

TACO 压力指数研究方法 with 计算详解

证券分析师

孙苏雨
SAC: S1350526010003
sunsuyu@huayuanstock.com
卢仁扬
SAC: S1350525120002
luren yang@huayuanstock.com
张雪娇
SAC: S1350526020001
zhangxuejiao@huayuanstock.com

联系人

研究摘要:

- TACO 指数（美国当局政策调整压力指数），用于量化美国特朗普当局在市场压力下的政策调整行为，本研究覆盖 2017–2026 年两个执政周期，共识别 18 起相关事件，其中第一任期 7 起、第二任期 11 起。该指数对市场驱动型 A 类事件解释力较强，对政治驱动的 B 类、惯性预防型 C 类事件预测效果有限。
- 特朗普第一任期采用美国股市（本文股市均指美国股市）单一触发器，当日数据预测 A 类事件命中率仅 20%；引入“决策酝酿期”改用事件前 5 天数据后，命中率提升至 80%，我们认为原因是政策调整决定多在市场压力峰值酝酿，宣布时市场已反弹，当日数据无法反映真实压力。
- 特朗普第二任期采用股市、债市、油价三重触发器，任一指标达 40 分警示水平即推高指数，两项及以上达标额外加 15 分，关键阈值为 10 年期美债收益率 4.2%、WTI 原油 70 美元/桶。该机制下，第二任期事件日数据预测 A 类事件命中率达 88.9%，有效弥补了单一信号的不足。
- 两个任期政策模式存在本质差异：第一任期政策节奏渐进，调整多为策略性安排且滞后于市场压力峰值；第二任期政策推进节奏更快，市场反应不充分，调整为被动响应且与市场压力高度同步。
- 指数按分值分为五档：0–20 分为低压力区间，20–40 分为关注区间，40–60 分为警示区间，60–80 分为高度关注区间，80–100 分为极端关注区间。该指数可作为政策风险监测辅助工具，建议参考近一周峰值而非仅当日数据。
- 整体而言，我们认为美国特朗普当局经济政策的实际边界很大程度上由市场约束决定，TACO 指数通过量化市场压力，有效捕捉了这一行为规律，回测表现较为可靠。
- **风险提示：美国中期选举前美国当局政策动作超出预期，美国国内政局出现波动，美国和其他国家关系出现超出市场预期发展**

内容目录

1. 研究概述	5
1.1. 研究背景	5
1.2. 核心研究发现	5
1.3. 事件分类体系	5
2. 指数计算方法	5
2.1. 特朗普第一任期公式（2017–2021）	5
2.2. 特朗普第二任期公式（2025 至今）	6
3. 历史事件回测分析	6
3.1. 特朗普第一任期 TACO 事件	6
3.2. 特朗普第二任期 TACO 事件	8
4. 特朗普第一任期命中率的深入分析	10
4.1. 事件日命中率偏低的原因	10
4.2. 引入“决策酝酿期”概念	11
4.3. 各事件详细分析	11
5. 特朗普第二任期事件详细分析	13
5.1. 各事件详细分析	13
5.2. 10 年期美债收益率 4.2%阈值的依据	23
5.3. WTI 原油 70 美元/桶阈值的依据	25
5.4. 结论：TACO 模式的核心驱动力	26
6. 两个任期差异的本质原因	26
6.1. 对比政策推进程度的差异	26
6.2. 政策调整时间同步性的差异	27
6.3. 美国当局决策模式的演变	27
6.4. 三重触发器的必要性	27
6.5. 两任期差异总结	28
7. 指数解读与应用指南	28
7.1. TACO 指数区间解读	28
7.2. 指数使用提示	28
8. 附录：统计汇总	29

9. 风险提示	29
---------------	----

图表目录

图表 1: 核心研究发现指标与数值	5
图表 2: 第一任期公式	6
图表 3: 第一任期 TACO 事件	6
图表 4: 第一任期内 TACO 压力指数的历史走势 (2017 年 1 月 20 日至 2021 年 1 月 20 日)	7
图表 5: 第一任期内压力分值的历史走势 (2017 年 1 月 20 日至 2021 年 1 月 20 日) .	7
图表 6: 第一任期内标普 500 的历史走势 (2017 年 1 月 20 日至 2021 年 1 月 20 日) .	8
图表 7: 第一任期 10 年期收益率 (%) 和 WTI (美元/桶) 的历史走势 (2017 年 1 月 20 日至 2021 年 1 月 20 日)	8
图表 8: 第二任期 TACO 事件	8
图表 9: 第二任期内 TACO 压力指数的历史走势 (2025 年 1 月 21 日至 2026 年 3 月 27 日)	9
图表 10: 第二任期内痛苦指数的历史走势 (2025 年 1 月 21 日至 2026 年 3 月 27 日) .	9
图表 11: 第二任期内标普 500 的历史走势 (2025 年 1 月 21 日至 2026 年 3 月 27 日) .	10
图表 12: 第二任期内 10 年期收益率 (%) 和 WTI (美元/桶) 的历史走势 (2025 年 1 月 21 日至 2026 年 3 月 27 日)	10
图表 13: G20 布宜诺斯艾利斯“休战”事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势 (2018 年 11 月 1 日至 2019 年 1 月 2 日)	11
图表 14: 墨西哥关税暂停事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势 (2019 年 5 月 9 日至 2019 年 7 月 8 日)	12
图表 15: G20 大阪“休战”事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势 (2019 年 6 月 3 日至 2019 年 7 月 29 日)	12
图表 16: 圣诞购物季关税推迟事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势 (2019 年 7 月 16 日至 2019 年 9 月 11 日)	13
图表 17: 中美第一阶段协议事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势 (2019 年 9 月 13 日至 2019 年 11 月 8 日)	13
图表 18: 加墨关税 30 天暂停事件发生前后标普 500 及 TACO 指数走势 (2025 年 1 月 21 日至 2025 年 3 月 4 日)	14

图表 19: USMCA 汽车关税豁免事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势 (2025 年 2 月 4 日至 2025 年 4 月 2 日)	15
图表 20: “解放日”关税 90 天暂停事件发生过程中标普 500 及 TACO 指数走势 (2025 年 4 月 2 日至 2025 年 4 月 9 日)	16
图表 21: 电子产品关税豁免事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势(2025 年 3 月 14 日至 2025 年 5 月 12 日)	17
图表 22: 美联储主席职务相关言论调整事件发生过程中标普 500 及 TACO 指数走势(2025 年 4 月 17 日至 2025 年 4 月 23 日)	18
图表 23: 中美 90 天“休战”事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势(2025 年 4 月 11 日至 2025 年 6 月 10 日)	19
图表 24: 欧盟关税推迟事件发生过程中标普 500 及 TACO 指数走势(2025 年 5 月 21 日 至 2025 年 5 月 28 日)	20
图表 25: 釜山会晤事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势(2025 年 10 月 2 日至 2025 年 11 月 28 日)	21
图表 26: 达沃斯立场调整事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势(2025 年 12 月 19 日至 2026 年 2 月 19 日)	22
图表 27: 两次伊朗打击延期事件发生过程中标普 500 及 TACO 指数走势(2026 年 3 月 20 日至 2026 年 3 月 27 日)	23
图表 28: 两次伊朗打击延期对比	23
图表 29: WTI (美元/桶) 各水平对应的近似汽油价格 (美元/加仑) 及政治意义	26
图表 30: 两任期差异总结	28
图表 31: TACO 指数区间解读	28
图表 32: 命中率统计	29
图表 33: 图表主要数据说明	29

1. 研究概述

1.1. 研究背景

TACO (美国当局政策调整压力指数) 是本研究构建的量化模型, 用于量化和预测美国特朗普当局在面对市场压力时的政策调整行为。历史证据表明, 当金融市场出现显著下跌时, 美国当局倾向于调整或收回其较为强势的经济政策。

本研究通过综合多项市场指标, 构建了一个预测美国当局政策调整概率的量化框架。研究覆盖的时间范围从 2017 年 1 月 20 日 (特朗普首次就职的日期) 至 2026 年 3 月 27 日 (数据截止日), 涵盖了两个完整的执政周期。我们识别并分析了两个执政周期内的 18 起 TACO 事件, 其中, 在第一任期内有 7 起, 第二任期内有 11 起。

1.2. 核心研究发现

图表 1: 核心研究发现指标与数值

指标	数值
第一任期 A 类事件数	5 起
第一任期事件日命中率	20.0%
第一任期调整后命中率 (T-5 天)	80.0%
第二任期 A 类事件数	9 起
第二任期事件日命中率	88.9%

资料来源: 华源证券研究所

1.3. 事件分类体系

本研究将 TACO 事件分为三个类别, 分别是市场驱动型事件、政治驱动型事件、惯性/预防性事件。A 类事件 (市场驱动型) 是由市场下跌直接触发的政策调整行为, 是本指数的核心预测目标。B 类事件 (政治驱动型) 主要由政治压力触发, 市场因素为辅。C 类事件 (惯性/预防型) 是在已建立的政策调整模式下主动进行的预防性调整。TACO 指数对 B、C 类事件的预测能力有限。

2. 指数计算方法

2.1. 特朗普第一任期公式 (2017-2021)

第一任期的计算公式采用单触发器逻辑, 以股市作为主导信号源。这样设计的原因是: 在第一任期, 美国当局将股市表现视为其执政成绩的核心指标, 频繁强调道指和标普 500 的表现。因此, 股市下跌对其政治形象的冲击比较直接。

图表 2：第一任期公式

压力分项	计算公式	起算阈值	满分对应
即时压力	$\text{Max}(0, (20 \text{ 日回撤}\% - 2\%) \times 16 \times 100)$	2%	8.25%
动量压力	$\text{Max}(0, (5 \text{ 日跌幅}\% - 2\%) \times 15 \times 100)$	2%	8.7%
累计压力	$\text{max}(0, (30 \text{ 日峰谷跌幅}\% - 3\%) \times 10 \times 100)$	3%	13.0%
中期压力	$\text{max}(0, (63 \text{ 日回撤}\% - 4\%) \times 8 \times 100)$	4%	16.5%

综合公式：第一任期 TACO = $\min(100, \max(\text{即时压力}, \text{动量压力}, \text{累计压力}, \text{中期压力}))$

资料来源：华源证券研究所

2.2. 特朗普第二任期公式（2025 至今）

第二任期的政策环境发生了显著变化。美国当局的关税攻势更加全面，涉及中国、欧盟、加拿大、墨西哥等多个经济体。与此同时，市场对政策不确定性的反应渠道也更加多元，不仅股市下跌会引发关注，债市收益率飙升和油价上涨同样构成政治压力。

由于上述原因，第二任期公式引入了三重触发器机制，将股市、债市和油价作为三个独立的压力信号源。任意一个触发器达到警示水平（40 分）就可以推高 TACO 指数，如果多个触发器同时触发就额外叠加 15 分。

触发器 A（股市痛苦）：股市即时 = $\text{max}(0, (20 \text{ 日回撤}\% - 3\%) \times 15 \times 100)$ ；股市动量 = $\text{max}(0, (5 \text{ 日跌幅}\% - 2\%) \times 12 \times 100)$ ；股市累计 = $\text{max}(0, (30 \text{ 日峰谷跌幅}\% - 4\%) \times 10 \times 100)$ ；股市痛苦 = $\min(100, \max(\text{即时}, \text{动量}, \text{累计}))$ 。

触发器 B（债市痛苦）：债市水平 = $\text{max}(0, (10Y \text{ 收益率}\% - 4.20\%) \times 120 \times 100)$ ；债市动量 = $\text{max}(0, (10 \text{ 日上升 bps} - 10) \times 3)$ ；债市痛苦 = $\min(100, \text{水平} \times 0.5 + \text{动量} \times 0.5)$ 。

触发器 C（油价痛苦）：油价水平 = $\text{max}(0, (WTI - 70) \times 2.5)$ ；油价动量 = $\text{max}(0, (10 \text{ 日涨幅}\% - 5\%) \times 4 \times 100)$ ；油价痛苦 = $\min(100, \max(\text{水平}, \text{动量}))$ 。

综合公式：基础 TACO = $\max(\text{股市痛苦}, \text{债市痛苦}, \text{油价痛苦})$ ；若 ≥ 2 个触发器 ≥ 40 分，最终 TACO = $\min(100, \text{基础 TACO} + 15)$ ；否则最终 TACO = 基础 TACO。

3. 历史事件回测分析

3.1. 特朗普第一任期 TACO 事件

图表 3：第一任期 TACO 事件

日期	事件	类型	事件日 TACO	T-5 天 TACO	20 天内峰值	事件日命中	T-5 命中
2018-12-01	G20 布宜诺斯艾利斯“休战”	A	34.4	71.1	71.1	否	是

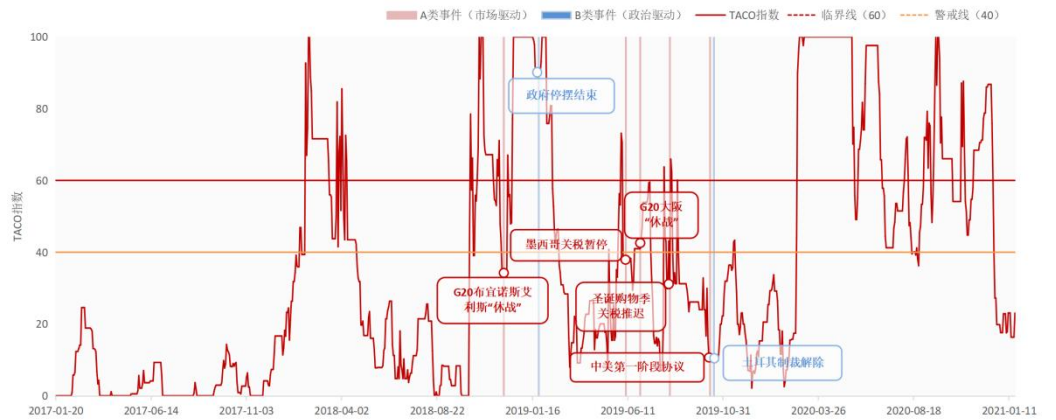
2019-01-25	政府停摆结束	B	89.7	99.2	100.0	NA	NA
2019-06-07	墨西哥关税暂停	A	38.4	73.1	73.1	否	是
2019-06-29	G20 大阪 “休战”	A	41.0	41.0	73.1	是	是
2019-08-13	圣诞购物季关税推迟	A	29.9	44.2	63.8	否	是
2019-10-11	中美第一阶段协议	A	10.5	24.0	32.8	否	否
2019-10-23	土耳其制裁解除	B	10.5	10.5	32.8	NA	NA

注：“日期”均为事件发生日，“事件日 TACO”均匹配到距离事件发生最近交易日 TACO 数值，“T-5 天”表示 T-5 个交易日；“NA”表示“不适用”

资料来源：wind，新华社等，华源证券研究所

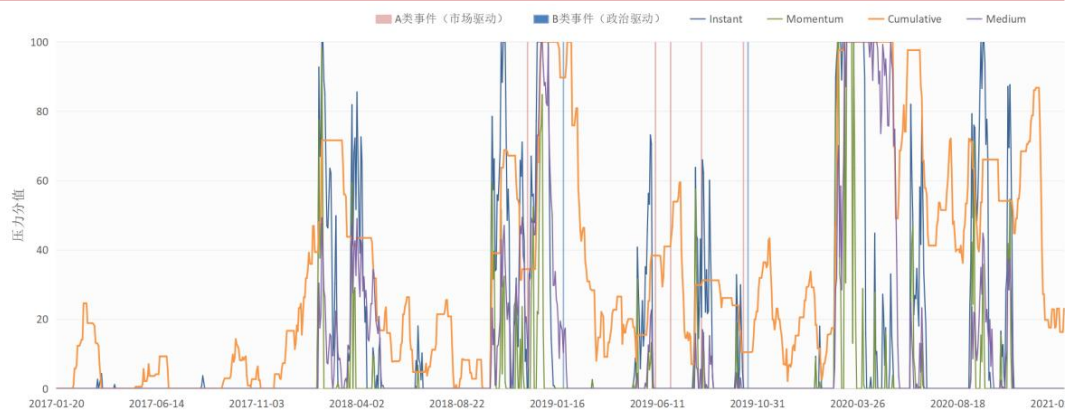
下图展示了第一任期内 TACO 压力指数的完整历史走势。红色竖线标注 A 类事件（市场驱动型），蓝色竖线标注 B 类事件（政治驱动型）。60 分临界线和 40 分警示线以虚线标示。从图中可以观察到，2018 年末至 2019 年初是第一任期压力最高的时期，对应当时中美贸易摩擦的激烈阶段。

图表 4：第一任期内 TACO 压力指数的历史走势（2017 年 1 月 20 日至 2021 年 1 月 20 日）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：第一任期内压力分值的历史走势（2017 年 1 月 20 日至 2021 年 1 月 20 日）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：第一任期内标普 500 的历史走势（2017 年 1 月 20 日至 2021 年 1 月 20 日）


资料来源：wind，华源证券研究所

图表 7：第一任期 10 年期收益率 (%) 和 WTI (美元/桶) 的历史走势（2017 年 1 月 20 日至 2021 年 1 月 20 日）


资料来源：wind，华源证券研究所

我们统计第一任期内的数据结果发现：A 类事件共 5 起。如果选取事件发生当日的 TACO 值，该计算框架成功捕捉 1 起政策调整事件，命中率为 20.0%；如果采用 T-5 天的 TACO 值（决策酝酿期），将成功捕捉 4 起，命中率为 80.0%。

3.2. 特朗普第二任期 TACO 事件

图表 8：第二任期 TACO 事件

日期	事件	类型	事件日 TACO	股市痛苦	债市痛苦	油价痛苦	主导触发器
2025-02-03	加墨关税 30 天暂停	A	20.4	0.0	20.4	7.9	无
2025-03-06	USMCA 汽车关税豁免	A	54.0	54.0	5.4	0.0	股市
2025-04-09	“解放日”关税 90 天暂停	A	100.0	100.0	8.4	0.0	股市
2025-04-11	电子产品关税豁免	A	100.0	100.0	33.3	0.0	股市
2025-04-22	美联储主席职务相关言论调整	A	97.4	97.4	36.6	0.0	股市
2025-05-12	中美 90 天“休战”	A	100.0	100.0	33.0	0.0	股市

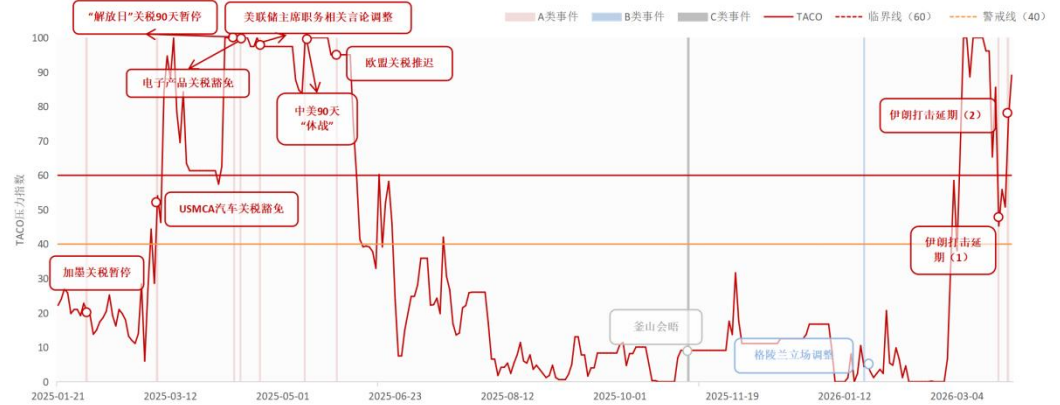
2025-05-25	欧盟关税推迟	A	95.1	95.1	24.6	0.0	股市
2025-10-30	釜山会晤	C	9.11	9.11	0	1.65	无
2026-01-21	格陵兰立场调整	B	4.44	0	3.6	4.44	无
2026-03-23	伊朗打击延期(1)	A	45.3	33.8	26.4	45.3	油价
2026-03-26	伊朗打击延期(2)	A	76.2	43.2	20.7	61.2	股市+油价

注：“日期”均为事件发生日，“事件日TACO”均匹配到距离事件发生最近交易日TACO数值

资料来源：wind，新华社等，华源证券研究所

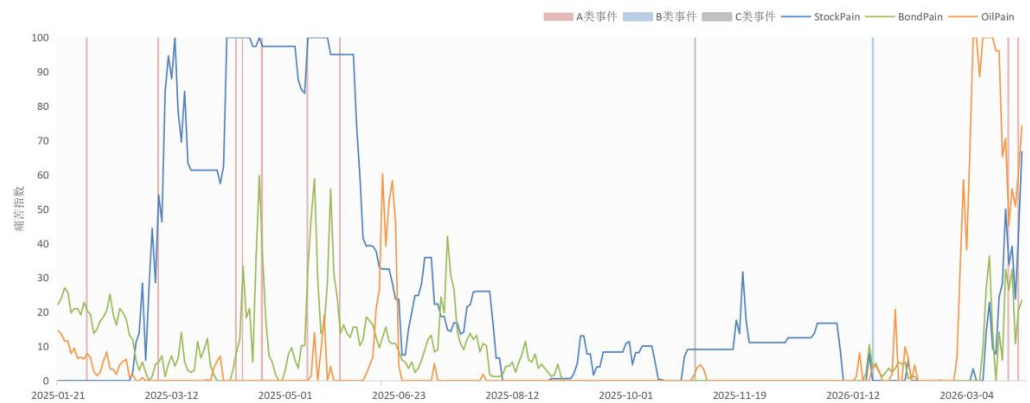
下图展示了第二任期内TACO压力指数的历史走势。红色竖线标注A类事件，蓝色竖线标注B类事件，灰色竖线标注C类事件。第二任期的显著特点是事件密度更高、压力峰值更极端。

图表9：第二任期内TACO压力指数的历史走势（2025年1月21日至2026年3月27日）



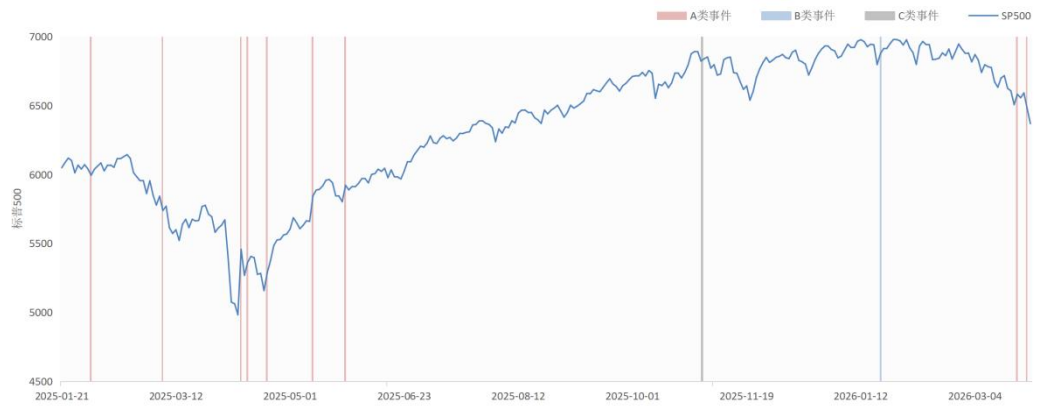
资料来源：wind，华源证券研究所

图表10：第二任期内痛苦指数的历史走势（2025年1月21日至2026年3月27日）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 11：第二任期内标普 500 的历史走势（2025 年 1 月 21 日至 2026 年 3 月 27 日）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 12：第二任期内 10 年期收益率（%）和 WTI（美元/桶）的历史走势（2025 年 1 月 21 日至 2026 年 3 月 27 日）



资料来源：wind，华源证券研究所

我们统计第二任期内的数据结果发现：A 类事件共 9 起，成功捕捉 8 起，命中率 88.9%。值得注意的是，伊朗打击延期事件中，油价痛苦 45.3–61.2 分，保持较高水平，因此油价触发器发挥了主导作用，而股市痛苦仅 33.8–43.2 分，这同时说明了三重触发器机制的必要性。

4. 特朗普第一任期命中率的深入分析

4.1. 事件日命中率偏低的原因

第一任期采用事件日 TACO 值计算的命中率仅为 20.0%，这一结果低于预期。

深入分析每个事件后，我们发现主要原因是事件日期与 TACO 峰值之间存在时间差。以 G20 布宜诺斯艾利斯“休战”为例，该事件发生在 2018 年 12 月 1 日（周六），匹配到 2018 年 11 月 30 日交易日时 TACO 仅 34.4 分。然而，如果查看 11 月 23 日（事件前 5 天）的数据，TACO 高达 71.1 分。类似地，墨西哥关税暂停事件日 TACO 为 38.4 分，但 5 天前（5 月 31 日）TACO 高达 73.1 分。

我们认为这一现象的根本原因是：美国当局的政策调整决定往往是在市场情绪波动较大的时刻酝酿的，但正式宣布政策调整时市场已经开始反弹。也就是说，政策调整是对之前压力的响应，而不是对当日压力的响应。

4.2. 引入“决策酝酿期”概念

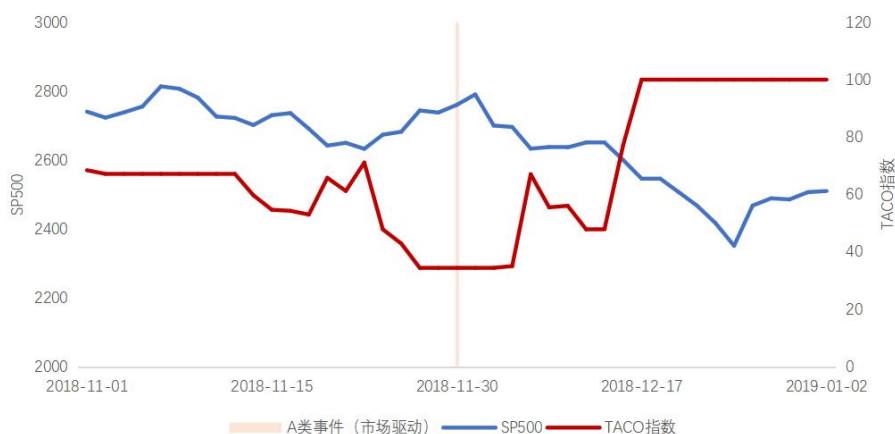
基于上述发现，我们引入“决策酝酿期”概念，使用事件发生前5天（T-5天）的TACO值来评估命中情况，这样调整是因为从市场出现异常波动到政策决策层做出反应，通常需要3-7个工作日的时间。在这段时间内，市场压力信号被感知、传递、讨论，最终形成政策调整决定。

采用T-5天的TACO值后，在第一任期内，A类事件的命中率从20.0%提升至80.0%。具体而言，5起A类事件中有4起在T-5天时TACO \geq 40分。唯一的例外是发生在2019年10月11日的中美第一阶段协议，该事件前后TACO值始终处于低位（T-5天TACO=24.0分），表明这次政策调整行为是由谈判进展驱动的，而不是市场压力驱动的，因此根据市场反应难以命中。

4.3. 各事件详细分析

2018年12月1日，G20布宜诺斯艾利斯“休战”：发生在中美贸易摩擦高峰期。11月中下旬股市大幅下跌，标普500从2800点一度跌破2650点。11月23日TACO达到71.1分的峰值。在这一压力背景下，中美两国元首在G20峰会上达成共识，停止相互加征新的关税，并且双方就如何妥善解决存在的分歧和问题提出了一系列建设性方案。匹配到最近交易日（11月30日），“休战”事件发生前夕，市场已有所反弹，TACO回落至34.4分。

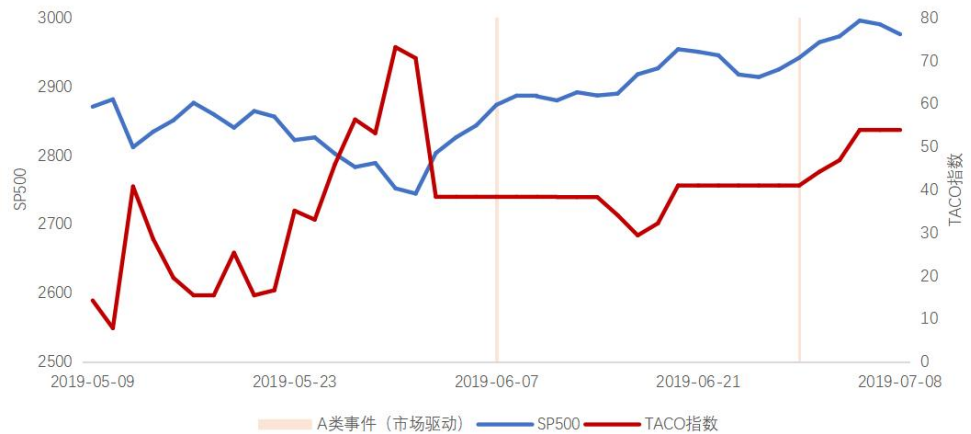
图表 13: G20 布宜诺斯艾利斯“休战”事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势 (2018 年 11 月 1 日至 2019 年 1 月 2 日)



资料来源：wind，华源证券研究所

2019年6月7日，墨西哥关税暂停：5月30日美国当局突然宣布对墨西哥加征关税，市场听闻此消息后发生下跌，同时5月31日TACO飙升至73.1分。随后一周市场逐步消化消息，6月7日双方达成协议时TACO已回落至38.4分。

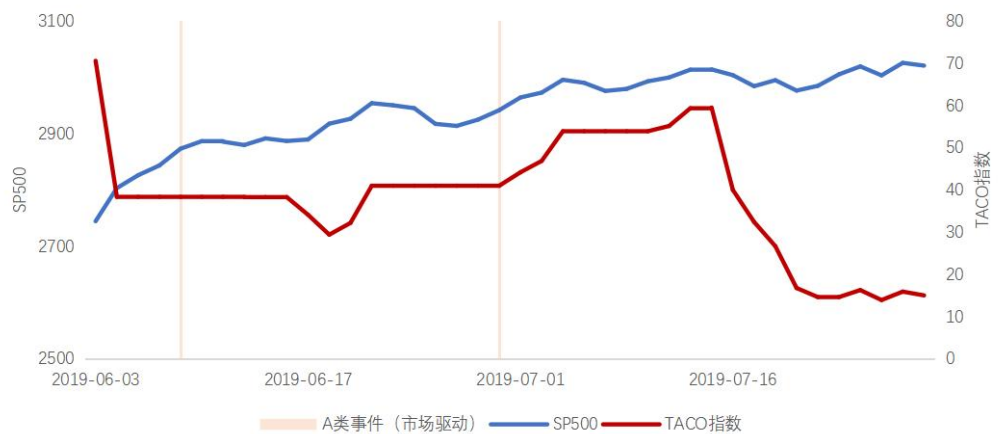
图表 14: 墨西哥关税暂停事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势 (2019 年 5 月 9 日至 2019 年 7 月 8 日)



资料来源: wind, 华源证券研究所

2019 年 6 月 29 日, G20 大阪“休战”: 这是第一任期内唯一一个事件日 TACO 达到警示线的案例 (TACO=41.0 分)。由于事件发生在周末 (6 月 29 日), 匹配到 6 月 28 日交易日, 此时市场仍处于对贸易不确定性的担忧之中。

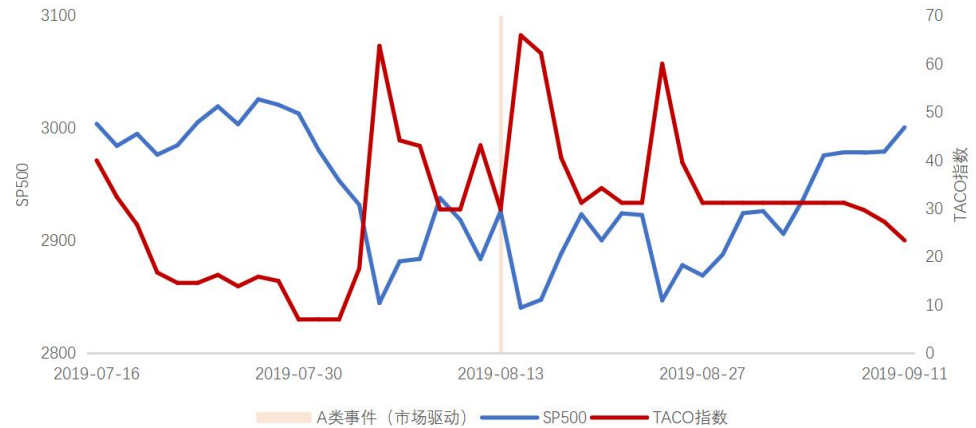
图表 15: G20 大阪“休战”事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势 (2019 年 6 月 3 日至 2019 年 7 月 29 日)



资料来源: wind, 华源证券研究所

2019 年 8 月 13 日, 圣诞购物季关税推迟: 事件发生当天, TACO 仅 29.9 分, T-5 天 (8 月 6 日) TACO 为 44.2 分。不过, 这次政策调整更多是出于消费者利益考量, 为了避免关税影响圣诞购物, 而不是纯粹由市场压力导致的。

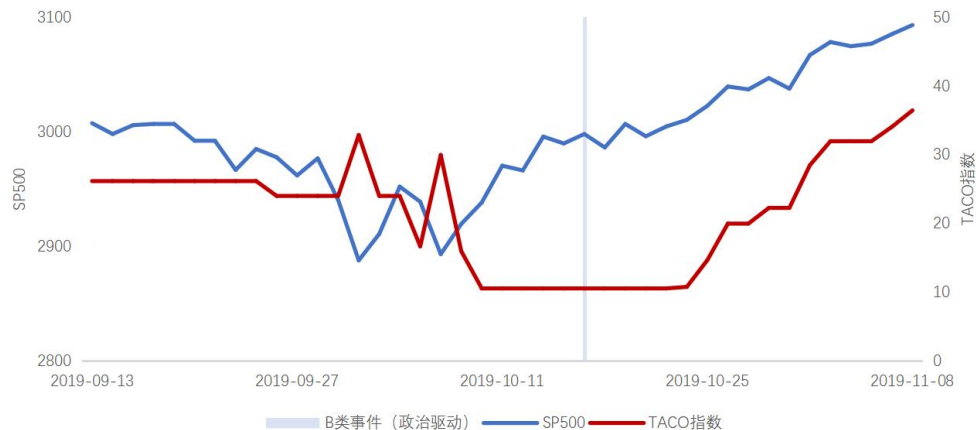
图表 16: 圣诞购物季关税推迟事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势 (2019 年 7 月 16 日至 2019 年 9 月 11 日)



资料来源: wind, 华源证券研究所

2019 年 10 月 11 日,中美第一阶段协议:事件发生当天,TACO 仅 10.5 分,T-5 天 TACO 为 24.0 分,事件发生前 20 个交易日内峰值仅 32.8 分。这是一次典型的由谈判进展驱动的政策调整,市场整体平稳,未出现显著压力信号,因此该事件更接近 B 类事件的属性。

图表 17: 中美第一阶段协议事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势 (2019 年 9 月 13 日至 2019 年 11 月 8 日)



资料来源: wind, 华源证券研究所

5. 特朗普第二任期事件详细分析

5.1. 各事件详细分析

事件 1: 加墨关税 30 天暂停 (2025 年 2 月 3 日)

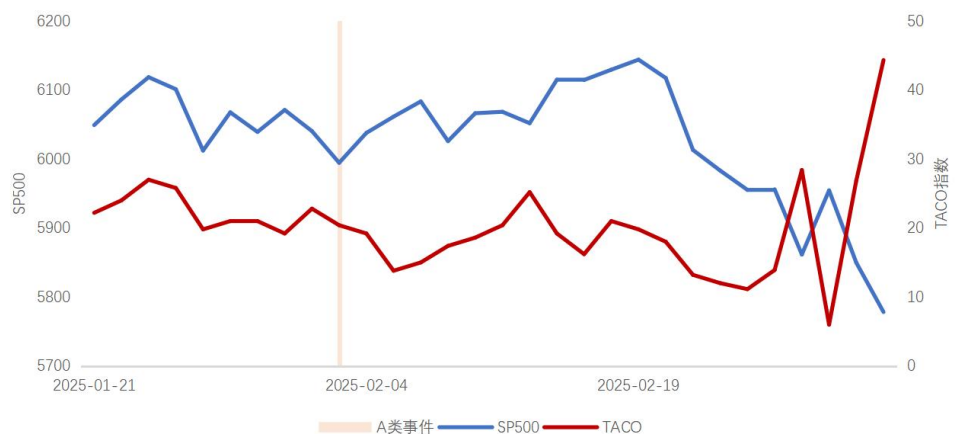
政策背景: 2025 年 2 月 1 日,美国当局签署三项行政令,援引《国际紧急经济权力法》(IEEPA),宣布因非法移民和芬太尼走私进入国家紧急状态。具体税率:对墨西哥所有进口商品加征 25%关税,对加拿大所有进口商品加征 25%关税(能源资源为 10%),对中国所有进口商品加征 10%关税。关税原定于 2025 年 2 月 4 日凌晨 12:01 生效。加拿大、墨西哥和中国合计占美国商品进口的 40%以上(约 1.4 万亿美元/年)。

30 天暂停的经过：2 月 3 日，即关税生效前数小时，美国当局先后与墨西哥总统辛鲍姆和加拿大总理特鲁多通电话后，宣布暂停 30 天。墨西哥同意部署 1 万名国民警卫队士兵至美墨边境；加拿大承诺任命“芬太尼沙皇”，并将贩毒集团列为恐怖分子。特鲁多同时暂停了计划中的报复性关税（原定对 300 亿加元美国商品征收 25%）。中国关税未获暂停，10%关税按计划于 2 月 4 日生效。

市场反应：暂停宣布前，美股开盘大跌——道指跌约 1.5%，纳指跌 2.48%，标普跌 1.93%。暂停消息传出后，市场大幅收窄跌幅：纳指收跌仅 1%，标普跌 0.6%，道指跌 0.1%。汽车股受冲击较大——通用汽车盘中跌超 6%，福特跌 4%。2 月 4 日后标普呈上涨趋势，TACO 指数持续下降。

后续发展：3 月 4 日暂停到期后，25%关税如期生效。加拿大首先对 300 亿加元商品实施报复关税。3 月 6 日，美国当局签署新行政令，将所有符合 USMCA 的加墨商品豁免于 25% 关税——约 49% 的墨西哥进口和 38% 的加拿大进口符合 USMCA 标准。

图表 18：加墨关税 30 天暂停事件发生前后标普 500 及 TACO 指数走势（2025 年 1 月 21 日至 2025 年 3 月 4 日）



资料来源：wind，华源证券研究所

事件 2：USMCA 汽车关税豁免（2025 年 3 月 5-6 日）

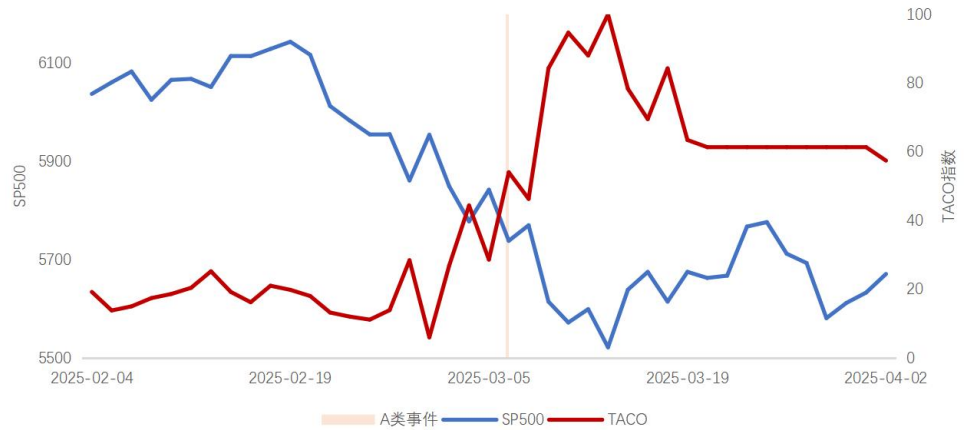
政策背景：3 月 4 日 25%加墨关税生效后，深度整合的北美汽车供应链遭受重创。美国大众销售中有 43% 的车辆通过墨西哥采购，通用汽车 22%，福特约 15%。

豁免过程：3 月 4 日，通用 CEO 玛丽·巴拉、福特 CEO 吉姆·法利和 Stellantis 董事长约翰·埃尔坎与白宫通话。3 月 5 日，美国当局在通话后授予 USMCA 合规汽车一个月豁免。3 月 6 日，范围扩大至所有 USMCA 合规商品。该豁免为临时性质，原定持续至 4 月 2 日“对等关税”开始。

后续发展：3 月 26 日，美国当局另外签署总统公告，对全球所有进口汽车征收 25% 单独关税（Section 232 国家安全权），4 月 3 日对整车生效，5 月 3 日对零部件生效。原有乘用车关税 2.5% 升至 27.5%，轻型卡车原有 25% 关税升至 50%。USMCA 合规车辆获部分减免——25% 仅适用于非美国含量部分。通用汽车预计 2025 年整体关税体制可能造成 40-50 亿美元额外成本。

市场反应：3月6日市场下跌，TACO 指数接近 60 分临界线。3月6日汽车股广泛抛售回归——道指跌约 427 点（-1%），纳指跌 2.6%，标普跌 1.8%。此后标普出现短暂回升。

图表 19：USMCA 汽车关税豁免事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势（2025 年 2 月 4 日至 2025 年 4 月 2 日）



资料来源：wind，华源证券研究所

事件 3：“解放日”关税 90 天暂停（2025 年 4 月 2 日-9 日）

“解放日”政策内容：4月2日，特朗普宣布因美国贸易逆差进入国家紧急状态，发动自 1930 年《斯姆特-霍利关税法》以来最大规模的关税升级。政策分两层：4月5日起对几乎所有进口商品征收 10% 基准关税；4月9日起对约 60 个国家和地区征收更高的对等关税——中国 34%（加上已有 20% 芬太尼关税共 54%）、欧盟 20%、越南 46%、印度 26%、日本 24%、韩国 25%、柬埔寨 49%、莱索托 50%。

股市是主导触发器：4月3日标普跌 4.84%，道指跌 1679 点（-3.98%），纳指跌约 6%。4月4日中国宣布 34% 报复关税后，标普再跌 5.97%，道指跌 2231 点。两天合计损失 6.6 万亿美元市值——历史可比时期较为显著的两日跌幅，标普两日跌约 10%。4月2日以来，股市的大幅下跌使得股市痛苦指数持续攀升，到 4月4日推动 TACO 指数上涨到满分并一直持续至 4月15日，成为本次事件政策撤回的主导触发器。

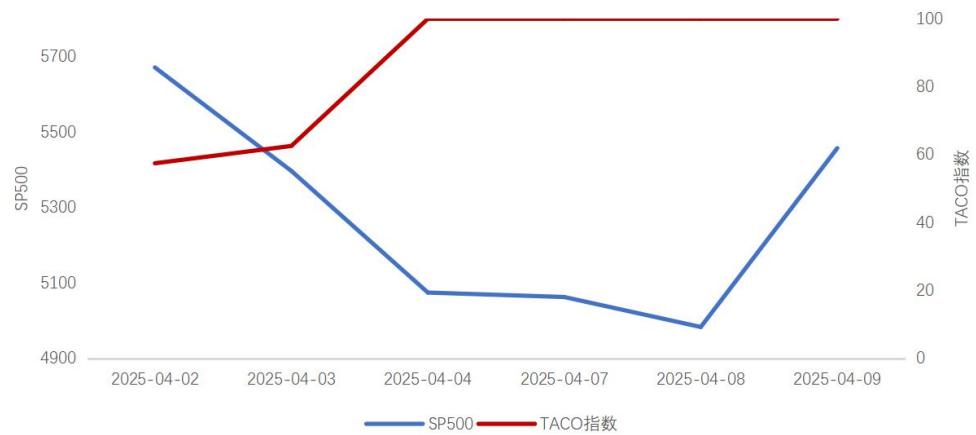
债市危机助推 TACO 指数上升：投资者最初避险买入美国国债，但随后出现剧烈逆转。10 年期收益率从 4月4日的低点 3.86% 上涨至 4月9日的高点约 4.5%；三天内 30 年期收益率上涨 53 个基点，为自 1982 年以来最大的三天涨幅。摩根大通将全球经济衰退概率上调至 60%。

90 天暂停：4月9日，美国当局宣布除中国外所有国家的对等关税暂停 90 天，恢复 10% 基准税率。中国被排除——关税反而升至 145%（125% 对等+20% 芬太尼）。财政部长贝森特飞往佛罗里达当面游说特朗普，警告股市将持续下跌。

市场反弹：4月9日标普暴涨 9.52%（2008 年以来最大单日涨幅），道指涨 7.87%，纳指涨 12.16%（2001 年以来最大单日涨幅）。到 6月27日，标普和纳指创下历史新高。

法律后果：2025 年 5 月 28 日，美国国际贸易法院裁定 IEEPA 关税越权；2026 年 2 月最高法院在 Learning Resources, Inc.v.Trump 案中确认 IEEPA 关税违法。政府从 33 万家企业征收的约 1660 亿美元关税面临退还。

图表 20：“解放日”关税 90 天暂停事件发生过程中标普 500 及 TACO 指数走势（2025 年 4 月 2 日至 2025 年 4 月 9 日）



资料来源：wind，华源证券研究所

事件 4：电子产品关税豁免（2025 年 4 月 11-12 日）

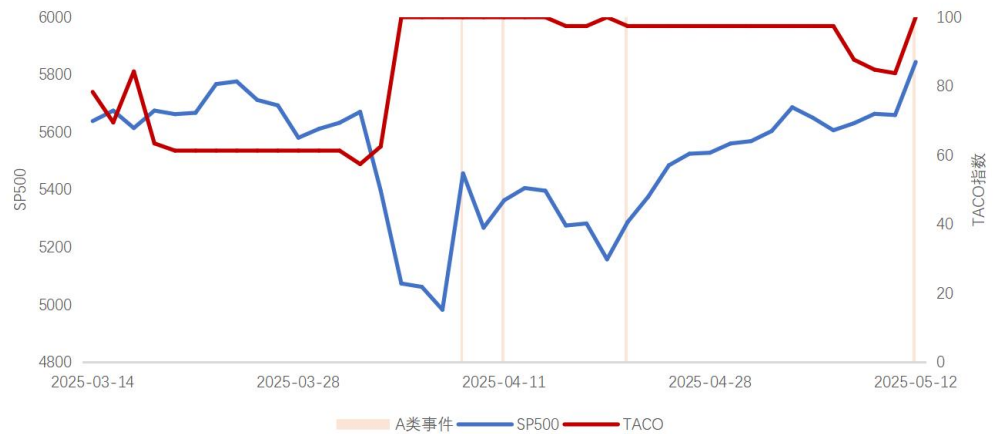
豁免内容：4 月 11 日周五深夜，美国海关与边境保护局（CBP）发布更新指引，豁免 20 类产品——包括智能手机、电脑/笔记本、半导体器件及设备、平板显示器、存储芯片等。这些产品原本面临对中国的 125%对等关税加对其他国家的 10%基准关税，豁免移除了这两层关税，但 20%芬太尼相关关税仍然保留。豁免追溯至 4 月 5 日，已征关税予以退还。

苹果的关键作用：据 Evercore ISI 统计，苹果 80%的 iPad 和超过一半的 Mac 在中国制造。不豁免的话，iPhone 价格可能上涨数千美元。苹果此前承诺未来四年在美国投资 5000 亿美元（2025 年 2 月宣布）。

“临时性”声明：4 月 13 日，美国当局称“周五没有宣布关税‘豁免’”，半导体关税“只是转移到另一个关税‘类别’”。商务部长卢特尼克表示这些产品豁免于对等关税，但纳入即将到来的半导体关税，可能一两个月后实施。

市场反应（4 月 14 日周一）：标普涨 0.8%，道指涨 312 点。苹果盘中涨至最高点 212.94 美元/股，收盘涨约 2.2%。戴尔涨近 4%，阿里巴巴和拼多多各涨超 4.5%。恒生指数涨 2.4%。TACO 指数短暂下滑。

图表 21：电子产品关税豁免事件发生后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势（2025 年 3 月 14 日至 2025 年 5 月 12 日）



资料来源：wind，华源证券研究所

事件 5：美联储主席职务相关言论调整（2025 年 4 月 17 日-22 日）

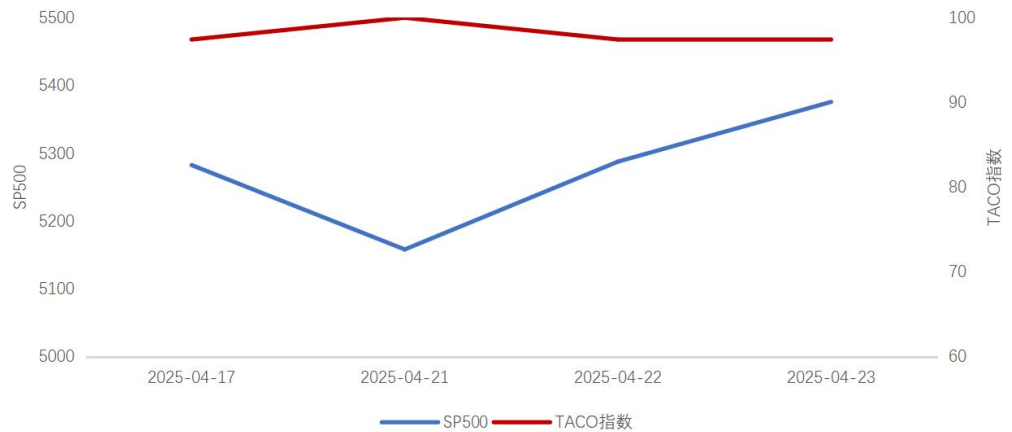
敦促升级时间线：4 月 16 日，美联储主席鲍威尔在芝加哥经济俱乐部演讲，称美国当局关税上调幅度远大于预期，可能推高通胀并拖累增长。4 月 17 日，美国当局表示对鲍威尔货币政策的强烈不满，并暗示可能撤换其职务。4 月 18 日，国家经济委员会主任哈塞特表示白宫将继续研究解除鲍威尔的可能性。4 月 21 日（周一），美国当局继续向鲍威尔敦促降息。

4 月 21 日市场暴跌推动 TACO 指数达到满分峰值。标普跌 2.36%，纳指跌 2.55%。美元跌至三年低点（美元指数降至 97.92），股市痛苦指数升至 100。10 年期收益率升破 4.4%——出现罕见的“抛售美国”交易（股债汇三杀），债市痛苦指数逼近 60 分临界线。黄金短暂突破 3500 美元/盎司。

收回（4 月 22 日）。关键催化剂：美东时间 4 月 21 日，美国当局与沃尔玛、Target 和家得宝 CEO 会面，三位 CEO 传达了关于货架空、供应链中断和经济后果的严峻信息。美国当局在白宫告诉记者：“我无意解雇他。我希望他能在降低利率的建议上更积极一些。”法律层面，《联邦储备法》规定主席只能因故被免职，最高法院 2025 年 5 月重申了这一限制。

市场反弹。4 月 22 日道指涨超 1000 点（+2.66%），标普涨 2.51%，纳指涨 2.71%。4 月 23 日继续上涨——道指涨超 400 点，标普涨 1.67%，纳指涨 2.50%。TACO 指数出现回落。

图表 22：美联储主席职务相关言论调整事件发生过程中标普 500 及 TACO 指数走势（2025 年 4 月 17 日至 2025 年 4 月 23 日）



资料来源：wind，华源证券研究所

事件 6：中美 90 天“休战”（2025 年 5 月 12 日）

截至数据回测截止日(2026 年 3 月 27 日)的可观测情景下：

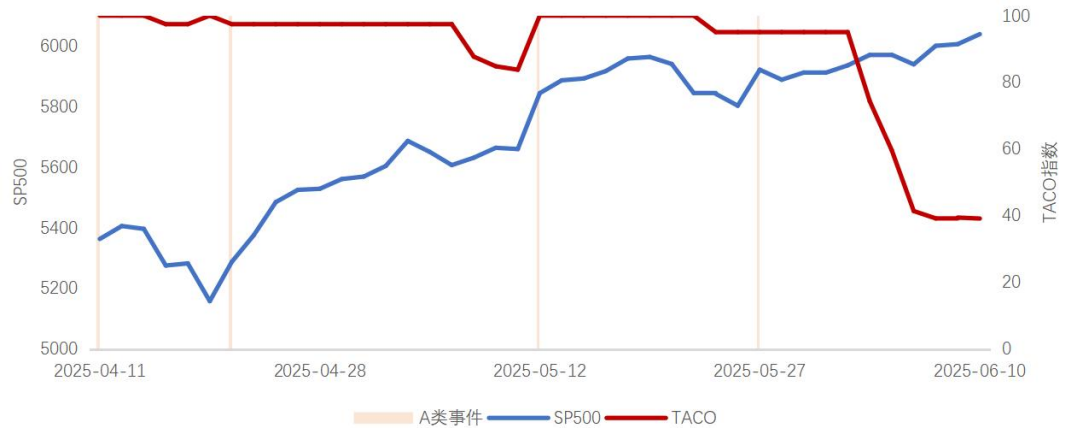
5 月 12 日前关税水平：双方关税已升级至“准禁运”水平——美国对中国 145%（125% 对等+20%芬太尼），中国对美国 125%。美国港口面临货运大幅放缓，船舶停靠量和货物量减少。

日内瓦谈判：5 月 10-11 日周末，中美在日内瓦瑞士驻联合国大使官邸举行谈判。

5 月 12 日联合声明：双方同意将对等关税降低 115 个百分点，为期 90 天。美国对华关税从 145%降至 30%（10%基准+20%芬太尼），5 月 14 日生效。中国对美关税从 125%降至 10%。中国同意暂停不可靠实体清单行动 90 天，暂停出口管制清单行动 90 天，放松稀土矿产出口限制。此协议后延长两次——8 月再延 90 天，11 月扩展为一年期框架（至 2026 年 11 月 10 日），包括美国芬太尼关税从 20%降至 10%。

市场反应：5 月 12 日周一，道指上涨 1160 点（+2.81%），创 3 月 27 日以来收盘新高，标普涨 3.26%，纳指涨 4.35%，创 3 月 3 日以来收盘新高。5 月涨幅使标普指数进入全年正值区间。由于股市痛苦指数考虑 30 日内的累计表现，TACO 指数仍旧保持较高水平，具有一定的滞后性，根据市场反应缓慢调整后回落至警示线（40 分）以下水平（如图）。

图表 23: 中美 90 天“休战”事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势 (2025 年 4 月 11 日至 2025 年 6 月 10 日)



资料来源: wind, 华源证券研究所

事件 7: 欧盟关税推迟 (2025 年 5 月 23 日-25 日)

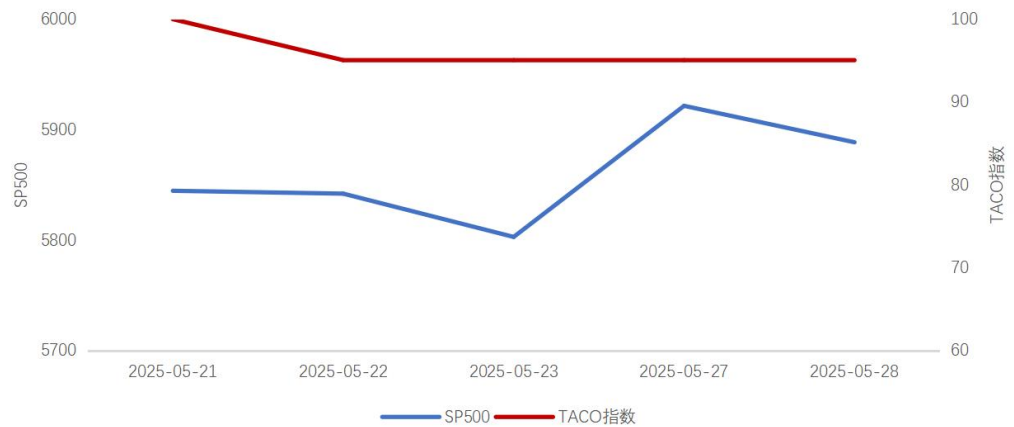
截至数据回测截止日(2026 年 3 月 27 日)的可观测情景下:

5 月 23 日周五, 美国当局宣布从 6 月 1 日起对欧盟额外征收 50%关税, 这高于 4 月 2 日“解放日”原定的 20%关税, 理由包括欧盟贸易壁垒、增值税、“荒谬的公司罚款”以及美国与欧盟的贸易逆差。该消息发布于穆迪下调美国信用评级之后数天。

市场反应: 5 月 23 日, 标普跌 0.7%, 法国 CAC 40 跌 1.6%, 欧洲银行股 Stoxx Banks 指数跌 3.6% (德意志银行跌 5.2%), 欧洲汽车指数跌 3%。黄金涨超 2%, 美元指数跌破 99。

关税推迟至 7 月 9 日: 5 月 25 日周日, 欧盟委员会主席冯德莱恩致电美国当局请求延期。美国当局表示: “我同意延期——7 月 9 日——这是我的荣幸。” 冯德莱恩表示: “欧盟和美国拥有世界上最重要和最密切的贸易关系。欧洲准备快速和果断地推进谈判。” 推迟欧盟关税后, 5 月 26 日欧洲市场全面反弹——Euro Stoxx 600 涨 1%, 德国 DAX 涨超 1.6%, 完全收复了周五跌幅。5 月 27 日标普涨 2.05%。

图表 24：欧盟关税推迟事件发生过程中标普 500 及 TACO 指数走势(2025 年 5 月 21 日至 2025 年 5 月 28 日)



资料来源：wind，华源证券研究所

事件 8：釜山会晤（2025 年 10 月 30 日）

截至数据回测截止日(2026 年 3 月 27 日)的可观测情景下：

釜山峰会发生在中美贸易摩擦持续数月之后。中国 10 月 9 日宣布对 5 种稀土元素新增出口管制（此前 4 月已管制 7 种，包括镓和锗）。

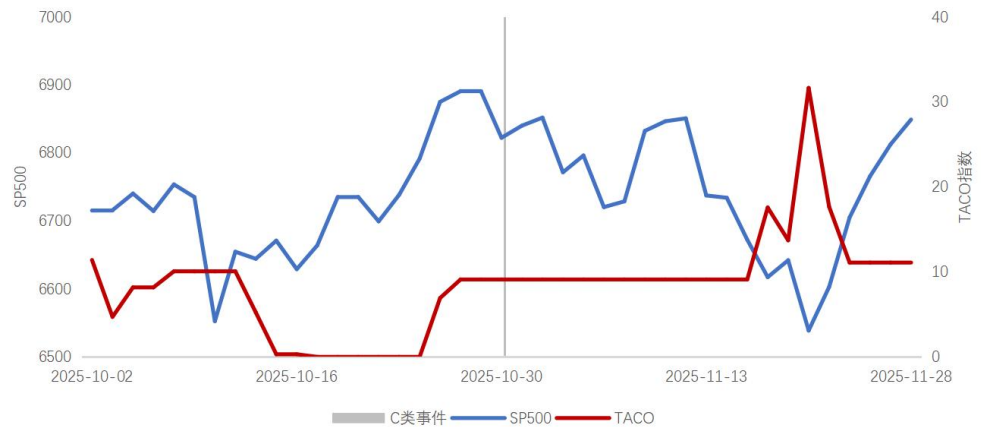
釜山会晤后，美方将芬太尼关税从 20%降至 10%，暂停加征 24%对等关税时间延长至一年，延长 Section 301 关税豁免，推迟实体清单附属规则执行一年，暂停中国航运调查一年。

外交成果：特朗普计划 2026 年访问北京，习近平主席受邀访美。军方对话恢复——美国国防部长赫格塞斯 10 月 31 日与中国国防部长董军会谈。然而，美国当局坚持不解除英伟达 Blackwell B30A 出口管制。

市场反应与后续：10 月 30 日，稀土股上涨——Critical Metals 涨约 11%。10 月 31 日，KOSPI 涨约 0.5%至 4107.50。但投资者对缺乏具体市场准入进展感到失望。

该事件属于 C 类事件，即惯性/预防型事件，事件发生前后 TACO 指数均处于较低水平，表现不明显，预测效果有限。

图表 25：釜山会晤事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势（2025 年 10 月 2 日至 2025 年 11 月 28 日）



资料来源：wind，华源证券研究所

事件 9：格陵兰立场调整（2025 年—2026 年 1 月 21 日达沃斯立场调整）

截至数据回测截止日(2026 年 3 月 27 日)的可观测情景下：

政策背景：美国当局主张格陵兰（丹麦自治领土，人口约 5.6 万）对美国国家安全至关重要，理由包括俄罗斯和中国在北极的扩张、Pituffik 太空基地的战略价值以及格陵兰的矿产资源。特朗普在 2019 年第一任期就曾提出购买格陵兰未果。2024 年 11 月连任后，重启领土诉求；2025 年 1 月 11 日，特朗普之子小唐纳德·特朗普访问格陵兰分发 MAGA 帽；美国当局多次拒绝排除使用军事力量。

事态升级时间线：2025 年在美国国会联合演讲中，美国当局表示将接管格陵兰。3 月副总统万斯访问 Pituffik 基地，批评丹麦对格陵兰安全投资不足。5 月特朗普接受 NBC 采访时仍拒绝排除动用军事力量。2025 年 12 月特朗普任命路易斯安那州州长兰德里为格陵兰特使。2026 年 1 月事态急剧升级——美国当局表示要对 8 个欧洲北约盟国（丹麦、挪威、瑞典、法国、德国、英国、荷兰、芬兰）从 2 月 1 日起征收 10% 关税（6 月 1 日升至 25%），直至达成协议。

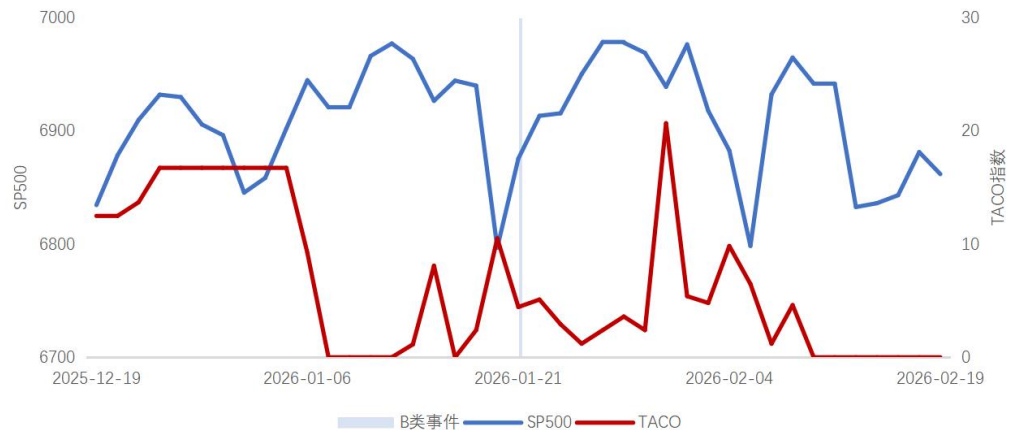
欧洲反应：丹麦首相弗雷泽里克森声明，“我们无法谈判我们的主权”。格陵兰总理尼尔森称吞并完全不可接受。法国和加拿大在努克开设领事馆以示声援。欧盟表示要动用《反胁迫工具》，欧洲议会暂停已谈判的美欧贸易协议。

达沃斯立场调整（2026 年 1 月 21 日）：在世界经济论坛上，与北约秘书长吕特会面后，美国当局明确表示排除军事力量，撤回了关税威胁。

关键驱动因素：前一天市场因格陵兰危机下跌；欧洲经济和政治统一抵制；国会共和党人公开反对军事行动；价值约 7500 亿美元能源采购和 6000 亿美元欧盟投资的美欧贸易协议面临风险。

该事件属于 B 类事件，主要由政治因素触发，市场因素为辅，事件发生前后 TACO 指数随股市波动而产生变动，但位于较低水平，预测效果有限。

图表 26：达沃斯立场调整事件发生前后 20 个交易日标普 500 及 TACO 指数走势（2025 年 12 月 19 日至 2026 年 2 月 19 日）



资料来源：wind，华源证券研究所

事件 10：伊朗打击延期第一次（2026 年 3 月 23 日）

截至数据回测截止日(2026 年 3 月 27 日)的可观测情景下：

战争背景：2026 年 2 月 28 日，美国和以色列对伊朗发动突袭，地区局势升级。3 月 4 日伊朗实际控制霍尔木兹海峡（部分船只可通行），切断全球约 20%的油气运输。布伦特原油价格从 2 月 27 日的约 72 美元/桶涨升至峰值近 120 美元/桶。IEA 称之为“全球石油市场历史上最大的供应中断”。

第一次延期经过：3 月 21 日（周六），美国当局发出 48 小时最后通牒——要求伊朗重开霍尔木兹海峡，否则将摧毁发电厂。3 月 23 日（周一），美国当局称美伊进行了非常好的和富有成效的对话，宣布已指示国防部推迟对伊朗发电厂和能源基础设施的一切军事打击，为期五天，取决于讨论进展。伊朗断然否认任何谈判，议会议长加利巴夫指责美国当局试图操纵金融和石油市场。

3 月 4 日伊朗实际封锁霍尔木兹海峡,3 月 5 日起油价痛苦指数攀升至 60 分临界线以上,并持续保持,成为推高 TACO 指数的主导因素,与此同时股市痛苦指数也在上升,到美国当局发出通牒的前一日(3 月 20 日),股市痛苦指数达到 49.94,超过警示线。两重触发器使得 TACO 指数超过 80,是构成美国当局政策调整行为的关键因素。

市场反应：3 月 23 日，布伦特原油暴跌约 11%至每桶约 99.94 美元（3 月 20 日周五油价最高为 112 美元/桶）；WTI 跌约 10%至约 88 美元/桶。标普涨 1.15%至 6581，道指涨 631 点（+1.4%），纳指涨约 299 点（+1.4%）。3 月 23 日早晨，现货黄金价格下跌超过 5%，报 4262.50 美元/盎司，随后回升至 4431.09 美元/盎司。

事件 11：伊朗打击延期第二次（2026 年 3 月 26 日）

截至数据回测截止日(2026 年 3 月 27 日)的可观测情景下：

延期原因：第一次暂停未产生任何可见进展。伊朗拒绝了美国通过巴基斯坦传递的 15 点和平方案，提出自己的 5 项条件：敌方必须彻底停止“侵略与暗杀行为”；建立切实机制，

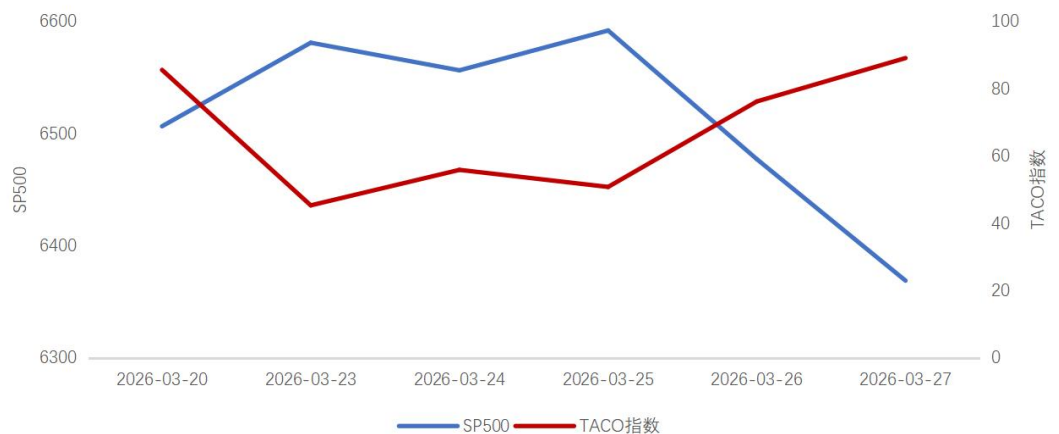
确保战争不会再次强加于伊朗；保障并明确战争赔款与损失赔偿的支付；整个地区的所有战线及所有抵抗组织均结束战争；伊朗对霍尔木兹海峡行使主权是且仍将是伊朗自然且合法的权利，这必须得到承认。地缘政治紧张局势在 3 月 26 日加剧。

第二次延期宣布：3 月 26 日周四下午，美国当局表示：“应伊朗政府请求……我将能源工厂摧毁的暂停期延长 10 天至美国东部时间 4 月 6 日晚 8 点。谈判正在进行中，进展非常好。”伊朗外长阿拉格奇再次否认提出任何此类请求。

股市与油价两重触发器持续发力：3 月 26 日，标普下跌，股市痛苦指数再次超过 40 分警示线，和高于 60 分的油价痛苦指数共同推动 TACO 指数上升至 89.1（3 月 27 日）。

市场反应截然不同：3 月 26 日，盘中（宣布前），标普跌 1.74%，纳指跌 2.38%，从历史高点回落超 10%，布伦特期货涨 5.66%至约 108 美元/桶。市场怀疑情绪显著增强：伊朗否认所有谈判，第一次暂停未产生任何成果，战争仍在加剧。3 月 27 日，标普继 26 日下跌 1.74%后再下跌 1.67%。

图表 27：两次伊朗打击延期事件发生过程中标普 500 及 TACO 指数走势(2026 年 3 月 20 日至 2026 年 3 月 27 日)



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 28：两次伊朗打击延期对比

对比	3 月 23 日（第一次）	3 月 26 日（第二次）
暂停期限	5 天	延至 4 月 6 日（+10 天）
布伦特反应	跌约 11%	短暂下探后回升
标普 500	+74.52 点（+1.15%）	盘中-114.74 点（-1.74%）
宣布时机	日间/早盘	收盘后
伊朗态度	否认谈判	拒绝 15 点方案，提出 5 项反条件

资料来源：新华社等，华源证券研究所

5.2.10 年期美债收益率 4.2%阈值的依据

收益率的历史轨迹确立了 4.2% 的关键地位

2020 年代 10 年期美债收益率经历了从历史低点到多年高点的剧烈波动。2020 年 8 月触及 0.51% 的历史最低点；随着美联储大幅加息，2022 年 10 月升至约 4.25%；2023 年 10 月达到 4.99%（16 年最高），一度触及 5%；2024 年 9 月美联储首次降息时约 3.7%。尽管美联储在 2024 年底累计降息 100 个基点，到 2025 年 1 月收益率反而升至 4.6%。2025 年 4 月“解放日”期间经历了从 4.0% 到 4.5% 的剧烈波动。2026 年 1 月约 4.21%，3 月下旬因美伊军事冲突/通胀担忧升至 4.40–4.48%。

4.2% 是从“可控”到“痛苦”的转折区间的中心。在 2025 年 4 月 9 日美国当局宣布暂停关税的当周，10 年期收益率的走势完整呈现了这一逻辑：4 月 4 日避险买盘将收益率压至 3.86% 的低点；4 月 7 日反弹至约 4.2%；4 月 8 日加速上涨至 4.2–4.3% 区间（此时贝森特开始拉响警报）；4 月 9 日早间飙升至约 4.5%（触发暂停决定）。我们认为，4.20% 是急性危机阶段的起点。

4.2% 对抵押贷款、股票估值和财政的三重打击

抵押贷款传导。30 年期固定抵押贷款利率通常在 10 年期收益率基础上加 1.5–2.0 个百分点（现值平均价差约 1.7%）。在 4.2% 收益率水平，正常利差下抵押贷款利率约 5.9%，当前略高利差下约 6.2%，压力时期可达 6.7–7.2%。6% 以上的抵押贷款利率对许多购房者构成负担能力上限，住房市场活跃度显著走弱。

股票估值压缩。2025 年初标普 500 以预期市盈率约 22 倍交易，收益率约 4.6%。当 10 年期收益率达到 4.2–4.5% 时，股票风险溢价实际上趋近于零甚至为负——债券与股票收益率竞争白热化。达莫达兰计算（2025 年 1 月 18 日），如果风险溢价回升至 4.5%，估计标普合理价值约为 5260——比 2025 年初水平低约 12%。

政府债务的再融资“悬崖”。截至 2025 年 8 月 11 日，美国联邦债务超过 37 万亿美元（债务/GDP 约 127%），FY2025 净利息支出预计达 9700 亿美元，以美国 3.37 亿的人口数量来计算，37 万亿美元的联邦债务使得每个美国人背负了逾 10 万美元债务。CBO 预计到 FY2035 美国国家利息支出将达 1.8 万亿美元。

美国当局对债市的较为敏感

美国当局更关心 10 年期美国国债，而非股市。这一判断在 2025 年 4 月事件中得到完全验证。贝森特的职业生涯“与债市深度交织”，自上任起就“执着于压低 10 年期收益率”。2025 年 4 月 5–6 日周末，他飞往棕榈滩与特朗普就关税终局进行长时间讨论。国家经济委员会主任哈塞特证实：“债市告诉我们‘嘿，可能该行动了’这一事实，至少对决策有一定贡献。”Principal Asset Management 首席全球策略师西玛·沙阿补充说，债券市场“很可能触动了特朗普政府的神经”。

我们综合判断：4.2% 并非单一精确触发线，而是 4.0–4.5% “痛苦区间” 的近似中心。它是多个负面反馈回路同时激活的拐点——抵押贷款利率逼近 6% 的负担上限、股票风险溢价

消失、政府再融资成本急剧上升、公司债利率升至抑制投资水平。从行为层面看，我们认为 4.2% 是贝森特等官员开始拉响内部警报的大致水平。

5.3. WTI 原油 70 美元/桶阈值的依据

油价到加油站的传导机制

价格构成：原油成本占零售汽油价格的 47%，炼油成本和利润约 16%，分销和零售约 20%，联邦消费税每加仑 18.4 美分，州税平均每加仑 32.61 美分。经验法则：每桶原油价格变化 10 美元 \approx 每加仑汽油价格变化 0.24–0.25 美元。

70 美元/桶 WTI 对应的汽油价格。实际数据验证：2025 年 WTI 均价约 65 美元/桶时，美国汽油均价 3.10 美元/加仑。2025 年 1 月 WTI 为 74.68 美元/桶时汽油约 3.08 美元/加仑。WTI 70 美元/桶对应的美国平均汽油价格在 2.90–3.15 美元/加仑区间——恰好处于心理关口 3.00 美元/加仑的边界。传导速度方面，油价上涨通常在 2–4 周内传导至加油站；上涨传导快于下跌，即“火箭与羽毛”不对称效应。

70 美元/桶是美国页岩产业的生死线

当前美国页岩新井的平均盈亏平衡点约为 70 美元/桶（Enverus Intelligence Research, 2025 年）。二叠纪盆地最高效区域（特拉华盆地）为 63 美元/桶；运营商如 Diamondback Energy 低至 37 美元/桶。Enverus 预测随着页岩核心库存枯竭，盈亏平衡点将从 70 美元/桶升至 2030 年代中期的 95 美元/桶。达拉斯联储调查显示，如果价格降至 50 美元/桶，到 2026 年，预计约 120 万桶/日产能将面临淘汰。

油价、加油站价格与总统支持率的政治经济学

学术证据明确：Krosnick 等人（2016 年）的研究发现，汽油价格每上涨 10 美分/加仑，总统支持率下降约 0.60 个百分点——即使控制了其他经济因素和媒体报道，加油站价格因为其标牌高度可见性而具有独特的政治影响力。Gupta 等人（《美国汽油价格与总统支持率》）使用数据和机器学习方法确认，实际汽油价格是“预测未来支持率的极其强大的指标”，且影响非线性——初始价格飙升造成很大伤害。

当前数据：2026 年 3 月 12–16 日 Yahoo/YouGov 民调显示，66% 不满美国当局对汽油价格的处理，67% 不满生活成本处理，仅 26% 满意，是历史可比时期较为显著的低满意度。美国当局总体支持率降至 36%，创下历史新低。共和党内 33% 不满特朗普对汽油价格的处理，显示党内分裂。美伊军事冲突以来汽油上涨约 1 美元/加仑，从 2026 年 2 月 26 日的 2.98 美元/加仑至 3 月 26 日 3.98 美元/加仑。

