

2025年2月17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 1 月零售数据低于预期，美元指数短期回落

【宏观】海外方面，美国 1 月零售销售月率录得-0.9%，为 2024 年 1 月以来最大降幅，短期导致美元指数和美债收益率下跌；此外，因特朗普推迟实施对等关税，市场对贸易冲突升级的担忧得到缓解，全球避险情绪有所降温。国内方面，中国 1 月融资数据大超预期，经济开局良好；且由于市场对贸易冲突升级的担忧得到缓解，美元走弱，人民币汇率短期大幅缓解，以及市场情绪高涨资金持续流入，国内市场风险偏好短期继续升温。资产上：股指短期震荡反弹，短期谨慎做多。国债短期高位震荡，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期震荡，短期谨慎观望；有色短期震荡反弹，短期谨慎做多；能化短期震荡，谨慎观望；贵金属短期震荡偏强，谨慎做多。

【股指】在医疗服务、软件开发以及游戏等板块的带动下，国内股市继续上涨。基本上，中国 1 月融资数据大超预期，经济开局良好；且由于市场对贸易冲突升级的担忧得到缓解，美元走弱，人民币汇率短期大幅缓解，以及市场情绪高涨资金持续流入，国内市场风险偏好短期继续升温。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】上周沪金强势上行连续突破历史新高，但周五夜盘出现大幅回落，截至收盘已跌至 675 一线。市场对本周三公布的美国通胀数据以及周四发布的劳动力市场数据反应有限。近期市场对于黄金的定价逻辑主要来自其避险属性，贸易摩擦升级的风险支撑黄金一路上行。在关税政策不确定性落地之前，预计黄金的避险逻辑会持续有效。但随着金价连续冲高，来自多头的获利抛压会逐渐加大，或存在阶段性见顶回调可能。沪银近期表现明显落后沪金，尽管在周五走出一波补涨行情，但随金价回落迅速跳水。整体来看，沪金波动率显著上升，短期以宽幅震荡思路对待，注意防范高位回调风险。

## 黑色金属：需求延续弱势，钢材期现货价格走弱

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场整体延续弱势。四季度货币政策执行报告发布，继续释放货币政策宽松信号。需求端，元宵节过后，部分贸易商回归政策，市场成交有所改善，但需求依旧偏弱，上周五大材表现消费量环比回落 44.56 万吨，其中建材消费数据回落明显。供应方面，钢厂利润目前尚可，五大材产量继续环比回升 5.99 万吨，分品种看板材供给压力依然较大。成本方面，铁矿价格也有所松动。短期来看，钢材市场预计仍以区间震荡为主。

【铁矿石】上周五，铁矿石现货价格小幅反弹，盘面价格则有所回落。铁水产量小幅下降使得市场对于铁矿石需求预期有所改变，但目前钢厂雷诺尚可，铁水产量预计仍有回升空间。供应方面，一季度为外矿发货低点，全球铁矿石发运依然处于低位。但周末传出澳大利亚受飓风影响港口恢复正常，未来供应端预期或有所改变。短期铁矿石基本面矛盾不大，预计仍跟随钢材价格波动。

【硅锰/硅铁】上周五，硅铁现货价格持平，硅锰现货价格继续小幅回落。钢联五大品种钢材产量继续回升，铁合金需求尚可。河钢发布 2 月招标数量，钢厂新一轮招标陆续开启。锰矿市场涨幅放缓，下游采购谨慎观望为主，半碳酸价格 39-41 元/吨度，澳籽 48-50 元/吨度，新加蓬块 51 元/吨度，南非高铁 31-32 元/吨度。但锰矿发货量以及港口库存均有不同程度回升。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5850-6050 元/吨，75 硅铁价格报 6300-6400 元/吨。2 月 11 日金盛兰集团硅铁招标价格：湖北 6350 元/吨，数量 200 吨；广东云浮 6520 元/吨，数量 1100 吨；总量 1300 吨，均现金含税到厂。部分有硅铁企业排单生产到三月份；硅铁价格下调及电费上涨对企业利润有一定的下滑。短期铁合金价格仍以区间震荡思路对待。

### 有色金属：留意市场情绪边际变化，警惕期价共振涨跌

【铜】宏观方面，留意国内“两会”市场预期的衍变和来自于国内外经济数据、政策带来的市场情绪变化，留意有色金属价格的共振走势。供应端，现货加工费周度下降\$5.97 至-\$8.67，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（-3559.2，-22.36）元的区间内波动，窗口短暂进入关闭状态。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，上周累库 2.14 万吨至 32.62 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，中长期仍然以上行为主。

【锡】2 月 15 日，佤邦 2025 年度工作重点中生命“争取多方合作，尽快对曼相矿区复工复产”，或引起市场情绪的转空。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、江西两地炼厂逐渐复工复产，周度开工率反弹到 51.9%，周度环比增长 5.37%；锡锭进口比价处于（-8515.28，-391.07）元的区间内波动，进口窗口关闭；印尼截止 2 月 13 日出口量录得 1445 吨，处在不断恢复的走势中。需求方面，节后下游企业逐渐恢复生产，焊料厂 2 月锡焊料排产量预计环比增长 32.46%至 70.55%；锡化工方面，PVC 周度开工率录得 81.85%；整体需求出现好转。综合来看，短期内关注佤邦复工复产预期对市场情绪的影响，警惕期价大幅回落。

【碳酸锂】供应端，碳酸锂厂周度产量反弹至 14612 吨，开工率录得 40.54%，环比录得+5.88%，主要受假期后复工复产的影响。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 13 日，碳酸

锂产业链周度库存录得 109333 吨，环比累库 1647 吨。碳酸锂供需格局维持过剩，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：美俄谈判导致能化溢价持续回吐

【原油】美俄传出要进行和谈之后，价格小幅回落，但不确定性仍然较高，市场需要看到进一步的成果落实才能进一步计价。短期制裁威胁以及关税影响仍然难以证伪，叠加亚太采购继续溢出至中东，西非以及美洲油品，市场将仍然以 2 月价格区间进行震荡，短期价格将难以有趋势性突破。

【沥青】原料仍然紧张，导致目前现货贴水持续上行。叠加部分炼厂转产榨油，成本端支撑预计仍将维持，但目前终端需求恢复仍然较为缓慢，下游多仍按需采购，所以虽然目前库存水平偏低，但供需两弱格局料将持续一阶段，价格继续上行驱动多仍集中在原油端。

【PX】炼厂开工持续走低，化工料价格支撑逻辑仍有计价空间，外盘 PX 价格回升至 884 美金，PXN 价差保持 206 美金，略有回落。后期 PX 装置检修量有所下行，叠加汽油需求仍然偏弱，以及 PTA 后期检修较多，PX 或有累库预期，价格继续保持震荡。

【PTA】终端开始恢复，织机开工回升至 53%，下游开工回升至 85%，叠加近期 3 月检修量较大，后期累库预期大幅减少，如果下游开工超出预期，可能有短期累库出现。近期基差也表现较为稳定，PTA 价格短期将保持偏强震荡。

【乙二醇】乙二醇短期开工小幅回升，但进口到港集中度有所下降，叠加终端开工已经明显提升，下游开工跟随回升，3 月乙二醇将继续保持去库状态。后期市场将继续关注终端订单及旺季下游开工恢复情况，但短期乙二醇存量开工仍将缓慢提升，短期区间偏强震荡，等待长期多配时点。

【短纤】盘面价格跟随原料回调，短期现货工厂报价继续保持稳定，多以优惠价成交，下游厂商在低价略有库存补充。但到目前为止，涤短工厂销售水平仍然偏低，距离恢复至年前水平仍需等待，短期短纤价格预计保持稳定，中枢跟随 PTA 区间震荡。

【甲醇】甲醇国内开工高位，零星检修，传统下游需求恢复中，港口 MT0 装置检修，计划停车十天，进口到港依然较少，不及预期。整体库存水平偏高，但甲醇仍处于节后需求恢复过程中，价格预计震荡修复。

【PP】下游需求快速恢复，原料库存较低，补库动作明显，上游开工变动不多，产量维持高位，库存压力较大，但阶段性的补库和油价支撑下，价格预计震荡修复。

【LLDPE】上游开工暂且稳定，检修量偏低，整体库存上涨，下游需求节后恢复，开工明显提升，预计价格逐渐修复，短期内震荡偏强。

## 农产品：生猪临近近月交割月，谨防高基差下空头回补行情

【美豆】2月 USDA 虽然确实了阿根廷大豆和巴西南部大豆产区受干旱天气减产，但调整幅度偏小且阿根廷大豆产需调整预期偏充分。现阶段季度天气预报显示，2-4月巴西大豆核心产区降雨偏少，这将利于收割，阿根廷主产区也有近50%的概率维持正常降雨。尽管南美气温较正常偏高，但极端天气风险发生概率偏小。近期阿根廷降雨也再缓解了市场担忧，美豆盘中天气溢价不断被挤出，同时随着出口转弱预期不断被证实，美豆出现偏弱回调迹象。我们预计，如果美豆出口不出现因关税新政影响而出现的系统风险，且国内基本面支撑或仍在，且新季美豆减产预期也不排除被提前交易。

【豆粕】国内2-3月进口大豆到港供应紧缩，豆粕高基差尽管下游成交兴趣降低，但是油厂积极挺价，期货端M03-05价差支撑偏强。此外，巴西大豆出口升贴水报价持稳，国内进口大豆成本预期支撑也偏强，豆粕期货同时受到“高基差+低库存”支撑，且随盘面价格回落，榨利溢价也在收缩，后期期货价格偏强预期不变。

【油脂】国内豆油供需紧缩预期支撑高基差稳定，在传统备货和出货旺季，高基差驱动增加，但淡季高基差拉动上涨行情空间有限。目前豆油受相关油脂价格影响偏多，价格弹性较受马棕及国际油脂影响更直接的棕榈油偏低，也低于因政策影响且盘子相对偏小的菜油。现阶段，棕榈油基本面利多行情被马来西亚产区降过量降雨所强化，尤其是2月MPOB报告过后。国内方面，棕榈油因进口利润倒挂，2-4月预计月均到港仅有25万吨左右，一方面使得短期豆棕价差倒挂修复的预期在降低，另一方面，豆棕高基差或支撑油脂板块稳定偏强；菜油方面，国内维持供需宽松，但受ICE菜籽行情上涨驱动增强，然而，当前国内整个菜系和ICE菜籽，持续受到美加贸易风险影响，不确定性较高。

【玉米】节后产区销售压力不大，且受增储影响，基层售粮积极性持续不高。需求方面，深加工利润好、开工维持高位，原粮库存下降后补库需求；饲料企业现货依然维持按需采购，但远月备货兴趣有所抬升。现阶段，港口库存压力依然偏大，现货依然维持高贴水。在政策预期支撑下，这不仅吸引了远月采购兴趣，而且贸易商看涨情绪提振下存粮积极性有提高。这或将加剧期货端卖出套保压力

【生猪】2月集团场生猪计划出栏量收缩，但需求淡季终端消费疲软，此外虽然冻品库存低，但养殖利润存在，入冻意愿偏差；肥标价差季节性偏高，但二育也十分谨慎。此外，季节交替且冷暖变化快，局部疫病风险也不容忽视。尽管现货市场受挺价情绪影响下跌节奏偏慢，但期货预期悲观且受产业卖压持续不减。近月LH03合约临近交割月但高基差收敛缓慢。现阶段，高基差下投机买盘依然不强，期现市场分化导致市场临近近月交割月时的不确定性风险增加，谨防临近交割的空头回补。



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