

2025年5月20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：穆迪下调美国主权信用评级，美元指数下跌

【宏观】海外方面，由于穆迪下调美国主权信用评级，以及美联储官员释放今年只降息一次的信号，导致美债收益率大幅上涨，美元指数下跌，全球风险偏好整体升温。国内方面，国内4月规模以上工业增加值同比增长6.1%、社会消费品零售总额同比增长5.1%、1-4月固定资产投资同比增长4%，4月内需整体有所放缓且低于预期；但4月出口远超预期，出口对经济的拉动作用仍强；而且中美相互大幅降低关税政策落地，美国贸易政策对国内经济的影响减弱，短期有助于提振国内风险偏好。资产上：股指短期震荡，短期谨慎做多。国债短期高位震荡，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期低位震荡，短期谨慎观望；有色短期震荡，短期谨慎观望；能化短期震荡反弹，谨慎做多；贵金属短期高位震荡，谨慎观望。

【股指】在港口航运、房地产、以及食品加工等板块的支撑下，国内股市基本持平。基本上，国内4月规模以上工业增加值同比增长6.1%、社会消费品零售总额同比增长5.1%、1-4月固定资产投资同比增长4%，4月内需整体有所放缓且低于预期；但4月出口远超预期，出口对经济的拉动作用仍强；而且中美相互大幅降低关税政策落地，美国贸易政策对国内经济的影响减弱，短期有助于提振国内风险偏好。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】黄金市场周一震荡走高，穆迪下调美信用评级再度推动避险需求，美元走软支撑金价反弹。截至收盘，COMEX主连金价收至3230美元附近，沪金主力合约上行至758元/克。地缘方面，特朗普中东之行降低伊朗紧张局势，印巴冲突持续降级。美联储政策路径仍是核心矛盾，戴利等官员强调“数据依赖”模式，鲍威尔提及可能调整通胀目标框架但排除短期行动，市场对6月降息概率进一步下修。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。白银方面，地缘紧张支撑投资需求和避险属性，但制造业持续疲软外加关税供应链冲击，压制工业消费预期，短期维持观望。

黑色金属：宏观数据偏弱，钢材期现货价格弱势下行

【钢材】周一，国内钢材期现货价格继续弱势下跌，市场成交量低位运行。4月宏观经济数据公布，整体偏弱，商品市场也呈现震荡偏弱走势。基本面方面，现实需求继续偏弱，尽管五大品种表观消费量环比回升68.56万吨，但绝对量未超过前期高点。供应方面，4月份生铁和粗钢日均产量继续延续正增长，但日均产量环比则出现回落。当下钢材利润相对可观，钢材供应短期仍将处于高位，不过淡季

背景下，后续需求状况或不足以承接当下的高产量。短期钢材市场仍建议以区间震荡思路对待。

【铁矿石】周一，铁矿石期现货价格延续弱势。铁水产量短期处于高位，后续铁水产量回落是大概率事件，但对于回落路径，市场存在较大分歧。供应方面，本周全球铁矿石发运量环比回升 318.8 万吨，但因前期发运回落影响，本周铁矿石到港量环比回落 289.6 万吨。二季度为传统铁矿石发运旺季，发货量及到港量均可能有所回升。故铁矿石中期逢高沽空思路继续延续。

【硅锰/硅铁】周一，硅锰现货价格小幅回落，硅铁现货价格持平。上周五大品种钢材产量环比回落 5.82 万吨，铁合金需求走弱。硅锰合格块现金含税自提南北方主流价格 5650-5750 元/吨。江西某钢厂招标硅锰合金定价 5830 元/吨，数量 3000 吨，承兑含税到厂，有折基；5 月 19 日华东某钢厂硅锰定价 5800 元/吨，招标数量 2000 吨，承兑含税到厂。供应继续回落，上周 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 33.6%，较上周减 3.93%；日均产量 23250 吨，减 1325 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5300-5400 元/吨，75 硅铁价格报 5900-5950 元/吨。成本端，兰炭企业开工率持续低位运行，价格坚挺，府谷地区兰炭价格维持 605-630 元/吨左右。5 月河钢 75B 硅铁招标数量 2135 吨，上轮招标数量 1700 吨，较上轮增 435 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。短期铁合金价格继续延续震荡。

能源化工： 市场关注地缘前景，油价微涨

【原油】市场关注俄乌停火谈判以及美伊核谈判进程，油价震荡收高。周一特朗普和普京通话后表示，俄乌将立即开始就结束战争进行谈判。而围绕伊朗核协议的不确定性也加剧了市场波动，伊朗表示在任何情况下都不会放弃对民用核能的追求。如果制裁发生价格可能获得提升，短期继续保持震荡观望格局。

【沥青】沥青价格未突破前高，跟随原油震荡，叠加整体供应处在偏低位置。下游需求近期一定程度的提振，囤库需求小幅提高。库存方面，近期厂库向社会库的转移较为顺畅，且社库的去化开始有一定迹象，需求接近旺季时点，有明显库存去化驱动，后期关注去化情况，短期继续跟随原油高位波动。

【PX】PX 自身检修仍然偏多，以及聚酯板块近期共振上行，PX 跟随大幅走高。PTA 后期检修将持续减少，需求走高下 PX 也将继续维持紧平衡局面，近期 PX 外盘价格回升至 838 美金，PXN 更是再度走高到 270 美金左右，上游利润再度扩张。关注后期下游减产进行的利润话语权争夺，若实施则负反馈一阶段后 PX 可能有一定回落风险。

【PTA】美国新订单上升情况近期存在，但并不是普遍性增加，部分厂家并未因为关税下降而接到更多美国订单，以及海运清关时间需要 1 个半月，真正下单时间

仅为至 6 月中上旬，相对有限。叠加内销市场近期已经步入淡季，终端订单增量完全在出口端，对后期坯布销售可能提振并不如市场预期的高。下游减产仍在观察，但低利润和终端订单增量可能低于预期的驱动下，落实的概率将会越来越高，短期仍有回调风险，中枢跟随原油波动。

【乙二醇】头部装置计划外提前检修使得乙二醇供应量短期减少，港口和工厂隐形库存均有去化，以及进口将维持一阶段导致乙二醇跟随聚酯共振上行。但下游近期低利润下开工可能降低，乙二醇后期去库量可能仍然不高，叠加近期港口发货有一定回落，后期乙二醇继续上图仍需更多驱动，短期维持高位震荡为主，仍有回调风险。

【短纤】聚酯价格整体跟随原油价格保持高位震荡，短纤跟随略有回落，总体保持震荡格局。另外纱厂开工保持稳定，叠加聚酯链整体回暖，短纤价格回升明显。短期下游开工将继续保持，叠加对美订单将有释放需求，短纤自身库存前期也有一定去化，近期终端需求释放大概率将对上游库存进行投机性采购。短期继续保持震荡运行。

【甲醇】太仓甲醇市场价格偏弱，基差维稳。陕蒙甲醇价格整体下滑，内蒙古北线 2055-2090/吨。2025 年 5 月 19 日，中国甲醇装置检修/减产统计日损失量 24600 吨。有装置恢复，如湖北三宁；暂无新增检修及计划检修装置。进口到港量略有下降，上游装置检修产量有所减少，供应端出现边际改善，同时伊朗装置意外降负荷，计划下周期重启，远月压力或有缓解，但是整体供应仍然充足，需求来看传统下游走低，MTO/MTP 开工不高，价格依然承压。

【PP】国内 PP 市场价格偏弱，华东拉丝主流在 7180-7350 元/吨。美金市场价格少数整理，均聚 940-985 美元/吨，共聚 990-1060 美元/吨，透明 1015-1085 美元/吨。恒力石化 45 万吨装置检修。关税释放利好，市场情绪回暖，中下游阶段性补库，库存短期向下转移，但供应周度产量屡创新高，下游需求仍然偏弱，现货跟涨有限，基本面情况仍然不乐观，关注 PP 出口对需求拉动情况。

【LLDPE】聚乙烯市场价格调整，LLDPE 成交价 7300-7950 元/吨，华北市场价格下跌 40 元/吨、华东市场由于油制产品缺货，价格上涨 20-100 元/吨、华南市场价格下跌 30 元/吨。进口利润情况来看，多数类别进口窗口开启及待开启状态。5 月 19 日报道：两油聚烯烃库存 83 万吨，较上周上涨 4.5 万吨。聚乙烯成本端走弱，利润压缩。基本面上看，检修集中且有增加，需求淡季，关税利好提振下，出口订单情况有所好转，阶段性补库等推升价格，但整体压力未有效缓解，上涨幅度有限。

【尿素】国内尿素市场价格大稳小动，局部价格松动 10-30 元/吨。市场传闻尿素出口腰斩，落地不及预期，情绪影响下价格回落。基本面看出口政策提振，集港需求增加，下游复合肥开工短期反弹，工业刚需采购，农需一般，尿素企业库存继续下降，北方玉米备肥虽有启动预期，短中期利好提振，价格偏强震荡。中长期看，出口需求消耗有限，需求未有明显起色，尿素高产背景下，价格依然承压。

有色：美元走软，有色走高

【铜】特朗普提出对许多贸易伙伴设定新关税税率的可能性，而非与所有贸易伙伴达成协议，关税可能有所下调，但美国把加征 10% 的关税作为底线，总体进口税率上升幅度依然较大。铜社会库存继续增加，铜矿加工费处于历史低位，关注印尼自由港铜精矿出口和巴拿马第一量子铜矿进展。需求端，即将进入需求淡季，中美关税降低导致抢出口，将对需求有所提振。短期，铜价震荡，中期寻找做空机会。

【铝】目前市场乐观情绪有所消退，海外机构认为 90 天休战期结束后，关税将维持在严重抑制中国对美出口的水平，中期仍然存在抢出口效应，一定程度降低需求边际走弱幅度，但边际走弱的方向是确定，下个阻力位在 20500-20600 元/吨，考虑做空。

【锡】供应端，缅甸锡矿复产需要时间，供应约束仍在，刚果金 Bisie 锡矿 4 月末分阶段复产，实质性原料补给 6 月后传导至冶炼端，矿山产能完全恢复需周期，中期原料缺口仍受刚性制约，锡精矿加工费维持历史低位区间，云南与江西冶炼企业的开工率保持在较低水平，在 57% 附近波动，鉴于 4 月进口窗口打开，预计 5 月进口处于高位。需求端，焊料企业订单维持，但无明显增量，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，补库意愿低迷。综上，短期锡价震荡，下方受矿端现实偏紧和冶炼开工低位支撑，低邦复产预期和需求边际走弱风险施压上方空间。

农产品：巴西大豆收割几近完成，CONAB 再上调巴西大豆产量预期

【美豆】美豆良好的出口数据提振市场对旧作结转库存收缩预期，中美贸易关系阶段性缓解，尽管对华出口市场化空间依然小，但预期悲观预期有利空出尽表现。以上稳定了 CBOT 大豆底部支撑。现阶段，新季度美豆播种进度快且天气条件好，美豆/玉米也在抬升，美豆种植面积有小幅上调预期。因此，美豆基本面无太上涨驱动。消息面：美国农业部（USDA）周二凌晨公布的每周作物生长报告显示，截至 5 月 18 日当周，美国大豆种植率为 66%，高于市场预期的 65%。巴西大豆收割接近完成，截至 5 月 17 日，2024/25 年度巴西大豆收割率为 98.9%，上周为 98.5%，去年同期为 97%，五年均值为 98.5%。此外，巴西国家商品供应公司 Conab 表示，巴西 2024/25 年度大豆产量预计为 1.6834 亿吨，上一次报告预估为 1.6787 亿吨。

【豆菜粕】昨日全国动态全样本油厂开机率为 60.67%，较前一日上升 3.17%。本周预计油厂开机将维持在 60% 以上，单周压榨约 220 万吨，提货预计 150-170 万吨，推算豆粕库存不会反弹太多。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 5 月 16 日，全国主要地区油厂大豆库存 586.83 万吨，较上周增加 51.92 万吨，增幅

9.71%，同比去年增加 148.72 万吨，增幅 33.95%；大豆库存 586.83 万吨，较上周增加 51.92 万吨，增幅 9.71%，同比去年增加 148.72 万吨，增幅 33.95%。预计豆粕基差再跌幅空间或有限，但期货补跌风险增加。

【豆菜油】据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 5 月 16 日，全国重点地区豆油商业库存 65.63 万吨，环比上周增加 0.19 万吨，增幅 0.29%。同比减少 20.45 万吨，跌幅 23.76%。油厂开机恢复，豆油库存延续上升，供应预期压力增加，基差偏弱、月差走低。菜油方面，全国主要地区菜油库存总计 79.25 万吨，较上周下跌 1.70 万吨。菜籽加工厂开机降低，但港口库存较高，下游及终端市场，连同其他油脂均处于消费淡季，市场成交兴趣偏差。豆菜油基本面预期持续偏弱，菜油受政策溢价支撑而表现稳定，豆油受相关油脂支撑仍在，豆棕价差修复驱动不强，倒挂行情维持。

【棕榈油】国内棕榈油库存出现拐点，但目前棕榈油进口利润依然倒挂 国内买船停滞。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 5 月 16 日（第 20 周），全国重点地区棕榈油商业库存 35.97 万吨，环比上周增加 2.24 万吨，增幅 6.64%；同比去年 39.88 万吨减少 3.91 万吨，减幅 9.80%。国际方面，马来西亚 2025 年 6 月毛棕榈油出口关税下调至 9.5%，参考价下调至 3926.59 令吉/吨，低于 5 月的 4449.35 令吉/吨。相反，印尼上调毛棕榈油出口专项税至 10%。据报道，印尼棕榈油协会（GAPKI）正敦促政府推迟提高棕榈油出口专项税的计划。

【生猪】5 月节后终端需求表现平淡，屠企白条反馈走货难度较强。供应尚且稳定、出栏并无明显增量。现阶段，出栏体重稳定且略偏高，养殖端增重及控量空间有限，随消费淡季特征逐步凸显，现货承压风险增加，现货整体虽然稳定，但期货预期进一步走低。季节性压力关注肥标价差收缩表现，且谨防月下旬或 6 月初，出现集团场加速出栏及二育集中抛压行情。期货方面，近月基差过高，期货预期不稳，但低波动、区间偏弱行情确定性高，关注逢高空配机会。

【玉米】玉米注册仓单压力下，进入 05 合约交割月后期货逐步下跌、基差略收缩。现货端随着进口玉米拍卖传闻发酵，贸易出货意愿也有增加，但下游成交兴趣偏差，加速了期货预期修正。现阶段，黄淮地区小麦陆续上市，饲用小麦替代玉米消费有增加，现货阶段性偏弱预期或逐步兑现。期货方面，产区余粮减少，进口补充预期也收缩，随港口库存去化，估计贸易商挺价心态仍在，期货主力 2300-2400 大区间行情稳定。

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