

2024 年 11 月 01 日

美国大选对豆粕盘面的影响分析

吴光静

投资咨询从业资格号：Z0011992

wuguangjing015010@gtjas.com

报告导读：

截至 2024 年 10 月，连豆粕盘面价格对美国大选、关税担忧交易很少。1) 对于美国大选，美豆期货交易较多、连豆粕较少。连豆粕盘面以跟随美豆为主（成本端交易）：单边没有独立交易大选行情、月差结构短暂呈现“特朗普交易”。2) 关税担忧，连豆粕仅 9 月 18 日交易 1 次，因商务部就美发布提高部分对华 301 关税最终措施发表谈话。

2018 年中美贸易摩擦，连豆粕盘面价格先涨后跌、波动性增加。1) 盘面表现：前期贸易摩擦升温或升级阶段，连豆粕盘面价格偏强上涨、美豆弱势下跌。后期缓和或磋商阶段，连豆粕跌势为主、美豆反弹上涨。贸易摩擦预期不明朗时，双方市场认识不一致，连豆粕市场偏向乐观、认为贸易摩擦概率不大，盘面价格下跌为主。美豆市场偏向忧虑、准确预期贸易摩擦，美豆价格提前下跌。2) 交易逻辑：进口成本上升、阶段性缺货担忧等，盘面交易以事件驱动为主。3) 交易特点：① 连豆粕市场对中美贸易摩擦预期总体上较弱；② 连豆粕对中美贸易摩擦事件交易敏感度逐步下降：从“提前交易”向“滞后交易”转变。③ 连豆粕对贸易摩擦交易以国内通报情况为主；④ 对于中美贸易摩擦的预期，国内和国外大多数时候都不一致；⑤ 美豆市场对中美贸易摩擦预判更加准确。

后期连豆粕对美国大选（关税担忧）交易，或以事件驱动、短期波动为主，注意规避风险。从 2018 年和今年情况来看，国内交易的锚定点以国内通报情况（或反制措施）为主。截至目前，美国大选尚未落地、关税升级担忧虽在，但离国内情况还有距离，所以连豆粕尚未独立交易。后期若有实质性关税事件，连豆粕可能有所交易。此外，从 2018 年连豆粕对贸易摩擦交易来看，短期波动性较高：事件驱动、超出预期等因素产生脉冲式行情；长期持续性有限：一方面贸易摩擦事件本身持续时间有限，后期转入商谈阶段；另一方面，中美双方也会出台应对措施，如中方启动粮油抛储、扩大进口来源地、减少出口等措施，美方出台补贴政策、寻求新的出口方、政府购买、出口支持等措施，减少中美贸易事件冲击的影响。基于此，连豆粕对美国大选（关税担忧）交易，或以事件驱动、短期波动为主。由于真实情况尚未可知、不确定性仍在，需要注意规避风险。（个人观点，仅供参考，上述内容在任何情况下均不构成投资建议）

(正文)

1. 截至 2024 年 10 月，豆粕期货对美国大选、关税担忧交易较少

截至 2024 年 10 月，连豆粕期货对中美关税担忧事件交易较少，仅 9 月 18 日交易 1 次，因商务部就美发布提高部分对华 301 关税最终措施发表谈话。2024 年 5~10 月，引发中美关税担忧事件主要有：① 5 月 14 日，美方宣布在原有对华 301 关税基础上，进一步提高对自华进口的电动汽车、锂电池、光伏电池、关键矿产、半导体以及钢铝、港口起重机、个人防护装备等产品的加征关税。美豆及连豆粕对此均未交易。② 9 月 14 日，商务部新闻发言人就美发布提高部分对华 301 关税最终措施发表谈话¹：美国时间 9 月 13 日，美国贸易代表办公室就对华 301 关税最终措施发布公告，宣布将提高部分中国商品的 301 关税。中方对此强烈不满，坚决反对。从连豆粕盘面表现来看：9 月 18 日（中秋节后），连豆粕期货价格上涨（主力 m2501 合约涨幅约 2%）。后续贸易摩擦忧虑没有升温，连豆粕对此事件交易结束。

截至 2024 年 10 月，美豆期货对美国大选交易较多、连豆粕较少。连豆粕盘面以跟随美豆为主（成本端交易）：单边没有独立交易大选行情、月差结构短暂呈现“特朗普交易”。2024 年 6 月以来，大豆市场聚焦美国总统大选：共和党候选人特朗普计划提高全面关税、并对中国商品加征额外关税；民主党候选人哈里斯可能维持目前关税。市场担忧特朗普胜选、加征关税引发中方反制，美国大豆首当其冲：中方是美国大豆最大采购国，若中方对美国大豆恢复关税反制措施，直接利空美国大豆出口需求。大豆市场衍生两种交易：① 特朗普交易：若特朗普胜选，市场担忧中美贸易摩擦升温、美豆出口需求受损，美豆期价下跌。② 哈里斯交易：若哈里斯胜选，中美贸易摩擦担忧缓解、美豆出口需求正常，美豆期价上涨。两种交易的依据，主要是美国民调、博彩等市场情况：当特朗普民调或博彩数据领先时，市场偏向特朗普交易；反之，则偏向哈里斯交易。具体而言：

