

2025年2月21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: 美元指数大幅走弱, 非美货币整体延续反弹

【宏观】 海外方面, 因市场对特朗普的关税担忧, 以及美联储官员表示仍预计今年将有两次降息, 美元指数单边走弱; 此外, 日本央行将进一步加息的押注增加以及泽连斯基采取了更具建设性的措施后, 日元和欧元反弹, 美元继续走弱; 全球风险偏好因对关税的担忧而整体降温。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; 且由于美元指数持续走弱, 人民币汇率压力短期大幅升值; 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, 市场风险偏好短期整体有所升温。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】 在保险、猪肉以及游戏等板块的拖累下, 国内股市基本持平。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; 且由于美元指数持续走弱, 人民币汇率压力短期大幅升值; 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, 市场风险偏好短期整体有所升温。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】 沪金继续高位震荡, 隔夜小幅下跌收至686.06。美国总统连续释放关税政策信号, 计划对汽车、半导体、药品等领域加征关税, 并威胁扩大制裁范围。黄金关税扰动逻辑仍存, 预计该逻辑在近期会持续生效, 但需考虑该影响将呈现边际递减趋势。利率方面, 美联储理事库格勒表示美联储近期将保持利率不变。昨日美元指数大跌, 继续助推COMEX黄金逼近历史新高, 随着3000的大关逐渐接近, 获利盘的抛压会逐渐增大。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: 表观需求明显改善, 钢材期现货价格反弹明显

【钢材】 周四, 国内钢材期现货市场小幅反弹, 市场成交量继续小幅回升。3月两会临近, 稳增长政策加码预期渐强。基本面方面, 现实需求明显改善, 本周五大品种钢材表观消费量环比回升131万吨, 其中螺纹钢库存环比回升104万吨。库存增幅则明显放缓。供应方面, 五大品种钢材环比回升21.39万吨, 因当下钢

厂盈利尚可，且电炉钢快速复产，后期成材产量供应回升趋势仍会继续延续。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】周四，铁矿石期现货价格反弹明显。钢材消费明显回升，叠加宏观预期改善，推动今日铁矿石价格反弹。基本面方面，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】周四，硅铁、硅锰现货价格持平。Mysteel 五大品种钢材产量持续回升，铁合金需求继续回升。硅锰合格块现金含税自提北方主流市场价 6200-6300 元/吨，南方价格 6350-6450 元/吨。锰矿现货价格坚挺，天津港半碳酸 38-38.5 元/吨度，报价 40 元/吨度左右，加蓬 48 元/吨度左右，澳块 48.5-49 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：市场情绪再度转多，各品种共振走强

【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，本周累库 0.73 万吨至 35.76 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】佤邦复产的消息并未出现实质性进展，前期空头情绪出尽，市场情绪再度共振转多。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 19 日出口量录得 3020 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。受市场情绪共振走强的影响，锡价延续多头走势、中心再度上移。

【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：供应不确定性及美元走弱，油价延续涨势

【原油】哈萨克斯坦关键管道停运，另外 OPEC+或考虑推迟增产，这令市场预期原油供应收紧，油价已连续三个交易日走高。市场对特朗普寻求实施的一系列变动愈发麻木，价格本月仍在窄幅区间内波动。EIA 数据也显示美国原油库存增加 463 万桶，高于预期。短期市场继续等待不确定性因素落定。

【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】国内检修小幅提升，PX 价格有一定计价空间，但大幅上行空间有限，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。近期价格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】终端开工回升至 85%，下游开工回升至 87.2%，恢复速度仍然偏慢。短期终端订单仍以消化年前为主，原料采购节奏偏缓。另外下游库存近期累积速度仍然较快，后续下游需要去化的库存压力增加。短期 PTA 继续保持震荡格局，等待下游需求恢复验证。

【乙二醇】乙二醇开工下降 2.07%至 72.16%，煤制开工基本保持稳定，但近期煤价持续走低，后期开工或存在提高可能。另外近期基差保持+20 左右，较为稳定，以及发货情况仍然较为良好。3 月后去库格局仍然大概率实现，等待下游需求恢复，此前价格或持续保持震荡格局。

【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】太仓甲醇市场窄幅整理，基差维稳。现货价格参考 2585-2590。2 月下纸货参考 2590-2595，3 月下旬纸货参考 2620-2630。隆众资讯统计 2025 年 2 月 20 日，中国甲醇装置检修/减产统计日损失量 6640 吨。暂无恢复、新增检修及计划检修装置。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 7280-7380 元/吨，华东拉丝主流价格在 7350-7480 元/吨，华南拉丝主流价格在 7330-7530 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 20 日报道：两油聚烯烃库存 87.5 万吨，较前一日下降 0.5 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：京博聚烯烃二线（20 万吨/年）PP 装置重启。金能化学三线（45 万吨/年）PP 装置重启。中科炼化二线（20 万吨/年）PP 装置重启。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 市场价格延续涨跌。华北地区 LLDPE 价格在 8070-8300 元/吨，华东地区 LLDPE 价格在 8070-8750 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 40%，年度平均水平在 39.3%，相差 0.7%；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，供应提升且标品生产比例上升，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：贸易争端担忧缓解及美元走疲支撑 CBOT 市场小幅收涨

【美豆】隔夜市场，贸易争端担忧缓解及美元走疲支撑 CBOT 市场谷物和油籽整体上涨。消息面，美国总统特朗普表示有可能与中国达成一项新的贸易协议，这表明他愿意阻止两国爆发贸易战。此外，欧盟贸易负责人表示，欧盟愿意与特朗普政府合作达成协议，以降低工业品关税并增加对天然气和大豆等美国商品的进口。

【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】隔夜市场，国内外油脂市场价格上涨。棕榈油受印尼可能限制棕榈油出口的消息提振了市场风险偏好。此外，2 月以来马棕出口环比降幅在收窄。AmSpec

Agri: 马来西亚 2 月 1-20 日棕榈油出口量环比减少 8.10%。ITS 周的数据显示，马来西亚 2 月 1-20 日棕榈油产品出口量为 733,970 吨，较上月同期出口的 736,213 吨下滑 0.3%。然后，近日由于马来西亚基准棕榈油价格飙升以及印度炼油厂利润为负，印度的炼油厂取消了原定于 3 月和 6 月交付的 7 万吨毛棕榈油 (CPO) 订单。棕榈油阶段性供需紧缩+消息预期提振拉涨后，建议谨慎追多。

【玉米】玉米注册仓单太高，现货深贴水，港口和终端库存较高，现货拉涨缓慢。昨日消息面传出饲用替代品投放，期货应声下跌。本产季玉米受多次增储消息提振略有透支，同时在政策预期支撑下，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。

【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