

2020年07月04日

影响美国大选的两条关键逻辑

宏观研究团队

——宏观深度报告

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

多个摇摆州复工后疫情大幅反弹、经济修复放缓，以及种族矛盾激化可能导致少数族裔更积极投票支持民主党等，使美国大选面临的不确定性大幅抬升。

● 4月以来，伴随美国疫情持续扩散及种族矛盾加剧等，特朗普支持率大幅下滑。随着疫情持续扩散及种族矛盾加剧等，特朗普支持率大幅下滑，大选胜选概率显著回落。4月以来，美国疫情继续快速扩散，对经济、就业拖累不断显现；同时，警察暴力执法致非裔男子死亡事件，引发种族矛盾加剧。受上述因素等影响，特朗普民调支持率大幅下滑，博彩数据隐含的胜选概率由55%显著回落至42%。

特朗普支持率下滑的区域，主要集中在摇摆州，后者是影响美国大选走势关键。回溯历史，由于对两党支持不定，摇摆州选情往往决定美国大选最终结果。2016年大选中，特朗普获胜关键是赢得了4个选情胶着的摇摆州胜利。州层面最新民调显示，4月以来，特朗普支持率下滑区域主要集中在摇摆州，且下滑幅度较大。

● 美国摇摆州选民的投票倾向，与州内经济发展形势，以及种族结构等关联密切。由于经济发展水平严重滞后，摇摆州选民对州内经济走势、前景等十分关注。美国摇摆州主要由传统制造业州、农业州及部分旅游州组成。由于产业结构相对落后、经济发展水平较差，摇摆州选民对经济形势十分关注。2016年大选中，特朗普在多个摇摆州中“翻盘”获胜，与提出“将制造业带回美国”等口号密切相关。伴随人口占比大幅上升，摇摆州中少数族裔选民投票结果对选举影响越来越大。近20年来，美国、尤其是摇摆州中，白人占比不断下滑，非裔、拉丁裔等少数族裔人口占比大幅上升。受此影响，少数族裔对美国大选的影响越来越大。2016年，少数族裔投票率下滑、拖累希拉里摇摆州选情，是特朗普胜选的原因之一。

● 摇摆州疫情复工后大幅反弹及种族矛盾加剧等，使大选面临的不确定性激增。“带病”复工下，佛罗里达州、亚利桑那州等摇摆州疫情大幅反弹，复产进程显著放缓，选情越发不利特朗普。5月以来，因“带病”、激进复工，佛罗里达州、亚利桑那州、内华达州等新增确诊病例不断刷新新高。随着疫情大幅反弹拖累复产进程放缓、导致失业潮难获有效改善等，上述摇摆州选情越发地不利特朗普。种族矛盾的激化，可能导致少数族裔选民投票率上升，进一步拖累特朗普摇摆州选情、加大连任难度。随着非裔男子死亡事件点燃压抑已久的种族矛盾，少数族裔选民可能在2020年大选中更加积极参与投票，并支持民主党竞选人。回溯2012年大选，奥巴马在没有明显优势的情况下，通过反复宣传将力推使无证移民合法化的法案，最终吸引到摇摆州中大批少数族裔选民的支持，为胜选奠定坚实基础。

● 风险提示：美国疫情失控。

相关研究报告

目 录

1、 4月以来，疫情及种族因素影响下，特朗普支持率大跌.....	4
1.1、 4月以来，伴随疫情持续扩散及种族矛盾加剧，特朗普支持率大跌.....	4
1.2、 特朗普支持率下滑主要集中在摇摆州，后者是影响大选走势关键.....	6
2、 摇摆州选民投票倾向，与经济形势及种族结构等关联密切.....	8
2.1、 不同于传统红、蓝州，摇摆州选民高度关注州内经济走势、前景.....	8
2.2、 随着人口占比大幅上升，少数族裔选民对摇摆州选举影响越来越大.....	11
3、 特朗普连任前景如何？疫情反复及种族矛盾抬升不确定性.....	13
3.1、 多个摇摆州复工后疫情大幅反弹，经济修复进程面临较大不确定性.....	13
3.2、 种族矛盾激化可能推升摇摆州少数族裔投票率，进一步不利特朗普.....	17
4、 研究结论.....	19
5、 风险提示.....	19

图表目录

图 1: 4月以来，特朗普支持率不断下滑.....	4
图 2: 4月以来，越来越多的民众认为特朗普将输掉大选.....	4
图 3: 4月以来，美国疫情继续快速扩散.....	5
图 4: 不同于美国，德、西、意等疫情均已进入收尾阶段.....	5
图 5: 疫情快速扩散下，美国大规模失业潮未明显改善.....	5
图 6: 4月后，美国民众对特朗普防疫工作的认可度大降.....	5
图 7: 近年来，少数族裔对特朗普的反感度持续上升.....	5
图 8: 民主党掌控的摇摆州中，特朗普支持率变化.....	6
图 9: 共和党掌控的摇摆州中，特朗普支持率变化.....	6
图 10: 特朗普在传统蓝州中的支持率变化较小.....	6
图 11: 特朗普在部分传统红州中的支持率有所上升.....	6
图 12: 2016年大选中，特朗普的普选票落后希拉里.....	7
图 13: 2016年大选中，特朗普和希拉里的选举人票情况.....	7
图 14: 2016年大选中，不同摇摆州对特朗普和希拉里支持率、选举人票情况.....	8
图 15: 美国主要摇摆州产业结构情况.....	9
图 16: 美国主要摇摆州就业人数及人均GDP水平情况.....	9
图 17: 过去10年，主要摇摆州实际GDP增速均值情况.....	10
图 18: 过去10年，主要摇摆州失业率均值情况.....	10
图 19: 2012年总统大选中，主要摇摆州均支持民主党.....	10
图 20: 2016年总统大选中，主要摇摆州转向支持共和党.....	10
图 21: 贸易摩擦等影响下，美国车企生产成本大幅抬升.....	11
图 22: 贸易摩擦对美国制造业大州造成明显负面冲击.....	11
图 23: 受贸易摩擦等影响，美国农产品出口持续走弱.....	11
图 24: 贸易摩擦影响下，2018年美国农场破产数创新高.....	11
图 25: 2000年至2018年，美国各种族人口占比变化.....	12
图 26: 共和党掌控的摇摆州，白人占比变化.....	12
图 27: 共和党掌控的摇摆州，不同族裔人口占比情况.....	12
图 28: 民主党掌控的摇摆州，白人占比变化.....	12

图 29: 民主党掌控的摇摆州, 不同族裔人口占比情况.....	12
图 30: 伴随人口占比攀升, 美国少数族裔选民占比上升.....	13
图 31: 2012 年, 凭借少数族裔超高支持率, 奥巴马连任.....	13
图 32: 2016 年, 特朗普仅在白人群体中获得高支持率.....	13
图 33: 2016 年非裔等投票率下滑, 是希拉里败因之一.....	13
图 34: 美国在疫情仍处于平台期时, 便激进复工.....	14
图 35: 德国和意大利在疫情进入收尾阶段后, 开始复工.....	14
图 36: “带病”复工状态下, 美国多个州疫情出现反弹.....	15
图 37: 德州、北卡州等传统红州疫情大幅反弹.....	15
图 38: 佛州等共和党掌控摇摆州, 新增病例不断创新高.....	15
图 39: 密歇根州等民主党掌控摇摆州, 疫情纷纷收尾.....	15
图 40: 从粗钢产量的变化来看, 美国复产进程较慢.....	16
图 41: 不同的疫情形势下, 美、德的复产进程显著不同.....	16
图 42: 疫情反弹下, 多个共和党摇摆州复产进程显著放缓.....	16
图 43: 疫情爆发以来, 多个摇摆州出现大规模失业潮.....	16
图 44: 疫情爆发以来, 多个摇摆州出现大规模失业潮.....	16
图 45: 美国各种族人口, 对示威运动的态度.....	17
图 46: 美国各党派选民, 对非裔男子死亡等问题的看法.....	17
图 47: 美国摇摆州疫情爆发后, 非裔死亡病例及人口占比情况.....	17
图 48: 美国民众认为, 拜登在处理种族问题上的表现好于特朗普.....	18
表 1: 1996-2012 年大选中两党在主要摇摆州的获胜及拿票情况.....	7
表 2: 最近 5 届大选中, 传统红州、蓝州的投票情况.....	9
表 3: 美国部分州公布的复工日期情况.....	14
表 4: 关键摇摆州中, 非裔群体不同投票率水平, 对应的大选结果测算.....	18

多个摇摆州复工后疫情大幅反弹、经济修复放缓，以及种族矛盾激化可能导致州内少数族裔选民更积极投票支持民主党等，使美国大选面临的不确定性大幅抬升。

1、4月以来，疫情及种族因素影响下，特朗普支持率大跌

1.1、4月以来，伴随疫情持续扩散及种族矛盾加剧，特朗普支持率大跌

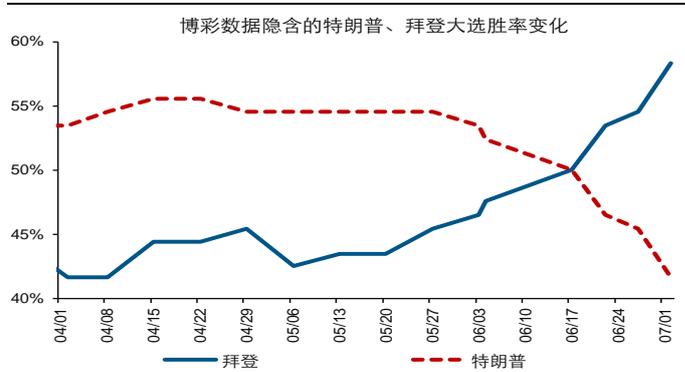
4月以来，特朗普的支持率大幅下滑，博彩数据隐含的大选胜选概率显著回落。美国最新民调数据显示，4月初至今，美国民众对特朗普工作的认可度由47.4%左右一路下滑至41.5%；与此同时，对特朗普工作的不认可度大幅上升6个百分点至56%。与民主党总统竞选人拜登相比，4月，美国著名博彩网站Oddsshark^①开出的总统大选赔率隐含的胜选概率数据显示，特朗普胜选概率高达55%，远超拜登的42%。但到了7月初，特朗普的胜选概率已大幅下滑至42%，落后拜登近17个百分点。

图1：4月以来，特朗普支持率不断下滑



数据来源：Realclearpolitics、开源证券研究所

图2：4月以来，越来越多的民众认为特朗普将输掉大选

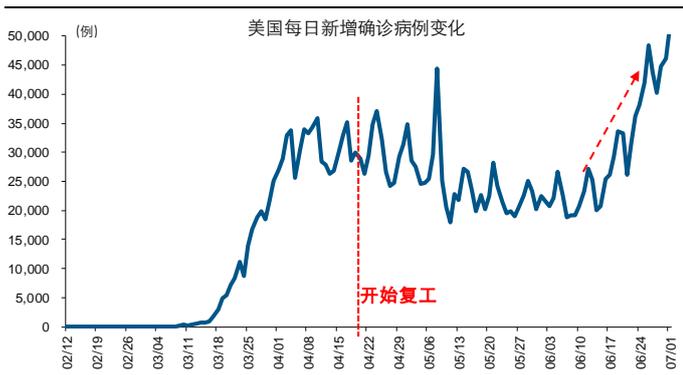


数据来源：Oddsshark、开源证券研究所

特朗普支持率大幅下滑，与美国疫情4月以来继续快速扩散、大规模失业潮未获得明显改善等有关。由于防控措施不够严格、部分州政府甚至激进地撤销防控等，美国疫情4月以来继续快速扩散。与欧洲的德国、西班牙、意大利等每日新增确诊病例大幅下滑至1000例/天以下相比，美国近1个月中，日均新增确诊病例依然超过2万例/天。疫情的继续快速扩散，使美国大规模失业潮未获得明显改善，持续领取失业金人数在近1个半月中一直保持在1900万人以上。疫情扩散、失业潮延续，使美国民众对特朗普防疫工作的认可度从50%左右大幅下滑至41%。

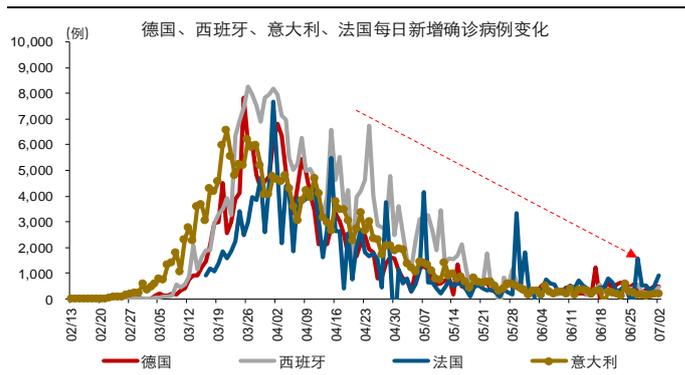
^① 美国大部分民调机构提供的特朗普与拜登的支持率对比数据，主要反映的是他们能获得的普选票占比情况。但由于美国总统大选采取了“赢者通吃”模式（选举人团投票制度的典型特征），因此容易出现大选结果与普选结果相悖的情形（如2016年大选），大选前的民调支持率对比数据的准确性存在不足。相比民调数据，博彩数据对美国大选走势的指向性往往更强。回顾2016年大选，Oddsshark开出的总统大选赔率数据隐含的特朗普获胜概率变化，与选情走势基本保持一致。

图3: 4月以来, 美国疫情继续快速扩散



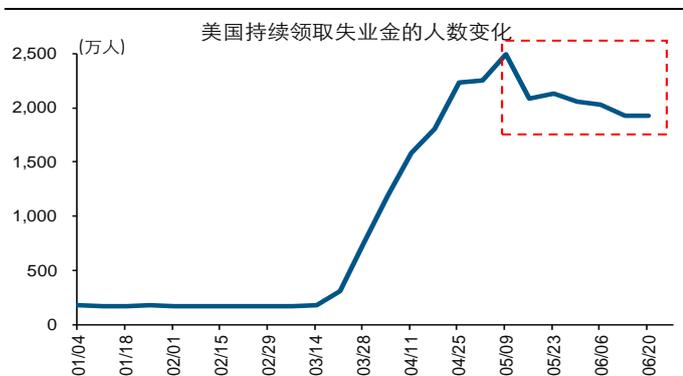
数据来源: WHO、Wind、开源证券研究所

图4: 不同于美国, 德、西、意等疫情均已进入收尾阶段



数据来源: WHO、Wind、开源证券研究所

图5: 疫情快速扩散下, 美国大规模失业潮未明显改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

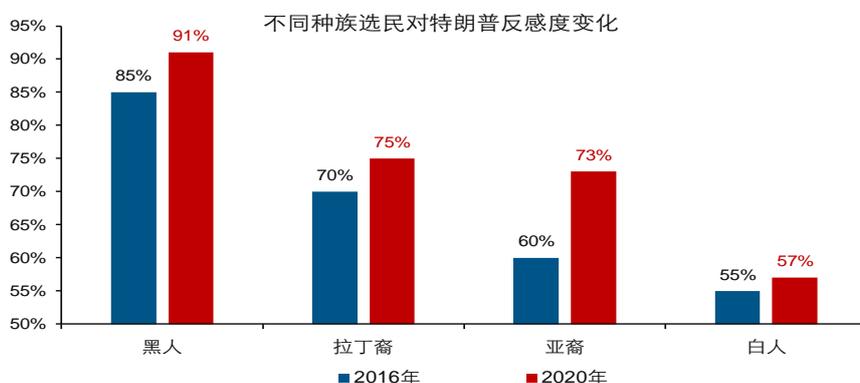
图6: 4月后, 美国民众对特朗普防疫工作的认可度大降



数据来源: Realclearpolitics、开源证券研究所

特朗普支持率下滑, 与非裔死亡事件引发美国种族对立情绪大幅升温等紧密相关。特朗普上任以来, 实施了一系列对少数族裔不友好的政策, 包括在美墨边境造墙, 尝试推行移民旅行禁令及废除全民医保等。同时, 特朗普还多次在公开场合批评少数族裔国会议员, 抨击多个少数族裔聚集城市是“令人作呕之地”。受此影响, 少数族裔近年来对特朗普反感度不断上升。5月24日, 白人警察暴力执法致非裔男子死亡事件, 点燃了压抑已久的种族矛盾, 引发“反种族歧视运动”在美国全境快速扩散, 并愈演愈烈。种族对立情绪的升温, 拖累特朗普支持率6月以来进一步回落。

图7: 近年来, 少数族裔对特朗普的反感度持续上升

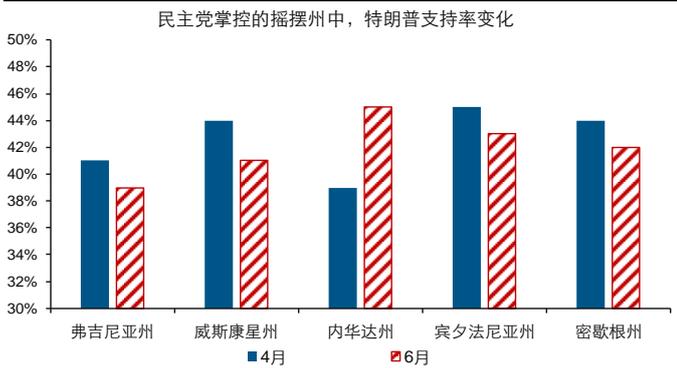


数据来源: AEEP、开源证券研究所

1.2、特朗普支持率下滑主要集中在摇摆州，后者是影响大选走势关键

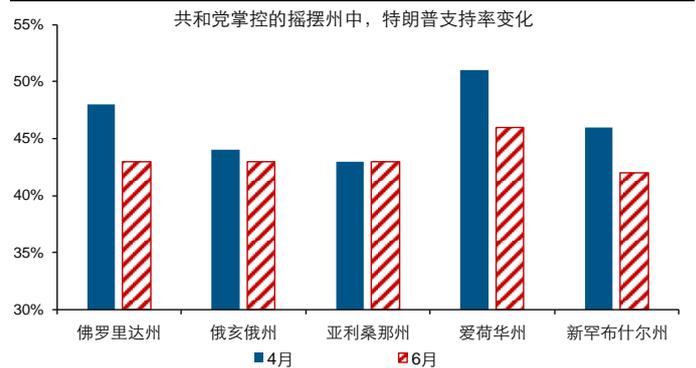
州层面最新民调数据显示，4月以来，特朗普支持率主要在摇摆州出现下滑，且幅度较大。政治立场上，美国州可分为传统红州、蓝州及摇摆州。其中，传统红州、蓝州分别支持共和党、民主党，而摇摆州对两党的支持不定。最新州民调数据显示，4月以来，特朗普支持率下滑的区域，主要集中在摇摆州。其中，民主党掌控摇摆州中，特朗普支持率在威斯康星、弗吉尼亚、宾夕法尼亚、密歇根下滑明显。共和党掌控摇摆州中，特朗普支持率在佛罗里达、爱荷华、新罕布什尔出现大幅下滑。其他传统蓝州中，特朗普支持率变化较小。在部分传统红州，特朗普支持率甚至出现上升。

图8：民主党掌控的摇摆州中，特朗普支持率变化



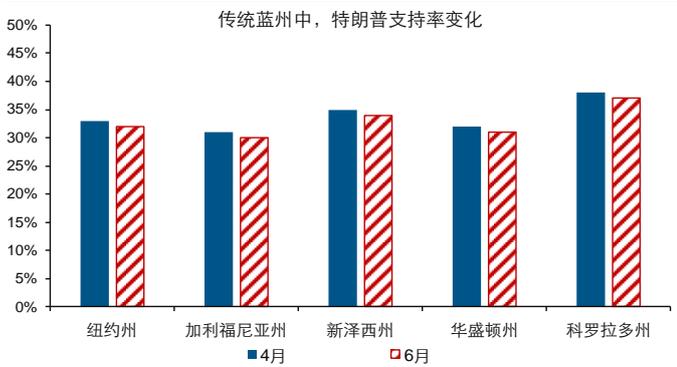
数据来源：PPP(D)、开源证券研究所

图9：共和党掌控的摇摆州中，特朗普支持率变化



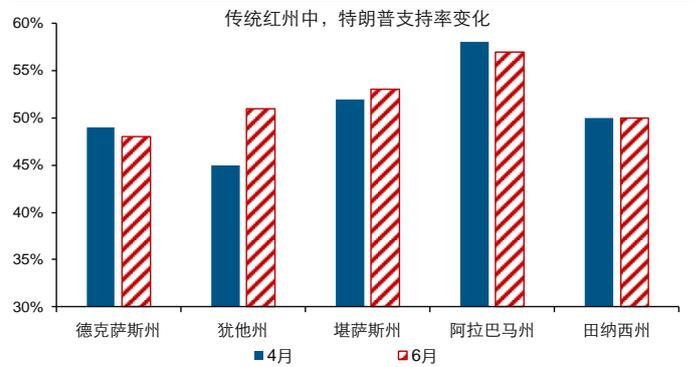
数据来源：PPP(D)、开源证券研究所

图10：特朗普在传统蓝州中的支持率变化较小



数据来源：PPP(D)、开源证券研究所

图11：特朗普在部分传统红州中的支持率有所上升



数据来源：PPP(D)、开源证券研究所

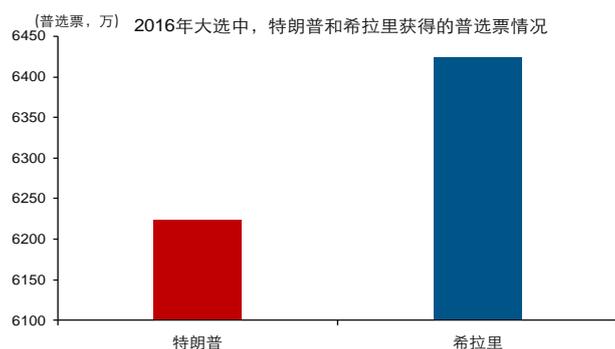
回溯历届美国总统大选，由于对两党的支持不定，摇摆州的投票结果往往决定大选最终走势。1996年以来，有8个州一直是摇摆州，分别是新罕布什尔州、俄亥俄州、佛罗里达州、亚利桑那州、内华达州、科罗拉多州、弗吉尼亚州、宾夕法尼亚州（两党普选投票支持率的差距一直在5%甚至3%以内）。历届大选投票结果显示，两党总统竞选人只要获得上述8个摇摆州的大多数选举人票，最终都赢得了大选。

表1: 1996-2012 年大选中两党在主要摇摆州的获胜及拿票情况

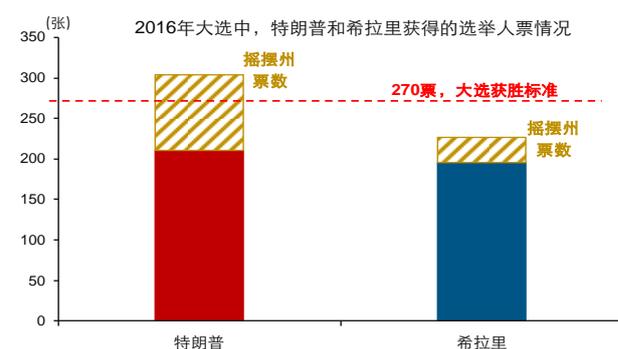
摇摆州	各摇摆州获胜党派 (总统竞选人所属党派)				
	2012 年	2008 年	2004 年	2000 年	1996 年
新罕不什尔州	民主党	民主党	民主党	共和党	民主党
俄亥俄州	民主党	民主党	共和党	共和党	民主党
佛罗里达州	民主党	民主党	共和党	共和党	民主党
亚利桑那	共和党	共和党	共和党	共和党	民主党
内华达州	民主党	民主党	共和党	共和党	民主党
科罗拉多州	民主党	民主党	共和党	共和党	共和党
弗吉尼亚州	民主党	民主党	共和党	共和党	共和党
宾夕法尼亚州	民主党	民主党	民主党	民主党	民主党
选举人票合计	110	109	109	106	106
民主党共获票	99	99	25	23	85
共和党共获票	11	10	84	83	21
摇摆州合计获胜党派	民主党	民主党	共和党	共和党	民主党
大选获胜党派	民主党	民主党	共和党	共和党	民主党

资料来源: Wikipedia、开源证券研究所

特朗普在 2016 年大选中, 获胜关键是赢得了 4 个选情胶着的摇摆州的胜利。2016 年大选中, 主要摇摆州包括俄亥俄州、佛罗里达州、内华达州、威斯康星州、新罕不什尔州、宾夕法尼亚州、科罗拉多州、亚利桑那州、爱荷华州、弗吉尼亚州、密歇根州, 共拥有 142 张选举人票。大选结果显示, 特朗普虽然普选票数落后希拉里 (特朗普 6224 万票, 希拉里 6424 万票), 但凭借在选举人团投票制度下^② 赢得 7 个摇摆州, 共计 110 张选举人票, 最终战胜了仅赢得 4 个摇摆州、32 张选举人票的希拉里。其中, 特朗普在佛罗里达州、宾夕法尼亚州、威斯康星州、密歇根均是险胜。

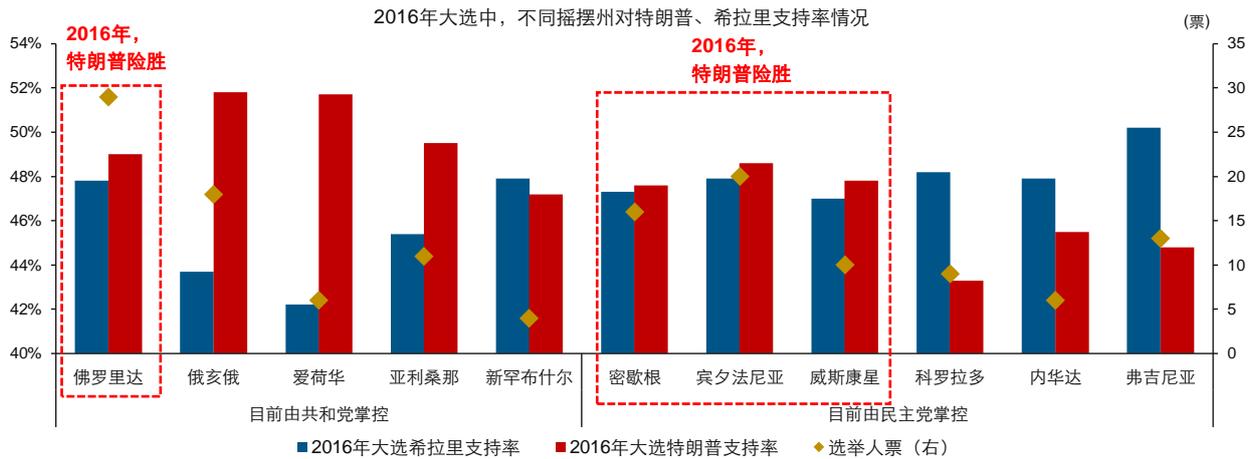
图12: 2016 年大选中, 特朗普的普选票数落后希拉里


数据来源: CNN、开源证券研究所

图13: 2016 年大选中, 特朗普和希拉里的选举人票情况


数据来源: Wikipedia、开源证券研究所

^② 美国大选制度的核心是“选举人团”制度。这一制度下, 各州选民首先通过普选确定本州的“选举人团”, “选举人团”中的选举人随后投票选出新任总统 (普选获胜者将获得州所有选举人票)。“选举人团”共有 538 张选举人票, 总统竞选人获得 270 张票即可胜选。由于不同州之间选举人票比例和选民数量比例不完全一致, 历史上曾多次出现赢了支持率, 却输掉大选的情形。

图14: 2016年大选中, 不同摇摆州对特朗普和希拉里支持率、选举人票情况


数据来源: CNN、Wikipedia、开源证券研究所

2、摇摆州选民投票倾向, 与经济形势及种族结构等关联密切

2.1、不同于传统红、蓝州, 摇摆州选民高度关注州内经济走势、前景

传统红州、蓝州中大部分选民分别始终支持共和党、民主党, 基本不考虑经济等其他因素。共和党 and 民主党的政治哲学存在显著差异。其中, 民主党的政治哲学是“自由主义”, 推崇社会平等, 而共和党政治哲学是“保守主义”, 注重宗教作用。美国德克萨斯州、犹他州、田纳西州等传统红州的大部分选民, 受宗教信仰等因素影响, 始终支持共和党。与之相对应的是, 加利福尼亚州、伊利诺伊州、纽约州等传统蓝州的大部分选民, 受移民观念及地理因素等影响, 始终支持民主党。从最近 5 届的大选来看, 无论经济走势如何, 传统红州和蓝州的投票结果均未发生变化。

