

2025年2月27日

研究所晨会观点精萃

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

宏观金融：美元短期小幅反弹，全球风险偏好整体升温

【宏观】海外方面，美国总统特朗普表示预计将很快对欧盟征收 25% 的关税，关税战风险进一步加大；但是，美俄乌之间的谈判进展良好，地缘风险降温。目前，市场对经济强劲程度和关税前景进行了评估以及欧美企业业绩良好，美元小幅反弹，全球风险偏好整体升温。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；以及短期国内外资金持续流入股市，国内市场情绪短期大幅升温。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；有色短期偏强震荡，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】在钢铁、减速器以及光伏设备等板块的带动下，国内股市大幅上涨。基本上，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；以及短期国内外资金持续流入股市，国内市场情绪短期大幅升温。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】周三沪金高位宽幅震荡，早盘一度跌至 675 的关口，截至夜盘收盘重新回到 680 上方。隔夜 COMEX 交投最活跃的四月份合约小幅收涨 0.4%。目前，美联储继续维持延缓降息的观点，投资者焦点集中在周五公布的美国个人消费支出(PCE)物价指数报告，以及周四发布的 GDP 和耐用品订单数据，以判断降息的节奏。目前，关税扰动的影响正在逐步减弱，推迟降息的预期已经被市场消化，若通胀显著高于市场预期则可能助推黄金上涨。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：供应压缩传闻再起，钢材期现货价格有所反弹

【钢材】周三，国内钢材期现货市场小幅反弹，市场成交量有明显回升。今日市场传闻今年压减粗钢产量 5000 万吨，明后年依次压减 2000 万和 1000 万吨，结合当下钢材出口遭遇贸易壁垒等因素，供应压缩政策有一定出台可能性。基本面方面，需求边际改善迹象明显，钢谷网建筑钢材社库降幅明显收窄，厂库首次出

现降库，热卷库存降幅也明显放缓。供应方面，钢谷网建筑钢材产量回落，板材产量则小幅回升。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】周三，铁矿石期现货价格小幅走弱。粗钢压减传闻压制铁矿价格，但我们认为，短期钢材仍有一定利润，且后续即使有供应压缩政策，落地尚需时间，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】周三，硅铁、硅锰现货价格持平。本周钢谷网建筑钢材及热卷产量增幅放缓，铁合金需求有所放缓。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，警惕期价整理后的突破方向

【铜】宏观方面，临近 3 月“两会”，市场预期和情绪处于谨慎偏空的状态中，期价走势维持震荡，关注后续突破方向。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，26 日，佤邦公布《办理开采、选厂、探矿许可证的流程》文件，市场预期佤邦复产在即，期价夜盘大幅回落。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。在佤邦矿山复产即将落地的情况下，期价短期内暂无做多动力，预计重心下移后维持震荡。

【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：成品油库存意外增长，油价价格持续疲软

【原油】上周美国原油库存减少 230 万桶，汽油库存增加 36.9 万桶，馏分油库存增加 390 万桶，在前期消费者信心指数大跌的情况下，成品油库存增加使得市场对需求担忧情绪上升，油价仍然保持低位震荡。另外俄罗斯和乌克兰达成和平协议的前景正在改善，俄罗斯制裁的不确定性也在减少，油价供应压力可能会回升。

【沥青】油价近两日下行，沥青跟跌幅度有限，炼厂沥青开工略有上升，检修环比减少，生产利润小幅回升，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。短期绝对价格仍然受到原油的较大压制。

【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】基差保持贴 05 约 45，保持稳定采购积极性仍然偏低，商谈量较少。目前 PTA 加工费继续保持低位，导致装置检修持续增加，供应压力趋缓。下游方面近期内长丝恢复情况较好，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】港口发货近期仍然比较一般，未到 1 万吨水平，港口显性库存进一步走高，工厂库存去化速度也较慢。下游低价买货意向尚可，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，需要等待下游恢复验证情况，短期 3 月仍有去库预期，但成本支撑偏弱，预计近期将持续震荡。

【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 价格出现方向性落地。

【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 少数品种有进口利润。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 谷物和油籽市场多头获利平仓，阶段性基本面题材不多。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】目前成本端需要浸提美国加征关税风险，由此引发美国农产品出口限制，叠加巴西 3 月出口溢价稳定，国内 05 合约周期内成本估值可能会下移。供应方面，2-3 月进口大豆到港供应紧缩，随着中储粮抛储，市场担忧情绪略有消退，高

基差现货成交兴趣偏差。此外，从 2 月巴西对华出口装运预期看，国内 4 月进口大豆到港量至少要爱 1000 万吨以上。由此豆粕弱预期兑现节奏有可能提前。现阶段，豆粕维持震荡，下跌有投机买盘支撑，逢高产业卖压偏大。

【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 美豆油和马来西亚 BMD 毛棕榈油期货小幅收跌。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。马来产区产量受降雨影响减弱，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，受制于性价比低，节日备货消费比预取偏差。根据船运检测结构消息，SGS：马来西亚 2025 年 2 月 1-25 日棕榈油出口环比减少 7.67%。市场预期，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