

2025年03月10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

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68758859

邮箱：fengb@qh168.com.cn

宏观金融：美国 2 月非农数据不及预期，美元继续走弱

【宏观】海外方面，美国 2 月非农就业岗位增加 15.1 万个，预期 16 万个，失业率升至 4.1%；略显逊色的非农数据继续支撑美联储年内三次降息的预期，但在鲍威尔重申不急于降息后有所反弹，全球风险偏好整体有所升温。国内方面，在今年春节错月叠加翘尾因素拖累加重的影响下，中国 2 月 CPI 同比下跌 0.7%，低于市场预期，数据彰显国内需求依然疲软，财政政策确实需要更加积极；但是美元持续下跌，人民币汇率压力短期大幅缓解，在一定程度上支撑国内风险偏好。资产上：股指短期震荡偏强，短期谨慎做多。国债短期震荡回调，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；贵金属短期高位震荡，谨慎做多。

【股指】在多元金融、电池以及房地产等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。基本上，在今年春节错月叠加翘尾因素拖累加重的影响下，中国 2 月 CPI 同比下跌 0.7%，低于市场预期，数据彰显国内需求依然疲软，财政政策确实需要更加积极；但是美元持续下跌，人民币汇率压力短期大幅缓解，在一定程度上支撑国内风险偏好。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】上周贵金属市场震荡上行，主要受美元走弱、降息预期及避险情绪支撑。美联储降息预期转向，沃勒认为美联储当下的政策仍具备限制性，依旧存在良好降息前景。美国经济数据显露疲态，美国 2 月 ADP 就业远低于市场预期，亚特兰大联储的 GDPNow 模型预期大幅下调至衰退。叠加特朗普加征关税引发贸易摩擦担忧，推升避险需求，美元指数大幅走弱强化贵金属货币属性。地缘方面俄乌停火协议进展与欧美对俄政策分歧扰动市场，黄金现货溢价收窄但投资需求稳固。下一阶段重点关注特朗普关税落地情况、美联储政策路径以及俄乌进展情况，对贵金属维持高位震荡，但中长期看多思路，若出现明显回调可陆续布局中长线仓位。

黑色金属：需求延续改善，钢材期现货价格企稳

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场低位震荡，市场成交量则有所回升。两会政策力度整体符合市场预期，宏观面相对平稳。需求端，钢材库存拐点已现，需求逐步释放，但品种之间依然有所分化，板材库存压力偏大。供应端，钢厂利润恢复后，铁水产量有所增加，但成材产量则有所下降。成本端，铁矿石价格小幅下跌，废钢价格稳中下跌，焦炭价格维持平稳。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】上周五，国内铁矿石期现货价格有所企稳。周五，铁矿石期现货价格有所企稳。粗钢压减传闻炒作暂告一段落，且钢厂利润有所恢复，上周铁水产量环比回升 2.57 万吨，后期预计仍有进一步回升空间。供应方面，本周全球铁矿石发运量再次回升 300 万吨，到港量依旧持续回落。不过未来几周，前期发运量的回升将逐步体现在到港量上面，目前来看，针对粗钢压减的炒作已经降温，后期铁矿可关注限产政策不及预期后的反弹机会。

【硅锰/硅铁】上周五，硅铁、硅锰现货价格持平。本周钢联口径螺纹钢产量回升明显，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 51.29%，较上周增 0.95%；日均产量 29320 吨，增 540 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。硅铁供应则小幅回落，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 38.82%，较上期降 0.14%；日均产量 16280 吨，较上期降 200 吨。短期铁合金价格仍以区间震荡思路对待。

有色金属：避险需求回升，需求担忧下有色总体收跌

【铜】宏观方面，美国经济走向是软着陆还是衰退，中期看衰退概率不高，若衰退则铜价必然下跌，不衰退则美元有修复动能，同样利空铜价；贸易战仍将施压全球风险偏好；国内经济政策更侧重于托底经济，而非提振。基本面，铜精矿现货 TC 降至-15.83 美元/吨，目前市场存在减产预期，但铜产量仍处于高位，是否减产待观察；铜库存高点已经看到，后期进入去库，关键在于去库速度，另外库存是历史同期较高水平。特朗普欲对铜征 25%关税，以及减产预期和旺季预期，将支撑铜价，但上方空间有限。

【铝】随着冶炼利润回升，刺激前期减产企业复产与置换项目起槽，据 SMM 统计，2 月份国内电解铝产量同比增长 0.4%。国内产量已是明牌，产能天花板临近，全年新增产能有限，而进口相对刚性，主要由于俄铝长单，在当前的进口亏损状况下，月进口量大约在 15 万吨左右。后期铝走势的关键在于需求，考虑到新增光伏装机和汽车轻量化，需求仍有增量。近期铝跟随铜价反弹，后期警惕美国数据改善导致美元反弹，从而有色整体承压。

【锡】供应端，云南、江西和湖南锡精矿加工费下滑 1100 元/吨，矿端供应偏紧；云南、江西两地炼厂开工率逐渐反弹至 63.25%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大幅回落，下滑 754 吨，库存已经是近年次低水平，关注后续库存走势的连续性。综合来看，缅甸佤邦复产暂无具体落地，期价震荡偏强。

【碳酸锂】基本上，供应端，碳酸锂厂周度产量持续上行至 18634 吨，开工率录得 51.7%，环比录得+0.49%。需求端方面，3 月磷酸铁锂排产量或上升至 27.46 万吨的位置、需求反弹 20.19%，三元材料排产量或达到 5.4 万实物吨、环比录得+12%，下游需求情况因进入淡季而大幅回落。3 月 27 日，碳酸锂产业链周度库存录得 119437 吨，环比上升 3924 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：制裁不确定性升温，油价重回支撑位

【原油】OPEC+意外增产使油价大幅回落，但即便在季节性累库压力下，库存水平也并不高，叠加近期利润水平尚可，现货贴水并未崩塌，短期美股滞涨风险共振的预期下行与原油现端劈叉。另外美国对伊朗再出制裁论调，供应不确定性再度计价，70 短期稳住。长期 OPEC+增产价格必然下行，但此轮现货压力有限，下破窗口期一般，等待后期不确定性落定。

【沥青】原油短期止跌带动沥青价格回升。而近期石油焦和榨油的价格下行则促使炼厂转产，后期沥青排产量或有一定回升，后续需持续关注排产量增加幅度，或对厂库去化造成一定压力。而近期需求仍然在淡季时段，项目拿货积极性有限，社会库存虽然偏低但是近期有一定回升，总体看需求表现不及预期，短期上行驱动或有限，跟随油价偏弱震荡。

【PX】外盘价格受原油压力回调至 834 美金，PXN 维持 214 美金。短期 PTA 检修较多，需求走低，但后期 PX 国内装置检修增加，叠加近期 PTA 加工费回升，4 月后装置恢复预期仍在，以及 4 月后调油逻辑仍有计价空间，PX 后期仍有回升空间。

【PTA】3-4 月检修继续增加，近期逐渐进入去库通道，加工费小幅回升，但下游需求恢复速度仍然偏慢，开工仅有 88.7%，终端开工维持 74%，下游库存去化速度也极缓慢，旺季前期距离预期水平相差较多，叠加原油下行，价格受压。但原油短期反弹，以及下游仍有恢复空间，前期计价逻辑基本充分，价格前低支撑仍在，短期或略有反弹，后期等待下游需求验证。

【乙二醇】显性库存缓慢去化，发货情况从极低恢复至正常，下游低价接货水平开始回升，但基差未见明显回升。下游需求恢复偏慢以及原油压制仍是价格下行主因，故聚酯共振压力下回调。后期仍面临与 PTA 一样的需求验证，近期借原油反弹小幅回升，但若下游恢复不力，库存去化极度缓慢，价格或短期难有亮眼表

现。

【短纤】短纤现货价格跟随上游原料反弹，近期加工费有所修复，另外厂家逢低补货意愿增加，下游厂家库存去库情况良好。目前下游纱场开工提升至 80%，但成品库存仍然偏高，导致下游短期原料采购积极性相对有限。后续仍需等待下游需求恢复情况，短期跟随油价及聚酯上游小幅反弹后震荡。

【甲醇】港口 MTO 重启以及阶段性检修，国际装置开工意外下行等导致甲醇价格冲高，但内地供应高位且部分装置近期重启，煤炭价格走弱使得成本利润继续扩张，供应回归风险较大，以及持续上涨的甲醇不断挤压下游利润，都将限制甲醇上方空间。而下方有去库预期支撑，价格预计仍维持震荡

【PP】开工小幅回升，下游需求跟进有限，产业库存上涨。同时原油价格破位下跌拖累 PP 价格重心下移，但从利润扩张的情况看，基本面不是特别悲观，预计价格震荡偏弱为主。

【LLDPE】PE 下游开工仍在提升，基差强，现货升水较多，近月相对较强，但库存近期有所上涨，05 合约经过连续数日上涨估值已经偏高，新增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：中国对原产加拿大菜粕菜油加征 100%关税，蛋白粕溢价有望抬升

【美豆】中国相继对原产于美国的大豆和加拿大菜粕菜油加征关税反制，短期 CBOT 大豆和 ICE 菜籽或承压下行。尽管 2025/26 产季结转库存偏低+减产题材继续提供支撑，但阶段性多头题材仍未发酵，南美大豆丰产主导美豆市场仍处于空头市场。CFTC 公布的数据显示，截止到 3 月 4 日这一周，管理基金在大豆期货及期权上多头部位减少 16169 至 93892，空头部位增加 27527 至 129379，表现为管理基金持有净空头部位增加 43696 至 35487。

【蛋白粕】自2025年3月20日起，中国对原产于加拿大的菜子油、油渣饼、豌豆加征100%关税。此次加税力度远超2019年的“质量限制”措施。从政策细节看，此次更多是对加方罔顾客观事实和世界贸易组织规则，单边加征关税的做法的反制，而不是对加拿大菜籽反倾销调查结果的宣判。短期看，市场针对未来加菜籽进口不确定性风险及菜粕直接进口成本抬升的事实，溢价空间不可避免的将被打开。目前国内菜粕现货相比豆粕性价比优势突出，基差基于库存压力而相对偏弱，但菜粕期货市场溢价导致豆菜粕价差维持相对低位运行，菜粕期货预期的性价比优势并不突出。我们预计后期菜粕现货补涨空间相对较大，豆菜粕现货价差收缩空

间至少还要有500元/吨，而期货价差预期收缩或相对有限。参考前期”反倾销调查”引发的价差收缩水平，预计豆菜粕M05-RM05价差最低可能也就收缩至300元/吨左右。

【油脂类】本周油脂端交易重心在中国对原产加拿大菜籽油加征 100%关税的影响。尽管政策引发的系统风险或将抬升菜系整体溢价，但现阶段库存压力较大，且若国内菜籽榨利上涨预期兑现，则短期的供应压力不排除被放大的可能。棕榈油，受菜油提振有望走高，同时需关注 3 月 MPOB 报告指引。根据 MPOA 报告显示，马来西亚 2 月棕榈油产量预估减少 10.30%。马来西亚截至 2 月底库存大概率会收缩至 150 万吨以下。若市场预期兑现，棕榈油阶段性的溢价上涨或得到支撑。

【玉米】产地余量不多，叠加对美进口玉米、高粱加征关税影响，连同国内增储提振，贸易端惜售挺价意愿增强。需求端，深加工行业库存高、供应充足，下游维持刚需采购；饲料企业观望同样居多。尽管下游需求疲软，但政策主导玉米期现市场活跃增加，且阶段性受小麦替代影响不大，玉米看涨居多。

【生猪】养殖端出栏稳定，降重意愿不强，且二育逢低补栏情绪仍在，支撑现货震荡。目前淡季生猪供需宽松、盈利预期偏差，期货端可预期改善空间不多。然而，受政策驱动饲料原料成本价格上涨，生猪现货稳定且背靠高基差，期货端空头避险情绪可能会抬升。

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：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn