

2025年10月23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：中美之间的博弈短期仍存，全球风险偏好有所降温

【宏观】海外方面，美国政府正在考虑限制对华出口含有或使用美国软件制造的产品，中美之间的博弈短期仍存，美元指数和美债收益率走弱，全球风险偏好整体降温。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，影响国内风险偏好。政策方面，国内政策支持力度加大，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；贵金属短期高位回调，谨慎观望。

【股指】在贵金属、基本金属以及电池等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。基本面上，国内经济增长有所加快，虽然短期中美之间的博弈仍存，影响国内风险偏好。政策方面，国内政策支持力度加大，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，短期谨慎做多。

【贵金属】贵金属市场周三夜盘整体下跌，沪金主力合约收至 934.72 元/克，下跌 1.56%；沪银主力合约收至 11331 元/千克，上涨 0.04%。因投资者在本周美国将公布关键通胀数据前获利了结。现货金收报每盎司 4093.77 美元，下跌 0.73%。短期贵金属高位回调，中长期向上格局未改，操作方面，短期多头减仓观望，中长期逢低买入。

黑色金属：需求略有改善，钢材期现货价格小幅反弹

【钢材】周三，国内钢材期现货市场小幅反弹，市场成交量低位运行。目前宏观层面主要围绕十五五规划、APEC 会议以及出口关税等进行博弈，短期市场分歧较大。基本面方面，现实需求依旧疲弱，但有边际改善，本周钢谷网建筑钢材及热卷库存再度转为下降，表观消费量则有明显回升。供应方面，本周钢谷网建筑钢材及热卷产量也有不同程度回落，考虑到钢厂利润持续压缩，预计后续供应也将继续下降。目前钢材市场无趋势性行情，向上受供需格局压制，下方则有成本及宏观支撑。短期来看，钢材市场上涨下跌空间均有限。

【铁矿石】周三，铁矿石期现货价格有所反弹。铁水日产量目前已经连续三周下

降，考虑钢材利润压缩仍在继续，且本周钢谷网建筑钢材及热卷产量有所下降，预计铁水产量仍有进一步下降空间。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。同时，近期卡粉和 PB 价差有所收窄，主要由于 PB 粉目前贸易矿库存水平中等，卡粉库存水平处于偏高水平，加之钢厂利润压缩有一定关系。铁矿石价格后期建议以区间震荡思路对待。

【硅锰/硅铁】周三、硅铁、硅锰现货价格持平，盘面价格小幅反弹。本周钢谷网建筑钢材及热卷产量环比回落，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。锰矿现货价格小幅反弹，天津港半碳酸报价 34.5 元/吨度，成交 34 元/吨度左右，指标偏低价格 33.5 元/吨度，南非高铁 30 元/吨度上下，加蓬 39.5-40 元/吨度区间。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 5750-5900 元/吨。原料端兰炭价格平稳运行，小料价格 690-750 元/吨出厂价现金含税。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。硅铁、硅锰盘面价格预计仍将延续区间震荡。

【纯碱】周三，纯碱主力合约区间震荡运行。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】周三，玻璃主力合约区间震荡运行。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：供应偏紧提振，有色偏强

【铜】周三，沪铜表现较强，收长下影线，黄金下跌影响消退。美国铜库存已经接近 35 万短吨，处于历史高位，制约后期进口需求。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。预计铜价维持高位震荡。

【铝】周三，沪铝小幅上涨，表现坚挺，仍然是受外盘支撑。海外一铝冶炼厂因事故暂停产，影响年产能 20 万吨左右，影响偏小。之前一直强调国内铝基本面

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。然而，即使国内现实基本面不佳，由于市场对铝预期仍在，整体氛围中性偏多，缺乏下跌动能。伦敦铝库存近期有所下降，较节前高点下降近 3 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，将继续支撑铝价。短期做空需要谨慎。

【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】周三碳酸锂主力 2601 合约上涨 1.63%，最新结算价 76740 元/吨，加权合约增仓 41864 手，总持仓 74.3 万手。钢联报价电池级碳酸锂 76100 元/吨（环比下降 150 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 865 美元/吨（环比持平）。外购锂辉石生产利润-1873 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】周三工业硅主力 2511 合约上涨 0.06%，最新结算价 8500 元/吨，加权合约持仓量 43.85 万手，增仓 2236 手。华东通氧 553# 报价 9350 元/吨（环比持平），期货贴水 865 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】周三多晶硅主力 2511 合约下跌 0.55%，最新结算价 50235 元/吨，加权合约持仓 24.75 万手，减仓 3171 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 0.315 元/瓦（环比下降 0.003 元），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 9300 手（环比增加 10 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：制裁担忧重现，油价大幅回升

【原油】美国财政部宣布将对俄罗斯两家大型石油公司实施制裁，包括俄罗斯石油公司和卢克石油公司，财政部还制裁了这两家公司在俄的一系列子公司，所有由这两家公司直接活简介拥有 50%或以上股权的实体都将被制裁，这引起了市场对后期俄油供应的稳定性担忧。以及 EIA 库存显示原油和成品油库存下降，战略储备库存增加，也带给市场强心剂，短期现货窗口也出现跌价趋缓的情况，油价回升明显。但就长期而言，油价下行预期仍然未改。

