

2025年3月18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 月零售销售数据不及预期，美元指数走弱

【宏观】 海外方面，美国 2 月零售销售月率录得 0.2%，低于预期的增长 0.6%，在关税和联邦政府大规模裁员的背景下，经济的不确定性加剧；受此影响，美元继续走弱，全球风险偏好整体继续升温。国内方面，中国由于一揽子存量政策和增量政策继续发力显效，工业服务业较快增长，消费投资继续改善，1-2 月经济运行起步平稳且好于预期；近期美元持续下跌，人民币汇率压力短期大幅缓解；而且政策支持力度进一步加大，对国内风险偏好有较强的支撑。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；贵金属短期高位偏强震荡，谨慎做多。

【股指】 在可燃冰、环保设备以及黑色家电等板块的带动下，国内股市小幅上涨。基本上，中国由于一揽子存量政策和增量政策继续发力显效，工业服务业较快增长，消费投资继续改善，1-2 月经济运行起步平稳且好于预期；近期美元持续下跌，人民币汇率压力短期大幅缓解；而且政策支持力度进一步加大，对国内风险偏好有较强的支撑。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】 贵金属周一小幅上行，截至夜盘收盘，沪金主力合约收至 696.74。COMEX 黄金期货继续上涨，收于 3000 美元上方。市场聚焦美联储政策会议以及贸易局势变化，市场预期美联储将在周三结束的会议中继续维持当前利率水平不变。关税政策方面，欧盟拟对美 260 亿欧元商品实施反制关税，特朗普政府威胁对欧盟葡萄酒加征 200%报复性关税，市场避险需求持续升温。上周美国 2 月 CPI 同比录得 2.8%，为去年 11 月来新低；环比录得 0.2%，为去年 10 月来新低，美联储降息概率进一步提高。CME 显示美联储 6 月降息概率超过 75%，配合美元

指数持续走弱，贵金属在滞胀交易逻辑下维持强势。整体对贵金属维持短期震荡上行，中长期继续看多思路，若出现一定幅度回调可陆续布局中长线仓位。

黑色金属：需求走势分化，钢材期现货价格延续弱势

【钢材】周一，国内钢材期现货市场走弱，市场成交量低位运行。1-2 月份宏观经济数据公布，中性偏多，对市场影响相对有限。基本面方面，钢材市场需求依然分化，制造业投资维持韧性，地产依然偏弱，基建投资增速略超预期。目前钢材需求旺季逐步临近，现实需求或继续呈现环比改善趋势。供应方面，五大品种钢材产量本周环比回升 18.93 万吨，考虑到钢厂利润的恢复，这一趋势将继续延续。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】周一，铁矿石期现货价格转弱。目前铁矿石基本面尚可，钢厂在利润驱动下存在复产动力，虽受市场谨慎预期压制，铁水产量依然回升，铁矿现实需求仍存一定支撑。供应方面，全球铁矿石发运虽环比减少 296 万吨，到港量环比回升 1089.8 万吨，且前期发货量的回升会逐步提现到到港量上面。同时，上周铁矿石港口库存相比上周五继续回落 157 万吨。短期铁矿石价格将继续以区间震荡思路对待。

【硅锰/硅铁】周一，硅铁现货价格持平，硅锰现货价格小幅下跌。上周钢联五大材产量环比回升 18.93 万吨，铁合金需求尚可。3 月主流钢招进程接近尾声，华东钢厂主流定价围绕 6330-6350 元/吨承兑含税到厂，基本小幅减量采购，采购心态谨慎。成本端相对平稳，天津港半碳酸 37.5 元/吨度左右，南非高铁 33 元/吨度左右，报价 33.5-34 元/吨度，加蓬 46-47 元/吨度，澳块 47-48 元/吨度。供应继续小幅回升，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 51.53%，较上周增 0.24%；日均产量 29480 吨，增 160 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5750-5850 元/吨，75 硅铁价格报 6100-6200

元/吨。硅铁供应受环保影响小幅回落，上周 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 38.25%，较上期降 0.57%；日均产量 16550 吨，较上期增 270 吨。短期铁合金价格仍以区间震荡思路对待。

能源化工：中国提振消费叠加美对伊朗施压，油价上涨

【原油】中美近期经济信号出现乐观迹象，此外美国对胡塞武装的打击导致中东爆发更广泛冲突的担忧重燃，油价再度上行。美国零售销售数据显示温和放缓，而非预测的急剧下跌。另外中国将通过措施促进居民收入提振消费，并将稳定股票和地产市场，也进一步使得经济前景有乐观迹象。此外美国与伊朗关系将继续紧张，胡塞武装袭击可能使得市场重燃地缘政治风险计价，短期油价小幅反弹。

【沥青】沥青开工率环比小幅上升，至 37.69%，但仍然属偏低水平，供应继续保持低位。另外需求仍处于淡季，叠加南方近期多雨，项目施工进度有限，近期仍然多依靠原油成本支撑带动。短期来看沥青供需双弱格局维持，但供应小幅增加的态势使得累库压力较之前有所提高，主力炼厂出货不畅，需求释放有限，短期仍以震荡为主。

【PX】外盘价格跟随原油恢复至 836 美金，PXN 价差小幅反弹至 199 美金水平。短期 PTA 检修仍然偏高，PX 需求走低，但后期 PTA 开工将跟随加工费逐渐恢复，叠加 PX 自身检修将有所增加，以及原油短期持稳反弹，PX 回升驱动存在，短期恢复至区间震荡。

【PTA】下游开工继续提升，但终端开工基本已见顶，本周下游库存仍未见明显去化，旺季落空逐渐验证，导致消费政策颁布拉高后聚酯全体再度回落，至尾盘略有反弹，但总体来看需求弱势计价已经趋于充分，下方空间已经相对有限。PTA 基差基本稳定，总库存继续预期内去化。

【乙二醇】终端订单恢复缓慢，乙二醇近两日发货情况良好，但港口库存小幅回升，压制盘面反弹。短期下游开工或仍有一些恢复空间，EG 后期去库仍可进行，但下游库存去化有限制约上方空间，短期或继续保持震荡，

【短纤】终端开工仍有见顶情况，但近期聚酯产业链整体信心有一定修复。短纤企业发货也加快，库存有所去化，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，短期能化情绪有触底回稳迹象，短纤价格预计回归震荡格局。

【甲醇】太仓甲醇市场拉高排货，基差走弱。现货价格参考 2680-2690，3 月下旬纸货参考 2680-2705，4 月下旬纸货参考 2665-2680。内蒙北线 2245-2280 元/吨，多数企业调涨 2-30 元/吨。目前中东其它区域多套甲醇装置仍在停车检修中，仅有少数装置重启，多套装置仍在等待供气。隆众资讯统计显示：2025 年 3 月 17 日，中国甲醇装置检修/减产统计日损失量 23410 吨，日度环比上涨。有装置恢复，如江油万利、云南云天化；有新增检修装置，如内蒙古久泰、中石化长城；有新增计划检修装置，如内蒙古荣信、内蒙古新奥。周度进口连续数周不及预期，港口 MTO 重启背景下，港口库存下降明显，内地目前供需结构尚可，矛盾不突出，后续装置检修开始或继续维持去库，整体进入去库进程中，但是煤炭价格走弱使得成本利润继续扩张，供应回归风险较大，以及甲醇继续上涨会不断挤压下游利润，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】国内 PP 市场价格整理为主。华北拉丝主流价格在 7180-7300 元/吨，华东拉丝主流价格在 7260-7400 元/吨，华南拉丝主流价格在 7260-7430 元/吨。美金市场价格部分调整，均聚 955-985 美元/吨，共聚 965-1070 美元/吨，透明 1020 美元/吨。隆众资讯 3 月 17 日报道：两油聚烯烃库存 84.5 万吨，较上周增加 4 万吨。国内 PP 检修装置变化详情：利和知信（30 万吨/年）PP 装置重启。蒲城清洁能源（40 万吨/年）PP 装置停车检修。安庆百聚（30 万吨/年）PP 装置停车检修。中景石化二期一线（60 万吨/年）PP 装置停车检修。中景石化二期二线（60 万吨/年）PP 装置停车检修。独山子石化一线（7 万吨/年）PP 装置停车检修。PP

主要矛盾在于需求端弱势难改，供应充足，库存偏高。但近期检修开始逐渐增加，3-4 月春季下游旺季需求仍有提升预期，基本面预计存边际改善，继续下行空间有限，关注新产能投放节奏。

【LLDPE】PE 市场价格弱势下跌。华北地区 LLDPE 价格在 7950-8330 元/吨，华东地区 LLDPE 价格在 8010-8500 元/吨，华南地区 LLDPE 价格在 8050-8380 元/吨。PE 美金市场基本稳定。流通市场上，线性货源主流价格在 950-965 美元/吨，高压货源主流价格在 1110-1155 美元/吨，低压膜料主流区间在 900-935 美元/吨左右。LLDPE、LDPE 薄膜及 HDPE 薄膜进口窗口关闭，其余 HDPE 品类窗口打开，其他类别进口窗口处于开启或待开启状态。有少量产能涉及检修，如茂名市和 25 万吨 LDPE 装置，燕山石化 6 万吨 LDPE 装置和辽阳石化 3.5 万吨 HDPE 装置。山东新时代 25 万吨/年 LLDPE 装置计划 2025 年 3 月开车，45 万吨/年 HDPE 装置计划 2025 年 4 月开车。PE 下游需求旺季，开工仍在攀升，但上涨幅度缩小，下游订单跟进有限，且高价抑制部分需求，同时检修较少供应充足，投产在即，短期价格回落，但下方受旺季需求支撑，月度来看预计震荡为主，关注新增产能投放情况。

农产品：短期菜粕无明显供需缺口，被豆粕替代消费空间也尚未打开

【豆粕】国内豆粕提货积极性差且以执行前期合同为主，当周油厂压榨下滑，油厂大豆库存大幅下滑，豆粕库存反增。据 Mysteel 调研显示，全国主要地区油厂大豆库存 316.8 万吨，较上周减少 53.30 万吨，减幅 14.40%，同比去年减少 32.44 万吨，减幅 9.29%；豆粕库存 68.3 万吨，较上周增加 9.01 万吨，增幅 15.20%，同比去年增加 14.78 万吨，增幅 27.62%；未执行合同 235.48 万吨，较上周减少 63.12 万吨，减幅 21.14%，同比去年减少 18.87 万吨，减幅 7.42%。近期美豆止跌企稳且巴西出口溢价上涨，国内进口大豆成本稳定偏强，叠加买菜空豆套利离场，豆粕超跌反弹修复后继续拉涨无力，基差回调趋势不变。

【菜粕】国内进口加拿大菜油、菜粕的关税成本限制，后期进口预计将大幅下滑，菜粕市场看涨情绪依然较强。现阶段，菜粕前期抢进口库存偏高，高价需求偏差，后期豆粕可替代供应充足，限制了菜粕继续上涨行情空间。需要特别注意，中国对加菜籽反倾销调查，若有限制加菜籽进口措施出现，菜系整体风险溢价或将进一步抬升。

【豆油】国内3月进口大豆缺口依然明显，开机压榨收缩、大豆库存加速下滑。当周国内重点地区豆油库存大体持稳，淡季下游提货偏差，观望居多。据Mysteel调研显示，（03月08日-03月14日）全国重点地区毛豆油周度产量30.9947万吨，环比增加7.57%，同比减11.20%。近期成本主导豆油期价小幅抬升，棕榈油下跌驱动豆棕价差倒挂收缩或能延续。

【棕榈油】3月东南亚紧供应和库存预期持续不变，国内紧库存+进口利润倒挂。据Mysteel调研显示，截至2025年3月14日（第11周），全国重点地区棕榈油商业库存42.26万吨，环比上周增加1.01万吨，增幅2.45%；同比去年55.795万吨减少13.54万吨，减幅24.26%。近月棕榈油增产季在即，出口环比持续疲软，棕榈油上涨驱动减弱。据马来西亚棕榈油压榨商协会（SPPOMA）最新数据显示，2025年3月1-15日马来西亚棕榈油产量环比增加4.69%。此外，高频船运数据显示，AmSpec Agri：马来西亚3月1-15日棕榈油出口量环比减少10.14%。ITS：马来西亚3月1-15日棕榈油出口环比减少7.52%

【菜油】据Mysteel调研显示，截止到2025年03月14日，沿海地区主要油厂菜油库存11.6万吨，较上周下跌1.09万吨；华东地区菜油库存62.15万吨，较上周增加2.50万吨；全国主要地区菜油库存总计73.75万吨，较上周增加1.41万吨。菜油进来渠道多元，且对加拿大进口依然程度极低，短期对进口供应影响并不大。中加菜系相关贸易政策变故对菜油行情影响依然较大，近期菜油受不确定风险溢价支撑稳定，但国内累库压力及ICE偏弱行情或限制菜油盘中的投机情绪，相关油脂或下跌驱动增加，菜油溢价快速回落风险偏高。

有色：需求预期改善，有色走势震荡偏强

【铜】宏观方面，国内 1-2 月经济数据已公布，整体表现略好于预期，但如果考虑到去年四季度以来的政策刺激，只能说中规中矩，后续仍需政策进一步加码发力，社零增速仍低于疫情前水平，而房地产同比增速仍为负。基本面，铜精矿现货 TC 降至-15.92 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，后期关注去库速度，另外库存是历史同期较高水平。美股下跌，已经从高点下跌 10%，从历史看，美股下跌一段时间后，铜也阶段见顶。巴拿马允许 12 万吨铜精矿库存出口，并最早于下周更广泛地审查该矿的未来。铜下游由于铜价上涨而订单有所下滑。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，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。维持铝价上方空间有限观点，主要基于宏观上美国数据改善导致美元反弹、美俄关系缓和导致的制裁松动预期，以及美国铝进口关税靴子落地而导致非美供给增加预期。

【锡】供应端，矿端供应偏紧，缅甸佤邦复产滞后，加上刚果金 Bisie 矿暂停运营，而再生锡恢复缓慢，废料供应制约依旧明显，云南江西两地炼厂开工率较上周小幅回落至 61.6%。需求方面，期价上涨，下游拿货放缓，本周锡锭三地库存增加 1751 吨，当前库存处于近几年中偏高水平。综合来看，中短期原料供应偏紧，旺季预期支撑，期价将震荡偏强，后期佤邦复产及刚果金谈判不确定性，远期供应预期增量仍有不确定性。上周期价大幅冲高后，短期供应端消息面将继续冲击市场，不确定性也将导致波动加大，注意风险防范。

【碳酸锂】本周（3.17-3.21）关注美联储 3 月利率决议及市场情绪的共振变化。基本面上，供应端，碳酸锂厂周度产量反弹至 18400 吨，开工率录得 49.9%，环比录得-1.8%，盐厂开工率上行至高点、出现小幅回落。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%，下游需求情况逐渐好转，警惕需求状况强于预期。3 月 13 日，碳酸锂产业链周度库存录得 123635 吨，环比上升 4198 吨。在上游盐厂开工率阶段性见顶、下游需求季节性好转的情况下，整体供需过剩的格局有所缓解，期价短暂维持震荡运行；但需警惕天气转暖带动盐湖开工的不断上行、再度施压期货价格。

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