

2025年10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：021-68756925

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：市场对贸易紧张担忧缓解，全球风险偏好升温

【宏观】海外方面，由于因市场最初对美国银行业稳定性的担忧有所缓解，同时美国总统的新言论有助于平息贸易紧张局势，全球风险偏好整体升温。国内方面，国内经济增长有所加快，虽然短期中美之间的博弈仍存，但是美国总统软化贸易立场，有助于提振国内风险偏好。政策方面，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，短期宏观向上驱动有所增强；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：股指短期震荡，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，短期谨慎观望；有色短期震荡，短期谨慎做多；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】在煤炭燃气、机场航运以及消费电子等板块的带动下，国内股市上涨。基本上，国内经济增长有所加快，虽然短期中美之间的博弈仍存，但是美国总统软化贸易立场，有助于提振国内风险偏好。政策方面，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，短期宏观向上驱动有所增强；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，短期谨慎做多。

【贵金属】贵金属市场周一整体下跌，沪金主力合约收至 970.32 元/克，下跌 1.63%；沪银主力合约收至 11742 元/千克，下跌 3.99%。受助于美国进一步降息的预期和避险需求持续，与此同时，投资者等待即将举行的中美贸易谈判和本周美国公布的通胀数据，现货黄金突破上周五的纪录高位，触及 4381.4 美元/盎司，最终收涨 2.46%，报 4355.67 美元/盎司。短期贵金属高位偏强震荡，中长期向上格局未改，操作方面，短期多头继续持有或逢高减仓，中长期逢低买入。

黑色金属：经济数据弱于预期，钢材期现货价格延续震荡

【钢材】周一，国内钢材延续弱势，市场成交量继续低位运行。三季度经济数据公布，经济整体下行压力依然较大，市场避险情绪有所提升。基本面方面，钢材现实需求依旧疲弱，但上周略有改善，五大品种钢材库存环比回落 18.46 万吨，表观消费回升 139 万吨。供应端，高炉日均铁水产量及五大品种钢材产量均有回落，随着钢厂利润的收窄，后期供应继续下滑或是大概率事件。目前钢材市场无趋势性行情，向上受供需格局压制，下方则有成本支撑。短期来看，钢材市场上

涨下跌空间均有限。

【铁矿石】周一，铁矿石期现货价格均同步走弱。铁水产量连续三周下降，但仍在 240 万吨的高位，目前钢厂利润压缩逻辑仍在继续，预计铁水产量仍有进一步下跌空间。钢厂原料补库也暂时告一段落。供应方面，本周全球铁矿石发运继续回升 126 万吨，到港量则环比回落 526.4 万吨。铁矿石港口库存上周也回升了 253.77 万吨。铁矿石价格后期建议以偏空思路对待。

【硅锰/硅铁】周一，硅锰、硅铁期现货价格小幅反弹。五大品种钢材产量连续两周环比回落，铁合金需求有所下降。硅锰 6517 北方市场价格 5600-5650 元/吨，南方市场价格 5650-5700 元/吨。锰矿价格延续弱势，天津港半碳酸成交 33.5-34 元/吨度区间，加蓬 39.8 元/吨度上下，澳块 39.5 元/吨度附近，南非高铁相对保持坚挺 30 元/吨度左右。供应方面，Mysteel 统计全国 187 家独立硅锰企业样本：开工率（产能利用率）全国 43.28%，较上周增 0.09%；日均产量 29830 吨，增 655 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5100-5200 元/吨，75 硅铁价格报 5800-6100 元/吨。10 月河钢 75B 硅铁招标定价 5660 元/吨，较上轮定价跌 140 元/吨，询盘价 5600 元/吨，9 月定价 5800 元/吨。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】周一，纯碱主力合约偏弱运行。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，需求环比有所增加，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，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】周一，玻璃主力合约震荡偏弱运行。供应方面，玻璃产量环比有所增加，产线开工条数环比持稳，需求方面，金九银十尾声，长假后下游采购节奏趋缓，按需采购为主，综合来看，玻璃有反内卷的政策给予一定支撑，但整体需求难有大的增幅，短期区间操作为主。

有色新能源：隔夜黄金冲高，情绪上提振铜价

【铜】美元上周回落，主要是由于鲍威尔讲话偏鸽，美国区域银行暴雷担忧提升美联储降息预期，以及日本和法国财政风险忧虑情绪缓解提振日元和美元。印尼第二大铜矿停产，加剧全球铜矿偏紧态势，确定无疑，将支撑期价。然而，停产是暂时的，明年年中逐步复产，并且明年是铜矿供给大年，全球铜矿产出增速乐观估计能达到 5%，中性预估也达到 3%，2027 年之后增速再回落至 2% 以下，同时要警惕巴拿马铜矿重启的可能性。国内精炼铜去库不及预期，截止 10 月 20 日铜社会库存为 18.66 万吨，环比增加 0.91 万吨，处于偏高水平，国内电解铜产量维持高位，9 月产量虽环比下滑，但同比上升 11.62%，上半年需求表现惊艳，但随着前期提振需求的因素边际转弱，需求面临考验。美国铜库存高企，制约后期进

口需求。预计铜价维持高位震荡。

【铝】周一，沪铝窄幅震荡，收十字星。近期有一个现象，外盘明显强于内盘，导致内外价差维持在低位，外盘托举内盘。国内铝基本面不佳，铝社会库存去化缓慢，不及预期，库存水平与过去两年同期大致持平，而铝棒库存则处于三年来高位。伦敦铝库存近期有所下降，较节前高点下降 2.5 万吨，海外铝需求其实不佳，日本三大港口库存同环比增加，但如果机构继续从 LME 仓库提取铝，将支撑铝价。短期维持区间震荡，上下空间均不大。

【锡】供应端，印尼正式将六家先前被查封的锡冶炼厂移交给国有企业，该企业计划进一步提升精锡产量，预计出口量将增加，目前印尼打击非法锡矿开采，短期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，随着云南大型冶炼企业检修结束，冶炼开工率重回 50% 以上。需求端，锡焊料开工率依然处于低位，下游及终端企业订单情况有所好转，但改善程度有限，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，由于常规检修，PVC 开工率大幅下滑。锡价处于 28 万吨/吨以上的历史高位，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，但由于之前补库较少，部分下游企业进行少量刚需补库，本周库存下降 769 吨达到 7017 吨。综上，矿端现实偏紧，下方有支撑，但高价对消费抑制和宏观风险令上方空间承压，预计价格维持高位震荡。

【碳酸锂】周一碳酸锂主力 2601 合约上涨 0.05%，最新结算价 76180 元/吨，加权合约增仓 387 手，总持仓 70.62 万手。钢联报价电池级碳酸锂 76250 元/吨（环比上涨 500 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 860 美元/吨（环比上涨 10 美元）。外购锂辉石生产利润-1852 元/吨。当前碳酸锂供需双增，旺季需求表现强劲，社会库存持续去库，基本面边际转好，下方空间有限，行情震荡偏强，关注上方压力区间。

【工业硅】周一工业硅主力 2511 合约上涨 0.88%，最新结算价 8585 元/吨，加权合约持仓量 42.78 万手，减仓 14328 手。华东通氧 553# 报价 9350 元/吨（环比持平），期货贴水 785 元/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】周一多晶硅主力 2511 合约下跌 3.66%，最新结算价 51345 元/吨，加权合约持仓 25.33 万手，减仓 23629 手。最新 N 型复投料报价 51500 元/吨（环比持平），P 型菜花料报价 30500 元/吨（环比持平）。N 型硅片报价 1.35 元/片（环比持平），单晶 Topcon 电池片 (M10) 报价 0.318 元/瓦（环比持平），N 型组件 (集

中式):182mm 报价 0.66 元/瓦(环比持平)。多晶硅仓单数量 9150 手(环比增加 540 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:过剩迹象增加,油价维持弱势

【原油】中美紧张关系缓和的背景下,油价微跌,市场预期已经较久的供应过剩逐步开始显现。油轮运载量升值近期新高,这是迄今为止市场供应过剩最直观的迹象之一。早前美国总统特朗普曾对中美两大石油消费国可能达成协议表示乐观,不过目前为止该进展对市场提振有限。油价近期将继续测试下方支撑。

【沥青】油价继续下测支撑,沥青同样有继续破位风险。基差目前仍保持低位,成交挂单,实际发货量偏低。厂库累库压力持续,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,沥青自身基本面将难有较强回升驱动。

【PX】原油价格持续回落叠加聚酯需求弱势,PX 跟随下行。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 价差小幅回升至 234 美金,PX 外盘跟随下跌至 783 美金,PX 在 10 月将继续处于紧平衡格局,但近期聚酯整体回落,大概率将跟随板块继续偏弱震荡。

【PTA】原油价格带动能化总体回落,叠加目前为止下游开工仍然只有 91.3%水平,订单水平仍然较差,终端开工继续保持低于往年水平低位,需求保持低位。而 PTA 加工费虽然仍然下行至 150 左右水平,但目前头部厂商减停产仍未得到施行,港口库存和厂库开始明显累积,基差下降至-80 左右,叠加资金空头持仓增加,短期 PTA 主力将继续以逢高空为主。

【乙二醇】价格下破前低之后,近期港口库存再度回升至 57.9 万吨水平。叠加后期新投产预期,乙二醇价格继续保持低位运行。下游开工面临和 PTA 同样的弱势,开工位于往年同期低位水平,海外订单低迷,内需也即将进入季节性低位,10 月乙二醇保持累库,价格低位运行,若油价继续下行,则仍有回落风险。

【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】本周甲醇供应短期下降,叠加烯烃需求保持偏高水平,库存小幅去化,带动短期供需结构有所改善。近月合约基差与月差走强也反映边际向好,但改善幅度有限。然而传统下游需求明显走弱,后续仍有较多装置计划重启,供应压力将逐步回升。加之当前高库存持续,以及关税升级等外部因素压制,甲醇价格上行空间受限,预计短期仍以震荡为主。

【PP】PP 市场供应增速持续高于需求，叠加当前库存水平偏高，基本面维持承压状态。同时，原油价格走弱令成本端支撑进一步减弱，价格下行空间有所扩大。后续需重点关注下游需求的恢复情况，若实际需求改善，或对价格形成一定支撑。

【LLDPE】本周聚乙烯供应增加，库存累积明显，对价格形成压制。需求端呈现分化，农膜开工及订单情况有所好转，但下游综合开工率提升仍显缓慢，整体需求支撑有限。叠加近期原油价格下行，成本端支撑减弱，聚乙烯市场短期承压运行。

【尿素】尿素日产在 18.1 - 19.1 万吨。需求端工业采购平稳，农业需求随降雨结束逐步回暖，储备适量跟进；出口随窗口期关闭逐步收缩。市场心态谨慎，采购仍以逢低为主，短期行情或僵持后小幅上行，但后续仍存回落压力。

农产品：油厂压榨利润普遍陷入亏损，豆粕现货挺价意愿增强

【美豆】USDA 系列报告延期，且中美大豆贸易担忧持续，美豆出口前景不明，但国内压榨消费较好提供一定支撑。美豆新季收割情况不明。巴西大豆播种推进顺利，阿根廷核心产区气象条件佳，预计短期也暂无太大风险。CBOT 大豆资产整体维持观望为主，窄波震荡。后期中美大豆贸易动向依然是行情主导关键，关注相关动态。

【豆菜粕】国内下游阶段性补库增多，豆粕库存出现明显下降。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 10 月 17 日，全国主要地区油厂大豆库存 768.7 万吨，较上周增加 2.94 万吨，增幅 0.38%，同比去年增加 165.75 万吨，增幅 27.49%；豆粕库存 97.62 万吨，较上周减少 10.29 万吨，减幅 9.54%，同比去年增加 3.90 万吨，增幅 4.16%；豆粕表观消费量为 181.42 万吨，较上周增加 61.42 万吨，增幅 51.18%，同比去年增加 10.79 万吨，增幅 6.32%。现阶段油厂榨利普遍陷入亏损，油厂现货挺价意愿增强。此外，中美大豆贸易前景不明，尽管四季度预计到港供应充足，但至明年一季度南美新大豆上市供应之前，国内市场依然面临一定的缺口风险。短期豆粕超跌行情后或以震荡企稳行情为主。菜粕方面，工厂低开机率导致供应偏紧，市场整体处于供需双弱的平衡状态，库存小幅去化。截至 2025 年第 41 周，全国主要地区菜粕库存总计 56.52 万吨，较上周减少 0.76 万吨。

【豆菜油】豆油进入旺季但交投暂无明显变化，国内外豆棕价差倒挂依然为其提供一定消费预期，张家港现货一级豆油基差为 05+210，上涨 50 元/吨。菜油方面，澳菜籽及直接进口俄油补充供应之前，去库行情支撑现货基差依然稳定，三级菜油贸易商基差报价：张家港 01+310 元/吨，稳定。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 10 月 17 日，全国重点地区豆油商业库存 122.4 万吨，环比上周减少 4.11 万吨，降幅 3.25%。同比增加 9.40 万吨，涨幅 8.32%。全国主要地区菜油库存总计 55.1 万吨，较上周下跌 1.8 万吨。

【棕榈油】国内棕榈油上周大量到港，近期到港较为集中，商业库存环比增加。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 10 月 17 日（第 42 周），全国重点地区棕榈

油商业库存 57.57 万吨，环比上周增加 2.81 万吨，增幅 5.13%；同比去年 51.59 万吨增加 5.98 万吨，增幅 11.59%。马棕方面，出口增幅显著下降。船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚 10 月 1-20 日棕榈油产品出口量为 1044784 吨，较上月同期的 1010032 吨增加 3.44%。

【玉米】东北/华北主产区玉米丰产上市，收割天气不利于储存，且集中上市期销售利润尚有，产地售粮积极性高，对市场季节性冲击性影响明显。现阶段基层港口玉米购销清淡，渠道及下游饲料厂远月建库意愿依然不强。然而，目前市场价格已接近种植成本线，且优质玉米维持紧缺，随着气温下降，粮源存放条件改善，基层农户惜售情绪或增加，将减缓价格下跌速度。

【生猪】节后去产及去存栏节奏加快，猪价延续下跌至年内新低，养殖利润也大范围内出现亏损。近期肥标价差以及部分区域有二有补栏支撑，散户惜售压栏情绪增强，现规模养殖场计划出栏节奏较快，预计月下旬供应环比收缩，也将稳定猪价极端下行风险，目前远月盘面维持小幅升水，除非后续需求出现超季节性增量情况，否则猪价较难出现较大的修复行情。今年华北多地极端天气增多，注意养殖风险对行情的影响。

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