【鑫期汇】宏观专题：民主党赢得两院：四条资产线（科技股、黄金、原油和铜）的四种定价

传导差异、短期方向与观察点

2026 年 11 月 4 日 | 美股截至 11 月 3 日收盘；商品与股指期货为 11 月 4 日 13:36 | 华鑫期货研究所

结果口径：本文以 NBC（11 月 4 日 03:08 UTC）、NPR 等媒体判定民主党赢得众议院与参议院（执政党中期选举落败）为前提展开，选举结果以官方认证为准，属情景分析，非结果追述。

核心判断

01 首发反应与直觉相反。11 月 3 日纳指涨 0.83%，是结果出炉**之前**的收盘；结果明朗后，纳指期货 −0.54%、美元 −0.35%、黄金 +1.30%、伦铜 −0.51%、美铜 −0.96%。真正的定价在结果之后。

02 制度约束决定幅度。参院立法需 60 票，加税与能源立法难落地；232、301 属行政权，存量关税不会因国会易手自动撤销。风险溢价先动、政策后动，时间差就是空间。

03 四个品种不是同一个故事。科技股的主变量是资本开支回报率，选举只改变尾部风险；铜有独立利空，即关税溢价剥离；黄金受 12 月加息压制；原油几乎不反应。

04 美元共同项给出判别。美元走弱而金涨铜跌，说明铜的下跌有独立驱动，不是汇率造成的。

05 短期方向已可排序（见第七节）。金银偏多；铜锡偏空，但跌幅已提前实现，空间收窄；原油偏空，跌幅尚未实现。已实现读数与后续判断须分开看。

一 两个时点：结果前后的方向翻转

11 月 3 日美股收盘，纳斯达克涨 **0.83%**、标普500 涨 0.36%、道琼斯跌 0.38%，此时结果尚未明朗。结果公布后的亚洲时段（11 月 4 日 13:36），三大股指期货全部转跌：纳指期货 **−0.54%**、标普期货 −0.61%、道指期货 −0.25%。

商品与汇率同时给出三个方向。贵金属最强：COMEX 黄金涨 **1.30%**、白银涨 1.60%。能源几乎不动：WTI 涨 0.17%、布伦特涨 0.30%。工业金属走弱：伦铜 **−0.51%**、美铜 **−0.96%**、伦锡 −0.40%。美元指数跌 0.35% 至 **101.51**。

若只看 11 月 3 日的涨幅，会得出“市场欢迎民主党”的结论，这是时点错配——那一天的上涨发生在结果出炉前。结果明朗后的四个方向，才是对事件本身的定价。

表 1　三大股指：结果前后的方向翻转

品种	11/3 收盘	涨跌	11/4 13:36（期货）	涨跌
纳斯达克	25,372.01	**+0.83%**	28,153.6	**−0.54%**
标普500	7,568.92	+0.36%	7,550.8	−0.61%
道琼斯	51,786.72	−0.38%	51,763.4	−0.25%

数据来源：新浪财经；左侧为指数现货收盘，右侧为对应股指期货，涨跌对前结算价

二 制度约束：三条路径与一道 60 票门槛

民主党同时掌握两院，打破了过去两年白宫与两院同属共和党的格局。影响走三条路径，但每条都受同一道门槛约束。

财政。加税风险上升、财政扩张受限，长端利率与财政溢价有下行空间。但参议院立法实际需 **60 票**，加税未必落地。

监管。反垄断、人工智能监管、环保趋严，行政层面可较快推进，立法层面较慢。

贸易。关税进一步升级的概率下降。但 **232、301 均属行政权**，国会不会因易手而自动撤销存量关税。

市场常把“民主党赢”直接映射为“加税必然、监管必然”，制度上并不成立。风险溢价先动、政策后动，这个时间差才是交易空间所在。

三 科技股：选举是次要变量，不是主线

期货层面，纳指 -0.54%、标普 -0.61%、道指 -0.25%，科技小幅跑输，但幅度不足一个百分点，属温和承压。

对照更有说服力。纳指自 10 月 28 日累跌 **5.22%**，其中包含科技巨头财报后的重挫；而本次结果明朗后的期货跌幅不足 1%。**量级差异说明，市场并未把选举当作科技股的主要矛盾。**

