

2025年2月5日

美国关税2.0政策对大宗商品市场的影响

——宏观专题报告

分析师：

明道雨
从业资格证号：F03092124
投资咨询证号：Z0018827
电话：021-68758120
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

刘慧峰
从业资格证号：F3033924
投资咨询证号：Z0013026
电话：021-68757089
邮箱：Liuhyf@qh168.com.cn

王亦路
从业资格证号：F03089928
投资咨询证号：Z0019740
电话：021-68757827
邮箱：wangyl@qh168.com.cn

刘兵
从业资格证号：F03091165
投资咨询证号：Z0019876
电话：021-68757827
邮箱：liub@qh168.com.cn

杜杨
从业资格证号：F03108550
电话：021-68757223
投资咨询证号：Z0021501
邮箱：duyf@qh168.com.cn

投资要点：

- 2025年2月1日，特朗普签署命令，对加拿大和墨西哥商品征收25%关税，对加拿大原油征收10%关税，对中国商品征收10%的额外关税。中国、墨西哥、加拿大迅速采取了相应的反击措施。2月1日，加拿大总理特鲁多表示，加拿大将对价值1550亿加元（约1020亿美元）的美国产品征收25%的关税。墨西哥总统克劳迪娅·辛鲍姆2月1日宣布采取报复性关税，指示墨西哥经济部长埃布拉德启用墨西哥政府此前准备的“B计划”。2月4日，中国将对原产于美国的部分进口商品加征关税，市场监管总局依法对谷歌公司开展立案调查，对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制，将美国PVH集团、因美纳公司列入不可靠实体清单等。
- 美国关税2.0政策对中美经济、通胀和货币政策的影响较大。经济方面，会拖累中美经济的增长，据预估对我国整体GDP的拖累或在0.1-0.3个百分点之间。通胀方面，关税政策对美国短期通胀的提升幅度约为0.3-0.8个百分点，中值约0.6个百分点。对中国，假设关税成本完全由我国出口商承担的极端情景下，10%的额外关税对我国PPI的拖累约0.1-0.2个百分点，整体影响并不大。货币政策方面，将进一步推高美国的通胀，美联储降息的预期将进一步下降、降息的时间可能进一步后移至6-7月。对中国，对外而言，稳定市场预期，加强市场管理的背景下，央行对汇率的态度较为重要，因此中国央行货币宽松的预期有所降低。
- 对大宗商品价格影响，**对于原油市场**，目前中国自美国进口原油平均为19万桶/天，占据国内进口量的1.7%，比例较低，加征关税对原油市场影响有限。**对于金属市场**，对于有色金属而言，美国加征10%关税的影响相对较小。一是去年12月的铜材、铝材取消出口退税政策，已经充分反应在了铜、铝的有色金属价格上，关税政策符合市场的预期，边际影响在不断递减。二是铝材及铝制品的出口合计62.2万吨左右，相较于电解铝4300万吨的年产量而言仍然微不足道，因此影响较小。**对于黄金市场**，尽管强势美元通常会对黄金市场产生抑制作用，但由于围绕特朗普关税的不确定性推动了避险需求，黄金价格持续上涨。**对于黑色市场**，关税的提升对钢材直接出口影响有限；相反可能会导致海外钢材价格上涨，国内外价差拉大，一定程度上利于国内钢材的直接出口。中国的反制措施，也在一定程度上带动了煤炭进口成本的增加；不过，目前焦煤供应弹性较大，煤炭进口关税得上调难以改变焦煤中期下行的趋势。**对于农产品市场**，短期将使国内进口大豆成本价格上移，豆粕和豆油获成本驱动上涨后，叠加一季度进口大豆供应紧缩和阶段性天气风险溢价，短期大概率会获得相对稳定支撑。中期看，后面无论是中方释放友好信号而增加美国农产品采购，亦或是贸易风险扩大至中国反制美国而加征其农产品进口关税，国内进口大豆和谷物成本逻辑上均偏上涨。

1. 美国关税 2.0 政策梳理

2025 年 2 月 1 日，特朗普签署命令，以移民及芬太尼问题为由，对加拿大和墨西哥商品征收 25% 的关税，对加拿大石油的关税税率为 10%。以芬太尼问题为由对中国商品征收 10% 的额外关税，额外关税将与现有关税累计征收。此外，特朗普宣布计划从 2025 年 2 月中旬开始对计算机芯片、药品、钢铁、铝、铜、石油和天然气进口征收关税，其中对铜征收关税可能需要更长的时间。可能将考虑对欧洲商品征收关税，但未具体说明关税时间以及税率。新一轮关税将填补小额商品豁免漏洞。小额商品免税政策允许价值 800 美元或以下的货物免税进入美国，是 Shein 和 Temu 等电子商务公司使用的重要条款。根据美国海关边境保护局的数据，2024 财年约有 13.6 亿货物使用小额豁免政策进入美国，高于 2020 财年的 6.37 亿。美国海关表示，假冒商品和毒品走私者也在利用小额豁免条款。

在美国宣布对中国、墨西哥、加拿大加征关税后，三国均迅速采取了相应的反击措施。

2 月 1 日，加拿大总理特鲁多表示，加拿大将对价值 1550 亿加元（约 1020 亿美元）的美国产品征收 25% 的关税。其中 300 亿加元的商品将在 2 月 4 日生效，包括酒类、咖啡、服装和鞋子、家具和家用电器；1250 亿加元的商品将在 21 天内生效，包括汽车和卡车、农产品、钢铁和铝以及航空航天产品。

墨西哥总统克劳迪娅·辛鲍姆 2 月 1 日宣布采取报复性关税，指示墨西哥经济部长埃布拉德启用墨西哥政府此前准备的“B 计划”，其中包括采取关税和非关税措施来维护墨西哥的利益。

2 月 3 日，美国总统特朗普表示暂缓执行该措施一个月，以换取加墨两国在边境及打击犯罪执法方面做出让步。特朗普称，墨西哥将立即派遣 1 万名国民警卫队加强北部边境巡逻，以防止从墨西哥向美国贩运芬太尼等毒品；而特朗普与加拿大总理“通话非常顺利”，因此关税将推迟 1 个月征收。

针对美方对中国输美产品加征 10% 关税，中国反面也迅速采取了反击措施。1、2 月 2 日，商务部新闻发言人就美方宣布对中国输美产品加征 10% 关税发表谈话，中方对此强烈不满，坚决反对。对于美方的错误做法，中方将向世贸组织提起诉讼，并将采取相应反制措施坚定维护自身权益。中方敦促美方纠正错误做法，与中方相向而行，在平等互利、相互尊重基础上，直面问题，坦诚对话，加强合作，管控分歧。2、2 月 4 日，中国国务院关税税则委员会发布公告，自 2 月 10 日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税：对煤炭、液化天然气加征 15% 关税，对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征 10% 关税。3、因谷歌公司涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》，市场监管总局依法对谷歌公司开展立案调查；4、商务部、海关总署发布公告，决定对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制；5、不可靠实体清单工作机制发布公告，决定将美国 PVH 集团、因美纳公司列入不可靠实体清单等。

2. 美国关税 2.0 政策对中美经济的影响

经济方面，特朗普关税 2.0 政策对中国和美国经济都有一定的影响。对美：特朗普关税 2.0 政策将导致美国进口商品成本上升，进而抑制美国实际消费水平，最终拖累美国实际 GDP 的增长。对中国：特朗普关税 2.0 政策主要通过出口影响中国经济，据华创证券研究测算，美国政府对我国出口商品加征 10% 的关税的情况下，对我国出口的拖累或在 0.5-1.4 个百分点左右，但考虑到本次特朗普对墨西哥也加征了关税，间接出口抵消效应或有所削弱，导致对实际出口冲击大于预估，落于偏右区间的概率或更高。对我国整体 GDP 的拖累或在 0.1-0.3 个百分点之间。中国可能通过增加投资和消费政策刺激的方式进行对冲。

通胀方面，对美国：中国作为美国的第四大贸易伙伴，美国对中国进口商品加征 10% 的关税将推升美国的进口成本，进而进一步推升美国的通胀水平。据华创证券研究测算，美国政府对我国出口商品加征 10% 的关税的情况下，仅考虑短期内关税导致的通胀变化，关税政策对美国短期通胀的提升幅度约为 0.3-0.8 个百分点，中值约 0.6 个百分点。对中国：假设关税成本完全由我国出口商承担的极端情景下，10% 的额外关税对我国 PPI 的拖累约 0.1-0.2 个百分点，整体影响并不大。

货币政策方面，对美国：美国对中国加征税关税，将进一步推高美国的通胀，在当前美国通胀上行压力较大的情况下，美国通胀压力将进一步加大，美联储降息的预期将进一步下降、降息的时间可能进一步后移至 6-7 月。对中国：2025 年我国货币政策取向处于宽松态势，不过在对外反击时需要考虑国内外的宏观经济环境。对外而言，稳定市场预期，加强市场管理的背景下，央行对汇率的态度较为重要。历史经验来看，稳定汇率压力较大的时期，银行间利率易上难下。因此中国央行货币宽松的预期有所降低。对内而言，在防范资金空转的背景下，央行或主要以投放逆回购为代表的短久期资金来满足金融市场的资金需求，而通过降准等工具释放长久期资金的诉求则边际降低。

汇率方面，通过复盘特朗普关税 1.0 政策，往往是关税消息发布后到关税实际生效落地前，对汇率的冲击最大。因此，短期关税冲击下汇率贬值最快阶段或已过去，当前逆周期因子影子持续显著情况下，汇率弹性空间重点或仍在政策意图和力度。下一次波动风险或需警惕的是特朗普升级对华关税。

3. 美国关税 2.0 政策对大宗商品市场的影响

特朗普对中国加征关税对大宗商品市场产生了显著影响。具体来说，关税政策导致了全球大宗商品市场的波动和价格变动。

首先，关税政策将导致中国制造业的放缓，进而影响了对大宗商品的需求。中国工厂依赖外部市场来弥补国内疲软的消费，关税减少了这些工厂的需求，导致铁矿石、液化天然气和煤炭等主要大宗商品价格下跌。例如，铜、铝和铁矿石价格在关税政策实施后均有所下跌。

其次，特朗普关税 2.0 政策带来避险情绪的高涨，全球避险需求短期升温。贵金属如黄金和白银价格在关税政策发布之大幅上涨，美元指数也出现一定幅度的升值。

再次，全球经济和政治因素也影响了大宗商品市场的走势。特朗普关税 2.0 政策的威胁可能导致全球经济增长放缓，迫使贸易流向重新调整，加剧通货膨胀，并导致货币政策收紧。这些因素使得交易商采取观望态度，导致市场波动性增加。

最后，中国应对贸易战的能力和策略也对市场产生了影响。尽管特朗普关税 2.0 政策可能导致中国的经济增长放缓，但中国可能通过调整供应链、抛售美国国债、让本国货币贬值等方式来应对贸易战。这些措施可能会进一步影响全球大宗商品市场的稳定性和价格走势。

3.1. 能化市场

在美国对中国加征 10% 商品关税后，中国反制关税，对美液化天然气加征 15% 关税，对原油加征 10% 关税。目前中国自美国进口原油平均为 19 万桶/天，占据国内进口量的 1.7%，比例较低。但由于近期俄罗斯进口以及伊朗进口均受到油轮制裁影响，较多俄罗斯及伊朗货物船舶无法正常卸载，导致地炼开工出现明显下行，国营炼厂开工紧急调升替代，所以采购方面，中国及印度炼厂开始更多向中东，非洲以及美洲进行转向采购，对美国需求或有一定提升，不过增量仍然集中在中东和西非等地，对美进口仍然有限。

2024 年中国从美国进口液化天然气为 415.84 万吨，占到同期进口总量的 5.6%，位居中国液化天然气供应国第五位，但在中国天然气需求总量中占比仅不到 1%，影响可能仍然有限。且买家可以通过变换船舶进行卸载，或者要求关税豁免等措施进行惩罚避免，另外关税可能导致更多液化天然气流向欧洲，造成贸易流改变，而中国实际的采购可以从中东获取更多。从长期来看，贸易战的重新上台会导致中国对美液化天然气进口的长约谈判受阻。目前中国每年对美有约 420 万吨的液化天然气进口，和 18-19 年类似，后期的企业长约进口可能会有不少逐步的减量，影响更多体现在长期贸易流的重塑。考虑到目前天然气价格处于多年来相对低位，短期能源价格影响仍然相对有限。

2024 年 1-12 月中国甲醇累计进口量为 1349.44 万吨，进口自美国的甲醇仅 2.49 万吨，2024 年 1-12 月中国甲醇累计出口量为 15.72 万吨，出口到美国的甲醇仅 3.62 吨。由于进出口量极小，对甲醇的直接影响微乎其微。进口自美国的聚丙烯总计不足 3 万吨，据海关数据统计 2024 年 1-12 月聚乙烯累计出口量在 82.19 万吨，总量少，出口去美国的聚烯烃不足为道。但相比之下进口自美国的聚乙烯占总进口量的 17% 左右，但考虑到聚乙烯 25 年新增产能集中，产业走向供应过剩，及时贸易摩擦中出现相关商品的关税（目前未提及）也将会被新增供应对冲掉部分影响，整体直接影响十分有限。而美国加征关税会使得中国出口贸易下滑，进而影响终端需求，导致经济增长放缓等，对甲醇聚烯烃等能化品种来说，预计形成自下而上的负反馈，从需求短造成利空影响。

但需要关注的是,美国对中国加征关税仅代表一个开始,后续或对多个商品均采取“溯源式”关税加征,或导致其他国家也跟随进行对话出口商品限制,例如越来越多的国家已经对我国瓶片出口开始抵制,PVC方面印度也在不断考量进口许可的续签等等。后期可能会导致下游商品出口也受到贸易保护主义抬头的的影响,需求预期可能下行,近期在美股以及外盘原油等品种,以及国内盘中均得到担忧计价。但中期来看,美国加征关税并不限定中国,后续也可能导致原材料流动成本大幅增加,商品也可能走成本逻辑从而上行,故中长期的具体价格路径仍然需要等待一段时间观察。

3.2. 有色金属市场

对于有色金属而言,美国加征10%关税的影响相对较小。主要原因有二:

第一,去年12月的铜材、铝材取消出口退税政策,已经变相提高了包括美国在内的海外国家地区从中国进口铜材和铝材的成本,并已经充分反应在了铜、铝的有色金属价格上,而近期宣布的对中国出口的商品加征10%的关税符合市场的预期,只会在取消出口退税后的较高的铜材、铝材的成本之上再度抬高美国的进口成本,但边际影响在不断递减。

第二,从出口端来讲,加征关税影响最大的是铝材及铝制品的出口。根据Mysteel的数据,2024年1-12月,铝型材、铝管、铝箔、铝制品的累计出口量分别录得10639吨、9930吨、74138吨、527439吨,四项合计达到62.2万吨左右,但相较于电解铝4300万吨的年产量而言仍然微不足道。因此,即便关税会打击出口需求,其边际影响亦相对有限,难以对期价造成显著影响。

但从间接影响来看,美国对中国商品加征10%的关税,势必带来中国采取相应的反制措施。美国作为中国的第一大废铜、第四大废铝进口来源国,潜在反制措施使得废铜、废铝贸易商已停止了对美的相应报价,废铜、废铝的进口量亦将逐渐下降,从而导致国内再生料的供应紧张、增加对原生料的需求,限制期货价格的下跌低点、整体价格重心将有所上移。

3.3. 贵金属市场

随着特朗普对墨西哥、加拿大和中国征收高额关税,黄金价格显著上涨,创下历史新高。COMEX黄金期货价格在2025年2月4日达到每盎司2850.5美元。尽管强势美元通常会对黄金市场产生抑制作用,但由于围绕特朗普关税的不确定性推动了避险需求,黄金价格持续上涨。

3.4. 黑色市场

2月1日,美国宣布对中国商品加征10%的关税,之后2月4日,中国宣布了对美国部分产品加征10%-15%不等关税等4项反制措施。这一事件对黑色板块的影响主要体现在以下几个方面:

一是，2024 年，中国对美钢材直接出口仅为 89.17 万吨，占比 0.8%，关税的提升对钢材直接出口影响有限；相反可能会导致海外钢材价格上涨，国内外价差拉大，一定程度上利于国内钢材的直接出口。

二是，2024 年，中国对美国机电产品出口总额占比 10.3% 左右，且对墨西哥等国加征关税，可能会进一步抑制转口贸易，因此对钢材间接出口影响较大，利空板材价格。

三是，贸易战重启之中，市场对于两会期间政策加码的预期可能会进一步增强；自去年 9 月 24 日以来，内需政策持续加码，若后续地产、消费政策持续加力，即使出口有一定影响，黑色总体需求仍能维持平稳。内需政策的加力预计对建材端利好更为明显。

四是，中国的反制措施，也在一定程度上带动了煤炭进口成本的增加。以山东港口美国百丽气肥煤为例，节前最后一个交易日报价 1060 元/吨，关税的上调将直接增加该品种进口成本约 160 元/吨。不过，目前焦煤供应弹性较大，煤炭进口关税得上调难以改变焦煤中期下行的趋势。

3.5. 农产品市场

美国是全球最大的农产品出口国之一，出口的农产品大概占全球农产品贸易的 1/4，其中大豆、玉米、小麦出口约占全美农产品出口总额的 1/3。美国小麦和大豆产量的 40% 以上、玉米产量的 15% 以上，也均都赖于出口消费。分国别看，加拿大是美国农产品第一大出口市场，墨西哥排名第二位，中国排名第三。按照 2024 年 1-11 月美国农产品出口额累计数据统计，三个主要进口国家占美农产品出口总额分别为 18.6%、16.7%、13.6%，三个国家合计占比 60.76%，美国农产品出口贸易流向的目的地比较集中。具体分品种看（按照 2024 年 1-11 月累计数据统计），美国大豆对中国出口占比可达到 51.7%；墨西哥是美国玉米和小麦最大的出口市场，分别占其出口总量的 41.1%、16.7%；墨西哥和加拿大也是美国豆粕最主要的出口目的地，分别占到美豆粕出口总量的 17.7% 和 10.5%。

尽管美国农产品出口额在全球占据领先地位，但近几年随着三大谷物出口下滑，美国农产品进出口贸易存在逆差。美国农产品进口量主要是水果、蔬菜、坚果、葡萄酒和食用油等种植类产品，这些产品占据了进口总量的 44% 以上。除此之外，近年来为了满足其生物燃料产业快速发展对原料的需求，油脂进口量有显著增加。美国一方面从中国大量进口餐废油脂用于生产先进生物燃料，目前中国占美国餐废油脂进口量的稳定在 50% 以上；另一方面，其从加拿大补充进口菜籽油用于生物柴油原料。美国现已是加拿大菜籽油最大的出口市场，加菜籽油出口量占产量的 75% 左右，其中约 80% 以上均出口至美国。如果后期美国关税新政完全限制了加拿大菜籽油进口和中国的餐废油脂进口，若假设油脂生柴消费预期不变，则粗略估计将有 400 万吨油脂缺口。美国或可以通过压榨 2000 万吨以上大豆生产的豆油作为补充，如此美豆出口压力会减轻，出口依存度或降至 25% 左右，但美豆粕作为压榨副产品，其供应压力预计将有显著增加。因此，近期自美国宣布对墨西哥、加拿大、中国加征进口关税以来，

CBOT 农产品市场表现为小麦和玉米价格承压下行、美豆价格获得美豆油支撑整体平稳、美豆粕价格下跌。

现阶段，美推迟对墨西哥商品征收新关税后，CBOT 市场谷物、油脂油料，以及 ICE 菜籽均出现修复性回调。目前中国方面也已公布对美反制措施，虽然暂未涉及美豆等农产品进口政策调整，但油脂油料市场受“全面贸易战”相关的避险情绪影响仍在。短期看，其一巴西大豆作为替代市场，出口溢价出现了明显上升，其二在贸易紧张局势和全球经济增长风险的担忧下，汇率贬值压力依然偏大。以上均可能促使国内进口大豆成本价格上移，豆粕和豆油获成本驱动上涨后，叠加一季度进口大豆供应紧缩和阶段性天气风险溢价，短期大概率会获得相对稳定支撑。中期看，后面无论是中方释放友好信号而增加美国农产品采购，亦或是贸易风险扩大至中国反制美国而加征其农产品进口关税，国内进口大豆和谷物成本逻辑上均偏上涨。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn