

美国大选对国内商品市场的潜在影响



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

报告日期:

2024年11月4日

★美国大选对国内宏观的潜在影响:

目前中美都处于降息扩表的政策周期,不确定性在于,美国总统大选对短期政策进展、美元、美债及通胀预期影响较大。两党候选人的上台或意味着贸易、移民、税收及产业等领域不同的执政方案,金融市场也将在大选前后交易政策预期差。这对国内政策也带来了新的挑战。若特朗普的政策主张全部落地生效,我国政策将在稳需求、保汇率以及控制通胀压力之间寻求平衡。

★重点商品点评:

财政政策及通胀预期影响: 特朗普与哈里斯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。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。

贸易政策预期影响: 特朗普上一届任期内开启了中美贸易战,重塑了全球贸易流向及结构。中国制造的家电、汽车及棉制品等商品在美国市场的份额下降。特朗普声称若再度当选,将对中国进口商品加征60%的关税,对于以美国为主要出口地的商品形成比较明显的冲击。棉花、钢材、集运、工业硅及聚烯烃或面临利空冲击,豆粕或维持内强外弱格局,铜、铁矿等品种或面临供应约束。

油气产业政策预期影响: 即便特朗普上任后大力支持油气开发,美国原油产量的增长前景出现重大变化的可能性较低。但在外交政策方面,特朗普收紧对伊朗制裁的可能性上升,但大幅挤压伊朗供应所造成油价的上升,将不利于控制通胀。

★风险提示:

经济数据及政策的超预期风险,地缘冲突的超预期风险。

曹洋 有色首席分析师

从业资格号: F3012297

投资咨询号: Z0013048

Tel: 8621-63325888-3904

Email: yang.cao@orientfutures.com

顾萌 首席分析师(黑色)

从业资格号: F3018879

投资咨询号: Z0013479

Tel: 8621-63325888-1596

Email: meng.gu@orientfutures.com

方慧玲 首席农产品分析师

从业资格号: F3039861

投资咨询号: Z0010565

Tel: 8621-63325888-2737

Email: huiling.fang@orientfutures.com

黄玉萍 资深分析师(油籽&豆类粕)

从业资格号: F3079233

投资咨询号: Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com

安紫薇 资深分析师(能源与碳中和)

从业资格号: F3020291

投资咨询号: Z0013475

Tel: 8621-63325888-1593

Email: ziwei.an@orientfutures.com

1、特朗普胜选对于国内宏观的影响

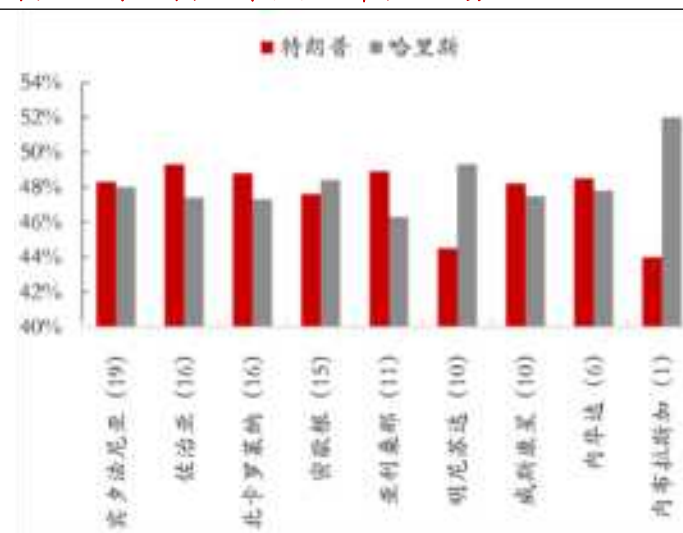
11月5日为美国大选投票日，从当前数据来看，特朗普当选的概率相对较高。截止11月4日，民调数据显示特朗普和哈里斯的支持率分别为48.6%和48.4%。另外，特朗普在9个摇摆州中的7个占据优势。

图表1：民调数据显示特朗普支持率更高



资料来源：RCP，繁微，东证衍生品研究院

图表2：特朗普在7个摇摆州中占据优势

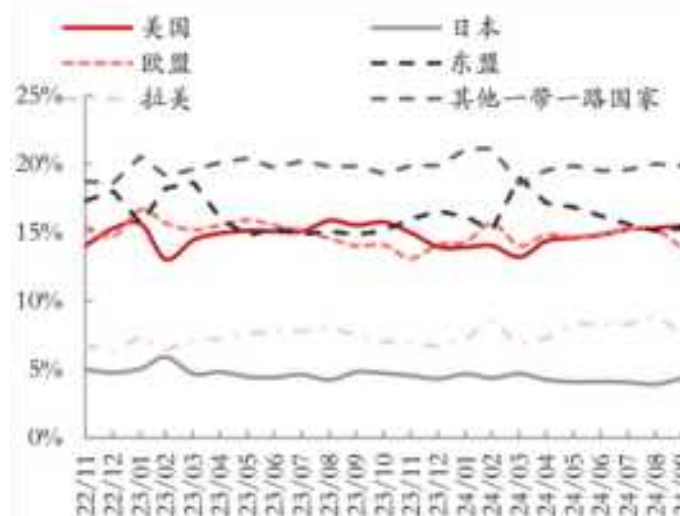


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

特朗普是美國民粹主義和保守主義的代表者，其主要的政策主張包括：1) 通過刺激內需來推動經濟增長，財政端主張對內減稅，貨幣端傾向於維持低利率。2) 通過高關稅等政策保護美國利益，特朗普承諾“若當選將對中國商品加征60%關稅”。3) 特朗普承諾實施“美國歷史上最大規模的驅逐計劃”，以減少非法移民的數量並緩解勞動力市場的壓力。4) 重視傳統化石能源的發展。他計劃大幅提高石油產量，以此削減能源成本並降低通脹。前期報告《美國大選前瞻：特朗普勝選市場演變》強調，特朗普政策指向的中期滯脹局面非常清晰，逆全球化將會明顯加速。

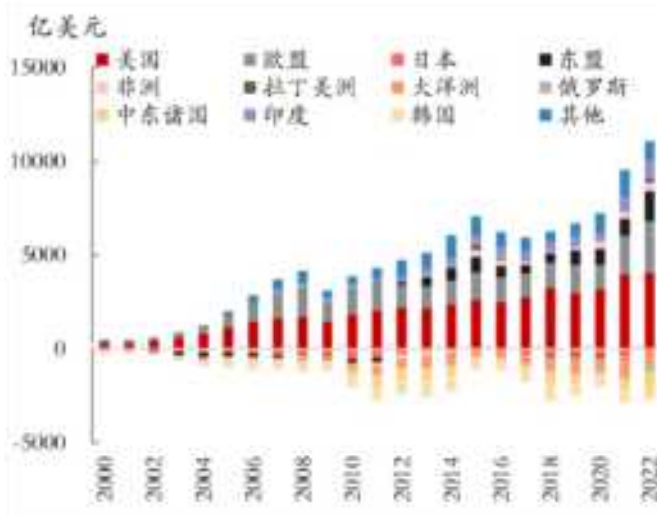
特朗普若當選，其對於中國宏觀的影響將主要集中在三個方面。首先是出口產業鏈會受到明顯衝擊。美國是中國最主要的出口國和貿易順差貢獻國。截止今年9月，中國對美國出口金額比重為15.48%，對美貿易順差比重為37.2%。若特朗普嚴格兌現其對中國征收高關稅的承諾，我國對美出口勢必會受到明顯衝擊，出口產業鏈相關的製造業行業也會出現收縮壓力。其次是人民幣匯率貶值壓力會上升。雖然特朗普主張低利率政策，但特朗普的政策組合易推升美國通脹，低利率政策能否持續存在變數。另外，當前中美政策利差也是深度倒掛的，這一現象較難在短期內得到扭轉。再者，若高關稅政策落實，則經常項順差很可能取代利差成為影響人民幣的最重要因素，屆時人民幣貶值的壓力將會上升。最後我國出現輸入性通脹壓力的風險是在增加的。在中期美國滯脹的背景之下，若人民幣出現貶值壓力，輸入性通脹壓力將會上升。

图表3：对美出口金额比重在15%左右



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表4：美国是中国最主要的贸易顺差贡献国



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

海外形势给国内政策带来了新的挑战。若特朗普的政策主张全部落地生效，我国政策将在稳需求、保汇率以及控制通胀压力之间艰难平衡。预计政策仍将以我为主，稳内需是政策最为优先的目标，这意味着国内宏观政策的力度要有所增加。但政策也会兼顾汇率以及通胀目标，这意味着政策空间仍会受限，私人部门内生性投融资动能、内生性通胀动力被激发的难度有所上升。

2、金融期货重点品种点评

2.1、国债期货

历史上债市曾经两次进行过特朗普交易，分别为2016年10月末11月初以及2018年二季度至年末。两次特朗普交易的核心思路不同，因此债券市场的走势也有所不同。第一轮债市主要担心美国通胀水平上升，因此国债利率呈现震荡上行格局，且长债利率上行更多，曲线熊陡。第二轮债市主要担忧外需走弱，因此2018年债市以震荡走牛为主，短债利率下行更多，曲线牛陡。两轮特朗普交易的结果之所以不同，一是因为对于特朗普政策主张的交易重心不同；二是因为彼时国内的经济形势也有所不同，2016年末经济已经出现好转迹象，市场对于通胀上升是更为敏感的，但2018年国内经济运行压力上升，市场更在意需求的变化。

特朗普若胜选，其对于债券市场的影响会比较复杂。对于债市而言，最为关注的政策应是关税政策，短期市场会比较关注国内政策的应对情况，关注即将召开的人大常委会等一系列重要会议。考虑到目前市场对于政策的期待已经比较高，最终政策超预期的概率不大，债市应以震荡走强为主。但中长期来看，特朗普上台无疑会增加市场的

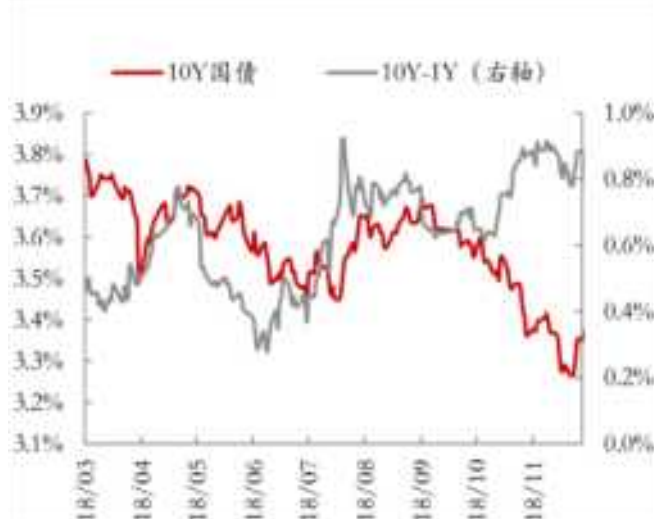
波动性和变数。为对冲外需走弱，国内政策发力的必要性较高，尤其是财政政策发力的必要性是比较高的，债市波动性会逐渐增加。更需要警惕的是，若长期输入性通胀压力抬升，货币政策将在稳内需、稳汇率和控通胀几重目标之间做出选择，债市的长牛格局有被终结的可能性。

图表5：2016年末，特朗普交易下的债市走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表6：2018年，特朗普交易下的债市走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3、能源化工重点品种点评

3.1、原油

随着美国大选临近，特朗普胜选概率上升，“特朗普交易”再次升温。特朗普若当选，将与现任政府和民主党总统候选人哈里斯在能源政策、外交政策和关税政策等方面存在明显差异，预计对原油市场构成直接或间接影响。

● 能源政策——强调能源独立，支持化石能源

特朗普的能源政策强调美国能源独立，支持传统化石能源开发，目标是“能源主导地位”以降低本国能源成本，对于原油市场而言倾向于带来供应增长的风险。根据特朗普过往对能源政策表述，未来潜在的能源政策主要包括三个方面：1、大力支持美国油气生产，包括加快联邦土地钻井许可证发放，并提供更多的联邦土地用于钻探开发，以及削减《通胀削减法案》（IRA）中提高的特许权使用费。此外，特朗普可能寻求简化环境影响评估和放宽温室气体排放标准。2、积极推进能源基础设施建设，包括可能重启类似与加拿大的石油管道项目审批。3、降低对新能源投资的补贴和支持力度，可能限制可再生能源项目在联邦土地的租赁和削减清洁能源项目投资等。

图表 7：特朗普能源政策导向

政策导向	可能出台的政策
大力支持油气开发	加快联邦土地钻井许可发放
	扩大联邦土地油气勘探生产租赁审批
	削减联邦土地生产特许权使用费
	放宽温室气体排放标准
	简化环境影响评估
积极推动能源基础设施建设	加快油气管道项目审批
降低新能源补贴或投资支持	限制可再生能源项目的联邦土地租赁
	削减对清洁能源项目投资支持
	调整能源部未分配的可再生能源项目预算

