

2025年3月6日

## 上一轮贸易战哪些特征还会重现？以大豆为例

### 核心观点

从2025年2月底的法国总统马克龙访美、乌克兰总统泽连斯基访美；3月第一周，新一轮贸易战就进入了事件频发的阶段。先是中美互加关税，紧接着美墨加又互加关税，特朗普总统再提拟对欧加税，美联储又称或将降息；再者，本周同时也是中国两会进行时。即使观察分时图，也能分为好几段的短期走势。

本文先尝试讨论一下本周的新闻，具体如何影响了农产品期货的价格走势；然后试图回顾曾经历过的2018年贸易战，哪些要素大概率会再一次出现在本轮贸易战中。

从上一轮贸易战到本轮贸易战，本文先回顾罗列上一轮贸易战的重要事件；然后阐述几点，贸易战给大豆品种带来的显著特征；最后，针对今年的贸易战，讲述几点交易建议。

总统还是特朗普先生，团队还是充满干劲，本轮贸易战或许仍然难以预测。对大波动行情做好应对，控制好现货和期货的仓位，可能是相对稳妥的思路。

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1772号

广金期货研究中心

农产品研究员

苏航

期货从业资格证号：

F03113318

期货投资咨询证书：

Z0018777

### 相关图表



## 一、本轮贸易战涉及的期货品种：分时图与新闻时点

图表：中国棉花期货 2505 合约 20250228-20250306 分时图



图表：中国玉米期货 2505 合约 20250228-20250306 分时图



来源：Wind，广金期货研究中心

北京时间 2025 年 3 月 4 日早 8:40 左右，中国商务部公告称“将对等反制”特朗普总统于美当地时间 2 月 27 日提出的“以芬太尼为由，在已生效的 10%关税基础上，再对中国商品额外加征 10%的关税”；4 日中午 13:01 分（美时间为 4 日凌晨），中国公布【税委会公告 2025 年第 2 号】对 2025 年 3 月 10 日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税，棉花、玉米、大豆、猪鸡牛肉等在列。

如何分析“外生事件”对商品价格的影响呢？我们认为最直观有效的方法，就是将事件新闻公布的前后脉络，和期货（现货）盘面报价的分时图，结合看。

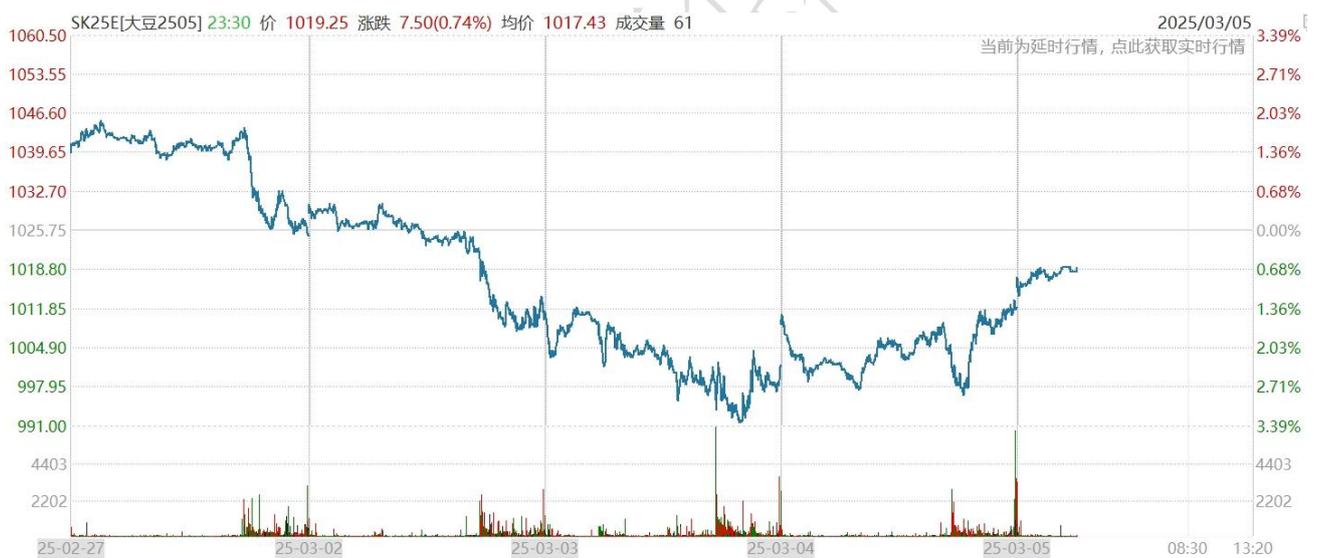
期货盘面上，多个品种在 3 月 4 日中午 13:30 开盘时，其分时图（等同 1 分

