

2025年5月27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：美欧关税升级风险降低，全球风险偏好升温

【宏观】海外方面，在美国威胁对欧盟加征关税之后，欧盟计划加快与美国的关税谈判，全球避险情绪有所消退；美元指数短期低位反弹，全球风险偏好有所升温。国内方面，国内4月内需整体有所放缓且低于预期，但工业生产和出口远超预期，经济增长仍然稳定；而且央行降息货币政策进一步宽松、美欧关税升级风险降低，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；有色短期震荡偏强，短期谨慎做多；能化短期震荡，谨慎观望；贵金属短期高位偏强震荡，谨慎做多。

【股指】在生物医药、汽车、以及银行等板块的拖累下，国内股市继续小幅下跌。基本面，国内4月内需整体有所放缓且低于预期，但工业生产和出口远超预期，经济增长仍然稳定；而且央行降息货币政策进一步宽松、美欧关税升级风险降低，短期有助于提振国内风险偏好。近期市场交易逻辑主要聚焦在美国贸易政策的变化以及国内增量政策出台预期减弱上，目前国内股市交易无明显宏观驱动，后续关注中美贸易谈判进展以及国内增量政策实施情况。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】贵金属周一震荡下跌，COMEX黄金收至3329美元/盎司，SHFE黄金主连收至779元/克一线。贸易扰动有所缓和，特朗普表示将与欧盟达成协议的最后日期设定为7月9日，反复变化的政策正对美元资产吸引力产生持续冲击，美元指数继续下跌。地缘方面，俄乌谈判陷入僵局叠加以色列拟袭击伊朗核设施的潜在风险推升避险需求。宏观方面，穆迪下调美国主权信用评级加剧市场对美债信

用溢价的重新定价，美国 5 月 PMI 初值超预期回升至 52.3。总体而言，地缘风险升温叠加贸易政策扰动再起，美元疲软下黄金短期支撑刚性增强，中长期来看，美国经济不确定性与美债信用边际弱化的双重逻辑仍将支撑贵金属估值中枢上移。

黑色金属：市场情绪继续转弱，钢材期现货价格跌幅扩大

【钢材】周一，国内钢材期现货市场弱势下跌，市场成交量低位运行。钢材市场陷入涨跌两难境地，市场缺乏方向感，且对消息面有所钝化。基本面方面，现实需求继续走弱，上周五大品种钢材表观消费量环比小幅回升，但部分钢厂库存有所累积。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】周一，铁矿石期现货价格跌幅扩大。铁水日产量连续两周回落，但钢厂盈利依然可干，市场对于铁水产量回落路径有较大分歧。供应方面，本周全球铁矿石发运量环比回落159.1万吨，到港量小幅回升63.7万吨，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。不过，近期FMG宣布将铁桥项目达产时间推迟三年，需关注后期矿山投产进度不及预期情况。短期来讲，铁矿石价格建议以偏空思路对待。

【硅锰/硅铁】周一，硅锰现货价格下调100元/吨，硅铁现货价格下调50元/吨。上周，五大品种钢材产量小幅回升，铁合金需求整体尚可。锰矿现货价格延续弱势，天津港半碳酸34元/吨度左右，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。硅锰依然在全行业亏损状态，内蒙古小幅亏损，对厂家生产积极性影响有限，宁夏及南方产区长期亏损，减停产力度较大。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34.18%，较上周增0.58%；日均产量23600吨，增350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。原料端，兰炭

价格延续弱势，神木市场中小料主流价格 575-670 元/吨；府谷市场现中料报 620-660 元/吨，小料报 590-700 元/吨。下游采购情绪不佳，市场成交跟进情况一般。短期来看，硅铁、硅锰市场仍以区间震荡为主。

能源化工：美推迟对欧盟加征关税，油价持稳

【原油】特朗普推迟实施对欧盟征收 50% 关税，市场情绪提振，油价持稳。关税战再次成为市场主要驱动力，目前美政策反复无常加剧了不确定性。叠加近期特朗普表态对俄乌和谈进程中俄罗斯仍然进行打击不满，近期事件性因素及宏观影响仍然是市场最大的波动来源，短期油价波动将极可能大幅走高。

【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】聚酯板块整体回调，PX 共振小幅回落。短期检修仍然稍高，叠加原油底部支撑仍在，PX 维持偏强震荡。但聚酯下游减产后，PTA 近期有长约减量情况，或影响后期 PX 需求情况，叠加今年基本无调油需求，PX 后期仍有小幅回落风险。

【PTA】下游开工下行至 93.9%，PTA 基差继续回升，港口库存仍然在下降过程中，部分头部厂商表态将削减 6 月长约数量，PTA 受到下游负反馈影响明显，虽然检修数量仍然较多，但后期市场情绪明显转淡，叠加下游开工仍有下降空间，PTA 去库幅度将确定放缓。短期 PTA 检修量仍然偏高，但加工费走高后部分计划推后，叠加 6 月检修计划减少，后期社库去化幅度或有下降，PTA 冲高空间仍然有限。

【乙二醇】乙二醇基差同样上行，且港口库存下降，近期开工下降仍是去库主因，但下游需求减少也同样会有负面影响。大装置检修时间较长，乙二醇或能维持

一阶段小幅去库，价格维持震荡。

【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】甲醇太仓市场价格下挫，基差走强。现货成交 2270-2275 元/吨，基差 09+40/+45 附近；5 月下成交 2260 元/吨，基差 09+33/+35 附近。内地检修仍在放量，港口进口增加，MTO 重启，整体库存仍维持偏低状态，预计短期内，价格在基本面支撑下大概率僵持，但进口到港持续增加，内地装置检修过后回归，以及新增产能稳定释放等，供应预期压力较大，中长期甲醇仍有下移空间。

【PP】国内 PP 市场报盘弱势下跌 50-100 元/吨。华东拉丝主流在 7050-7250 元/吨。美金市场价格少数下跌，均聚 905-950 美元/吨，共聚 960-1060 美元/吨，透明 1020-1095 美元/吨。关税利好对下游需求有一定提振，但阶段性补库结束，下游逐渐步入淡季，预期走弱，上游装置稳定，产量继续增加，叠加后续新产能投放，价格预计承压下移。

【LLDPE】聚乙烯市场价格走低，LLDPE 成交价 7150-7800 元/吨，华北市场价格下跌 30-50 元/吨、华东市场价格稳定、华南市场价格下跌 30 元/吨。进口利润情况来看，LLDPE 进口窗口关闭，其他多数类别进口窗口开启及待开启状态。聚乙烯当前检修仍然较为集中，下游需求短期内受到提振小幅修复。产业库存整体下降，基本面矛盾不突出。但 5 月检修或已是年度高峰，后续装置陆续恢复，新增产能逐渐落地等，供应压力预期较大，短期内价格震荡，中长期价格仍有下移空间。

有色：需求担忧再起，有色表现相对坚挺

【铜】进口铜精矿指数为-44.28 美元/吨，较上期的-43.05 美元/吨减少 1.23 美元/吨，铜精矿现货 TC 继续下滑。4 月国内铜精矿进口同比大幅增加，国内精炼铜产量也处于高位。需求端，旺季接近尾声，即将进入淡季，之前旺盛需求能否持续等待考验。铜社库由降转增，近期持续小幅累库。另外，印尼自由港冶炼厂将恢复运营，带来供给提升。短期，铜价震荡，中期寻找做空机会。

【铝】铝维持大幅去库，5 月底可能降至 50 万吨左右，需求表现超年初市场预期，3-5 月，表观需求增幅达到 5-6%，这种增速是无法持续的。随着以旧换新政策透支未来需求和光伏抢装透支后期装机，需求边际回落是确定性，抢出口一定程度减缓回落幅度。维持之前观点，短期无太大实质利空，仍然存在抢出口效应。短期做空谨慎，等待更好点位，下个阻力位在 20500-20600 元/吨。

【锡】德国总理默茨表示，若与特朗普政府的贸易冲突升级，欧盟可能对美国科技公司采取报复措施。作为欧洲最大经济体的领导人，默茨虽旨在降低关税并缓和与白宫的紧张关系，但他强调欧盟需保护自身利益，并指出美国在与欧盟的服务贸易中存在顺差。供应，国际锡业协会高级官员表示，4 月底官方允许缅甸佤邦全面恢复锡生产，锡生产逐步恢复。由于缅甸和刚果金完全恢复运营需要一定周期，国内仍面临原料缺口，云南部分冶炼厂季节性检修或减产，江西则受制于废锡回收量，云南与江西锡冶炼企业的开工率保持在较低水平，合计开工率达 56.44%。鉴于 4 月进口窗口打开，预计 5 月进口处于高位。需求，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，整体补库意愿低迷。综上，关税缓和一个月有余，随着美欧贸易争端，市场注意力可能再次转向高关税的风险上，以及复产预期和需求边际回落，均施压上方空间。

农产品：美豆短期天气升水不多，国内蛋白缺乏持续上涨驱动

【美豆】隔夜 CBOT 市场因美国将士阵亡日假期而休市。现阶段美豆产区中西部降

雨增加，干旱面积收缩，无天气升水。从 CBOT 市场大豆 SX-SH 月差看，一方面佐证了市场无天气风险溢价，另一方面不排除 SH 上有更多的国内买盘支撑。今年美豆初期种植形势好，巴西连年丰产结转库存高，中美关系不确定性也存在，国内远月买船十分谨慎。总体看，美豆区间行情，无持续上涨驱动。

【豆粕】豆粕基差持续走弱，基本反应阶段性较差的基本面。现阶段，低基差+修库趋势不变，美豆上涨驱动不足，豆粕亦缺乏稳定支撑上涨。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 5 月 23 日，全国主要地区油厂大豆库存 560.63 万吨，较上周减少 26.20 万吨，减幅 4.46%，同比去年增加 110.10 万吨，增幅 24.44%；豆粕库存 20.69 万吨，较上周增加 8.52 万吨，增幅 70.01%，同比去年减少 55.37 万吨，减幅 72.80%；未执行合同 335.40 万吨，较上周减少 69.84 万吨，减幅 17.23%，同比去年减少 25.3 万吨，减幅 7.01%；

【豆菜油】油厂开机正常恢复，豆油库存货延续上升，供应预期压力增加，终端消费表现较弱，市场成交氛围清淡。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 5 月 23 日，全国重点地区豆油商业库存 69.72 万吨，环比上周增加 4.09 万吨，增幅 6.23%。同比减少 21.82 万吨，跌幅 23.84%。全国主要地区菜油库存总计 76.59 万吨，较上周下跌 2.66 万吨。菜油库存高位，市场成交疲软，油厂催提，或掣肘菜油行情。但菜籽库存低位，且菜籽 6 月之后买船较少，油厂挺价意愿较强，支撑菜油价格。

【棕榈油】东南亚棕榈油进入增产周期，增库趋势不变，这限制盘面上涨空间。美豆油受政策预期提振利多有出尽表现，短期原油或也有承压下行行情，相关市场对 BMD 棕榈油支撑或减弱。国内方面，低库存、进口利润持续倒挂，买船谨慎，大体随 BMD 市场波动为主，但承压下跌支撑相比外盘偏强。现货方面，豆棕现货价差持续倒挂，部分市场现货紧缺、少有报价，下游刚需采购，成交量略有增加。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 5 月 23 日（第 21 周），全国重点地区棕榈油商业库存 33.87 万吨，环比上周减少 2.10 万吨，减幅 5.84%；同比去年 39.60 万吨减少 5.73 万吨，减幅 14.47%。马来西亚棕榈油压榨商协会

(SPPOMA) 最新数据显示，2025 年 5 月 1-25 日马来西亚棕榈鲜果串单产减少 1.06%，出油率提高 0.34%，棕榈油产量增加 0.73%。

【生猪】端午节临近，部分省份养殖出货有缩量调整，导致供应量有所下降，对猪价支撑略有支撑。然 6-7 月猪多体重大，消费淡季且二育受部分省份检疫票收紧政策影响，再补栏或变动谨慎，现货继续承压风险较大。目前市场对 6-7 月出栏预期支撑价位在 13.8-14 元/kg，虽然期货预期很难改善，但进入 6 月份，近月高基差回归下不排除会出现期货补涨行情。

【玉米】新季小麦收割进度加快，产预期降低，看涨情绪不高，谨慎建库为主。本周华北陈麦均价 2456 跌 10-15，玉米均价 2360-2330。华北深加工企业到货量下移、报价略上调。东北港口报价 2270 跌 10，产地余粮不足、港口-产区价差收缩。总体看，随黄淮、华北小麦丰产上市，玉米承压预期增加，盘面升水外溢，但实际现货暂大体持稳，深加工玉米补库是阶段性支撑。麦收之前，尤其是华北贸易商依然有出货意愿，且地区小麦饲用使用有增加，深加工开机率也季节性下滑趋势，连带东北玉米均无上涨驱动。

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