当前主线是人工智能资本开支的回报率，不是税率，也不是反垄断。选举改变的是**尾部风险**（监管极端情形），不改变主线。因此短期可能温和承压，也可能因政策不确定性下降而快速修复；中期的压制项是 12 月加息与资本开支指引，与选举无关。

四 黄金：短期有美元支撑，趋势不看政治

COMEX 黄金 **3,991.7** 美元/盎司涨 1.30%，白银 50.55 美元/盎司涨 1.60%，与美元 -0.35% 同步，是典型的“美元弱叠加避险”组合。

但内部逻辑其实相互抵消：加税预期推升避险需求（利多），财政扩张受限则压低财政风险溢价（利空）。**真正的压制项是 12 月加息**——10 月 FOMC 以 **10:2** 维持 3.75%—4.00%，市场对 12 月至少加息 25BP 的定价约 **88%**。金价处 3,990 美元高位，对加息最敏感。

所以选举给的是短期美元支撑，不是趋势级驱动。结构支撑仍是央行购金与实际利率，这一点事件没有改变。

五 原油：反应最弱，反映的是当期无影响

WTI 涨 0.17%、布伦特涨 0.30%，是四类资产中反应最弱的。逻辑上民主党对化石能源不友好，供给端应偏紧，实际几乎不动。

原因很直接：**能源立法过不了 60 票门槛**：行政层面（环保署规则、租赁许可）可以推进，但影响的是两三年后的产量，当期供需不变。市场用近乎零的反应表达了“当期无影响”，这个定价是准确的。

六 铜：利空的品种

铜受影响最明确，且**国内比海外更悲观**：沪铜 2612 盘中 **105,950** 元/吨跌 **1.19%**，美铜跌 0.96%，伦铜跌 0.51%，国内跌幅是伦铜的 **2.35 倍**。

路径一，关税溢价剥离。232 关税推进概率下降，此前“抢关税”导致的 COMEX 累库失去理由。COMEX 库存 72.72 万吨、占全球显性库存 **65.2%**，这一流向的前提正是关税预期。价格上已有印证：COMEX 折美元/吨 **13,979**，伦铜 13,964.7，**价差仅 +14.2 美元/吨**，处公开研报给出的 0—200 美元区间下沿，囤铜叙事已失去价格基础。

路径二，需求证伪。科技资本开支下修，数据中心用铜增量被打折。沪锡跌 **3.81%**，是沪铜的 3.19 倍；而伦锡仅跌 0.40%，国内跌幅是伦锡的 **9.63 倍**。锡无现货缓冲，跌幅被放大；铜有缓冲，但缓冲正在变薄。

路径三，美元走弱。美元 -0.35%，对铜的支撑不足以对冲前两条。

持仓给出印证：沪铜全合约**总持仓 586,330 手**，较 11 月 3 日收盘增 **23,571 手（+4.19%）**，价格下跌而持仓增加，为增仓下跌。此处用总持仓而非主力合约口径，可剔除换月造成的假性增减。

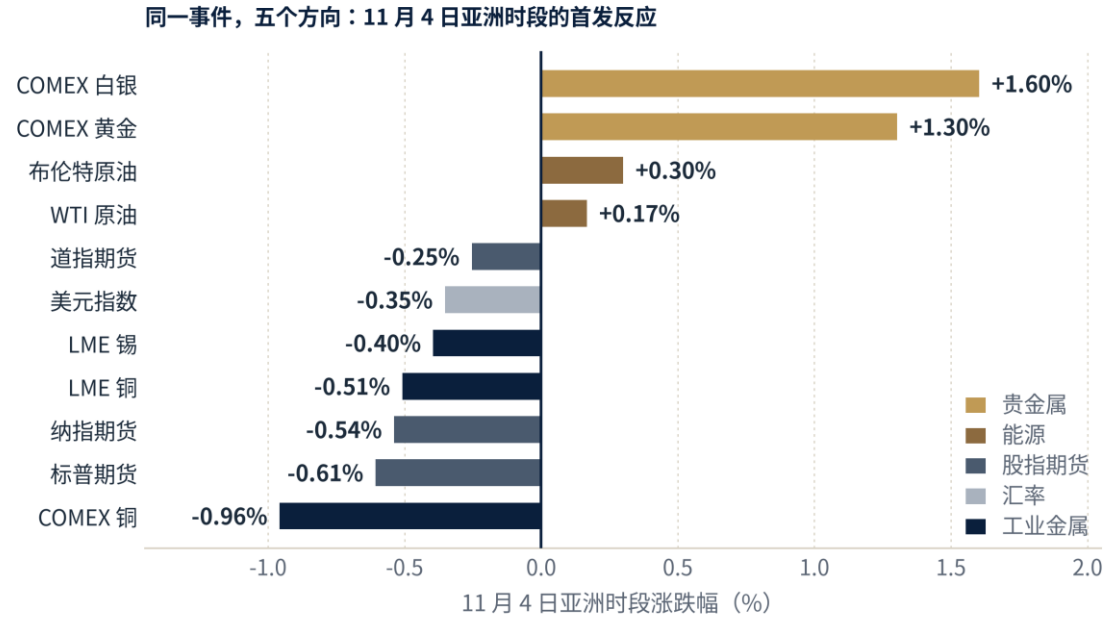
一处必须克制的表述：232 属行政权，国会不能自动撤销存量关税。“库存回流”是方向而非既成事实，需看到 COMEX 库存连续下降才能确认。

表 2　铜的多空路径与验证条件

路径	机制	方向	现有印证	确认条件
关税溢价剥离	232 概率下降，累库失去理由	**利空**	价差 +14.2 美元/吨，区间下沿	COMEX 库存连续下降
需求证伪	资本开支下修，用铜打折	**中期利空**	沪锡 −3.81%，为沪铜 3.19 倍	下季 capex 指引
美元走弱	美元 −0.35%	弱利多	不足以对冲前两条	美元跌破 101
持仓印证	增仓下跌	**确认中**	总持仓 +23,571 手（+4.19%）	续增且价格不涨

数据来源：新浪财经、上海期货交易所；总持仓为 11 月 4 日 13:36 盘中，对比 11 月 3 日收盘，12 个合约加总

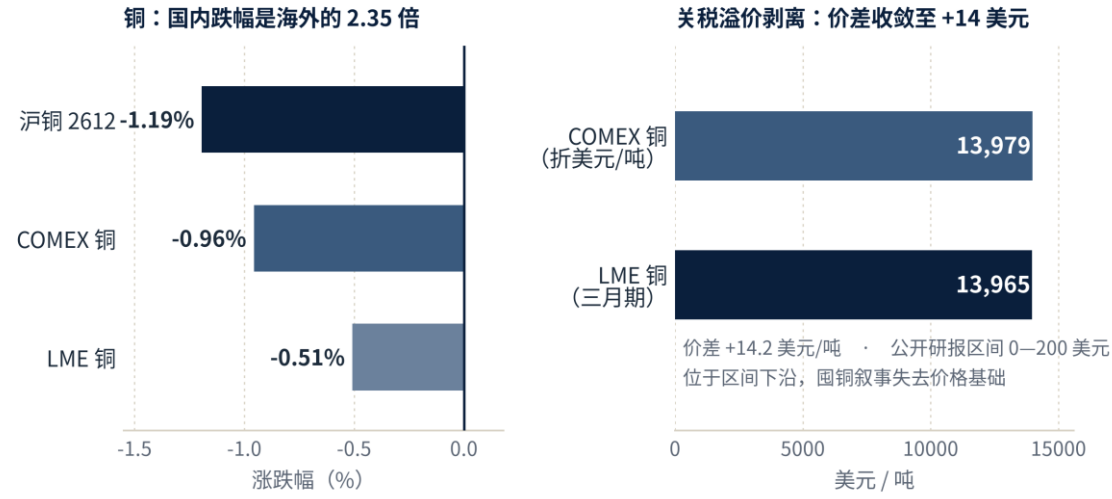
图 1　同一事件、五个方向：11 月 4 日亚洲时段的首发反应



数据来源：新浪财经实时行情（13:36），期货对前结算价，美元指数对前收盘

数据来源：新浪财经实时行情（13:36）；期货对前结算价，美元指数对前收盘

图 2　铜：国内跌幅 2.35 倍于海外，价差收敛至平水



数据来源：新浪财经实时行情（11 月 4 日 13:36）；COMEX 铜按 1 磅＝0.45359237 千克折算

数据来源：新浪财经（11 月 4 日 13:36）；COMEX 铜按 1 磅＝0.45359237 千克折算

七 短期方向：金银偏多、铜锡跌幅有限、原油偏空

执政党在中期选举中落败。上文四节讲的是各方**为何反应不同**，本节给出**短期方向**，并先区分两件事：已实现的价格反应，与后续的方向判断。前者是读数，后者是判断，混用会自相矛盾。

表 3　已实现反应与短期方向：四项对照

资产	已实现反应（13:36）	短期方向	主要依据	与读数关系
黄金 / 白银	金 +1.30% / 银 +1.60%	**偏多**	美元 −0.35%，加税预期推升避险	一致
铜	沪铜 −1.19%；自 10/28 计 −2.98%	**偏空，空间有限**	价差已剥离至平水，利空提前反映	部分一致
锡	沪锡 −3.81%；自 10/28 计 −10.01%	**偏空，空间有限**	无现货缓冲，跌幅已提前放大	部分一致
原油	WTI +0.17%（对前结算） −0.58%（对前收盘）	**偏空**	制裁属行政权，缓和预期上升；需求走弱	**读数分裂，待验证**

数据来源：新浪财经（11 月 4 日 13:36）；累计跌幅起点为 10 月 28 日收盘价

原油：当期无影响，中期偏空。第五节指出能源立法过不了 60 票门槛，这解释的是当期供需不变、价格近乎不动。但制裁属**行政权**，调整快于立法：市场普遍将本轮供给约束部分归因于对伊朗、委内瑞拉的制裁收紧，政权更替后缓和预期上升，供给约束有放松空间；叠加加税与财政收缩压制增长与石油需求预期，地缘风险溢价亦随贸易冲突概率下降而被剥离。三条路径同向，故方向偏空。**这是判断而非读数**，需看到制裁实际松动或库存连续累积方能确认。

一处细节值得注意：WTI 对前结算涨 0.17%，但对前收盘实为**跌 0.58%**（布伦特 −0.31%），价格已在昨收之下运行。这与“偏空”一致，也说明近零反应并不等于零方向。

铜与锡：偏空，但跌幅已提前实现。沪铜自 10 月 28 日 **109,200** 元/吨跌至 105,950（**−2.98%**），沪锡自 **387,450** 元/吨跌至 348,660（**−10.01%**），锡的跌幅是铜的 **3.36 倍**，与“锡无现货缓冲、铜有缓冲”相互印证。关税溢价已收敛至 **+14.2 美元/吨**的平水，说明这一条利空大部分已计入价格。

利空已计入，不等于转多。它只说明追空的性价比在下降，中期方向仍由需求与库存流向决定。锡因缺乏缓冲，对资本开支下修的敏感度更高；若下季 capex 指引继续下调，锡的跌幅仍可能大于铜。

金银：短期偏多最明确。黄金 3,991.7 美元/盎司涨 1.30%、白银 50.55 美元/盎司涨 1.60%，与美元 −0.35% 同向；白银涨幅大于黄金，说明除避险外还有流动性因素。但这是“短期”而非趋势：**12 月加息定价约 88%**，是压制贵金属的主变量（见第四节），若 12 月落地，这轮反弹大概率回吐一部分。

排序与失效条件。按做多性价比排序：**金银 > 铜锡（跌幅有限）> 原油（跌幅未实现）**。三处失效条件：制裁未松动，原油利空不成立；COMEX 库存转降，“关税溢价剥离”逻辑结束；12 月加息落地，金银回吐。

八 观察点与失效条件

四个观察点中，第三个最重要：**12 月 FOMC 是压制风险资产的主变量，选举不改变它**。

表 4　四个观察点

观察点	时点	确认信号
1　结果官方认证	11 月中	众议院席位最终归属
2　美股正式时段	11 月 4 日	期货弱势是否延续
3　12 月 FOMC	12 月	88% 概率至少 25BP
4　铜的三项确认	周度	COMEX 库存降、注销仓单止跌、总持仓续增

数据来源：公开资料整理；概率来自联邦基金期货定价

失效条件。若民主党明确表态不推动加税、不撤销关税，科技与铜的上述利空会快速回吐。这恰是最可能的短期路径，因为 60 票门槛真实存在。

建设性判断。交易主线不是方向，而是不确定性下降——选举消除了“全面贸易战升级”这一尾部情形，风险溢价收敛比方向判断更可靠，做多波动率的性价比在下降。铜的机会在价差而非单边：关税溢价剥离是确定性较高的收敛过程，比赌单边可控。

注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文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。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“见微知著 臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章孜海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司研究所

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-8822

华鑫期货

华鑫研究（鑫期汇）