

关税大战对农产品市场影响分析



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

报告日期: 2025 年 4 月 6 日

★ 政策情况

4月2日,美“对等关税”政策落地:对全球加征关税,其中对中国实施34%的对等关税。4月4日,中国发布反制措施,对原产于美国的所有进口商品加征34%关税。美国激进的“对等关税”政策宣布后,金融市场陷入动荡,外盘农产品大多出现较大跌幅。国内农产品期货市场由于清明节假期休市,尚未充分消化该轮贸易政策影响,节后内盘将继续反应。

★ 主要农产品影响解读

豆粕: 中国对进口美豆加征关税,利空 CBOT 大豆,利多巴西 CNF 升贴水,利多国内豆粕期货,对豆粕远月合约的影响大于近月。

油脂: 美豆以及美豆油的需求将遭受巨大打击,国际豆油价格的下跌以及全球市场恐慌的影响下,国内三大油脂预计低开后承压,远月豆油下跌幅度或相对有限。在市场情绪企稳前不建议过早布局多单。中长期来看,仍需关注棕榈油产地产量恢复情况以及美国生物燃料后续政策的敲定,可关注下跌后的逢低多单布局,但由于特朗普政策的不确定性过高,建议控制仓位把控风险。

棉花: 国内外棉花需求都将不可避免受到影响,外围风险资产集体遭遇抛售也利空棉市,短期郑棉偏空,但抗跌性将相对强于外盘。后续需关注美国“对等关税”政策发布后其他国的反应,以及中国的反制措施公布后美国是否还会有进一步的打击等,目前尚难言政策利空兑现,不建议盲目抄底,市场波动风险较大,建议轻仓谨慎以对。

★ 风险提示

金融市场出现流动性危机的风险、超预期的产业政策风险以及极端天气风险等。

方慧玲 首席分析师 (白糖&棉花)

从业资格号: F3039861

投资咨询从业资格号: Z0010565

Tel: 8621-63325888-2737

Email: huiling.fang@orientfutures.com

黄玉萍 资深分析师 (油籽&豆类粕)

从业资格号: F3079233

投资咨询从业资格号: Z0015897

Tel: 63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com

李兆聪 分析师 (油脂)

从业资格号: F03117868

Tel: 13262285536

Email: zhaocong.li@orientfutures.com

目录

1、 美国宣布激进“对等关税”政策，引发中方反制	4
2、 相关农产品影响分析解读	4
2.1、 豆粕	4
2.2、 油脂	6
2.3、 棉花	8
3、 风险提示	10

图表目录

图表 1：美豆出口主要目的地.....	5
图表 2：巴西 5 月船期 CNF 升贴水	5
图表 3：中国自美国进口大豆数量	6
图表 4：中国自巴西进口大豆 数量.....	6
图表 5：国际豆棕价差	7
图表 6：南北美豆油价格.....	7
图表 7：POGO 价差.....	8
图表 8：BOHO 价差.....	8
图表 9：当前年度美棉累计出口签约至各国量（截至 3 月 27 日左右）	9
图表 10：当前年度美棉周度出口签约至中国量.....	9
图表 11：巴西和美国占全球出口的比例情况	10
图表 12：中国棉花商业库存.....	10

1、美国宣布激进“对等关税”政策，引发中方反制

4月2日，美国政府宣布“对等关税”政策：美国将对所有进口商品加征基础10%的全面关税（4月5日开始执行），并对某些贸易伙伴征收更高关税，其中包括中国（34%）、欧盟（20%）、日本（24%）、韩国（25%）、中国台湾（32%）、印度（26%）、泰国（36%）、越南（46%）等，更高关税将从4月9日开始执行。

在特朗普签署关税政策之后，部分经济体宣布了反制政策。4月4日，中国发布系列反制措施，宣布自4月10日起，对原产于美国的所有进口商品在现行适用关税税率基础上加征34%关税，而现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。

美国激进的“对等关税”政策宣布后，金融市场陷入动荡，风险资产普遍遭遇抛售，外盘农产品市场大多出现较大跌幅。国内农产品期货市场由于清明节假期休市，尚未充分消化该轮贸易政策影响，节后内盘将继续反应。

美国的“对等关税”政策及随后的中国反制政策对国内农产品市场影响几何？我们认为，就农产品方面而言，其主要影响国内的油脂油料及棉花市场，我们在下文将对相关农产品市场分别做出分析解读。

2、相关农产品影响分析解读

2.1、豆粕

美国宣布对等关税后，我国随即宣布自4月10日12时01分起对原产于美国的所有进口商品加征34%关税。具体到大豆，此前关税是3%，3月10日起对进口美豆加征10%关税，此次再次加征34%，故**进口美豆关税升至47%**，远高于2018年贸易战对进口美豆加征25%关税。

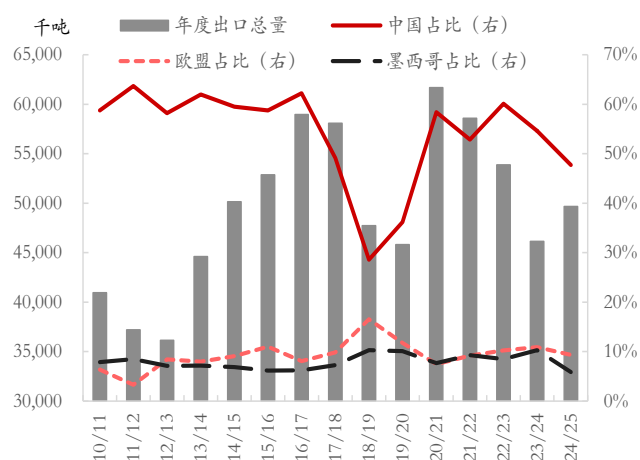
中国对进口美豆加征关税，利空 CBOT 大豆，利多巴西 CNF 升贴水，利多国内豆粕期货，对豆粕远月合约的影响大于近月。

对美国而言，虽然近年其大豆出口目的地更加多元，对中国出口占比有所下降，欧盟、墨西哥、日本、印尼、台湾、埃及、泰国、巴基斯坦和越南都是美豆主要出口目的地，但由于对等关税涵盖美国所有贸易伙伴，因此美豆出口将遭遇毁灭性打击。虽然过去两周特朗普似乎寻求让相关利益方在清洁能源政策中达成共识，市场一度对生柴生产补贴及 RVO 义务规定上调保持乐观，但最新消息特朗普团队提议关闭清洁能源办公室并削减90亿美元补贴。考虑到特朗普政策的多变，目前对美豆压榨需求也不宜过分乐观，此为后话。结论是，对等关税导致出口崩塌的情况下，我们可能再难看到1000美分以

上的 CBOT 大豆。与之相对的是全世界大豆需求将转向巴西，巴西 CNF 升贴水将明显上涨，理论上限为各国进口美豆加税后的价格。

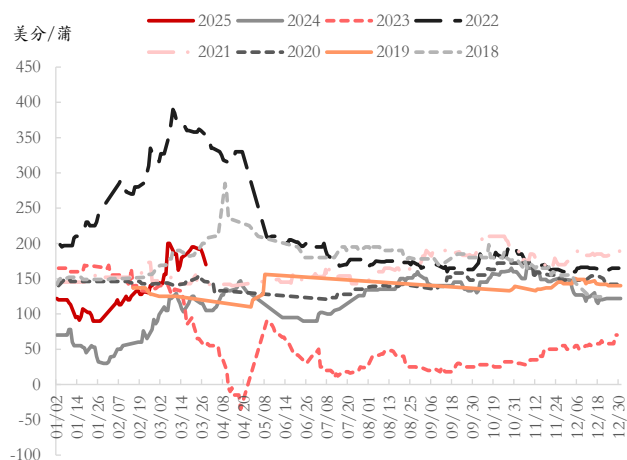
国内进口大豆结构和季节性我们已经阐述过多次：我国进口大豆来源国中巴西早已占据绝对优势，2024 年我国 71.1% 进口大豆来自巴西，美国只占 21.1%。由于巴西和美国分属南北半球，每年 2-3 季度我国进口大豆供应几乎完全来自巴西，因此中美贸易战实质对 2-3 季度我国进口大豆供应量的影响微乎其微（但是考虑到巴西豆可能涨价，中美贸易战对豆粕近月仍构成一定利多）。贸易战对豆粕远月合约影响更大，因为对进口美豆加征关税后 4 季度至明年 1 季度我国可能面临大豆供应紧缺。我们对豆粕偏多的观点不变，预计清明小长假后豆粕期价将上涨，但或许还需要考虑在美国对等关税后对经济增速放缓的担忧是否会拖累豆粕上涨幅度。未来持续关注中美关系发展、巴西出口报价及美豆产区天气情况。

图表 1：美豆出口主要目的地



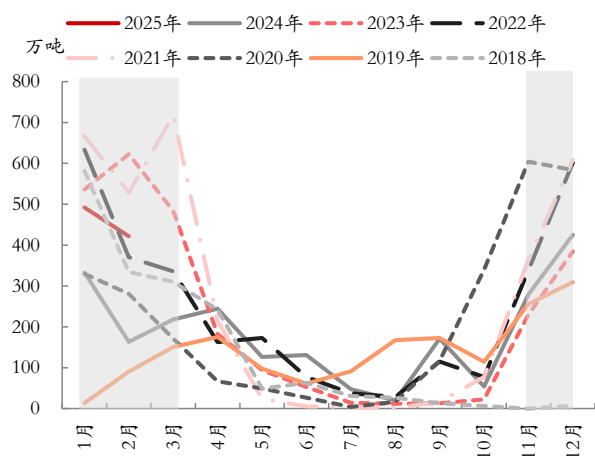
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 2：巴西 5 月船期 CNF 升贴水



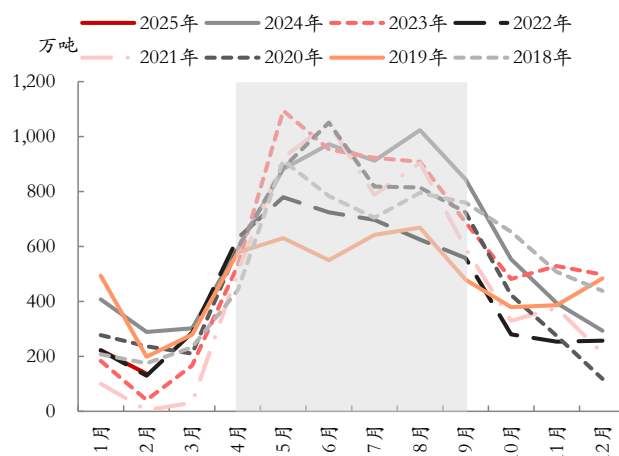
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 3：中国自美国进口大豆数量



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 4：中国自巴西进口大豆数量



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

2.2、油脂

北京时间 4 月 3 日凌晨，特朗普宣布实施“对等关税”，随后在北京时间 4 月 4 日，我国宣布对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税进行反制。

本轮中美贸易冲突的加剧对于油脂市场的影响需要分为几个维度来看。

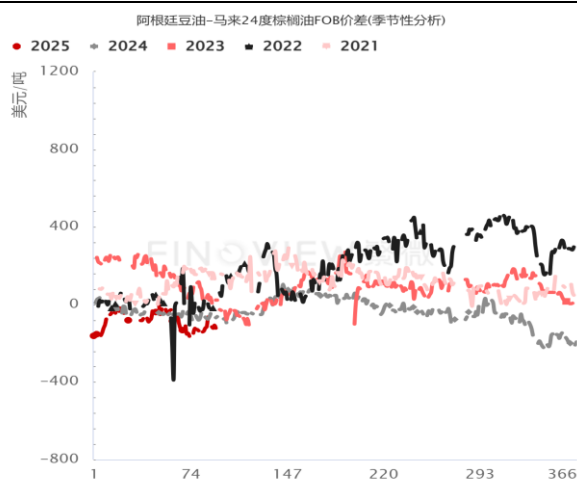
首先是从供需层面的角度。国际市场方面，美国此次关税覆盖了几乎所有的贸易伙伴，对于美豆以及美豆油的需求将造成巨大打击，受此影响美豆美豆油价格应声下跌，并带动南美豆油价格下跌。国际豆油价格的下跌使得本就具有较高溢价的棕榈油性价比进一步下降，故马棕油也随后跟跌。国内市场方面，我国基本不会从美国直接进口豆油，而从美国进口大豆的占比也已经远不及巴西，2024 年仅占 21.1%，且第二至第三季度国内大豆供应均来自于巴西，故对于近月豆油的影响较小，对于 09 合约以及 01 合约豆油存在些许利多影响。但是由于我国棕榈油价格与马棕价格直接挂钩，而国际豆油价格的下跌又带动了马棕的下跌，故我国棕榈油价格预计将显著走低，从而带动其他油脂价格的下跌，故我们认为开盘后国内三大油脂 05 合约均将大幅低开，而豆油远月合约跌幅将显著小于近月。

其次是生物燃料的层面。由于本次特朗普的关税政策使得全球市场陷入恐慌，原油大幅跳水，使得全球生物燃料的全产业链利润大幅下滑，POGO 价差、BOHO 价差大幅上涨，这将显著压低作为生物柴油原料的植物油的价格，而印尼非 PSO 部门本就不明朗的 B40 执行进度也将进一步受阻。此外，即便近期美国的生物燃料政策预期较为乐观，但特朗普提议关闭清洁能源办公室并削减 90 亿美元补贴的消息又为刚刚有所起色的生物燃料市场泼了一盆冷水，因为后续补贴政策的确立将决定了美豆油是否会对其余的原

料进行替代，而在加拿大菜油在符合美加墨豁免范围内的情况下，菜油能否获得补贴或将成为约 300 万吨原料的去向。不过长期来看，美豆油后续能否对菜油形成替代暂且不提，至少在美国对中国加征 34% 的对等关税后，美国从中国进口的约 200 万吨 UCO 基本会全部被替代，这部分替代增量最终去往何处则需要由补贴政策决定。且随着 RINs 价格的上涨，美国生物柴油掺混利润一度出现好转，故当后续市场情绪以及原油价格企稳后，美豆油在美国生物燃料市场中的需求增量依旧会存在，而增量数值则取决于后续的补贴政策，能否覆盖美豆出口的减量或将决定全球油脂中长期价格中枢的走势。

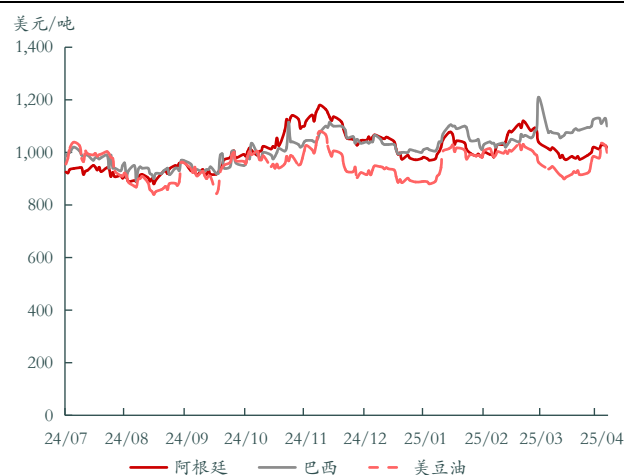
综上所述，短期在国际豆油价格下跌以及全球市场恐慌的影响下，国内三大油脂预计低开后将承压，远月豆油下跌幅度或相对有限。在市场情绪企稳前不建议过早布局多单。中长期来看，仍需关注棕榈油产地产量恢复情况以及美国生物燃料后续政策的敲定，可关注下跌后的逢低多单布局，但由于特朗普政策的不确定性过高，建议控制仓位把控风险。

图表 5：国际豆棕价差

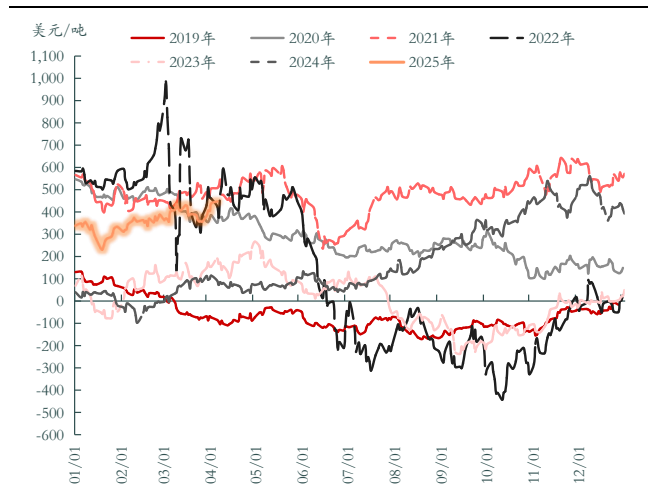


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

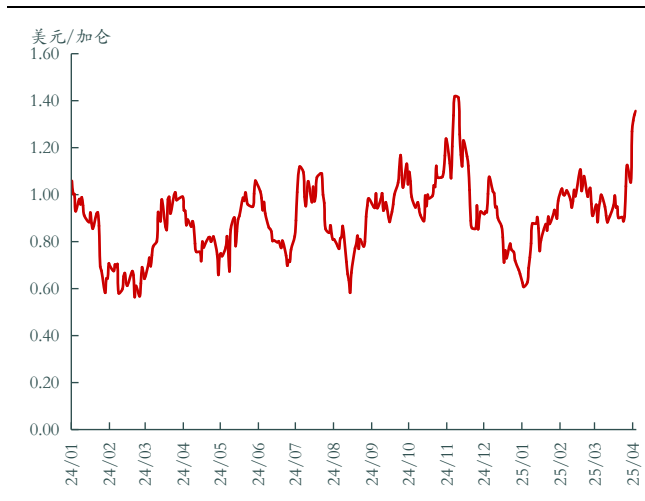
图表 6：南北美豆油价格



资料来源：Reuters，东证衍生品研究院

图表 7: POGO 价差


资料来源: Reuters, 东证衍生品研究院

图表 8: BOHO 价差


资料来源: Reuters, 东证衍生品研究院

2.3、棉花

外盘方面:

美国“对等关税”政策比预期更为激进,引发金融市场动荡,4月3日ICE棉价封于跌停;4月4日迎来了中方的反制措施出台,ICE棉价进一步下跌。中国宣布对原产于美国的所有进口商品,在现行适用关税税率基础上加征34%关税,此前3月初中国已宣布对进口美棉加征15%关税,则今年到目前为止,中国对进口美棉累计加征了49%的关税。中国对24/25年度美棉的采购持续低迷,在3月初宣布加征15%关税政策后,中国对美棉的进口已签约合同进行取消。截至3月27日,24/25年度中国累计采购签约美棉仅16.04万吨,还有1.94万吨尚未装船,这些未装船也将在后续被取消,则24/25年度中国累计采购美棉量将仅为14.10万吨,占美棉出口预估总量约6%,比新冠疫情期间还要低。愈演愈烈的贸易战形势下,下年度美棉出口前景面临的挑战和不确定性增加,若贸易战后持续未能缓和,全球最大纺织国中国对下年度美棉的采购或将完全停止;贸易战令需求前景低迷,对供应链构成重大风险,其他纺织国对美棉远期的采购也将十分谨慎,下年度美棉的出口签约将非常缓慢。

国内方面:

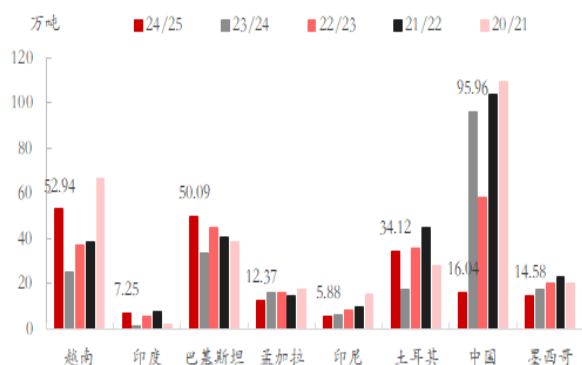
下游纺织: 特朗普对全球加征关税,其中对中国实施34%的对等关税,叠加之前加征的20%关税,今年累计加征关税幅度已达54%。2024年中国纺织出口增长已经是通过“以价换量”、牺牲企业利润来换取的,产业利润微薄,美国作为中国最大的单一出口国市场,超高的关税将对中国纺织出口形成较大冲击;此外,美国对东南亚国家也实施了较大幅度的关税加征,中国通过东南亚转口输美贸易之路也被堵住;而且,特朗普还签署行政令,自美东时间5月2日起终止从中国内地和中国香港输美小额包裹的免税待遇。

中国免税运送低价包裹入美的贸易渠道也被关闭。美国政府对中国商品采取全面的“围堵”，纺服出口面临巨大的下行压力，再加上特朗普上任前“抢出口”带来的出口订单前置，出口压力料将自二季度显现。逆全球化及中美脱钩将令全球及中国经济前景蒙阴，这也会影响到纺服内外需。

上游棉花：中国再度反制，对原产于美国的所有进口商品进一步加征 34% 关税。一方面，中国对美棉的采购将停止，将更多转向巴西及中亚国家，近年来巴西棉花产量持续上升，目前产量及出口供应已超过美国，中国对美棉进口的依赖度已然大幅降低，叠加国储库存充足以及疆棉高产，该措施对国内棉花资源供应威胁不大；另一方面，由于纺服出口需求将受到较大冲击，则需要进口棉及进口棉纱的量本身也将减少。因此，中美贸易战不会导致国内棉花供应大幅紧缩而出现上涨，反而将受到纺服需求下滑的拖累，且由于棉纱在国际市场与东南亚国家的贸易是自由竞争的，外棉、外纱下跌也将对国内棉纱市场进而对棉花市场形成拖累。再加上美国超预期激进的对等关税政策以及中国迅速反制表现出来的强硬，令金融市场整体陷入恐慌氛围，风险资产普遍遭遇抛售也将令棉花市场承压。但郑棉市场受到的冲击将小于美棉，中美激烈的贸易战对美棉利空影响相对更大，而且国内棉花市场已处于商业库存去化期，考虑到今年新疆资源集中度较高、北疆棉花基差坚挺，郑棉抗跌性将强于外盘，有利于内外反套。

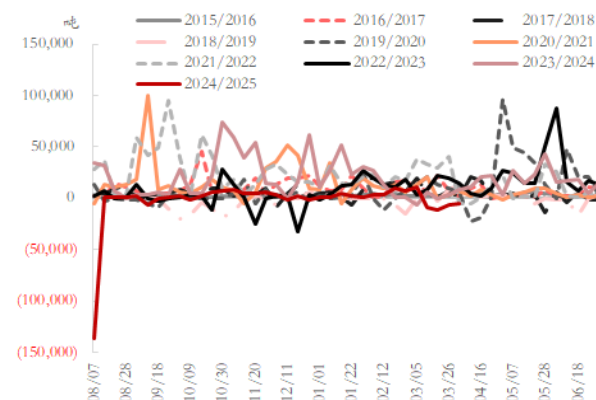
综合来看，美国“对等关税”政策及随后中方反制措施令全球贸易战进一步加剧，金融市场动荡，国内外棉花需求都将不可避免受到影响，外围风险资产集体遭遇抛售也利空棉市，短期郑棉偏空，但抗跌性将相对强于外盘。后续需关注美国“对等关税”政策发布后其他国的反应，以及中国的反制措施公布后美国是否还会有进一步的打击等，目前尚难言政策利空兑现，不建议盲目抄底，市场波动风险较大，建议轻仓谨慎以对。

图表 9：当前年度美棉累计出口签约至各国量（截至 3 月 27 日左右）



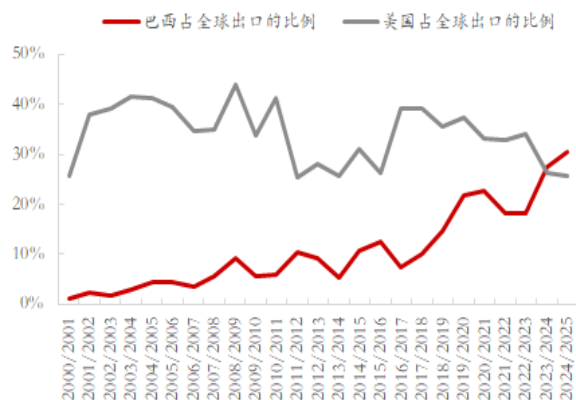
资料来源：USDA

图表 10：当前年度美棉周度出口签约至中国量



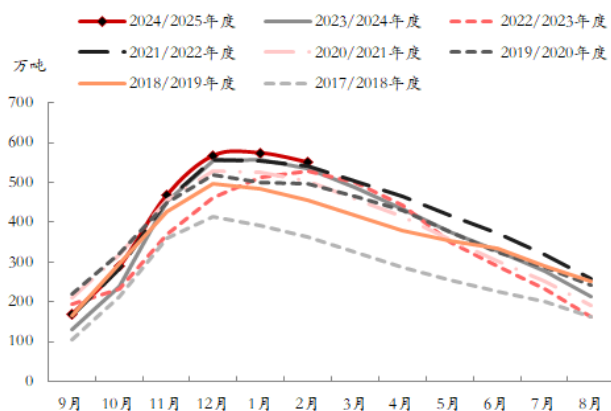
资料来源：USDA

图表 11：巴西和美国占全球出口的比例情况



资料来源：USDA

图表 12：中国棉花商业库存



资料来源：USDA

3、风险提示

金融市场出现流动性危机的风险、超预期的产业政策风险以及极端天气风险等。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告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的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com