

2025年4月21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：美国经济的不确定性加大，美元继续下跌

【宏观】 海外方面，美国总统威胁要解雇美联储主席鲍威尔，加剧了美联储货币政策的不确定性；此外，由于关税原因导致的经济的不确定性加大，美元指数继续下跌，全球风险偏好整体升温。国内方面，中国 2025 年一季度 GDP 同比增长 5.4%，预期 5.1%，前值 5.4%，大幅高于市场预期，经济复苏有所加快；而且中国国常会表示加大逆周期调节力度稳就业、稳外贸，相关举措要“确保实施效果”，政策支持预期增强，短期对国内市场风险偏好形成较强的支撑。资产上：股指短期震荡反弹，短期谨慎做多。国债短期高位震荡，谨慎做多。商品板块来看，黑色短期偏弱震荡，短期谨慎观望；有色短期震荡反弹，短期谨慎做多；能化短期震荡反弹，谨慎做多；贵金属短期上涨，谨慎做多。

【股指】 在酒店旅游、食品加工以及农业板块的拖累下，国内股市小幅下跌。基本面，中国 2025 年一季度 GDP 同比增长 5.4%，预期 5.1%，前值 5.4%，大幅高于市场预期，经济复苏有所加快；而且中国国常会表示加大逆周期调节力度稳就业、稳外贸，相关举措要“确保实施效果”，政策支持预期增强；此外，美国总统态度有所软化，表示中美一直在接触，并且不会再加关税，甚至可能降低关税；短期对国内市场风险偏好形成较强的支撑。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】 贵金属市场上一周连续突破新高，沪金主力合约一度冲至 796.70 元/克，COMEX 主力合约截至目前继续上涨至 3370 美元一线。特朗普反复释放对欧、日及中国的“乐观谈判”信号，加剧了市场对政策执行风险的警惕，黄金作为危机对冲工具反复受到间歇性避险买盘推动。美国 3 月零售数据在关税预期前置效应下异常增长，美伊核谈判破裂风险上升叠加也门局势升级，推动市场地缘风险定价升温。鲍威尔鹰派表态继续抑制市场降息预期。整体来看，美

国政府信用受损引发的美元资产抛售与地缘博弈不确定性仍将支撑黄金维持强势，若显著回调或出现长线配置良机，白银或跟随黄金呈现高位震荡格局但回调压力更大。

黑色金属：政策预期增强，钢材期现货市场延续震荡

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场继续小幅回调，市场成交量低位运行。国常会再度释放，政策加码预期有所增加。基本面方面，上周需求表现尚可，建材和板材表观消费量均不同程度回升。但市场上“买涨不买跌”心态明显，叠加市场处于淡旺季切换的时点，品种成交呈现分化特征。供应维持高位，一季度统计局口径粗钢产量同比增长 0.6%，钢联口径五大品种钢材产量也环比回升 1.65 万吨。钢厂利润目前仍有 100 元/吨，后期供应仍有回升空间。短期钢材市场建议以区间震荡思路对待。

【铁矿石】上周五，铁矿石期现货价格小幅回调。铁水产量小幅落，但仍维持在 240 万吨上方，考虑当下钢厂利润水平尚可，铁水产量仍有进一步回升空间。供应方面，本周主流矿发运小幅回升，到港量也环比回升 258 万吨，考虑到二季度为传统铁矿石发运旺季，铁矿供应仍有进一步回升空间。同时，周五港口库存环比回落 285 万吨。短期政策强预期对铁矿石价格仍有一定支撑。不过若钢材需求持续低迷，中期延续偏空思路。

【硅锰/硅铁】上周五，硅铁、硅锰现货价格持平。本周钢联五大材产量环比回升，铁合金需求尚可。硅锰合格块现金含税自提北方主流市场价 5600-5750 元/吨，南方市场价格 5700-5800 元/吨。锰矿现货价格继续下探，天津港半碳酸成交围绕 34 元/吨度，南非高铁 31.5 元/吨度左右，加蓬 38.8 元/吨度左右，澳块 40 元/吨度左右。康密劳 2025 年 5 月对华锰矿装船加蓬块报价为 4.8 美元/吨度，环比下降 0.3 美元/吨。硅锰供应小幅回升，Mysteel 统计全国 187 家独立硅锰企业样本：开工率全国 46.56%，较上周增 0.07%；日均产量 27390 吨，减 210 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5650-5850 元/吨，75 硅铁价格报 6050-6200 元/吨。原料方面，兰炭市场报价持稳，现府谷市场小料出厂价现金含税报 610 元/吨左右。硅铁供应小幅下降，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 33.42%，较上期降 2.97%；

日均产量 14730 吨，较上期降 1140 吨。短期铁合金价格仍以区间震荡思路对待。

能源化工：需求恢复有限，化工品种恢复幅度不及上游

【原油】传关税有缓和迹象，以及伊核协议谈判或出现阻力的情况下，油价小幅回升。而当下现货尚可，库存压力较低，结构也恢复至 1 月末以来的最高值，同样推动价格反弹。短期价格将继续受到现实端的抬升，但后期 OPEC 供应的恢复以及超产仍然无法扭转，后续过剩将逐步实现，价格短期或有测试压力位，但突破概率仍然较低，且长期将继续偏空。

【沥青】沥青跟随油价小幅企稳，目前现货北方刚需支撑有拖地，南方供应略有宽松，分化明显。后续山东炼厂开工将有所回升，供应增加，南方供应较为充裕。厂库近期下降，但社会库存增加，成交仍多以低价资源为主，总体复苏速度仍然较缓慢。沥青基本面驱动仍然缺乏，主要跟随原油价格波动。

【PX】外盘价格跟随原油反弹至 740 美金，PXN 价差则继续保持 172 美金低位。短期 PTA 开工继续保持偏低位置，PX 需求有限，但近期汽柴需求继续超季节性预期，后期调油价差仍然有打开趋势，PX 受到部分抬升，但当下供需两弱持续，PX 将保持和 PTA 同等幅度的偏弱震荡格局。

【PTA】终端订单部分好转情况有限，开机继续下行，但下游利润仍然受到本轮利润让渡影响，开工仍然保持 93%以上高位，这导致近期 PTA 基差小幅走高，但下游库存压力却继续增加，盘面继续计价下游弱势，PTA 保持偏弱震荡。

【乙二醇】港口库存去库有限，隐形库存仍然偏高。所以虽然近期乙二醇开工明显下行，但基差变动有限，供需两弱格局持续，前期供应原料问题计价空间有限，

乙二醇正式去库时点推后，涨幅明显不及原油，价格继续保持弱震荡。

【短纤】涨幅不及原油，短纤价格继续低位震荡。短期抢出口量仍然有限，仅前期东南亚转口部分订单有缓和，但原料出口仍未出现平缓，新鼎但能力仍然不足。内需较低，终端开工持续偏弱，目前库存仍然在累积中，纱厂订单减少，且后期部分厂家将计划放假，短纤价格将跟随原油，但涨幅不及上游品种，短期保持偏弱震荡格局。

【甲醇】港口 MTO 装置停车，需求下滑明显，但内地上游装置意外检修和港口进口不多使得库存整体只出现小幅上涨，同时下周期检修持续，进口维持低位，预计供需压力不大。甲醇 05 合约价格震荡为主，09 合约供应预期压力较大，等待反弹做空机会。

【PP】PP 下游开工略有下降，但上游检修逐渐增加，且反制裁关税对丙烷影响较大进而预计导致 PDH 装置负荷有下降预期，虽有新增产能投放，但供应端缩量将对整体压力有所缓解，预计价格震荡修复。

【LLDPE】PE 下游农膜需求大幅回落，供应宽松，产量周度攀升。近月受低库存支撑，价格震荡下方空间有限。09 合约供应端新增和关税影响下缩量并存，中长期价格承压，续继续跟踪。

有色：政策加码预期升温，短期震荡反弹

【铜】在需求旺盛的提振下，虽然精炼铜产量维持高位，但去库依然较好，基本面尚可。宏观方面，特朗普态度有所软化，表示中美一直在接触，并且不会再加关税，甚至可能降低关税，有助于提升市场风险偏好；另外，国内政策进一步加码预期强烈，国务院常委会也给予支持，在合适时机出台政策，目前市场预期月底降准降息。短期，铜价将延续震荡反弹。

【铝】铝国内基本面较好，铝锭和铝棒延续大幅去库节奏，库存处于历史同期偏低水平，即使国内高产量和进口处于高位。当前市场主要矛盾是宏观，短期没有

太多利空，后期还是关注关税谈判和国内政策，短期仍有反弹空间，中期仍然看空，LME 铝上方阻力位在 2450-2480 美元/吨。

【锡】供应端，刚果金锡精矿分阶段恢复运营，4月1日缅甸佤邦曼相矿区复产会议推迟，目前暂无消息，云南江西两地炼厂开工率较上周小幅回升至 56.96%，但依然处于低位，进口亏损大幅缩窄，但进口窗口尚未打开。需求端，下游需求分化严重，但锡焊料需求旺盛，3月锡焊料行业开工率大幅回升，后续有望保持较高开工水平。锡价回落，下游拿货增加，但多数冶炼厂出货意愿不高，库存大幅下降，上周下降 1177 吨。综上，关注谈判进展和国内政策，短期锡价反弹。

农产品：油脂油料基本面承压风险不减，短期天气升水或增加

【美豆】美国国内大豆库存低、现货升水，期货受出口不确定影响预期偏差。随着美国关税谈判表态增多，市场对出口供应链担忧消退。此外，新季美豆播种初期降雨持续到 5 月初均偏多，播种进度若延缓或进一步扩大减产交易空间。CBOT 大豆季节性多头市场环境下支撑逐步强化。

【豆粕】国内油厂开机恢复进度略偏慢，现货及远月基差报价走强。随着美豆上涨预期兑现，豆粕极低的月间价差有望修复。虽然现货基差回调阶段性延迟，但未来随着南美大豆集中到港，收缩趋势未变，现货挺价下成交略有收缩。短期内豆粕期货支撑稳定，月差修复到趋势反转可能性不大。关注美豆天气升水交易节奏。

【菜粕】菜粕进入需求旺季，主要地区菜粕库存持续去化。菜粕进口渠道扩增，且对加拿大菜籽进口政策暂且稳定，供应风险溢价回落。此外，今日菜粕交割扩容且注册仓单增多，随天气转暖菜粕高库存风险也在增加，市场情绪相对豆粕偏弱，短期豆菜粕价差有望延续走扩。

【豆菜油】国内油厂开机阶段性偏低，豆油库存加速去化，基差稳定。菜籽油高价且处淡季，流动性差、库存高、基差偏弱。国内二季度菜籽进口虽然偏少，但积压库存高，供应依然稳定；ICE 菜籽底部支撑较强，成本支撑稳定但驱动不足；短期中加菜系贸易关系再度恶化可能性并不高。菜油区间回落风险依然偏

高。

【棕榈油】国内棕榈油低库存，高基差稳定，但受成本驱动明显减弱。马来西亚棕榈油库存出现拐点，增产进展顺利，限制国内外上涨空间。4月以来，马棕出口环比改善，且关税政策冲击性影响较弱，原油价格反弹支撑国际油脂价格稳定，豆棕价差收缩。

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