

2025年2月24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：美国多项数据显示经济增长放缓，全球风险偏好大幅降温**

【宏观】 海外方面，美国 2 月综合 PMI 初值降至 50.4 的 2023 年 9 月以来最低，制造业 PMI 初值上升至 51.6，服务业 PMI 初值降至 49.7，且为两年多来首次萎缩；而且密西根大学调查显示，2 月消费者信心指数终值降至 64.7，为 15 个月以来最低。由于市场担忧消费需求疲软以及新的关税威胁，美债收益率走弱、美元小幅反弹，全球风险偏好大幅降温。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大幅升温。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】 在服务器、通信服务以及算力等板块的带动下，国内股市大幅上涨。基本面，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大幅升温。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】 沪金上周呈现高位盘整的走势，周初在关税扰动与美元疲软的推动下逼近历史新高，主力合约一度突破 690 元/克，但周五受外盘黄金获利了结的影响迅速回调，夜盘受至 686 元/克。当前市场对关税政策扰动以及避险逻辑的定价仍占主导，特朗普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。美联储继续维持延缓降息的观点，但近期对于降息的态度有所回暖。3000 大关压力明显，获利盘的抛压随价格逼近会逐渐增加。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，建议等回调到位再行建仓布局。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：需求环比改善，钢材期现货价格反弹明显

【钢材】 上周五，国内钢材期现货市场区间震荡，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，钢材市场或以区间震荡为主，关注需求恢复情况。

【铁矿石】上周五，铁矿石期现货价格区间震荡。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】上周五，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：国内临近“两会”，关注市场预期带来的共振涨跌

【铜】宏观方面，临近 3 月“两会”，市场预期和情绪仍然有可能持续升温，留意市场情绪偏多情况下对铜、锡等供应端存扰动品种的价格上行。供应端，现货加工费周度下降 \$8.67 至 -\$10.8，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 (-1531.39, 368.71) 元的区间内波动，窗口多数时间维持关闭。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 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】宏观方面，临近 3 月“两会”，市场预期和情绪仍然有可能持续升温，留意市场情绪偏多情况下对铜、锡等供应端存扰动品种的价格上行。供应端，关注缅甸佤邦后续复工复产的节奏与边际变化，锡精矿供应短期维持偏紧、加工费暂难上涨；云南、江西两地炼厂开工率逐渐反弹至 54.79% 的水平，但在原料紧张的影响下，难以反弹至节前高位；锡锭进口窗口暂时关闭，但印尼在 2 月的锡锭出口量环比 1 月显著上升。需求方面，关注 AI 概念、电子产品消费政策对实际需求带来的影响；锡化工行业的开工率维持高位，边际影响量较小。社会库存维持低速的累库。综合来看，当前市场预期和情绪仍然偏多，而佤邦复产尚未正式落地，导致锡仍然属于做多的对象；但临近“两会”召开，留意可能在 2 月底或 3 月初的利多出尽或市场预期被证伪后的期价共振回落，以及佤邦复产、供应扰动减少

可能带来的期价拐头。

【碳酸锂】下周（2.24-2.28）临近国内“两会”的召开，关注市场情绪的边际变化。基本面上，供应端，碳酸锂厂周度产量反弹至17164吨，开工率录得47.62%，环比录得+7.08%，主要受盐厂节后复工复产的影响。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20日，碳酸锂产业链周度库存录得112546吨，环比上升3213吨。碳酸锂供需过剩格局逐渐凸显，价格重心预计震荡偏弱运行，可短中线顺势做空；反弹上行多由事件或政策预期驱动，可在高位反弹后做空。

能源化工：和谈进度超预期，原油溢价大幅回吐

【原油】俄乌和谈进度推进使得制裁溢价持续回吐，以及伊拉克北部出口将回归也使得地区贴水小幅下行，油价结构也总体保持低位震荡。事件性驱动不确定性仍较高，目前俄出口实质并未出现下降，而伊朗供应则明显回落。一旦后期伊朗制裁落地，油价仍可能出现较大回升。短期仍不建议进行过多方向性操作。

【沥青】油价小幅回落，沥青跟随略有回调。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。

【PX】炼厂开工仍旧维持低位，叠加内盘检修小幅增加，短期PX外盘价格保持886美金，PXE价差保持216美金的偏强震荡。后期海外汽油仍然有持续回升可能，调油逻辑或在后期作价，PTA检修短期需求走低但以计价，PX或仍旧保持偏强震荡。

【PTA】终端开工小幅回升，但多以消化年前订单为主，新订单较少。下游开工恢复至87.7%也略不及往年预期。但PTA后期检修计划持续增加，3月累库预期有所减少，或可保持平衡。短期油价下行带动平衡驱动就品种价格偏弱势震荡，后期关注下游开工恢复、终端旺季订单的同时，仍需关注油价不确定性变动影响。

【乙二醇】开工小幅下行至74.2%，但终端订单仍然偏低，下游开工恢复至87.7%，也略不及预期，以及近期港口发货量减少，乙二醇3月去库预期有所转弱。叠加油煤成本近期均出现下行，乙二醇价格靠近下沿震荡，但下游开工恢复情况的确定仍需等待，3月需求仍有概率想好，短期可进行卖空波动操作。

【短纤】库存压力略有抬升，以及下游涤纱成品库存继续累积，叠加终端启动仍然偏缓慢，订单仍然以消化已有量为主，导致短纤过剩压力仍然存在。成本端PTA价格企稳，后续检修仍有增量但下游开工恢复偏缓，价格跟随原油略有回落，后期对于短纤支撑可能有限，基差近期保持稳定，后期盘面预计将保持震荡格局，等待原油及PTA价格出现方向性落定。

【甲醇】甲醇开工虽然高位，但近期零星检修导致开工略有下降，进口到港货源依旧偏少，国际甲醇开工下调进一步加剧了港口进口下降的担忧。近两周下游检修开工下降，3月初MTO计划重启，整体看供需出现阶段性边际改善预期，但上升驱动不强，价格预计震荡修复。

【PP】下游需求快速恢复，原料库存较低，补库动作有所减弱，上游开工小幅下降，产量仍维持高位，库存压力较大，向下传导不畅，在但阶段性的补库和油价支撑下，价格预计震荡修复，但空间有限。

【LLDPE】PE短期内下游开工提升速率高，同比恢复水平相对偏高，现货升水较多，库存转而下降，近月相对较强，但05合约经过连续数日上涨估值已经偏高，供应压力仍然抑制价格，预计继续上升空间有限，短期内高位震荡为主，中长期价格承压。

农产品：本周天气形势向好，南美丰收预期或主导美豆价格偏弱调整

【美豆】截至2月18日当周，投机客增持CBOT大豆期货和期权净空头。巴西方面，主产区收割提速至正常水平，今年整体仓储能力也大有提高，集中上市冲击风险相对小；天气方面，下周阿根廷农业产区和巴西部分地区将出现大范围降雨，这也对期货造成压力。综合看，中美大豆贸易稳定性预期有提高，但南美大豆创记录收购主导期货价格或偏弱调整。

【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，后期期货价格偏强预期不变。

【油脂】现阶段豆油主要围绕后期进口大豆供应阶段性紧缩交易，虽然成本和基差稳定，但受豆粕溢价交易压制期货预期。此外，国内棕榈油紧库存及B40政策执行在即，市场对印尼收缩或限制棕榈油出口有担忧，盘中溢价导致阶段性买豆油空棕榈油套利结束，豆油短期卖盘也偏强。后期，棕榈油围绕消息面交易可预测性不强，但国际能源价格偏弱，且产区出口或持续受相关油脂拖累，建议谨慎追多；豆油阶段性多头基础稳固，但后期随着供应矛盾缓解，油料油脂丰产叙事仍有可能带动油脂整体板块下行。

【玉米】节后玉米期现市场上涨后，产地惜售导致地趴粮抛售节奏偏慢，烘干塔和贸易商在收储提振下购销加快，储粮意愿有提振但整体依然不多。现阶段政策提振行情略有透支，且随着气温回升，预期产地相对集中的抛压可能会出现，现货补涨滞缓，短期期货预期存在继续偏弱调整可能。

【生猪】2月以来集团场计划出栏完成率偏低，供应充足，终端需求疲软。生猪

肥标价差持续高位，二育逢低补栏有增加。生猪出栏体重持续上涨也导致供应压力后置风险加大。现阶段，生猪现货维持震荡，期货预期偏差，冻品库存处于同期低位，入冻意愿不强。临近 LH03 交割月，现货高基差稳定仍未见收缩，期货端买盘也不强；远月逢高卖盘压力偏大。LH03-05 月间差高位也未回归。后期重点关注现对 LH03 基差收缩情况。

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資目标、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