

2025年4月28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：021-80128600-8632

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：021-80128600-8631

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：021-80128600-8621

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：021-80128600-8630

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：021-80128600-8622

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-80128600-8616

邮箱：fengb@qh168.com.cn

宏观金融：美债收益率下降，全球风险偏好整体升温

【宏观】海外方面，美国总统表示将为不同国家设定“公平的”关税价格，预计贸易协议将在三到四周内达成；市场预期中美贸易战将有所缓和，且投资者在权衡美联储可能随着经济活动放缓而转向降低利率的可能性，受此影响美债收益率下跌，全球风险偏好整体升温。国内方面，一季度国内经济好于预期、且3月工业企业利润同比转正，经济开局良好；而且政治局会议表示在当前复杂外部环境下，中国将采取更加积极有为的宏观政策，推动实现全年预期增长目标，政策支持预期增强，短期对国内市场风险偏好形成较强的支撑。资产上：股指短期震荡反弹，短期谨慎做多。国债短期高位震荡，谨慎做多。商品板块来看，黑色短期偏弱震荡，短期谨慎观望；有色短期震荡反弹，短期谨慎做多；能化短期震荡反弹，谨慎做多；贵金属短期高位震荡，谨慎做多。

【股指】在贵金属、能源金属以及生物医药等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。基本上，一季度国内经济好于预期、且3月工业企业利润同比转正，经济开局良好；而且政治局会议表示在当前复杂外部环境下，中国将采取更加积极有为的宏观政策，推动实现全年预期增长目标，政策支持预期增强，短期对国内市场风险偏好形成较强的支撑。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】上周贵金属市场呈现剧烈震荡格局，黄金在创历史新高后受政策预期扰动冲高回落。目前美国计划分阶段进行关税磋商，中国官方则否认中美谈判进展，当前市场信息较为混乱，关税政策不确定性仍构成贵金属波动中枢上移的底层逻辑。经济数据层面，美国4月综合PMI创新低与领先指标恶化强化衰退预期，但制造业PMI回升及后续PCE数据及关税月数据待验证仍令美联储降息路径存疑，市场对6月降息概率的博弈加剧金银波动弹性。展望后市，美国政府信用受损引发的美元资产抛售与地缘博弈不确定性将继续持续，黄金中长期上行趋势未改。但短期需警惕政策预期差与高杠杆多头平仓引发的剧烈震荡，

白银或被动跟随黄金，且受制于制造业需求疲软仍将弱于金价，下周重点关注美国 3 月 PCE 数据、4 月非农就业数据、4 月 ISM 制造业指数及美国一季度 GDP 等数据

黑色金属：粗钢压减传闻再起，钢材期现货价格反弹明显

【钢材】上周五，国内钢材期现货价格反弹明显，市场成交量有小幅回升。宏观方面，中美贸易冲突周末再度出现反复，但一季度政治局会议仍在释放政策利好。基本面方面，在“买涨不买跌”心态以及节前备货的带动下，各品种成交呈现了明显上升的态势。不过，上周五五大品种钢材表观消费量环比回落 22.39 万吨，为近几周回落幅度最大，钢材需求或以阶段性见顶。供应方面，粗钢压减传闻再起，推动周五也盘价格出现反弹。但五大品种钢材产量环比回升 3.13 万吨，钢厂利润目前仍有 100 元/吨，后期供应仍有回升空间。短期钢材市场或仍以区间震荡思路对待。

【铁矿石】上周五，铁矿石期现货价格明显回落。铁水产量创出 244 万吨高位，钢厂盈利占比回升至 57%，不过近期粗钢压减传闻再起，且产量已经接近市场预期高位，后期 240 万吨以上的铁水日产或不能维持。供应方面，上周发货量继续小幅回升 17.8 万吨，到港量环比回落 200.2 万吨。考虑到二季度为传统铁矿石发运旺季，铁矿石发货及到港量均有回升空间。短期铁矿石建议以区间震荡思路对待，关注铁水产量顶部何时出现。