钟的K线图)都出现了“价格突发波动、成交量显著放大”迹象。新闻事件上，【税委会公告2025年第2号】的公布是核心事件，因为在此之前，此轮反制美国商品的清单尚未真正公布。

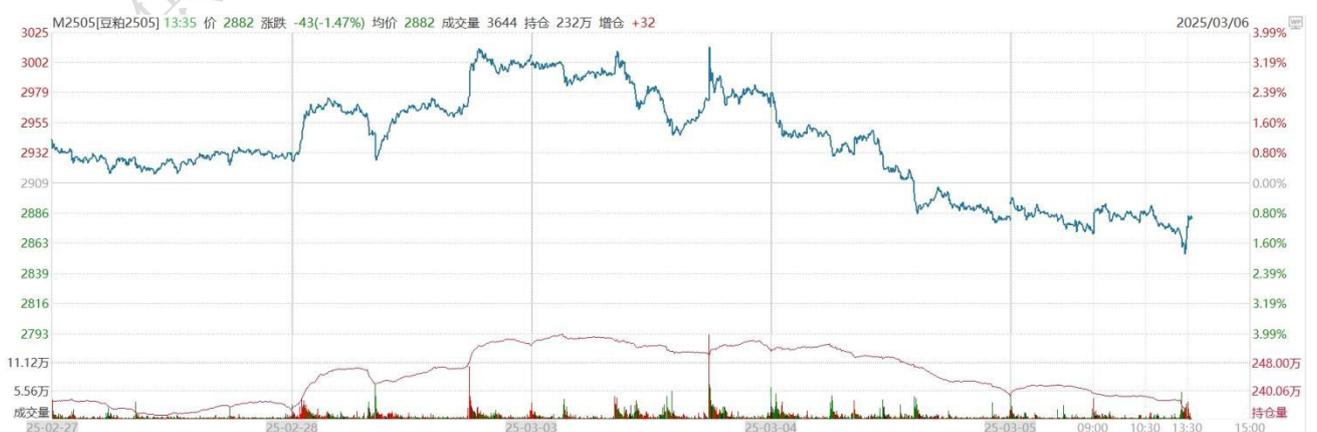
棉花、玉米，当天的期货价格很显然是受到了此新关税条例的影响。此两种商品有共同特征：1. 新增关税力度为15%，大于本轮其他农产品10%；2. 国际联动商品为美棉花、美玉米，但是两者中美贸易体量都很小。

事件对价格的冲击，在紧接着的几个交易日会被市场继续博弈。棉花和玉米的定价也会逐步从资金炒作情绪，专向市场整体对供需面变化的实际预期。

图表：美国CBOT大豆期货2505合约20250228-20250306分时图



图表：中国豆粕期货2505合约20250228-20250306分时图



图表：中国生猪期货 2505 合约 20250228-20250306 分时图



图表：中国豆油期货 2505 合约 20250228-20250306 分时图



来源：Wind，广金期货研究中心

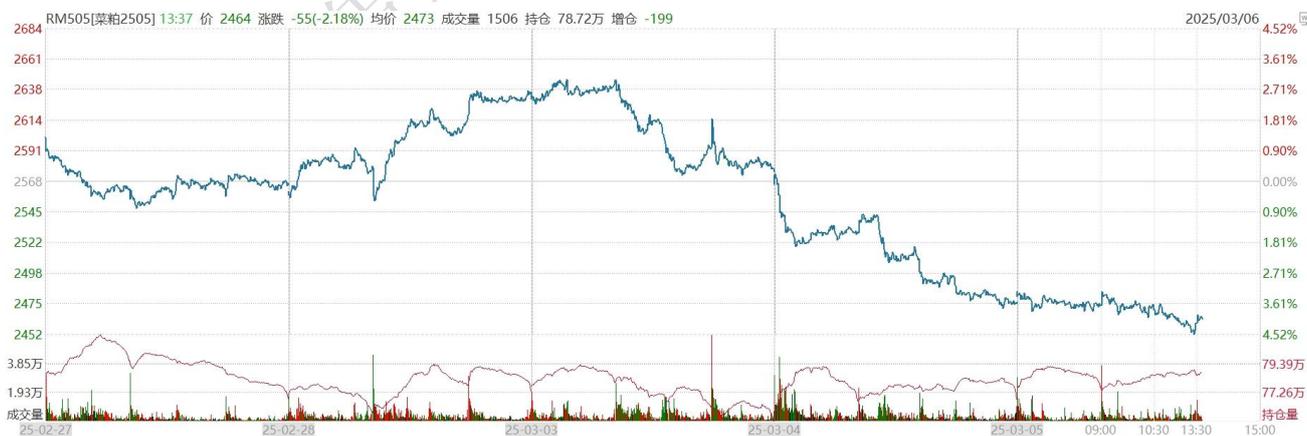
大商所的豆粕、生猪也可以这样分析，豆油是相关品种可以顺带看看。我们应该把它们的分时图和美豆期货一起对比。可以发现尽管各品种涨跌幅不尽相同，但都在 4 日 13:30 分午后，出现了成交量的显著放大，可以确认新增关税事件引起了中美两国期货市场资金的充分关注。

