

2025年3月6日

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

研究所晨会观点精萃

宏观金融：关税对经济负面冲击预期增强，美元指数持续偏弱运行

【宏观】海外方面，由于担心关税对通胀和经济的影响，投资者现在开始对美国出现全面萎缩的可能性进行定价，以及特朗普将推迟部分汽车关税，目前利率期货市场完全定价美联储 2025 年将降息三次，美元短期持续大幅走弱，全球风险偏好整体升温。国内方面，虽然中美之间的关税战进一步升级；但是两会我国 2025 年经济增长目标 GDP 增长 5% 左右；政策能看准了就一次性给足，尽可能发挥政策的最大效能，“稳住楼市、股市”第一次被写进《政府工作报告》总要求，稳增长、稳楼市和股市的信心增强；以及人民币汇率压力短期缓解，国内风险偏好有较强的支撑。资产上：股指短期震荡，短期谨慎观望。国债短期反弹，谨慎做多。商品板块来看，黑色短期震荡，短期谨慎观望；有色短期震荡反弹，短期谨慎做多；能化短期震荡，谨慎观望；贵金属短期震荡反弹，谨慎做多。

【股指】在工程机械、通信服务以及人形机器人等板块的带动下，国内股市继续上涨。基本上，虽然中美之间的关税战进一步升级；但是两会我国 2025 年经济增长目标 GDP 增长 5% 左右；政策能看准了就一次性给足，尽可能发挥政策的最大效能，“稳住楼市、股市”第一次被写进《政府工作报告》总要求，稳增长、稳楼市和股市的信心增强；以及人民币汇率压力短期缓解，国内风险偏好有较强的支撑。操作方面，短期谨慎观望。

【贵金属】周三黄金小幅震荡，夜盘收至 679.48，COMEX 黄金收盘小幅上涨。美元走弱叠加地缘贸易担忧支撑黄金价格保持在 2900 美元的关键整数关口之上。周三 ADP 研究机构公布的数据显示，美国二月 ADP 就业人数增加 7.7 万人，为七月以来最低水平，市场预期为 14 万人。市场焦点转向本周五即将公布的非农就业报告，市场目前相对谨慎押注。上周五公布的 PCE 通胀数据符合预期但粘性犹存，叠加四季度 PCE 物价指数上修，强化美联储降息谨慎立场，市场对 3 月按兵不动的预期概率超 95%。当前地缘政治和关税的影响显著超过经济数据的变动。金价中长周期逻辑未改——全球贸易摩擦升温、美元信用隐忧及央行购金需求将为黄金提供长期支撑，白银利好逻辑不如黄金坚实，但受供应缺口托底跌幅相对有限。地缘政策方面，重点关注特朗普关税政策、俄乌和谈的进展情况。宏观经济方面，重点关注周五的美国非农就业报告。对贵金属维持短期高位震荡，但中长期看多思路，若调整到位可陆续布局中长线仓位。

有色金属：关注政策预期兑现情况，警惕期价共振起落

【铜】宏观方面，本周关注“两会”召开及相应的政策落地情况，留意政策超预期或被证伪，以及相应的市场情绪共振偏多或转弱。供应端，现货加工费周度下降\$3.6至-\$14.4，炼厂加工费持续回落，生产亏损和减停产的概率大大增加；进口比价在（-1578.37，-845.48）元的区间内波动，窗口多数时间维持关闭。需求端，下游加工企业已复工复产，逐渐开始原料采购和铜材生产，带来社会库存累库速度的放缓，周末累库0.09万吨至37.7万吨。警惕铜价短期内利多出尽后回落，但由于铜的供应扰动持续存在，中长期仍然以上行为主。

【锡】供应端，2月26日，缅甸佤邦工业矿产管理局发布了《办理开采、选厂、探矿许可证的流程》文件，复工复产的预期进一步被点燃，期价大幅回落；云南、江西两地炼厂开工率逐渐反弹至59.12%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小幅回落，关注后续库存走势的连续性。综合来看，佤邦复产预期在盘面已经有所反应，后续具体的复产节奏仍应持续关注；另外，留意下周政策公布后的利多出尽或超预期带动的共振涨跌，警惕利多出尽带来的期价重心再度下移，由于基本面暂无明显做多因素，预计宏观冲击结束后锡价偏震荡运行。

【碳酸锂】基本面上，供应端，碳酸锂厂周度产量持续上行至18456吨，开工率录得51.21%，环比录得+3.59%，主要受盐厂复工复产的影响。需求端方面，2月磷酸铁锂排产量或下降至21.6万吨的位置、淡季环比回落14.05%，三元材料排产量或达到4.9万实物吨、环比录得-9.6%，下游需求情况因进入淡季而大幅回落。2月27日，碳酸锂产业链周度库存录得115513吨，环比上升2967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：贸易战冲击需求前景，油价跌至6个月低点

【原油】美国贸易措施可能减少全球能源需求，重构石油流向，尽管具体将如何形成取决于最终构成和持续时间。供应方面OPEC+正在计划推进减产，叠加上周美国国内库存激增，强化过剩预期，目前期权交易看跌情绪达到5个月来最强，油价回落明显，Brent下破70美金。

【沥青】原油价格大幅回落，沥青跟随走低，社会库存持续增加，其中华东社会库存增加较多。近期需求恢复仍然偏慢，叠加天气因素，终端采购量偏低。厂库同样累积，而近期高价位产品接受度也在下降，炼厂销售不顺。但短期低利润仍能给出一定底部支撑，近期中枢跟随油价进行偏弱回调，关注制裁方面影响落定

【PX】原油大幅下跌导致下游化工产品均大幅回落。短期PX供需小幅累库，多来自PTA的检修增加，但更多交易重心仍在成本端原油情况。后期汽油需求或有一定改善，调油需求仍在，所以PX供需格局有望在4月后PTA检修结束以及调油需求可能增加后出现改观。

【PTA】油价大幅回调，带动 PTA 价格继续探底。目前基差保持-25 左右微幅走高，成交略有放量，PTA 供需面支撑仍在，由于 3 月检修量大幅增加，整体维持去库的预期不变。价格弱势更多仍然来自成本端的走弱，以及市场对后期旺季需求恢复不力的担忧。短期 PTA 自身供需逻辑计价空间有限，关注原油成本变动。

【乙二醇】主港发货量持续偏低，乙二醇跟随原油价格继续大幅回落。终端订单恢复速度较慢仍然是最大担忧。近期原料成本价格拖动乙二醇持续偏弱震荡，而现货市场方面略有走强，基差保持+30 左右。低价买盘意向尚可。但后期下游恢复空间仍然是市场关注重点，以及近期原油价格仍有继续下探可能，乙二醇短期去库驱动仍然较弱，等待多配时点。

【短纤】短纤价格持续偏弱，但幅度略低于上游，利润缓慢修复。另外短期下游补货意愿增强，库存略有去化。此外下游企业传将进行保价行动，后期下游价格可能受到抬升，叠加终端即将进入旺季验证阶段，原料采购或在近期低价时段进行，短纤企业库存小幅去化，价格近期或维持震荡格局。

【甲醇】太仓甲醇市场价格稳中偏弱，3,4 月基差略有走强，5 月维稳。现货价格参考 2630-2640，3 月下旬纸货参考 2665-2675，4 月下旬纸货参考 2660-2665。隆众资讯统计 2025 年 3 月 5 日，中国甲醇装置检修/减产统计日损失量 15440 吨。有新增检修装置，如安徽碳鑫；暂无新增检修及计划检修装置。近期部分装置检修和下游需求提升共同作用下内地去库，MTO 重启计划使得港口预期去库，基本面短期内走强，价格反弹修复。但煤炭价格持续走弱，甲醇价格上涨带来的利润扩张使得高成本甲醇装置供应有回归风险，上方阻力明显，警惕冲高回落。

【PP】国内 PP 偏弱调整，部分价格走低 10-30 元/吨。华北拉丝主流价格在 7250-7330 元/吨，华东拉丝主流价格在 7290-7400 元/吨，华南拉丝主流价格在 7300-7480 元/吨。隆众资讯 3 月 5 日报道：两油聚烯烃库存间 82.5 万吨，较前一日-2 万吨。近两周下游开工提升放缓，上游装置集中重启，新增产能计划投放，供应压力逐渐凸显，短期内价格偏弱运行，关注旺季需求恢复节奏。

【LLDPE】PE 市场价格小幅下跌。华北地区 LLDPE 价格在 8000-8370 元/吨，华东地区 LLDPE 价格在 8070-8650 元/吨，华南地区 LLDPE 价格在 8150-8600 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 短期内下游开工提升速率高，同比恢复水平相对偏高，现货升水较多，库存转而下降，农膜旺季即将到来，支撑期货价格偏强，但装置检修较少，新增产能计划投放，以及原油偏弱等导致聚乙烯上行阻力增加。

农产品：美元疲软使得以美元计价的农产品逢低买盘增加

【美豆】CBOT 市场三大谷物小幅反弹，美国对原产加拿大产品加征关税出现缓和迹象，叠加美元走软，以美元计价商品有止跌企稳迹象。消息面，StoneX Brazil

也下调了 2024/25 年的大豆产量预期，原因是南部干旱地区的产量前景下降。此外 Pro Farmer 维持巴西 24/25 年度大豆产量预估 1.7 亿吨不变，尽管近期天气好转，但也在担忧巴西南部干旱+中西部局部大豆成熟期过渡潮湿的问题。阿根廷 24/25 年度大豆产量因天气利好预期基本维持不变。

【蛋白粕】近期豆粕市场或高位震荡，随油厂开机增加、基差溢价回落，05 合约周期内价格重心仍有望下沉，但远月风险偏好在增加。现阶段豆粕下游及终端备货天数有明显增加，阶段性供应短缺预期充分，导致目前的豆粕高基差市场认可度不高，贸易锁利抛售也在增多。此外，近月国内有大豆抛储预期，4 月进口大豆到港开始增多，5-7 月预计月均到港量 1200 万吨左右，供应十分充足，现货端及点价盘很难给予豆粕太高估值。

【油脂类】马来西亚 BMD 毛棕榈油期货周三上涨，止住之前两日连跌势头，而国际原油继续走弱。棕榈油紧供应及豆油来自油料溢价支撑稳定，菜油受美加贸易政策的应激反应减弱。豆菜油处于消费淡季，下游需求疲软拖累基差偏弱整理。隔夜 BMD 市场棕榈油期货继续下跌。马来西亚 2 月棕榈油出口的疲软，马棕库存因此预计或会有小幅反弹，BMD 棕榈油市场疲软，关注 3 月 MPOB 报告指引。

【玉米】现阶段产地销售节奏快、贸易建库意愿增加，以及政策预期支撑等利多题材，交易至今已无法为玉米额外驱动。至于中国限制原产美国的谷物进口，和今年以来的限制进口替代谷物的导向相对一致，对玉米的提振今天虽然没有延续，05 盘中多头大幅减仓，但预计短期的买盘情绪暂不会衰退。

【生猪】现在饲料价格上涨，肥标价差随气温升高预期收缩，二育开始抛售；集团场出栏供应也逐步正常，需求属于季节性特征，未见好转，现货趋弱得逻辑不变。期货端，上周临近交割，基差收缩，03 合约大幅补涨，带动 05、07 合约略反弹。然而，现在仓单压力依然很大，和现货趋弱逻辑相互验证。如此，期货预期很难改善，但也不排除饲料端风险溢价使得生猪盘中投机卖盘离场，期货价格因此出现短暂上涨行情。

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