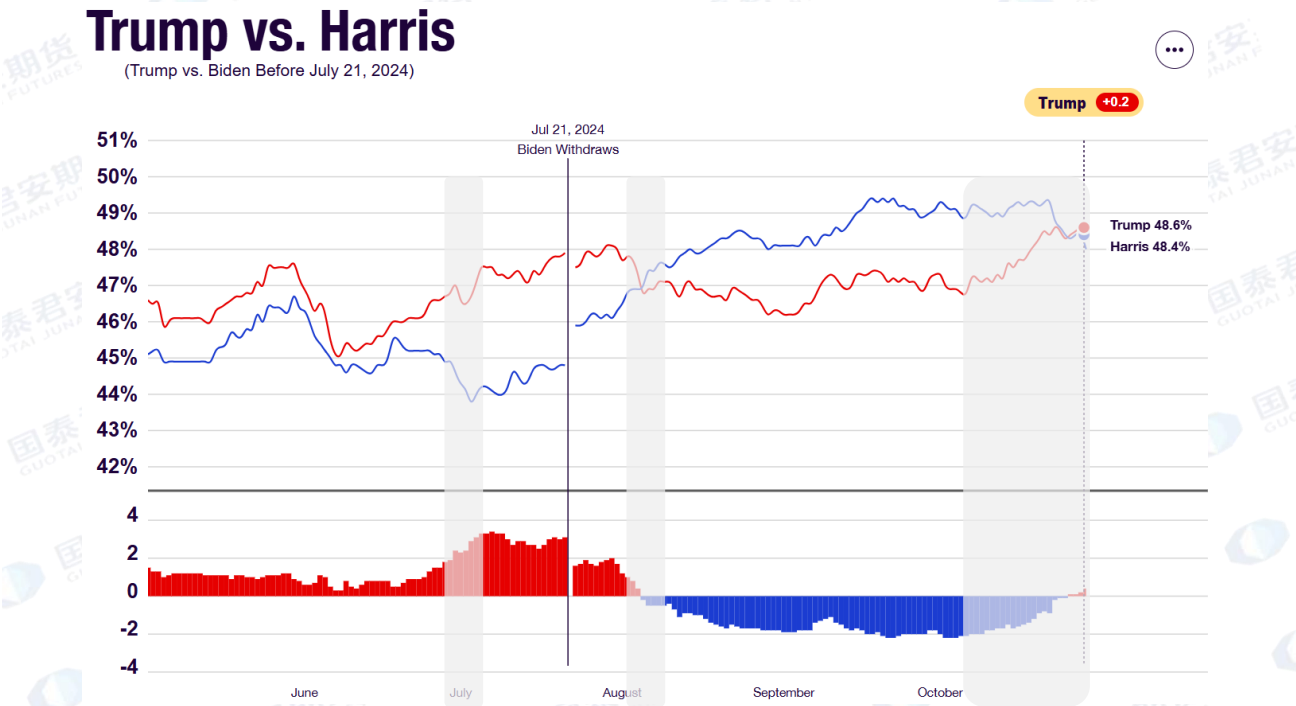
1) 2024 年 6 月下旬~7 月中旬，特朗普交易为主、美豆走弱，连豆粕仅月差交易 1 次。6 月 27 日美国总统大选首场候选人电视辩论之后，民主党候选人拜登民调数据下降、特朗普上升，市场开始特朗普交易。7 月 13 日特朗普遇袭事件后，特朗普交易升温，美豆期价下跌。连豆粕方面，1) 单边走势没有进行特朗普交易。连豆粕盘面跟随美豆盘面交易：美豆下跌、连豆粕跟跌，即连豆粕的交易依据为成本端，没有独立的特朗普交易。2) 月间价差偏向“特朗普交易”1 次。6 月 27 日首场电视辩论之后，豆粕 m2501 与 m2505 价差扩大。7 月初，飓风“贝丽尔（Beryl）”过境，美豆中东部产区迎来大量降水，市场交易转向天气改善及丰产预期。连豆粕交易回归基本面：m2501 合约下跌、交易美豆丰产压力。

2) 7 月下旬~9 月下旬，哈里斯交易为主，拜登退选事件驱动美豆上涨，连豆粕没有独立交易。7 月 21 日，民主党候选人拜登退选、哈里斯获得支持，哈里斯交易升温，驱动美豆价格上涨。随后美豆盘面面对大选交易关注度下降，回归基本面交易（美豆丰产预期驱动豆价下跌）。9 月 10 日，美国总统大选第二场候选人辩论之后，哈里斯民调上升、特朗普下降，哈里斯交易升温，美豆价格受到偏多影响。在此期间，连豆粕没有独立的哈里斯交易，其走势均跟随美豆价格变化，仍以成本端为交易依据。

3) 10 月中下旬，美豆在“哈里斯交易”与“特朗普交易”之间摇摆，连豆粕偏向“特朗普交易”（月差缩小）。10 月中下旬，哈里斯民调领先、特朗普博彩赔率领先，美豆在两者交易模式之间摇摆：偏向哈里斯交易时，美豆上涨；偏向特朗普交易时，美豆下跌。10 月 26 日，美国指标性综合民调网站“RealClearPolitics”数据显示，特朗普民调已经领先哈里斯。连豆粕方面，单边走势没有进行独立的大选交易，月差结构偏向“特朗普交易”：10 月 22 日~25 日，m2501 与 m2505 价差缩小：m2501 偏弱、m2505 偏强。若特朗普胜选，履职时间 2025 年 1 月，贸易担忧不确定性体现在 m2505 合约等远月合约。

¹ 全文网址：https://www.mofcom.gov.cn/xwfb/xwfytrth/art/2024/art_9083ec7975b04660be5e8088573c84fc.html

图 1：2024 年 5~10 月，特朗普与拜登/哈里斯民调情况：6 月 27 日电视辩论后，特朗普领先拜登优势扩大（特朗普上升、拜登下降）；8 月 5 日~10 月 25 日哈里斯领先，10 月 26 日以来特朗普领先



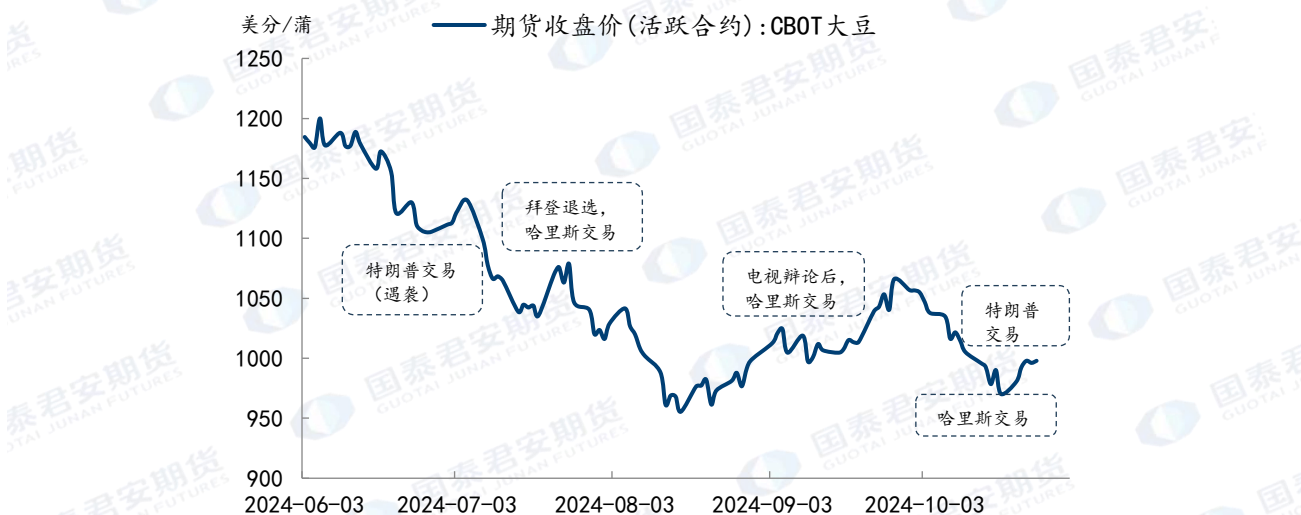
资料来源：Real Clear Politics，国泰君安期货研究

表 1：2024 年 5~10 月中美关税、美国大选事件时，美豆及连豆粕期价盘面表现

时间	主要事件及影响	美豆盘面表现	连豆粕盘面表现
2024. 05. 14	美方发布对华加征301关税四年期复审结果，宣布在原有对华301关税基础上，进一步提高对自华进口的电动汽车、锂电池、光伏电池、关键矿产、半导体以及钢铝、港口起重机、个人防护装备等产品的加征关税。	未交易	未交易
2024. 06. 27	2024年美国大选首场候选人辩论：拜登与特朗普。此后，拜登民调下降，特朗普上升（特朗普交易重启）	美豆偏弱	m2501偏强、且m2501与m2505价差扩大：m2501偏强、m2505偏弱
2024. 07. 13	特朗普遇袭（特朗普交易升温）	美豆下跌	跟随美豆下跌
2024. 07. 15	特朗普获共和党总统候选人提名（特朗普交易升温）	美豆弱势	跟随美豆弱势
2024. 07. 21	拜登退选、哈里斯获支持（哈里斯交易升温）	美豆上涨	跟随美豆上涨
2024. 08. 06	哈里斯锁定民主党总统候选人提名（哈里斯交易升温）	未交易	未交易
2024. 09. 10	2024年美国大选第二场候选人辩论：哈里斯与特朗普。随后几天，哈里斯民调上升，特朗普民调下降（哈里斯交易升温）	美豆偏多	跟随美豆偏多
2024. 09. 14	商务部新闻发言人就美发布提高部分对华301关税最终措施发表谈话。美国时间9月13日，美国贸易代表办公室就对华301关税最终措施发布公告，宣布将提高部分中国商品的301关税。中方对此强烈不满，坚决反对。（贸易摩擦担忧升温）	9月13日美豆偏弱	中秋节后，9月18日连豆粕上涨
2024. 10月中下旬	哈里斯民调虽然领先，但领先差距缩小；特朗普民调上升、且博彩数据显示，特朗普胜率更高。（特朗普交易升温）	美豆在“哈里斯交易”与“特朗普交易”之间摇摆：哈里斯交易偏多（10月21~23日美豆小涨）、特朗普交易偏空（10月25日美豆下跌）	10月22日~25日，连豆粕偏向“特朗普交易”：m2501与m2505价差缩小：m2501偏弱、m2505偏强。若特朗普胜选，履职时间2025年1月，贸易担忧不确定性体现在2505合约。

资料来源：根据新闻整理，国泰君安期货研究

图 2：美豆进行特朗普交易时，价格下跌；美豆进行哈里斯交易时，价格上涨



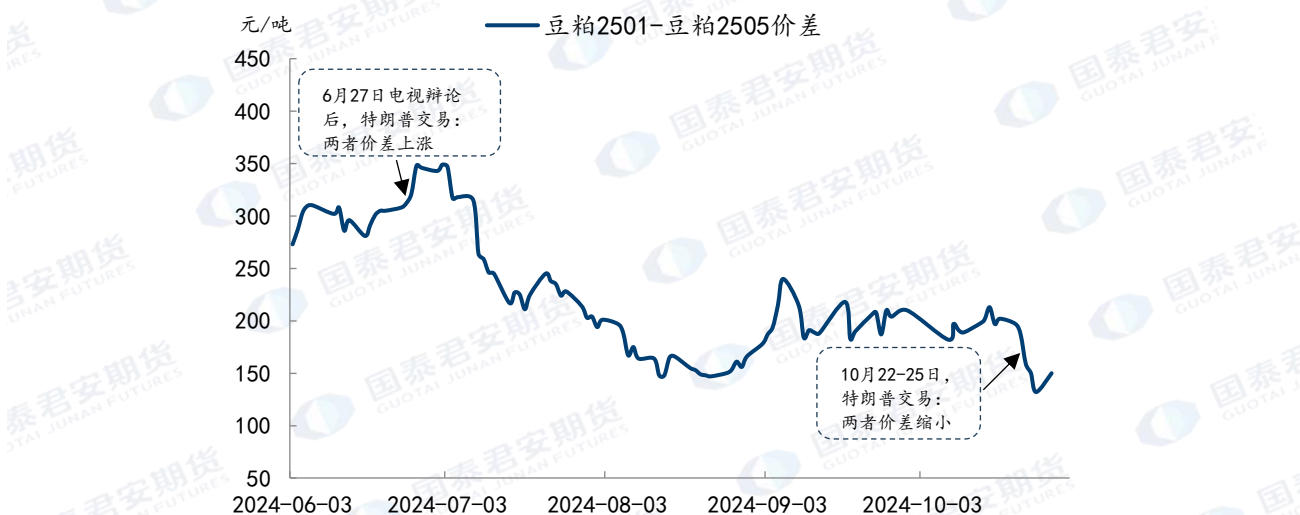
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 3：截至目前，连豆粕仅在 9 月 18 日交易中中美关税担忧而上涨，其他无独立行情（跟随美豆波动）



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 4：连豆粕月间价差（m2501-m2505）进行两次特朗普交易：6 月 27 日上涨，10 月 22 日~25 日下跌



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2. 2018 年豆粕期货对中美贸易摩擦的交易分析

2.1 主要事件、盘面表现与交易逻辑

2018 年 3 月下旬~4 月初，中美贸易摩擦初始及升温阶段，美豆期价震荡，连豆粕强势上涨。1) 主要事件：3 月 23 日美国总统特朗普签署备忘录，对从中国进口部分商品征收关税（价值 500 亿美元）；美国时间 4 月 3 日，美国政府依据 301 调查单方认定结果，宣布将对原产于中国的进口商品加征 25% 关税，涉及约 500 亿美元中国对美出口。4 月 4 日，中国政府依据《中华人民共和国对外贸易法》等法律法规和国际法基本原则，将对原产于美国的大豆等农产品、汽车、化工品、飞机等进口商品对等采取加征关税措施，税率为 25%，涉及 2017 年中国自美国进口金额约 500 亿美元。4 月 6 日，特朗普“考虑”额外对 1000 亿美元对华进口商品加征关税，中方称不惜任何代价回击。中美贸易摩擦拉开序幕、且快速升温。

2) 盘面表现：美豆期价横盘为主，连豆粕期价快速上涨：4 月 9 日（清明节后）、连豆粕期价以涨停板开盘、高开低走，形成第一个阶段性高点。3) 交易逻辑：进口成本上升、缺货担忧等。对连豆粕而言，自从加入 WTO、大豆进口全面放开以来，首次遇到关税壁垒问题，市场充满担忧情绪：进口成本上升、缺货担忧等，驱动连豆粕期货价格快速上涨。

2018 年 5 月，中美进行两次磋商，美豆震荡、连豆粕下跌。1) 主要事件：5 月 3 日~4 日，第一轮中美高级别经贸磋商，美国财政部长姆努钦率团访华。中方声明称：部分问题达成共识，部分问题分歧较大。美方对磋商失望，但国内市场乐观，认为贸易摩擦担忧消除。5 月 16 日~19 日，第二轮中美高级别经贸磋商。华盛顿磋商：刘鹤率中方代表团访美磋商，与特朗普会面。中美发表联合声明，中美双方达成共识，不打贸易战，并停止互相加征关税。2) 盘面表现：5 月初~5 月中旬，连豆粕下跌，因为国内偏乐观、认为经过磋商之后、贸易摩擦忧虑消除。5 月下旬，美豆及连豆粕均有小幅上涨，因为双方的联合声明“缓和”贸易摩擦忧虑，连豆粕跟随美豆上涨（交易成本端）。3) 交易逻辑：国内市场认为贸易担忧消除，贸易回归正常、修正前期上涨预期。

2018 年 6 月~10 月上旬，中美贸易摩擦升级、双方互征关税，美豆下跌、连豆粕震荡上涨。1) 主

要事件：5月29日白宫表示，将对500亿美元从中国进口的包括高科技以及与中国制造2025相关的产品征收25%关税。最终征税名单将在6月15日宣布。6月15日美国政府发布加征关税的商品清单，将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%关税，其中对约340亿美元商品自7月6日起实施加征关税措施，同时对约160亿美元商品加征关税开始征求公众意见。6月16日中国决定对原产于美国的大豆等农产品、汽车、水产品等进口商品对等采取加征关税措施，税率为25%，金额约340亿美元，上述措施将从2018年7月6日起生效；同时，中方拟对自美进口的化工品、医疗设备、能源产品等商品加征25%进口关税，涉及2017年中国自美国进口金额约160亿美元，最终措施及生效时间将另行公告。6月18日美方称将计划对额外2000亿美元中国商品加征10%关税，并称如果中国继续反击，将考虑再对2000亿美元中国商品征税。6月19日中国商务部对此回应称，如果美方失去理智，出台清单，中方将不得不采取数量型和质量型相结合的综合措施，做出强有力反制。7月6日中美340亿美元商品互征关税生效日。8月23日中美对160亿美元商品互征关税生效日。9月24日美国对2000亿美元中国商品加征10%关税生效日、中国对600亿美元的美国商品加征关税生效日。2) 盘面表现：5月底~7月中旬美豆期价急跌（6月19日美豆电子盘触及跌停板），随后美豆期价处于低位震荡。连豆粕期价总体处于上涨趋势、并于10月11日创下年内最高点。在此期间，连豆粕也有阶段性下跌，主要因：双方仍有磋商、国内出台对应措施缓和担忧。3) 交易逻辑：美豆出口需求塌陷驱动美豆期价下跌，连豆粕则因进口成本上涨、缺货担忧、市场情绪等上涨。当双方磋商、或者各自出台对冲措施时，市场担忧短暂缓解。

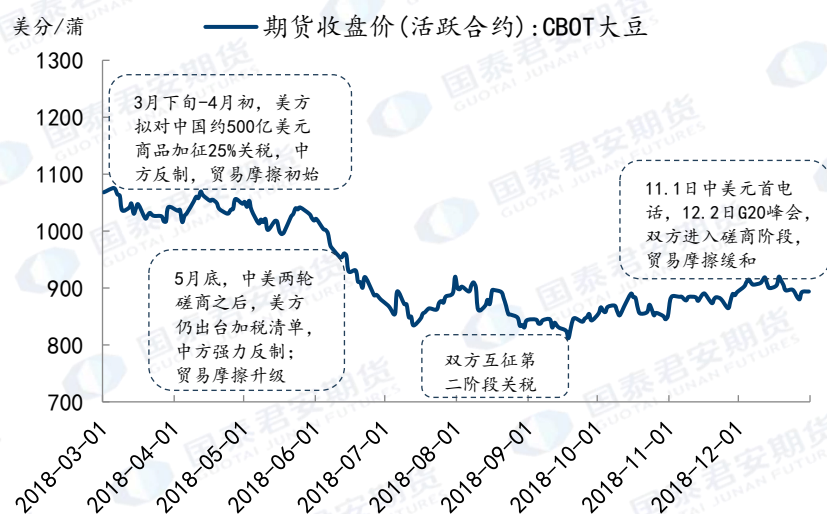
2018年10月中旬~12月，中美贸易摩擦缓和，双方进入磋商阶段。1) 主要事件：11月1日晚间，国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话。习近平指出，两国经济团队要加强接触，就双方关切问题开展磋商，推动中美经贸问题达成一个双方都能接受的方案。12月2日（北京时间），G20峰会期间，中美元首在阿根廷会晤。双方停止升级关税，中方承诺大量进口美农产品。2) 盘面表现：11月1日中美元首电话，美豆大幅上涨、连豆粕跌停。随后美豆进入反弹上涨阶段，连豆粕处于下跌趋势。3) 交易逻辑：中方重启美豆进口，美豆出口需求得到保障，驱动美豆价格上涨。反之，贸易摩擦担忧缓和、关税成本下降、大豆进口成本下降，缺货忧虑消除，驱动连豆粕下跌。

