

特朗普上一任期内政策变化与铜价走势复盘

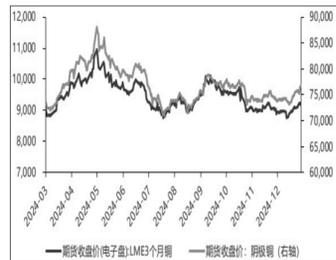
铜价波动因关税反复而进一步放大

■ 广发期货 周敏波

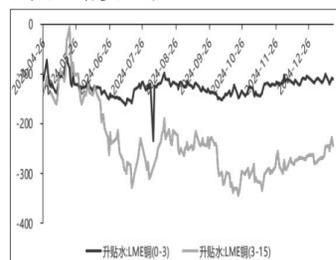
1月20日,特朗普正式就任美国总统,并在就职演说中重点提到关于打击非法移民、对外加征关税及加强能源开采等多方面政策议题。展望2025年,面对特朗普即将出台落地的各项新政,铜等大宗商品价格波动可能进一步放大,不确定性加剧。特朗普上一任期为2017年1月20日至2021年1月20日,其于任期内在移民、税收及对外贸易政策等方面推进并实施的政策,对全球宏观经济环境及铜价走势产生较大影响,本文复盘特朗普上一任期内其政策实施进展与铜价走势。



在特朗普上任初期的2017年,其主要推进的政策集中在移民与减税领域:移民领域主要包括建造沿美国南部边境的实体墙、停止对部分庇护城市的联邦财政拨款以及禁止七个穆斯林国家的公民进入美国等政策;减税领域主要为推进《减税与就业法案》,将个人所得税税率和企业所得税税率分别降低至37%、21%,并提高儿童税收抵免额度及遗产税征收门槛。



图为国内外铜期货价格走势(单位:元/吨、美元/吨)



图为LME铜升贴水(单位:美元/吨)

特朗普的减税政策助推了当年宏观经济预期乐观修复,为铜价复苏奠定了基础。2017年,全球主要经济体步入复苏周期,中国、美国及欧元区PMI景气度均持续回升,在非美国家经济强复苏的预期下,美元指数呈现下跌趋势。因此,即使

当年美联储步入加息周期,年内共计加息3次,并提出缩表计划逐步收回流动性,美元并未大幅走强,亦未对铜价形成明显压制。2017年,LME铜价由约5500美元/吨上涨至约7200美元/吨,涨幅超30%。

步入2018年,特朗普单方面宣布对中国特定商品进口加征额外关税,拉开了中美贸易摩擦的序幕。2018—2019年,中美贸易摩擦成为影响铜价走向的重要因素,贸易摩擦的有效谈判和解信号驱动铜价回升,而加征关税的落地往往使铜价承压。整体来看,持续两年左右的中美贸易摩擦争端,挫伤了下游制造业景气度,美国PMI景气度持续下行,对下游铜需求形成明显抑制。具体来看,可分为以下三个阶段:

第一阶段:摩擦阶段

中美贸易摩擦始于2017年下半年美国贸易代表办公室(USTR)对中国发动的“301调查”。2018年3月,USTR公布《301调查报告》,其认为中国在外资投资、技术许可及知识产权等方面对美国公司施加了诸多限制。根据USTR的调查结果,特朗普于2018年3月宣布对中国施加贸易制裁,主要包括拟对中国进口的特定商品征收额外关税,通过WTO争端解决渠道进行磋商以及限制中国企业在美国的特定投资等,这一结果引发了全球对中美贸易战可能爆发的担忧,拉开了争端的帷幕。

2018年4月,中国宣布展开反制措施,拟对原产于美国的农产品、汽车和化工品等特定商品采取加征25%的关税,标志中美贸易摩擦升级。5月,中美双方签署中美经贸磋商联合声明,双方同意,将采取有效措施实质性减少美国对中国的货物贸易逆差,鼓励双向投资,积极寻求解决各自关注的经贸问题,市场担忧情绪阶段性

缓解。6月,美国撕毁上述联合声明,将加征的500亿美元商品关税规模付诸实施,利空落地。从铜价的表现来看,2018年1—5月,LME铜价在中美陆续的制裁与反制声明措施中震荡走弱,跌幅约5%;6月关税落地后,LME铜价当月跌幅超4%,回落至约6600美元/吨。在上述摩擦阶段,铜矿现货TC走弱,美元指数下行均未能提振铜价。

第二阶段:首轮谈判阶段

在第一轮关税落地后,中美展开贸易磋商谈判,谈判方向对铜价走势形成扰动。2018年7月,美国在6月加征关税的商品清单总额500亿美元的基础上,上调至2500亿美元,中国亦采取反制措施,公布对美国的600亿美元商品征税清单,分别加征25%、20%、10%和5%不等的关税。2018年下半年,受中美双方加征关税的落地实施影响,中美贸易关系持续紧张,双方出口均出现大幅下滑,制造业PMI持续下行。

除中国外,特朗普亦对墨西哥、加拿大及欧盟等国家或组织发起贸易磋商,如2018年6月美国宣布对加拿大、墨西哥和欧盟的钢铁和铝分别征收25%、10%的关税,欧盟对28亿欧元总额的美国商品征收25%关税作为反制措施。全球经贸局势持续紧张,美元开始走强,LME铜价承压明显,徘徊于6000美元/吨上下。

为应对美国关税冲击,中国积极推进与美国进行贸易磋商,于2018年年底至2019年4月同美国进行了多轮经贸高级别磋商,不断取得进展。叠加降息预期抬升,美联储货币政策由紧缩转向宽松,LME铜价于2019年1—4月实现近10%的涨幅,回升至约6500美元/吨。然而2019年5月中美谈判陷入僵局,特朗普政府不负责任地指责中国在谈判中反悔,未能履行承诺,双

方进一步加征商品关税,美国于5月将2000亿美元中国商品的关税从10%上调至25%,于8月宣布将对另外3000亿美元中国商品加征10%的关税;中国亦开启新一轮反制措施,陆续宣布对600亿美元、750亿美元的美国商品加征关税,并恢复对美国汽车和零部件的关税。2019年5—8月LME铜价再度承压,将前期涨幅全部抹去,回落至5600美元/吨左右。

第三阶段:谈判落地阶段

在双方首轮谈判未果之后,特朗普于2019年9月宣布将美国关税上调之日延后,通过此举向中国释放诚意。中国亦快速回应,从美国采购一批大豆等农产品,双方于2019年9—12月继续开展经贸磋商。在经过多轮谈判后,中美于2019年12月达成“第一阶段”贸易协议,并于2020年1月15日正式签署协议,美国取消原计划对中国部分商品的关税上调,并同意将部分现有关税减半,中国同意在未来两年内增加购买2000亿美元的美国商品和服务。至此,特朗普首次任期内的中美贸易摩擦告一段落,在双方谈判出现明显进展的背景下,LME铜价回升,自2019年12月初至2020年1月协议签订之日实现约8%涨幅,突破6300美元/吨。

2020年,美国步入大选年,特朗普前期主张的移民、减税及关税政策均逐步落地,为拉拢选票,其主要围绕外交、军事及科技方面对中国进行极限施压,前期对内减税及对外加征关税政策均已落地,对铜价的影响有限。2020年铜价上涨主要受益于各国为应对疫情带来的经济冲击而实施的财政与货币刺激政策,特别是美联储再次启动量化宽松,流动性的大量释放及全球经济逐渐复苏驱动铜价上涨。

本轮任期特朗普在移民、减税及关税

领域亦有政策主张,移民领域包括驱赶非法移民、提高永久移民门槛;减税领域包括针对企业和居民的全面、永久性减税,延长《减税和就业法案》时限。移民政策将导致美国劳动力流失,推升劳动力成本及通胀水平;减税政策将扩大美国财政赤字及内需,抬升通胀,促进经济增长。本轮移民与减税政策效应或与上轮类似,但能否复刻上轮结果并助推宏观经济预期乐观修复尚存不确定性。一是减税政策的推进周期较长,目前《减税和就业法案》的税收减免政策于2025年到期,若进一步调整需等到2026年。二是本轮政策出台所处宏观经济环境背景不同,2017年宏观背景为全球经济步入复苏周期,GDP增速相对较高,通胀处于上行阶段,美联储步入加息周期;而目前宏观经济环境为全球经济增速相对放缓,通胀处于下行阶段,美联储步入降息周期。因此,即使特朗普本轮政策方向是指向通胀性的,但现实环境仍对政策效应存在一定约束。

关税方面,特朗普在本轮总统竞选时表示,将针对大多数国家加征10%普遍关税,对中国等其他国家加征60%或以上的高关税,其关税政策成为市场关注焦点。上轮中美贸易摩擦中,特朗普旨在通过加征关税减少贸易逆差,以关税政策作为贸易谈判筹码进行渐进式推进,整体来看有两个特点:一是关税谈判反复,美方“不按常理出牌”经常导致超预期结果,加剧铜价短期波动;二是持续时间较长,对全球经贸局势、制造业景气度产生深远影响,下游整体需求受损导致铜价承压。若参考上轮关税推进情况,本轮渐进式关税推进方式的可能性也不低,铜价波动或因关税反复而进一步放大。展望2025年,市场对特朗普主张的主要政策影响已存在预期,相对而言或更需关注其政策的推进步伐及落地速度。

多因素扰动 原油价格下跌空间有限

■ 冠通期货 苏妙达

春节长假期间,受美联储议息会议、特朗普征收关税、OPEC+会议、地缘局势等因素影响,国际原油价格反复震荡,最终小幅收跌,其中WTI原油价格下跌1.9%,布伦特原油价格下跌1.2%。

特朗普加征关税

2月1日,美国总统特朗普签署行政令,对进口自中国、加拿大和墨西哥的商品分别加征10%、25%和25%的关税。其中对加拿大能源产品的关税加征幅度为10%。另外,2月2日,特朗普表示计划很快对欧盟产品征收关税。各国均迅速表态将采取相关措施进行反制。2月3日,美国与墨西哥、加拿大达成协议暂缓一个月实施关税加征政策。2月4日,中国推出对美国的反制措施,自2月10日起,对原产于美国的部分进口商品加征关税,其中对煤炭、液化天然气加征15%的关税;对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%的关税。

