

2025年3月27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：美国关税政策令市场保持谨慎，全球风险偏好大幅降温

【宏观】 海外方面，美国宣布对汽车进口征收高达 25%关税，新的对等关税将于 4 月 2 日生效，但可能会低于预期；美国计划征收关税的不确定性令市场保持谨慎，美元短期继续反弹，全球风险偏好大幅降温。国内方面，近期国内市场情绪有所降温，国内风险偏好整体有所降温；但是国内政策支持力度有所加大，对国内风险资产形成一定的支撑。资产上：股指短期震荡，短期谨慎做多。国债短期震荡反弹，谨慎做多。商品板块来看，黑色短期震荡反弹，短期谨慎观望；有色短期偏强震荡，短期谨慎做多；能化短期震荡反弹，谨慎做多；贵金属短期高位偏强震荡，谨慎做多。

【股指】 在银行、油气、煤炭以及电力等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。基本上，近期国内市场情绪有所降温，国内风险偏好整体有所降温；但是国内政策支持力度有所加大，对国内风险资产形成一定的支撑。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】 黄金周三延续窄幅震荡，美元美债收益率齐升，COMEX 六月黄金合约下跌 2 美元。市场预期特朗普关税政策将持续引发贸易紧张格局，从而拖累美国经济增长，避险情绪支撑黄金高位运行。美联储 3 月议息会议维持利率不变，但放缓国债缩表速度至 50 亿美元/月，亚特兰大联储总裁博斯蒂克预计利率指标到年底只会下调 25 基点。地缘风险溢价出现分化，美俄元首通话释放乌克兰局势缓和信号，但中东冲突升级成为近期黄金上涨的主要动力。本周重点关注周五发布的 PCE 数据，当前黄金在降息预期、地缘避险与商品属性博弈中维持高位震荡，白银则受工业属性拖累跌幅更深，整体对贵金属维持短期高

位震荡，中长期继续看多思路，若出现一定幅度回调可陆续布局中长线仓位。

黑色金属：市场成交回落，钢材期现货价格震荡回调

【钢材】周三，国内钢材期现货市场小幅下跌，市场成交量继续小幅回落。美国4月份关税两步走计划仍有变数，需等待进一步验证。基本面方面，现实需求方面继续呈现改善趋势，但品种之间继续呈现分化，建材呈现供需两弱，板材则呈现供需双增格局。供应方面，近期限产政策传闻偏弱，但大部分尚未证实，且在钢厂利润偏好的情况下，钢厂仍有进一步复产空间。生态环境部今天发布《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》，标志着全国碳排放权交易市场首次扩大行业覆盖范围工作正式进入实施阶段。短期来看，临近月底，又逢清明小长假，钢材市场或继续以区间震荡为主。

【铁矿石】周三，铁矿石期现货价格延续反弹。钢厂利润整体尚可，上周全国247家钢厂高炉日均铁水产量回升5.67万吨。尽管当下粗钢压减传闻使得铁矿石盘面弱于钢材，但实际落地效果仍有待观察。短期铁水产量仍有回升空间。供应方面，本周全球铁矿石发运量环比回升221.2万吨，但因前几周发运量减少，本周到港量环比减少了365.8万吨。周一，港口铁矿小幅去库8万吨。短期来看，铁矿石价格可能继续跟随钢材反弹。

【硅锰/硅铁】周三，硅铁、硅锰现货价格持平。上周Mysteel五大品种钢材环比回升12.21万吨，铁合金需求整体尚可。硅锰零售成交以基差贸易为主，南北方合格块现金含税自提北方主流市场价5800-5950元/吨，南方市场价格5900-6000元/吨。硅锰企业亏损幅度继续扩大，受此影响，供应有所回落。宁夏某硅锰厂今日停产一台36000KVA矿热炉，影响月产量6000吨左右，是近期宁夏停产的第二台矿热炉。硅铁主产区72硅铁自然块现金含税出厂5700-5850元/吨，75硅铁价格报6100-6200元/吨。成本方面，兰炭内蒙古市场某部分主流电石企业兰炭采购价格下调，中料下调35元/吨执行615元/吨，小料下调45元/吨。

执行 605 元/吨。供应也小幅回落，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 37.76%，较上期降 0.49%；日均产量 15990 吨，较上期降 560 吨。短期铁合金价格仍以区间震荡思路对待。

能源化工：美国库存凸显供应趋紧，油价上行

【原油】EIA 库上周减少 334 万桶，目前处于 1 个月以来的最低水平，汽油库存也同步下降。近期随着美国加大对伊朗石油出口的压力，较多参与者一直在大举买入看涨石油期权，更多关税下周将至，包括对委内瑞拉原油和天然气的买家征税。短期对供应收紧的预期正在为价格提供支撑，对需求的担忧已退居其次，油价因此小幅上行。

【沥青】价格跟随油价小幅回升，现货仍有部分支撑，但近期需求恢复仍然偏慢，基差总体称下行态势。由于近期库存转移较为明显，叠加出厂价开工仍然有限，供需两弱局面维持，厂家库存近期保持相对稳定，山东地区略有走高。3 月下旬下游需求恢复情况仍然一般，叠加今年基建投资占比较少，后续资金问题仍然将持续，发货或将继续保持中性水平。近期价格并无明显上行驱动，后期或跟涨原油但幅度有限。

【PX】外盘价格跟随原油稳定在 847 美金，价格触及前低后，跟随商品共振反弹。叠加近期海外成品油消费水平超预期，后期仍有部分调油增量，近期调油 差回升至空间微幅打开。PTA 后期开工回升预期仍在，PX4 月检修计划增加，供需情况良好，短期偏强震荡，中枢关注原油情况。

【PTA】PTA 主力多空双减，但资金空单减仓更多，4 月检修量较多，但需要观察近期下游厂家原料库存囤积情况，近期有累积迹象，或在后期影响采购节奏。4 月货基差+5，基差情况整体转强，但更多是边际好转，终端开工仍然有见顶回落的风险，去库仍需有下游开工保持稳定的基础，目前仍不明朗，但油价反弹明显，

中枢近期将一定程度跟随上行。

【乙二醇】乙二醇短期煤制装置检修量增加，乙二醇近期煤制装置开工降低，盘面短期反弹净多增加，但空间类似 PTA，仍需观察后期下游开工情况，多单若有可持有观望，若前期无操作则可短期不建议入场。

【短纤】终端开工仍有见顶情况，但近期聚酯产业链整体信心有一定修复。短纤企业发货也加快，库存有所去化，价格存在一定支撑。纱厂开工提升，原料库存下行，成交价格小幅抬升，后期关注库存去化能否持续，短期能化情绪有触底回稳迹象，短纤价格预计回归震荡格局。

【甲醇】太仓甲醇市场窄幅整理，5 月基差持续稳定。现货价格参考 2660-2665，3 月下旬纸货参考 2665-2680，4 月下旬纸货参考 2640-2650。近期欧美甲醇局部市场延续下滑。美国价格参考 95 美分/加仑。成交在 95 美分/加仑；欧洲价格参考 335-340 欧元/吨。需求偏弱，欧洲市场延续下滑。据悉，前期停车检修的 725 万吨中东其它区域甲醇装置重启恢复，运行负荷高低不一。2025 年 3 月 26 日，中国甲醇装置检修/减产统计日损失量 18460 吨。暂无恢复、新增计划检修装置。当前进口偏少，港口 MTO 重启后，大幅去库。内地需求维持尚可，供应高位，周度产量仍在提升，但整体进入去库进程，甲醇近月偏强。进口预计 5 月回归，主要影响 09 合约，05 合约预计震荡为主，关注 09 合约空单机会。

【PP】国内 PP 市场窄幅整理。华北拉丝主流价格在 7220-7320 元/吨，华东拉丝主流价格在 7280-7440 元/吨，华南拉丝主流价格在 7270-7450 元/吨。国内聚丙烯美金市场价格大稳小动，均聚 935-970 美元/吨，共聚 990-1070 美元/吨，透明 1020-1040 美元/吨。隆众资讯 3 月 26 日报道：两油聚烯烃库存 72.5 万吨，较前一日下降 2.5 万吨。国内 PP 检修装置变化详情：海伟石化（30 万吨/年）PP 装置重启。兰港石化（11 万吨/年）PP 装置停车检修。PP 检修量短期下降，下游需求缓慢跟进，产业库存小幅上涨，基本面情况不太乐观，但是原油企稳，预计价格震荡偏弱。

【LLDPE】PE 市场价格涨跌互现。华北地区 LLDPE 价格在 7780-8200 元/吨，华东地区 LLDPE 价格在 7830-8400 元/吨，华南地区 LLDPE 价格在 7950-8280 元/吨。兰州石化全密度 6 万吨装置、万华化学 25 万吨装置 3 月 26 日停车。目前线型薄膜排产比例最高，目前占比 38.8%，与年度平均水平相差 0.2%。PE 下游需求旺季，开工仍在攀升，但上涨幅度缩小，下游订单跟进有限，且高价抑制部分需求，同时供应充足，投产在即，基本面缺乏上涨动力，下方受旺季需求支撑，预计震荡为主，短期可能随原油而企稳，关注新增产能投放情况。

有色：“对等关税”日临近，有色整体波动剧烈

【铜】距离 4 月 2 日越来越近，关税开始从预期走向兑现。根据近期消息显示，4 月 2 日“对等关税”幅度和广度可能低于之前预期，展现一定的灵活性，但仍不要过度低估关税的力度。市场会交易什么？是交易关税缓和而经济担忧缓解，铜价上涨，还是关税缓和而降低铜加征幅度预期，铜价下跌，毕竟对铜征收 25% 关税预期是近期主要驱动因素。第一种可能性更大，除了“对等关税”外，还有行业关税，比如之前对铝和钢材的 25% 关税。铜短期或有反复，但在 10000-10200 美元/吨区间上沿，仍有回调压力。

【铝】近期外盘弱于内盘，进口亏损不断缩窄，但由于云南扰动下降，产量处于高位，俄铝进口长单数量较大，制约进口亏损缩窄空间。供应端，产量比较稳定，产量维持高位，进口刚性，主要是由于俄铝长单，在大幅亏损背景下，单月进口超过 15 万吨甚至达到 20 万吨。需求端，后期考验需求成色，目前看需求还在旺季回升中。铝锭和铝棒继续去库，铝锭库存低于去年，而铝棒库存仍高于去年。国内铝自身基本面尚可，但维持铝价上方空间有限观点，短期仍有小幅回落空间。

【锡】供应端，SMM 显示佤邦中央经济计划委员近期草案文件明确曼相矿区可在按照[佤经字 2023—08 号]文件规定办理相关手续后，有序推进复工复产，但需要一定周期筹备，刚果金战事持续，中短期矿端供应偏紧，1、2 月锡精矿进口腰斩，且再生锡废料供应制约依旧明显，云南江西两地炼厂开工率较上周小幅回落至 61.5%，锡锭进口窗口仍处于关闭状态。需求方面，高价抑制采购，下游拿货放缓，上周锡锭三地库存增加 398 吨达到 10548 吨，当前库存处于近几年中偏高水平。综合来看，中短期原料供应偏紧，旺季预期支撑，预计回调幅度有限，存在支撑。

【碳酸锂】基本面上，供应端，碳酸锂厂周度产量持续上行至 17946 吨，开工率录得 48.67%，环比录得-1.23%。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%，下游需求情况当前处于旺季而处在相对高位。3 月 20 日，碳酸锂产业链周度库存录得 126399 吨，环比上升 2764 吨。由于天气不断转暖，盐湖开工率不断上行，后续供应预期不断加大，碳酸锂供需过剩格局逐渐凸显，上周（3.17-3.21）价格重心突破下行，预计后续以较低的价格重心震荡运行，且存在进一步下行的可能。

农产品：3 月底美国种植面积预估报告前，CBOT 大豆持续减仓下行

【豆粕】从周度库存数据看，大豆缺口导致库存快速去化，而豆粕下游提货偏差，且以执行合同库存为主，库存反增。缺大豆而不缺豆粕，也从侧面反映出市场情绪悲观，而消费水平从饲料产量数据看，豆粕消费同比是增加的。2025 年 1—2 月，全国工业饲料产量 4920 万吨，同比增长 9.6%。后期市场，饲料企业豆粕库存下滑较快，油厂开机这两周已经降至历史最低，预计豆粕库存还是要下滑，基差跌幅厉害预计同比依然高。豆粕高基差低库存，逢低买盘支撑或依然存在，但

上涨驱动基本没有。菜粕方面，现阶段库存去化缓慢，广东地区豆菜粕现货价差降低，菜粕被替代消费也在增加。

【菜粕】现阶段菜粕库存去化缓慢，广东地区豆菜粕现货价差降低，菜粕被替代消费也在增加。据 Mysteel 调研显示，截至 3 月 21 日，沿海地区主要油厂菜籽库存 33.8 万吨，环比上周减少 5 万吨；菜粕库存 2.65 万吨，环比上周减少 0.6 万吨；未执行合同为 9.5 万吨，环比上周减少 0.9 万吨。然而，现货短期相对偏大，但菜粕期货溢价回落在政策预期没有兑现前预计空间也相对有限了。

【豆菜油】随着进口大豆到港预期兑现，阶段性供应担忧将缓解，叠加淡季下游需求疲软，商品库存同比偏高，期现区间行情偏弱，但支撑偏强。菜油基差较稳，成交清淡。中加菜系相关贸易政策变故对菜油行情影响依然较大，近期菜油受不确定风险溢价支撑稳定，但国内累库压力及 ICE 偏弱行情或限制菜油盘中的投机情绪，菜油溢价快速回落风险偏高。

【棕榈油】国内棕榈油进口利润持续倒挂，国内高价消费疲软，维持刚需，基差偏弱。东南亚棕榈油增产季在即，出口环比持续疲软，且受到相关油脂拖累增加，棕榈油上涨驱动减弱。虽然近期印尼提高出口专项税传闻提高了风险偏好，但随着增产预期兑现，棕榈油价格重心仍有望下移。据马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据，马来西亚 3 月 1-20 日棕榈油产量环比增加 9.48%。船运数据显示，ITS：马来西亚 3 月 1-25 日棕榈油出口环比减少 8.08%。AmSpec Agri：马来西亚 3 月 1-25 日棕榈油出口量环比减少 8.47%

【生猪】上周现货承压后二育买盘支撑增强，供应方面集团场整体出栏节奏稍快，出栏体重增加，大体依然是维持增重思路，供应暂并无太大压力。需求淡季且疲软并无改变，现货反弹后负反馈行情拖累下，现货上涨乏力。中期看，产能决定的 4-5 月出栏环比增加趋势不变，需求受节假日阶段性提振或出现，但整体需求可能

并没太多增量。此外，叠加不断积压的出栏体重，进入 4 月依然不排除跌破 14 元/kg 支撑的可能。

【玉米】随着小麦抛出增多，局部饲用小麦出现替代玉米消费的空间，叠加玉米期货预期走弱，现货端走走弱迹象。期货方面，03 合约高持仓下交割预期卖压增加也在拖累现货表现。现阶段，期货远期靠增储及进口谷物限制驱动逻辑已结束，一方面自身产地库存偏低是支撑，另一方面同时受小麦相对稳定的政策市场支撑，期货预期走弱但逢低市场的成交兴趣依然很高。当然，现货方面，港口高库存高、流动放缓，可以看出下游需求疲软的事实。综合看，玉米横盘运行概率较大，阶段性受小麦及外盘情绪带动，可能偏弱。

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