

中国对进口美农产品加征关税的影响分析



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

报告日期: 2025年3月4日

★农产品

豆类: 中国对进口美豆加征关税, 利空 CBOT 大豆, 利多国内豆粕期货, 但利多影响小于 2018 年中美贸易战, 此外对豆粕远月 (9 月) 合约的影响更大, 现阶段情绪面上的影响大于实质影响。对豆油期价的利多同样是远月大于近月, 还将令豆油表现相对强于其它油脂。

国内玉米: 进口玉米受影响预计不大 (美玉米占比低), 虽然进口杂粮总量可能会下滑, 但当前阶段市场预计并不会对此过多定价, 主因能量饲料原料的供应端品类众多, 市场或有“此消彼长”的担忧。但目前替代品饲用同比大幅减少 (可能是同比后置), 玉米大概率将经历库存同比低位的阶段, 市场的玉米缺口预期预计将上修, 而贸易摩擦的影响届时或将成为行情的助推剂和放大器。

海外玉米: 美国虽也拟对其它进口国 (如墨西哥) 加征关税, 但或只是阻碍中国转口贸易的一种手段, 落地及细节还有诸多变数, 预计 CBOT 玉米短期也更多以交易南美天气、美玉米面积预期为主。

棉花: 中国宣布自 2025 年 3 月 10 日起, 对进口美棉加征 15% 关税。政策公布后, ICE 棉价应声下跌, 而郑棉出现一定程度的反抽。我们认为, 此次中国对进口美棉加征关税直接利空外盘, 对郑棉也难言利多, 有利于内外棉价差的进一步走扩。郑棉上方空间有限, 后市内外棉料共同偏弱运行为主, 关注贸易战的后续发展情况。

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&豆菜粕)

从业资格号: F3079233

投资咨询从业资格号: Z0015897

Tel: 63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com

杨云兰 高级分析师 (玉米&淀粉)

从业资格号: F03107631

投资咨询从业资格号: Z0021468

Tel: 8621-63325888-4192

Email: yunlan.yang@orientfutures.com

1、中方出台反制措施，其中对美国农产品进口加征关税

2025年3月3日，美国政府宣布对所有中国输美商品进一步加征10%关税。3月4日，中国政府发布反制措施。自2025年3月10日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税，其中涉及农产品方面为：一、对鸡肉、小麦、玉米、棉花加征15%关税；二、对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征10%关税。

中国作为美国农产品的进口大国，此次加征关税的反制措施对主要相关农产品市场影响几何？我们在下文将就做出分析解读。

2、豆类

中国对进口美豆加征关税，利空 CBOT 大豆，利多国内豆粕期货，但利多影响小于2018年中美贸易战，此外对豆粕远月（9月）合约的影响更大，现阶段情绪面上的影响大于实质影响。

对美国而言，由于特朗普政府关税政策不断加码，对加拿大、墨西哥、中国进口商品都加征关税，（中国是美豆最大出口目的地，墨西哥是美玉米最大出口目的地），这些国家的反制令未来美国农产品出口前景黯淡，CBOT 大豆期货弱势下行。

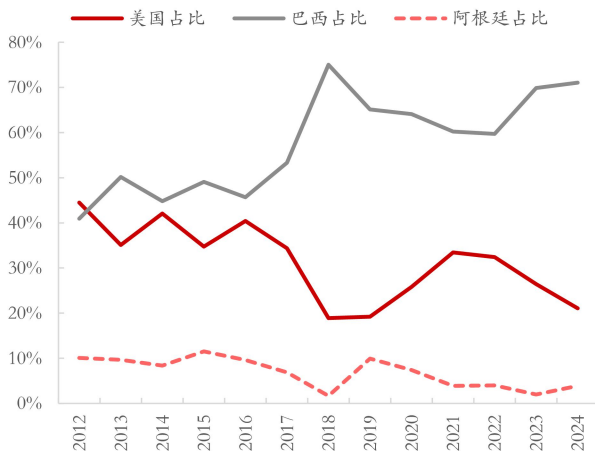
国内豆粕市场宜分合约看待，当前豆粕5月合约的大涨并非由中美贸易战导致。我国进口大豆来源国中巴西早已占据绝对优势，2024年我国71.1%进口大豆来自巴西，美国只占21.1%。由于巴西和美国分属南北半球，每年2-3季度我国进口大豆供应几乎完全来自巴西，因此中美贸易战实质对2-3季度我国进口大豆供应的影响微乎其微。近期豆粕现货及近月期价大涨是因为市场聚焦短期进口大豆到港偏低，根据预估3月是进口大豆到港量最低的月份，由于此前巴西发运延迟、国内进口豆卸船时间增加、油厂计划停机等原因，市场对4月供应能否增加也存疑。