作为全球最大的商品消费国,特朗普以加征关税作为威胁手段来获取自身利益,如遏制非法移民、促进制造业回流、加大本国能源等产品出口等。美国加征关税

后势必引发全球贸易战,推高各国消费成本,降低生产效率,抑制全球消费增速。世界银行在1月中旬发布报告表示,若美国实施10%的全面关税,并且贸易伙伴采取报复性关税措施,2025年全球经济增速可能会因此从2.7%下降至2.4%。

由于加拿大和墨西哥是美国原油进口主要来源地,因此征收关税将直接对原油市场产生影响。2024年,美国原油进口量为650万桶/日,其中进口自加拿大400万桶/日,进口自墨西哥45万桶/日。由于进口自加拿大的原油占整体进口量在60%以上,且其中大部分经管道进入美国中西部炼油厂,而该地区炼油厂短期可以替代的中质及重质原料不多,这将增加其炼油成本,因此特朗普此前计划对加拿大能源产品的关税加征幅度仅为10%,不及加拿大其他商品加征的25%。墨西哥出口的原油主要流向美国墨西哥湾炼厂。中美两国原油贸易量较小,影响不大。随着特朗普暂缓对加拿大和墨西哥加征关税,原油价格冲高回落。

伊朗原油出口受限

2月4日,特朗普签署了一项旨在阻止伊朗获得核武器并限制原油出口的总统备

忘录,并表示伊朗距离拥有核武器已非常接近,美国有权阻止伊朗向其他国家出售原油,同时特朗普也表示,愿意与伊朗总统进行会谈。市场担忧伊朗原油出口进一步受限,甚至可能降至零。伊朗原油出口量在特朗普第一任期因制裁加大降至50万桶/日,目前仍有150万桶/日左右,因此,若特朗普此次加大制裁,伊朗原油出口预计下降100万桶/日。

1月,“影子油轮”受制裁,伊朗原油浮仓增加,部分市场已经开始抢购不受制裁影响的原油品种。不过OPEC+剩余产能充足(在400万桶/日以上),同时此前特朗普公开呼吁OPEC+及其主要成员国沙特降低油价,OPEC+部分成员国(如伊拉克、俄罗斯、哈萨克斯坦等国)减产履行率不佳,还有未来增加产能的规划,其又面临非OPEC+(如美国、加拿大、挪威等)抢占市场份额,OPEC+可能借此机会按照原先计划在4月逐步放松减产。此前OPEC+已经多次推迟逐步放松减产。

2月3日,OPEC+发布声明,重申遵守此前的原油产量协议,以确保原油市场的稳定。即八国220万桶/日的自愿减产自2025年4月逐步复产,逐步复产周期为18个月,阿联酋逐步增产30万桶/日也在2025年4月至2026年9月。而200万桶/日的正

式减产、166万桶/日的额外减产,延长至2026年12月底。下一次OPEC+联合部长级监督委员会会议将在4月5日举行。另外,OPEC+用KPLER、Oilx和Esai取代挪威能源咨询公司Rystad能源和美国能源信息署(EIA),作为次要数据来源。

美联储暂停降息

1月29日,美联储将联邦基金利率目标区间维持在4.25%~4.5%,符合市场预期。这是美联储自2024年9月开启降息周期以来首次暂停降息。美联储认为美国经济整体强劲,消费者支出具有韧性,劳动力市场稳健。美元走强短暂施压原油价格。不过欧洲、加拿大等国家央行在1月降息25个基点,原油市场需关注降息后带来的对原油需求的实际提振力度。

在最新的1月供需报告中,三大机构对2025年的原油需求增速调整不大。OPEC将2024年全球原油需求增速预期下调11万桶/日至150万桶/日,将2025年全球原油需求增速预期维持在145万桶/日,预计2026年全球原油需求增速预期143万桶/日。IEA将2024年全球原油需求增速预期上调10万桶/日至94万桶/日,将2025年全球原油需求增速预期下调5万桶/日至

105万桶/日。EIA将2025年全球原油需求增速预期上调3万桶/日至132万桶/日。

特朗普上台后,宣布国家能源紧急状态,停止对电动车的支持,支持燃油车,加征关税仍不确定,对俄罗斯的制裁或有所改变,还表示计划大规模干预世界原油市场,并呼吁OPEC“降低原油成本”,叠加气温有所回升,寒潮对原油的利多效应逐步减弱,美国原油库存低位增加,原油价格高位回落。但美国对加拿大及墨西哥原油加征关税仅延缓一个月,对伊朗原油出口更是表现强硬。近期美国原油产量高位持续回落,由于美国页岩油企业受利润影响以及新增项目时间较长,预计近期美国原油产量很难实现高速增长。

ICE布伦特原油投机净多持仓近期仍在持续增加,升至2022年以来的高位。预计近期原油下跌空间有限。警惕后续OPEC+的逐步增产以及伊朗、俄罗斯实际受制裁的影响。