【沥青】油价反弹，带动沥青盘面价格从低位大幅回升。不过目前基差目前仍保持低位，成交寡淡，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，后期仍需关注原油反弹空间，沥青自身基本面将难有较强回升驱动。

【PX】原油价格强势反弹，叠加 PX 加工费有一定修复需求，PX 市场预计震荡调整为主。而目前 PTA 市场供应充足，且下游聚酯工厂采购积极性不高，另有一 PTA 新装置近期有投产可能，业者对后市普遍悲观，市场缺乏利好驱动。PXN 价差小幅回升至 244 美金，PX 外盘小幅反弹至 798 美金。PX 在 10 月将继续处于紧平衡格局，大概率将跟随能化板块小幅反弹后保持平稳。

【PTA】原油价格带动能化大幅反弹，淡由于目前下游开工仍然只有 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，PTA 跟涨幅度相对有限。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，跟涨原油幅度和时间或相对有限。

【乙二醇】价格触及前期低位后，乙二醇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，油价反弹带动小幅盘面价格回升，但后期价格或仍将再度偏弱运行。

【短纤】短纤跟随聚酯板块和油价小幅回升，但后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】内蒙古北线市场价格 1990-2050 元/吨，高端较昨日涨 20 元/吨；内蒙古

南线 1970 元/吨持稳。港口甲醇市场价格震荡走低，10 月下商谈围绕 2335-2337 元/吨，基差 01-25/-23 左右；11 月上商谈围绕 2247-2252 元/吨，基差 01-13/-8 左右；11 月下商谈 2275-2277 元/吨，基差 01+15/+17 左右。截至 2025 年 10 月 22 日，中国甲醇港口库存总量在 151.22 万吨，较上一期数据增加 2.08 万吨。生产企业库存 36.04 万吨，较上期增加 0.05 万吨，环比涨 0.13%。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】市场报盘震荡整理。华东拉丝主流在 6500-6600 元/吨。隆众资讯 10 月 21 日报道：两油聚烯烃库存 78 万吨，较前一日下降 1 万吨。截至 2025 年 10 月 22 日，中国聚丙烯贸易商样本企业库存量较上期（20251015）下降 1.86 万吨，环比下降 7.80%。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。原油价格超跌修复，PP 市场情绪有所好转，但价格仍然偏弱。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】聚乙烯市场价格调整，LLDPE 成交价 6850-7500 元/吨，华北市场价格稳定、华东市场价格上涨 20 元/吨，华南价格稳定。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。近日原油价格止跌，PE 有企稳迹象，但难以扭转供需失衡格局，聚乙烯市场依然承压运行。

【尿素】尿素行情暂稳运行，其中山东中小颗粒主流送到价 1540 元/吨附近。商务部制定了《2026 年化肥进口关税配额总量、分配原则及相关程序》。2026 年化肥进口关税配额总量为 1365 万吨。其中，尿素 330 万吨，对尿素价格影响有限。尿素日产 18.25 万吨，尿素产能利用率 77.99%，预期下旬丰喜华瑞、华阳、奎屯、奥维、新疆中能装置将陆续恢复。需求端复合肥秋季市场收尾中，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：隔夜市场国际油脂价格大幅下跌，今日国内早盘油脂或继续同步承压

【美豆】隔夜 CBOT 市场 01 月大豆收 1049.75 涨 1.25 或 0.12% (结算价 1050.00)。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】昨日全国动态全样本油厂开机率为 67.75%，较前一日上升 1.06%。油厂开工率维持高位，豆粕催提现象普遍延续，终端采购补库节奏观望中平缓，现货弱稳。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，豆粕主导其主要行情波动。

【豆菜油】豆菜油短期期价或受棕榈油拖累而继续小幅走弱、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，持平。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，华东三级菜油报价：张家港 01+310 元/吨，稳定。

【棕榈油】隔夜 CBOT 市场美豆油下跌行情，或将拖累马来西亚毛棕榈油及连棕榈期货早盘表现。10 月以来马棕产量增幅超预期，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，现货基差稳中偏弱，也没有较强支撑。据 MPOA 公布的数据显示，马来西亚 10 月 1-20 日毛棕榈油产量较上月同期增加 10.77%。其中，马来半岛产量增加 4.54%，婆罗洲产量增加 20.45%，沙巴产量增加 21.99%，沙捞越产量增加 16.69%。MPOC 曾表示，由于印尼供应收紧，马来西亚棕榈油出口增长，2025 年剩余时间里毛棕榈油价格将稳定在每吨 4400 林吉特以上。

【玉米】全国玉米市场价格整体偏强运行，北港平仓价 2180 元/吨。新季玉米依然陆续处于上市中，下游需求趋于积极。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。

【生猪】现阶段养殖利润大范围内陷入亏损，而且供应高峰仍未到来，整体规模场去产能、去存栏节奏有加快。市场情绪整体也依然悲观，近日猪价反弹至 12 元/kg，二育投机情绪也逐渐变得谨慎。预计后期至冬至消费高峰来临前，猪价都难有大反弹。不过，目前猪价已临近一级过度下跌预警，后期关注猪肉收储动作或能进一步稳定市场预期，而且随着气温降低，秋冬旺季消费回暖，猪价仍有望企稳，出现极端下跌风险也并不高。

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

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn