



中美贸易战二回战 对商品的影响又如何

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

摘要:

美国当地时间4月3日,发布对中国产品征收关税的清单建议,该清单涉及航空航天、信息和通信技术、机器人和机械等行业,包含大约1300个独立关税项目,总规模大约为500亿美元。美国贸易代表署建议对清单上中国产品征收额外25%的关税,以弥补美国在科技领域所受到的影响。4月4日收盘后不久,中国发布对美国的关税反制措施,将对原产于美国的106项商品加征关税。国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税。实施日期另行公布。

对中国经济的影响:

经济增速:拖累中国经济发展

通货膨胀:实际影响偏小

对各类资产以及行业的影响:

权益:相关企业盈利或将面临更大幅度的下滑

外汇:人民币存在贬值压力

债券:在经济走向下滑的阶段,债券市场预计相较去年会有更好的表现

行业:利空高端制造业,利空机械行业,利多汽车行业

对商品的影响:

能化板块:PVC(预计受加税影响较小)、聚烯烃(没有明显波及)、RU/MA/PTA(影响微弱)

有色板块:伦镍(以短期影响为主)、伦铜(利空)、锡(利空)、铅(利空)、铝(影响较小)

农产品板块:美豆(短期影响被对冲,长期利多美豆)、玉米(短期影响有限,长期间接利多)、棉花(情绪利多),其余品种无较大影响

黑色板块:钢材(情绪利空)、铁矿石、焦煤、焦炭(无直接影响)

原油及成品油:原油(对中国无大影响,对美或有利空影响);沥青(无重大影响)

联系人:

陈峤

股指国债研究员

☎ 0755-82537411

✉ chenqiao@htfc.com

从业资格号: F3036907

宋晨阳

商品策略研究员

☎ 0755-23887993

✉ songchenyang@htfc.com

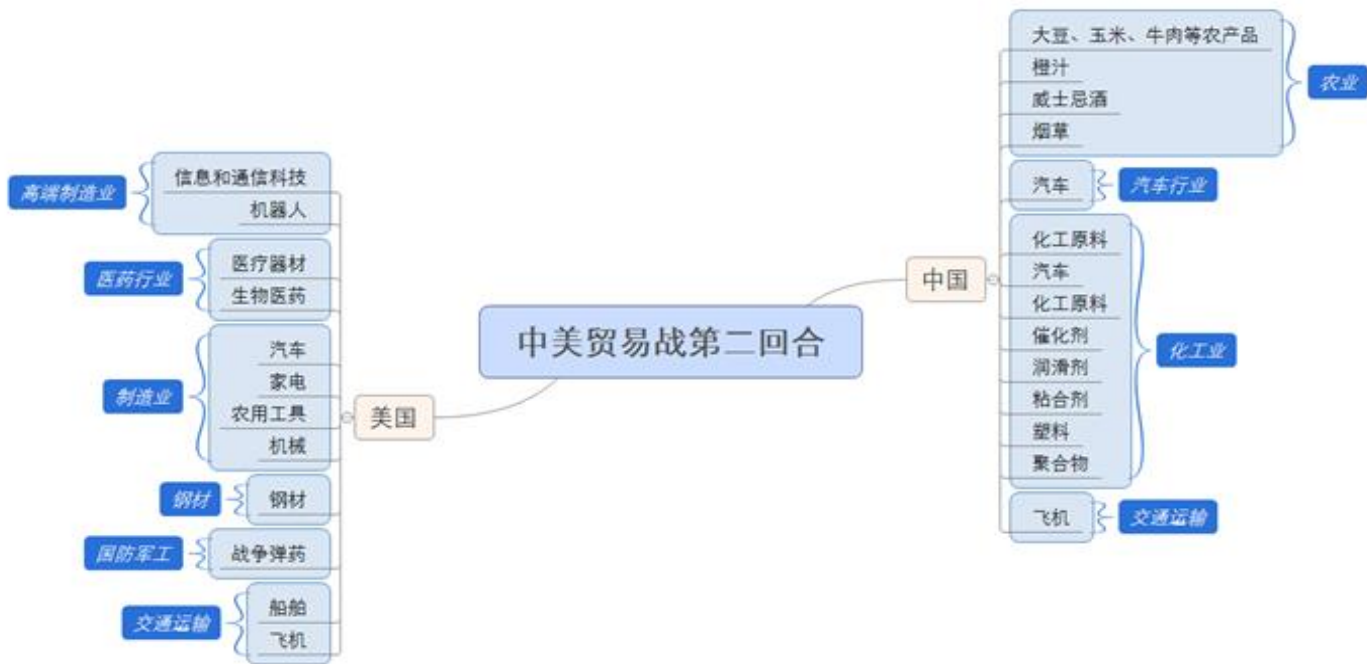
从业资格号: F3042880

以及华泰期货研究院农产品组、能化组、有色组、黑色组与原油策略组的各位组员均对本篇专题报告有极大的贡献。

事件：中美贸易战第二回合

美国当地时间4月3日，发布对中国产品征收关税的清单建议，该清单涉及航空航天、信息和通信技术、机器人和机械等行业，包含大约1300个独立关税项目，总规模大约为500亿美元。美国贸易代表署建议对清单上中国产品征收额外25%的关税，以弥补美国在科技领域所受到的影响。4月4日收盘后不久，中国发布对美国的关税反制措施，将对原产于美国的106项商品加征关税。国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税。实施日期另行公布。

图1 中美贸易战第二回合



数据来源：公开资料整理 华泰期货研究院

美国期货市场瞬间做出反应全线暴跌：CBOT 大豆期货急跌4%，最低回到1000美分以下报994.2。其他农产品亦全线大跌：美豆、玉米主力合约跌逾3%，美豆粕主力合约跌2.88%，美豆油、小麦跌近2%。活牛跌1.2%、瘦肉猪跌5%。美豆期货跌幅随后扩大至5%。ICE 棉花期货跌3%左右，现跌3.66%至79.02美分/磅。

回顾：中美贸易战梳理

中美贸易战愈演愈烈，我们先回顾并梳理一下贸易战至今以来的进程情况：

- 2018年3月23日**美国**：特朗普在白宫签署“对华贸易备忘录”，对“航空航天、信息技术、机械”等中国进口的600亿美元商品加征关税。
- 2018年3月23日**中国**：中国商务部发布了针对美国钢铁和铝产品232措施的中止减让产品清单，计划对价值30亿美元的美国产品和另外100多种商品征收关税。
- 2018年3月27日**美国**：美贸易代表公布对华301调查征税建议，并在30天内公开征求意见。征税产品建议清单将涉及我500亿美元出口，建议税率为25%。
- 2018年4月2日**中国**：国务院关税税则委员会决定自2018年4月2日起对原产于美国的7类128项进口商品中止关税减让义务。在现行适用关税税率基础上加征关税——“对猪肉及制品等8项进口商品加征关税税率为25%，对水果及制品等120项进口商品加征关税税率为15%”。
- 2018年4月3日**美国**：美国发布对中国产品征收关税的清单建议，该清单涉及航空航天、信息和通信技术、机器人和机械等行业，包含大约1300个独立关税项目。美国贸易代表署建议对清单上中国产品征收额外25%的关税，以弥补美国在科技领域所受到的影响。
- 2018年4月4日**中国**：国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品和飞机等14类106项商品加征25%的关税，涉及2017年中国自美国进口金额约500亿美元。实施日期将视美国政府对对中国商品加征关税实施情况而另行公布。

图2 贸易战进程



数据来源：Wind 华泰期货研究院

中美贸易战对宏观的影响及展望

(一) 对中国经济增速的影响

中美贸易战对中国的产业、宏观层次都会产生影响。美国是中国第一大贸易伙伴，和欧盟加起来占了中国大约 30% 的出口份额。美国作为中国的主要贸易伙伴对中国发起了贸易制裁，对中国的出口贸易会直接产生影响。虽然从历史上看，美国对我国发动贸易战并没有停止我国对美国贸易顺差的扩大。不过短期来说，贸易战提高了双方进口相应产品的价格，并冲击了进出口的增速。

根据社科院专家李春顶博士估算，模拟美国单方面对中国的所有产品征收 15% 的进口关税、30% 的进口关税，以及特朗普政府宣称的 45% 的进口关税的情况，发现对中国的影响为，福利会下降 0.4%，GDP 会下降 1.67%，制造业下降 4% 左右，整个贸易会下降将近 5%，出口下降 7.8%，进口下降 1.1%。如果说我们进一步的讲贸易战中国采取报复措施，结果是中国整个 GDP 下降 1.5%，出口下降将近 8%，进口下降 3.5%

此外，在全球化背景下，众多产品生产链遍及全球，贸易战产生的溢出效应也将遍及更多国家，是一个多方受损的局面。若中美两国贸易冲突继续升级，其他国家如欧盟可能会跟进，日本也可能会跟进，其他国家也会处在贸易收缩的阶段，不良的示范效应可能会进一步加深，这对实体经济也会产生更多的间接性影响。

不过从历史上看，贸易战并无赢家。现在距离正式实施还有 2 个多月时间，中美双方的谈判仍留有一定的余地，双方协商依旧在进行，最后公布的方案是否会达到初始预计的数字还存在变数。

图3：2017年中美商品贸易

单位：亿美元

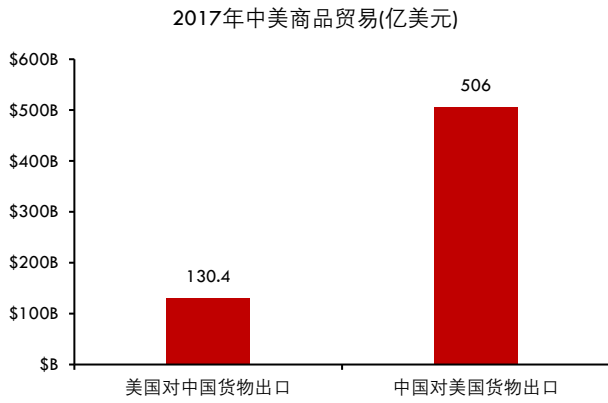
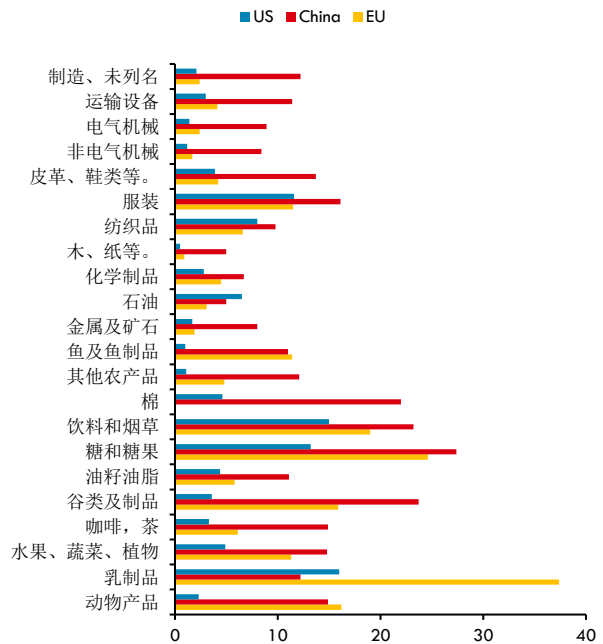


图4：各国关税适用情况

单位：%

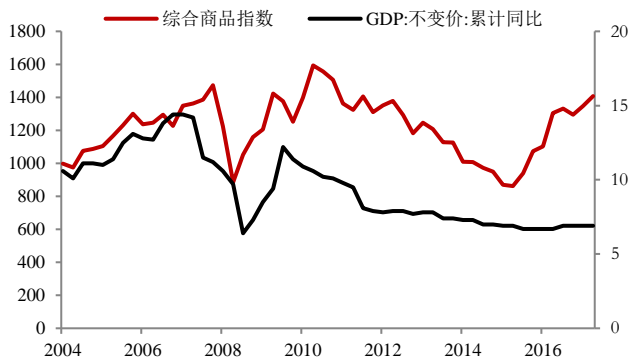


数据来源：美国统计局 华泰期货研究院

数据来源：WTO 华泰期货研究院

图5：中国 GDP 同比与南华指数

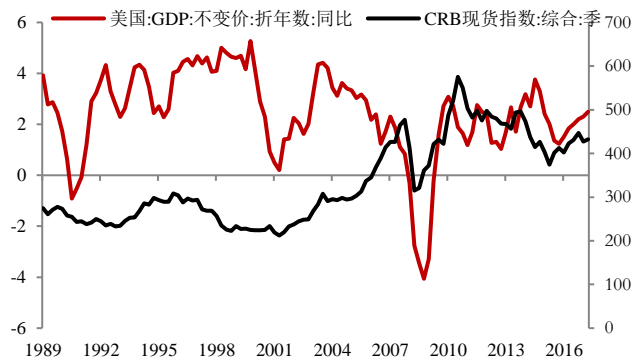
单位：%，点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6：美国 GDP 同比与 CRB 指数

单位：%，点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

(二) 对通胀的影响

随着中美贸易战的持续升温，中国也祭出了终极武器：对来自美国的进口大豆加征 25% 的关税措施进行反制。具体而言，由于中国 90% 以上的豆粕压榨原料来自于进口大豆，美豆的关税大幅增加，在不考虑替代的情况下，会大幅收紧国内油粕的供给，利好国内豆类价格，而豆类价格的抬升又会延着以下几条产业链传导：

- 大豆作为油料可以用于压榨生产豆油，豆油除了食用之外还可用于制成生物燃料。
- 大豆可用于制成大豆类食品。
- 大豆榨油之后产出豆粕，是生猪养殖等肉禽养殖业的重要饲料成分。

这将会大幅抬升食品价格的重心上移，对我国的整体通胀带来巨大影响。根据招商宏观的测算，若大豆价格同比涨幅为 5%，将额外拉动 CPI 同比上涨 0.08%；若大豆价格同比涨幅为 10%，将额外拉动 CPI 同比上涨 0.17%；若大豆价格同比涨幅为 20%，将额外拉动 CPI 同比上涨 0.33%；若大豆价格同比涨幅为 30%，将额外拉动 CPI 同比上涨 0.50%。根据数据来看，大豆价格的上涨将显著推升我国的通胀水平，通胀的变化又将对整个资本市场的投资配置起到关键性作用。但是我们认为目前来看实际影响是较小的——

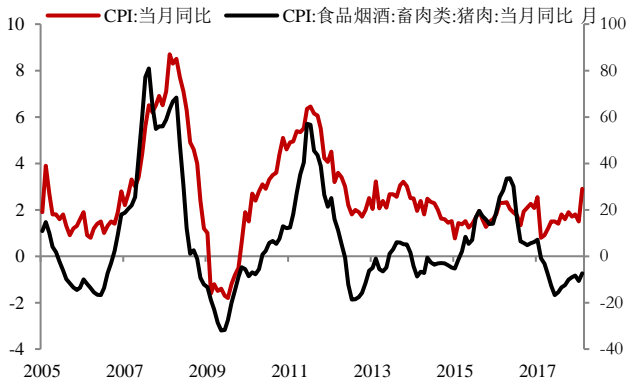
- 1、猪价：饲料成本端玉米价格不会大涨，豆粕上涨，但占比对于猪价影响不大，甚至近期因猪价下跌而导致豆粕用量减少，传到至猪价影响微乎其微。
- 2、油脂：全年整体过剩，豆油有所支撑，但棕榈油丰产幅度对油脂仍居主导，价格依旧底部徘徊。
- 3、CPI 取样标准：零售价而非大宗商品价，从成本端到零售端涨幅的稀释，加之统计局对数据的平滑，实际影响偏小。

从可替代性角度，中国的大豆产量为 1,400 万吨左右，进口量约为产量的六倍多，占全球大豆交易金额的近 60%，其中有一半来自巴西，大约 3,300 万吨来自美国，约占总量的三分之一。高盛预计大豆价格通过传导至猪肉价格而导致的通胀率为 100: 0.3，即 10% 的大豆价格上涨对通胀率的影响只有 3 个基点，因此总的来说政治影响多过经济影响。

但是，从时间周期上看，需要关注随着贸易摩擦的时间周期拉长，9 月以后的大豆替代性问题。德国油世界分析师 Siegfried Falk 认为，如果中国最终对美国大豆征收 25% 的关税，在 8 月份前，巴西可以满足中国的大豆进口需求；其他进口国则会转向美国。我们注意到昨日美豆粕已经翻红，美豆或也将面临涨幅，最终我们的增税逼迫了美豆暴涨，又推升了南美贴水，我们或将面临全球高价豆境况。更加值得注意的是，9 月以后南美无豆，阿根廷豆粕供应矛盾激化，美国面积减少产量下降，豆类远月合约或将出现更大的涨幅。

图7：通胀与猪价

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8：猪价与豆粕价格

单位：%，元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

(三) 对各类资产以及行业的影响

对于各资产类别而言，商品市场上，依据此次清单，受影响的行业包括航空航天、资讯通信技术、机械、机器人等，对应到商品上看，以上领域均对工业品需求量较大，且目前国内经济处于底部震荡阶段，内需拉动较弱，若出口受影响则外需拉动也会减弱，相关工业品价格会受到影响有所回落。目前中国拟对美加征关税的产品主要集中在农产品（大豆等）上，这将导致部分农产品供应的收缩和进口成本上升带来的价格上升，短期来看提振受到贸易战影响的农产品。此外全球避险情绪的上升也有助于贵金属的短期反弹。

权益市场而言，中国科技领域、船舶、家电、机械、航空航天等对外依存度较高的企业受影响较大，相关企业盈利或将面临更大幅度的下滑。

对于外汇市场而言，贸易战将扭转部分中美之间的贸易顺差，随着经常项目顺差对汇率的支撑减弱，在叠加近期中美之间流动性差异，人民币存在贬值压力。

债券市场方面，随着贸易战的打响，短期市场避险情绪上升，利率债有望在避险情绪推动下获得资金的青睐。中期来说，贸易冲突将带来经济增速的大幅下滑以及通胀的上升（偏滞胀的宏观环境），在经济走向下滑的阶段，债券市场预计相较去年会有更好的表现。

图9：十年国债与商品指数的关系

单位：点，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

(四) 对行业的影响

通过比较美国对中国出口美国商品征税清单与中国对美国出口中国征税清单，贸易战给中国进出口的影响如下表：

表1 贸易战第二回合对中国行业的影响

出口方面影响较大的行业	高端制造业	医药行业	制造业	钢材	国防军工	交通运输
进口方面影响较大的行业	农业	汽车行业	化工业	交通运输		

数据来源：公开资料整理 华泰期货研究院

首先从中国出口美国受影响最大的高端制造业上看，美国对中国进口的高端制造业商品涵盖了：先进信息技术产品、自动化机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备、现代轨道交通装备、电动和其他“新能源”车辆、电力装备、农业机械装备、“新材料”、生物医药和其他高性能医疗器械，这些领域，正好覆盖了《中国制造 2025》中列出的十大重点领域，可见特朗普意图明显，在中国制造业转型之时百般阻挠，若贸易战打响，我国制造业转型必然受拖累。

另外机械行业将成为美对中此次关税加征重点领域，尤其是通信、电力、航空航天等领域的工业机械及零部件产品，机电类产品、锅炉及机械器具、车辆及附件是我国对美出口机械产品传统贸易顺差领域，总计金额分别达到 1071.20 亿、914.29 亿、183.21 亿美元，预计将是本轮贸易摩擦影响最大的领域。

中国对美汽车征税利好汽车行业。2017 年中国进口美国 131 亿美元，加税 25% 将会重创美国进口车，特斯拉也涵盖其中，有能力向高端车升级的整车企业会受益，更加激发自主品牌抢占高端品牌市场，短期对美国整车企业负面影响，对中国豪车厂商偏利好。中国自美国进口汽车金额近几年超过 100 亿美元，年进口汽车数量超过 20 万辆，占中国整车总体进口量约 20%，体量较大。进口关税由 25% 上升到 50%，售价提升可能在 20% 左右，显著提升进口汽车售价将对进口车需求形成抑制，对美国本土整车企业而言形成负面影响，对中国豪车厂商偏利好。

贸易战中美市场“隔绝”，国内高端产品将迎来逆势发展，倒逼国内企业技术加速发展，有“危”也有“机”。近年来，国家积极鼓励电子产业的发展，在资金、政策上给予大力支持，使得国内的电子产业快速崛起，尤以国产智能手机品牌获得了飞速发展，逐步进入高端产品领域进行产品竞争。目前中国已经就美国的贸易保护政策给予“反击”，可以说中美的贸易战一旦开启，美国电子产品离开中国市场的生产组装需要更高的生产成本，想要维持利润稳定，势必要提价销售，竞争力削弱，为国内电子品牌进入高端市场竞争提供了机遇。另一方面，对高技术产品的需求也将倒逼国内企业加速进行高端产品的布局，技术引进和自主研发，带来发展良机。

Tariffs are a mean to get a deal, not the end. 当最终关税落地后，博弈也结束了。但是市场现在不只是担心大豆汽车，当前处在风口浪尖的贸易摩擦当事双方对于市场形成一个更加不确定的未来，对于资本市场，继而对于企业投资而言，这才是真正可怕的事情——系统性的风险偏好下调、波动率上升和投资保守。

中美贸易战对商品板块的影响

若“对美征税清单”正式实施对化工期货的影响

此次加征对美的税收，以增加进口成本为主，或因此会减少对美的一些进口，影响略微偏积极，但因大多涉及体量较小，预计影响不会太大，对化工品影响力度的强弱依次为：PP>PVC>PE>RU>PTA>MA。

表2 对美征税清单可能影响到的化工品期货

序号	税则号列	商品名称	影响品种
62	27111200	液化丙烷	丙烯—PP
63	39074000	初级形状的聚碳酸酯	PC—PP
64	38151200	以贵金属及其化合物为活性物的载体催化	大型石化装置的开工负荷，几乎全部化工品

剂			
74	39079999	其他聚酯	PET—PTA
76	39011000	初级形状比重<0.94的聚乙烯	LD—PE
77	29261000	丙烯腈	丙烯—MA
81	39073000	初级形状的环氧树脂	--
82	39206200	聚对苯二甲酸乙二酯板片膜箔扁条	PET—PTA
83	39199090	其他自粘塑料板、片、膜等材料	PET BOPP PE 缠绕膜
84	39209990	其他塑料制的非泡沫塑料板片	PE PP PVC
85	39269090	其他塑料制品	
86	39019090	其他初级形状的乙烯聚合物	乙烯—PE
87	39014090	其他乙烯- α -烯烃共聚物，比重小于0.94	PE
88	39069090	其他初级形状的丙烯酸聚合物	丙烯-PP
89	39041090	其他初级形状的纯聚氯乙烯	PVC
92	39219090	未列名塑料板、片、膜、箔及扁条	--
94	40023990	卤代丁基橡胶板、片、带	RU
96	35069190	以其他橡胶或塑料为基本成分的粘合剂	RU
103	39201090	其他乙烯聚合物制板、片、带	PE PVC

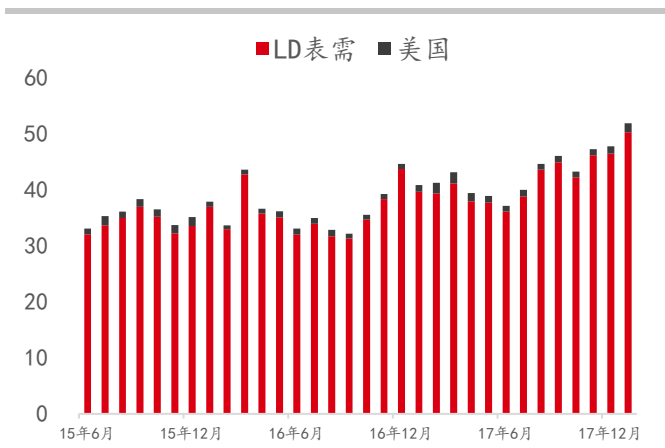
数据来源：公开资料整理 华泰期货研究院

● 对聚烯烃的影响

对 PE 来说，影响较为明显的是第 76 条，主要影响到 LD 的进口，2017 年全年来看，我国 LD 表需约 493 万吨，其中从美国进口 15.5 万吨，约占我国 LD 表需的 3.14%，占比较低，预计影响不大。且近几年，外盘投产了大量的 PE 装置，其中以 LD 居多，所以主流的 LD 的现货并不会出现明显的紧缺。或许部分高端专用牌号会受到 LD 关税大幅提升的影响出现暴涨。盘面主要交割品的 LL 预计并不会因此受到明显的波及。

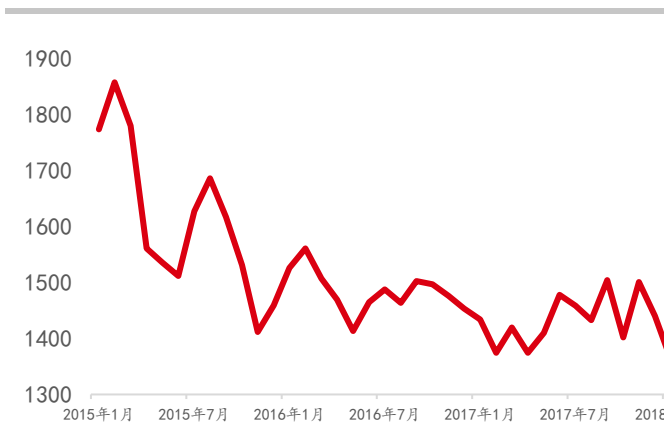
其他方面涉及到部分 PE 的下游，如 PE 的缠绕膜类，从美国有进口 1.36 万吨，占进口的比重约 8.94%，但占国内缠绕膜的总比例微乎其微，预计影响不大。

图10 中国 LD 表需和从美国进口 LD 量 单位：万吨



数据来源：ICIS Wind 华泰期货研究所

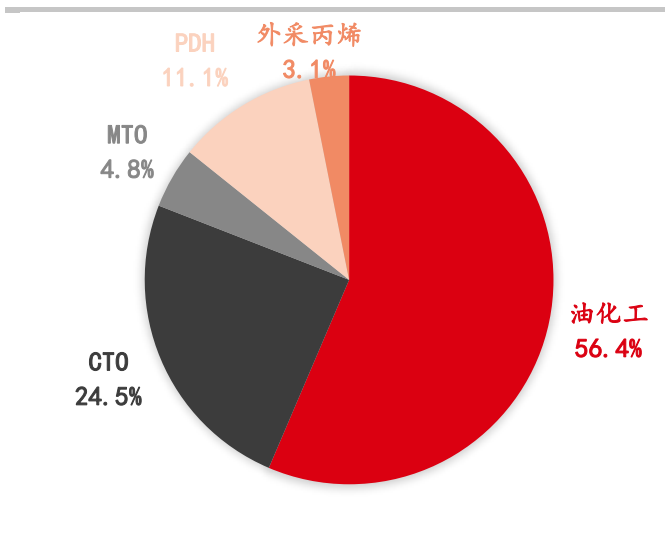
图11 进口美国 LD 单价 单位：美元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

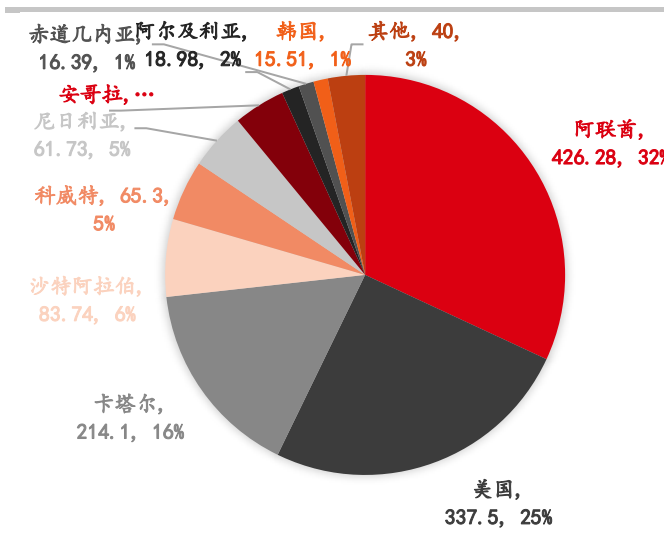
对 PP 来说，影响较为明显的是第 62 条，我国 PP 原料来源较广，其中有 11% 的 PP 是用丙烷脱氢的技术来生产，另外亦有 200 多万吨的丙烯是用 PDH 技术来生产，若 PDH 供给受限，则对丙烯和 PP 的供给均产生较大的影响。

图12 PP 各工艺原料占比 单位：%



数据来源：卓创 华泰期货研究所

图13 丙烷主要进口国 单位：%

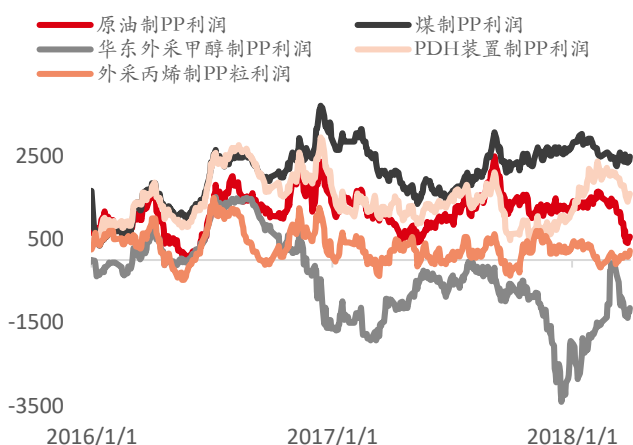


数据来源：卓创 华泰期货研究所

2017 年来看，我国共从美国进口丙烷 337.5 万吨，约占进口占比的 25%，其中大部分美国丙烷流向东华能源、天津渤化、烟台万华、绍兴三元等企业，直接涉及到 PP 产能约 130 万吨，

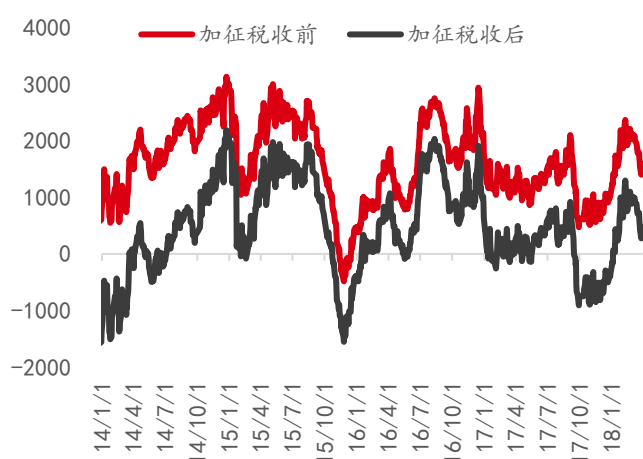
间接影响丙烯供给 135 万吨(可能间接影响到外采丙烯装置和 PP 粉料的开工),影响较大。但此次的重点是在于对关税的征收,因此更多的会抬升国内 PDH 企业的生产成本,是否对量造成影响,尚有一定的不确定性。当前来看,PDH 装置生产 PP 的利润约有 1500 元/吨左右,加征税收后,企业理论利润会缩减至 500 元/吨左右,企业是否会因此抵触进口或改向中东进口低价货源有一定不确定性,若其因此而减少丙烷采购,降低开工,则明显利多 PP,反之,影响不大。

图14 PP 各种工艺利润 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图15 关税实施后 PDH 装置利润对比 单位: 元/吨

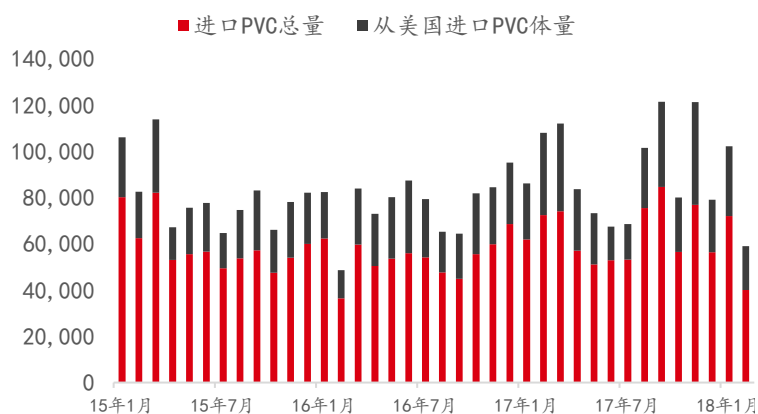


数据来源: Wind 华泰期货研究所

● 对 PVC 的影响

从公布的条目来看,涉及到 PVC 的主要是第 89 条, PVC 方面,尽管美国进口量占比较高,2017 年从美国进口量 30.7 万吨,占总进口量的 39.7%,但体量相对较小,2017 年从美国进口量仅占我国表观消费量的 1.7%;此外我国对美国 PVC 有反倾销政策,长期以来进口以来进料加工和来料加工为主,预计受加税影响较小。

图16 美国进口 PVC 和 PVC 进口总量 单位: 吨



数据来源：卓创 华泰期货研究所

● 对 RU MA PTA 的影响

从此次公布的条目来看，仅影响到部分的卤代丁基橡胶体量，影响非常微小，对天胶的影响几乎可忽略不记；另外也影响到少量的 BOPET 的体量，去年从美国进口约 1.57 万吨，影响到少量的 PTA 的需求，亦几乎可忽略；对 MA 来说，仅影响到少量的 MTO 下游的需求，亦几乎可忽略，影响微弱。

有色板块：受到影响最大的板块

第一部分：金属需求对外依存度

1. 需求对外总依存度：

根据此前我们的研究结果，按照总需求量比例，基本金属整体需求对外依存度大约 15%，其中锡需求对外依存度最高为 29%，其他具体情况如下。

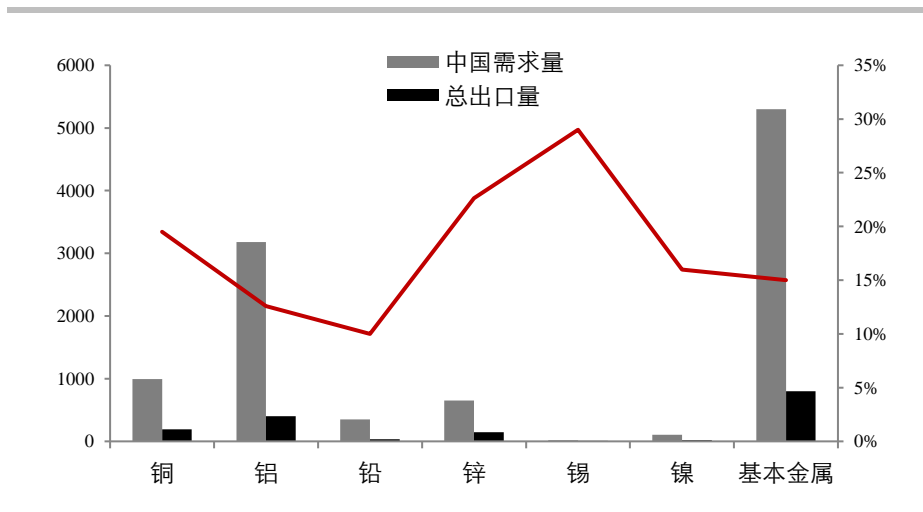
表3 2016 年中国基本金属消费和出口量

单位：万吨

	铜	铝	铅	锌	锡	镍	基本金属
中国需求量	996	3179	350	650	18.9	105	5298.9
总出口量	194	400	35	147	5.5	17	798.5
出口占比	19.50%	12.58%	10%	22.62%	29%	16%	15%

图17：2016 年中国基本金属消费和出口量

单位：万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

2. 需求对美国依存度

我们按照各个分项对美国出口的占比计算，得到各个金属对美国需求的依存度，具体如下：

表4 2016年中国基本金属对美出口占总出口量百分比

	铜	铝	铅	锌	锡	镍
需求	0.59%	5.26%	2.20%	4.20%	7.25%	0.10%

第二部分：金属供应对外依存度

1. 供应的对外依存度：

按照总供应的比例来看，金属供应对外整体保持较高的依存度，特别是镍、铜等，对外依存度均超过70%，但是，来自美国的供应则占比有限。

表3：基本金属供应对外依存度

单位：%

年份	铜	铝	铅	锌	锡	镍
2013	70.29	73.06	13.07	49.32	—	59.32
2014	69.65	41.19	17.68	45.27	17.6	63.71
2015	71.1	42.99	24.61	59.87	23.61	71.77
2016	70.22	37.62	15.59	38.28	40.64	83.01
对美国依存度	2.63	1.36	2.48	0.1	0	0

2. 供应对美国的依存度：

另外，供应在对美国的依存度之中，具体细分如下：

铜		铝		锌		锡	镍
废旧铜	铜精矿	铅精矿	废铝	锌矿	精炼锌		
1.36	0.95	2.48	1.36	0.08	0.02	0	0

其中，铝对美国的进口主要体现在废铝上，为应对美国对钢铁和铝征收关税，中国已经提高了来自美国废铝的进口关税。但国内供应目前是过剩的，因此不影响国内供应。铜方面，对美国依存度主要是废旧铜和铜精矿，由于国内供应较为偏紧，因此如果关税提升，短期影响

会比较大。铅的依存主要体现在铅精矿上，当前全球铅精矿均比较紧张，如果受到关税波及，则对铅供应不利。锡和镍供应则与美国交集不多。

第三部分：中美各自清单明细：

1、中美贸易战涉及明细：

美国针对中国出口产品，连续的发起了 232、301 调查，涉及金属供应或者需求端的明细如下：

	矿物	精炼产品	金属加工材料	废旧	终端产品
301 调查	无	铝	铝加工材、不锈 锈钢	无	机电产品、空 调、工程机械
232 调查	无	铝	铝材、不锈钢	无	无

中国反击，涉及金属的部分，如下：

名称	矿物	精炼产品	金属加工材料	废旧	终端产品
第二批次（针对 301）	无	无	无	无	汽车
第一批次（针对 232）	无	无	无缝不锈钢管	废铝	无

2、综合需求和供应两方面对美国的依存情况，如下表所示：

	铜	铝	铅	锌	锡	镍
需求		0.59%	5.26%	2.20%	4.20%	7.25%
供应		2.63%	1.36%	2.48%	0.10%	0%
差值		-2.04%	3.90%	-0.28%	4.10%	7.25%

第四部分：化解途径以及替代可能性分析：

1)、中国针对美国出口的反制措施主要影响美国汽车、无缝钢管、废旧铝；但是美国汽车出口至中国不足 30 万量/年，主要是以中高档车为主，这部分需求或转化为欧洲汽车的进口，因此，对金属需求的影响从美国市场转向欧洲市场，全球范围内影响不大。无缝不锈钢管方面，占比不锈钢总需求太小，影响有限；废铝方面，短期影响比较大，但国内整体供应过剩，影响受限，而中长期来看，废旧产品容易转口贸易的形式化解。

2)、美国针对中国的产品，对金属而言，主要集中在下游，特别是机电产品，短期内难以寻求替代市场，因此，影响一时难以化解，主要影响中国对铜的需求。

3)、边际影响：

据 SMM 引用台湾地区媒体报道，4 月 2 号上午，台湾地区行政当局国贸机构召集产业链用户调研如何应对“美国 232 条款”，初步设想：台湾禁止一部分从大陆地区进口的钢铁产品，以换取台湾地区出口到美国产品的关税豁免”。

原本中美之间镍品种相关性较弱，但如果台湾省出于政治考虑，出台相应措施，对中国不锈钢出口极为不利，中国不锈钢以及下游制品产品出口大约 33 万吨/月，其中对台湾省出口近 1/5，短期影响巨大；但印尼不锈钢产能过剩，如果缩减从大陆进口，那么市场空缺将很快被印尼补充，而印尼不锈钢由于优势巨大，打开台湾的市场，意味着大陆市场压力减少，因此，中期影响是有限的。不过，当前，大陆是台湾省最大的顺差来源，从经济的角度不会做，但从政治的角度就存在风险。

第五部分：金属价格表现和后市展望：

截至 4 月 4 日晚 21: 25，LME 金属各个品种表现如下，

品种	表现
伦镍	-3.48%
伦铜	-2.60%
伦锡	-1.70%
伦铅	-1.27%
伦锌	-1.02%
伦铝	-0.65%

伦镍跌幅靠先，主要是由于台湾省可能的出于政治考虑的跟风行为，主要是以影响短期为主，未来的影响主要取决于印尼不锈钢的再度出口冲击。伦铜受影响主要是中国出口产品短期难以找到替代国，另外双方大规模级别的贸易战及全球经济增长，铜需求受到影响的预期支配。锡价格主要是受到电子产品关税影响；而汽车关税则涉及铅酸蓄电池需求，从

而拖累铅，因为替代总需要一个过程；锌铝因本次中国针对措施没有涉及，而美国 301 调查也没有超过 232 对铝锌的影响，因此反应最小。

农产品板块：豆粕的影响最大

(一) 对 CBOT 大豆的影响：短期事情脉冲下跌与长期利多

我们从短期和中长期两个角度分析贸易战对美国的影响。

短期：美豆下跌对冲中国进口美豆成本提升

美国 2016/17 年度全年出口大豆超过 5900 万吨，其中约 3700 万吨出口向中国。2017/18 年度美豆出口长时间落后去年同期水平，中美贸易战将使得美豆出口更加恶化。截至 4 月 2 日美国大豆对中国累计出口订单为 2853.7 万吨，即使我们不考虑国内压榨商现有美豆采购订单可能取消，适逢南美豆收获上市期叠加贸易战打响，中国进口美豆数量将急剧下降。我们假设极端情况即 USDA 平衡表中 2017/18 年度美国出口量由 5600 万吨下调至 3000 万吨(美国还对除中国以外的国家少量出口)，其他项不变，则美国 2017/18 年库存比将增加至 17.34%，远超 2016/17 年度 7.16%。因此美豆短期势必大跌，这在盘面上体现的也极为充分，4 月 4 日中国宣布将择日对美豆额外征收 25%关税的消息公布后，CBOT 大豆 5 月合约由 1040 美分/蒲最低跌至 983.4 美分/蒲。

图18 贸易战下的美国供需平衡表分析

美国	2016/2017			2017/2018			贸易战
	2月	3月	变动	2月	3月	变动	
收割面积(1000公顷)	33466	33466	0	36228	36228	0	36228
期初库存(1000吨)	5354	5354	0	8208	8208	0	8208
产量(1000吨)	116920	116920	0	119518	119518	0	119518
进口量(1000吨)	605	605	0	680	680	0	680
总供应(1000吨)	122879	122879	0	128406	128406	0	128406
出口量(1000吨)	59157	59157	0	57153	56200	-953	30000
压榨量(1000吨)	51681	51742	61	53070	53342	272	53342
食用消费量(1000吨)	0	0	0	0	0	0	0
饲用消费量(1000吨)	3833	3772	-61	3762	3763	1	3763
总消费量(1000吨)	55514	55514	0	56832	57105	273	57105
期末库存(1000吨)	8208	8208	0	14421	15101	680	15101
单产(蒲式耳/英亩)	51.95	51.95	0.00	49.06	49.06	0.00	49.06
库存使用比	7.16%	7.16%	0.00%	12.65%	13.33%	0.68%	17.34%

数据来源：USDA 华泰期货研究院

中长期：马上开播的美豆面积进一步下降，利多美豆

3月29日 USDA 种植意向报告出乎市场意料，在大豆种植收益良好的情况下，大豆种植面积不增反降。美国每年4月底5月初开始播种新一季大豆，目前中美贸易战愈演愈烈，美豆新季种植面积可能较种植意向报告继续下降，从而使得美国乃至全球2018/19年大豆供给下降，美国平衡表将逐步改善，价格逐步上行。

2、对 DCE 豆粕、豆二的影响：两步走涨价逻辑

两步走涨价逻辑：第一步，理论上，额外关税带来的进口成本提升，请注意！关税上调与美豆原料价格下跌对成本的影响部分抵消，实际涨幅随着美豆下跌而不断下调。第二步，美国新豆面积下降带来的二次价格提升，输入性进口成本提高。

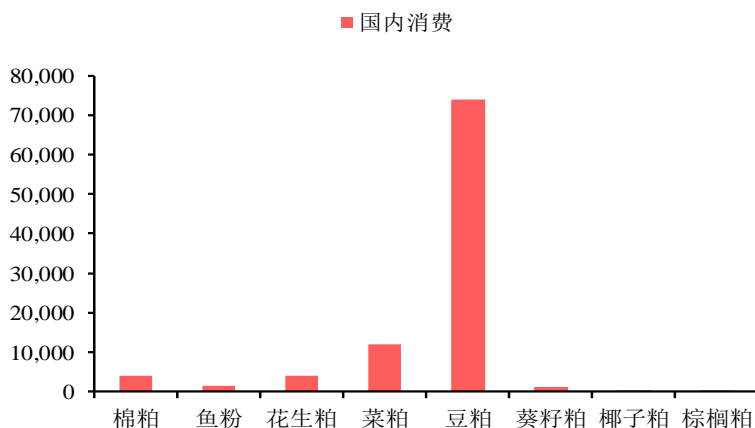
海关数据显示，2017年我国共进口大豆9553.6万吨，其中53.31%来自巴西，34.39%来自美国，6.89%来自阿根廷。如果剔除美豆，其它所有国家产量也难以满足中国现有需求，因此不论如何，中美贸易战相当于减少国内大豆供给、大豆进口成本将抬高，国内豆二、豆粕都将强势上涨。**理论上，对美豆征收25%额外关税**，我们按4月4日贴水和CBOT大豆盘面价格初步估算，进口美豆成本将增加约750元/吨。按出粕率将成本粗略折算至豆粕，豆粕每吨成本增加600元/吨左右。

即便每年4-10月巴西都是中国主要进口大豆来源国，不过一旦中国对美豆额外征收25%关税，中国对南美豆的依赖程度将大大增强，巴西对CBOT贴水将大幅上行，在中国宣布对美豆征收关税之前的一个月，巴西贴水已经上涨超过50美分/蒲。

豆粕是国内最重要的蛋白饲料原料，其次是菜粕，DDGS在双反之后每月进口量几千吨，对国内市场的影响基本可以忽略不计。我们认为即便不考虑蛋白含量的区别，仅从数量而言，如果对美豆征收高关税使得豆粕成本抬高，国内其它杂粕数量也远不能代替豆粕。世界第二大油籽是菜籽，我国进口菜籽和菜粕主要来源国是加拿大，而加拿大年菜籽产量区区2100多万吨，从加拿大多进口几百万吨菜籽对国内粕类需求杯水车薪。

图19 八大粕中国年度消费量

单位：千吨



数据来源：USDA 华泰期货研究院

后期主要的变数在于：

首先，中国并未确定对美豆征收关税的日期，我们可以确定的是在清明小长假结束后豆粕很可能开盘大涨，远月尤其，因为近月的大豆到港量基本确定，且目前主要进口来源国是南美，而9-10月以后美国将成为中国主要进口国。另外内强外弱格局延续，盘面压榨利润将继续走扩（即买国内油粕抛美豆）。不过从产业链利润角度，当前的猪价会对豆粕涨幅起到一定限制，豆粕涨价增加饲料成本，而猪价却持续表现疲弱，如果亏损加剧从而导致存栏下降，则豆粕需求也将下降。

其次，我们认为600元/吨是涨幅上限，请注意！实际涨幅随着美豆下跌而不断下调，密切关注清明节期间美豆跌幅以及特朗普应对中国反击的下一步政策应对。

(二) 对玉米影响：短期抛储来袭难涨，长期支撑来自玉米减面积

短期：影响有限，难涨

与豆粕不同，玉米对美国的依存度偏低。与国内玉米有关的是106项清单中第三项即税则号列10059000其他玉米和10079000其他高粱两项，后者更多因为其是玉米的饲用替代品。

两者中美玉米对我国出口相对较小，去年不足80万吨，在我国玉米总需求中占比不到0.4%；美国高粱对我国出口量较大，截至3月22日当周，USDA周度出口销售报告显示，美玉米对中国出口销售446万吨，对未知目的地出口53万吨（其中大部分对中国），目前已装船385万吨，剩余113万吨，按目前每周20万吨的装船进度来看，应该可以在6月之前装运完毕，当然，后续进口将大幅下降。

作为主粮，中国对其价格的调控最为有效。

手段一：之前国家商务部已经启动对高粱的双反调查，中国早有准备。

手段二：加征玉米关税的同一天，祭出4月12日至13日国家临储玉米竞价交易计划与清单，销售底价最低是内蒙、黑龙江2013年玉米1250元/吨，无惧贸易战影响。

图20 临储玉米拍卖计划 单位:万吨

时间	品种	数量(万吨)	标的分布(万吨)
4月12日 (星期四)	国家临储玉米	379.9	2013年: 吉林0.4、黑龙江24.4 2014年: 内蒙古66.6、辽宁29、吉林177.3、黑龙江75.2 2015年: 内蒙古7
4月13日 (星期五)	国家临储玉米	310.7	2014年: 黑龙江310.7

数据来源：国家粮食交易中心

图21 临储玉米销售底价 单位: 元/吨

	2013 年产	2014 年产	2015 年产
吉林	1300	1400	1450
内蒙古兴安盟及以北、黑龙江	1250	1350	1400
内蒙古通辽及以南、辽宁	1350	1450	1500

数据来源：国家粮食交易中心

长期：支撑来自玉米减面积，相对种植收益不及大豆

贸易战的间接影响依然存在，主要逻辑是关税政策抬高国内大豆价格，改变大豆、玉米相对种植收益，可能减少国内远期玉米供应，就目前而言更多影响1月合约。

(三) 对棉花影响：短期脉冲上行，长期上涨仍需去库驱动

短期：国内棉花脉冲上行

与国内棉花相关的是 106 项的第五、六项即税则号列 52010000 未梳的棉花和 14042000 棉短绒。对于棉短绒，一类绒可配纺粗号纱，供制造棉毯等使用，也可作絮棉、脱脂棉等使用；二、三类绒作纤维素原料，可以制造人造革、赛璐珞、纸张、化学浆料、制药填料、人造纤维、电影照相胶片、炸药、硝酸以及高级涂料和塑料等产品。除了一类绒外，其他用途并不在纺织上。同时中国 2016 年 1-11 月共进口 21.45 万吨棉短绒，其中从美国进口仅 0.87 万吨，占比 4.04%。因而棉短绒加征关税对期货棉花影响不大。

对未梳的棉花，2017 年中国进口美棉 50.53 万吨，对中国需求占比偏少。理论上，截至 4 月 3 日，1%税率完税价格是 14606 元/吨，26%税率完税价格是 18221 元/吨，此处未考虑美棉下跌幅度，若考虑美棉因此下跌 5 美分，26%税率完税价格是 17252 元/吨，高于 9 月盘面 2000 元/吨左右。

长期：上涨仍需去库驱动

3 月 12 号开始的棉花抛储，截至今天，一共抛售 54.01 万吨，成交 32.81 万吨，成交率 60%，贸易战下棉花成交率将有所提升。但趋势上涨的时间窗口还未打开，此轮抛储的棉花还需时间消化。真正上涨来临要等待今年 8 月底（理论上）抛储之后，国储棉库存剩余 300 万吨左右，供需缺口才会显现，棉花上涨的去库驱动打开。

黑色板块：直接影响有限，间接影响较大¹

短期来看，“贸易战”引发经济担忧，避险情绪影响较大，不过黑色板块整体下跌有其内在逻辑，总结来看，钢材暴跌的驱动因素有：1、经济增长改革换挡，宏观需求小幅下台阶（重要、长期影响）；2、供需失衡，钢厂无视需求减弱，持续增加供应（较重要、中期影响）；3、冬储杠杆资金集中到期，价格下跌加速贸易商抛售回笼资金（重要、短期影响）；4、“贸易战”引发系统性风险，短期市场恐慌情绪加重（较重要、短期影响）。因此，“贸易战”主要在情绪上影响黑色品种短期走势，在黑色下跌行情中起到了推波助澜的作用，短期黑色暴跌后将加快风险释放，有利于黑色品种提前见底。中期来看美国挑起的“贸易战”对钢材品种的实质经济影响有限，不必过于恐慌，建议后期密切关注其进展。

钢材：我国钢材出口至美国数量较小，提高贸易关税对钢铁出口影响有限

首先从出口量上看，我国钢材的出口量较少。根据国家统计局、海关总署统计，2017 年我国钢材产量总量 10.48 亿吨，钢材出口 1.016 亿吨，出口量占总产量 9.69%。

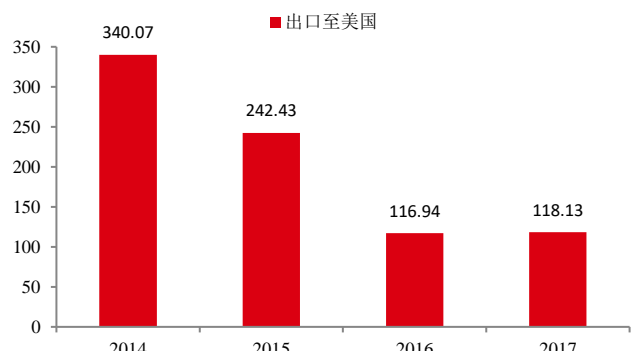
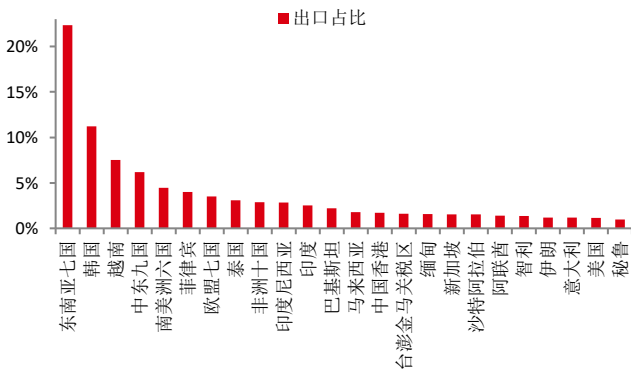
¹ 本节引用自华泰期货黑色专题《华泰期货钢材铁矿石专题点评 20180324：“贸易战”——直接影响有限，间接影响较大》

其次，在较少的出口量上，我国对美出口量仅占钢材出口量的1%，占产量的0.11%。我国钢材出口的主要流向国为东南亚七国、韩国、越南、中东九国，占出口总量比重分别为22.34%、11.22%、7.51%、6.17%，而我国对美国的钢材出口只占到1.16%，比重非常小。若计算对美国出口量占我国钢材总产量的比重，则只有0.11%，可谓微不足道，美国提高这部分商品的进口关税，对我国钢材市场影响有限。

贸易战若开展，拖累我们对比了美国与中国在高科技产品方面的贸易往来，美国自中国的进口的高新技术商品中占比最大的是信息与通讯产品，该类商品的用钢量较小，出口受限对钢材需求影响不大，中国钢材需求更多受到房地产、基建等行业的影响。

图22：我国钢材出口至世界各国占比 单位：%

图23：近年我国对美国钢材出口量 单位：万吨

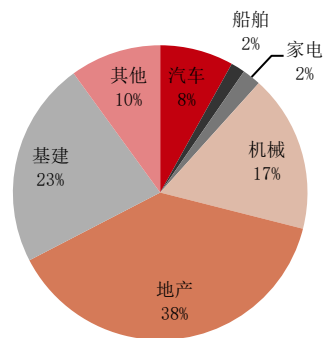
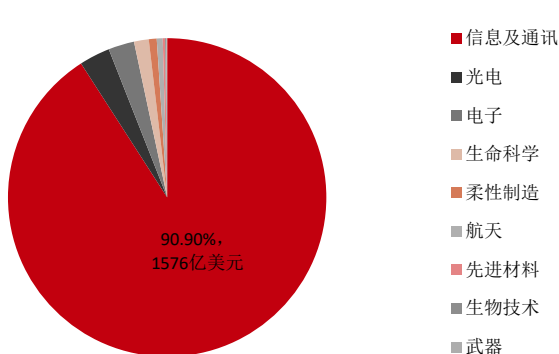


数据来源：Wind 华泰期货研究院

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图24 美国自中国高科技产品进口金额占比 单位：%

图25：下游产业用钢量占比 单位：%



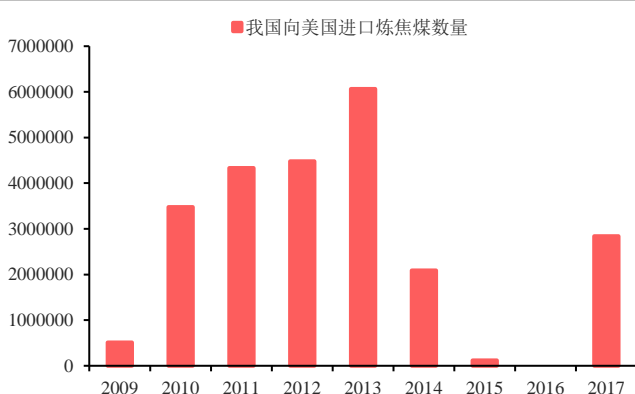
数据来源：Wind 华泰期货研究院

数据来源：Wind 华泰期货研究院

铁矿石、双焦和玻璃：美国签署征税备忘录，对矿石、焦炭、焦煤及玻璃品种无直接影响

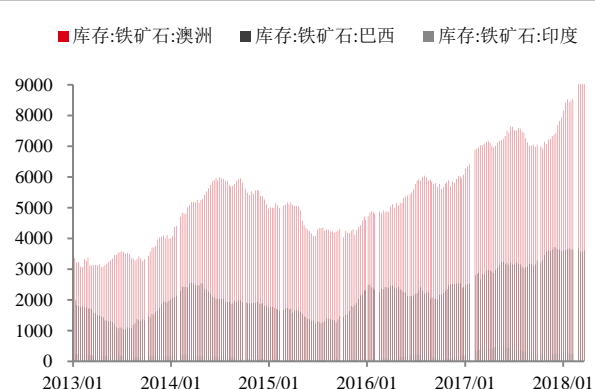
中美双方无铁矿、焦炭贸易，过去几年中国向美国进口炼焦煤，但量不大，2017年美国炼焦煤占比仅4.1%，中国大概率不会向美国炼焦煤征收高关税，而玻璃贸易主要集中于玻璃制品，因此贸易摩擦对矿石、焦炭、焦煤以及玻璃品种无直接影响。矿石、焦炭、焦煤及玻璃品种受下游产业影响也小于钢材品种。

图26：近年我国向美国进口炼焦煤数量 单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图27：外矿主要进口国库存 单位：万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

中方加征关税影响：

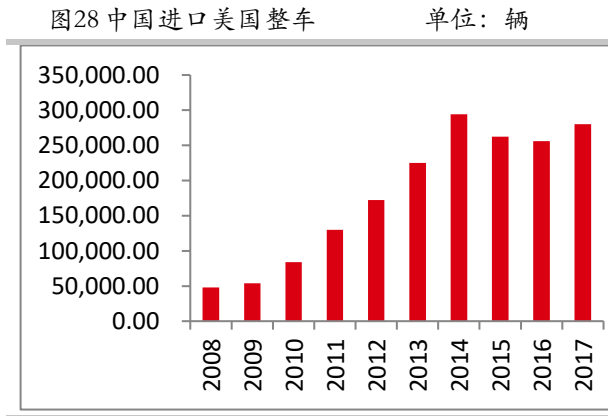
黑色影响基本可忽略不计：整车利好，零件利空，但占比均非常小。

整车环节，2017年中国进口美国131亿美元（占比26%），出口14亿美元（占比10%），有能力向高端车升级的整车企业会受益，更加激发自主品牌抢占高端品牌市场；零部件环节，中国进口美国28亿美元（占比7%），传动系统、发动机零部件、车身附件等，出口美国170亿美元（占比25%），以车轮和轮毂等行驶系统零部件为主，国内零部件企业以国内市场为主，部分以美国市场为主的行驶系统零部件供应商可能会受波及。

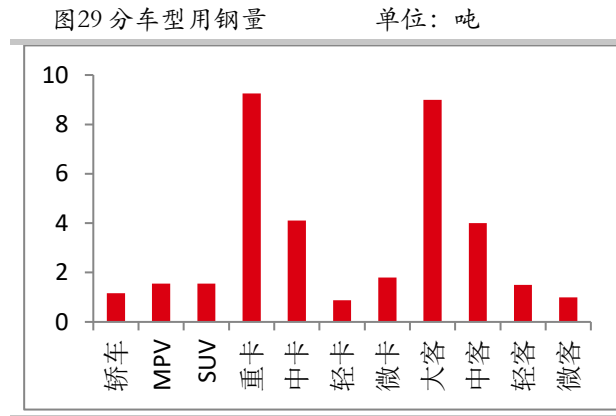
年进口汽车数量超过20万辆，占中国整车总体进口量约20%，体量较大。进口关税由25%上升到50%，售价提升可能在20%左右，显著提升进口汽车售价将对进口车需求形成抑制，对美国本土整车企业而言形成负面影响，对中国豪车厂商偏利好。

汽车行业所使用的钢材以板材和优质钢（硫、磷含量均 $\leq 0.04\%$ ）为主，再配以带钢、型材、钢管等其他钢材。以制造一辆小型家用轿车为例，需要使用钢板约700kg、优质钢约400kg、带钢约90kg、型材约80kg、钢管约40kg，以及其他类别的金属制品约10kg。从用钢量来看，

不同车型的用钢量差别较大。重型商用车的单车用钢量较大，一般在 9-10 吨左右。小微型车的用钢量相对较低，一般在 1 吨左右。



数据来源：Wind 华泰期货研究院



数据来源：Wind 华泰期货研究院

总体来看，美国整车进口钢材用量也就 30 来万吨，加上可转向其他国家进口豪车，影响基本可忽略不计。

目前我国有 170 亿美元（25%）的汽车零部件（车轮和轮毂等行驶系统为主）出口到美国；从美国进口的零部件主要为传动系统、车身附件等，28 亿美元（占比仅 7%）。国内零部件企业以国内市场为主，部分以美国市场为主的行驶系统零部件供应商可能会受波及。行驶系统包含车桥、车轮、车架和悬架，也是汽车用钢主要地方，如果这部分加税对钢材用量来说影响大于整车进口影响。

总体来看，美方加税措施只对钢材有少量影响，中国反制措施中，对黑色品种影响基本没有，更多是心理层面上贸易摩擦继续深化的预期，关注后续情况，黑色各品种在自身基本面偏空情况下，价格将继续下探。

原油及成品油板块：原油对中国无大影响，对美或有利空影响；沥青无重大影响

第一部分：贸易战对中国原油无大影响，对美有或有利空的影响

自 2015 年底，美国放开原油出口后，中美的原油贸易的联动有所增强，目前中国从美国进口的原油数量已经达到 20 万桶/日，虽然这一数量相对于中国 843 万桶/日的进口量来说微不足道，但据中石化此前报道称，随着中国原油进口向多元化发展，美湾地区基础设施的进一步完善，未来美国对华原油出口量有望进一步增加。

我们认为特朗普对华发起贸易战，可能对原油进口有两种影响的可能性，一种可能性是中国可能加大美国原油进口量来缓和贸易摩擦，另一种可能性是中美贸易摩擦升级，中国可能减少对美国原油进口。但不管是何种情况，增加或者减少美国原油出口对中国来说影响并不大，因为进口占比太小，但是对于美国目前 150 万桶/日的出口量来说反而影响更大，中国目前已经是排在加拿大之后的第二大原油买家了，如果中国不再进口美国原油，美国原油出口增长将放缓甚至不排除下滑，这可能造成美国原油市场有重新累库存的风险，进而对油价产生利空影响

第二部分：贸易战对沥青无重大影响

作为期货标的的重交沥青，我国主要以国内炼厂加工重质原油自产自销为主，少部分进口主要来自于韩国、新加坡以及其他东南亚国家。2017 年国产重交沥青 2729.36 万吨，进口沥青 515.65 万吨，其中韩国 372.47 万吨，占比 72.23%，新加坡为 98.66 万吨，占比 19.13%，出口 38.56 万吨，表观消费 3206.45 万吨。

出口部分主要以中石化旗下炼厂为主，去年以来，中石化积极拓展海外市场，但主要市场仍集中在东南亚和非洲等“一带一路”沿线国家，并未全面打开欧美市场。具体到美国情况，美国是沥青生产和使用的大国，在生产和应用技术上都有完整体系，对沥青的质量要求相当严苛，而且美国沥青有着独立的指标体系，与国标、欧洲标准均有一定差异。国产沥青进入美国市场具有较大困难，同时远洋海运至美国本土不具备经济性。

根据百川资讯的报道，去年 11 月 30 日，金陵石化成功出口 1.57 万吨沥青至美国夏威夷，成为国产沥青首次进入美国市场。整体来看，对美出口与整体沥青产销规模相比较小，同时美国也不是中国沥青进口的主要来源，中美“贸易战”对我国沥青无重大影响。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2018版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com