

2025年5月26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：美国关税风险短期加大，全球风险偏好降温

【宏观】 海外方面，美国总统威胁将自 6 月 1 日起对进口自欧盟的商品征收 50% 关税，还针对三星电子、苹果等称其不在美国制造的产品将被征收 25% 的关税；美国关税风险短期加大，美元指数大幅走弱，全球风险偏好降温。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；但是美国关税风险短期加大，国内风险偏好有所回落。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】 在港口航运、游戏、以及人工智能等板块的拖累下，国内股市继续下跌。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；但是美国关税风险短期加大，国内风险偏好有所回落。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】 贵金属上周重回上行区间，COMEX 黄金周涨 4.75% 至 3357.7 美元/盎司，SHFE 黄金突破 780 元/克关口。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。周内众议院通过特朗普减税法案，该项法案或将加剧美国赤字程度。贸易政策

端，特朗普再度威胁对欧盟加征关税，令市场对“滞胀+衰退”的复合风险定价升温。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：市场避险情绪增加，钢材期现货价格延续弱势

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场继续延续弱势，市场成交量低位运行。美欧贸易争端再起，周末市场避险情绪明显增加。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】上周五，铁矿石期现货价格走弱。钢厂盈利依然可观，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 247 家钢厂中盈利钢厂占比仍在 6 成附近，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。铁矿石港口库存本周继续回落。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】上周五，硅锰现货价格反弹明显，硅铁现货价格持平。硅锰 6517 北方市场价格 5650-5750 元/吨，南方市场价格 5650-5750 元/吨。成本端延续弱势，天津港半碳酸 34-34.5 元/吨度，加蓬 37-37.5 元/吨度，澳块 41.5-42 元/吨度。供应小幅回升，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，受原料端主产区煤价延续跌势，企业先后对兰炭小料价格进行提降 30 元/吨，兰炭企业均已根据自身情况调整小料价格至 575-610 元/吨。下游金属镁市场整体表现为趋弱运行，受市场需求疲软影响，近期下游采购情绪不佳，成交情况一般，市场低价货源逐渐增多。短期来看，硅铁、硅锰市场仍以区间震荡为主。

能源化工：伊核谈判未见实质成果，油价小幅上行

【原油】短期炼厂利润仍然良性，短期来采购仍然相对平稳。但轻油贴水近期受到 OPEC 增产影响略有走低，持续度需关注，另外库存近期有回升迹象，成品油需求旺季或不及预期，价格长期仍有走低压力。不过近期伊核协议和俄乌谈判的事件性影响仍有可能发酵，油价波动性将可能继续走高。

【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 94%，近期下游减产落实，产业对负反馈担忧存续，价格突破未果下行。但近期下游利润回升明显，后期减产将持续时间仍然需要关注。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，基差回落后稳定，PTA 冲高空间仍然有限。

【乙二醇】近期发货情况良好，下游减产持续，但短期港口显性库存及工厂隐形库存都仍有少量去化，基差小幅走高。后期变化中枢仍然成本端，夏季煤价或有调升驱动，以及近期原油价格波动或对乙二醇价格起到支撑。

【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】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】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：暂无明显驱动逻辑，关注美欧关税风波

【铜】铜精矿现货 TC 处于低位，但铜精矿港口库存近期持续攀升，另外国内产量也处于高位。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】3-5月，表观需求高增，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。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】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：美豆及加菜籽暂无干旱天气风险溢价，关注弱美元支撑

【美豆】美元疲软对以美元计价的美豆有支撑。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。

【豆菜粕】豆粕基差持续走弱，基本反应阶段性较差的基本面。随着进口大豆陆续到港，且海关检验通关加快，油厂大豆库存激增，开机已恢复正常，但豆粕

库存低、修复依然慢。成本段，美豆期货偏强，南美基差偏弱，成本走强，豆粕盘中空头避险情绪增加。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。菜粕方面，基本面无独立行情基础，大体会随豆粕震荡运行。

【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，基差或走弱、月差走低。菜油方面，菜籽加工厂开机又降低，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】马棕 5 月以来增产进展顺利，但环比增幅在收缩；出口环比改善，一方面棕榈油进口性价比改善，且主需国家库存低、补库需求大，另一方面印尼上调毛棕榈油出口专项税至 10%，提振马棕替代出口。现阶段，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。

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