



2024年08月20日

君研海外·如何交易美国大选？

从政策的“共性”和“分歧”构建大选策略

刘雨萱	投资咨询从业资格号：Z0013736	liuyuxuan023982@gtjas.com
戴璐（联系人）	从业资格号：F03107988	dailu026543@gtjas.com
俞臻洋（联系人）	从业资格号：F03131108	yuzhenyang029511@gtjas.com
孙嘉良（联系人）	从业资格号：F03129093	sunjialiango29630@gtjas.com

报告导读：

我们认为对于“如何交易政治”，更理性的策略应是“重应对、轻预判”，左侧以谨慎观望为主，注意构建防守性策略，重应对而不轻易押注主观预判；右侧以寻找地缘政治与经济基本面共振的主线逻辑为主，并以此构成中长期策略基础。在本篇报告中，我们更新了最新大选选情、梳理了两位候选人主要政策纲领。同时也回顾了历次大选资产市场的统计规律，尤其是详细回顾了“特朗普 1.0”和“拜登经济学”的交易逻辑。

对应到当下美国大选，我们认为：**短期悬念犹存，地缘不确定性叠加经济动能回落宜构建防守型策略**。若在选举日前出现超预期事件使得两位候选人胜率差异显著拉开，则市场情绪提前发酵；或大选结果尘埃落地，就任总统施政纲领更为清晰、内阁班底确定后，则需要注意市场往往具备交易新政预期的势能，那么我们当下应做的准备工作在于厘清“特朗普 2.0 交易”和“哈里斯交易”背后的核心政策主线。

我们着重从的“共性”和“分歧”切入，为变量做准备，以共性为主线。在策略构建上有两种思路：一是厘清“特朗普 2.0”较当下拜登&哈里斯政府的政策路线的主要变量在哪，为变量做准备；二是无论是“特朗普 2.0”还是“哈里斯交易”，探讨各异的政策主张是否对宏观经济有共性的影响，此“共性”也将成为长期视角下的资产配置主线。

我们认为，无论是“特朗普 2.0”还是“哈里斯交易”，最后共性的在于：**1) 财政终将无差别扩张，债务供给持续渗透宏观经济和金融市场；2) 地缘政治不确定持续居高不下，但或有“东西”分化差异。**

分歧之一在于两者在移民政策上的不同立场将会传导至美国就业市场供给端，并影响长期核心通胀。简言之，哈里斯的移民政策延续拜登任期将更温和，影响就业市场核心逻辑将是需求端（经济性）；特朗普的移民政策无疑更鹰派，意味着巨大的政策变量，影响就业市场的关键因素或将是供给端（政治性）。分歧之二在于两者在新旧能源政策的分化或将为大宗商品提供相对强弱。

目录

1. 大选时段：悬念犹存，地缘不确定性叠加经济动能回落宜构建防守型策略.....	3
1.1 哈里斯胜率稳步超越特朗普，但摇摆州的微弱优势尚不足以定调.....	3
1.2 地缘不确定性叠加经济动能回落宜构建防守型大类资产配置策略.....	7
2. 特朗普 2.0 VS 哈里斯背后的政策梳理：为变量做准备，以共性为主线.....	9
3. 以史为鉴：市场曾经如何交易“特朗普 1.0”和“拜登经济学”.....	11
3.1 历次大选规律：以选举日为界，前 6 个月风险情绪谨慎，后 6 个月上风险情绪明显.....	11
3.2 “特朗普 1.0”交易复盘：美国境内资产反映短期化、境外资产影响深远.....	12
3.3 “拜登经济学”复盘：“三大法案”定性政策主张，短期冲击温和和长期影响深刻.....	15
4. 两者的共性：财政终将无差别扩张，地缘政治不确定持续计价.....	16
4.1 财政加速扩张轨迹难以逆转，债券供给持续增加，长期“Higher for longer”.....	17
4.2 地缘政治不确定性持续计价，但“特朗普 2.0”外交或更努力为泛欧和中东降温.....	19
5. 两者的分歧：移民政策的巨大差异或对就业市场供给端的带来扰动.....	21
6. 两者的分歧：新旧能源政策的分化或将为大宗商品提供相对强弱.....	24
6.1 特朗普倾向支持旧能源，供给因素或在长期时间维度上施压油价.....	24
6.2 拜登政府大力刺激新能源，红利退坡削弱有色新能源消费亮点.....	26
6.2.1 电动化政策红利刺激消费，贸易壁垒孵化本土供应链.....	26
6.2.2 政策扭转利空有色需求，但程度较为有限.....	28

(正文)

2024 年美国大选进行至今，照例不缺戏剧性。新闻头条的喧闹也传导至金融市场，“特朗普 2.0 交易”或是“哈里斯交易”成为时下市场讨论的热点。“如何交易政治”是我们适应新时期无法回避的议题：一方面，它是自上而下构建中长期宏观策略必要的要求之一，如何通过交易策略的语言表达我们对当下和未来中长期趋势的理解，是当下地缘政治因素愈加频繁成为主要矛盾背景下必须要做的思考。另一方面，它难以在我们能力范围内做出准确预判，充满不确定性，天然使得左侧交易的胜率和持续性面临考验。

在这样的理解下，我们认为对于“如何交易政治”，更理性的策略应是“重应对、轻预判”，左侧以谨慎观望为主，注意构建防守性策略，重应对而不轻易押注主观预判；右侧以寻找地缘政治与经济基本面共振的主线逻辑为主，并以此构成中长期策略基础。

对应到当下美国大选，我们认为：1) 短期悬念犹存，两位候选人政经政策主线尚不够清晰，如何用策略表达模糊的“特朗普 2.0”或是“哈里斯政府”任期的施政方向仍旧存在较大的变数，这意味当下至 11 月 5 日大选日之前所谓“大选交易”尚不足以构成有力的主线趋势，以客观数据为指引的基本面因素仍将是主要矛盾，过分纠结选情意义不大。2) 当然，若在选举日前出现超预期事件使得两位候选人胜率差异显著拉开，则市场情绪提前发酵，那么我们当下应做的准备工作在于厘清“特朗普 2.0 交易”和“哈里斯交易”背后的核心政策主线。3) 一旦大选结果尘埃落地，就任总统施政纲领更为清晰、内阁班底确定后，则需要注意市场往往具备交易新政预期的势能，从历次选举周期看，大选结果落地至明年上半年往往是新政交易时段。4) 从长期看，政治在宏观经济中必将留下深刻痕迹，也将构成长期投资时间维度的逻辑主线，则尽量准确地梳理出中长期确定性较大的政策方向，并把握地缘政治与经济周期共振的机会尤为重要。

1. 大选时段：悬念犹存，地缘不确定性叠加经济动能回落宜构建防守型策略

1.1 哈里斯胜率稳步超越特朗普，但摇摆州的微弱优势尚不足以定调

拜登退出大选并交棒副总统哈里斯后，哈里斯成为民主党角逐 2024 年白宫、并争取两院多数席位破釜沉舟般的旗帜。民主党迅速团结在哈里斯身后，包括拜登在内的主要党内领袖人物、参众两院民主党资深议员和左派公共媒体都在近期明确表达了对哈里斯的支持。

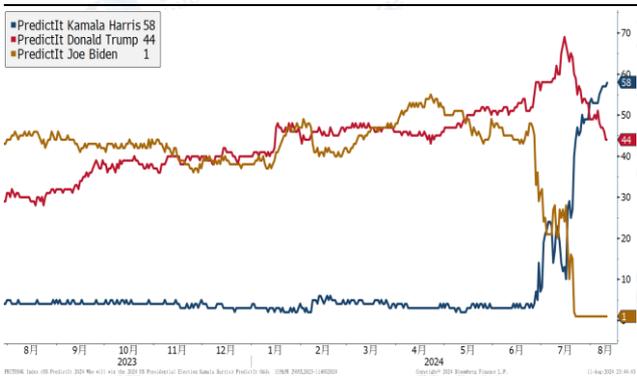
从 PredictIt 统计的胜选概率看，哈里斯的支持率已经开始反超，截止目前以哈里斯 58% VS 特朗普 44% 的优势，稳步拉开与特朗普支持率的距离。从 ActBlue 统计的针对民主党政治捐款金额近期的变化来看，哈里斯代替拜登后捐款金额瞬间飙升，显示民主党热情反而被激发，从“躺平”回到战场。从关键摇摆州来看，哈里斯也在民调中稳步提升。7 月初，THE HILL/Emerson 的民调显示在 2024 年 7 个关键摇摆州中（亚利桑那、乔治亚、密歇根、内华达、北卡罗莱纳、宾夕法尼亚和威斯康辛），特朗普尚在其中 6 个摇摆州中民调领先哈里斯。而在 7 月底彭博统计的摇摆州平均民调显示，哈里斯的支持率已经开始反超特朗普。

但哈里斯的隐忧何在？我们明白大选结果主要看摇摆州，而目前摇摆州民调中哈里斯仅微弱领先特朗普，处在误差统计范畴内，选情并不明朗。抛开政治类议题，单纯从宏观经济的视角看，胜负手或在摇摆州选民对于当前经济的体感和对未来的预期上。背后的核心问题，在于疫情后美国经济的强劲表现固然体现在宏观指标上，但民众现实的体感和对未来的预期受到“Cost of Living/生活成本攀升”的严重侵蚀。我们发现无论是之前的拜登，还是现在的哈里斯，本届民主党政府似乎无法将令其余发达国家羡慕的数据上的经济成就转化为美国国内民众支持率，遑论将经济作为竞选助力。这体现了“书房经济研究”、

“金融市场参与者”与真实民众生活的沟壑，Wall street 和 Main street 的割裂。当经济学家和市场交易者为美国通胀数据同比趋势下行而欢呼并热衷捕捉通胀的边际改善，当美联储坚持以“超核心通胀水平”为衡量标准，但美国民众感受的真实物价水平（以消费者物价指数衡量，包含能源和食品）仍旧高企。事实上，纵观海外欧美国家，根深蒂固的“生活成本”危机已经超越经济范畴而成为政治顽疾，并在各自的选举中留下难以忽视的印记。因此，我们看到尽管美国经济增长动能强劲，实际 GDP 季同比增速最新达 3.1%，不仅远超欧元区、日本等 DM 国家，疫情后美国 GDP 平均同比增速也显著高于 2008-2019、2000-2007 代际，但是另一面，则是密歇根大学长期通胀预期调查仍旧远高于疫情前水平，消费者信心指数仍旧显著低于疫情前水平，住房负担条件指数更是惨淡在低位且仍在恶化，民众体感并未跟随经济指标增长，但普通人的“生活成本”危机真实在发生。

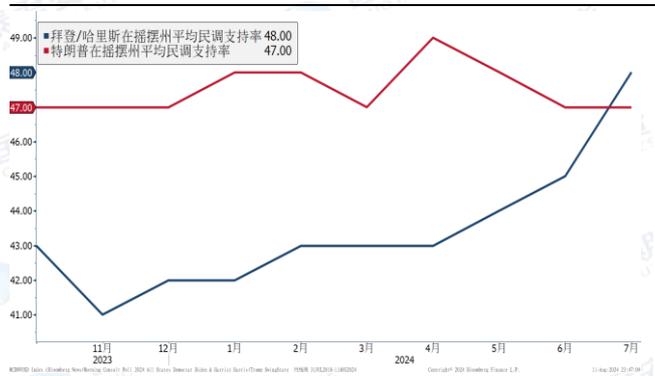
从摇摆州的角度看，还有经济增长动能和“生活成本”的双重压力。在 2024 年 7 个摇摆州中，内华达、密歇根、乔治亚、比西法尼亚和威斯康辛 5 个州落后于全国平均水平（以 GDP per Capita 衡量）。从房价增速上看，摇摆州作为“拜登经济学”主战场，在经济政策支持背后亦出现了房价的快速上涨，其中内华达、亚利桑那、北卡罗莱纳和乔治亚州增幅高于全国水平。从“经济痛苦指数”上看，7 个州中有 5 个州的“痛苦指数”高于全国水平。根据 NYT/Siena 最新民调，尽管哈里斯在三个摇摆州中（威斯康辛、宾夕法尼亚和密歇根）民调领先，当被问及他们相信谁会在经济方面做得更好时，特朗普在威斯康辛州和宾夕法尼亚州以 52% 比 46% 领先哈里斯，在密歇根州以 51% 比 45% 领先哈里斯。特朗普只需向民众唤起对“疫情前时代”的回忆，便可使得哈里斯难以继承“拜登经济学”的账面成绩单。

图 1: 根据 PredictIt 统计，哈里斯赢得大选胜利反超特朗普



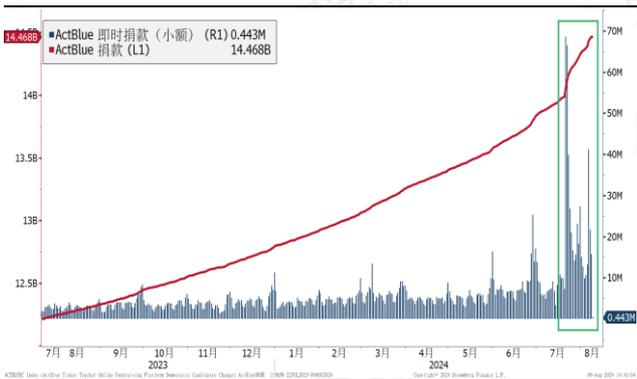
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 2: 即便在摇摆州的平均民调也显示哈里斯开始超越特朗普



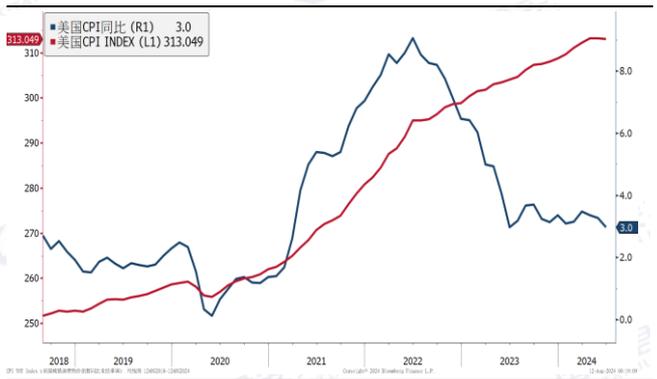
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 3: 哈里斯接替拜登之后民主党政治捐款金额快速飙升



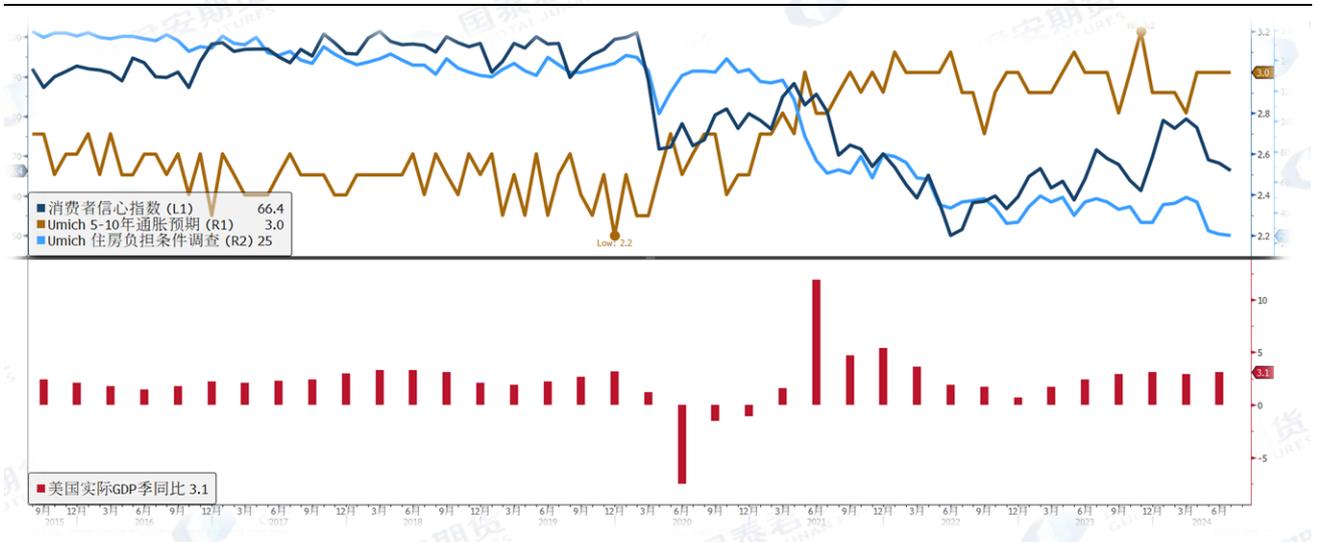
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 4: 美国通胀同比趋势下行, 但绝对物价指数仍旧居高不下



