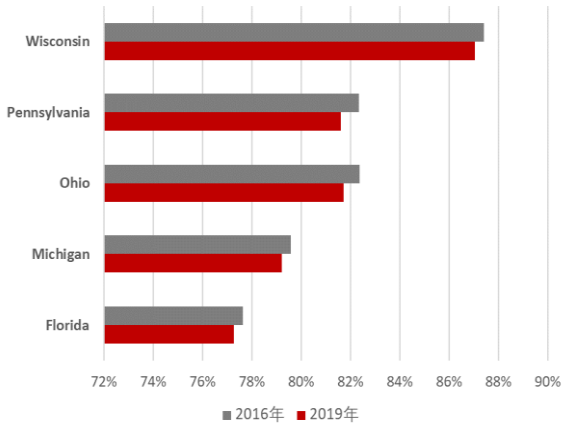
三是受疫情冲击严重。截至 9 月 26 日，其中佛罗里达州累计确诊达 68.4 万例，仅次于加利福尼亚州和得克萨斯州排名全美第三。疫情对各州经济冲击均较为严重，2020 年一季度 GDP 增速均在-4.9%以下。特别是密歇根州，一季度 GDP 增速为-6.8%，跌幅仅次于纽约（-8.2%）、内华达（-8.2%）和夏威夷（-8.1%）。

图 22：2019 年关键摇摆州人均 GDP（美元）与 GDP 增速（%）



资料来源：BEA，招商银行研究院

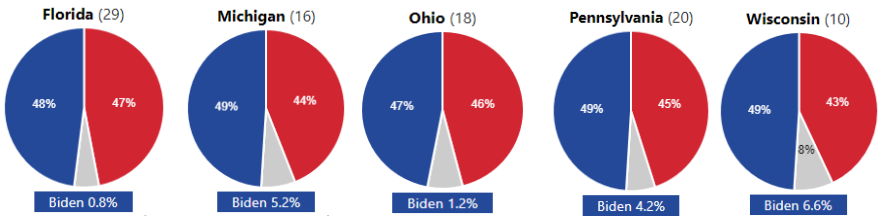
图 23：关键摇摆州白人占比（%）：2016 年 vs 2019 年



资料来源：US Census Bureau，招商银行研究院

拜登当前在摇摆州的选情也具有明显优势。截止至 9 月 26 日，拜登在 5 个州的民调中均占优，平均领先 3.6 个百分点（图 24）。但从此次选举的关键因素及风险因素分析，拜登的领先优势并不牢固。

图 24：关键摇摆州民调



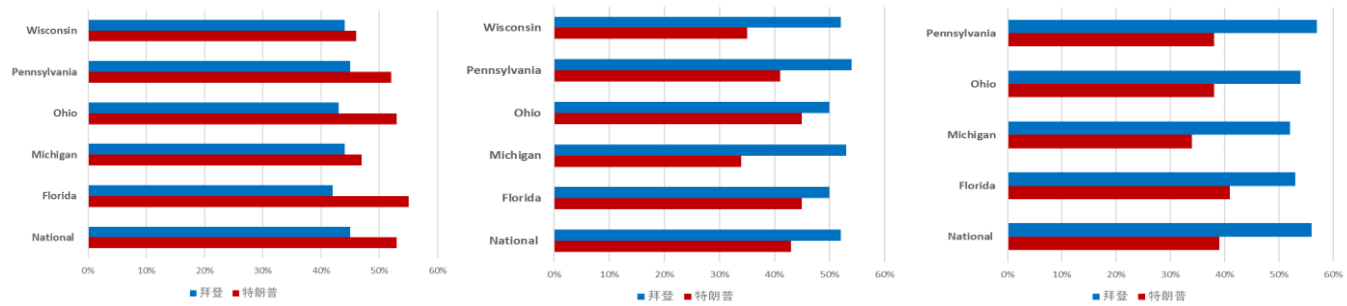
资料来源：270 to Win，招商银行研究院。蓝色为拜登支持率，红色为特朗普支持率，灰色为其他候选人支持率。

（二）三大决定性因素

经济、疫情和种族问题是此次美国大选的三大决定性因素，也是关键摇摆州最为关注的问题。CNN 最新民调显示， 47%的选民认为经济和疫情“极其重要”（Extremely Important），仅 1%的选民认为经济“不那么重要”（Not that Important）。40%的选民认为种族问题“极其重要”。

从民调上看，关键摇摆州的选民在经济上更支持特朗普、防疫及种族问题上更支持拜登（图 25）。尽管拜登在关键因素上 2：1 领先特朗普，但仔细分析，其领先地位十分脆弱。

图 25：经济问题：特朗普　　防疫：拜登　　种族问题：拜登



资料来源：CNN，Fox News，Quinnipiac，招商银行研究院。红色柱体为特朗普支持率，蓝色柱体为拜登支持率。

首先，在关键摇摆州选民最为关注的经济问题上，特朗普明显领先。5 月美国防疫措施放松后，非农就业已连续四个月超出预期，美国经济已自谷底缓慢爬升。若美国经济继续修复，就业进一步改善，民意或进一步倾向特朗普。

图 26：新冠疫情新增案例持续较低州



资料来源：New York Times，招商银行研究院。

其次，关键摇摆州的疫情相对缓和，拜登需在防疫与经济之间艰难权衡。尽管 9 月中以来美国新增确诊数量快速走高，出现第三次爆发迹象，但关键摇摆州的疫情发展相对平稳。佛罗里达州、密歇根州、俄亥俄州和宾夕法尼亚州的新增确诊数量相对好转[12]（图 26），特别是选举团票数最多的佛罗里达，截至 9 月 23 日，7 日平均新增确诊数量相较 9 月 1 日下降了 24%。更为重要的是，严格的社交隔离政策本身也是“双刃剑”：尽管可以有效扼制疫情蔓延，

[12] 威斯康辛州是五大关键摇摆州中唯一的例外，在纽约时报的划分中属于新增案例持续较多的地区。

但也将对经济造成沉重打击。4 月美国新增确诊数量远低于当前，但非农就业收缩超过 2,000 万，几乎抹平次贷危机后美国连续 113 个月的就业增长，主要受到当时美国全境封锁措施的影响。

最后，民众对于 BLM（Black Lives Matter）运动的情绪逐渐从正面转为负面。拜登和特朗普对 BLM 运动的态度截然不同：拜登更多表现出同情及纵容，而特朗普则旗帜鲜明地支持“法律和秩序”（Law and Order）。随着 BLM 运动中暴力升级[13]，最新民调显示[14]，对其持支持立场的民众比例下降，而认为大多数示威者行为是非法的态度从 6 月的 28%激增至 45%。若 BLM 运动持续严重扰乱普通民众生活，将导致部分原本支持拜登的中产阶级选民转而支持特朗普。

（三）四大 X 因素

除去经济、防疫、种族冲突等决定性因素，还有一些高度不确定的“X 因素”可能会对大选结果造成冲击，而这些因素均有利于特朗普。

（1）邮寄选票

邮寄选票是本次大选最不确定的因素。疫情冲击下，本届选择邮寄投票的人数大幅增加，相较 2016 年翻番。选票是否能够在大选日之前送达因此成为大选的关键。拜登支持者中邮寄选票的比例更高。民调中显示[15]，67%的拜登支持者选择邮寄投票，而 56%的特朗普支持者则倾向于现场投票。

2020 年 6 月，特朗普任命的新任邮政局局长、共和党人路易斯·德乔伊（Louis DeJoy）推出了一系列削减开支的举措，降低了各地邮局处理邮件的效率，或导致大量邮寄选票无法在 11 月 3 日前送达。根据以往选举规则，大选日之后收到的选票将作为废票处理，此次邮政改革无疑对拜登极其不利。根据 The Economist 杂志估计，只有当邮寄选票被统计的比例接近 80%时，拜登才能获胜（图 27）。

目前关键州中密歇根州和威斯康辛州已宣布延迟接收邮寄选票的时间。如果大选日当晚点票出现延迟，特朗普可能在最终结果出来之前宣布自己在关键州获胜，正如 2018 年佛罗里达州的中期选举一样[16]。而当邮寄选票统计出来以后，局势将有利于拜登，此时会出现两位候选人同时宣布胜选。2000 年小布什和戈尔角逐大选时佛罗里达州的情况可能重现：两党选民均不承认对方候

[13] 6 月到 9 月，BLM 示威游行持续升级，警察与示威者之间的矛盾逐步激化，示威活动逐渐演变为暴力活动。9 月 23 日，肯塔基州两名警察在驱逐示威者行动中被游行人员射伤。

[14] NPR/PBS NewsHour/Marist Poll，9 月 11 日-9 月 16 日。

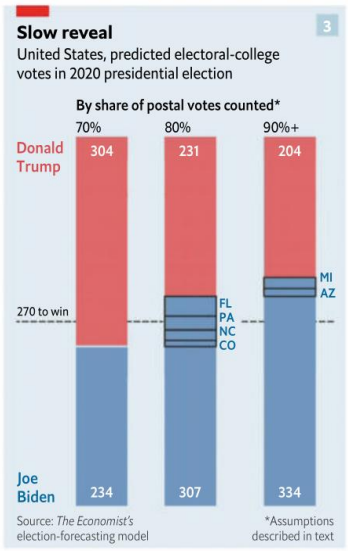
[15] NPR/PBS NewsHour/Marist Poll，9 月 11 日-9 月 16 日。

[16] 2018 年中期选举，参议院 100 个席位中 35 个席位进行改选，而众议院所有席位进行改选，同时全美 50 个州重新竞选州长。由于佛罗里达两位州长候选人票数差距不到 0.5%，按照当地法律需要重新计票。在佛罗里达州选举结果未出来前，特朗普就发表声明，宣布共和党获得胜利。

选人获胜，多个州的法院将会收到关于重新记票的申请，最终由联邦最高法院判定大选的结果[17]。

9月23日，特朗普在白宫记者会中质疑民主党邮寄选票舞弊，表示若大选落败，他将拒绝和平转移权利（Peaceful Transfer of Power）。若两党均拒绝接受落选并向联邦最高法院申诉，在共和党大法官席位占据绝对多数的情况下（详见后文），特朗普将占据优势。

图 27：邮寄选票与大选结果



资料来源：The Economist，招商银行研究院

（2）总统辩论

在“大选日”之前，总统候选人将进行三轮总统辩论。每轮辩论共 90 分钟，分为 6 部分，每个部分 15 分钟。论题为当下媒体和民众所关心的问题，每个候选人共有 2 分钟对论题进行回答，剩下时间则进行自由辩论。

辩论对候选人的体力、逻辑思维能力、语言表达能力等都提出了较高的要求。由于辩论多采用电视直播方式，选民能够直观比较候选人的形象和行为，因此候选人在辩论时的表现直接影响着大选的最终结果。

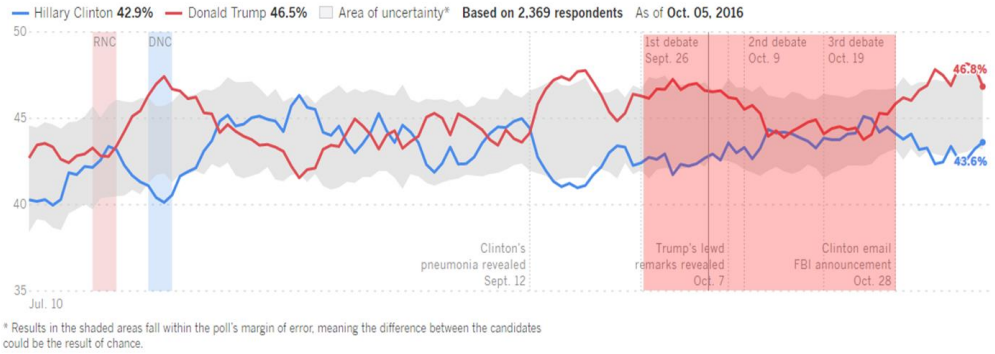
从历届总统辩论来看，候选人的叙事能力（Narrative）、共情能力（Connected with Voters）、真诚度（Authenticity）、外型条件（Appearance）等都会影响选民的投票选择，尤其是不那么关注大选的选民（not Close Followers）和未做出决定选民（Undecided Voters）。而在今年选民两极分化的情况下，这些选民的选择变得更为关键。

2016 年总统辩论中，特朗普持续性打断希拉里发言，使得希拉里无法清晰的传达其竞选观点，从而影响了民调的走向（图 28）。而今年特朗普大概

[17] 2000 年大选中，小布什和戈尔在佛罗里达州的选票差距不足 0.5%。根据佛罗里达州选举法，候选人选票差距不足 0.5%可申请重新点票，因而戈尔拒绝承认落选并申请重新点票。两轮机器重新点票后，两人差距仍然不足 0.5%，戈尔申诉地方法院人工点票，而小布什拒绝这一行为。最终联邦最高法院介入，判定人工点票违宪，小布什获得 2000 年大选的胜利。

率仍采用相同的辩论方式，若拜登不能妥善应对，或导致中间选民偏向特朗普。此外，拜登的“口吃”一直受到诟病，在近期的公开演讲中也多次出现口误，甚至忘词的情况。如果拜登在大选辩论时发生失误，极有可能被特朗普重点攻击，并被社交媒体的碎片化传播放大，对其选情造成显著负面冲击。

图 28：2016 年大选民调支持率走势



资料来源：洛杉矶时报，招商银行研究院

（3）十月惊奇

回顾历届大选，“十月惊奇”（October Surprise）屡见不鲜。两党常常在大选的最后阶段爆出“大新闻”，以期影响选举结果。以往“十月惊奇”均为负面消息：2016 年希拉里 “邮件门”爆出，直接驱动特朗普民调反超。在目前民调落后的情况下，特朗普计划提前分发疫苗以提升支持率。若疫苗在十月末面世，无疑有助于挽回特朗普防疫失败的负面形象。此外，共和党也可能就拜登的健康状况大做文章。

（4）继任大法官

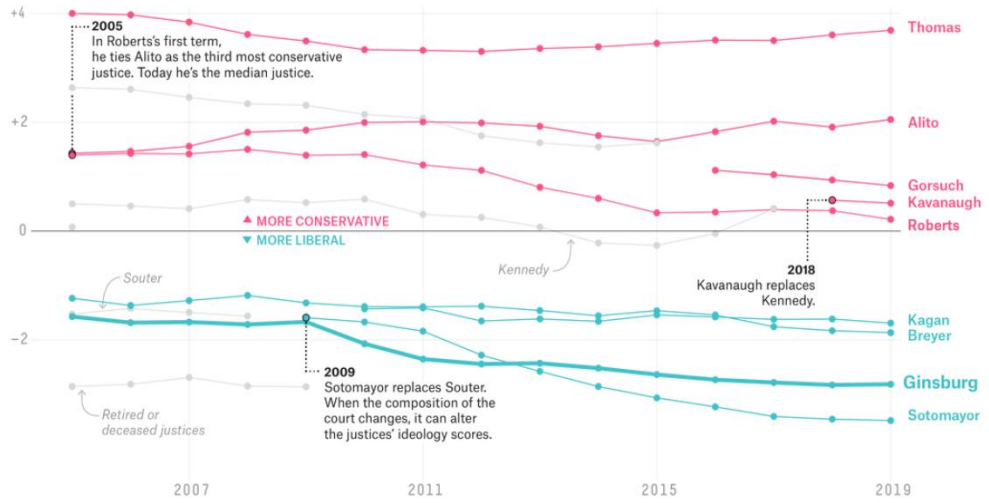
今年 9 月 18 日，自由派大法官 Ruth Bader Ginsburg 因癌症去世，对民主党造成了致命打击。大法官的离世意味着共和党和民主党在联邦最高法院的席位由 5:4 变为 5:3。

9 月 26 日，特朗普提名年仅 48 岁的共和党保守派法官 Amy Coney Barrett[18]为继任大法官。目前参议院接受大法官提名的议程和进程由多数派共和党领袖 Mitch McConnell 主导，参议院很可能于大选前确认特朗普的提名。如此一来，联邦最高法院的共和党大法官数量将扩大至 6 席，占据绝对优势[19]。若两党中的任何一方就选举结果申诉至联邦最高法院，特朗普将握有明显优势。

[18] Amy Coney Barrett，女，1972 年生，目前为美联邦第七巡回上诉法院法官，政治态度极为保守。

[19] 若提名被接受，联邦最高法院共和党大法官：民主党大法官人数为 6:3。即使在除去共和党大法官 John Roberts 的摇摆票的情况下，共和党仍在联邦最高法院的绝对优势。

图 29：美国联邦最高法院大法官政治态度



资料来源：FiveThirtyEight，招商银行研究院

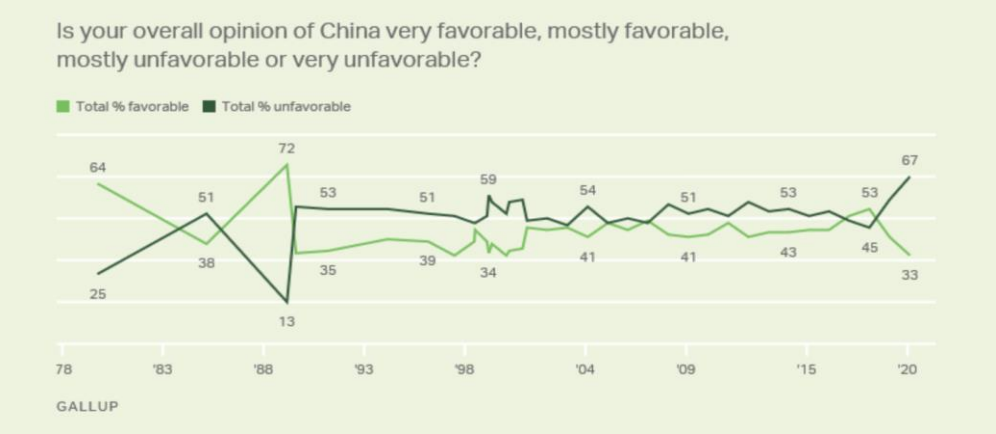
四、对华影响：危机四伏

在特朗普的持续负面攻击下，美国民众对中国的负面情绪升至高点。对华政策在两党竞选主张中的重要度持续提升。虽然在政治态度极化的情况下，两位候选人的对华政策具有一定的差异，但无论谁最后入主白宫，遏制中国都将是美国不变的政策基调。

（一）对华态度：负面情绪蔓延

美国民众对华负面情绪持续升高。2016 年 6 月，特朗普发表演讲，认为是中国不公平贸易“盗窃”了美国经济发展，要对中国商品征收惩罚性关税。2017 年 8 月，特朗普依据“301 条款”对中国是否侵犯美国知识产权展开调查，自此开始了旷日持久的中美贸易摩擦。2020 年 3 月以来，特朗普持续发表对新冠病毒发源地的“甩锅”言论，认为中国需要对新冠疫情负责。特朗普在任期间对中国的持续攻击使得 2020 年美国民众对中国的“不喜欢”度上升至历史最高点，而“喜欢”度降至 1990 年以来的最低点（图 30）。中国也成为美国民众眼中，除俄罗斯外，最强大的敌人。

图 30：美国民众对中国的态度



资料来源：Gallup，招商银行研究院

（二）对华政策：不同的配方，同样的味道

（1）特朗普：继续强硬

美国民众对中国的负面态度使得对华政策成为竞选主张中非常重要的一环。特朗普多次宣称奥巴马政府对中国“太过软弱”（too weak），其推行的自由贸易带动了中国的崛起。而他在任期间对中国发起的贸易“战争”保护了美国工人的切身利益。

特朗普对华态度或更为强硬。面对大选，特朗普延续对华强硬态度，继续在对华政策上大做文章。8 月底特朗普竞选网站公布竞选纲领，包括就业、防疫等 11 个方面的竞选主张。其中，“结束对中国的依赖”排在第三位，仅次于就业（Jobs）和防疫（Eradicate COVID-19）（图 31）。“结束对中国的依赖”共 5 条，其中 4 条与经贸相关，包括：从中国带回 100 万个制造业岗位；工作岗位从中国回流的企业将得到税收优惠；若重要行业（如制药和机器人制造）将生产带回美国将得到 100%的费用减免；外包中国的公司无法获取联邦订单。从以上对华竞选主张来看，特朗普将继续通过加剧对中国经济的制裁实现其“美国优先”的政策目标。在失去连任约束后，特朗普的对华立场或变得更为强硬。

