

2025年2月25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：美国关税计划引发全球避险情绪升温**

【宏观】 海外方面，美国将“按时”推进针对加拿大和墨西哥的关税；而且美国财政部称，美国针对伊朗石油业实施了新一轮制裁，关税担忧的加深以及地缘风险的升温导致避险需求增加；此外，德国基民盟主席梅尔茨领导的保守派联盟在大选中胜出，承诺采取促进增长的政策来提振的经济，短期欧元走强，美元走弱；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；且由于美元指数持续走弱，人民币汇率压力短期大幅升值；但是短期国际市场回调以及国内限制游资炒作，国内市场情绪短期有所降温。资产上：股指短期震荡偏强，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】 在医疗服务、教育以及电子元件等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。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；但是短期国际市场回调以及国内限制游资炒作，国内市场情绪短期有所降温。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】 沪金继续维持高位盘整的走势，早盘上扬逼近690的高点，夜盘回落收至687附近。受助于特朗普关税政策引发的避险需求，以及全球最大黄金ETF持仓量的上升，COMEX黄金期货周一飙升至新高。上周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。获利盘的抛压随价格逼近3000大关会逐渐增加。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：贸易保护加剧悲观预期，钢材期现货价格小幅下跌

【钢材】 周一，国内钢材期现货市场继续延续弱势，市场成交量继续维持低位。央行宏观审慎会议再次强调推动房地产止跌回稳，国内政策面依然偏暖。基本面方面，上周末，韩国、越南相继对中国钢材产品征收临时反倾销税，进一步加剧了外需走弱的预期。国内需求继续走弱，但在边际改善，上周五大品种钢

材表观消费量环比回升 131 万吨，其中螺纹钢环比回升 104 万吨。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，铁矿石价格短期仍有韧性，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】周一，铁矿石期现货价格有所走弱。铁水产量连续两周下滑，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，随着天气的好转，铁矿石发运量也有所回升，本周全球铁矿石发运量环比回升 1378.7 万吨，到港量则环比减少 128.1 万吨，前期发货量的下降逐步体现在到港量上面，短期铁矿石供需错位格局仍在延续，但已有改善，铁矿石价格短期或仍以震荡偏强思路对待。

【硅锰/硅铁】周一，硅铁现货价格小幅下跌，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：“两会”临近带动情绪偏谨慎，警惕超预期或利多出尽后的突破

【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，周末累库 1.64 万吨至 37.4 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，警惕政策超预期或利多出尽带来的震荡区间突破，但铜价中长期仍然以上行为主。

【锡】供应端，关注缅甸佤邦和刚果（金）后续的边际变化，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。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】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：驱动偏弱波动持续，油价小幅走高

【原油】伊拉克石油部长表示，如果通往土耳其的管道恢复运营，北部出口最早将于本周恢复，最多达到18.5万桶/天额外增量。另外俄乌和谈协议可能为放松制裁铺平道路，市场持续关注谈判进程。而由于市场面临可能的供应回归，市场预计OPEC+将再次推迟恢复产量计划。油价继续保持波动格局，驱动仍然需要等待不确定性落定。

【沥青】油价略有稳定，沥青前期冲高小幅回调。近期国内社会库存连续8周增长，厂家库也继续累积，其中华东厂库累库幅度明显。下游需求恢复缓慢，叠加部分进口串货到港，库存推高。另外炼厂开工近期走高，短期供应显著增加，导致区域性累库继续放量，短期价格上行空间有限。

【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，PXN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已计价，近期PX或仍旧保持震荡。

【PTA】基差仍然保持稳定，惠州装置重启时间推后，PTA近期的加工费持续保持150-200之间低位，使得厂家检修意愿增加。另外厂家库存也仍然偏高，下游厂家的原料和产品库存也都在近期累积较快，采购意愿明显仍然较差，叠加资金空头持仓加码，PTA近期走弱兑现，后期市场食醋等待下游开工恢复情况，震荡持续。

【乙二醇】发货小幅增加，开工略有稳定，但总体来看由于下游恢复不及预期，乙二醇3月的去库格局可能有所收紧，去库量或减少。近期煤价及油价持续低位徘徊，后期存量装置开工也可能出现回升。短期低位震荡持续，利多驱动仍需等待下游恢复情况。

【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，基差走弱。现货价格参考 2600-2610，2 月下旬纸货参考 2600-2620，3 月下旬纸货参考 2640-2650。陕蒙甲醇周初重心大涨，期货偏强，买盘逢低介入尚可；目前内蒙古达旗主流出货 2120 元/吨，较上周涨 75-90 元/吨不等。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】国内 PP 市场小幅松动 10-30 元/吨不等。华北拉丝主流价格在 7280-7370 元/吨，华东拉丝主流价格在 7340-7440 元/吨，华南拉丝主流价格在 7320-7530 元/吨。美金市场价格整体持稳，均聚 950-1005 美元/吨，共聚 990-1090 美元/吨，透明 1030-1095 美元/吨。隆众资讯 2 月 24 日报道：两油聚烯烃库存 92 万吨，较上周增加 6 万吨。国内 PP 检修装置变化详情：京博聚烯烃一线（20 万吨/年）PP 装置重启。天津渤化（30 万吨/年）PP 装置重启。中安联合（35 万吨/年）PP 装置重启。镇海炼化三线（30 万吨/年）PP 装置重启。上海石化二线（10 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 市场价格弱势整理。华北地区 LLDPE 价格在 8070-8350 元/吨，华东地区 LLDPE 价格在 8050-8750 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。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：南美天气形势向好叠加美谷物扩产预期，CBOT 谷物领跌

【美豆】隔夜市场，CBOT 谷物带动油籽价格下行，南美作物产区天气改善及美国新产季谷物扩产预期，导致市场多头盈利预期降低而减仓回调。美豆方面，USDA 出口检验量报告显示，2 月 20 日止当周美国大豆出口检验量为 858,679 吨，符合预期。本作物年度迄今，美国大豆出口检验量累计为 36,875,678 吨，上一年度同期为 33,136,181 吨，同比增加 11.3%。咨询机构 AgRural 消息，巴西 2024/25 年度大豆收割率为 39%。巴西 2024/25 年度大豆产量料为 1.682 亿吨，而此前预计为 1.71 亿吨。

【豆粕】国内 2-3 月进口大豆到港供应紧缩预期，随着油厂停机计划不断披露，市场基差报价不断走高。然而，市场传言中储粮将抛出 200 万吨储备大豆，使得期货盘中多头持仓兴趣减弱。如预期兑现，抛储调节 200 万吨+3 月进口到港 400 万吨+油厂季节性去库 200 万，满打满算，超季节性低库存对短期豆粕基差仍有支撑。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 02 月 21 日，全国主要地区油厂大豆库存 501.42 万吨，较上周减少 45.43 万吨，减幅 8.31%，同比去年减少 54.32 万吨，减幅 9.77%；豆粕库存 49.88 万吨，较上周增加 6.49 万吨，增幅 14.96%，同比去年减少 5.68 万吨，减幅 10.22%；

【油脂】据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 02 月 21 日，全国重点地区豆油、棕榈油、菜油三大油脂商业库存总量为 201.32 万吨，较上周增加 5.18 万吨，涨幅 2.64%；同比去年同期上涨 7.75 万吨，涨幅 4.00%。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】今年以来，母猪存栏高位且稳定，生产效率高且疫情季节性冲击较小，中周期生猪宽松供应预期不变，短期二育增加及集团场阶段性出栏节奏偏慢导致生猪出栏增加，后期随着肥标价差季节性收缩，供给压力或被后置。期货端，预期偏差高仓单交割卖压偏强，市场情绪排也很悲观，高基差下买盘意愿并不强。后期在近月交割逻辑主导下期货预期上涨空间有限；目前淡季期货合约盘面利润微薄，旺季期货合约去利润压力也偏大。

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