

2025年01月22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：021-68757181

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：021-68758120

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：021-68757089

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：021-68757827

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：021-68757827

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68758859

邮箱：fengb@qh168.com.cn

宏观金融：特朗普关税政策低于预期，全球风险偏好整体升温

【宏观】海外方面，美国总统特朗普表示，将对加拿大加征 25% 的关税，而且正在讨论于 2 月 1 日对从中国进口的商品征收 10% 的关税，市场在特朗普可能实施的任何关税的不确定性中挣扎，美元指数因此先涨后跌，非美货币继续反弹，全球风险偏好整体升温。国内方面，中国 12 月和四季度经济数据超预期回升，经济整体延续复苏趋势；但据报道，特朗普政府正在讨论于 2 月 1 日对从中国进口的商品征收 10% 的关税，关税战风险仍存，虽然短期人民币汇率整体升值，国内风险偏好有所降温。资产上：股指短期震荡反弹，维持为短期谨慎做多。国债短期震荡，谨慎做多。商品板块来看，黑色短期震荡反弹，短期谨慎做多；有色短期震荡反弹，短期谨慎做多；能化短期回调，谨慎观望；贵金属短期震荡偏强，谨慎做多。

【股指】在教育、厨卫电器以及光伏设备等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。基本上，中国 12 月和四季度经济数据超预期回升，经济整体延续复苏趋势；但据报道，特朗普政府正在讨论于 2 月 1 日对从中国进口的商品征收 10% 的关税，关税战风险仍存，虽然短期人民币汇率整体升值，国内风险偏好有所降温。操作方面，短期谨慎做多。

黑色金属：需求持续偏弱，钢材期现货价格涨势放缓

【钢材】周二，国内钢材期现货市场延续震荡，市场成交量继续回落。人民币汇率走强，宏观情绪依旧偏强。基本面方面，春节假期临近，现实需求继续走弱，但抢出口现象依然存在。同时，今年冬储意愿普遍偏弱，钢材库存处于持续低位。供应方面，因原料价格跌幅较大，上周热卷产量回升明显，带动五大材产量环比回升 15.64 万吨。成本端近期则有逐步企稳迹象，铁矿石价格走强，煤焦也有所企稳。未来行情变化仍需取决于宏观预期波动，短期建议以震荡偏强思路对待，注意回调风险。

【铁矿石】周二，铁矿石期现货价格整体偏强。钢厂盈利边际改善后，铁水产量有所回稳，钢厂补库短期也继续延续。供应方面，一季度为铁矿石发运淡季，全球铁矿石发运量继续环比回落 586.2 万吨，到港量环比回落 284.7 万吨，预计未来几周发运及到港量回落趋势将继续延续。不过，近期宏观预期或有所减弱，需警惕矿石价格回调风险。短期铁矿石仍以震荡偏强为主，可关注 5-9 跨期正套策略。

【硅锰/硅铁】周二，硅铁现货持平，硅锰现货价格小幅反弹。五大品种钢材产量环比回升 15.64 万吨，合金需求略有好转。6517 北方报现金出厂 6150-6250 元/吨，南方报 6250-6350 元/吨。成本端支撑依然偏强，天津港半碳酸 37-38 元/吨度，南非高铁 30 元/吨度左右，加蓬 46-47 元/吨度，澳块 46-47 元/吨度。但考虑盘面给出合理套保利润，工厂端基本以套保操作为主。应有所回升，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 45%，较上周减 0.16%；日均产量 28770 吨，增 15 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5850-6000 元/吨，75 硅铁价格报 6250-6400 元/吨。下游需求量释放不足，终端库存去化速度缓慢，贸易商态度谨慎。兰炭市场价格坚挺，现府谷市场中小料主流出厂价现金含税价格 780-950 元/吨。供应继续小幅回升，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 37.26%，较上期增 0.92%；日均产量 15070 吨，较上期增 114 吨。短期铁合金价格以区间震荡为主。

能源化工：特朗普暂不加征关税并承诺提高产量，油价下跌

【原油】特朗普承诺将提高美国原油产量，同时暂不推出可能会限制供应并损害需求的关税，并要求联邦机构进行研究。不过其上任第一天或发布一系列行政命令，包括原因紧急权力，并表示这是他释放国内能源生产的一部分，油价因此小幅下跌。

【沥青】制裁影响等待政策落地，同时消费税政策或落地，沥青成本抬升作用明显，市场持续计价供应下行逻辑，沥青盘面走高明显。后续需求方面预计将继续保持低位水平，供应维持稳定，整体季节性累库持续，库存去化或需至 3 月，此前上方空间或受到累库的一定制约，但主要逻辑仍在长期供应减量以及需求良好预期，沥青跟随油价波动。

【PTA】由于 PX 价格前期过低，国内外装置出现较多检修，叠加近期寒潮下成品油需求有所走高，PX 价格反弹明显，带动 PTA 成本上行较多。PTA 方面，逸盛后期检修计划公布，装置总体近期开工将有所回落，但相比往年水平仍然略有偏高，下游需求季节性下行至 83%，终端开工加速回落至年内低位，但出口仍然有所放量，需求略有抬升。总体看 PTA 价格近期无明显驱动，预计保持短期震荡，

【乙二醇】乙二醇开工总体稳定，下游季节性回落，但 1-2 月期间开工最低值仍大概率高于往年同期假期水平，叠加近期港口发货较好，港口基差持续保持升水，价格近期筑底明显，等待多配机会，但突破前高仍需更多驱动，短期需求回落，线性库存保持稳定未见去化，上行仍需时间。

【甲醇】太仓甲醇市场稳中下挫，基差稳定。现货价格参考 2655-2670，1 月下旬纸货参考 2660-2680，2 月下旬纸货参考 2690-2700。隆众资讯统计：2025 年 1

月 20 日，中国甲醇装置检修/减产统计日损失量 5560 吨。有装置恢复，如山西焦化、重庆卡贝乐；有新增检修装置，如七台河隆鹏；暂无新增计划检修装置。。当前库存虽然处于下降趋势当中，但基本面预期情况出现变化。甲醇利空主要集中在，下游 MTO/MTP 停车以及经济利润不佳影响下的负荷降低预期，传统下游面临淡季等。同时内地成本利润较高使得上游生产积极性提高，内地天然气检修不及预期，1 月下计划陆续重启。国内高供应和进口下降的博弈开始。虽然当前港口现货价格仍有一定的支撑，但在内地供应大量回归的预期下，以及节前资金流出，甲醇的基本面和预期很难支撑高价。短期内预计价格震荡偏弱为主，中长期关注进口下降幅度和库存情况。

【LLDPE】PE 市场价格小幅下跌。华北地区 LLDPE 价格在 8180-8430 元/吨，华东地区 LLDPE 价格在 8150-8900 元/吨，华南地区 LLDPE 价格在 8400-8950 元/吨。PE 美金市场窄幅整理。线性货源主流价格在 960-975 美元/吨，高压货源主流价格在 1110-1170 美元/吨，低压膜料主流区间在 890-925 美元/吨左右。LLDPE 进口窗口持续打开，HDPE 薄膜窗口关闭，其他类别进口窗口处于开启及待开启状态。新增装置陆续开车，检修装置陆续重启，供应回归，下游需求走弱进入淡季，新增产能逐步释放，春节前后需求触底，价格承压，从油制成本看，下方仍有空间，但节前资金离场，建议以轻仓避险为主。L 相对于 PP 下方空间更多，关注空 L 多 PP 策略。

【聚丙烯】PP 市场价格偏弱整理。华北拉丝主流价格在 7200-7400 元/吨，华东拉丝主流价格在 7360-7500 元/吨，华南拉丝主流价格在 7370-7600 元/吨。汇率延续高位，聚丙烯美金成本偏高，均聚 970-1005 美元/吨，共聚 970-1100 美元/吨，透明 1000-1095 美元/吨。隆众资讯统计国内 PP 检修装置变化详情：金能化学三线（45 万吨/年）PP 装置停车检修。中英石化（35 万吨/年）PP 装置重启。北方华锦老线（6 万吨/年）PP 装置重启。截至 1 月 20 日报道：两油聚烯烃库存 53 万吨，较上周增加 2.5 万吨。国产装置逐渐重启，新增产能陆续释放，供应端矛盾逐渐积累。需求端开工继续下降，淡季需求偏弱，临近年底下游以降成品库存为主。产业库存压力逐渐凸显，价格预计承压偏弱，警惕油价变动风险。

农产品：美豆及国内豆粕均处于多头市场环境，易涨难跌

【美豆】隔夜市场，CBOT 大豆主力合约收盘上涨 3.24%。CBOT 大豆自政策预期主导的资金市场稳定后，天气溢价兑现概率在增加。消息面：美国农业部公布的周度出口检验报告显示，截至 2025 年 1 月 16 日当周，美国大豆出口检验量为 973,145 吨，低于市场预期。本作物年度迄今，美国大豆出口检验量累计同比增长 20.6%，已达到全年出口目标的 65.0%。南美方面，巴西中部主产区降雨频繁导致大豆收获进度放慢。根据 IMEA 消息，截至上周五（1 月 17 日），马托格罗索州大豆收获进度为 1.41%，低于去年同期的 12.82%，也低于过去五年同期平均进度 5.91%。

【蛋白粕】国内一季度进口大豆供应紧缩，豆粕将加速去库，高基差稳定性在增

强，有助于提振市场行情、强化支撑。昨日市场消息称，各海关要加强对进口巴西大豆报关单证进行审核，巴西个别公司的大豆出口被暂停。一季度豆粕供应在超预期收缩。目前我们预计，国内 1-3 月预计进口大豆到港量分别在 700、500 和 600 万吨左右。虽然不清楚后面会不会扩大暂停巴西大豆出口到中国的范围，但从目前国内买船和发船情况看，最起码基本确定的是一季度国内油厂大豆和豆粕供应是偏紧的，叠加未来油料端可能出现的天气风险，豆粕溢价暂可以获得相对稳定支撑。

【油脂】豆油 09 合约周期内成本驱动增强，棕榈油短期印尼 B40 政策及一季度基本面驱动行情已透支，中期从整体看 2024/25 产季棕榈油增产形势不变+需求受出口替代及实际生柴消费增量不足影响，现阶段预期稍偏高。相关市场，国际能源价格趋承压偏弱走。因此，国内外豆棕价差倒挂修复、路漫漫但依然可期。

【棕榈油】马棕方面，SPPOMA：2025 年 1 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比减 9.80%；AmSpec Agri：马来西亚 1 月 1-20 日棕榈油出口量环比减少 22.99%；ITS：马来西亚 1 月 1-20 日棕榈油出口环比减少 18.20%。此外，印尼政府暂时冻结生物柴油补贴消息使得市场多头情绪负担加重，国内外豆棕价差有逐步收缩趋势。

【玉米】自 1 月上旬中储粮增储消息落地后，深加工开机持续偏高，阶段性提价收购增多，贸易流通有增加迹象，南港库存去化增多，市场看涨意愿增强。然而，临近春节，市场购销整体提节奏空间有限。节后产区售粮压力会有减轻，现货市场支撑的稳定性有望增加。但预期港口库存去化仍需一定周期，玉米供应宽松大背景下，贸易流通有望加快，期现头寸止盈周期或豆会缩短，大幅上涨空间目前看依然有限。

【生猪】周末消费叠加小年备货预期交易，现货趋强，养殖端顺势出栏增加，且终端在新年后至今增量环比增量空有限，预期随着小年消费高峰过去，现货偏弱调整预期不变。目前集团场出栏体重依然偏高，按照目前出栏节奏，跨节现货价格落差大概率存在。期货方面，LH03-05 价差目前依然存在历史高位，一方面近月有成本逻辑支撑，另一方面仔猪逢低补栏增加，对应 5 月出栏预期压力偏大。然而，按照去年四季度至今集团场经营策略思路，供应压力提前释放概率偏高，因为我们预计 LH03-05 价差后期收缩概率偏高。

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：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn