

2025年4月7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：021-80128600-8632

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：021-80128600-8631

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：021-80128600-8621

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：021-80128600-8630

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：021-80128600-8622

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-80128600-8616

邮箱：fengb@qh168.com.cn

宏观金融：美国关税远超预期，全球风险偏好大幅降温

【宏观】海外方面，美国关税政策落地，加征关税范围和幅度远超市场预期，中国进行了对等反制；美国总统表示政策永远不会改变，而且美联储主席鲍威尔表示等待更明确的消息，再考虑调整政策立场；投资者继续权衡美国关税对全球贸易和经济的影响，且预计贸易战加剧将引发全球经济衰退。美元短期走弱，全球风险偏好整体大幅降温。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；但美国再次对中国商品加征34%的“对等关税”且中国进行强力反制，短期可能导致国内市场风险偏好大幅降温，关注市场剧烈波动风险。资产上：股指短期回调，短期谨慎观望。国债短期震荡反弹，谨慎做多。商品板块来看，黑色短期偏弱震荡，短期谨慎观望；有色短期回调，短期谨慎观望；能化短期下跌，谨慎观望；贵金属短期高位回调，谨慎观望。

【股指】在果链、消费电子以及厨卫电器等板块的拖累下，国内市场继续下跌。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；但美国再次对中国商品加征34%的“对等关税”且中国进行强力反制，短期可能导致国内市场风险偏好大幅降温，关注市场剧烈波动风险。操作方面，短期谨慎观望。

【贵金属】贵金属市场剧烈波动，呈现“避险逻辑”与“流动性挤兑”的双重博弈。伦敦金周内刷新历史新高至3166.67美元后连续回落，一度逼近3000美元关口，周跌幅1.62%；伦敦银受工业属性拖累及前期关税溢价坍塌影响，单周暴跌13.28%，失守30美元关键支撑。国内市场由于清明假期影响尚处高位，周一

开盘预计大幅低开。本轮黄金下跌主要基于以下几个因素，一方面大类资产暴跌触发流动性危机，抽离黄金多头资金压制价格。其二，超预期非农数据巩固美联储鹰派预期，实际利率反弹叠加美元指数升至 102.9，进一步加剧贵金属抛压。本轮关税黄金未被加征使得 COMEX-LBMA 价差收敛，COMEX 前期地缘溢价持续回落。当前市场持续计价“衰退恐慌”和“流动性危机”或推动纽金回踩 3000 美元关口，若跌破则可能下探 2800 美元支撑，中长期看，衰退预期叠加美元信用危机仍为黄金提供上行动能，避险属性将不断强化黄金配置价值，显著回调下或出现长线配置良机。

黑色金属：对等关税担忧加剧，钢材期现货价格涨势趋缓

【钢材】上周四，国内钢材期现货市场延续弱势，市场成交量有所回落。清明小长假期间，贸易战升级导致市场避险情绪加重。基本面方面，现实需求继续走弱，钢谷网建筑钢材及热卷库存继续下降，表观消费量也有所回落。供应方面，钢谷网建筑钢材及热卷成材产量环比回落，但因钢厂利润尚可，预计后期供应仍有进一步回升空间。铁水产量预计会回升至 240-245 万吨之间。短期来看，钢材市场受宏观因素影响较大，预计周一以偏空为主。

【铁矿石】上周四，铁矿石期现货价格小幅回调。铁水产量继续延续回升，目前长流程钢厂利润仍在 100 元/吨以上，铁水产量仍有进一步回升空间。供应方面，本周铁矿石到港量环比回落 267 万吨，但发货量有所回升，后期或逐步体现在到港量上面。铁矿石港口库存上周小幅回调。短期来看，铁矿石价格或跟随钢材回调。

【硅锰/硅铁】上周四，硅铁、硅锰现货价格小幅回落。五大材产量继续小幅回升，铁合金需求有所回升。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： OPEC 超预期增产，油价延续历史级跌幅

【原油】关税担忧导致美股等风险资产再现历史级回撤共振，以及 OPEC 超预期 5 月增产 41.1 万桶，导致油价下跌 10 美金。结构在第一天风险共振下跌时走弱有限，但 OPEC 增产彻底打破平衡，结构完全走弱，回吐所有溢价。短期海外炼厂利润小幅回升，叠加检修后端需求恢复，与预期形成极大劈叉，油价短期预计仍会偏高波动运行，任何抄底行为均不建议即刻入场。

【沥青】原油价格带动现货大幅度走弱，盘面中枢基本确定将继续大幅回调至至少前低水平。受炼厂开工持续低位以及排产和出货量平稳增加的影响，沥青厂库存下降至同期偏低位位置，基本面数据略有好转。不过实际刚需依然偏弱，项目资金到位情况仍然偏低，后续库存去化驱动相对有限。中枢短期继续跟随原油，虽然 OPEC 增产以及关税带动需求担忧将成为长期价格下降的底层逻辑驱动，但短期俄乌和谈路径更加复杂，以及伊朗等制裁风险仍未落定，价格波动将继续保持偏高位置。

【PX】外盘价格跟随原油超大幅回撤，叠加短期 PTA 开工仍然偏低，即便短期 PX 国内装置检修偏多，价格仍有较大压力。后期除了关注原油价格是否有反弹迹象外，PX 需关注海外调油需求是否增加，近期调油价差小幅打开或为后期价格反弹提供驱动。PX 价格周内将保持低位运行，反弹时点尚未到来。

【PTA】PTA资金净空近两日持续大幅缩减，基差也持续走高，现货走强至05+5水平。加工费仍然保持较低水平，开工继续保持低位。假期前夕终端开工略有下调，织机、加弹等均下调1-2个点，坯布现金流也依旧亏损。下游利润也亏损明显，关注近期下游主流企业减产呼吁落实可能性及进度。下游成品库存也较高，去化明显乏力，叠加原油历史级下跌，PTA大概率大幅度回调至低位。

【乙二醇】乙二醇发货情况仍然一般，港口显性库存和厂家原料隐形库存去化程度有限，短期更多依靠供应阶段性降低支撑底价，但油价历史级回调将大概率导致乙二醇价格继续触碰前低，后期即便反弹，其力度也将受到下游需求偏低的压制。

【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】上游检修导致产量小幅下降，当前进口不多，4月中预计逐渐增加。下游MTO/MTP开工维持尚可，二季度有检修计划。近期库存仍在下降，远月偏弱。外盘原油下跌影响，能化重心预计下移，短期避险情绪影响或集中抛售，中期基本面去库仍有一定支撑。

【LLDPE】上游检修有限，进口窗口多数关闭，新装置投产，整体供应仍然偏宽松。同时下游需求提升放缓，订单跟进有限，农膜需求即将见顶回落，短期低库存支撑，预期累库。叠加原油深跌，预计价格承压。

【PP】上游新装置投产，检修旺季即将到来，下游需求偏弱，波动有限。原油下跌挤压 pp 利润，不同成本来源均有亏损，有一定支撑，叠加低库存，预计价格震荡偏弱。

有色：对等关税落地，难言利空出尽

【铜】关税引发对经济衰退的担忧，假期伦铜大幅下跌，COMEX 铜跌幅更大，COMEX05 与 LME3 月价差已跌至 1013 美元/吨。供应端，铜精矿现货 TC 降至 -26.4 美元/吨，但国内精炼铜产量仍处于高位，CSPT 确定不设置第二季度铜精矿现货采购指导价，国内达成联合减产概率很低。需求端，国家电网一季度电网投资同比大增 27.7%，创历史同期新高。关税进一步加剧 25 年过剩格局，实际影响可能不限于此，各国反制，一连串连锁反应，对全球经济的影响可能要大得多，全球各国需求都可能面临不同程度下降。铜当前主要矛盾依然是关税对经济的忧虑风险，铜价已经跌破前期支撑，短期可能反抽，预计反弹空间有限。

【铝】假期铜大幅下跌，铝表现相对坚挺。铝锭大幅去库，铝棒库存依然维持较大幅度去库，铝棒库存与去年同期大致持平。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，中短期偏空，仍有进一步回落空间。

【锡】锡价在供应扰动一路狂飙，但假期宏观风险导致市场大幅下跌。供应端，缅甸佤邦复产会议取消导致对复产预期推迟，锡价大幅上涨，但复产消息存在反复可能性，云南江西两地炼厂开工率较上周回落至 56.96%，下滑 0.41%，锡锭进口窗口仍处于关闭状态。需求端，费城半导体指数大幅下挫，美国对全球加征关税将制约焊料下游需求。高价抑制采购，下游拿货放缓，锡锭社会库存继续增加，较上周增加 522 吨达到 12004 吨，当前库存处于偏高水平。综上，宏观风险导致价格下跌，但中短期原料供应偏紧提供支撑，关注 4 月 9 日刚果金政府和反政府武装 M23 的谈判情况。

农产品：国内油脂油料供应稳定，但进口成本溢价有望抬升

【美豆】美国对等关税引发的中国反制，美豆出口担忧加剧导致CBOT大豆承压下行。短期美豆出口压力不大，远期美豆出口转内销，如美豆油生柴消费政策补贴力度可能会超预期出现。因此，后市或面临油强粕弱局面，美豆油或继续会美豆提供支撑。关注新季美豆减产预期下播种初期的天气风险，供需双减、美豆或继续承压但不具备恐慌性暴跌风险。

【豆粕】国内豆粕4月供需尚未过度宽松，油厂开机低、下游补库增多、基差成交兴趣差但报价依然稳定。现阶段，中国对原没产品加征关税反制措施落地，豆粕现货面临担忧加剧，叠加买涨心态，短期期现端多头风险偏好均有可能抬升。后期待进口大豆供应增多、开机率及库存修复，美豆疲软驱动市场情绪仍有望回归。关税政策密集窗口，蛋白粕整体波动加剧，后期重点关注巴西大豆出口市场溢价风险。策略上，重点关注油破比行情走势，留意多油空粕机会。

【油脂】美国对等关税落地引发全球经济疲软担忧加剧，且供应链重塑周期大宗商品整理面临阵痛调整周期。美元黄金同步走弱，一方面以美元计价大宗商品贸易流速放缓，美元需求降低，另一方面，黄金市场避险溢价利多出尽，政策不确定风险在降低。国际原油价格基于未来经济疲软预期而走弱，短期油脂市场受原油主导的承压下跌出现的可能性偏高。国内油料油料供应链大体稳定，虽然替代市场及储备供应充足，但出口市场溢价或导致国内进口成本增加，也将对国内油脂市场提供一定的溢价支撑。此外，国内基于美国超预期的关税政策，强硬的反制措施背后或出现货币、财政政策的可想想空间在增多，前期受预期主导的大宗

超跌行情不排除出现个别的利空出尽行情，从而也将改善油脂油料板块的市场情绪。

【玉米】国内对原产美国谷物再加征关税反制，从美国进口谷物渠道基本关闭。

后期国内进口谷物或收紧，增储规模预期有望再增加。现阶段谷物市场政策及事件驱动成为主导，风险溢价或抬升。

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：021-80128600-8632

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn