

特朗普 2.0 对大宗商品影响几何？

事件：四年一度的美国总统大选终于在北京时间 2024 年 11 月 6 日晚间落下帷幕。本次大选和民调显示的不相上下形成明显反差，最终是以特朗普完胜告终，同时大概率会形成共和党“横扫”（同时控制众议院和参议院）的局面。这对于特朗普上台后的政策执行基本扫清了障碍。相对于哈里斯当选，基于特朗普政策主张和政策取向，预计会对大宗商品市场产生一定程度影响。我们以特朗普 2.0 政策主张为线索，去判断政策主张对大宗商品市场产生的不同影响。

一、特朗普 2.0 政策主张梳理

特朗普在竞选期间宣布对内减税、对外加征关税、放松监管、驱逐非法移民、鼓励化石能源、重视科技、外交孤立主义。具体来看：

税收政策：特朗普计划将此前的减税法案“永久化”。特朗普曾在 2017 年第一任期内推动了 2017 年《减税与就业法案》的通过，该法案将于 2025 年到期，特朗普希望将法案中的部分减税内容永久化，以此继续激励企业投资和居民消费。他还希望将美国企业税率从目前的 21% 进一步降至 15%，以此鼓励制造业回归美国本土。同时取消取消对小费、加班费、社保的征税。

制造业政策领域：特朗普强调将关键产业链带回美国国内，重塑美国制造业超级大国。从目前现状来看，2018 年美国对中国加征关税后，贸易逆差情况也并未有效改善。截至 2023 年，美国贸易逆差较 2017 年扩大了近 3000 亿美元，也就意味着美国依然高度依赖外部制成品进口。

基建政策领域：特朗普强调大力发展基础设施建设。特朗普 1.0 时期提出过 1.5-2.0 万亿美元规模的大基建计划，主要用于修复美国的基础设施，包括道路、桥梁、机场、海港和水系统。不过，由于民主党的反对，最后不了了之。当前，特朗普承诺要建设“自由城市”，为“真正的美国英雄”树立纪念碑，并“拆除丑陋的建筑”，“让城市和城镇更加宜居”等等。特朗普已经再度当选，有较大概率继续推行大基建计划。

贸易政策：特朗普表示将加倍推进“美国优先”议程，其核心内容是对进入美国的商品征收 10% 的基准关税，同时对产自中国的商品加征 60% 关税，并针对某些地区或行业还会征收“特定税”。特朗普希望通过大幅提高关税，一方面是扭转美国贸易赤字并推动制造业回流，另一方面是对冲企业减税带来的财政减收。

监管政策：特朗普主张缩减政府规模，减少干预。他曾宣称如果自己当选总统，每提出一项新法规，就会削减现有的两项旧法规，以此限制政府的权利。他计划废除或修改多项奥巴马时期制定的金融监管法规，包括简化银行压力测试要求、放宽沃尔克规则等。华尔街对于去监管化的主张表示欢迎，银行金融、医疗保险、石油开采等行业料将从中受益。

能源行业领域政策：特朗普主张放弃绿色转型，主张增加本土石油开采。他认为应该取消拜登政府对风力、太阳能、电动车的补贴，同时发放更多联邦钻探许可证和租约，加快美国石油天然气开采进程，让美国成为全世界能源和电力成本最低的国家。他的竞选口号之一就是“Drill baby, drill”（钻、钻、钻），意在将美国的“液体黄金”释放出来。3）人工智能，特朗普支持对 AI 行业减少监管、鼓励创新。近期，特朗普也表态支

持人工智能的发展，支持发展煤电与核电以支撑 AI 数据中心与算力需求。并认为应该将芯片产业迁回美国。4) 数字货币，特朗普完全支持数字货币，主张取消政府监管。

削减生活成本政策：1) 住房成本，特朗普提出通过削减通胀来降低按揭利率，开放联邦土地允许新房建设，提供税收优惠和对首次购房者的支持，但没有具体细节表态。2) 医疗成本，特朗普主张通过竞争来扩大医保和处方药的选择机会，取消《平价医疗法案》。3) 日常成本，支持降低能源成本。

移民和外交政策：反对并主张大规模遣返非法移民，扬言要驱逐 1500-2000 万非法移民。加强边境管理，继续隔离墙建设。特朗普崇尚孤立主义，主张向欧洲、日韩、加拿大、墨西哥等盟友施压，重新评估北约的目标和任务。停止向乌克兰提供援助，加大美国自己的军费开支。他认为俄罗斯与乌克兰应该进行谈判，美国应该将资源从该地区撤出，并投向东亚地区。另外其和哈里斯均支持以色列，都主张对抗中国但避免冲突升级。计划在未来四年内将军费开支提高至 GDP 的 5%，重点投入高新武器研发和军事现代化建设。

财政政策：特朗普的政策主张将在未来十年内(2026-2035)增加约 7.75 万亿美元的财政赤字。根据 CRFB 的研究，从 2026 财年到 2035 财年的十年内，特朗普的支出性政策将带来约 10.4 万亿美元的支出，最大的三项支出是“延长 2017 年税改并下调企业税率至 15%”（增支 5.35 万亿）、“取消对加班收入征税”（增支 2 万亿）、“取消社保征税”（增支 1.3 万亿）。特朗普的收入性政策将带来约 3.7 万亿美国的收入，其中最大的两项增收措施是“普遍基准关税和对中国加征关税”（增收 2.7 万亿）、“逆转目前的环保和能源政策并增产”（增收 0.7 万亿）。综合支出和收入政策以及利息，特朗普的政策主张将在 2026-2035 财年增加约 7.75 万亿美国的净财政赤字。

当然上述政策是特朗普竞选时期的口号和纲领，在真正获得胜选以后，上述政策可能有一定的调整。未来 1-2 个月是观察特朗普新政的重要节点。按照正常程序，特朗普发表胜选演讲，败选一方承认败选后，11-12 月也将进入新总统过渡期，特朗普可利用这段时间组建内阁、理顺人事和制度。明年 1 月 3 日和 1 月 20 日将分别举行国会宣誓就职和新总统宣誓就职，届时特朗普就职演说以及 1 月下旬到 2 月上旬可能推出的一系列行政命令也是观察特朗普施政方向的重要窗口。

二、特朗普 2.0 对中国的直接影响

特朗普在其竞选期间曾多次表示要推行更加激进的关税政策（加征 60% 关税），若特朗普确实推行其上述贸易政策，中美之间的贸易关系可能会面临新的挑战。在特朗普 1.0 时期，他曾发起过针对中国的贸易战，对大量中国进口商品加征了高额关税。这一政策不仅直接影响了相关行业的出口，还通过供应链传导机制对整体经济产生了间接影响。如果贸易紧张局势持续升级，可能会对中国的出口导向型经济造成压力，进而影响就业、经济增长和通胀等宏观经济指标。此外，特朗普政府的技术与出口管制也可能对中国的科技产业及产业升级产生不利影响，进一步抑制了中国经济的创新动力和发展潜力。

在特朗普 1.0 时期，中国出口对 GDP 的拉动总体在正负 1.2 个百分点的范围内波动。而 2024 年第三季度出口对中国 GDP 的拉动为 2 个百分点，属于历史较高水平。假设接下来随着特朗普当选，出口的拉动回归到正负 1.2 个百分点的区间，这对明年特别是后年（潜在关税真正落地）中国经济造成的潜在冲击或不容小觑。作为应对，周五人大常委会可能以 10 万亿+的财政政策启动内需值得期待。

图表 1：特朗普 1.0 与拜登任期反差明显，特朗普 2.0 时期亟需中国切换增长引擎，扩内需



资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

贸易保护主义政策方面，美国的政策变化可能会促使全球供应链重组，中国可能需要调整其在全球供应链中的位置，以适应新的国际环境。特朗普如果推行贸易保护主义政策，可能会打破现有的全球供应链格局，导致中国需要重新寻找合作伙伴和市场。这种调整虽然会带来一定的挑战，但也可能为中国产业结构调整 and 升级提供机遇。比如特朗普 1.0 时期，特朗普上台就撕毁了奥巴马时期的政治遗产 TPP，和日韩的关系快速下降，因为特朗普在找他们要“保护费”。在特朗普的时代，美国和欧洲关系走下坡路，同时中国加入了 RCEP，接着和欧洲签署了中欧投资协议……，总之美国各种退群，盟友体系土崩瓦解。这也正式中国的机会，接下来 4 年中国可以继续高举自有贸易旗帜，全力整合的四年，重塑中欧贸易甚至命运共同体。

关注未来一段时间“抢出口”可能。2016 年特朗普就任总统后，为缩小美国贸易逆差，支持制造业回流美国，先后对很多贸易伙伴加征不同的关税，2018-2019 年间，中美之间共加征三轮关税，将美国对中国的平均关税水平从 2018 年 1-6 月的 3% 左右明显推升至 20% 左右；同期特朗普政府亦对欧盟、加拿大和墨西哥征收“钢铝关税”。而本次特朗普竞选期间多次宣称将对各国普遍征收 10% 的关税，对特定国家征收 60% 的关税。

三、特朗普 2.0 对大宗商品的影响

对于作为大类资产（多数大宗商品）定价货币和定价锚的美元以及美债而言，特朗普的政策主张可能包括减税和增加财政支出，这可能导致市场预期通胀上升，从而推高美元和美债收益率。短期从盘面看，特朗普横扫计价相对比较充分，后续一旦新公布经济数据证实美国经济数据比较弱，美元和美债收益率或将重回下行趋势，特别是美元。长期看，在美元信用走弱的宏观叙事下，美元长期存在走弱的风险。对于黄金这类资产而言，中短期随着特朗普 2.0 的到来，其财政刺激以及再通胀属性，依旧利好黄

