

2025年5月22日

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

研究所晨会观点精萃

宏观金融：美债收益率上涨，全球风险偏好大幅降温

【宏观】 海外方面，受累于担忧美国政府的减税和支出议案，以及 20 年期美债标售需求疲软，美债收益率大幅上涨，美元指数继续走弱，全球风险偏好大幅降温。国内方面，国内 4 月内需整体有所放缓且低于预期，出口远超预期，出口对经济的拉动作用仍强；而且央行降低 1 年期和五年期 LPR 利率 10BP，商业银行降低存款利率，货币政策进一步宽松，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，谨慎做多。

【股指】 在贵金属、电池、以及煤炭等板块的支撑下，国内股市继续小幅上涨。基本面上，国内 4 月内需整体有所放缓且低于预期，出口远超预期，出口对经济的拉动作用仍强；而且央行降低 1 年期和五年期 LPR 利率 10BP，商业银行降低存款利率，货币政策进一步宽松，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】 美元走软叠加经济不确定性推升黄金避险需求，黄金市场周三继续上行，截至收盘 COMEX 主连金价上行至 3322 美元附近，沪金主力合约站上 777 元/克。穆迪下调美信用评级再度推动避险需求，美元再度走软支撑金价反弹。共和党内部对于税收法案细节仍存分歧，政策不确定性走强。美联储政策方面，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。长期来看，全球去美元化趋势不改，美元信用下行给黄金提供长周期支撑，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，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：现实需求略有改善，钢材期现货价格延续弱势

【钢材】 周三，国内钢材期现货市场整体持平，市场成交量低位运行。目前第一波宏观政策已经落地，短期在继续出台大规模政策概率不高。基本面方面，现实需求略有改善，钢谷网建筑钢材及热卷总库存继续下降，但建材厂库有所累积。板材表观消费量回升明显，建材消费则有所回落。供应方面，4 月份生铁和粗钢日均产量继续延续正增长。最新的钢谷网建筑钢材及热卷产量环比也都有所回升。考虑钢厂盈利可观，短期钢材供应或继续维持高位。另外，铁水产量有从螺纹流

向热卷迹象。短期钢材市场或仍以区间震荡思路对待。

【铁矿石】周三，铁矿石期现货价格小幅反弹。钢厂盈利依然可观，铁水产量短期处于高位、且市场认为短期铁水产量回落可能性不大。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。周一，铁矿石港口库存回落 119.36 万吨。铁矿石短期依旧偏强，中期继续延续逢高沽空思路。

【硅锰/硅铁】周三，硅铁、硅锰现货价格小幅下跌。钢谷网建筑钢材及热卷产量小幅回升，铁合金需求有所恢复。硅锰 6517 北方市场价格 5600-5700 元/吨，南方市场价格 5600-5700 元/吨。河钢集团 5 月硅锰定价 5850 元/吨首轮询盘 5700 元/吨，4 月硅锰定价：5950 元/吨。锰矿价格小幅回落，天津港半碳酸 33.5-34 元/吨度，南非高铁 30-30.5 元/吨度，加蓬 37-37.5 元/吨度，澳块 41.5-42 元/吨度。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：美国库存增加盖过中东局势担忧，油价下跌

【原油】美国原油库存连续第二周增加的影响盖过了以色列可能对伊朗核设施打击的担忧，油价下跌。另外美国国债发行表现黯淡也拖累了整体金融市场，加剧了油价跌势。尽管美国及其盟友加大制裁力度，但伊朗仍继续出口原油。近期油价将继续在事件影响及供需变化之间变动，保持偏弱震荡态势。

【沥青】沥青价格跟随原偏弱震荡。近期需求仍然一般，各主要消费地基差明显下行，盘面跟随现货走弱。叠加利润恢复后开工有一定上调，近期库存去化停滞。需求接近旺季时点，后期关注去化情况，短期继续跟随原油高位波动。

【PX】PX 近期跟随聚酯板块震荡，外盘价格保持 836 美金，短期利润仍然偏高，导致后期供应不会有过多减量。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，上游利润再度扩张，PXE 价差近期略有回落，但仍保持美金水平。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】PTA 基差下行，5 月货降低至+120 附近，盘面跟随震荡。近期化纤下游减产动作仍未能得到验证，但从下游反映来看，情绪仍然偏向按照下游减产节奏发

展。近期下游利润虽然有回升，但由于近期 PTA 检修仍然过高导致原料仍偏强势，总体下游利润仍然在盈亏左右运行，FDY 亏损持续。PTA 在下游需求减少的情况下去库或有所放缓。

【乙二醇】乙二醇虽然近期进口有一定减量，且装置检修也有所增加，但后期下游需求减少同样产生负反馈，短期库存未见明显去化，头部装置计划外提前检修使得乙二醇供应量短期减少，短期发货情况尚可，盘面预计继续维持高位偏弱震荡格局，等待原油及下游减产持续度检验。

【短纤】聚酯价格整体略有回落，短纤跟随下行，总体保持高位偏弱震荡格局。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，关注后期纱厂开工持续度，短期继续保持震荡运行。

【甲醇】太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】聚丙烯中下游阶段性补库，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】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：短期无明显驱动逻辑，有色震荡

【铜】日本政府在对美关税谈判中，已将“税率下调”作为备选方案纳入考量，涉及此前要求撤销的汽车追加关税及对等关税。此举既因美国总统特朗普对关税撤销态度消极，也鉴于美国已与中国、英国达成多项降税协议，旨在打破日美谈判僵局。国家统计局发布的数据显示，中国 2025 年 4 月精炼铜（电解铜）产量为 125.4 万吨，同比增加 9%；1 - 4 月累计产量为 478.1 万吨，同比增加 5.6%。近期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。另外，comex 与 LME 铜价差仍处于相对高位，

把铜运往美国仍有利可图。短期，铜价震荡，中期寻找做空机会。

【铝】进口处于高位，4月我国原铝进口量为25万吨，环比上升12.82%，同比增加14.67%。俄罗斯是第一大供应国，同比大幅增加。国内铝锭社库由降转增，海外铝注册仓单大幅增加，价格有所回落，但短期预计回落空间不会很大。目前市场主流看空，一致预期太强，是否就此先拉一波，毕竟无太大实质利空，仍然存在抢出口效应。维持之前观点，短期做空谨慎，等待更好点位，下个阻力位在20500-20600元/吨。

【锡】隔夜外盘锡价小幅回落。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，佤邦复产预期和需求边际走弱风险施压上方空间。

农产品：CBOT大豆获天气升水及国内买盘支撑走强

【美豆】隔夜CBOT大豆收盘上涨，07月大豆收1061.75涨8.75或0.83%，南美作物造成实质性损害的信息引发市场担忧，空头回补增多。上周阿根廷农业中心地带遭受暴雨袭击，未收作物面临豆荚爆裂和病害威胁。未来两周，预期阿根廷主产区得降雨基本都是正常，降雨没那么多。上周BAGE维持产量预估不变，BCR上调了阿根廷大豆产量预期，已收割得单产比较不错，基本对冲了前期天气造成得部分损失。值得关注的是，阿根廷大豆收割进度确实是偏低。因此，阿根廷大豆损伤情况有待验证。

【豆粕】目前阿根廷收割天气不稳定，未来两周气象条件好，但上周过量降雨叠加BAGE消息，刺激美豆空头避险调仓增多。近期国内豆粕26年4-5月、5-7月基差成交大幅放量，油厂买船套保利润丰厚，美豆产业点价盘也有增多。豆粕基差跳水基本反应阶段性较差的基本面，期货主力刺探2800-2850区间后快速反弹。核心在，油料上涨行情带动。豆粕空头有明显减弱迹象，然风险买盘暂时依然偏少。短期内豆粕M09横盘区间支撑被强化。

【棕榈油】MPOC表示，5月份期间毛棕榈油价格将在每吨3,750到4,050令吉之间波动，随后在植物油和能源市场波动的背景下逐步回升。印尼上调出口关税及计划2026年执行B50等消息扰动市场心态。此外，美国和中国的贸易紧张局势以及欧佩克联盟提高原油产量的决定，加剧了市场的波动性。据马来西亚棕榈油压榨商协会(SPPOMA)最新数据显示，2025年5月1-20日马来西亚棕榈鲜果串单产增加1.72%，出油率提高0.38%，棕榈油产量增加3.72%。马来西亚5月1-20日棕榈油产量环比增幅较上半月持续收窄。SGS：马来西亚2025年5月1-20

日棕榈油出口环比增加 13.73%; ITS: 马来西亚 2025 年 5 月 1-20 日棕榈油出口环比增加 5.25%。

【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大，部分屠宰企业经营亏损而主动减量。供应尚且稳定、出栏并无明显增量。现阶段，出栏体重也稳定且略偏高，养殖端增重及控量空间在暂且有限，但随消费淡季特征逐步凸显，现货承压风险增加。自月中旬已逐步下跌，期货预期更差，基差稳定处于同期高位。月下旬或 6 月初，集团场加速出栏及大体猪抛压风险需要特别注意。此外，现货已经临近 4 月中下旬二育成本，跌破 14.5 元/kg 被二育踩踏风险也在增加。

【玉米】近期期货下调幅度明显，现货价格也受影响，成交偏淡。东北玉米价格有 10-20 元/吨的下调幅度，北港收购价 2260 元/吨。随着新季小麦的上市，市场看涨气氛略有减弱。深加工利润持续亏损，开机率暂稳运行，玉米到厂主流价格保持稳定。销区市场玉米价格整体稳定为主。玉米高价下市场成交一般，下游饲料企业采购心态谨慎，且企业采购小麦替代玉米增加。

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