

2025年4月1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：美国关税即将落地，全球市场波动加剧

【宏观】海外方面，美国将于4月2日决定最终关税政策，对等关税计划不会包含任何豁免条款，高盛将未来12个月美国经济衰退的概率从此前的20%大幅提升至35%，随着经济前景恶化，预计美联储年内将降息三次；美国关税即将落地导致市场避险情绪持续升温，美元短期继续走弱，全球风险偏好整体降温。国内方面，中国3月官方制造业PMI 50.5，制造业扩张速度一年来最快，经济复苏有所加快；虽然国内经济趋稳且国内政策支持力度有所加大，但是外部冲击的不确定性增大，导致国内市场风险偏好整体降温。资产上：股指短期震荡，短期谨慎观望。国债短期震荡反弹，谨慎做多。商品板块来看，黑色短期震荡，短期谨慎观望；有色短期震荡回调，短期谨慎观望；能化短期震荡上涨，谨慎做多；贵金属短期高位偏强震荡，谨慎做多。

【股指】在光伏设备、化工以及电池等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。基本面上，中国3月官方制造业PMI 50.5，制造业扩张速度一年来最快，经济复苏有所加快；虽然国内经济趋稳且国内政策支持力度有所加大，但是外部冲击的不确定性增大，导致国内市场风险偏好整体降温。操作方面，短期谨慎观望。

【贵金属】周一黄金再破历史新高，沪金主力合约一路上涨突破730关口，COMEX黄金6月合约收至3150美元一线，贸易紧张局势带来的避险买盘推动黄金强力上行。2月核心PCE同比高于市场预期升至2.8%，为24年12月以来新高，消费者信心指数下滑至57凸显经济韧性弱化。特朗普关税政策由预期转向落地，叠加中东局势动荡及俄乌和谈僵局，推动资金加速涌入避险资产。美联储官员密集发声强调“按兵不动”，但实际利率下行预期支撑贵金属估值。短期关注关税政策落地引发的波动，滞胀逻辑下实际利率压制与全球去美元化趋势仍对黄金构成长期支撑，白银则受工业属性拖累走势落后黄金，对黄金维持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：市场避险情绪增加，钢材期现货价格延续弱势

【钢材】周一，国内钢材期现货市场继续延续弱势，市场成交量低位运行。关税政策的担忧导致市场避险情绪增加，股市商品均不同程度回调。基本方面，现实需求继续走弱，4月份将继续考察需求承接能力。关税政策落地之后，4月份也到了观察出口影响的时间窗口。供应方面，3月份钢厂盈利尚可，粗钢、铁水产量环比快速增长，4月份之后钢材供应仍有进一步增长空

间，铁水产量预计会回升至 240-245 万吨之间。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】周一，铁矿石期现货价格跌幅继续扩大。铁水产量继续延续回升趋势，结合当下钢厂利润水平，铁水产量依然有进一步回升的恐慌。供应方面，本周全球铁矿石发运量环比回升 103.1 万吨，同时因前期发货量回落原因，到港量环比回落 267 万吨。铁矿石港口库存上周则小幅回升。总体来看，铁矿石价格短期仍以区间震荡为主，走势将跟随钢材价格变化。

【硅锰/硅铁】周一，硅锰现货价格持平，硅铁现货价格小幅回落。上周五大品种钢材产量继续回升，铁合金需求尚可。硅锰 6517 北方市场价格 5850-5900 元/吨，南方市场价格 5850-5950 元/吨，锰矿现货也延续弱势，天津港南非半碳酸价格 35-35.5 元/吨度，南非高铁 32-32.5 元/吨度，加蓬 42.5-43 元/吨度，澳块 43-44 元/吨度。受硅锰企业亏损幅度扩大影响，硅锰供应继续回落，Mysteel 统计全国 187 家独立硅锰企业样本：开工率全国 48.22%，较上周减 0.65%；日均产量 28490 吨，减 455 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5650-5850 元/吨，75 硅铁价格报 6050-6200 元/吨。原料方面，兰炭市场报价持稳，现府谷市场小料出厂价现金含税报 610 元/吨左右。供应继续维持低位，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 37.13%，较上期降 0.63%；日均产量 16005 吨，较上期增 15 吨。短期铁合金价格仍以区间震荡思路对待。

## 能源化工：特朗普威胁打压俄油出口，油价上行

【原油】特朗普表示对俄罗斯感到生气，并表示如果俄拒绝与乌克兰停火，他将考虑对俄罗斯石油买家征收二级关税。另外伊朗表示，如果美国威胁转变为实际行动，美国将受到打击，地缘政治风险大幅回升。市场目前在权衡需求风险和供应风险，短期制裁导致的供应担忧占据上风，油价小幅上行。

【沥青】价格跟随油价小幅回升，但现货涨幅明显有限，基差近期大幅下降。供需两弱局面维持，厂家库存近期保持相对稳定，但库存转移效率放缓，社会库存有一定走高。4 月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，保持震荡格局。

【PX】外盘价格跟随原油回升至 847 美金，PXN 价差回落至 201 美金。短期 PTA 开工仍然偏低，头部装置检修仍在增加，后期 PX 至 4 月供需好转情况仍然有限。但近期海外汽油需求增加，调油套利空间转正，后期或仍有季节性走强空间，PX 跟随原油小幅反弹概率仍在。

【PTA】PTA 跟随 PX 成本走强而上升，幅度不及原料。另外下游开工继续回升，以及 4 月检修计划仍有增加，PTA 去库将持续，但近期盘面已经计价，资金持仓近

期空单离场明显导致价格小幅反弹。但近期终端产销仍然一般，故主力上行幅度可能有限，短期仍需要关注原油价格变动情况。

【乙二醇】乙二醇港口库存再度小幅累库，价格因此受到打压持续保持偏低位置。目前煤制装置开工已经明显下行，但供应由于前期价格高位导致的偏高进口仍将保持一阶段的高位，后续供应将逐渐下降。近期价格更多在夯实底部，短期下游短纤减产，关注瓶片能否有更多开工支撑，乙二醇近期继续保持震荡格局。

【短纤】短纤多家企业宣布行业自律，规模达到 10%。近期短纤企业发货也加快，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】港口供需情况目前尚可，库存降幅下降。国际装置开工近期明显提升，进口预期 4 月下到 5 月恢复，内地库存维持小幅下降，整体仍在去库进程当中，近月甲醇偏强。随着进口的逐渐恢复，甲醇供应端压力凸显，价格承压，05 合约震荡，09 合约偏空

【PP】PP 下游维持偏弱状态，但上游检修逐步启动，4 月开始迎来检修旺季，新增产能投放推迟，供应端压力预期缓解，库存短期内向下游传导，基本面边际改善，价格预计震荡修复。

【LLDPE】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，上方压力较大，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，有色整体承压

【铜】公布的中国制造业 PMI 为 50.5，符合预期，前值 50.2。国内经济虽边际改善，在工业企业利润偏弱和居民消费意愿不强的背景下，不具有强复苏空间，经济仍有波折，二季度 PMI 边际下降。距离 4 月 2 日的“对等关税”日越来越近，市场关注度较高，对经济忧虑风险开始提升。对铜加关税将很快实施，目前市场逻辑开始聚焦于以下两点：1、随着对铜关税提前，流向美国的铜减少，非美地区增加；2、关税将对全球制造业造成影响，降低对铜的需求。短期仍有回调压力。

【铝】铝锭小幅去库，铝棒去库幅度较大，但铝棒库存依然高于去年同期。铝自身基本面尚可，但自身基本面缺乏故事可讲，虽然产能天花板临近，但产量处于高位和进口刚性，需求端也没有爆发式增长的可能，整体平淡，而当前市场主要矛盾是宏观偏弱和铜价下跌，短期偏空。

【锡】传原定于 4 月 1 日召开曼相矿山复工复产交流会被取消，夜盘锡价上涨。缅甸遭受强震，由于缅甸锡矿的重要地位，锡价拉升，但佤邦尚未全面复产，需要一定周期筹备，短期内更可能影响道路运输，鉴于佤邦距离震中较远，预计影

响不大，刚果金战事持续，中短期矿端供应偏紧，再生锡废料供应制约依旧明显，云南江西两地炼厂开工率回落 4.13%至 57.37%，锡锭进口窗口仍处于关闭状态。锡价回落后，成交情况有所回温，部分下游及终端企业补库意愿有所增强，但下游企业采购放缓，三地社会库存继续增加，库存增加 934 吨，达到 11482 吨。综合来看，周五锡价上涨，更多是情绪推动，实际影响预计有限。目前其他有色金属承压回落，锡将受拖累，若关税导致经济担忧加剧，将承受更大压力，注意风险，但原料供应偏紧，预计将相对坚挺。

## 农产品：美国国内生物燃料政策或达成共识，国际油脂价格上涨

【美豆】隔夜市场 CBOT 大豆市场收跌，新季种植面积预估和季度库存数据符合市场预期，美国对外贸易紧张关系加剧主导美豆持续疲软。季度谷物库存报告显示，截至 2025 年 3 月 1 日，美国大豆库存为 19.10 亿蒲式耳。去年同期库存为 18.45 亿蒲式耳。美国农业部预计，2025 年美国大豆种植面积为 8349.5 万英亩，低于上年的 8705 万英亩为 2020 年以来最低；玉米种植面积为 9532.6 万英亩，高于去年的 9059.4 万英亩，为 2013 年以来最高水平。

【豆粕】据 Mysteel 对国内主要油厂调查数据显示：2025 年第 13 周，全国主要油厂大豆库存，豆粕库存，未执行合同全部下降。油厂开机降低历史低位，4 月预估压榨 600-650 万吨，豆粕产出供应收缩，需求上受补库及替代消费增加影响或有增加，豆粕 4 月去库预期不变。我们预计，豆粕库存或收缩至 2023 年同期水平，豆粕基差不排除出现再溢价风险。期货方面，美豆季度报告指引支撑增强，但阶段性受美国贸易关系主导疲软，豆粕成本端支撑略减弱。综合看，豆粕期货空头市场格局暂未改善，上涨驱动不足但破位下行概率也不大，区间震荡行情或延续。

【菜粕】国内逐渐进入水产需求旺季，但豆菜粕现货价差收缩，豆粕替代菜粕消费有望增加，菜粕现阶段高库存去化依然缓慢。。据 Mysteel 调研数据显示：截至 2025 年第 12 周，沿海油厂菜粕库存为 2.65 万吨，较上周减少 0.60 万吨；华东地区菜粕库存 44.76 万吨，较上周减少 0.60 万吨；华南地区菜粕库存为 15.7 万吨，较上周减少 0.20 万吨；全国主要地区菜粕库存总计 63.11 万吨，较上周减少 1.40 万吨。国内菜粕关税成本限制直接进口骤减，菜籽远期预期到港也不多，压榨产出补充也不足，中期菜粕依然具备驱动上涨的可能。重点关注中加菜系贸易相关政策调整。

【豆油】据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 03 月 28 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 198.55 万吨，较上周减少 5.97 万吨，跌幅 2.92%；同比去年同期上涨 20.25 万吨，涨幅 11.36%。未来进口大豆到港紧缩状况将逐步改善，阶段性供需转宽预期叠加消费疲软，市场情绪悲观、基差偏弱或将持续。阶段性受国际油脂走强提振反弹，国内菜棕价格溢价支撑稳固，窄幅区间震荡行情或维持。

【棕榈油】近月马来西亚棕榈油增产季在即，出口环比持续疲软，棕榈油上涨驱动减弱。上周美国生柴政策预期较前期整理有所改善，2026 年开始增加可再生能源掺混目标量基本达成共识，但就中小掺混义务商豁免问题仍存在分歧，最重要的掺混抵税政策仍悬而未决。4 月份美豆油受政策不确定影响波动增加，马棕短期超跌叠加相关市场提振反弹较多，但自身基本面趋弱且豆棕依然存在倒挂状态。综合看，棕榈油上涨空间或有限，震荡区间下破或依然需要等待政策明晰且产地



增产节奏加快。未来印尼方面提高出口专项税风险或持续存在，也仍需持续关注。

【菜油】国内进口菜油累库，高价供销清淡，阶段性供需宽松或限制盘中风险偏好。国内进口菜籽压榨利润丰厚和近月到港受政策不确定影响依然偏少，ICE 菜籽支撑稳定且阶段性反弹也在增加菜籽进口成本，菜油部分受成本驱动下买盘兴趣持续未减。基于未来直接进口的关税成本限制，及未来菜籽进口的不确定影响，油厂及渠道挺价意愿均偏强，短期菜油溢价回落或只能等待政策风险消退了。

【生猪】月末集团场出栏节奏略快，大体重猪出栏增多，现货上涨驱动不足，周末现货回调。肥标价差收缩，尽管二育成本下跌，但再补栏表现谨慎。期货方面，上市披露的年养殖成本预估大幅下移，市场预期价格的价格重心有所下移，高基差下投机买盘兴趣也在减弱。短期，节日档口现货稳定为主，但生猪出栏体重逐步见顶，再出栏去体重周期，后期现货承压概率较高。

【玉米】玉米目前疲软主要受旧作小麦轮出+新季丰产预期影响，华北地区饲用替代增多。玉米淀粉消费较差，深加工利润亏导致开机趋下滑，此外下游的饲料企业持续刚需采购。贸易方面，随着贸易出货增多，北港下海量有增加，但是南港买涨不买跌，成交依然偏差，港口库存高。现阶段，小麦市场成为谷物市场主导，丰产上市预期下，玉米预期很难有提振。

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