

2024 年 11 月 29 日

美国生柴补贴延续可能性分析及对美豆油影响评估

——全球生物柴油系列报告

李隽钰 投资咨询从业资格号: Z0021380 lijunyu028807@gtjas.com

报告导读:

特朗普和共和党控制的国会可能不会完全废除《通胀削减法案》，因为很多资金都流向了红州，但 452 的落实和模型的确定已经十分困难，甚至可以合理怀疑不再推进。

特朗普上一任期内，BTC 并非丝滑延期，2017 年宣誓就职后，行业经历了两年没有 BTC 的黑暗时间。上一次 BTC 的追溯性恢复是当年爱荷华州参议员查克·格拉斯利牵头谈判后达成的，当下新任参议院多数党领袖中不乏生物燃料的坚定支持者，我们仍可以盼望 BTC 获得重新追溯的机会。

特朗普大概率不再给到年度 RVO 的增量，并且将每一年的 SRE 给满并逐年累计，最终发现，只从完成义务的角度来看——2025 年美国生物质柴油的产量最大可以承担同比 100-150 万吨产量的减少——且还能保证 RIN 的盈余在 10 亿加仑以上。

放松环境监管和给予可再生能源一定的支持可以同时存在，特朗普的政策其实更强调对外部竞争的打压遏制，这也有利于绿色能源和传统油气集团共同把蛋糕做大。虽然涉及 PTC 的资金大概 40 亿美金一年，和 IRA 庞大的 4000 亿总支出相比不算多，BTC 也还有延续的希望，但我们可能不得不面对一个现实——2025 年，在 PTC 落地已经不再推进甚至无法保留的同时，BTC 也需要进行艰难的游说。当两者都不能提供有效确定性，行业可能再次陷入 2017-2019 年一样的静默时期。

当 BTC 或 PTC 都缺位的情况下，炼厂将完全失去掺混意愿，利空向上游传导，最终传导到 BOHO 价差的支撑位下移至 14 美分/加仑左右，美豆油支撑位跌到 33 美分/磅左右（假设柴油价格维持在现在的水平上），以让全行业勉强支撑到追溯 BTC 的那一天——如果没有倒在黎明前的话。

今年来看炼厂和生柴厂在这个阶段其实都具有相当的议价权，最有可能挤压的首先是 2023 年以来为了补充美豆油而被允许进入美国原料市场的加拿大菜油、中国 UCO 和巴西牛油，其次是榨利，同时其他州也正在没有联邦政府参与的情况下继续推进气候进程，因此我们也认为此次冲击下的 BOHO 价格和美豆油可能不会到达理论最低值，美豆油和生柴将向外寻求出口来得到进一步支撑。

目录

1. 泽尔丁可能为 EPA 带来什么危害？	3
2. 特朗普上一任期做了什么？——RVO、SRE 和 BTC	4
3. 在做 CFPC 和 BTC 的选择之前，让我们先思考——有没有可能全都不选？	6
4. 特朗普 2.0 与 1.0 时期的环境有何变化？补贴的延续有没有希望？	7
5. CFPC 和 BTC 到底怎么选？	8
5.1 如果进入税收抵免空白期，生柴厂将面临怎样的困境？	8
5.2 如果 PTC，会给生柴产业带来怎样的变化？	11
5.3 如果 BTC，会给生柴产业带来怎样的变化？	12
6. 总结	12

（正文）

尽管在特朗普竞选成功的后一天，我们通过《45Z 争议及特朗普政策倾向对美豆油的影响分析》表明了对于美国生柴政策后续走向的态度和看法，但此后还是不断有新的震撼给予我们新的恐惧——泽尔丁要毁灭一切？特朗普撤回所有对生物燃料的补贴？

以及还是有不断讨论的声音——PTC 实行或是 BTC 延长对美豆油究竟是利多利空？有哪些场景将会出现？当对国内原料的保护姿态与给本土原料的补贴反而偏少两件事同时出现，美豆油将如何反应？补贴减少后，利润又该如何修复？……

本文在此基础上进一步延展，主要围绕以下话题展开：

- 1、泽尔丁可能为 EPA 带来什么危害？
- 2、特朗普上一任期做了什么？——RVO、SRE 和 BTC
- 3、在做 CFPC 和 BTC 的选择之前，让我们先思考——有没有可能全都不选？
- 4、特朗普 2.0 与 1.0 时期的环境有何变化？补贴的延续有没有希望？
- 5、CFPC 和 BTC 到底怎么选？
- 6、如果进入税收抵免空白期，生柴厂将面临怎样的困境？
- 7、如果真的改成 PTC，会给生柴产业带来怎样的变化？
- 8、继续 BTC，生柴产业就能得救了吗？

1. 泽尔丁可能为 EPA 带来什么危害？

“我很荣幸能加入特朗普总统的内阁，担任环保署署长。我们将恢复美国在能源领域的主导地位，振兴我们的汽车行业，为美国带来就业机会，并使美国成为人工智能领域的全球领导者。我们将在实现这些目标的同时，保护人们获得清洁的空气和水。”——李·泽尔丁（就好像他被任命为能源或商务部长，而不是环保署署长一样……）

李·泽尔丁是 2017 年废除 RFS 法案的共同发起人，该法案将取消 RFS 的某些要求。在共同发起废除 RFS 法案之前，泽尔丁于 2015 年共同签署了一封信，希望降低 2016 年的可再生燃料义务。2018 年，艾泽尔丁与当时的 EPA 管理员 Wheeler 联名签署了一封信，要求 EPA 将混合要求保持在“低于 10% 的混合水平”，并声称像 E15 和 E85 这样的混合“不切实际且没有必要”。时代变了。他的观点变了吗？