【硅锰/硅铁】上周五，硅铁、硅锰现货价格持平。上周钢联口径五大品种钢材产量继续环比回升 3.1 万吨，铁合金需求尚可。硅锰 6517 北方市场价格 5650-5750 元/吨，南方市场价格 5650-5750 元/吨。成本端继续下探 1-2 元/吨度，天津港半碳酸 32-33 元/吨度，南非高铁 30.5-31 元/吨度，加蓬 37-37.5 元/吨度，澳块 37.5-38 元/吨度。Jupiter 公布 2025 年 5 月对华锰矿装船价，Mn35.5%半碳酸块为 3.85 美元/吨度。供应继续回落，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 41.59%，较上周减 2.63%；日均产量 26580 吨，减 365 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5500-5600 元/吨，75 硅铁价格报 6050-6100 元/吨。河钢 4 月硅铁招标定价 5950 元/吨，询盘价 5900 元/吨，3 月定价 6180 元/吨，较上月下跌 230 元/

吨。成本端兰炭市场暂稳运行，神木市场小料价格 720-800 元/吨。供应端也继续回落，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 30.91%，较上期降 1.48%；日均产量 14140 吨，较上期降 200 吨。短期铁合金价格仍以区间震荡思路对待。

能源化工： 贸易战担忧持续，油价保持窄幅波动

【原油】关税缓和可能下油价保持稳定，而近期现货需求尚可，结构继续保持偏强状态，且炼厂利润反而回升，库存继续去化，油价支撑仍然存在，短期价格将保持窄幅震荡。但哈萨克斯坦等增产将继续快于计划，供应回归幅度将高于预期，若后期需求再度走低，现货走低明显后将打压盘面，需持续跟踪。

【沥青】短期驱动仍然来自宏观和原油，就沥青基本面而言，近期驱动有限，基差开始回落，装置开工和产量出现回升但幅度也相对有限，整体供应处在偏低位置。下游需求在五一之前有一定程度的提振，囤库需求小幅提高。库存方面，前期累库趋势已经明显放缓，区域分化明显，北强南弱持续，短期继续跟随原油波动。

【PX】原油价格稳定之后，PX 价格跟随反弹明显，外盘价格回升至 752 美金，PXN 价差也稳定在 170 美金水平。短期 PX 装置检修仍然偏多，以及 PTA 持续去库，和 5 月后 PTA 装置回归预期下，PX 将继续保持偏紧平衡水平，或测试压力位，保持震荡格局。

【PTA】下游开工仍然偏高，但是终端开工进一步下行，加弹厂等虽然短期略有补库，但成品库存仍然偏高，且关税扭转之前，厂家主流仍保持低库存运行。以及五一放假时间可能较长，负反馈或向下游传导。PTA 价格短期小幅反弹更多是近期社会库存和仓单继续去化，但下游情况或限制上方空间，短期震荡为主。

【乙二醇】进口豁免令乙烷进口返回正常路径概率拉高，乙二醇部分进口原料装

置停产可能走低。叠加近期发货量仍然偏低，港口库存去化速度仍然一般，工厂库存去化速度也偏慢，乙二醇明显去库时点将继续推后，继续保持偏弱震荡格局。

【短纤】需求持续偏弱，下游五一放假可能提前。终端方面，东南亚订单基本重启，但抢出口并未有明显增量，且由于东南亚产能有限，承接新订单能力不足，整体对国内需求增量也有限。内需则持续保持弱势，厂家原料库存贬值，订单减少，备货意愿较低，短纤将维持偏弱水平震荡。

【甲醇】进口到港未出现明显增量同时内地计划外检修增加，整体供应不及预期，需求方面看，节前集中补库作用下，导致库存继续下行。近月供需情况未明显恶化，但进口预期回归，检修装置重启，和传统下游旺季后走弱等仍将压制盘面价格，短期震荡修复为主。临近假期，谨慎观望。

【PP】PP 下游开工继续小幅下滑，上游检修已经开始，产业库存不高且上游仍在去库中，但下游成品库存偏高且在累库，短期内供需矛盾不突出，中长期或存在需求负反馈，关注检修进度。

【LLDPE】PE 下游基本稳定，农膜需求虽在回落但其他下游需求有所提高，节前补库有一定支撑，同时供应端产量小幅增加，变动不明显，库存小幅上涨。节前预计震荡偏弱，谨慎观望。

有色：政策预期靴子落地，有色震荡

【铜】宏观上，政治局会议有一些新的表述，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加快专项债和特别国债等发行使用，但整体未超预期；关税方面，近期美国可能下调对我国关税，但关税谈判将是一个漫长的过程；下周重点关注美国制造业 PMI 和非农数据。供应端，铜精矿加工费处于低位，但国内冶炼产量仍处于高位，废铜供应比去年下半年相对宽松，目前南方粗铜加工费维持在 1100 元/吨。需求端，仍处于消费旺季，一季度表观需求大幅增长，制造业产量处于高位。库存持续下降，当前处于近年来中性偏低水平。特朗普可能下调对我国关税，短期提振市场情绪，中期反弹高度有限。

