下载日志已记录，仅供内部参考

大宗商品

美国大选与油价的五次交锋：近五届美国大选前 WTI 走势复盘与规律探究

美国大选对 WTI 油价的直接影响无规律性。复盘近五次大选前六个月 WTI 走势，油价涨跌方向各异，2008 年金融危机、2012 年欧债危机、2016 年供应过剩、2020 年全球公共卫生事件、2024 年地缘风险反复，各轮选举前的油价波动均由当期宏观危机与供需失衡主导，大选本身并非驱动油价的核心变量。政策层面，两党能源政策方向差异显著，共和党侧重供应扩张，民主党偏向清洁替代与排放约束，但竞选承诺的兑现受国会格局、市场机制与物理约束三重限制，统一政府是重大能源立法推进的有利条件，分裂政府下政策基本停滞；美国原油供需增量在全球总量中占比有限，常被 OPEC 策略、地缘冲突等全球性波动淹没，美国政策难以独立左右油价。

特朗普 2.0 的油价影响可概括为"波动放大、中枢受约束"。"先威胁、后退缩"的 TACO 行为模式通过制造地缘与贸易政策不确定性，系统性抬升油价波动率，但波动率放大不改变价格中枢，历次威胁期溢价均在退缩信号落地后回吐。美国页岩油增产弹性结构性消失，甜点区耗尽、DUC 库存枯竭、资本纪律硬化、盈亏平衡从 50 美元/桶升至 66 美元/桶，供应端对高油价的响应远弱于第一任期；清洁能源退坡仅使 EV 渗透率增速放缓，量级可忽略。

宏观环境与第一任期截然不同，强美元、高利率构成隐性压制。第一任期为低通胀与弱美元组合，WTI 获底部支撑；2025-2026 年为高通胀与强美元组合，核心 PCE 维持高位、10 年期 TIPS 实际利率升至 2.47%、美元指数 100 附近，限制性货币政策压制油价估值，但美元与油价的关系从传统反向联动转为同向联动，地缘溢价更难转化为单边上涨行情。基准情景下，WTI 中枢回落至 70-85 美元/桶；乐观情景下，区间抬升至 85-110 美元/桶；尾部风险情景下，油价可能突破 120 美元，但伴随极高波动率。

观点总结：（1）复盘近五次大选，大选本身并非核心驱动，政策受国会与物理约束，难以独立左右油价。（2）特朗普 2.0（2025-至今）TACO 放大波动，但 2026 年退缩信号反复，溢价回吐不畅；页岩油增产弹性结构性消失，盈亏平衡升至 66 美元/桶。（3）宏观环境与第一任期（2017-2020 年）迥异，高通胀与强美元压制估值，但地缘冲突实质性对冲宏观压制。（4）清洁能源退坡仅使 EV 渗透率增速放缓，量级可忽略，替代惯性由存量累积与州级法规固化，需求端长期压制但非当前主导变量。（5）当前油价整体呈中枢抬升、波动放大特征，我们预测，基准、乐观、尾部情景分别对应的油价区间为 70-85、85-110、突破 120 美元。

风险提示：（1）地缘政治升级超预期风险。（2）美国大选及政策兑现不及预期风险。（3）OPEC+政策与全球供需变化超预期风险。（4）美联储货币政策路径超预期风险。（5）历史复盘规律代表性不足风险。

作者



分析师 肖亚平
SAC：S1070523020001
邮箱：xiaoyaping@cgws.com



联系人 秦钏
SAC：S1070125110013
邮箱：qinchuan@cgws.com

相关研究

1、《乙二醇：现货紧张态势有所缓解》2026-10-12
2、《PX/PTA：新增计划外检修损失》2026-10-12
3、《液化气：港口库存低位，强现实有望延续》2026-10-12

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1.近 5 次美国大选前 WTI 走势复盘 4
1.1 大选前 6 个月油价涨跌无一致性，宏观冲击主导短期波动 4
1.2 近 5 届总统大选能源政策梳理与兑现程度评估 5
2. 政策兑现的约束条件：国会格局与供需量级 9
2.1 统一政府是能源政策兑现的必要条件，分裂政府导致政策搁浅 9
2.2 美国供需增量被全球波动淹没，供应端政策难以独立影响油价 10
2.3 电动化替代存在传导时滞，政策效果落在任期之外 11
2.3.1 新车替换存量车队周期漫长，政策在任期内难见效 11
2.3.2 全球替代重心在中国与欧洲，美国增量对全球石油平衡影响有限 12
3.特朗普 2.0 油价影响评估，波动放大但中枢受约束 13
3.1 TACO 行为特征放大油价波动，但难以改变长期中枢 13
3.1.1 TACO：从华尔街口头禅到可交易的政策模式 13
3.1.2 第一任期案例复盘：TACO 的经典循环（2018—2020） 13
3.1.3 第二任期：波动率结构性放大 13
3.1.4 波动率量化：威胁期脉冲、谈判期反复、中枢回归 15
3.1.5 波动率是第二任期油价的核心变量 16
3.2 增产天花板与资本纪律硬化，第二任期供应增量或不及预期 17
3.2.1 物理增产天花板：甜点区耗尽与 DUC 枯竭，增产弹性结构性消失 17
3.2.2 资本纪律硬化：增长让位于回报，高油价与低钻机并存 18
3.2.3 成本通胀上移：盈亏平衡的结构性抬升，2026 年成本显著高于 2017 年 19
3.3 清洁能源退坡难改需求短期格局，替代惯性已成型 21
3.3.1 政策退坡：范围与对冲 21
3.3.2 替代惯性：EV 渗透与需求剪刀差 21
3.3.3 退坡难改需求格局，对 WTI 影响有限 21
3.4 高通胀与强美元构成隐性压制，宏观环境与第一任期迥异 22
3.4.1 两任期宏观环境对照：从"低通胀弱美元"到"高通胀强美元" 22
3.4.2 美元与油价的结构演变：从"反向联动"到"同向联动" 23
3.4.3 情景推演与结论强化 24
风险提示 25

图表目录

图表 1： 大选前 6 个月 WTI 价格（美元/桶） 4
图表 2： 大选前 6 个月 WTI 价格走势（美元/桶） 4
图表 3： 大选前 6 个月 WTI 均价较大选月（11 月）均价涨跌幅度 4
图表 4： 近 5 次大选能源政策承诺 5
图表 5： 美国原油需求量、产量与国内供给缺口（千桶/日） 7

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6： 美国原油进口量、出口量、净进口量（千桶/日）.....7
图表 7： 美国主要页岩油企业 CAPEX（百万美元）.....7
图表 8： 2008-2025WTI 价格（美元/桶）.....7
图表 9： 近 5 次大选对伊政策承诺.....8
图表 10： OPEC 原油产量（千桶/日）.....8
图表 11： 伊朗原油出口量（千桶/日）.....8
图表 12： 近 5 次大选国会控制情况.....9
图表 13： 国会格局与被阻碍的能源政策或法案.....9
图表 14： 世界原油产量（千桶/日）.....10
图表 15： 美国原油产量与占世界原油产量比例.....10
图表 16： 美国原油消费量与占世界原油消费量比例.....10
图表 17： 世界主要产油国原油产量占比（%）.....11
图表 18： 世界主要原油消费国与原油消费量占比（%）.....11
图表 19： 美国汽车燃油经济性（mpg）.....11
图表 20： 交通运输部门原油消费量与 VMT.....11
图表 21： 全球电动汽车销量（百万辆）.....12
图表 22： 美国 EV 销量与渗透率.....12
图表 23： 美国注册轻型电动车保有量细分（千辆）.....12
图表 24： 美国轻型车保有量与 EV 占车队比例.....12
图表 25： 2026 年美伊冲突事件时间线.....14
图表 26： 历次 TACO 事件窗口波动率对比.....16
图表 27： WTI 价格与 20 日年化已实现波动率叠加.....16
图表 28： OVX 隐含波动率与已实现波动率.....17
图表 29： 二叠纪盆地每钻机产量与钻机数（2017-2024）.....18
图表 30： 美国主要盆地 DUC （2017-2024）.....18
图表 31： 美国原油产量增量与作业中的钻机数.....19
图表 32： 新井盈亏平衡价格（美元）.....20
图表 33： 美国页岩油新井盈亏平衡价格（2017）.....20
图表 34： 美国页岩油新井盈亏平衡价格（2026）.....20
图表 35： DallasFed 能源调查指数（季度环比）.....20
图表 36： 预计美国原油产量与增量.....22
图表 37： 美元指数与 WTI 走势.....22
图表 38： 核心 PCE 与联邦基金利率.....22
图表 39： 10 年期 TIPS 实际利率（%）.....23
图表 40： DXY-WTI 12 个月和 24 个月滚动相关性.....24
图表 41： SOFR-IORB 利差（BP）.....24

下载日志已记录，仅供内部参考

1.近 5 次美国大选前 WTI 走势复盘

1.1 大选前 6 个月油价涨跌无一致性，宏观冲击主导短期波动

近 5 次美国大选前 6 个月 WTI 走势各异，油价更多受当期宏观危机与供需冲击主导。2008 年大选遭遇金融危机，WTI 从 5 月 125 美元持续震荡下跌至 11 月 57 美元，期间 9 月雷曼兄弟破产后全球风险资产同步暴跌，WTI 价格剧烈下跌。2012 年油价在 82-95 美元区间震荡，8 月后逐步回落，同期欧债危机持续压制全球需求预期。2016 年油价在 45 美元附近窄幅波动，6 月英国脱欧公投后出现短暂下跌，全年供应过剩抑制油价上涨。2020 年油价从 5 月低点逐步回升，但 9 月后再次回落，遭遇严重的需求冲击，OPEC+历史性减产和美联储宽松政策推动下半年反弹。2024 年油价从 80 美元上方回落至 70 美元附近，同期 OPEC+维持减产但中东地缘风险反复。

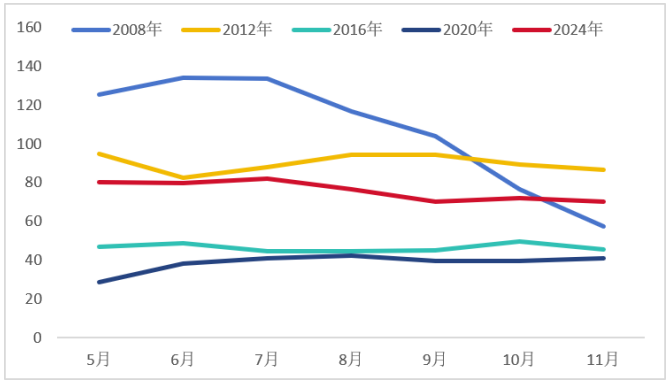
图表1：大选前 6 个月 WTI 价格（美元/桶）

选举年份	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月
2008 年	125.4	133.88	133.37	116.67	104.11	76.61	57.31
2012 年	94.66	82.3	87.9	94.13	94.51	89.49	86.53
2016 年	46.71	48.76	44.65	44.72	45.18	49.78	45.66
2020 年	28.56	38.31	40.71	42.34	39.63	39.4	40.94
2024 年	80.02	79.77	81.8	76.68	70.24	71.99	69.95

资料来源：EIA；长城证券产业金融研究院

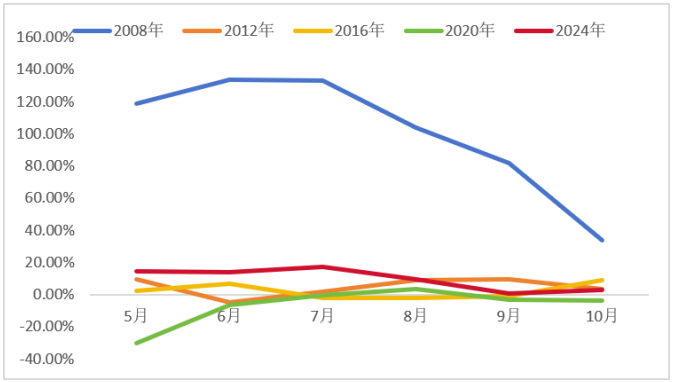
从不同时间窗口观察，近 5 次大选前油价表现各异。与大选月（11 月）WTI 均价比较，2008 年 5 至 7 月月度均价同比涨幅一度超过 130%，但 10 月后大幅收窄至 33.68%，反映金融危机主导的油价剧烈波动。2012 年月度均价同比涨跌幅度在-5%至 10%区间窄幅波动，显示当年市场相对平稳。2016 年月度均价同比涨跌幅度在-2%至 9%区间，6 月后出现回落，与英国脱欧和供应过剩预期相关。2020 年 5 月月度均价同比涨跌幅度达-30.24%，但随后逐步收窄，反映需求冲击后的修复。2024 年 5-7 月月度均价同比涨跌幅度维持在 14-17%，但 8 月后逐步回落至 3%以下，上半年地缘溢价逐渐消退。

图表2：大选前 6 个月 WTI 价格走势（美元/桶）



资料来源：EIA，长城证券产业金融研究院

图表3：大选前 6 个月 WTI 均价较大选月（11 月）均价涨跌幅度



资料来源：EIA，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 近 5 届总统大选能源政策梳理与兑现程度评估

两党能源政策方向差异显著。奥巴马 2008 年的竞选能源政策理论上双向利空油价。页岩增产导向扩大原油供应，燃油经济性标准提升则从需求侧压缩石油消费，碳排放交易机制从长期看将加速能源结构转型。奥巴马 2012 年连任竞选的能源政策延续第一任期内"All-of-the-Above"能源战略，支持美国国内油气生产增长及页岩油气开发，理论上整体仍呈偏空影响，但政策力度有所缓和。特朗普 2016 年竞选以"Drill Baby Drill"为口号，在五届中最具单向利空特征最明显。政策几乎完全聚焦于供应端扩张，联邦土地开放直接增加可采资源，监管撤销降低合规成本，退出巴黎协定解除长期碳排放约束。拜登 2020 年大选能源政策在短期与长期存在差异。短期内，停止联邦土地钻探许可和取消补贴将约束供应增长，形成利多；但长期来看，电动车推广和净零排放目标长期压缩需求，叠加重返巴黎协定的国际约束，效果偏空。特朗普 2024 年竞选能源政策是"Drill baby drill"加强版，理论上将延续供应端扩张的利空方向。

图表4：近 5 次大选能源政策承诺

年份	胜选总统	竞选时能源政策
2008	奥巴马	支持国内油气增产，拥抱页岩革命 提高汽车燃油经济性标准，减少交通领域石油消费 建立碳排放交易机制（cap-and-trade） 减少中东石油依赖，提高能源效率
2012	奥巴马	延续"All-of-the-Above"能源战略 支持美国国内油气生产增长，页岩油气开发 继续发展风能、太阳能和清洁能源产业 推动天然气利用，扩大天然气在电力中的应用 提高车辆燃油效率，减少石油进口
2016	特朗普	Drill Baby Drill 推动"Energy Dominance（能源主导）"理念 扩大联邦土地和海域油气开采 支持页岩油气开发和水力压裂 撤销奥巴马时期环境监管限制（减少 EPA 监管） 支持煤炭产业复兴 退出巴黎气候协定
2020	拜登	目标 2035 年实现电力行业零碳排放，2050 年实现美国经济净零排放 停止在联邦土地和水域新增油气钻探许可 取消化石能源补贴 推动电动车产业发展和充电基础设施建设
2024	特朗普	"Drill baby drill"加强版 扩大美国油气钻探 增加联邦土地和海域租赁开发 放松拜登时期环境监管 取消部分新能源和电动车政策支持 扩大液化天然气（LNG）出口 支持提高美国石油天然气产量、降低能源成本

资料来源：carbon brief，ADI，YaleEnvironment360，Grist，长城证券产业金融研究院

政策实际兑现度受国会格局、市场机制与物理约束限制，与竞选承诺存在偏差。

奥巴马第一任期增产兑现，净进口降幅有限。美国原油产量从 2008 年的 500 万桶/日增至 2012 年的 652 万桶/日，四年增幅约 30%。钻机数从 2008 年 379 部增至 2012 年 1359 部，增长 258%，上游投资活跃度大幅提升。原油净进口从 975 万桶/日降至 846 万桶/日，降幅 13%远小于产量增幅，国内增产部分被需求增长吸收。油价反应方面，2009-2011 年 WTI 从 61.95 美元涨至 94.88 美元，与中长期内将利空油价的政策预期背离。

奥巴马第二任期面临共和党控制众议院的局面，能源政策推进受阻。进入"页岩油革命的黄金时期"，原油产量从 2013 年 750 万桶/日增至 2015 年 943 万桶/日。钻机数在 2014 年达到高峰 1526 部，2015-2016 年暴跌至 736 部和 408 部，与油价暴跌同步。2015 年底，美国解除长达 40 年的原油出口禁令，是奥巴马政府在分裂政府下推动的少数能源立法之一。原油出口大幅提升，但被进口反弹与出口增长对冲。油价表现上，美国供需变化被全球框架淹没，OPEC 不减产策略影响了油价下跌，WTI 从 2014 年 93.17 美元跌至 2015 年 48.66 美元、2016 年 43.29 美元。

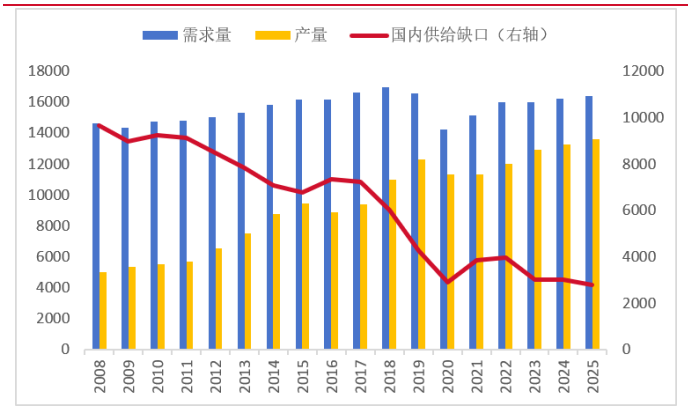
特朗普在其第一任期内的能源政策兑现度在近五届中最高。原油产量从 2017 年 936 万桶/日增至 2019 年 1232 万桶/日，2019 年峰值后 2020 年回落至 1134 万桶/日。钻机数从 2017 年 703 部增至 2019 年 774 部，2020 年暴跌至 345 部。原油净进口从 2017 年 681 万桶/日降至 2020 年 267 万桶/日，降幅 61%，出口增加 205 万桶/日，原油进口量降幅 26%。美国炼厂对重质原油的进口依赖具有结构性刚性，国内增产以轻质页岩油为主，无法完全替代进口重质油。因此，"能源独立"的进展表现为出口扩大而非进口替代，与竞选承诺的直观理解存在差异。2017-2019 年 WTI 在 50 到 70 美元区间震荡，2020 年由于全球公共卫生事件暴跌至 39.16 美元，未因美国增产和净进口大减而出现趋势性下跌。

拜登任期内的政策兑现呈现"前紧后松"特征。原油产量从 2021 年 1131 万桶/日增至 2024 年 1324 万桶/日，年均增量仅 48 万桶/日，远低于特朗普第一任期年均增加 87 万桶/日。钻机数呈回落趋势，从 2021 年 380 部增至 2022 年 574 部，后降至 2024 年 491 部，未达特朗普任期水平。尽管 2021-2024 年 WTI 均价 70-95 美元、2022 年一度破 120 美元，企业资本开支响应显著弱化，Chevron 2022 年资本开支仅 2014 年峰值的 53%，ConocoPhillips 为 59%，Devon 仅 25%，2014-2016 年和 2020 年两轮暴跌教训，企业优先偿债、回购与分红。油价再度背离政策预期，2021-2022 年 WTI 从 68.13 美元涨至 94.90 美元，与清洁能源利空相反，2023-2024 年回落至 77.58、76.63 美元，属需求预期调整与地缘溢价消退。

特朗普第二任期约束改变，兑现度待观察。特朗普刚刚开启第二任期（2025-2028 年），2025 年钻机数 442 部，较 2024 年 491 部继续下降，反映出企业资本纪律影响仍在持续。政策兑现度待观察，但油气富集、易于开采的甜点区耗尽、库存井减少等物理约束和企业行为逻辑与第一任期相比已发生变化。

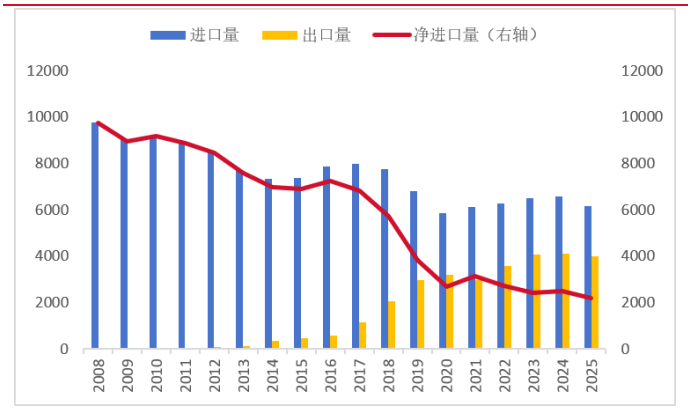
下载日志已记录，仅供内部参考

图表5：美国原油需求量、产量与国内供给缺口（千桶/日）



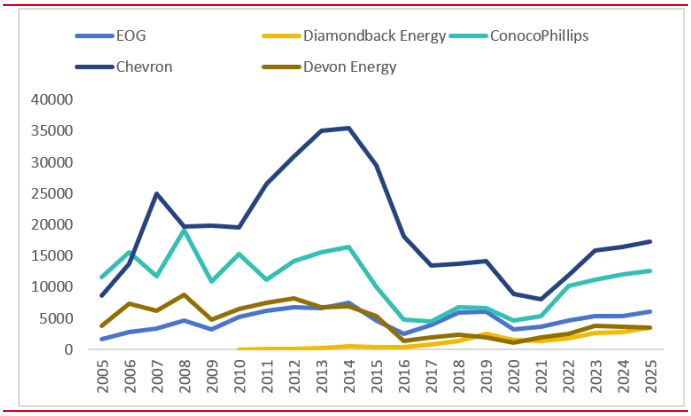
资料来源：EIA，长城证券产业金融研究院

图表6：美国原油进口量、出口量、净进口量（千桶/日）



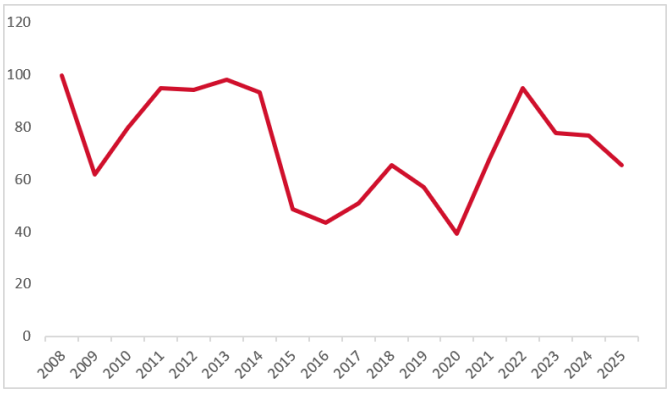
资料来源：EIA，长城证券产业金融研究院

图表7：美国主要页岩油企业 CAPEX（百万美元）



资料来源：EOG，Diamondback Energy，ConocoPhillips，Chevron，Devon Energy SEC Filings，长城证券产业金融研究院

图表8：2008-2025WTI 价格（美元/桶）



资料来源：EIA，长城证券产业金融研究院

1.3 对伊政策是油价的额外变量，两党立场泾渭分明但效果常被对冲

两党对伊立场泾渭分明，制裁或谈判的实际效果常被 OPEC 策略、全球供需及突发地缘事件对冲。民主党倾向谈判接触，理论上为伊朗石油回归国际市场打开空间，方向利空油价；共和党倾向制裁施压，理论上限制伊朗出口、收紧全球供应，方向利多油价。内外政策对油价的影响方向存在矛盾，使得综合政策预期本身难以确定。特朗普两届任期最为典型，国内增产利空油价，对伊制裁限制出口利多油价。拜登任期内同样存在矛盾，国内清洁能源政策长期利空油价，对伊谈判放松又实际利多油价。

对伊政策与实际油价走势的复盘。奥巴马时期，2009-2011 年伊朗出口维持 200 万桶/日以上、谈判未获实质突破，油价由金融危机后需求复苏主导，理论方向未兑现。2012 年欧盟禁运生效使出口降至 169 万桶/日，理论上利多，但 WTI 均价 94 美元与 2011 年基本持平，制裁效应被利比亚供应恢复对冲。第二任期 2015 年 JCPOA 签署后，2016-2017 年伊朗出口从 107 万桶/日回升至 185 万桶/日峰值，理论上利空，但同期油价从 93 美元暴跌至 43 美元，主因 OPEC 不减产策略，伊朗出口回归被全球供应过剩淹没，理论方向与实际走势背离。特朗普第一任期 2018 年 5 月退出 JCPOA、极限施压，伊朗出口从 185 万桶/日骤降至 2020 年 44 万桶/日谷底，政策执行力度与效果均较强。但油价先涨后跌，因同期施压沙特增产 200 万桶/日形成对冲。2019 年 9 月沙特阿美遇袭致 WTI 单

下载日志已记录，仅供内部参考

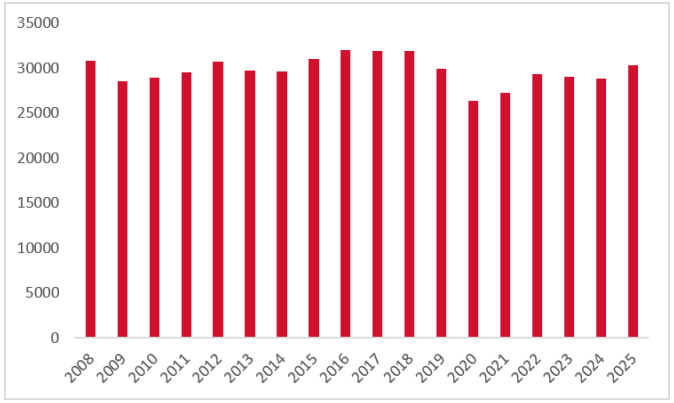
日暴涨 15%，此时伊朗出口已至最低，上涨由突发地缘事件主导。拜登承诺重返 JCPOA 但谈判 2022 年陷入僵局，伊朗原油出口量从 2021 年 72 万桶/日回升至 2025 年 155 万桶/日，而油价再度背离利空预期。特朗普第二任期 2025 年 1 月就职后强势施压，伊朗出口仍维持 155 万桶/日左右，未显著下降，WTI 年均价约 65 美元较 2024 年 77 美元明显回落，制裁效果未完全兑现，叠加页岩油企业资本纪律持续、美国增产不及预期、OPEC+维持减产及全球供需相对平衡等因素影响。

图表9：近 5 次大选对伊政策承诺

胜选总统	对伊政策承诺
奥巴马（2008 年）	主张打破僵局，以"多边外交、盟友协作与直接谈判"为核心 无先决条件的高层外交接触，若伊方合规，则给予经济激励 若谈判失败，将联手欧洲实施多边精准制裁，促使私企撤资
奥巴马（2012 年）	利用第一任期内建立的国际制裁成果，承诺继续在不引发中东全面战争的前提下解决核危机 坚守"阻止伊朗获得核武器"红线 严厉执行针对石油出口和银行系统的多边制裁 动用一切手段阻止核武装，但通过制裁避免盲目动武
特朗普（2016 年）	"美国优先"与全面彻底颠覆 承诺废除并退出伊核协议（JCPOA），或强逼其签署涵盖导弹的新协议 恢复全部因核协议暂停的制裁，并因人权、恐怖主义追加单边二级制裁 联手以、沙遏制伊朗代理人
拜登（2020 年）	多边主义与外交修复 承诺在伊朗首先合规的前提下，带领美国重返 JCPOA 并延长协议 合规后解除涉核制裁，保留反恐及人权单边制裁 联合盟友反制导弹计划；减少直接军事冲突风险，重振外交信誉
特朗普（2024 年）	"极限施压"与剥夺财政基础 承诺将"阻止伊朗获得核武器"作为最高国家安全承诺之一 承诺恢复第一任期的极限施压，全面收紧制裁，堵死所有石油走私通道 毫无保留支持以色列反击；对红海胡塞及真主党等代理人实施强力军事震慑

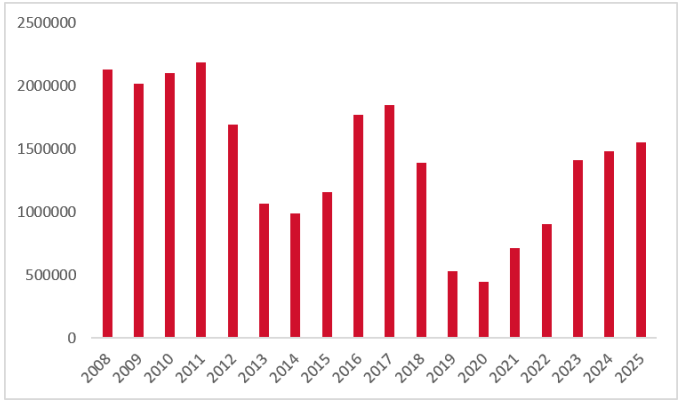
资料来源：布鲁金斯学会报告，外交关系协会报告，Ballotpedia 竞选档案，阿拉伯华盛顿中心报告，中东研究所政策评估，长城证券产业金融研究院

图表10：OPEC 原油产量（千桶/日）



资料来源：EI 英国能源学会，长城证券产业金融研究院

图表11：伊朗原油出口量（千桶/日）



资料来源：FRED，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 政策兑现的约束条件：国会格局与供需量级

2.1 统一政府是能源政策兑现的必要条件，分裂政府导致政策搁浅

统一政府是能源政策高度兑现的必要条件，分裂政府下重大能源立法基本停滞，依赖行政令推进政策易被推翻。回顾五届任期，奥巴马第一任期初期为民主党统一政府，页岩增产与燃油标准得以推进；2011 年起众议院转共和党，第二任期能源立法基本停滞，仅靠行政令与 2015 年底解禁原油出口勉力推进。特朗普第一任期为共和党统一政府，"Drill Baby Drill"口号兑现度高；2019 年众院转民主党后，剩余议程受阻。拜登依靠副总统关键一票获得统一政府，但 2023 年起众院转共和党。特朗普第二任期再度统一政府，政策空间相对最大。

图表12：近 5 次大选国会控制情况

选举年	胜选总统	党派	众议院控制权	参议院控制权
2008	奥巴马 1.0	民主党	民主党（257 席）	民主党（58 席）
2012	奥巴马 2.0	民主党	共和党（234 席）	民主党（53 席）
2016	特朗普 1.0	共和党	共和党（241 席）	共和党（52 席）
2020	拜登	民主党	民主党（222 席）	民主党（50 席+副总统打破平局）
2024	特朗普 2.0	共和党	共和党（220 席）	共和党（53 席）

资料来源：UNITED STATES SENATE 官网，UNITED STATES HOUSE OF REPRESENTATIVES 官网，长城证券产业金融研究院

图表13：国会格局与被阻碍的能源政策或法案

总统	时间	国会格局	被阻碍的政策/法案	最终结果
奥巴马	2009-2010 年	民主党控制参众两院	综合性气候与能源法案（含 Cap-and-Trade）	法案搁浅，参议院放弃推进
	2015 年	共和党控制参众两院	《清洁电力计划》（CPP）	国会否决，最高法院暂缓执行
	2015 年	共和党控制参众两院	Keystone XL 输油管道	奥巴马行使否决权，国会推翻失败
拜登	2021-2022 年	民主党控制参众两院（参议院 50-50）	《重建更好未来》法案（$5550 亿气候措施）	法案被曼钦阻碍
	2022 年	民主党控制参众两院	清洁能源气候条款	《重建更好未来》法案（$5550 亿气候条款）因参议院议事规则限制，部分被移除，最终以《通胀削减法案》（$3690 亿气候投资）形式通过
	2023 年	共和党控制众议院	能源部燃气灶能效标准	众议院 249-181 通过阻止法案
拜登（卸任后）	2025 年	共和党控制国会	阿拉斯加石油储备管理计划	被推翻
	2025 年	共和党控制国会	近海钻探监管规则	被推翻
特朗普	2025 年	共和党控制参众两院	“国家能源紧急状态”行政令	参议院 47-51 否决，未能终止
	2026 年	共和党控制参众两院	清洁能源税收指导方针	决议失败

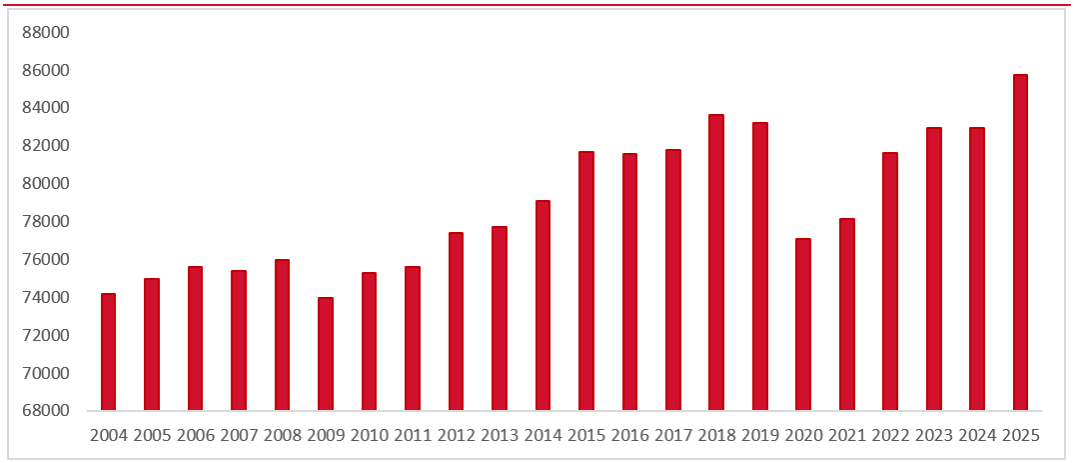
资料来源：Congress.gov，Federal Register，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 美国供需增量被全球波动淹没，供应端政策难以独立影响油价

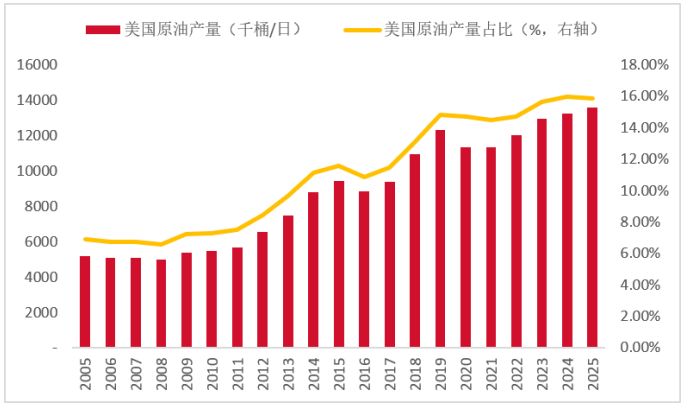
供应端政策影响被淹没，消费端定价权流失进一步削弱了需求侧政策权重。2008–2024 年美国原油和凝析油产量从 500 万桶/日增至 1324 万桶/日，占全球比重从 6.58%跃升至 15.96%，同期全球产量从 7595 万桶/日增至 8292.5 万桶/日。美国年均增量约 51 万桶/日，贡献了全球增量的绝大部分，而 OPEC+等其他产油国同期则在减产以平衡市场。奥巴马 2.0(2013-2016 年)产量达 943 万桶/日峰值，WTI 却因 OPEC 不减产策略从 93.17 美元跌至 43.29 美元。特朗普 1.0（2017-2020 年）年均增产近 500 万桶/日，WTI 仍在 50–70 美元区间震荡，被中东地缘与 OPEC 对冲淹没，遭遇特殊宏观扰动后暴跌。拜登时期增产 190 万桶/日，WTI 却因俄乌冲突从 68.13 美元涨至 94.90 美元。美国供应增量持续小于全球波动量级，供给端政策效应难以显现。美国石油消费占全球比重从 2008 年 22.10%持续下滑至 2024 年 18.83%，同期中国从 9.17%升至 16.62%，美国需求边际变化对全球石油平衡的定价权重减弱。

