

2025年3月5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：全球贸易紧张局势升级，全球风险偏好继续降温

【宏观】海外方面，暨美国对中加墨的关税生效后，中国、加拿大对美征收关税进行了反击，全球贸易紧张局势升级，市场担心全球经济增长会因此受到打击，利率期货市场完全定价美联储 2025 年将降息三次，美元短期大幅走弱，全球风险偏好短期继续大幅降温。国内方面，虽然中美之间的关税战进一步升级；但是复工复产带动中国 2 月官方制造业 PMI 超预期反弹，人民币汇率压力短期缓解，以及两会政策刺激预期增强，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，短期谨慎观望；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】在军工、半导体以及人形机器人等板块的带动下，国内股市小幅上涨。基本上，虽然中美之间的关税战进一步升级，避险情绪有所升温；但是复工复产带动中国 2 月官方制造业 PMI 超预期反弹，人民币汇率压力短期缓解，以及两会政策刺激预期增强，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】金价周二延续反弹行情，夜盘高开约 1 个点重新回到 680 上方，随后开始回落，并收至 679 一线。美国征收新关税后进一步升级全球贸易冲突，全球避险需求显著上升，美元进一步走弱，成为支撑本轮黄金反弹的主要动力。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%，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。地缘政策方面，重点关注特朗普关税落地情况、俄乌和谈的进展情况。宏观经济方面，重点关注周三的 ADP 就业报告以及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：关税或下调，油价下突关键位后反弹

【原油】贸易战担忧以及 OPEC+ 将恢复产能，导致油价继续延续跌势。美国对加德纳大墨西哥产品全面加征关税，并将其对中国商品加征关税提高一倍，带来了经济增长受干扰，能源需求下降的风险。Brent 一度跌破 70 美元，为去年 10 月以来首次，WTI 价格则因为失去加拿大和墨西哥部分供应的风险，下跌幅度略低。结算时段，美国商务部长暗示，对墨西哥和加拿大可能会有宽减，油价小幅回升。近期油价将继续测试支撑位，维持弱震荡格局。

【沥青】社会库存持续增加，连续九周增长，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震荡

【PX】OPEC+ 将从 4 月增产以及美国关税影响后续需求，导致油价大幅下跌，PX 跟随大幅回调。另外供应端维持高负荷，而 PTA 开工则持续走低，检修较多，PX 阶段性累库持续。后期 PX 将逐渐进入检修时段，PX 或有一定成本支撑，叠加后期汽油或有超预期表现，调油也有增量需求预期，PX 短期下方空间更多系于原油波动。

【PTA】原油价格回调，导致 PTA 价格大幅跳水。目前基差保持-30 左右，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。目前加工费偏低，供应偏少，但下游采购积极性总体在低价时段仅有限恢复，终端订单仍然恢复一般，PTA短期维持弱震荡，中枢跟随原油及PX。

【乙二醇】乙二醇价格保持低位，发货量偏低，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，基差恢复至+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，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】太仓甲醇市场仓甲醇市场僵持上行，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2670-2680，4月下旬纸货参考2665-2680。隆众资讯统计2025年3月4日，中国甲醇装置检修/减产统计日损失量13940吨。暂无恢复、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市场窄幅波动，幅度在10-30元/吨。华北拉丝主流价格在7250-7350元/吨，华东拉丝主流价格在7300-7430元/吨，华南拉丝主流价格在7320-7500元/吨。隆众资讯3月4日报道：两油聚烯烃库存间84.6万吨，较前一日-1.5万吨。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市场价格涨跌互现。华北地区LLDPE价格在8000-8400元/吨，华东地区LLDPE价格在8070-8700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、HDPE薄膜及HDPE小中空进口窗口关闭，HDPE管材窗口打开，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：中国对原产美国农产品加征关税反制，国内相关市场风险偏好增加

【美豆】隔夜市场，CBOT玉米市场抛压很大，大豆期货隔夜继续承压下行。中国对原产美国大豆和玉米加征关税反制，加剧市场对美国农产品出口前景的担忧。

目前巴西大豆收割近半且已超去奶奶同期，即将进入出口旺季，但出口升贴水受中美大豆贸易关系影响而稳步上涨。

【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。豆粕 M09 合约受制于 5-7 月份进口大豆集中到港压力，“弱现实，强预期”市场特征或逐步凸显。昨日中国对原产美国大豆加征关税反制，豆粕盘中应激反应相对平稳。一方面，巴西大豆在 3-5 月集中上市，且国内 3-5 月船期大豆前期采购节奏较快，目前油厂 3 月大豆船期采购已完成 9 成，4 月采购也已完成近 7 成。因此，现阶段巴西大豆出口溢价抬升空间或相对有限，短期的进口的大豆成本导向还是偏弱。另一方面，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的估值。

【油脂类】国际原油和油脂走弱，国内油脂承压下行。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表现，BMD 棕榈油市场持续下行。市场预计，马来西亚 2 月棕榈油库存预计下滑至 148 万吨，较 1 月减少 6.1%。库存已经连续第五个月下滑。

【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