

2025年2月19日

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

研究所晨会观点精萃

宏观金融：关税忧虑和俄乌和谈存在不确定性导致全球避险情绪有所升温

【宏观】海外方面，俄乌和谈进展顺利，但俄方提出更强硬要求；以及特朗普表示将对汽车、芯片、药品征收 25% 的关税；因特朗普关税计划和俄乌和谈存在不确定性引发了避险买盘，美元指数和美债收益率有所反弹，全球风险偏好整体小幅升温。国内方面，中国 1 月融资数据超预期，企业部门融资需求改善明显，经济开局良好；且由于市场对贸易冲突升级的担忧得到缓解，人民币汇率压力短期缓解；但短期由于资金获利了结以及前期热门题材概念消退，国内市场情绪有所降温，市场风险偏好短期有所降温。资产上：股指短期震荡反弹，短期谨慎做多。国债短期高位回调，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期震荡，短期谨慎观望；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】在教育、通信服务以及影视传媒等板块的拖累下，国内股市大幅下跌。基本面上，中国 1 月融资数据超预期，企业部门融资需求改善明显，经济开局良好；且由于市场对贸易冲突升级的担忧得到缓解，人民币汇率压力短期缓解；但短期由于资金获利了结以及前期热门题材概念消退，国内市场情绪有所降温，市场风险偏好短期有所降温。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】隔夜沪金主力合约收至 686.66，全天延续上行走势，已基本回补其前两日的跌幅。特朗普宣布将对进口汽车征收 25% 的关税，关税扰动继续支撑黄金价格。黄金的避险逻辑预计在关税政策扰动期间会持续生效。近期美元持续走弱，进一步降低持有其他货币的买家购买黄金的成本。但若金价继续突破高点来自获利盘的抛压会逐渐增大，关税政策的影响也呈现边际减弱的趋势。因此，虽金价中长期上行趋势不改，但短期内或存在阶段性回调可能。沪银近期表现明显落后沪金，其补涨走高的逻辑有待市场验证。整体来看，近期沪金波动率显著上升，以高位震荡思路对待，注意防范高位回调风险。

黑色金属：成交有所回暖，钢材期现货价格小幅反弹

【钢材】周二，国内钢材期现货市场小幅反弹，市场成交量也有所回升。民营经济座谈会召开之后，市场信心有所恢复。基本面方面，随着需求旺季的到来，需求环比呈现改善迹象。地产方面的土地成交数据也持续改善。。供应方面，钢厂利润尚可，五大材产量继续环比回升 5.99 万吨，分品种看板材供给压力依然较大。成本方面，铁矿石价格仍有韧性，焦炭开始第九轮提降。短期来看，钢材市

场或阶段性反弹，关注需求恢复情况。

【铁矿石】周二，铁矿石期现货价格有所反弹。主要是因为宏观预期的改善以及钢材价格的反弹。上周铁水产量的下降使得市场对于铁矿石需求预期有所改变。但目前钢厂利润尚可，铁水产量预计仍有回升空间。供应方面，一季度为外矿发货低点，本周全球铁矿石发运量环比回落 646.7 万吨，且未来发货量的下降将逐步体现在到港量方面。铁矿石供需错位格局短期仍在继续。铁矿石价格短期或仍以震荡偏强思路对待。

【硅锰/硅铁】周二，硅铁现货价格小幅回落，硅锰现货价格持平。钢联五大品种钢材产量继续回升，铁合金需求尚可。锰矿现货价格有所企稳，天津港南非半碳酸报价 38-39 元/吨度，加蓬 48-49 元/吨度，澳块报价 49 元/吨度左右，后期需密切关注成交情况。锰矿港口库存环比小幅回落 21.7 万吨。硅锰供应短期也继续回升。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5950-6050 元/吨，75 硅铁价格报 6300-6400 元/吨。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 38.25%，较上期增 0.45%；日均产量 15930 吨，较上期增 170 吨。兰炭市场行情弱势，企业利润下滑，现府谷市场中小料主流价格出厂价现金含税 740-900 元/吨，成本支撑力度有所减弱。短期铁合金价格仍以区间震荡思路对待。

有色金属：利空情绪有所出尽，各品种走势存在分化

【铜】宏观方面，美国零售消费数据的超预期回落带动市场情绪转空，期价重心下移；关注国内“两会”市场预期的衍变，留意有色金属价格的共振走势。供应端，现货加工费周度下降\$5.97 至-\$8.67，炼厂加工费持续回落，生产亏损和减停产的概率大大增加；进口比价在 (-3559.2, -22.36) 元的区间内波动，窗口短暂进入关闭状态。需求端，下游加工企业已复工复产，逐渐开始原料采购和铜材生产，但期价冲高一直消费，周末累库 2.41 万吨至 35.03 万吨。关注国内外市场预期和情绪的变化，由于铜的供应扰动持续存在，铜价重心预计短期内维持震荡，中长期仍然以上行为主。

【锡】2月18日，市场传出“佤邦选矿厂筹备复产”的消息，带动锡价冲高后再度回落，整体期价走势维持震荡。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，云南、江西两地炼厂逐渐复工复产，周度开工率反弹到 51.9%，周度环比增长 5.37%；锡锭进口比价处于 (-8515.28, -391.07) 元的区间内波动，进口窗口关闭；印尼截止 2 月 17 日出口量录得 1895 吨，处在不断恢复的走势中。需求方面，节后下游企业逐渐恢复生产，焊料厂 2 月锡焊料排产量预计环比增长 32.46% 至 70.55%；锡化工方面，PVC 周度开工率录得 81.85%；整体需求出现好转。关注佤邦复工复产的具体节奏，警惕短期内迅速复产带来的期价大幅回落。

【碳酸锂】供应端，碳酸锂厂周度产量反弹至 14612 吨，开工率录得 40.54%，环比录得 +5.88%，主要受假期后复工复产的影响。需求端方面，2 月磷酸铁锂排产量

或下降至 21.6 万吨的位置、淡季环比回落 14.05%，三元材料排产量或达到 4.9 万实物吨、环比录得 -9.6%，下游需求情况因进入淡季而大幅回落。2 月 13 日，碳酸锂产业链周度库存录得 109333 吨，环比累库 1647 吨。碳酸锂供需格局维持过剩，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。

能源化工：OPEC+考虑推迟增产，油价止住连跌

【原油】OPEC 代表表示可能推迟定于 4 月开始的增加供应计划。这将是沙特为首的 OPEC+ 联盟第四次推迟增产，也缓解了市场对今年出现供应过剩的担忧。IEA 预期日供应将出现 45 万桶过剩，而 WTI 即期价差也一度出现供应过剩迹象。但美国和俄罗斯同意任命团队来谈判结束俄乌冲突，使得市场情绪仍有利空点存在，短期油价将继续等待市场不确定因素落地，或维持震荡格局。

【沥青】油价近期保持区间低位，山东现货小幅上行，但供需双弱格局仍不改变。库存保持低位，累库速度不高，以及近期重油原料受到制裁影响仍然较大，炼厂开工处在极低位置，但仓单持续增加，且消费税变动也在增加成本，后期关注下游需求恢复情况，短期下方空间有限，但上行仍需原油价格拉动。

【PX】国内检修基本计价，不出现先更多检修及开工变化的情况下，PX 短期上行空间有限。海外汽油近期超预期恢复，可能会在后期拉动部分调油需求，但截至目前该部分需求尚未显现，叠加后期 PTA 检修将增加，PX 供需难有持续大幅去库驱动。

【PTA】3 月检修量增加，供需可能转向去库，加工费前期走低，价格底部仍有支撑。另外下游开工符合仍然有提升空间，但短期终端开工略有偏缓，导致下游库存累积明显，后期过剩压力可能有延续。另外近期原油价格给出支撑也较为有限，带动油化工整体走势偏软，PTA 价格也仍需等待下游后期恢复情况，在此之前仍偏震荡。

【乙二醇】乙二醇港口库存继续大幅累库至 78 万吨，价格保持低位震荡。煤价近期也持续大幅走弱，导致煤制装置成本支撑走低，并且可能会在后期继续推高煤制供应。下游近期开工恢复速度略缓慢，以及终端仍然以消化前期订单为主，后期价格或继续保持震荡，3 月去库仍有希望，等待多配时点到来。

【短纤】库存压力不高，但下游涤纱成品库存略有累积，叠加终端启动仍然偏缓慢，短纤压力仍然存在。成本端 PTA 价格企稳但后续检修已经计价，后期对于短纤支撑可能有限，基差近期保持稳定，后期盘面预计将保持震荡格局。

【甲醇】太仓甲醇市场窄幅波动，基差维稳偏强。现货价格参考 2585-2595，2 月下旬纸货参考 2600-2610，3 月下旬纸货参考 2635-2645。2025 年 2 月 18 日，中国甲醇装置检修/减产统计日损失量 5560 吨。暂无恢复、新增检修及计划检修装置。甲醇国内开工高位，零星检修，传统下游需求恢复中，港口 MTO 装置检修，

计划停车十天，进口到港依然较少，不及预期。整体库存水平偏高，但甲醇仍处于节后需求恢复过程中，价格预计震荡修复。

【PP】国内 PP 市场小幅整理为主。华北拉丝主流价格在 7250–7350 元/吨，华东拉丝主流价格在 7350–7480 元/吨，华南拉丝主流价格在 7350–7530 元/吨。美金市场价格基本稳定，均聚 960–1005 美元/吨，共聚 1000–1090 美元/吨，透明 1030–1095 美元/吨。隆众资讯 2 月 18 日报道：两油聚烯烃库存 89 万吨，较前一日下降 3 万吨。。国内 PP 检修装置变化详情：中原石化一线（8 万吨/年）PP 装置重启。下游需求快速恢复，原料库存较低，补库动作明显，上游开工变动不多，产量维持高位，库存压力较大，但阶段性的补库和油价支撑下，价格预计震荡修复。

【LLDPE】PE 市场价格涨跌互现。华北地区 LLDPE 价格在 8050–8250 元/吨，华东地区 LLDPE 价格在 8070–8700 元/吨，华南地区 LLDPE 价格在 8200–8650 元/吨，基差维稳偏强。LLDPE 和 LD 窗口关闭，HD 部分品种有进口利润。隆众资讯数据统计显示：目前线型薄膜排产比例最高，目前占比 38.3%，年度平均水平在 39.3%，相差 1%；上游开工暂且稳定，检修量偏低，整体库存上涨，下游需求节后恢复，开工明显提升，预计价格逐渐修复，短期内震荡偏强，但受制于供应压力，上行空间有限。

农产品：国际能源即油脂油料价格受流动性影响反弹，国内油脂跟涨或延续

【美豆】隔夜市场，CBOT 市场谷物和油籽市场上涨，美玉米良好的出口形势及偏低的出口预期继续领涨。NOPA 压榨月报：由于严酷的冬季天气和豆粕过剩导致一些工厂放慢了加工速度，2025 年 1 月份 NOPA 会员企业的大豆压榨量为 2.00383 亿蒲，比 2024 年 12 月创纪录的 2.06604 亿蒲降低 3.01%，但是同比提高 7.86%，也是有史以来的第二个月度高点。NOPA 成员的豆油库存估计为 12.74 亿磅，环比提高 3.07%，但是同比减少 15.46%，也低于报告发布前分析师预计的 12.89 亿磅。然而，隔夜收场继续传出有关关税和政府裁员消息，对大宗商品利空影响在消退，原油价格涨幅 1.5% 以上，也支撑美豆油价格上涨。

【豆粕】国内 2-3 月进口大豆到港供应紧缩，豆粕高基差尽管下游成交兴趣降低，但是油厂积极挺价，期货端 M03-05 价差支撑偏强。此外，巴西大豆出口升贴水报价持稳，国内进口大豆成本预期支撑也偏强，豆粕期货 同时受到“高基差+低库存”支撑，且随盘面价格回落，榨利溢价也在收缩，后期期货价格偏强预期不变。

【油脂】马来西亚 BMD 棕榈油跟随国际油脂油料价格反弹，隔夜市场突破本周高点。国内豆油和棕榈油库存结构好，高基差稳定，预计今日将延续上涨/消息面：从明年 3 月起，柴油中生物柴油的强制性掺混比例将保持在 14%，而不是此前预期的 15%。棕榈油交易货币马币兑美元下跌 0.25%，令棕榈油价格对于持有外币的买家来说更便宜。

【玉米】玉米淀粉加工企业，玉米原料库存偏低，加工高利润+淀粉高库存，淀粉下游需求恢复有限上行动力不足。短期玉米现货受到下游深加工补库支撑基差走强，但随着期货预期走弱，现货拉涨节奏如同港口去库，都偏慢。在政策预期支撑下，这不仅吸引了远月采购兴趣，而且贸易商看涨情绪提振下存粮积极性有提高。这或将加剧期货端远月卖出套保压力。本周玉米期货价格预计是窄幅震荡偏弱。

【生猪】现货维持在 14-14.5kg/公斤区间震荡，冻品入库暂没有启动，二育主要地区栏舍利用率不高，尽管肥标价差再春节后维持同期高位，集团场也有增重迹象，但二育季节性并不高。短期现货跌破 14 预计会有入冻和二育补栏支撑；成本端随着饲料价格上涨，远期出栏成本抬升至 13-13.5 元/kg，这成为了生猪 LH2505、LH2507 主流的波动区间。从供需趋势看，今年母猪产能增加，生产效率也有提高，疫病风险也较小，1-2 季度整体出栏同比增加较多；从仔猪价格环比增加开始，预计持续到二季度供应环比都在增加。猪价很难太大的上涨空间不大

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