贸易战对豆粕远月合约影响更大，因为每年四季度至次年一季度我国仍然需要进口一定数量的美豆。但是之所以说现阶段这一影响更多是情绪上的，因为未来存在诸多不确定性：一方面，由于我国对进口巴西豆依存度极大，25/26年度（10月至次年9月）巴西的产量和出口至关重要。乐观情况下如果25/26年度巴西继续增产增出口，且出口往中国的比例由70%上升至85%，那么我国需要进口的美豆数量将进一步下降。但假设巴西减产减出口，情况则可能大不相同。另一方面，中美贸易战未来的发展本身就充满变数，两国如何博弈、是冲突加剧还是达成贸易协议都不可预测，如果最终两国达成协议中国采购更多美国农产品，那么我国的供应短缺也就无从谈起。

后市展望：5月合约走势的关键在于天量巴西豆何时到港对国内形成供应压力，巴西豆集中到港时将会是油厂豆粕库存、豆粕现货基差拐点出现之时。对9月合约而言，假如美豆生长期出现天气炒作、中美两国关系持续紧张，叠加国内油厂对6-8月船期大豆采

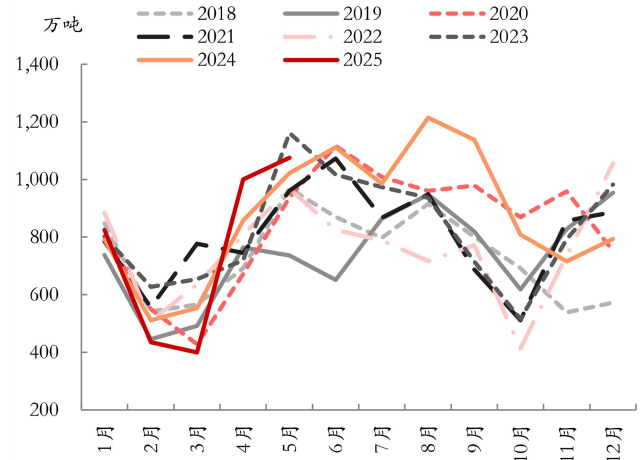
购进度偏慢、10月通常是豆粕库存季节性低点，单边以逢低做多思路对待更为合适。

图表 1：中国自巴西进口大豆占比超过美国



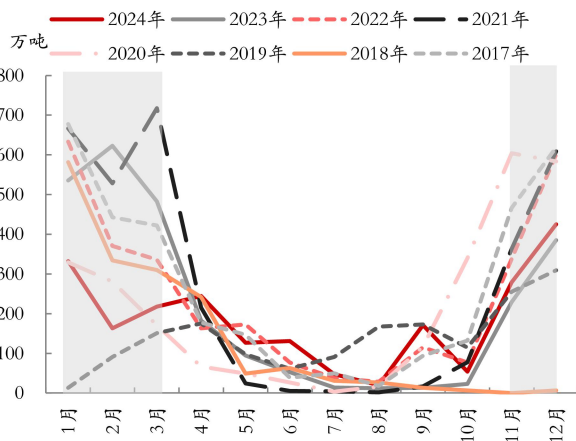
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：中国月度大豆进口 (2025 年为预估值)



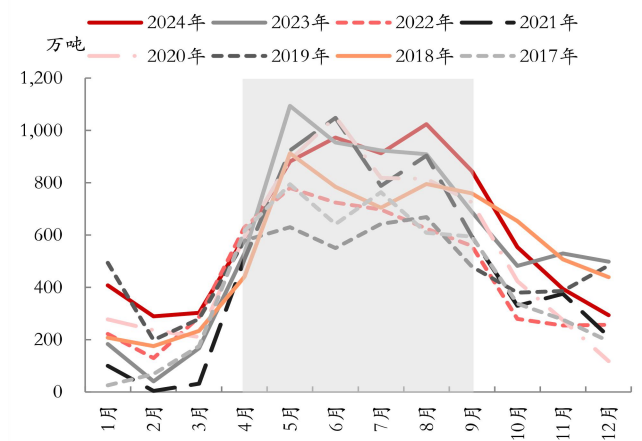
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 3：11-3 月我国主要从美国进口大豆



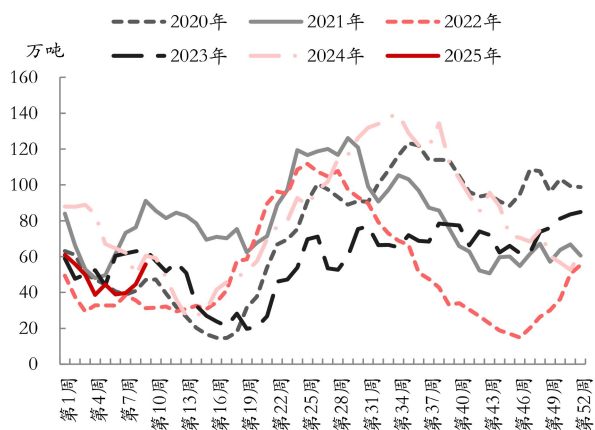
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 4：4-9 月我国主要从巴西进口大豆



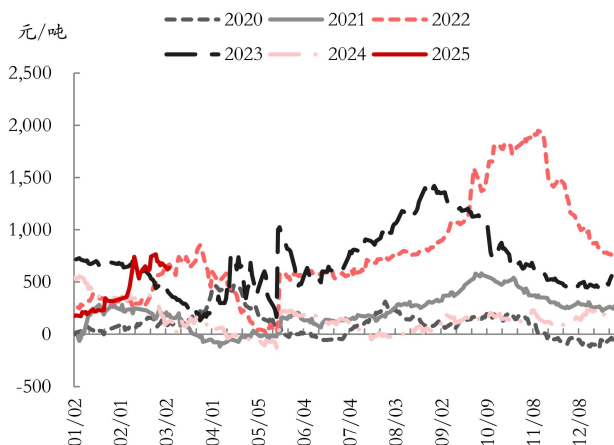
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 5: 油厂豆粕库存 (111 家油厂)



资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 6: 华东地区豆粕-M05 现货基差



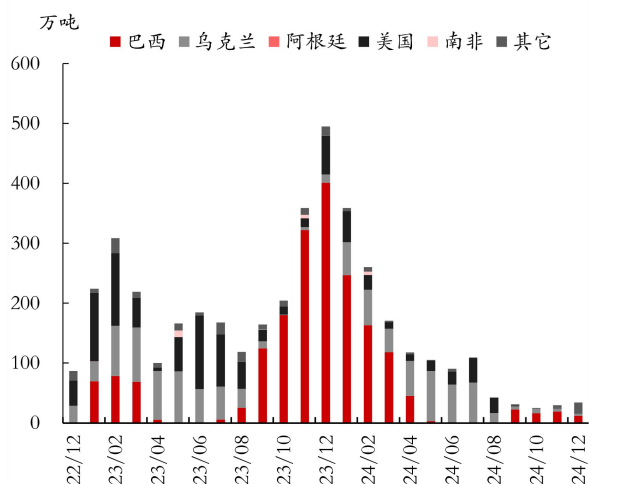
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

2、玉米

(1) 国内玉米

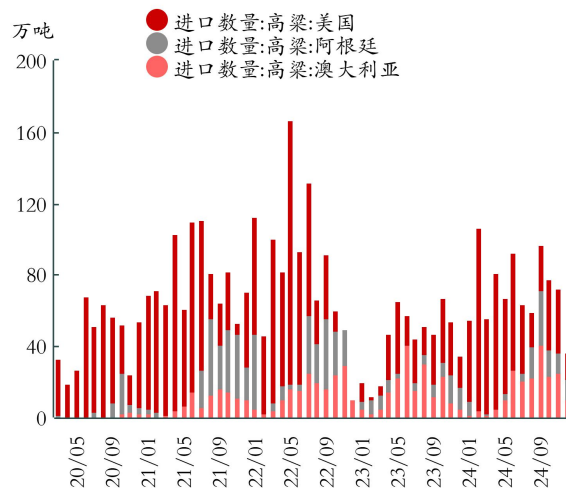
中国对原产于美国的农产品加征关税, 谷物类涉及的品种包括玉米、小麦、高粱、大豆。我国玉米进口量受此影响预计较小, 主因 2023 年起我国主要的进口来源国已转为巴西, 目前美玉米进口量占比已经很低。预计主要是影响后续高粱的进口, 美高粱占据全球高粱出口的半壁江山, 且比其它国家的更适合饲用, 也是我国主要的饲用高粱进口来源国。

图表 7: 中国进口玉米数量 (分来源国)



资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 8: 中国进口高粱数量 (分来源国)



资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

虽然进口谷物总量可能会因此下滑（主要是高粱，未来不排除澳大麦也有受影响的可能性），但当前阶段国内市场预计并不会对此做过多的定价，主要是能量饲料原料平衡表的供给品类众多，市场对后期的供应或有“此消彼长”的担忧，尤其是在近年产业端的乐观预期连续错判、贸易商连年亏损的情况下，今年市场的平均预期总体偏保守。今年市场普遍以存在政策底的国产小麦为玉米的定价锚点，对于小麦为玉米的“顶”还是“底”，市场分歧存在已久，表现为现货持续深度贴水于期货，05 合约春节之后在 2300 元/吨上下波动加剧。（现货以小麦为“顶”，而期货不断尝试上攻小麦饲用替代的理论区间上沿。）短期市场的博弈核心预计不会改变。

近几个月国内进口玉米到港量极少，进口杂粮进饲用亦缺乏性价比，主要是国内玉米价格较低，保税加工进口利润倒挂，配额内进口利润一般，且目前正值巴西玉米出口淡季。截至目前，今年的进口替代同比大幅减少（可能是同比后置），导致国内玉米大量消耗，玉米大概率将经历库存同比低位的阶段，从而将会推动市场对玉米缺口预期上修。玉米需要大量小麦替代的预期将得到一定验证，玉米价格将进一步向上修复。

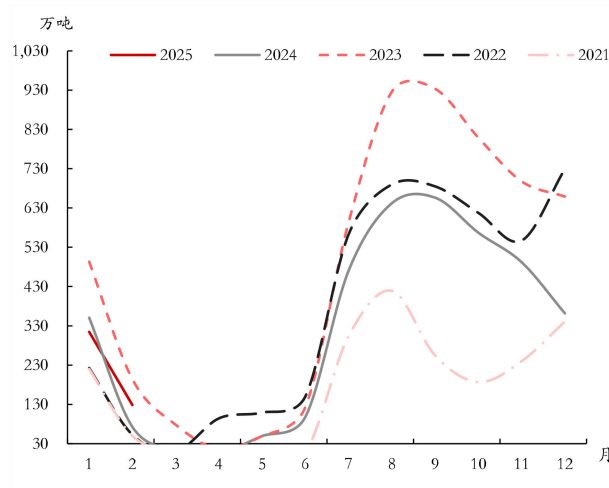
而进口谷物总量预期因贸易摩擦而下调，届时或将成为行情的助推剂和放大器。传导路径除了能量原料的供应端之外，还有国内豆粕现货带动小麦上涨、提升玉米替代品成本的可能性。因此，对 24/25 年的国内玉米，我们维持短线震荡、中长线看涨的观点。

图表 9：进口玉米理论利润不佳



资料来源：上海钢联、卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 10：巴西玉米出口正值淡季



资料来源：Ifind、ANEC、东证衍生品研究院

(2) 海外玉米

贸易摩擦对美玉米的出口需求的影响，目前主要看美国对其它玉米进口国的关税实施情况，虽然美国也拟对其它玉米进口国（比如墨西哥）加征关税，但目前看或只是阻碍中国转口贸易的一种手段，最终落地还有诸多变数，**预计 CBOT 玉米短期也更多以交易南美天气、美玉米面积预期为主**。近期南美天气转湿，产量预期或将上修，2 月 USDA 的农业展望论坛预计 2025 年美玉米面积、单产双增，库存将进一步提升，但是历史上看，2 月预测的面积准确度一般，且趋势单产未必能达到，产量或偏高估。

3、棉花

美国总统特朗普第二任期开启后，已先后对中国累计加征了20%的关税，最近一次的关税加征是3月4日，对加拿大和墨西哥加征关税生效的同时，对中国商品关税额外加征10%。同一日，中国宣布了反制措施，其中，自2025年3月10日起，对进口美棉加征15%关税。政策公布后，ICE棉价应声下跌，而郑棉出现一定程度的反抽。**我们认为，此次中国对进口美棉加征关税直接利空外盘，对郑棉也难言利多，有利于内外棉价差的进一步走扩。郑棉上方空间有限，后市内外棉料偏弱运行为主。**

(1) 回顾特朗普1.0时期的中美贸易战，中方的反制措施中：2018年7月6日，中国对进口美棉加征25%的关税；2019年8月宣布对进口美棉的额外关税提高到30%，2019年12月15日起执行。随后，随着中美贸易协议的达成，中国逐渐排除企业对进口美豆、美棉的加征关税，自2020年3月起对进口美豆、美棉实施了加征关税豁免。在中国反制期间，内外棉整体呈现震荡下行趋势，直至贸易协议逐渐达成。

图表 11：内外棉花期货主力合约走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

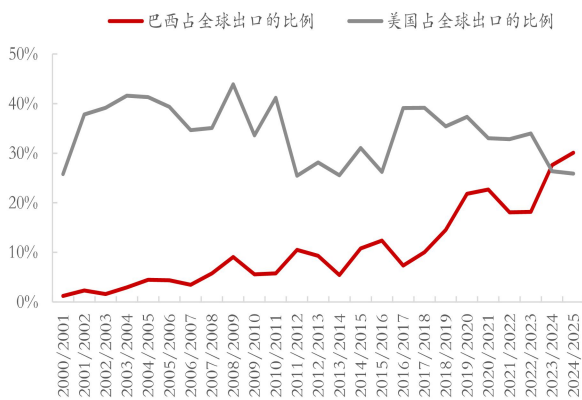
(2) 与特朗普1.0时代不同的是，近几年美棉出口至中国的比重上升，而中国棉花进口来自美国的比重下滑。且目前中国国储库存充足，也有利于降低对进口棉的依赖。

美棉出口对中国的依赖度加大。美棉出口至中国的量占其总出口量的比重在18/19年度降至10%的低位后，随着第一阶段协议的达成，中国取消加征的美棉关税，增加对美棉的进口，中国占美棉出口市场的比重回升至30%，甚至23/24年度因国储轮入外棉，这一比重甚至增至了40%。

但在中国的棉花进口来源国里，美国正在逐步失去“一家独大”的地位。随着巴西种植面积及产量的增加，目前巴西出口供应已赶超美国，中国也成为其最大买家。在中美贸

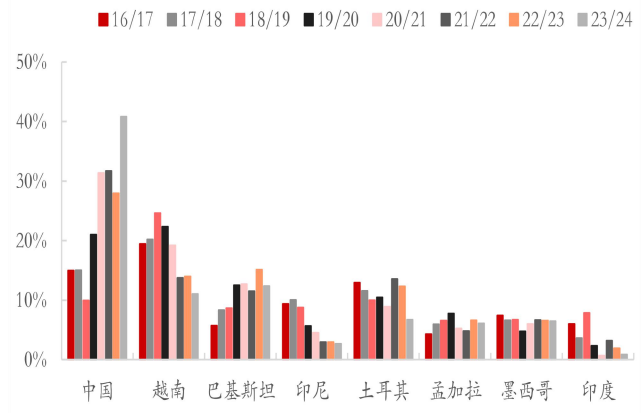
易战持续的这几年，中国年度棉花进口量中，来自巴西的占比从2017年的不到10%，快速提升至40%；来自美国棉花的进口比重虽然仍在30%以上，但已被巴西赶超。在2024年，中国累计进口棉中，来自巴西的进口比重（42%）已然超过美国（34%）。巴西棉花产量及出口供应的扩大，有利于稳定中国的原料供应链。且目前中国国储库存充足，也有利于降低对进口棉的依赖。

图表 12: 美国及巴西棉花出口占全球的比重



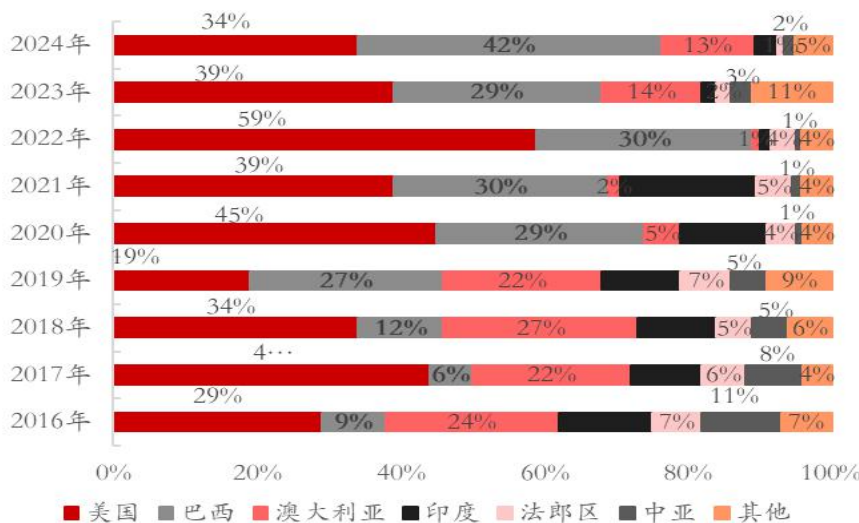
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 13: 美棉出口至中国占其总出口量的比重



资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 14: 中国棉花进口来源结构



资料来源: 中国海关, 东证衍生品研究院

(3) 此次中国对美棉加征关税的影响分析

此次中国的反制措施中，对进口美棉加征关税将直接利空外盘，对郑棉也难言利多，有利于内外棉价差的进一步走扩。郑棉上方空间受限，后市内外棉料偏弱运行为主，继续关注后续贸易战的发展情况。

1) 从消费需求的角度看，对内外棉市均利空。美国对中国商品连续加征关税，中方则以反制措施应对，显示中美贸易战乃至全球贸易战正处于加剧的形势中，这将令全球经济前景和棉花消费前景蒙阴。

2) 对美棉利空影响大于郑棉，内外价差将走扩。中国作为全球最大纺织国、美棉最大的进口需求国，该措施将直接导致中国对美棉进口需求进一步减少。而中国自身毕竟产不足需，需要一定量的进口来填补缺口，关税的增加一方面导致进口费用增加，另一方面，将导致非美棉花尤其巴西棉升贴水走高。因此，相对而言，对外棉冲击更甚。

3) 虽然直观逻辑看对郑棉利多，但实际对进口美棉加征关税对郑棉难言利多，内外棉短期走势虽现劈叉，但难以持久，后市共同偏弱运行的概率大。其一，中国今年产量超预期、巴西产量庞大，中国对美棉的进口依赖已然降低；其二，外盘下跌，会导致进口棉成本走低，虽然巴西棉升贴水走强，但这并不代表成本就高了，进口定价模式为ICE盘面报价+升贴水，外盘盘面报价对成本影响占主导。其三，ICE棉价的下跌将导致国内棉纱价格下滑，进口棉纱价格走低对国内棉纱市场影响不利。其四，中美贸易战的加剧将影响到国内纺服出口需求，且增加国内经济下行压力进而导致内需也将受到不利影响。其五，贸易战加剧将令整个大宗商品乃至金融市场集体承压，利空的外部环境也将施压棉市。

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