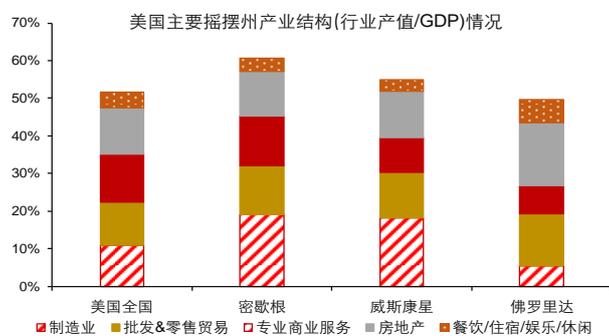
表2: 最近5届大选中, 传统红州、蓝州的投票情况

传统红州	近5届大选, 一直支持共和党					传统蓝州	近5届大选, 一直支持民主党				
	2000	2004	2008	2012	2016		2000	2004	2008	2012	2016
Alabama	R	R	R	R	R	California	D	D	D	D	D
Alaska	R	R	R	R	R	Connecticut	D	D	D	D	D
Arizona	R	R	R	R	R	Delaware	D	D	D	D	D
Arkansas	R	R	R	R	R	D.C. Washington	D	D	D	D	D
Georgia	R	R	R	R	R	Hawaii	D	D	D	D	D
Idaho	R	R	R	R	R	Illinois	D	D	D	D	D
Kansas	R	R	R	R	R	Maine	D	D	D	D	D
Kentucky	R	R	R	R	R	Maryland	D	D	D	D	D
Louisiana	R	R	R	R	R	Massachusetts	D	D	D	D	D
Mississippi	R	R	R	R	R	Minnesota	D	D	D	D	D
Missouri	R	R	R	R	R	New Jersey	D	D	D	D	D
Oklahoma	R	R	R	R	R	New York	D	D	D	D	D
South Carolina	R	R	R	R	R	Oregon	D	D	D	D	D
South Dakota	R	R	R	R	R	Rhode Island	D	D	D	D	D
Tennessee	R	R	R	R	R	Vermont	D	D	D	D	D
Texas	R	R	R	R	R	Washington	D	D	D	D	D
Utah	R	R	R	R	R						
West Virginia	R	R	R	R	R						
Wyoming	R	R	R	R	R						

资料来源: Real Clear Politics (表格中, “R”、“D” 分别代表支持共和党、民主党)、开源证券研究所

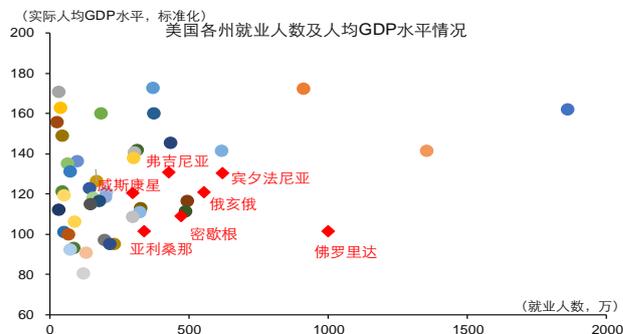
受产业结构等影响, 大部分摇摆州的经济水平严重滞后, 州内选民对经济走势、前景等十分关注。美国摇摆州主要由传统制造业州、农业州及部分旅游州组成。上世纪80年代以来, 随着国内产业发展重心加速转向高端服务业, 以及新兴经济体凭借更低廉的生产成本、向全球出口大量中低端产品等, 美国传统制造业、农业的发展不断放缓。这一背景下, 美国大部分摇摆州的经济水平越发滞后, 无论是GDP增速、人均GDP还是失业率水平, 在国内均处于靠后位置。“落后”的产业结构、不断放缓的经济水平, 使摇摆州选民对州内经济走势、前景等更为关注。

图15: 美国主要摇摆州产业结构情况



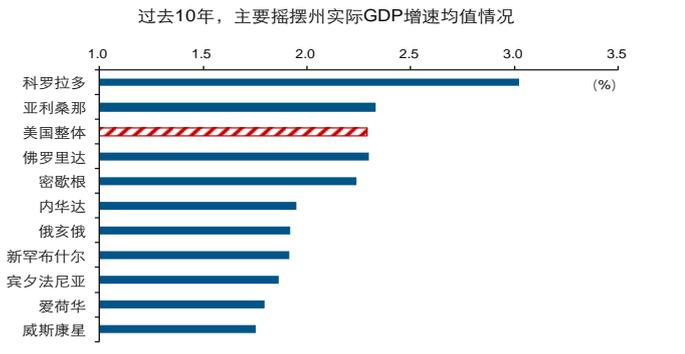
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 美国主要摇摆州就业人数及人均GDP水平情况



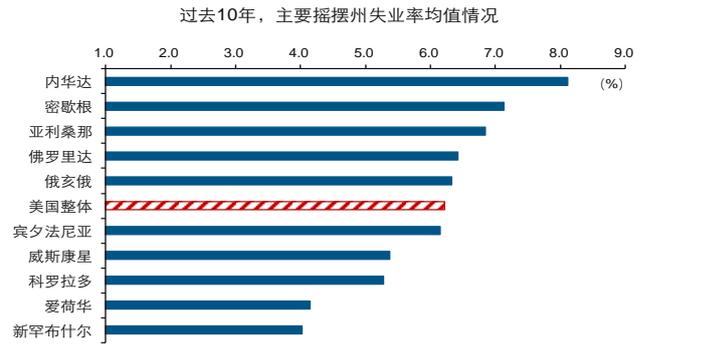
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 过去10年, 主要摇摆州实际GDP增速均值情况



数据来源: Wind、开源证券研究所

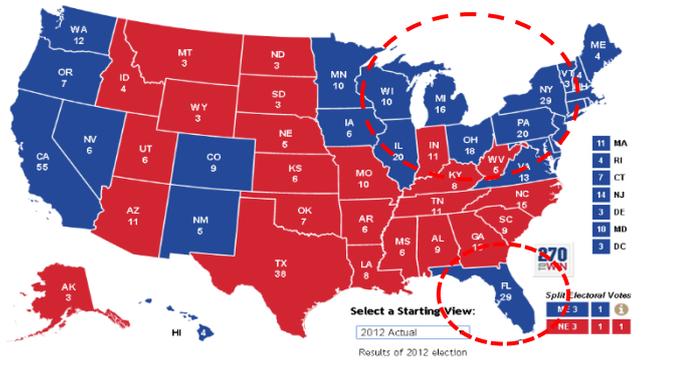
图18: 过去10年, 主要摇摆州失业率均值情况



数据来源: Wind、开源证券研究所

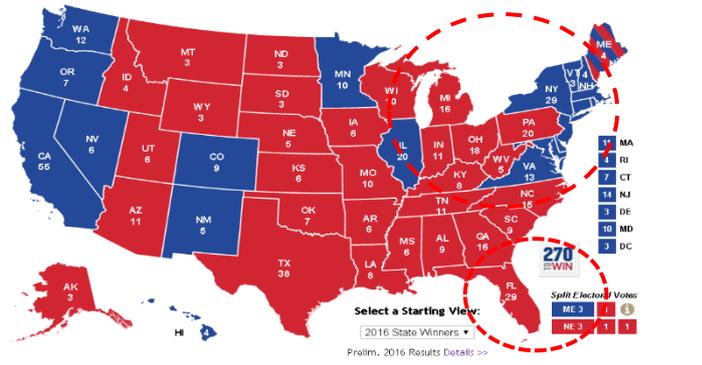
2016年大选, 特朗普在多个摇摆州翻盘获胜, 与提出“让美国再次伟大、让制造业回流美国”等口号, 成功吸引到选民支持密切相关。对比2012年与2016年美国各州选举人投票情况, 发生变化的主要是位于中西部“铁锈地带”(因传统工业衰败而闻名)地区的5个摇摆州爱荷华州、威斯康星州、密歇根州、俄亥俄州和宾夕法尼亚州, 以及南部的佛罗里达州。回顾上述摇摆州的选举, 特朗普大选前一周在这些州进行了密集拉票, 并反复宣扬“让美国再次伟大、让制造业回流美国”等口号。特朗普“直切痛点”的声音, 成功打动了这些摇摆州选民, 让他们在大选投票中“倒戈”。

图19: 2012年总统大选中, 主要摇摆州均支持民主党



资料来源: Wikipedia、开源证券研究所

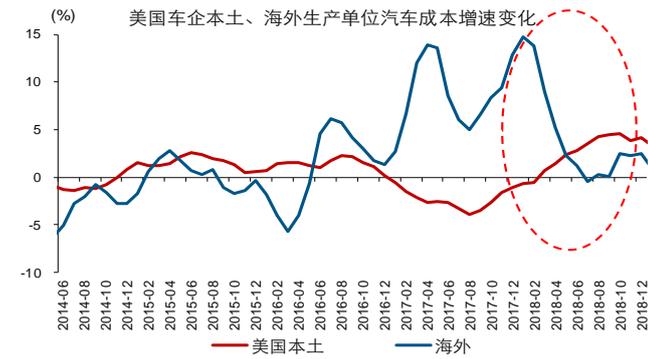
图20: 2016年总统大选中, 主要摇摆州转向支持共和党



资料来源: Wikipedia、开源证券研究所

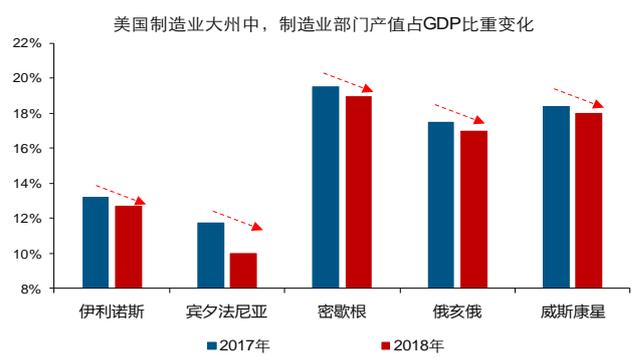
随着特朗普“让制造业回流美国”主张未能兑现, 以及持续的贸易摩擦严重伤害制造业、农业的发展, 美国部分摇摆州在2018年国会中期选举中倒戈、转向支持民主党。相对固化的全球分工体系, 使特朗普“让制造业回流美国”的政策主张在实际推行中遭遇重重阻力。同时, 2018年以来, 对进口商品加征高额关税等, 使美国制造业生产成本飙升。其他经济体对美国贸易保护的反击, 也严重打击美国农产品出口, 拖累农业部门景气大幅下滑。2018年10月, 宾夕法尼亚州、密歇根州、爱荷华州等受贸易摩擦冲击较大的摇摆州, 在众议院中期选举中倒戈、转向支持民主党。