资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

特朗普能源政策对美国联邦土地上的原油生产将有较直接的利好，但由于当前美国产量增长的主要贡献来自于页岩油，预计特朗普能源政策对美国整体原油产量增长的刺激将相对温和。根据 IEA 数据，2024 年前七个月美国原油产量已达到 1,310 万桶/天，较去年平均产量增长 17 万桶/天，2020 年至今的单月最高产量为去年 12 月的 1,331 万桶/天，原油产量在下半年预计延续上升趋势。Permian 是新冠疫情后美国产量增长核心区域，目前产量接近 630 万桶/天，占美国总产量的约 48% 左右，仍在持续创新高，而其他区域产量增长趋势不显著。从土地分布来看，页岩油生产区块大多位于私人土地，仅有 9.9% 的页岩油生产区块位于联邦土地上，主要集中在 New Mexico 州。美国陆上联邦土地的主要油气生产集中在 New Mexico 州和 PADD 4，海上以墨西哥湾地区为主。墨西哥湾海上原油产量约 180 万桶/天左右，约占总产量约 14%。特朗普第一任期内，墨西哥湾原油产量在 2017-19 年有接近 30 万桶/天的增长，预计特朗普若当选对于墨西哥湾地区的产量提升将有边际利好。根据美国土地管理局的统计，陆上联邦土地新租赁面积在拜登政府任期内确实出现锐减，不仅因为拜登政府收紧租赁审批，同时也有油价大幅波动和生产商为应对拜登政府的政策转向在特朗普第一任期末期提前申请的原因，2019 和 20 财年新租赁面积较过去财年有显著增加，这一现象在页岩油生产区域之一的 New Mexico 尤为明显。此外，New Mexico 州联邦土地钻井许可证批准数量在 2023 财年仅比 2020-21 年峰值略低，表明该区域的生产受到政府政策的影响较小，产量增长的主要驱动力是油价和经济性。PADD 4 产量仅占美国总产量的约 7%，即便特朗普上任推进联邦土地租赁和钻井许可发放，考虑到经济性，该区域的增产潜力也相对有限。

我们认为影响美国产量的核心因素仍是油价水平和企业盈利，能源政策的影响相对较小。页岩油仍处于增产周期中将推动美国产量创新高，不过与过去两个增产周期相比，增速有所下降，主要原因是生产商求盈利优先于产量最大化，将更倾向于维持高油价，因此油价中枢持续回落可能抑制产量增速。此外，技术进步是页岩油产量增长的核心驱动力之一，生产效率在本轮增产周期中进一步提升，不过对产量的贡献下降，主要原因是当前效率进步的主要目的是降低成本而非大幅提升单井产量。因此我们认为即便特朗普上任后大力支持油气开发，美国原油产量的增长前景出现重大变化的可能性较低，

EIA 预计今明两年美国原油产量增速分别在 30 万桶/天左右。

图表 8：美国原油产量和增速



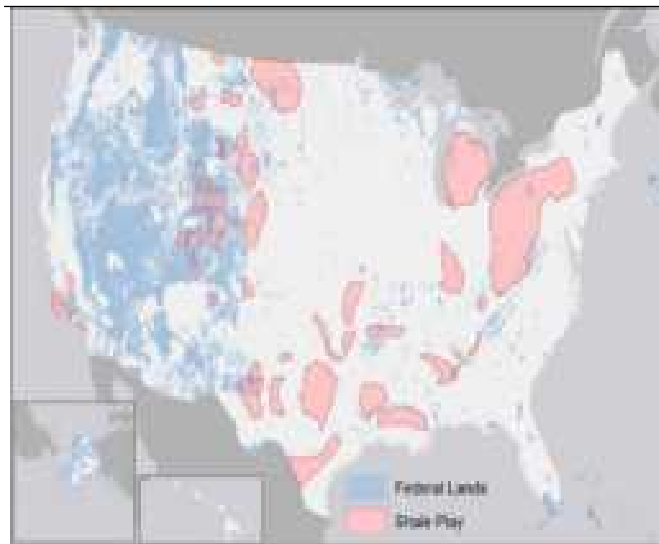
资料来源：EIA，东证衍生品研究院

图表 9：美国原油产量分布



资料来源：EIA

图表 10：美国联邦土地与页岩油区块分布



资料来源：EIA，CRS

图表 11：美国联邦土地新租赁面积和钻井许可批准



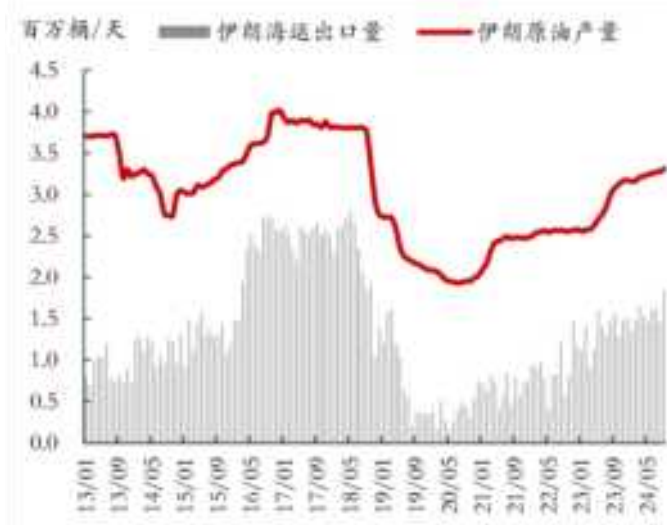
资料来源：美国土地管理局，东证衍生品研究院

● 外交政策——收紧对伊朗制裁的可能性上升

特朗普“美国优先”的内政外交政策中对外主张停止战争的政策导向，但鉴于他在第一任期内对伊朗的强硬态度，市场普遍预期第二任期可能收紧对伊朗的制裁实施，尤其是在伊朗与以色列冲突僵持的情况下。此外特朗普可能倾向于结束俄乌冲突，不过目前油价对俄乌冲突的计价较少，因为全球贸易流已经实现重构，俄罗斯的石油出口量基本平稳。

特朗普的第一任期内对伊朗态度强硬，2018 年退出《伊核协议》后对伊朗采取极限施压，导致伊朗原油出口量在 2019 年一度降至不足 50 万桶/天。此后在拜登政府任期内，由于油价上涨导致通胀压力上升，美国对伊朗制裁的实施严格程度降低，市场通过影子船队和转换结算货币等多种方式找到最大程度避开西方金融系统的方式，伊朗原油出口量自 2021 年以来显著回升至当前 160 万桶/天左右，产量接近 320 万桶/天。去年四季度爆发的哈以冲突至今对伊朗供应的直接威胁较小。若未来特朗普当选后收紧对伊朗的制裁实施程度，鉴于市场的适应能力，我们认为对伊朗的出口量的打压或难以达到 2019 年时的程度，但大幅挤压伊朗供应所造成油价的上升，将不利于控制通胀。此外，市场面临的风险之一是若未来因地缘冲突发生断供，特朗普是否会向 OPEC+ 施压增产。在拜登政府任期内，由于美国产量增长相对缓慢，OPEC+ 对油价的话语权上升使得联盟的产量政策自主权提升，产量政策更多以维持或追求相对高油价为导向。当前油价中枢回落的过程中已经使得 OPEC+ 维持大规模减产面临阻力，同时联盟拟逐步增产的计划造成油价表现弱势，未来若特朗普施压 OPEC+ 产量政策的预期上升，可能反而会对油价产生利空影响。

图表 12: 伊朗原油产量和出口量



资料来源: Kpler, Refinitiv

图表 13: 沙特原油产量&美国原油产量



资料来源: Refinitiv, EIA

综合来看，特朗普若胜选对原油市场的影响可能在中长期维度体现，取决于具体政策实施的节奏。能源政策向传统能源倾斜预计对美国原油供应增长仅有边际利好，收紧对伊朗制裁可能造成伊朗供应温和下降，但同时产生施压沙特等 OPEC+ 国家增产的可能性，中东产油国的反应暂不可知。对油价构成下行风险的政策主要是备受市场关注的激进关税政策，提高整体关税或冲击全球贸易，对全球经济前景不利将拖累石油需求，对油价构成负面影响。

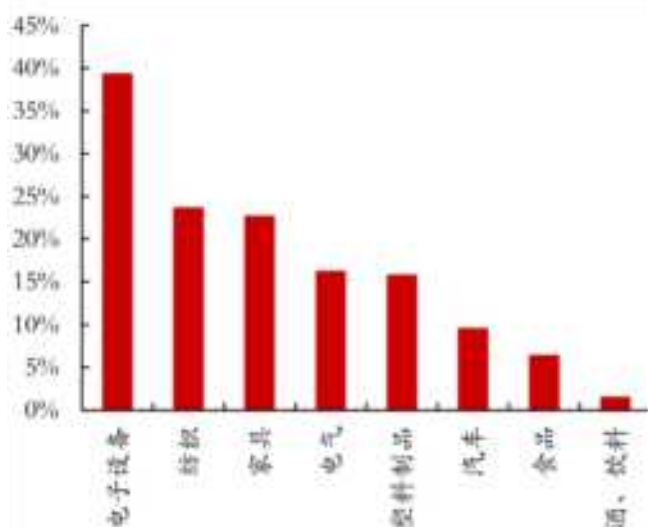
3.2、聚烯烃

聚烯烃下游大多为高出口依赖度的产品，若特朗普当选美国总统，其主张的“对中国全部商品征收60%以上关税、逐步停止进口中国基本商品、撤销中国最惠国贸易地位”等提案对于中国聚烯烃需求的打压无疑是显著的。

但这些主张全部落地的概率可能较低，其一美国对于中国聚烯烃相关产品的进口依赖度较高，且聚烯烃相关产品多为消费品，激进的关税政策或引发美国二次通胀，形成滞胀的经济格局；其二，这些贸易主张背后的意图或在争取选票、增加获选后对“美国优先”政策的谈判筹码，以及达到制造业回流和降低贸易逆差等目的。

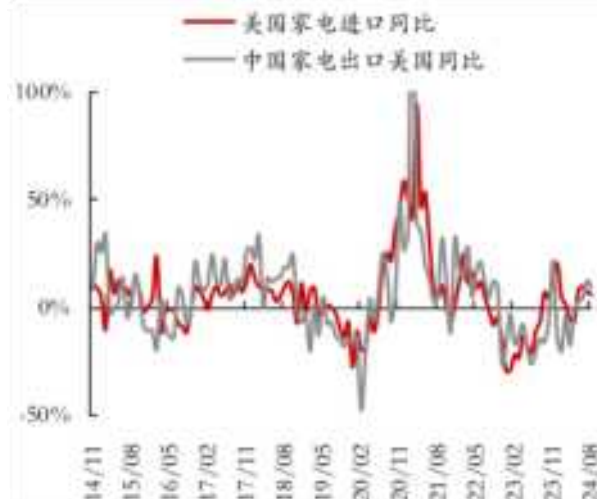
中国聚烯烃下游对于出口的依赖度大约在16%左右，若特朗普再次当选，短期内可能会有抢出口的现象发生，但中长期内，进一步的加征关税仍将削弱聚烯烃成品出口的动能，也会加速中国聚烯烃下游企业出海的进程。中性估计下，若激进的贸易政策在2025年出台，这将对聚烯烃需求增长造成2%左右的拖累。

图表 14：2024 年聚烯烃各下游产品的出口依赖度



资料来源：Wind，东证衍生品研究院(出口依赖度=出口交货值/营业收入)

图表 15：18 年贸易战期间中国对美国家电出口放缓



资料来源：Bloomberg，Wind，东证衍生品研究院

4、有色金属重点品种点评

4.1、铜

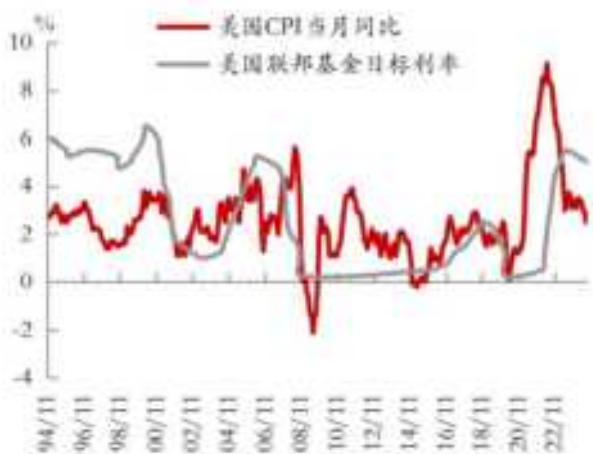
美国大选对铜价影响可分两个层面：一是大选结果对市场情绪的直接冲击，二是大选之后新总统政策导向对基本面的持续影响。历史数据而言，从上两届美国大选来看，选举结果公布之后，铜价均出现一定程度上涨，但底层逻辑并非完全是大选驱动，仍需要从宏观与基本面两个维度具体分析。

图表 16：美国大选结果 vs. 大选后铜价走势

大选结果日	当选总统	第一任期	大选后 1 个月	大选后 3 个月
2016/11/9	特朗普（共和党）	府院统一	5.1%	6.8%
2020/11/7	拜登（民主党）	府院统一	9.0%	12.0%
2024/11/6	-	-	-	-

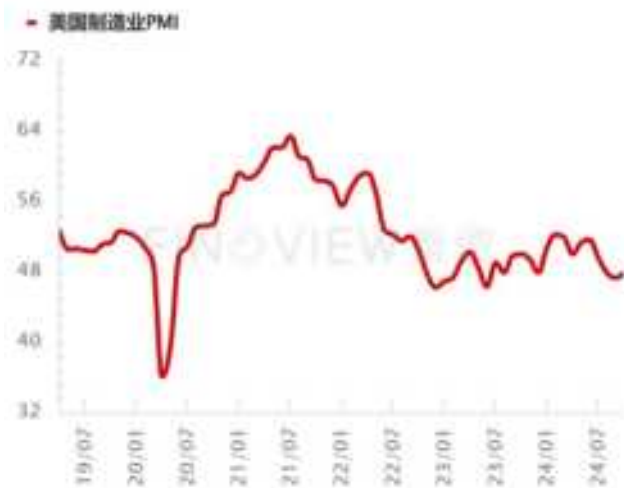
资料来源：东证衍生品研究院（注：价格参考沪铜主力均价，12 月/11 月，12 月-次年 2 月/11 月）

图表 17：美国通胀与利率变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 18：美国制造业 PMI 走势变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

从宏观角度看，无论特朗普上台，还是哈里斯上台，美国货币政策与财政政策的方向短期料不会发生明显变化，逆周期调控政策推升“再通胀”交易仍然是市场主线，只不过特朗普在政策上更加激进，且特朗普贸易再平衡力度可能较上一次任期更加激进，对中国商品增收 60% 关税及属地原则，以及对盟友增加 10%-20% 关税，可能会导致美国通胀压力进一步抬升，且间接影响到中国的逆周期调控政策幅度，这些变化在短期内均可能令“再通胀”交易火上浇油，从而在市场情绪上利多铜价。

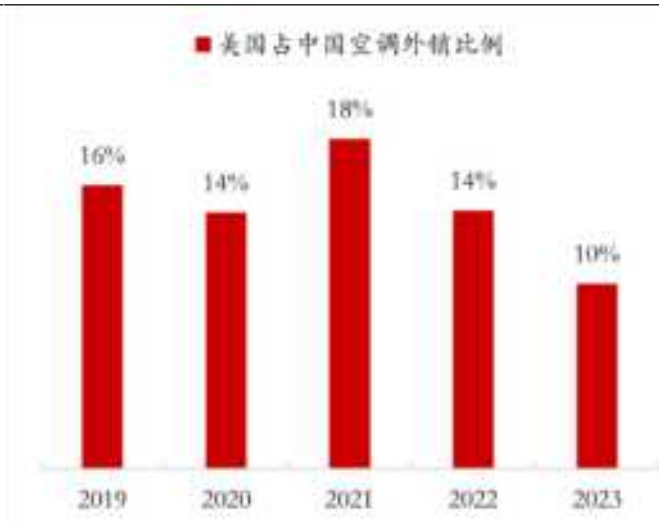
值得注意的是，这种政策本身也具有一定的副作用，一方面是会一定程度降低市场对美国经济增长担忧，带来新的下行风险，甚至贸易摩擦本身对全球经济增长也带来一定影响，美国乃至全球滞胀压力增大，但铜需要的上涨环境更多是经济增长带来的通胀扩张，而非滞胀。另一方面是给美联储货币政策带来新的压力，如果美国通胀抬升甚至步入滞胀困境，美联储货币政策将面临更大的两难，市场可能会交易降息暂停，甚至后期担忧再度加息。以上从中期维度对铜将产生抑制。

图表 19: 中国 1-7 月份电线电缆出口分布



资料来源: 海关数据 (注: 年度为 2024 年, 按出口量)

图表 20: 中国出口美国空调占比变化



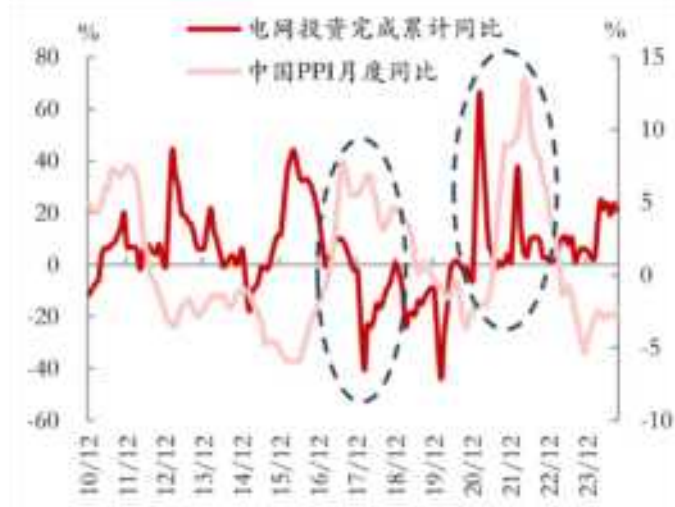
资料来源: 产业在线, 东证衍生品研究院

从基本面角度, 由于特朗普与哈里斯政策主张均有财政刺激及再通胀属性, 对于美国铜中期铜需求将起到渐进支撑作用, 美国地产与耐用品铜需求将在政策支撑之下重回扩张。分行业来看, 拜登政府对美国电动化态度更加积极, 哈里斯或延续这种政策, 已经推出的《两党基础设施建设》与《通胀削减法案》对电车补贴及电动充电网建设均较为积极。上一个任期特朗普更重视和优待旧能源, 但从这次竞选中马斯克资助看, 未来特朗普对新能源汽车及美国电气化发展态度也可能会发生改观。

双方差异较大的是贸易政策, 如果特朗普上台对对中国商品增收 60% 关税及属地原则, 以及对盟友增加 10%-20% 关税, 可能会引发中美、美欧贸易冲突升级。大幅增加关税对国内电气设备与家用电器出口或造成阶段抑制, 以电线电缆与空调为例, 美国占中国电线电缆出口比例近 10%, 而家用空调也占 10%, 如果关税大幅提高至 60%, 这些产品出口至美国比例恐将大幅下降。极端情况测算, 中国直接及终端产品出口占铜需求比重约 20%-25%, 假设美国占出口比重 10%, 这一块完全“丢失”, 造成国内铜需求增速降幅或达到 2%-2.5%。

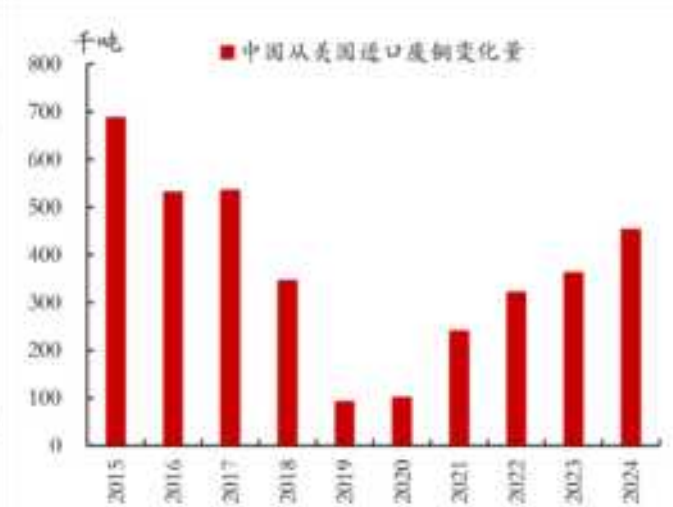
当然, 更深入思考我们发现, 首先, 全球视角来看, 美国铜需求并不是萎缩, 极端情况下海外市场将承接这部分商品供给, 对全球铜需求增速影响较小。其次, 美国极端关税政策也会令中国政府刺激更强, 以基建刺激极端估算, 统计局 2023 年国内电网基建投资完成额在 5000 多亿, 投资额增长 10% 对铜需求边际贡献在大于 2.7%, 对冲掉这部分需求萎缩难度并不大。因此, 后续国内政策应对及财政刺激规模更值得关注。此外, 美国政策推进与对中国产品出口产生影响应该是逐步发展过程, 不会立竿见影显现。

图表 21: 中国电网基建投资变化



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 22: 中国从美国进口废铜变化



资料来源: 海关数据 (注: 按进口量, 2024 为预测值)

值得关注的还有中国对美国原料进口问题, 这可能受到贸易摩擦的冲击。据海关数据, 2023 年中国从美国进口废铜占全部进口比重达到 18%, 今年比重可能会进一步提升。极端情况下, 如果中国对美国废铜进口增加大幅关税, 在国内铜原料相对短缺状态下, 对供给预期影响将会很大。当然, 我们认为从原料进口角度反制对国内产业损伤副作用也较大, 但需要进一步关注。此外, 美国可以通过东南亚消化部分废铜, 再流入国内市场, 但东南亚消化能力短期预计增长弹性有限。

策略建议:

美国大选无论是谁当选, 再通胀交易均会有所升温, 如果是特朗普当选, 再通胀交易预期将会更加强烈, 从而在情绪面上对铜形成支撑。大选之后市场将逐步聚焦于政策实际推出情况及效果, 如果特朗普当选在关税政策上非常激进, 中期对中国铜相关产品出口将造成较大压力, 但这种压力客观上可被中国更加强烈的财政刺激所对冲。反而, 如果中国在美国大选后财政政策超预期, 铜价将获得更强需求预期改善的支撑。

总体上看, 我们认为大选之后, 铜价继续回归上涨趋势可能性更大, 但大幅上涨空间相对有限。交易策略上面, 建议利用大选前后价格波动加剧的机会逢低布局中期多单, 套利角度, 如果特朗普当选短期更利于沪伦比上行, 可以尝试内外反套交易。

4.2、铝

下面从基本面、宏观、情绪三个维度讨论美国大选结果对铝产业链的潜在影响:

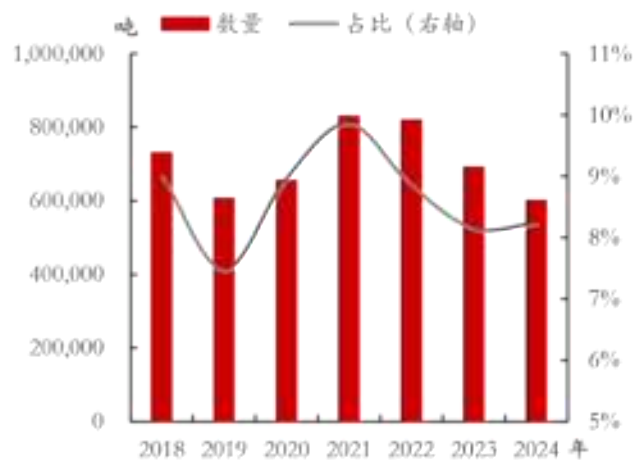
基本面: 主要来自于特朗普当选后的关税政策, 无论共和党是否拿下两院, 对于国内商品加征大量关税是大概率事件。从 18 年开始, 铝便是特朗普关税政策的主要施加对象。不过从数据上来看, 自 18 年至 24 年国内铝材出口环节中去往美国的比例始终在

8%-10%之间波动，并未显著受到关税政策的冲击。主要原因是，美国国内铝及铝材产能释放潜力有限，关税政策无法有效提升相关领域产能，关税的加征最终由美国企业与中国出口企业共同协商承担。当然由于本轮特朗普关税税率可能高达60%，可能会导致短期直接出口至美国的铝材数量造成一定影响，不过由于其他国家短期难以直接补充该缺口，预计仍将通过产业链重构的方式将国内这部分铝材转移至美国。因此对国内铝材出口数量影响预计有限。需要注意关税政策出台前的企业抢出口行为。若是哈里斯当选，则影响不大。

宏观：若特朗普上台+共和党横扫两院，则可能助推市场继续进行特朗普交易，同时国内政策力度可能超预期，长期中美同步财政刺激+货币宽松或导致再通胀交易，对铝价长期形成利好。若特朗普上台+民主党众议院，则中美政策刺激力度可能相对平缓，对铝价长期利好程度较前者有限，铝价中长期价格更多跟随基本面变化。如果是哈里斯上台，其政策与当前拜登政府较为相似，预计对铝价影响相对中性。

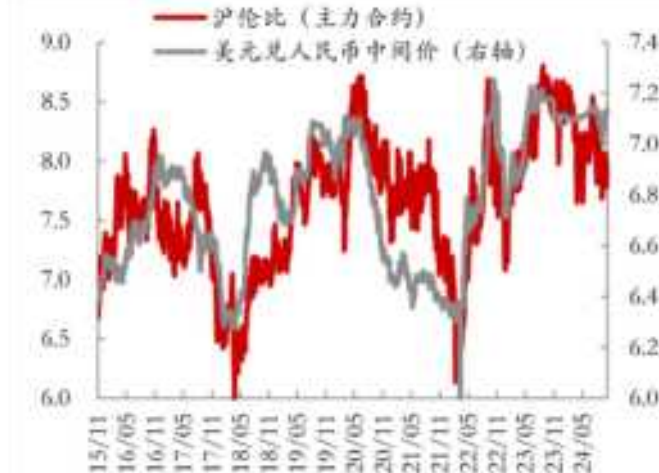
情绪：当前全球风险资产对于美国大选计入较多预期，尤其是美国股票市场计价较多特朗普交易，不过铝价目前受到大选的影响相对有限。短期铝基本面相对健康，成本端氧化铝有一定支撑，但基本面矛盾并不强烈，因此铝价处于20500-21000之间震荡运行。面对着特朗普的关税政策以及其他不确定性，资金短期不敢贸然在有色领域进行下注。预计大选前铝价会继续维持区间震荡运行，大选当天前后预计波动会有所抬升，后续随着市场对于远期不确定性担忧的消除，铝价预计会摆脱区间行情而选择新的方向。