图 31：特朗普竞选主张



资料来源：特朗普竞选网站，招商银行研究院

（2）拜登：重回旧秩序

拜登的对华政策将重回旧外交秩序。目前拜登无任何针对中国的言论，在竞选网站中对中国的负面词汇较少，如贸易的“unfair”和知识产权的“steal”。相较于中国，对俄罗斯的负面提及更多。但这并不意味着拜登对华政策就是友善的：民主党对中国的负面态度也已升至历史高点。8 月民主党全国大会通过了 2020 年民主党政策纲领，明确提出对中国以及其他尝试通过不正当手段削弱美国制造业的国家将采取“强硬措施”。区别在于，与特朗普实行“单边主义”相反，民主党提出“多边合作”，希望通过建立盟友关系来“孤立”中国。民主党政策纲领中就指出，欧洲是美国最天然的盟友，利益相关性会使得两者团结起来，共同对抗中国。这意味着，无论谁最后入主白宫，遏制中国发展都会是未来四年不变的政策目标。相较特朗普而言，具有多年外交经验的拜登更加“温和”，其政策路径更符合正常的外交逻辑，也更有可预见性。若拜登获得此次大选，中美关系发展将较为平稳，两国外交有望向旧秩序回归。

（3）对华影响：困难重重

两党对华政策将为我国制造业带来巨大挑战。鼓励美国制造业回流是两党着重强调的经济和就业政策。特朗普的策略十分直接“粗暴”：从中国“抢”回制造业。而拜登则较为迂回，他希望通过增强竞争力从而使得制造业主动回流。面对大选，拜登提出 “Made in all of America”政策（图 32），包含 6 个内容：美国购买（Buy America）、美国制造（Make it in America）、美国创新（Innovate in America）、美国投资（Invest in All of America）、维护美国（Stand up for America）、美国供应（Supply America）。总体来说，拜

登希望能够通过政府投资拉动美国经济增长，支持制造业回流。可以预见，无论谁最后赢得大选，中美未来四年都不可避免的在制造业上的产生竞争或摩擦。我国制造业将面临巨大挑战。

图 32：拜登“Made in all of America”政策

	“Made in all of America” by all of American’s workers
Buy American	当使用纳税人资金时，购买美国产品并支持美国就业
Make it in American	重组并振兴美国制造业的脊梁（中小企业）来赢得当下和未来的就业
Innovate in American	提高美国R&D投资
Invest in all of American	确保投资能够延伸到美国的方方面面，从而提升团体和工人的才能和潜力
Stand up for American	提供专业美国工人税收和贸易政策，为制造商和工人竞争工作和市场占有率提供必要的支持
Supply American	将关键供应链带回美国，因而在危机中不会再依赖中国或其他国家的产品

资料来源：拜登竞选网站，招商银行研究院

拜登对华关税政策或为中美贸易摩擦带来边际缓和。与共和党遵从重商主义[20]截然相反，民主党一直崇尚自由贸易（Free Trade），并不倡导使用关税。2020 年民主党竞选纲领指出，特朗普对中国发起的贸易“战争”实质上损害的是美国农民、制造商、工人的利益，不利于美国经济。年初拜登也表示将中国视为“挑战”而非“敌人”，上任后会“重新考虑关税问题”。但拜登最近的发言显现出背离这一宗旨的倾向。近期拜登对华贸易的表达从奥巴马时期的自由贸易转化为公平贸易（Fair Trade），并且表明对中国“不会软弱”（Not Weak）。这反映出民主党内部对是否使用关税政策仍然存在分歧。民主党人也表明，他们对关税本身并不反对，其关注的是使用关税的“必要性”。在目前特朗普对华态度越发强硬的威胁下，拜登或迫于政治及民意压力保留部分特朗普关税政策。即使最后拜登选择对华使用关税，在符合外交秩序的限制下，政策力度也会远远小于特朗普，中美摩擦或迎来边际缓和。

结语：不经历风雨，怎能见彩虹

2020 年的美国总统大选，是社会两极分化达到极点时的一场政治权利的斗争。尽管目前拜登选情领先，但基于此次大选的关键区域和关键因素推演，我们认为特朗普最终胜选的概率更大。美国政策或更趋保守，中美关系短期内或更为动荡。

风云诡谲，无论此次大选后美国是向左走还是向右走，我们都要做好面对困难、经历风雨的准备。

[20] 重商主义为亚当·斯密在《国富论》中提出，目标是通过限制进口鼓励出口，最大限度的使国家富足与强盛。重商主义认为国家间的关系属于“零和博弈”，提升本国的国际地位只能通过降低他国的地位。关税是重商主义者最常使用的政策工具之一。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