

专题报告

美国大选下的大宗商品市场

2020年10月31日

宏观专题报告

□ 专题摘要:

近期全球最瞩目的宏观事件无疑是美国大选。特朗普与拜登的政策倾向和施政风格截然不同。本文梳理出大宗商品市场比较关注的大选动向进行深入分析。

赵嘉瑜

86-755-82548083

zhaojiayu@cmschina.com.cn

F3065666

刘光智

86-755-23946534

liuguangzhi@cmschina.com.cn

Z0014969

微信公众号: 招商期货研究所



近期全球最瞩目的宏观事件无疑是美国大选。特朗普与拜登的政策倾向和施政风格截然不同，涵盖议题非常广泛，下表仅选取了对于大宗商品市场有直接影响的几项议题：

表 1：特朗普与拜登施政预期

各领域施政预期		
	特朗普	拜登
关税/贸易	<ol style="list-style-type: none"> 1. 重商主义，降逆差和赤字； 2. 美国优先，制造业回流； 3. 双边谈判，关税施压。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 取消关税，回归产业链全球化，修复与盟友关系； 2. 重返 TPP。
中美关系	<ol style="list-style-type: none"> 1. 战场主体由贸易转移到科技与金融，策略更灵活，会引起更深层的脱钩； 2. 在台湾问题上继续推升矛盾，目的是让周边国家和地区继续购买美国武器，希望地区内耗但直接军事介入的可能性低。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 反中是必然，这是美国社会的共识，但军事冲突的风险会降低； 2. 考虑取消关税，但美国会重新主导多边框架，迫使中国接受更开放透明的规则； 3. 对高附加值和未来核心竞争力的领域不会降低对中国的敌意。
能源政策	<ol style="list-style-type: none"> 1. 能源独立，继续发展原油等传统能源； 2. 不会支持清洁能源发展。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 重回巴黎协定，大力发展清洁能源； 2. 取消对石油企业的联邦补贴； 3. 考虑回到伊朗核协议，美国可能取消伊朗石油禁运。
财政支出	<ol style="list-style-type: none"> 1. 小于 1.8 万亿美元的纾困方案（这含有选举考量的溢价）； 2. 希望推出 1 万亿美元左右规模的基建项目，聚焦于传统制造业。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 更大力度的纾困方案； 2. 超过 2 万亿美元（4 年完成）的产业项目刺激，聚焦于绿色能源和低碳环保，希望美国经济能够短时间复苏。
税收	继续现有的低税收体系。	回到奥巴马时期的高税收政策。

资料来源：招商期货研究所

总体来看，市场会比较关注：

1. 刺激法案：虽然不管谁胜选都会推出刺激法案，但是拜登当选会让市场预期刺激法案力度更大、时间更早（也取决于参议院是否被民主党拿下）。目前的财政政策实现路径是美联储通过扩表购入国债，因此本质上是变相的货币政策，因此市场会预期美元指数下降和通货膨胀预期升高，利好美元定价的工业金属板块、贵金属板块、农产品板块等；

2. 基建项目：产业/基建政策的推出是经济持续复苏的必要条件，配合疫苗研制成功才能构成充分条件。美国经济基本面的问题在于流动性陷阱中的货币政策效用显著降低，一方面是资金大量流入虚拟市场导致金融脱离基本面，二是居民储蓄意愿提升、消费意愿降低，经济缺乏驱动力。事实上不论谁上台都会去推动基建项目。而考虑到凯恩斯区域中使用财政政策的强效性，配合主动补库阶段的开启，顺周期的有色、黑色板块将迎巨大利好。另外，拜登推行的清洁能源项目会格外利好银、镍等金属。

3. 能源政策：特朗普坚持美国能源独立及石油产业发展，而拜登将重返巴黎气候协定、发展清洁能源。拜登不仅会给原油产业设置障碍，如减少联邦补贴、限制汽车尾气排放等，还会直接对清洁能源相关产业进行大力补贴。对清洁能源的发展本质上减少了原油需求，而对美原油供应端的短期影响有限，加之美对伊朗原油取消禁运的预期升高，因此

整体利空能化板块。

4. 税收问题：对于商品市场的影响有限，而对于股票市场有一定影响。长期来看，共和党人控制国会和白宫时，股市年均回报率为 7.09%，民主党控制国会和白宫时，年均回报率为 2.96%，民主党总统搭配共和党国会的情况下，年均回报率为 5.21%。当然，这其中不仅有税收政策的影响，也有民主党和共和党执政时经济环境的差异。

5. 中美关系：资本市场关注点在关税方面，若拜登上台则关税取消的预期升高，会利好中美股票市场，同时也利好大宗商品期货的各大版块。目前中央的定调是“坚持底线思维”，在中美关系上无论谁上台都会做好全面对抗的最坏打算，且有公共卫生、金融安全等多个领域的考量，各版块的危机牵一发而动全身。在这样的背景下，为了保证未来的粮食安全，国家对于农产品的高采购节奏会持续。

6. 联邦基金利率：照理说美联储是独立机构，不受党争影响，但特朗普时期美联储的独立性已经受到质疑。不过在目前这种危机关头下美联储势必会配合美国政府的行动，用尽一切可能的手段，当然其实它已经用尽了一切手段。不过在联邦利率这一块，无论谁当选美联储都不大会考虑将联邦利率降为负值；而在通胀预期不足的背景下，无论谁当选也都不会改变目前的低利率政策。

落到资产配置层面，需要将以上影响因子按长期和短期去进行划分，还要考虑到政客选前表态与选后政策落地之间的差异。不得不承认，传统政客确实难以像特朗普那样将口号诉诸于行动。

事实上，相比于谁赢得总统大选这一议题，另外两个议题也十分重要。一是要观察民主党是否能成功拿下参议院从而顺利推动各项法案（不存在共和党拿下众议院的可能），二是观察 11 月 3 日到 1 月 20 日本届总统正式移交权力之中的路径。1 月 20 日一定会有总统政权的移交，因为即使是在战争期间也没有出现总统权力没按时交接的情况。但是在未来两个月中市场的风险会升高，程序上的混乱在所难免，股票、债券以及大宗商品市场又会进入随消息面反复波动的阶段。关注点在于：

1. 总统与参议院是否由同党控制。本次参议院改选 1/3，如果民主党同时拿下参议院和总统大位，那么刺激法案的推出将变得比较顺畅，市场对于美元走弱和通胀走高的预期将会提升；如果总统和参议院由不同党拿下，那么刺激法案的推出难度将提升，力度减弱、时间推后。而对于基建刺激项目也是有同样的预期。

2. 关于选举程序的诉讼。可以肯定这将是美国有史以来最混乱的投票。通讯投票中是存在不少瑕疵的，如共和党给邮寄投票设限、邮寄投票有效时间因州而异、15 州同意已寄出的选票可以进行更改等等。理论上来说大选结束三周后才能确定最后的票数，但特朗普宣称 11 月 3 日必须出结果，不然违法。只要大选结果接近，或是出现 11 月 3 日开票当天投票站投票结果特朗普获胜，而随着通讯票逐渐开出而红州翻蓝的情况，双方就会诉诸各州的法院判决。后者存在相当的可能性，因为特朗普一直号召选民去投票站而不要

用通讯投票。而民主共和两党都已各在各州布局了大量法律人士，最后很可能走向大法官释宪的环节。而随着布雷特的上任，最高法院已完全由共和党掌控。

3. 美国社会分裂。特朗普上台后造成的种族、宗教、阶层以及各州之间的分裂正在加剧，即使拜登大胜特朗普，也不能在短时间弥合这一创伤。考虑到诸如 Proud boys stand by 等类似的号召，在 11 月到 1 月间美国社会很可能陷入混乱。民众对于经济和疫情等议题积蓄的怨气也容易被鼓动出来，即使只是出现非暴力的游行活动，也会扩大新冠的传播。

4. 权力过渡阶段可能出现“最后一搏”。就算总统权力和平交接给拜登，特朗普也可能利用这 2 个月时间在国际上制造一些让拜登日后难以进行修补的动作，比如继续恶化中美关系。当然，这一点的前提是特朗普输得“心服口服”（可能性是很低的），不然无暇制造祸端。

需要提醒，本篇仅仅分析了大选这一单一因素的影响，事实上随着新冠在世界多地愈演愈烈，疫情对大宗商品市场的影响更加深远。此外，可以关注孟晚舟事件的演变。拜登如果重回伊朗核协议，那引渡孟晚舟的法律依据将消失。当然即使最后被释放，中国也需要付出一定的交换筹码。

研究员简介

赵嘉瑜：招商期货研究所有色金属研究员，具有期货从业资格（证书编号：F3065666），纽约大学国际政治与国际经济硕士，上海交大经济学与法语双学士。熟悉宏观政治经济环境，善于数据分析。

刘光智：有色研究主管，拥有投资咨询资格（证书编号：Z0014969）。三年间曾驱车10多万公里走访有色金属产业链企业，对有色产业链较为熟悉。

重要声明

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

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取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。