

摘要：2024 年 11 月 6 日，特朗普就任美国总统后，鉴于其在上一任期间曾对我国发起贸易战，并于今年表态将对我国进一步加征关税，2025 年中美贸易关系一度成为包括油脂油料在内各对外高依赖度期货品种的交易焦点。11 月 7 日，连盘 2501 豆粕豆油合约均迎来大幅上涨，其中 M2501 单日上涨超过 3% 至 3100 点下方，在整体蛋白粕中占主导地位的豆粕相对豆油走强，也反映国内对于后续进口大豆供给的担忧。本文简要回顾上一轮贸易冲突的过程，并分析该过程中海内外大豆市场的期现货市场变化，为将来潜在的贸易冲突交易提供参照。

一、上一轮贸易摩擦期间国内外大豆供需复盘

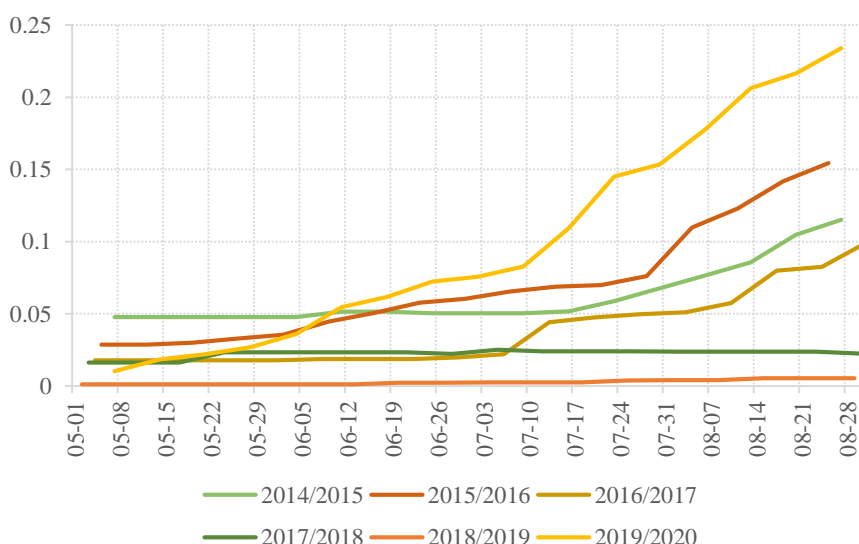
（一）中美大豆关税演进历程

2017 年 8 月，美国对我国启动 301 调查；2018 年 4 月 3 日，美国发布对我国加征 25% 关税商品清单，次日中国宣布对包括大豆在内的美国产品予以 25% 的关税反制；2018 年 6 月中旬，美中相继宣布在 7 月 6 日起正式征收关税，此时有效关税率为 28%。随后，中美双方开启数月的磋商，期间关税政策保持稳定。

2018 年 12 月初，中美两国元首在 G20 峰会上达成了 90 天的贸易战停战协议，双方同意不再加征新的关税，并继续进行贸易磋商。当月，特朗普在推特上宣布为帮助美国农民应对贸易战带来的冲击，将提供总共 120 亿美元的补贴，中国则恢复了对美国大豆的采购，作为双方贸易关系缓和的信号。2019 年 6 月 1 日中美双方再次针对部分商品提升关税，但不包含大豆；2019 年 8 月 23 日，中方对于美方再度升级关税作出回应，从 9 月 1 日起对大豆加征 5% 关税，此时总税率达到最高点 33%（贸易战前基础关税为 3%）。但在 2019 年 9 月 13 日，中方宣布支持排除美豆加征的进口关税，10 月 24 日，美豆关税排除额度再次追加 1000 万吨。2020 年 1 月，中美第一阶段经贸协议达成；2 月 17 日，中国对包括大豆在内的 696 项美国商品给予关税豁免，以支持采购，并于 3 月 2 日正式生效，此后进口关税维持在 3%。

（二）贸易摩擦初期进出口情况

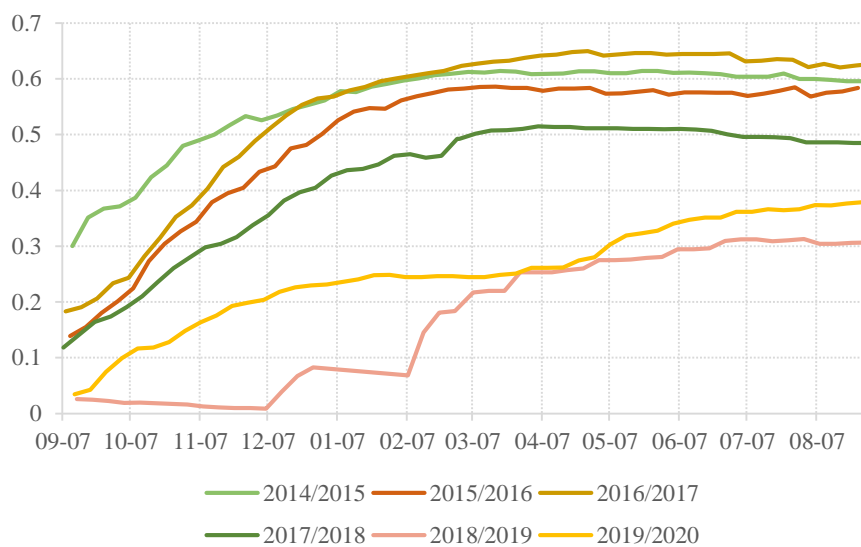
图1 新作美豆对中国预售进度



资料来源：USDA，永安期货研究中心

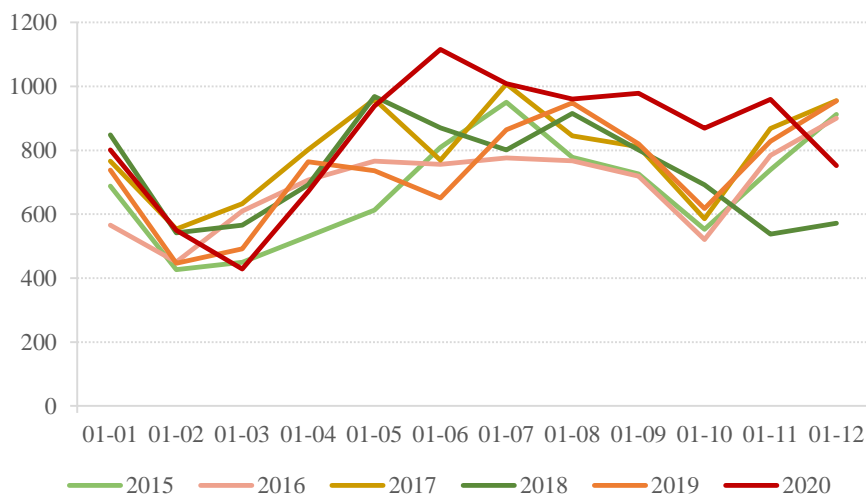
贸易摩擦对大豆进口的直接影响需要在美豆占进口主导地位的时候才能体现。根据 USDA 的美豆周度销售报告，自 18 年 6 月起，美国新作大豆对中国的预售进度呈停滞状态，加征关税的预期确实影响了新作美豆销售；但对旧作大豆而言则影响较小，尽管整体销售进度稍慢于前些年，但在 4 月也已接近完成，而对中国销售份额的收缩更多是由于南美大豆扩产迅速挤占市场导致的。次年，由于高关税已经落地，远期预售的美豆对中国则毫无吸引力。

图2 旧作美豆对中国销售进度



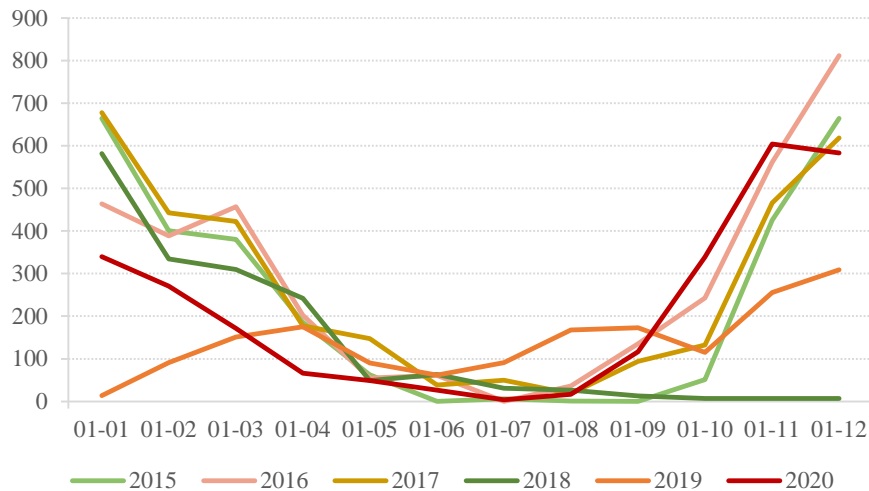
资料来源：USDA，永安期货研究中心

图3 中国大豆累积总进口量



资料来源：海关总署，永安期货研究中心

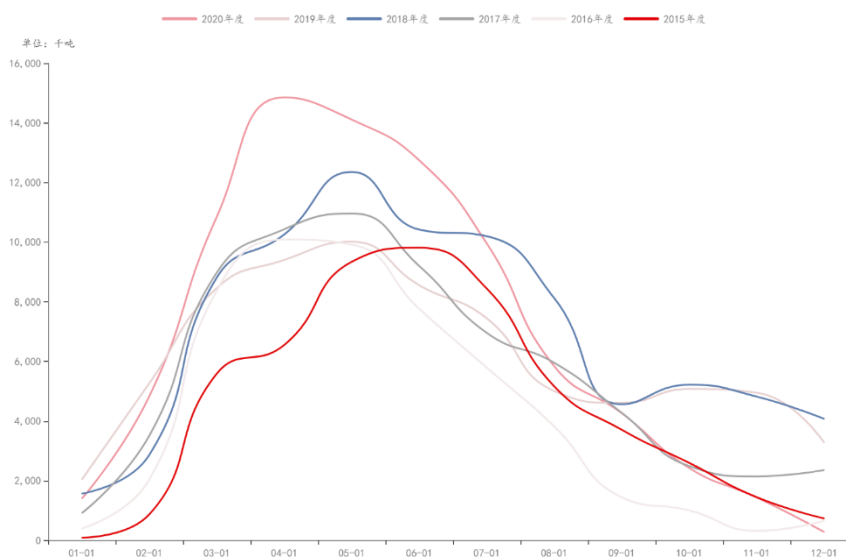
图4 中国向美国大豆进口量



资料来源：海关总署，永安期货研究中心

从实际的进口量来看，18 年进口量仅比 17 年稍低，且 11 月之前进口量几乎与 17 年持平，主要原因在于 4-8 月是美豆进口的季节性低谷，而 2017/2018 作季全球大豆供给由于巴西、美国的丰产而较为充裕。尽管阿根廷由于大幅减产而无力出口，但我国从巴西进口的大量大豆弥补了这一缺口。9 月北美大豆收获后，由于进口美豆无利润，美豆销售进度滞后，美豆进口下滑至接近于 0 的水平，但巴西大豆的进口则显著偏高，致使巴西大豆库存去化至较低的水平。

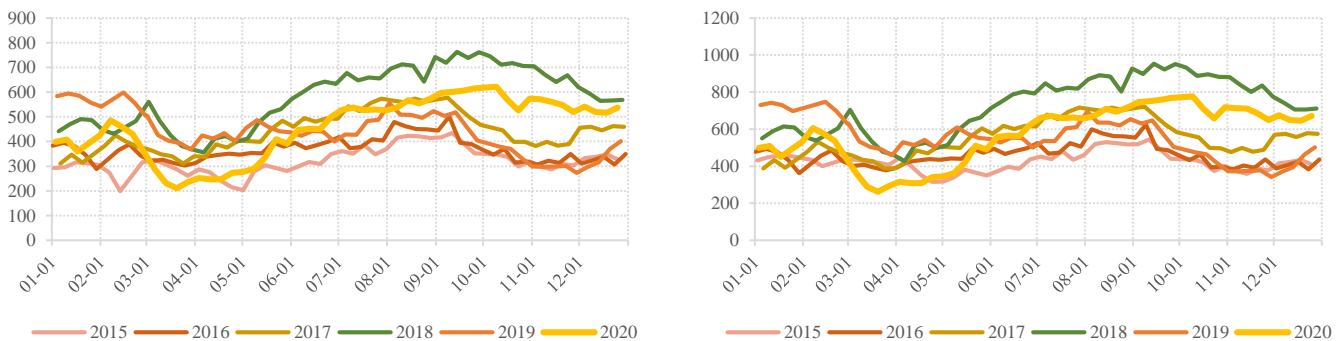
图5 巴西大豆出口量



资料来源：Abiove，钢联，永安期货研究中心

尽管从进口量上我们看不到有任何“抢出口”的迹象，但无论是国内咨询机构还是 USDA 的报告均显示累积的大豆库存已经明显高于往年。但同时我们也关注到数据之间似乎存在难以相互印证的地方——进口量同比低于 17 年 750 万吨，压榨量同比持平略减 200-250 万吨。考虑到库存数据的统计样本已经十分全面，库存数据或许更能侧面反映彼时供给量的充裕，反映大豆消费理应比观测到的数据更差。下游的养殖端实际上提供了相应证据：2018 年生猪养殖受非瘟影响存栏不断减少，均价下行使得养殖利润恶化，饲料端不得不调低猪料与禽料的豆粕添加比例，使用杂粕替代豆粕，从而豆粕消费受到抑制。消费的下滑与预防性主动补库的需要使得国内大豆库存在历史高位的基础上继续增加。考虑到未来外围市场供给的不确定性，维持超额库存具有合理性。

图6 国内大豆库存（左：压榨厂，右：港口，单位：万吨）



资料来源：钢联，永安期货研究中心

同时我们注意到，在美国与巴西 CNF 差异不足以弥补 25% 的关税差距时，2018 年 12 月与 2019 年 2 月均出现了美豆的集中购买，其更多属于缓和两国关系而发生的指导性购买行为，难以基于利润的角度进行预判，只能通过高频数据跟踪予以识别。

（三）贸易摩擦后期供需情况

2019 年一季度，大豆进口量同比减少 280 万吨，前期积累的大豆库存得以消化，库存回到历史中性水平。南美大豆上市前，北美大豆两次的集中采购在 2 月逐渐运出，并在 3-4 月体现在进口量上。但进入巴西大豆的传统进口旺季后，由于巴西大豆的减产，我国不得不将采购目标转向阿根廷。随着关税排除额度的陆续发放，进入 2019/2020 作季年度后，美豆采购进度同比明显改善，预售进度也远超往年，外加巴西的产量恢复，综合作用下 2020 年进口量呈现超量增加的状态，南美豆上市后，随着疫情管控趋向常态化，一度紧张的库存得以缓解。

二、上一轮贸易摩擦期间期现货市场价格表现

从库销比来看，大豆由于阿根廷减产而供需转紧，但 2018 年全球整体油籽边际宽松，美豆估值相比 2017 年变化不大。在此基础上，对于 2018 年 4 月以来的豆粕交易划分为 3 个阶段：4-6 月，押注贸易战激烈程度；6-10 月，预测四季度供给缺口；10 月-年底，强预期转向弱现实。贸易题材的交易中，政策的影响并非只在其落地之后，市场各主体对政策落地的概率预期也对期现货市场有或领先或滞后的影响。

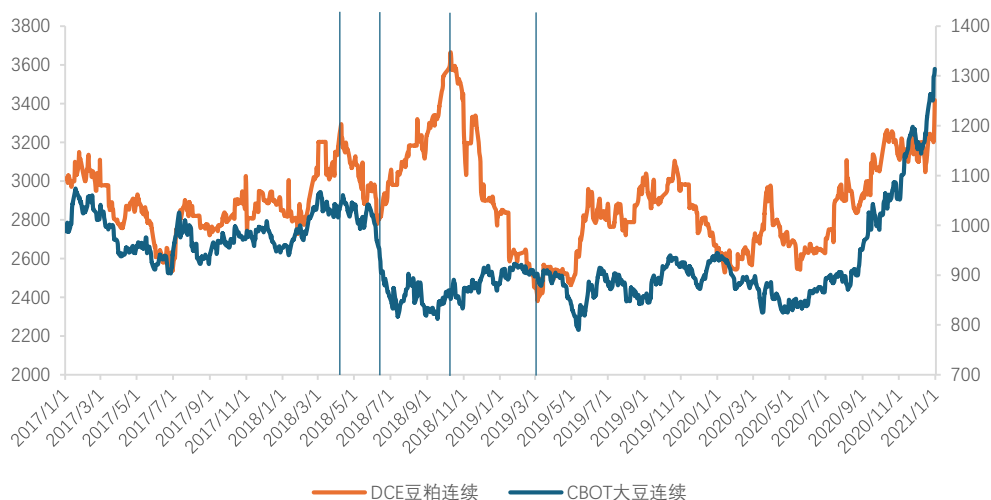
一季度阿根廷干旱推升连粕走高后，4 月加征关税消息披露，预期对行情的影响逐渐放大，连粕波动率也有所提高。4 月 6 日 M1805 合约单日上涨 3.7%，涨幅超过 M1809 合约。但由于加征时间尚不确定，中美磋商过程中有缓和迹象出现，且巴西大豆产量不断上调，情绪有所降温，连粕回落。9-1 价差的下行，实际上也是对提前补库以防现货短缺的激励，但幅度并不算太大，6 月 14 日达到低点-114 元/吨。

2018年6月16日，关税政策确定于7月1日开始实施，次日巴西8-10月大豆CNF跳涨约80美分/蒲式尔，连粕与美盘大豆走势开始反向运行，国内预防性补库下，出现持续数月的上涨行情，近端供需紧张成为交易主线，9-1价差开始持续走正套。

2018年9月底开始，港口库存小幅去化，油厂库存也跟随减少，但10月中旬下游豆粕库存见底回升，同时连粕行情见顶。由量价关系我们可以判断此次上涨更多是下游出于豆粕消费旺季预期而主动补库，但后续养殖端的消费不及预期，豆粕胀库，价格承压。9-12月，南美大豆的进口陆续到港，对国内供给形成有效补充，12月中美双方贸易战的暂停也增加了美豆进口恢复的概率，连盘豆粕持续下行，美豆低位小幅反弹，但库存水平达到历史最高。

2019年5月，中美磋商后并未达成实质进展，特朗普表示将进一步扩大加征关税所涉及的商品范围，连粕与美豆走势再度分化，端午后美豆播种进度延迟炒作也利好行情。9-10月免加征关税配额陆续发放后，美豆对我国销售进度显著提升，贸易战行情逐渐平息。

图7 美豆与连粕走势



资料来源：海关总署，永安期货研究中心

三、 后续中美贸易摩擦可能性与影响浅析

道格拉斯·欧文将关税对于一国的作用总结为三点：增加税收、保护国内产业、互惠贸易（即作为与对手国谈判以增加本国商品出口的筹码）。特朗普幕僚莱特希泽一贯支持通过贸易政策来实现“互惠”，主张对中国加征高关税以平衡贸易逆差。从经常账户差额来看，贸易战后美国对中国的逆差确实收窄了，这一“成效”或许成为特朗普上任后继续加征关税的理由，但尽管2020年中美贸易战告一段落，实际上拜登政府延续了特朗普政府的贸易政策，美国向中国进口征收的有效关税相比18年前已明显抬升，进一步提高关税对美国国内消费者福利和通胀控制可能带来负面影响，而带来的政治收益或边际降低，是否升级贸易摩擦以及何时“开战”仍是未定之数。

美国对我国加征关税的方式主要有两种：301贸易调查，或取消我国最惠国待遇。若特朗普上任后展开贸易调查，也需要最短半年时间；而取消我国最惠国待遇的《对华贸易关系法案》于2024年9月25日提交参议院，还需两院进行投票，简单半数通过后方可生效，也需要较长的时间。综合看来，下一轮贸易摩擦即

使发生，大概率还需要较长的时间，届时南美产量与库存多半已成为明牌，国内压榨厂也可能提前建立大豆与替代油脂油料库存以应对潜在冲突。

倘若贸易摩擦发生，南美大豆的供应能力成为影响我国大豆供需的关键因素。由于阿根廷大豆本身更多用于国内压榨，而我国直接进口豆粕和豆油的量又相对小，因此其占我国大豆进口的份额趋势性收缩，仅起到进口补充作用，对我国大豆的影响更多通过影响全球油籽估值来间接体现。即使在阿根廷减产的年份，只要巴西大豆的产出和出口能力保持稳定增长，我国大豆的供给就不至于过度紧张。因此，南美大豆的发运量以及升贴水成为跟踪观测的重要指标；同时，美豆尽管缺失性价比，也可能出现超预期的进口，而这种超预期的进口可能成为市场观测贸易战后续持续概率的指标。

当前 2024/2025 作季，G3 中美国已确定性增产，巴西与阿根廷产量大概率再创新高，意味着全球大豆估值中枢较前一作季下行。美豆销售进度尚可，而出口进度偏快，后续我国进口到港料充裕。若后续市场对特朗普如期加征关税的预期增加，国内大豆库存水平也理应抬高。南美大豆上市期间预计国内豆粕将呈现反套走势，而南美增加的近 2000 万吨大豆足以弥补美豆的进口缺口。全球大豆贸易流的重构将提升大豆的仓储成本，对美豆的压力或大于连粕。

免责声明：

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。且全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，客户应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我公司不承担任何责任。未经公司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我们均不承担任何责任。