2022 年，泽尔丁与凯西·霍楚尔竞选纽约州州长时，他主要以法律和秩序为竞选纲领，在环保方面的功绩主要限于担任州参议员期间举办的年度“教孩子钓鱼”日，以及参加过小型国会党团，如气候解决方案党团、国会河口党团和备受争议的保守党气候党团。泽尔丁加入这些党团可能只是为了表现出对选民关切的回应，因为长岛海湾污染是泽尔丁前选区的一个大问题。这些成员身份并不意味着他投了环保票：泽尔丁投票削减环保署资金、废除化学品风险评估计划，并阻止采取行动限制碳污染。环境保护选民联盟给泽尔丁的终身得分为 14%。泽尔丁之所以能被提名为环保署长，并不是因为他对环境问题感兴趣或履历有资格，而是因为他是特朗普的忠实支持者。

一位几乎没什么明显个人色彩的特朗普死忠粉上任，表明环保署即将做的事情正是特朗普明确承诺的

事情。特朗普一直高喊将撤销拜登时代的环境法规，以换取来自炼油集团 10 亿美元的竞选捐款，美国勘探和生产委员会（AXPC）已经起草了详细计划，主要针对取消对过量甲烷排放收取的费用及改变 EPA 的汽车排放标准。

甲烷规则（WEC）可能会更快地被撤销。由于该规则 11 月才最终确定，因此很容易受到《国会审查法案》的约束，可用于废除“在新政府就职前 60 个立法日内最终确定的”规则，只需国会简单多数即可。特朗普政府上次使用过这种方法，拜登政府也使用过这种方法。因此，对于《通胀削减法案》已经确定的规则，环保署将继续有义务实施，直到国会废除或修改 IRA 的条款（需要比较漫长的流程时间），但也有机构未能实施规则的例子；对于已经提出但尚未最终确定的规则，环保署可以立即废除。

45Z 抵免政策的实施细节尚不明朗，这让特朗普及其共和党盟友在细节和时限上拥有相当大的裁量权。正在形成的共识似乎是：特朗普和共和党控制的国会可能不会完全废除《通胀削减法案》，因为很多资金都流向了红州，但 45Z 的落实和模型的确定已经十分困难，甚至可以合理怀疑不再推进。能源气候政策落实可能较快，尤其是《巴黎协定》的再次退出。

当然，特朗普第二届政府对气候政策的影响究竟有多大还有待观察，但我能想到的推演情况都非常暗淡。

2. 特朗普上一任期做了什么？——RVO、SRE 和 BTC

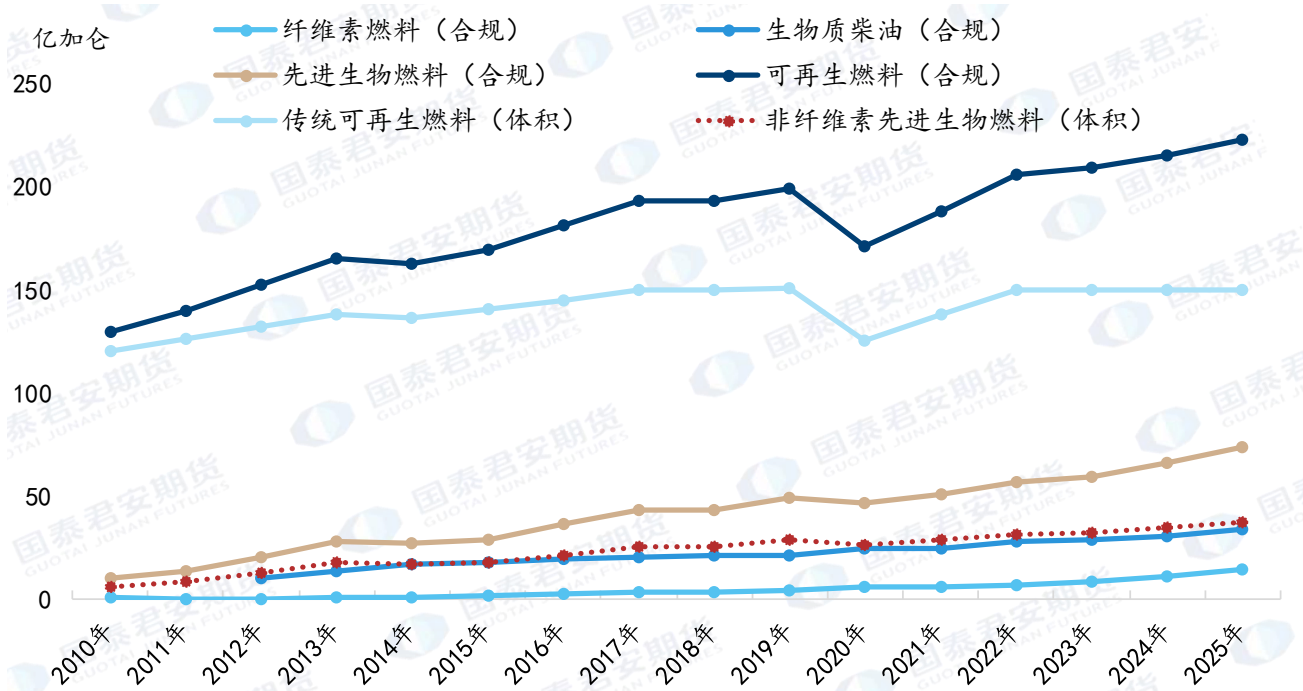
在特朗普第一任期的 2017 年到 2021 年，政策落地顺序大致为：移民、能源气候、减税和关税。我们知**道的是他放松了环保法规，更慷慨地发放了 SRE，要求 EPA 尽量不调整可再生义务量。**EPA 试图在炼油商和生物燃料利益之间取得平衡，RVO 基本持平或小幅增长，但通过了更多的义务豁免，这导致 RVO 在四年时间里原地踏步，D4、D5 和 D6 供应过剩，并将 RINs 价格推至五年最低点。因此从这点来看，我们暂时不再给到年度 RVO 的增量，并且将每一年的 SRE 给满并逐年累计，最终发现，只从完成义务的角度来看——2025 年美国生物质柴油的产量最大可以承担同比 100-150 万吨产量的减少——且还能保证 RIN 的盈余在 10 亿加仑以上。

表 1：特朗普第一任期内的 RVO 公布情况

单位：亿加仑	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
纤维素燃料	2.3	3.11	2.88	3.81	5.1	5.6
生物质柴油	19	20	21	21	24.3	24.3
先进生物燃料	36.1	42.8	42.9	48.8	46.3	50.5
可再生燃料	181.1	192.8	192.9	199.2	171.3	188.4

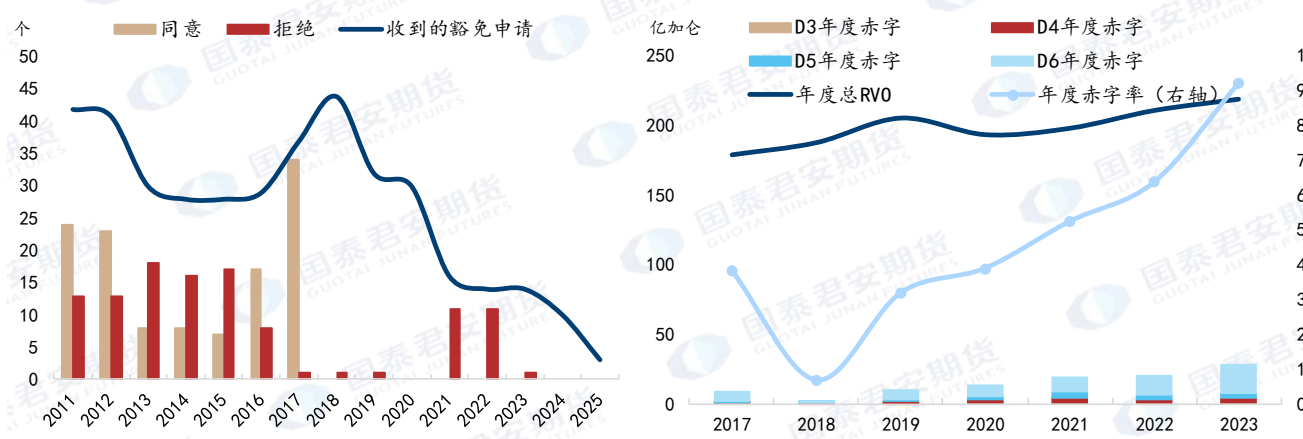
资料来源：EPA，国泰君安期货研究

图 1：美国可再生义务（RVO）每年制定情况



资料来源：EPA，国泰君安期货研究

图 2：小型炼厂豁免与年度可再生义务未完成情况



资料来源：EPA，国泰君安期货研究

再就是 BTC，在上一任期内，特朗普也签署了一项新的预算协议，将每加仑 1 美元的生物柴油掺混税收抵免历史性地延长五年。

BTC 激励措施于 2005 年首次生效，是 2004 年《美国就业创造法案》的一部分，之后经过一系列后续续期，从未实现超过两年的向前、向后或两者结合的延长。

生物柴油行业对 BTC 的时断时续并不陌生——自 2004 年以来，该抵免已失效六次。在特朗普追溯 BTC 之前，已经有近两年没有抵免——这是生物柴油行业没有税收减免的最长时间——部分原因是国会的党派政治，民主党众议院和共和党参议院在能源政策的优先事项上存在分歧。

2019年12月20日，特朗普恢复为期五年的生物柴油税收抵免，并追溯2018年和2019年的减免，同时在2020-2022年保持延期，为许多苦苦挣扎的生物柴油生产商提供了最后一刻的生命线——当EPA批准的豁免数量创下历史新高时，对税收减免的进一步掠夺会迫使工厂因需求缺失和利润受损而关闭，并最终导致裁员浪潮。毫无疑问，这1美元/加仑的税收减免将对生产商的底线产生直接影响。

这一延期并非特朗普立场动摇，更像是大发善心——2017年宣誓就职后，BTC并不包含在《减税与就业法案》里，行业经历了两年没有BTC的黑暗时间。而在2019年底，特朗普政府才额外通过了一项避免政府停摆的1.37万亿支出法案，其中包含这大约20-30亿美元每年的生物柴油掺混抵免，因此BTC虽说是一项减税条款，但需要授权来提供资金，更像是一项支出决议，2019年的这项两党支出法案成本与减税与就业法案相当，推升了美国国债赤字率。

上一次BTC的追溯性恢复是在当年爱荷华州参议员查克·格拉斯利牵头谈判后达成的（他还在），当下新任参议院多数党领袖中不乏生物燃料的坚定支持者，我们仍可以盼望BTC获得重新追溯的机会，但也必须做好在2024年底到期之后，等待一至两年的准备。

表 2：BTC 的中断和延期历史回顾

时间	政策变动	说明
2004年	BTC政策首次出台	《美国就业创造法案》设立了生物柴油混合税收抵免政策，对每加仑生物柴油提供1美元的税收抵免
2005年	《能源政策法案》通过	将BTC政策延长至2008年，并纳入可再生柴油的激励措施
2008年	政策延长及修订	《2008年能源法案》将BTC政策延长至2009年12月31日，并修订了适用范围，包括使用回收原料（如废弃食用油）生产的生物柴油
2010年	政策失效与恢复	BTC政策于2010年失效，但在2011年通过立法恢复，并追溯适用于2010年和2011年
2013年	政策再次恢复	美国国会批准恢复为期一年的生物柴油补贴政策，对每加仑生物柴油提供1美元的税收抵免，适用于2012年和2013年
2015年	政策延长至2016年	BTC政策被延长至2016年年底，并追溯适用于2015年
2019年	政策延长至2022年	《可再生能源和效率持续增长法案》将BTC政策延长至2022年12月31日，并追溯适用于2018年和2019年
2022年	《通胀削减法案》通过	延长BTC政策至2024年底，并引入新的清洁燃料生产税收抵免（Clean Fuel Production Credit, CFPC），适用于2025年至2027年，鼓励低碳燃料的生产和使用。
2024年	提议将政策延长至2025年底	美国国会提出“2024年生物柴油税收抵免延期法案”，提议将生物柴油掺混税收抵免延长至2025年12月31日

资料来源：EPA，国泰君安期货研究

3. 在做 CFPC 和 BTC 的选择之前，让我们先思考——有没有可能全都不选？

作为拜登重要的政治遗产——《通胀削减法案》的命运悬而未决。此前特朗普一再声称这是“历史上最大的骗局”，并承诺撤销IRA法案中未动用的资金。

用词虽然激烈，但并非荒诞之言。这项法案宣称旨在解决美国当前的通胀问题，然而其实际效用令人质疑，更像是一份顶着“削减通胀”帽子的“气候计划”，并没有显示出拜登政府削减通胀的诚意。按照拜登IRA的思路，非但不能有效降低通胀，还可能适得其反的效果，其本质原因在于拜登想要的制造业回

流和重塑供应链在短时间内几乎是不可行的。

供应链的建立和重塑是一个漫长的过程，需要耐心政府和耐心资本，中国通过 5 年甚至 10 年维度的持续投资，建立起了门类齐全的新能源制造业，仍然不时陷入低价竞争和行业出清的困局。因此，IRA 对于美国新能源行业的效果会极大受制于美国政府更迭和投资回报低迷，美国政府支出的万亿资金距离真正形成具有盈利能力的产能还有很长一段路要走。在形成有效产能之前，大规模的资金投入意味着大量厂房建设、设备购置和人员重新安置，将会极大刺激消费需求，进而推升通胀。

特朗普提名斯科特·贝森特为新财政部长，不管是考虑 45Z 作为《通胀削减法案》的一部分隶属于财税管辖，还是考虑 BTC 将作为 2025 年减税法案可能出现的一部分，新财政部长的整顿思路无疑将影响到这两种减税条款的命运。

贝森特作为“财政鹰派”，主张控制美国财政支出，称《通胀削减法案》是“预算的末日机器”，与特朗普的想法不谋而合，这使得贝森特可能重写或取消促进可再生能源的减税条款，虽然涉及 PTC 的资金大概 40 亿美金一年，和 IRA 庞大的 4000 亿总支出相比不算多。

综合以上两节讨论，我们可能不得不面对一个现实——2025 年，在 PTC 落地已经不再推进甚至无法保留的同时，BTC 也需要进行艰难的游说。当两者都不能提供有效确定性，行业可能再次陷入 2017-2019 年一样的静默时期。

4. 特朗普 2.0 与 1.0 时期的环境有何变化？补贴的延续有没有希望？

这一节的讨论还是想来点希望。

特朗普让人头疼的一点在于语不惊人死不休——人们难以分辨哪句话是他认真的本意，哪句话是为了博取关注的噱头。

根据对总统竞选承诺的追踪，2016 年特朗普做出的超过 100 项竞选承诺中，仅有 24 项兑现，55 项违背，23 项妥协。这在有统计以来的历任美国总统中，都属于最低的那一档。相比之下，美国前总统奥巴马 8 年任期内的 533 项竞选承诺中，有 48% 兑现，24% 违背。

其中，特朗普如约退出了 TPP、巴黎气候协定，削减了联邦法规，实现了减税。但他没能兑现的包括：消除联邦债务、让墨西哥为边境墙付钱、禁止白宫和国会官员进行游说、废除奥巴马医改等。

如今，特朗普的政治主张是坚持关税战略、严控移民、推动制造业回流美国。加征关税或是特朗普 2.0 时代的重中之重，为了应对关税带来的通胀，特朗普打算从提高页岩油产量下手，将美国的能源价格打下来。在他看来，关税不仅可以提高财政收入，还能保护美国工人的就业，甚至可以通过高关税恐吓其他国家或地区，维护世界和平。

然而时隔四年，特朗普要面对的美国内政以及国际环境已经大不相同。

2016 年，美国处在 08 年金融危机后经济周期的初期至中期，债务规模和通胀都不高，国际上的地缘政治冲突规模也不大，中美刚刚结束蜜月期，政策上有一定的博弈空间，中国还愿意签一些贸易协定。而如今的 2024 年，美债泡沫随时破裂，遏制通胀的同时降息或是制造顺差，他必须有所实现。如果坚定实行孤立主义，将对美元信用造成不可挽回的损失。在无法全部实现的竞选承诺时选择最容易实现的——驱逐非法移民、对华加征关税、对其他国家普遍关税、退出巴黎协定等……取消对生物燃料的补贴力度可能是他优先级比较低的一项承诺。

再退一步说，特朗普能源政策的核心是“促使美国实现能源独立”，具体目标是“使美国成为能源净出口国，从而创造出上百万的就业机会”，实现途径为“充分利用美国国内的能源资源”，具体落实着重体现在促进化石能源开发以及减少环境监管上，并同时大力削弱拜登时期的环境政策和法规。但我们认为，**放松环境监管和给予可再生能源一定的支持是可以同时存在的**，特朗普的政策其实更强调对外部竞争的打压遏制（MAGA!），这也有利于绿色能源和传统油气集团共同把蛋糕做大。

综合种种因素，维持现状可能是最好的，美国的生物燃料政策得到了包括农业、炼厂、燃料买家和环保组织在内的广泛联盟的支持，如果有足够多的农业或炼厂就业的捍卫者，BTC 有可能再次延长。但也还是那句话，需要准备好的是，为了这次的延长，可能需要等待一段漫长的斡旋。

5. CFPC 和 BTC 到底怎么选？

其实自从 7 月以来，美国农业和压榨团体及炼厂两方面的诉求已经很明确地表达了：

农业和压榨团体要求：最好是 45Z 生效并将生产者税收抵免范围限制为仅适用于美国本土生产原料（保护美豆油）；如果不行，那就争取延长 BTC（不然生物燃料行业就面临覆灭的危机）。

炼厂要求：不喜欢 PTC，延长 BTC。

前文分析了这两种补贴面临的延期可能和现实挑战（但政策真的很难精准），接下来就是需要对各种场景做好评估和准备，主要分三种情景：

- 1) 如果进入税收抵免空白期，生柴厂将面临怎样的困境？
- 2) 如果 PTC，会给生柴产业带来怎样的变化？
- 3) 如果 BTC，会给生柴产业带来怎样的变化？

5.1 如果进入税收抵免空白期，生柴厂将面临怎样的困境？

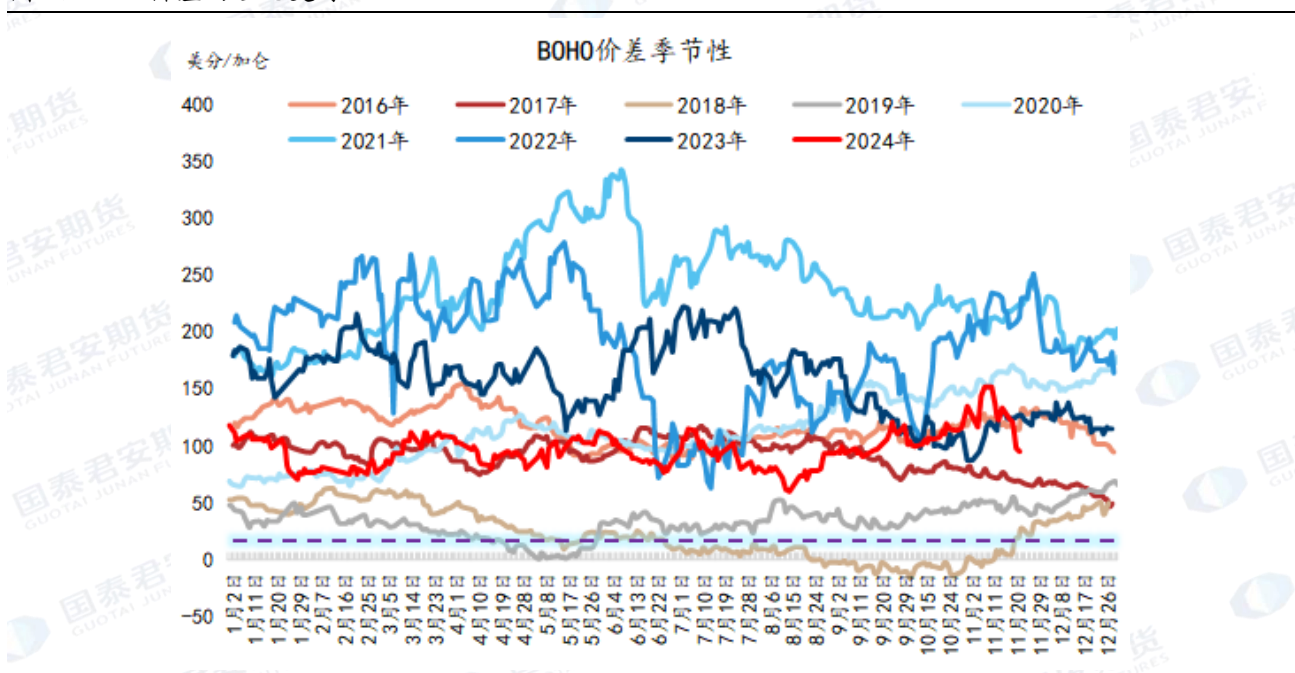
由于我觉得这是最可能发生的事件，所以具有最充分的讨论意义。

在 2024 年 12 月 31 日 BTC 补贴到期后，炼厂端不得不面临掺混利润的断崖下跌，此时购买 RIN 比做实体掺混有利得多，但炼厂会追买 RIN 导致 RIN 大涨吗？不太会。由于对总需求的担忧持续存在，RIN 整体的格局必然是逐步宽松。记得我们最开头说的，哪怕 2025 年美国生柴产量减少 150 万吨，都可以维持 RIN2025 的库存在 10 亿加仑以上，更别提 RVO 潜在的下降可能。

炼油团体一定不是最着急的部位，生柴生产商才是——在炼厂等 RIN 跌的心态和 RVO 总量下降风险的这种前后夹击下，生产商将率先降价销售 BD 和 RD，BD/RD 与 ULSD 的价差开始缩小，弥补掺混端掺混利润的下降来重获买兴。在这一时期，我们可能看见柴油价格下跌而 B100/R100 跌得更猛的情况。从现在的价差来看，B100 至少有 1 美元/加仑的降价空间，全链条溢价能力的传导应该是炼厂→生柴生产商→农民→压榨厂。通常我们认为这种全行业的黑暗时刻 B100 不可能还保持有生产利润，但由于当下 SME 的生产利润已经为负，那么原料端应该更受挤压并尝试恢复生产利润，在美豆价格打到种植成本附近后，榨利却仍然有给出并且好于 2017-19 年，以美国压榨厂这两年扩产能的幅度与未来压榨增速不匹配的潜在可能性来看，理论上油厂应该让给出更多利润，最终传导到 BOHO 价差的支撑位下移至 14 美分/加仑左右，美豆油支撑位跌到 33 美分/磅左右（假设柴油价格维持在现在的水平上），以让全行业勉强支撑到追溯 BTC 的那一天——如

果没有倒在黎明前的话。

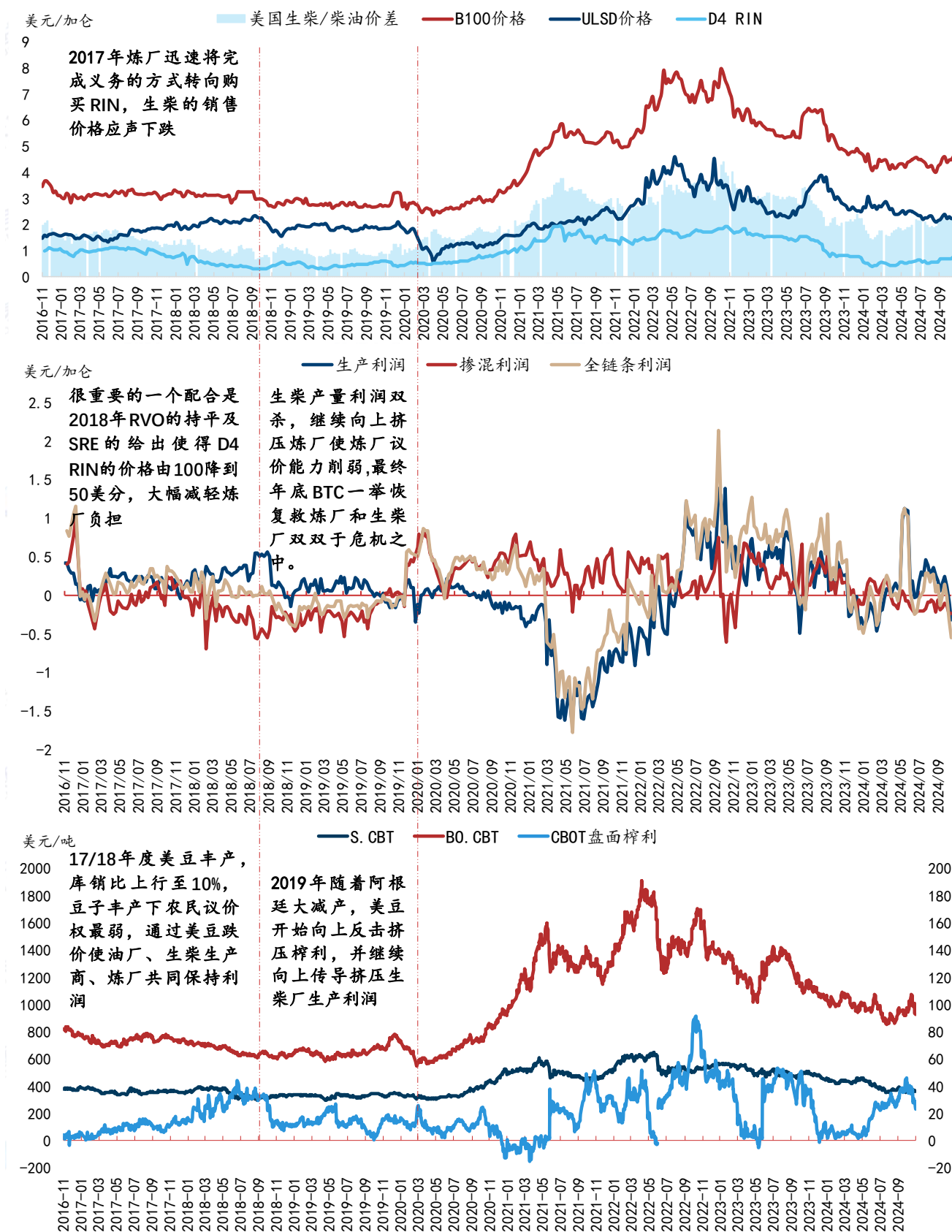
图 3：BOHO 价差的理论支撑



资料来源：WIND，国泰君安期货研究

我们可以直接以 2017-2019 年的空白期为对照，看在失去 BTC 指导后，炼厂、生柴生产商和农民如何表现。2017 年炼厂迅速将完成义务的方式转向购买 RIN，生柴的销售价格应声下跌，但 17/18 年度美豆丰产，库销比上行至 10%，豆子丰产下农民议价权最弱，通过美豆跌价使油厂、生柴生产商、炼厂共同保持利润，但其中很重要的一个配合是 2018 年 RVO 的持平及 SRE 的给出使得 D4 RIN 的价格由 100 降到 50 美分，大幅减轻炼厂负担。2019 年随着阿根廷大减产，美豆开始向上反击挤压榨利，并继续向上传导挤压生柴厂生产利润，当年生柴产量利润双杀，继续向上挤压炼厂使炼厂议价能力削弱，最终年底 BTC 一举恢复救炼厂和生柴厂双双于危机之中。今年来看炼厂和生柴厂在这个阶段其实都具有相当的议价权，最有可能挤压的首先是 2023 年以来为了补充美豆油而被允许进入美国原料市场的加拿大菜油、中国 UCO 和巴西牛油，其次是榨利，同时其他州也正在没有联邦政府参与的情况下继续推进气候进程，因此我们也认为此次冲击下的 BOHO 价格和美豆油可能不会到达理论最低值，美豆油和生柴将向外寻求出口来得到进一步支撑。

图 4：2017-2019 年补贴空白期回顾



资料来源：WIND，国泰君安期货研究

5.2 如果 PTC，会给生柴产业带来怎样的变化？

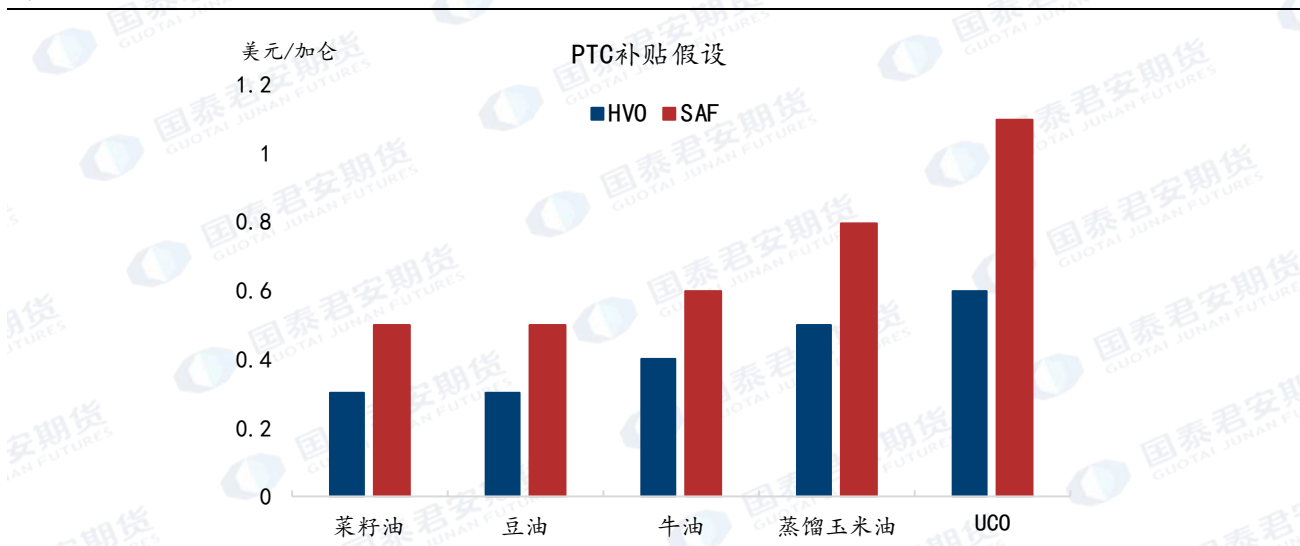
从我个人角度看,45Z 是一个比较奇怪的法案,它取消了对炼厂团体的减税、把抵免额以碳值进行调整,削弱了对本土豆油和兄弟菜油的支持力度,而将最大的政策支付给到了亚洲 UCO, 将本国的政策利益转移到国外, 因此 45Z 几乎可以确定是有配套政策, 即限制从国外进口原料或成品, 或修改模型让本土原料获得更多的补贴。

因为没有任何模型确认补贴额, 我们只能从加州碳强度来进行一个草率的估算, 最需要直面的还是补贴的减少对于利润的冲击 (类似于上节的讨论), 其次才是补贴部位的变化和原料性价比之间的平衡。

0.5 美元/加仑的普降对现在的 RD 利润来说并不是一个可以轻易接受的损失, 因此总量还是有下降的风险。

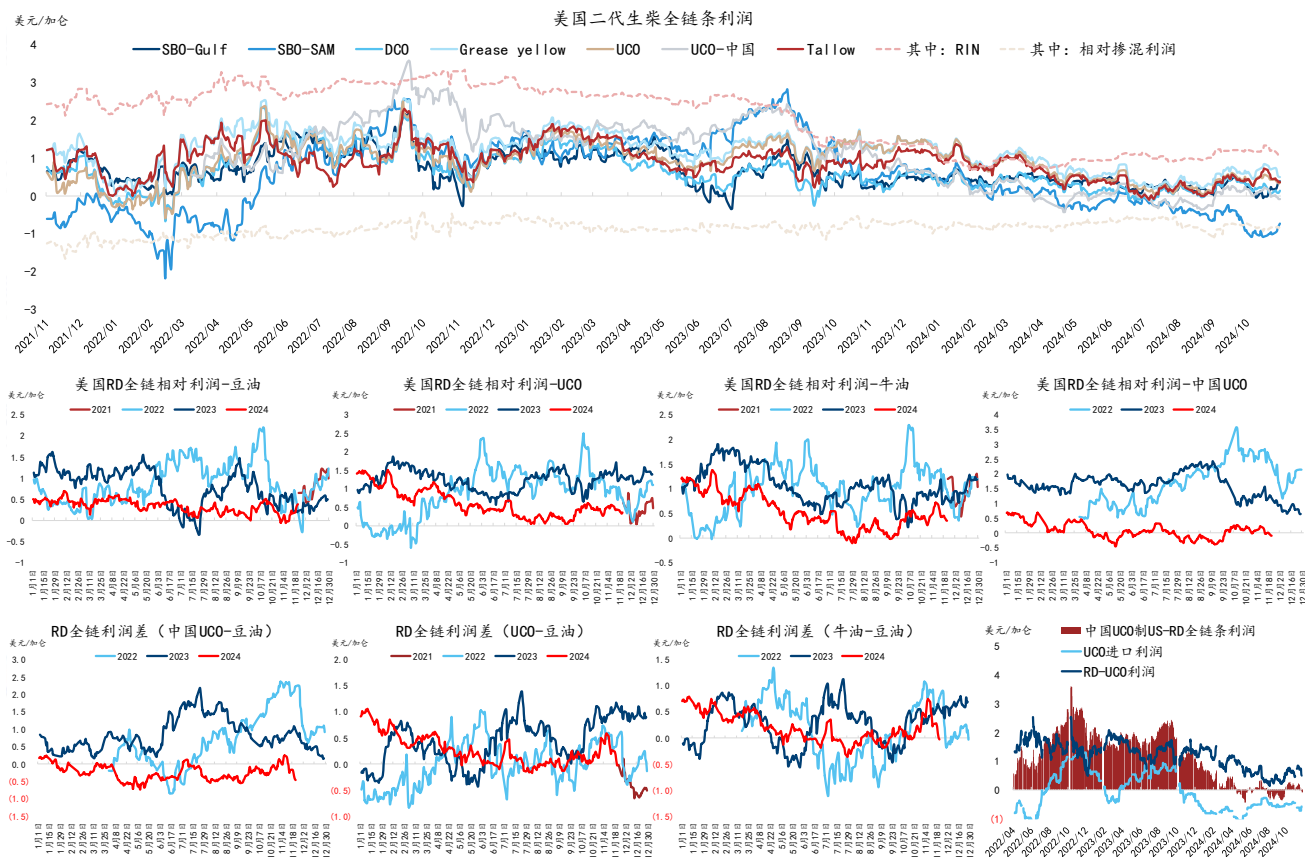
性价比上, 豆菜油的补贴额毫无疑问是最少的, 但 MAGA 当然不会把利润就这么让给 UCO 和牛油, 补贴差异大约在 0.3 美元/加仑左右, 90 美元/吨的性价比差异只需要 10% 的关税就可以解决, 如果补贴只给本土原料 or 补贴不限产地但是给进口原料加税, 我们将面临的是主要是加菜油和中国 UCO 的退出, 目前的生产利润尚可以消化这部分补贴的减少, 那么美豆油或许不会面临大幅的下跌, 通过生产端的让渡完成利润分配。

图 5: PTC 补贴假设



资料来源: IRA, 国泰君安期货研究

图 6：美国二代生柴全链利润图



资料来源：Argus，国泰君安期货研究

5.3 如果 BTC，会给生柴产业带来怎样的变化？

BTC 延续以及对进口原料的额外关税是对现在的美豆油来说最利多的方案。

由于这种情况与当前的现状保持不变，我们依旧使用原料性价比和不同原料利润差的逻辑看待美豆油的估值，这种情况下 BOHO 在 56 美元/加仑的底部支撑其实较强，美豆油的估值根据柴油价格给出，在当前柴油价格下对应约 37 美分/磅的支撑。但哪怕在这种最好的情况下，RVO 的调整和对 RIN 需求的减少仍会冲击市场，使 BOHO 底部支撑略有下移。

6. 总结

1. 特朗普大概率不再给到年度 RVO 的增量，并且将每一年的 SRE 给满并逐年累计，最终发现，只从完成义务的角度来看——2025 年美国生物质柴油的产量最大可以承担同比 100-150 万吨产量的减少——且还能保证 RIN 的盈余在 10 亿加仑以上。

2. 特朗普和共和党控制的国会可能不会完全废除《通胀削减法案》，因为很多资金都流向了红州，但 45Z 的落实和模型的确定已经十分困难，甚至可以合理怀疑不再推进。

3. 特朗普上一任期内，BTC 并非丝滑延期，2017 年宣誓就职后，行业经历了两年没有 BTC 的黑暗时间。上一次 BTC 的追溯性恢复是当年爱荷华州参议员查克·格拉斯利牵头谈判后达成的（他还在），当下新

任参议院多数党领袖中不乏生物燃料的坚定支持者，我们仍可以盼望 BTC 获得重新追溯的机会。

4. 放松环境监管和给予可再生能源一定的支持可以同时存在，特朗普的政策其实更强调对外部竞争的打压遏制 (MAGA!)，这也有利于绿色能源和传统油气集团共同把蛋糕做大。虽然涉及 PTC 的资金大概 40 亿美金一年，和 IRA 庞大的 4000 亿总支出相比不算多，BTC 也还有延续的希望，但我们可能不得不面对一个现实——2025 年，在 PTC 落地已经不再推进甚至无法保留的同时，BTC 也需要进行艰难的游说。当两者都不能提供有效确定性，行业可能再次陷入 2017-2019 年一样的静默时期。

5. 2025 年生物柴油的整体需求将以 RVO 的制定为指导，并且考虑到 RIN 的盈余和 SRE 的给满对于明年美国生柴生产总量有 100-150 万吨的减量空间，在 1) BTC 延续以及对进口原料的额外关税和 2) 45Z+ 限制从国外进口原料或修改模型让本土原料获得更多的补贴两种情况下，全链利润可能不会到绝对负值，此时的减量将主要发生在加菜油和中国 UCO 的使用领域，而当 3) BTC 或 PTC 都缺位的情况下，炼厂将完全失去掺混意愿，利空向上游传导，最终传导到 BOHO 价差的支撑位下移至 14 美分/加仑左右，美豆油支撑位跌到 33 美分/磅左右（假设柴油价格维持在现在的水平上），以让全行业勉强支撑到追溯 BTC 的那一天——如果没有倒在黎明前的话。

6. 今年来看炼厂和生柴厂在这个阶段其实都具有相当的议价权，最有可能挤压的首先是 2023 年以来为了补充美豆油而被允许进入美国原料市场的加拿大菜油、中国 UCO 和巴西牛油，其次是榨利，同时其他州也正在没有联邦政府参与的情况下继续推进气候进程，因此我们也认为此次冲击下的 BOHO 价格和美豆油可能不会到达理论最低值，美豆油和生柴将向外寻求出口来得到进一步支撑。

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。