在 <https://futures.tradingcharts.com/chart/CA/> 这个网址可以查看美洲 ICE 交易所的加拿大菜籽期货主力合约 K 线图。加菜籽期货上市较晚，国内主流行情软件暂时没有向 ICE 交易所购买其数据权限。

图表：加拿大 ICE 菜籽期货主力合约 20250228-20250306 分时图



图表：中国菜粕期货 2505 合约 20250228-20250306 分时图



来源：Wind，广金期货研究中心

中国郑商所的菜粕，也为了本轮贸易战新一批关税的“战场”之一；只不过其驱动逻辑在于美国加拿大互增关税→ICE 菜籽预期需求减少、跌价→中国菜粕跌价。因此，也可以清楚地观察到 ICE 菜籽和国内菜粕期货下跌都开始于北京时间 4 日 21 点前后，对应着“美墨加的关税新闻”公告。

此外，伦铜、沪铜、伦铝、沪铝、黄金、原油期货都在本周出现了日内行情的剧烈波动，其时间节点却各有不同，对应着不同的事件消息。2月底到3月初的本周，多个国际国内大事同时进行着：俄乌谈判几经波折、中美互加新一轮关税、美墨加 25%关税终究落地、美传言之欲增欧盟关税、中国每年“两会”召开等等……有的事件在短期内就会被市场交易完毕，有的事件则要从未来每周、每月的品种供需库存数据中逐步被反应。

笔者只是一个农产品分析师，无力讨论其他板块的行情；但我有幸参与了 2018 年中美第一次贸易战的全过程，体验了特朗普总统“社交媒体发言”对商品价格的巨震。以大豆的视角回顾上一轮贸易战；其中几个特征，大概率这次也会重演。

## 二、找 Deepseek 给你讲故事，回顾第一次贸易战的大豆

最近，养殖行业的企业客户们纷纷玩起了 deepseek 办公，或多或少都绕开了“分析师”这个信息渠道，带给我们以压力。于是现在我们也尝试将 deepseek 运用到日常办公上。有些情况，分析师会使用本地部署的 deepseek 处理本地文件；但这一次，我们用百度公开的 deepseek 满血版，进行网络搜索。

图表：百度 deepseek-R1:671b 满血版回答期货问题

2018年到2020年，中美第一次贸易战期间，哪些期货品种（国际、国内都算）价格，受贸易战影响最大？可联网搜索后，给我品种的名称

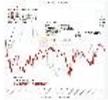
有色金属和铁矿石，受到上一次中美贸易战的影响算比较大吗？

黄金等贵金属和原油，受到上一次中美贸易战的影响算比较大吗？（2018年3月至2019年12月）

## 总结

- 核心品种：CBOT大豆期货（国际）、豆粕期货（国内）受贸易战直接冲击最显著，价格波动与政策博弈高度关联<sup>1 2</sup>。
- 次要影响品种：玉米、棉花等农产品期货因贸易反制措施（如暂停进口）短期异动，但波动持续性较弱<sup>3</sup>。

查看8篇参考资料 ^



豆粕:18年贸易战VS 24年特朗普...  
新浪财经

瑞达期货:中美关系主导粕价 油价筑底等...  
新浪财经



反制  
全

来源：<https://chat.baidu.com/>，广金期货研究中心

百度 deepseek-R1 的“联网搜索”功能，相对“文本框键入关键词”的传统搜索方式，在效率上有很大提升。而且，它不仅提供了回答和思考过程，它还会提供“参考资料的索引”。如果是部署在本地的 deepseek，它会索引到本地文件；如果是这的“联网搜索”功能，它会索引到公网上面的网络资料。

