

2025年2月28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：美国加征关税即将落地，全球风险偏好大幅降温

【宏观】海外方面，特朗普明确对墨西哥和加拿大的关税将于3月4日实施，全球关税战风险大幅升温；此外，美联储官员表示政策似乎并不具备显著限制性，或需在相当长一段时间维持利率不变，当前股市估值偏高。短期美元大幅反弹，全球风险偏好大幅降温。国内方面，中国1月融资数据超预期，企业部门融资需求改善明显，经济开局良好；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，以及隔夜海外市场大幅下跌，国内风险偏好或受到一定的冲击。资产上：股指短期震荡偏强，短期谨慎做多。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，谨慎做多。

【股指】在饮料制造、电池以及零售等板块的带动下，国内股市小幅上涨。基本上，中国1月融资数据超预期，企业部门融资需求改善明显，经济开局良好；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，以及隔夜海外市场大幅下跌，国内风险偏好或受到一定的冲击。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】周四沪金震荡下跌，截至夜盘收盘小幅跌至677一线。隔夜COMEX黄金期货跌至近三周最低水平，交投最活跃的4月合约跌破2900整数关口。特朗普确认下周将对加拿大和墨西哥加征25%的关税，美元周四创下两个多月来最大的单日涨幅，对黄金价格产生较大冲击。目前，投资者焦点集中在周五公布的美国个人消费支出(PCE)物价指数报告以判断美联储进一步动向，预计该指数环比涨幅将保持在0.3%。目前，关税扰动对于避险属性的支撑正在逐步减弱，推迟降息的预期已经被市场消化，若通胀显著偏离市场预期则可能对市场产生较大影响。如我们之前的推断，黄金在3000点的整数关口会存在较大的获利盘抛压。虽金价中长期上行趋势不改，但短期内或存在阶段性回调可能，建议等回调到位再行建仓布局。沪银近期表现明显落后沪金，其补涨走高的逻辑有待市场验证。整体来看，近期沪金波动率显著上升，以高位震荡思路对待，注意防范高位回调风险。

## 黑色金属：需求环比改善，钢材期现货价格小幅反弹

【钢材】周四，国内钢材期现货市场小幅反弹，市场成交量有所回落。今日，市场再出限产消息，推动钢材价格反弹。基本面方面，旺季将至，现实需求有所好转，钢厂库存开始下降，社会库存降幅明显放缓。供应方面，螺纹钢产量环比回升 9.6 万吨，主要因电炉钢复产影响，热卷产量则有所下降。短期来看，钢材市场或以区间震荡为主，关注需求恢复情况。

【铁矿石】周四，铁矿石期现货价格继续走弱，粗钢压减传闻继续压制矿石价格，不过考虑到钢厂仍有一定利润，且限产政策即使有，落地也需要时间，铁水产量是否见顶仍需进一步观察。供应方面，随着天气的好转，铁矿石发运量也有所回升，本周全球铁矿石发运量环比回升 1378.7 万吨，到港量则环比减少 128.1 万吨，前期发货量的下降逐步体现在到港量上面，短期铁矿石供需错位格局仍在延续，但已有改善。铁矿石价格以区间震荡思路对待，短期或有进一步回调可能。

【硅锰/硅铁】周四，硅铁、硅锰现货价格持平。本周钢联口径螺纹钢产量继续回升，铁合金需求尚可。硅锰现货 6517 北方市场价格 6100-6200 元/吨，南方市场价格 6150-6250 元/吨。锰矿现货价格相对平稳，钦州港半碳酸价格 38-38.5 元/吨度，加蓬块 47.5 元/吨度上下，南非中铁报价 39 元/吨度。硅锰供应继续回升，Mysteel 统计全国 187 家独立硅锰企业样本：开工率（产能利用率）全国 49.05%，较上周增 2.04%；日均产量 29390 吨，增 340 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5850-6000 元/吨，75 硅铁价格报 6200-6300 元/吨。焦炭第十轮提降带动硅铁原料价格走弱，现府谷市场中小料主流价格 630-720 元/吨。供应则继续回升，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 38.615%，较上期增 0.36%；日均产量 16110 吨，较上期增 180 吨。短期铁合金价格仍以区间震荡思路对待。

## 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，临近 3 月“两会”，市场预期和情绪处于谨慎偏空的状态中，期价走势维持震荡，关注后续突破方向。供应端，现货加工费周度下降 \$8.67 至 -\$10.8，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（-1531.39，368.71）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，本周累库 0.21 万吨至 37.61 万吨。关注国内外市场预期和情绪的变化，由于铜的供应扰动持续存在，铜价重心预计短期内维持震荡，警惕政策超预期或利多出尽带来的震荡区间突破，但铜价中长期仍然以上行为主。

【锡】供应端，26 日，佤邦公布《办理开采、选厂、探矿许可证的流程》文件，市场预期佤邦复产在即，期价夜盘大幅回落。云南、江西两地炼厂开工率逐渐反弹至 54.79% 的水平，但在原料紧张的影响下，难以反弹至节前高位；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，关注 AI 概念、电子产品消费政策对实际需求带来的影响；锡化工行业的开工率维持高位，

边际影响量较小。社会库存维持低速的累库。在厄邦矿山复产即将落地的情况下，期价短期内暂无做多动力，预计重心下移后维持震荡。

【碳酸锂】基本面上，供应端，碳酸锂厂周度产量反弹至 17164 吨，开工率录得 47.62%，环比录得+7.08%，主要受盐厂节后复工复产的影响。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 20 日，碳酸锂产业链周度库存录得 112546 吨，环比上升 3213 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：关税政策引发供应担忧，油价大幅反弹

【原油】特朗普发帖称对加拿大和墨西哥的拟议征税将于 3 月 4 日生效，这可能扰乱北美紧密整合的石油行业，并提高对美国原油的需求，以弥补加拿大及墨西哥为避税而转往其他消费地的原料。另外中国商品也将被加征 10% 的关税，整体不确定性仍在走高，油价宽幅震荡格局不变。

【沥青】油价小幅反弹，沥青跟幅有限。炼厂沥青开工略有上升，检修环比减少，生产利润小幅回升，库存累库速度仍然较低，并且库存水平仍然处于低位区间。短期沥青需求淡季，项目需求尚未启动，叠加原油价格进一步走弱，沥青成本端支撑走低。另外 3 月排产有所增加，在加工利润恢复预期下，累库压力仍在，近期回调压力仍然较大。短期绝对价格仍然受到原油的较大压制。

【PX】PX 开工环比小幅提升，多套装置延迟检修计划，另外 PTA 开工近期也较低，检修持续增加，重启也有推迟，加工费保持低位，PX 供需有走弱预期。但后期成品油需求仍有超预期可能，PX 调油需求可能会在后期重新走高，短期 PX 较弱，原油支撑走低，价格保持低位震荡格局。

【PTA】下游开工回升幅度有限，仍保持 87.6%，目前下游库存水平已经较高，但订单恢复情况仍然偏低。但近期加工费持续保持偏低水平，PTA 工厂检修增加，后续可能进入小幅去库通道，另外下游近期传结束行业自律减产，后期将报价增量，终端观望情绪可能结束进而进行囤库，PTA 短期或接近区间震荡底部。

【乙二醇】港口发货近两日明显出现增量，港口显性库存虽然仍然较高，工厂库存去化速度也较慢，但后期下游结束自律后或将逐渐步入去库通道。下游低价买货意向尚可，开工略有稳定，乙二醇 3 月的去库格局可能有所收紧，去库量或减少。近期煤价及油价持续低位徘徊，后期存量装置开工也可能出现回升。短期低位震荡持续，需要等待下游恢复验证情况，短期 3 月仍有去库预期，但成本支撑偏弱，预计近期将持续震荡。

【短纤】需求恢复情况仍然偏慢，加工费仍然走低，目前已至亏损位置。成本端

PTA 价格仍在弱势震荡，后续检修仍有增量但下游开工恢复偏缓，叠加原油价格持续走弱，后期对于短纤支撑仍然有限。基差近期保持稳定，后期盘面预计将保持弱震荡格局。成本逻辑将成为近期主要驱动，等待原油及 PTA 价格出现方向性落定。

【甲醇】太仓甲醇市场稳中偏强，基差偏弱。现货价格参考 2595-2610，2 月下旬纸货参考 2595-2610，3 月下旬纸货参考 2635-2650。隆众资讯统计截至 2025 年 2 月 26 日，中国甲醇港口库存总量在 106.92 万吨，较上一期数据增加 6.09 万吨。生产企业库存 38.45 万吨，较上期减少 8.21 万吨，跌幅 17.60%；样本企业订单待发 30.79 万吨，较上期增加 2.11 万吨，涨幅 7.34%。2025 年 2 月 27 日，中国甲醇装置检修/减产统计日损失量 13940 吨。有新增检修装置，如晋煤华昱、安徽临泉及山西亚鑫；暂无恢复及计划检修装置。甲醇开工虽然高位，但近期零星检修导致开工略有下降，进口到港货源依旧偏少，国际甲醇开工下调进一步加剧了港口进口下降的担忧。近两周下游检修开工下降，3 月初 MT0 计划重启，整体看供需出现阶段性边际改善预期，但上升驱动不强，价格预计震荡修复。

【PP】国内 PP 市场窄幅波动，部分小幅上涨 10-20 元/吨。华北拉丝主流价格在 7200-7330 元/吨，华东拉丝主流价格在 7280-7430 元/吨，华南拉丝主流价格在 7320-7500 元/吨。隆众资讯 2 月 26 日报道：两油聚烯烃库存 79 万吨，较前一日降 3.5 万吨。下游需求恢复，原料库存较低，补库动作有所减弱，上游开工小幅下降，产量仍维持高位，库存压力较大，向下传导不畅，油价下跌，短期价格偏弱。

【LLDPE】PE 市场价格弱势下跌。华北地区 LLDPE 价格在 8000-8300 元/吨，华东地区 LLDPE 价格在 8040-8650 元/吨，华南地区 LLDPE 价格在 8150-8600 元/吨。PE 美金市场大稳小动。线性货源主流价格在 955-965 美元/吨，高压货源主流价格在 1110-1160 美元/吨，低压膜料主流区间在 890-935 美元/吨左右。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。截至 2025 年 2 月 26 日，中国聚乙烯生产企业样本库存量：50.97 万吨，较上期跌 2.10 万吨，环比跌 3.96%。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，但农膜旺季即将到来，两会政策预期支撑下，下方有支撑，短期内预计价格震荡，关注原油动态。

## 农产品：美国农业展望论坛玉米扩产预期带动谷物板块整体承压

【美豆】隔夜市场，CBOT 市场谷物下行，玉米领跌。美国农业部的年度农业展望论坛，2025/26 产季美小麦种植面积上调值 9400 万英亩，大豆种植预期下调至 8400 万英亩。此外，单产预期偏好，从侧面确定了美国中西部地区天气相对较好形势。谷物市场整体承压。南美大豆丰产预期逐步强化，中美大豆贸易关系缺乏稳定性且南美丰产预期下，出口性价比优势也偏低，CBOT 大豆围绕新季减产题材溢价空间可能并不高。



【豆粕】隔夜 USDA-AOF 预期的新季美豆减产预期落地，但受限于南美丰产及产季良好的天气形势，美豆端再提升国内豆粕成本空间或有限，自昨日豆粕多头补仓上涨，追涨情绪或有限，短期利多出尽、回调概率偏高。国内 2-3 月进口大豆到港供应紧缩预期，市场传言中储粮将抛出 200 万吨储备大豆。如预期兑现，抛储调节 200 万吨+3 月进口到港 400 万吨+油厂季节性去库 200 万，满打满算，超季节性低库存对短期豆粕基差仍有支撑，虽豆粕预期回调但大幅下跌可能性不高。

【油脂】国内豆油库存环比增加，且随着近月进口大豆供应担忧有所消退，基差偏弱整理，下游需求表现疲软。菜油方面，随着美加贸易关系再度趋紧，ICE 菜籽受菜系出口担忧影响下跌，国内菜油高库存，供需宽松下现货情绪悲观，短期缺乏支撑而相对豆棕市场更加疲软。现阶段，油料端随谷物市场获利平仓而疲软，油脂自身需求端既受淡季影响明显，同时承接能源价格下跌冲击在增加。因此，油脂板块整体高位盘整或油偏弱表现。

【玉米】节后玉米期现市场上涨后，产地惜售导致地趴粮抛售节奏偏慢，烘干塔和贸易商在收储提振下购销加快，储粮意愿有提振但整体依然不多。现阶段政策提振行情略有透支，且随着气温回升，预期产地相对集中的抛压可能会出现，现货补涨滞缓，短期期货预期存在继续偏弱调整可能。

【生猪】今年以来，母猪存栏高位且稳定，生产效率高且疫情季节性冲击较小，中周期生猪宽松供应预期不变，短期二育增加及集团场阶段性出栏节奏偏慢导致生猪出栏增加，后期随着肥标价差季节性收缩，供给压力或被后置。期货端，预期偏差高仓单交割卖压偏强，市场情绪排也很悲观，高基差下买盘意愿并不强。后期在近月交割逻辑主导下期货预期上涨空间有限；目前淡季期货合约盘面利润微薄，旺季期货合约去利润压力也偏大。

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