

2025年03月11日

研究所晨会观点精萃

分析师

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68757181

邮箱：jialj@qh168.com.cn

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：LiuHF@qh168.com.cn

刘兵

从业资格证号：F03091165

投资咨询证号：Z0019876

联系电话：021-68757827

邮箱：liub@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：wangyil@qh168.com.cn

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68758859

邮箱：fengb@qh168.com.cn

宏观金融：美国经济衰退担忧加深，全球风险偏好大幅降温

【宏观】海外方面，美国总统特朗普有关经济衰退的言论引爆避险情绪后，美元指数有所反弹，全球风险偏好整体大幅降温。国内方面，在今年春节错月叠加翘尾因素拖累加重的影响下，中国2月CPI同比下跌0.7%，低于市场预期，数据彰显国内需求依然疲软，财政政策确实需要更加积极；但是美元持续下跌，人民币汇率压力短期大幅缓解，在一定程度上支撑国内风险偏好，短期关注海外风险的冲击。资产上：股指短期震荡，短期谨慎观望。国债短期震荡回调，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期震荡，短期谨慎观望；有色短期偏强震荡，短期谨慎做多；能化短期震荡，谨慎观望；贵金属短期高位震荡，谨慎做多。

【股指】在人工智能、软件开发以及保险等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。基本上，在今年春节错月叠加翘尾因素拖累加重的影响下，中国2月CPI同比下跌0.7%，低于市场预期，数据彰显国内需求依然疲软，财政政策确实需要更加积极；但是美元持续下跌，人民币汇率压力短期大幅缓解，在一定程度上支撑国内风险偏好，短期关注海外风险的冲击。操作方面，短期谨慎观望。

【贵金属】周一黄金高位震荡，截至收盘，沪金主连收至681.50。获利抛压抵消了地缘政治扰动带来的避险需求，市场焦点转向美国通胀数据。美联储降息预期转向，沃勒认为美联储当下依旧存在良好降息前景。美国经济数据显露疲态，美国2月ADP就业远低于市场预期，亚特兰大联储的GDPNow模型预期大幅下调至衰退。叠加特朗普加征关税引发贸易摩擦担忧，推升避险需求，美元指数止跌企稳。地缘方面俄乌停火协议进展与欧美对俄政策分歧扰动市场，黄金现货溢价收窄但投资需求稳固。本周重点关注周三将公布的美国消费者物价指数和周四公布的生产者物价指数，对贵金属维持高位震荡，但中长期看多思路，若出现明显回调可陆续布局中长线仓位。

黑色金属：成交量有所回落，钢材期现货价格走弱

【钢材】周一，国内钢材期现货市场继续延续弱势，市场成交量继续延续弱势。两会接近尾声，上周末民生专题记者会再度释放利好消息，2000年以前建成的小区全部纳入城市更新改造范围。需求端，上周钢材库存见顶，但需求仍有分化，板材库存压力偏大。供应端，钢厂利润恢复后，铁水产量有所增加，但成材产量则有所下降。成本端，铁矿石价格小幅下跌，废钢价格稳中下跌，焦炭价格维持平稳。短期来看，钢材市场或以区间震荡为主，关注需求恢复情况。

【铁矿石】周一，铁矿石期现货价格继续延续小幅回落。粗钢压减传闻炒作暂告一段落，且随着钢厂利润的恢复，复产积极性有所提升，上周铁水产量环比回升 2.57 万吨，加之北方地区限产政策两会过后基本结束，铁水产量后续仍有进一步回升空间。供应方面，本周全球铁矿石发运量小幅回落 235 万吨，但到港量有小幅回升，且前期发货量的回升会逐步提现到到港量上面。目前来看，针对粗钢压减的炒作已经降温，后期铁矿可关注限产政策不及预期后的反弹机会。

