

2025年5月6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：美国非农就业数据好于预期，提振全球风险偏好

【宏观】海外方面，美国公布的一季度 GDP 环比-0.3%，大幅不及预期；但非农就业数据强劲，表明就业市场尚未受到关税政策的显著影响，而且美国 4 月 ISM

非制造业 PMI 从 3 月份的 50.8 上升至 4 月的 51.6，经济韧性较强，美联储降息预期从 6 月推迟到 7 月，美元和美债收益率反弹，全球风险偏好升温。国内方面，五一期间商务部回应中美经贸对话磋商情况称，美方近期通过相关方面多次主动

向中方传递信息，希望与中方谈起来；对此，中方正在进行评估。中方释放缓和和评估信号短期有利提振国内风险偏好和人民币汇率。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，谨慎观望；贵金属短期高位震荡，谨慎观望。

【股指】在保险、银行以及电力等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。基本上，五一期间商务部回应中美经贸对话磋商情况称，美方近期通过相关方面多次主动向中方传递信息，希望与中方谈起来；对此，中方正在进行评估。中方释放缓和和评估信号短期有利提振国内风险偏好和人民币汇率。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】贵金属市场本周呈现高位回调态势，伦敦金全周下跌 2.4%至 3240 美元/盎司，贸易局势缓和下美元企稳美债实际收益率回升，对贵金属形成压制。

美国一季度 GDP 环比负增长 0.3%且一季度核心 PCE 同比升至 3.5%，印证关税政策加剧滞胀风险的逻辑。4 月非农新增就业 17.7 万人超预期，失业率则稳定在 4.2%，就业市场表现依旧稳健。就业市场稳健叠加通胀仍存在压力，当前市场开始计价美联储可能推迟至 7 月行动。地缘政治风险边际缓和亦削弱避险需求，在美乌达成资源协议背景下，俄乌停战预期升温。特朗普承诺尊重美联储独立性，部分修复此前受损的美元信用体系。整体来看，在美元信用下滑及全球地缘上升背景下，黄金中长期配置价值不变，若回调至下一整数关口，可采用比例价差结构构建长线仓位。

黑色金属：宏观预期有所改善，钢材期现货价格或延续区间震荡

【钢材】长假之前，国内钢材期现货市场小幅回落，市场成交量也有所下降。长假期间贸易冲突释放出一定缓和信号，海外商品时时彩表现相对平稳，宏观面对市场影响偏利多。基本面方面，4 月最后一期库存和消费数据表现良好，5 大品种钢材表观消费量近 6 周以来首次出现同比增长。节假日期间钢银库存数据也有所下降。但需要注意的是，目前钢材需求处于淡旺季切换时点，需关注需求顶部何时出现。供应短期也处于高位，5 大品种钢材产量连续环比回升，铁水产量也突破 245 万吨，且在现有钢厂利润水平下，供应短期仍会在高位维持一段时间。短期来讲，钢材市场或继续延续区间震荡思路、

【铁矿石】长假之前，铁矿石期现货价格也呈现回落趋势，不过长假期间新加坡铁矿掉期小幅反弹，或提振短期矿石价格走势。基本面方面，铁水产量短期仍处于高位，但长假之前钢厂盈利占比已经环比回落 1.3 个百分点，加之钢材需求淡季将至，后期钢材需求或不足以承接当下的高铁水。供应方面，本周全球铁矿石发运量环比回落 137 万吨，但仍处在 3000 万吨以上；到港量也因节假日因素小幅回落，不过考虑到二季度为传统铁矿石发运旺季，后期发货及到港量均将有所回升。短期铁矿石建议以区间震荡思路对待，中期等待逢高沽空机会。

【硅锰/硅铁】长假之前，硅铁、硅锰现货价格小幅回落。4 月底钢联五大品种钢

材产量继续环比回升，铁合金需求表现尚可。硅锰 6517 北方市场价格 5600-5700 元/吨，南方市场价格 5500-5650 元/吨。锰矿现货价格也继续延续弱势，天津港半碳酸 32.5-33 元/吨度，加蓬 37 元/吨度左右，澳块报价 38 元/吨度左右。硅锰供应延续回落，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 40.74%，较上周减 0.85%；日均产量 26115 吨，减 465 吨。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： OPEC 超预期增产，长期结构转向，下行路径更加确立

【原油】OPEC 再度超预期增产，由于哈萨克斯坦等国减产执行较差，类似 20 年价格战再度开启，油价下行路径较为确定。但短期供需格局尚可，库存压力不大，叠加伊核谈判不畅，供应仍有阶段性减量风险，波动短期增加。但长期结构已经转为 Contango，下行路径长期较为确定。

【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 价差走强至 189 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】节中及节前终端补库情绪明显恢复，下游压力下行。叠加近期多套装置检修后，PTA 或有挤仓行为，基差大幅走高 100，盘面加工跟随上升明显，但后期基差再度回落明显。PTA 加工费近期保持偏高中性偏高水平，后续检修持续跟踪。短期下游持续保持高开工，PTA 仓单及总库存持续去化，加工保持偏强震荡。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】下游库存压力去化明显，叠加乙二醇发货情况仍然良好，乙二醇近期或有一定支撑。但由于近期煤制开工回归以及进口预期有所增加，港口库存继续保持在 80 万吨水平。叠加卫星进口或有豁免出现，所以虽然近期下游开工继续保持偏高位置，乙二醇明显去库时点将继续推后，短期乙二醇回升空间仍将有限。

【短纤】库存压力在终端补库下有一定去化，但目前下游加工利润持续走低，但厂家开工仍然偏高，下游五一放假时间仍可能延长，后期库存压力或有回归风险。终端方面，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，备货意愿走高后后期持续度值得怀疑，需继续观察，短纤将维持震荡。

【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，原油假日期间下跌，短期甲醇或有下挫。

【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，但原油节日期间下跌，PP 或跟随原油偏弱，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，库存小幅上涨节日期间原油下跌，PE 或重心下移。

有色：关注关税谈判进展，有色震荡

【铜】宏观上，五一假期期间，美国经济数据喜忧参半，整体显示美国经济处于放缓过程中，制造业 PMI 边际下滑至 48.7，为 2024 年 11 月来新低，虽然非农超预期，但考虑到 1、2 月下修 5.8 万人，以及关税影响尚未体现，难言乐观，首次申请失业人数和续请失业金人数均超预期；关税方面，特朗普表示不急于达成贸易协议，美日谈判没有达成共识，近期美国可能下调对我国关税，短期有助于提振市场情绪；下周重点关注美国非制造业 PMI 和美联储 5 月利率决议。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，消费旺季接近尾声，需求将边际转弱。库存持续下降，当前处于近年来中性偏低水平。关注关税谈判进展，短期震荡偏弱。

【铝】国内方面，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。海外方面，欧洲和日本升贴水下滑，欧洲消费仍差。建议前期多单随反弹分批平仓。

【锡】供应端，4 月 23 日缅甸佤邦召开复产前座谈会，会议宣布了佤邦中央经济计划委员会于 2025 年 3 月发布的文件，复产流程进一步明确，复产将继续推进，云南江西两地炼厂开工率依然处于低位，进口窗口小幅打开后再关闭，预

计 5 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，但即将进入需求淡季。下游及终端企业刚需采购为主，现货市场成交清淡，库存下降 580 吨，维持去库。综上，短期锡价震荡，宏观风险和佹邦复产消息施压。

农产品：华北多地持续少雨，谷物市场天气升水风险继续存在

【豆菜粕】假期美麦天气升水增加，CBOT 大豆同步上涨，此外良好得出口及超预期的压榨数据给予更多支撑。节后预计国内下游饲料企业补库将增加，叠加美豆期货价格上涨影响，豆粕节前超跌价格或出现反弹。此外，高基差回落趋势不变，但节奏可能比预期慢，短期同样也将给予豆粕更多溢价支撑。菜粕旺季供需宽松，政策风险溢价回归平稳，下游出货偏差，预期偏悲观，大体或将围绕豆粕行情波动。

【豆菜油】国际油料及谷物价格对油脂支撑增加，豆棕价差继续修复。国内油脂随着豆油增库及棕榈油到港增多，油脂弱基本面压力也将更加凸显。节后油脂整体或承压下行，菜油溢价支撑或区间偏弱，棕榈油价格平台支撑或被突破，豆棕价差将继续走扩。

【棕榈油】BMD 毛棕榈油连续第五日下跌，主要因为相关油脂和国际原油下跌，原油价格持续疲软也削弱了棕榈油作为生物柴油原料的吸引力。此外，令吉走强也带来额外压力。4 月底马来西亚棕榈油库存将连续第二个月增长，下半年马来西亚棕榈油产量可能大幅提高。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2025 年 4 月 1-30 日马来西亚棕榈油单产增加 14.5%，出油率增加 0.48%，产量增加 17.03%。

【生猪】五一节中后期，宰量松动，供需平衡有所偏移，部分省份出现偏弱表现，但整体价格平稳。5 月供应平稳，节后需求坍塌可能性并不高。集团场月初抛栏

及降重需求并不突出，4月中下旬入场二育节后出栏利润偏差，5月底6月乐观预期也不变，预计短期抛压可能性也不大。

【玉米】国内小麦陆续进入收割周期，生长末期华北多地降雨偏少，收割质量风险也在增加。五一节后小麦价格成谷物市场阶段性主导，玉米产地库存基本见底，港口库存高、流速慢，但贸易成本下挺价意愿都偏强。需要注意的是，短期不断增加的仓单风险下，玉米5月交割利润还尚且存在，现货补涨节奏偏慢，期货乐观预期也临近触顶，节后不排除期现同步回归行情。

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