图表 23：国内铝材出口至美国数量与占比



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 24：沪伦比走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4.3、铅锌

大选交易对有色金属的影响涉及到方方面面，各领域对有色多空影响不一，我们需要把握交易的核心。就目前来看，**特朗普交易的核心是再通胀**，无论是关税、移民、制造业回流都是逆全球化的表现，都可能从供应端推升通胀；同时弱联储的表态也使得美联储后市降息路径存在一定不确定性，间接导致存在美国经济存在滞涨的可能性，

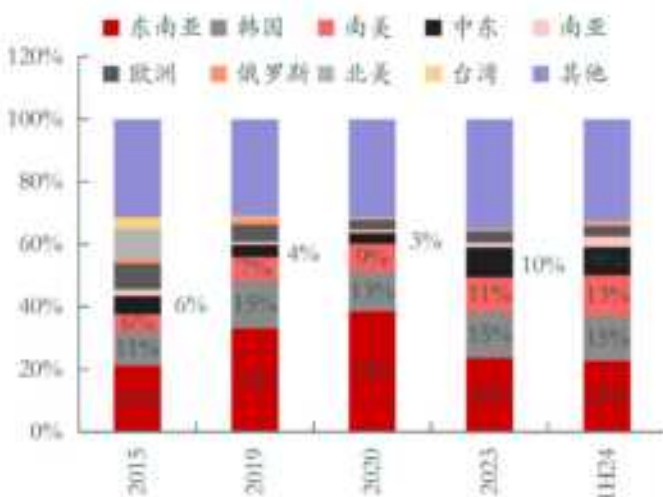
若特上台则资产价格可能迎来高波动时刻。**哈里斯交易的核心是现状的延续**，哈里斯本人并没有推出魄力十足的新政，更多是拜登政府政策的延续，这意味着如果她上台，市场会更多关注现实经济数据的表现，对锌铅等基本金属价格的影响将较为平淡。

关税对于国内铅锌出口的影响：60%关税确实会极大程度上阻碍我国制造业产品流往美国，但我们认为关税的交易因品种不同而有所差异，交易节奏也将比较复杂。一方面，目前市场把关税落地的时间预期定在明年二季度左右，在此之前，市场将就交易高关税还是抢进口做出抉择。另一方面，对于锌和铅来说，从贸易战起，锌铅制成品就开始从欧美地区转移至东南亚国家，后续又将余量分散至一带一路各国。

对于锌初端制成品而言，2023 年我国镀锌制品的出口量占到镀锌产量的约 16%，是三大初端下游中占比最为显著的领域。反直觉的是，2015 年后，我国发往北美的镀锌板卷就持续下降，2019 年这一占比就已仅有 0.1%，贸易战之后发往美国的镀锌制品进一步下降，因而关税对初端镀锌制品的出口影响或相对较弱。

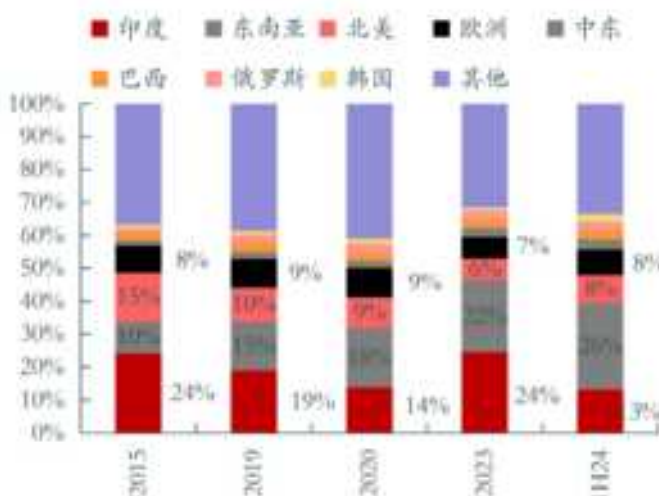
对于终端产品，例如占终端需求比共约 30% 的家电和汽车来说，关税政策确实会对这两者产生比较大的影响。今年 1-9 月，我国有约 12% 的整车汽车出口至北美洲，占汽车总需求比例的约 1.5%；美国仍是我国家电出口的主要地区，占家电总需求比例约 3.6%，合计约影响锌锭耗量约 5 万吨，占总需求的 1%。在产业链加速转移的趋势下，这部分需求应当能被其他增量地区，例如一带一路国家所消化。

图表 25：镀锌板卷历年出口分地区占比



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院
*HS 编码 72104990

图表 26：铅蓄电池历年出口分地区占比

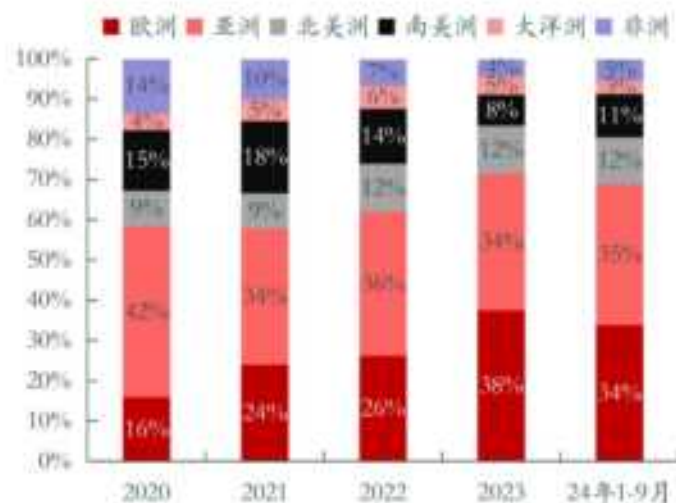


资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

对铅来说，运往北美的铅蓄电池出口占比约 8%，但近年来铅蓄电池的出口增量早已从转移至一带一路国家，非金融投资等领先指标与我国铅蓄电池出口量相关性较高，即便后续蓄电池出口掣肘于美国关税，但由于基数和增量原因，预计其余地区的增量也将会弥补这一部分的缺口。

国内财政力度可能因关税而进一步放大，对锌铅均为利多。由于60%的制裁，我国有望出台更加积极的财政政策来对冲这一部分外需的下滑。如果对交易节奏进行猜测，特上台后可能会率先对国内商品形成冲击，但若政策力度继续超预期，则国内基本金属可能会出现更强势的反弹，由于大选和人大召开时点前后间隔较短，市场交易逻辑切换或较为迅速，甚至可能直接忽视前者的冲击。

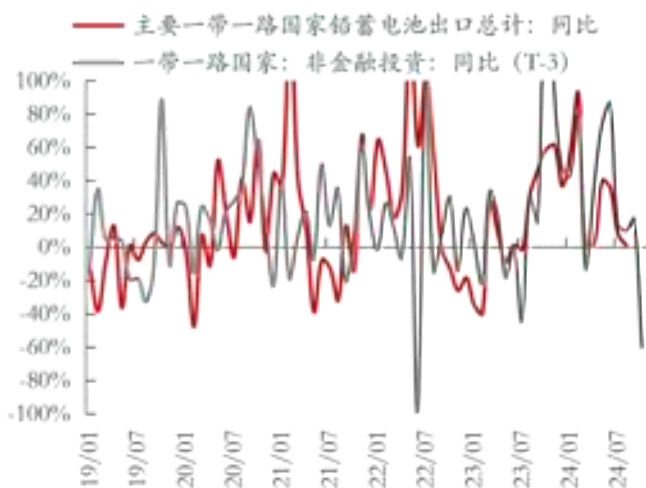
图表 27：2020~2024 年汽车出口分地区占比



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

*HS 编码 72104990

图表 28：一带一路国家是铅蓄电池出口的主要增量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

特朗普和哈里斯都秉持大财政的态度，但特朗普提案中的减税延期计划对通胀的提振作用可能更大；移民方面，移民政策收紧将限制劳动力供应，有望从供应端进一步抬升工资和通胀；弱监管方面，美联储的独立性可能受到挑战，这将导致联储后续的降息节奏充满不确定性，而在关税、移民等强化再通胀政策的影响下，联储控制通胀的难度将再上台阶；基建方面，特朗普提出的大基建将明显利好锌等基本金属的海外需求。

策略建议：

我们认为特朗普胜选对锌铅的影响中期偏多，影响程度锌大于铅。大选结果在短期会明显提升锌的波动率，中期维度可能对锌是偏多的影响，而铅波动率虽也会有所放大，但其本质上是国内基本面定价的品种，因而受到影响可能更小。虽然市场较为担忧关税对基本金属的冲击，但国内政策存有对冲预期，需注意交易节奏的切换。策略方面，锌：单边短期建议减仓规避宏观和事件扰动风险，中期推荐关注逢低买入机会；套利角度，比价回落后内外反套盈亏比再度回归，高价累库使得需求存在后置释放可能，推荐关注内外反套机会。铅：单边中期维度关注逢低买入机会；套利角度，建议关注远月正套和内外反套机会。

4.2、镍

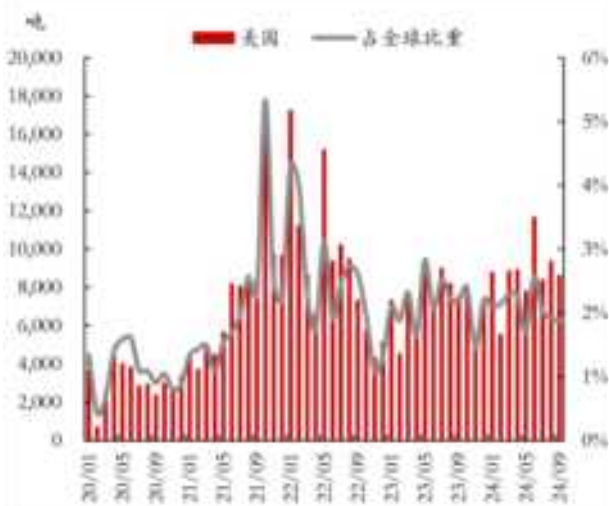
根据 polymarket 数据，截止 10 月 31 日对美国大选预测中，特朗普当选胜率高达 63% 左右，而哈里斯为 37% 左右。**特朗普政策发力点在于采取低利率+低税率，倾向于保护本土贸易并支持制造业回流美国**，以此推测，特朗普上台会推高国内再通胀风险，从而助推大宗商品整体价格走势，同时削弱美联储独立性，我们认为将会给予降息路径一定干扰，后续市场波动预期加剧；**而哈里斯更注重政府在经济发展中的作用，主张对富人和大公司征收较高税收，以增加社会福利、环境保护等**，其上台后更多是先有政策的延续，因此从哈里斯上台这一因素出发来看，对镍价的影响相对较小。

我们将从宏观和基本面两个角度出发，来综合判断美国大选对镍价走势的影响。

宏观角度，以特朗普为代表的共和党倾向于采取财政货币双宽松政策，本身对于有色金属板块存在流动性方面的利好，而在美元宽松的环境下，人民币汇率贬值压力降低，国内可操作政策空间将会放大以刺激经济增长和需求回暖，我们预期将有增量财政政策出台以刺激市场，短期内市场情绪将受提振。但是，特朗普更为激进地对中国商品增收 60% 关税及属地原则，大概率将导致美国二次通胀并通过贸易摩擦影响全球经济增长，滞胀压力的增大或阻碍美联储降息脚步，中期来看对镍价形成压制。

基本面角度，逻辑一：60% 关税利空镍需求？影响有限。在对特朗普上台进行交易，市场较为关心的便是对中国所有商品征收 60% 的关税，主要在需求端会对镍产业形成扰动。首先在不锈钢方面，我们看到今年 5 月份美国 USTR 便对部分不锈钢产品关税提升至 25%（此前为 7.5% 的附加税），从 8 月 1 日起执行，从市场表现来看，出口量并未受到显著影响。根据海关总署数据，2024 年 9 月中国出口不锈钢合计 45.85 万吨，其中出口至美国达 0.96 万吨，占比约 2.1%，综合近期数据来看，自 22 年月起中国不锈钢出口结构中，美国占比均在 1-3% 之间，定量测算年耗镍量约在 8000 多金属吨，占中国原生镍消费量不足 0.4%。进一步地，考虑到出口至墨西哥、哥伦比亚及加拿大的不锈钢会转口美国，综合计算下来四地总出口占比也仅有 6% 左右。

图表 29：中国不锈钢出口至美国占比约 2%



资料来源：海关总署，东征衍生品研究院

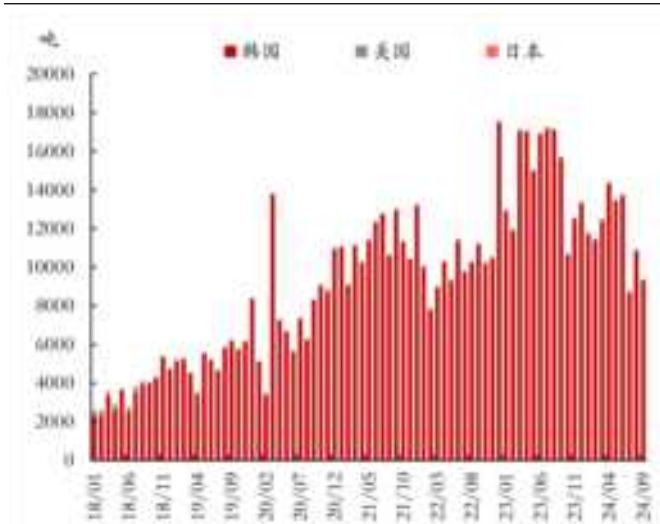
图表 30：中国不锈钢转口至美国占比约 6%



资料来源：海关总署，东征衍生品研究院

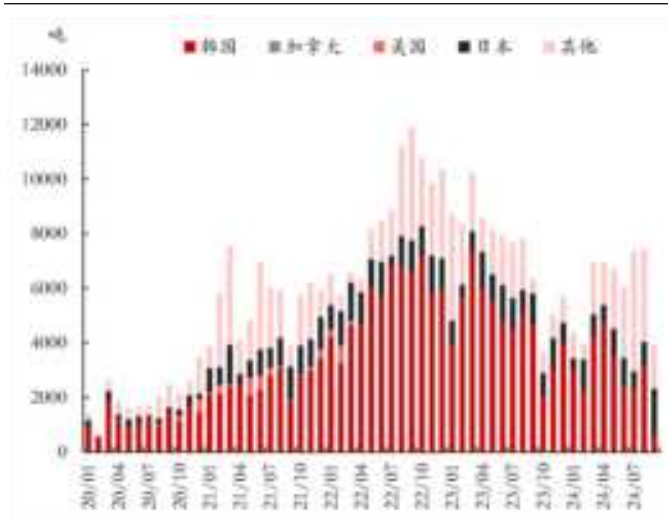
而三元电池方面，今年5月美国在原有对华301关税基础上，进一步将电动汽车整车税率由25%提高至100%；动力电池以及材料关税由7.5%提高至25%，对于边际变化来看，新能源汽车关税已超出60%，进一步提高关税可能集中影响在于动力电池及材料领域。从出口数据表现来看，年内纯电动车出口至美国的量级同比有显著下滑，但从绝对数据来看，2023年出口至美国市场不到1.1万辆，占比不足1%，2024年占比中枢甚至有所下滑，同样在前驱体及正极材料方面，整体出口至美国的占比也较少，需求端影响相对有限。

图表 31：NCM 前驱体分国别出口情况



资料来源：SMM，东征衍生品研究院

图表 32：NCM 正极材料分国别出口情况



资料来源：SMM，东征衍生品研究院

逻辑二：国内政策刺激经济回暖对镍供需改善如何？不容乐观。反观国内来看，美国极端的关税政策或令中国政府出台更强刺激以弥补需求缺口，目前镍下游主要消费仍集中在中国，我们认为中期来看，房地产及基建领域在政策拖底下将逐步企稳复苏，并带动不锈钢需求边际回暖，预期未来不锈钢需求端增速将在3.6%-6.4%，但镍产业的核心矛盾在于需求端边际回暖无法真正改变供需过剩格局，根据百川盈孚数据，目前国内镍铁开工率不足30%，印尼也仅在70%左右，需求边际回暖将首先给予高成本产线复产机会，从而加剧存量产线的博弈，价格走势难以形成正反馈。

策略建议：

我们认为美国大选尤其特朗普上台对镍短期内影响偏多，中长期仍是空配品种。核心逻辑在于：美国再通胀将刺激有色金属整体回升，以及国内预计会出台更为强力的政策以对冲高关税带来的需求下滑，短期内宏观情绪预期助推镍价上涨。而从中期来看，镍的需求端锚定国内，本质上是国内基本面定价的品种，出口美国占比较小，因此关税政策对其影响不会太大；此外，国内政策底显露，助推房地产等领域边际回暖，但我们认为镍产业供需格局在中期难以真正逆转。策略方面，单边短期建议关注逢低买入机会，中期仍以偏空思路对待；内外方面，若特朗普上台，市场对抗再通胀

的预期以及美国进口成本增加均导致美元指数有上行压力，对 LME 镍压制程度大于沪镍，建议关注内外反套机会。

4.5、工业硅

美国大选主要通过光伏产业链政策对工业硅价格产生影响，主要体现为两个方面：一是两党在新能源方面不同的立场将借由《通胀削减法案》影响美国光伏市场需求；二是通过关税政策影响中国光伏出口。

(1) 《通胀削减法案》与美国光伏市场需求

《通胀削减法案》（Inflation Reduction Act, IRA）是 2022 年美国总统拜登签署的一项重要法案，计划提供高达 3690 亿美元的补贴用于扶持包括本土光伏产品在内的清洁能源产业。政策以财政性税收抵免为主，包括投资税收抵免（ITC）和生产税收抵免（PTC）。

对于光伏项目开发商而言：ITC 意味着开发商可基于初始投资成本获得 30% 的基础投资税收抵免，并在满足特定条件后，最高获得 40% 的额外投资税收抵免，税收抵免能在项目初期兑换为现金；PTC 意味着开发商亦可选择按照每年发电量获得税收抵免，2024 年 PTC 补贴最高达 3.3 美分/千瓦时。当前 ITC 仍是光伏开发商的主流补贴选择。

对于光伏产品制造商而言：ITC 将为制造商厂房和设备的初始投资提供最高为 30% 的税收抵免。PTC 则为成功销售给第三方的本土光伏产品如多晶硅、硅片、电池、组件、背板、逆变器跟踪支架提供巨额补贴。PTC 将会是光伏制造商的主流选择。

图表 33：《通胀削减法案》中的投资税收抵免

条款		户用	工商业&地面	
			<1MW	>1MW
劳工要求		-	-	满足 不满足
基本补贴		30%	30%	30% 6%
本土制造		-	10%	10% 2%
能源社区		-	10%	10% 2%
低收入补贴（二选一）	低收入社区或印第安人土地	-	10%	10% 10%
	低收入住宅建设或经济福利项目	-	20%	20% 20%

资料来源：SEIA，东证衍生品研究院

图表 34：《通胀削减法案》中的生产税收抵免

环节	单位	2023-2029	2030	2031	2032
多晶硅	美元/kg	3	2.3	1.5	0.8
晶体硅片	美元/m ²	12	9	6	3
晶硅/薄膜电池	美元/Wdc	4	3	2	1
组件	美元/Wdc	7	5.3	3.5	1.8

资料来源：SEIA，东证衍生品研究院

若哈里斯上台，则将延续《通胀削减法案》，从而利好美国光伏行业发展。而若特朗普上台，《通胀削减法案》则存一定隐忧。特朗普曾较为支持传统化石能源，在其第一届任期内退出《巴黎气候协定》，也曾表示“如果重回白宫，将在就职第一天废除IRA。”但近期，特朗普对于新能源的观点有所变化，比如9月的电视辩论中，特朗普表示自己是“太阳能的忠实支持者”。

我们认为即使特朗普上台，完全废除IRA的可能性也较低，主要是因为：（1）IRA已经深入美国经济的关键部门，对于带动就业和解决社会矛盾有相应成效；（2）IRA对于清洁能源和工业生产的拉动大多集中在红州和摇摆州，如得克萨斯州、佛罗里达州、佐治亚州分别获得1310、620、160亿美元的IRA补贴；（3）修改或废除IRA法案需要国会两院一致通过，增加了修改和废除的难度。

因此，无论是哈里斯上台还是特朗普上台，《通胀削减法案》延续的概率都较高，在此背景下，美国大选对和美国光伏市场需求的影响将成中性。除非出现极端情况，即特朗普上台并废除《通胀削减法案》，则会利空美国光伏市场需求，进而利空工业硅价格。

（2）关税与中国光伏出口

美国已经对中国光伏产品制定了高额关税，两党在光伏产品贸易壁垒问题上立场并无明显差异。

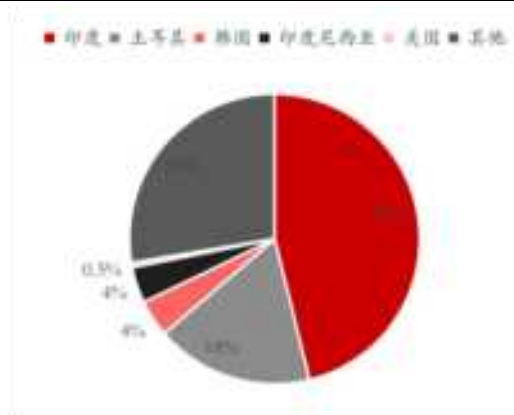
光伏贸易壁垒始于2012年的双反，彼时美国向中国大陆出口的光伏电池/组件征收14.78%-15.97%反补贴税，18.32%-249.96%的反倾销税。2015年，针对试图在中国台湾地区规避双反的光伏企业，美国对中国大陆厂商的反补贴税提升为27.64%-49.79%，反倾销税提升为26.71%-165.04%，台湾地区厂商的反倾销税11.45%-27.55%。

此后便是特朗普政府于2018年贸易战之际提起的惩罚性关税。2018年1月美国启动201条款，对进口美国的光伏电池/组件额外征收30%关税，持续4年每年递减5%。其中，每年2.5GW的电池拥有豁免权，双面组件几次经历被豁免。2018年7月特朗普政府启动301条款，对从中国进口的光伏电池/组件征收额外25%的关税。

拜登政府上台后，美国光伏贸易壁垒并未减少。2022年2月拜登政府宣布201关税延期4年至2026年，税率调至14.75%，每年递减0.25%，电池豁免额度上调至每年5GW，双面组件继续豁免。2022年5月，原将到期的301关税启动法案复审程序，关税继续展期。2024年5月，美国政府公布301关税复审结果，从中国进口的光伏电池/组件税率进一步提升至50%，多晶硅/单晶硅片也将在从2025年起征收50%关税。此外，2022年6月美国开始实施涉疆法案（UFLPA），若无法证明非“强迫劳动”，禁止一切来自新疆的进口商品，此后所有进口美国的光伏产品都需要提供溯源，以证明与新疆无关。

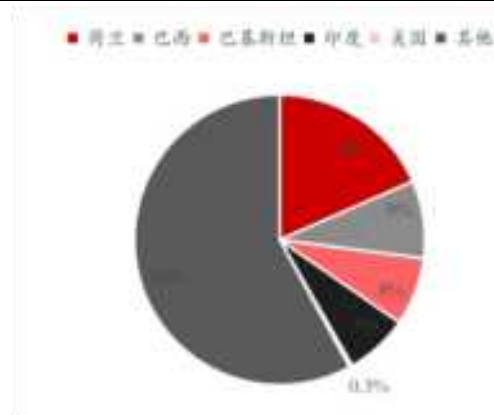
由于严苛的关税条件，从中国直接出口至美国的光伏产品极少。2024年1-9月，中国出口至美国的电池片、组件仅占总出口金额的0.5%、0.3%。即使特朗普的第二任期内提议对中国进口商品征收高达60%的关税，对中国光伏出口也已几乎没有影响。而为了规避关税影响，国内光伏企业多向东南亚地区转移电池、组件产能。因此，未来出口问题的核心仍在于东南亚。

图表 35：中国光伏电池片出口金额占比



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 36：中国光伏组件出口金额占比



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

2022 年 3 月，拜登政府对柬埔寨、马来西亚、泰国、越南四国进口的光伏电池/组件提起反规避调查。2023 年 8 月，反规避调查终裁出炉，东南亚四国出口的电池/组件面临最高 254.19% 的双反税。但由于美国本土和其他国家产能不足，因此美国政府提供 2022 年 6 月至 2024 年 6 月的两年豁免期。2024 年 4 月美国针对东南亚四国开启新一轮双反调查，10 月美国商务部公布反补贴初判结果，各厂家反补贴税率在 0.14%-292.61% 不等，其中中国企业晶科、天合、晶澳、中润等反补贴税率在 0.14%-8.25%。反补贴税率较低，整体影响并不大，但通常反倾销税率将远远高于反补贴税率，因此东南亚双反实际影响仍需等待 11 月反倾销初判结果。

综合来看，无论是民主党还是共和党上台，后续都将对东南亚光伏出口增收反倾销税，特朗普政府或导致整体关税水平更高。一方面，中国光伏企业通过东南亚产能对美销售电池/组件的态度将趋于谨慎，出货规模受到抑制，利空工业硅的价格。另一方面，关税导致美国本土光伏装机成本抬升，也利空美国光伏需求。

策略建议：

市场普遍认哈里斯力保新能源发展，而特朗普更支持传统能源。若特朗普上台，或从情绪上利空新能源金属。而从实际政策走向上来看，美国大选无论是谁当选，对于现有光伏相关政策的基调都不会改变，《通胀削减法案》刺激美国光伏市场发展，但通过关税政策企图将中国供应链排除在外，强调美国本土制造，对中国光伏产业链产生利空。叠加工业硅基本面不支持价格的大幅上涨，整体上我们认为工业硅价格震荡偏弱的可能性更大。策略上，建议关注工业硅逢高布空机会，左侧布局注意仓位管理。

5、黑色金属重点品种点评

5.1、钢材

钢铁：特朗普当选将不利于制造业出口，仍需关注国内对冲政策。

美国大选对于黑色金属的影响相对较为复杂和间接。若特朗普再度当选美国总统，并对从中国进口商品加征 60% 的关税，对于终端制造业出口将会造成比较明显的冲击。从 2018 年贸易战后黑色整体表现看，对价格和制造业需求偏负面，但冲击程度比较难以进行量化。首先从总量角度看，在黑色终端中，直接和间接出口规模在近年来大幅提升，2024 年预估间接出口（即制造业终端和金属制品出口）规模将占终端需求 10% 以上。但同时，诸如汽车、家电等产品的出口目的地的结构性变化也比较明显，虽然欧美仍是非常重要的出口目的地，但向亚洲尤其是东南亚地区的出口明显增加，未来的结构性转移预计也仍会延续。在美国加征大幅关税的同时，向其他地区的出口转移也将分流一部分负面影响。

另外，在美国大选结果接近明朗的情况下，市场更为关注国内稳增长政策的空间。11 月初人大常委会会议预计也将对今年增量财政政策进行审议。市场普遍预期财政发力的空间较大。不过我们认为目前财政政策依然更多针对于国内现有问题，包括地方政府化债和房地产去库存，对新增投资的增量资金支持预计会比较有限。同时，受制于项目收益率要求，增量资金投向传统基建领域的比例也会受限。因此，我们认为明年国内基建需求的改善仍会相当温和。

整体来看，从钢材需求角度，特朗普当选对外需不利影响比较确定，国内政策的发力会对冲一部分外部影响，并持续给市场相对积极的预期。但从实际效果看，受制于国内化债等因素的影响，加之汇率压力对财政政策空间的限制，基建发力程度也会较为有限。2025 年终端依然大概率延续小幅负增速，但从价格角度看，由于有政策持续发力预期，以及考虑人民币贬值对成本端影响，价格表现将更为波折。

5.2、铁矿石

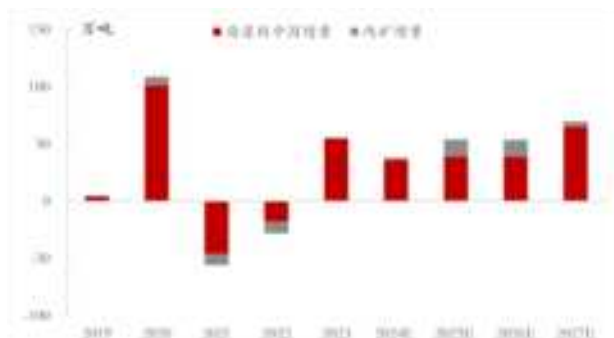
铁矿石：供应端或有扰动，强化边际成本支撑。

美国大选或从供应扰动增加，国内需求被动托底两个维度影响铁矿供需，强化铁矿石在 80-90 美金中期成本位置支撑。

供应方面，2024 年以来，全球铁矿石海漂矿供应预计增加 4800 万吨，2025 年预计增加 5200 万吨。其中，2024 年约一半的供应增量源自印度、南非、乌克兰、伊朗等非主流国家。伴随矿价回归 100 美金附近，以及发货端不稳定，这部分非主流矿山发货后期预计难以继续增加。2025 年全球海漂矿增量预计回归澳洲、巴西等传统主流产区。供应端增量集中叠加美国大选扰动，主要供应来源扰动波动性增加。

需求层面，外部需求风险加剧后增加国内需求托底概率和必要性。9-10 月份以来，伴随基建资金改善、以旧换新政策落地，国内钢材需求降幅明显收窄。2024 年，中国钢材总需求预计在 -2%~-3%，2025 年预计缩窄至 -1%~0%。供应不确定性增加，需求降幅预计收窄，或共同夯实矿价中期在 80-90 美金中期成本位置支撑。

图表 37：铁矿石长期供应预估



资料来源：Wind、东证衍生品研究院

图表 38：铁矿石发货量季节性



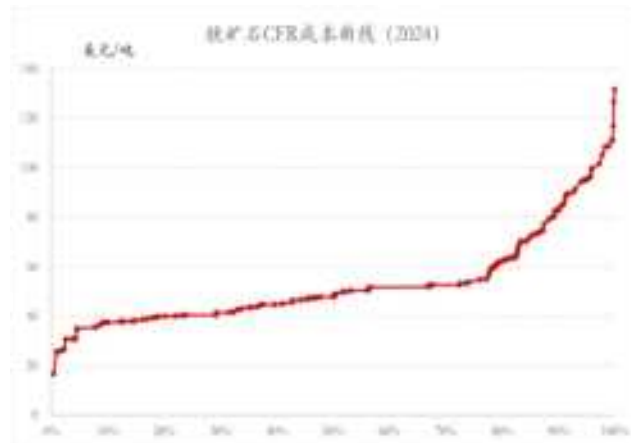
资料来源：Wind、东证衍生品研究院

图表 39：国内粗钢产量（拟合）季节性



资料来源：Wind、东证衍生品研究院

图表 40：铁矿石成本曲线（2024）



资料来源：Wind、东证衍生品研究院

5.3、航运

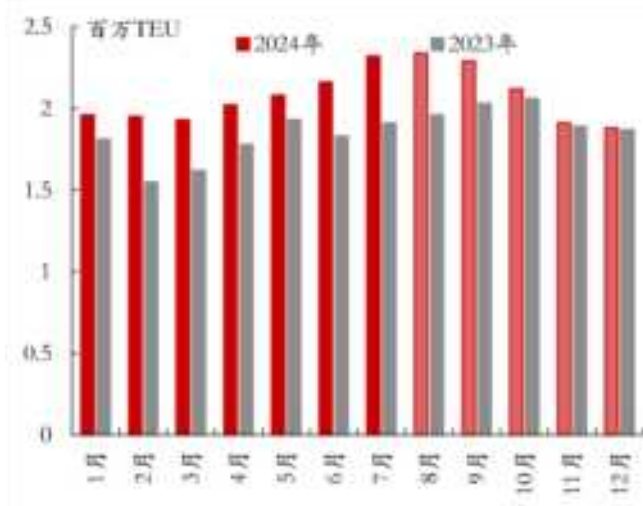
特朗普在演讲和媒体采访中多次声称，将对所有外国制造商品普遍征收 10% 的进口关税，对中国商品有针对性的征收 60% 的进口关税，对所有汽车征收 100% 关税。如果特朗普再度上台，全球贸易格局面临重塑，集运市场也将在贸易再平衡的过程中受到冲击。

2018 年中美贸易摩擦前车之鉴的存在，市场在今年早些时候已经着手应对美国大选的不利变动。“抢出口效应”在 5 月就已初见端倪，二季度以来，美国集装箱到港规模激增，零售和批发库存迅速回补。最新库存水平显示，补库周期仍未结束，一旦特朗普大选获胜，新一轮抢运或将迅速启动，对北美集装箱需求形成支撑。考虑到政策的滞后效应，抢运的时间窗口将会非常充裕，需求压力或被平滑至多期。此外，6 月以

来，跨太平洋航线新增大量运力，即便抢出口再现，供应压力相对可控、溢出至其他航线的可能性偏低。预计美国大选短期对欧线的实际影响有限。

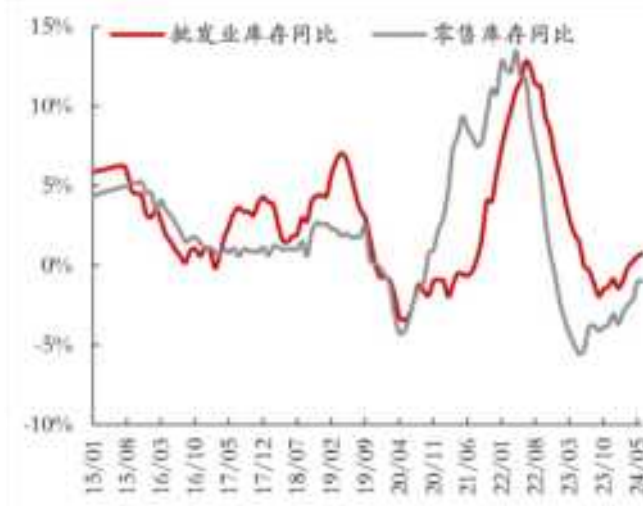
中长期来看，美欧贸易摩擦加剧，将对欧洲经济形成巨大冲击。美国是欧洲的主要出口国，出口占比甚至超过中国，10%关税的全面加征将导致欧元区GDP下降1%。即便美欧协商得以避免贸易战发生，但前提必定是欧洲对美国在其他利益上的让渡，经济前景依然悲观。此外，特朗普上任意味着更高的不确定性，不确定性将提高消费者的储蓄意愿，拖累欧洲消费的修复。因此，一旦特朗普再度当选，欧线集装箱需求将陷入更加黯淡的前景，欧线远期供需和运价将承压。

图表 41: NRF 美国集装箱进口规模及预测



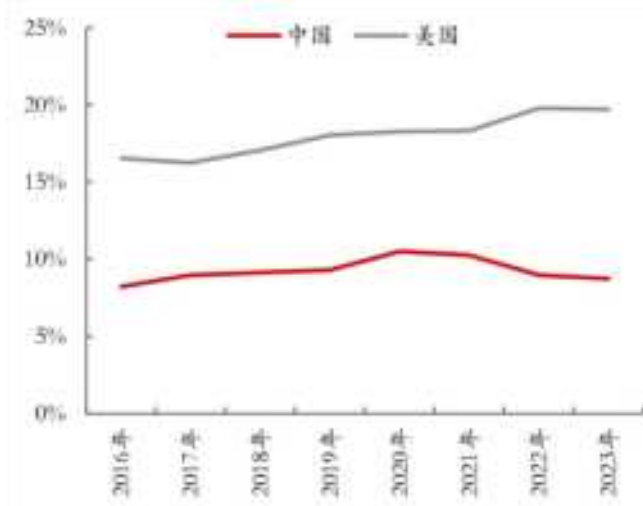
资料来源: NRF, 东证衍生品研究院

图表 42: 美国零售和批发实际库存规模变化



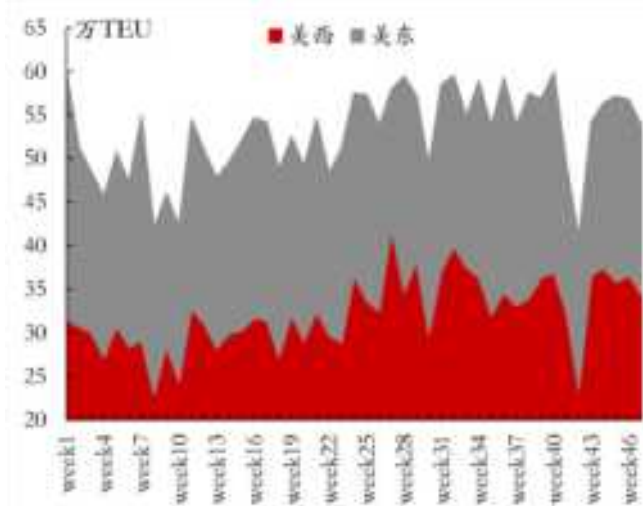
资料来源: BEA, 东证衍生品研究院

图表 43: 欧盟对美国和对中国出口份额占比



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 44: 美东和美西航线周度运力



资料来源: linerlytica, 东证衍生品研究院

6、农产品重点品种点评

6.1、豆类

美国是全球第二大大豆生产国和出口国，仅次于巴西。中国是全球最大大豆进口国，虽然早在贸易战之前，我国自巴西进口大豆占比就超过美国，但进口美豆始终占有一席之地，中国是美国（和巴西）最大大豆出口目的地。正因为此，特朗普上一届任期内发生的中美贸易战，大豆是所涉及到的最重要的大宗商品之一；作为对美国的反制，中国对进口美豆加征关税，最终两国达成贸易协议，中国承诺从美国进口更多包括大豆在内的农产品也成了协议的重要组成部分。贸易战从2018年3月8日开始，到2020年1月16日结束，其中涉及到大豆的主要时间线如下。

- 2018年4月4日，美国发布加征关税清单；我国宣布对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税，实施日另行公布。
- 2018年6月15日美国宣布从7月6日起对340亿美元商品加征25%关税，同时就160亿美元商品加征关税开始征求公众意见。中方回应，自7月6日起对原产于美国的340亿美元商品加征25%关税（包括自美国进口大豆）。
- 2018年10月22日中国海关总署发文允许进口符合质量的印度菜粕，10月25日财政部取消豆粕出口退税，10月26日中国饲料工业协会批准发布《仔猪、生长育肥猪配合饲料》《蛋鸡、肉鸡配合饲料》两项团体标准，聚焦降低配合饲料蛋白含量。
- 2018年11月30日-12月1日中美两国领导人在阿根廷召开的G20峰会上会晤，“会谈进展顺利”，美国同意90天内暂缓原定于2019年1月1日起对中国2000亿商品征收关税由10%上调至25%的计划，中国在12月也分批开始重新进口美豆。
- 2019年2月21-24日两国在华盛顿进行第七轮磋商。随后特朗普表示将推迟3月1日上调中国输美商品关税的计划，中国承诺还将再购买1000万吨美国大豆，同时作为潜在贸易协定的一部分中国可能每年增加进口300亿美国农产品，包括大豆、玉米、小麦等，同时中国可能取消对进口美国DDGS征收的双反关税。
- 2019年9月起中国陆续对自美国采购大豆予以加征关税免除，10月市场传言中国有关部门召集国企、民营、外资油厂开会，计划发放1000万吨免加征关税美豆进口额度。
- 2020年1月16日中美签署第一阶段贸易协议：在2020年1月1日至2021年12月31日这两年内，中国应确保从美国购买和进口的制成品、农产品、能源产品和服务超过中国2017年基准金额不少于2000亿美元。

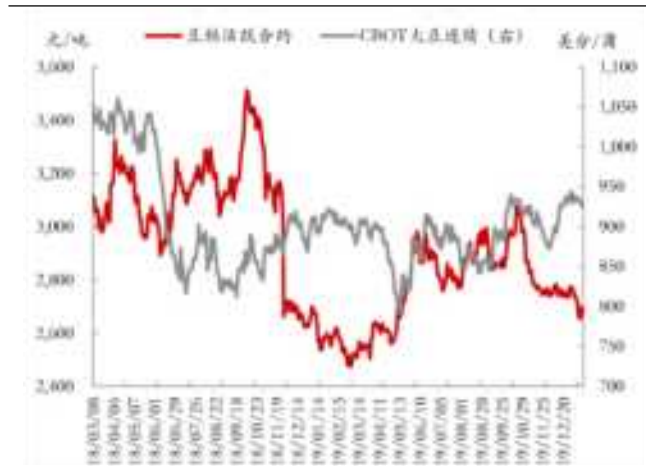
2018年贸易战爆发，期价明显表现为外弱内强。一方面，中国基本停止从美国进口大豆，美国出口锐减，平衡表迅速恶化，CBOT大豆大幅下跌。另一方面，国内豆粕飙升。从进口量角度，美国是中国进口大豆重要来源国，虽然占比小于巴西，但仍不可或缺。此外，由于分属南北半球，巴西和美国每年交替成为全球出口主力，每年四季度我国主要从美国进口，即使巴西下一季丰产预期强烈，也可谓“远水解不了近

渴”。从进口成本角度，对进口美豆额外加征关税毫无疑问增加美豆进口成本，不容忽视的是，巴西出口 CNF 升贴水报价也将随之水涨船高，导致我国进口成本全面抬升。再者，进口量下降、进口成本上升的情况下，豆粕的可替代性却较差。即便不考虑豆粕粗蛋白含量较其它杂粕更高、使用领域更广泛，仅从数量而言，任何一种杂粕都无法完全替代豆粕。

随着贸易战常态化，2019 年内外盘强弱关系出现了一些变化。市场仍然会交易中美两国关系变化，但 2019 年美国春播遭遇洪水导致大豆种植面积和产量显著下降，同时 2019 年 9 月起中国陆续开始对进口美豆加征关税免除；国内方面，2018 年 8 月起中国非洲猪瘟疫情蔓延并导致存栏锐减，直至 2019 年 10 月能繁母猪存栏才首次环比转正，这期间豆粕及进口大豆需求都有所下降，因此美豆走势转而强于豆粕。

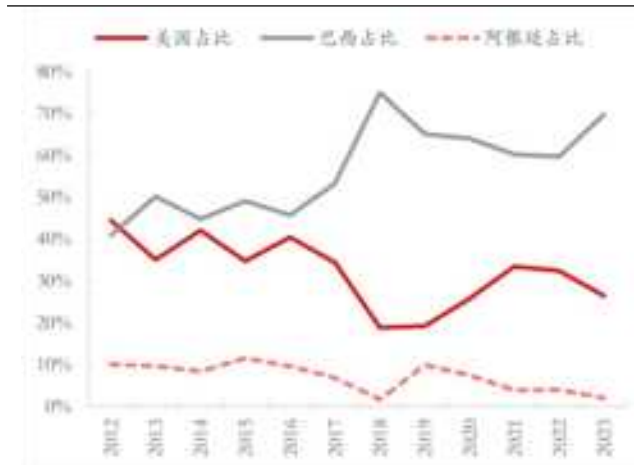
回到当下，如今美国总统大选在即，若特朗普当选并在明年上任后再次发起贸易战，豆粕走势仍可能强于外盘，逻辑同上。不过目前市场完全没有提前交易贸易战影响，一方面是因为政策具有高度不确定性，另一方面国内外供需形势和 2018 年期间也略有不同。首先，根据 USDA，2024/25 年度全球大豆期末库存和库存消费比将来到历史最高，全球供应十分宽松。巴西大豆种植面积和产量连年增加后，出口几乎可覆盖全年，中国对美国的进口依存度较 2018 年进一步下降。其次，近年来我国进口菜粕和葵籽粕等杂粕数量不断增加，意味着豆粕的替代品供应充足（当然未来进口菜籽量也受到中加关系影响）；且在大力推广豆粕减量替代多年后，若出现极端情况豆粕添加比下降完全具有可行性。因此，我们认为**短期供需面主导下，内外盘期价仍可能以偏弱震荡走势为主，后期密切关注美国总统大选结果及中美关系发展。**

图表 45：2018-2020 贸易战期间内外盘期价走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 46：中国自巴西进口大豆占比超过美国



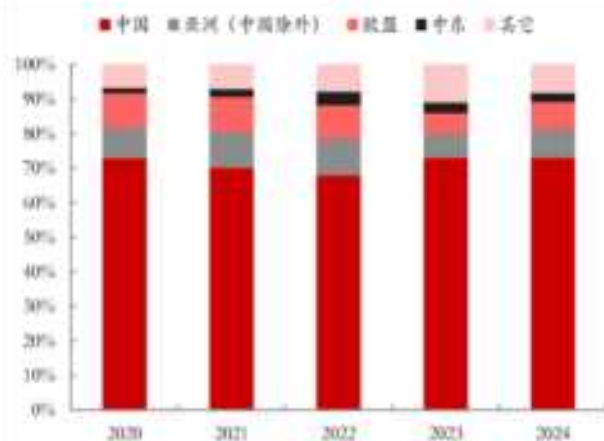
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 47: 正常年份美豆出口量中约 60% 运往中国



资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 48: 巴西大豆出口目的地 (截至 24 年 9 月)



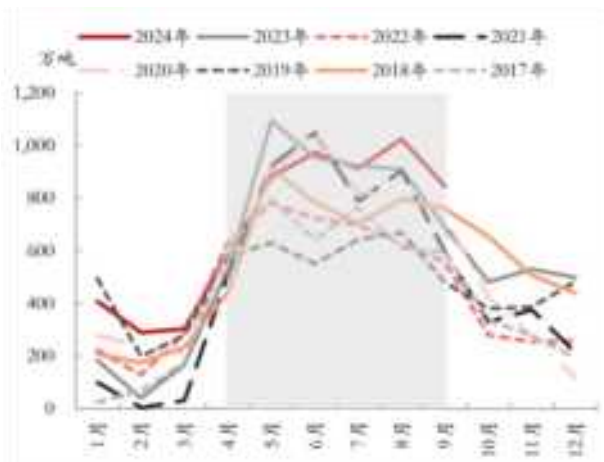
资料来源: ABIOVE, 东证衍生品研究院

图表 49: 11-3 月我国主要从美国进口大豆



资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 50: 4-9 月我国主要从巴西进口大豆



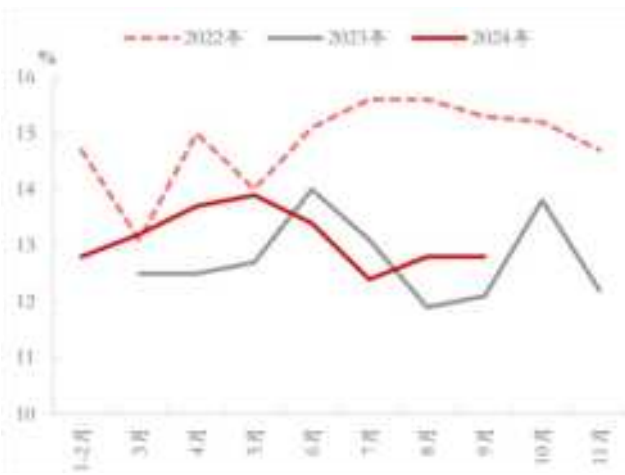
资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 51: 巴西 5 月船期 CNF 升贴水走势



资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 52: 豆粕平均添比



资料来源: 中国饲料工业协会, 东证衍生品研究院

6.2、棉花

(1) 中美贸易战—美对中国纺服产品加征关税、实施疆棉禁令

2018年美国前总统特朗普掀起了中美贸易战，在2018-2019年期间，美国对中国实施了三轮贸易战，分别为：第一轮，对涉及500亿美元的美国对中国进口商品加征关税，在2018年7-8月份加征了25%关税；第二轮，对涉及2000亿美元的美国对中国进口商品加征关税（涉及少量的纺服产品，约74亿美元），在2018年9月加征10%，到2019年5月又将加征关税从10%上调至25%；第三轮，对涉及2000亿美元的美国对中国进口商品加征关税（几乎涉及所有对美纺服产品），分清单A（约1200亿美元，涉及纺服中约80%的产品）、清单B（约1600亿美元，涉及纺服约10%多的产品）两批。其中清单A的商品自2019年9月1日起实施加征10%关税措施，到2019年9月又将加征的关税从10%提高到15%，之后由于中美第一阶段协议达成，2020年1月美对清单A商品商品加征的关税税率减半至7.5%。对第三轮清单B的商品一直未启动加征关税的计划。2020年拜登政府上台后，中美贸易战并没有结束。到目前为止，美国对进口来自中国的纺服产品仍保有7.5%-25%的关税加征，其中绝大部分是加征着7.5%的关税。且从2020年三季度开始，美国打着“人权”的幌子对中国疆棉进行制裁，制裁范围不断扩大，到2021年6月，美总统拜登签署了美国《维吾尔族强迫劳动预防法》，并从21年6月21日开始正式实施疆棉禁令，这导致美国进口中国棉制品份额大幅下降。

(2) 中美贸易战令美国进口中国纺服比重下滑

自2018年中美贸易战开启迄今的7年时间里，美国对纺服的进口量中，来自中国的占比从2017年的49%下降至33%，其中棉制品下降明显，从2017年的32%下滑至21%-22%，美国对中国疆棉禁令也起到了助推作用，中国份额的下降空间基本被东南亚纺织国所填补。不过，据WTO的数据，在2017-2022年期间，美国纺服进口在全球进口贸易中所占的比重变化不大，呈现持稳略抬升的情况，纺织品、服装进口额分别占全球进口贸易额10%和18%左右。

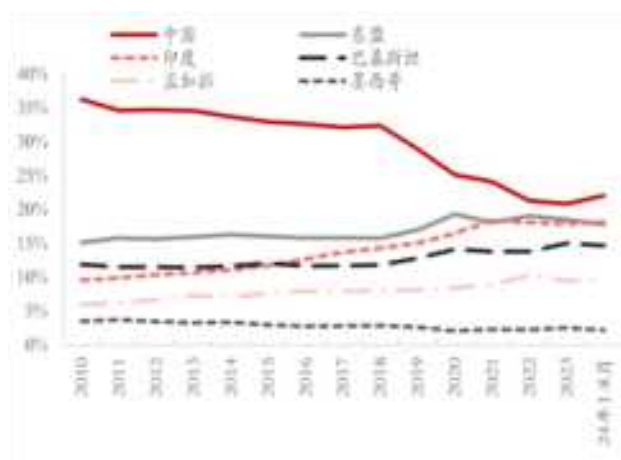
中国纺服在国际市场仍占据绝对的领先地位。据WTO的数据，2017-2022年期间，中国纺织品出口占全球出口的比重从37%上升至42%，这一方面或与全球新冠疫情爆发导致的口罩、防护服等化纤类防疫纺织品需求增长有关；另一方面，美国对中国疆棉禁令以及关税的加征或导致中国化纤类纺织品转口贸易需求增加，其他国家从中国进口化纤类纺织品，然后再出口至欧美国家。但服装出口占全球比重有所下滑，而实际上这从2015年开始就在不断下滑了，这背后是中国纺织服装产业链逐步外移，尤其是向东南亚国家迁移的结果，2018、2019年的贸易战一度加剧了该趋势，但2020年后出现了企稳略抬升的局面，这或与疫情有关。中国服装出口占全球比重在2015年为38.5%，到2022年为32%。

图表 53：美国纺服进口来自中国的占比



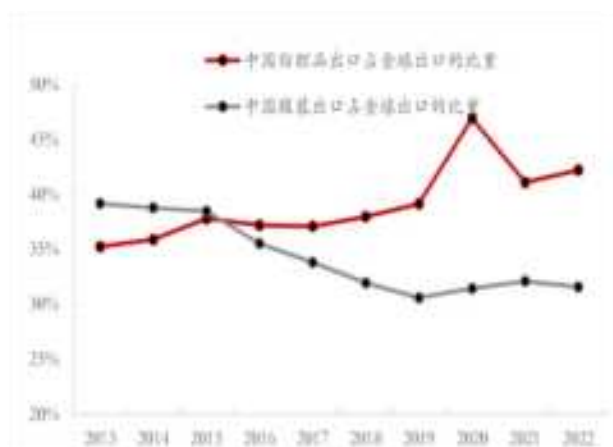
资料来源：ITC，东证衍生品研究院

图表 54：美国棉制品进口来源国占比



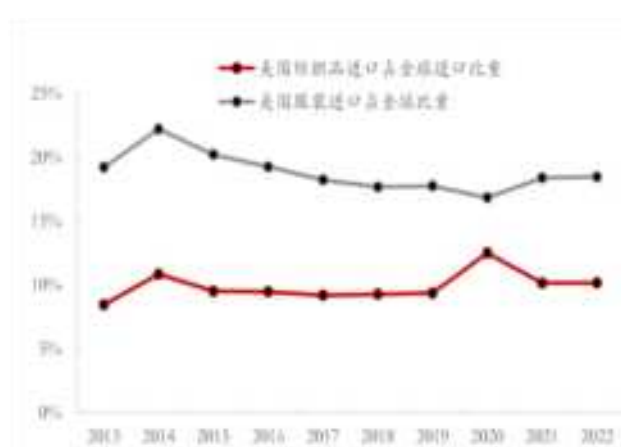
资料来源：ITC，东证衍生品研究院

图表 55：中国纺织品和服装出口占全球出口的比重



资料来源：WTO，东证衍生品研究院

图表 56：美国纺织品和服装进口占全球进口的比重



资料来源：ITC，东证衍生品研究院

(3) 中美贸易战令中国纺服的出口市场结构发生改变

中国服装服装的出口市场方面，至东盟及“一带一路”国家的比重近年来快速抬升，其中，至东盟的比重从2017年的12.9%提升至2023年的17%，已超过欧美，成为中国纺服出口最大的目的地。出口至“一带一路”国家的比重已升至4成。但出口至“欧盟27国+英国”、日本的比重却呈现出下滑趋势，这或与其经济环境欠佳有关。而美国的出口比重则相对平稳略降，2023年在16%，较2017年时下降约1个百分点。综合来看，对东盟及“一带一路”国家出口的增加有利于稳定中国的出口市场，在一定程度上帮助对抗美国的打压、削弱欧美日市场缩小的影响，但到目前为止，美国仍是中国出口最大的单一市场，其需求情况对中国纺服出口影响仍然巨大。

图表 57：中国纺织服装出口市场结构变化

品类	出口地区	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月
服装	东盟	5.7%	6.5%	6.4%	7.8%	8.0%	9.7%	9.8%	9.3%
	欧盟 27 国+英国	23.0%	22.9%	22.4%	24.7%	23.1%	22.3%	19.7%	21.0%
	一带一路				23.4%	24.1%	26.7%	29.0%	42.0%
	美国	20.9%	22.3%	21.6%	21.3%	23.4%	21.8%	21.1%	22.7%
	日本	10.1%	10.3%	10.1%	9.9%	8.5%	8.3%	8.0%	7.4%
纺织品	东盟	23.3%	23.5%	24.4%	18.5%	24.3%	26.5%	25.5%	26.7%
	欧盟 27 国+英国	11.4%	11.3%	11.1%	20.6%	11.7%	10.1%	9.9%	10.1%
	一带一路				38.5%	49.8%	53.8%	54.3%	66.7%
	美国	11.2%	11.5%	10.4%	16.3%	11.5%	10.1%	10.0%	10.5%
	日本	3.9%	3.9%	3.8%	5.1%	3.7%	3.6%	3.3%	2.9%
纺织服装	东盟	12.9%	13.8%	14.4%	13.4%	15.4%	17.4%	17.0%	17.4%
	欧盟 27 国+英国	18.2%	17.9%	17.4%	22.5%	17.9%	16.7%	15.2%	15.9%
	一带一路				31.3%	35.8%	39.1%	40.6%	40.7%
	美国	16.9%	17.7%	16.6%	18.7%	18.0%	16.5%	16.0%	17.0%
	日本	7.6%	7.5%	7.3%	7.4%	6.3%	6.2%	5.8%	5.3%

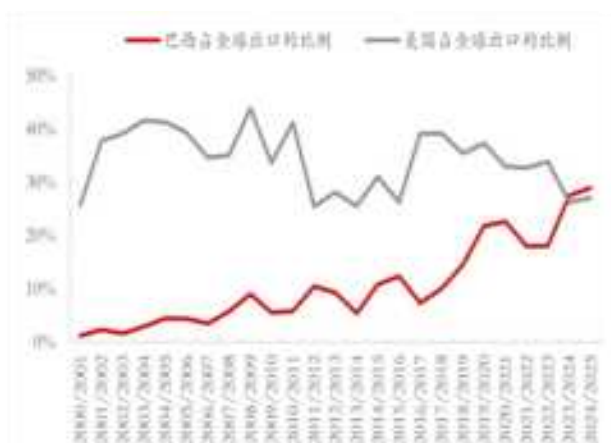
资料来源：中国纺织品进出口商会，东证衍生品研究院

（4）美棉出口至中国的比重上升，而中国棉花进口来自美国的比重下滑

美棉出口对中国的依赖度加大。美棉出口至中国的量占其总出口量的比重在 18/19 年度降至 10% 的低位后，随着第一阶段协议的达成，中国取消加征的美棉关税，增加对美棉的进口，中国占美棉出口市场的比重回升至 30%，甚至 23/24 年度因国储轮入外棉，这一比重甚至增至了 40%。

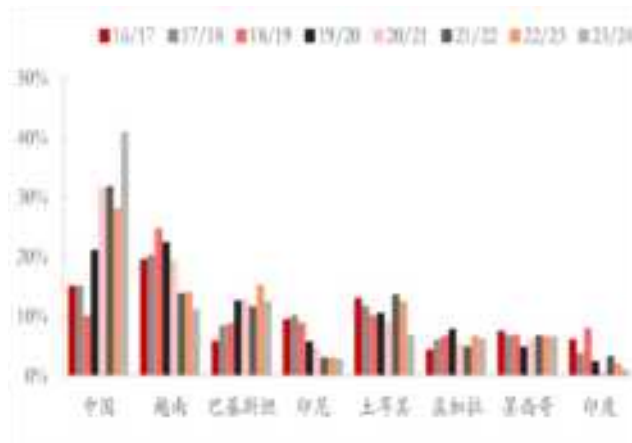
中国的棉花进口来源国里，美国正在逐步失去“一家独大”的地位。随着巴西种植面积及产量的增加，目前巴西出口供应已赶超美国，中国也成为其最大买家。在中美贸易战持续的这几年，中国年度棉花进口量中，来自巴西的占比从 2017 年的不到 10%，快速提升至 30%。来自美国棉花的进口比重虽然仍稳居 40% 左右，但正面临着即将被巴西赶超的境地。在 2024 年 1-9 月份，中国累计进口棉中，来自巴西的进口比重已然超过美国。巴西棉花产量及出口供应的扩大，有利于稳定中国的原料供应链。

图表 58：美国及巴西棉花出口占全球的比重



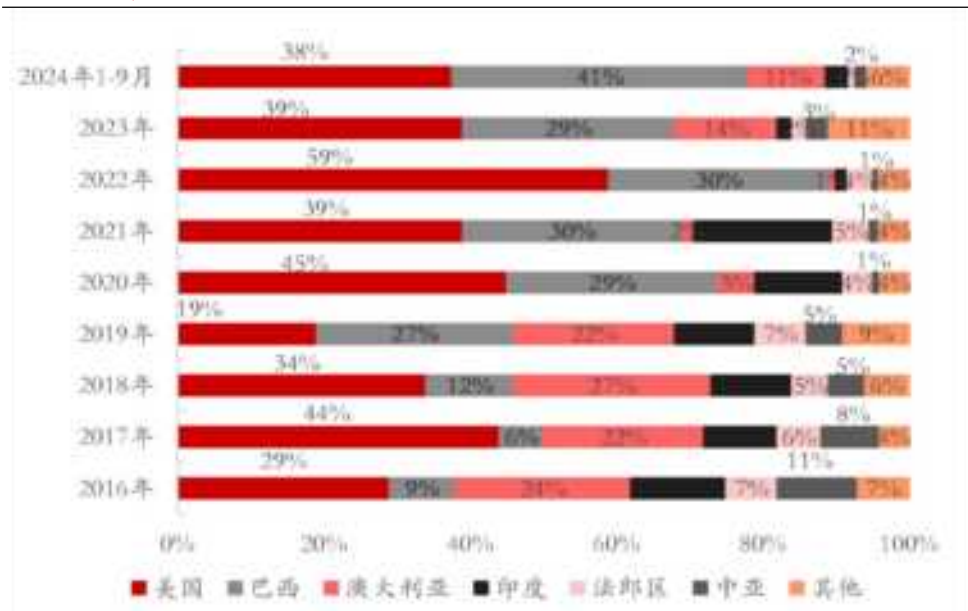
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 59：美棉出口至中国占其总出口量的比重



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 60：中国棉花进口来源结构



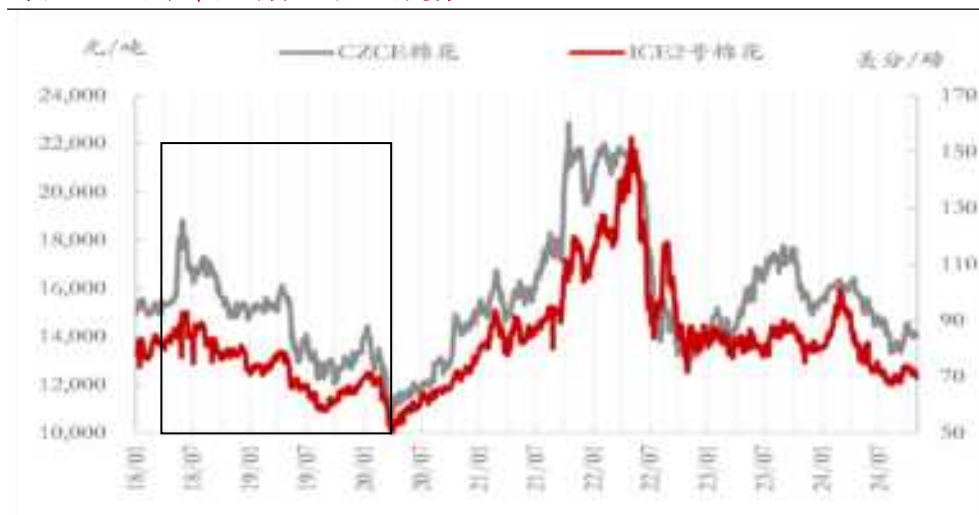
资料来源：中国海关，东证衍生品研究院

(5) 2024 年美国大选结果即将出炉，若特朗普当选，将对棉市影响利空

自 2018 年中美贸易战开始，并在 2018—2019 年不断加剧，导致国内外棉价一路下滑，ICE 棉花及郑棉主力合约期价在 2020 年 3 月底左右达到低点，外盘最低至 48-49 美分/磅，而郑棉主力跌至 10000 元/吨的水平，均较 2018 年的高点跌去了 48% 的幅度。随着

第一阶段协议的达成以及拜登政府上台后，中美贸易战的缓和，国内外棉价再度回升。

图表 61：内外棉花期货主力合约走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2024 年的美国大选结果即将揭晓，两位候选人特朗普和哈里斯在贸易政策上存在差异，谁能当选对棉市影响也会有所不同。特朗普一直奉行“美国优先”的经济政策，若再次上台，可能采取强硬的保护主义措施，将大幅提高进口到美国的外国商品关税，对所有国家的所有进口商品加征 10% 的普遍关税，并取消中国的最惠国待遇，对来自中国的商品征收 60% 或更高的关税；而若哈里斯当选，虽然贸易政策难以出现松动，但可能大体维持现状。

据前文分析，虽然中国纺织出口市场机构上，对东盟及“一带一路”国家的出口比重加大，但美国仍是最大的单一市场。若特朗普上台，重新挥舞关税大棒，对中国纺织的出口势必带来较大的冲击，尤其在当前内需还没有明显改善的背景下，这将对棉花需求和市场信心带来较大负面影响，加剧纺织产能外移。对美国市场而言，虽然美国进口中国纺织比重下降，但仍为最主要的进口来源地，进口关税的大幅抬升将加剧美国国内通胀压力、不利美国民众的消费支出。对全球经济和贸易体系都将造成新的负面冲击。

若中国采取反制措施，提高美棉进口关税、限制对美棉的进口，则对 ICE 棉价带来相对郑棉更大的利空影响，巴西棉升贴水预计走强、美棉升贴水走弱。不同于上一次特朗普当政时期，目前巴西棉在国际市场供应量的上升以及国储库存的提高将在一定程度上降低中国对美棉的进口依赖。

因此，若特朗普当选，其可能实施的高关税政策，将令中国及全球纺服需求受到冲击，进而将导致内外棉价的下行。中国势必采取反制措施，可能也提高美棉进口关税，相对与国内棉市，ICE 棉花下行压力或更大，内外价差预计将走强。若哈里斯当选，其贸易政策主张或对中国出口及全球经济的负面冲击相对小一些。

7、风险提示

经济数据及政策的超预期风险，地缘冲突的超预期风险。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com