

2025年2月5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：美国政府推迟对加墨两国加征关税，全球风险偏好整体升温

【宏观】海外方面，美国职位空缺创去年9月以来的最低水平。美国12月工厂订单月率录得2024年6月以来最大降幅，受美国数据疲弱的刺激，美元指数和美债收益率下降；此外，美国政府推迟对加墨两国加征关税的时间，全球风险偏好整体升温。国内方面，中国1月经济数据不及预期；美国对中国加征10%的关税，中国进行反击，此次美国加征关税对国内市场造成一定的冲击，但短期国内市场快速回暖，国内风险偏好有一定的支撑。资产上：股指短期震荡，短期谨慎做多。国债短期震荡偏强，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；能化短期震荡，谨慎观望；贵金属短期震荡偏强，谨慎做多。

【股指】春节期间港股和A50指数整体上涨。基本上，中国1月PMI经济数据不及预期；美国对中国加征10%的关税，中国进行反击，此次美国加征关税对国内市场造成一定的冲击，但短期国内市场快速回暖，国内风险偏好有一定的支撑。操作方面，短期谨慎做多。

黑色金属：宏观扰动加剧，钢材市场或延续震荡偏强

【钢材】春节长假之前，国内钢材期现货市场整体震荡偏强。春节长假期间，中美贸易争端再起，市场避险情绪有所增加。基本面方面，节前最后一周，五大品种钢材库存环比回升101万吨，表观消费量则下降90万吨。供应方面，螺纹钢

产量降幅明显，热卷产量则继续有小幅回升。成本端近期则有逐步企稳迹象，铁矿石价格走强，煤焦价格相对稳定。3 月份两会之前，市场对于政策预期依然存在，且钢材品种库存绝对量处于低位，故节后钢材市场有望延续偏强走势。

【铁矿石】春节长假之前，铁矿石价格整体走强，长假期间，外盘铁矿石掉期上涨 1.6 美元/吨。长假之前，铁水日产量连续回升，钢厂补库力度较大。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。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】节前，硅锰价格上涨明显，主要受到加蓬矿发运减少影响。截至 1 月 24 日，港口锰矿库存合计仅有 393.4 万吨，创下近年来新低，较去年同比下降 95.2 万吨，降幅为 19.5%。锰矿现货价格上涨明显。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。硅铁自身基本面变化不大，节前，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：关税影响需求担忧计价，油价小幅回落

【原油】特朗普开始出台关税，对进口自墨西哥加拿大两国的商品加征 25% 的关税，其中对加拿大能源产品的加税幅度为 10%，目前暂缓 30 天进行。同时对中国商品也进行了 10% 的关税出台，市场整体对需求受到关税干扰感到担忧，油价小幅下行，一度下破 75 关键位。但之后有信源称特朗普或对伊朗再次施加“最大压力”，油价再度上升，近期市场将会持续在关税计价以及制裁影响中摇摆，后期观察北美贸易流变化情况，油价将继续偏强震荡。

【沥青】油价小幅下行，但成本仍然偏强。短期山东炼厂开工仍然受到较大影响，

制裁原料的流入将逐渐困难，炼厂将增加对中东，以及后续可能的加拿大墨西哥油品进口，沥青收率可能小幅下行。另外冬储情况一般，但供应减少下库存减量明显，沥青价格中枢抬升，后续跟随原油波动，或持续偏强震荡。

【PTA】节中下游开工保持稳定，逸盛 360 万吨装置计划内回归，开工后期仍有小幅上升空间。短期下游利润情况良好，权益库存较低，3 月市场有较高的需求回升期待，旺季下下游价格可能会有一定恢复，PTA 过剩预期可能会有所淡化。另外油价持续保持大幅波动，后期制裁影响可能还会继续作价，能化中枢可能继续保持偏强震荡，PTA 跟随保持稳定。

【乙二醇】下游开工继续保持同比高位，后期或将平均保持 82% 以上。港口库存小幅累库，但下游利润尚可，库存也处于低位，乙二醇库存后期仍有去化预期。后期存量装置供应将继续恢复，叠加海外天然气装置受寒潮影响结束，进口将回归正常，产能出清仍在过程中，油价近期也处在剧烈震荡中，乙二醇价格将保持震荡格局。

【甲醇】国内开工高位，天然气检修逐渐结束，传统需求春节前后较低，部分 MTO 装置 2 月有检修计划，节后累库，宏观等利空影响下市场情绪不佳，价格震荡偏弱。

【LLDPE】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，节日期间原油价格走弱，从油制成本看，下方仍有空间。

【聚丙烯】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。产业库存压力逐渐凸显，原油价格回调，PP 成本下移，价格震荡偏弱。

农产品：油脂油料市场受全面贸易战相关的避险情绪影响仍在

【美豆】现阶段 CBOT 大豆期货市场基金净持仓转多，巴西大豆收割及阿根廷产区天气风险溢价也基本覆盖了美国关税新政带来的利空影响。美国推迟对墨西哥商品征收新关税，国内公布对美反制措施，也暂未涉及美豆等农产品进口。隔夜市场，美豆油溢价回落，美豆粕大幅反弹支撑 CBOT 大豆价格上涨，谷物市场也延续反弹。截至 2025 年 2 月 2 日，巴西 2024/25 年度大豆收割率为 8%，较此前一周提高 4.8 个百分点，低于去年同期的 14%。天气方面，未来两周巴西南部干旱天气或有缓解，阿根廷产区整体降雨依然偏少。近日咨询机构 StoneX 将巴西 2024/2025 年度大豆产量预期下调至 1.7089 亿吨。

【豆粕】国内一季度进口大豆供应偏紧预期不变，CBOT 市场大豆受油粕价格上涨支撑稳定，且因美国发布关税新政节奏略超预期，叠加巴西大豆收割风险增加，巴西对华出口大豆溢价稳定性增强且不排除对国内出口升贴水有反弹的可能。整体看，国内进口大豆成本稳定且上涨驱动风险较高，豆粕多头资金活跃度有望增强。

【豆菜油】国内豆油“低估值+成本驱动”逻辑依然成立，且伴随进口大豆供应减少，库存去化预期强，基差趋稳且不排除节后阶段性补库驱动价格上涨。菜油受假期 ICE 菜系市场及加出口贸易风险影响或持续偏弱，国内菜油商业库存偏高且短期油厂菜籽供应依然充足，基本面支撑或也不足。

【棕榈油】棕榈油产区阶段性供需紧缩叠加国内外低库存支撑稳定，受相关市场利多影响或也会突出。预计国内外豆棕价差倒挂局面或加速修复，但也需要关注 2 月 MPOB 供需报告对棕榈油影响。现阶段，马来西亚棕榈油季节性供需双减，出口环比跌幅或会扩大，预计 BMD 棕榈油由基本面驱动上涨空间也比较有限。目前据船运调查机构 SGS 公布数据显示，预计马来西亚 1 月 1-31 日棕榈油出口量

为 1034178 吨，较上月同期出口的 1136270 吨减少 8.98%。此外，南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2025 年 1 月 1-31 日马来西亚棕榈油单产减少 13.14%，出油率减少 0.39%，产量环比减少 15.19%。

【玉米】假期受宏观事件影响国际谷物价格整体承压下行，美玉米出口压力或增加，但天气风险持续在扩大。国内假期中储粮在东北三省再次发布增储公告，节前产区销粮节奏偏快、下游终端认价采购增多、贸易端储粮意愿也有增强，预计受假期增储消息影响，节后玉米期现市场有望延续反弹。

【生猪】春节假期各项消费数据较好，但生鲜品自有节日消费节奏特征。跨节猪肉进入“冰箱库存”消耗周期，叠加滞压的出栏压力，现货市场节后仍有可能出现“跳水式”下跌。假期期间生猪现货市场报价参考意义不大，但仔猪价格有继续反弹迹象。因此，节后相比近月高基差支撑，远月相对而言承压风险依然偏高。

有色金属：国内基本面处于淡季，关注外部宏观情绪影响

【铜】宏观方面，2 月 3 日美国 1 月 ISM 制造业 PMI 录得 50.9，高于预期的 49.2，市场情绪有所回暖，伦铜价格有所反弹。供应端，1 月 24 日现货加工费周度下降 \$5.33 至 -\$2.2，加工费再度转负，关注后续炼厂排产情况。需求端，下游加工企业逐渐停工放假，预计需求在元宵节后才能完全恢复。春节假期期间，电解铜社会库存预计维持累库。短期内市场情绪受外盘变动影响较大，国内短期内暂无宏观影响和基本面驱动，短期内走势或偏震荡，警惕频繁的价格跳开变化。

【锡】供应端，锡矿供应偏紧的格局暂无明显改变、周度加工费暂无变化，1 月 24 日云南、江西两地炼厂开工率回落至 47.57%；锡锭进口盈利回落至（-1369.7，2864.4）的区间内波动，印尼 2024 年部分配额余量仍将在 1-2 月进口至国内。需求方面，受春节假期的影响，焊料厂将逐渐停工放假，1 月锡焊料排产量预计下滑至 7042 吨，开工率回落至 53.98%；锡化工方面，节前 PVC 周度开工率小

幅反弹至 82.03%。预计节中累库状况相对较好，但叠加淡季，期价持续上行驱动或偏弱，预计震荡运行。

【碳酸锂】供应端，节前碳酸锂厂周度产量回落至 14157 吨、但仍居于高位，开工率录得 39.25%，环比录得-0.53%，主要受春节假期即将到来的影响。需求端方面，2 月磷酸铁锂排产量或下降至 21.8 万吨的位置、淡季环比回落 8.7%，三元材料排产量或达到 4.9 万实物吨、环比录得+4.8%，下游需求情况因进入淡季而大幅回落。1 月 23 日，碳酸锂产业链周度库存录得 108508 吨，环比上升 278 吨。碳酸锂供需格局维持过剩，并在淡季将进一步凸显，价格重心预计震荡偏弱运行，难以出现持续上行，可在高位反弹后做空。

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