图21: 贸易摩擦等影响下, 美国车企生产成本大幅抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 贸易摩擦对美国制造业大州造成明显负面冲击



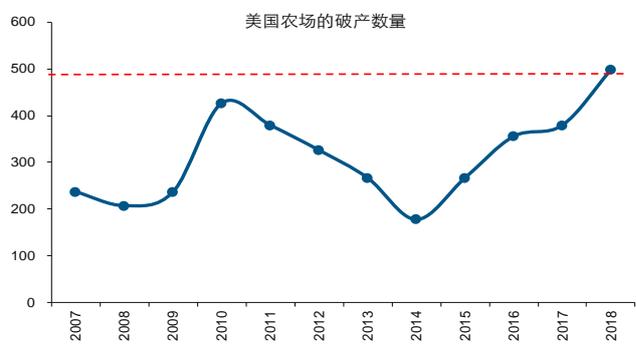
数据来源: BEA、开源证券研究所

图23: 受贸易摩擦等影响, 美国农产品出口持续走弱



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 贸易摩擦影响下, 2018年美国农场破产数创新高

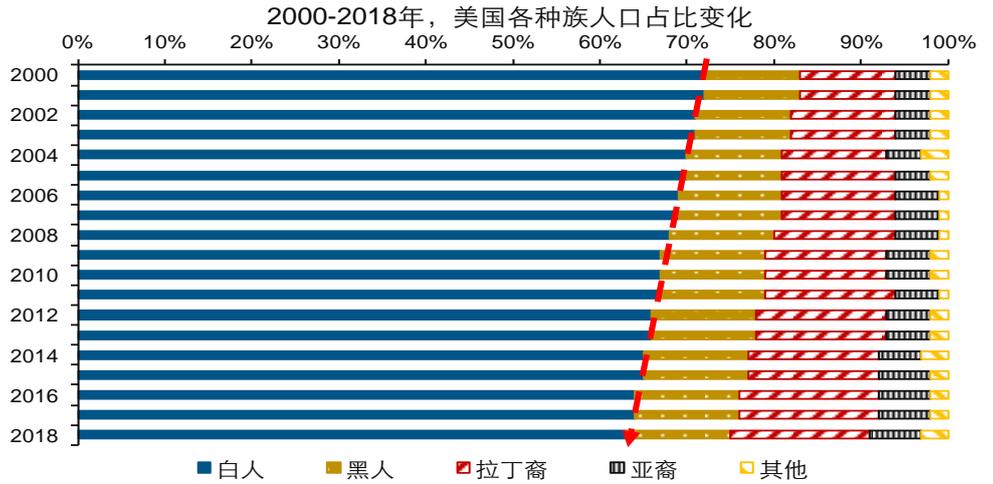


数据来源: Fed of Kansas、开源证券研究所

2.2、随着人口占比大幅上升, 少数族裔选民对摇摆州选举影响越来越大

近 20 年来, 美国人口结构发生显著变化, 白人占比不断下滑, 少数族裔人口占比大幅上升。美国虽然一直是以白人为主的国家, 但近 20 年来, 非裔、拉丁裔等少数族裔人口占比不断上升。美国人口结构数据显示, 2000 年至 2018 年, 白人人口占比由 72% 一路降至 63%。与之对应的是, 非裔、拉丁裔及亚裔等少数族裔人口占比, 从 28% 大幅上升至 37%。

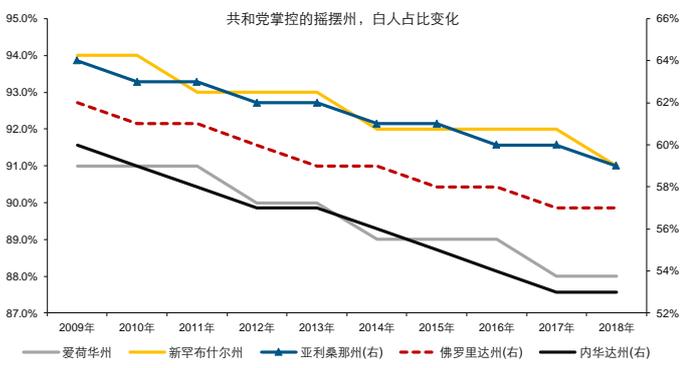
图25: 2000年至2018年, 美国各种族人口占比变化



数据来源: Wikipedia、开源证券研究所

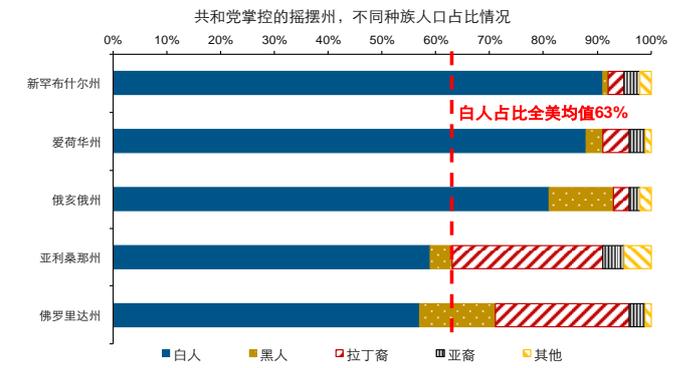
美国摇摆州中少数族裔人口占比持续上升, 内华达州、佛罗里达州、亚利桑那州少数族裔人口占比更是已经超过40%。与总体人口结构变化保持一致, 美国摇摆州中白人占比不断下滑, 少数族裔人口占比持续攀升。主要摇摆州中, 内华达州、佛罗里达州、亚利桑那州少数族裔人口占比在2018年均已升破40%, 密歇根州、宾夕法尼亚州等少数族裔人口占比也超过了20%。

图26: 共和党掌控的摇摆州, 白人占比变化



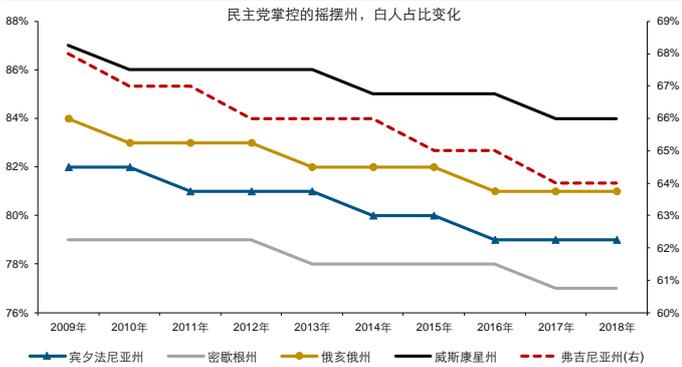
数据来源: Wikipedia、开源证券研究所

图27: 共和党掌控的摇摆州, 不同族裔人口占比情况



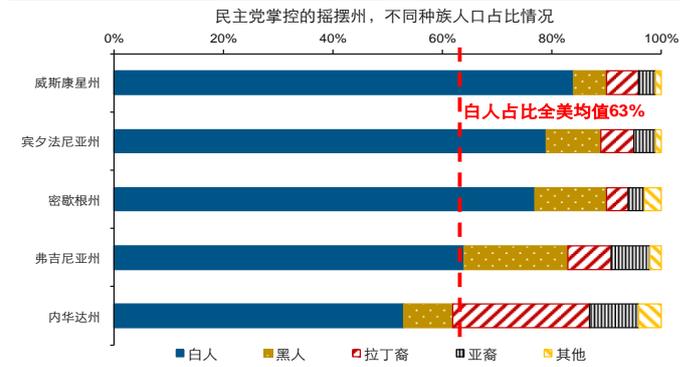
数据来源: Wikipedia、开源证券研究所

图28: 民主党掌控的摇摆州, 白人占比变化



数据来源: Wikipedia、开源证券研究所

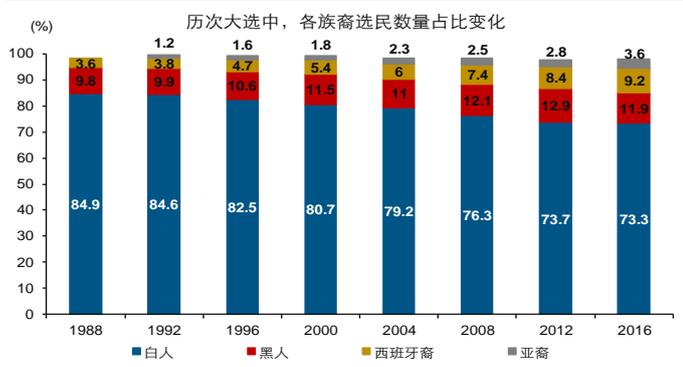
图29: 民主党掌控的摇摆州, 不同族裔人口占比情况



数据来源: Wikipedia、开源证券研究所

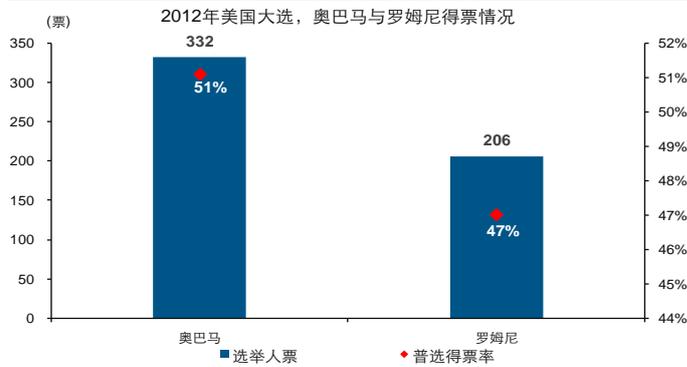
伴随着人口占比大幅上升，少数族裔群体对美国政治局势走势的影响越来越大。人口占比大幅上升背景下，美国少数族裔选民在所有选民中的占比，近20年来已从19.3%攀升至26.7%。其中，非裔、西班牙裔、亚裔选民占比，分别从11.5%、5.4%、1.8%升至11.9%、9.2%、3.6%。少数族裔选民占比的上升，使得这一群体对美国政治局势走势的影响越来越大。

图30: 伴随人口占比攀升，美国少数族裔选民占比上升



数据来源: Wikipedia、开源证券研究所

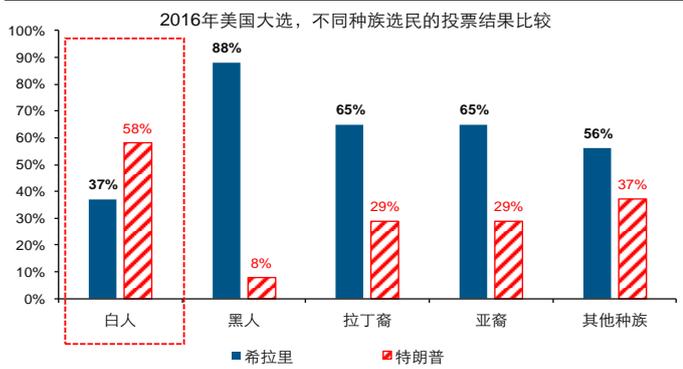
图31: 2012年，凭借少数族裔超高支持率，奥巴马连任



数据来源: CNN、开源证券研究所

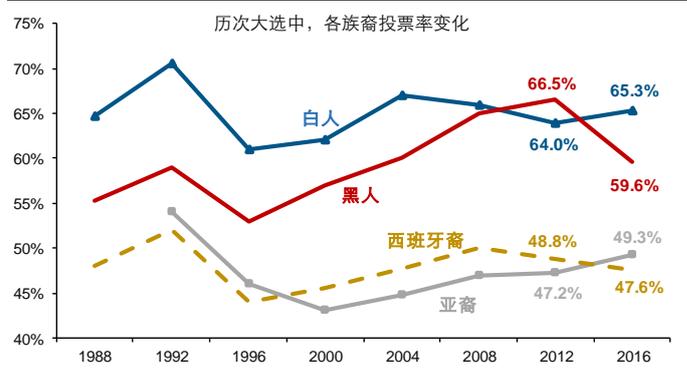
特朗普在2016年大选中胜选，与非裔、拉丁裔等少数族裔投票率下滑，拖累希拉里在摇摆州选情息息相关。因民主党更加关照移民、支持全民医保等，美国少数族裔群体普遍是民主党的支持者。历届美国总统大选中，民主党总统竞选人在非裔、拉丁裔、亚裔中的支持率，一般远远超过共和党总统竞选人。从2016年大选的投票情况来看，希拉里（民主党）在少数族裔中的支持率依然远超过特朗普。但与前2届大选中奥巴马（民主党）胜选不同的是，由于非裔、拉丁裔等选民投票率大幅下滑，希拉里在大选中、尤其是在摇摆州选举中，险败给了仅获得大量白人选民支持的特朗普。

图32: 2016年，特朗普仅在白人群体中获得高支持率



数据来源: CNN、开源证券研究所

图33: 2016年非裔等投票率下滑，是希拉里败因之一



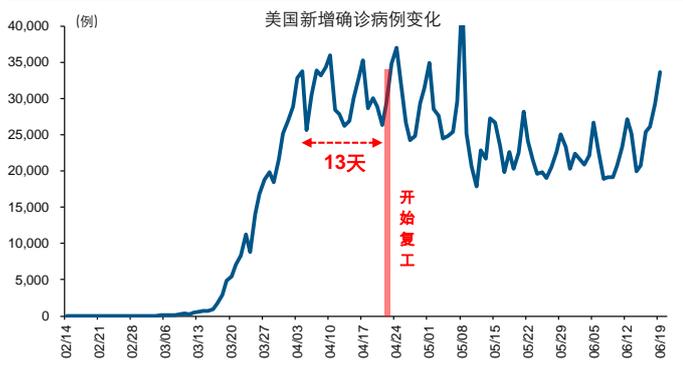
数据来源: Pew Research Center、开源证券研究所

3、特朗普连任前景如何？疫情反复及种族矛盾抬升不确定性

3.1、多个摇摆州复工后疫情大幅反弹，经济修复进程面临较大不确定性

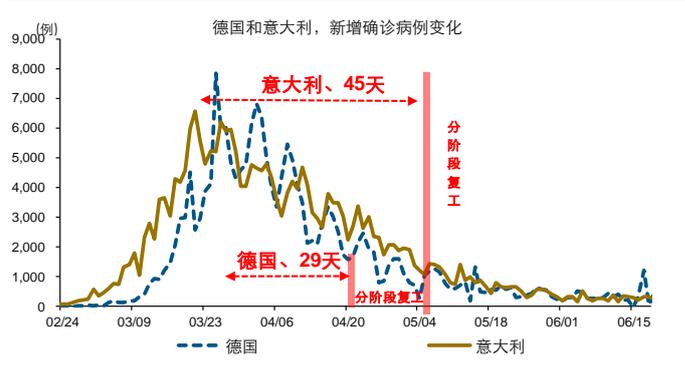
不同于欧洲的德国、意大利、西班牙等，美国在疫情持续扩散背景下，激进地“带病”复工。相比于德国、意大利、西班牙等直至疫情收尾阶段才开始复工，特朗普在疫情进入平台期的第13天（4月17日），便公布了复工指引。随后，美国大部分州陆续进入复工状态。其中，因聚焦经济目标，共和党掌控的州，无论疫情形势如何，纷纷激进复工。例如，北达科他州、犹他州、田纳西州、德克萨斯州等传统红州，虽然疫情仍处于爬坡期，但在4月底便快速复工。德克萨斯州、佐治亚州、俄克拉何马州，为了加快复工进程，更是表示将惩罚拒绝复工的员工。

图34: 美国在疫情仍处于平台期时，便激进复工



数据来源: CDC、Wind、开源证券研究所

图35: 德国和意大利在疫情进入收尾阶段后，开始复工



数据来源: Fed of Kansas、开源证券研究所

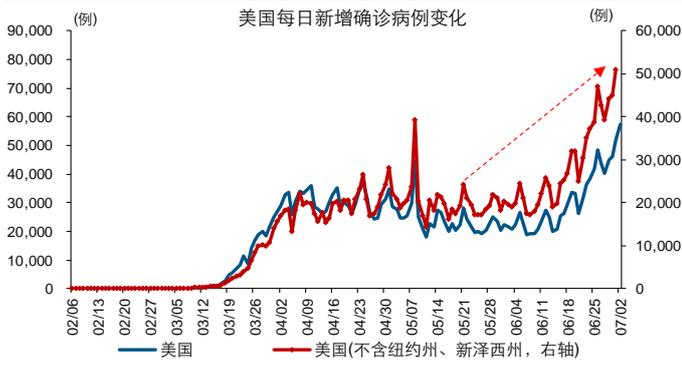
表3: 美国部分州公布的复工日期情况

州	复工日期	州	复工日期
田纳西州	4月20日	伊利诺伊州	5月1日
德克萨斯州	4月20日	俄亥俄州	5月1日
佛蒙特州	4月20日	俄勒冈州	5月1日
南卡罗来纳州	4月21日	缅因州	5月1日
俄克拉何马州	4月24日	爱达荷州	5月1日
佐治亚州	4月24日	佛罗里达州	5月1日
阿拉斯加州	4月24日	新泽西州	5月2日
蒙大拿州	4月26日	内布拉斯加州	5月4日
科罗拉多州	4月27日	堪萨斯州	5月4日
爱荷华州	4月27日	新罕布什尔州	5月4日
阿肯色州	4月27日	密苏里州	5月4日
肯塔基州	4月27日	罗得岛州	5月8日
密西西比州	4月27日	北卡罗来纳州	5月8日
西弗吉尼亚州	4月28日	宾夕法尼亚州	5月8日
阿拉巴马州	4月30日	马里兰州	5月15日
怀俄明州	5月1日	新墨西哥州	5月15日
亚利桑那州	5月1日	路易斯安那州	5月15日
北达科他州	5月1日	明尼苏达州	5月18日
犹他州	5月1日	华盛顿州	5月31日
印第安纳州	5月1日	弗吉尼亚州	6月10日

资料来源: 美国各州政府官网、Bloomberg、开源证券研究所

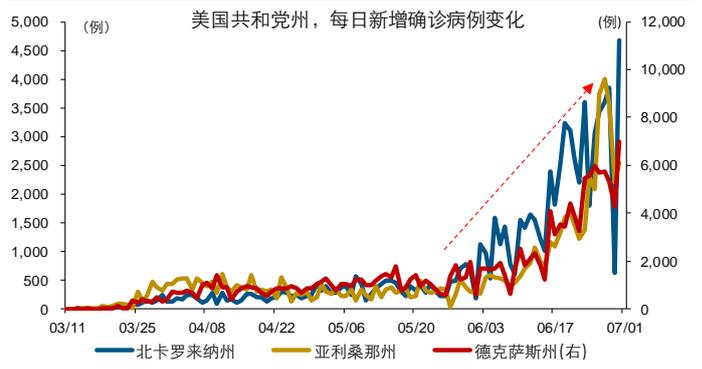
“带病”复工状态下，美国多个州疫情出现大幅反弹，佛罗里达州、亚利桑那州、内华达州等共和党掌控的摇摆州，新增确诊病例更是不断刷新新高。随着“带病”复工，以及复工后激进地放松甚至取消防控措施，美国多个共和党掌控的州疫情出现反弹。其中，除了德克萨斯州、北卡罗来纳州等传统红州外，佛罗里达州、亚利桑那州、内华达州等摇摆州新增确诊病例更是不断刷新新高。与共和党州相比，在更加谨慎的复工安排下，大部分民主党州疫情控制形势较好，密歇根州、宾夕法尼亚州、弗吉尼亚州等摇摆州疫情纷纷进入收尾阶段。