尽管，deepseek 有很强的“资料搜索”和“概括陈述”功能，我们依然比较担心“AI 幻觉”发生在自己身上。于是，在 deepseek 给出答案后，我们还会自己再浏览重要的网络内容，将人工答案和 deepseek 答案拼合在一起。

图表：百度 deepseek-R1:671b 满血版 总结上一轮中美贸易战的重要事件

事件时间	事件内容概述
2018年3月	美国对进口钢铁和铝制品加征关税（232措施），中国随即宣布对美大豆等农产品加征25%关税作为反制
2018年4月	美国单方面宣布对500亿美元中国商品加税（301调查），中国国务院关税税则委员会正式对美大豆加征25%关税， <u>实施日期将根据美国政府对中的实施情况另行公布</u>
2018年7月	6月15日，美依据301调查单方认定，宣布将对原产于中国的500亿美元商品加征25%的进口关税； <u>7月15日实施</u> ， <u>中方当天进行对等反制</u> ；8月底、9月初美国政府再度拟针对中国进行征收2000亿进口商品关税。

2018年11月	11月9日消息：黑龙江省大幅削减玉米种植补贴，将大豆补贴翻倍。 <u>同期农业农村部</u> 和饲料行业广泛建议推行“低蛋白日粮饲料”，应对预估400万到500万大豆供应缺口。
2018年12月初	中美领导人在阿根廷G20峰会上同意暂停新增关税并启动90天谈判，暂时缓解美豆进口停滞压力。中国在谈判期间恢复部分美豆采购，但规模远低于贸易战前水平
2019上半年	<b>供应链重构</b> ：巴西大豆占中国进口份额提升至75%（2019年1-4月），美豆市场份额从贸易战前的34%大幅减少，2019年前4个月对华大豆出口量同比暴跌85%。 <b>谈判反复拉锯</b> ：3月1日原定90天谈判期限到期未达成协议，美方延长暂停关税期限但中方未恢复大规模采购，导致美豆库存积压至9.6亿蒲式耳。 <b>豆粕减量替代加速</b> ：2019全年通过低蛋白饲料技术减少豆粕需求约500万吨，部分企业配方中豆粕用量下降5%-7%。 <b>美豆产业链受损</b> ：美国农场主因对华出口受阻导致收入下降，部分州大豆种植面积缩减10%-15%。 <b>5月贸易谈判破裂</b> ：美国商务部宣布将华为技术有限公司列入“实体名单”，8月5日美国指责中国为“汇率操纵国”。
2019年9月11日	美国同意短暂推迟对价值2500亿美元的中国商品征收新关税，中国宣布将为16种美国进口商品提供额外关税豁免。9月13日中方表示支持相关企业从即日起按照市场化原则和WTO规则，自美采购一定数量大豆、猪肉等农产品，并对相关采购予以加征关税排除
2019年10月11日	特朗普说，他的谈判代表达成了一项“实质性的第一阶段协议”。在两天的高级别贸易谈判后，将推迟实施美国对中国进口商品的更多关税。
2020年1月15日	特朗普和中国首席贸易谈判代表刘鹤副总理签署了第一阶段贸易协定。其中包括购买承诺、金融市场准入、知识产权保护和执法等条款。

来源：<https://chat.baidu.com/>，广金期货研究中心

以上就是对 deepseek 多次提问后，它总结的答案；其中带有下划线的部分，是我们自己从同行过去发布的资料和 deepseek 给的参考网址中手动输入的。

### 三、上一轮贸易战，体现在大豆上的特征

虽然历史很难全面地重演，但我们认为有几个主要特征，在新一轮中美，甚至全球的贸易战纠纷中，依然会重新出现。

#### 1. 美豆/豆粕运行区间低于/高于历年平均，两者相关性减弱

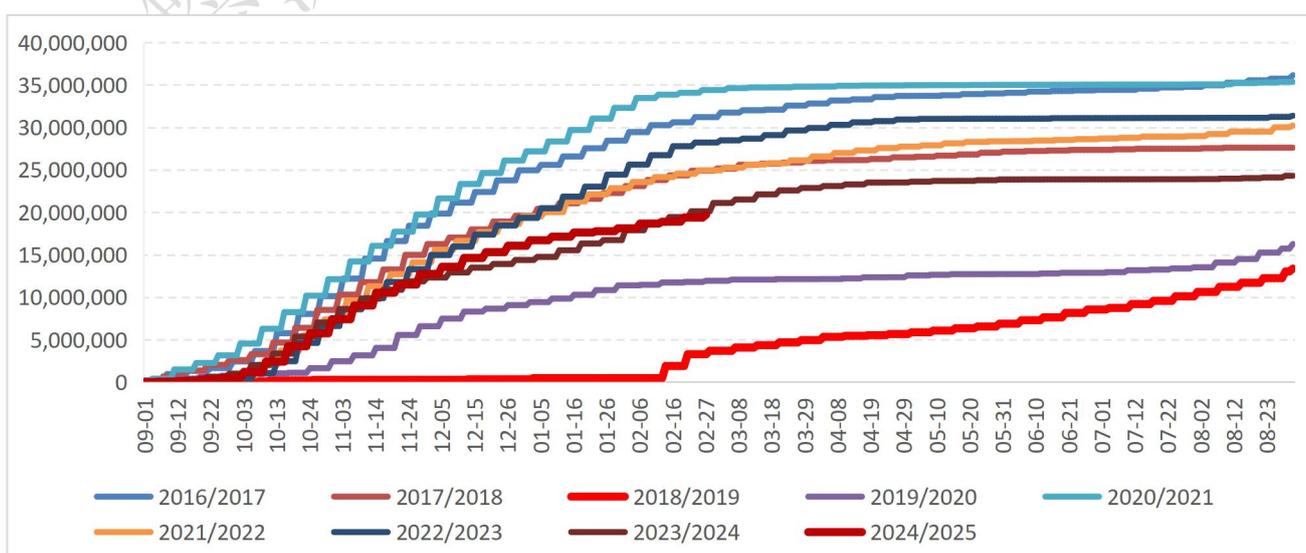
2018 全年，贸易战局势趋于恶化的新闻发布时，如 3 月 23 日、4 月 5 日、6 月 15 日晚，当日期货盘面上都表现为美豆大跌、豆粕大涨；反之，贸易战局势趋于缓和的新闻发布时，如 12 月 3 日晚，盘面上美豆大涨、豆粕大跌。这种事件性行情中，美豆和豆粕就不再是正相关性，而变成负相关性。