美国当局对油价的政治敏感性根深蒂固

竞选核心承诺。“Drill, baby, drill” 是特朗普 2024 年竞选核心口号之一。美国当局承诺上任 12 个月内将能源成本削减 50%。特朗普上任第一天（2025 年 1 月 20 日）就签署行政令宣布“国家能源紧急状态”以放松监管，并在达沃斯论坛要求沙特和 OPEC 压低原油成本。

美国当局理想油价区间。分析显示特朗普第一任期偏好的区间为布伦特 40–45 美元/桶至 75–80 美元/桶。下限保护页岩生产商，上限支持经济增长。我们认为，70 美元/桶 WTI 因此大致代表美国当局理想价格区间的上限。2018 年布伦特达到 80 美元/桶时，美国当局曾敦促沙特阿拉伯要求增产。

政策悖论。2025 年油价实际大幅下跌（从特朗普就职时约 79 美元/桶降至年底约 63 美元/桶），但这不是“Drill, baby, drill”的成果——而是 OPEC+增产、关税引发的需求疲软和衰退担忧所致。石油公司股票暴跌，雪佛龙-15%、康菲-16%、哈里伯顿-25%（自 2025 年 1 月 21 日收盘至 2025 年 4 月 17 日收盘），活跃钻机数较同期下降约 7%。

图表 29：WTI（美元/桶）各水平对应的近似汽油价格（美元/加仑）及政治意义

WTI 水平	近似汽油价格	政治意义
\$ 50	\$2.30–2.50	纳瓦罗目标；生产商亏损；“Drill, baby, drill”不可能
\$ 60	\$2.60–2.80	页岩减产；生产商削减资本支出；消费者满意
\$ 70	\$2.90–3.15	页岩盈亏平衡；\$3 汽油心理线；美国当局上限；政治痛苦开始
\$ 80	\$3.20–3.50	明确消费者痛苦；美国当局历史上施压 OPEC
\$ 100	\$3.90–4.20	当前危机水平；支持率崩溃；“能源紧急状态”

资料来源：华源证券研究所

70 美元/桶或是政治经济平衡的精确支点

我们认为，70 美元/桶处于五条关键线的交汇点：①页岩新井平均盈亏平衡点；②美国当局理想价格区间上限（WTI 70 美元/桶~布伦特 74–75 美元/桶）；③美国全国汽油均价\$3/加仑的心理阈值；④竞选年（2024 年）均价的适度折让——跌至 70 美元/桶或以下可宣称“进展”，大幅高于则是“失信”；⑤美国产油州捐助者与价格敏感摇摆州选民之间政治联盟不破裂的最高容忍水平。低于 70 美元/桶，石油公司利益受损但消费者满意；高于 70 美元/桶，消费者开始惩罚在任总统。70 美元/桶本质上是生产者利益与消费者痛苦之间的平衡点。

5.4. 结论：TACO 模式的核心驱动力

11 个 TACO 事件揭示了一个一致的反馈机制：**美国当局的政策触发资产价格波动，当波动超过特定痛苦阈值时，可能引发政策调整。**10 年期美债收益率 4.2%和 WTI 原油 70 美元/桶并非随意选定的数字，而是分别标记了债市-财政-房贷传导链和能源-通胀-选民情绪传导链从“不适”转为“危险”的结构性拐点。我们认为，4.2%是贝森特拉响警报的临界水平，是风险溢价消失的临界水平，是再融资成本急剧攀升的临界水平。70 美元/桶是页岩存亡线、\$3 汽油心理线、美国当局理想区间上限的三线交汇。TACO 指数的核心洞察在于：这两个阈值定义了美国当局政策空间的实际边界——超出这些边界的任何政策，最终都将被市场压力拉回。

6. 两个任期差异的本质原因

6.1. 对比政策推进程度的差异

第一任期的政策采取“渐进升级”模式。从2018年初的钢铝关税开始，逐步扩大到对中国商品的加税，每次加码采取渐进式推进。在这种模式下，政策调整往往是谈判桌上的筹码交换，而非被市场逼迫的紧急止损，风险扰动常态化且分散出现，推高了市场情绪的累计天数。

第二任期则采取“闪电战”模式。以“解放日”事件为典型，美国当局一次性对全球加征大规模关税，相关政策信号释放节奏较快，市场未能充分反应，短期情绪剧烈扰动显著放大。标普500在数日内下跌超过10%，TACO指数直接达到满分。相较于第一任期策略性让步，第二任期政策调整更多是市场极端波动压力下的被动修正，风险冲击呈现集中爆发、脉冲式消退特征，极端行情过后市场预期快速修复，后续难再频繁触发TACO满分条件，因此满分天数大幅减少。

这解释了为什么第一任期TACO值普遍更高，达到满分的天数为90天，而第二任期内达到极端压力的天数相对较少。

6.2. 政策调整时间同步性的差异

第一任期的政策调整行为往往发生在市场已经开始反弹之后。以G20布宜诺斯艾利斯为例，市场在11月23日触及恐慌峰值（TACO=71.1分），但中美双方达成共识在12月1日才宣布，此时TACO已回落至34.4分。这一时间差导致事件日命中率偏低。

第二任期的政策调整行为则与市场压力高度同步。“解放日”关税暂停发生在TACO=100分的当天，电子产品关税豁免发生在TACO=100分的当天，美联储主席职务相关言论调整发生在TACO=97.4分的当天，调整与市场压力几乎同步发生，这一特征反映出政策表态、市场波动与政策修正之间形成了快速传导的闭环机制。

这一差异的本质是：在第一任期，美国当局有更多的决策缓冲时间，做出政策调整决定是深思熟虑后的选择；在第二任期，压力来得太快太猛，政策调整决定是不得不做出的即时反应。

6.3. 美国当局决策模式的演变

第一任期可视为美国当局对市场政策耐受度的观察与适应阶段。在此期间，他通过调整政策节奏，评估市场对政策冲击的反应弹性。部分政策调整（如圣诞购物季关税推迟），是综合市场反馈、政治议程与选举周期等多维度因素后的策略性选择，市场影响并非唯一考量。

第二任期，美国当局对市场反应机制已有充分认知，政策推进的节奏与力度较前一阶段明显增强。他明确知晓偏紧的政策取向可能引发市场波动，但仍选择推动相关举措。当市场反应超出预期阈值时，政策调整的节奏相应加快。在此阶段，市场反馈成为影响决策的关键约束条件，政策调整更多表现为对市场信号的被动响应，而非预设的主动策略安排。

6.4. 三重触发器的必要性

第一任期仅依赖股市单一信号源，这在当时是合理的，因为股市是美国当局非常关注的指标。然而，第二任期的政策环境更加复杂，债市收益率飙升反映了市场对通胀和财政可持续性的担忧，油价上涨直接冲击消费者和选民的钱包。

伊朗打击延期事件验证了三重触发器的必要性。在这两起事件中，股市痛苦指数分别为 33.8 分和 43.2 分，单独来看并未达到或仅勉强达到警示线。但油价痛苦指数高达 45.3 分和 61.2 分（WTI 原油价格飙升至 88-95 美元/桶），成为推动 TACO 指数进入高度关注区间的主导力量。如果仅使用第一任期的股市单触发器公式，这两起事件可能会被漏判。

6.5. 两任期差异总结

图表 30：两任期差异总结

维度	第一任期	第二任期
政策模式	渐进升级	闪电战
市场反应	逐步消化，极端恐慌少	来不及消化，直接恐慌
政策调整性质	策略性让步	被动政策调整
时间同步性	政策调整滞后于压力峰值	政策调整与压力高度同步
决策模式	观察与适应市场政策耐受度	市场信号的被动快速响应
触发器	股市单触发器	股市+债市+油价三重触发器
事件日命中率	20.0%	88.9%
调整后命中率	80.0% (T-5 天)	88.9% (无需调整)

资料来源：华源证券研究所

7. 指数解读与应用指南

7.1. TACO 指数区间解读

图表 31：TACO 指数区间解读

TACO 值	区间	解读
0-20	低压力区间	美国当局无明显政策调整压力，市场运行平稳
20-40	关注区间	存在轻微压力，可能出现较小的政策调整
40-60	警示区间	压力显著上升，主要的政策调整风险需密切关注
60-80	高度关注区间	压力达到临界水平，历史回测显示该区间内政策调整发生概率较高
80-100	极端关注区间	极端压力状态，历史回测显示该区间内政策调整发生概率极高

资料来源：华源证券研究所

7.2. 指数使用提示

特别说明，本报告为方法论研究类报告，不构成对任何具体证券或资产的投资建议。

对于投资者而言，TACO 指数可作为政策风险的辅助监测工具。当指数进入警示区间（40-60 分），可关注对外贸政策较为敏感的资产类别。当指数进入高度关注或极端关注区间（60 分以上），应做好政策突然转向的准备，关注可能从政策缓和中受益的标的。

需要注意的是，TACO 指数对 B 类（政治驱动型）和 C 类（惯性预防型）事件的预测能力有限。此外，根据第一任期的经验可以得知，政策调整决定往往在压力峰值后 3-7 天才正式宣布，因此在实际应用中应关注指数在过去一周内是否曾达到警示水平，而不仅仅只关注当日指数的情况。

8. 附录：统计汇总

图表 32：命中率统计

统计项	第一任期	第二任期	合计
A 类事件数	5	9	14
事件日命中数	1	8	9
事件日命中率	20.0%	88.9%	64.3%
T-5 天命中数	4	8	12
T-5 天命中率	80.0%	88.9%	85.7%

资料来源：华源证券研究所

图表 33：图表主要数据说明

数据项	说明	区间
标普 500 指数	日度收盘价	2015-01-01 至 2026-03-27
10 年期美债收益率	日度收益率（%）	2015-01-01 至 2026-03-27
WTI 原油价格	日度价格（美元/桶）	2015-01-01 至 2026-03-27

资料来源：华源证券研究所

9. 风险提示

（1）美国当局政策动作超出预期的风险：美国中期选举前，当局政策决策更多考虑选举需求，可能出现 TACO 指数低位时主动调整政策或超预期政策加码的情况，导致 TACO 指

数信号出现偏差。例如 2019 年 10 月中美第一阶段协议事件，当时 TACO 指数仅 10.52 分，远低于 40 分警示线，但政策调整仍如期进行。

(2) 美国国内政局出现波动的风险：当前美国政治极化加剧，可能出现 TACO 指数处于高位时当局拒绝调整政策的情况。2018 年中期选举后民主党夺回国会众议院控制权，导致当时 TACO 指数已达高位但政策调整显著滞后，指数信号阶段性失效。

(3) 美国与其他国家关系超预期发展的风险：美国与中国、欧盟、中东等地区的关系若出现超预期变化，将加剧“低 TACO 高调整”或“高 TACO 零调整”的风险。例如 2026 年 3 月美伊冲突升级推高 TACO 指数至极端区间，但美国仅调整军事计划，未出台贸易政策调整措施。

证券分析师声明

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并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。