

## 固定收益研究/专题研究

2020年03月13日

**张继强** 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

**芦哲** 执业证书编号：S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

### 相关研究

- 1《固定收益研究：疫情的蝴蝶效应与欧美流动性危机》2020.03
- 2《固定收益研究：海外疫情对中国外需冲击有多大？》2020.03
- 3《固定收益研究：原油价格战的“危”与“机”》2020.03

# 初选已定，拜登获胜只是时间问题

## 美国大选深度追踪系列（二）

### 核心看点

根据民调预测，我们做出拜登和桑德斯后续选举的三种情况假设，发现无论是在对拜登获胜持有乐观、中立、消极的态度，拜登都将最终赢得民主党候选人席位，不过是时间问题。3月10日，华盛顿、密歇根州等六州进行党内初选，民主党释放代表人票 252 张，占全国总代表人票 8.8%，为继“超级星期二”之后选举较为集中的一天。从3月10日已披露情况来看，拜登支持率一路上涨，拜登与桑德斯支持者画像逐渐清晰，拜登获得黑人群体及低收入群体的主要支持，桑德斯在学生群体和拉丁裔族中受到广泛欢迎。在剩余七个代表人选票大州中，拜登都保持领先地位。

### 3月10日六州初选中拜登持续领先，桑德斯逐渐落后

美国时间3月10日，华盛顿、密歇根州在内得六州进行民主党候选人初选，桑德斯延续“超级星期二”中的败势。截至北京时间3月13日下午18时，除北达科他州尚未披露完全，华盛顿、密歇根州、密苏里州、爱达荷州及密西西比州已完全披露，根据目前投票结果，拜登赢得披露完全的五州。拜登与桑德斯之间的差距不断拉大，截至北京时间3月13日18时，已累计公布 1761 张党代表票，其中拜登获得 881 张党代表票，桑德斯获得 725 张党代表票，拜登领先桑德斯 156 票。

### 拜登和桑德斯支持者画像逐渐清晰，民调结构对选举预测存在结构性分化

拜登的主要支持者 为黑人、低收入群体，桑德斯主要支持者 为年轻选民、拉丁裔人。拜登与奥巴马亲密的关系是他很大的宣传优势，受到了黑人群体的广泛欢迎，黑人群体的支持在拜登目前取得的胜利中功不可没。桑德斯提出全民公共医疗、富人税及免除公立大学学费政策，得到了对贫富分化日益严重的社会现状强烈不满的年轻群体与背负巨大助学贷款压力的学生群体广泛支持。根据投票已结束州的选票情况以及之前的民调支持率，民调结构对选举预测存在结构性分化，所以在美国大选终选预测侧重于参考具体支持率，而两党初选侧重于参考支持率排名。

### 后续看点：拜登赢得候选人席位只是时间问题

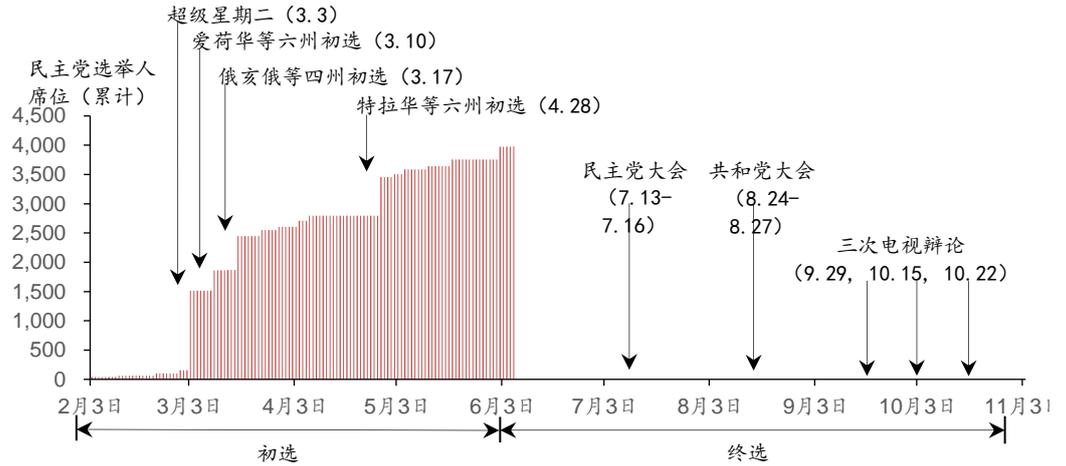
根据民调支持率数据及调整，我们做出了对拜登获胜态度乐观、中立、悲观三种情况下未来各州选票情况预测，得出三种情况下拜登都稳操胜券的结论，获胜只不过是时间问题。在乐观、中立、悲观态度下，拜登最快将在4月28日、5月19日、6月6日获得胜利。中立态度下，预测选票归属主要根据民调支持率综合测算。在对拜登乐观态度下，假定桑德斯3月17日选情较差，剩余各州受到形势影响，接下来的得票比例会比中立情况减少更多。在对拜登悲观情况下，假定拜登3月17日选情较差，那么剩余各州支持率也将下降，但测算结果是拜登依然会取得胜利。

风险提示：美国疫情扩大风险、候选人个人舆论风险、其他候选人退选。

## 初选现状

刚结束的3月10日六州初选为继“超级星期二”之后，释放代表人票较为集中的一天，决定352张民主党代表人票归属，占全国民主党代表人票8.8%。2月3日，美国爱荷华州举行初选投票，标志着新一届总统大选正式开始。美国总统大选分为初选和终选2个阶段：初选阶段（2月-6月）民主、共和两党分别选出各自党派唯一参选人进入终选阶段，终选阶段（6月-11月）直接选举总统。其中比较重要的节点有3月3日、3月10日、3月17日、4月28日，分别释放34.1%、8.8%、14.5%、16.7%民主党代表人票。

图表1：2020年美国大选重要时间节点

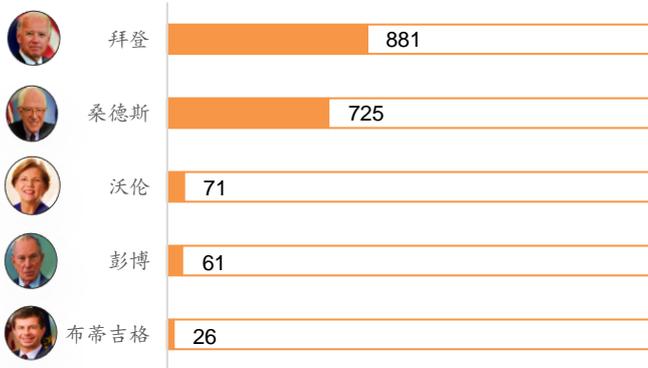


资料来源：wikipedia, 华泰证券研究所

## 拜登优势扩大，桑德斯逐渐落后

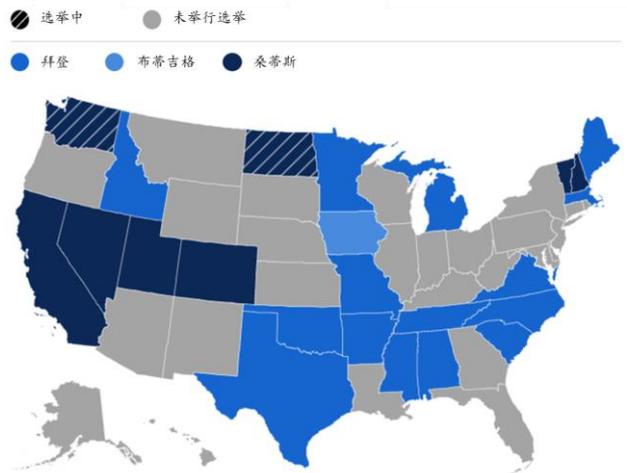
民主党初选形势逐渐明朗，拜登支持率持续走高。根据目前投票结果，拜登赢得几乎披露完全的四川，没有完全披露的两州两人不相伯仲。桑德斯四年前在密歇根州击败希拉里·克林顿，以微弱优势取胜，然而在这次的投票结果中，拜登在密歇根州获得了17%的领先优势。超级星期二中，拜登以566个党代表票领先，桑德斯501个紧跟其后，两人相差65票。在刚刚结束的3月10日六州初选中，拜登更是将领先扩大为156票。截至北京时间3月13日18时，在累计已公布的1764张党代表票，拜登获得881张党代表票，桑德斯获得725张党代表票，差距明显拉大。

图表2：截至3月13日各候选人得票情况



资料来源：RealClearPolitics, 华泰证券研究所

图表3：截至3月10日各候选人强势区域分布



资料来源：USAToday, 华泰证券研究所

图表4： 六州选举结果显示拜登几乎全胜

州名	党代表总票数	披露率	拜登	桑德斯
密苏里州	68	100.0%	40	24
密西西比州	36	100.0%	31	2
爱达荷州	20	100.0%	11	9
密歇根州	125	100.0%	72	52
华盛顿	89	87.2%	31	31
北达科他州	14	100.0%	8	6
总计	228	-	75	57

资料来源：USAToday，华泰证券研究所

## 拜登与桑德斯支持者画像逐渐清晰

### 拜登支持者：黑人、低收入群体

拜登身为前副总统与前总统奥巴马合作八年，交情深厚，因此在黑人群体中有着天然好感，并且拜登曾谴责“历史遗留的种族偏见问题”，这些成为拜登很大的宣传优势。南卡州职位最高的黑人民众党议员詹姆斯·斯利博公开宣布支持拜登。许多黑人也在激进的政治变革中吸取了严峻的历史教训，民权运动之后，黑人选民偏务实作风，对较为激进的桑德斯不甚支持。“超级星期二”中拜登的胜利，很大程度上是因为获得了南方各州黑人选民的支持，在阿拉巴马州和弗吉尼亚州，拜登获得了70%黑人选民的支持，在田纳西州和北卡罗来纳州，拜登获得了50%以上黑人选民支持。拜登和桑德斯都在维护工人权力方面提出主张，两者都主张把最低工资提高到15美元/小时，拜登则明确表示支持带薪休假、病假，这一吸引会低收入群体的注意，他们对收入变动的敏感性高，带薪休假将为其带来相对较高的幸福感提升。

图表5： 拜登与桑德斯主要政治观点对比

	拜登	桑德斯
<b>经济政策</b>		
财政	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.3万亿美元基建投资计划</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>投入2.5万亿美元建设1000万户经济适用房</li> <li>抑制将房屋用作投机性投资</li> </ul>
税收	<ul style="list-style-type: none"> <li>提高最高个人所得税税率从37%到39.6%，提高企业所得税税率从21%到28%</li> <li>对收入超过100万美元的人按照普通收入税率征收资本利得税，将最高收入阶层的税率提高到39.6%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>提高企业所得税率到35%，消除离岸税收优惠</li> <li>征收对股票0.5%、对债券0.1%、对衍生品0.005%的<b>金融交易税</b></li> <li>支持<b>财富税</b>，对财产超过3200万美元的家庭每年征收1%，对财产超过100亿美元家庭征收8%</li> <li>赞成中止家庭收入超25万美元的人的资本收益</li> </ul>
监管	<ul style="list-style-type: none"> <li>维护“多德-弗兰克”法案</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>加强对银行和证券交易的监督</li> <li>恢复格拉斯-斯蒂格尔法案</li> <li>严格审查大型企业并购</li> </ul>
<b>对外政策</b>		
外交	<ul style="list-style-type: none"> <li>支持深入改进美墨加各类条款</li> <li>支持巴以冲突的两国解决方案</li> <li>支持北美自由贸易协议</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>支持深入改进美墨加各类条款</li> <li>支持美国重返伊核协定</li> <li>支持巴以冲突的两国解决方案</li> <li>反对北美自由贸易协议及中美贸易协议</li> </ul>
贸易	<ul style="list-style-type: none"> <li>支持关税作为贸易争端施压手段</li> <li>不使用惩罚性关税</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>支持关税作为贸易争端施压手段</li> <li>使用惩罚性关税</li> </ul>
国防	<ul style="list-style-type: none"> <li>四年内将军队撤出阿富汗</li> <li>支持对也门、叙利亚等的军事干预</li> <li>反对削减年度军费预算</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>四年内将军队撤出阿富汗</li> <li>反对对也门、叙利亚等的军事干预</li> <li>支持削减年度军费预算，缩减美国军队规模，减少海外军事基地</li> </ul>

资料来源：www.joebiden.com，www.berniesanders.com，华泰证券研究所

### 桑德斯支持者：年轻选民、拉丁裔人

桑德斯提出的全民公共医疗、富人税虽然偏激一些，但迎合了年轻选民的需求，年轻选民多对现行制度下贫富差距日渐拉大、阶级固化感到不满。高等教育是完成阶级转化的重要途径，教育不公加剧了贫富分化，美国大学学费快速上涨，给学生带来沉重的助学贷款债务，学生桑德斯提出公立大学免费政策、免除1.6万亿美元学生贷款，得到了学生群体的强烈支持。民主党拉美裔选民年龄结构年轻，约一半拉丁裔选民年龄45岁以下，白人选民及黑人选民这一比例只有33%、29%。初选前桑德斯竞选团队在拉丁裔群体中投入大量资金，并靠拉丁裔拿下内华达州。

图表6：拜登与桑德斯传统问题观点对比

	拜登	桑德斯
<b>其他国内政策</b>		
教育	<ul style="list-style-type: none"> <li>社区大学应全面免费，反对营利性特许学校</li> <li>提高教师薪资</li> <li>将公立学校教育延长到14年级</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>全民公立大学免费</li> <li>免除现有的1.6万亿美元学生贷款</li> <li>设定教师最低起薪为6万美元</li> </ul>
福利	<ul style="list-style-type: none"> <li>保留和扩展奥巴马医改，<b>反对全民医保，但会扩大覆盖面</b>，与私人医保并存</li> <li>支持将药品价格与其他发达国家的较低价格挂钩</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主张<b>全民公共医疗保健</b>，取消私人医保</li> <li>主张降低昂贵药物成本，根据加拿大、日本和英国等国的成本设定药品价格</li> </ul>
环境	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>10年计划1.7万亿美元投资，2050年全美温室气体排放量为0</b></li> <li>全面暂停新的联邦化石燃料租赁，禁止能源公司在近海钻井</li> <li>征收碳排放税</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>“绿色新政（GND）”总投资16.3万亿美元，2050年前实现100%的清洁能源经济和净零排放</b></li> <li>取消对化石燃料企业的补贴，并对该行业征税</li> <li>实施政府法规以减少碳排放。</li> </ul>
移民	<b>打击非法入境，保留DACA，人道优先</b> （童年入境者暂缓遣返手续）	<b>支持给非法移民以公民身份，保留DACA</b>
<b>传统问题观点</b>		
控枪	<ul style="list-style-type: none"> <li>支持对持枪人进行背景调查</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>支持对持枪人进行背景调查</li> <li>禁止出售攻击性武器</li> </ul>
工人权力	<ul style="list-style-type: none"> <li>提高最低工资从7.25美元提高15美元/小时</li> <li>支持带薪休假和病假</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>维护美国工人、农民权益，要求公司给予员工育儿假，病假</li> <li>提高最低工资从7.25美元提高15美元/小时</li> </ul>
LGBT权力	<ul style="list-style-type: none"> <li>主张同性婚姻合法化</li> <li>支持变性人参军</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主张同性婚姻合法化</li> <li>支持变性人参军</li> </ul>
堕胎	<ul style="list-style-type: none"> <li>保障堕胎权利</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>保障堕胎权利</li> </ul>

资料来源：www.joebiden.com, www.berniesanders.com, 华泰证券研究所

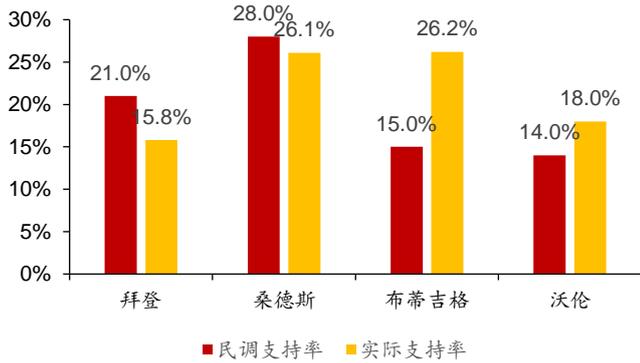
### 民调数据对选举预测存在结构性分化

民调数据对选情的预测主要表现在支持率具体值预测和支持率排名预测两个维度上。由于美国大选终选是“赢者通吃”模式，而两党初选是按照各州票数加总选出候选人，所以在美国大选终选预测侧重于参考具体支持率，而两党初选侧重于参考支持率排名。

本轮初选数据表明：对于党代表票较少的“小州”而言，民调数据对支持率具体值的预测较差且支持率排名预测较差；对于党代表票较多的“大州”而言，民调数据对支持率具体值的预测相对较好，但对支持率排名的预测依然存在较大波动。2月3日爱荷华州初选（仅34张选举人票，为“小州”），此前民调中不被看好的布蒂吉格超预期拿下该州。3月3日德州初选（228张选举人票，为“大州”），民调数据预测相对较准，但排名依然没有预测准；3月3日加州初选（416张选举人票，为“大州”），民调数据和排名预测都很准确。综合来看，全国民调数据支持率预测较差，但排名预测准确。

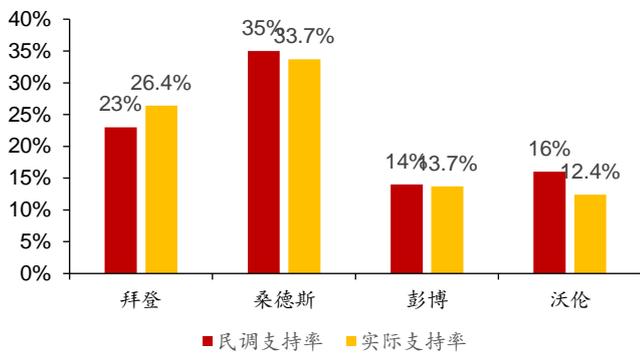
所以，初选阶段对于“小州”的预测不能主要参考民调数据预测，而应该基于候选人政策观点与选区内各类选民的政治偏好进行综合判断；对于“大州”的预测则可以侧重于使用民调数据进行预测。

图表7：2月3日爱荷华初选民调预测较差，且排名不准



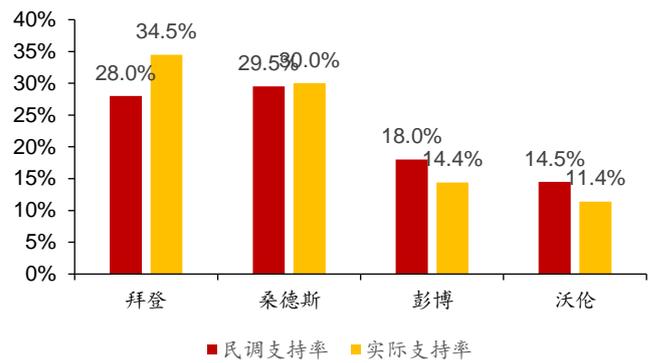
资料来源：RealClearPolitics, USAToday, 华泰证券研究所

图表9：3月3日加利福尼亚初选民调预测较好，排名准确



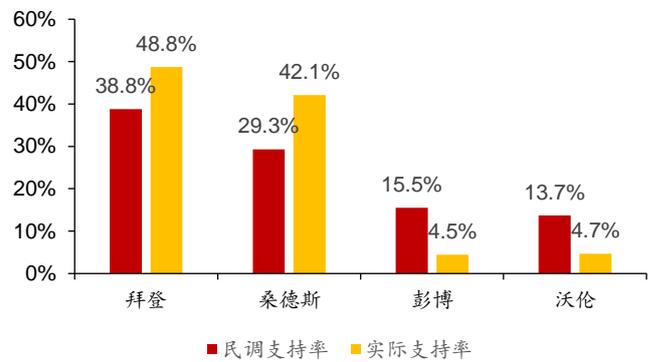
资料来源：RealClearPolitics, USAToday, 华泰证券研究所

图表8：3月3日德克萨斯初选民调预测较好，但排名依然不准



资料来源：RealClearPolitics, USAToday, 华泰证券研究所

图表10：3月3日全国民调预测较差，但排名准确



资料来源：RealClearPolitics, USAToday, 华泰证券研究所

## 后续看点

3月17日和4月28日都将分别有较多选举人票出现，拜登与桑德斯的竞争将十分激烈。进入5月后，民主党85%以上的选票出炉，届时拜登和桑德斯的胜负或将明晰。6月民主共和两党候选人大局已定，看点集中在两党候选人对总统宝座的最后冲击上。

图表11：民主党初选时间表

时间	民主党预选地区	代表数量	全国占比
2月3日	爱荷华	41	1.0%
2月11日	新罕布什尔	24	0.6%
2月22日	内华达	36	0.9%
2月29日	南卡罗莱纳	54	1.4%
<b>3月3日</b>	<b>“超级星期二”</b> ：阿拉巴马、美属萨摩亚岛、阿拉斯加、加利福尼亚、科罗拉多、缅因、马萨诸塞、明尼苏达、北卡罗莱纳、俄克拉荷马、田纳西、德克萨斯、犹他、佛蒙特、维吉尼亚、民主党海外部	<b>1357</b>	<b>34.1%</b>
<b>3月10日</b>	爱达荷、密歇根、密西西比、密苏里、华盛顿、北达科他	<b>352</b>	<b>8.8%</b>
3月14日	北马里亚纳	6	0.2%
<b>3月17日</b>	亚利桑那、佛罗里达、伊利诺伊、俄亥俄	<b>577</b>	<b>14.5%</b>
3月24日	乔治亚	105	2.6%
3月29日	波多黎各	51	1.3%
4月4日	路易斯安纳、阿拉斯加、夏威夷、怀俄明	107	2.7%
4月7日	威斯康辛	84	2.1%
<b>4月28日</b>	康涅狄格、特拉华、马里兰、纽约州、宾夕法尼亚、罗德岛	<b>663</b>	<b>16.7%</b>
5月2日	关岛、堪萨斯	46	1.2%
5月5日	印第安纳	82	2.1%
5月12日	内布拉斯加、西维吉尼亚	57	1.4%
5月19日	肯塔基、俄勒冈	115	2.9%
6月2日	华盛顿特区、蒙大纳、新泽西、新墨西哥、南达科他	215	5.4%
6月6日	维尔京群岛	7	0.2%

资料来源：Wikipedia，华泰证券研究所

3月10日后，超过100张民主党党代表票的有七个州。分别为3月17日进行投票的佛罗里达州、伊利诺伊州、俄亥俄州，有219、155、136张党代表票；3月24日进行投票的佐治亚州，有105张党代表票；4月28日进行投票的纽约州、宾夕法尼亚州，分别有274、186张党代表票，6月2日进行投票的新泽西州，有126张党代表票。

图表12：3月10日后剩余各州选票分布



资料来源：USAToday，华泰证券研究所

### 后续选情预测

根据民调支持率数据及调整，我们给出对拜登获胜形势乐观、中立、悲观三种情况下未来各州选票情况预测，得出三种情况下拜登都稳操胜券的结论，获胜只不过是时间问题。选票 60 张以上的州按照民调结果分配拜登和桑德斯得票数，民调数据来源为 RealClearPolitics 等。选票 60 张以下的州按照 FiveThirtyEight 公布的预测结果分配权重。但由于其他候选人退选等原因，同时考虑到支持桑德斯的候选人群体相对明确，中间选民支持激进派候选人概率很低，以及退选候选人一致支持拜登，所以我们认为乐观情况下这些退选候选人选票应当归给拜登。中性情况下拜登支持率在乐观基础上下调 10%，悲观情况下再下调 10%。在乐观情况下（概率较大），拜登最快将在 4 月 28 日累计取得 1991 张党代表票赢得党内初选；中性情况下（概率较大），拜登将在 5 月 12 日胜选；悲观情况下（概率较小），拜登不会晚于 6 月 2 日拿到党内提名。中性情形下，预测选票归属主要根据民调支持率综合测算。乐观情形下，假定桑德斯 3 月 17 日选情较差，剩余各州受到形势影响，接下来的得票比例会比中立情况减少更多。悲观情形下，假定拜登 3 月 17 日选情较差，那么剩余各州支持率也将下降，但测算结果依然是拜登会取得胜利。

图表13： 3月10日后剩余各州选举结果预测

		乐观累计情况		中性累计情况		悲观累计情况	
		拜登	桑德斯	拜登	桑德斯	拜登	桑德斯
3月14日	北马里亚纳	867	713	867	713	864	710
3月17日	亚利桑那	923	725	917	730	908	733
	佛罗里达	1,102	765	1,078	788	1,051	809
	伊利诺伊	1,222	799	1,187	834	1,148	867
	俄亥俄	1,322	836	1,276	881	1,227	924
3月24日	佐治亚	1,412	851	1,357	905	1,300	956
3月29日	波多黎各	1,440	874	1,382	931	1,322	985
4月4日	路易斯安纳	1,477	891	1,415	952	1,351	1,010
	阿拉斯加	1,484	898	1,422	960	1,358	1,018
	夏威夷	1,497	910	1,433	973	1,367	1,033
	怀俄明	1,503	917	1,439	981	1,373	1,041
4月7日	威斯康辛	1,544	960	1,476	1,028	1,406	1,092
4月28日	康涅狄格	1,593	972	1,520	1,044	1,445	1,113
	特拉华	1,613	973	1,538	1,047	1,460	1,119
	马里兰	1,687	995	1,605	1,076	1,520	1,155
	纽约州	1,892	1,063	1,790	1,165	1,684	1,265
	宾夕法尼亚	2,026	1,115	1,910	1,231	1,791	1,344
	罗德岛	2,038	1,128	1,920	1,245	1,800	1,359

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_6540](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6540)