美豆运行区间低于历年平均，豆粕运行区间高于历年平均，各行情软件可见。

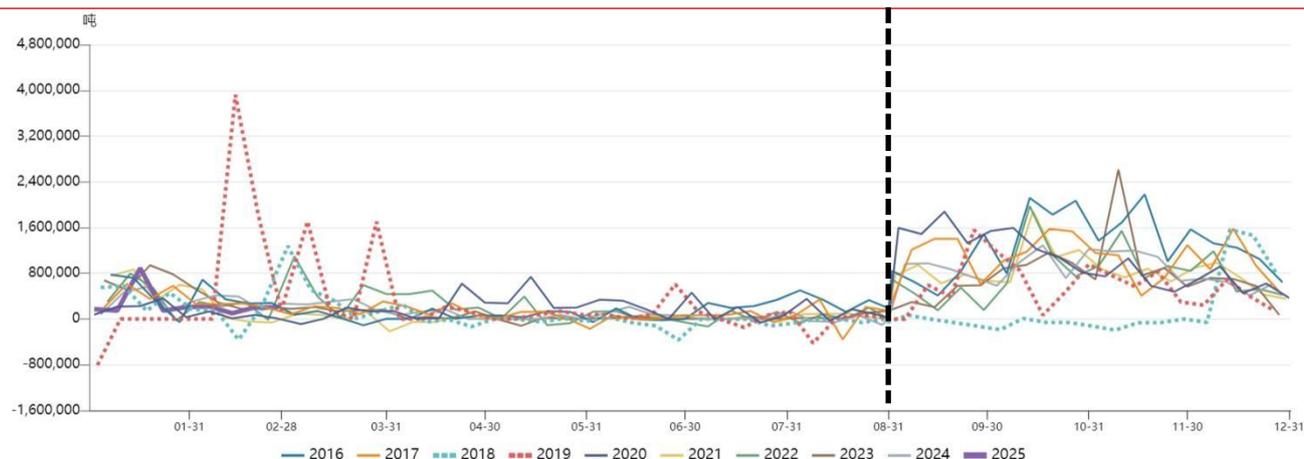
本轮新贸易战中，加莱籽期货运行区间可能也会低于历年平均。

#### 2. 新闻事件能够被供需报告数据验证

图表：美国大豆当前市场年度累计出口：中国（吨）



图表：美国大豆当前市场年度净销售量：中国（吨-每周）



来源：Wind，广金期货研究中心

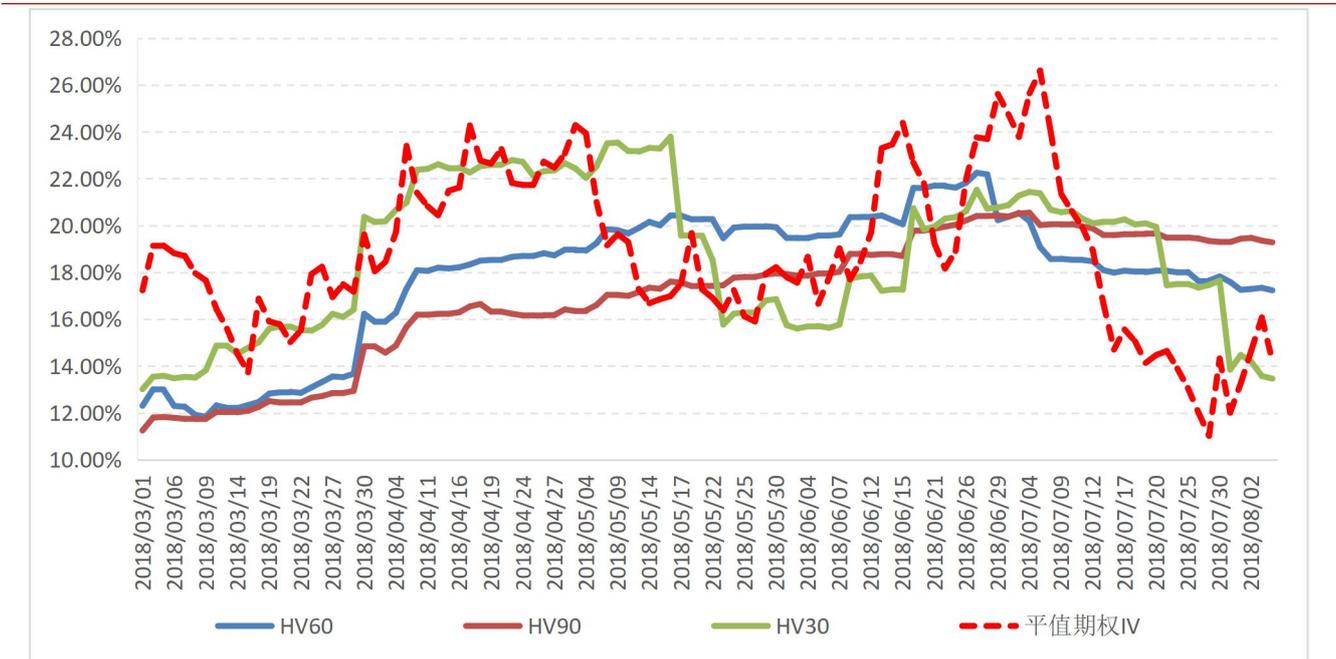
2018年时不时就会新放出一些贸易战消息或产业讨论。大部分会被随后公布的贸易数据验证，但有的消息在当时很难验证真伪，可能要自行判断。比如，2018年下半年开始广泛讨论“低蛋白日粮饲料”，农业部和相关专家称美豆“暂停进口”约在2019上半年产生400-500万吨供应缺口，这个数值就很难在当时被信服，毕竟那几年中国从美国进口大豆高达[2500, 3500]万吨每年。

9月过后，市场能观察到没有任何一艘船装着美豆抵达中国沿海，就开启了持续的上涨，大家心里的“大豆供应缺口”恐怕不止500万吨……不过，后来事实证明，专家们是正确的，因为12月的阿根廷G20峰会中美达成和解，中方也由国家组织购买了美国大豆，当周装船、次月抵达中国沿海；2019年最终没有出现“大豆荒”。但是，从“真实交易”的角度复盘，从9月“零的到港”，到12月“突然和解”，再加上一些跨国贸易商有信息抢跑，这段美豆、豆粕期货大起大落的行情，交易员们是何其难熬！

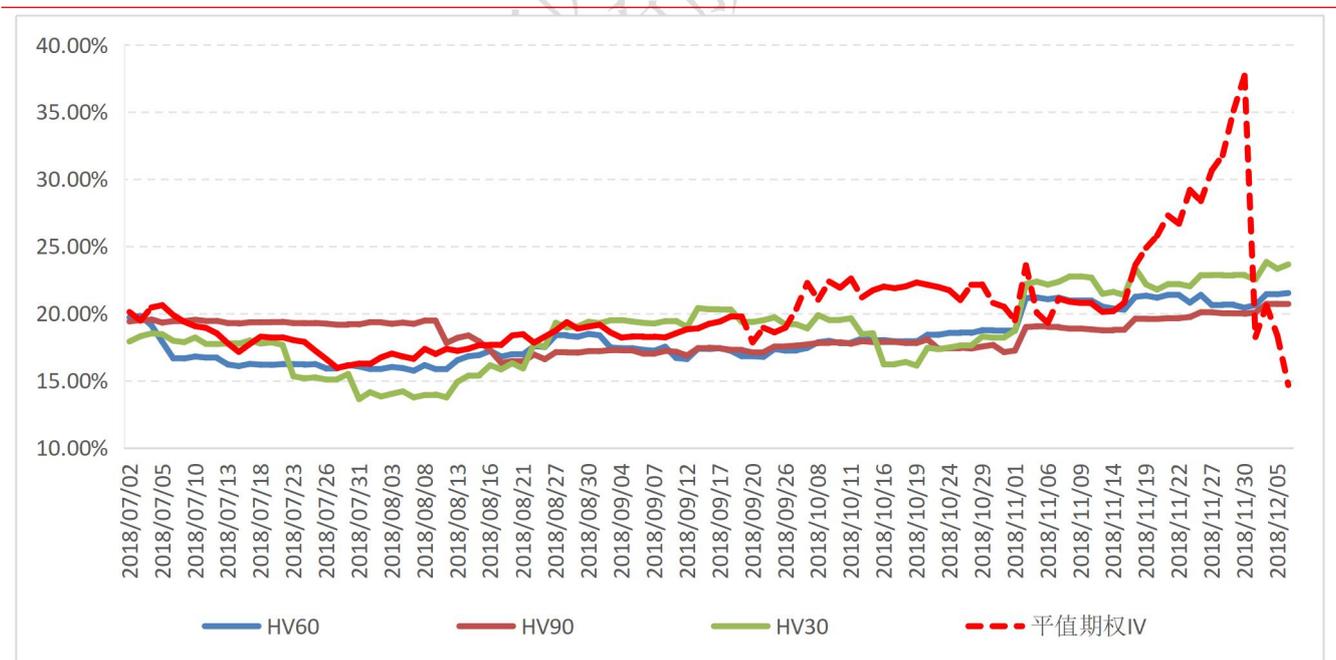
总之，如果一个新闻是真实的，它在随后几个月中将被数据验证；但如何把握交易中的机会和风险，需要诸君自行判别。

### 3. 豆粕期权隐含波动率 IV，全年升水于历史波动率 HV

图表：m1809 合约 IV 与 HV 对比



图表：m1901 合约 IV 与 HV 对比



来源：Wind，广金期货研究中心

豆粕期权的平值附近 IV，通常都落在 30 日、60 日、90 日的历史 HV 区间里；但 2018 贸易战关键会议前，场内期权市场资金会提前几周甚至数月，把所有豆粕期权 IV 都“炒高”。IV 高于 HV，贯穿了整个 2018 年；而 2020 又恢复原样。

## 四、本轮新贸易战的交易建议

### 1. 套保的期货、期权头寸，建议较早入场

回顾 2018 贸易战的涨跌行情，大都是在关键的国际磋商形成的，是“事件冲击”。如 4 月 4 日、6 月 15 日、12 月 3 日，美豆、豆粕涨跌都是当天到位，随后数日到一周大都呈现宽幅盘整。因此，临近重大国际事件之前几天再建立期货头寸，可能已经偏晚；再者，有些国际事件是无法判断时间点的，比如当前“美欧是否加关税”“俄乌是否和谈”等。

期权头寸也可以较早建仓做套保，因临近重大事件的隐含波动率通常很高。

### 2. 2025 年美豆种植面积还有很大很大的下降空间

2019 年 2 月 21-22 日的 USDA 展望论坛上，美国农业部专家预计，2019 年美国大豆播种面积预计为 8500 万英亩，比 2018 年终值 8910 万英亩低……但实际上 USDA 月报不断下调，2020 年初确认了 19 年大豆播种面积仅 7500 万英亩。

2018/19 年度，还见证了美国大豆库存在其本土到达了天量之高。

而今年，USDA 展望论坛预估大豆播种面积预计为 8400 万英亩，相信美国豆农会根据贸易战调整究竟种多少大豆、种多少玉米、或其他作物。况且，如今生物柴油生产，也会新增很多对美国本土豆油的需求。美豆出口压力或不及 2018 年。

### 3. 采购难题不只是进口成本，可能也涉及资格许可

当前，中国对美国大豆新增了 10% 关税，提高了贸易商的进口成本。但是，在 2018 年中国贸易商不仅面临当时 25% 的高额关税，而且到港美国大豆能否卸货上岸，可能都涉及“许可证”的问题。就比如，12 月中国对美国签署的大豆采购协议，是国家中央层面做出的决定，个体贸易商擅自在中美纠纷期间去采购美国商品，可能会面临一些海关审批上的阻碍。

同时，正是上一轮贸易战，促使中国改变了油料大豆的进口格局；2021 年以后，中国每年从美国大豆的总量再也没有恢复到贸易战之前的水平，而是向巴西进口更多的大豆。尤其是当前 m2509、m2509 合约，大部分原料也将来自于巴西。

#### 4. 本轮贸易战涉及新的品种

加拿大菜籽，也因美国对加拿大和墨西哥加征 25%关税，以及“清洁能源原料除名”等政策变动，收到了贸易战波及；在之前，20240903 中国对加菜籽反倾销调查仍留有悬念。这个品种在本轮贸易战潜伏了比上一轮大很多的不确定性。

另有一些品种，也和上一轮贸易战有较大区别。如今年生猪预计不会以 2019 猪瘟为主要矛盾，可能会在养殖成本上与玉米、大豆价格联动更紧密；黄金，由于地缘冲突、通胀等多种原因，价格也远远高于上一轮的区间。

本轮贸易战预计会持续很长时间，很多期货的波动率会显著抬升；但是回顾 2018 的上一轮，每次重要的价格转折，都是令人感觉比较意外的突发公告，甚至是特朗普先生的 twitter，难以预测。也许做好仓位管理，才能应对极端情况。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。



更多期货咨询请关注广金公众号

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议。

---

广州金控期货有限公司是广州金融控股集团有限公司的控股子公司，业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询和资产管理业务。全资控股风险管理子公司-广州金控物产有限公司，业务范围包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品业务。

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1772号

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元

联系电话：400-930-7770

公司官网：[www.gzjkqh.com](http://www.gzjkqh.com)

## 广州金控期货有限公司分支机构

<p>• 广州营业部 地址：广州市天河区临江大道1号之一904室 电话：020-38298555/38298522</p>	<p>• 佛山营业部 地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路8号17层20号至17层22号 电话：0757-85501856/85501815</p>
<p>• 大连营业部 地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2311室 电话：0411-84806645</p>	<p>• 福州营业部 地址：福建省福州市晋安区福飞北路175号6层6D单元 电话：0591-87800021</p>
<p>• 杭州分公司 地址：浙江省杭州市西湖区文二西路5号508室 电话：0571-87791385</p>	<p>• 河北分公司 地址：河北省石家庄市长安区中山东路508号东胜广场三单元1406室 电话：0311-83075314</p>
<p>• 唐山营业部 地址：河北省唐山市路北区金融中心3号楼1607、1608号 电话：0315-5266603</p>	<p>• 淮北营业部 地址：安徽省淮北市相山区惠苑路6号金冠紫园6幢105号 电话：0561-3318880</p>
<p>• 太原营业部 地址：山西省太原市万柏林区长风街道长兴路1号4幢11层1123-1124号 电话：0351-7876105</p>	<p>• 嘉兴分公司 地址：浙江省嘉兴市海宁市海洲街道新苑路147-149号2楼 电话：0573-87216718</p>
<p>• 北京分公司 地址：北京市丰台区广安路9号国投财富广场2号楼1403、1404室 电话：010-63358857/63358907</p>	<p>• 深圳分公司 地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦1905室 电话：0755-23615564</p>
<p>• 龙岩营业部 地址：福建省龙岩市新罗区龙岩大道中688号1幢703室 电话：0597-2566256</p>	<p>• 重庆分公司 地址：重庆市渝北区新南路439号中国华融现代广场2幢5层4-1 电话：023-67380843</p>
<p>• 厦门营业部 地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区东港北路29号港航大厦2503-6单元 电话：0592-5669586</p>	