图36：“带病”复工状态下，美国多个州疫情出现反弹



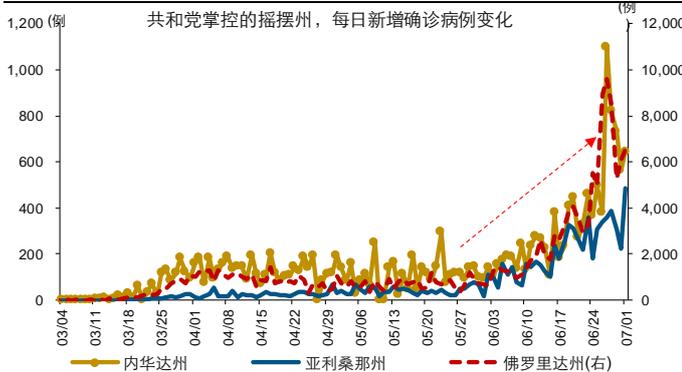
数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

图37：德州、北卡州等传统红州疫情大幅反弹



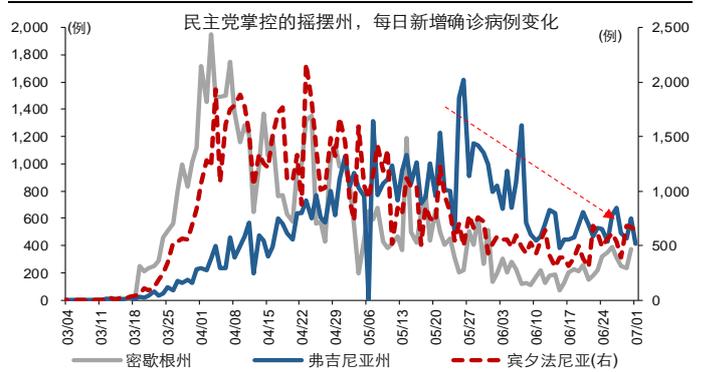
数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

图38：佛州等共和党掌控摇摆州，新增病例不断创新高



数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

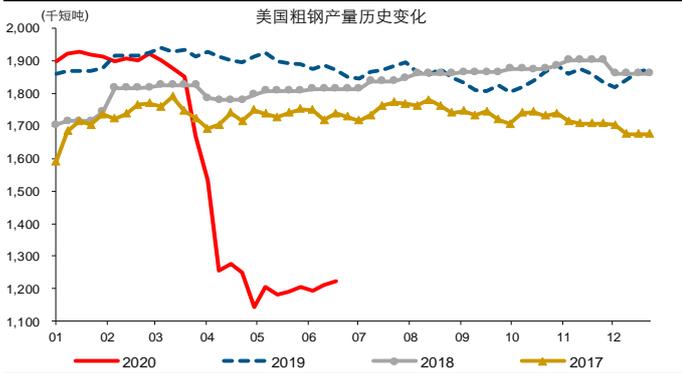
图39：密歇根州等民主党掌控摇摆州，疫情纷纷收尾



数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

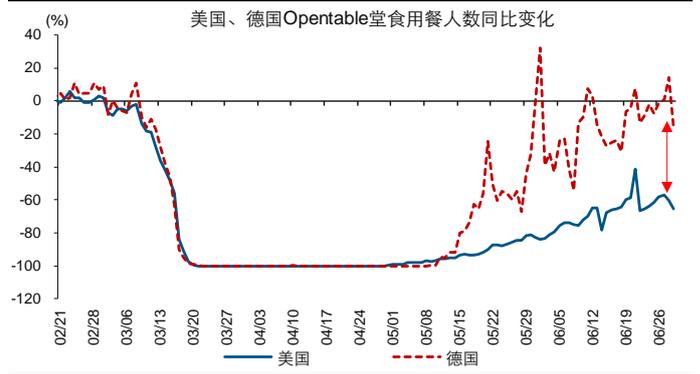
受疫情反弹等拖累，佛罗里达州、亚利桑那州、内华达州等共和党掌控的摇摆州复产进程开始放缓。比较美国与德国、意大利、西班牙的复产进度，不难发现，疫情形势对复产影响十分显著。无论是从生产端的钢铁产量、发电量等，还是消费端的堂食用餐人数、商业零售等来看，美国的复产进程，明显慢于疫情已进入收尾阶段的德国、意大利、西班牙。美国州层面复产数据也显示，疫情控制较好的州，复产的推进更加有序、稳定。其中，佛罗里达州、亚利桑那州、内华达州等摇摆州，虽然前期激进复工后复产进程较快，但随着近期疫情出现大幅反弹，复产进程纷纷开始放缓。

图40: 从粗钢产量的变化来看, 美国复产进程较慢



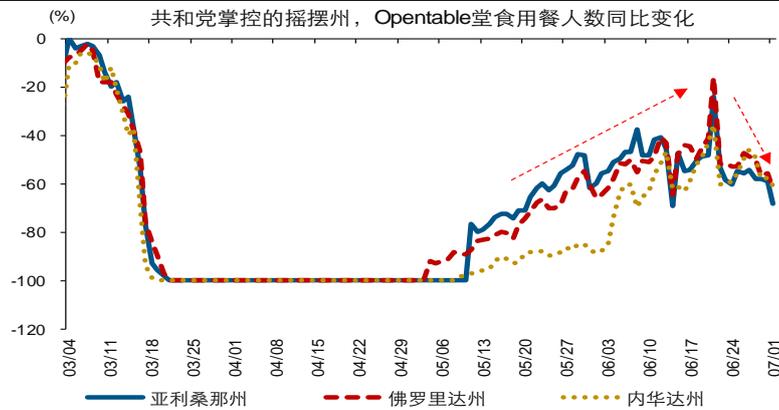
数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

图41: 不同的疫情形势下, 美、德的复产进程显著不同



数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

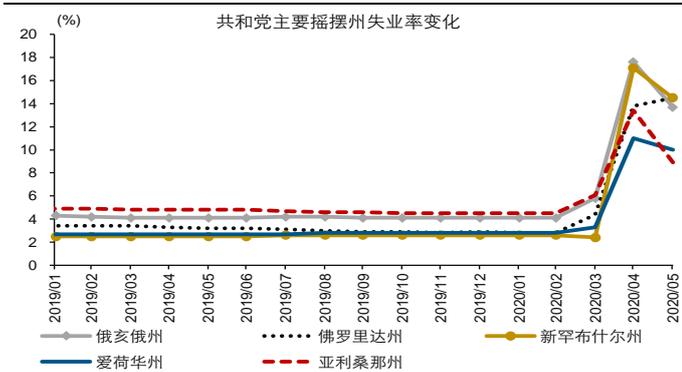
图42: 疫情反弹下, 多个共和党摇摆州复产进程显著放缓



数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

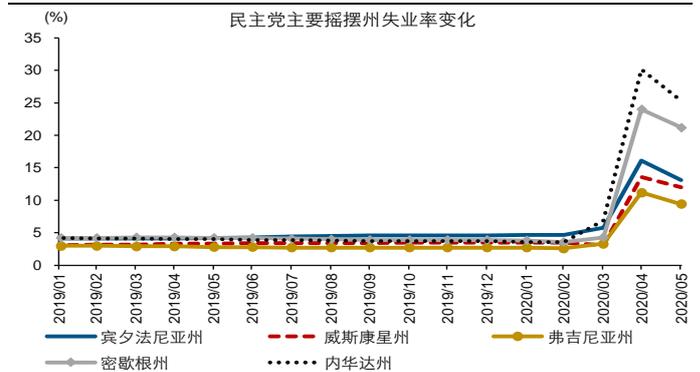
疫情反弹、复产进程的放缓, 或将使佛罗里达州、亚利桑那州、内华达州等摇摆州的经济修复进程面临较大不确定性, 不利特朗普选情。疫情爆发以来, 美国出现大规模失业潮, 多个摇摆州失业率创下新高的同时, 远远超出美国总体水平。随着疫情反弹拖累复产进程, 佛罗里达州、亚利桑那州等共和党掌控摇摆州, 失业潮或难得到快速、有效缓解。而这, 可能极其不利于特朗普选情。简单来看, 假设美国其他州投票情况与 2016 年相同, 仅佛罗里达州选民因失业潮不再支持特朗普, 以及宾夕法尼亚州选民因民主党控制疫情较好转向支持民主党, 特朗普就将输掉 2020 年大选。

图43: 疫情爆发以来, 多个摇摆州出现大规模失业潮



数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 疫情爆发以来, 多个摇摆州出现大规模失业潮

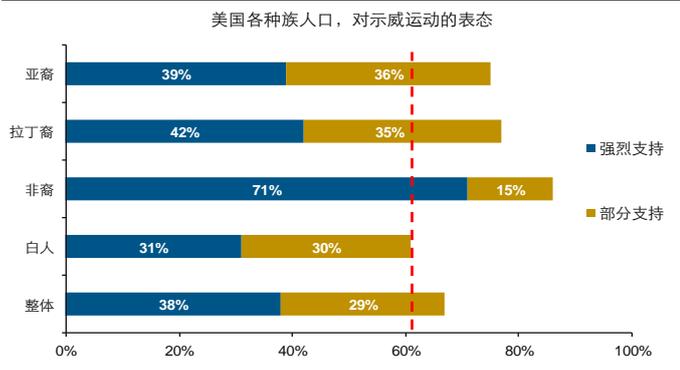


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、种族矛盾激化可能推升摇摆州少数族裔投票率，进一步不利特朗普

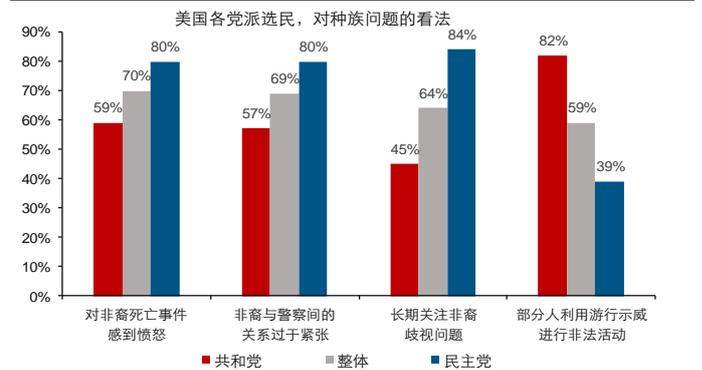
非洲裔男子死亡事件发生后，美国少数族裔群体普遍支持游行示威类活动，以表达对美国政府、尤其是特朗普的不满。非洲裔男子死亡事件，显著激化美国压抑已久的种族对立情绪。民调机构 Pew Research Center 最新的调研数据显示，75%以上的非洲裔、拉丁裔、亚裔民众都支持游行示威类活动，以表达对美国政府、尤其是特朗普的不满。与少数族裔相比，白人民众中，支持游行示威类活动的比例仅 60%左右。

图45: 美国各种族人口，对示威运动的态度



数据来源: Pew Research Center、开源证券研究所

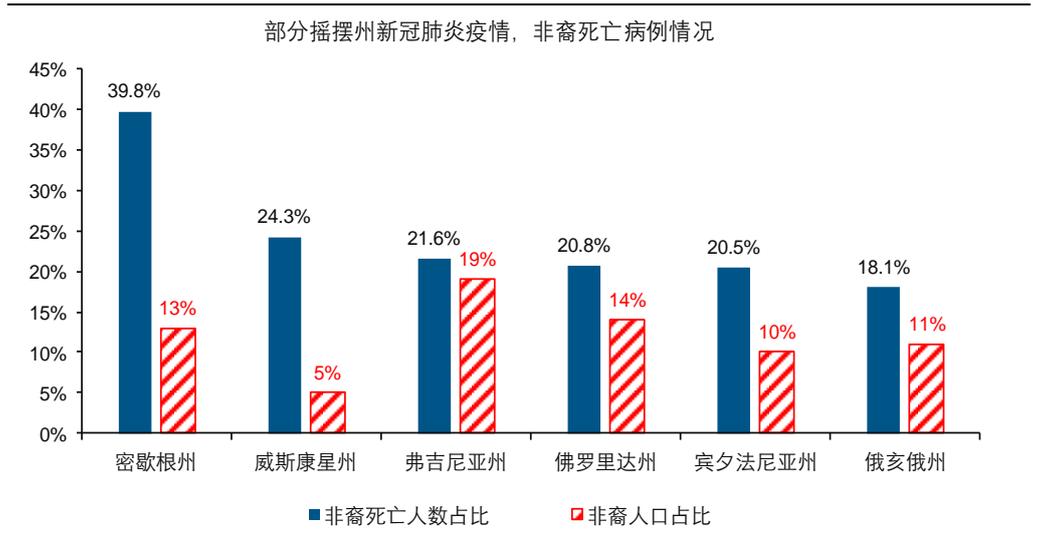
图46: 美国各党派选民，对非裔男子死亡等问题的看法



数据来源: CNN、开源证券研究所

美国少数族裔在此次疫情中的超高死亡率，可能进一步被民主党用于煽动种族情绪，强化对特朗普的不满。新冠疫情爆发后，美国少数族裔的死亡率较高，并明显高于白人群体。以非裔的死亡数据为例，截止到6月18日，美国非裔死亡病例占总死亡病例的比例达到了22%，远远超过了非裔的人口占比12%。主要摇摆州中，非裔的死亡病例占比，普遍超过了非裔的人口占比。密歇根州、威斯康星州的非裔死亡占比分别高达40%、24%，远超人口占比13%、5%。佛罗里达州、宾夕法尼亚州、俄亥俄州非裔死亡占比也达到了21%、21%、18%，超过人口占比14%、10%、11%。

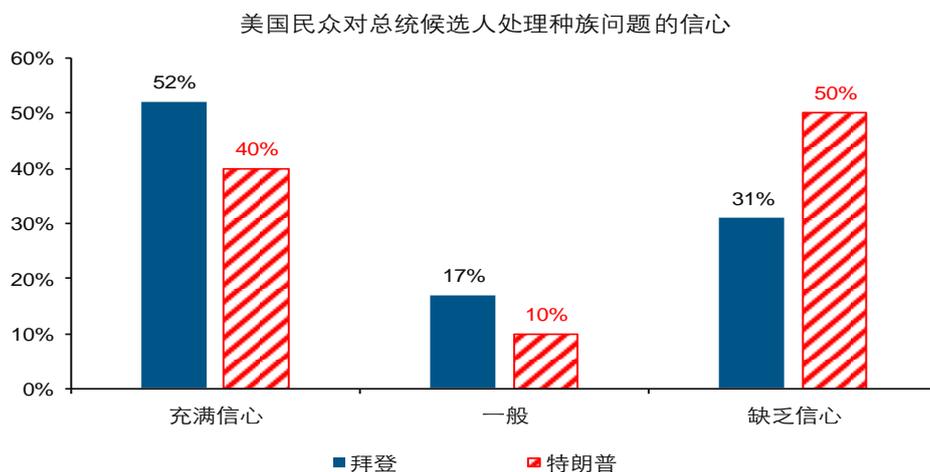
图47: 美国摇摆州疫情爆发后，非裔死亡病例及人口占比情况



数据来源: CDC、开源证券研究所

对特朗普不满情绪的加剧、累积，可能使更多少数族裔选民在 2020 年大选中积极参与投票，并支持民主党总统竞选人。特朗普 2016 年大选获胜，与少数族裔选民投票率下滑息息相关。相较于 2016 年，少数族裔对特朗普的不满情绪已明显提升，而这可能使他们在 2020 年大选中更加积极地投票支持民主党总统竞选人拜登。Monmouth University Poll 最新民调数据显示，在处理种族问题上，大部分美国民众认为拜登的表现将明显好于特朗普。

图48: 美国民众认为，拜登在处理种族问题上的表现好于特朗普



数据来源: Monmouth University Poll、开源证券研究所

回顾 2012 年美国大选，摇摆州中大批少数族裔选民投票支持奥巴马，是后者最终胜选的关键。2016 年大选中，特朗普在密歇根州、宾夕法尼亚州、威斯康星州、佛罗里达州这 4 个摇摆州中均是险胜，对希拉里的普选票优势^③不足 1.5 个百分点。极小的领先优势，以及较高的少数族裔人口占比，使特朗普在这 4 个摇摆州中最容易被“翻盘”。回顾 2012 年美国大选，奥巴马在没有明显优势的情况下，通过反复宣传将力推使无证移民合法化的法案（“全面移民改革法案”），最终吸引到摇摆州中大批少数族裔选民的支持，为胜选奠定坚实基础。

表4: 关键摇摆州中，非裔群体不同投票率水平，对应的大选结果测算^④

州/党派	2012 年结果	2016 年结果	若州内非裔投票率提升		
			2 个百分点	6 个百分点	7 个百分点 (2012 年水平)
密歇根州 (16 票)	D	R	D	D	D
宾夕法尼亚州 (20 票)	D	R	R	D	D
威斯康星州 (10 票)	D	R	R	R	R
佛罗里达州 (29 票)	D	R	R	D	D
共和党 (R, 选举人票)	206	304	288	239	239
民主党 (D, 选举人票)	332	227	243	292	292
大选获胜党派	民主党 (奥巴马)	共和党 (特朗普)	共和党 (特朗普)	民主党 (拜登)	民主党 (拜登)

数据来源: CNN、开源证券研究所

^③ 获得票数占比的差值。

^④ 测算时，假设其他州投票情况，以及关键摇摆州选民对不同党派（竞选人）的支持率等，与 2016 年大选时相同。

4、研究结论

1) 4月以来，美国疫情继续快速扩散，对经济、就业拖累不断显现；同时，警察暴力执法致非裔男子死亡事件，引发种族矛盾加剧。受上述因素等影响，特朗普民调支持率大幅下滑，博彩数据隐含的胜选概率由55%显著回落至42%。

2) 回溯历史，由于对两党支持不定，摇摆州选情往往决定美国大选最终结果。2016年大选中，特朗普获胜关键是赢得了4个选情胶着的摇摆州胜利。州层面最新民调数据显示，4月以来，特朗普支持率主要在摇摆州出现下滑，且幅度较大。

3) 美国摇摆州主要由传统制造业州、农业州及部分旅游州组成。由于产业结构相对落后、经济发展水平较差，摇摆州选民对经济形势十分关注。2016年大选中，特朗普在多个摇摆州中获胜，与提出“将制造业带回美国”等口号紧密相关。

4) 近20年来，美国、尤其是摇摆州中，白人占比不断下滑，非裔、拉丁裔等少数族裔人口占比大幅上升。受此影响，少数族裔对美国大选的影响越来越大。2016年，少数族裔投票率下滑、拖累希拉里摇摆州选情，是特朗普胜选的原因之一。

5) 5月以来，因“带病”、激进复工，佛罗里达州、亚利桑那州、内华达州等新增确诊病例不断刷新新高。随着疫情大幅反弹拖累复产持续放缓、导致失业潮难获有效改善等，上述摇摆州选情越发不利特朗普。

6) 随着非裔男子死亡事件点燃压抑已久的种族矛盾，少数族裔选民可能在2020年大选中更加积极参与投票，并支持民主党竞选人。回溯2012年大选，奥巴马在没有明显优势的情况下，通过反复宣传将力推使无证移民合法化的法案，最终吸引到摇摆州中大批少数族裔选民的支持，为胜选奠定坚实基础。

5、风险提示

美国疫情失控。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn