

2025年4月8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：关税政策冲击下，国内风险偏好大幅降温

【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；而且总统表示不会暂停对等关税措施，拒绝欧盟提议的互免关税政策，受此影响，全球市场剧烈波动，美元指数和美债收益率继续反。国内方面，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，周一美国总统再次威胁提高对华关税，短期可能导致国内市场波动加剧；但是汇金公司、中国国新、中国诚通增持ETF和相关股票，短期对国内市场风险偏好有一定的支撑。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】在机场航运、白酒以及银行等板块的拖累下，国内市场继续下跌。基本上，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，周一美国总统再次威胁提高对华关税，短期可能导致国内市场波动加剧；但是汇金公司、中国国新、中国诚通增持ETF和相关股票，短期对国内市场风险偏好有一定的支撑。操作方面，短期谨慎观望。

【贵金属】周一贵金属市场大幅低开，沪金补跌假期外盘跌幅，全日大跌2.82%，夜盘继续震荡下行。COMEX黄金周一下跌2%，关税冲击持续扰动全球市场，投资者转而投资美元作为避风港，美元指数企稳回升。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，美元指数企稳反弹进一步加剧贵金属抛压。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，地缘风险及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：关税政策冲击之下，黑色板块大幅下跌

【钢材】周一，国内钢材期现货市场大幅下挫，市场成交量小幅回落。对等关税导致国内金融市场大幅下挫，但黑色板块跌幅相比其他品种偏小。基本面方面，当下处于钢材需求旺季，钢材需求继续恢复，且周一建材成交量并未出现明显下降。供应方面，钢厂利润尚可，成材及铁水产量继续回升。且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，周一大幅下跌之后，钢材市场建议以观望为主，关注后续对冲政策。

【铁矿石】周一，铁矿石期现货价格回调明显。本次下跌主要是受到清明假期期间对等关税政策影响。基本面方面，铁水产量继续回升，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，本周全球铁矿发运量环比回落 254.8 万吨，到港量环比回落 13.2 万吨。建议前几周铁矿石发货量回落，后期到港量或进一步下降。总体来说，铁矿石基本面短期仍比较健康，短期建议以观望为主，等待风险释放结束。

【硅锰/硅铁】周一，硅铁、硅锰现货价格回调明显。五大材产量继续小幅回升，铁合金需求有所回升。6517 北方市场价格 5800-5850 元/吨，南方市场价格 5800-5900 元/吨。锰矿消息频发，据市场了解 South32 澳洲计划 5 月恢复发运，预计本次将与南非共同展开报盘，此次发运符合市场预期时间范围。天津港半碳酸 35-35.5 元/吨度，氧化矿 42-42.5 元/吨度左右。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：关税担忧持续，油价触及 4 年低点

【原油】美关税政策威胁全球能源需求，OPEC+增产导致供应过剩风险快速上升。周一特朗普还暗示愿意进一步扩大贸易战规模，威胁对中国再加征 50% 关税。目前关税程度已经超过了最强硬派的预期，使得市场资产，尤其是对增长敏感的大宗商品，更大程度地计入美国乃至全球经济衰退的风险。

【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】PX 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 短期检修量仍然较多，短期不足以对冲成本塌陷。不过 4 月后将逐步回归，PX 需求将逐渐恢复，或有概率转为去库。以及近期调油逻辑可能计价，套利空间微幅度打开，PX 自身供需并不算弱势。但在原油成本风险彻底兑现之前，PX 价格反弹将极为有限。下游方面 PTA 和乙二醇也都将走低。但在原油价格带动共振之前，社会总库存连续去化，PTA 基差也出现了小幅度走强，PTA 装置 4 月的

大幅度检修仍然从供应端给出底部支撑。下游方面虽然开工持续在上行，但是终端坯布现金流仍然接近亏损，短纤厂家也已有自律减产，长丝主流厂家也频频发声，下游需求后续的缩量风险仍在。另外前期给出需求增量的出口，近期可能也会因为关税调整而面临愈加复杂的境遇，叠加此次的原油成本历史级回调，PTA价格短期有可能继续下探前低。

【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，但价格一旦短期有回升煤制开工将仍有恢复空间，检修装置回归预期仍然存在，且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。后期乙二醇价格反弹的关键仍然在于下游的新投产，中长期则在于终端订单和下游需求的真正恢复，以及下游库存的去化后对原料采购的促进。短期来看，乙二醇价格回落后将对煤制开工形成压力，故底部支撑将较为夯实，反弹空间则需要更多时间

【短纤】油价带动短纤价格大幅回调，且近期短纤多家企业宣布行业自律，规模达到10%。不过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。能化中枢近期或仍为结束跌势，短纤跟随保持偏弱走势。

【甲醇】太仓甲醇市场宽度下滑，现货基差略强，纸货基差走弱。现货价格参考2470-2495，4月下旬纸货参考2470-2495，5月下旬纸货参考2405。2025年4月7日，中国甲醇装置检修/减产统计日损失量8300吨。有装置恢复，如新乡中新；暂无新增检修及计划检修装置。暂无恢复、新增计划检修装置。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。近期库存仍在下降支撑近月，远月偏弱。外盘原油下跌影响，

能化重心下移，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。

【PP】国内市场部分下跌，幅度在 20-50 元/吨。华北拉丝主流价格在 7180-7260 元/吨，华东拉丝主流价格在 7210-7350 元/吨，华南拉丝主流价格在 7170-7430 元/吨。国内 PP 检修装置变化详情：上海石化二线（10 万吨/年）PP 装置重启。京博聚烯烃一线（20 万吨/年）PP 装置重启。延安能化（30 万吨/年）PP 装置重启。独山子石化一线（7 万吨/年）PP 装置重启。大庆炼化二线（30 万吨/年）PP 装置停车检修。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。反制裁关税中涉及丙烷进口下降，预期引起 PP 供应收缩，需继续跟进。

【LLDPE】PE 市场价格部分下跌。华北地区 LLDPE 价格在 7580-8100 元/吨，华东地区 LLDPE 价格在 7700-8250 元/吨，华南地区 LLDPE 价格在 7850-8200 元/吨。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。风险事件影响下，以避险为主，谨慎观望。

有色：对等关税落地，难言利空出尽

【铜】对等关税落地，全球经济将面临巨大压力，对于铜价而言，只是下跌的序曲，但速度的确出乎意料之外。上周四国内收盘后，伦铜大幅下跌，COMEX 铜跌幅更大，COMEX05 与 LME3 月价差已跌至 900 美元/吨。短时间巨幅下跌后，风险情绪有所释放，存在反抽可能，尤其是若有关税谈判消息，风险偏好会有所回升。然而，反弹不是反转，特朗普的要价其实很高，对谈判取得明显进展不要抱过高期待，中期维持逢高沽空思路。

【铝】假期铜大幅下跌，铝表现相对坚挺。铝锭和铝棒小幅累库，铝棒库存与去年同期大致持平。铝自身基本面尚可，但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定价，前期空单可全部止盈。

【锡】锡价在供应扰动下一路狂飙，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。锡，后期关注缅甸复产进展和刚果金谈判情况，强震并没有对缅甸锡矿造成实质性损害，复产是可以预期的，4 月 9 日刚果金政府和反政府武装要举行谈判，如果缅甸复产有进展的消息和刚果金政府谈判取得进展，那就是讲另一个故事，从供应偏紧到供应增加的故事，造成的影响是非常大的。

农产品：中美贸易博弈对油脂油料及谷物市场风险支撑依然偏强

【美豆】隔夜 CBOT 大豆收盘上涨，亚洲盘开市继续小幅抬升。美国关税消息不断，市场对美豆出口的担忧，进一步加剧了 CBOT 大豆下跌风险。美国农业部周一公布的周度出口检验报告显示，截至 2025 年 4 月 3 日当周，美国大豆出口检验量为 804,270 吨，此前市场预估为 300,000-850,000 吨，前一周修正后为 813,069 吨。南美方面，农业咨询机构 AgRural 称，截至 4 月 3 日，巴西中南部地区 2024/25 年度大豆收割完成 87%，较上年同期高出 11.5%；2024/25 年度玉米收割完成 88%，高于去年同期的 85%。

【豆粕】清明假期后首日蛋白粕受事件影响驱动大幅上涨，短期内，随着进口的南美大豆集中到港，国内大豆供应稳定且宽松，二季度豆粕库存先探底后回升，现货基差转弱预期或逐步兑现，而期货受到未来进口成本上涨和美豆供应链断裂担忧影响，溢价情绪短期内回归空间可能不多。后期需要重点关注巴西大豆出口市场报价走势及美国新季播种形势。现阶段，CBOT 大豆承压未稳，然而，目前美豆库存余量不多，新产季种植面积大幅缩减，如果后期天气出现升水，美豆市场挺价意愿将增加，国内豆粕多头风险偏好或也将进一步抬升。

【油脂】美国关税声明以及美豆油价格走弱也将令国内外棕榈油价格承压下跌，国内豆油受成本预期上涨支撑存在，豆棕价差出现上涨。菜油受 ICE 菜籽下跌影响，国内风险溢价有所回落。现阶段，国内油脂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。基本面方面，进入 4 月东南亚产区棕榈油进入增产周期，需求季节性走弱，现货库存将探底回升，BMD 棕榈油或延续疲软，并进一步引导国内棕榈油下行，豆棕价差修复空间依然存在。政策方面，除关注后期中美贸易关系发展外，中国对加拿大菜籽反倾销调查结果，以及中加贸易动向将继续影响菜油走势。我们预计，目前政策主导的菜油风险溢价仍有支撑，在棕榈油增产周期，菜棕价差也趋涨。

【玉米】国内玉米应激反应相对平稳。近年来，中国对美国玉米依赖程度明显降低。2024/25 产季，国内玉米丰产上市，自去年 10 月至今年 2 月，国内玉米累计进口 107 万，同比缩减 36.3%，其中从美国进口量仅 2.1 万吨，占比仅 2%。近年

来国内谷物政策托底预期也不断在强化，后期随着进口谷物供应减少，国内玉米产区可售余量又不多，价格或依然是易涨难跌。

【生猪】大猪价格继续回落，肥标价差部分倒挂，阶段性抛压导致现货下跌预期兑现。根据涌益咨询样本统计数据，3月末能翻母猪存栏量环比降幅-0.25%。产能持续稳定，后续供应充足，而需求增量不多，市场悲观预期未变。短期饲料成本价格或上移，市场挺价增多但二育再补栏可能会谨慎，继续关注猪价承压表现。

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