

2025年3月3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

宏观金融：美国通胀数据符合预期，全球风险偏好整体升温

【宏观】海外方面，美商务部长表示3月4日将对加墨加征关税，关税水平待特朗普决定，而且美欧之间的关税风险加大，全球关税战风险大幅升温；因美国通胀数据符合预期，表明美联储可能会对进一步降息采取谨慎立场，短期美元继续反弹，全球风险偏好短期升温。国内方面，复工复产带动中国2月官方制造业PMI超预期反弹；但由于全球关税战风险加大、美元指数短期反弹，人民币汇率压力短期加大，国内风险偏好或受到一定的冲击。资产上：股指短期震荡，短期谨慎观望。国债短期高位回调，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期震荡，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，谨慎观望；贵金属短期震荡回调，谨慎观望。

【股指】在人形机器人、自动化设备以及人工智能等板块的拖累下，国内股市大幅下跌。基本上，复工复产带动中国2月官方制造业PMI超预期反弹；但由于全球关税战风险加大、美元指数短期反弹，人民币汇率压力短期加大，国内风险偏好或受到一定的冲击。操作方面，短期谨慎观望。

【贵金属】金价承压回落，创两个月来首次周线下跌，沪金主力合约自周初最高686.9一路回落665.6一线。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%，短期看，金价进入技术性调整阶段，市场等待3月联储议息指引，但长周期逻辑未改——全球贸易摩擦升温、美元信用隐忧及央行购金需求仍为黄金提供支撑，白银短期利好逻辑不如黄金坚实，但受供应缺口托底跌幅相对有限。下一阶段重点关注特朗普关税落地情况、美国经济数据，以及俄乌和谈的进展情况，对贵金属维持短期偏空，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：“两会”临近带动情绪偏谨慎，警惕期价整理后的突破方向

【铜】宏观方面，下周“两会”将分别召开，关注政策预期的超预期或被证伪，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，上周累库0.21万吨至37.61万吨。下周警惕期价在利多出尽后回落，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：不确定性仍较高，油价小幅反弹

【原油】美国消费走弱担忧引发风险资产全面回调，叠加俄罗斯制裁或有解除风险，近期装载量仍然偏高，以及伊拉克北部出口将恢复，原油溢价回吐明显。但近期伊朗及委内瑞拉制裁风险仍未落地，制裁风险仍有较大发酵空间。短期需求淡季，但成品油消费情况略超预期，炼厂加工利润中性稳定，价格继续大幅回落空间或有限，3月关注制裁及OPEC+决策，油价或重回宽幅震荡格局。

【沥青】低利润下炼厂开工率维持低位，叠加近期刚需启动较为缓慢，各地项目均未明显启动，沥青逐渐累库，但目前库存水平仍然较低。短期随着原油价格触底，以及部分地区现货量区域性偏紧，沥青价格暂时得到抬升。后续终端施工需求仍然是计价中心，关注后期炼厂开工回升后的供应压力情况，价格短期继续保持震荡。

【PX】国内装置检修增加，PX价格保持863美金，PXN下价差小幅回落至207美金。叠加海外装置开工阶段下行，以及汽油需求小幅超预期，后期调油需求仍有增加可能，PX短期价格底部支撑仍在。但后期仍需关注PTA加工费变化情况，检修结束后PX仍有小幅向上计价空间。

【PTA】下游开工回升至88.1%，但终端订单恢复速度仍然偏慢，影响市场对旺季预期。后期下游或有联合报价举动，或影响终端观望情绪，囤货或有走高。另外PTA加工费持续保持200以下偏低水平，检修量增加，基差小幅走强至-35，短期价格底部有支撑。等待后期旺季需求恢复验证，以及原油波动，短期维持震荡

【乙二醇】油煤价格近期总体持续偏低，乙二醇开工恢复明显。但3月后煤制检修将逐渐增加，以及到港量将阶段性减量，预计仍能进入去库通道。但短期库存仍然偏高，以及下游开工恢复不及预期，导致乙二醇目前上行驱动有限，可等待低多时点或区间低多操作。

【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】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重启预期是港口预期去库，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，价格震荡为主。

【PP】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，近月相对较强，但05合约经过连续数日上涨估值已经偏高，供应压力仍然抑制价格，预计继续上升空间有限，短期内高位震荡为主，中长期价格承压。

农产品：海外衰退定价对农产品影响有限，但要重点关注美加菜油贸易风险

【美豆】USDA-AOF报告对新季美豆种植面积略低于市场预期，针对3月USDA种植面积预估的利多影响表现已充分。虽然CBOT大豆受南美丰产上市冲击及美国加征关税风险拖累偏弱，但现阶段随着2025/26产季题材交易回归，减产预期对其支撑偏强。今年美豆种植面积同比大幅缩减，导致新季天气容错空间变小。从短期看，3月围绕美豆种植面积预估交易受天气影响而放大行情波动的可能性不大，但进入4月下旬播种初期，如果产区干旱形势不变，大概率会引发市场避险情绪增加。

【蛋白粕】国内3月预计进口大豆到供需缺口近400万吨，即便国储轮出调控，3月油厂大豆短缺事实不变，或将加速去库，豆粕高基差因此获得相对稳定支撑。短期受CBOT市场大豆期货预期稳定影响，叠加国内阶段性高基差支撑，豆粕市场风险偏好或仍在，逢低买盘强；然而，中期全球大豆结转库存高，供应充足，在美豆新季出现天气风险溢价之前，豆粕上涨驱动或有明显减弱。近期豆粕拉涨后，阶段性回调风险在增加。

【油脂类】短期受油料端拖累表现或不明显，但2025/26产季全球大豆供应压力

明显大于菜籽，菜籽油除受中加、美加贸易政策冲击外，大多时候相对豆油市场或有更好的表现。国内豆油成本支撑叠加去库趋势下高基差稳定，价格趋稳，对油脂板块价格重心也较强支撑。菜油，上周美国维持对加墨加征关税政策立场不变，短期 ICE 菜籽带动国内菜油继续承压风险较大。棕榈油，3 月产区供需双增、库存紧缩，叠加 B40 政策执行提振国内消费，强现实预期不变；远月基于丰产预期，近期油料偏弱带动豆油替代性价比也依然偏强，棕榈油顶部或将确认。

【玉米】3 月随着天气转暖，短期产地地趴粮抛售或增加阶段性压力。需求方面，南港去库缓慢，下游观望及刚需采购居多；华北深加工利润亏损，东北粮流入导致跨地区价差有望快速收缩。北港高库存叠加贸易流速偏慢，玉米现货补涨或依然迟缓，期货政策提振预期也有透支，3 月玉米期货或维持窄幅震荡。

【生猪】生猪产能充足且生产效率高，同时疫情季节性冲击较小，中周期生猪宽松供应预期不变。2 月二育及集团场阶段性出栏节奏偏慢导致 3 月的生猪集中出栏压力增加。进入 3 月随着肥标价差季节性收缩，供给压力或被释放，现货价格下行风险较高，期货端，3 月仓单交割压力释放，高基差阶段性收缩导致期货有望出现小幅反弹。

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