

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：市场对关税升级的担忧加深，全球风险偏好整体降温

【宏观】海外方面，美国和加拿大之间的关税战短期升级，导致了市场担心美国的贸易政策可能会抑制经济增长；叠加美国1月JOLTs职位空缺升至774万人，高于预期，市场加大对美联储降息的预期，美元指数继续走弱，全球风险偏好整体继续降温。国内方面，中国2月通胀整体回落且低于市场预期，显示国内需求依然疲软；但是美元持续下跌，人民币汇率压力短期大幅缓解，而且中国证监会指出要全力巩固市场回稳向好势头，更大力度推动中长期资金入市指导意见及实施方案落实落地，提振国内风险偏好。资产上：股指短期震荡偏强，短期谨慎做多。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】在军工、小金属、猪肉以及白酒等板块的带动下，国内股市小幅上涨。基本上，中国2月通胀整体回落且低于市场预期，显示国内需求依然疲软；但是美元持续下跌，人民币汇率压力短期大幅缓解，而且中国证监会指出要全力巩固市场回稳向好势头，更大力度推动中长期资金入市指导意见及实施方案落实落地，提振国内风险偏好。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】黄金周二小幅上行，截至收盘沪金主连收至678.70。美元走弱继续支撑金价，经济放缓忧虑升温，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。市场在等待本周公布的通胀数据以判断美联储降息路径，根据调查结果，美国二月份的消费者价格指数预计上升0.3%。特朗普关税政策频出引发贸易摩擦担忧，避险需求再度升温。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：低库存支撑下，钢材价格跌幅放缓

【钢材】周二，国内钢材期现货市场继续延续弱势，市场成交量则有小幅回升。周末部分数据公布后，市场对于需求走弱有一定担忧，加之美股大跌冲击，避险情绪有一定提升。现货市场跌幅有一定放缓，低库存对价格也起到支撑作用。

贸易商并无明显降价行为。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】周二，铁矿石期现货价格小幅反弹。粗钢压减传闻暂告一段路，加之钢厂利润恢复，两会结束之后，北方钢厂或逐步复产。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。同时，周一铁矿石港口库存相比上周五继续回落 230 万吨。后期可关注限产政策不及预期之后铁矿石的反弹机会。

【硅锰/硅铁】周二，硅铁、硅锰现货价格小幅下跌。上周钢联口径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。锰矿市场震荡偏弱，天津港半碳酸 38-39 元/吨度，氧化矿 48-49 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 5750-5950 元/吨，75 硅铁价格报 6150-6250 元/吨。河钢 3 月硅铁招标询盘 6150 元/吨，3 月招标数量 1883 吨，上轮招标数量 1460 吨，较上轮增加 423 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：经济忧虑情绪缓和，有色金属收涨

【铜】昨天伦盘开盘后就一路上涨，主要是目前铜价存在一定支撑，忧虑缓和推动铜价上涨。中期观点不变，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，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】铝自身基本面尚可，库存是同期偏低水平，去库较早。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。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】基本面上，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：技术指标显示短期超卖，油价自 6 个月低点反弹

【原油】尽管美国新一轮贸易威胁可能延长风险资产的暴跌期，但油价仍然保持住稳定。WTI 的即期价差仍保持看涨形态。而由于近期仓位都偏低位，所以反弹并不需要过多资金，但总体来看实际的经济数据仍然令人担忧，长期来看仍会令原油承压。

【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】原油短期稳定，PX 小幅发烦恼谈。但 PX 检修集中在 4-5 月，短期 PTA 检修量较多，叠加汽油需求仍然偏低，所以 PX 近期仍有一些累库压力。PTA 装置结束检修之后，PX 将迎来偏强支撑。后期关注海外汽油季节性需求恢复情况，近期海外需求有回落趋势，原本市场预期的调油逻辑可能丧失部分计价空间。

【PTA】PTA 近月基差维持稳定，4 月基差小幅上行，反映出市场近两日心态有部分转变。两外下游开工周初已基本会反复至 90.6%，对 PTA 需求也会有所增加。但近期终端订单情况仍然偏差，订单恢复情况在近年来都偏低，最终仍会制约 PTA 价格上行空间。短期油价稳定，PTA 预计可能获得部分下游需求回升支持，但在下游库存真正去化之前，PTA 反弹将有限。

【乙二醇】显性库存水平偏高，另外下游厂家隐形库存也处于高位。乙二醇上探分为偏低迷，市场买气一般，部分低价买盘略有好转。但下游库存仍然偏高，乙二醇面临和 PTA 一样的终端订单恢复问题。短期港口发货也未能持续恢复至高位，技能保持 1 万吨不到，乙二醇短期预计仍将承压运行。

【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回调，基差走弱。现货价格参考 2650-2660，3 月下旬纸货参考 2665-2670，4 月下旬纸货参考 2655-2660。目前中东某国家仍是 1220 万吨装置停车检修中，关注近期原料供应恢复以及 3 月下旬至月底装港排货情况。隆众资讯统计 2025 年 3 月 11 日，中国甲醇装置检修/减产统计日损失量 14190 吨。暂无恢复、新增检修及计划检修装置。港口 MTO 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 部分松动，幅度在 10-30 元/吨。华北拉丝主流价格在 7240-7320 元/吨，华东拉丝主流价格在 7290-7400 元/吨，华南拉丝主流价格在 7280-7470 元/吨。隆众资讯 3 月 10 日报道：两油聚烯烃库存 85 万吨，较前一日-1.5 万吨。国内 PP 检修装置变化详情：东华能源宁波一期（10 万吨/年）PP 装置停车检修。安徽天大（15 万吨/年）PP 装置重启。河北海伟（30 万吨/年）PP 装置重启。广州石化三线（20 万吨/年）PP 装置重启。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 市场价格部分弱势下跌。北地区 LLDPE 价格在 8000-8350 元/吨，华东地区 LLDPE 价格在 8050-8600 元/吨，华南地区 LLDPE 价格在 8150-8530 元/吨。PE 美金市场整体趋稳，线性货源主流价格在 950-970 美元/吨，高压货源主流价格在 1140-1170 美元/吨，低压膜料主流区间在 910-950 美元/吨左右。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：3 月 USDA 维持美豆供需及南美产量预期不变，预计季度平均价格下跌

【美豆】3月USDA供需报告显示，2024/25产季美豆供需形势不变，豆油平衡表变化包括更高的出口和用于生物燃料的大豆油用量减少，预计季度平均大豆价格为每蒲式耳9.95美元，较上月下降15美分。此外，巴西和阿根廷大豆产量、库存预期维持不变，中国大豆压榨预期抬升200万吨。隔夜市场，CBOT大豆运行平稳，连续3日小幅收跌。目前巴西大豆收割和销售进度很慢，出口溢价相对稳定。Safras:截至3月7日，巴西农民24/25年度大豆销售进度约42.4%或7412万吨，上年同期36.6%，五年均值48.8%，签约39.4%。

【蛋白粕】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，市场国内预计4月将有大量到港，目前市场的高基差报价认可度不高。从上游对华发船来看，3月按已发船量预估到港约385万吨，4月预估已有1043万吨。其中，巴西豆3月预估到208万吨；4月已有909万吨。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，豆菜粕期现价差收缩，并逐步对豆粕价格形成有效支撑。

【油脂类】马来西亚衍生品交易所（BMD）的棕榈油期货基准合约连续第二日下跌，主要是受到大连棕榈油下跌的拖累。船运调查机构称，马来西亚在3月1-10日期间的棕榈油出口量环比降低25.8%到38.3%。印度炼油协会（SEA）表示，2月份印度棕榈油进口量为373,549吨，环比增长35.7%。3月以来，印度2月强劲的进口，叠加油脂库存偏低，补库预期或支撑棕榈油气温。3月马来西亚棕榈油增产也受限与过量降雨及斋月假期影响。SPPOMA:2025年3月1-10日马来西亚棕榈油产量环比增加1.57%

【玉米】上周市场继续有新的增储政策落地，本产季已经是第四次增储。产地余量同比偏少，贸易库存又低，短期市场预期相对一致，看涨预期强。现货方面，本周以来华北、吉林地区大幅大幅上周。北港和南港库存高，北港报价持稳，南港依然是按需提货。因此。东北粮在顺价流入华北，但华北深加工因成本上涨提价，但下游提货兴趣一般。综合看，本周现货或持续补涨，期货区间震荡偏强，期货预期相对充分，大幅拉涨可能性偏低。

【生猪】目前河南基准地区现货价格仍处于14-14.5元/kg区间，尽管基差水平同期偏高，但供需宽松预期很难改善。猪价或窄幅震荡且呈季节性波动特征。从调研统计结果看，由于二育栏舍利用率偏低，现货13.8-14.3区间预计仍有二育入场循环补栏，现货有支撑。综合看，未来一个月猪价呈季节性上涨条件并不具备。期货方面，03驱动上涨基本结束，饲料端原料玉米预期稳定，本周生猪买盘虽强，但现货匹配度不高，缺乏稳定性。同时，我们要客观对待今年以来生猪期货悲观预期一致，基差持续高位，价格经过长周期底部震荡后价格中心有所抬升的事实。

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