表 2：2018 年 3~12 月，中美贸易摩擦事件（初始-升温-升级-磋商），美豆及连豆粕期价盘面表现

时间	主要事件	美豆盘面表现	连豆粕盘面表现
2018.03.08	美国总统特朗普签署公告，决定于3月23日起，对进口钢铁和铝产品加征关税（即232措施）。	微涨	微涨
2018.03.23	美国总统特朗普签署备忘录，对从中国进口部分商品征收关税，价值500亿美元。	微涨	上涨
2018.03.23	中国发布针对美国钢铁和铝产品232措施中止减让产品清单，宣布对自美进口水果、猪肉等价值30亿美元产品分别加征15%、25%关税。	微涨	上涨
2018.04.01	国务院关税税则委员会决定对原产于美国的部分进口商品中止关税减让义务，自2018年4月2日起实施。包括原产于美国的7类128项进口商品，其中对水果及制品等120项进口商品加征关税税率为15%，对猪肉及制品等8项进口商品加征关税税率为25%。	周末休市	周末休市
2018.04.04	美国时间4月3日，美国政府依据301调查单方认定结果，宣布将对原产于中国的进口商品加征25%的关税，涉及约500亿美元中国对美出口。	下跌	上涨
2018.04.04	中国政府依据《中华人民共和国对外贸易法》等法律法规和国际法基本原则，将对原产于美国的大豆等农产品、汽车、化工品、飞机等进口商品对等采取加征关税措施，税率为25%，涉及2017年中国自美国进口金额约500亿美元。	下跌	上涨
2018.04.06	特朗普“考虑”额外对1000亿美元对华进口商品加征关税，中方称不惜任何代价回击。	微涨（低开高走）	清明节后（4.9日）、涨停开盘、高开低走，形成第一个阶段性高点
2018.04.10	博鳌论坛，习主席表示“进一步扩大进口”。	上涨	下跌
2018.05.03-05.04	第一轮中美高级别经贸磋商。美国财政部长姆努钦率团访华。美方失望；国内乐观，认为贸易摩擦担忧消除。	5.3日上涨，5.4日下跌	5.3日小涨、5.4日小幅下跌
2018.05.16-05.19	第二轮中美高级别经贸磋商。华盛顿磋商：刘鹤率中方代表团访美磋商，与特朗普会面，中美发表联合声明，中美双方达成共识，不打贸易战，并停止互相加征关税。	微涨	5.11-18日下跌；5.21日微涨
2018.05.29	白宫表示，将对500亿美元从中国进口的包括高科技以及与中国制造2025相关的产品征收25%关税。最终征税名单将在6月15日宣布。	价格见顶（年内最高点），且开启下跌趋势	5.30日冲高回落、小幅收跌
2018.06.02-06.03	第三轮中美高级别经贸磋商。	6.2-3日休市，6.4日下跌	6.2-3日休市，6.4日小涨
2018.06.15	美国政府发布加征关税的商品清单，将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税，其中对约340亿美元商品自7月6日起实施加征关税措施，同时对约160亿美元商品加征关税开始征求公众意见。	下跌	端午节休市
2018.06.15	中国商务部对此回应称，将立即出台同等规模、同等力度的征税措施，此前磋商达成的经贸成果将同时失效。	下跌	端午节休市
2018.06.16	中国决定对原产于美国的大豆等农产品、汽车、水产品等进口商品对等采取加征关税措施，税率为25%，金额约340亿美元，上述措施将从2018年7月6日起生效；同时，中方拟对自美进口的化工品、医疗设备、能源产品等商品加征25%的进口关税，涉及2017年中国自美国进口金额约160亿美元，最终措施及生效时间将另行公告。	下跌	端午节休市
2018.06.18	美方称将计划对额外2000亿美元中国商品加征10%关税，并称如果中国继续反击，将考虑再对2000亿美元中国商品征税。	下跌	端午节休市
2018.06.19	中国商务部对此回应称，如果美方失去理智，出尔反尔，中方将不得不采取数量和质量相结合的综合性措施，做出强有力反制。	暴跌（电子盘触及跌停）	端午节后，涨停开盘、高开低走
2018.07.06	中美340亿美元商品互征关税生效日	上涨	下跌
2018.07.10	美国宣布将对原产于中国的进口商品加征10%的关税，涉及约2000亿美元中国对美出口。	微涨	下跌
2018.07.20	美国总统特朗普表示，他已准备对来自中国的所有5000亿美元进口商品征收关税。	微涨	上涨
2018.08.01	美国贸易代表办公室公布第二轮关税计划，对价值160亿美元的进口中国产品征收25%的额外关税，8月23日生效。	下跌	下跌
2018.08.04	国内出台对美商品600亿美元征税清单：中国政府依据《中华人民共和国对外贸易法》等法律法规和国际法基本原则，对原产于美国的5207个税目约600亿美元商品，加征25%-5%不等的关税；最终措施及生效时间将另行公告。	8.4周末休市，8月6日下跌	8.6日上涨
2018.08.08	国务院关税税则委员会发布公告决定对原产于美国约160亿美元进口商品加征关税。	上涨	上涨
2018.08.22-08.23	中美在华盛顿举行中层级别会谈。	下跌	8.22日上涨，8.23日下跌
2018.08.23	中美对160亿美元商品互征关税生效日（中国对美约160亿美元商品加征25%关税于23日12:01正式实施）	下跌	下跌
2018.09.17	美国总统特朗普宣布对2000亿美元中国商品加征10%关税，9月24日生效。明年1月1日起将10%税率提高到25%。	下跌	上涨
2018.09.18	晚间九点，中国商务部发布关于对原产于美国的部分商品加征关税的公告，对美约600亿美元商品加征关税自2018年9月24日12时01分起加征关税，税率5%-10%不等。	下跌	上涨
2018.09.22	中方取消与美磋商	周末休市	周末休市
2018.09.24	美国对2000亿美元中国商品加征10%关税生效日；中国对600亿美元的美国商品加征关税生效日。	下跌	中秋节休市。9月25日节后跳涨
2018.10.11	外媒称中美将于G20峰会磋商	上涨	冲高回落，价格见顶
2018.11.01	国家主席习近平11日应约同美国总统特朗普通电话。习近平指出，两国经济团队要加强接触，就双方关切问题开展磋商，推动中美经贸问题达成一个双方都能接受的方案。	大幅上涨	跌停
2018.12.02	G20峰会：停止升级关税，中方承诺大量进口美农产品。	12.3日高开低走	12.2日休市，12.3日下跌
2018.12.13	中国重启大豆进口：据USDA周度出口销售报告，12月13日当周，美豆对中国净销售约156万吨。	12.2日出现阶段性高点	下跌
2018.12.17	中国确认明年1月1日起对美国汽车及零部件暂停加征25%的关税3个月，还考虑进口至少300万吨美国玉米，特朗普注意到中国伸出的橄榄枝，称有望很快达成贸易协议。	上涨	上涨
2018.12.19	中储粮集团公司官网消息，为落实中美两国元首达成的共识，近日中储粮集团公司分批从美国采购了部分大豆。	未直接交易	未直接交易
2018.12.19	中粮集团：按照G20期间中美两国元首达成的共识，根据国内市场需求，中粮集团分两批购买了美国大豆。	未直接交易	未直接交易

资料来源：根据新闻整理，国泰君安期货研究

图 5：2018 年 3 月下旬~4 月初，贸易摩擦初始，美豆期价横盘；5 月底~6 月，贸易摩擦升级，美豆期价急跌；7~9 月，贸易摩擦持续，美豆低位震荡；10~12 月，双方逐步进入磋商阶段，美豆期价反弹上涨



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 6：2018 年 3 月下旬~4 月 6 日，中方出台反制措施，贸易摩擦升温、连豆粕上涨；5 月中美两次磋商，中方乐观、认为摩擦缓解，连豆粕下跌；6~8 月，双方互征关税、中方认识到摩擦持续、连豆粕上涨；9 月下旬，中方取消磋商，摩擦担忧升级、连豆粕上涨；10~12 月，双方逐步进入磋商阶段，连豆粕下跌



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

表 3：2018 年中美贸易摩擦期间，中方主要应对措施

时间	中方主要应对措施
2018.06.07	国内启动大豆抛储30万吨，抛储时间定在6月14日。
2018.06.12	国内再次启动豆油抛储5万吨（抛储标的2011年进口豆油），抛储时间为6月22日。
2018.06.19	我国从6月27日开始加大抛储力度：大豆抛储数量从30万吨上升至50万吨，并同步拍卖豆油5万吨。
2018.06.26	国务院关税税则委员会决定自2018年7月1日起，对原产于孟加拉国、印度、老挝、韩国、斯里兰卡的进口货物适用《〈亚洲-太平洋贸易协定〉第二修正案》协定税率，其中，大豆和豆粕的关税从3%和5%下调到零。
2018.07.09	商务部新闻发言人表示，我们将研究采取以下措施：（1）持续评估各类企业所受影响；（2）反制措施中增加的税收收入，将主要用于缓解企业及员工受到的影响；（3）鼓励企业调整进口结构，增加其他国家和地区的大豆、豆粕等农产品以及水产品、汽车的进口；（4）加快落实国务院6月15日发布的有关积极有效利用外资、推动经济高质量发展若干意见，强化企业合法权益保护，营造更好投资环境。
2018.07.10	我国再次启动菜油抛储，抛储数量约6万吨，抛储时间定为7月17日。
2018.07.10	印度炼油协会（SEA）表示，中美贸易战可能促使中国重新考虑对印度油粕实施的进口禁令。印度炼油协会称，已经要求商务部向中国质检总局寻求质检许可。
2018.10.22	中国允许进口符合要求的印度莱籽粕。
2018.10.25	财政部调整部分产品出口退税率，取消豆粕出口退税。
2018.10.26	中国饲料工业协会批准发布《仔猪、生长育肥猪配合饲料》《蛋鸡、肉鸡配合饲料》两项团体标准。该标准增设了粗蛋白质、总磷上值、下调了部分指标的下限值，增加了限制性氨基酸品种等。
2018.11.07	2018年黑龙江大豆种植补贴出台：320元/亩，大幅高于前期预期200元/亩左右。
2018.12.22	自2019年1月1日起，我国与新西兰、秘鲁、哥斯达黎加、瑞士、冰岛、韩国、澳大利亚、格鲁吉亚以及亚太贸易协定国家的协定税率进一步降低：黄大豆、豆粕、豆油进口关税分别从3%、5%、9%下调至0，菜粕、棉粕、花生粕、葵花粕、棕榈粕等杂粕的税率由5%降至0，猪肉进口关税大部分从25%下调至0。

资料来源：根据新闻整理，国泰君安期货研究

表 4：2018 年中美贸易摩擦期间，美方主要应对措施

时间	美方主要应对措施
2018.07.24	美国农业部长宣布美国农业部将采取多项行动帮助农户。该援助计划金额高达120亿美元，主要包括：政府直接购买、出口支持、海外发展计划、现金补助等（已实施）。
2018.07.26	美欧结盟，欧盟称会购买更多美豆。
2018.09.30	美、墨、加达成三方协议，即“美墨加三国协议”。

资料来源：根据新闻整理，国泰君安期货研究

2.2 内外盘市场存在明显差异，对贸易摩擦预期不一致

2018 年中美贸易摩擦事件，连豆粕与美豆盘面价格表现存在明显差异：因为两个市场对于贸易摩擦预判不同。具体而言：

1) 贸易摩擦升温或升级阶段，内外盘豆类市场认识较为一致，连豆粕盘面上涨为主、美豆下跌。

如：3月23日~4月9日、6月13日~15日、6月25日~7月2日、9月22日~10月10日等，内外盘市场对于贸易摩擦均有预期，即双方均判断贸易摩擦会发生或升级，两者价格表现以“国内豆粕上涨、美豆下跌”为主。

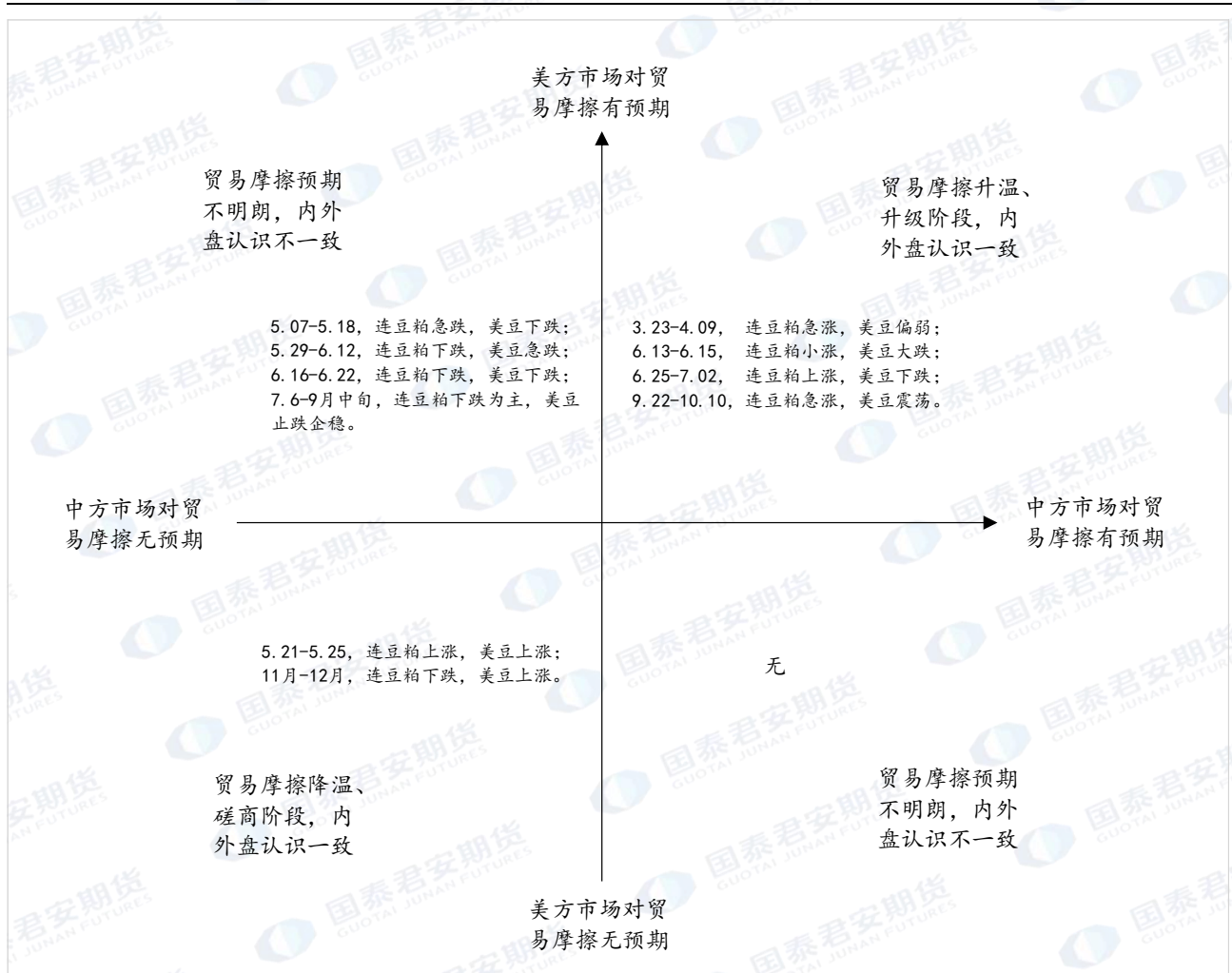
2) 贸易摩擦预期不明朗，内外盘豆类市场认识不一致：中方对贸易摩擦没有预期、而美方则有充分预期，内外盘豆价均下跌。如：5月7日~18日、5月29日~6月12日、6月16~22日、7月6日~9月中旬等，内外盘豆类市场对于贸易摩擦预判不一致：国内豆类市场对于贸易摩擦没有预期，代表观点为“贸易摩擦不会发生、双方会协商、加税日期可能会推迟”等；美豆市场对贸易摩擦则有充分预期。国内外豆类价格均以下跌为主：美豆下跌是因为担忧贸易摩擦、连豆粕下跌则是认为贸易摩擦不会发生。

3) 贸易摩擦降温或磋商阶段，内外盘豆类市场认识较为一致，连豆粕下跌、美豆小幅上涨。如5月

21日~25日（中美第二轮磋商）、11~12月（中美元首电话、G20峰会磋商等），中美豆类市场对于贸易摩擦预期均减弱，不过中美豆类价格出现两种不同表现：5月下旬时，中美豆类价格均小幅上涨，连豆粕主要是跟涨美豆（成本端交易）；而11~12月期间，连豆粕大幅下跌、美豆小幅上涨，因为双方正式进入商谈阶段、贸易摩擦缓和。

4) 至于第四种情况：中方对贸易摩擦有预期、美方无预期，这种情况基本没有出现过。

图7：连豆粕与美豆盘面价格表现存在明显差异：因为两个市场对于贸易摩擦预判不同



资料来源：国泰君安期货研究

2.3 交易特点

2018年连豆粕和美豆市场对中美贸易摩擦交易，存在以下特点：

1) 连豆粕市场对中美贸易摩擦预期总体上较弱。国内大多数时候都认为，不会出现贸易摩擦。即使加税等措施已经落地，但国内市场依然存在疑虑：是否会如期加税、7月6日加税当天依然认为没有接到加税通知、加税落地仍认为后期会和解等。当贸易摩擦同时出现“升级”与“缓和”信号时，连豆粕只选择“缓和”信号交易：如8月1日~2日、10月下旬等。

2) 连豆粕对中美贸易摩擦交易敏感度逐步下降，从“提前交易”向“滞后交易”转变。如：3月下

旬连豆粕因中美贸易摩擦预期提前几个月上涨（当时预期6月左右加税）、6月中旬连豆粕提前几天上涨（6月15日出具加税清单，连豆粕直到6月13日和14日才上涨）、再到几乎要等到确认信号出现才会交易（7月6日关税生效当天，在没有明确加税信息时，国内豆粕出现盘中急跌），还有“滞后交易”：即加税已经落地，但国内市场要等到实际产生影响时才交易。如：9月下旬~10月上旬急速上涨，也是因为临近贸易摩擦带来实际影响：豆粕可能缺货的时间越来越近。

3) 连豆粕对贸易摩擦的交易以国内通报情况为主。如：5月7日开始国内对于贸易摩擦预期完全消除，此前双方第一回合磋商（5月3日~4日），中方通稿表示：双方在有些领域达成了共识，在一些问题上还存在较大分歧。而美方则表示对中美贸易磋商结果感到失望。中方通稿偏向于中性，国内对于贸易摩擦预期完全消除，连豆粕价格出现快速下跌。7月6日加税以后，国内表示我们可以寻找大豆和豆粕替代，贸易摩擦影响有限等，国内对于贸易摩擦预期再度降温，连豆粕价格偏弱。11月1日晚间，两国元首电话磋商，贸易摩擦出现缓和信号，连豆粕随即跌停。

4) 对于中美贸易摩擦的预期，国内和国外大多数时候不一致。我们对于国内豆粕价格的观察，需要更多地考虑国内市场情况。

5) 即使是在国内，连豆粕市场对于贸易摩擦预期最为“乐观”。如8月初出现“重启谈判”和“美国声明对2000亿美元商品提高关税”两种信号，但连豆粕只交易“重启谈判预期”，对于贸易摩擦可能会升级的预期“选择性忽视”。10月下旬，贸易摩擦同样出现两种信号：缓和或升级，连豆粕同样只交易缓和。当时其他市场如A股、有色等工业品以及汇率等资产价格均下跌，反映贸易摩擦升级预期，但连豆粕依然交易缓和预期。

6) 美豆市场对中美贸易摩擦预判更加准确。2018年中美贸易摩擦过程中，美豆基本都能够提前做出准确预判。如5月3日~4日，中美第一轮磋商，中方相对乐观，但美方则表示失望；5月29日美国白宫声明将于6月15日征税，美豆价格提前下跌；11~12月，中美元首电话、G20峰会中美贸易协商等，美豆价格均提前上涨。

3. 结论：目前连豆粕对美国大选交易较少，后期或以短期交易为主

截至2024年10月，连豆粕期货盘面价格对美国大选、关税担忧交易很少。1) 对于美国大选，美豆期货交易较多、连豆粕较少。连豆粕盘面以跟随美豆为主（成本端交易）：单边没有独立交易大选行情、月差结构短暂呈现“特朗普交易”。2) 关税担忧，连豆粕仅9月18日交易1次，因商务部就美发布提高部分对华301关税最终措施发表谈话。

2018年中美贸易摩擦，连豆粕盘面价格先涨后跌。1) 盘面表现：前期贸易摩擦升温或升级阶段，连豆粕盘面表现偏强、美豆弱势下跌。后期贸易摩擦缓和或磋商阶段，连豆粕跌势为主、美豆反弹上涨。贸易摩擦预期不明朗时，双方市场认识不一致，连豆粕市场偏向乐观、认为贸易摩擦概率不大，盘面价格下跌为主。美豆市场偏向忧虑、准确预期贸易摩擦事件，盘面价格提前下跌。2) 交易逻辑：进口成本上升、阶段性缺货担忧。3) 交易特点：① 连豆粕市场对中美贸易摩擦预期总体上较弱；② 连豆粕对中美贸易摩擦交易敏感度逐步下降：从“提前交易”向“滞后交易”转变。③ 连豆粕对贸易摩擦的交易以国内通报情况为主；④ 对于中美贸易摩擦的预期，国内和国外大多数时候都不一致；⑤ 美豆市场对中美贸易摩擦预判更加准确。

后期连豆粕对美国大选（关税担忧）交易，或以事件驱动、短期波动为主，注意规避风险。从2018

年和今年情况来看，国内交易的锚定点以国内通报情况（或反制措施）为主。截至目前，美国大选尚未落地、关税升级担忧虽在，但离国内情况还有距离，所以连豆粕尚未独立交易。后期若有实质性关税事件，连豆粕可能有所交易。此外，从 2018 年连豆粕对贸易摩擦交易来看，短期波动性较高：事件驱动、超出预期等因素产生脉冲式行情；长期持续性有限：一方面贸易摩擦事件本身持续时间有限，后期转入商谈阶段；另一方面，中美双方也会出台应对措施，如中方启动粮油抛储、扩大进口来源地、减少出口等措施，美方也会出台补贴政策、寻求新的出口方、政府购买、出口支持等措施，减少中美贸易事件冲击的影响。基于此，连豆粕对美国大选（关税担忧）交易，或以事件驱动、短期波动为主。由于真实情况尚未可知、不确定性仍在，需要注意规避风险。

（个人观点，仅供参考，上述内容在任何情况下均不构成投资建议）

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

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国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货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。