

2026年5月25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：021-68756925

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：021-68758786

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：021-68751490

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：021-58731316

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：021-68757092

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68757092

邮箱：fengb@qh168.com.cn

李卓雅

从业资格证号：F03144512

投资咨询证号：Z0022217

电话：021-68757827

邮箱：lizy@qh168.com.cn

彭亚勇

从业资格证号：F03142221

投资咨询证号：Z0021750

电话：021-68757827

邮箱：pengyy@qh168.com.cn

## 宏观金融：美伊谈判取得关键进展，全球风险偏好继续升温

【宏观】海外方面，美伊谈判取得关键进展，双方接近达成包含停火、解冻伊朗资产、开放霍尔木兹海峡的协议，但特朗普表态不急于签署，核心分歧仍存。此外，欧美5月PMI受中东局势扰动普遍回落，滞胀预期上升，美元指数回落，10年期美债收益率下行，全球风险偏好继续升温。国内方面，4月经济数据低于预期，外需韧性犹存，经济短期放缓；通胀持续修复，PPI上行、CPI温和回升，企业业绩整体改善。货币政策精准发力，5月25日央行开展6000亿元1年期MLF操作，加量续作1000亿元，维持流动性合理充裕。市场交易聚焦中东地缘缓和与国内流动性宽松预期，对市场形成正向支撑；但短期市场情绪回暖，股指震荡反弹。后续关注美伊协议落地进展、国内经济修复斜率、企业业绩兑现及流动性宽松传导效果。资产上：股指短期震荡反弹，短期谨慎做多。国债短期震荡，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期震荡回调，短期谨慎观望；有色短期偏强震荡，短期谨慎做多；能化短期震荡调整、波动较大，谨慎观望；贵金属短期震荡，谨慎观望。

【股指】在半导体元件、工业金属以及电子化学品等板块的带动下，国内股市大幅上涨。基本上，4月经济短期放缓但外需稳健，通胀温和修复支撑企业盈利改善；美伊谈判缓和预期升温，叠加国内MLF加量续作释放流动性宽松信号，对国内股指形成提振。短期市场情绪明显回暖，震荡反弹，后续关注业绩兑现、外围局势变化及流动性宽松传导效果。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】贵金属市场震荡回调，国内夜盘沪金主力合约收至990.6元/克，跌幅0.10%；沪银主力合约收至18681元/千克，涨幅0.51%。国际市场，现货黄金盘中下测4500大关，最终收跌0.79%，报4507.10美元/盎司，续第二周周线下跌；现货白银收跌1.57%，报75.52美元/盎司。随着美伊谈判取得关键进展，油价大跌，美元指数走弱，贵金属有所反弹。短期贵金属震荡运行，操作方面，短期谨慎观望，关注美伊谈判进展、美元走势与美债收益率波动。

## 黑色金属：煤矿事故或推动黑色系短期反弹

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场延续弱势，市场成交量低位运行。周末山西煤矿事故或对周一盘面形成较大影响。基本面方面，现实需求也在继续走弱，上周五大品种钢材表观消费环比回落 30 万吨，热卷库存压力可能更大。供应方面，钢厂利润恢复后，电炉钢复产速度加快，上周五大品种钢材产量环比回升 21.96 万吨，螺纹回升 19.74 万吨。不过《钢铁行业产能置换办法（2026）》公布，中期供给或进一步受到约束。短期钢材市场仍以区间震荡为主，关注短线反弹可能。

【铁矿石】上周五，铁矿石期现货价格走势偏弱。铁水日产量回升至 240 万吨上方，但盈利钢厂占比小幅回落。供应方面，本周全球铁矿石发运及到港量明显回升，发运量回升 346 万吨，到港量回升 204.6 万吨。港口库存继续处于高位。中期来看，矿石供应增加仍是大趋势。铁矿石价格或以弱势下行为主。

【硅锰/硅铁】周五，硅铁、硅锰现货价格持平；盘面价格小幅回落。硅锰 6517 北方市场价格 5700-5800 元/吨，南方市场价格 5850-5930 元/吨。锰矿市场震荡运行，天津港半碳酸成交 38 元/吨度左右，南非高铁分指标 33-33.5 元/吨度区间，加蓬 41.5-42 元/吨度。主产区生产节奏保持稳定，调研后期短期内减增产产量较少，厂家出货较好，内蒙厂交付订单为主，宁夏厂逐步出货，厂家利润表现一般。75 硅铁价格报 5900-6000 元/吨。河南贸易商市场 72 硅铁自然块不含税价格 5100 元/吨左右，75 硅铁自然块不含税围绕 5400 元/吨左右。下游企业基本假期后，部分企业也多交付手上订单，市场询单以及成交逐渐冷清，下游需求基本处于停滞的状态。动力煤价格上涨是带动硅铁价格走强的主要原因。短期铁合金价格或以区间震荡为主。

### 有色新能源：维持高位震荡，关注宏观风险扰动

【铜】宏观上，美伊谈判迎来阶段性进展，磋商步入最后阶段，地缘风险情绪降温，市场风险偏好整体抬升；美联储政策预期同步出现变化，内部已认真讨论加息可能性，目前市场定价加息时点落在 2026 年 12 月，高利率延续预期进一步强化；周五沃什将正式宣誓就任美联储主席，可能对市场情绪及资产价格造成阶段性冲击。近期 comex 铜库存持续增加，截至 5 月 22 日，铜库存增至 633680 短吨，之前曾一度降至 58 万短吨附近。6 月 30 日前，美国商务部将提交铜市场评估报告，总统据此决定是否对精炼铜加税。铜后期核心矛盾点还是在于弱现实与预期的博弈，虽然国内持续去库，但下游补库告一段落，全球显性库存仍处高位。供应端约束仍在，铜精矿供应依然偏紧，印尼格拉斯伯格铜矿复产可能不及预期，另外硫磺供应持续紧张对铜湿法冶炼构成重大风险，基于此，相较于年初预测，机构下调 26 年精炼铜产量增长预估。全球铜矿供需紧平衡，但不至于出现短缺，上方高度谨慎看待。

【铝】供需层面，国内电解铝产量高位，但需求承压，库存高位，去化缓慢。1-4月国内电解铝产量为1474.6万吨，同比增加2.7%，绝对增量为39万吨；日均产量为12.3万吨左右，高于去年同期的12万吨。1-4月电解铝预估表观消费量为1475万吨，低于去年同期的1503万吨，同比下降1.8%，其中1-2月同比增0.4%，3月同比下降3%，4月同比降5%。国内供应刚性，加上高进口，其实供给充裕，而今年需求缺乏亮点，虽然特高压和储能带来一定增量，但光伏、汽车等重要下游领域均难给出乐观预期。宏观叙事同样难以提振铝价，上方高度谨慎看待。

【锡】供应端，4月锡矿进口环比下降，其中从缅甸进口降幅较大，复产进度不及预期，另外刚果金疫情也加剧市场对锡矿供应偏紧的担忧；后期需重点关注印尼政策，涵盖锡矿RKAB配额和锡锭出口关税，可能给市场带来较大扰动。云南江西两地冶炼开工率持稳，同比仍处于高位。需求端，整体需求欠佳，4月锡焊料开工率为74.9%，环比下滑0.6%，同比下滑1.8%；全球3月半导体销售额增速进一步上升，达到79.2%，增速较上个月扩大17.4%；4月我国半导体产量同比增33%，今年以来维持两位数增速，但汽车、家电和光伏产销同比下滑。锡价高位抑制下游焊料企业备货意愿，刚需采购，现货市场交投氛围清淡，锡锭社会库存在10000吨附近徘徊，同比持平，LME锡锭库存环比下降，绝对水平仍为高位。综合来看，缅甸锡矿供应恢复不及预期，叠加刚果金锡矿供应担忧，下方支撑较强，但宏观风险依然存在，上方空间谨慎看待，后续重点留意主产国政策突发扰动。

【碳酸锂】碳酸锂周度产量录得25893吨，周环比下跌0.5%（-123吨），周度开工率56.59%。其中，锂辉石、锂云母、盐湖、回收料各产线开工率分别录得68.63%、34.11%、80.25%、34.79%。碳酸锂小样本社会库存100663吨，去库755吨。其中上游累库717吨至18374吨，下游去库5582吨至42729吨，其他环节去库5620吨至39560吨。大样本社会库存去库1115吨至137260吨，样本库存差36597吨。最新仓单库存53047吨，周环比增加2408吨。上周短期宏观情绪偏空压制高估值品种，周末美伊和谈进展缓和情绪。价格下跌后，现货成交连续放量，需求构成下方支撑。库存样本扩容整体符合预期，去库趋势延续。关注关键支撑位置，耐心等待止跌企稳后逢低布局。

【工业硅】最新周度产量7.58万吨，周环比增加4130吨（+5.8%）。四川、云南、新疆、内蒙古、甘肃周度开工率分别录得6.25%、5.03%、57.99%、38.1%、47.22%。最新开炉数量总计207台，环比增加21台，开炉率26%。四川增加1台，新疆和甘肃合计增加20台。工业硅最新社会库存为56.2万吨，周环比增加0.8万吨，社会库存高位平稳。最新仓单库存为29406张，周环比增加84张，仓单数量缓慢增加。北方开工持续低迷，西南丰水期复产推迟，供需双弱、产能过剩、库存高位累积状态下，工业硅贴近成本定价，跟随焦煤节奏呈区间行情。周五山西煤矿发生重大安全事故，预计引发更大范围的安全生产检查，焦煤价格上涨从成本端推动工业硅上涨。

【多晶硅】最新周度库存为29.66万吨，库存下降0.79万吨。最新仓单15310手，周环比增加680手。光伏终端需求不足，上下游价格博弈激烈，上周多晶硅现货

价格大幅下跌，同期硅片价格下滑 3%。多晶硅行业现金流成本（约 3-3.3 万/吨），但预计近期煤炭和工业硅价格上行将抬升成本区间，以短期反弹看待，谨慎观望。

## 能源化工：美伊谈判或有阶段性进展，油价大幅回调

【原油】美伊和谈近阶段或有成果，海峡或存开放预期，油价出现大幅回调。现阶段现货窗口继续保持低量成交，买家报价仍然有限。但美伊可能存在阶段性协议达成，双方传出对核问题达成一定共识，导致近期海峡通航或有逐渐放开可能，油价或一阶段有走低，后期关注消息证实或证伪后带来的价格波动，以及油价回调后可能出现的补库驱动。

【沥青】油价大幅回落，沥青价格周末同步下调。近期生产水平依旧维持较低量，原料价格高位下炼厂开工大幅恢复概率仍然不高。短期累库压力有限，低价货仍然是近期成交主流，沥青刚性需求有提升但幅度有限，新合同价仍然较高，以及天气逐渐回暖，需求逐步上行，或对市场底部形成支撑。短期绝对价将继续跟随原油大幅波动，关注伊朗局势后续变化。

【PX】PX 提前计价谈判好转预期，以及石脑油价格大幅下跌，核 PTA 开工再度走低，PX 偏紧状态有所缓和，外盘价格走弱至 1125 美金，PX 对石脑油价差保持 265 美金。后期市场仍等待汽油消费旺季对芳烃低库存验证。短期聚酯板块整体负反馈明显，PX 延续震荡，后期油价若仍走低，或仍有部分回落空间。

【PTA】油价下跌以及下游负反馈共同在盘面计价，PTA 价格回落至支撑位进行测试。近期下游长丝近期再度深化减产，整体聚酯开工再度下行至 81.8%，短纤减产也将继续深化，终端开工维持低位，原料和成品库存双低，负反馈下下游库存也仍然偏高，PTA 将继续面临较强区间利空计价。流通库存外整体库存虽然去化，但是短期已经计价，加工费从前期高位回落，PTA 维持支撑测试的震荡水平。

【乙二醇】乙二醇共振计价聚酯负反馈情况，价格大幅回调。港口显性库存继续去化至 73.2 万吨水平，但近期工厂库存再度增加，并且煤价上行放缓，煤制开工供应回落有限，整体供应仍在高位，弥补了部分到港减量。叠加乙二醇面临和 PTA 同样的终端负反馈情况，导致去库量与前期预期仍有部分差距，近期回落后维持支撑测试震荡水平。

【短纤】受到原料价格压制，短纤将继续深化减产，终端开工近期仅止跌，但未见明显反弹，原料采购意愿有限回升，短纤等品类产销率继续保持中性，库存累积速率有所增加。短期跟随 PTA 等品种继续维持偏强震荡状态，成本价支撑存续，短纤或将维持震荡格局。

## 农产品：短期天气因素导致出栏减少，猪价反弹谨慎乐观

【美豆】现阶段美豆作物种植进展顺利、种情良好，同时国际大豆、菜籽产区天气担忧情绪有所升温，且对华出口预期也逐步稳定，阶段性维持区间震荡行情。

【豆菜粕】现阶段豆粕供应逐步转向宽松，基差持续疲软现实难改，弱基差+逐步累库状况下，连粕除非美豆干旱减产既成事实，不然难有多头行情。菜粕方面，沿海地区油厂陆续复工复产、压榨开机稳步回升，带动菜粕市场货源供应稳步放量，同时旺季需求回暖，供需双增，短期内菜粕价格缺乏单边涨跌驱动，大概率同步豆粕行情、维持区间震荡。

【油脂】中东紧张局势缓和，国际原油价格下跌，油脂作为生物柴油原料掺混的性价比优势降低，影响偏空。棕榈油年度内生柴乐观消费预期下供需收紧，且能源价格高位，继续支撑高位行情稳定，然阶段性增产旺季及疲软出口数据下市场乐观情绪降温。菜油方面，加拿大菜籽春播进度延迟、欧盟菜籽因开花期遭遇晚霜冻叠加持续干旱，全球供应收紧预期升温，国内菜油现货回调不及预期、高基差行情叠加天气升水支撑，阶段性易涨难跌。豆油方面，随着供应季节性增加，现货基差延续弱势下行，然低估值且受相关油脂行情支撑同样稳定。

【生猪】全国生猪出栏均价 9.72 涨 0.06 元/kg。近期多低降雨天气导致出栏量级减少，叠加部分而二育入场支撑，周末猪价小幅反弹。目前肥标价差依然偏高，因天气因素压栏使得供给压力后置，短期需求疲软没有太强支撑。现阶段，基础全国能繁母猪正常保有量已大幅下调，当前产能依然过剩被政策定调。后期去产能路漫漫，生猪 09 合约升水有可能被修正，逢高源自套保卖盘的潜在压力可能会一直存在。

【玉米】全国玉米价格暂稳定，目前全国深加工企业库存及饲料库存仍处于下降的状态。下游深加工企业利润低位、开机季节性下滑；饲料企业买涨不买落的情绪较为明显，且糙米有望下周投放市场，华北小麦也即将上市、开称价格不高，部分饲料企业有替代采购计划。综合看，下阶段高价玉米期现同步延续走弱概率较高。

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：021-68756925

网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL：[Jialj@qh168.com.cn](mailto:Jialj@qh168.com.cn)