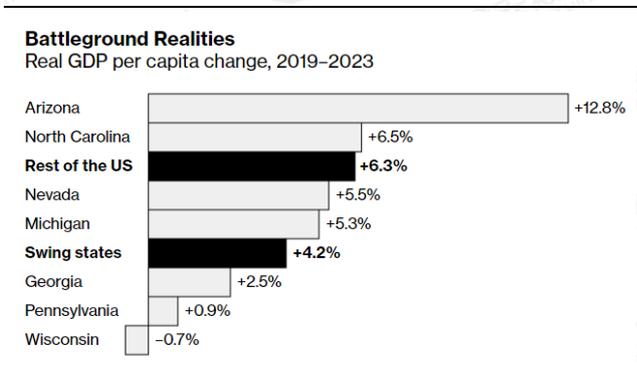
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 5: 尽管美国实际 GDP 增速强劲, 但消费者信心、长期通胀预期调查和住房负担条件仍明显差于疫情前



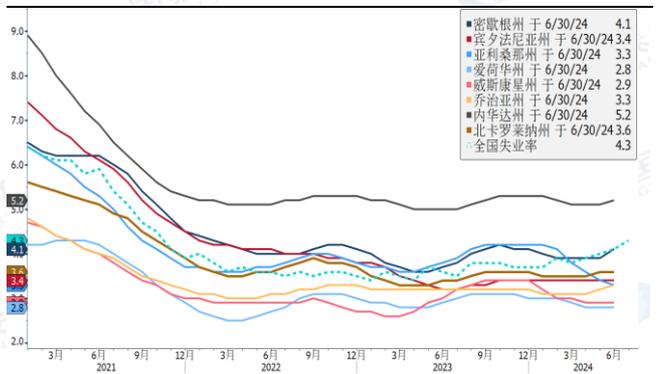
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 6: 摇摆州经济恢复状况平均落后于全国



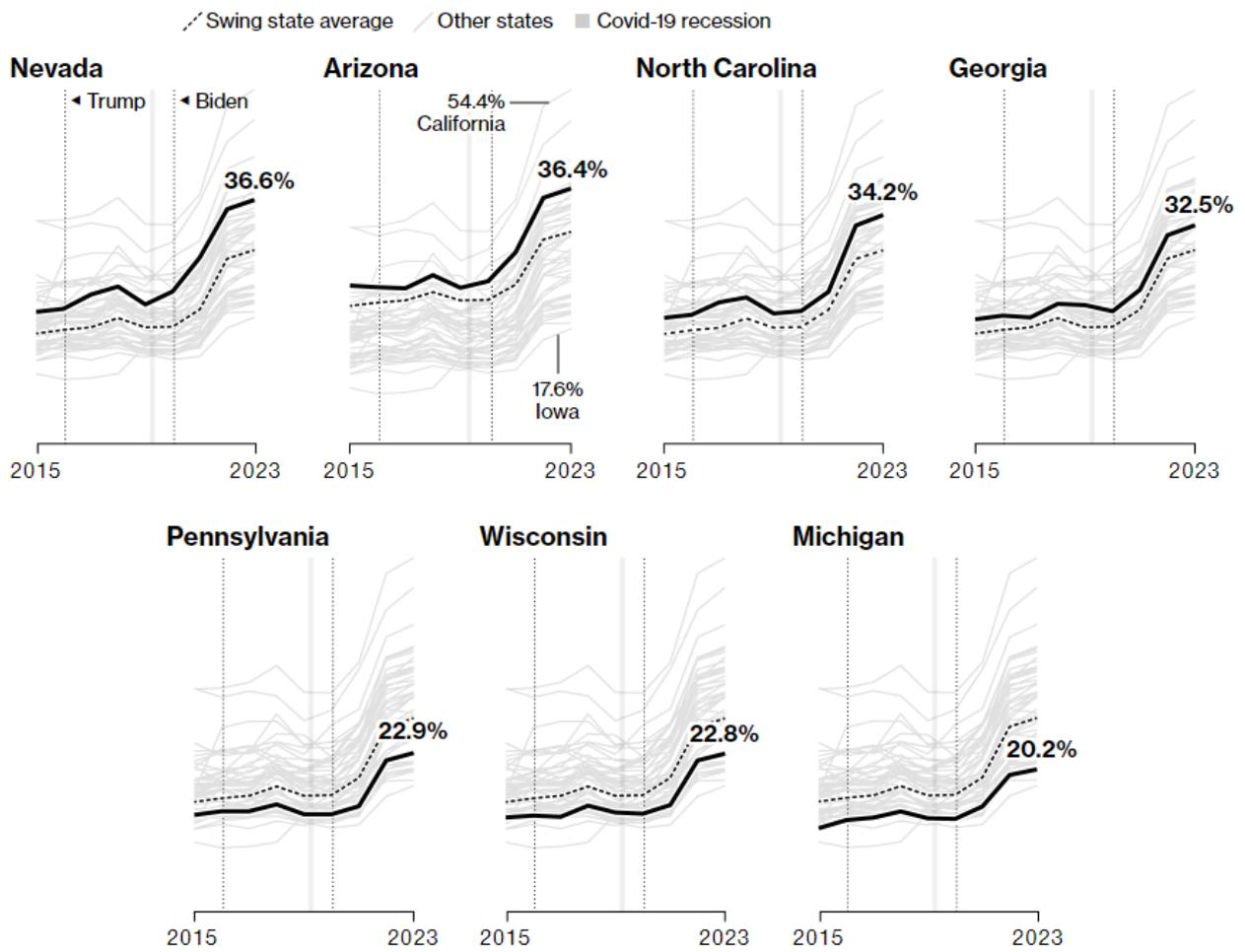
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 7: 摇摆州失业率与全国失业率对比



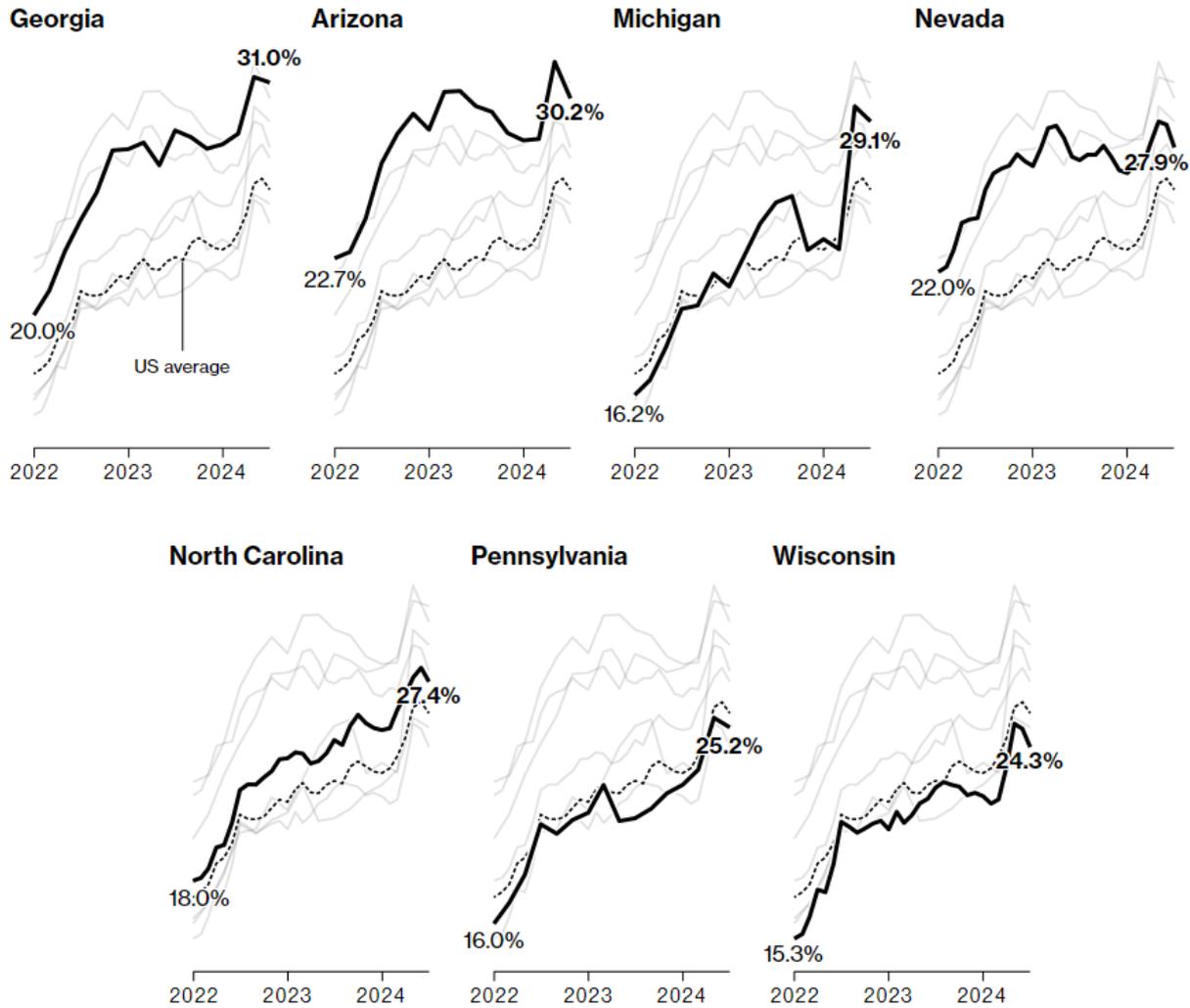
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 8：摇摆州房价同比增速追踪



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 9：摇摆州彭博“经济痛苦指数”追踪



资料来源：Bloomberg, 国泰君安期货研究

1.2 地缘不确定性叠加经济动能回落宜构建防守型大类资产配置策略

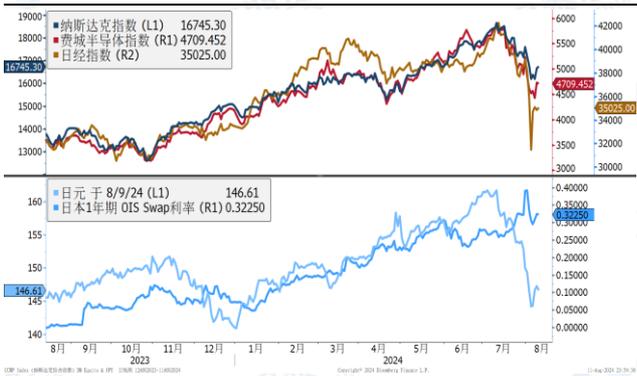
选情胶着，政策预期难以确定方向。而在基本面端，一是背景上叠加了美国经济动能边际下行（尤其以就业市场放缓、消费动能回落为代表）；二是时间上对应了本轮美股牛市旗手——以英伟达为代表的半导体板块的“财报焦虑期”，美股宽基指数在剧烈的板块轮动下（M7 回调、小盘股强劲）影响下整体呈现弱势调整态势，在宏观和微观的共振下，近期日元 Carry 交易在此环境下剧烈逆转加剧了市场的风险和波动；三是在美国之外，以中国为首的非美经济体亦缺乏增长叙事，拖累周期风险资产。政治的不确定性和经济基本面在当下以 Risk-off 的方式形成共振。资产在近期体现为海外风险资产承压、大宗商品普遍趋弱、债券避险效果突显，美债收益率下行、VIX 指数波动率攀升等特征，也契合了我们在半年报中的年内宏观资产配置节奏点，“三季度风险偏好偏弱、四季度回归基本面韧性，资产配置把握风险冲击后回归的力量”。

从宏观对应到资产配置中，把握中长期的宏观主线逻辑至关重要。我们曾在年报中表示，下半年“降息感”会变得更加真实。同时在近期周报中表示应关注美债市场趋势下行和结构性机会，我们建议近期在固定收益市场、大宗商品、汇率和股票市场应开始构建“降息交易范式”。从美债市场看，趋势上我们仍旧留在 10Y 利率下行的趋势中。从 10Y 美债“三因子”定价模型中可见，近期期限溢价（来自于经济动能

的回落推动为主)、通胀预期(经济动能+原油价格从飓风影响冲击后回落)和中性利率预期(降息预期尤其是对远端预期再度开启)三者接贡献 10 年期美债收益率下行,而随着经济动能的低频趋势性,这一趋势在近期难以被数据证伪。结构上,我们在建议美债组合中从前期短久期占优,适度向长久期侧重;同时降息逻辑下 10-2Y, 30-5Y 利差或继续反弹,呈现“牛陡”结构;从信用角度看,降息环境下信用债市场往往注重质量,以防经济动能回落下信用风险走高,故而往往在降息周期前后,投资评级债表现好于高收益率债。同时我们观察到,以高收益率债-10Y 美债的高收益率债信用利差周期来衡量,当前时间节点也处在 2 年左右的信用周期尾声,无论是从基本面逻辑还是从统计周期上看,当下应适当防备信用利差走阔。

从大宗商品市场上看,由于我们认为商品板块估值依赖于利率走高(与权益和债券不同),利率走高的背后无论是基于经济增长还是通胀冲击,往往意味着商品在此环境下具有周期属性或防御型。从 10Y 利率趋势与彭博商品指数/MSCI 全球权益和彭博商品指数/全球国债集合指数的趋势对应亦可看出。从商品内部的角度看,核心在于降息背后意味着经济动能的回落,需求端的承压。商品组合中估值敏感型优于需求敏感型。在这个框架中,贵金属>工业品是主逻辑。因此,我们提醒做空以铜金比为代表的相对强弱策略,同时政治扰动会提供助力。

图 10: 近期 DM 股票市场大幅下跌, 资产端去杠杆驱动负债端日元 Carry 交易剧烈逆转



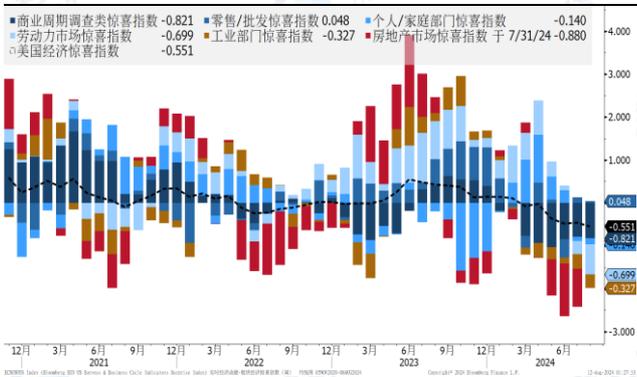
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 11: 波动率在美股、日经、英伟达(核心板块)以及日元中快速传导



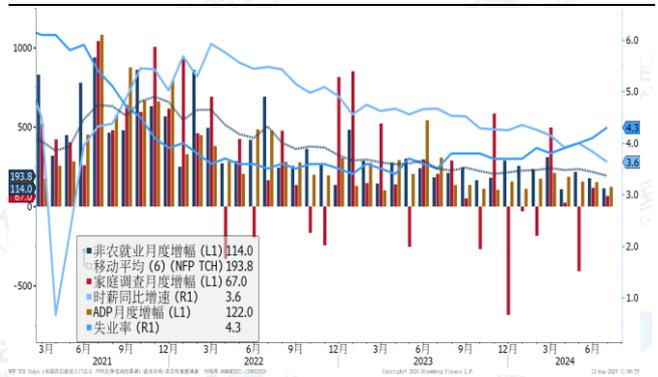
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 12: 美国各板块经济惊喜指数呈同步下行态势, 数据表现差于预期概率更大



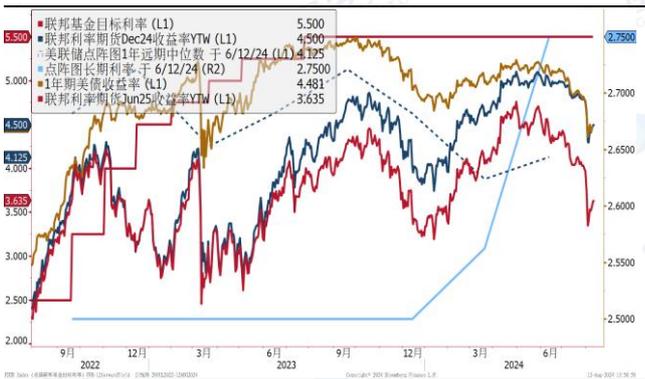
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 13: 以失业率、工资同比增速为代表的就业市场放缓趋势愈加明显



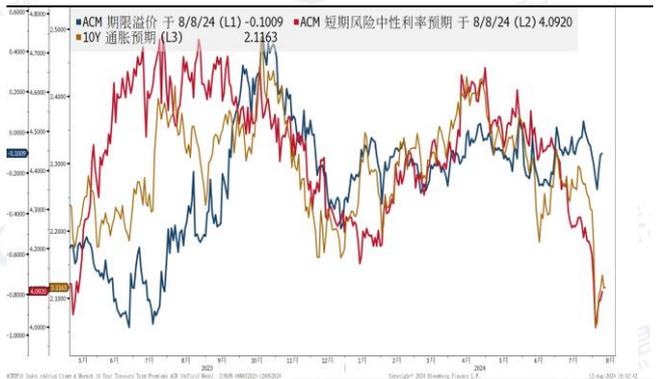
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 14：联邦利率期货指示年内降息空间近 100bp



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 15：风险中性利率预期、通胀预期和期限溢价共同助力 10 年期美债收益率下行



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2. 特朗普 2.0 VS 哈里斯背后的政策梳理：为变量做准备，以共性为主线

哈里斯政府意味着政策的延续性，则市场将更跟随经济基本面逻辑。“特朗普 2.0”意味着政经政策路线较为剧烈的变化，则资产的驱动因素更容易受地缘政治逻辑影响。那么，在策略构建上有两种思路：一是厘清“特朗普 2.0”较当下拜登&哈里斯政府的政策路线的主要变量在哪，为变量做准备；二是无论是“特朗普 2.0”还是“哈里斯交易”，探讨各异的政策主张是否对宏观经济有共性的影响，此“共性”也将成为长期视角下的资产配置主线。

基于“特朗普 1.0”、近期对特朗普的采访以及共和党纲领来看，“特朗普 2.0”或将有以下要点：

1) 对内财政税收方面，在特朗普 1.0 的基础之上，特朗普 2.0 将更进一步扩大企业所得税的降幅，并且延续《减税与就业法案》中个人减税的政策。共和党总体较民主党更偏向“小政府”，但在明确不削减医疗和社保，总体支出并未显著收紧的情况下，财政政策总体指向更高的赤字中枢，并可能推高通胀压力和长期利率。2) 对外关税方面，特朗普 2.0 较上一任期的保护主义色彩更为猛烈，其计划将对所有进口商品（合计约 3.9 万亿美元）征收 10% 通用关税，叠加对华商品关税大幅增加至 60%，以保护本土制造业和就业。牛津经济研究院预计关税政策将导致美国 CPI 通胀在 2025 年提高 1.2%。3) 货币政策方面，特朗普曾明确表示对现美联储主席鲍威尔的不满，但近期表示若当选并不急于寻求解雇鲍威尔，虽然特朗普表示偏向宽松政策，且上一任期曾公开指责美联储加息行为，但直接破坏美联储的独立性在当前行政程序上尚难以实现，总统任命联邦公开市场委员会票委数量有限且需分阶段。4) 移民方面，特朗普将依旧延续其前一任期的偏民粹主义政策，包括对于边境管控的强化、大规模遣返难民和非法移民，但在高技能移民上略有宽松，表示将为留美学生发放绿卡，但同时也强调筛选机制的严格性。在移民政策的收紧下，美国劳动力市场尤其在建设、餐饮服务业等非法移民劳动参与度较为集中的行业的劳动力供给或将显著回落，美国的就业市场也面临再度收紧的不确定性，由此支撑未来薪资增速以及通胀上行。5) 在环境和能源政策方面，特朗普在鼓励回归传统能源、燃料并打击新能源发展的政策主张会使石油价格偏向稳定，或存在较拜登&哈里斯政府主推的“新能源基建”有明显政策转变，需关注新旧能源投资端趋势变化。6) 在外交政策上，一方面，特朗普将加快推动俄-乌以及巴-以和谈，但从另一方面来看，其“美国优先”的孤立主义主张、对华敌对的鹰派态度，以及在任期内一度从各国际联盟与组织中“退群”的行为及表现也同时增加了全球地缘局势的不确定性，尤其关注俄乌、中东地缘冲击是否有缓和可能，以及远东地缘政治风险再起的可能性。

哈里斯与特朗普的主张形成鲜明反差，基本延续了拜登政府的主要政策方向，所带来的潜在政策变数

有限：1) 财政政策方面，民主党主张提高高收入人群个人所得税并增加医保、贫困辩护资金、福利和住房等方面的支出，但哈里斯在企业税收提高的力度上较拜登更激进，支持中低收入人群减税。2) **在贸易和关税方面**，哈里斯认为应当实施以保护美国工人就业的有效贸易关税政策，但同时批判特朗普关税增加了美国的家庭成本，认为对华经贸关系难以彻底脱钩，而是以“去风险”和维护美国本土利益为主，支持加强与盟友的贸易往来并反对《美-墨-加协定》。3) **货币政策方面**，民主党并没有发表明确表态，对当前货币政策、美元地位等方面并无明显倾向。4) **移民方面**，哈里斯显现出较拜登政府更为强硬的态度，但**比共和党偏向温和**：以不鼓励移民大量进入美国，但支持对移民的合法保护，强调以开展外交、加强地区民主法治来解决非法移民的“根源性”问题为主。5) **环境能源政策方面**，哈里斯总体大力支持清洁和可再生能源的发展，与特朗普所支持传统能源的政策形成了明显分歧。6) **外交方面**，哈里斯在支持以色列的同时也表达对巴勒斯坦的同情；在俄乌战争立场上，坚定支持北约以及强烈支持乌克兰对俄罗斯的自卫；对华态度上虽偏向敌对，但相较特朗普更为温和，认为特朗普对华贸易战的举措有伤美国利益。

表 1：特朗普 1.0、特朗普 2.0 和拜登&哈里斯政府所秉持的政策纲领概要

政策板块	特朗普 1.0	特朗普 2.0	拜登&哈里斯政府
税收	<p>降低企业所得税（从35%降至21%），小企业在收入至上减少20%税；</p> <p>降低个人所得税；</p> <p>降低遗产税和赠与税（税免从560万美元提高至1120美元）</p>	<p>《减税与就业法案》TCJA中的个人减税政策将在2025年到期后继续延续；</p> <p>企业所得税率从21%降至20%（此前TCJA已将公司税收从35%永久下调至21%）</p>	<p>拜登计划将企业税收从21%提高至28%；</p> <p>提升大企业和跨国企业的海外税收；</p> <p>提高高收入和高净值群体的个人所得税</p> <p>哈里斯的政策更为激进：希望将企业税收提高至35%；</p> <p>对金融交易（包括股票、债券、衍生品）征收新税收；</p> <p>支持为中低收入人群抵税额：LIFT the Middle Class Act将给收入低于10万美金的家庭最高6千美金的租税抵扣；对年收入低于12.5万美金的个人提供税额减免，并支付超过其收入30%的租金；</p> <p>完全废除特朗普的《减税与就业法案》</p>
贸易与关税	<p>对全球钢铁征收25%进口关税，对铝征收10%关税（澳大利亚、加拿大等国予以豁免）；</p> <p>洗衣机、太阳能电池及部件进口关税；</p> <p>对2500亿美元中国进口商品征收25%关税；</p> <p>对1120亿美元中国进口商品征收7.5%关税；</p> <p>退出《跨太平洋伙伴关系协定》，宣布结束多边贸易时代；</p> <p>重新谈判《北美自由贸易协定》，签署《美-墨-加协议》作为替代</p>	<p>对所有进口商品征收10%的通用关税；</p> <p>对从中国进口的美国商品征收60%的特定关税（特朗普在今年2月接受福克斯新闻采访时提及，但未详细说明计划将哪些特定商品施加关税）</p>	<p>并不支持保护主义贸易政策，但认为政策应当保护美国工人和环境；</p> <p>增强与美国盟友间贸易，同时认为特朗普的关税政策将增加美国家庭的成本，对华关税不以脱钩为主，而是去风险并保护美国的利益；</p> <p>反对《美-墨-加协议》和《跨太平洋伙伴关系协定》；</p> <p>对中国加征关税，新能源车关税加至100%，半导体和太阳能电池板关税加至50%，钢铁、传统新能源车锂电池加征25%</p>
财政支出	<p>扩大军事支出，取消国防费用减支，为核武器提供资金；</p> <p>修改部分奥巴马医疗法案，取消未购保险的强制罚款</p> <p>公共卫生事件期间财政刺激政策</p>	<p>并不主张直接加大财政支出的力度；</p> <p>财政支出集中于基建、教育；</p> <p>继续阻碍奥巴马的强制医保，但反对降低医保社保的支出</p>	<p>支持基建投资，宽带建设，福利和住房项目；</p> <p>为教师加薪；</p> <p>推动全民医保；</p> <p>支持绿色能源方面的支出；</p> <p>增加贫困辩护资金，即为被指控犯罪的低收入人群提供法律代理的费用</p>
环境能源	<p>退出《巴黎气候协定》，认为对美国制造业和化石燃料行业不利；</p> <p>推翻《清洁电力计划》并推出对温室气体排放限制力度更小的《可负担清洁能源规则》；</p> <p>修改《国家环境政策法》放松大型基建项目环境审查；</p> <p>支持美国能源独立，签署《能源独立行政令》；</p> <p>简单延续奥巴马时期新能源乘用车补贴</p>	<p>放宽燃油经济性要求，“拯救汽车产业”，发展传统燃油汽车并取消汽车尾气排放限制，撤销购买电动汽车税收减免；</p> <p>降低能源成本，大力开展钻探，削减可再生能源支持</p> <p>促进美国能源独立，提升美国能源出口能力，尤其是液化天然气领域，以创造就业机会</p>	<p>收紧燃油经济性要求；</p> <p>《通胀削减法案》支持光伏产业发展以及新能源商用车的税收地面；</p> <p>重返《巴黎协定》；</p> <p>支持《绿色新政》，减少温室气体排放，注重新能源发展，2050年实现碳中和目标，促进清洁能源发展的《美国国家创新路径》</p>
移民和边境安全	<p>将难民上限逐年降低至2020年的1万8千人；</p> <p>建造部分美-墨“边境墙”</p>	<p>大规模驱逐非法移民并完成修建“边境墙”；</p> <p>通过给留学生发放绿卡增加高科技移民，同时强调用“严格筛选机制”；</p> <p>扩大穆斯林国家禁令并禁止加沙难民；</p> <p>取消美国非法移民子女获得绿卡权利</p>	<p>哈里斯在处理非法移民问题展现较拜登政策更为强硬的立场；</p> <p>告知移民倾向者“不要来（美国）”；</p> <p>强调通过与墨西哥、萨尔瓦多、危地马拉以及洪都拉斯等政府领导开展外交、加强地区民主法治来解决来自非法移民的“根源性”问题</p>
货币政策	<p>偏好货币宽松；</p> <p>多次公开施压于美联储，干涉货币政策独立性</p>	<p>偏向货币宽松；</p> <p>强调推动弱美元，干涉货币政策独立性</p>	<p>并没有发表明确表态，但认为可以接受也不用担心偏强美元；</p> <p>维持美联储独立性</p>
外交政策	<p>对穆斯林国家实施旅游禁令；</p> <p>承认耶路撒冷为以色列首都；</p> <p>加强对伊朗制裁力度；</p> <p>加强对委内瑞拉和尼加拉瓜的敌对行动；</p> <p>监督美国从叙利亚、伊拉克、索马里和阿富汗撤军</p> <p>对华贸易战；</p> <p>促成阿拉伯-以色列正常化协议；</p> <p>考虑退出北约</p>	<p>批评美国向乌克兰提供数十亿美元的军事援助，且反对援助基辅，推动俄罗斯与乌克兰间谈判；</p> <p>对华鹰派，取消中国的最惠国待遇，逐步停止进口必需品，并阻止中国购买美国房地产和工业；</p> <p>支持以色列并敦促其尽快结束战争；</p> <p>退出北约或降低参与度</p>	<p>外交政策基本与拜登保持一致；</p> <p>巴以冲突问题上支持以色列，同时也表达对巴勒斯坦的同情，呼吁立即停火；</p> <p>坚定支持北约，强烈支持乌克兰对俄罗斯的自卫努力，通过美国国际开发署和美国国务院支付15亿美元加强乌克兰的能源部门；</p> <p>批评特朗普对华贸易战，认为保护美国利益同时不应与中国脱钩</p>

资料来源：国泰君安期货研究

3. 以史为鉴：市场曾经如何交易“特朗普 1.0”和“拜登经济学”

3.1 历次大选规律：以选举日为界，前 6 个月风险情绪谨慎，后 6 个月上风险情绪明显

整体看，历次大选对于资本市场的影响首先要服从当时经济周期和基本面状况，但仍有一些共性可供

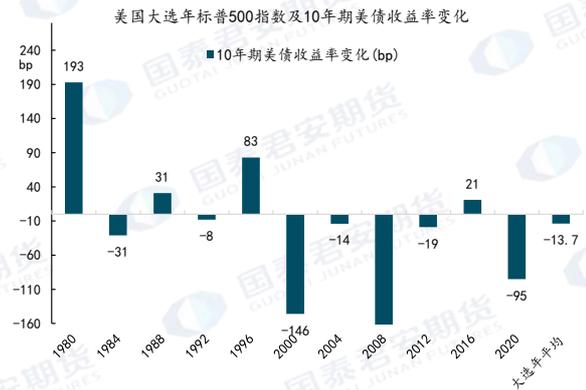
参考。首先大选年标普指数上涨概率较高（最近四次特征尤为明显），考虑到标普整体的上涨趋势，大选年平均涨幅 14.46%也高过整体年平均涨幅 8.71%。若单独看大选年标普指数表现的节奏，以选举日为节点，前 6 个月视作选情焦灼时期，标普整体表现相对较弱，后 6 个月视作结果落地、期待新政时期，此时往往走出“百日新政”行情，股市表现明显更为强势。美债收益率在大选年整体表现则缺乏规律，但若也以大选日作为分水岭，前 6 个月或受政治不确定性影响相对疲弱，后 6 个月或因不确定性落地、新政期待和风险偏好回升，收益率有所反弹。

图 16：大选年标普平均涨幅高于整体平均涨幅



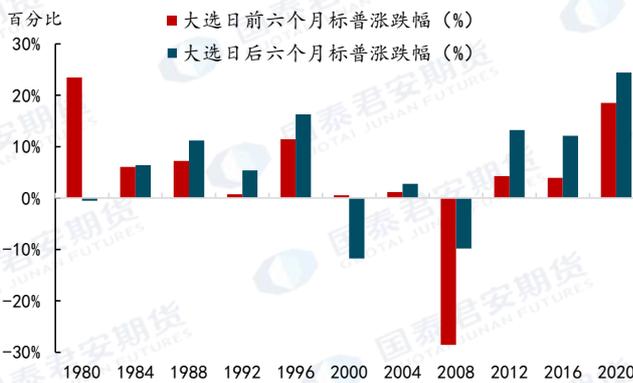
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 17：大选年美债收益率规律并不显著



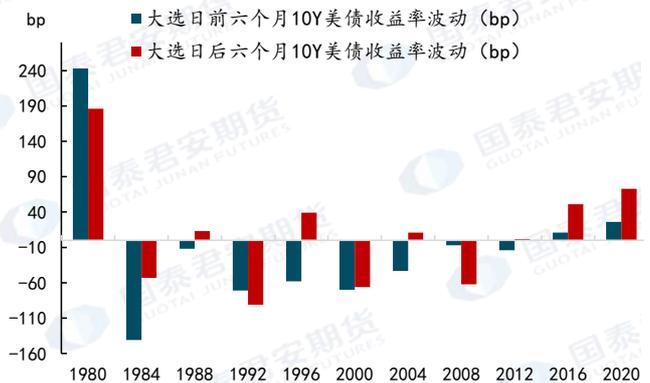
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 18：大选日后 6 个月标普表现强于前 6 个月



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 19：大选日后 6 个月美债收益率表现强于前 6 个月



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

3.2 “特朗普 1.0”交易复盘：美国境内资产反映短期化、境外资产影响深远

2016 年，特朗普“意外”击败希拉里·克林顿入主白宫，与此同时，共和党在参议院与众议院大获全胜，更是超乎市场预期。至此，共和党牢牢掌握行政权与立法权，意味着在中期选举之前特朗普获得了推行政令的巨大权力，这样跌宕起伏的“大一统”局面也在资本市场一石激起千层浪。

从美国境内资产视角看，“特朗普交易 1.0”在短期内迅速升温，但随时间推移逐步冷却。特朗普当选的三个月内，资本市场对其激进的政策主张做出快速反应，在其减税、强调能源独立以及宽财政等政策

预期下，美股（S&P500）上涨 7.25%，原油及大宗商品分别上涨 19.7%与 5.5%，在通胀预期推动下，两年期美债与十年期美债收益率分别上涨 28.7BP、48.2BP；相反，由于大选尘埃落地、市场消除不确定性，黄金下跌 2.9%。同期，沪深对特朗普当选反应平淡，小幅上涨 0.36%。在近一个季度的快速计价后，特朗普当选在资本市场的余波也随着时间逐渐消散。其当选半年后，原油及大宗商品价格均有所回落，“特朗普交易 1.0”也逐步淡出市场。总统人选及其经济政策倾向仅能解释短期内资产走势的集中变化，而长期的市场表现则更多地取决于其政策的落地程度以及对经济真实的影响。

表 2：特朗普当选对大类资产表现的冲击主要体现在短期

	1w	2w	1m	3m	6m	1y	2y	全部
SPX	1.91%	2.96%	4.98%	7.25%	12.14%	21.26%	31.19%	77.56%
美债2Y	13.87	23.32	25.63	28.71	47.64	79.13	211.11	-72.29
美债10Y	36.42	45.72	55.24	48.16	53.21	47.96	138.26	-76.61
原油	1.98%	6.69%	17.05%	19.72%	7.17%	37.97%	53.45%	21.42%
黄金	-3.92%	-4.97%	-8.21%	-2.90%	-3.72%	-0.02%	-3.88%	44.39%
大宗	-0.60%	1.62%	4.52%	5.53%	-1.80%	4.18%	-0.61%	-4.45%
HS300	1.74%	2.88%	2.94%	0.36%	-0.37%	20.08%	-4.70%	61.30%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

从美股内部板块看，“特朗普交易 1.0”短期催化行业分化。以特朗普当选之日为界，美股不同行业的走势出现极大分化，至其当选一个月，金融行业由于宽松监管的预期，上涨近 18.4%，基础材料、可选消费、工业、能源与电信服务行业均录得 7-9%的涨幅。对比特朗普当选前后的行业走势，金融与能源是趋势逆转最为显著的行业，对应其放松监管与支持美国能源独立的政策主张。相反地，公用事业板块则在特朗普当选一个月后下跌 4.0%，三个月后即便收复跌幅，其收益率仍大幅弱于其余行业板块。如此行业分化，在特朗普当选后的短期内表现十分剧烈，集中体现在当选后的一个月内，但随着时间推移，分化并未持续，一个月后，各行业的分化几乎全部收敛，随后更多地保持同方向波动。而以信息技术为代表的科技行业则保持一贯的增长势头，受特朗普当选影响并不显著。

表 3：美股行业分化表现集中在短期

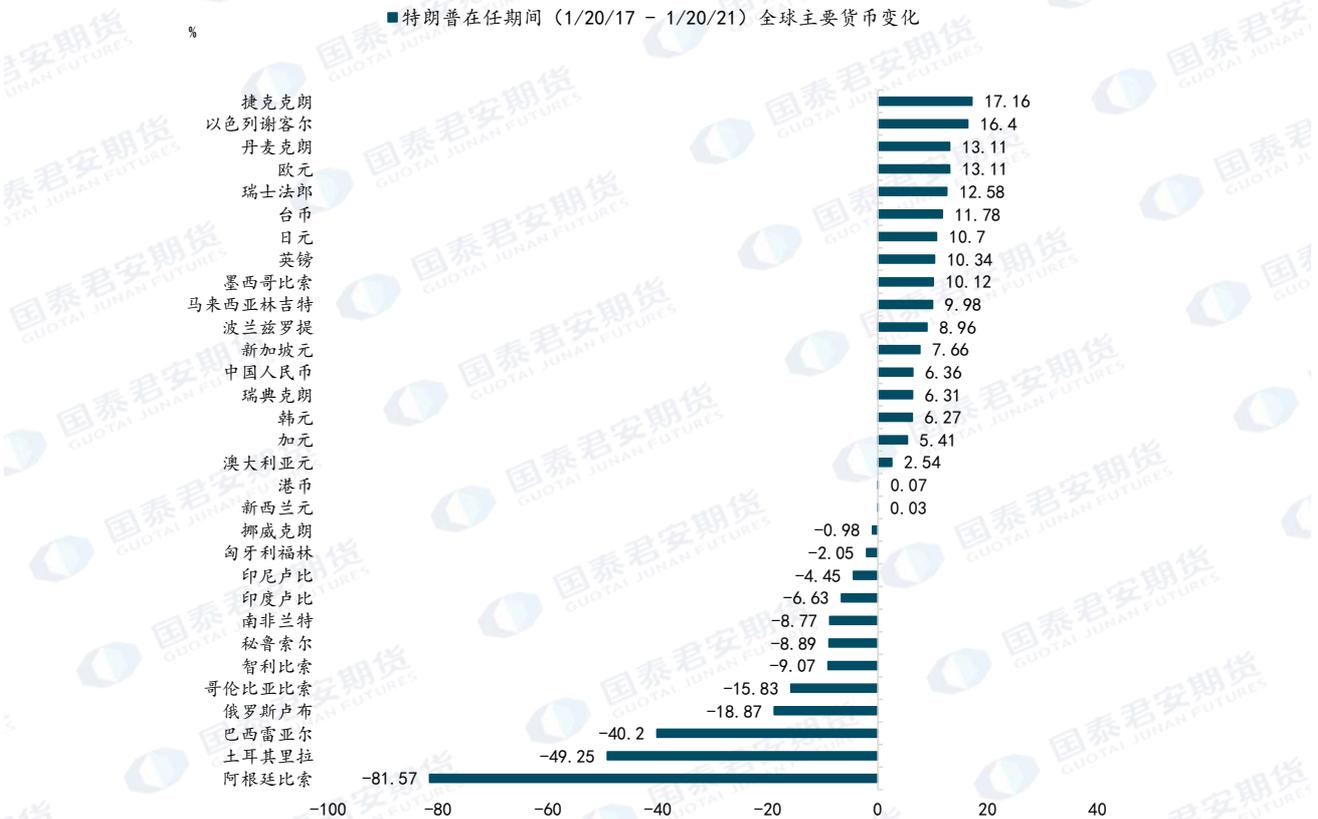
	1w	2w	1m	3m	6m	1y	2y	全部
基础材料	2.43%	3.98%	8.75%	9.52%	12.21%	19.28%	17.66%	60.62%
必选消费	-3.83%	-3.20%	-3.03%	1.33%	4.84%	6.66%	7.49%	24.42%
可选消费	1.44%	4.82%	6.46%	7.62%	14.91%	16.41%	41.26%	113.25%
能源	3.19%	4.29%	9.00%	2.96%	-2.26%	-0.38%	-0.57%	-35.49%
金融	10.88%	11.23%	18.38%	16.92%	19.08%	21.06%	36.76%	55.42%
医疗健康	3.05%	0.71%	-0.69%	4.49%	10.53%	14.36%	36.59%	74.01%
工业	5.55%	6.09%	8.94%	8.99%	13.88%	14.28%	22.19%	49.87%
信息技术	-1.78%	0.78%	1.12%	7.74%	18.18%	41.24%	55.65%	183.93%
公用事业	-5.05%	-4.94%	-4.01%	0.50%	5.19%	20.60%	11.39%	28.04%
电信服务	-0.38%	4.18%	8.04%	6.66%	1.43%	-6.78%	-3.06%	38.89%
房地产业	-2.44%	-1.86%	0.88%	1.93%	3.77%	11.06%	8.84%	19.82%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

从境外资产上看，“特朗普 1.0”无疑留下持久且深刻的痕迹。尤其是 2018 年后，特朗普政府重心转向对外经贸关系，使得与美国经贸关系联系紧密的非美经济体相继承压。体现在汇率市场，便是自 2018

年至全球公共卫生事件之前，美元指数持续偏强，而美债收益率则缓慢回落，这一结构体现了美元在“特朗普 1.0”地缘政治风险显著上升的背景下具备独特避险效应。由于其经贸政策针对中国、南美区域为主，南美系汇率在整个特朗普任期承压，人民币汇率亦受特朗普关税政策影响，在 2018-2019 年整体呈现事件驱动型走弱态势。

图 20：“特朗普 1.0”任期内全球主要货币涨跌变化



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 21：“特朗普 1.0”时期对中国贸易政策事件与人民币汇率走势回顾



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

3.3 “拜登经济学”复盘：“三大法案”定性政策主张，短期冲击温和长期影响深刻

拜登政府于 2021、2022 年相继签署《基础设施投资和就业法案》、《通胀削减法案》与《芯片与科学法案》，分别针对基础设施建设、新能源替换旧能源和半导体行业定价权的问题，剑指“再工业化”，推动流出美国的制造业产业链重新回到美国本土。2021 年初当选美国总统的拜登，面对的是史无前例的全球公共卫生事件、贸易保护主义下的全球脱钩断链以及严重分裂的美国社会，解决经济复苏和就业难题成为首要任务，其推动《基础设施投资和就业法案》，意在创造就业机会，推动经济增长。而在 2022 年俄乌冲突爆发后，供应链安全的重要性进一步提升，推动拜登关注制造业回流与降低通胀，《通胀削减法案》与《芯片与科学法案》旨在支持美国制造业投资以及确立关键产业定价权，该“三大法案”成为拜登经济学的象征与最佳诠释。在两年后的今天回顾“三大法案”，可谓成效显著，政府与私人制造业投资均实现大幅度增长，有关基建方面的财政拨款立竿见影。而新能源与半导体方面的投资虽在速度上不及基建投资，但考虑到其较多项目处于早期规划阶段，预计将在项目后半程 2027-2031 年提速推进。“三大法案”明确制造业回流、供应链稳定这一目标同时，还有效提振企业固定资产投资，财政与产业政策共振发力，支持美国整体经济韧性。同时，“三大法案”有明显倾斜于“欠发达地区”的倾向，创造大量的工作岗位，改善美国收入结构，间接支持美国经济最大驱动力——居民消费。

表 4：拜登“三大法案”内容概述

法案名称	颁布时间	具体内容概述
基础设施投资与就业法案 (基建法案)	2021/11/15	<ul style="list-style-type: none"> • 总计1.2万亿美元的投资，用于美国交通和基础设施建设。 • 明确美国政府所需采购的基础建设项目优先美国本土供应商，直接捆绑美国政府采购行为与美国制造业。 • 旨在提升美国基础设施水平，创造就业机会，促进经济增长。
芯片和科学法案	2022/8/9	<ul style="list-style-type: none"> • 总计2800亿美元的投资，其中527亿美元用于吸引各国芯片产业转移到美国。 • 禁止芯片基金受助人十年内在其他相关国家扩大半导体材料生产能力。 • 限制受助人与相关外国实体开展联合研究或技术许可活动。 • 旨在增强美国在芯片领域的优势，提升全球竞争力。
通胀削减法案	2022年8月16日（签署）， 正式立法于2022年9月	<ul style="list-style-type: none"> • 总计7500亿美元的投资，其中高达3690亿美元用于支持电动汽车、关键矿物、清洁能源及发电设施的生产和投资。 • 提供多项税收优惠，但多项优惠以在美国本土或北美地区生产和销售作为前提条件。 • 旨在通过减少温室气体排放、降低处方药价格等措施来削减通胀，促进美国经济的可持续发展。

资料来源：国泰君安期货研究

虽然“三大法案”对美国经济结构与长期发展产生的深远影响毋庸置疑，但由于同期公共卫生事件、俄乌冲突、全球供应链重构在内的多个宏观事件起主导作用，拜登经济学“三大法案”的对金融资产的短期冲击并非十分显著。原因有二：一是“三大法案”本身侧重于长期规划，无论是基础设施建设或是新能源以及半导体产业投资，投资期限较长，五年至十年不等，经济效益是逐步显现的。同时，法案投资规模巨大，细节繁多，资金分配分散，具体到每个行业上的投资细则并不明确，资本市场难以感受到大规模的资金流动。此外，“三大法案”的内容是逐步披露的，市场按信息发布节奏建立了预期，所以最后法案的签署并没有产生预期反转，资产价格也未见极度亢奋情绪。二是“三大法案”于2021年11月至2022年8月间签署，同期全球范围内相继发生多个重大宏观事件，对资产价格构成绝对主导，例如美国当时仍处于公共卫生事件期间，2022年2月又爆发俄乌冲突，而后美联储进入加息周期。相比之下，三大法案的影响则显得较为平和，其影响又被同期重大宏观变量冲淡。

表 5：拜登在任期间大类资产收益表现一览

	1w	2w	1m	3m	6m	1y	2y	在任期间
SPX	4.43%	0.15%	-1.34%	-9.07%	-0.99%	0.82%	21.93%	32.42%
美股2Y	-1.22	3.01	28.69	130.99	121.24	153.84	121.03	111.36
美股10Y	2.68	26.88	53.24	131.5	88.06	123.08	139.81	141.66
原油	-4.12%	4.06%	-3.60%	-3.80%	-12.26%	44.32%	-14.66%	-15.76%
黄金	-1.16%	-2.63%	-4.19%	-4.48%	4.02%	-9.10%	12.78%	32.72%
大宗	2.43%	4.44%	-0.12%	-3.45%	-9.06%	6.77%	-18.29%	-19.13%
HS300	0.52%	0.12%	-1.50%	-10.63%	-0.61%	-10.21%	-19.04%	-17.97%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

4. 两者的共性：财政终将无差别扩张，地缘政治不确定持续计价

分析大选结果对经济、对金融市场的影响，路径一在于厘清两者各自的政策路线，评估在各自路线下对经济的影响，为变量做准备；其二是无论是“特朗普2.0”还是“哈里斯交易”，两者是否对宏观经济有共性的影响，“共性”往往代表着中长期确定性较大的宏观方向，也将成为长期视角下的资产配置主线。我们先看“共性”。我们认为，无论是“特朗普2.0”还是“哈里斯交易”，最后共性的在于：1) 财政终

将无差别扩张，债务供给持续渗透宏观经济和金融市场；2) 地缘政治不确定持续居高不下，但或有“东西”分化差异。

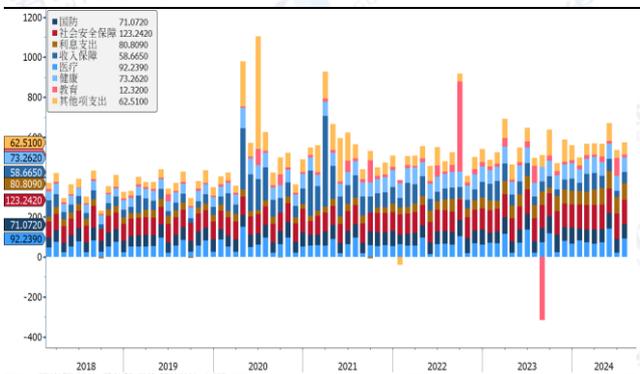
4.1 财政加速扩张轨迹难以逆转，债券供给持续增加，长期“Higher for longer”

无论是“特朗普 2.0”，还是哈里斯政府，根据目前两者传递出的政策纲领来看，增加财政支出、扩大财政赤字是共性路径。特朗普主张更进一步扩大企业所得税和个人所得税的降幅，如在 2025 年延续《减税与就业法案》(TCJA)，将使得财政赤字扩张斜率再度拾级而上；哈里斯主要以“降物价+为中低收入人群减税+高社会保障”为主，近期哈里斯提出首套经济议程(《降低美国家庭成本议程》)，旨在支持美国中产阶级，以削减日用品、汽油生活必需品价格、提供首次住房补贴、打击哄抬物价现象等，以降低美国家庭的“通胀体感”。

按照最新美国国会预算办公室(CBO)的测算，在中性情况下，未来 10 年(至 2034 年)，美国公共债务占 GDP 比重将达到 122%(当前为 99%)，利息偿还占 GDP 比重将达 4.1%(当前为 2.4%)，而 CBO 预测美国实际 GDP 同比趋势从 2024、2025 年年增涨 2.1%左右，逐级下滑至 2034 年 1.75%附近。经济增长相对平稳略温和下行，债务供给则成为推升利率的关键因素，CBO 对未来 10 年美国 10 年期国债收益率的预测基本稳定在 4%左右，这意味着长达 10 年的“Higher for longer”的利率环境。CBO 采取的是中性政策推演下的基准预期，若考虑到特朗普当选后势必延期《减税与就业法案》，则在基准情形基础上美国财政赤字占 GDP 比重将在 2025 年于原有基础上逐年再增加 1%。CRFB(联邦预算委员会)测算如果政策落地可能会在未来 10 年内(2026 财年-2035 财年)增加 1.7-2 万亿美元赤字，即便是延续拜登政府财政扩张的斜率，也仍旧在处在并不乐观的趋势之中。固然，我们难以精确的计量未来 10 年的财政趋势对以及对债务、利率、通胀和增长的影响，但至少趋势上路径已经相对明晰，也成为政治渗透至经济的主线之一。

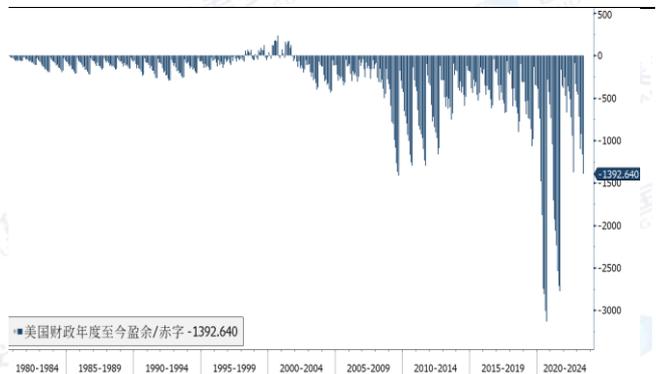
从结果上看，则是我们可能将面对长期的“Higher for longer”的叙事环境，也意味着尽管我们即将面临降息周期落地，但从更长期时间维度上看，利率防御型资产配置方式仍旧是长期值得参考的范式。当下我们已并不陌生在 Higher for longer 应该如何构建资产组合——对高利率环境下对增长的更高要求、价值和大盘持续提供韧性、债券供给因素系统性提升利率水平、大宗商品在组合中具有利率(通胀)防御作用等等。

图 22：美国政府月度支出及分项显示财政支出在疫情后显著提升



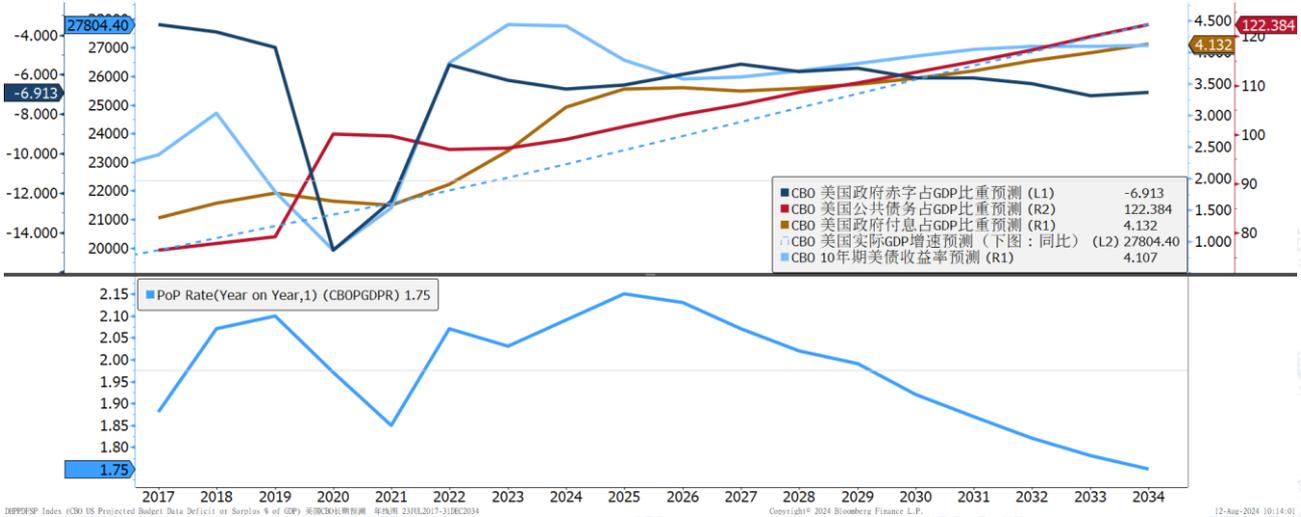
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 23：美国政府年度财政赤字 2020 年后迅速扩大，近两年有所回落但整体处于较高水平



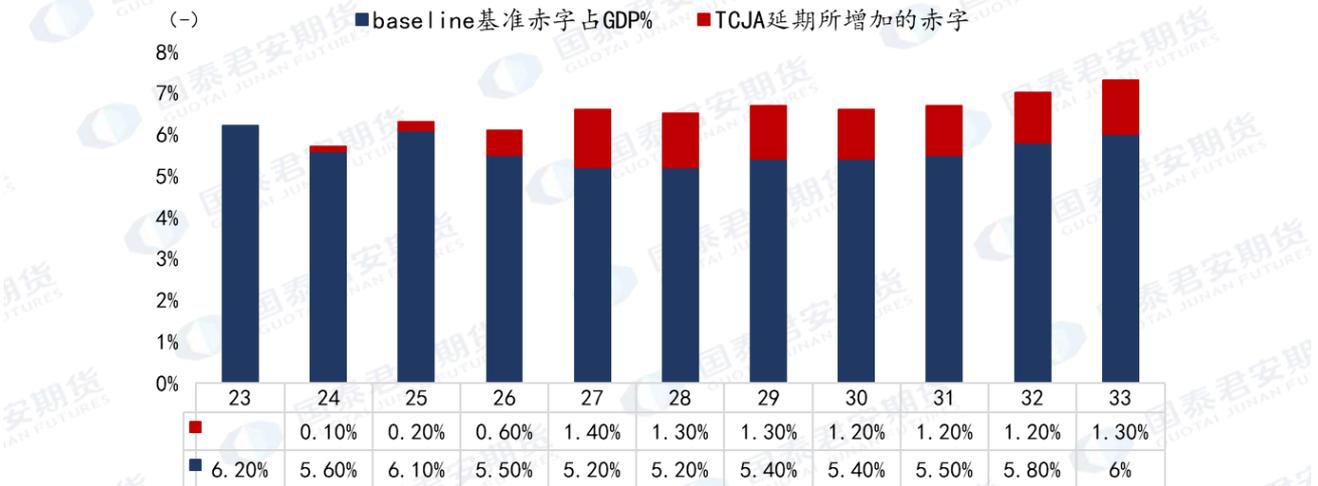
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 24：美国国会预算委员会（CBO）对未来 10 年美国赤字、债务、GDP 增速和 10 年期美债收益率预测



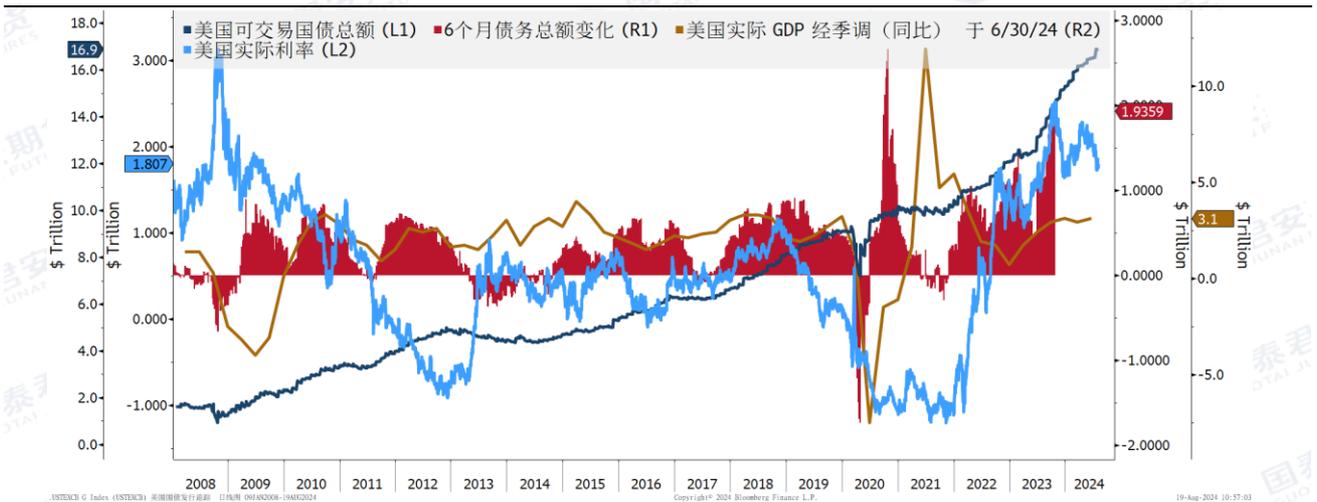
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 25：《减税和就业法案》（TCJA）若得以延续将在 2025 年起平均每年扩大赤字率接近 1%



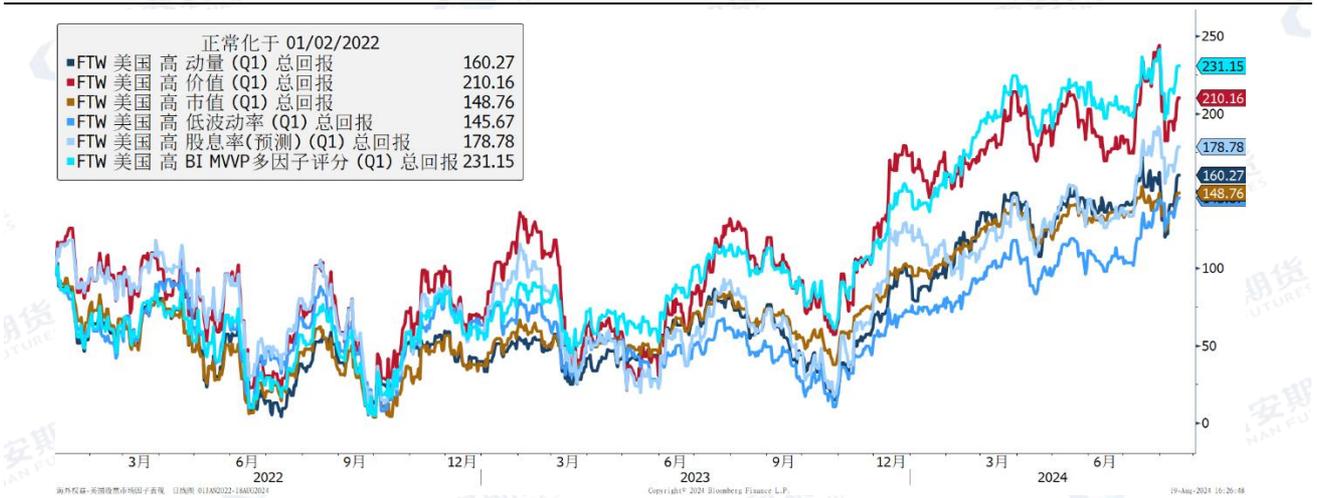
资料来源：CBO，国泰君安期货研究

图 26：美国可交易国债总额（6 个月）同比趋势快速上升，国债供给（财政）较需求（经济周期）成为持续推升利率的关键因素



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 27：自 2022 年开始“Higher for longer”时期美股各因子表现



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

4.2 地缘政治不确定性持续计价，但“特朗普 2.0”外交或更努力为泛欧和中东降温

在经历过特朗普作为外来者和拜登作为建制派的两位风格迥异的总统后，我们已经理解目前全球地缘政治格局难以因总统换届而发生根本性的变化，大国博弈和区域争端不断，年度计的战争死亡人数在 2023 年已经录得近 28 年以来新高。任何一位总统候选人都将是这一环境下重要大国的领导者。对于金融市场而言，持续计价地缘政治不确定性也将是两者的共性。

我们认为，这意味着传统上对冲地缘风险资产的持续韧性，以及地缘风险对全球产业链、大宗商品供给端持续带来冲击，供给因素仍旧会更频繁的成为阶段性主驱动性因素。从美元指数来看（对冲地缘风险的典型资产），通过 BECO 资产驱动模型可见，自“特朗普与 1.0”时期以来，风险偏好（更频繁的来自于政治而非经济）成为持续驱动美元指数走强的关键因素之一，从“非美”的角度看（如欧洲企业风险调查），清晰可见对地缘政治风险的优先级担忧与美元指数中长期趋势显著相关。近两年来，俄乌冲突作为关键经济体和大宗商品供应国的高烈度冲突的代表，为全球经济和金融市场带来重要影响，以原油的驱动

因素归因来看，2022-2023 年助推原油价格的关键因素为地缘政治冲突及其连带的供给端冲击。我们在上文中提及，如果需要简单为公共卫生事件后的主流发达国家归纳出最重要的宏观特性，“通胀”定是当之无愧，“通胀”并非皆来自于能源，但从能源角度窥见的大宗商品供给冲击、全球供应链的不安全感，在下一个总统任期仍旧是重要市场变量。

但是，地缘政治不确定性提升固然是两位候选人的共性，但其各自的外交侧重点可能意味着地缘在资产上的计价有此消彼长分化。特朗普或更寻求加快推动俄-乌以及巴-以和谈，但针对中国在关税政策上则一如既往的鹰派。而哈里斯则有可能是当前僵局的延续，她在支持以色列的同时也表达对巴勒斯坦的同情，在俄乌战争立场上，她坚定支持北约以及强烈支持乌克兰对俄罗斯的自卫，意味着两者都难以出现快速改善。哈里斯对华态度上较特朗普更为温和，认为特朗普对华贸易战的举措有伤美国利益，使得哈里斯任下再现“特朗普 1.0”对华关系骤然升级的可能性或许不高。我们着重关注泛欧地区、中东地区是否存在缓和的可能，以及远东地区经贸关系再度紧张化的可能。

图 28：BECO 模型中拆分美元指数各贡献因素中，自“特朗普 1.0”以来，风险情绪往往是重要支撑因素



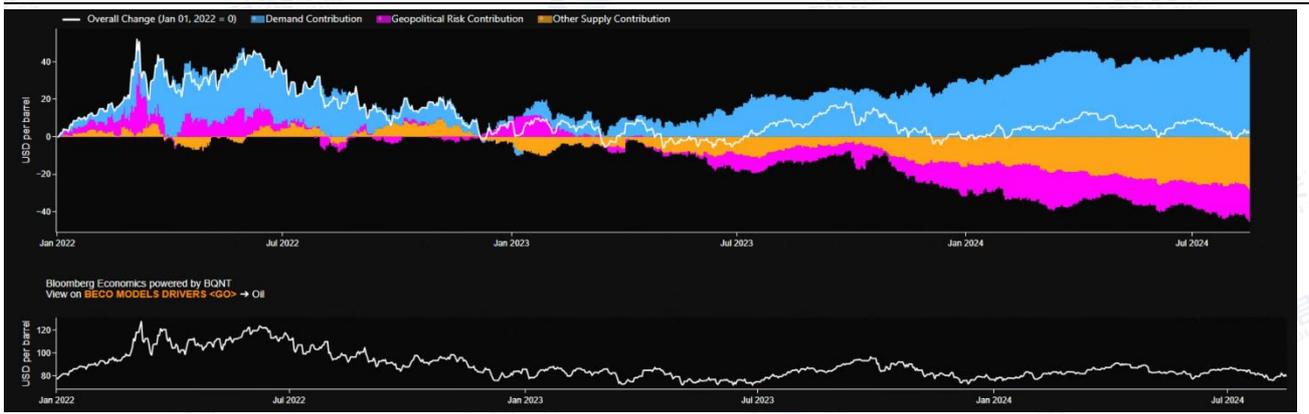
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 29：非美企业对地缘政治风险的关切程度与美元指数走势在长周期中相关性较高



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 30: BECO 模型中拆分原油价格各贡献因素中, 2022 至 2023 年 Q1 地缘风险是重要助推项



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

表 6: 特朗普外交政策以对华鹰派、倾向以色列、停止对俄-乌冲突援助并阻止战争进一步发展为核心

外交政策	出处	具体计划
对华鹰派	共和党纲领	共和党将取消中国的最惠国待遇, 逐步停止进口必需品, 并阻止中国购买美国房地产和工业
	共和党全代会万斯演说 5月对万斯采访	需共同保护美国工人, 阻止中国共产党在美国公民之上建立中产阶级 中国夺走了许多美国人的工作, 美国生产的东西不够多, 必须更加自力更生
倾向以色列	特朗普巴以冲突后表态	以色列必须完成“他们在加沙对哈马斯武装分子发起的行动”, 但需要“尽快结束”
	2024. 5. 9法新社报道	特朗普指责拜登总统站在“哈马斯”的一边, 称拜登总统威胁拉法发生重大攻势时停止向以色列提供武器为“耻辱”
停止对俄乌冲突的援助, 促进俄乌谈判	2024. 4. 7华盛顿邮报	特朗普将通过施压迫使乌克兰放弃领土, 若赢得大选, 将推动俄罗斯与乌克兰间谈判
	万斯在慕尼黑安全会议上的演讲	批评美国向乌克兰提供数十亿美元的军事援助, 且反对援助基辅
	2024. 7. 19特朗普社交媒体	特朗普与泽连斯基通话后, 在社交媒体上发文称这次通话非常好, 并感谢泽连斯基的支持, 作为下一任总统将为世界带来和平并结束战争

资料来源: 国泰君安期货研究

5. 两者的分歧: 移民政策的巨大差异或对就业市场供给端的带来扰动

移民问题是此次大选两党展开博弈的主战场, 特朗普的移民政策相较民主党政府尤其具明显的民粹主义以及种族主义色彩。移民问题既是选民最为关注的政治议题, 也有着深刻的经济意义。我们认为两位候选人在移民政策上的不同立场将会传导至美国就业市场供给端, 并影响长期核心通胀。简言之, 哈里斯的移民政策延续拜登任期将更温和, 影响就业市场核心逻辑将是需求端(经济性); 特朗普的移民政策无疑更鹰派, 意味着巨大的政策变量, 影响就业市场的关键因素或将是供给端(政治性)。

在非法移民政策上, 特朗普对于穆斯林移民、难民以及墨西哥移民将予以更严厉的限制性政策, 包括动用军费修建美-墨边境墙、大规模遣返非法移民、扩大穆斯林国家禁令(针对伊朗、利比亚、索马里、也门、叙利亚等国)、取消非法移民子女获得绿卡权利, 以及限制难民家庭团聚移民, 希望以此保护本国劳动力以及边境安全。从特朗普上一任期内有关非法移民政策的一系列竞选承诺兑现情况来看, 其积极尝试废除奥巴马的《童年入境暂缓遣返》计划(DACA), 大量遣返非法移民, 以及动用军队资金 150 亿美元修建了约 732 公里的美-墨“边境墙”。另一方面, 在合法移民政策上, 特朗普对于高技能移民则展现出较为宽容的态度: 在今年 6 月的 All-In Podcast 访谈中, 特朗普表示将为所有美国大学包括社区大学和大专院校的毕业生自动发放绿卡资格, 以支持高技能、能为美国经济做出贡献的合法移民。然而, 访谈播出

几小时后，竞选团队向《纽约时报》发表声明称政策将会有“严格筛选机制”且只使用“能够对美国作出重大贡献的最优秀毕业生”。

回顾特朗普在任期间实施的相关政策，其政府曾制定历史上最严苛的 H-1B 工作签证，要求根据工资水平筛选申请者，H-1B 工签拒签率也在特朗普执政期间显著上行。职业移民绿卡的审批通过率也明显低于拜登执政时期。因此，向留学生“自动发放绿卡的政策”的实际落地情况有待考量，预计相较上一任期的工签政策并无显著变化。**在特朗普执政期内**，前期对合法移民入境的限制政策叠加非法移民的打压，后期将边境封锁作为公共卫生事件的风险减缓策略，导致公共卫生事件前的执政初期外国出生适龄劳动人群比 2010-2016 年的平均水平低 150 万人，2021 年底更是降至 200 万人。**总体而言，Trump 2.0 的移民政策偏向于大幅收敛，在非法移民管控上尤为严苛，且承诺实际兑现的可能性较高。**

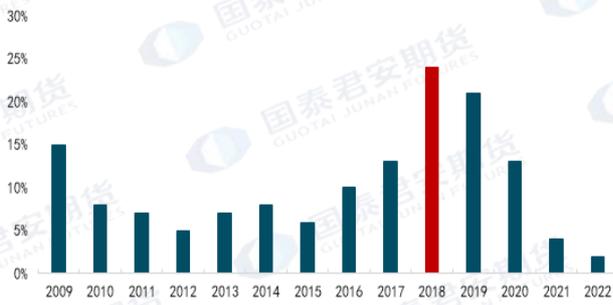
而从拜登政府上任以来，由于其宽松的移民政策，外国出生的人口增长数据虽然时有波动，但总体增长趋势史无前例。由于拜登政府终止了对于非法移民快速遣返的相关庇护协议，并多途径大范围发放绿卡，外国出生以及移民人口的总数（合法+非法人口）创下历史新高的 5140 万，占美国总人口 15.5%，相较其上任以来增加了 640 万，比美国 33 个州的人口还要多，且其中约一半约 370 万由非法移民贡献。从 2022 年 1 月公共卫生事件之后到 2024 年 2 月，移民总人口在短短 25 个月内净增长接近 480 万人次。拜登在任期间，平均每月移民人口增长规模达到 172,000，显著高于奥巴马和特朗普执政期间 76,000 和 42,000 的每月平均水平。

表 7：特朗普移民政策以驱逐非法移民，扩大穆斯林国家禁令，取消非法移民子女获得绿卡权利以及支持高技能移民为主

时间	移民相关政策	地点与场合	具体计划
2024/7/16	大规模驱逐非法移民并完成修建边境墙	G.O.P 共和党全国代表大会	为时任总统唐纳德·特朗普处理移民问题的两名前官员表示，如果特朗普再次当选，将耗资数十亿美元开展共和党大会纲领中所承诺的美国历史上最大规模的驱逐出境计划；川普发誓将完成修建边美-墨境墙
2024/6/20	通过给留学生发放绿卡增加高技能移民	All-In播客采访	提案旨在为从美国大学毕业的外国学生提供自动绿卡
1905/7/15	扩大穆斯林国家禁令并禁止加沙难民	爱荷华发言	发誓要禁止来自加沙的难民，如果他在上周对以色列的致命袭击后赢得第二个任期，他将立即扩大他的第一届穆斯林旅行禁令。
2023/5/30	取消美国非法移民子女获得绿卡权利	Twitter竞选视频	宣布将发布一项行政命令，指示联邦机构停止所谓的出生公民权。计划在特朗普第二个任期的第一天提出的拟议行政命令将要求至少一位父母是美国公民或合法永久居民，以便他们的孩子自动成为美国公民。

资料来源：CNN，FOX，WIKI，国泰君安期货研究

图 31: 美国 H-1B 工签拒绝率在特朗普执政期大幅上行



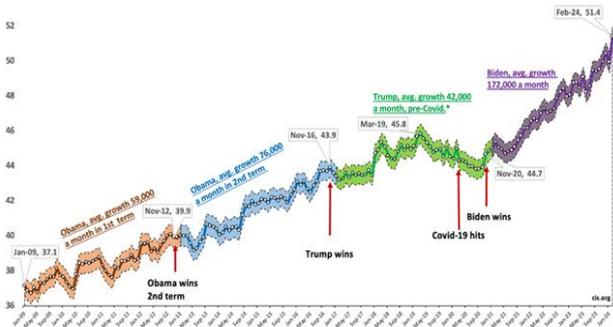
资料来源: 美国公民及移民服务局 (UCSIS), 国泰君安期货研究

图 32: 特朗普任期间审批通过的职业技能绿卡和避难移民绿卡显著低于拜登任期审批通过的绿卡数量



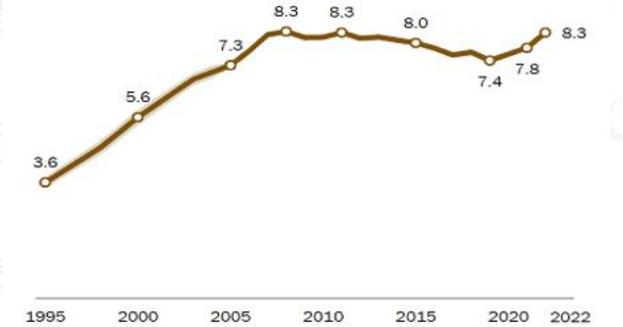
资料来源: 美国公民及移民服务局 (UCSIS), 国泰君安期货研究

图 33: 在拜登执政期, 外国出生人口增长速度比特朗普任期与奥巴马执政期间都要更快



资料来源: 移民研究中心 (CIS), 国泰君安期货研究

图 34: 拜登执政以来非法移民劳动力较特朗普执政期显著上行



资料来源: 皮尤研究所 (Pew Research Center), 国泰君安期货研究

我们关心移民问题, 在于移民政策将会通过就业市场供给端而对宏观经济施加影响。今年上半年以来, 美国就业增长强劲, 而国外出生的美国就业者, 尤其是非法移民是美国新增就业的主力军, 一度支撑着此前美国就业数据所展现出在表面的韧性。

我们从 CES/establishment survey 的统计口径切入, 自拜登上任以来, 非法移民大量涌入边境, 其中有大量从事兼职工作, 促使“非农就业企业调查”(CES/establishment survey)口径下的数据呈现显著上升趋势。而排除了非法移民雇佣的“就业和工资季度普查”(QCEW)口径下的数据则略低于 CES 口径。国外出生劳动力人口在限制性移民政策之下将有所收缩, 对非农就业数据的支撑也将随之减弱。

移民人群的流入通过美国国内适龄劳动人口占比和劳动参与率, 从供给端传导至美国就业市场, 并与其紧张程度 (tightness) 具有统计学意义上的相关性。经过旧金山联储的回归分析测算, 2017-2020 年间, 移民的放缓与衡量劳动力市场的职位空缺/失业率 (V/U) 指标平均水平的上涨相关。2020 年公共卫生事件的紧缩政策下, 移民人数下降使 V/U 上行 5%, 而 2022 年宽松政策导致移民数量增加, V/U 则下降约 6%。

近期, 美国就业市场有所放松, 贝弗里奇曲线斜率放缓, 接近拐点, 体现在失业率 (U) 突破 4% 并连续上行, 叠加职位空缺 (V) 持续走弱, 整体使 V/U 比例下降, 由此促进了降息预期。从中长期来看, 倘

若特朗普的移民政策落地，预计将带来非法移民人数及劳动力供给的大幅下跌。从 CBO 基准预测看，非法移民将在 2024 年达到峰值后逐步回落，合法移民和永久移民保持稳定，未来非法移民对劳动力供给的贡献或将走弱。在美国老龄化趋势显著且出生率逐年走跌，导致本土劳动力供给增长有限的情况下，一些当前非法移民高度集中的低技能行业，例如农业、建设、餐饮服务业的就业情况或将会有大量缺口。非法移民人数预计减少，叠加当前美国本土劳动力供给增长有限的情况下，劳动力市场的供需不平衡或将使劳动力紧张程度、薪资以及通胀将会承受一定的上行压力。

图 35：美国劳动力供给主要由移民人群支撑，国外人群劳动参与率呈现增长趋势且超过疫情前水平



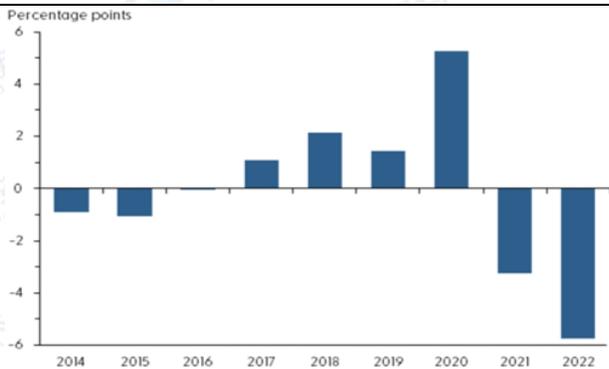
资料来源：FRED，国泰君安期货研究

图 36：CES 和 QCEW 口径下的就业统计的分歧体现美国劳动力市场非法移民因素影响



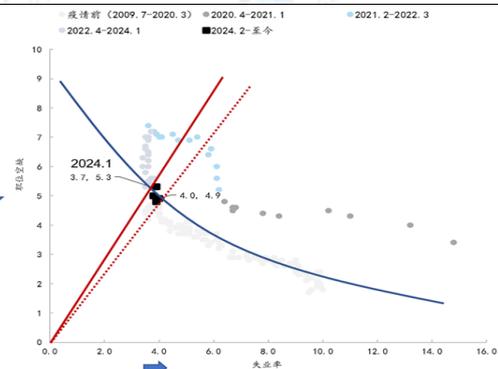
资料来源：FRED，国泰君安期货研究

图 37：净移民对于职位空缺/失业率 (V/U) 的变化在 2021、2022 年出现供给端再平衡作用



资料来源：旧金山联储，国泰君安期货研究

图 38：贝弗里奇曲线斜率放缓，接近拐点，职位空缺/失业率 (V/U) 下降



资料来源：FRED，国泰君安期货研究

6. 两者的分歧：新旧能源政策的分化或将为大宗商品提供相对强弱

6.1 特朗普倾向支持旧能源，供给因素或在长期时间维度上施压油价

特朗普政府对传统能源行业较为重视，特别是对推动化石燃料生产与减少环境监管方面，与前届美国政府乃至全球对环境保护和气候变化的态度形成明显对立。2016 年特朗普上任后，随即放开化石燃料开采限制，鼓励液化天然气出口并批准多个液化天然气出口许可，恢复石油运输管道及相关基础设施的建设许可；同时，修改环境保护法案，撤销《清洁电力计划替代方案》，修订 NEPA 法案以减少环保审查，又放宽对燃油汽车的排放要求，降低燃油经济性标准；此外，特朗普还主导美国退出了《巴黎气候协定》。本

次竞选中，特朗普政府延续了其对于旧能源的态度，继续采取降低税收并解除传统能源的生产限制等策略，主张增加化石燃料产量。

表 8：“特朗普 1.0、2.0”能源政策梳理

特朗普政见：推动化石燃料		
1.0	减少环境监管	特朗普政府显著放松了对化石燃料行业的监管，废除了奥巴马时代的《清洁能源计划》（Clean Power Plan）和《美国水域规则》（Waters of the United States Rule, WOTUS）等一系列环保法规，取而代之的是更为宽松的《可负担清洁能源规则》（Affordable Clean Energy Rule），使得煤炭和其他化石燃料生产商的运营成本显著降低。
	扩大油气钻探	特朗普政府开放了更多的联邦土地和水域进行油气钻探，包括在北极国家野生动物保护区进行石油勘探。
	批准关键基础设施项目	政府加速批准和建设重要能源基础设施项目，包括Keystone XL和Dakota Access管道，增强了美国石油和天然气的运输能力和出口潜力。
	增加能源生产	特朗普政府的这些政策直接促进了美国原油产量的显著增加。在其任期内，美国原油产量显著增加，成为全球最大的石油生产国之一。美国能源信息署（EIA）报告指出，2023年，美国原油产量连续6年超过全球其他国家，平均为1290万桶/日，打破了2019年创下的1230万桶/日的美国全球纪录。与此同时，通过扩大页岩气开采，美国在天然气市场上也占据了重要地位，进一步提升了其能源独立性和出口能力。
2.0	提升能源出口	特朗普政府大力提升美国能源的出口能力，特别是在液化天然气领域。特朗普政府将能源出口视为一种贸易政策工具和地缘政治武器，特别强调对中国、日本和印度等地区的LNG出口，以创造就业并减少美国贸易赤字。通过签署新的能源出口协议和建设更多LNG出口终端，美国成功地定位为重要的能源供应国之一。2022年，美国超越卡塔尔成为全球第二大LNG生产国，其LNG出口量同比增长15%，至8050万吨。
	扩大石油钻探活动	特朗普承诺通过扩大石油钻探活动来降低能源成本。恢复对联邦土地和水域的钻探许可将增加国内石油供应，从而降低油价。例如，在他上次执政期间，阿拉斯加国家野生动物保护区（ANWR）被批准进行石油钻探，尽管这一决定在环境保护方面引发了广泛争议。
	降低税收和增加化石燃料生产	特朗普计划通过降低税收和增加化石燃料生产来应对通货膨胀。他认为，增加国内石油和天然气的生产将有助于降低能源成本，减轻消费者的经济压力。
	解除石油和天然气生产限制	特朗普将解除政府对石油和天然气生产的限制，允许个人和企业使用他们认为最适合的能源资源。他认为，这将促进美国的能源独立性，并降低能源成本。

资料来源：国泰君安期货研究

回顾特朗普上一任期，特朗普推动油气开采扩大，但原油产量未见明显增长，油价小幅上升。特朗普政府极力推动化石能源的开采，在开采限制和环保法规方面均实施了大幅度宽松政策，即便原油价格在2016年底仍处于2000年以来较低位置，产能集中在美国地区的油气公司的资本开支也逆转之前的快速下跌，埃克森美孚、埃克森能源等石油巨头均加大油气投资力度。在钻井数量方面，在特朗普当选后，同比增速一度高达155%，后因公共卫生事件爆发而下滑。但是，油气产量却未出现明显的趋势性加速上行，原油产量更是保持了页岩油技术爆发以来的增长斜率，甚至与强调能源转型和环境保护的拜登政府在公共卫生事件结束后的产量增速保持一致。政策对供给的推动效果有限，加之外部因素扰动，原油价格不降反升，在其整个执政周期内上涨21.42%。油价上涨的背后并非仅仅受到美国石油供应影响，2017至2019年间，全球经济复苏在需求端提振所有顺周期资产，同时OPEC+在2016年开始减产，对油价形成支撑，加之同期美国与伊朗紧张关系加剧，美国退出《伊核协议》并重新制裁伊朗，减少原油供应的情况下提振原油风险溢价。

而客观来看当下能源产业现状，我们认为美国本土石油战略储备（SPR）处于低位，OPEC+延长减产期限，美国政府推动石油扩大供给阻力大。美国国内方面，战略石油储备理论上美国政府调控原油价格的主要政策手段，但特朗普政府出售战略石油储备以打压油价的可能性较低。第一，当下美国战略石油储备水平较低（3.74亿桶），大幅下降的空间较小；第二，按目前美国战略石油储备政策，SPR正以每月200至300万桶的速度进行补充，考虑到美国此时不仅是石油消费大国，又是石油生产大国，SPR政策的重大转向将面临不小的政治阻力。国际方面，OPEC+已于第37次部长级会议上，就延长减产达成一致，决定延长“集体性减产措施”至2025年底，同时延长“资源减产措施”至今年第三季度，虽然OPEC+对减产计划保有机动调整的权利，但考虑到美国页岩油产量高企、产油国财政收入稳定等因素，OPEC+短期增产的可能性较低。所以我们认为若特朗普再次当选美国总统，短期内也不具备大幅扩大石油供应的条件，油价短期影响程度低，其激进的能源政策将更多地在中长期维度上影响能源格局及价格。

但是美国本土及非美石油供应中长期或将增加，压制原油价格。美国本土方面，理论上，特朗普将推

动美国中长期原油供应的增加，截至 2022 年，美国联邦控制土地及水域石油产量占比近 26%，通过扩大油气开发范围以及延长油气开采租赁将会显著提高美国本土石油产量。但政策并非影响石油产量的单一变量，产量的提升将更多地取决于石油价格以及油气公司的资本管控。海外方面，特朗普政府计划通过改善与 OPEC 主要成员国沙特关系，以推动 OPEC 组织增产，考虑到当前 OPEC 组织闲置产能高达 550 万桶/天，其中沙特闲置产能 326 万桶/天，分别占全球原油日产量近 6.7%与 3.9%，如果顺利改善与沙特乃至其他 OPEC 主要成员国关系，闲置产能对全球原油供应的上升不容小觑，也将在供给端利空油价。

此外，**地缘冲突缓和降低政治风险溢价**。特朗普在地缘政治方面的政策具有双面性。一方面，特朗普意在缓和与美国与俄罗斯之间的紧张氛围，推动俄罗斯与乌克兰和谈，若俄乌冲突结束，对俄罗斯的制裁将被取消或放松，促进俄罗斯石油出口正常化，作为世界上最大的石油生产国之一，俄罗斯石油出口的增长将对油价产生压制。同时，俄乌战争的结束也将减少该地区的地缘政治风险，增强全球原油供应的稳定性，降低油价中对地缘冲突方面的计价。另一方面，特朗普强调其上任后将对伊朗实施制裁，2018 年美国退出《伊核协议》后，伊朗原油产量大幅下降，在特朗普上任并实施严厉制裁的情景下，伊朗原油供应将面临巨大下滑压力。但伊朗原油产量的下降未必会支撑油价，OPEC 组织的闲置产能完全有能力填补制裁伊朗导致的供应缺口。综合来看，特朗普的地缘外交政策，更多地将从增加供应和降低风险溢价路径上利空油价。

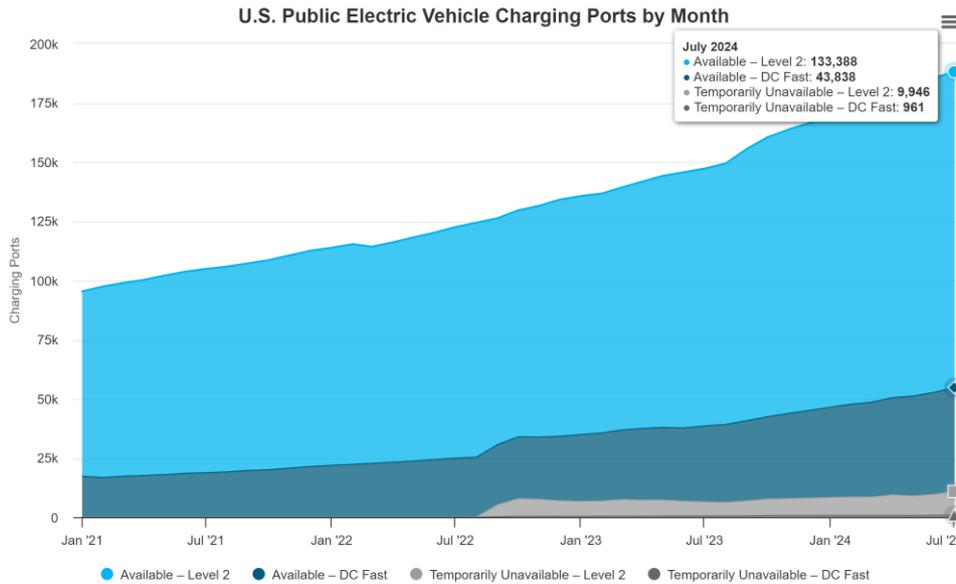
6.2 拜登政府大力刺激新能源，红利退坡削弱有色新能源消费亮点

6.2.1 电动化政策红利刺激消费，贸易壁垒孵化本土供应链

拜登上台后，大力发展新能源的政策令美国本土市场的新能源汽车行业及其相关配套产业，如充电桩、清洁能源等行业迅速发展。相对来说，美国新能源车渗透率偏低，其主要原因在于：美国传统汽车供应链较成熟，而充电基础设施配套有待完善。其次，在全球贸易壁垒增加的阶段，美国动力电池供应本土化不足，进一步限制了终端渗透的快速提高。针对电动化发展的瓶颈，美国从完善充电基础设施、收紧燃油车碳排放考核和增加本土电动化补贴等维度予以解决。

美国政策培养充电基础设施，为电动化周期的启动铺路。美国的车桩比在 2022 年为欧洲和中国的 1.5 和 2 倍左右，充电设施配套不足是电动车高速发展的绊脚石。2021 年 11 月，美国国会通过了由两党共同制定的《基础设施投资和就业法案》，拟投资 75 亿美元建设全国性的电动汽车充电网络，旨在 2030 年在美国建设约 50 万个充电站网络，预计充电站规模在 2022-2030 年 CAGR 高达 30%以上，为电动化周期提供配套保障。2022 年 8 月，拜登签署《通胀削减法案》，进一步增强了充电桩的补贴力度。2023 年 2 月，美国新增了补贴群体的要求，联邦政府资助的电动汽车充电器的组装和铁质外壳需在美完成生产，且自 2024 年 7 月起，至少 55%的充电站组件成本须在美国制造，长期或将倒逼充电桩的本土化发展。拜登政府表示，自 2020 年以来，电动汽车销量增长了四倍多，全国公共充电桩数量增长了 75%，达到 189,800 个。

图 39：自 2020 年以来，电动汽车销量增长了四倍多，全国公共充电桩数量增长了 75%，达到 189,800 个



资料来源：Joint office of energy and transportation, 国泰君安期货研究

美国汽车燃油经济性考核趋于严格，惩罚机制或促使燃油车市场让步。2022 年 4 月，美国交通部国家公路安全管理局发布《2024-2026 年乘用车和轻型卡车的企业平均燃油经济性标准》，要求 2024-2026 年该国乘用车和轻型卡车的燃油效率每年提高 8%、8%和 10%。2023 年 7 月，美国进一步对 2032 年燃油经济性目标提出要求。美国 2026 和 2032 年行业平均燃油经济性达到 49MPG 和 58MPG，折百公里油耗约 4.8 升和 4.0 升。与此同时，罚款力度也大幅提高。此前每辆车超出标准要求部分罚金为 5.5 美元/0.1MPG，2019-2021 年新车罚金提升至 14 美元/0.1MPG，2022 年及以后罚金提升至 15 美元/0.1MPG。

表 9：美国充电桩政策

时间	文件	充电桩相关政策
2023年2月	美国联邦公路管理局	联邦政府资助的电动汽车充电器的组装和铁质外壳需在美完成生产，且自2024年7月起，至少55%的充电站组件成本须在美国制造
2022年8月	《通胀削减法案》	将充电桩的税收抵免延长至2032年，个人/住宅充电桩税收维持30%，至多1000美元，商业充电桩抵免6%，上限提高至10w美元
2022年2月	国家电动汽车基础建设计划（NEVI）	在未来5年提供近50亿美元，协助各州在高速公路沿线设立充电网络
2021年11月	《基础设施投资和就业法案》	投资75亿美元建设全国性的电动汽车充电网络，旨在2030年在美国建设约50万个充电站网络

资料来源：美国政府官网，国泰君安期货研究

IRA 法案利好政策培养供应链本土化。根据 IRA 法案，新车购买的税收抵免最高可达 7500 美元，优惠力度处于全球前列。根据美国个人所得税与人口数量统计，2021 和 2022 年美国每人年平均纳税 8012 和 9599 美元左右。预计数千元的税收抵免额足以对消费者的心理起到刺激作用。同时，美国财政部和国税局 IRS 发布新政，2024 年开始允许美国电车买家在购车时直接从经销商处获得税收抵免，由汽车经销商承担税收抵免申报，优化了消费者获取补贴的效率，从而刺激终端购车意愿。此外，美国贸易壁垒边际增加。补贴的获取需满足最终组装在北美的要求，且根据电池关键矿物提取和加工地、电池组件制造和组装地是否属于自贸协定区来判定税收抵免额度。本土电池供应链的逐步完善或影响新能源车市场的扩张节奏。在建电池厂角度看，诸多日韩电池厂在美布局电池工厂计划，2025-2027 年或进入美国本土投产的高峰阶段。在贸易壁垒的背景下，本土电池供应的保障或将支撑美国新能源车持续发展。预计美国在 2023 年低渗透基

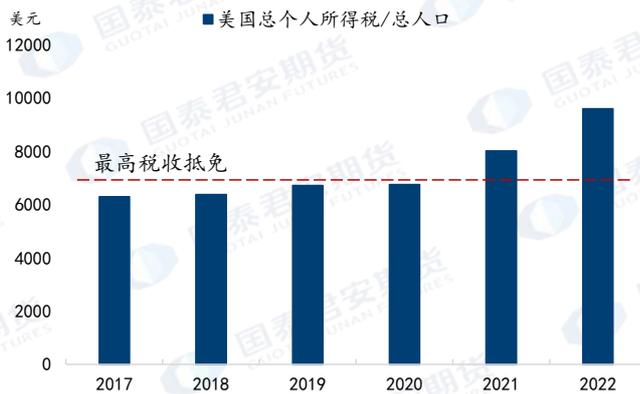
数的背景下，2024-2027年新能源车销量或处于高速增长周期。

表 10：美国 IRA 法案增强补贴力度吸引消费者

IRA法案政策对新车补贴的重点内容					
生效期限	2023年-2032年				
前提条件	最终组装在北美（美国、加拿大、墨西哥）完成				
	电动轿车价格不高于5.5万美元；电动卡车、货车和SUV价格不高于8万美元				
	个人收入低于15万美元或户主收入低于22.5万美元或夫妻总收入低于30万美元				
	重量小于1.4万磅的车型				
	具体要求		是否满足	是否满足	是否满足
满足前提条件下的补贴标准	电池关键矿物满足一定比例在美国自贸协定区提取或加工，或在北美回收利用	2024年前投入使用的汽车满足40%，后每年提高10%，2027年及以后满足80%	✓		✓
	电池组件满足一定比例在美国自贸协定区制造或组装	2024年前投入使用的汽车满足50%，后每年提高10%，2029年及以后满足100%		✓	✓
	补贴金额		3750美元	3750美元	7500美元
其他变化	取消撤销20万辆的补贴上限限制				
	10月6日，美国财政部和国税局 IRS发布新政2024年开始，允许美国电车买家在购车时直接从经销商处获得税收抵免，由汽车经销商承担税收抵免申报				

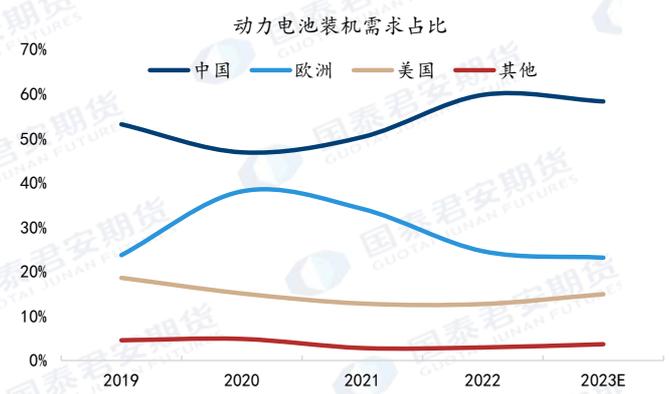
资料来源：IRA 法案，公开资料整理，国泰君安期货研究

图 40：2022 年美国每人年平均纳税 9599 美元左右



资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货研究

图 41：美国动力电池装机需求约占全球 15%左右



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

表 11：美国本土电池工厂有望于 2025-2027 年迈入高速发展周期，给予电动化周期供应链保障

北美在建/拟建电池工厂				
制造商	工厂所在州	投产时间	年产能	投资额
松下	美国堪萨斯州	2025年3月	30GWh	40亿美元
SK On	美国肯塔基州和田纳西州	2025年	129 GWh	114亿美元
	美国乔治亚州	2025年	35 GWh	50亿美元
丰田	美国北卡罗来纳州	2025年	/	59亿美元
远景动力	美国肯塔基州	2025年	30GWh	20亿美元
	美国南卡罗来纳州	2026年	30GWh	8亿美元
LG新能源	美国俄亥俄州	2025年底前	40GWh	35亿美元
	美国亚利桑那州	2025/2026年	43GWh	55亿美元
福特	美国密歇根州	2026年	35GWh	35亿美元
三星SDI	美国印第安纳州	2025年第一季度	23GWh+10GWh	25亿美元
	美国印第安纳州	2026年	30GWh	30亿美元

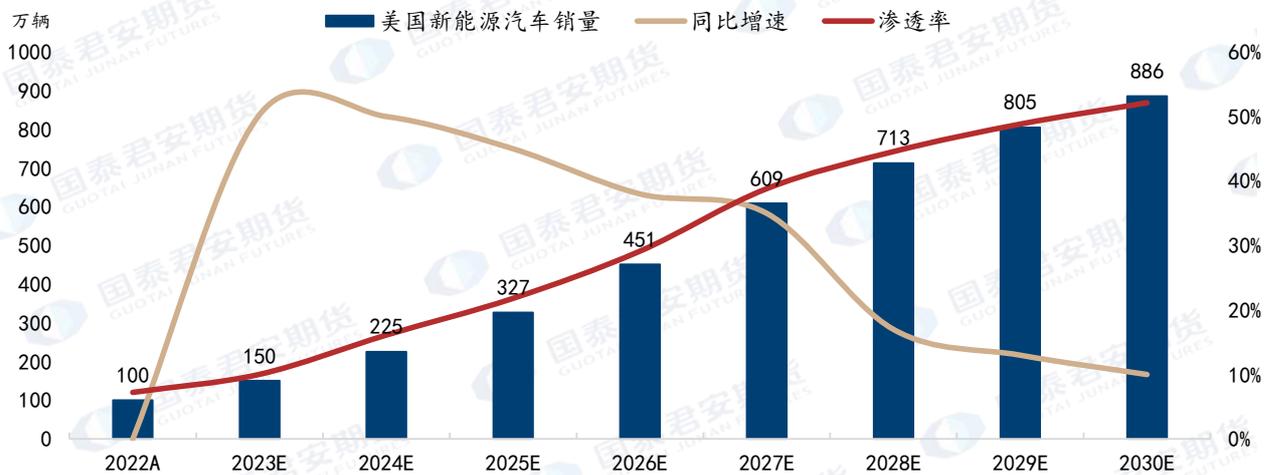
资料来源：Autonews，盖世汽车，海豚投研，国泰君安期货研究

6.2.2 政策扭转利空有色需求，但程度较为有限

在以上一系列政策的刺激下，美国新能源车行业蓬勃发展，我们预计美国 2024 年新能源车销量或同比增长 50% 至 220 万辆以上，渗透率有望达到 15%。在政策不改的情况下，基于电动化政策周期以及拜登设定的 2030 年渗透率 50% 的目标进行推演，预计美国 2024-2030 年新能源车增速 CAGR 约为 29%。其中，2024-2027 年增速或在 30% 以上，而后趋于相对平稳的发展。从短期来看，2024 年渗透率有望由 10% 提高至 15%，处于渗透率爬升相对陡峭的阶段。然而，这样的快增若面临新政府上台或将面临重大挑战。

回顾 2016-2020 年特朗普当政时期，新能源汽车虽然在 2018 年借力特斯拉 Model3 的大获成功而销量陡增，但是明显后劲不足，于 2021 年拜登政府的支持下才重新突破。同时，对比原油和可再生能源的产量增速，2016 年至 2019 年是美国原油产量的高速增长期，而 2020 年之后可再生能源增速更胜一筹。由此两党政府对于新旧能源的不同政见的确会很大程度上影响到阶段性的能源发展前景，若特朗普政府上台，其主张的一系列举措，例如终止电动汽车激励措施、撤销清洁能源项目资金并重新分配等，将利空美国新能源板块对有色的需求。

图 42：预计美国 2024 年新能源车销量或将同比增长 50% 至 220 万辆以上，渗透率有望达到 15% 以上



资料来源：同花顺 iFind, Bloomberg, 国泰君安期货研究

表 12：“特朗普 1.0、2.0” 对于新能源行业的政策梳理

特朗普政见：推动化石燃料		
1.0	减少环境监管	特朗普政府显著放松了对化石燃料行业的监管，废除了奥巴马时代的《清洁能源计划》(Clean Power Plan) 和《美国水域规则》(Waters of the United States Rule, WOTUS) 等一系列环保法规，取而代之的是更为宽松的《可负担清洁能源规则》(Affordable Clean Energy Rule)，使得煤炭和其他化石燃料生产商的运营成本显著降低。
	扩大油气钻探	特朗普政府开放了更多的联邦土地和水域进行油气钻探，包括在北极国家野生动物保护区进行石油勘探。
	批准关键基础设施项目	政府加速批准和建设重要能源基础设施项目，包括Keystone XL和Dakota Access管道，增强了美国石油和天然气的运输能力和出口潜力。
	增加能源生产	特朗普政府的这些政策直接促进了美国原油产量的显著增加。在其任期内，美国原油产量显著增加，成为全球最大的石油生产国之一。美国能源信息署(EIA)报告指出，2023年，美国原油产量连续6年超过全球其他国家，平均为1290万桶/日，打破了2019年创下的1230万桶/日的美国全球纪录。与此同时，通过扩大页岩气开采，美国在天然气市场上也占据了重要地位，进一步提升了其能源独立性和出口能力。
2.0	提升能源出口	特朗普政府大力提升美国能源的出口能力，特别是在液化天然气领域。特朗普政府将能源出口视为一种贸易政策工具和地缘政治武器，特别强调对中国、日本和印度等地区的LNG出口，以创造就业并减少美国贸易赤字。通过签署新的能源出口协议和建设更多LNG出口终端，美国成功地定位为全球重要的能源供应国之一。2022年，美国超越卡塔尔成为全球第二大LNG生产国，其LNG出口量同比增长15%，至8050万吨。
	扩大石油钻探活动	特朗普承诺通过扩大石油钻探活动来降低能源成本。恢复对联邦土地和水域的钻探许可将增加国内石油供应，从而降低油价。例如，在他上次执政期间，阿拉斯加国家野生动物保护区(ANWR)被批准进行石油钻探，尽管这一决定在环境保护方面引发了广泛争议。
	降低税收和增加化石燃料生产	特朗普计划通过降低税收和增加化石燃料生产来应对通货膨胀。他认为，增加国内石油和天然气的生产将有助于降低能源成本，减轻消费者的经济压力。
	解除石油和天然气生产限制	特朗普将解除政府对石油和天然气生产的限制，允许个人和企业使用他们认为最适合的能源资源。他认为，这将促进美国的能源独立性，并降低能源成本。

资料来源：国泰君安期货研究

而大宗商品中首当其冲受到影响的是有色板块。新能源车行业一直以来是有色板块各品种的消费亮点，不仅仅因为新能源车本身增速较快，更是因其单车耗量明显高于传统燃油车中的用量。例如，一辆燃油车中用铜约为 20kg，而混动新能源提高至 50kg，纯电更是高达 80kg，铝和锡亦是如此。尽管在传统有色金属如铜、铝、锡中用量占比不高，但是带来的需求增量同光伏行业一起支撑金属价格。具体来看，2023 年铜、铝、锡在新能源车中的用量分别为 180 万吨、448 万吨、以及 2.8 万吨，占年度总需求比例为 6.9%、6.3%、以及 7.6%。然而 2023 年需求增速非常可观，均达到 20% 以上的增速。以铜为例来看此增量带给平衡的影响，2023 年全球平衡过剩 4.2 万吨，新能源车需求是绝对的正向拉动项。更何况对于锂、钴、镍等新能源金属，新能源车更是占据了绝大部分的需求，其中占据锂需求 75%、钴需求 43%，镍需求 12%。

表 13：一辆燃油车中用铜约为 20kg，而混动新能源提高至 50kg，纯电更是高达 80kg

单位：千克	燃油车	新能源车	
		纯电	混动
铜	20.0	83.0	50.0
铝	215.5	208.7	
铅	12.0	9.6	
锡	0.3	0.6	
不锈钢	20.0		
锂盐（实物吨）	-	50.6	
钴	-	74.3	
		三元电池	磷酸铁锂
镍	-	40.0	0.0

资料来源：国泰君安期货研究

表 14：2023 年铜、铝、锡在新能源车中的用量分别为 180 万吨、448 万吨、以及 2.8 万吨，占年度总需求比例为 6.9%、6.3%、以及 7.6%。

单位：万吨	2023 年全球总需求	全球新能源车需求	新能源车需求较 2022 年同比变化	需求占比
铜	2608.2	180	33%	6.90%
铝	7088	448.5	22.49%	6.33%
锡	37	2.81	24.91%	7.59%
锂盐（实物吨）	91.9	69	28%	75.08%
钴	21.2	9.1	11%	42.92%
镍	329.1	39.7	14%	12.06%

资料来源：国泰君安期货研究

然而若评估影响程度，我们认为目前幅度较为有限。首先，美国新能源车占据全球销量比例为 10%，即便未来增速有所放缓，其他国家如中国、欧洲、中东等地区新能源行业依旧处于快速发展阶段，或有一定补足。其次，以铜为例，2023 年美国新能源车对铜的消费量仅为 11.4 万吨，占全球需求量不到 0.5%，故边际变化对基本金属影响较小，或对锂、钴等金属影响更大，尤其是上述美国本土电池工厂建设不排除放缓的可能，但是暂时特朗普政府未对此出明确的限制政策。再次，2016 年至 2020 年有色金属价格受到供给边际变化对价格影响更大，例如供给侧改革和环保政策加码减少了电解铝、锌、铅等国内产量较大品种的供给，2018 年之后价格的疲软主要因为贸易战叠加去杠杆，美联储由持续加息转向预防式降息，美元指数连续两年走强，传统实体消费行业如电力投资，家电，汽车以及房地产表现平淡，而非特朗普 1.0 带给新能源需求的弱势利空价格的条线。所以单一据此交易有色板块需要谨慎。

图 43：新能源汽车虽然在 2018 年借力特斯拉 Model3 的大获成功而销量陡增，但是明显后劲不足



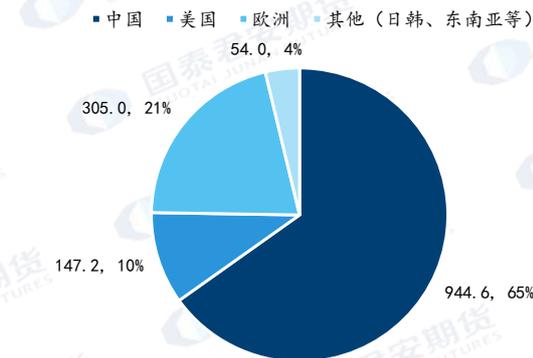
资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 44：2016 年至 2019 年是美国原油产量的高速增长期，而 2020 年之后可再生能源增速更胜一筹



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 45：2023 年美国新能源车占据全球销量比例为 10%



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 46：2016 年至 2020 年有色金属价格受到特朗普 1.0 带给新能源需求的弱势影响有限



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且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。请您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，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，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，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。