

以史为鉴：本轮关税摩擦对商品各板块影响展望

报告要点

近日美国对等关税政策引发市场巨震，中信期货研究所打造系列专题报告，帮助市场更加全面系统地认识此次对等关税的影响，依次从：1) 关税对大宗商品价格影响逻辑、2) 1920-1930年、2018年两轮主要贸易摩擦对大宗商品价格影响、3) 2025年贸易冲突对大宗商品影响及风险应对这三个角度进行分析。本篇为系列报告的第三篇，聚焦本轮关税摩擦对商品各板块的价格及贸易流向影响展望。

摘要

不同关税背景下的价格展望：

贵金属，若贸易摩擦维持僵持或进一步升级，仍利好黄金。

有色板块，铜供需偏紧，但关税风险仍存；关税谈判影响铝出口预期；锌价受供需过剩主导，关注锌矿释放节奏。

黑色板块，炉料二季度供应压力将逐步显现，“关税战”主要影响下游钢材需求端；关税谈判对玻璃纯碱价格影响较小。

化工板块，原油供需预期悲观，页岩油成本对油价的支撑有限，地缘利多或脉冲式推升油价，但难以改变油价的下行趋势；化工品面临成本塌陷与需求收缩的双重压力；关税制约国内化工品进口，LPG、PP、乙二醇受提振。

农产品板块，贸易谈判和宏观举措将影响棉价估值和内外强弱关系；不同宏观预期下，胶价运行区间各有不同；若摩擦升级或继续抬升豆粕价格；宏观对油脂价格波动影响较大；关税对玉米影响有限，玉米中长期供需趋紧支撑价格；关税对生猪影响有限，母猪产能持续增长，猪周期仍在下行通道；宏观扰动影响浆价，后续偏弱为主；关税对白糖影响有限，巴西新榨季产量预期乐观，糖价中长期偏空。

集运市场，近期欧线整体偏弱，关税及运力压力之下，仍建议关注逢高布空机会。

关税对于商品贸易流向的影响：

有色板块，我国铜及其制品的直接出口影响有限；关注转口贸易及广

研究员：

何妍

从业资格号：F03128282

投资咨询号：Z0020224

王雨欣

从业资格号：F03108000

投资咨询号：Z0021453

余典

从业资格号：F03122523

投资咨询号：Z0019832

杨晓宇

从业资格号：F3086737

投资咨询号：Z0020561

吴静雯

从业资格号：F3083970

投资咨询号：Z0016293

武嘉璐

从业资格：F03100682

投资咨询：Z0021085

朱善颖

从业资格号：F3056728

投资咨询号：Z0014122

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

义铝产品出口影响；出口下滑对锌需求的拖累有限。

黑色板块，关税对铁矿、双焦贸易流无明显影响；部分玻璃制品将回流至国内或转向其他目的地，整体影响量不大；制造业间接用钢出口影响更为显著。

化工板块，美国 LPG 流向印度，中国寻求中东货源；美国 PE、MEG 流向欧洲，中东对华输出增加。

农产品板块，加税预计冲击美棉出口及中国棉花需求；中美轮胎贸易占比小，加税对橡胶的影响主要通过宏观作用于全球消费预期上；加税或调整中国大豆进口结构，冲击美豆出口需求；加税或降低中美玉米贸易量，但因我国玉米进口依赖度低，对供需及价格影响有限；加税或降低中美猪肉贸易量，但因猪肉进口依存度低，对供需及价格影响有限；加税或降低中美纸浆贸易量，宏观冲击将对纸浆需求产生影响；加税或对白糖的贸易流不产生影响。

集运市场，美国相关航线进口订舱量整体下滑，凸显集运市场运力过剩压力；转口贸易尚不明显，船司开始加征亚洲（除中国外）至美国运费附加费。

风险提示：供应扰动；地缘冲突；国内政策力度不及预期；海外经济超预期走弱。

目录

一、不同关税背景下的商品价格展望	7
(一) 贵金属价格展望	8
(二) 有色商品价格展望	9
1. 铜：供需偏紧，但关税风险仍存	10
2. 铝：关税谈判影响出口预期	11
3. 锌：供需过剩主导，关注锌矿释放节奏	12
(三) 黑色商品价格展望	13
1. 炉料二季度供应压力将逐步显现，“关税战”主要影响下游钢材需求端	13
2. 关税谈判对玻璃纯碱价格影响较小	14
(四) 化工商品价格展望	15
1. 不同情形下能化价格表现	15
2. 贸易摩擦背景下，能化价格展望	15
3. 关税制约国内化工品进口，LPG、PP、乙二醇受提振	17
(五) 农产品价格展望	19
1. 棉花：贸易谈判和宏观举措将影响棉价估值和内外强弱关系	20
2. 橡胶：不同宏观预期下，胶价运行区间各有不同	20
3. 豆粕：若摩擦升级或继续抬升豆粕价格	21
4. 油脂：宏观对油脂价格波动影响较大	21
5. 玉米：关税对其影响有限，玉米中长期供需趋紧支撑价格	21
6. 生猪：关税对其影响有限，母猪产能持续增长，猪周期仍在下行通道	21
7. 纸浆：宏观扰动影响浆价，后续偏弱为主	22
8. 白糖：关税对其影响有限，巴西新榨季产量预期乐观，糖价中长期偏空	22
(六) 集运市场价格展望	22
二、关税对于商品贸易流向的影响	23
(一) 有色商品贸易流向影响	23
1. 铜：我国铜及其制品的直接出口影响有限	23
2. 铝：关注转口贸易及广义铝产品出口影响	24
3. 锌：出口下滑对锌需求的拖累有限	24
(二) 黑色商品贸易流向影响	25
1. 炉料：关税对铁矿、双焦贸易流无明显影响	25
2. 玻璃纯碱：部分玻璃制品将回流至国内或转向其他目的地，整体影响量不大	25
3. 钢材：制造业间接用钢出口影响更为显著	25

(三) 化工商品贸易流向影响.....	26
1. 美国 LPG 流向印度, 中国寻求中东货源.....	26
2. 美国 PE、MEG 流向欧洲, 中东对华输出增加.....	27
3. 纺织服装的直接与间接出口对聚酯需求冲击较大.....	28
(四) 农产品贸易流向影响.....	28
1. 棉花: 加税预计冲击美棉出口及中国棉花需求.....	28
2. 橡胶: 中美轮胎贸易占比小, 加税对橡胶的影响主要通过宏观作用于全球消费预期上.....	29
3. 豆系: 加税或调整中国大豆进口结构, 冲击美豆出口需求.....	29
4. 玉米: 加税或降低中美玉米贸易量, 但因我国玉米进口依赖度低, 对供需及价格影响有限.....	30
5. 生猪: 加税或降低中美猪肉贸易量, 但因猪肉进口依存度低, 对供需及价格影响有限.....	30
6. 纸浆: 加税或降低中美纸浆贸易量, 宏观冲击将对纸浆需求产生影响.....	31
7. 白糖: 加税或对白糖的贸易流不产生影响.....	31
(五) 集运市场贸易流向影响.....	31
1. 美国相关航线进口订舱量整体下滑, 凸显集运市场运力过剩压力.....	31
2. 转口贸易尚不明显, 船司开始加征亚洲 (除中国外) 至美国运费附加费.....	33

图表目录

图表 1: 本轮贸易冲突可能演进为的四种情景.....	7
图表 2: 不同贸易情景下的品种价格展望.....	8
图表 3: 金银比走势.....	9
图表 4: 2025 年以来基本金属累计涨跌幅.....	10
图表 5: 2025 年以来新能源金属累计涨跌幅.....	10
图表 6: 2025 年以来铜价表现.....	10
图表 7: 铜精矿加工费.....	11
图表 8: 铜精矿月度进口量.....	11
图表 9: 中国电解铜制杆周度开工率.....	11
图表 10: 电解铜社会库存.....	11
图表 11: 2025 年以来铝价表现.....	12
图表 12: 国内铝库存.....	12
图表 13: 未锻造的铝及铝材出口量.....	12
图表 14: 2025 年以来锌价表现.....	13

图表 15: 锌精矿周度加工费	13
图表 16: 精炼锌企业生产利润	13
图表 17: 页岩油部分产区完全成本 (美元/桶)	16
图表 18: 页岩油部分产区运营成本 (美元/桶)	16
图表 19: 原油与化工品价格趋势	16
图表 20: 2024 年化工品终端出口	17
图表 21: 贸易摩擦下, 能源化工强弱排序	17
图表 22: 2016 年至今中国 LPG 进口量及增速	18
图表 23: 2024 年中国 LPG 进口来源	18
图表 24: PP 生产工艺占比	18
图表 25: PDH 企业利润	18
图表 26: 进口乙烷、丙烷的轻烃裂解装置 (万吨)	19
图表 27: 2024 年中国对美国的化工品进口情况	19
图表 28: 2025 年 4 月以来各农产品期货涨跌幅	20
图表 29: SCFI 上海-美西航线订舱价	22
图表 30: SCFI 上海-北欧航线订舱价	22
图表 31: 集装箱市场供需差与中国-北美运力减少比例变化	23
图表 32: 中国铜及其制品出口金额占比	24
图表 33: 美国铜及其制品进口数量占比	24
图表 34: 中国铝及其制品出口金额占比	24
图表 35: 美国铝及其制品进口数量占比	24
图表 36: 中国锌及其制品出口金额占比	25
图表 37: 美国锌及其制品进口数量占比	25
图表 38: 美国主要钢铁进口国	26
图表 39: 美国从加巴墨三国进口钢材占比	26
图表 40: 东亚主要国家出口美国钢材量变化	26
图表 41: 越南出口部分国家钢材金额	26
图表 42: 2017 年-2024 年中国 LPG 进口格局	27
图表 43: 2017 年-2024 年美国 LPG 出口格局	27
图表 44: 2017 年-2024 年中国乙二醇进口格局	27
图表 45: 2017 年-2024 年中国 PE 进口格局	27

图表 46: 美国 PE 出口目的地变化明显	28
图表 47: 中国进口棉花来源国分布	29
图表 48: 美国出口棉花目的地分布	29
图表 49: 中国大豆进口分布	30
图表 50: 美国大豆出口分布	30
图表 51: 中国玉米进口分布	30
图表 52: 美国玉米出口分布	30
图表 53: 中国猪肉进口分布	31
图表 54: 美国猪肉出口分布	31
图表 55: 美国航线相关订舱量	32
图表 56: 4 月 1 日-8 日美国航线订舱量环比	32
图表 57: 美西周度停航及待定航线数量	32
图表 58: 美线转移至欧地航线船舶 (至 4 月中旬)	32
图表 59: 中国-北欧航线周度运力	33
图表 60: 上海-越南即期订舱价	34
图表 61: 2024 年我国对美国商品直接出口情况	35
图表 62: 2024 年我国对美国商品直接进口情况	36

一、不同关税背景下的商品价格展望

美国在“解放日”宣布了大超市场预期“对等关税”政策，10%的全球基准关税已于4月5日实施，但随后暂停了对75个国家实施的“对等关税”90天，同时进一步升级了对中国的关税。当前全球贸易摩擦进入了多边谈判博弈的新阶段，我们对于本轮贸易冲突未来可能的演进方向进行了四种情景假定，并将分板块分品种给出相应的价格展望。

情景1：中美短期和谈成功：中美或多边开启谈判，谈判取得实质性进展，全球经贸不确定性显著下降，经济增长前景改善。

情景2：中美僵持博弈、边打边谈：中美或多边谈判进展有限，或特朗普采取差别对待政策，但我方与其他国家步调不一或进展不明，则全球经贸前景仍具不确定性，国内出台政策对冲，但力度相对有限、节奏见招拆招。

情景3：我国及多国对抗美国：中美贸易摩擦螺旋升级，或多方谈判失败、全球贸易紧张加剧，经济基本面受压，美国面临强烈滞胀及衰退风险，国内政策对冲力度明显增强。

情景4：美国联合非美国国家共同将关税焦点转向中国，国内政策对冲力度明显增强。

发生概率排序：2>4>3>1。

图表1：本轮贸易冲突可能演进的四种情景

四种情景	具体描述	发生概率排序
情景一 中美短期和谈成功	中美或多边开启谈判，谈判取得实质性进展，全球经贸不确定性显著下降，经济增长前景改善。	4
情景二 中美僵持博弈、边打边谈	中美或多边谈判进展有限，或特朗普采取差别对待政策，但我方与其他国家步调不一或进展不明，则全球经贸前景仍具不确定性，国内出台政策对冲，但力度相对有限、节奏见招拆招。	1
情景三 我国及多国对抗美国	中美贸易摩擦螺旋升级，或多方谈判失败、全球贸易紧张加剧，经济基本面受压，美国面临强烈滞胀及衰退风险，国内政策对冲力度明显增强。	3
情景四 关税焦点转向中国	美国联合非美国国家共同将关税焦点转向中国，国内政策对冲力度明显增强。	2

资料来源：中信期货研究所

图表2：不同贸易情景下的品种价格展望

品种	情景一	情景二	情景三	情景四
铜	震荡偏强	震荡	震荡偏弱	偏弱
铝	震荡偏强	震荡	偏弱	震荡偏弱
锌	震荡偏弱	震荡偏弱	偏弱	偏弱
黄金	震荡偏弱	震荡偏强	震荡	震荡偏强
螺纹钢	震荡偏强	震荡偏弱	偏弱	偏弱
热卷	震荡偏强	震荡偏弱	偏弱	偏弱
铁矿石	震荡	震荡偏弱	偏弱	偏弱
焦煤	震荡	震荡偏弱	偏弱	偏弱
焦炭	震荡	震荡偏弱	偏弱	偏弱
原油	震荡	震荡偏弱	偏弱	偏弱
油化工	震荡	震荡偏弱	偏弱	偏弱
煤化工	震荡	震荡偏弱	震荡偏弱	偏弱
棉花	震荡偏强	震荡	偏弱	震荡偏弱
橡胶	震荡偏强	震荡	偏弱	震荡偏弱
豆粕	偏弱	震荡	震荡偏强	偏强
油脂	震荡	震荡偏强	震荡偏弱	震荡偏弱

资料来源：中信期货研究所

（一）贵金属价格展望

4月2日对等关税落地后，风险冲击带动外围权益资产大幅下跌，流动性挤兑导致黄金遭受无差别抛售，黄金价格出现短线下跌。在流动性挤兑过后，黄金重新回到原有的逻辑方向，且关税带来的美国股债汇三杀的情景下，美元信用收缩出现了进一步的显性化落地，带动黄金价格突破创历史新高。

分情况讨论不同关税博弈情景下，对贵金属价格的影响：

情景一，短期对黄金不利，核心是美国增长预期会带动美元信用的修复，同时风险偏好的回升会引发市场避险情绪的回落，进而对黄金价格产生利空，此时白银表现相对更优，金银比值预计将有下降。从目前中美关税博弈的进展来看，发生这种情况的概率偏低。

情景二，滞胀叙事将持续利多黄金。如果中美之前博弈相对僵持，或美国联动其他国家将关税焦点针对中国，中美都将面临明显压力。关税给美国带来通胀上行和经济走低的组合，滞胀叙事将持续利多黄金。对中国而言，出口受限给国内带来稳增长压力，权益等风险资产或在表现上承压，在大类资产比较上，黄金的相对配置价值凸显，金价的逻辑环境依然顺风。这种情形下，白银的工业属性同样承压，但衰退预期相对缓和的背景下，对银价的利空有限，白银预计价格趋势跟随黄金，以震荡偏强为主，此时金银比值可

能维持高位。

情景三，长期利多，但需警惕流动性危机。可能带来美国衰退或滞胀预期的大幅走强，且其他国家也将受到联动影响。这种情形长期利多黄金，但需要警惕系统性风险发生引发流动性挤兑的可能性，黄金可能受到流动性危机的冲击而短线下跌，类似 2020 年 3 月或 2025 年清明假期时呈现的场景，当然流动性危机的下跌，往往会创造较好的买点，此时调整视作买入机会。在衰退预期大幅走高的情况下，工业属性趋弱会带动白银的价格弹性受限，金银比值可能再度冲高，此时白银价格预计偏弱。

图表3：金银比走势



资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 有色商品价格展望

本轮贸易摩擦目前对有色金属的影响更多体现在情绪层面的价格压制和远期需求的负面冲击。

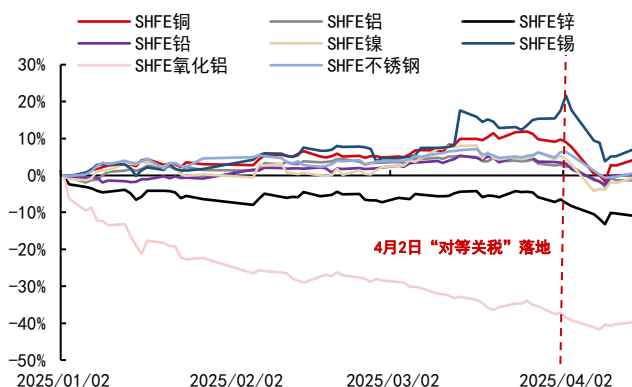
基本金属，中短期仍以情绪化交易为主，如果美国关税动态缓和或中国刺激政策加快落地，价格锚定点将重新切回到现实供需偏紧的基本面，供给端有扰动的品种或有继续向上反弹空间，如锡、铜、铝等。

新能源金属，供应延续高增、需求间接受到关税政策打压，在整体市场氛围偏悲观的背景下价格承压明显，其中多晶硅由于供应端存在约束价格相对抗跌。综合考虑供需基本面、宏观情绪等因素，我们认为在本次贸易摩擦中铜、铝、锌这三个品种将受到较大影响，而铅、镍、锡等基本金属以及工业硅、多晶硅、碳酸锂等新能源金属所受影响相对较小。

各有色品种受关税冲击由强到弱分别为：铜>锌>铝>锡>不锈钢>碳酸锂>铅>工业硅>多晶硅>镍>氧化铝。

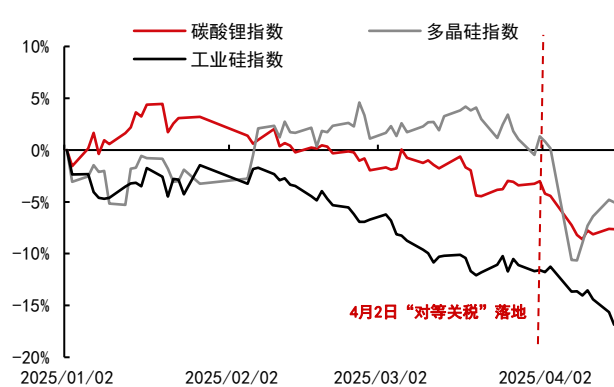
未来一个季度价格由强到弱分别为：铜>锡>铝>不锈钢>铅>镍>氧化铝=多晶硅>碳酸锂=工业硅>锌。

图表4：2025 年以来基本金属累计涨跌幅



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：2025 年以来新能源金属累计涨跌幅



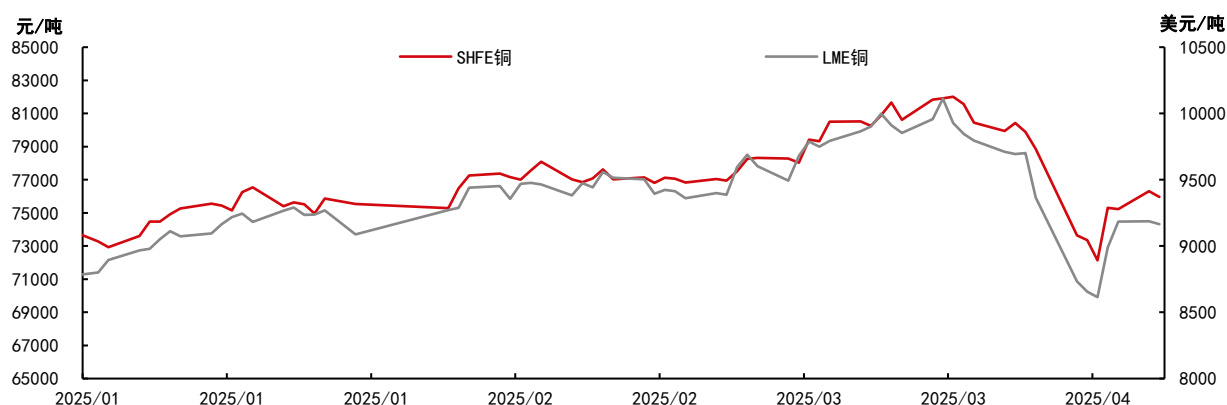
资料来源：Wind 中信期货研究所

1. 铜：供需偏紧，但关税风险仍存

铜价年初以来波动较大，一季度受美元指数走弱、特朗普预计加征铜关税以及 TC 持续下滑的影响，铜价表现偏强。4 月 2 号美国对等关税落地，关税幅度大超预期，市场对全球经济衰退的担忧加剧，铜价大幅度回落。从铜的供需面来看，供需维持偏紧格局，价格近期受关税影响较大。

中期供需延续偏紧格局。供应端来看，铜矿加工费持续回落，当前已经降至-30 美元以下，粗铜加工费低位，原料供应依然紧张，近期国内已经有冶炼厂因为加工费偏低而宣布要检修减产，海外嘉能可旗下冶炼厂 Altonorte 以及墨西哥集团 SPCC 都出现减产，日本住友下调新财年铜产量，供应端风险持续存在；需求端随着消费旺季来临逐步回升，精炼铜制杆周度开工率延续回升，国内铜社会库存 3 月开始逐步去化且去化幅度逐渐加快，近期国内库存已经降至 25 万吨以下。

图表6：2025 年以来铜价表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

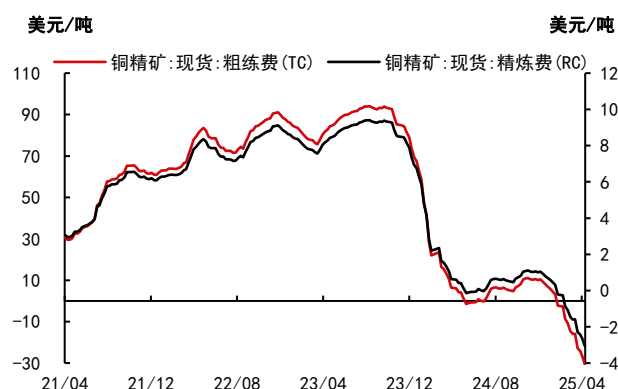
情景一，全球经济衰退风险担忧走弱，铜价重新聚焦供需基本面，价格有望企稳反弹；

情景二，关税风险仍存对铜价施压，但是供需偏紧对铜价形成支撑，铜价或呈现震荡行情；

情景三，美国与全世界脱钩，美国经济存在走弱风险，铜价表现承压；

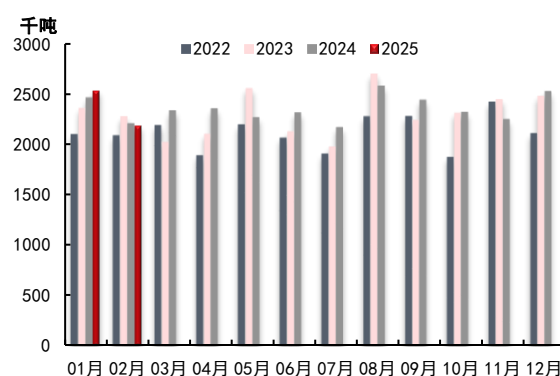
情景四，中国出口将会显著回落，终端消费品如家电汽车以及消费电子需求减少，铜价存在走弱风险。

图表7：铜精矿加工费



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表8：铜精矿月度进口量



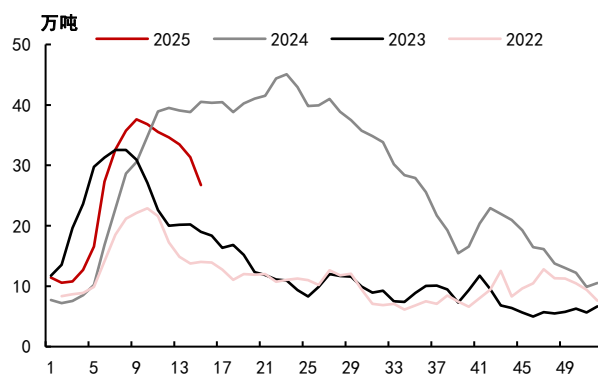
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表9：中国电解铜制杆周度开工率



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表10：电解铜社会库存

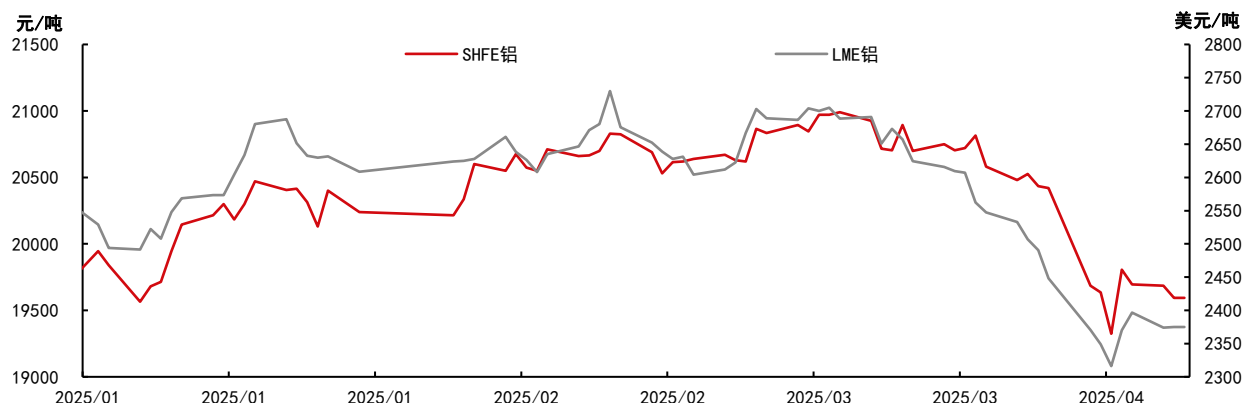


资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

2. 铝：关税谈判影响出口预期

一季度铝价先强后弱。2025 年年初至 3 月下旬，国际市场铝产品贸易流向可能发生改变的预期下，伦铝自元旦之后低位快速反弹。国内市场供需面向好亦为铝价提供了较强支撑。随着美国对等关税和汽车关税正式实施，国际贸易摩擦前景逐渐清晰，市场对美国经济下行预期不断强化，1-2 月中国铝及铝制品出口下滑亦加剧国内需求担忧，铝价高位回落。

图表11：2025 年以来铝价表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

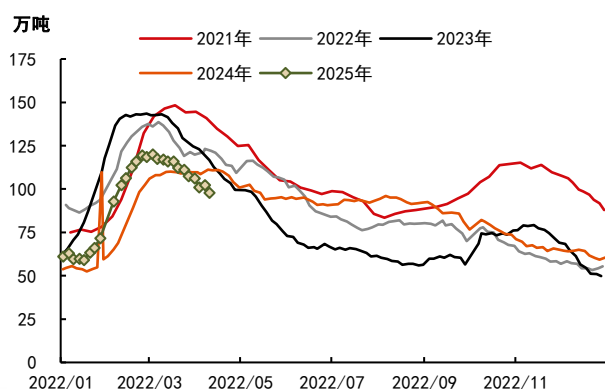
情景一，中美短期和谈成功，铝自身供需面预期和现状对铝价仍有支撑，预计铝价将反弹回清明节前价格，价格区间或重新回升至 20000-21000 元/吨，后续价格能继续向上突破仍需看需求预期兑现情况。

情景二，预计对行业 and 价格的影响整体偏向中性，价格或维持震荡走势。因为即便美国对中国加征高额关税，但中国仍可以通过转口贸易进行替代，出口下滑空间相对有限，价格区间或在 19500-20500 元/吨附近运行。

情景三，美国下游铝客户或因无法承受高额反制关税措施而被迫减少铝需求，同时中美贸易摩擦螺旋升级，或多方谈判失败、全球贸易紧张加剧，中国转口贸易也将受到影响，预计对价格影响最为负面，价格区间或跌破 19000 元/吨。

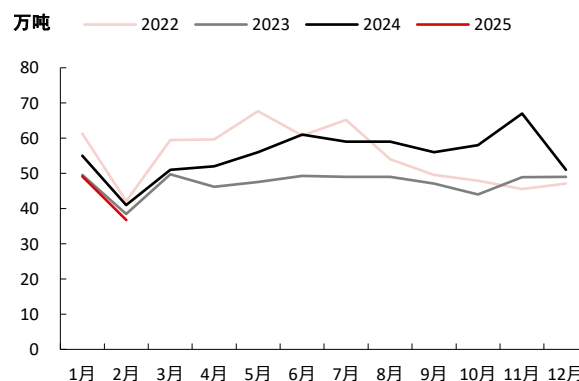
情景四，关税壁垒将加重中国外贸需求，加重国内供应压力，预计对价格影响也相对负面，价格区间或在 19000-19500 元/吨。

图表12：国内铝库存



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表13：未锻造的铝及铝材出口量

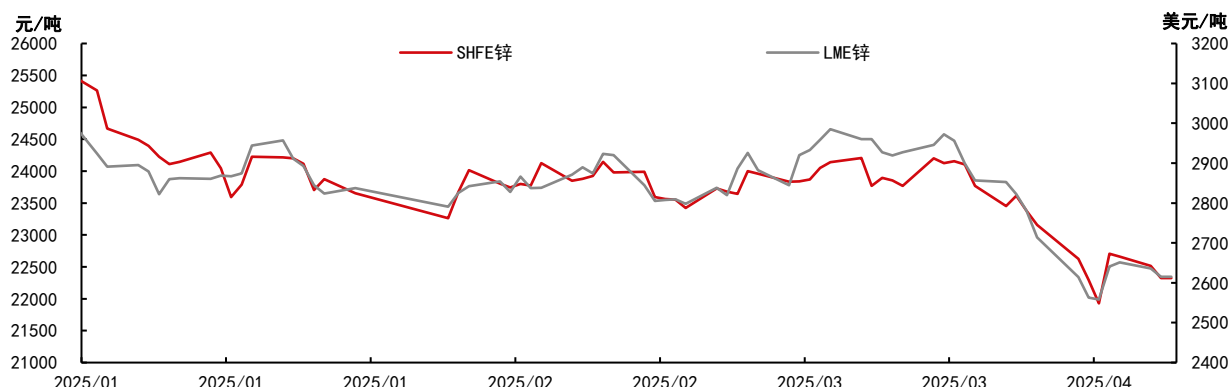


资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

3. 锌：供需过剩主导，关注锌矿释放节奏

2025 年初以来锌价整体走势偏震荡。随着美国对等关税和汽车关税正式实施，国际贸易摩擦前景逐渐清晰，市场对美国经济下行预期不断强化，在贸易摩擦升级的背景下，叠加锌矿供需预期宽松，锌价跌幅较大。

图表14：2025 年以来锌价表现



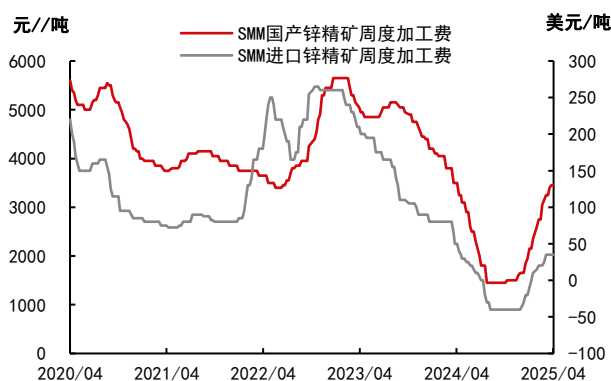
资料来源：Wind 中信期货研究所

贸易摩擦影响有限，但供应压力较大，价格弱势延续。根据上一轮贸易摩擦的分析，落地到中国锌及锌制品直接产品出口，影响相对有限，预计本轮贸易摩擦对锌直接需求的拖累有限。而由于锌矿过剩预期将在二季度开始逐步兑现，因此需关注的是贸易摩擦在锌矿供需预期宽松下是否会加剧锌价下跌的空间。

根据宏观情景分析叠加对有色终端需求及情绪的影响程度，预计情景三、四对锌价更为负面，在这两种情景之下，预计锌价将向下突破 20000 元/吨关口。

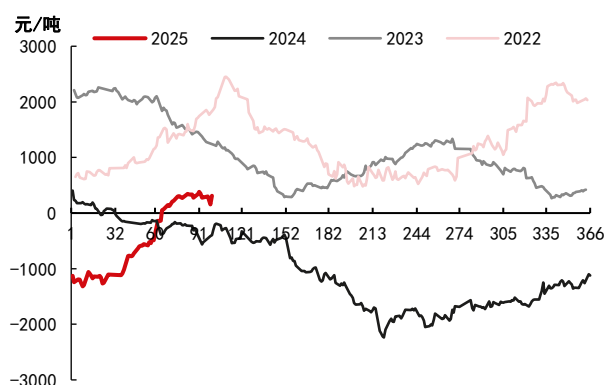
而对于情景一和二，预计贸易摩擦缓和对于锌价影响则相对正面，但考虑到锌矿二季度供需过剩预期较强，预计锌价仍难反弹至前期高点，价格或运行在 20000-22000 元/吨之间，后续价格进一步的走势仍需看锌矿供给释放节奏。

图表15：锌精矿周度加工费



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表16：精炼锌企业生产利润



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

(三) 黑色商品价格展望

1. 炉料二季度供应压力将逐步显现，“关税战”主要影响下游钢材需求端

综合来看炉料二季度供应压力将逐步显现。目前海外铁矿发运平稳，到港平均水平同比持平。二、三季度一般是铁矿发运的“旺季”，整体供应环比一季度有增加的预期，同比增量多少还需看新项目（力拓西坡、矿产资源 Onslow 项目、FMG 铁桥项目和巴西 Vale 新项目）的爬坡进度。国内煤矿限产依然较多，整

体供应恢复缓慢。甘其毛都通关车数回升，口岸库存居高不下。

“关税战”主要影响下游钢材需求端。尽管中国对美直接钢材出口仅占总出口量的 0.8%，但通过南美、日韩、欧盟等地转口量也较为可观。此外，中国制造业出口美国受限也间接影响了钢材用量。钢材需求变化则会向上传导至炉料价格波动。

受到关税冲击强弱：热卷>铁矿>螺纹>焦煤>焦炭>纯碱>玻璃

二季度价格强弱：铁矿>热卷>玻璃>螺纹>纯碱>焦炭>焦煤

情景一，关税前景改善，但二季度需求转淡，黑色价格将呈现上涨后温和回落趋势。即便在此种乐观情景下，参考 2018 年以来的贸易情况，在部分国家有关税豁免优惠政策的情况下，中国对美钢材直接出口量仍将处于极低水平。不过从宏观角度看，全球经济增长前景改善将利好各国房地产、基建、制造业等下游用钢需求复苏。全球铁元素和碳元素需求增长将通过成本支撑限制黑色下方空间。就二季度而言，中美和谈成功无疑会从情绪面推动一波反弹，但后续也会降低国内出台强刺激政策预期，市场主导逻辑将重新转回产业供需基本面。目前铁水回升至高位，根据线下调研来看，钢厂工业材接单情况尚可，整体利润情况好于往年同期，暂无减产压力。钢材整体保持去库状态，短期矛盾不显著。

价格区间预测：螺纹 2510 合约【3200-3400】，热卷 2510 合约【3300-3600】，铁矿石 2509 合约【740-780】，焦煤 2509 合约【950-1050】，焦炭 2509 合约【1600-1750】

情景二，黑色区间震荡。转口贸易依然成立，因此钢材直接和间接出口量预计不会受明显影响。但在僵持博弈阶段，各类突发新闻较多，资金难以进行趋势性方向押注。

价格区间预测：螺纹 2510 合约【2950-3200】，热卷 2510 合约【3100-3300】，铁矿石 2509 合约【670-740】，焦煤 2509 合约【900-950】，焦炭 2509 合约【1500-1600】

情景三，黑色整体偏弱。在此种情形下，若美国对所有国家重新实施“对等关税”政策，转口贸易通道将全部堵死，贸易成本的大幅抬升将使得全球需求衰退，尤其是作为最重要消费市场的美国。与情景一相反，从全球平衡表角度看，铁元素和碳元素需求回落叠加供给量增加的双重利空将打开黑色下方空间。90 天内美国暂缓对其他国家的“对等关税”政策，因此短期钢材直接或间接出口量降幅不会很明显。但从当前越南等国反应来看，钢材和产成品的原产地要求将进一步趋严，转口贸易成本抬升。从另一角度看，在此背景下国内政策对冲力度或有明显增强，因此对于黑色而言依然处于多空交织状态。长期来看，钢材需求下降趋势不改，因此黑色价格预计会呈现总体下行，期间因各类刺激政策出台形成小反弹的走势。

价格区间预测：螺纹 2510 合约【2700-2950】，热卷 2510 合约【2800-3100】，铁矿石 2509 合约【600-670】，焦煤 2509 合约【800-900】，焦炭 2509 合约【1350-1500】

2. 关税谈判对玻璃纯碱价格影响较小

对于玻璃纯碱而言，“关税战”走势对其价格影响较小。从产业基本面分析，玻璃低产量和季节性需求

释放预期支撑价格底部，长期需求走弱预期对价格上方仍有压制，二季度难有趋势性机会，关注产线变动以及下游需求情况。上行需要宏观情绪继续抬升、需求释放或冷修持续进行，下跌需要看到政策情绪弱化和需求进一步走弱，玻璃整体表现为震荡。纯碱需求增量空间有限，二季度仍有新增产能等待投放，随着供给持续高位运行，库存可腾挪的空间会逐步缩小。长期供给过剩带来的产能出清、成本下移依然是比较明显的趋势，纯碱价格预计偏弱震荡运行，

玻璃 2509 合约价格区间预测：乐观【1100-1450】，中性【1000-1300】，悲观【900-1200】。

纯碱 2509 合约价格区间预测：乐观【1250-1500】，中性【1200-1450】，悲观【1100-1400】。

（四）化工商品价格展望

1. 不同情形下能化价格表现

情景一，整体呈现宽幅震荡。可以参考 4 月 2 日之前，市场横盘整理震荡格局。原油维持 70 美元上下波动，化工各品种的检修、盈亏、产能投放等情况有一定差异。

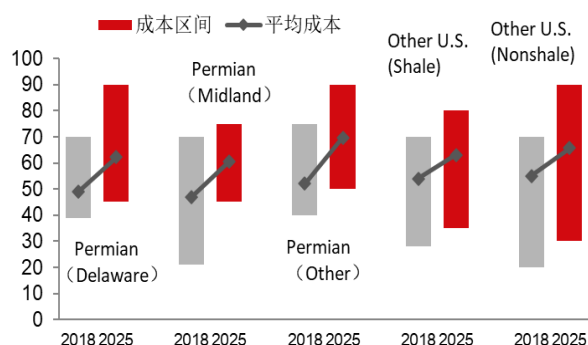
情景二到四，需求崩塌的幅度依次加剧，能源化工品的价格受压制，煤化工表现或好于油化工。共同点在于，能化价格普遍走弱、行业亏损。全球经济承压，原油价格下滑，衰退情形跌至 30 美元/桶。化工品将承受成本和需求双重利空，价格与利润均压缩。不同点在于，煤化工相对油化工抗跌。首先，煤价相对油价抗跌，煤化工成本支撑更强。其次，如果国内促消费、稳地产相关政策力度增强，提振以内需为主的化工品利润，烯烃、氯碱产业相对受益。最后，芳烃链条的终端出口占比较高，需求受关税冲击更大，利润压缩幅度或高于其他行业。

2. 贸易摩擦背景下，能化价格展望

供需预期悲观，油价将加速探底。2025 年 OPEC+ 供应的不确定性，主要来源于伊朗、委内瑞拉的减量幅度及 OPEC+ 对增产路线的调整。目前伊朗减量的想象空间不足，按照当前 OPEC+ 的协议增产路线，原油远期的累库预期较强，未来可能通过油价中枢下移倒逼 OPEC+ 重新减产来达到新的平衡。若贸易摩擦无暂缓迹象，市场悲观情绪仍可能发酵，加速油价的探底。

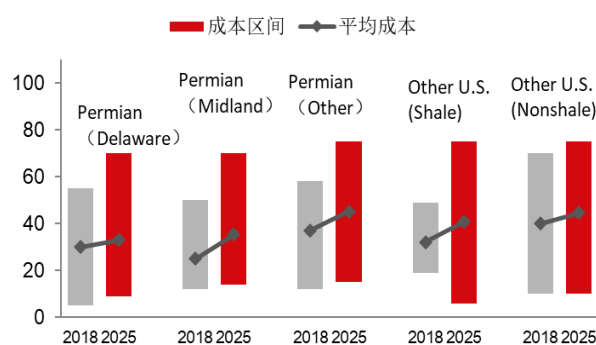
页岩油成本对油价的支撑有限，地缘利多脉冲式推升油价。参照 2018 年情形，WTI 油价在 12 月跌破页岩油完全成本，未触底运营成本，美国产量未有实质性下降。与 2018 年类似的是，在触及页岩油运营成本前，OPEC+ 逆转产量是更可能的止跌方式。减产前，关税政策的摇摆或地缘利多均有望驱动油价反弹，但难以改变油价的下行趋势。

图表17：页岩油部分产区完全成本（美元/桶）



资料来源：达拉斯联储 中信期货研究所

图表18：页岩油部分产区运营成本（美元/桶）



资料来源：达拉斯联储 中信期货研究所

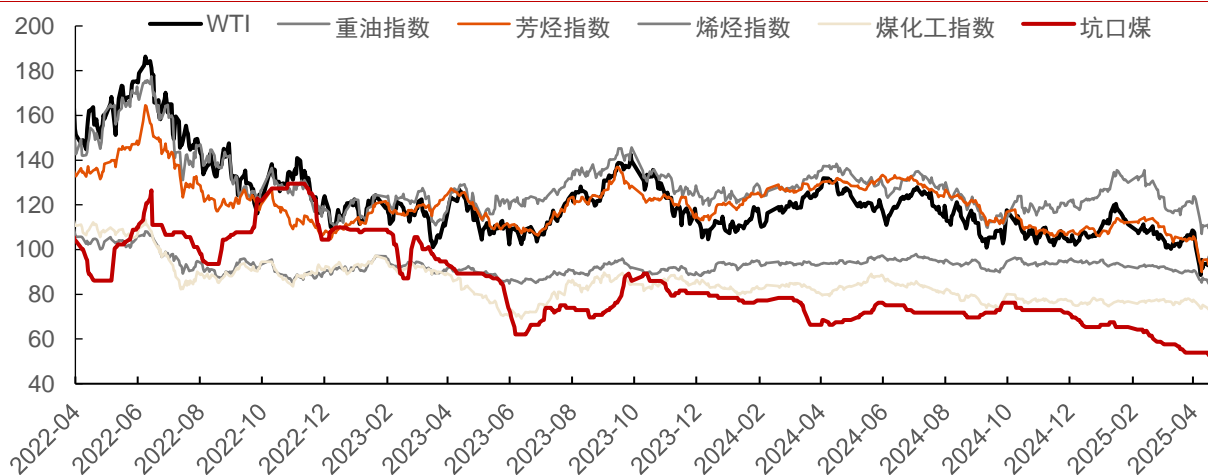
化工品面临成本塌陷与需求收缩的双重压力，多数品种跟随走弱，油化工跌幅最大，其次是甲醇、PE、LPG、PP，最后为尿素、氯碱。

从不同层面考虑，成本塌陷程度，油化工>煤化工。潜在供应扰动程度，LPG>PP>乙烯下游品种（详见第三部分）。关税对需求冲击幅度，芳烃>烯烃>氯碱>尿素、燃料油、沥青。综合来看，成本塌陷的权重高于供需，油化工跌幅将高于煤化工。

油化工相关品种细分，跌幅由高到低，PTA>乙二醇、苯乙烯>沥青、燃料油，主要原因是1）芳烃终端纺织、家电出口美国的占比分别为17%、12%；沥青、燃料油分别用于国内基建、船舶燃料，受关税冲击较小。2）国内关税反制对乙烯下游的开工存潜在压制，乙二醇、苯乙烯表现好于PTA。

煤化工相关品种细分，跌幅由高到低，甲醇、PE>LPG、PP>尿素>氯碱。国内关税反制对LPG供应扰动最大，贸易重构完成前LPG相对油化工、烯烃抗跌。丙烷供应减量压制PDH开工，MTO利润有望修复，PP表现优于甲醇、PE。氯碱相对烯烃抗跌，主要是氯碱生产以煤制为主，行业已明显亏损，且终端出口较少。尿素需要关注出口政策，如果二季度出口不放开，行业的高利润将被挤压。

图表19：原油与化工品价格趋势



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表20：2024 年化工品终端出口

化工品	终端	终端出口占比	出口美国占总出口额比例
成品油	交通	—	—
沥青	基建	—	—
PX-PTA-EG-PF	纺织服装	45%	17%
PR	软饮料	—	
BZ-EB	电子电器	43%	冰箱 17.3%、空调 10.3%、洗衣机 8.3%
PP-PE	塑料类消费品	较难估量，或低于 30%	25%
MA	聚烯烃-塑料制品	低于聚烯烃	低于聚烯烃
PVC	房地产、消费	低于聚烯烃	低于聚烯烃
UR	农业	与出口政策息息相关，2023 年放开出口，出口占供应量 7%，对美国几乎无出口。	

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表21：贸易摩擦下，能源化工强弱排序

影响因素	强弱排序	说明
成本冲击	芳烃、重油>烯烃>氯碱	油价拖累下游制品
需求收缩	芳烃>烯烃>重油、氯碱	芳烃终端出口较多
关税反制	LPG>PP>乙烯下游品种	
价格跌幅	PTA>乙二醇、苯乙烯>原油>沥青、燃料油>甲醇、PE>LPG、PP>尿素、氯碱	

资料来源：中信期货研究所

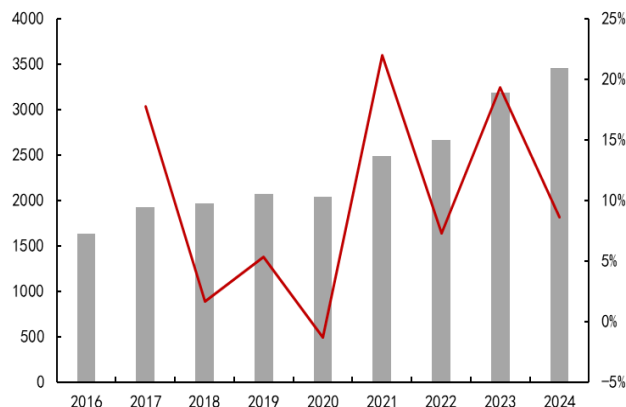
3. 关税制约国内化工品进口，LPG、PP、乙二醇受提振

美国是我国乙、丙烷进口的重要来源国，国内乙、丙烷反制正式生效，LPG、PP、乙二醇、苯乙烯等品种利多显现。贸易重构前，关税反制对 LPG 和 PP 的冲击最大，50%的 LPG 进口受到扰动，20%的 PP 产能面临减产风险。重构后，LPG 供应由中东补充，但丙烷短缺仍制约 PDH 开工，LPG 价格相对 PP 偏弱。国内轻烃裂解装置的原料也要寻找替代，若轻烃裂解装置的原料切换至石脑油，乙二醇、苯乙烯、PE、PVC 供应分别下降 6.1%、4%、2.2%、1.7%。乙二醇和 PE 的进口影响不大，进口来源由美国转向中东。

丙烷关税放大 LPG 与 PP 供应缺口，提振二者价格。2018 年关税制裁时，美国仅占中国 LPG 进口的 18%。2024 年我国 LPG 进口量 3574.5 万吨，其中 1801.5 万吨来自美国，占比 50.4%。当前加征关税后，LPG 供应缺口明显扩大，价格相对原油抗跌。除少部分企业采用炼厂气提纯以外，我国 PDH 装置多用进口丙烷作为原料。PDH 产能在 PP 中占比超 20%，原料加征关税的利多在 PP 上也有体现。目前 PP 利润已经承

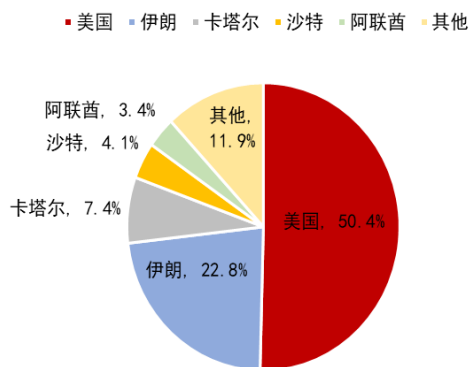
压,在难以向下游转移关税成本的情况下,PDH装置只能通过降低产量以减少原材料上涨导致的经营亏损。2025年二季度末和四季度分别有90万吨、60万吨PDH装置计划投产,新产能投放存较强延后预期,PP供需格局可能改善。值得注意的是,贸易重构后,中东可以补充国内LPG缺口,但丙烷短缺仍制约PDH开工,此时LPG价格相对PP偏弱。

图表22: 2016年至今中国LPG进口量及增速



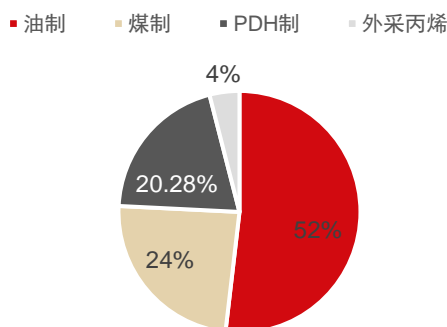
资料来源: wind 隆众 中信期货研究所

图表23: 2024年中国LPG进口来源



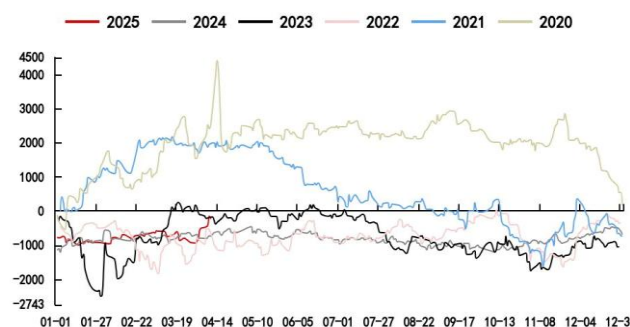
资料来源: wind 隆众 中信期货研究所

图表24: PP生产工艺占比



资料来源: wind 隆众 中信期货研究所

图表25: PDH企业利润



资料来源: wind 隆众 中信期货研究所

乙烷紧缺的背景下,乙二醇、苯乙烯减产风险最大,PE、PVC影响最小。2024年我国乙烷进口量556万吨,其中自美国进口553万吨,占比99.5%。中国进口乙烷装置分别是卫星石化、新浦化学、华泰盛富,三江化工以及万华化学,配套装置涉及,乙二醇产能295万吨,占总产能10%;苯乙烯产能202万吨,占总产能9%;PE产能200万吨,占总产能5.5%;PVC产能160万吨,占总产能5.5%。若上述装置降负/停产,乙二醇、苯乙烯生产受冲击最大,其次为PE与PVC。若企业将进料切换为石脑油,乙二醇、苯乙烯、PE、PVC受影响产能将降至6.1%、4%、2.2%、1.7%;若企业采用来料加工方式采购轻烃,装置将正常生产。

图表26：进口乙烷、丙烷的轻烃裂解装置（万吨）

企业	乙烯产能	原料	MEG	EB	PE	PVC
新浦化学	65	乙烷、丙烷		32		50
卫星石化	250	乙烷	180	60	80	
三江化工	100	LPG、乙烷、石脑油	115			
万华化学	120	乙烷、石脑油		65	80	110
华泰盛富	60	乙烷、丙烷		45	40	
	合计		295	202	200	160
	占比		10%	9%	5.5%	5.5%

资料来源：Wind 中信期货研究所

MEG、PE 美国进口较少，影响有限。PE 自美国进口占比 17.3%，占总供应比重 5.8%；MEG 进口美国占比 12.5%，占总供应比重 3.2%。该部分进口减少，对 MEG、PE 价格影响不大，原因是 1）国内 MEG、PE 仍处于投产周期，2025 年新产能增速分别为 6%、13%，尤其是 PE 基本面供需矛盾仍显著；2）作为固体化工品，MEG、PE 在中东、东北亚地区均有产能分布，中国对美国加征报复性关税后，从其他地区补充难度低。

图表27：2024 年中国对美国的化工品进口情况

	对美进口量 (万吨)	总进口量 (万吨)	美国占总进口比重 (%)	美国占总供应比重 (%)
LPG	1679	3575	47.0%	18.9%
LLDPE	240	1385	17.3%	5.8%
乙二醇	82	655	12.5%	3.2%
原油	964	55341.5	1.7%	1.3%
PVC	10	22.1	45.2%	0.5%
PP	2.1	337	0.6%	0.1%

资料来源：Wind 中信期货研究所

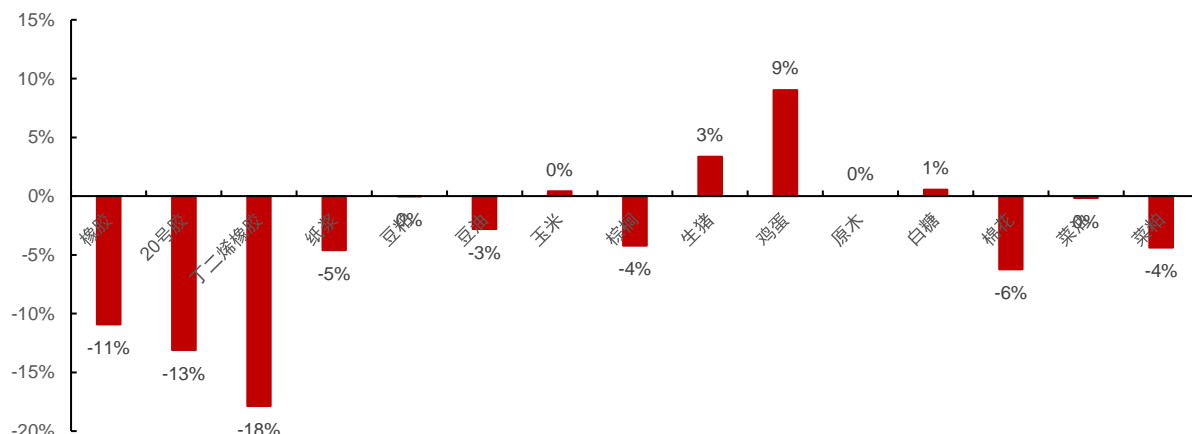
（五）农产品价格展望

本轮贸易摩擦对农产品价格影响各有不同。其中，价格偏弱的品种有橡胶、棉花、油脂、纸浆，一方面贸易摩擦利空宏观经济，同时对远端需求产生冲击，另一方面，情绪层面对价格形成压制。偏强的品种有豆粕、玉米、生猪，豆粕方面因进口成本的提高而估值提升，玉米和生猪因进口依赖度较低，供需影响较小，在大宗商品因市场恐慌情绪升温而普遍飘绿的情况下，二者因自身宏观属性较弱而成为相对多配品种，但因产能仍在增加，中长期来看生猪仍在下行通道。

受关税冲击强弱：橡胶>棉花>棕榈油>豆油>豆粕>纸浆>生猪>玉米>白糖。

二季度价格强弱：按板块排序，饲料养殖>油脂油料>软商品；按品种排序，豆粕>玉米>豆油>生猪>白糖>棕榈油>纸浆>棉花>橡胶。

图表28：2025 年 4 月以来各农产品期货涨跌幅



资料来源：万得 中信期货研究所

1. 棉花：贸易谈判和宏观举措将影响棉价估值和内外强弱关系

棉花市场在供需层面目前缺乏较强驱动，除了关注天气外，未来宏观将是主要因素，其将通过影响全球经济影响棉花消费进而影响 25/26 年度平衡表。

情景一：最乐观情景，内外棉价下方空间已较小，内外棉价预计在前低附近震荡筑底而后重心上抬，全球棉花消费增长，美国及中国市场平衡表改善，长期来看，外盘可能站回 70 美分/磅以上，内盘重回 14000-15000 元/吨。

情景二：全球棉花消费预计受到一定冲击，外盘和内盘预计在前低处震荡。

情景三：美国经济面临衰退风险，全球棉花消费预计明显下滑，内外棉价跌势继续，外盘下行至 50-60 美分/磅，内盘跌至 11000-12000 元/吨。

情景四：虽然损失中国市场，但通过与东南亚各国谈判顺利，美棉出口需求维稳。中国外需受挫，内需通过宏观政策发力而增长，总体消费可能有所下降。叠加新作美棉预计减产，中国预计增产。预计外盘相对内盘更强，内外价差收敛。

2. 橡胶：不同宏观预期下，胶价运行区间各有不同

情景一：胶价大概率回收清明后一半以上的跌幅。今年继续维持供需缺口的可能性增加，胶价上方再度具有想象空间，价格区间预计 15000-18000 元/吨。

情景二：下游维持谨慎观望的态度，橡胶短期需求受到影响。但若关税政策没有进一步发酵，叠加国内政策对冲，宏观整体持稳的话，胶价大概率维持偏弱运行。预计运行区间为 13000-16000 元/吨。

情景三：美国若面临衰退风险，当前对于需求转弱的预期则会进一步加剧。甚至参考美国前两次衰退的表现，全球橡胶的消费都出现了年度级别的减量。所以即使国内政策对冲力度增强，在美国面临衰退，且可能导致全球经济增速下滑的情况下，橡胶需求是不可避免的出现减少的。RU 价格下破 13000 元/吨的概率较大，且可能仍有进一步下跌的空间。

情景四：国内宏观提振力度若超预期，市场情绪乐观的话，胶价预计表现相对中性，价格区间预计 14000-17000 元/吨。

3. 豆粕：若摩擦升级或继续抬升豆粕价格

情景一：若中美谈判取得实质性进展，市场对美豆进口成本上升的担忧将迅速缓解，促使中国重新调整大豆进口结构，压榨企业采购美豆的积极性将回升，清明后豆粕市场的涨幅或将回吐。

情景二：谈判进展有限，中美维持高关税，美豆进口完税价上涨，中国转向巴西、阿根廷采购，但南美大豆升水可能因需求集中而上涨，削弱成本优势。自 4 月中美关税摩擦开启后，市场已经预期到未来进口大豆供应紧张的问题并计价，若谈判进展有限，预计豆粕价格延续目前高位震荡。

情景三：若全球贸易紧张加剧，可能会影响美农大豆播种意愿，新作面积展望下降，全球供需平衡表收紧，我国大豆进口供应预期将进一步减少。在全球经济基本面受压背景下，豆粕作为“避险”品种，价格仍有进一步上涨空间。

情景四：若多国联合关税政策指向中国，我国大豆进口或严重受限。国内政策对冲力度超预期，内需或拉动养殖利润回暖，边际提振豆粕消费，豆粕价格或大幅走强。

4. 油脂：宏观对油脂价格波动影响较大

情景一：短期情绪上利空国内油脂市场概率大，中长期油脂将回归供需基本面主导，目前看 2、3 季度全球油脂油料供需矛盾仍难共振，国内三大油脂区间震荡概率大。

情景二：海外宏观对国内油脂市场影响或逐步减弱，而国内对冲政策或利好国内油脂市场。

情景三：若全球衰退风险增大，风险资产普遍下跌，届时将利空国内油脂市场，之后在国内政策支持下，油脂市场或逐步企稳，即这种情景下油脂或呈现先抑后扬的走势。

情景四：这种情境下，若风险资产普遍下跌，届时国内油脂将面临较大的下行压力，之后在国内政策支持下，油脂市场或逐步企稳，即这种情景下油脂或呈现先抑后扬的走势。

5. 玉米：关税对其影响有限，玉米中长期供需趋紧支撑价格

关税对玉米实质供需影响有限。中长期，供需趋紧趋势不变，预计支撑价格走强。短期，贸易商兑现利润为主，积极出货导致价格承压；但在去库周期+潮粮接近尾声场景下，回调力度有限，玉米行情走势预计震荡。

6. 生猪：关税对其影响有限，母猪产能持续增长，猪周期仍在下行通道

由于我国猪肉的对外依赖度很低，因此中美关税政策变化，对国内猪肉供需产生的直接影响微弱。但是，豆粕饲料成本抬升，可能会导致未来生猪养殖成本增加、利润缩小，影响上游养殖心态。当前我国生猪市场基本面来看，2024年5月以来全国能繁母猪存栏产能持续增长，行业尚有微利，按照养殖周期推算，预计2025年国内商品猪供应充足，猪周期仍在下行通道中。

7. 纸浆：宏观扰动影响浆价，后续偏弱为主

受加税政策影响，纸浆跟随工业品呈现下跌走势。近期，随着阶段性宏观利空出尽以及绝对低价下接仓单意愿的增强，盘面反弹。但是从中长期思路来看，二季度需求由强转弱，供给压力由低到高，美金盘价格提涨进入下半程，预计浆价后续反弹空间有限，思路或仍然以逢高抛空为主。

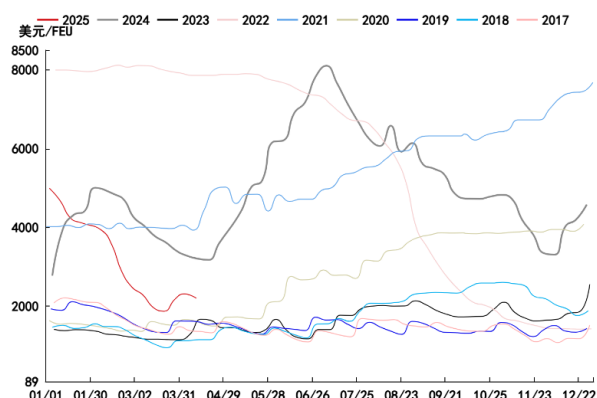
8. 白糖：关税对其影响有限，巴西新榨季产量预期乐观，糖价中长期偏空

25/26榨季，巴西糖产量预期乐观，随着新榨季即将开始，供应端的现实压力将逐步增大。短期因印度产量不及预期，以及巴西压榨还未上量，价格有一定支撑。但中长期偏空为主，原糖价格的见底需要以原糖价格跌破乙醇平价实现产能出清或者巴西甘蔗产量明显低于市场预期来完成。

（六）集运市场价格展望

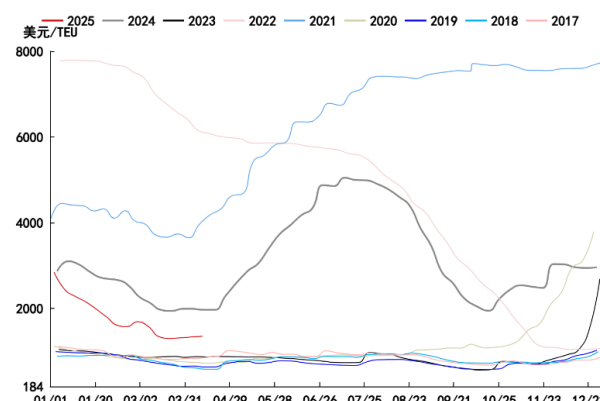
运力增量压力之下，近期欧线基本面表现偏弱，5月传统旺季涨价预期落空，船司沿用降价为主。本周自MSK开舱5月第二周运价，环比再降20美元/FEU后，MSC、OCEAN、ONE纷纷开舱5月上半月运价，维持小幅调降。OCEAN5月首周线上运价更新于2000-2250美元/FEU区间内，环比4月底下调100-300美元/FEU，MSC线上运价更新于2110美元/FEU环比4月下调180美元/FEU；从目前5月报价来看已经跌破一季度价格。船司5月挺价预期落空。

图表29：SCFI 上海-美西航线订舱价



资料来源：上海航运交易所 中信期货研究所

图表30：SCFI 上海-北欧航线订舱价

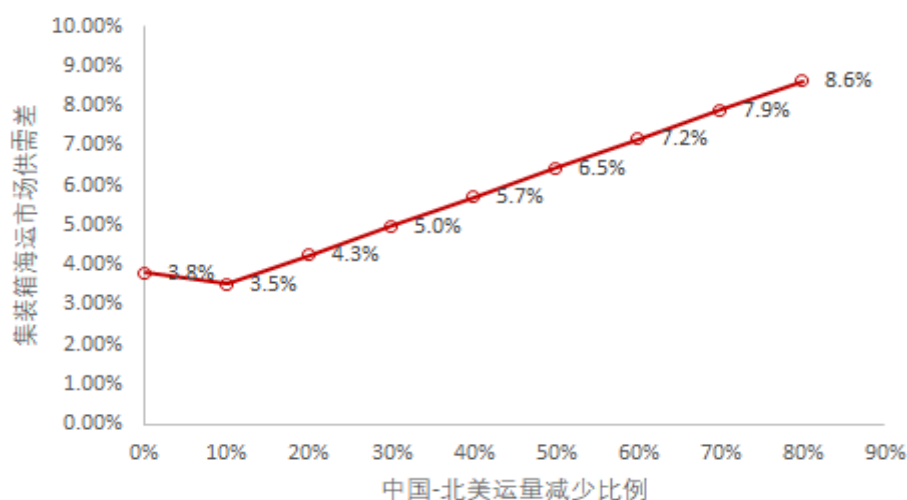


资料来源：上海航运交易所 中信期货研究所

我们依然认为近期欧线整体偏弱，关税及运力压力之下，仍建议关注逢高布空机会。当前从航运视角，转口信息并不明显，美线订舱量环比下行较为显著，过剩压力传导至欧线。短期来看，美线停航力度加大，4月下旬至5月初或有更多美线船舶抽调至欧线，5月航运公司压力或增大，建议关注逢高布空机会。风险方面，短期关注船司停航，政策调整对市场情绪的扰动以及相关风险防范。18日，USTR发布缩减版301

方案，称在宽限期 180 天后启动征费；关注短期对情绪端影响。**长期来看**，我们对长期贸易量进行了分情景的定量推演，在航司不推迟运力交付的方式下，我们假设集运市场运力维持 4.4% 的增速，同时其他航线运量不变（即没有转运、抢运），且增速按照年化 2% 计算；则后续来看，根据美国从我国进口量减少比例加大，今年市场供需差会进一步扩大。

图表31：集装箱市场供需差与中国-北美运力减少比例变化



资料来源：中信期货研究所

二、关税对于商品贸易流向的影响

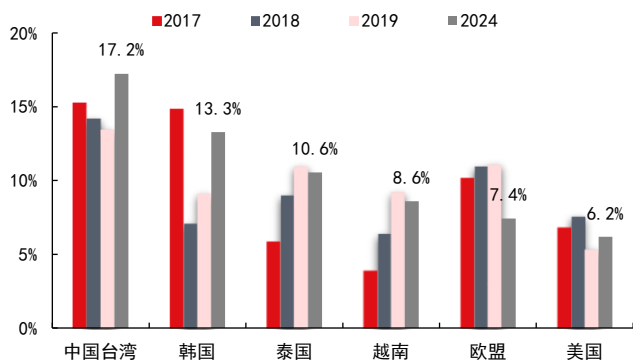
（一）有色商品贸易流向影响

本轮贸易摩擦对有色金属的直接进出口影响总体有限，主要因美国占我国有色金属出口以及我国占美国有色金属进口比例较低，加上全球贸易格局在上一轮中美贸易摩擦中已得到重塑。从历史数据来看，铜、铝、锌这三个品种对美出口占比相对较高，铅、镍、锡、工业硅、多晶硅等多数品种对美出口仅占我国出口总量的 0%-2% 左右，此外，美国对有色金属的进口也主要来源于加拿大、墨西哥、智利等周边国家，从中国的进口量占比也普遍低于 2%。

1. 铜：我国铜及其制品的直接出口影响有限

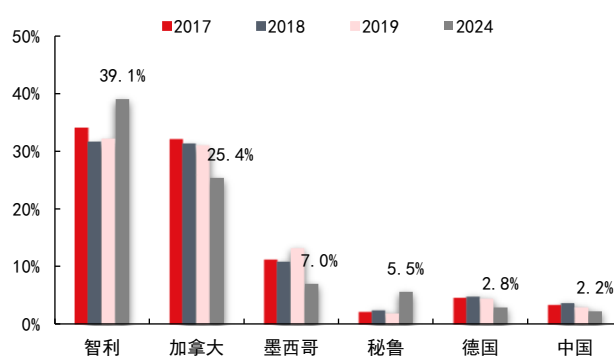
我国对美国的铜及其制品的直接出口占比较小，且在上一轮贸易摩擦中已经有一些下滑，本轮贸易摩擦影响有限。回顾上一轮贸易摩擦，从我国铜及其制品的直接出口来看，整体出口金额受影响程度不大。2018 年，我国出口铜及其制品 69.6 亿美元，同比增长 8%，2019 年我国出口铜及其制品 67.8 亿美元，同比下降 3%。从我国的铜及其制品出口结构来看，对美国的出口占比从 2017 年的 7%，下滑到了 2019 年的 5%，而对东盟国家的出口占比有一定上升。从美国的进口结构来看，其铜及其制品的进口主要来源于加拿大、墨西哥、中国、智利等国家。其中中国对美直接出口铜及其制品的占比略微下滑，2019 年我国占比 3%，相比 2017 年下滑 1%。

图表32：中国铜及其制品出口金额占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表33：美国铜及其制品进口数量占比

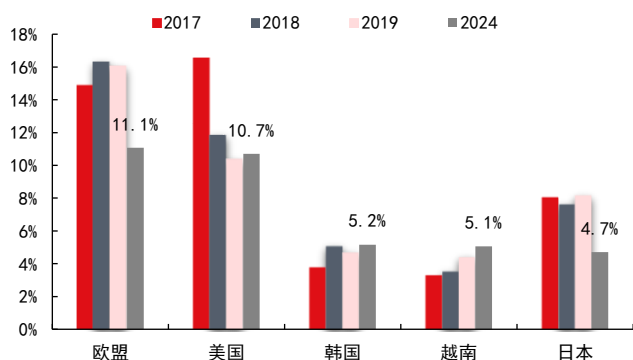


资料来源：DataWeb 中信期货研究所

2. 铝：关注转口贸易及广义铝产品出口影响

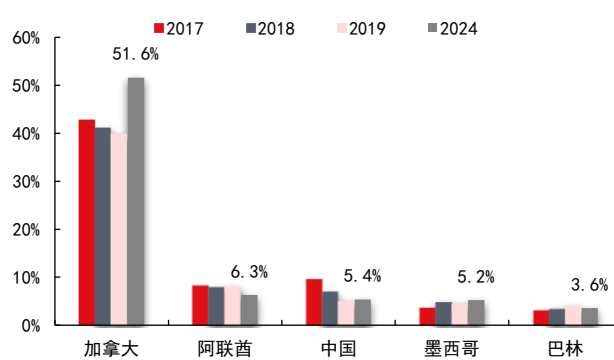
本轮关注转口贸易以及下游间接出口影响。我国对美国的铝及其制品的直接出口，自上一轮贸易摩擦以来，已经压缩了很多，截至 2024 年，中国铝及铝制品对美直接出口占比基本与上一轮贸易摩擦结束后持平于 10%。本轮贸易摩擦对铝出口的影响或更多体现在两方面，一方面是后续的关税发展是否会影响到我国的转口贸易，即其他国家与美国达成关税协议是否需要以同步针对中国为前提；另一方面是广义的铝产品的出口会受到直接影响，对等关税对机械设备、家电、家具、纺织行业、消费电子等板块影响较大。落地到广义铝产品出口，与铝相关度较高的是家电、机械设备和消费电子，预计这部分出口下滑会拖累一定的铝消费，需要关注后续国内政策刺激的力度和针对性。

图表34：中国铝及其制品出口金额占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表35：美国铝及其制品进口数量占比



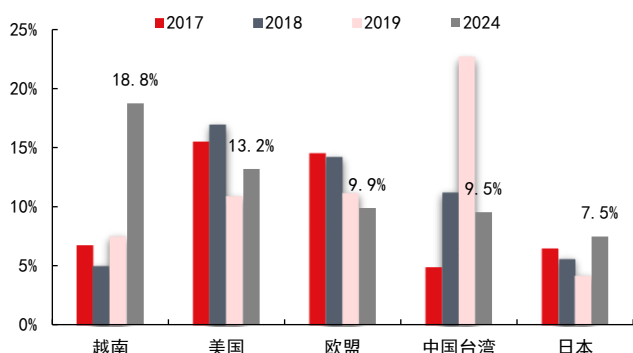
资料来源：DataWeb 中信期货研究所

3. 锌：出口下滑对锌需求的拖累有限

本轮需关注下游间接出口的影响。从美国的进口结构来看，其锌及其制品的进口主要来源于加拿大、墨西哥、秘鲁、中国、印度等国家。在上一轮中美贸易摩擦中，美进口中国锌及其制品的占比基本持稳于 2%，2024 年略微抬升。我国对美国的锌及其制品直接出口总量占比在上一轮贸易摩擦有所下滑，而 2024 年对美出口有所上升，但仍未回升至上一轮贸易摩擦之前的水平，另外 2024 年对越南的出口增幅则更加明显。本轮贸易摩擦对锌出口的影响或更多体现在对等关税对汽车、家电、等板块影响较大。落地到广义锌产品出口，影响则相对有限，预计这部分出口下滑对锌需求的拖累有限，但需关注的是贸易摩擦在锌矿

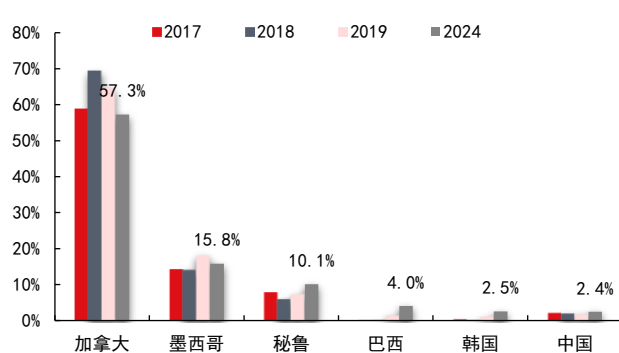
供需预期宽松下是否会加剧锌价下跌的空间。

图表36：中国锌及其制品出口金额占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表37：美国锌及其制品进口数量占比



资料来源：DataWeb 中信期货研究所

(二) 黑色商品贸易流向影响

1. 炉料：关税对铁矿、双焦贸易流无明显影响

中美铁矿基本无直接贸易往来，因此关税对铁矿贸易流影响可忽略不计。煤焦方面，2018 年加征关税后，美国焦煤逐步退出中国市场，转向印度、日韩，以及部分欧洲和北美邻国。2024 年至今，我国焦煤供给过剩问题愈发严峻，美国焦煤进口量占中国焦煤整体供应比例已不足 2%，新一轮关税已无明显影响。我国焦炭出口目的地主要集中在亚洲，美国不在主要出口国之列，故关税对焦炭贸易流也无影响。

2. 玻璃纯碱：部分玻璃制品将回流至国内或转向其他目的地，整体影响量不大

美国曾是我国纯碱进口主要来源国之一，但从数量上看对于美国而言，主要出口市场在拉丁美洲、南美洲、欧洲以及非洲等地。近年来国内天然碱产能释放后，国内纯碱产能已经足以满足国内增长的下游需求，我国已转变为纯碱净出口国。关税对纯碱贸易流影响或体现在美国通过各类手段迫使东南亚各国购买美国商品，与中国抢夺出口市场。我国浮法玻璃以自产自销为主，与世界贸易流向相关性较低。不过占玻璃下游需求 5%-10%左右的玻璃制品中，有 20%用于出口且美国是主要出口地之一，加征关税将使得这部分玻璃制品回流至国内或转向其他目的地，整体影响量不大。

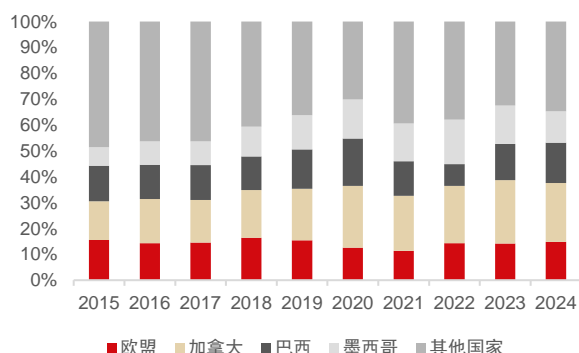
3. 钢材：制造业间接用钢出口影响更为显著

2018 年后，我国钢材对美直接出口下降，转口贸易或有所增加。2018 年美国对全球钢材加征 25%关税后又对特定国别实施了无限期或限期内豁免措施。2018 年，美国从加拿大、巴西、墨西哥三国进口量占比由上年的 39.15%上升至 42.94%，并在 2020 年达到峰值 57.26%，之后保持在 50%左右。此外欧盟也是美国钢材主要进口来源地，占比约为 14%-15%。由于美洲国家有距离优势且无配额限制，2018 年后亚洲主流钢材出口国对美出口量无明显增长。但考虑到美洲和欧洲地区粗钢产能限制，我们认为存在原产地在亚洲的多次转口贸易。以我国钢材最大出口目的地越南为例，2020 年后越南对欧盟、墨西哥、韩国钢材出口金额有显著提升。2025 年 3 月 12 日起，美国对所有国家进口的钢材进一步加征 25%的关税，且适用于之前获得豁免的国家。由于此次是对所有国家征收，因此全球钢材贸易流向不会有明显变化，但美国国内钢材价格

将大幅抬升，从而加重下游汽车、建筑、机械等产业成本，一些相对落后的企业甚至会加速倒闭。

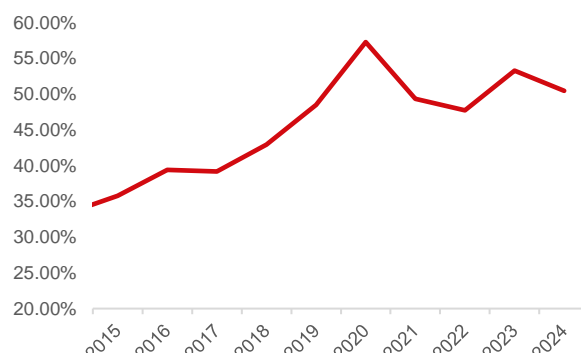
相较直接出口，关税摩擦对我国制造业间接用钢出口影响更为显著。2024 年我国制造业用钢约 4 亿吨，占总下游用钢总需求近 50%，其中主要用钢板块汽车、机电、家电等均高度依赖出口。结合出口量及单位产品钢材消耗量测算，2024 年间接出口量约 1.4 亿-1.5 亿吨，其中对美间接出口量约 1500-2000 万吨。加征关税后，短期部分商品将回流至国内或转移至中东、南美、非洲等新兴市场。长期来看，“对等关税”将影响国内制造业企业“出海”目的地的选择。传统的越南、泰国等东南亚转口国税率较高，尽管有 90 天暂缓期，但后续不确定性依然较大。相比之下，东南亚的菲律宾、南美以及非洲受到的影响较小，未来可能成为新的潜在转口地，但是也需要持续跟踪关税政策是否会有变化。

图表38：美国主要钢铁进口国



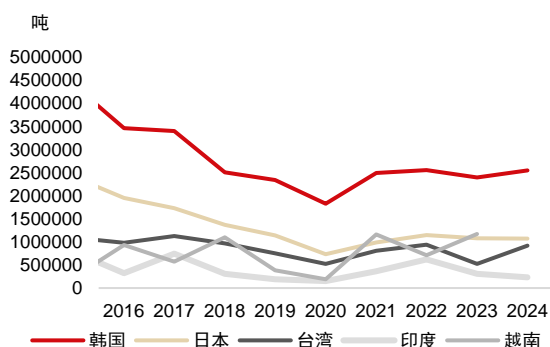
资料来源：Mysteel 万得 中信期货研究所

图表39：美国从加巴墨三国进口钢材占比



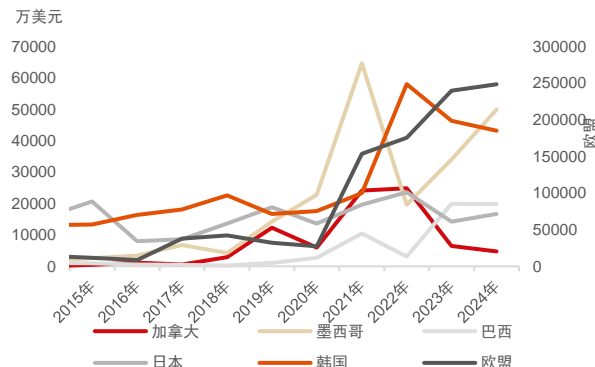
资料来源：Mysteel 万得 中信期货研究所

图表40：东亚主要国家出口美国钢材量变化



资料来源：Mysteel 万得 中信期货研究所

图表41：越南出口部分国家钢材金额



资料来源：Mysteel 万得 中信期货研究所

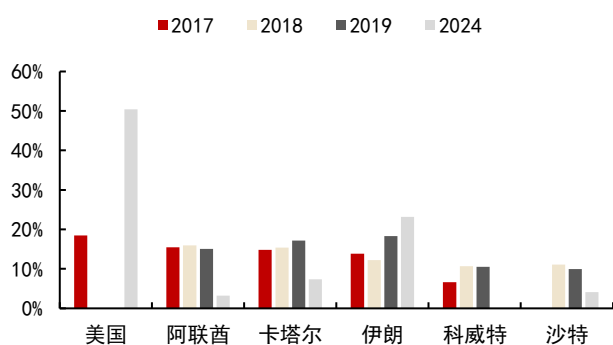
(三) 化工商品贸易流向影响

1. 美国 LPG 流向印度，中国寻求中东货源

2025 年中国进口美国 LPG 比例提升至 50%，进口补充难度增加。2017 年我国 LPG 进口 1930 万吨，2024 年我国 LPG 进口 3460 万吨，相较 2017 年增长 79.3%，主要因 2016 年 PDH 装置进入扩产周期，中国 LPG 需求提升。2017 年美国只占中国进口 LPG18%，如今美国占比 50%左右，补充缺口的难度大幅提升。

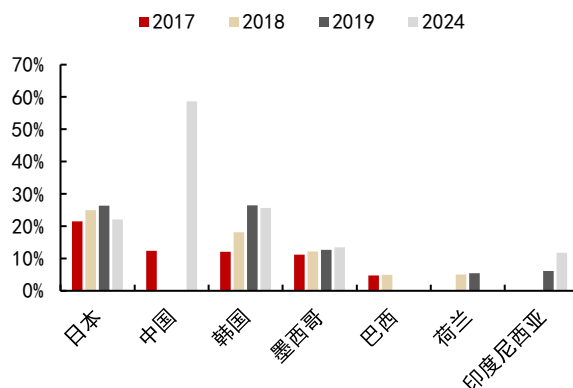
美国货源流向印度，中东余量去往中国。国内关税反制，中国进口美国 LPG 窗口关闭。作为油田伴生气，乙烷可以回注，但丙烷不可以，美国 LPG 必须寻求新的市场。从全球表现来看，作为少数具备需求潜力的国家，2025 年印度 LPG 进口补贴减少，需求弹性也在降低。美国只能以低价对印度出口 LPG，挤出中东对印度的份额。除中东货源补充外，中国也可以寻找日本、韩国等转口，或者以来料加工方式采购 LPG。

图表42：2017 年-2024 年中国 LPG 进口格局



资料来源：Wind 隆众 中信期货研究所

图表43：2017 年-2024 年美国 LPG 出口格局



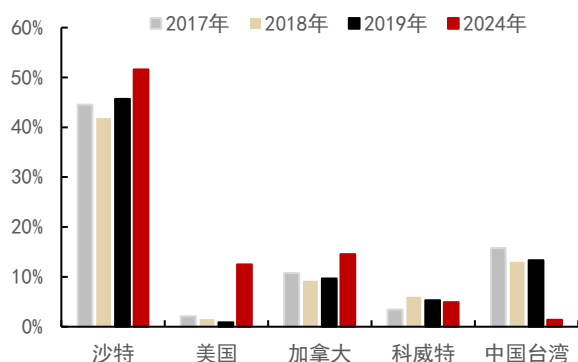
资料来源：Wind 隆众 中信期货研究所

2. 美国 PE、MEG 流向欧洲，中东对华输出增加

美国 PE 转向欧洲及亚洲，中国可从中东进口。PE 可以参考 2018 年中美关税政策调整后，美国生产商为规避贸易壁垒，将原定出口至中国的货物重新调整流向，转向欧洲及东北亚市场（如中国台湾、韩国等地）。2019 年对比 2018 年，美国对华 PE 出口量同比下降 42%，而对欧洲出口量增幅接近 100%。类似地，2025 年在欧盟不加报复关税的情况下，中美关税调整将推动美国流向欧洲货源增加。为弥补美国退出中国市场形成的供应缺口，中东 PE 生产商将缩减对欧洲的出口份额，提升对中国市场的资源投放力度，形成全球贸易流的区域性再平衡。

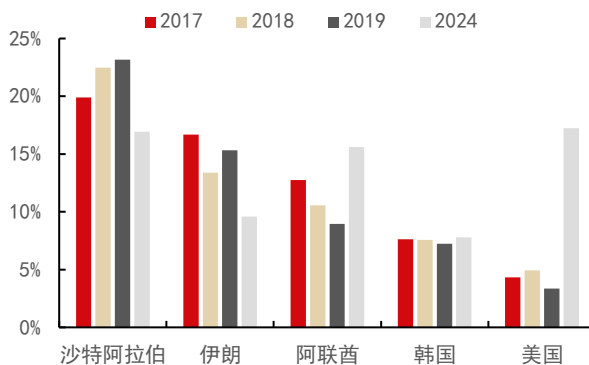
MEG 贸易重构与 PE 类似，美国减量而中东加量。2018 年前后中国进口乙二醇美国货源较少，进口减量几乎无影响。2019 年到 2024 年中国进口美国的乙二醇比例由 1%提升至 12.5%，加征关税后中国乙二醇进口将转向中东、加拿大等区域，美国乙二醇出口转向欧洲。

图表44：2017 年-2024 年中国乙二醇进口格局



资料来源：Wind 隆众 中信期货研究所

图表45：2017 年-2024 年中国 PE 进口格局



资料来源：Wind 隆众 中信期货研究所

图表46：美国 PE 出口目的地变化明显

出口目的地	2018 年 6 月	2019 年 6 月	变化率
中国	91	53	-42%
东北亚其他国家/地区	16	40	153%
东南亚	33	67	101%
南美	130	148	14%
西欧	59	116	96%
世界其他地区	317	488	54%

资料来源：Wind 中信期货研究所

3. 纺织服装的直接与间接出口对聚酯需求冲击较大

我国纺织服装出口对该行业来说至关重要。按照出口额占纺织服装行业营业收入值的比重计算，出口占比高达 58%。出口对纺织服装的原材料至关重要。美国是我国非常重要的纺织服装出口目的地国家，2024 年我国纺织服装出口额中，美国占比高达 16.9%。如果单纯假设聚酯所在的化学纤维与其他天然纤维都是同等的内销与出口格局，那么意味着聚酯的需求也将受到较大的冲击。美国 16.9% 的出口额占比，假设高价格会打压一半的需求，可能就意味着聚酯端仅仅是美国需求的下降，就会产生 8.5% 的需求下滑。

同时我们还看到了很多转口加工需求，即中国出口聚酯原料到东南亚国家，这些国家加工成纺织服装再度出口到美国。这部分由原料转口带来的需求前景具有不确定性。假设美国对中国之外的国家在自 4 月 9 日的 90 天后也不会加征惩罚性关税，那么我国的聚酯原料出口甚至可能会有超预期表现；假设也同样按照 4 月 2 日公布的高额关税加征，那么我国的聚酯需求将在 8.5% 的降幅之上再有大幅下滑。第二种情境下，我们看到，我国聚酯中占比最大的长丝，2024 年的总产量为 4410 万吨，出口量为 55.96 万吨，出口占比高达 12.6%；短纤年度产量为 810 万吨，出口量 131 万吨，出口占比 16.2%；瓶片 1556 万吨的总产量，584 万吨的出口量，占比高达 37.53%。这意味着如果聚酯原材料转口的窗口关闭，对我国聚酯原料的需求冲击将是巨大的。聚酯的需求将在 8.5% 的基础上再有 5-10% 不等下滑。

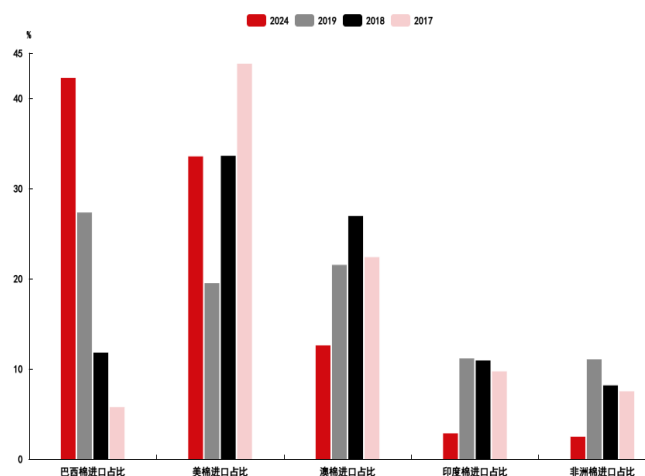
（四）农产品贸易流向影响

本轮贸易摩擦对农产品贸易流影响各有不同，其中，棉花在进口结构及纺服出口端预计均受到一定影响，豆系的影响主要在中国大豆进口结构以及对美豆出口冲击上，橡胶的影响主要表现在宏观预期对全球轮胎需求冲击上，而生猪、玉米、白糖、纸浆受到的供需影响相对较小。

1. 棉花：加税预计冲击美棉出口及中国棉花需求

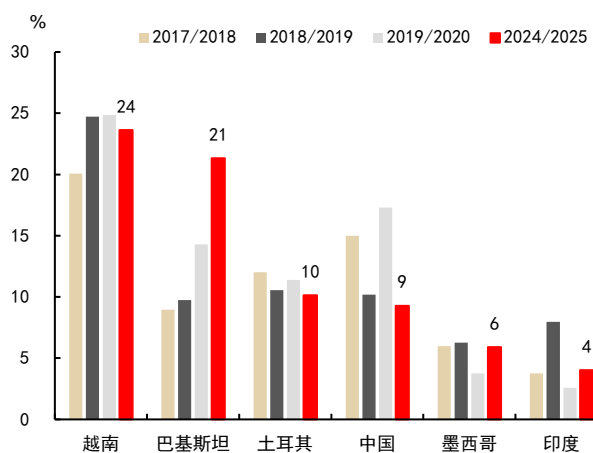
美国是全球主要的纺织品服装进口和需求国，美国主要纺服进口来源地有中国、越南、孟加拉、印度、印尼等地，同时美棉在国际棉花贸易流中比重为 26%。因此，于外盘而言，美国对以上国家加征关税，将对美棉实际出口需求产生冲击，从而利空美棉。于内盘而言，中国进口棉花结构将调整，将减少美棉进口，转而增加巴西棉进口；另一方面，中国棉花出口需求将受冲击，但由于美国实行“涉疆法案”以来，中国输美棉制品中新疆棉比重已大幅下降，因此关税政策对新疆棉需求直接影响相对有限。但关税风波下，全球经济将受冲击，全球棉花需求预计下滑，中国棉花总需求也预计减少。

图表47：中国进口棉花来源国分布



资料来源：万得 中信期货研究所

图表48：美国出口棉花目的地分布



资料来源：万得 中信期货研究所

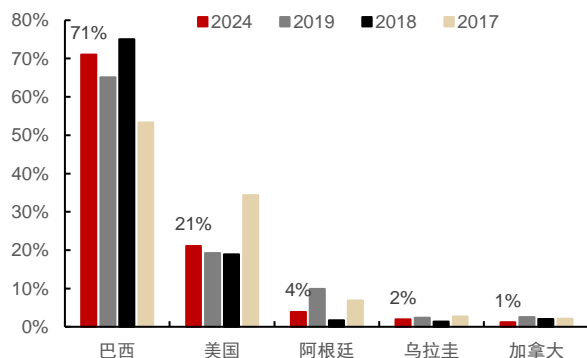
2. 橡胶：中美轮胎贸易占比小，加税对橡胶的影响主要通过宏观作用于全球消费预期上

因 2015 年起美国对中国轮胎征收高额“双反”税，中国轮胎出口美国比重已降至低位，2024 年美国轮胎自中国进口占比仅有 1.5%，美国进口轮胎来源地主要在东南亚各国。因此美国对等关税对中国轮胎实际出口需求影响有限。虽然美国对于东南亚国家的征收的对等关税幅度远超预期，尤其是中国轮胎海外基地所在的泰国、越南以及柬埔寨分别被加征 36%、46%和 49%，但轮胎属于受第 232 条关税约束的商品，征收 25%的汽车及零部件附加关税税率，不适用于对等关税。对于开车的成本来说，轮胎的负担要比汽油小的多。若油价大幅下跌，那么轮胎的这部分税率并不会对需求造成有效冲击。但若美国经济后续确定步入衰退，那么参照历史经验来说，全球橡胶需求还是会不可避免的减少。

3. 豆系：加税或调整中国大豆进口结构，冲击美豆出口需求

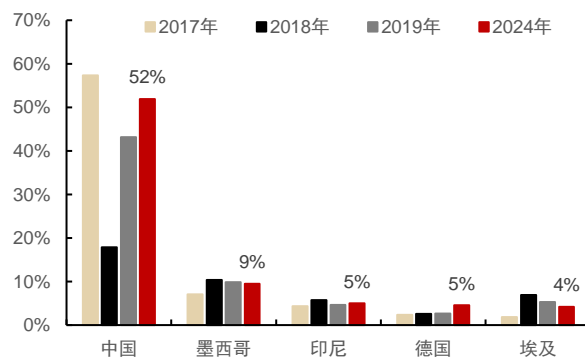
长期将促使中国进口大豆采购重心进一步往南美倾向。这将使得美豆和巴西豆出口需求此消彼长，在利空美豆价格的同时利多巴西升贴水，造成远月进口大豆成本提升。但短期来看，对美豆实际影响相对有限，主要因为美豆销售窗口期集中在 9 月至次年 1 月，后续中国进口大豆供应来源地主要是南美，本年度美豆销售目标接近完成，因此后续出口压力不大。对油脂而言，美国是全球大豆主产国，但不是菜系、棕油主产国，因此关税影响主要通过“进口大豆”进行传导，豆油自身供需结构受影响较小。

图表49：中国大豆进口分布



资料来源：万得 中信期货研究所

图表50：美国大豆出口分布

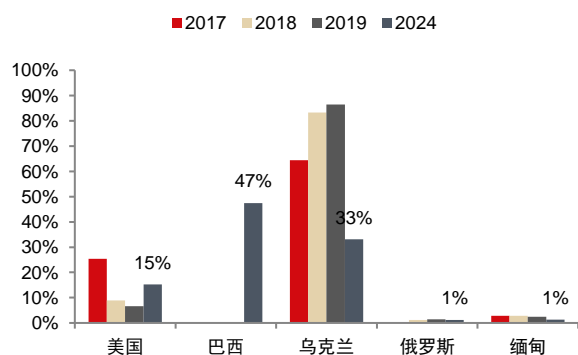


资料来源：万得 中信期货研究所

4. 玉米：加税或降低中美玉米贸易量，但因我国玉米进口依赖度低，对供需及价格影响有限

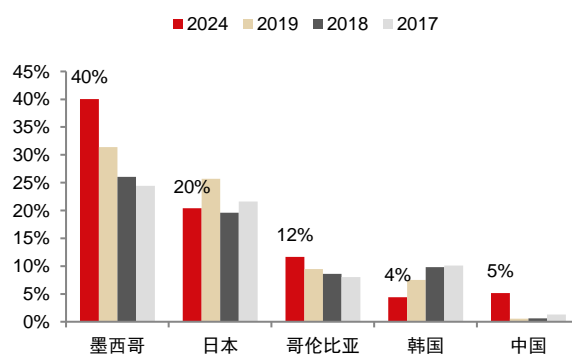
中国对美国玉米加征进口关税，将提升进口成本，但对实际进口量影响有限。由于政策管控严格和进口利润压缩，我国玉米进口数量大幅下降。2024 年我国累计进口玉米 1364 万吨，占我国玉米供给比重为 5%，美玉米占比不到 1%。因此加税事件对玉米存在情绪利多，但对供需影响较小。

图表51：中国玉米进口分布



资料来源：万得 中信期货研究所

图表52：美国玉米出口分布

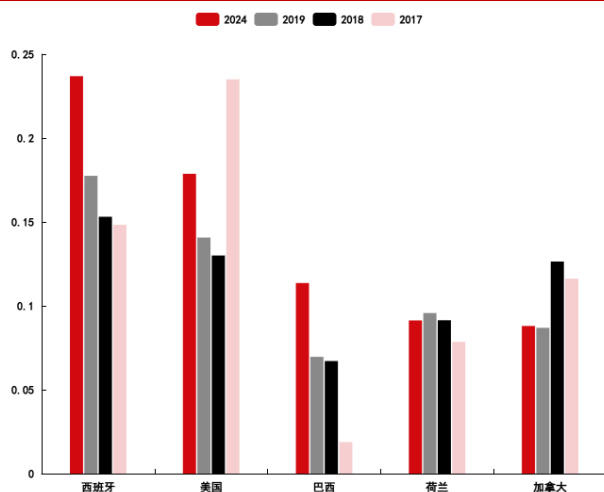


资料来源：万得 中信期货研究所

5. 生猪：加税或降低中美猪肉贸易量，但因猪肉进口依存度低，对供需及价格影响有限

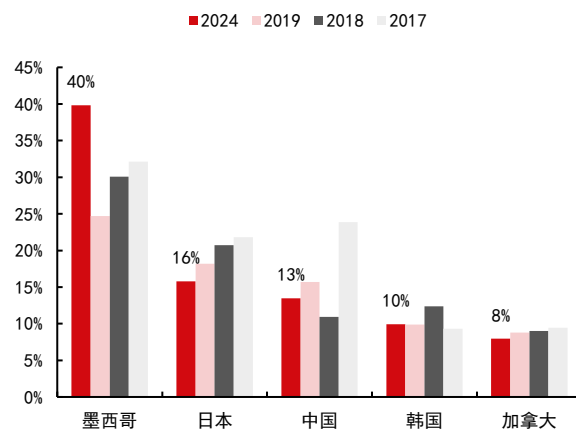
我国生猪自产自销为主，年进口量约 200 万吨，占国内产量不到 5%，年出口量更低，不到 10 万吨。在我国有限的猪肉对外贸易中，美国是我国猪肉的重要贸易伙伴。2017 年，我国猪肉进口中，美国占比 24%，但是 2018 年中美贸易摩擦后，这一比例快速下降至 13%，2024 年恢复至 18%。美国猪肉出口流向中，2017 年中国占比达到 24%，2018 年降至 11%，2024 年为 13%。中美贸易关税政策的调整，对国内猪肉供需格局影响较小。生猪养殖成本中，饲料成本占比最大，为 78%，生猪饲料由玉米（40%）、豆粕（10-20%）构成，因此，关税将通过影响饲料成本间接对生猪价格产生影响，但预计幅度较小。

图表53：中国猪肉进口分布



资料来源：万得 中信期货研究所

图表54：美国猪肉出口分布



资料来源：万得 中信期货研究所

6. 纸浆：加税或降低中美纸浆贸易量，宏观冲击将对纸浆需求产生影响

2024 年国内 TOP5 针叶浆进口国分别为加拿大、芬兰、智利、俄罗斯和美国，美国比重为 12%，加税将从替代路径上影响中国采购结构。由于，美国针叶浆品牌不属于上期所纸浆交割品，故关税政策对纸浆期货价格影响较小。从需求端来看，中国纸张直接出口美国比例较小，占总产生的 2%左右，短期影响不大，对于需求端的利空仍然集中于预期，若美国关税政策持续发酵，或将进一步强化全球市场的衰退预期，对于海外和国内的纸浆消费或形成拖累。

7. 白糖：加税或对白糖的贸易流不产生影响

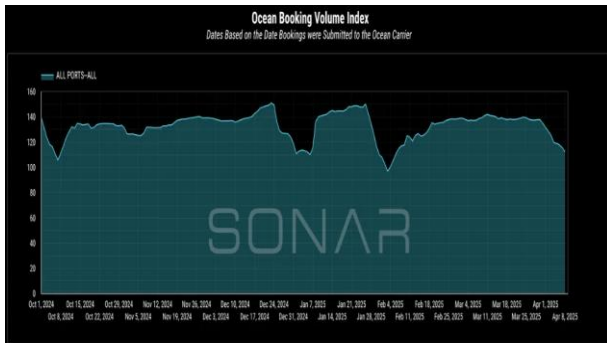
中美在食糖贸易上基本没有联动。中国进口白糖主要来源国为巴西、泰国、印度等，与美国没有直接贸易往来。中美互加关税将通过影响原油价格影响糖醇比价，从而使得巴西糖厂调节糖醇比进而导致巴西原糖产量变化，所以原油价格对原糖价格有一定正向作用。

（五）集运市场贸易流向影响

1. 美国相关航线进口订舱量整体下滑，凸显集运市场运力过剩压力

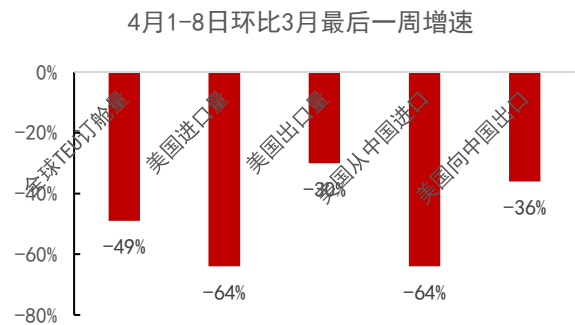
贸易量方面，关税导致整体美线货量大幅下滑。一季度，美国受抢运效应带动，进口箱量表现偏强，截至 4 月上旬，美国自中国进口到港集装箱运量为 343 万 TEU，较同期上涨 17.7%。关税政策落地后，美线货量大幅下滑；据 Vizion 旗下的 Tradeview 数据显示，2025 年 4 月 1-8 日，全球及美国订舱量环比出现明显下降，美国从中国订舱量下跌 64%，美国总体进口订舱量下跌 64%；二季度高额关税之下或将进一步回落。根据总量来看，2025 年 1-2 月，亚洲-北美贸易货量占全球集装箱运量比例达 13%，短期美线货量大幅骤减或导致全球集装箱市场贸易需求下滑。

图表55：美国航线相关订舱量



资料来源：SONAR 中信期货研究所

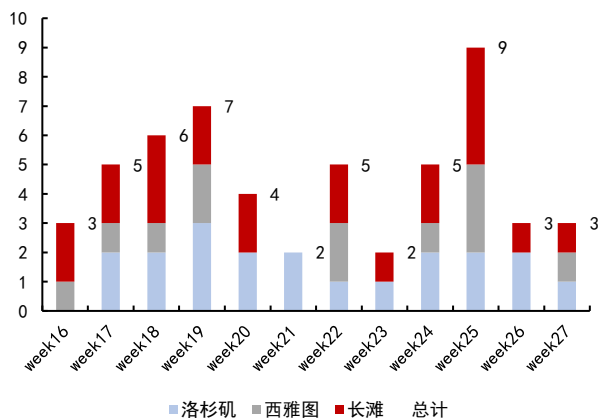
图表56：4月1日-8日美国航线订舱量环比



资料来源：Vizion 中信期货研究所

短期船司在美线大规模减船，欧线承接转移运力，凸显过剩压力。在美线货量骤减压力之下，船司自17周后在美线进行减船，从美西运力来看，停航或待定规模逐步增加，或将在短期内扩大至19周的7条航线，占比达35%；目前OCEAN在调减美线船只方面动作明显，ZIM（ZX2）暂时取消，而GEMINI、MSC采用小船替换；整体运力大幅转移至其他航线，欧线或将承接大部分中大型船，凸显过剩压力。

图表57：美西周度停航及待定航线数量



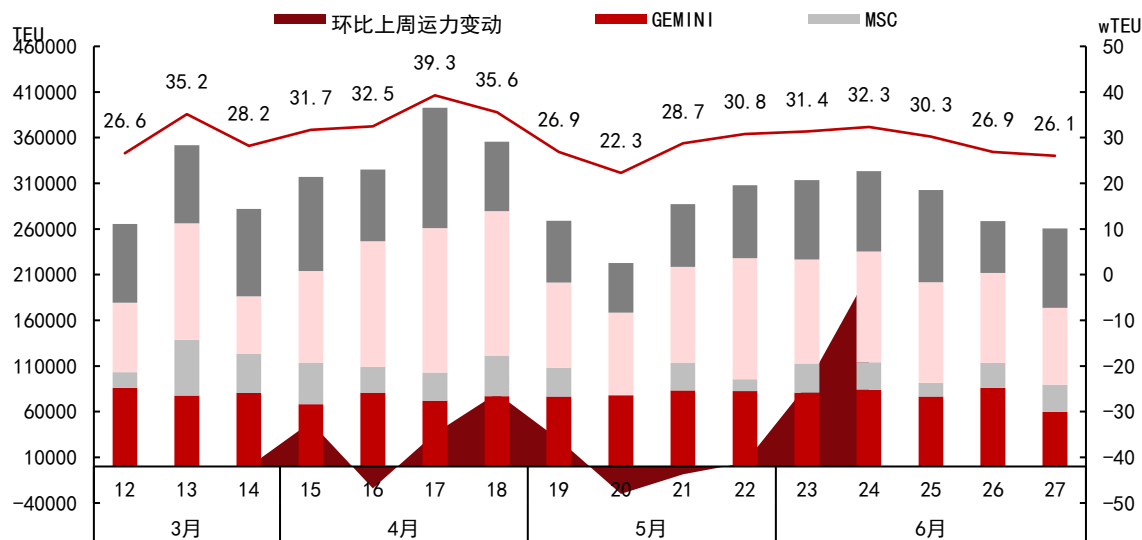
资料来源：容易船期 中信期货研究所

图表58：美线转移至欧地航线船舶（至4月中旬）

	Week	Carrier	From	To	Vessel Name	Size
转至 北欧	18	EMC	CPS	GES	EVER FRANK	12118
转至 北欧	20	EMC	CPS	GES	TAMPA TRIUMPH	13900
转至 北欧	20	COSCO	AAC4	AEU 7	COSCO SHIPPING ANDES	14566
转至 北欧	20	COSCO	CEN	AEU 3	COSCO FRANCE	13386
转至 地中海	19	COSCO	CEN	AEM 1	COSCO SHIPPING LOTUS	13800

资料来源：容易船期 中信期货研究所

图表59：中国-北欧航线周度运力



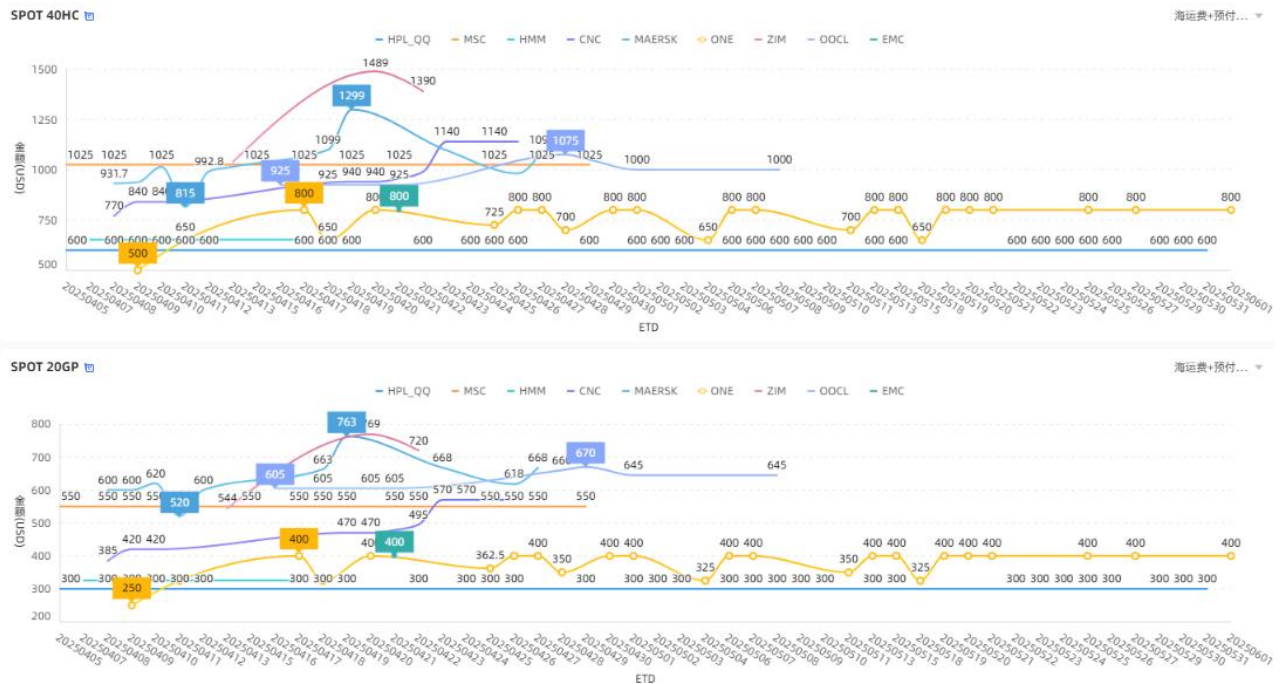
资料来源：容易船期 中信期货研究所

2. 转口贸易尚不明显，船司开始加征亚洲（除中国外）至美国运费附加费

本轮对等关税之下，贸易短期抢运难度加大，目前转口贸易货量尚不明显，在特朗普前期授权对超过75个国家暂停90天征收对等关税政策下，市场转向计价转口贸易货量回升，但美国海关升级原产地核查系统，转口贸易难度加大；目前来看尚未出现明显转口。从实践来看，近期美国政策频繁变化，企业或采取观望态度；其次当前国际政治经济背景下使得其他国家对于我国产品的转口或较为敏感；再次转口将直接产生成本（运费等）和时间损失。

关注后续东南亚运价推涨情况，在东南亚市场短期面临90天关税暂停情况下，市场对转口贸易货量仍有预期，目前MSK开始对5月15日起亚洲（除中国外）发运至美国、加拿大地区征收附加费，征收幅度在1000美元/TEU、2000美元/FEU。

图表60：上海-越南即期订舱价



资料来源：极羽科技 中信期货研究所

图表61：2024 年我国对美国商品直接出口情况

板块	品种	对美直接出口	中国对全球出口	对美出口/中国对全球出口	对美出口/该品种国内表观需求
基本金属	铜	1.68 万吨	45.76 万吨	3.70%	0.10%
	氧化铝	8573 吨	178.57 万吨	0.48%	0.01%
	铝	0	12.11 万吨	0	0
	锌	2 吨	1.68 万吨	0.01%	0.00%
	铅	0	2.2 万吨	0	0
	锡	0	17222 吨	0	0
	镍	1073 吨	12.56 万吨	0.85%	0.30%
	不锈钢	10.34 万吨	504.44 万吨	2.05%	0.30%
新能源金属	多晶硅	261.59 吨	40022 吨	0.65%	0.01%
	工业硅	1186 吨	72.47 万吨	0.16%	0.02%
	碳酸锂	28.55 吨	3828.39 吨	0.75%	0
黑色建材	螺纹	478.332 吨	2805233 吨	0.02%	0.00%
	热卷	9976.629 吨	2747.38 万吨	0.05%	0.00%
	铁矿	1.296 吨	2460 万吨	0.00%	0.00%
	焦炭	1 吨	833.03 万吨	0.00%	0.00%
	焦煤	0	72.58 万吨	0	0
	硅铁	2992 吨	434934 吨	0.7%	0.1%
	锰硅	0	43116 吨	0	0
	玻璃	2.026 万吨	53.15 万吨	3.80%	0.87%
能源	纯碱	0.0332 万吨	122.0627 万吨	0.03%	0%
	原油	0	208.95 万吨	0	0
	动力煤	0	666 万吨	0	0
	LNG	0	75.3 万吨	0	0
化工	LPG	0	122.8 万吨	0	0
	沥青	0	47 万吨	0	0
	燃料油	0	1833 万吨	0	0
	苯乙烯	0	24.79 万吨	0	0
	PP	8071 吨	241 万吨	0.30%	0.02%
	LLDPE	1202 吨	82 万吨	0.10%	0
	PVC	0	261.2 万吨	0	0
	烧碱	0	307.9 万吨	0	0
	甲醇	19.8 吨	15.7 万吨	0	0
	尿素	0	26.2 万吨	0	0
	乙二醇	0	2.5 万吨	0	0
	PX	0	0	0	0
	瓶片	0	584 万吨	0	0
	PTA	0	441.7 万吨	0	0
	短纤	0.36 万吨	131.8 万吨	0	0
农业	纸浆	0	0	0	0
	橡胶	0	8 万吨	0	0
	棉花	0	0	0	0
	豆油	0	0	0	0
	豆粕	0	16.42	0	0
	菜油	0	0	0	0
	棕榈油	0	0	0	0
	白糖	0	0	0	0
	玉米	0	3921.46 吨	0	0
	生猪	1.79 万吨	9.43 万吨	18.98%	0.03%
	原木	0	0	0	0
航运	集运欧线	1420.8 万 TEU		18.80%	0

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表62：2024 年我国对美国商品直接进口情况

板块	品种	对美直接进口	该品种从全球进口	对美直接进口/该品种从全球进口量	对美直接进口/该品种国内表现供应
基本金属	铜	0	373.87 万吨	0	0
	氧化铝	5403 吨	141.99 万吨	0.38%	0.01%
	铝	1268 吨	213.61 万吨	0.06%	0.00%
	锌	912.896 吨	44.6 万吨	0.20%	0.01%
	铅	0	10.3 万吨	0	0
	锡	11 吨	21615 吨	0.05%	0.01%
	镍	0	10.2 万吨	0	0
	不锈钢	1.12 万吨	187.77 万吨	0.60%	0.03%
新能源金属	多晶硅	995.34 吨	39820 吨	2.50%	0.06%
	工业硅	0.195 吨	2.97 万吨	0.00%	0.00%
	碳酸锂	0.15 吨	234956 吨	0	0
黑色建材	螺纹	21.296 吨	54711 吨	0.04%	0
	热卷	120.943 吨	114.70 万吨	0.01%	0.00%
	铁矿	102 万吨	12.38 亿吨	0.08%	0.07%
	焦炭	19.237 吨	12.84 万吨	0.01%	0.00%
	焦煤	1066.92 万吨	1.22 亿吨	8.73%	1.79%
	硅铁	0	86471 吨	0	0
	锰硅	0	29743 吨	0	0
	玻璃	0.0014 万吨	23.556 万吨	0%	0%
	纯碱	76.44 万吨	97.37 万吨	78.52%	2.06%
能源	原油	964 万吨	55341.54 万吨	1.74%	1.26%
	动力煤	1213 万吨	54269.7 万吨	2.20%	0.20%
	LNG	415.3 万吨	13161.7 万吨	3.20%	1.40%
	LPG	1679	3575	47%	18.93%
化工	沥青	0	346 万吨	0	0
	燃料油	0	2386 万吨	0	0
	苯乙烯	0	40.79 万吨	0	0
	PP	2.1 万吨	337 万吨	0.62%	0.06%
	LLDPE	240 万吨	1385 万吨	17.33%	5.80%
	PVC	10 万吨	22.1 万吨	45.20%	0.46%
	烧碱	0	1.6 万吨	0	0
	甲醇	2.49 万吨	1349 万吨	0.18%	0.00%
	尿素	0	0.43 万吨	0	0
	乙二醇	82 万吨	655 万吨	12.52%	3.15%
	PX	0	938	0	0
	瓶片	0	0	0	0
	PTA	0	1.8 万吨	0	0
	短纤	0	0	0	0
农业	纸浆	35 万吨左右	757 万吨	4.60%	4.50%
	橡胶	0	550 万吨	0	0
	棉花	88 万吨	261 万吨	34%	10%
	豆油	进口大豆 2200 万吨	进口大豆 10504 万吨	21%	20%
	豆粕	进口大豆 2200 万吨	进口大豆 10504 万吨	21%	20%
	菜油	0	0	0	0
	棕榈油	0	0	0	0
	白糖	0	500 万吨	0	0
	玉米	2072625.4 吨	13775435.84 吨	15.05%	0.70%
	生猪	40.82 万吨	228.42 万吨	17.87%	0.72%
	原木	127.4 万立方米	2611 万立方米	4.90%	2.80%
航运	集运欧线			18.80%	

资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。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中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司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。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>