

2025年10月13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：中美博弈短期加剧，全球风险偏好大幅降温

【宏观】海外方面，美方威胁对华加征100%关税，中美双方短期博弈加剧，美元指数和人民币汇率走弱，全球金融市场剧烈波动，全球风险偏好显著降温。此外，由于全球避险情绪升温，贵金属继续走强。国内方面，国内经济增长有所加快，但是短期中美之间的博弈明显加剧，国内风险偏好大幅降温。政策方面：此外，国内多个行业稳增长方案陆续出台，政策支持力度加大，有助于提振国内风险偏好。近期市场交易逻辑主要聚焦在国内增量刺激政策以及中美之间的博弈上，短期宏观向上驱动减弱；后续关注中美贸易谈判进展以及国内增量政策实施情况。资产上：股指短期高位调整波动加剧，短期谨慎观望。国债短期震荡，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期震荡，短期谨慎观望；有色短期有所调整，短期谨慎谨慎做多；能化短期震荡，谨慎观望；贵金属短期高位偏强震荡，谨慎做多。

【股指】在能源金属、半导体以及电池等板块的拖累下，国内股市大幅下跌。基本上，国内经济增长有所加快，但是短期中美之间的博弈明显加剧，国内风险偏好大幅降温。政策方面：此外，国内多个行业稳增长方案陆续出台，政策支持力度加大，有助于提振国内风险偏好。近期市场交易逻辑主要聚焦在国内增量刺激政策以及中美之间的博弈上，短期宏观向上驱动减弱；后续关注中美贸易谈判进展以及国内增量政策实施情况。操作方面，短期谨慎观望。

黑色金属：市场避险情绪大幅提升，钢材期现货价格或走弱

【钢材】上周五，钢材期现货价格小幅回落，市场成交低位运行。周末中美贸易冲突升级，市场避险情绪大幅提升，外盘商品股市回调。基本面方面，现实需求偏弱，本周五大品种钢材库存增加127万吨，累库幅度超过往年同期水平。且10月下旬后，需求仍有进一步走弱可能。供应方面，长假期间五大品种钢材产量环比回落3.76万吨，铁水产量也继续维持在240万吨上方，考虑到当下钢厂利润尚可，钢材供应预计仍将维持高位。钢材市场短期或以弱势为主。

【铁矿石】上周五，铁矿石期现货价格小幅反弹。高炉日均铁水产量继续维持在240万吨上方，矿石需求依然偏强。供应方面，节日期间全球铁矿石发运量环比回落196万吨，到港量则回升248.2万吨，供应整体维持高位。上周铁矿石港口库存继续小幅回升24万吨。近期因钢材市场走弱，导致市场对于产业链负反馈预期加剧，且因中美贸易冲突加剧，负反馈时点或早于预期。下周铁矿石建议以逢高沽空思路对待

【硅锰/硅铁】上周五，硅铁、硅锰现货价格持平，盘面价格小幅回落。钢厂高利润之下，钢材供应继续维持高位，合金需求尚可。硅锰 6517 北方市场价格 5620-5670 元/吨，南方市场价格 5650-5700 元/吨。锰矿市场观望情绪浓厚，天津港半碳酸 34 元/吨度上下，南非高铁 30 元/吨度左右，加蓬 40 元/吨度左右，澳块分指标价格 39.5-41 元/吨度区间。供应端，南方某大厂炉子全复产，负荷提升幅度较大，带动南方市场整体硅锰产量增加，内蒙合金厂产量波动不大，部分检修工厂持续检修中，新增产能目前暂未投产。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5150-5200 元/吨，75 硅铁价格报 5800-6100 元/吨。多数厂家反馈整体成交一般，双节放假期间工厂作业照常，库存压力小幅累积。9 月结算电价青海、宁夏产区下调 1-2 分，其他产区变化不大。兰炭市场暂稳运行，市场中、小料依旧面临紧张缺货的局面。硅铁、硅锰盘面价格预计仍将延续区间震荡。

【纯碱】上周，纯碱主力合约高开低走。供给方面，纯碱依旧在产能投放期，四季度有产能投放计划，供给维持宽松格局，压力仍存；需求方面，金九银十旺季下，需求环比有所增加，当前处于供需双增，短期区间宽幅震荡为主，综合来看，虽然反内卷政策明确，但是纯碱行业目前暂未有明确的行业文件下发，纯碱跟随政策的动力不够充足，当前纯碱仍是高供应高库存的格局，虽然节前库存有所去化，需求有所边际好转，但供应压力仍存，中长期来看供应端的矛盾是拖累压制价格的核心，中长期仍是偏空思路对待。

【玻璃】上周，玻璃主力合约高开低走。供应方面，玻璃产量环比有所增加，产线开工条数环比持稳，另外 9 月 24 日，由工业和信息化部、自然资源部、生态环境部、住房城乡建设部、水利部、农业农村部六部门联合印发的《建材行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》（后称《方案 2025-2026》）正式公布后，玻璃底部形成支撑，需求方面，金九银十传统旺季下，需求边际有所好转，但节后下游采购节奏趋缓，短期区间操作为主。

有色新能源：贸易紧张局势担忧再起，有色下跌

【铜】宏观上，上周五夜盘关税担忧再起，目前双方仍比较克制；美国 9 月 ADP 就业数据以及 ISM 服务业 PMI 不及预期，美联储降息预期有所增强，市场已经基本完全定价 10 月美联储降息；美国 9 月 ISM 制造业 PMI 49.1，预期 49，前值 48.7。美国 9 月制造业收缩减速；由于对日本和法国财政赤字担忧，日元和欧元贬值，推升美元走高。全球第二大铜矿格拉斯伯格矿区的一个项目因事故停产，影响年产量 27 万吨左右，另外全球第五大铜矿刚果金的卡莫阿卡库拉铜矿和全球第十大铜矿智利的厄尔特尼恩特铜矿之前也曾出现供应上的扰动。根据目前消息，格拉斯伯格有复产时间表，26 年年中开始复产，27 年完全恢复至正常水平；另外两个铜矿是受短期因素影响，复产可期。

【铝】上周五，沪铝冲高回落，跟随铜价波动。假期期间国内铝社库累积，幅度

超预期，达到数月以来高点，较之前低点累库 20 万吨。供应刚性，需求边际走弱，9 月需求已经同比下降，即使四季度去库，去库速度和幅度均偏低，难支持大幅走高。

【锡】供应端，印尼打击非法锡矿开采，虽然对我国锡锭进口影响不大，但仍将加剧全球锡矿供应偏紧态势，另外印尼采矿审批周期调整，也给矿端带来更多扰动，缅甸佤邦锡矿大量产出仍需要一定时间，冶炼开工仍处于低位。需求端，近期下游及终端企业订单情况有所好转，但改善程度有限，终端需求依旧疲软，传统行业如消费电子和家电需求疲软，新兴领域光伏前期抢装透支后期装机需求，光伏装机同比大幅下降，光伏玻璃开工低迷。锡价大幅上涨后，高价对实物需求的抑制作用已经开始显现，现货市场对当前价位的接受度有限，下游企业多按需采购，避免大量囤货。综上，矿端现实偏紧，预计价格维持高位震荡，冶炼开工低位和旺季预期仍将支撑价格，但高价对消费抑制和宏观风险令上方空间承压。

【碳酸锂】锂盐方面，截至 10 月 9 日，碳酸锂周度产量录得 20635 吨，环比增加 0.6%，周度开工率 49.22%。锂矿方面，澳大利亚锂辉石精矿 CIF 报价 827.5 美元/吨，周度环比下降 0.9%。截至 10 月 9 日，碳酸锂社会库存 134801 吨，持续小幅去库。中美贸易冲突升级或引起市场情绪承压，同时 11 月仓单集中注销也带来现货抛压，短期向上驱动不足，行情以区间震荡看待，关注当前价格支撑。

【工业硅】截至 25.10.10，最新周度产量 101325 吨，周环比增加 2.3%，周产量创新高。开炉数量总计 315，环比增加 2 台，开炉率 39%。其中，四川减少 1 台，新疆增加 3 台。工业硅最新社会库存为 54.5 万吨，周环比增加 0.2 万吨。最新仓单库存为 25.14 万吨，环比减少 0.1 万吨。周度产量创新高，但是丰水期并未出现累库，关注北方复产动向，2511 合约面临仓单消化压力。行情以区间震荡看待，关注下方大厂现金流成本支撑。

【多晶硅】9 月，多晶硅样本企业产量 14.05 万吨，同比增加 2%，环比增加 8%。9 月开工率 47.28%，开工率持续上升，10 月开工率预计下调有限。下游硅片和电池片价格平稳，组件价格小幅下调，上游高价难以向终端传导。最新周度库存为 27.38 万吨，高位维持。最新仓单 8140 手，周环比增加 260 手。仓单数量持续增加，11 月多晶硅仓单集中注销带来仓单抛压，供给高位、需求低迷的弱现实持续，等待收储消息的进一步落实，关注现货价格支撑。

能源化工：中美关税再度引发需求担忧，油价大幅下行

【原油】加沙停火协议第一阶段达成使得地缘风险下行，叠加美关于中美关税再度加征和低汽油价格的表态，油价大幅走低。在 OPEC+ 宣布 11 月继续增产之后，中东现货价格已经出现了极为明显的回调，贴水也跌至 5 月末的低位水平，市场过剩计价重回逻辑中心。短期运费下调也佐证亚太储备购买也将进入一阶段回落，供需降将继续在盘面发酵，油价下行趋势不改。

【沥青】油价回调带动沥青价格大幅走低，近期基本面弱势或继续下压盘面价格。旺季需求基本接近尾声，基差在大幅下行后阶段性反弹，但更多是对盘面价格的对冲，实际发货量仍然明显下降。目前厂库开始有部分累库压力，社库水平依靠华东地区进行去化。利润近期略有恢复，开工回升较为明显，供应压力继续回升。后期原油仍将受到 OPEC+增产冲击而走低，在沥青库存压力增加的情况下，后期仍需关注原油成本下方支撑力度，沥青或维持偏弱震荡格局。

【PX】PX 跟随聚酯板块继续保持偏弱震荡，近期 PTA 高开工使得 PX 价格虽然共振下行，但是仍能获得一定需求支撑。PXN 价差继续保持 221 美金，PX 外盘跟随下跌至 798 美金，PTA 短期加工费继续保持 200 左右低位，PX 仍然处于偏紧格局，但近期聚酯整体回落，大概率将跟随板块继续偏弱震荡。

【PTA】下游开工仍然只有 91%水平，且终端订单仍然一般，织机开工仅有 70%，后期旺季将逐渐淡出，需求压力将会增加。而前期联合减产预期被打破后，PTA 供应高位将持续，近期港口库存增加已经较为明显，佐证过剩格局，叠加原油价格大幅下行，PTA 价格将会继续保持偏弱运行。

【乙二醇】港口库存再度回升至 50 万吨水平，叠加近期新投产预期，和下游成交挂单，乙二醇近期需求再度走差，主港发运量持续保持 8000 吨不到水平，叠加近期气制装置恢复后供应再度走高，过剩预期持续，10 月大概率将继续累库，乙二醇价格将继续保持偏低区间运行。

【短纤】短纤跟随聚酯板块调整，近期或继续保持偏弱震荡格局。终端订单季节性有提升但幅度有限，短纤开工反弹导致库存出现有限累积，后期更多的去化仍然需要观察到终端订单的持续回暖带来的开工提升反馈，目前来看后续上升空间或有限。短纤中期跟随聚酯端保持或可继续逢高空。

【甲醇】当前甲醇市场面临的核心矛盾在于供应增速远超需求复苏。内地与国际供应同步增加，进口到港量显著提升，而下游需求的恢复力度相对有限，导致内地与港口库存不降反升，加剧供应过剩格局。疲软的外需与有限的内需，使得去库进程艰难。特别是正处历史高位的库存，对价格形成绝对压制。综合来看，供应过剩与高库存是当前市场的核心利空，预计甲醇价格将维持震荡偏弱运行。

【PP】节后聚丙烯市场呈现供需双增的格局。尽管部分生产装置陆续重启，但下游需求亦同步快速回升，传统旺季的支撑效应依然存在。然而，节后上升，表明市场供需矛盾正在加剧。更为关键的是，新产能的持续投放与存量装置的重启，共同构成了较大的远期供应压力。在此背景下，市场看空情绪难以消散，预计聚丙烯价格将继续承压，以震荡偏弱运行为主。

【LLDPE】节后聚乙烯市场呈现供增需缓格局。供应端，国内产能陆续恢复，加之 10 月埃克森美孚 50 万吨/年 LDPE 新装置计划投产，且进口资源到港较为集中，整体供应压力逐步显现。需求端复苏相对缓慢，下游采购心态谨慎，尽管库存绝对值上涨有限，但当前核心矛盾仍集中在“金九银十”旺季需求不及预期，后续需重点关注农膜等行业开工率的实际变动。成本方面，国际原油走势偏弱，对聚乙烯价格支撑有限。综合来看，在供应压力增大与需求提振不足的背景下，预计聚乙烯价格将延续偏弱震荡走势。

【尿素】当前尿素市场在供强需弱格局下弱势运行。节后供应仍处 19 万吨/日以上高位，而农业需求受天气拖累、工业需求疲软，导致供需失衡。尽管印度招标带来潜在利好，但国内出口政策未明，市场交易谨慎。预计短期价格仍承压，后续走势高度依赖出口政策能否兑现，若落地将支撑市场企稳。

农产品：中美贸易紧张局势升级，油料蛋白承压风险增加

【豆菜粕】中美贸易紧张局势升级，谷物出口销售担忧加剧，CBOT 大豆市场承压。目前政府停摆导致 USDA 系列报告延期，CBOT 大豆及国内豆粕市场卷缺乏方向指引。国内短期豆粕阶段性补库或增加，但四季度预计到港充足，供需宽松、基差反弹空间有限，且受阶段性成本走弱影响，短期豆粕承压风险增加。关注后期 USDA 报告指引，随着美豆干旱面积的增加，使得市场重新对美豆产量预估有所担忧，单产预估下调兑现，美豆平衡表压力减轻，CBOT 大豆及国内豆粕低估值支撑或依然稳定。菜粕，进口菜粕受季节性冲击明显收缩，且国内菜籽库存见底，在澳菜籽补充进口到港之前，菜粕供需双弱，豆粕主导其主要行情。

【豆菜油】菜油在澳菜籽补充进口到港之前，库存加速去化将形成支撑；棕榈油成本主导，产地库存偏低且原油稳定及相关油脂偏强仍能获得一定支撑；豆油节后需求落差或有阶段性累库，价格或相关偏弱运行。

【棕榈油】上周 MPOB 报告整体偏空，库存超预期上涨。9 月马棕底库存 236 万吨，环比上涨多 7.2%，远超市场预估的 215 万吨。9 月马棕毛油产量 184.1 万吨，环比只降了 0.73%，之前机构预估也就 178-182 万吨；此外，需求低于预期：9 月出口 142.8 万吨，环比增 7.7%，符合预期，但国内消费跌到 33.3 万吨，远低于机构预估的 47-49 万吨。短期棕榈油回调风险增加，但中期依然易涨难跌，桐油的减产季且印尼 B50 仍在发酵，产区整体库存也偏低。

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

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn