

【宏观专题】

美国大选的血液——竞选资金分析&2020 美国大选·系列三

❖ 谁能为竞选花钱？

美国竞选资金的监管经历了由“松”到“紧”再到“松”的过程，监管收紧依赖于竞选法律的颁布，监管放松则主要依赖于司法判例对法律条文的否定。

1883年《彭德尔顿法》禁止了联邦官员的政治捐款；20世纪前中期的一系列法律禁止了公司和工会的政治捐款和独立支出、要求公开资金信息、设定竞选开支上限和确保了联邦政府的中立性。“联邦竞选法 1974 年修正案”是美国现行竞选资金监管体系的基石，限定了政治捐款限额，而 1979 年修正案则导致了竞选中“软钱”的兴起；2002 年《两党竞选改革法案》限制了软钱，提高了政治捐款限额；三大司法判决案以后，美国对竞选资金的严格监管又一次被放松：对独立支出团体的捐款限额被取消，超级 PAC 开始登台，个人捐款总额限额被取消，拉大了不同收入群体的政治影响力差异。

❖ 谁在为竞选花钱？钱花在了哪里？

候选人的竞选资金可分为直接竞选资金和间接竞选资金。**直接资金是指可以由候选人支配的竞选资金**，来自个人、PAC、政党委员会对候选人的政治捐款，以及候选人自筹资金是主要来源。**间接资金是不受候选人直接支配的资金**，是个人和团体筹集的用于影响竞选活动的资金，主要是超级 PAC 的独立支出。

竞选资金支出分为两部分，一是**候选人及其团队的支出**，二是**个人和团体组织的外来支出**。候选人及其团队的支出中，最主要的支出是以广告为主的大众传媒支出，占比约 60%。外来支出中最主要的是独立支出，占比达 98%。

❖ 美国大选究竟要花多少钱？

美国每个联邦选举周期的支出均达数十亿美元，国会选举支出大于总统选举；国会选举支出呈逐年大幅上升趋势，总统选举支出从 2008 年以后略有下降。

总统大选支出中，直接资金的占比整体呈上升趋势，2016 年占比达到 64%，其主要来源于个人政治捐款，占比估计达 95%，一定程度上表明在美国总统大选中，竞选资金的筹集使用更加透明化和规范化。

❖ 特朗普和拜登的竞选资金分析

特朗普筹集的直接竞选资金高于拜登，但是支持特朗普的间接竞选资金要少于支持拜登的间接竞选资金，**特朗普加总的资金略高于拜登**。

特朗普相对更受小额捐款者的支持，小额捐款在特朗普筹资中的占比为 64%，在拜登筹资中的占比为 58.1%。对比 2016 年，拜登面临的选情比希拉里更好。

美国中部和南部的民众普遍更支持特朗普。加州、德州、佛罗里达州和纽约州都是特朗普和拜登筹款额（直接竞选资金）中占比最大的四个州，**四州捐款额合计占比约 40%**。佛罗里达是重要的摇摆大州，从捐款额综合来看，**拜登在佛罗里达州的支持率远不及特朗普**。

捐款者主要来自意识形态、金融/保险/地产、工商业、健康、通讯/电子等部门；劳工、通讯/电子、律师/游说者、意识形态、金融/保险/地产等部门和行业更加支持拜登，农业、交通、建筑、能源/自然资源等部门更加支持特朗普。

支持拜登的超级 PAC 的吸金能力要远超支持特朗普的超级 PAC，前者的筹资额比后者要高约 5800 万美元。

特朗普和拜登各自的竞选团队支出已经达到直接竞选资金筹资额的 70% 左右，竞选资金支出进度大致相当。广告媒体费用是最大的支出项，占总支出的比重为 55%-60%。在特朗普的广告媒体支出中，网络媒体费用 1.58 亿美元，占广告媒体费用的 89.3%，而拜登的网络媒体支出为 8273 万美元，占广告媒体费用的 67.3%，拜登对网络媒体方面的宣传不够重视，而使用网络媒体最多的是年轻一代，宣传力度不足可能会拖累拜登在年轻选民群体中的支持率。

❖ 风险提示：数据统计口径存在差异。

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500918

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

相关研究报告

《【华创宏观】资产的大选效应真的存在吗？——2020 美国大选·系列一》

2020-08-06

《【华创宏观】中美关系的一致预期在哪？——基于 300 位基金经理调研&2020 美国大选·系列二》

2020-08-13

《【华创宏观】周期股从涨到赢，号角正当时——从宏观利润分配角度看周期边界》

2020-08-24

《【华创宏观】个人黄金投资万字教程：从 0 到入门——大类资产配置框架系列八》

2020-08-28

《【华创宏观】从 LIBOR 到 SOFR：美元国际基准利率转换背后的二三事——全球利率图谱·系列一》

2020-09-14

报告主题

报告亮点

概括地阐述了美国竞选资金体系的演变历史及现状,并从金额划分、部门行业、地域分布和支出结构等视角对特朗普和拜登的竞选资金收支情况进行了分析。

报告逻辑

按照“谁能为竞选花钱”——“谁在为竞选花钱”——“钱花在了哪里”的逻辑顺序,先阐述美国的竞选资金监管体系的演变及现状,然后从竞选资金捐赠主体和支出内容两个视角,刻画美国竞选资金的收支情况。最后对特朗普和拜登的竞选资金收支情况进行了分金额、部门行业、地域分布和支出结构的分析。

目录

一、谁能为竞选花钱？	6
（一）禁止联邦官员的政治捐款	7
（二）禁止公司和工会的政治捐款和独立支出、公开资金信息和设定竞选开支上限	7
（三）限定政治捐款限额、“软钱”兴起	8
（四）限制“软钱”、提高政治捐款限额	9
（五）放松独立支出和个人捐款总额限制、超级 PAC 登台	10
二、谁在为竞选花钱？钱花在了哪里？	10
（一）竞选资金的来源	10
（二）竞选资金的支出	14
三、美国大选究竟要花多少钱？	14
（一）总支出多少？	15
（二）总支出中有多少来自直接竞选资金？	15
四、2020 年特朗普和拜登的竞选资金分析	16
（一）谁筹集的资金最多？	16
（二）谁的小额支持者更多？	17
（三）捐款金额的地域分布有无差异？	18
（四）哪些部门和行业在捐款？	19
（五）特朗普和拜登背后的超级 PAC	20
（六）资金都花在了哪些地方？	21

图表目录

图表 1	名词概念解释.....	6
图表 2	1971 年联邦竞选法的主要内容.....	8
图表 3	1974 年联邦竞选法修正案的主要内容.....	8
图表 4	联邦竞选法 1976 修正案对政治捐款的限额规定.....	8
图表 5	美国“软钱”募资，分党派.....	9
图表 6	美国“软钱”募资，分捐赠者类型.....	9
图表 7	2002 年两党竞选改革法案的主要内容.....	9
图表 8	2019-2020 年度政治捐款限额.....	11
图表 9	总统竞选基金支出在 2000 年后开始下降.....	12
图表 10	超级 PAC 的筹资和总支出额.....	13
图表 11	501(c)组织总支出，分组织类型.....	13
图表 12	501(c)组织总支出，分政治倾向.....	13
图表 13	2010 年后，外来支出大幅增长，独立支出占比大幅提升.....	14
图表 14	美国联邦选举总支出.....	15
图表 15	总统竞选总支出与直接竞选资金支出.....	16
图表 16	直接竞选资金主要来自于个人的政治捐款.....	16
图表 17	2020 年特朗普与拜登的竞选资金总额.....	17
图表 18	2020 年特朗普与希拉里的竞选资金总额.....	17
图表 19	2020 年特朗普与拜登的直接竞选资金构成.....	17
图表 20	2016 年特朗普与希拉里的直接竞选资金构成.....	17
图表 21	特朗普和拜登的小额捐款占比.....	18
图表 22	特朗普和希拉里的小额捐款占比.....	18
图表 23	2020 年大选特朗普的竞选资金支持者分布.....	18
图表 24	2020 年大选拜登的竞选资金支持者分布.....	18
图表 25	2016 年大选特朗普的竞选资金支持者分布.....	19
图表 26	2016 年大选希拉里的竞选资金支持者分布.....	19
图表 27	捐款前四大的州，分金额.....	19
图表 28	捐款前四大的州，分占比.....	19
图表 29	捐款者的部门分布，金额.....	20
图表 30	捐款者的部门分布，相对占比.....	20
图表 31	捐款者的行业分布，金额.....	20
图表 32	捐款者的行业分布，相对占比.....	20

图表 33 特朗普和拜登背后的超级 PAC.....	21
图表 34 拜登竞选支出分类.....	22
图表 35 特朗普竞选支出分类.....	22

前言：

当下美国的联邦选举已不仅仅是一场民意之争，也是一场金钱之争。半个世纪以来，美国的选举支出越来越大，政治献金和竞选经费已经成为候选人竞选成功与否的重要影响因素，竞选资金的监管也一直是社会关注的焦点，正如1966年美国前加州财长杰西所言，“金钱是政治的母乳”。那么在美国，谁能为竞选花钱、当下谁在为竞选花钱、竞选资金花在了哪里？2020年大选特朗普和拜登的竞选资金有何不同？本文将依次解答上述问题，力求为读者呈现美国竞选资金体系的全貌。

一、谁能为竞选花钱？

“谁能为竞选花钱”的问题实际上可以分成两部分看：1）哪些主体可以为候选人捐款而哪些主体不可以；2）就算可以捐款，有没有限额的限制。要搞清楚这两个问题，就需要从美国竞选资金监管体系的历史演变说起。在此之前，首先需要了解三组名词的概念（图表1），一是直接竞选资金和间接竞选资金，二是硬钱和软钱，三是独立支出和PAC，理解了这三组名词概念的演变，基本上就了解了美国竞选资金体系的变迁和当下概况。

图表1 名词概念解释

名词	含义
直接竞选资金	是指可以由候选人支配的竞选资金，主要包括个人、PAC、政党委员会对候选人的政治捐款，候选人自筹资金，银行贷款和总统竞选基金。
间接竞选资金	是指独立于候选人的、用于影响竞选活动的资金，简单理解就是不受候选人支配的竞选资金。间接竞选资金不受候选人的支配，资金的使用不能与候选人的竞选活动相协调。间接竞选资金不受联邦竞选委员会的限额监管，主要有三大来源：个人和超级PAC的独立支出、527组织支出、501(c)组织支出。
硬钱	是指个人、PAC、政党委员会对候选人的政治捐款，此类捐款有限额限制且受到联邦竞选委员会的监管。
软钱	“软钱”最开始是指个人、企业或工会等捐献给政党的用于基层党建（比如拉动选民投票）和议题广告的资金，该资金不得用于支持特定候选人的竞选活动，也不能由候选人直接支配。2002年《两党竞选改革法案》禁止向政党全国委员会捐“软钱”后，“软钱”就泛指不受联邦竞选委员会限额监管的资金，也就是间接竞选资金。
独立支出	是指用于明确表达希望某一特定候选人胜选或败选的支出，并且该支出没有和候选人及其授权委员会、政党委员会及其代理人进行协商咨询。
政治行动委员会（PAC）	政治行动委员会是接受资金捐赠并将之用于竞选投票和立法倡议等活动的527组织。PAC分为两类，一类是SSFs（Separate Segregated Funds），是指由公司或劳工组织建立、管理或资助的政治委员会。另一类是非连接PACs（Nonconnected Committees），是指从事竞选活动的但又不是政党委员会、授权委员会或SSFs的政治委员会，非连接PAC可以分为超级PAC、领袖PAC、混合PAC、其他PAC，除了超级PAC和混合PAC可以接受无限制的资助和进行无限制的独立支出外，其他PAC的筹资和捐款支出都有额度限制。
超级PAC	超级PAC，即独立支出政治行动委员会，是指可以在竞选活动中进行无限制的独立支出的PAC，其可以无限制地从个人、公司和其他团体组织处接受捐款和资助。
501(c)组织	501(c)组织是可以免联邦所得税的非盈利组织（联邦税法第501(c)款）。其中可参与政治活动的主要有三类：501(c)4社会福利组织，比如公民联盟、全国步枪协会等；501(c)5劳工、农业和园艺组织，比如美国劳联-产联；501(c)6商业联盟、商业协会和房地产联盟等组织，比如美国商会。501(c)组织可以不公开捐款者的信息。因此捐给501(c)组织的资金也被成为“黑钱”。
527组织	“527”组织是以影响公职人员的提名、选举和任命为目标的政治组织，其捐赠所得、会员费等收入享有免税的待遇（联邦税法第527款）。20世纪90年代中期后，“527组织”特指依据《联邦税法》第527款成立、以影响联邦选举为主要目标的非政党、非政治行动委员会的政治组织。

资料来源：FEC，Center for Responsive Politics，华创证券

回头再看竞选资金监管体系，其演变史也是美国民主政治与金钱政治相互博弈的历史。美国金钱政治的起源最早可

追溯至 19 世纪前中期,与之对应,竞选资金监管体系的构建和调整也历经了一个半世纪。美国金钱政治“屡禁不止、大行其道”的原因可能有三:第一,全民普选的竞争式的选举,叠加大众信息传播媒介的发展普及,政治宣传成为必要。第二,美国有政党分肥制度的渊源。第三,法律监管存在漏洞,利益集团政治俘获倾向明显。

整体上看,美国竞选资金的监管经历了由“松”到“紧”再到“松”的过程,监管的收紧依赖于竞选法律的颁布,而监管的放松则主要依赖于司法判例对法律条文的否定。

(一) 禁止联邦官员的政治捐款

在美国,最早被人们所关注的金钱与政治的结合案例要追溯到 1828 年的总统大选。1828 年,安德鲁·杰克逊在总统大选中广泛动员民众,成立政治团体在各地宣传政见,最后成功当选。杰克逊的竞选让大规模的普通民众接触到选举,此后民主政治越来越普及。但 1828 年大选也拉开了竞选花费巨额资金的先河,同时也是美国政党分肥制度的源头。1828 年大选以后,金钱在竞选中扮演的角色越发重要,美国开始对竞选资金的筹集尝试性地进行规范。1883 年国会通过《彭德尔顿法案(the pendleton civil service act)》,规定政府官员实行绩效制度,不得进行政治捐款。

19 世纪末 20 世纪初,随着资本主义的发展,大企业和银行逐渐成为政治献金的主体。1896 年,马克·汉纳出于维护大资本家利益和党派身份的考虑,在威廉·麦金利的竞选中投入了巨额资金,用 10 万美金帮助麦金利竞选党内总统提名人,在大选阶段,个人为麦金利筹资 300 万美元。汉纳对麦金利的助选,被认为是美国金钱政治的起源。

(二) 禁止公司和工会的政治捐款和独立支出、公开资金信息和设定竞选开支上限

在进步主义思潮的影响下,大公司和银行等利益集团通过政治献金收买政客的现象引起了美国社会的广泛重视。1905 年,西奥多·罗斯福在国情咨文中号召国会立法来强制公开竞选资金的收支情况。1907 年,国会通过《提尔曼法案(Tillman act)》,禁止公司和全国性银行向总统、副总统和国会议员选举提供政治捐款。美国第一次以立法形式明确禁止公司和银行利益集团向联邦选举进行政治捐款。

1910 年通过的《联邦反腐败行为法(federal corrupt practice act)》规定,众议员选举必须公开竞选开支。1911 年该法案的修正案规定参议员也必须公开竞选开支,并对国会议员的竞选开支作了限制¹。这是第一个涉及公开竞选资金开支和规定竞选资金上限的法律。但竞选资金开支的限制在 1921 年“纽贝里诉美国”一案中被最高法院推翻,这是美国司法判例第一次对竞选资金监管产生重要影响。1925 年通过的《联邦反腐败行为法 1925 年修正案》规定,向联邦国会候选人提供政治捐款的团体组织必须公开捐款 100 美元以上的捐赠者的姓名及住址,并且再次对竞选开支作了限制(参议员不超过 2.5 万美元)。但由于没有监管机构和惩罚机制,上述法律的执行效果不佳。

罗斯福时期,美国联邦政府权力大增,为了削弱联邦政府对选举的影响力,保证其中立性,1939 年《哈奇法(the hatch act)》规定,联邦官员不得参与政治活动,联邦政府不得利用工作承诺、经济援助和合同等利益影响政治捐款和竞选,该法案保障了联邦政府在竞选中的中立性。

1943 年通过的《史密斯-康奈利法(the Smith-Connally act)》规定,禁止工会向联邦选举进行政治捐款。这也促成了政治行动委员会(PAC)的诞生,工会可以通过设立 PAC 来躲避监管。1943 年美国产业工会成立了美国第一个 PAC——产业工会 PAC,但 PAC 是在 20 世纪 70 年代以后才普遍兴起。1947 年,美国通过《劳资关系法(the taft-hartley act of 1947)》,美国宪法专家弗洛伊德·艾布拉姆斯认为,该法“是第一个禁止工会和公司为支持或反对联邦候选人而进行独立支出的法律”。

美国在 20 世纪初至 20 世纪 70 年代形成了非常重要的竞选资金监管思想,比如禁止公司和工会对联邦选举进行政治捐款和独立支出,平衡联邦政府对选举的影响力,公开竞选收支信息和设定开支上限等,上述监管思想和法案是后续竞选资金监管体系完全成型的基础。

¹ 众议员不超过 5000 美元,参议员不超过 1 万美元或各州规定限额。

（三）限定政治捐款限额、“软钱”兴起

随着电视等新兴传播媒介的兴起和初选制度的广泛普及，竞选活动的资金成本进一步提高。利益集团也在绕过监管加大对联邦选举的资金资助，美国社会对金钱政治的担忧再起。**1971年，国会通过《联邦竞选法》，对竞选资金的筹集、开支限额和用途、信息公开等进行了全面规范（图表2），这标志着美国竞选资金监管体系的基本成型。**

图表 2 1971 年联邦竞选法的主要内容

领域	1971 年联邦竞选法规定
公共财政资助竞选	设立公共资金，资助符合资格的候选人；
竞选开支限制	限制候选人自费竞选的金额（总统限定 5 万美元，参议员限定 3.5 万美元，众议员限定 2.5 万美元）；
竞选资金用途限制	对媒体广告费用作出明确限制（媒体费用总支出不得超过 5 万美元，收音机和电视花费要少于媒体费用的 60%）；
竞选资金信息公开	公开选举经费，竞选机构每季度提交一次竞选资金筹集和支出的披露报告；
PAC 法律地位	在法律上肯定了 PAC 的合法地位。

资料来源：FEC，董思遥，《美国联邦选举经费制度研究》[D]，华中师范大学硕士论文，2019 年，华创证券

遗憾的是，联邦竞选法并没有设立统一的监管机构，执行效果不好。在尼克松水门事件的催发下，1974 年国会对联邦竞选法进行了第一次修正。**1974 修正案设立了总统竞选基金，第一次对政治捐款进行限额监管，设立联邦竞选委员会（FEC）负责监管竞选财务事宜，并要求 PAC 公开资金来源（图表 3）。**

联邦竞选法 1974 年修正案是美国现行的竞选资金监管体系的基石，但其中关于竞选支出限制的条款在 1976 年“巴克利诉瓦里奥”一案中被推翻，最高法院以违反宪法第一修正案中的言论自由条款为由，推翻了候选人竞选开支的限制。国会对联邦竞选法进行了第二次修正，1976 年修正案规定：不接受公共基金补助的候选人的竞选经费不受限制，个人和团体的独立支出不受限制。此外，修正案进一步规范了政治捐款的限额。

图表 3 1974 年联邦竞选法修正案的主要内容

领域	1974 年联邦竞选法修正案规定
公共财政资助竞选	建立公共竞选基金体系，对同意放弃政治献金并接受竞选开支限制的候选人提供一定的竞选补助；
竞选开支限制	限制候选人的选举总开支；个人独立支出不超过 1000 美元；
政治捐款限额	限制支持者的单一捐款金额和捐款总额，超过 100 美元的捐款不得以现金进行；
监管机构	建立联邦选举委员会（Federal Election Commission, FEC）监管竞选财务事宜，每位候选人设立一个公共账户来接受政治捐款，选举年每季度报送财务报表，非选举年一年报送一次；
竞选资金信息公开	政治行动委员会必须对捐款和支出进行详细记录，每笔超过 250 美元的捐献都需要公开来源；

资料来源：FEC，董思遥，《美国联邦选举经费制度研究》，华中师范大学硕士论文，2019 年，华创证券

图表 4 联邦竞选法 1976 修正案对政治捐款的限额规定

捐赠者 \ 捐赠对象	候选人 (初选+大选)	政党全国委员会 (每年)	PAC (每年)	最高限额 (每年)
个人	1000 美元	2000 美元	5000 美元	25000 美元
PAC	5000 美元	15000 美元	5000 美元	无限制

资料来源：张立平《美国政党与选举政治》，中国社会科学出版社，2002 年，华创证券

为了提高政党在选举中的作用，1979 年《联邦竞选法》进行了第三次修正。**1979 年修正案允许政党接受和使用“软钱”，直接导致了竞选中“软钱”的兴起。**“软钱”不受竞选法律的限制，富豪、企业和团体组织以党建的名义向政党捐款以支持竞选。“软钱”使政党对金主的依赖增大，影响了政党的独立性。在实际运用中，“软钱”被大量用于“议题支持广告”支出——未明确表示对候选人的支持或反对但通过宣传政治议题的方式来表达政见的广告，以间接达到助选的目的。

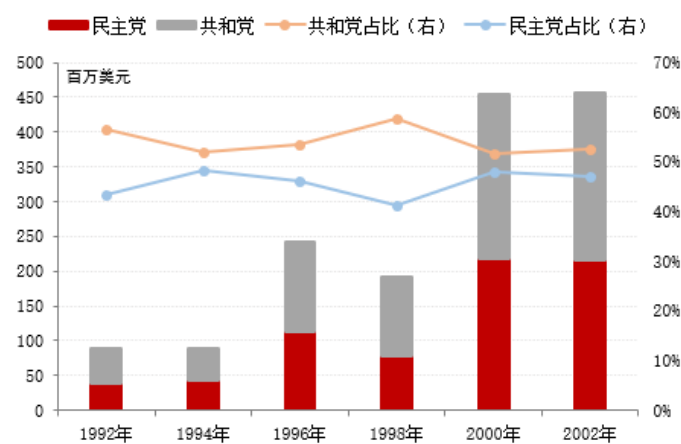
（四）限制“软钱”、提高政治捐款限额

《两党竞选改革法案》是 21 世纪以来，美国竞选资金监管体系的第一次大调整和完善。“软钱”出现后，两党募集的软钱迅速攀升，2000 年大选，两党软钱总共募集了 4.57 亿美元的软钱。**2001 年安然事件直接推动了美国国会限制“软钱”的立法**，在破产清查中发现安然公司曾向两党提供了数百万的软钱捐赠以影响政策制定。

2002 年，《两党竞选改革法案》在国会获得通过，该法案以 1990 年最高法院“奥斯丁诉密歇根商会”案的司法判例为基础，对竞选中“软钱”进行限制，并提高政治捐款的限额，还禁止企业和工会等在竞选宣传中传播议题广告。

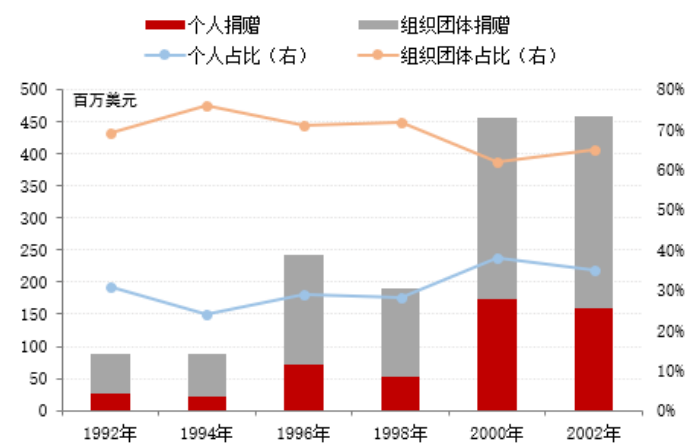
虽然《两党竞选改革法案》禁止政党筹集软钱，限制了软钱的泛滥，但并没有杜绝软钱在美国竞选中的使用。个人和利益集团开始通过 527 组织来规避政党不能接受“软钱”的监管措施。527 组织的支出不受联邦选举委员会的监管，可以自由地向社会募集用于影响选举的资金，通过“议题支持”和“草根运动”的方式来影响选举，达到类似软钱支出的效果。2004 年，除转移给政党委员会和 PAC 的支出外，527 组织的总支出约为 4.53 亿美元，与 2002 年两党筹集的软钱相差无几，到 2016 年总支出已达到 19.4 亿美元。

图表 5 美国“软钱”募资，分党派



资料来源：Center for Responsive Politics，华创证券

图表 6 美国“软钱”募资，分捐赠者类型



资料来源：Center for Responsive Politics，华创证券

图表 7 2002 年两党竞选改革法案的主要内容

领域	2002 年两党竞选改革法案的规定
软钱	禁止向政党全国委员会捐献“软钱”；
政治捐款限额	提高政治捐款的捐献额度，个人捐款总额限制可以根据通货膨胀情况每两年进行一次调整；
竞选宣传	禁止企业、工会以及其他非盈利性团体在初选前 30 天或大选前 60 天内资助任何与竞选有关的、或变相诋毁候选人的“议题广告”；
竞选资金来源	通过“百万富翁修正条款”，利用公共资金竞选的候选人与自我筹资的候选人展开竞争时，弱势一方接受政党委员会的捐助金额不受限制。

资料来源：FEC，董思遥，《美国联邦选举经费制度研究》，华中师范大学硕士论文，2019 年，华创证券

（五）放松独立支出和个人捐款总额限制、超级 PAC 登台

三大司法判决案以后，美国在《两党竞选改革方案》以后形成的对竞选资金的严格监管又一次被放松，金钱政治卷土重来，联邦选举对竞选资金的依赖越来越大，富人的政治影响力越来越大，普通人的影响力日渐缩小。

2010 年，“联合公民诉联邦选举委员会”的判例取消了两党竞选改革法案中关于议题广告的限制。在此案中，最高法院判联合公民胜诉，取消了两党选举改革法案中关于议题广告的限制。这意味着在后联合公民案时期，企业和工会可以无限制地使用自有资金进行和联邦选举相关的独立开支。此案也促使了 501(c)组织的兴起。大公司为了保护其在消费者心目中的企业形象，通过 501(c)组织来进行竞选资助，501(c)组织可以接受无限制的捐款并且不用披露捐赠资金的来源。

2010 年，“Speech Now 诉 FEC”的判例取消了对独立支出团体的捐款限额，超级 PAC 开始登台。该案的判决结果为：不限制对只进行独立支出的团体的政治捐款。如此，个人与企业等利益集团向独立运作的 PAC 进行捐款的上限被取消，超级 PAC 开始登上竞选舞台。美国前驻华大使洪博培曾在英国《金融时报》上撰文称，超级 PAC 是裙带资本主义的最新表现，“最有人脉的人试图将政治优势永久化”。

2014 年，“麦卡琴和共和党全国委员会诉联邦选举委员会”的判例取消了个人政治捐款的总额限制。1974 年联邦竞选法修正案设定了个人政治捐款限额，2002 年两党竞选改革法案提高了捐款限额的上限，但个人政治捐款的总额仍然受到限制。该司法案判决后，理论上，个人可以向所有的候选人、PAC 和政党委员会捐款以扩大对竞选的资助和影响。该判例让候选人可以筹集的政治捐款规模迅速扩大，同时也拉大了不同收入群体的政治影响力差异。

二、谁在为竞选花钱？钱花在了哪里？

（一）竞选资金的来源

按照资金使用限制，美国联邦候选人的竞选资金可分为两个部分，直接竞选资金和间接竞选资金。直接竞选资金是指可以由候选人支配的竞选资金；间接竞选资金是不受候选人支配的资金，是个人和团体组织筹集的用于影响竞选活动的资金，间接竞选资金的使用不能与候选人的竞选活动相协调。

1、直接竞选资金来源

候选人可自由支配的直接资金主要有六大来源：来自个人、PAC、政党委员会对候选人的政治捐款，候选人自筹资金，银行贷款和总统竞选基金。除候选人自筹资金和银行贷款以外，FEC 对政治捐款和总统竞选资金均有额度限制。额度限制并非一成不变，FEC 会在每个选举周期根据生活成本和投票人口数对上限额度进行动态调整。

图表 8 2019-2020 年度政治捐款限额

捐款者	捐款对象				
	候选人	PAC	政党州/地方委员会	政党全国委员会	政党全国委员会账户
个人	2800 美元 (每次选举)	5000 美元 (每年)	10000 美元 (加总, 每年)	35500 美元 (每年)	106500 美元 (每个账户, 每年)
政党全国委员会	5000 美元 (加总, 每次选举)	5000 美元 (汇总, 每年)	不受限制		-
政党州及地方委员会	5000 美元 (每次选举)	5000 美元 (每年)			-
PAC Multicandidate	5000 美元 (每次选举)	5000 美元 (每年)	5000 美元 (每年)	15000 美元 (每年)	45000 美元 (每个账户, 每年)
PAC Nonmulticandidate	2800 美元 (每次选举)	5000 美元 (每年)	10000 美元 (每年)	35500 美元 (每年)	106500 美元 (每个账户, 每年)

资料来源: FEC, 华创证券

注 1: 政党全国委员会账户原为“additional national party committee accounts”, 主要用于接受向政党全国提名大会以及政党总部建设提供的捐款。

注 2: PAC Multicandidate 是指登记超过 6 个月、收到超过 50 个捐款者的捐款、向 5 位以上的联邦候选人提供政治捐款的 PAC。

(1) 个人政治捐款

只要是成年公民即可进行政治捐款, 个人既可以直接向竞选委员会(由候选人授权成立, 用于接受政治捐款)捐款, 也可以向政党委员会和 PAC 捐款, 再由其捐款给竞选委员会。个人政治捐款有单一额度限制, 但没有总额限制。在 2019-2020 选举年度中, 每人最多可向总统候选人捐款 5600 美元, 初选期间捐 2800 美元, 大选期间捐 2800 美元; 每年最多向 PAC 提供 5000 美元的捐款, 每年向州和地方政党委员会的捐款合计不得超过 1 万美元, 每年向政党全国委员会捐款不得超过 3.55 万美元, 每年向单个政党全国委员会账户捐款不得超过 10.65 万美元。

(2) 政党委员会政治捐款

此处的捐款是指政党委员会直接向竞选委员会提供的政治捐款。政党全国委员会、州及地方的政党委员会都可以向候选人提供政治捐款。政党委员会向竞选委员会和 PAC 的捐款限额均为 5000 美元, 政党委员会内部转移资金不受限制。

(3) PAC 政治捐款

超级 PAC 只能进行独立支出, 所以此处是指除超级 PAC 以外的 PAC。在捐款限额中, PAC 被分为多候选人 PAC²和非多候选人 PAC。非多候选人 PAC 的各项捐款限额与个人捐款限额一致, 多候选人 PAC 在每次选举中可向候选人委员会捐款 5000 美元, 每年向政党州及地方委员会的捐款限额为 5000 美元, 向政党全国委员会的捐款限额为 1.5 万美元, 向单个政党全国委员会账户的捐款限额为 4.5 万美元。

(4) 竞选人自筹资金

² 多候选人 PAC (PAC Multicandidate) 是指登记超过 6 个月、收到超过 50 个捐款者的捐款、向 5 位以上的联邦候选人提供政治捐款的 PAC。

候选人可以自筹资金进行竞选，在不接受总统竞选基金补助的情况下，自筹资金没有额度限制，这一规定对富豪很有利。在 2016 年大选中，特朗普自筹资金约 6614 万美元，占其选举经费的 20% 左右。在 2020 年大选中，彭博创始人布隆伯格参加民主党初选，自筹资金 10.87 亿美元，占其选举经费的 99.36%，加州亿万富豪汤姆·斯泰尔参加共和党初选，自筹资金 3.42 亿美元，占其选举经费的 99%。

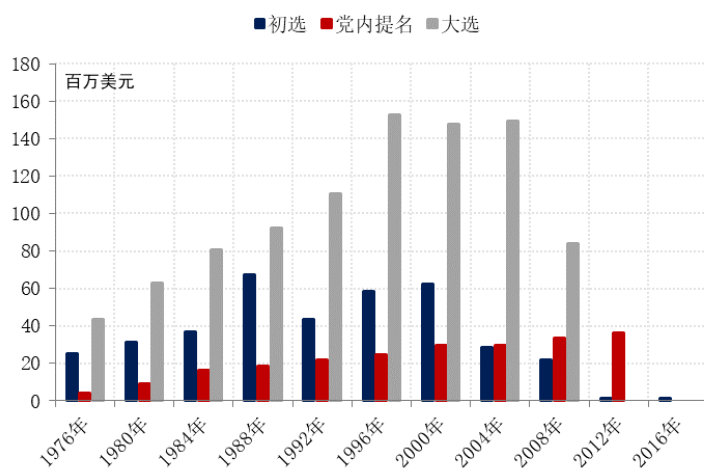
(5) 银行贷款

银行贷款即不算在政治捐款中，也不算在个人筹资中。候选人向银行贷款仍需支付正常利率，并且贷款金额相对较少，在实际中，很少有候选人通过银行贷款进行竞选。

(6) 总统竞选基金

总统竞选基金从 1974 年设立，本质上是公共财政补助，该基金由纳税人在申报纳税单时自愿缴纳的 3 美元汇聚而成。如果候选人接受此基金补助，不仅会受到竞选支出限额的限制，还要接受严格的财务审计。从 2008 年以后，已经没有候选人在大选阶段申请总统竞选基金补助。以 2016 年大选为例，如果接受总统竞选基金援助，在 2016 年初选中的支出限额为 4807 万美元，每个州的竞选支出限额在 96.14 万至 230.921 万美元之间，视各州投票人口而定。更重要的是，个人自筹资金将被限制在 5 万美元以内。截至 2020 年 1 月 1 日，总统竞选基金的余额约为 3.57 亿美元，在此次 2020 年大选中，如果有候选人申请，总统竞选基金最多可以为单一候选人提供 1.037 亿美元的补助。

图表 9 总统竞选基金支出在 2000 年后开始下降



资料来源: Center for Responsive Politics, 华创证券, 注: 2014 年以后, 总统竞选基金不再补助党内提名阶段的候选人, 该部分的补助由个人和 PAC 向政党全国委员会的政治捐款代替。

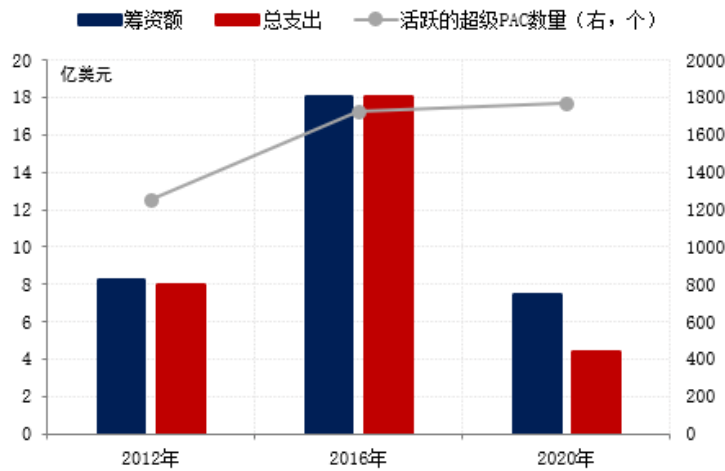
2、间接竞选资金来源

间接资金主要有三大来源: 超级 PAC 为独立支出筹集的资金、527 组织筹集的资金、501(c)组织筹集的资金。这三大间接竞选资金都没有筹资限额的限制, 可以不受限制地募集资金和进行独立支出。近年来总统大选筹资和支出疯涨至数十亿美元, 间接竞选资金的爆发式增长是主要贡献源。

(1) 超级 PAC 为独立支出筹集的资金

超级 PAC 的独立支出没有额度限制, 也可以接受不受限制的捐款和资金补助。2010 年以后, 大量的超级 PAC 如雨春笋般崛起。虽然不能对候选人进行直接的政治捐款, 但超级 PAC 通过广告宣传等独立支出, 对竞选活动产生了十分重大的影响, 已经成为利益集团参与竞选的主要途径。在 2016 年大选中, 一共有 2722 家超级 PAC 参与, 共筹集了约 18.07 亿美元, 总支出达到 18.06 亿美元。

图表 10 超级 PAC 的筹资和总支出额



资料来源: FEC, 华创证券, 2019-2020 年选举周期的数据更新至 2020 年 3 月 31 日。

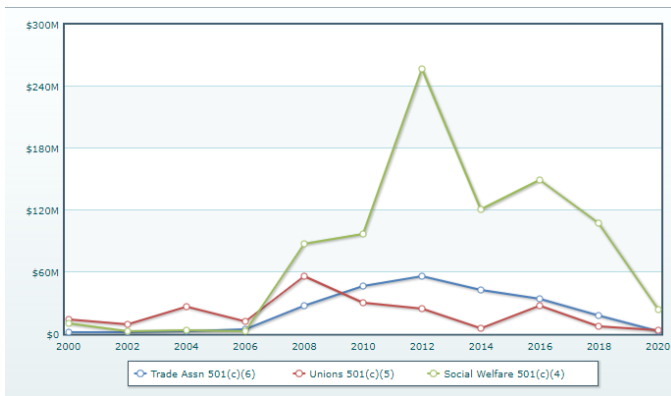
(2) 527 组织筹集的资金

527 组织可以从个人、企业和工会等处募集不受限制的捐款, 其支出主要用于组织投票活动和选民拉票, 以及议题宣传活动 (议题广告)。527 组织的大量出现, 是 2002 年以后利益集团躲避政党软钱支出限制监管的结果。2010 年以后, 527 组织也可以直接进行政治宣传, 明确支持或反对的候选人。所以 2010 年以后, 许多 527 组织也注册了超级 PAC。在 2016 年大选期间, 527 组织共筹集 2.65 亿美元, 支出 2.51 亿美元。

(3) 501(c)组织筹集的资金

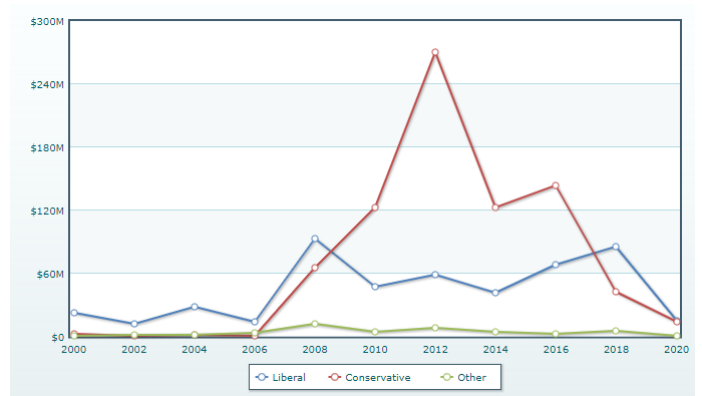
501(c)组织可以从个人、企业和工会等处募集不受限制的捐款, 并且可以不用披露捐赠者的信息, 所以其募集资金也被称为“黑钱”。目前, 美国主要有三类 501(c)组织可以参与政治活动: 第一是 501(c)4 社会福利组织, 比如公民联盟、全国步枪协会等; 第二是 501(c)5 劳工、农业和园艺组织, 比如美国劳联-产联; 第三是 501(c)6 商业联盟、商业协会和房地产联盟等组织, 比如美国商会。501(c)组织的支出不受 FEC 的监管, 和 527 组织类似, 主要用于直接政治宣传和间接教育宣传 (议题广告)。最活跃的 501(c)组织是 501(c)4 社会福利组织, 大多数的 501(c)组织的政治倾向都偏保守。

图表 11 501(c)组织总支出, 分组织类型



资料来源: Center for Responsive Politics, 华创证券, 2019-2020 年选举周期的数据更新至 2020 年 9 月 8 日。

图表 12 501(c)组织总支出, 分政治倾向



资料来源: Center for Responsive Politics, 华创证券, 2019-2020 年选举周期的数据更新至 2020 年 9 月 8 日。

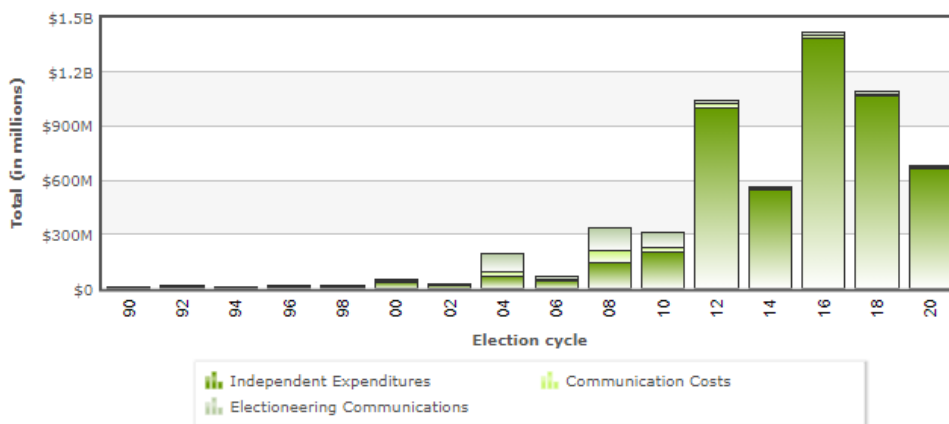
（二）竞选资金的支出

与竞选资金的来源分类相对应，竞选资金的支出也分为两部分，一是候选人及其团队的支出，二是个人和团体组织的外来支出。

候选人及其团队的支出依赖于直接竞选资金的筹集，此类支出主要集中在四大方面：组建竞选团队的支出、以广告为主的大众传媒的支出、民调和战略咨询的支出、开展竞选活动的支出。其中，最主要的支出是以广告为主的大众传媒支出，在 2016 年美国大选中，希拉里团队的媒体支出约为 2.269 亿美元，占竞选团队总支出的 58.2%，其中用于互联网等数字媒体的支出占媒体支出的比重为 8%；特朗普团队的媒体支出约为 1.949 亿美元，占竞选团队总支出的 58.5%，但特朗普用于互联网等数字媒体的支出要比希拉里团队更多，占其媒体支出的比重为 47.2%。

个人和团体组织的外来支出是指独立于候选人委员会、不与候选人委员会进行协调的政治支出，主要包括独立支出、竞选通讯支出、沟通成本支出。独立支出的概念在前文中已有阐述，竞选通讯（Electioneering Communication）也被称为“议题广告”，是指提及有关候选人明确身份的、针对相关选民的所有广播、有线或卫星通信支出，其播出时间限定在初选前 30 天和大选前 60 天。竞选通讯支出与独立支出的最大区别是，在竞选通讯中，不会明确提出支持或反对某一候选人，不要求民众为特定候选人投票，而独立支出是明确表达对特定候选人的支持和反对态度，并号召选民进行投票。沟通成本（Communication Costs）是指团体组织用于和特定群体进行宣传沟通并且支出超过 2000 美元的花销。在外来支出中，独立支出是绝对的最大支出项，2010 年以后占外来支出的比重高达 98%。2010 年的司法判例取消议题广告限制和独立支出限制后，外来支出大幅增长，并且独立支出的占比大幅提升。在 2016 年大选中，团体组织的独立支出约为 14 亿美元，而竞选通讯和沟通成本分别仅为 1050 万和 1800 万美元。

图表 13 2010 年后，外来支出大幅增长，独立支出占比大幅提升



资料来源：Center for Responsive Politics，华创证券，2019-2020 年选举周期的数据更新至 2020 年 9 月 10 日。

除了候选人及其团队支出和外来支出外，还有一类特殊的支出，就是政党委员会的协调支出。协调支出是政党全国委员会和州及地方委员会的特殊支出，可以与候选人的竞选活动进行协调，不计入政党委员会的捐款限额，通常以实物捐赠和议题宣传等方式为本党候选人助选。政党协调支出有总额度的限制，比如 2020 年总统候选人的协调支出限额为 2646.47 万美元，而各州参议员候选人的限额从 10.37 万到 317.51 万美元不等，差异取决于各州投票人口的多少。

三、美国大选究竟要花多少钱？

在了解谁能为竞选花钱、谁在为竞选花钱、钱花在了哪里等问题后，接下来我们来看看美国大选到底有多“费钱”。

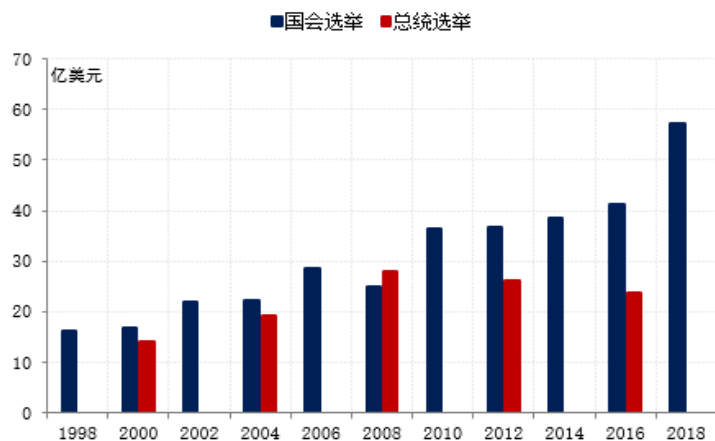
（一）总支出多少？

美国每个联邦选举周期的支出均高达数十亿美元，一般而言，国会选举的支出大于总统选举的支出；国会选举支出呈逐年大幅上升趋势，总统选举支出 2008 年以后略有下降。

美国联邦一级的选举分为国会选举和总统选举，国会选举两年进行一次，总统选举四年一次。参议员有 100 个席位，每两年轮换 1/3；众议员有 435 个席位，每两年全部重选。虽然关注度不高，但国会选举因为竞选范围广、竞选人数多、频率高，其竞选支出一般都大于总统选举。以 2016 年为例，国会选举支出 41.24 亿美元，总统选举支出 23.87 亿美元，国会选举支出比总统选举支出高约 17.4 亿。

从历史数据看，国会选举支出逐年大幅上升，1998 年国会选举耗资 16.19 亿，到 2018 年国会选举耗资增长至 57.25 亿美元，约是 1998 年的 3.5 倍。总统选举支出 2008 年以前快速增长，2008 年以后有所下降。总统选举支出在 2000 年为 14.13 亿美元，到 2008 年达到 28 亿美元，支出增长近一倍。2012 年和 2016 年的总统选举支出则逐渐下降，2012 年为 26.21 亿美元，2016 年为 23.87 亿美元，2016 年的总统选举支出较 2008 年下降约 15%。

图表 14 美国联邦选举总支出



资料来源：Center for Responsive Politics，华创证券

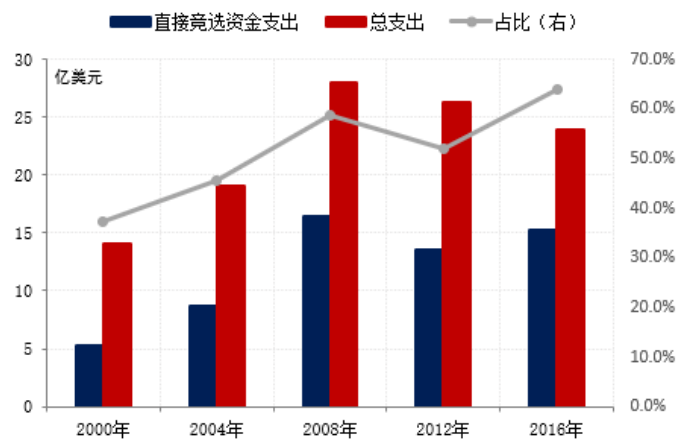
（二）总支出中有多少来自直接竞选资金？

总统大选总支出中，直接竞选资金的占比整体呈上升趋势，2016 年占比达到 64%，并且直接竞选资金主要来源于个人的政治捐款，一定程度上表明在美国总统大选中，竞选资金的筹集使用更加透明化和规范化。

从 2000 年以来，直接竞选资金的支出在总统选举总支出中的占比在逐渐上升。2000 年，大选总支出 14.13 亿美元，其中直接竞选资金约为 5.27 亿，占比为 37.3%；到 2016 年，大选总支出 23.87 亿美元，其中直接竞选资金约为 15.28 亿美元，占比为 64%，相比 2000 年提高了近 27 个百分点。

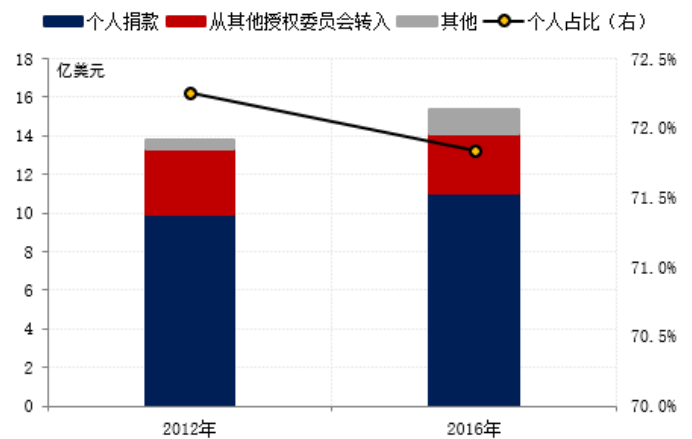
直接竞选资金主要来自于个人的政治捐款，个人捐款的实际占比估计超过 95%。按照 FEC 的统计口径，直接竞选资金主要来源于个人政治捐款和从其他授权委员会的资金转入，以 2012 年和 2016 年大选为例，个人政治捐款占比在 72% 左右，其他授权委员会资金转入占比在 20-25% 左右。其他授权委员会主要是指联合筹款委员会，这是一种由多个筹资主体包括候选人、PAC 和政党委员会等组成的用于筹集竞选资金的委员会，主要目的是通过联合筹资的方式节约筹资成本。各类捐赠主体将资金捐给联合筹资委员会，然后由联合筹资委员会转给候选人竞选委员会。联合筹资委员会筹集的 95% 以上的资金也来自个人政治捐款，比如 2016 年希拉里的联合筹资委员会——HILLARY VICTORY FUND——共筹集资金约 5.3 亿美元，其中有 5.2 亿美元来自于个人政治捐款。所以从总的直接竞选资金筹集额来看，个人政治捐款的占比会比 72% 高很多，估计超过 95%，这也意味着总统竞选支出更加依赖于透明的个人政治捐款。

图表 15 总统竞选总支出与直接竞选资金支出



资料来源: FEC, Center for Responsive Politics, 华创证券

图表 16 直接竞选资金主要来自于个人的政治捐款



资料来源: FEC, 华创证券, 其他授权委员会资金转入的英文表述为“TRANSFERS FROM OTHER AUTHORIZED COMMITTEES”

四、2020 年特朗普和拜登的竞选资金分析

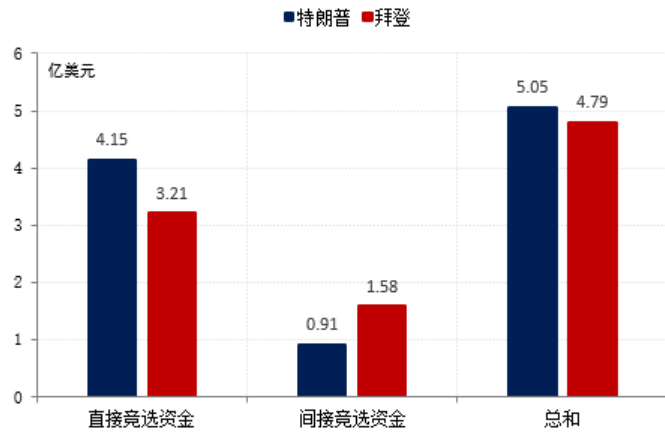
(一) 谁筹集的资金最多?

特朗普的筹集的直接竞选资金高于拜登, 但是支持特朗普的间接竞选资金要少于支持拜登的间接竞选资金, 特朗普加总的资金略高于拜登。截至 7 月末, 特朗普筹集的直接竞选资金为 4.15 亿美元, 拜登筹集资金为 3.21 亿美元, 特朗普筹集的直接竞选资金要多于拜登, 较拜登约多 9354 万美元。但是支持特朗普的间接竞选资金为 9084 万美元, 支持拜登的间接竞选资金为 1.58 亿美元, 两者相差 6697 万美元。从加总资金来看, 特朗普仍要比拜登多 2657 万左右, 但二者差距不大。

特朗普 2020 年筹集的资金已经超过 2016 年, 而拜登筹集的资金大概率不会超过 2016 年希拉里大选筹集的资金。截至 8 月下旬, 特朗普筹集的竞选资金总额 5.05 亿, 超过 2016 年大选周期筹集的 4.3 亿美元。其中, 2020 年直接竞选资金的占比为 82%, 高于 2016 年的 76.9%。另一方面, 拜登筹集的竞选资金总额为 4.79 亿美元, 即使目前筹资时间还未结束, 但估计今年拜登的总筹资额也不会超过希拉里 2016 年的 7.7 亿资金总额, 现在还差近 3 亿美元。

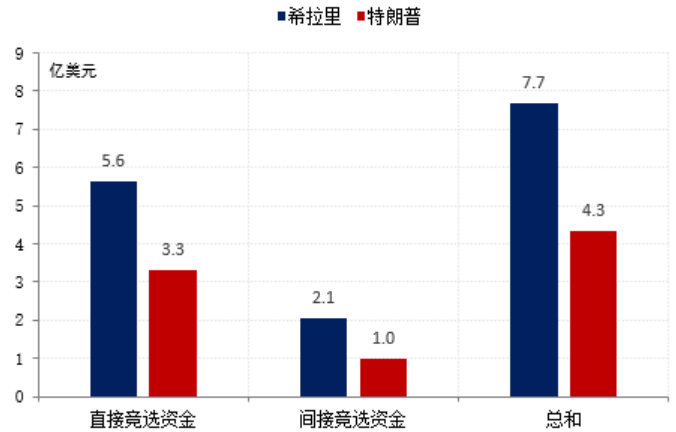
此外, 在拜登的竞选资金中, 直接竞选资金占比为 67%, 低于 2016 年希拉里总筹资额中直接竞选资金 73.2% 的占比。正如我们上文所言, 直接竞选资金绝大部分来自个人政治捐款, 有额度限制, 资金主要来自相对普通的阶层; 而间接竞选资金主要来自超级 PAC、527 组织和 501(c) 组织的筹资, 而上述三大组织的筹资没有限额限制, 资金主要来自于精英阶层。从这点来看, 拜登在普通阶层的欢迎度低于特朗普, 甚至与 2016 年的希拉里相比, 也略有不足。

图表 17 2020 年特朗普与拜登的竞选资金总额



资料来源: Center for Responsive Politics, 华创证券, 数据截至 2020 年 8 月 21 日

图表 18 2020 年特朗普与希拉里的竞选资金总额

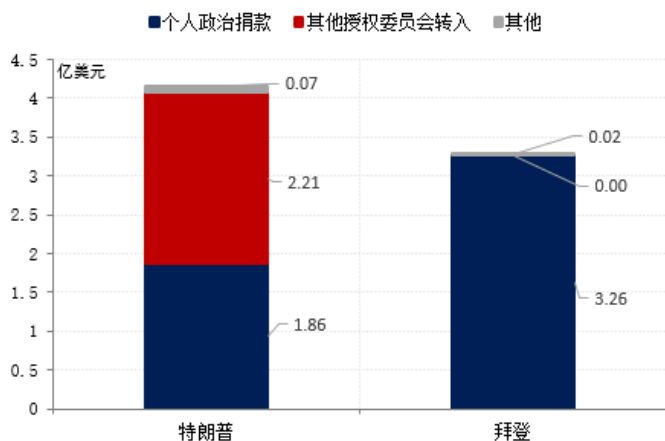


资料来源: Center for Responsive Politics, 华创证券

特朗普和拜登筹集的直接竞选资金均主要来源于个人政治捐款, 占比超过 99%。特朗普和拜登都没有接受总统竞选基金补助和政党委员会捐款, 个人也没有为大选自筹资金, 主要的筹资都来自于个人政治捐款。拜登总共筹集直接竞选资金 3.21 亿美元, 其中 3.26 亿为个人政治捐款; 特朗普总共筹集直接竞选资金 4.15 亿美元, 个人政治捐款为 1.86 亿, 但其余授权委员会转入约 2.221 亿, 此部分转入的资金主要来自两大联合筹资委员会 (TRUMP MAKE AMERICA GREAT AGAIN COMMITTEE, TRUMP VICTORY), 筹资委员会的资金超过 99% 也来自于个人政治捐款。所以, 特朗普和拜登筹集的直接竞选资金有 99% 均来自于个人政治捐款。

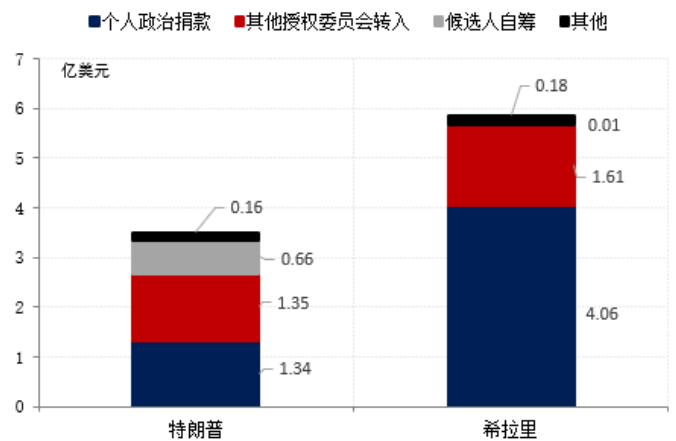
2016 年大选, 特朗普个人自筹资金 6614 万美元, 占比接近 19%, 个人政治捐款的占比估计约为 76%; 希拉里个人自筹资金仅 145 万, 占比 0.24%, 而个人政治捐款占比约为 96.7%。相比 2016 年的情况, 2020 年大选中, 特朗普和拜登的直接竞选资金都更加依赖于个人政治捐款。

图表 19 2020 年特朗普与拜登的直接竞选资金构成



资料来源: FEC, 华创证券

图表 20 2016 年特朗普与希拉里的直接竞选资金构成



资料来源: FEC, 华创证券

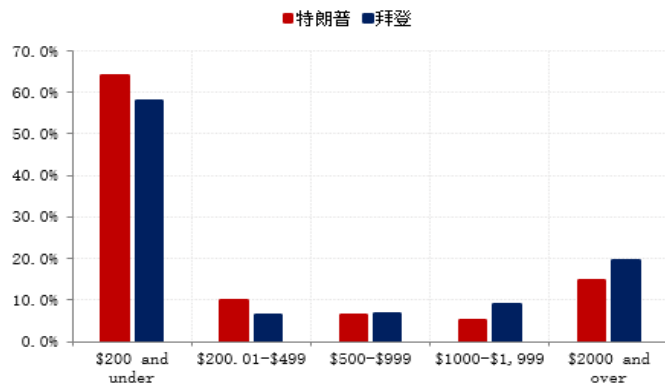
(二) 谁的小额支持者更多?

以捐款额划分, 将捐款 200 美元及以下者认为是小额捐款者, 此类捐款者大多是社会普通阶层, 所以小额捐款者的占比在一定程度上代表着候选人在普通选民中的受欢迎度。

从捐款总额分布看，特朗普相对更受普通阶层的支持。目前小额捐款在特朗普筹资中的占比为 64%，在拜登筹资中的占比为 58.1%，特朗普的捐款支持者中普通选民占比较多，但和拜登的差距并不大，两者仅差 6 个百分点。此外，从大额捐款者（2000 美元及以上）占比看，特朗普是 14.8%，拜登是 19.7%，两者差距约 5 个百分点。中产和富人阶层对特朗普和拜登的支持度也没有明显差异。

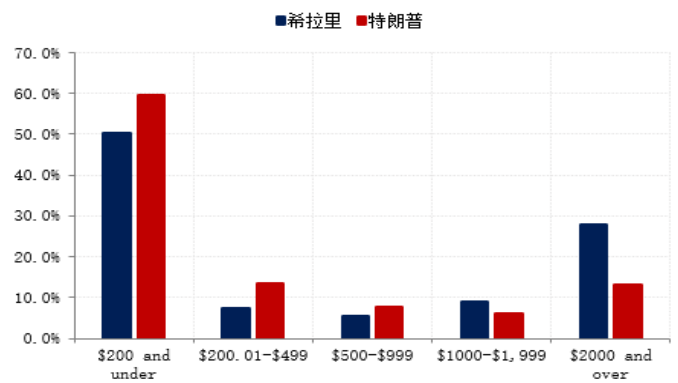
对比 2016 年大选，拜登面临的选情要比希拉里更好。2016 年大选，小额捐款在希拉里筹资中的占比仅为 50.4%，而在特朗普筹资中的占比则为 59.5%，两者相差 9.1 个百分点；大额捐款在希拉里筹资中的占比高达 27.8%，而特朗普仅为 13.1%，两者差距约 14.7 个百分点。很明显地，在 2016 年大选中，特朗普在普通阶层中的受欢迎度更高，而中产和富人阶层更偏向于支持希拉里。

图表 21 特朗普和拜登的小额捐款占比



资料来源：FEC，华创证券

图表 22 特朗普和希拉里的小额捐款占比



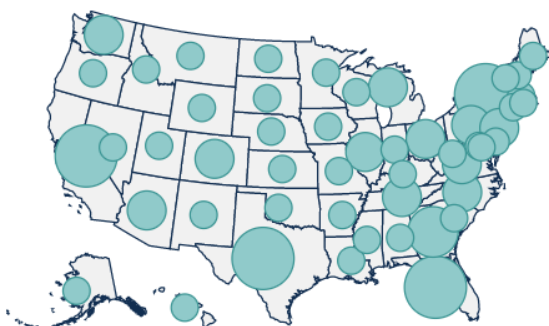
资料来源：FEC，华创证券

（三）捐款金额的地域分布有无差异？

美国东北部一直是美国的富人聚集地，收入高，政治参与度高，是两党候选人主要的直接竞选资金来源地。除了东北部以外，美国中部和南部的民众普遍更支持特朗普。美国东北部地区的民众普遍比中部南部的民众更加富裕，中部和南部是农业和制造业大州，收入较低。不过相比 2016 年的情况，拜登在中南部地区的支持率相对要好于希拉里。

图表 23 2020 年大选特朗普的竞选资金支持者分布

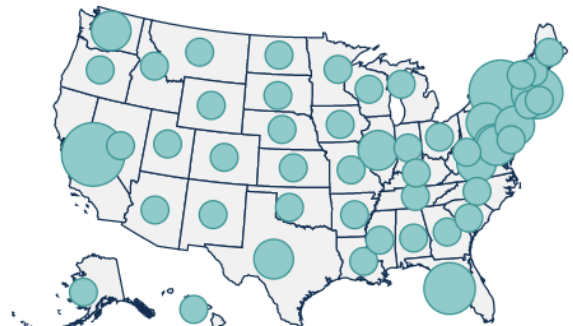
TRUMP, DONALD J. [REP]
Candidate for President
ID: P80001571



资料来源：FEC，华创证券

图表 24 2020 年大选拜登的竞选资金支持者分布

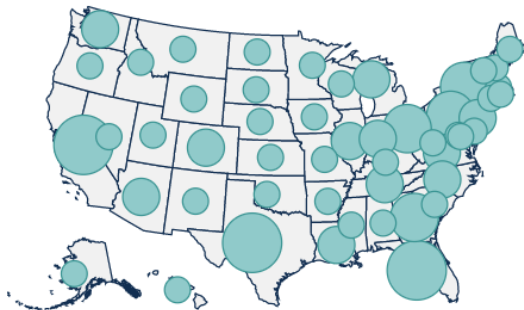
BIDEN, JOSEPH R JR [DEM]
Candidate for President
ID: P80000722



资料来源：FEC，华创证券

图表 25 2016 年大选特朗普的竞选资金支持者分布

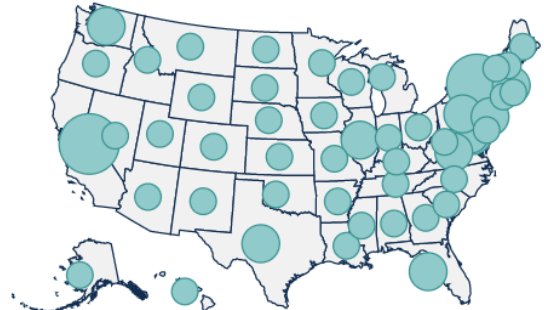
TRUMP, DONALD J. [REP]
 Candidate for President
 ID: P80001571



资料来源: FEC, 华创证券

图表 26 2016 年大选希拉里的竞选资金支持者分布

CLINTON, HILLARY RODHAM / TIMOTHY
 MICHAEL KAINE [DEM]
 Candidate for President
 ID: P00003392

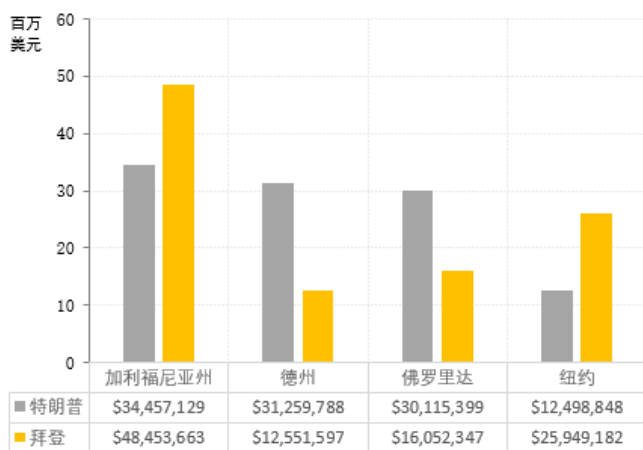


资料来源: FEC, 华创证券

从单个州来看，加州、德州、佛罗里达州和纽约州都是特朗普和拜登筹款额（直接竞选资金）中占比最大的四个州，四州捐款额合计占比约 40%。在特朗普的总筹集额中，占比最大的依次是加州（3446 万美元）、德州（3126 万美元）、佛罗里达州（3012 万美元）和纽约州（1250 万美元），分别占比 12.8%、11.6%、11.2%、4.6%，合计占比 40%。就拜登而言，占比最大的依次是加州（4845 万美元）、纽约州（2595 万美元）、佛罗里达州（1605 万美元）和德州（1255 万美元），分别占比 18.6%、9.9%、6.1%、4.8%，合计占比 39%。

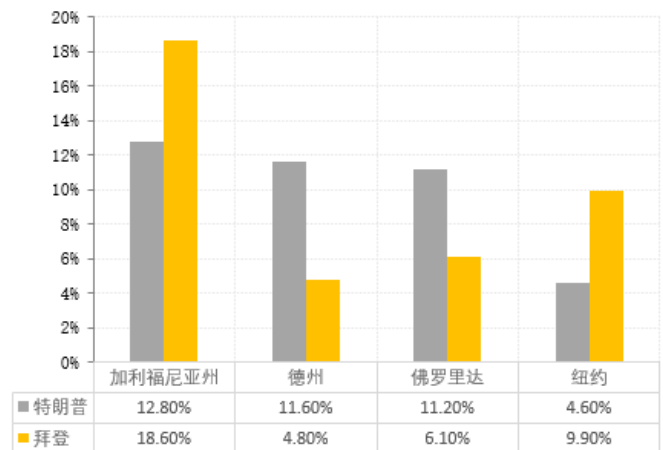
加州和纽约州是民主党的票仓，对拜登的捐款额相对较多；而德州是共和党的票仓，对特朗普的捐款额更高。值得关注的是佛罗里达州的捐款额。从绝对金额看，佛罗里达州对特朗普的捐款要远高于拜登，几乎是 1 倍的差距。从相对占比看，佛罗里达州捐款额在特朗普总筹款额中的占比是 11.2%，在拜登筹款额中的占比是 6.1%，相差约 5 个百分点。佛罗里达是重要的摇摆大州，从捐款额综合来看，拜登在佛罗里达州的支持率远不及特朗普。

图表 27 捐款前四大的州，分金额



资料来源: Center for Responsive Politics, 华创证券

图表 28 捐款前四大的州，分占比



资料来源: Center for Responsive Politics, 华创证券

(四) 哪些部门和行业在捐款?

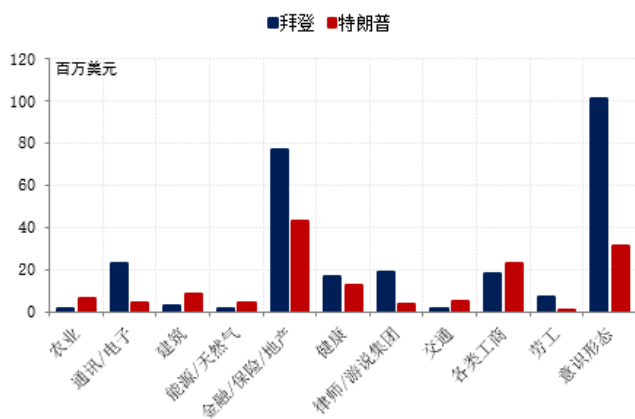
在政治响应中心的划分中，部门和行业的构成里包含了意识形态这一特殊分类，一般按照捐款者的职业来划分部门和行业，但如果捐款者在捐赠时表明自己投票的原因是出于意识形态考虑或者来自与意识形态相关的组织，则该捐

款者的捐款将被划入意识形态的特殊分类。

从部门来看，捐款者主要来自意识形态、金融/保险/地产、工商业、健康、通讯/电子等部门，意识形态部门的捐款金额最高，达到 1.32 亿美元，金融/保险/地产等部门的捐款也不低，约为 1.2 亿美元。工商业、健康、通讯/电子等部门的捐款额分别为 4171 万、2975 万、2694 万和 2253 万美元。相对占比上，劳工（98%）、通讯/电子（84%）、律师/游说者（84%）、意识形态（76%）、金融/保险/地产（64%）等部门和行业更加支持拜登，农业（82%）、交通（74%）、建筑（73%）、能源/自然资源（70%）等部门和行业更加支持特朗普。

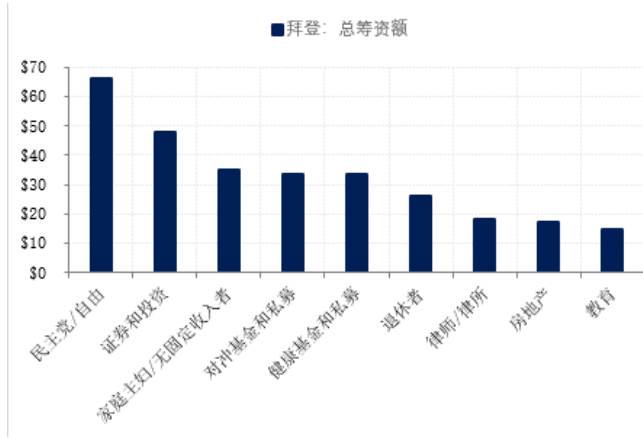
从行业来看，在支持拜登的行业里，有 9 个行业的捐款额超过 1000 万，最高的是代表民主党/自由的支持者，筹资额约为 6619 万美元，其次是证券和投资行业，捐款额 4768 万美元；其他的诸如家庭主妇/无固定收入者、对冲基金和私募、健康基金和私募、退休者、律师/律所、房地产和教育行业的捐款额也超过 1000 万美元。在支持特朗普的行业里，有 4 个行业的捐款额超过 1000 万美元，最高的是退休者，捐款额达到 1.09 亿美元，其次是共和党/保守、房地产以及未分类金融行业，捐款额分别为 2784 万、1559 万、1384 万美元。

图表 29 捐款者的部门分布，金额



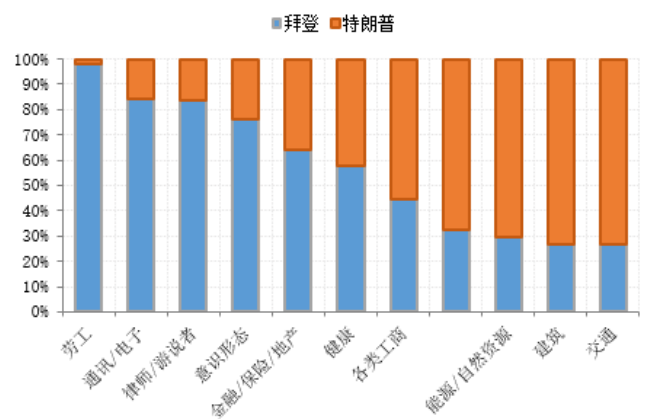
资料来源：Center for Responsive Politics，华创证券

图表 31 捐款者的行业分布，金额



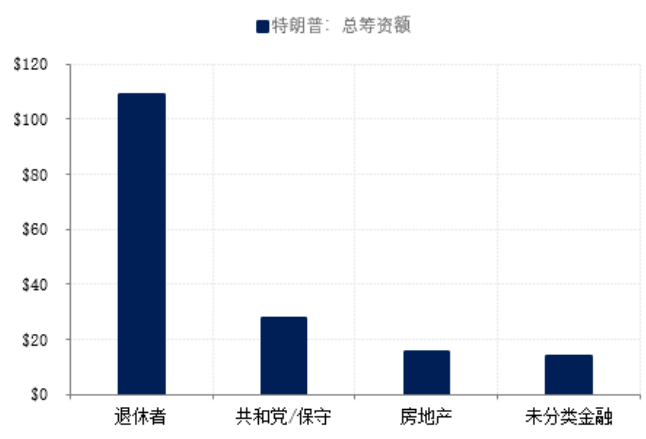
资料来源：Center for Responsive Politics，华创证券

图表 30 捐款者的部门分布，相对占比



资料来源：Center for Responsive Politics，华创证券

图表 32 捐款者的行业分布，相对占比



资料来源：Center for Responsive Politics，华创证券

（五）特朗普和拜登背后的超级 PAC

支持拜登的超级 PAC 的吸金能力要远超支持特朗普的超级 PAC，前者的筹资额比后者要高约 5800 万美元。超级

PAC 的筹资额一定程度上也代表了对候选人的宣传力度，但是作为现任总统的特朗普自带“吸睛”光环，超级 PAC 的独立宣传力度对大选形势影响可能不大。

支持特朗普的超级 PAC 和混合 PAC 共筹集资金 9066 万美元，前三大分别是：“美国第一行动”超级 PAC 筹资近 6000 万美元，“保卫总统委员会”混合 PAC 筹资约 1250 万美元，“伟大美国”混合 PAC 筹资 646 万美元。支持拜登的超级 PAC 和混合 PAC 筹资约 1.5 亿美元，其三大分别是：“优先美国行动”混合 PAC 是民主党最大的超级 PAC，筹资 5814 万美元，AB PAC 共筹资 4356 万美元，“团结美国”超级 PAC 共筹资 3218 万美元。

图表 33 特朗普和拜登背后的超级 PAC

支持特朗普			支持拜登		
名称	PAC 类型	筹资额(万)	名称	PAC 类型	筹资额(万)
America First Action	超级 PAC	5995.5	Priorities USA Action	混合 PAC	5813.9
Committee to Defend the President	混合 PAC	1250.2	American Bridge 21st Century	超级 PAC	4356.1
Great America PAC	混合 PAC	646.7	Unite the Country	超级 PAC	3217.9
American Crossroads	超级 PAC	342.7	Pacronym	超级 PAC	1429.3
Black Americans to Re-Elect the President	超级 PAC	246.3	American Possibilities	领袖 PAC	43.3
Tea Party PAC	超级 PAC	173.8	Defenders PAC	超级 PAC	13.6
Rebuilding America Now	超级 PAC	141.1	Right Side PAC	超级 PAC	12.5
Patriots of America PAC	混合 PAC	101.4	Defeat Disinfo PAC	超级 PAC	5.8
其他	-	168.3	其他	-	-
加总	-	9066	加总	-	14897

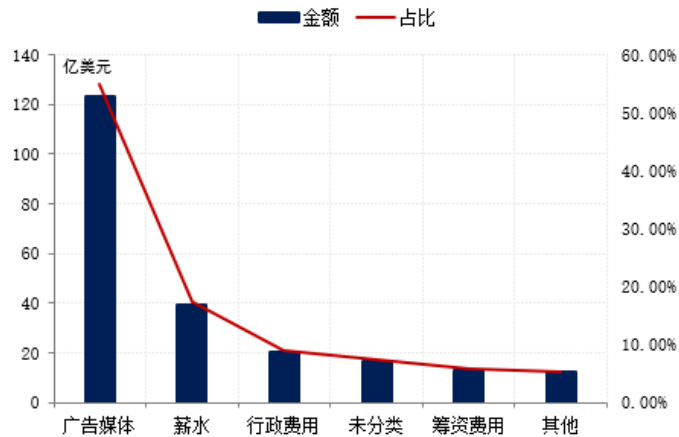
资料来源：Center for Responsive Politics，华创证券

（六）资金都花在了哪些地方？

特朗普和拜登及各自的竞选团队支出已经达到直接竞选资金筹资额的 70% 左右，竞选资金支出进度大致相当。截至 8 月下旬，特朗普筹集直接竞选资金 4.15 亿美元，支出 3.01 亿美元，支出已占到筹资的 72.7%；拜登共筹集直接竞选资金 3.21 亿美元，支出 2.24 亿美元，支出的占比达到 69.7%。两者的竞选支出进度大致同步。

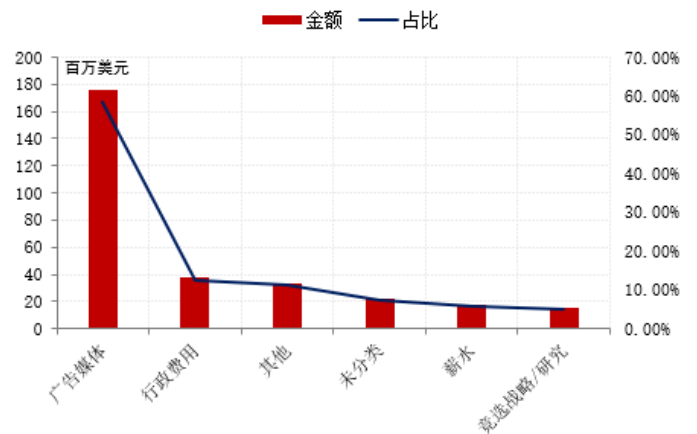
从具体支出来看，广告媒体费用是最大的支出项，占总支出的比重为 55%-60%。特朗普花费 1.76 亿用于广告媒体宣传，占总支出的 58.2%；拜登用于广告媒体的支出为 1.23 亿美元，占总支出的 55%。更进一步，用于网络媒体的费用支出在所有广告媒体支出中是最大的支出，但是特朗普和拜登对于网络媒体的重视程度不一样。在特朗普的广告媒体支出中，网络媒体费用 1.58 亿美元，占广告媒体费用的 89.3%，而拜登的网络媒体支出为 8273 万美元，占广告媒体费用的 67.3%，相较于特朗普，拜登对网络媒体方面的宣传不够重视，而使用网络媒体最多的是年轻一代，宣传力度不足可能会拖累拜登在年轻选民群体中的支持率。

图表 34 拜登竞选支出分类



资料来源: Center for Responsive Politics, 华创证券, 数据截至 8 月 21 日

图表 35 特朗普竞选支出分类



资料来源: Center for Responsive Politics, 华创证券, 数据截至 8 月 21 日

宏观组团队介绍

组长、首席分析师：张瑜

中国人民大学经济学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围。

研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

研究员：高拓

加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

助理研究员：付春生

中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500