【硅锰/硅铁】周一，硅铁、硅锰现货价格持平。上周钢联库存螺纹钢产量回升明显，铁合金需求尚可。硅锰现货 6517 北方市场价格 6100-6200 元/吨，南方市场价格 6150-6250 元/吨。主流钢招 3 月硅锰定价 6400 元/吨，2 月硅锰定价：6500 元/吨。锰矿现货价格整体持稳，天津港南非半碳酸 39-39.5 元/吨度，报价仍在 40 元/吨度以上，南非高铁 32.5-33 元/吨度，氧化矿 48.5-50 元/吨度，报价 52-53 元/吨度。硅锰供应继续回升，Mysteel 统计全国 187 家独立硅锰企业样本：开工率（产能利用率）全国 51.29%，较上周增 0.95%；日均产量 29320 吨，增 540 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5850-6000 元/吨，75 硅铁价格报 6200-6300 元/吨。焦炭第十轮提降带动硅铁原料价格走弱，现府谷市场中小料主流价格 630-720 元/吨。硅铁供应则小幅回落，Mysteel 统计全国 136 家独立硅铁企业样本：开工率（产能利用率）全国 38.82%，较上期降 0.14%；日均产量 16280 吨，较上期降 200 吨。短期铁合金价格仍以区间震荡思路对待。

有色：经济增长忧虑拖累，有色承压

【铜】夜盘伦铜下跌 0.88%，主要受贸易战对全球增长忧虑的拖累。宏观方面，美国经济走向是软着陆还是衰退，中期看衰退概率不高，若衰退则铜价必然下跌，不衰退则美元有修复动能，同样利空铜价；贸易战仍将施压全球风险偏好；国内经济政策更侧重于托底经济，而非提振。基本面，铜精矿现货 TC 降至 -15.83 美元/吨，目前市场存在减产预期，但铜产量仍处于高位，是否减产待观察；铜库存高点已经看到，后期进入去库，昨日下跌 0.9 万吨，后期关注去库速度，另外库存是历史同期较高水平。特朗普欲对铜征 25% 关税，以及减产预期和旺季预期，将支撑铜价，但上方空间有限。

【铝】随着冶炼利润回升，刺激前期减产企业复产与置换项目起槽，据 SMM 统计，2 月份国内电解铝产量同比增长 0.4%。国内产量已是明牌，产能天花板临近，全年新增产能有限，而进口相对刚性，主要由于俄铝长单，在当前的进口亏损状况下，月进口量大约在 15 万吨左右。铝累库高度接近 90 万吨，处于近几年低位。后期铝走势的关键在于需求，考虑到新增光伏装机和汽车轻量化，需求仍有增量。近期铝跟随铜价反弹，后期警惕美国数据改善导致美元反弹，从而有色整体承压。

【锡】供应端，云南、江西和湖南锡精矿加工费下滑 1100 元/吨，矿端供应偏紧；云南、江西两地炼厂开工率逐渐反弹至 63.25% 的水平，主要受废锡回收增加带动

江西炼厂开工好转的影响；锡锭进口窗口暂时关闭，但印尼在 2 月的锡锭出口量环比 1 月显著上升。需求方面，期价回落带动下游积极入场补库，锡锭社会库存周度出现大幅回落，下滑 754 吨，库存已经是近年次低水平，关注后续库存走势的连续性。综合来看，缅甸佤邦复产暂无具体落地，期价震荡偏强。

【碳酸锂】基本上，供应端，碳酸锂厂周度产量持续上行至 18634 吨，开工率录得 51.7%，环比录得+0.49%。需求端方面，3 月磷酸铁锂排产量或上升至 27.46 万吨的位置、需求反弹 20.19%，三元材料排产量或达到 5.4 万实物吨、环比录得+12%，下游需求情况因进入淡季而大幅回落。3 月 27 日，碳酸锂产业链周度库存录得 119437 吨，环比上升 3924 吨。碳酸锂供需过剩格局逐渐凸显，价格重心预计震荡偏弱运行，可短中线顺势做空；反弹上行多由事件或政策预期驱动，可在高位反弹后做空。

能源化工：经济担忧拖累，油价跌至 6 个月低点

【原油】中美近期需求恢复偏慢加剧了市场对贸易战削弱能源需求的担忧。美股暴跌抹去了特朗普当选总统以来的所有涨幅，另外中国 CPI 同比升幅 13 个月来首次低于 0，也使得需求恢复预期较为一般。近期全球贸易战不断升级，OPEC+意外增产，以及俄乌谈判持续进行，都是的资金减持原油净多持仓，同时空头持仓也下行，油价近期将继续偏弱运行。

【沥青】原油价格回落带动沥青同步回调。近期石油焦和榨油的价格下行则促使炼厂转产，后期沥青排产量或有一定回升，后续需持续关注排产量增加幅度，或对厂库去化造成一定压力。而近期需求仍然在淡季时段，项目拿货积极性有限，社会库存虽然偏低但是近期有一定回升，总体看需求表现不及预期，短期上行驱动或有限，跟随油价偏弱震荡。

【PX】原油再度走弱，PX 价格跟随回调。国内检修集中在 4-5 月，3 月 PTA 装置检修开始增加，与 PX 供应形成劈叉，导致短期 PX 累库压力较大。另外近期海外成品油季节性回落，后期调油需求也遥遥无期，PX 近期明显支撑走低，短期或将继续保持偏弱震荡。

【PTA】原油风险溢价修复，油价压力下 PTA 再度走低。PTA 自身虽然检修力度明显加大，加工费也有所提升，但近期下游需求恢复速度明显放缓，终端订单水平或创下近几年来最差水平，终端厂家原料备货节奏偏慢，下游库存持续未见去化，导致 PTA 装置回归后的累库预期再度提升，价格跌至前低位置。短期关注原油及下游最后需求验证情况，或仍保持一阶段偏弱震荡。

【乙二醇】港口库存仍然在 75 万吨，周度去化极为有限，乙二醇价格再度创新低。近期终端订单迟迟未见回升，下游开工有恢复见顶石头，导致乙二醇库存去化前景模糊。下游厂家原料库存高企，备货节奏放缓，乙二醇隐形库存难以去化的前

提下，价格回升力度仍然有限，下游需求真正恢复之前，乙二醇价格将难有明显上升驱动，低多仍需等待。

【短纤】短纤现货跟随上游成本回落，近期加工费有所修复，另外厂家逢低补货意愿增加，下游厂家库存去库情况良好。目前下游纱场开工提升至 80%，但成品库存仍然偏高，导致下游短期原料采购积极性相对有限。后续仍需等待下游需求恢复情况，短期跟随油价及聚酯上游小幅反弹后震荡。

【甲醇】太仓甲醇市场价格稳中偏强，基差高位回落。现货价格参考 2670-2685，3 月下旬纸货参考 2700-2710，4 月下旬纸货参考 2690-2695。隆众资讯统计 2025 年 3 月 10 日，中国甲醇装置检修/减产统计日损失量 14190 吨。有装置恢复，如安徽临泉；暂无新增检修及计划检修装置。港口 MT0 重启以及阶段性检修，国际装置开工意外下行等导致甲醇价格冲高，但内地供应高位且部分装置近期重启，煤炭价格走弱使得成本利润继续扩张，供应回归风险较大，以及持续上涨的甲醇不断挤压下游利润，都将限制甲醇上方空间，而下方有去库预期支撑，价格预计仍维持震荡。

【PP】国内 PP 部分小涨，幅度在 10-30 元/吨。华北拉丝主流价格在 7240-7330 元/吨，华东拉丝主流价格在 7300-7420 元/吨，华南拉丝主流价格在 7310-7470 元/吨。隆众资讯 3 月 10 日报道：两油聚烯烃库存 86.5 万吨，较上周增加 6.5 万吨。国内 PP 检修装置变化详情：浙江石化一线（45 万吨/年）PP 装置停车检修。上游开工小幅回升，下游需求跟进有限，产业库存上涨。同时原油价格破位下跌拖累 PP 价格重心下移，但从利润扩张的情况看，基本面不是特别悲观，预计价格震荡偏弱为主。

【LLDPE】PE 市场价格涨跌互现。华北地区 LLDPE 价格在 8000-8350 元/吨，华东地区 LLDPE 价格在 8050-8650 元/吨，华南地区 LLDPE 价格在 8150-8550 元/吨。近期部分中东及美国货源到港，整体供应压力小幅增加。LLDPE、LDPE 薄膜及 HDPE 薄膜进口窗口关闭，其他类别进口窗口处于开启或待开启状态。PE 下游开工仍在提升，基差强，现货升水较多，近月相对较强，但库存近期有所上涨，05 合约经过连续数日上涨估值已经偏高，新增供应压力仍然抑制价格，预计继续上升空间有限，短期内高位震荡为主，中长期价格承压。

农产品：菜油涨幅接近尾声，菜系油粕比比价下跌

【美豆】隔夜市场 CBOT 大豆收盘下跌。进入 3 月，美豆市场题材逐步切换至 3 月 USDA 供需报告，以及后期 3 月底的意向报告。南美上市冲击影响逐步减弱。农业咨询机构 AgRural 周一表示，截至上周四，巴西 2024-25 年度大豆收割率达到 61%，较之前一周增加 11%，去年同期，大豆收割率为 55%。美国农业部公布的周度出口检验报告显示，截至 2025 年 3 月 6 日当周，美国大豆出口检验量为 844218

吨，此前市场预估为 400000-900000 吨。当周，对中国大陆的大豆出口检验量为 276437 吨，占出口检验总量的 32.74%。本作物年度迄今，美国大豆出口检验量累计为 38440871 吨，上一年度同期为 35081989 吨。

【蛋白粕】根据mysteel数据显示，国内主要地区油厂大豆库存370.1万吨，较上周减幅10.91%，同比减幅6.25%；大豆库存370.1万吨，较上周减幅10.91%，同比减幅6.25%；未执行合同298.60万吨，较上周增加20.66万吨，同比去年增加58.58万吨，增幅24.41%。油厂大豆库存和豆粕库存加速去化，下游合同库存较高，随着南美上市高峰大豆价格承压，国内预计4月将有大量到港，目前市场的高基差报价认可度不高。根据Anec的数据，巴西2025年3月大豆出口将达到1480万吨，较上年同期增加125万吨。现阶段因为物流成本抬升，巴西大豆多华出口报价上涨。近期中国宣布自3月20日起对原产于加拿大的菜粕加征100% 关税。随着菜粕关税成本预期上涨，豆菜粕期现价差逐步收缩。

【油脂类】隔夜国内菜籽油受相关油脂拖累下跌，溢价上涨后价格小幅回调。2月底马来西亚棕榈油库存为 151.2 万吨，环比降低 4.31%，高于分析师们平均预期的 148 万吨。此外，隔夜美原油市场下跌 1%，国际油脂走弱。马来西亚棕榈油局（MPOB）数据显示：马来西亚 2 月棕榈油产量为 118.80 万吨，环比减少 4.16%；进口为 6.68 万吨，环比 24.52%；出口为 100.21 万吨，环比减少 16.27%；期末库存量为 151.21 万吨，环比减少 4.31%。国内方面，油脂库存继续增加。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 03 月 07 日，全国重点地区豆油、棕榈油、菜油三大油脂商业库存总量为 205.72 万吨，较上周增加 4.03 万吨，涨幅 2.00%；同比去年同期上涨 20.77 万吨，涨幅 11.23%。

【玉米】产地余量不多，叠加对美进口玉米、高粱加征关税影响，连同国内增储提振，贸易端惜售挺价意愿增强。需求端，深加工行业库存高、供应充足，下游维持刚需采购；饲料企业观望同样居多。尽管下游需求疲软，但政策主导玉米期现市场活跃增加，且阶段性受小麦替代影响不大，玉米看涨居多。

【生猪】养殖端出栏稳定，降重意愿不强，且二育逢低补栏情绪仍在，支撑现货震荡。目前淡季生猪供需宽松、盈利预期偏差，期货端可预期改善空间不多。然而，受政策驱动饲料原料成本价格上涨，生猪现货稳定且背靠高基差，期货端空头避险情绪可能会抬升。

以上文中涉及数据来自：Wind、iFind、彭博、路透、百川盈孚、Mysteel、SMM，东海期货研究所整理

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，并不构成对客户的投资建议，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