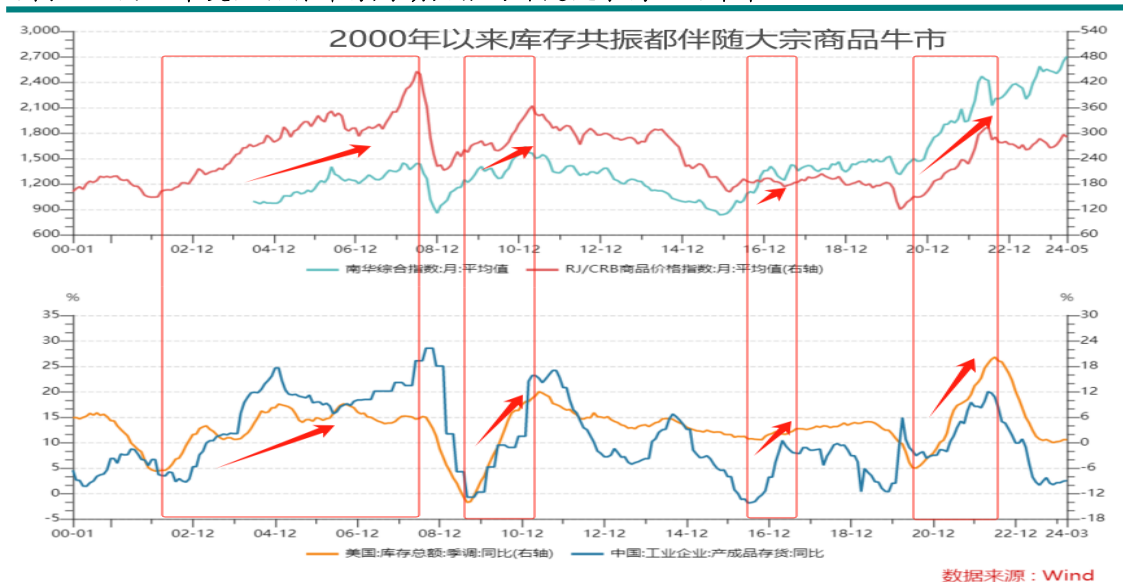
金。而长周期美国债务问题难解决，作为美元信用体系的替代品依然受益。

图表 2：特朗普 2.0 与中国扩大内需，可能再度推动中美库存周期共振



资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

图表 3：历次中美主动补库存周期共振均伴随大宗商品的牛市



数据来源：Wind

资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

不管是特朗普 2.0 还是哈里斯的政策主张均有财政刺激及再通胀属性，特朗普上任或意味着更高的通胀水平，增加美国滞胀风险。积极的财政刺激政策或意味着美国对铜等工业品的需求持续增长，再通胀属性或意味着商品估值中枢上移。此外，从库存周期的角度看，当前中美库存周期均位于低位，后续随着特朗普 2.0 大概率继续推动制造业回流和加大投资以及中国政策转向、中央加杠杆的决心比较坚定，后续可能再度推动中美主动补库存周期的共振，而历次中美主动补库存周期共振都带来了大宗商品的牛市，因此从库存周期的角度看，未来看好制造业相关的工业品，比如铜等有色金属。

四、特朗普 2.0 对化工板块影响

特朗普 2.0 对化工品的影响更多的是通过原油传导。对化工品本身来说，影响主要体现在特朗普将对国内出口至美国的产品征收更高的关税，

从而影响化工品的需求，对化工品价格造成利空影响。国内生产的化工原料鲜少出口到美国，更多的是出口下游制品。化工品下游制品主要可分为以下几类：

1. 天然橡胶及合成胶的下游轮胎：美国多年来多次对中国轮胎增收关税，中国轮胎出口美国数量不断下滑，很多轮胎企业已经放弃美国市场。今年 1-9 月，中国小汽车轮胎出口美国重量仅占出口总重量的 1%；客车货运车轮胎出口重量占总出口重量的比例为 3%。部分轮胎出口企业试图通过墨西哥转口美国。但是自 2024 年 10 月起，墨西哥也已经开始对中国乘用车及轻卡轮胎征收反倾销税。因此特朗普当选对中国轮胎出口边际影响不显著。

2. 塑料制品：由于 PE、PP、PVC、ABS 等塑料原料下游十分分散，粗略估计，所有塑料制品出口美国占总出口的比例约在 20%左右，占塑料制品总需求的 6%左右。

3. 家电：PP 和苯乙烯的下游家电总产量的 50%用于出口，其中约 14%出口至美国。也就是说，美国消耗了中国家电总产量的 7%。

4. 汽车：橡胶、PP 和苯乙烯的下游汽车出口到美国的数量已经下降接近 0 附近。但是不少中国企业将墨西哥作为进入北美市场的跳板，在墨西哥建立工厂。此外，墨西哥也是中国企业最重要的出口目的国之一。2024 年 1-9 月，我国整车出口墨西哥达到 35.34 万辆，占汽车总出口的 7%。

5. 纺织品和服装：中国纺织品和服装（包括所有种类，不限于 PTA 下游制品）出口美国数量占总出口的比例约在 20%-30%附近，占中国总产量的比例约在 5%-10%左右。

在美国对中国商品大幅提高关税的情况下，中国有可能采取反制措施，对美国出口至中国的商品也增收关税。历史上，中国就曾对来自美国的甲醇、乙二醇和塑料等品种增收关税。目前，美国对中国出口的化工品主要有以下几个：

1. PE：中国从美国进口 PE 数量占总进口量的 18.5%，占总供应的 6%。

2. 乙二醇：中国从美国进口乙二醇的数量占总进口量的 12.2%，占总供应的 3%

3. LPG：中国从美国进口 LPG 的数量占总进口量的 45%，占国内总供应的 17%。

五、特朗普 2.0 对有色板块影响

特朗普胜选，美元超预期拉涨对铜价拖累明显，锌价亦受到到压制。从前文中特朗普的政策主张来看，对有色板块的影响有利多也有利空。放弃绿色能源的主张，对近几年在新能源领域消费中占比逐步提升的铜和铝偏利空；但其宽财政，大基建计划则对大宗偏利多，尤其是宏观属性偏强的铜。而且前文提到特朗普 2.0 的再通胀属性，后续或存在交易再通胀的可能，对铜价亦利多。虽然特朗普上台，将重新开启对国内加征关税，今年国内出口表现超预期；加征关税将直接拖累国内工业品的消费。但长期来看，关税将进一步带来全球产业链的重构，对大宗需求的影响会逐渐弱化。另外美国对中国加关税也意味着国内将采取更大力度的扩大内需刺激政策，后续可能再度推动中美主动补库存周期的共振，对有色板块亦偏利多。

短期受美元持续走高影响，有色板块或受到拖累，但中期特朗普上台后所出台的相关政策对有色的利多大于利空，不过考虑到特朗普的执政风格，有色市场波动将加大。从基本面角度来看，铜、铝、锌供应端均有扰动，中期供需偏紧格局未变，**关注铜、锌超跌后的投资机会**。目前氧化铝现货紧缺格局不改，价格持续攀升；国内暂无更多产能投放，而北方进入采暖季，对产量会有间断性扰动。**氧化铝价格易涨难跌**。受成本大幅攀升影响，近日传出铝厂零星大修及减产消息，在成本不断抬升的情况下，**铝价仍以多头思路对待**。

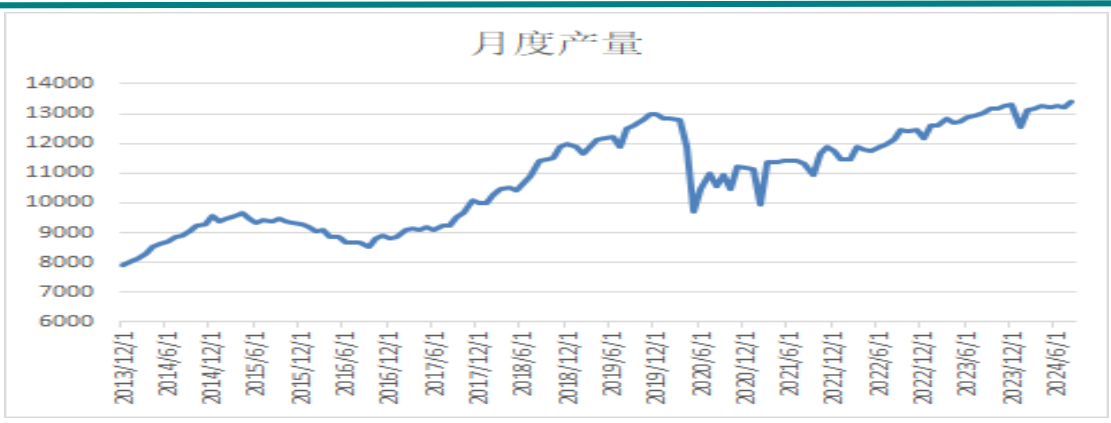
特朗普上台以后，其光伏政策以保护美国本土产业为核心，通过关税措施对中国光伏产品进行限制，对工业硅及多晶硅品种整体偏利空。其第二任期提议包括对所有美国贸易伙伴提高 10% 的关税，对中国进口产品则征收 60% 的关税，这些关税措施导致中国本土光伏产品在美国市场的竞争力下降，直接影响国内光伏产品出口。但其对东南亚四国政策相对缓和，部分中国东南亚投资建厂光伏企业或受益，对原材料及中间材出口片利多。特朗普的政策对中国光伏企业在美建厂的影响存在不确定性，其关税及其他政策或推高企业成本，但对《通胀削减法案》的削弱或增加中企竞争力。

六、特朗普 2.0 对能源板块影响

特朗普在 2016-2020 执政期间曾通过多种方式打压油价。预计在新的任期中，主要通过以下几种方式，影响油气：

1) 增加油气勘探。特朗普一贯主张通过放松监管、扩大联邦土地和近海区域的油气开采来推动美国能源生产。他上任后，预计放宽环保规定，支持煤炭和油气行业的发展。预计美国页岩油和天然气产量将再一次显著增加，进一步巩固其在全球的主导地位。特朗普上一次任职期间，采取一系列措施来清除前任总统奥巴马对石油开采所颁布的限制条例，实现美国石油的自给自足，大力发展页岩油，使得美国原油产量从不及 900 万桶/日增至峰值接近 1300 万桶/日，2020 年受疫情影响，美国原油产量有所下降。2023 年期间，由于页岩油技术的提高，美国原油产量再次显著增加，但传统能源开发政策受限，钻机数仍较低，2024 年美国原油产量缓慢增加。

图表 4：美国原油产量



资料来源：EIA 新潮期货研究所

2) 加大对伊朗制裁。拜登上任期间，伊朗原油出口从 50 万桶/日回升至 150 万桶/日左右；预计特朗普上任后，会加大对伊朗制裁，但伊朗原油出口不会降为 0，可能会显著下跌，跌幅达到 50-80 万桶/日，这取决于具

体的政策。

3) 要求 OPEC 增产。目前，OPEC+减产闲置产能极高，预计特朗普可能说服沙特阿拉伯增加原油供应，用来弥补伊朗的供应损失，但这也不同于 2018 年，沙特能源部长阿卜杜勒阿齐兹·本·萨勒曼王子热衷于推动指导和确保石油市场的稳定。还需继续关注。

4) 俄罗斯增产。不再援军乌克兰，缓解俄乌冲突，增加俄罗斯产量，影响全球供应；

5) 增加美国 LNG 出口。特朗普政府可能会继续推动 LNG 的出口，进一步提升美国在全球天然气市场的地位，目前，美国 LNG 出口已大幅提升，成为欧洲和亚洲的重要供应方。

七、特朗普 2.0 对农产板块影响

豆粕：在大选之前，连粕的波动已经体现出典型的“特朗普交易了”。当特朗普支持率、民调占优时，美豆弱连粕强，反之则美豆强连粕弱。因为当初的教训的确深刻，不过今时不同往日，历史不会简单的重复。但可以基本确定的是，特朗普再次当选会导致未来几年连豆粕的“宏观定价”权重增加，豆粕面临“宏观不可抗力”导致的波动的次数将增加，但波动幅度将不及 2018 年的中美贸易战。

2018 年 4 月，特朗普对中国进口商品征收 25% 的关税，促使中国政府以限制美国进口产品作为反击。当时，巴西填补了美国在对华出口大豆上的缺口。后期中美对话达成了一定的协议，中国进口美国大豆份额自 2018 年的低点开始反弹，但近几年中国进口巴西大豆的份额再次提升，可能更主要是一种市场行为，南美主要是巴西的大豆增产潜力比美国大，巴西豆的性价比相对于美国更好，而美国国内生物燃料领域发展较好，近些年的趋势就是出口减少、内需（国内压榨）增加，出口转内销。所以未来如果再次把大豆进口作为中美谈判的筹码之一的話，其作用包括对盘面的影响将不及 2018 年。美国能保住目前的对华大豆出口份额已属不易，再想增加的话难度比较大。近段时间加拿大对中国制造业产品加征重税引发我国的对等反制-对加拿大菜籽进行反倾销调查。国内菜油从一个深处谷底几乎被遗忘的品种一跃而起与棕榈油分庭抗礼。阳光底下无新鲜事，历史在重演，但不会简单的重复。贸易战成为国家之间博弈的重要筹码，也使我们国家深刻认识到了粮食安全的重要性，尤其是 2018 年以后，所以我们才会未雨绸缪、广积粮、提高油料作物的自给率。

就现实而言，特朗普上台后几乎可以肯定会兑现他此前对于加征关税的承诺。国内豆粕市场心态受到波及在所难免，但未来国内大概率不会真的因为美豆进口成本大增、进口量减少而出现供给缺口。因为特朗普本质上是商人，从商业利益的角度出发，严格执行大幅加征关税不符合美国农场主的利益，最后可能跟上类似，美国主动发起贸易战之后又开始通过谈判、签订协议的方式来谋求自身利益。从时间窗口来看，特朗普明年 1 月就职，彼时中国大豆进口将季节性转向南美大豆。在此之前，为了规避明年美国大豆进口政策的不确定性，我国企业可能在当下加大对于美豆的采购力度，所以美豆在当前整数关口将受到支撑，较难深跌。至于远期连粕期价的走势，必然也会叠加“贸易战升水”，这种升水将随着未来特朗普的各种表态而变化。在特朗普宣布胜选之前，国内豆粕期价、及现货基

差同时处在偏低位置，而且盘面单边价格的波动率下降。特朗普当选后，国内豆粕市场波动率大概率增加，如果未来叠加南美进入关键生长期后可能出现的天气问题，未来连粕上行空间不容小觑，可能阶段性扭转现阶段油强粕弱的局面。

植物油：特朗普及拜登政府对待可再生能源的政策态度截然不同。

共和党与传统能源行业绑定度很高，特朗普上个任期内曾退出了巴黎气候协定。此前特朗普曾表示：“如果重新掌权，将推动美国石油产量大幅提升，旨在通过降低能源成本来抑制通胀。”

但清洁能源议题是拜登政府的重要政治成就之一。拜登政府旗帜鲜明地支持可再生能源，高度重视气候变化，重新加入了《巴黎气候协定》。2022年8月拜登签署《通胀削减法案(IRA)》，这是美国政府为应对能源安全和气候保护采取的最大规模行动。但竞选期间，特朗普曾暗示可能废除《通胀削减法案》，并削减对电动汽车和风能的联邦支持，还表示可能第二次退出《巴黎气候协定》。

特朗普上台后，对美国生物燃料行业的潜在利空可能有以下几方面：

首先，是对美国可再生能源义务掺混量目标的影响。2024年10月31日(即合规年度开始前14个月)之前，EPA本应发布2026年RFS数量议案，但6月白宫表示将推迟至2025年3月新总统上任后。特朗普上台后，可能对2026年及之后的RVO义务量的增长速度有不利影响。在特朗普上一任期内，RVO义务量增长速度缓慢。

其次，是对小炼厂豁免数量的影响。美国炼厂可以通过小型炼油厂豁免(SRE)申请来规避强制掺混要求，特朗普政府上一任期内给予了较高的小型炼厂豁免量。这一度招致了生物燃料产业、中西部农民及环保组织的诸多批评。拜登政府期间2022年4月EPA曾拒绝了大量小炼厂的掺混豁免申请，包括31份曾获得豁免的申请。但今年7月美国联邦上诉法院又驳回了2022年EPA拒绝小型炼油厂豁免申请的决定，并将此事发回该机构审查。

未决的SRE豁免量包含在每年的赤字中，而赤字与RVO义务量共同决定了RINS的总需求。如果特朗普再次放开SRE豁免，将对RINS的总需求造成打击，从而不利于美国生柴利润，进而影响生柴原料用量。

粗略预估，若特朗普再度放开小炼厂的掺混豁免，可能对美豆油的年度生柴用量有30-50万吨的影响。对美豆油生柴消费的影响存在，但总量并不大。

再次，是对生物燃料掺混税收政策的影响。美国政府对生物燃料掺混行业有1美元/加仑的税收抵免，其对生柴掺混利润有着较为显著的影响。该税收抵免政策原定于2022年底到期，拜登政府的《通胀削减法案》将补贴延长了两年到2024年12月31日。特朗普上台后，不排除税收抵免政策取消，从而降低掺混利润，进而利空生柴原料的用量。

最后，2022年至今美国二代生柴产能快速扩张，目前二代生柴的产能几乎是一代产能的2.3倍。特朗普上台后，不排除因生柴生产及掺混利润下降、政策支持政策的减弱，从而令美国二代生柴产能扩张速度放缓的可能。

总体来看，特朗普上台后，预计将再次倾向于削弱生物燃料市场发展进程，进而影响到美国豆油、进口菜油等生物燃料原料的消费增长量及增长速度。因美国生柴产能已经建设或存在，预计美豆油生柴原料用量不会

回到几年前水平。

玉米：2020 年 1 月 15 日中美第一阶段贸易协议签订后，我国开始大量进口美玉米，2020 年也是我国进口玉米实行配额制度（720 万吨）以来，第一年超配额进口玉米，我国进口玉米第一大来源国也从乌克兰变成了美国，2020/21 年度我国进口玉米 2956 万吨，其中近 70%来自于美国，此后两个年度美玉米的进口占比分别是 70.7%和 41.8%，2024/24 年度降到了 12.7%，今年新季美玉米上市之后我国仅有 1 万吨新增美玉米进口订单，对美玉米进口意愿逐渐下降，已接近冰点，这也与我国进口玉米政策有关，2020 年开始我国超配额的进口玉米多数进入到了国家储备库中，库存积累较大而流出较大，已形成库存压力，因而今年 4 月份我国进一步收紧玉米进口政策，特朗普当选后，市场亦有担心再度放开对美玉米的进口政策，且目前美玉米进口仍存在较大的价格优势，进口完税后利润估算超 300 元/吨，不过 2020 年当期我国玉米市场正处于临储玉米库存清空需要大量玉米补充缺口的阶段，美玉米的大量进口合乎当时的产业需求，而今年，现阶段国内玉米价格已经跌破成本线近，国家政策粮库存亦较高有待释放，若此时放开美玉米进口预计将对市场产生较大的利空打压。但 2020 年贸易协议从制定到实施情况来看，仍有较长的时间间隔，如果今年我国政策粮去库效果较好，不排除下一年度对进口玉米的需求量增加，因而特朗普当选对当下连盘玉米的直接影响短期预计较为有限，间接影响及中长线影响则偏向利空。

棉花：美国大选尘埃落定，特朗普上台后市场担忧其如前期发言般对中国进口商品加征 60%-100%关税，棉价有所下挫。虽然贸易战开始后我国终端纺服出口到美国的比例已经逐步减少，也尝试从一带一路的路线发展新的贸易伙伴，但美国仍旧占据我国纺服出口主导地位之一，即便在疆棉禁令后，我国企业也积极采用进口棉来完成对应订单。如若征加关税政策落实，其对我国而言是终端出口需求的缩量，同时对于美棉而言中国的签约量将有所减少。尽管不论我国出口至美国的纺织服装份额还是对于美棉的采购依赖度在近年都逐步减少，但体量依旧较大，双方都较难在短时间找到其他替代国家，全球棉纺产业链进出口结构上的转变可能会引发阵痛从而导致棉价下跌。当下，政策还未实施，棉价下跌后现货交投有所放量，纱厂买盘支撑依存且市场对于特朗普上台后的潜在利空已存有部分计价，短期深跌可能性较低，需要关注后续美国征税政策落实与否以及人大会议结果。

八、特朗普 2.0 对黑色建材板块影响

钢材：美国大选落地，特朗普上台。根据特朗普之前的竞选方针，特朗普将对国内出口至美国的产品征收 60%-100%甚至更高的关税。2024 年 1-9 月国内直接出口至美国的钢材总量为 63.82 万吨，占国内钢材总的出口量仅为 0.79%，国内直接出口至美国的钢材比例不大。对钢材征收关税的直接影响不大。但国内钢材终端制造业产品出口至美国受到征收关税的影响更大，钢材间接出口至美国将会受到影响。更进一步如果特朗普增加国内商品出口至美国的关税，国内出口将会受到影响，进而影响国内经济。为了缓解国内出口影响，预计国内会出台更大的经济刺激计划。国内刺激计划更多的会针对地产基建以及消费。因此，地产基建端会面临更多的利好政

策预期，对国内建材类商品有一定的利好预期。

动力煤：由于美国出口至中国煤炭比重占总量份额较小，虽然川普上台或利好本国化石能源行业发展，但对中国煤炭进口情况影响有限。从价格上看，川普上台后，短期看美元走强，进口煤成本上升，但长期看对增加原油供应有积极影响，国际原油价格下行，或带动国际煤炭价格回落。

煤焦：特朗普政府上台后对我国煤炭的影响主要有两个方面：一是特朗普政府鼓励发展使用煤炭和石油等传统能源，减少美国企业在生产方面对环保的限制，加大传统能源的出口，对全球煤炭的供给会造成一定冲击。焦煤方面，根据海关总署数据统计，2024年1-9月，我国炼焦煤总进口量8929万吨，其中进口美国的炼焦煤总计713.8万吨，仅占进口总额比例约8%左右。焦炭方面，我国为主要出口国，出口地区以印尼、印度、巴西、日本和澳大利亚等国为主，美国对焦炭方面的进出口影响较小，而且根据海关总署的数据显示，2024年1-9月我国焦炭及半炭净出口总额约668.7万吨，而国内焦炭的总产量约3.36亿吨，进出口占总产量比例不到2%。故特朗普上台，即使美国加大煤炭对外的出口贸易，对我炼焦的煤炭供给影响比较有限。二是对需求方面的影响，特朗普上台或将对我国出口至美国的产品征收60%甚至更高的关税，直接影响到煤炭的下游钢材和终端制造业产品的出口，但就目前的数据来看，国内直接出口至美国的钢材比例不大，影响相对有限。此外国内为应对特朗普的强关税的政策，市场预期对地产和基建方面会有更多的利好政策出台。综上，特朗普上台以后对煤炭方面进口供给影响较小，需求上的压力或将给到国内对地产和基建方面更强的托底预期。

铁矿石：特朗普当选新一任美国总统，其政策主张对铁矿石价格产生影响的路径相对复杂和间接、影响效果同样存在较高的不确定。

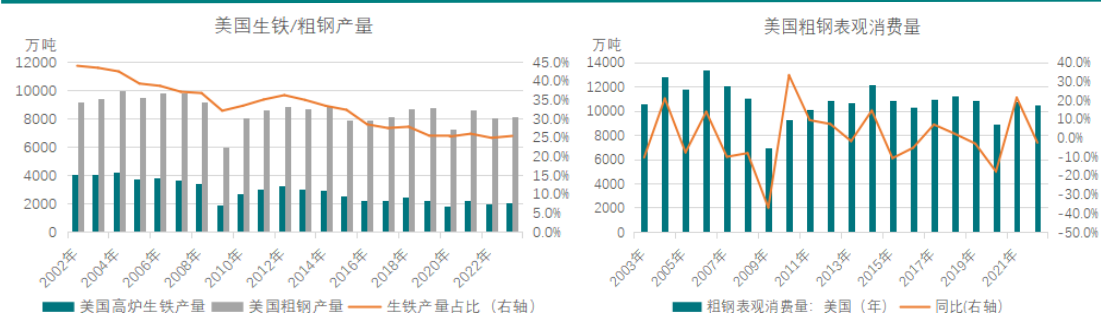
首先，特朗普的贸易主张表示“将对全球商品加征10-20%的基准关税，对中国进口的商品征收至少60%的关税”，这将直接利空中国钢材和钢铁制品的出口，向上传导至铁矿石需求同样存在利空影响。但是，特朗普的贸易保护主义政策利好美国本土钢铁产业发展。回顾特朗普1.0时期，世界钢铁协会数据显示，2018年美国粗钢产量为8660.7万吨，同比增加500万吨，增幅6.1%，由于美国炼钢结构以短流程为主，高炉炼钢产量在粗钢总产量中的占比仅有25-28%，当年生铁产量为2406万吨，尽管同比增幅高达7.4%，但增量仅有166万吨，且随后两年生铁产量逐渐下降176万吨、398万吨。对比同期中国钢材直接和间接出口因此下降超1000万吨，以90%高炉占比推算导致生铁产量下降超900万吨，以62%铁品味测算铁矿石需求同期下降超1452万吨。综上对比可知，美国本土铁矿石需求增量远不及中国的下滑，特朗普贸易政策对铁矿石需求或有较大利空影响。

其次，特朗普对内政策主张继续降税以拉动本国经济活力，该政策或将继续刺激美国消费保持韧性。特朗普1.0时代就在2017年12月通过税改将企业税率从35%降至21%，个人所得税的最高边际税率从39.9%降至37%。具体到粗钢消费来看，世界钢铁协会数据显示，2017-2020年美国粗钢表观消费分别为10968万吨、11198万吨、10844万吨和8894万吨，同比分别+715万吨、+230万吨、-354万吨和-1950万吨。据此可知，降税政策确实阶段性提高了美国本土钢铁消费、但持续性存疑，并且由上述分析我们认为短期粗钢消费的提升大概率由美国本土短流程企业增产补充，对铁矿石

需求的拉动极为有限。

最后，特朗普关于“强美元政策”的主张对以美元计价的商品均存在一定程度的贬值影响，以美元计价的铁矿石同样如此；但是，在这一过程中人民币兑美元贬值的风险同时发生，因此，铁矿石人民币价格的变化具有较强的不确定性。

图表 5：美国生铁/粗钢产量，美国粗钢表观消费情况。



资料来源：EIA 新湖期货研究所

九、特朗普 2.0 对航运的影响

特朗普当选之后对于欧线的影响主要有两个方面，一是会进行加关税等一系列贸易保护主义政策，会造成美线的短期集中抢运，但长期会影响至美国的出口总量。若美线出现了短期运力紧张的情形，则可能会影响到其他航线的运力供给，若真实影响到欧线的运力，则对于 ec 是利多的。但是加关税的具体影响程度和时间，并不如 2018 年如此激烈，中国的制造业企业产业链转移已经在 2018 年之后至东南亚等区域，国内出口受关税影响较大的产品，一定程度上也将关税成本转移到了产品成本中，因此实际影响可能有限。根据 7 月华北地区调研的情况来看，回溯 2018 年特朗普上台，公布关税政策后，青岛港短期爆发了集中抢运的需求，短期运费受到影响大幅拉涨。但在 2019 年，货量明显下降，行业非常不景气。为了缓解特朗普加税政策的影响，大多数企业选择去东南亚、南美等区域建仓库、建厂，从而规避关税问题导致的产品出口量大幅下降的问题。山东省内目前主要的轮胎厂、服装厂等均已出海，多数实力较强的货代跟随产业链在东南亚区域建立分公司，扩展为全球业务。因此业务转移至东南亚的企业，基本可以规避掉关税的影响。对于国内企业来说，多数产品在上一轮加关税中已经增加了非常大的幅度，再向上增加的比例空间不大，对于整体价格的影响已经有所预期。在经过上一轮的加关税政策之后，生产端已经将关税成本转移到产品总成本中，下游货主已经接受了加税后的产品价格，整体来看国内出口商的议价能力已经有所提高。增加关税等贸易保护主义行为，最终提高的是消费者的购买成本。

二是美国对中东局势的态度转变，特朗普政府倾向于更快更彻底地解决中东问题，这将加速中东冲突的结束，有可能加速解除绕行，绕行的解除将利空欧线。但是绕行的解除也是一个较为长期的课题，即使中东局势发展到双方达成和解，船公司的排班计划调整、保险调整等等，均需要一个月以上的时间。并且从静态运力供给来看，解除绕行后运力将从供需平衡转为供应过剩，这必然带来运价的快速下跌，一定会影响到船公司的营收及利润。从这一角度来看，船公司可能会拖延解除绕行，并且减少租船

比例、提高闲置船只量的形式来减少运力，以挺价。短期解除之后，至苏伊士运河的航线是否会造成短期船只的集中到港而形成港口拥堵，从而使得运价坚挺，都是可能发生的。

分析师：

李明玉（副所长）

执业资格号：F0299477

咨询资格号：Z0011341

电话：021-22155630

E-mail: limingyu@xhqh.net.cn

撰写日期：2024 年 11 月 07 日

审核人：李强

【免责声明】

本报告由新潮期货股份有限公司（以下简称新潮期货，投资咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新潮期货。未经新潮期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新潮期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新潮期货在最初发表本报告日期当日的判断，新潮期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新潮期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新潮期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新潮期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新潮期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。