图表14：世界原油产量（千桶/日）



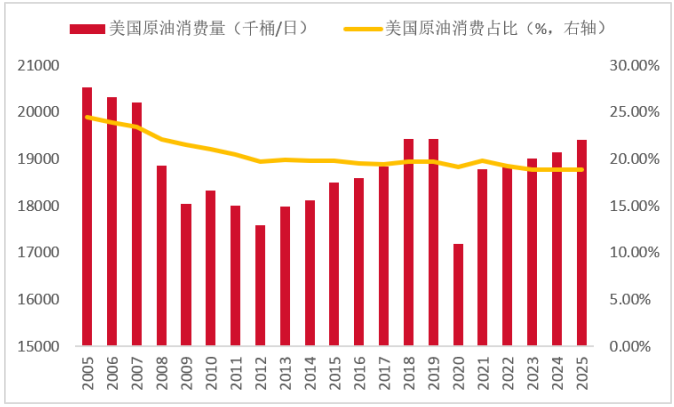
资料来源：EI，长城证券产业金融研究院

图表15：美国原油产量与占世界原油产量比例



资料来源：EI，长城证券产业金融研究院

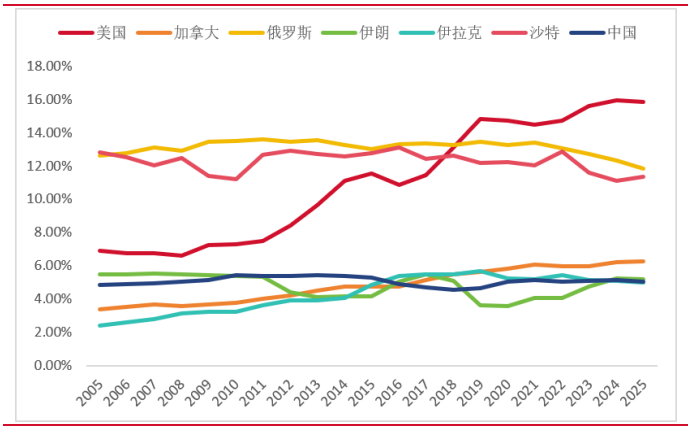
图表16：美国原油消费量与占世界原油消费量比例



资料来源：EI，长城证券产业金融研究院

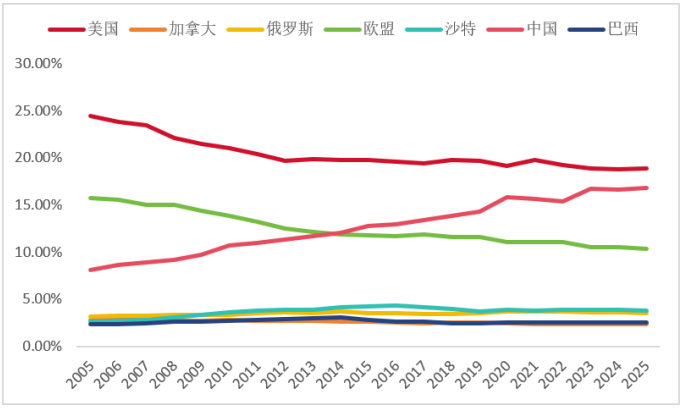
下载日志已记录，仅供内部参考

图表17：世界主要产油国原油产量占比（%）



资料来源：EI，长城证券产业金融研究院

图表18：世界主要原油消费国与原油消费量占比（%）



资料来源：EI，长城证券产业金融研究院

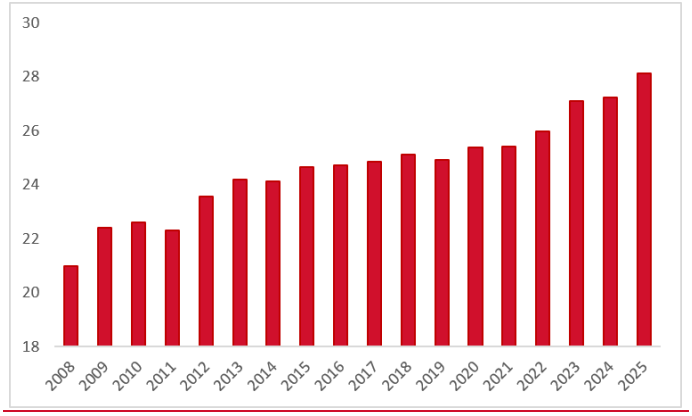
2.3 电动化替代存在传导时滞，政策效果落在任期之外

2.3.1 新车替换存量车队周期漫长，政策在任期内难见效

燃油经济性标准与电动化政策的作用对象是新车，替换存量车队周期长，政策在四年任期内难以传导到存量车队。EPA 数据显示新车燃油经济性持续走高，但效率改善主要体现在增量车辆上。2025 年美国轻型车保有量约 2.67 亿辆、新车年销量约 1620 万辆，每年仅约 6%的车队被更新。EIA 统计显示，2024 年美国注册轻型电动车约 582 万辆、仅占轻型车队的 2.18%，电动化在存量车队中的渗透仍处于起步阶段，政策的兑现滞后于单届任期。

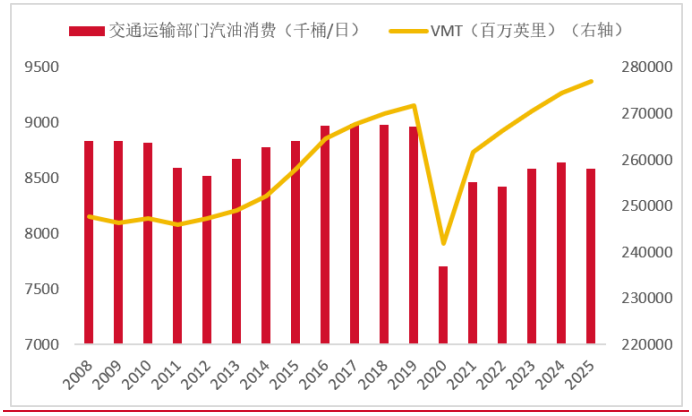
出行扩张与车辆大型化进一步拉长了效率改善转化为消费下降的时滞，汽油消费的回落刚刚开始跑赢出行增长。美国车辆行驶总里程从 2008 年约 247.8 十亿英里/月增至 2025 年约 277 十亿英里/月、增幅约 11.78%。同时新车结构向卡车类倾斜，2024 年卡车占新车销量 66%、其中卡车 SUV 占新车销量接近一半，车型大型化本身抵消了部分节油效果。交通部门汽油消费从 2008 年 883.4 万桶/日降至 2024 年 864.4 万桶/日，降幅约 2.2%，远小于 VMT 增幅，五届任期内的效率政策仅带来汽油消费的温和回落，替代效应在总量层面刚显现雏形，尚未形成对原油需求的可观测拖累。

图表19：美国汽车燃油经济性（mpg）



资料来源：EPA，长城证券产业金融研究院

图表20：交通运输部门原油消费量与 VMT



资料来源：FRED,EIA，长城证券产业金融研究院

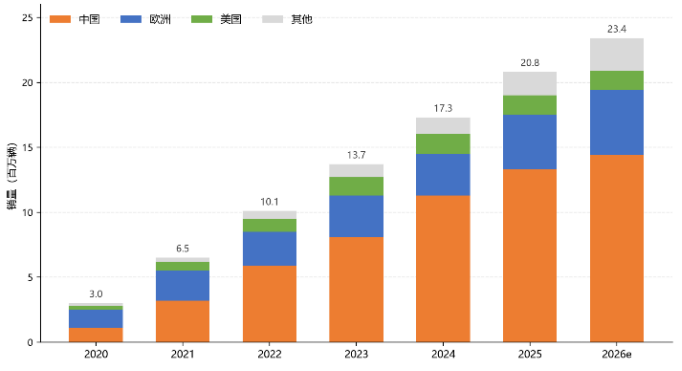
下载日志已记录，仅供内部参考

2.3.2 全球替代重心在中国与欧洲，美国增量对全球石油平衡影响有限

电动化替代的规模集中于全球而非美国。IEA 数据显示 2025 年全球电动车销量超 2000 万辆，其中中国约 1320 万辆、欧洲约 420 万辆、美国约 150 万辆。2025 年美国 EV 销量不足全球的一成，EV 渗透率约 9.2%，显著低于中国约 55%与欧洲约 28%的水平，美国电动车增量对全球石油平衡的边际影响有限，其政策调整更多改变的是本国替代斜率，对全球供需平衡影响较小。

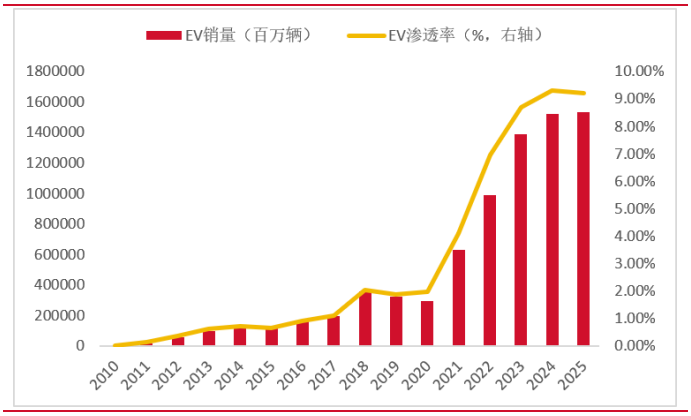
美国本土的替代惯性已由存量累积与州级法规共同固化，联邦退坡难以逆转方向。EIA 统计 2024 年美国注册电动车约 582 万辆，每年新增百万辆级 EV 正逐步进入存量车队，存量电动车的替代效应随时间自然累积。加州 ACC II 及 12 个跟进州仍执行 2035 年禁售新燃油车的时间表、覆盖约三分之一新车市场，强化政策之外的惯性，即使联邦层面取消补贴、放松 CAFE，多数结构变量仍按既有轨道运行。

图表21：全球电动汽车销量（百万辆）



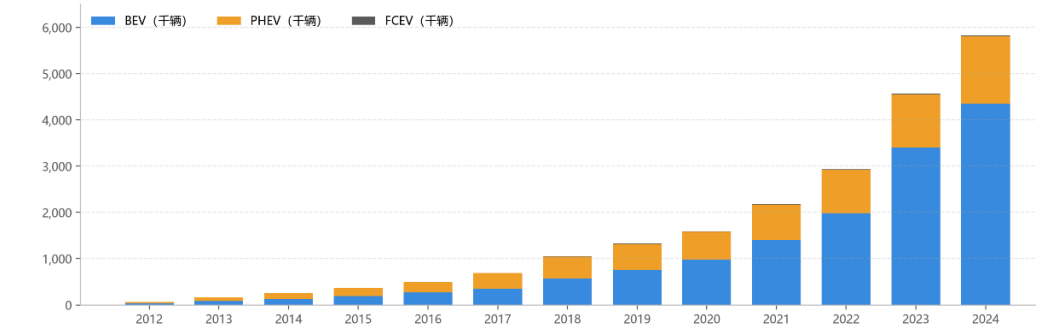
资料来源：IEA，长城证券产业金融研究院

图表22：美国 EV 销量与渗透率



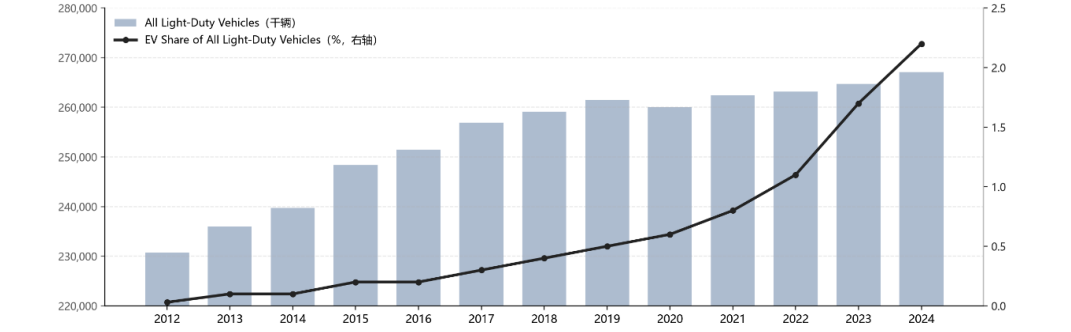
资料来源：FRED,IEA，长城证券产业金融研究院

图表23：美国注册轻型电动车保有量细分（千辆）



资料来源：EIA，长城证券产业金融研究院

图表24：美国轻型车保有量与 EV 占车队比例



下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：EIA，长城证券产业金融研究院

3.特朗普 2.0 油价影响评估，波动放大但中枢受约束

3.1 TACO 行为特征放大油价波动，但难以改变长期中枢

3.1.1 TACO：从华尔街口头禅到可交易的政策模式

特朗普 2.0 的能源与贸易政策 TACO。TACO 一词由《金融时报》专栏作家 Robert Armstrong 于 2025 年提出，是"Trump Always Chickens Out"的缩写，用以概括特朗普"先以极端政策威胁制造市场恐慌，再在市场压力下找借口让步或收手，最终将让步包装为"美国已赢"并推动市场反弹"的循环剧本。

TACO 循环可拆解为四步,先制造危机，引起市场恐慌，临期妥协退让，实现反弹套利。其核心机制在于特朗普对"市场疼痛"的高敏感，当支持率下滑、通胀预期升温、股市走弱与国债收益率上升时，他会将"绝不退让"的强硬表述改为"暂缓""延期""继续谈判"。可预测性使 TACO 从政治评论术语演变为华尔街的交易策略，投资者在恐慌阶段逢低买入、押注退缩，在让步兑现后逢高卖出。

3.1.2 第一任期案例复盘：TACO 的经典循环（2018—2020）

2018 年 5 月退出伊核协议并威胁"彻底归零"伊朗石油出口是典型的 TACO 样本。用 WTI 日度收益率计算的 20 日滚动年化已实现波动率显示，2018 年 4 至 10 月威胁期波动率均值 28.8%、峰值 47.5%，明显高于 2017 年下半年基线水平。2018 年 11 月美国给予 8 个经济体进口豁免、沙特增产形成对冲后，进入谈判退缩期，WTI 回落至 50-60 美元区间回吐威胁期涨幅，波动率反而抬升至均值 41.3%、峰值 54.5%，退缩期的高波动反映出市场对豁免范围是否会扩大、制裁是否会重来的分歧，但价格中枢回归基本面区间。

2019 年 9 月沙特阿美遇袭提供了最极端的单日波动样本。9 月 14 日遇袭后首个交易日 WTI 暴涨 15.2%，袭击发生当日已实现波动率跳升至 59.3%，次日升至 63.7%峰值附近，事件后 10 日均值 63.8%。3 天后特朗普表态"无需军事回应"，WTI 后逐步回落至 54-56 美元基本面区间，波动率逐步回落至 60%附近，将威胁期溢价逐步回吐，体现 TACO 退缩信号的传导。

2020 年 3 月沙特发动价格战属于外部冲击而非特朗普主动威胁。WTI 从 45 美元暴跌至 20 美元以下，4 月 20 日 WTI 期货结算价历史首次收于负值。但特朗普随后迅速与沙特、俄罗斯谈判促成 OPEC+历史性减产 970 万桶/日，油价 4 月底反弹至接近 20 美元。此轮呈现"外部冲击暴跌，主动谈判修复"的变异 TACO 形态，但同样符合"大幅波动、中枢回归"的特征。

3.1.3 第二任期：波动率结构性放大

特朗普 2.0 的 TACO 循环进一步升级，呈现出比第一任期更剧烈的波动特征。2025 年 4 月"解放日关税"公布后 WTI 从 72.12 美元跌至 4 月 9 日的 62.63 美元，事件后 10 个交

下载日志已记录，仅供内部参考

易日已实现波动率均值升至 39.8%；4 月 9 日宣布暂缓 90 天后波动率仍维持在 44-47%高位，价格止跌企稳。2025 年 5 月对欧盟征收 50%关税的威胁在数日后推迟，再次验证该模式的可重复性。2026 年 2 月末美以对伊开火后，WTI 从 65 美元附近在约两周内飙升至 98 美元，事件后 10 个交易日已实现波动率均值升至 44.8%；3 月 23 日特朗普在"48 小时最后通牒"截止前宣布推迟军事打击并称美伊对话"富有成效"，此时已实现波动率已抬升至 92.7%，WTI 单日暴跌 9.5%，当日约有 5.8 亿美元原油期货集中抛售，市场已学会抢跑 TACO。与第一任期"退缩即回吐"不同，2026 年停火消息遭伊朗方面否认，局势反复使油价 4 月初再度冲高至 114 美元，此后在 90-115 美元区间剧烈震荡，波动率持续高位，直至 6 月中旬才回落至 70 美元一线。

第一任期内，特朗普的退缩信号基本可信，市场在"威胁-回吐"循环中呈现"波动放大但中枢回归"的特征；第二任期内，退缩信号的可靠性下降。2026 年 3 月停火被否认、6 月 17 日谅解备忘录签署后 7 月末局势再度反复、霍尔木兹海峡通行再度受阻，市场不得不在每次威胁后重新定价"是否真的退缩"，导致波动率比第一任期抬升得更快、持续得更久。

图表25：2026 年美伊冲突事件时间线

日期	阶段	事件	WTI 价格（美元/桶）	单日价格反应	波动率 RV（%）
2026-01-02	冲突前	年初 WTI 震荡区间,市场未定价地缘风险	57.21	-0.09%	24.7
2026-02-20	冲突前	美以对伊施压升级,油价温和抬升	66.69	0.05%	35.1
2026-02-28	威胁期	美以对伊发动军事行动，冲突爆发	-（休市）	-（休市）	-（休市）
2026-03-02	威胁期	军事行动后首个交易日，油价跳空定价冲突	71.13	6.23%	39.4
2026-03-09	威胁期	油价单周飙升至 94 美元附近,恐慌定价	94.65	4.27%	56.4
2026-03-13	威胁期	冲突高峰,WTI 逼近 98 美元	98.48	3.00%	79.4
2026-03-20	威胁期	特朗普发出"48 小时最后通牒"	98.71	2.71%	82.7
2026-03-23	退缩期	通牒截止前宣布"推迟军事打击",称美伊对话"富有成效";当日约 5.8 亿美元原油期货集中抛售,油价单日-9.5%	89.33	-9.50%	92.7
2026-03-27	反复期	伊朗否认对话,局势反复,油价再破 100	101.26	5.28%	94.2
2026-04-02	反复期	停火信号失效,油价冲至 113 美元	113.23	11.12%	96.5
2026-04-07	反复期	本轮峰值 WTI 114.58 美元	114.58	0.50%	88.5
2026-04-08	回调期	单日暴跌 16%,风险溢价快速回吐	96.17	-16.07%	100
2026-04-30	谈判期	高位震荡,WTI 108 美元	108.64	-1.66%	101.2
2026-05-18	谈判期	二次冲高至 112 美元	112.25	2.99%	52.4
2026-06-17	谈判期	美伊签署谅解备忘录(MoU),冲突正式降温	80.65	1.07%	54.3
2026-06-30	回落期	地缘溢价基本回吐,WTI 回落至 70 美元	70.56	1.82%	43.2
2026-07-20	反复期	MoU 执行反复,霍尔木兹通行受阻,油价回升至 84 美元	84.38	1.14%	52.4
2026-08-03	反复期	油价 81.96 美元,波动率回落至 65%	81.96	-4.87%	64.9
2026-8-5	反复期	供应恢复预期压制，油价下探至本阶段低点	76.78	−0.71%	67.1
2026-8-31	威胁期	8 月 30 日美国打击伊朗火箭发射阵地及霍尔木兹海峡拉腊克岛水雷布设行动，持续一个月的停火破裂，	87.03	2.91%	39.7

下载日志已记录，仅供内部参考

日期	阶段	事件	WTI 价格（美元/桶）	单日价格反应	波动率 RV（%）
		首个交易日油价跳涨			
2026-9-8	威胁期	9 月 5 日美军打击三艘伊朗油轮遭革命卫队反击	94.21	1.64%	31.6
2026-9-15	威胁期	海峡通行近乎停滞，WTI 现货升至本阶段高点	107.02	4.49%	39.4
2026-9-21	退缩期	伊朗总统赴纽约出席第 81 届联大一般性辩论，缓和预期升温；19 日胡塞武装袭击沙特阿美延布设施	96.97	-4.41%	44.9
2026-9-25	退缩期	伊朗外长与美特使纽约会晤、沙特东西管道恢复泵送，供应恢复预期集中兑现	85.23	-11.11%	63.3
2026-9-28	反复期	特朗普拒绝伊朗"7 天停火+重开霍尔木兹"方案，并称或恢复全面空袭，油价单日急涨	99.37	16.59%	83.4
2026-9-29	谈判期	美国宣布以"互换"方式释放 4000 万桶战略石油储备	96.16	-3.23%	84.2
2026-10-6	谈判期	卡塔尔斡旋下美伊续谈，油价 96.24 美元，波动率回升至 83.6%	96.24	0.11%	83.6

资料来源：FRED 博客，中国能源网，《卫报》Guardian 可视化时间线，EIA，长城证券产业金融研究院

3.1.4 波动率量化：威胁期脉冲、谈判期反复、中枢回归

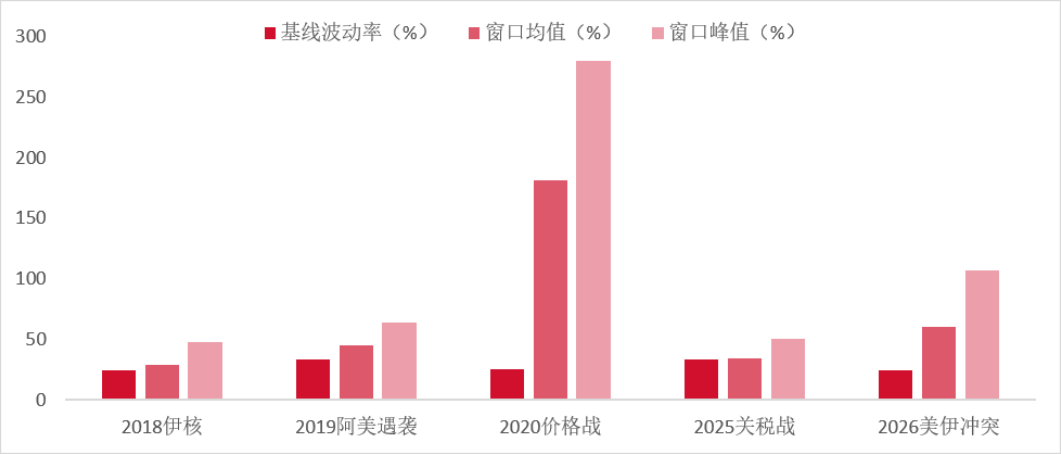
历次 TACO 威胁期均伴随已实现波动率的系统性抬升，2026 年放大幅度为历次之最。以 20 日滚动年化已实现波动率衡量，2018 年伊核威胁期波动率均值 28.8%、峰值 47.5%，高于 2017 年下半年基线 24.5%；2019 年阿美遇袭事件窗口均值 44.8%、峰值 64.1%；2025 年关税战窗口均值 34.2%；而 2026 年美伊冲突整体窗口（1-4 月）均值达 60.7%、峰值 107.2%，其中 3-4 月停火谈判期均值进一步升至 86.3%，为除 2020 年价格战外部冲击外所有事件中的最高水平。

波动放大的同时，价格中枢始终受基本面约束而难以形成趋势。历次事件中，威胁期推升的价格均在此后回吐。2018 年豁免期 WTI 回落至 50-60 美元区间、2019 年遇袭后 10 日价格回吐至 54-56 美元、2026 年 6 月美伊签署谅解备忘录后油价回落至 70 美元一线。从 2017-2026 年全样本看，WTI 价格始终在 50-100 美元区间内波动，无论波动率如何放大，价格中枢均未出现单边突破。

第二任期与第一任期的关键差异在波动回落的时滞。第一任期内，退缩信号落地后波动率数日内即回落至基线附近；第二任期中，停火与谈判信号频繁反复，波动率在事件后 20 日仍维持 90%以上年化，显示市场对退缩信号可信度的定价分歧显著加大，波动率呈现更高、更久的特征。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表26：历次 TACO 事件窗口波动率对比



资料来源：EIA，长城证券产业金融研究院

图表27：WTI 价格与 20 日年化已实现波动率叠加



资料来源：EIA，长城证券产业金融研究院

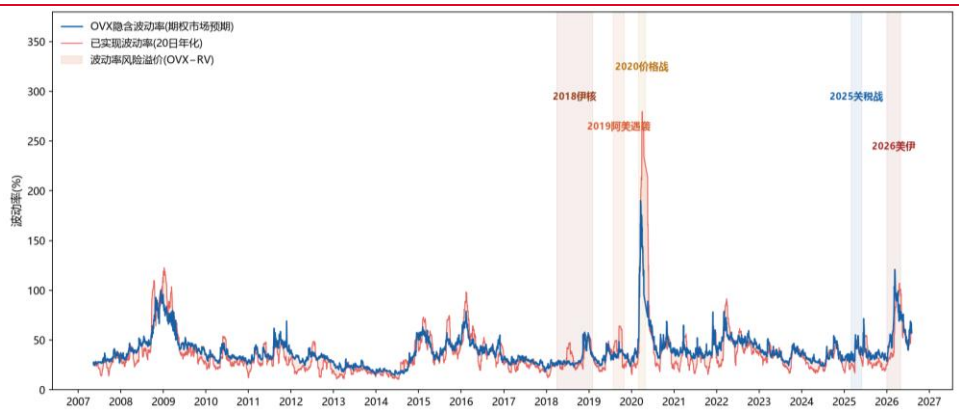
3.1.5 波动率是第二任期油价的核心变量

TACO 对油价的影响是波动率维度而非方向维度。当市场反复经历"威胁-退缩"循环时，油价的方向不确定性与波动率的放大性同时上升，市场对原油的定价重心从油价涨跌转向油价涨跌剧烈程度。2026 年 3 月美伊冲突期间，已实现波动率与隐含波动率双双显著抬升，OVX 峰值达 120.9%，处于与 2008 年、2020 年危机同级的区间。

2026 年油价波动显著放大，且不确定性并未随价格回落而消解。事件后 20 日已实现波动率峰值一度超过 100%年化，3 月 23 日推迟打击后 20 日达到峰值 107.2%，高于第一任期任何一次 TACO 事件。OVX 从 2025 年末约 30 升至 2026 年 3 月峰值 120.9%，隐含波动率溢出的风险溢价持续为正。与第一任期数日后回吐不同，2026 年波动率在停火后仍维持高位，反映地缘不确定性并未随价格回落而消失。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表28：OVX 隐含波动率与已实现波动率



资料来源：EIA，FRED，长城证券产业金融研究院

3.2 增产天花板与资本纪律硬化，第二任期供应增量或不及预期

3.2.1 物理增产天花板：甜点区耗尽与 DUC 枯竭，增产弹性结构性消失

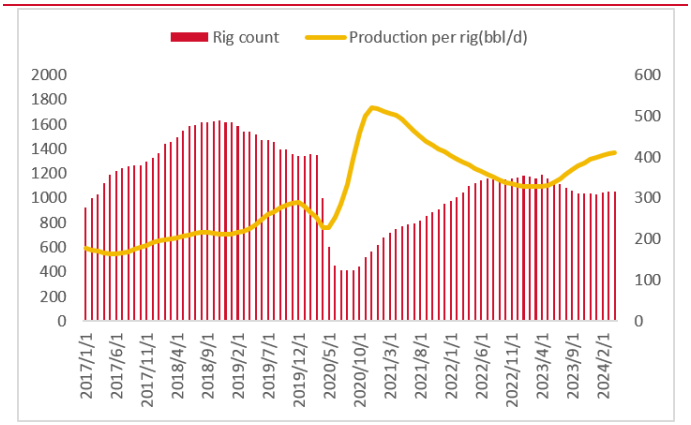
甜点区耗尽与 DUC 枯竭共同构成第二任期增产的物理天花板。前者是永久性的地质约束，后者是周期性的库存约束，两者叠加使第二任期增产弹性结构性下降。页岩油开发遵循先优后劣的资源耗竭规律，早期集中于地质最优的核心区，随着核心区储量消耗，企业被迫转向次级区域，新井初始产量与单井经济性系统性下降。二叠纪盆地每钻机产量从 2017 年初约 589 桶/日升至 2024 年约 1332 桶/日，但 2021 年以来提升斜率明显放缓，效率红利对产量的支撑边际收窄。

效率提升带来产量与钻机数脱钩，但每钻机产量提升斜率已放缓。2025 年美国活跃钻机数约 442 部、处于 2021 年以来低位区间，但原油产量仍维持历史高位附近，反映长水平段钻井、同步压裂等技术红利仍在释放。然而每钻机产量提升幅度已从早期双位数增速回落至个位数，效率改善空间收窄；甜点区耗尽后新井产出结构趋于复杂，单位原油产出的经济性被稀释。技术效率可以延缓产量衰减，但无法逆转资源禀赋的边际恶化。

DUC 库存是页岩油产量增长的缓冲垫，当前各主要盆地 DUC 均处历史低位。据 EIA DPR 数据，二叠纪盆地 DUC 从 2020 年 7 月峰值 3,521 口降至 2024 年不足 900 口，降幅近 75%，全美主要页岩盆地的 DUC 库存均降至历史低位。此前产量增长靠消耗库存维持，钻机数下降时完井数仍可维持，为产量提供平滑缓冲；如今缓冲垫耗尽，产量增长必须依赖新增钻井的即时完井，钻井、完井、投产需经历数月周期，短期增产弹性显著弱于第一任期。

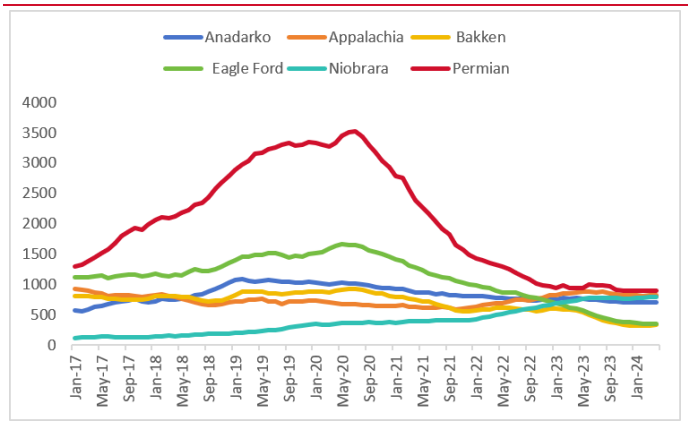
下载日志已记录，仅供内部参考

图表29：二叠纪盆地每钻机产量与钻机数（2017-2024）



资料来源：EIA，长城证券产业金融研究院

图表30：美国主要盆地 DUC （2017-2024）



资料来源：EIA，长城证券产业金融研究院

3.2.2 资本纪律硬化：增长让位于回报，高油价与低钻机并存

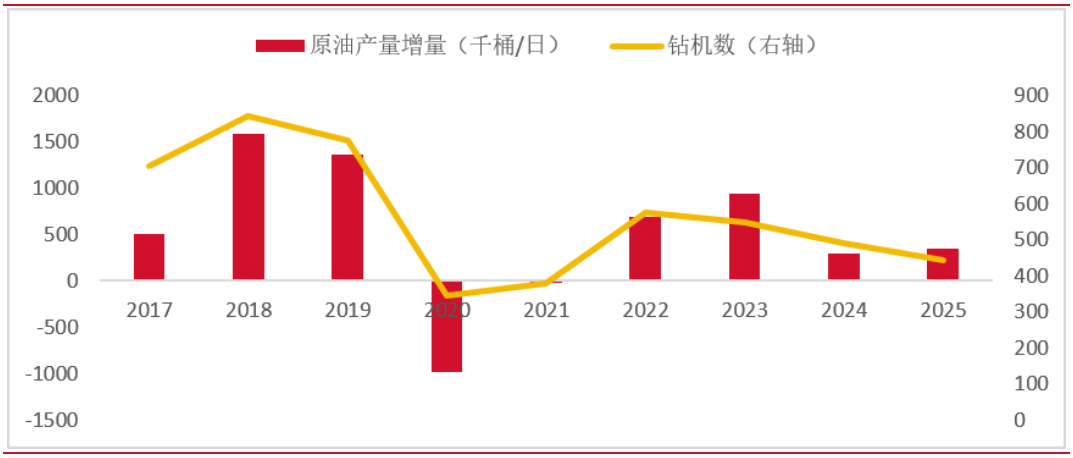
页岩油行业资本开支增长显著放缓，自由现金流优先用于偿债与股东回报。以 EOG、Diamondback、ConocoPhillips、Chevron、Devon Energy 五家样本公司计，上游资本开支自 2014 年前后的周期高点明显回落，2022-2024 年维持低位平台，与第一任期油价上行，资本开支扩张，产量增加不同，行业再投资率降至约 60%，自由现金流优先用于偿债与股东回报。

高油价未能刺激钻机数回升，页岩油行业商业模式转变。2023 年以来北美页岩油并购整合加快，Diamondback 收购 Endeavor、ExxonMobil 收购 Pioneer，大型并购后合并企业普遍下调产量指引、优先兑现并购协同与股东回报。2022-2024 年 WTI 价格在 75-95 美元区间、显著高于第一任期，但钻机数从 574 部持续降至 491 部,2025 年继续进一步下降至 442 部，高油价与低钻机并存贯穿整个周期。

增产政策刺激面临"无井可打、无利可图、无人愿意"的三重制约，传导效率远低于第一任期。第一任期特朗普政府放开联邦土地租赁、放松环境监管，页岩油企业随即响应、钻机数与产量同步上行。第二任期即便政策再度放松，企业面对甜点区耗尽、盈亏平衡价格上升与股东回报诉求，增产意愿与能力均大幅收缩。2025 年美国原油产量较上年仅增约 35 万桶/日、较第一任期年均增量大幅减少，政策刺激的边际效果被地质、成本与企业行为三重对冲，供应端政策难以独立改变油价中枢。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表31：美国原油产量增量与作业中的钻机数



资料来源：EIA，长城证券产业金融研究院

3.2.3 成本通胀上移：盈亏平衡的结构性抬升，2026 年成本显著高于 2017 年

根据 Dallasfed 调查数据，页岩油新井盈亏平衡从 2017Q1 的 50 美元/桶升至 2026Q1 的 66 美元/桶，二叠纪 Midland 从 46 美元升至 69 美元。盈亏平衡上移可拆解为三个成本分项：

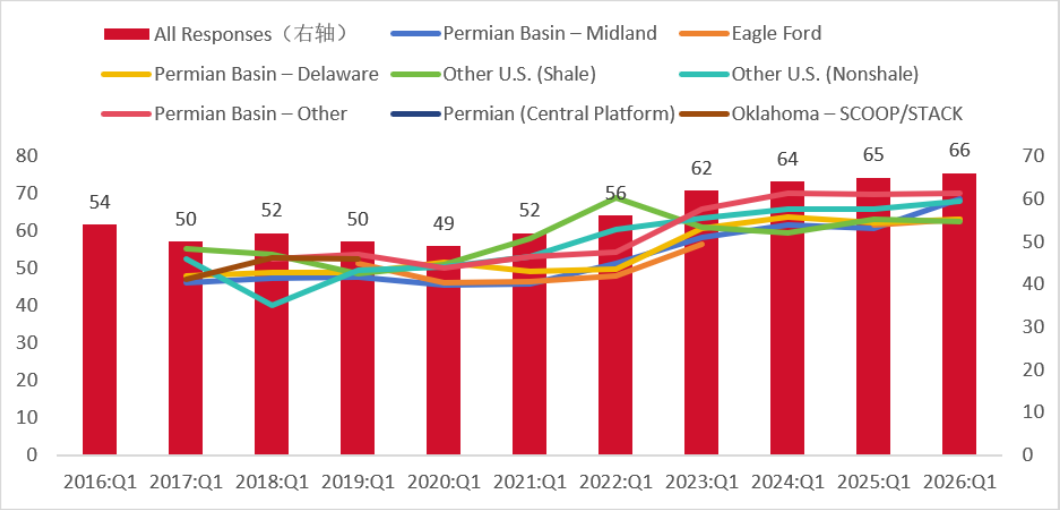
（1）人工与油服成本：涨幅最大且最具粘性。页岩油开采属劳动与设备密集型作业，钻机日费、压裂队伍费用与人工薪酬是成本重要构成。据 Dallas Fed 能源调查，2021-2022 年油服输入成本指数连续八个季度上升，一度升至 83.9 的历史高位。2023-2024 年指数回落至 21-42 区间，增速有所波动但指数始终为正，成本未实际下降。2026Q2 指数再度跳升至 64.4，同期工资与福利指数在 2022 年升至 54.0 的历史高位后维持正值。人工与油服成本上涨粘性强、下行空间有限，是盈亏平衡上移主要的推手。

（2）原材料与设备成本：从高点回落但仍高于 2017 年。钢材（油管）、支撑剂（砂）与柴油价格在 2021-2022 年大幅上涨，2023-2024 年虽有回落，但钢材与柴油仍显著高于 2017 年水平，支撑剂则与第一任期均价基本持平。2026 年伊朗冲突后三项价格再度冲高，成本回落空间极为有限。

（3）通胀粘性：核心 PCE 维持高位支撑成本中枢。第二任期宏观环境与第一任期迥异。2025 年核心 PCE 同比均值 2.8%，2026 年 7 月升至 3.63%。第一任期 2017-2019 年核心 PCE 仅 1.42%-1.99%。高通胀环境下，人工、材料与运营成本呈粘性上行、回落空间受限,油价下行阶段成本端难以同幅让利，盈亏平衡构成更为坚实的下方支撑。

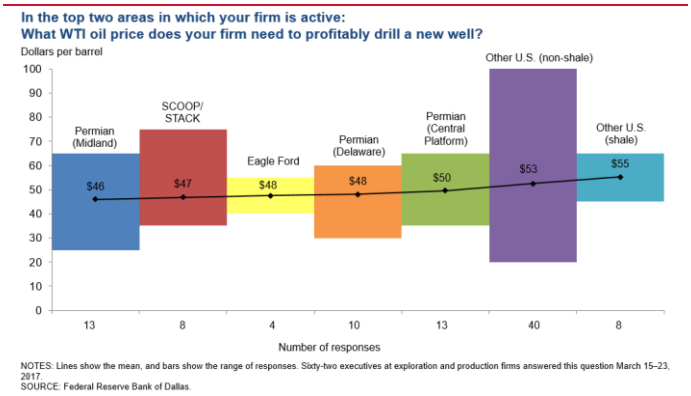
下载日志已记录，仅供内部参考

图表32：新井盈亏平衡价格（美元）



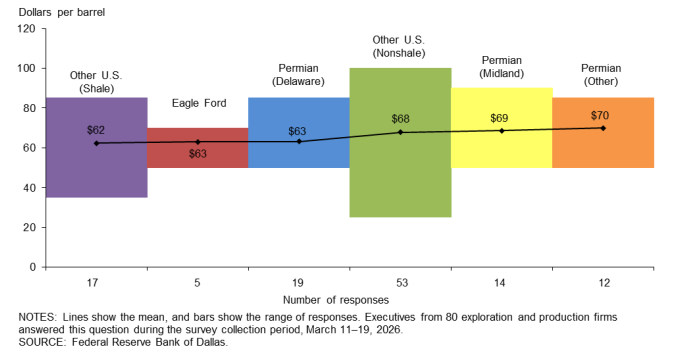
资料来源：Dallasfed，长城证券产业金融研究院

图表33：美国页岩油新井盈亏平衡价格（2017）



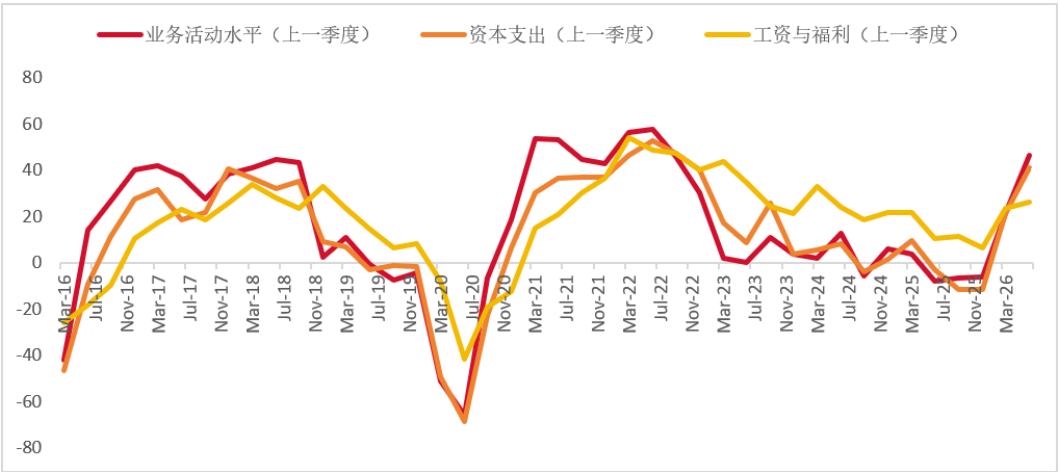
资料来源：Dallasfed，长城证券产业金融研究院

图表34：美国页岩油新井盈亏平衡价格（2026）



资料来源：Dallasfed，长城证券产业金融研究院

图表35：DallasFed 能源调查指数（季度环比）



资料来源：Dallasfed，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 清洁能源退坡难改需求短期格局，替代惯性已成型

3.3.1 政策退坡：范围与对冲

OBBBA 对清洁能源政策的回摆覆盖消费补贴、生产投资与排放标准三个层面，是自《通胀削减法案》以来方向性最强的一次退坡。2025 年 7 月，美国总统特朗普签署《一个大而美的法案》（One Big Beautiful Bill Act，OBBBA），于 2025 年 9 月 30 日终止《通胀削减法案》（IRA）框架下的新车 7500 美元 EV 税收抵免与二手车 4000 美元抵免，并取消或削减先进制造（45X）、充电设施（30C）等清洁能源条款，再度退出《巴黎协定》，放松 CAFE 与温室气体排放标准。与第一任期"冻结 CAFE"相比，本轮退坡不只是暂缓标准推进，而包含对补贴、投资与监管三线的系统性回摆，直接作用于电动车购置成本与车企电动化投资决策。

退坡的实际效果方面，州级政策托底与全球竞争约束构成两层重要对冲。州级政策托底方面，加州《先进清洁汽车 II》（ACC II）及至少 12 个跟进州仍执行 2035 年禁售新燃油车的时间表，覆盖美国约 1/3 新车市场，州级与联邦的政策方向明显分化，联邦退坡的效果被州级推进部分稀释。全球竞争约束方面，根据 IEA 的数据，2025 年全球电动汽车销量超 2000 万辆，其中中国约 1320 万辆，欧洲约 420 万辆，美国约 150 万辆，占比不足 8%。中国 EV 产业链已实现"油电同价"，美国退坡难以逆转全球降本趋势，反而可能加剧美国车企在全球电动化竞争中的被动地位。

3.3.2 替代惯性：EV 渗透与需求剪刀差

替代惯性首先体现为 EV 渗透率的长期爬坡，电动化从"从无到有"进入"存量累积"阶段。美国 EV 渗透率自 2010 年的 0.01%起步，2021 年升至 4.1%，2024 年达到 9.31%的阶段性高点。EV 销量由 2014 年 11.8 万辆增至 2024 年 152 万辆， 2025 年补贴退坡，全年渗透率仍达 9.19%，销量约 153.0 万辆。每年新增的百万辆级 EV 正逐步进入存量车队，替代的累积效应随时间放大。

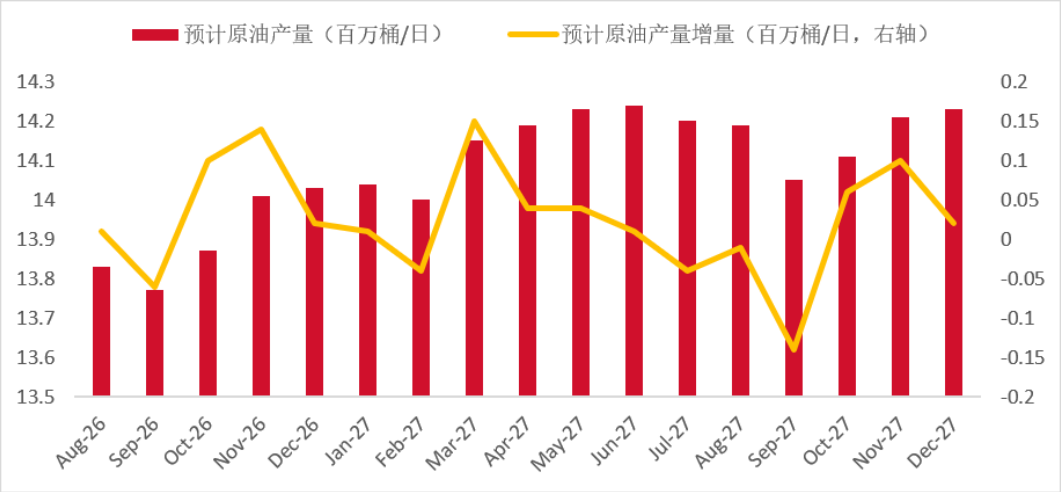
替代惯性更体现为汽油消费见顶与 VMT 创新高的"剪刀差"，效率提升与电动化超过出行增长。美国车用汽油消费于 2017 年见顶于 8988 千桶/日，此后逐年回落，2025 年降至 8586 千桶/日，累计下降约 4.5%，而同期 VMT 由 267696 百万英里/月升至 276993 百万英里/月，续创历史新高。行驶需求持续扩张、汽油消费持续收缩的组合，说明燃油效率提升与电动化的替代效应已经超过出行增长的拉动，且该趋势并非单一联邦政策驱动，CAFE 标准累积效应、车队电气化、生物燃料掺混与州级法规共同作用，即使联邦层面退坡，多数结构变量仍按既有轨道运行，方向难以逆转。

3.3.3 退坡难改需求格局，对 WTI 影响有限

清洁能源退坡是需求端约束而非驱动，主导变量仍在供给端与宏观端。全球电动化是"中国领跑、欧洲跟进"的进程，美国本土汽油需求已过峰值，清洁能源对原油需求的压制是长期、结构性的，构成油价中枢的顶部约束。原油价格变动的主导变量仍在供给端与宏观端，美国原油产量在 2026 年 8 月至 2027 年 12 月间预计维持在 13.8-14.2 百万桶/日的高位区间，供给端持续宽松与需求端清洁能源压制共同作用，进一步强化油价中枢承压的判断。清洁能源退坡与否，均不改变上述主导逻辑，对 WTI 价格的影响有限。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表36：预计美国原油产量与增量



资料来源：EIA，长城证券产业金融研究院

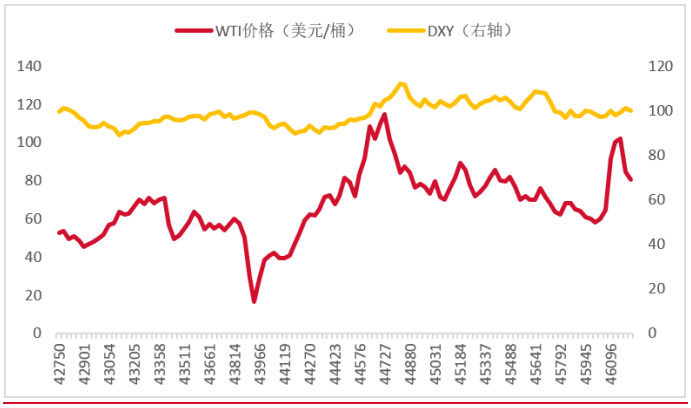
3.4 高通胀与强美元构成隐性压制，宏观环境与第一任期迥异

3.4.1 两任期宏观环境对照：从"低通胀弱美元"到"高通胀强美元"

第一任期低通胀与弱美元为油价提供了坚实的底部支撑。第一任期（2017–2019 年）核心 PCE 同比维持在 1.65%-1.90%低位，美联储虽处于加息周期，但 2019 年 7 月起三次预防性降息至 1.55%，美元指数从 2017 年初高点 101 回落至 2018 年低点 89 附近，10 年期实际利率均值仅 0.4%-0.8%，长期贴近零值。弱美元提升以美元计价原油的购买力，叠加全球需求复苏，WTI 在 50–65 美元区间获得坚实底部。

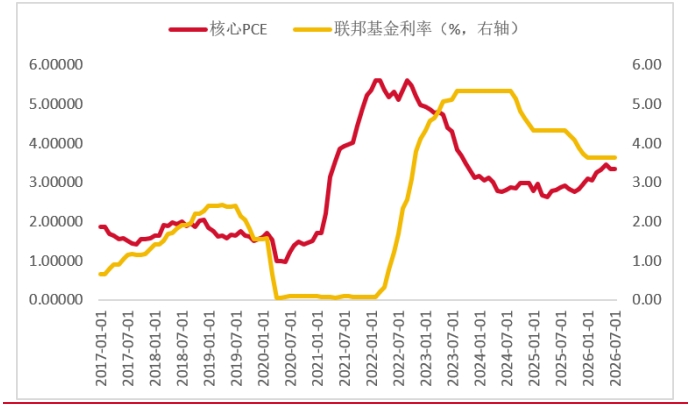
第二任期高通胀与强美元对油价估值形成系统性压制。第二任期（2025 年-至今）宏观组合逆转，2025 年核心 PCE 同比均值 2.8%，2026 年 7 月升至 3.34%。联邦基金利率 2026 年 8 月为 3.63%，美联储 2026 年 6 月 SEP 预测 2026 年底中值 3.8%、2027 年底 3.6%，降息窗口延后。10 年期 TIPS 实际利率 2025 年均值 1.96%，2026 年 5 月中下旬升至 2.18%、9 月进一步升至 2.68%峰值。美元指数 2025 年均值 100.7，2026 年维持在 97–101 区间。限制性货币政策预计维持至 2028 年，美元持续走强，宏观组合对油价的估值压制全面强化。

图表37：美元指数与 WTI 走势



资料来源：EIA，tradersunion，长城证券产业金融研究院

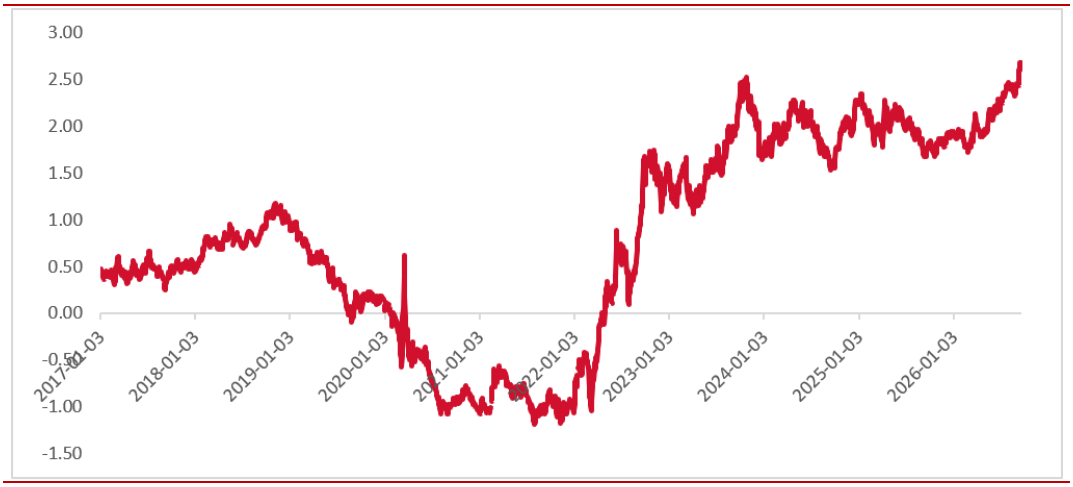
图表38：核心 PCE 与联邦基金利率



资料来源：FRED，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

图表39：10 年期 TIPS 实际利率（%）



资料来源：FRED，长城证券产业金融研究院

3.4.2 美元与油价的结构演变：从"反向联动"到"同向联动"

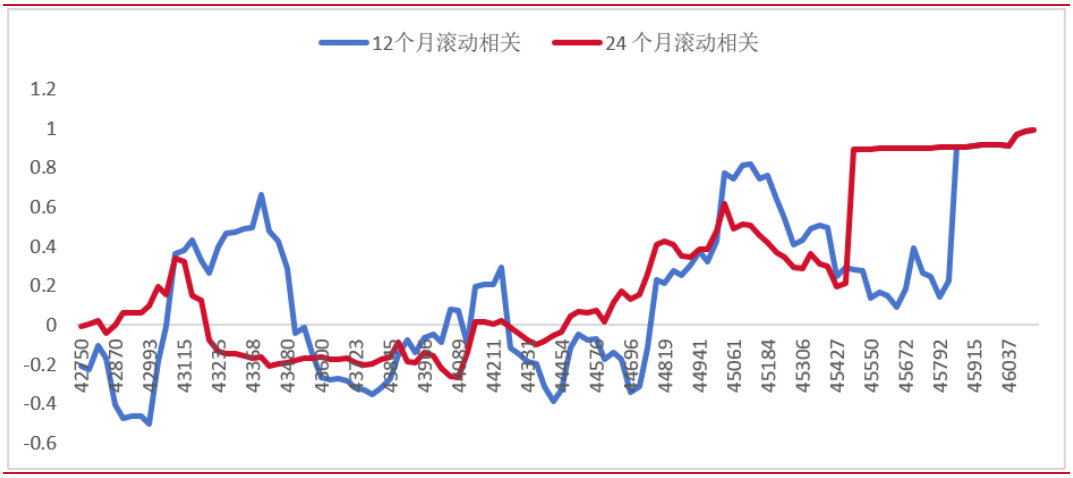
美国能源贸易地位转变，美元与油价的关系由传统反向转向同向联动。传统经验中美元与油价大致反向，通常通过贸易、购买力、利率与通胀等通道传导。页岩革命后美国原油产量从 2008 年 500 万桶/日增至 2024 年 1324 万桶/日，能源进口依赖度大幅下降，于 2020 年首次成为石油（原油及成品油合计）净出口国。能源贸易地位的转变导致贸易渠道的传导方向转向，油价上涨意味着出口收入增加、贸易条件改善，对本币形成升值压力，美元不再因油价上涨而承压。油价与美元的关系经历过两次结构性断裂，但美元与油价的同向关系并不稳定，更多由供应中断与货币紧缩等特定冲击组合触发。2026 年 3 月美伊冲突期间油价破百与美元指数升破百同步走强，反映能源贸易地位转变后贸易渠道的顺向传导，叠加亚洲新兴市场资本回流与美元流动性收紧放大了避险情绪，油价上涨反而构成美元支撑。

2023 年起美元与油价转入持续正相关，同向联动更频繁。基于 2017–2026 年月度数据测算，DXY 与 WTI 的 12 个月滚动相关性在 2017–2022 年间正负交替、中枢接近零，2018 年曾出现阶段性正相关，对应美联储加息周期下美元与油价同涨，2023 年起相关性持续转正。2026 年上半年进一步升至历史极值区间，反映美伊冲突期间"油价涨、美元同涨"的罕见同步，美元与油价已从传统的反向计价关系演变出为供应冲击与紧缩周期共振下的同向联动。

同向联动意味地缘溢价更难转化为单边行情，本轮压制更多来自美元流动性收紧。相关方向的转变对油价的含义是双重的。历史上"油价涨、美元跌"的宽松联动曾放大油价趋势的持续性，而当前"油价涨、美元同涨"的紧缩组合意味着地缘溢价更难转化为单边上涨，价格高度受美元与实际利率约束。此外，当前美元与油价的正相关更多是美元流动性收紧的镜像衡量美元流动性的 SOFR 与 IORB 利差中枢持续收窄，2025 年 10 月一度升至+0.32 个百分点的阶段高位，反映流动性从充裕转向边际收紧，避险情绪升温将被放大为美元升值压力而非宽松环境下对商品的同向提振，即当前强美元对油价的压制更多体现流动性因素，而非单纯的购买力效应。

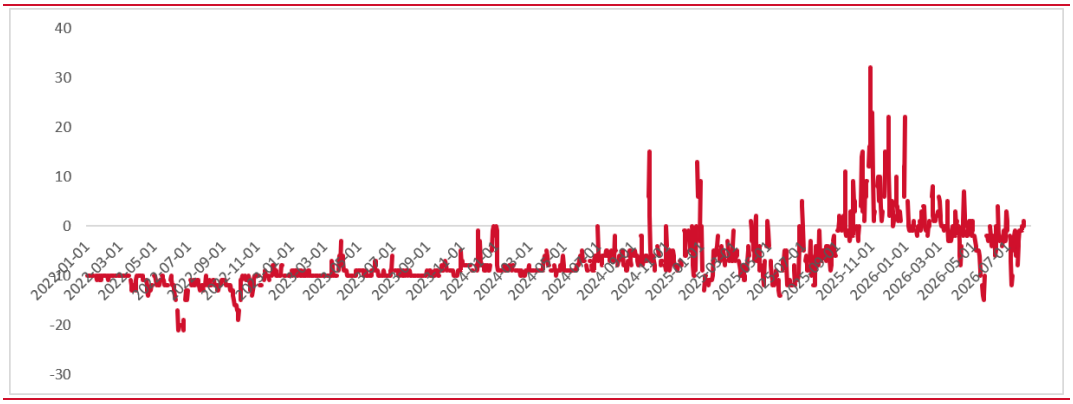
下载日志已记录，仅供内部参考

图表40：DXY-WTI 12 个月和 24 个月滚动相关性



资料来源：EIA，tradersunion，长城证券产业金融研究院

图表41：SOFR-IORB 利差（BP）



资料来源：FRED，长城证券产业金融研究院

3.4.3 情景推演与结论强化

基准情景：地缘降温，溢价回吐。若美伊达成实质性停火、霍尔木兹海峡通行完全恢复，地缘风险溢价快速消退。叠加核心 PCE 维持 3%左右，降息推迟至 2027 年左右，宏观压制持续，WTI 将重新回落至 70-85 美元/桶。

乐观情景：地缘僵持，高位震荡。美伊"边打边谈"，霍尔木兹海峡间歇性受阻，OPEC+维持减产，供应端持续偏紧。宏观压制虽在，但未能完全抵消地缘溢价。在此情景下，WTI 中枢抬升至 85-100 美元/桶，若发生实质性供应中断，价格可能向上突破 110 美元。

尾部风险情景：供应链断裂级事件。特朗普在特定政治条件下不再退缩，同时霍尔木兹海峡长期受阻，全球供应链出现持续性缺口。油价可能突破 120 美元，但概率较低且伴随极高波动率，一旦供应恢复预期兑现，价格与波动率将同步回落。

我们认为，第二任期油价的特征已演变为"地缘溢价主导、中枢系统性抬升、波动率持续放大"，与第一任期"中枢稳定、波动可控"形成鲜明对比。当前 WTI 已突破第一任期高点，未来走向取决于地缘局势的持续时间，若冲突长期化，油价中枢将锚定在 90-110 美元的高位区间；若局势实质性缓和，溢价回吐后中枢将下移至 70-85 美元，但仍高于

下载日志已记录，仅供内部参考

第一任期 50-65 美元的常态区间。

风险提示

地缘政治升级超预期风险。报告基准情景未涵盖霍尔木兹海峡长时间封锁、关键航道中断等尾部事件，若地缘风险升级至供应链断裂级别，油价可能突破报告所设上限。

美国大选及政策兑现不及预期风险。选举结果出现争议、或特朗普 2.0 在能源立法、增产推进等环节超预期或不及预期，美国供应曲线将偏离当前物理约束与资本纪律限定的路径。

OPEC+政策与全球供需变化超预期风险。OPEC+减产协议破裂、加速增产，或全球需求超预期收缩，基准情景 70-85 美元/桶区间将被打破。

美联储货币政策路径超预期风险。通胀黏性导致高利率延续更久，或经济走弱倒逼降息加快，实际利率与美元指数路径改变，将重估油价中枢。

历史复盘规律代表性不足风险。报告复盘样本仅含近 5 次大选，历次面临的宏观格局与能源结构差异显著，历史规律对当前情形的适用性需审慎对待。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES