

2025年2月26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2月消费者信心大降，悲观预期导致全球风险偏好降温**

【宏观】海外方面，美国总统特朗普宣布对铜产业发起调查，关税战风险进一步加大；但是，特朗普表示将在某个时候解除对俄制裁以及美俄乌之间的谈判进展良好，地缘风险降温。此外，美国2月消费者信心创逾三年来最大单月降幅，对未来的悲观情绪卷土重来，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】在农业种植业、影视院线以及短剧游戏等板块的拖累下，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】沪金夜盘大幅回调，截至收盘已跌破680的整数关口至678附近。受累于获利了结，COMEX黄金触及一周低点。关税扰动的影响正在逐步减弱，美元继续走弱则为金价提供支撑。目前，美联储继续维持延缓降息的观点，市场关注点为周五公布的美国个人消费支出物价指数报告，以获取美联储进一步降息的路径和预期。如我们之前的推断，黄金在3000点的整数关口会存在较大的获利盘抛压。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，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：避险情绪增加，钢材期现货价格跌幅扩大

【钢材】周二，国内钢材期现货市场跌幅扩大，市场成交量继续回落。韩国、越南对中国钢铁产品征收反倾销税，外需走弱预期进一步增加。淡季背景下，国内需求则继续走弱，但边际上已经有所改善。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。成本端，焦炭第十轮提降，成本支撑进一步下移。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】周二，铁矿石期现货价格均有明显回落。铁水产量连续两周下滑使得矿石需求预期有所改变。不过目前钢厂尚有一定利润，铁水产量是否见顶仍需进一步观察。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。铁矿石价格以区间震荡思路对待，短期或有进一步回调可能。

【硅锰/硅铁】周二，硅铁、硅锰现货价格有不同程度下跌。Mysteel五大品种钢材产量持续回升，铁合金需求继续回升。硅锰现货6517北方市场价格6100-6200元/吨，南方市场价格6150-6250元/吨。锰矿现货价格相对平稳，钦州港半碳酸价格38-38.5元/吨度，加蓬块47.5元吨度上下，南非中铁报价39元/吨度。硅锰供应继续回升，Mysteel统计全国187家独立硅锰企业样本：开工率（产能利用率）全国49.05%，较上周增2.04%；日均产量29390吨，增340吨。硅铁主产区72硅铁自然块现金含税出厂5850-6000元/吨，75硅铁价格报6200-6300元/吨。焦炭第十轮提降带动硅铁原料价格走弱，现府谷市场中小料主流价格630-720元/吨。供应则继续回升，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38.615%，较上期增0.36%；日均产量16110吨，较上期增180吨。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：经济悲观情绪升温，油价跌至年内低点

【原油】美国消费者信心下滑，加剧了对特朗普的政策阻碍经济增长并抑制能源需求的担忧。消费者信心创 4 年来最大降幅，促使市场降低风险资产配置。而特朗普关税以及最近与中国经济进一步脱钩的举动则使得全球能源需求前景进一步恶化，油价跌破此前的 5 美元区间，至今年价格低位。

【沥青】炼厂沥青开工略有上升，但库存累库速度仍然较低，并且库存水平仍然处于低位区间。短期沥青需求淡季，项目需求尚未启动，叠加原油价格进一步走弱，沥青成本端支撑走低。另外 3 月排产有所增加，在加工利润恢复预期下，累库压力仍在，近期回调压力仍然较大。

【PX】PX 开工环比小幅提升，多套装置延迟检修计划，另外 PTA 开工近期也较低，检修持续增加，重启也有推迟，加工费保持低位，PX 供需有走弱预期。但后期成品油需求仍有超预期可能，PX 调油需求可能会在后期重新走高，短期 PX 较弱，原油支撑走低，价格保持低位震荡格局。

【PTA】基差微幅上行，但采购量仍然偏低。近期长丝恢复情况较好，瓶片开工仍然极低，加工费也处于亏损状态。终端开工仍然在恢复中，目前订单水平仍然未达到年前水平，但距离旺季仍有时间，下游需求验证逻辑仍然有证实概率，短期 PTA 偏弱震荡，油价支撑下行，但检修仍支撑底部。

【乙二醇】港口发货小幅增加，港口库存进一步走高，下游低价卖货意向尚可，开工略有稳定，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】需求恢复情况仍然偏慢，加工费仍然走低，目前已至亏损位置。成本端 PTA 价格仍在弱势震荡，后续检修仍有增量但下游开工恢复偏缓，叠加原油价格持续走弱，后期对于短纤支撑仍然有限。基差近期保持稳定，后期盘面预计将保持弱震荡震荡格局。成本逻辑将成为近期主要驱动，等待原油及 PTA 价格出现方

向性落定。

【甲醇】太仓甲醇市场稳中整理，基差总体偏弱。现货价格参考 2600–2610。2 月下旬纸货参考 2605–2610，3 月下旬纸货参考 2640–2645。2025 年 2 月 25 日，中国甲醇装置检修/减产统计日损失量 8290 吨。暂无恢复、新增检修及计划检修装置。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 7230–7360 元/吨，华东拉丝主流价格在 7330–7450 元/吨，华南拉丝主流价格在 7320–7520 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 25 日报道：两油聚烯烃库存 85 万吨，较前一日降 7 万吨。国内 PP 检修装置变化详情：四川石化（45 万吨/年）PP 装置停车检修。下游需求恢复，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 8050–8350 元/吨，华东地区 LLDPE 价格在 8050–8700 元/吨，华南地区 LLDPE 价格在 8180–8650 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 少品种有进口利润。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：美国滞涨风险担忧下谷物和油籽市场冲击相对偏小

【美豆】隔夜市场，CBOT 谷物和油籽市场大体持稳。南美作物产区天气改善及美国新产季谷物扩厂预期，导致市场谷物多头盈利预期降低，现阶段谷物市场顶部基本确定。美豆方面，随着巴西大豆收割进度恢复正常，且阿根廷大豆产区降雨预期增加，干旱担忧略消退，受季节性冲击影响 CBOT 大豆偏弱。进入 3 月，美豆在新季减产题材支撑下，CBOT 大豆 1050 一线稳定支撑或逐步强化。

【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。

【油脂】国内豆油库存环比增加，且随着近月进口大豆供应担忧有所消退，基差偏弱整理，下游需求表现疲软。菜油方面，随着美加贸易关系再度趋近，ICE 菜籽受菜系出口担忧影响下跌，国内菜油高库存，供需宽松下现货情绪悲观，短期缺乏支撑而相对豆棕市场更加疲软。现阶段，油料端随谷物市场获利平仓而疲软，油脂自身需求端既受淡季影响明显，同时承接能源价格下跌冲击在增加。因此，油脂板块整体高位盘整或油偏弱表现。

【棕榈油】隔夜 CBOT 美豆油期货小幅收跌，马来西亚 BMD 毛棕榈油期货大体持稳。国内方面，棕榈油低库存且进口利润倒挂，高基差稳定，下游维持刚需采购。DCE 棕榈油期货额外收到相关油脂拖累下行。根据马来西亚棕榈油协会（MPOA）公布的数据显示，马来西亚 2 月 1-20 日毛棕榈油产量环比减少 5.78%，其中，马来半岛产量减少 4.14%，沙巴产量减少 9.11%，沙捞越产量减少 4.41%，东马来西亚产量减少 7.76%。出口方面，根据船运检测结构消息，ITS：马来西亚 2 月 1-25 日棕榈油产品出口量为 909,165 吨，较上月同期出口的 934,598 吨下滑 2.7%。AmSpec Agri：马来西亚 2 月 1-25 日棕榈油产品出口量为 879,652 吨，较上月同期的 868,960 吨增加 1.2%。截至 2 月底，马来西亚棕榈油库存料或将降至 150 万吨，为近两年来最低水平。这继续为棕榈油提供支撑。

【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