

2025年2月20日

**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

**研究所晨会观点精萃****宏观金融: 关税忧虑加深导致全球风险偏好整体降温**

**【宏观】** 海外方面, 因特朗普称将对汽车、芯片征收约 25% 的关税, 以及美联储 1 月会议纪要美联储会议纪要显示特朗普的初步政策提案引发了美联储对通胀上升的担忧决策者而且讨论了是否应该放缓或暂停缩减资产负债表; 美元指数有所反弹, 全球风险偏好整体降温。国内方面, 中国 1 月融资数据超预期, 企业部门融资需求改善明显, 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, 人民币汇率压力短期缓解; 以及民营企业家座谈会提振市场信心, 国内市场情绪有所升温, 市场风险偏好短期有所升温。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】** 在人形机器人、PEEK 材料以及半导体等板块的带动下, 国内股市大幅上涨。基本面上, 中国 1 月融资数据超预期, 企业部门融资需求改善明显, 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, 人民币汇率压力短期缓解; 以及民营企业家座谈会提振市场信心, 国内市场情绪有所升温, 市场风险偏好短期有所升温。操作方面, 短期谨慎做多, 中证 500 和中证 1000 强于沪深 300 和上证 50。

**【贵金属】** 隔夜沪金主力合约小幅回调至 684.62, 延续早盘回落走势, 美元走强成为昨日金价下跌的主要原因。美联储会议记录显示对关税影响的担忧, 黄金关税扰动逻辑仍存, 但近期市场对该影响的边际敏感度有下滑态势, 金价在当前点位受到的获利盘的抛压会逐渐增大。因此, 虽金价中长期上行趋势不改, 但短期内或存在阶段性回调可能。沪银近期表现明显落后沪金, 其补涨走高的逻辑有待市场验证。整体来看, 近期沪金波动率显著上升, 以高位震荡思路对待, 注意防范高位回调风险。

**黑色金属: 消费环比改善, 钢材期现货价格小幅反弹**

**【钢材】** 周三, 国内钢材期现货市场小幅反弹, 市场成交量继续小幅回升。民营企业家座谈会之后, 市场预期继续好转。基本面方面, 需求旺季即将到来, 钢材需求继续环比改善, 钢谷网建筑钢材及热卷库存继续累积, 但增幅相比之前已经明显收窄, 表观消费量也有小幅回升。供应方面, 钢厂利润尚可, 钢谷网建筑钢材及热卷产量小幅回升, 且这一趋势可能延续, 电炉钢产量也会快速复产。成本方面, 铁矿石价格仍有韧性, 焦炭开始第九轮提降。短期来看, 钢材市场或阶段性

反弹，关注需求恢复情况。

**【铁矿石】**周三，铁矿石期现货价格继续小幅反弹。宏观预期改善以及钢材价格反弹推动铁矿石价格小幅走强。上周铁水产量的下降使得市场对于铁矿石需求预期有所改变。但目前钢厂利润尚可，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，本周全球铁矿石发运量环比回落 646.7 万吨，且未来发货量的下降将逐步体现在到港量方面。铁矿石供需错位格局短期仍在继续。铁矿石价格短期或仍以震荡偏强思路对待。

**【硅锰/硅铁】**周三，硅铁现货价格小幅回落，硅锰现货价格持平。钢谷网建筑钢材及热卷产量继续回升，铁合金需求尚可。硅锰合格块现金含税自提北方主流市价 6200-6300 元/吨，南方价格 6350-6450 元/吨。锰矿价格依旧坚挺，澳块个别成交价格 47.5 元/吨度，半碳酸成交价格 38 元/吨度。硅锰供应短期也继续回升。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5950-6050 元/吨，75 硅铁价格报 6300-6400 元/吨。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%，较上期增 0.45%；日均产量 15930 吨，较上期增 170 吨。兰炭市场行情弱势，企业利润下滑，现府谷市场中小料主流价格出厂价现金含税 740-900 元/吨，成本支撑力度有所减弱。短期铁合金价格仍以区间震荡思路对待。

## 有色金属：市场情绪有所恢复，各品种走势明显分化

**【铜】**宏观方面，关注国内“两会”市场预期的衍变，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，但期价冲高一直消费，周末累库 2.41 万吨至 35.03 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 18 日，市场传出“佤邦选矿厂筹备复产”的消息，带动锡价冲高后再度回落，整体期价走势维持震荡。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 17 日出口量录得 1895 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。关注佤邦复工复产的具体节奏，警惕短期内迅速复产带来的期价大幅回落。

**【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：供应前景仍面临多重不确定性，油价小幅走高

**【原油】**俄罗斯，哈萨克斯坦和OPEC+的原油供应不确定性推高了油价。OPEC+考虑推迟原定于4月启动的增产计划，这将是第四次推迟。而乌克兰无人机袭击俄罗斯管道泵站后，哈萨克斯坦通往黑海主要管道多大30%的石油出口可能会终端，这加剧了供应紧张前景。另外G7也在考虑收紧俄罗斯石油出口的价格上线，这可能会进一步抑制供应。总体来看近期波动仍然较低，但后期不确定性可能导致价格朝任意方向突破，短期等待不确定性落定。

**【沥青】**油价低位小幅回升，沥青盘面跟随微涨。山东现货上行后稳定，供需双弱格局仍不改变。库存保持低位，以及近期重油原料受到制裁影响仍然较大，炼厂开工处在极低位置，累库速度有限，但仓单持续增加，且消费税变动也在增加长期炼化成本，后期关注下游需求恢复情况，短期下方空间有限，但上行仍需原油价格拉动。

**【PX】**海外汽油近期超预期恢复，可能会在后期拉动部分调油需求，但截至目前该部分需求尚未显现。另外国内检修基本计价，短期PX价格持续上行空间有限，更多仍然跟随原油价格小幅上行。后期PTA检修将增加，PX供需难有持续大幅去库驱动。

**【PTA】**短期PTA基差变动有限，等待终端订单恢复。当下下游开工恢复程度略缓于预期，终端订单也仍然以消化前期累积订单为主，新订单较为有限。等待旺季开工恢复情况，目前3月检修基本已经计价，后期PTA或维持震荡格局，若下游开工回升超预期，中枢可能有上抬驱动。

**【乙二醇】**煤价近期大幅走低，煤制成本下行，可能继续带动开工小幅走高，供应回升。另外下游开工恢复速度偏缓也导致价格近期仅能偏弱震荡，后期等待下游开工恢复情况。短期存量装置或继续有回转产可能，3月目前去库概率仍然较高，等待长期多配时点。

**【短纤】**短纤短期库存压力相对中性，但下游涤纱成品库存略有累积，叠加终端启动仍然偏缓慢，过剩压力仍然存在。成本端PTA价格企稳且后续检修已经计价，后期对于短纤支撑可能有限，基差近期保持稳定，后期盘面预计将继续保持震荡格局，等待原油及PTA价格出现方向性落定。

**【甲醇】**太仓甲醇市场稳中偏弱运行，基差走弱。现货价格参考2575-2600，2月下旬纸货参考2590-2615，3月下旬纸货参考2605-2620。隆众资讯统计2025年2月19日，中国甲醇装置检修/减产统计日损失量6640吨。有新增检修装置，如

云南云天化、云南曲煤；暂无恢复及计划检修装置。截至 2025 年 2 月 19 日，中国甲醇港口库存总量在 100.12 万吨，较上一期数据增加 3.18 万吨。生产企业库存 46.66 万吨，较上期减少 3.34 万吨，跌幅 6.68%；样本企业订单待发 28.68 万吨，较上期减少 3.77 万吨，跌幅 11.61%。甲醇国内开工高位，零星检修，传统下游需求恢复中，港口 MTO 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，甲醇仍处于节后需求恢复过程中，价格预计震荡修复。

**【PP】**国内 PP 市场窄幅波动，个别小幅松动。华北拉丝主流价格在 7250-7380 元/吨，华东拉丝主流价格在 7350-7480 元/吨，华南拉丝主流价格在 7350-7530 元/吨，基差走弱。美金市场价格基本稳定，均聚 960-1005 美元/吨，共聚 1000-1090 美元/吨，透明 1030-1095 美元/吨。隆众资讯 2 月 19 日报道：两油聚烯烃库存 88 万吨，较前一日下降 1 万吨。截至 2025 年 2 月 19 日，中国聚丙烯贸易商样本企业库存量较上期（20250212）减少 2.36 万吨，环比回落 11.50%。国内 PP 检修装置变化详情：镇海炼化三线（30 万吨/年）PP 装置停车检修。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】**PE 市场价格涨跌互现。华北地区 LLDPE 价格在 8060-8300 元/吨，华东地区 LLDPE 价格在 8070-8700 元/吨，华南地区 LLDPE 价格在 8200-8650 元/吨。基差维稳偏强。PE 美金市场大稳小动。线性货源主流价格在 955-965 美元/吨，高压货源主流价格在 1110-1160 美元/吨，低压膜料主流区间在 890-935 美元/吨左右。LLDPE 和 LD 进口窗口关闭，HD 部分品种有进口利润。隆众资讯数据统计显示：目前线型薄膜排产比例最高，目前占比 39.7%，年度平均水平在 39.3%，相差 0.4%；截至 2025 年 2 月 19 日，聚乙烯生产企业样本库存量：53.07 万吨，较上期跌 1.98 万吨，环比跌 3.60%；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，但受制于供应压力，上行空间有限。

## 农产品：南美天气风险继续消退，国际谷物及油籽市场出现回调

**【美豆】**隔夜市场，CBOT 市场谷物和油籽市场技术性获利了结。目前巴西大豆收割加速推进，产区降雨对二茬玉米担忧消退；阿根廷大豆核心产区降雨增多，产量预期也在上调。此外，美国加征关税范围再扩圈，使得市场风险偏好降低。

**【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】**隔夜国内外油脂市场价格出现小幅回调。马棕方面，MPOB 公布 2025 年 3 月毛棕榈油出口关税维持 10%，参考价下调至 4390.37 令吉/吨。印尼方面，或于 2026 年实施 B50 且实施 3% 的生物航空燃料混合比例；此外，印尼考虑上调毛棕榈

油出口税消息继续为棕榈油多头提供风险支撑。豆油方面，节后需求转淡，随着油料价格承压下跌，国内基差收缩，但油厂基于大豆供应短缺事实，挺价意愿依然偏强，短期国内油粕比有望抬升。

**【玉米】**玉米淀粉加工企业，玉米原料库存偏低，加工高利润+淀粉高库存，淀粉下游需求恢复有限上行动力不足。短期玉米现货受到下游深加工补库支撑基差走强，但随着期货预期走弱，现货拉涨节奏如同港口去库，都偏慢。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。这或将加剧期货端远月卖出套保压力。本周玉米期货价格预计是窄幅震荡偏弱。

**【生猪】**现货维持在 14-14.5kg/公斤区间震荡，冻品入库暂没有启动，二育主要地区栏舍利用率不高，尽管肥标价差再春节后维持同期高位，集团场也有增重迹象，但二育季节性并不高。短期现货跌破 14 预计会有入冻和二育补栏支撑；成本端随着饲料价格上涨，远期出栏成本抬升至 13-13.5 元/kg，这成为了生猪 LH2505、LH2507 主流的波动区间。从供需趋势看，今年母猪产能增加，生产效率也有提高，疫病风险也较小，1-2 季度整体出栏同比增加较多；从仔猪价格环比增加开始，预计持续到二季度供应环比都在增加。猪价很难太大的上涨空间不大

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