

2025年01月13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：美国非农数据好于预期，全球风险偏好大幅降温

【宏观】海外方面，美国去年12月非农就业人数增加25.6万人，大超预期的16万人，失业率意外下降至4.1%，强于预期的美国就业数据强化了美联储今年可能不会大幅降息的预期，而且市场对特朗普新政府政策的不确定性以及美国对俄罗斯实施更多制裁，导致避险情绪升温，美元指数继续回升，全球风险偏好整体大幅降温。国内方面，中国12月PMI数据超预期回升，经济整体延续复苏趋势；但美元持续偏强、中美之间的博弈有所加剧，以及央行决定阶段性暂停在公开市场买入国债，人民币汇率承压，国内市场情绪有所降温。资产上：股指短期震荡，维持为短期谨慎观望。国债短期震荡，谨慎做多。商品板块来看，黑色短期震荡，短期谨慎观望；有色短期震荡反弹，短期谨慎做多；能化短期震荡反弹，谨慎做多；贵金属短期震荡偏强，谨慎做多。

【股指】在小家电、互联网电商以及零售等板块的拖累下，国内股市继续下跌。基本上，中国12月PMI数据超预期回升，经济整体延续复苏趋势；但美元持续偏强、中美之间的博弈有所加剧，以及央行决定阶段性暂停在公开市场买入国债，人民币汇率承压，国内市场情绪有所降温。操作方面，短期谨慎观望。

黑色金属：需求延续弱势，钢材期现货价格震荡偏弱

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场继续延续弱势，市场成交量继续回落。财政部发布会就提高财政赤字，超长期特别国债等一系列政策做出积极表现，市场对于政策加码预期依然偏强。基本方面，随着季节性天气影响范围不断扩大，终端需求逐渐萎缩，五大品种钢材表观消费量降幅继续扩大，贸易商普遍谨慎，接货意愿不强。供应方面，钢厂利润压缩，五大材产量环比回落21万吨，其中线材产量回落幅度较大。同时，成本端支撑下移，焦炭第六轮提降落地，华东部分地区废钢价格元旦后累计下降160元/吨。短期钢材市场仍以区间震荡思路对待。

【铁矿石】上周五，铁矿石期现货价格小幅反弹。近期，铁水产量连续8周下降，钢厂春节前高炉检修仍在继续。但同时，冬储补库进程也在加快，日均疏港量继续维持在340万吨左右，主要钢厂矿石库存回升幅度为214万吨。供应方面，一季度为发货淡季，本周全球铁矿石发运量环比回落367.3万吨，预计未来几周发运及到港量均会有所回落。品种方面，PB粉和60.5%金布巴粉价差为52元/湿吨，较上周扩张4元/湿吨；原因主要是金布巴粉需求一般，贸易商适价出售。铁矿石价格短期预计仍以区间震荡为主。

【硅锰/硅铁】上周五，硅铁、硅锰现货价格持平。五大品种钢材产量环比回落21万吨，合金需求继续延续弱势。硅锰合格块现金含税自提北方主流报价5750-5850元/吨，南方报5900-6000元/吨。河钢首轮招标价6100元/吨，12月6350元/吨。成本端，化工焦小幅下跌50元/吨。供应相对平稳，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45.16%，较上周减0.13%；日均产量28755吨，增15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6250-6400元/吨。1月河钢75B硅铁昨日发布招标数量2183吨，较上轮增加42吨。目前市场仍在等待1月份河钢招标价。供应端小幅下降，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36.35%，较上期降0.76%；日均产量14956吨，较上期降274吨。短期硅铁、硅锰仍以区间震荡思路对待。

有色金属：宏观情绪逐步消退，期价走势或渐分化

【铜】宏观方面，1月10日晚美国非农就业数据超预期，市场对美联储在2025年的降息次数进一步下调、降息时间进一步推后，美元指数进一步走强；下周（1.13-1.17）重点关注美国12月CPI数据情况，留意通胀情况对美联储降息和美元指数预期的影响，以及有色金属价格的共振变化；同时，关注特朗普上台后关税及贸易政策对市场预期和铜价的影响。供应端，现货加工费周度下降\$1.49至\$4.36，偏低的加工费施压炼厂利润；进口盈利在（-424.02，579.96）元的区间内波动，海外电解铜持续流入国内市场，精炼铜整体供应情况稳定。需求端，下游加工企业逐渐停工放假，采购以刚需为主，消费逐渐走弱。受淡季需求走弱的影响，社会库存去化1.01万吨至10.57万吨。整体而言，持续关注宏观事件对市场预期的冲击，铜供应扰动持续存在，留意二者共振支撑铜价在高位运行。

【锡】供应端，锡矿供应偏紧的格局暂无明显改变、周度加工费暂无变化，云南、江西两地炼厂开工率因临近假期、原料短缺等因素而回落至62.42%；锡锭进口盈利回落，印尼2024年部分配额余量仍将在1-2月进口至国内。需求方面，受春节假期的影响，焊料厂将逐渐停工放假，1月锡焊料排产量预计下滑至7042吨，开工率回落至53.98%；锡化工方面，PVC周度开工率小幅反弹至81.00%；预计下游开工将在下周（1.13-1.17）逐渐停工放假，需求将出现较大幅度回落。综合来看，美元指数维持强势或施压商品价格，而锡的加工费虽维持低位，但炼厂和下游的开工因春节假期而不断下降，库存将进入较长的累库周期，预计期货价格或将逐渐从高位震荡回落。

【碳酸锂】供应端，碳酸锂厂周度产量小幅回落至15000吨、但仍居于高位，开工率录得41.62%，环比录得-0.79%，主要受春节假期即将到来的影响。需求端方面，1月磷酸铁锂排产量或下降至24.4万吨的位置、淡季环比回落11.39%，三元材料排产量或达到5.4万实物吨、环比录得-4%，下游需求情况因进入淡季而大幅回落。1月9日，碳酸锂产业链周度库存录得108673吨，环比上升426吨。碳酸锂供需格局维持过剩，并在淡季将进一步凸显，价格重心预计震荡偏弱运行，难

以出现持续上行，可在高位反弹后做空。

能源化工：油轮制裁导致市场恐慌，油价大幅上行

【原油】近期美国对俄罗斯及伊朗运输油轮制裁力度加大，当天美财政部对俄两家大型生产企业及 183 艘油轮进行制裁，山东及印度炼厂目前已有受制裁油轮无法进行卸货的情况，制裁担忧落实风险急剧增加，油价大幅上行。油价形成上行趋势，同时后期仍需等待特朗普政府上台后对俄乌及伊朗具体政策，波动性短期将继续放大

【沥青】沥青价格跟随原油上行，沥青库存去化有所停滞近期，开工也进入季节性低位，另外近期供应有所提升，冬储情况一般，后续去库预期也较低。但由于地炼对油轮制裁影响较为担忧，近期成品油及副产品均出现较大涨幅，预计后期价格将继续保持偏强震荡。

【PTA】由于 PX 期间近期价格过低，国内外装置出现较多检修，叠加近期寒潮下成品油需求有所走高，PX 价格反弹明显。PTA 装置近期开工略有回落但总体稳定，下游需求季节性下行至 86%，终端开工加速回落，PTA 价格预计保持短期震荡。

【乙二醇】乙二醇开工总体稳定，下游季节性回落，但 1-2 月期间开工最低值仍大概率高于往年同期假期水平，叠加近期港口发货较好，港口基差再度出现对主力升水，乙二醇价格近期筑底明显，等待多配机会。

【甲醇】下游 MTO/MTP 负荷降低，传统下游面临淡季，同时内地成本利润较高使得上游生产积极性提高，内地天然气检修不及预期。国内高供应和进口下降的博弈开始，修正前期过于乐观的去库预期。虽然当前港口现货价格仍有一定的支撑，但在内地供应大量回归的预期下，如果没有新的利好出现，很难支撑高价。短期内预计价格震荡偏弱为主，中长期关注进口下降幅度和库存情况。

【LLDPE】供应回归，下游需求走弱进入淡季，虽然新增产能没有完全释放，但对于春节前后需求触底的必然性而言，PE 短期的支撑也十分有限，随着能化普跌，市场情绪降温，聚乙烯或结束偏强趋势，现货或以向下靠近期货的方式收基差，下方空间关注原油成本。同时 L 相对于 PP 下方空间更多，关注空 L 多 PP 策略。

【聚丙烯】供应回归，新产能释放和下游需求淡季共同作用下预计库存上涨，但 PP 成本利润均亏损，尤其 PDH 成本偏高，对价格有一定支撑。

农产品：中储粮再增储消息或进一步拉涨玉米基差

【美豆】1 月 USDA 维持南美大豆丰产预期形势不变，美豆定产数据下滑，需求预期不变，期末预期库存和季节库存数据均超预期下调，CBOT 大豆因此获利多驱动上涨。后期美豆出口压力预期会明显减弱，围绕关税政策导致的对华出口缺口预

期，在本产季对行情的下行压力预计会在减少。南美方面，巴西大豆已陆续收割，天气风险整体偏小，阿根廷在 USDA 预期指引+中期天气改善预期下，短期 CBOT 大豆或天气溢价风险并不高。现阶段天气依然值得关注，但重点要关注巴西大豆上市压力，CBOT 大豆参考运行区间 950-1050 美分/蒲。

【蛋白粕】美国关税政策导致国内后期进口美豆的稳定性预期在降低，且 CBOT 大豆阶段性走强，豆粕盘中溢价或依然存在。目前巴西大豆近月对华出口溢价保持稳定，国内进口大豆成本同时因为汇率下跌而又上涨趋势。现货方面，备货高峰已过，预计一季度进口大豆整体供应偏小，但缺口预计在 3 月份又明显扩大，油厂大豆和豆粕季节性去库趋势不变，叠加潜在的南美大豆阶段性出口风险或供应预期修正，豆粕基差或能得到稳定支撑。综合看，一季度豆粕盘面保持一定溢价的情况下维持区间震荡的可能性很高。

【豆菜油】现阶段豆油处于消费旺季，性价比高、节前出货较好，库存也阶段性收紧，基差稳中偏强，产业挺价意愿也强。现阶段美豆定产利多影响仍有小幅上涨空间，且相比棕榈油低估值预期，豆油期现价比支撑越发稳定，豆油大幅上涨驱动不足，但方向依然偏多。菜油方面，国内高库存压力未减，且备货高峰过去后出货节奏也有所放缓，国际市场对加美经贸关系担忧加剧，加菜油菜粕出口报价下调也在带动国内菜油价格走弱。菜油目前依然受相关油脂主导为主，宽幅震荡。

【棕榈油】近期市场围绕印尼 B40 政策细节交易不断，现阶段由政策驱动的棕榈油需求预期偏差出现的风险偏高，BMD 棕榈油价格偏弱震荡。关注 1 月 MOPB 报告指引，马来西亚 12 月棕榈油库存预计将连续第三个月下降；此外，国内棕榈油进口利润倒挂，库存持续处于低位，进口利润倒挂严重，一季度棕榈油基本面支撑基础牢固。

【玉米】玉米节前售粮积极性高，北港库存挤压依然很大，南港叠加进口谷物集中到港，去库压力偏大。近期市场传闻新年度将继续控制谷物进口量，同时限制保税区加工，玉米期货预期已上涨，基差拉的过高，买现货空期货套保出现利润。周末中储粮消息称，进一步增加收储规模，这或将进一步拉高期货预期。

【生猪】生猪节前现货伴随着需求逐步增量+散户惜售价格涨超 16 元/kg 之后，并没有表现出支撑，养殖端出栏降重、认卖倾向依然明显。截至小年消费高峰还有不到两周时间，预期需求支撑依然不足，现货或趋向偏弱调整，期货维持震荡偏弱预期。

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