【铝】供应端，电解铝生产利润超过 3000 元/吨，利润丰厚，电解铝产量扰动下降，产量维持高位，一季度进口超预期，进口刚性。需求端，超预期，汽车、光伏等行业提振用铝需求。库存下降超预期，铝锭和铝棒持续去库。铝价近期反弹，随着政治局会议召开，建议前期多单可部分止盈。

【锡】供应端，4 月 23 日缅甸佤邦召开复产前座谈会，目前暂无进一步消息，但复产仍是大概率，云南江西两地炼厂开工率下降至 56.34%，依然处于低位，进口窗口小幅打开，3 月锡锭进口量高位，预计 4 月进口量维持高位。需求端，下游需求分化严重，但锡焊料需求旺盛，3 月锡焊料行业开工率大幅回升，后续有望保持较高开工水平。下游及终端企业多持观望态度，刚需采购为主，现货市场成交清淡，库存下降 72 吨，去库大幅放缓。综上，宏观偏暖，库存下降，短期锡价反弹，但对反弹高度不宜看得太高，宏观风险和佤邦复产消息施压。

农产品：北方多地干旱风险抬升加剧谷物市场风险偏好，玉米溢价驱动反弹

【美豆】美豆基金净多持仓继续增加，美豆油强势上涨行情和中美贸易僵局可能缓和的言论继续为美豆提供一些支撑。天气方面，美豆主产州未来 6-10 日 72% 地区有较高的把握认为气温将高于正常水平，50% 地区有较高的把握认为降水量将高于正常水平。关注美豆种植进度，减产周期天气容错空间小，播种初期往往易涨难跌。

【豆粕】上周国内豆粕现货基差高位回落，油厂开机陆续恢复，提货压力减轻。此轮近月基差暴涨带动远月成交报价及采购兴趣均出现上涨，现单 5 月提货基差报价仍处于同期高位。此外，短期 CBOT 大豆上涨驱动增强，远月期货预期改善。后期跨五一长假期，美豆受天气及政策消息扰动因素偏多，豆粕 09 合约短期回落空间或有限，空头风险敞口建议降低。

【豆菜油】国内油厂开机阶段性偏低，豆油库存加速去化，现货坚挺，基差稳定。

菜籽油高价且处淡季，流动性、库存高、基差偏弱，成交冷淡。国内二季度菜籽进口虽然偏少，但积压库存高，供应依然稳定；ICE 菜籽底部支撑较强，成本支撑稳定但驱动不足。

【棕榈油】二季度，如果美国生物燃料政策利好预期落地，油脂原料短缺将增加国内豆油消费，豆棕价差加速修复将进一步稳定棕榈油需求预期。据马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据，马来西亚 4 月 1-20 日棕榈油产量预估增加 19.88%。马棕环比增产幅度较此前 SPPOMA 调查数据有明显增加，供需双增预期强化，棕榈油价格或维持区间震荡偏强走势。

【生猪】市场核心还是在交易季节性行情为主。此轮季节性行情，二育刺激现货拉涨后，需求匹配度偏低，上涨驱动不足，现货价格回归，区间支撑稳定。回顾跨清明节市场表现，节中现货便加速回落。由此看，随着二育抛压释放，集团场完成计划出栏节奏加速，五一节前现货承压概率相对较高，期货避险情绪主导偏下行。

【玉米】近期河南干旱引发谷物市场担忧，小麦市场稳定叠加抛压减轻，且成交较好，玉米价格首次影响强势反弹。现阶段区间上沿压力在弱需求+高库存，港口去库缓慢，饲料企业+深加工企业玉米库存都高，下游玉米淀粉企业库存也高，加工利润亏损，开机从高位开始季节性下滑。下沿支撑：产区低库存+风险溢价+政策预期。目前北港集港价 2180-2200 区间运行，对近月 C05 期货基差偏低，仓单注册量也在增加。因此，不排除通过 C05 合约下跌的方式收缩基差。远月基本面逻辑不变，C07/C09@2300 或以下买盘兴趣依然存在。

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：021-80128600-8632

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn