

2025年5月23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：美债收益率冲高回落，全球风险偏好整体升温

【宏观】海外方面，美国财政前景恶化一度引发对美国公债需求的担忧，美债收益率大幅上涨；此后随着美国众议院通过特朗普全面减税议案，提交参议院审议，美债收益率从近期高点回落，提振了市场情绪，全球风险偏好整体升温。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，谨慎观望；贵金属短期高位震荡，谨慎做多。

【股指】在非金属材料、电池、以及半导体材料等板块的拖累下，国内股市继续小幅下跌。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】美元在连续下跌后反弹，黄金市场周四上行回落，COMEX主连金价收至3300美元附近，沪金主力合约日内最高冲至785元/克一线，截至收盘已回落至773元/克。穆迪下调美信用评级再度推动避险需求。美国国会众议院通过特朗普大规模税收与支出削减法案，政策不确定性有所减弱。美联储政策方面，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：需求继续走弱，钢材期现货价格延续弱势

【钢材】周四，国内钢材期现货市场整体走弱，市场成交量低位运行。宏观情绪仍需留意，美国股债汇三杀再现。基本面方面，现实需求继续走弱，本周五大品种钢材表观消费量环比回落9.2万吨，部分品种钢厂库存有所累积。淡季背景下，现实需求或继续下行。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5大品种钢材产量也环比回升4.06万吨。考虑钢厂盈利可观，短期钢材供应

或继续维持高位。短期钢材市场或仍以区间震荡思路对待。

【铁矿石】周四，铁矿石期现货价格小幅下跌。厂盈利依然可观，铁水产量短期处于高位，目前市场对于铁水产量回落路径有较大分歧。考虑钢厂盈利可观，铁水产量短期处于高位概率较大。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】周四，硅铁、硅锰现货价格小幅下跌，盘面价格则反弹明显。本次大涨主要原因是因为南非政府批准的《关键矿产与金属战略》中将锰矿列入高关键性矿产以及市场传闻南非港口工人即将罢工所致。2024 年中国自南非进口锰矿 1592 万吨，占锰矿进口量得 54.37%。不过，目前两个消息对市场的影响依然停留在预期层面，后续实际影响仍有待进一步观察。硅锰得基本面依然还是比较弱得，下游钢材处于需求淡季，本周五大品种钢材表观消费量环比回落 9.2 万吨，按历史数据来看，上半年顶部已经出现。硅锰企业产量也在持续下降过程中。上游锰矿库存最新数据为 418 万吨，连续两周回升，且绝对量也处于历史同期中高位水平。锰矿价格短期也延续弱势，6 月份加蓬对华锰矿装船报价再次下调 0.4 美元/吨度。锰矿发运亦未有明显回落。基差角度看，硅锰盘面升水现货的幅度在 200 元/吨附近，也处于高位。所以，硅锰价格上涨我们认为不具有持续性，后期可能仍以底部区间震荡为主。

## 能源化工：OPEC+考虑大幅增产，油价跌至两周低点

【原油】OPEC+可能在 7 月起日产量再次增加 41.1 万桶，主要来自沙特。在市场供应原本就充足之际，OPEC 及其盟友仍在进一步推动复产，导致市场对供应过剩担忧加剧。另外美国主导的贸易战仍然在引发对经济增长放缓和能源需求减弱的担忧，加剧了油价下跌。近期市场将继续计价 OPEC+增产产量逻辑，价格将保持偏弱震荡。

【沥青】沥青价格跟随原油偏弱震荡。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 近期略有回落，外盘价格小幅走低至 823 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，PXN 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，但下游减产仍然影响存续，后期 PTA 去库将继续放缓，价格降至支撑位，短期聚酯驱动有限，减产大概率确定，偏

弱震荡格局存续，中枢关注原油波动，可尝试期权操作。

【乙二醇】乙二醇价格相对稳定，但更多仍是由于供应减量支撑，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，价格回升时点或仍需推后。

【短纤】短纤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。基本面上看出口政策提振，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：暂无明显驱动逻辑，有色震荡

【铜】共和党控制的美国众议院以微弱优势通过一项全面的税收和支出法案，该法案将落实特朗普的大部分政策议程，并使美国背负数万亿美元债务。欧元区 5 月制造业 PMI 初值 49.4，预期 49.3，前值 49，为 33 个月来新高。欧元区 5 月服务业 PMI 初值 48.9，预期 50.3，前值 50.1。近期铜社会库存继续增加，铜矿加工费处于历史低位，印尼铜冶炼厂复产。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】世界金属统计局（WBMS）公布的最新报告显示，2025 年 3 月，全球原铝产

量为 616.09 万吨，消费量为 588.36 万吨，供应过剩 27.72 万吨。1-3 月，全球原铝产量为 1797.83 万吨，消费量为 1743.96 万吨，供应过剩 53.87 万吨。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。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】国际锡业协会（ITA）高级官员 Lan Gao 在伦敦金属交易所（LME）亚洲周会议上表示，4 月底官方允许缅甸佤邦全面恢复锡生产，此后锡生产逐步恢复。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：美豆短期天气升水不多，空头避险式技术调仓为主

【美豆】隔夜 CBOT 大豆收盘上涨，07 月大豆收 1067.75 涨 5.00 或 0.47%。美国农业部（USDA）周四公布的出口销售报告显示，5 月 15 日止当周，美国当前市场年度大豆出口销售净增 30.79 万吨，较之前一周增加 9%，较前四周均值减少 10%。当周，美国下一市场年度大豆出口销售净增 1.5 万吨。市场此前预估为净增 9-40 万吨。今年美豆产区早期条件温和，种植进展稳定。USDA 最新干旱报告显示，截至 5 月 20 日当周，约 16% 的美国大豆种植区域受到干旱影响，而此前一周为 17%，去年同期为 6%。

【豆粕】昨日全国动态全样本油厂开机率为 63.87%，较前一日下降 0.20%。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】近期美国政府计划授予 163 个小型炼厂豁免（SRE）。美国减税法案也有支持化石能源，削减绿色激励的倾向。受相关政策消息影响，美豆油市场波动加剧，叠加前期 RVO 政策预期下调，阶段性偏弱运行。马棕方面，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。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，市场看涨气氛略有所减弱。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