

2025年3月20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：美联储维持利率不变，全球风险偏好大幅升温

【宏观】 海外方面，美联储将政策利率目标区间维持在 4.25%-4.50%不变，仍预计今年剩余时间将降息 50 个基点，但美联储主席鲍威尔称关税政策高度不确定不会急于降息，美元继续走弱，全球风险偏好大幅升温。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，国内风险偏好整体升温。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】 在元件、非金属材料以及游戏等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。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，国内风险偏好整体升温。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】 黄金周三早盘继续上行，夜盘小幅回落收至 705.76 元/克。COMEX 黄金期货继续上涨创下历史新高。美联储周三如市场预期维持利率不变，决策者预计全年剩余时间还将降息 50 基点。美联储主席鲍威尔明确表示将等待政策明朗化，美联储官员普遍认为今年经济前景不确定性较高，滞胀风险仍在继续累积。中东局势异变再起，在 3 月 15 日美国突然对也门胡塞武装发起大规模

模攻击的三天后，以色列再次对加沙的哈马斯发动空袭。中东战火重燃，全球市场避险需求显著上升，为黄金上涨注入新的活力。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。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：需求走弱预期继续强化，钢材期现货价格跌幅扩大

【钢材】周三，国内钢材期现货市场继续延续弱势，市场成交量也低位运行。关税以及贸易体系冲击下，股市和商品整体出现回落，市场避险情绪依然偏高。基本面方面，旺季临近，需求继续呈现环比改善趋势，钢谷网建筑钢材及热卷库存继续下降，但热卷库存降幅有所收窄。供应方面，钢厂利润回升之后，供给也有所好转，但品种间也有所分化。本周钢谷网建筑钢材产量环比回升 16.73 万吨，热卷则环比回落 6.2 万吨。同时，周三华东地区废钢采购价格下调 30 元/吨，成本支撑力度继续减弱。短期来看，钢材价格或继续以震荡偏弱为主。关注 3 月下旬到 4 月需求旺季兑现程度。

【铁矿石】周三，国内铁矿石期现货价格跌幅扩大。由于终端疲软，钢厂复产速度有限，钢厂多为按需补库，维持低库存运行。上周铁水产量继续小幅回升 0.08 万吨。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。周一，铁矿石港口库存小幅回升。短期铁矿石价格将继续以区间震荡思路对待。

【硅锰/硅铁】周三，硅铁、硅锰现货价格继续小幅下跌。本周钢谷网建筑钢材产量环比回升 16.73 万吨，铁合金需求尚可。硅锰 6517 北方市场价格 5950-6000 元/吨，南方市场价格 5950-6050 元/吨。成本相对稳定，天津港半碳酸 36.5 元/吨度左右，南非高铁 32-32.5 元/吨度，加蓬 45 元/吨度左右，澳块 46-47 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：库存数据缓解需求担忧，油价小幅上行

【原油】尽管美联储下调经济增长预测，但库存报告仍然缓解了近期需求下降的担忧。EIA 数据显示虽然库存增加 174.5 万桶，但汽油和馏分油分别去化 52.7 万桶和 281.2 万桶。馏分油库存下降到 3 个多月以来的最低水平，汽油库存触及 1 月份低点。另外美联储官员维持基准利率不变同时上调通胀预期之后，美元走低，这也提升了美元计价的大宗商品价格。油价近期继续窄幅震荡。

【沥青】原油企稳回升，沥青价格止跌震荡。目前沥青生产利润继续小幅下行，但沥青现货价格下滑也带动加工利润明显走低。另外国内沥青装置检修量达到 80.8 万吨，周环比增加 3.4 万吨，排产压力有一定减少。下游需求未明显回升，近期多处项目仍然未明显进行采购，下游需求仍然偏弱。短期沥青 库存低位但去化驱动较弱，后期价格将低位窄幅震荡，中枢跟随原油。

【PX】近期海外汽油需求水平尚可，PX 外盘价格也跟随原油恢复至 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】下游产销再度回落，但随着下游开工恢复，PTA 库存去化，基差近两个交易日连续走强，现货 05-9 左右，另外近期资金净空持仓开始明显撤出，盘面底部

支撑明显。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】乙二醇近两日基差走弱幅度有限，基本持稳，乙二醇短期发货情况连续保持良好水平，基差稳定，盘面虽然未出现明显回升，但港口库存较大概率开启去化，短期原油及煤价若能止跌将有概率小幅反弹。

【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】太仓甲醇市场稳盘运行，基差稳定。现货价格参考 2640-2645。内蒙古甲醇市场主流意向价格在 2215-2250 元/吨，与前一交易日均价持平，内蒙北线 2215-2250 元/吨，内蒙南线商谈 2240 元/吨。近期欧美甲醇局部市场宽幅下滑。美国价格参考 97 美分/加仑，成交 97 美分/加仑；欧洲价格参考 345-350 欧元/吨。美国一套下游工厂近期停车检修中，当地需求缩减。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。截至 2025 年 3 月 19 日，中国甲醇港口库存总量在 80.01 万吨，较上一期数据减少 11.09 万吨；生产企业库存 34.54 万吨，较上期减少 3.73 万吨，跌幅 9.75%。进口连续数周不及预期，港口 MTO 负荷稳定背景下，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 市场价格窄幅波动为主。华北拉丝主流价格在 7170-7280 元/吨，华东拉丝主流价格在 7240-7400 元/吨，华南拉丝主流价格在 7240-7420 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 19 日报道：两油聚烯烃库存 80 万吨，较前一日下降 2 万吨。国内 PP 检修装置变化详情：海南乙烯 STPP 线（20 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 7900-8250 元/吨，华东地区 LLDPE 价格在 7900-8500 元/吨，华南地区 LLDPE 价格在 8000-8350 元/吨。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。山东新时代 25 万吨/年 LLDPE 装置计划 2025 年 3 月下车，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：印尼计划提高棕榈油出口税消息引发棕榈油买盘兴趣增加

【豆粕】隔夜 CBOT 大豆期货收盘下跌。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。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。现阶段，华东地区 3 月贸易基差报价已下调至 400 元/吨。

【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。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】外电消息称，印尼计划将棕榈油出口税提高至毛棕榈油参考价格的4.5%至10%。棕榈油受此消息影响，短线多头风险偏好增加。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。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，溢价空间或有限。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】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。

【玉米】现货驱涨逻辑不变，期货预期随着上周玉米和稻谷拍卖消息而走弱，现货行情影响相对较小，低基差提供了缓冲。如今玉米基差收缩至正常水平，期货溢价稳定性有所增强。目前玉米产地余量不多，集港量在降低，但港口库存依然偏高，05合约周期内预期大幅拉涨可能性也偏小。进入4月谷物市场切换至新季小麦定价周期，玉米受相关影响目前看可能会偏弱。

【生猪】从3月以来，近月LH03补涨主导基差收缩。卖交割从仓单注册量上卖压依然偏大，和现货供需预期相互验证。近日高基差下买交割意愿也有增加，这也是近月连同远月补涨得核心原因，而现货没有上涨驱动。现货长周期稳定震荡，

下方支撑强且临界节日备货，季节性也略走强迹象。这给很大程度上提振了市场预期，叠加在交割月内买交割利润驱动意愿增强，使得远月高基差在提前走收缩逻辑。如今驱动期货补涨逻辑暂无法证伪，期货补涨+现货偏弱可能回延续。现货驱动期货走弱风险可能关注月底抛压和 4 月二育提前释放出栏等原因

有色：关税担忧再起，有色走势震荡偏强

【铜】comex 与 LME 价差再创新高，带动 LME 铜上涨。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，并最早于本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，后期低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