

2025年10月27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：美国通胀低于预期，全球风险偏好升温

【宏观】海外方面，中美之间于 24-27 日进行贸易谈判，双方谈判进展较为良好，提振市场乐观预期；此外，美国 9 月 CPI 同比上涨 3%，创今年 1 月以来最高，但低于市场预期的 3.1%；核心 CPI 环比放缓至 0.2%，也低于市场预期；数据公布后，市场已经完全消化美联储年内剩余时间两次降息 25 个基点的预期，美元指数和美债收益率走弱，全球风险偏好升温。国内方面，国内经济增长有所加快，而且中美之间贸易谈判进展良好，提振国内市场乐观预期。政策方面，中共四中全会定调：供给安全优先，制造业与科技自立唱主角，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，黑色短期震荡反弹，短期谨慎做多；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；贵金属短期高位回调，谨慎观望。

【股指】在半导体芯片、人工智能以及军工等板块的带动下，国内股市大幅上涨。基本上，国内经济增长有所加快，而且中美之间贸易谈判进展良好，提振国内市场乐观预期。政策方面，中共四中全会定调：供给安全优先，制造业与科技自立唱主角，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】贵金属市场上周五夜盘整体下跌，沪金主力合约收至 941.34 元/克，下跌 0.48%；沪银主力合约收至 11419 元/千克，下跌 0.25%。虽然周五美国通胀数据低于预期，增强美联储降息预期；但是贸易方面，中美贸易谈判进展良好，避险需求减弱，贵金属整体震荡回调。短期贵金属震荡回调，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：宏观预期继续好转，钢材期现货价格小幅反弹

【钢材】上周五，国内钢材现货市场小幅回落，盘面价格则有小幅反弹，市场成交量低位运行。二十届四中全会会议公报公布，周末中美贸易谈判传缓和信息，宏观预期依然偏强。基本面方面，上周主要品种钢材表观消费量环比继续回升，随着会议预期进入落地期，投机性需求也有所放大。供应端，五大品种钢材产量环比回升 8.37 万吨，螺纹、热卷产量会均不同程度回升。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，钢材市场或以震荡偏强为主。

【铁矿石】上周五，铁矿石现货价格小幅回落，盘面弱势震荡。钢厂利润持续压缩之下，铁水产量已经连续三周下降，且预计未来仍有进一步下降可能。短期钢厂多刚需补库为主。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，加之钢厂利润压缩影响。铁矿石价格后期建议以区间震荡思路对待。

【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。五大品种钢材产量小幅回升，铁合金需求短期尚可。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】上周，纯碱主力合约区间震荡运行。供给方面，短期部分装置恢复开车，供应环比有所增加，另外纯碱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，需求环比略有增加，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，偏空思路对待。

【玻璃】上周，玻璃主力合约区间震荡运行。供应方面，玻璃产量环比持稳，产线开工条数环比持稳，需求方面，旺季的需求同比偏弱，下游深加工企业需求疲软，呈旺季不旺的特点。库存方面，浮法玻璃的库存同比在偏高位置，综合来看，玻璃有反内卷的政策给予一定支撑，但整体需求仍疲软，需关注年底竣工高峰期对玻璃的需求情况，短期区间操作为主。

有色新能源：短期宏观氛围偏多，有色偏强

【铜】宏观上，短期整体宏观氛围偏多，一是中美正在进行新一轮经贸磋商，从目前消息看将取得一定成果；二是市场仍对政策有期待，并且下周有重要会议；三是周五公布的美国通胀数据全面不及预期，下周美联储降息已经板上钉钉。美国铜库存已经约 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。短期要警惕巴拿马铜矿

重启的可能性。国内精炼铜去库不及预期，截止 10 月 23 日铜社会库存为 18.16 万吨，环比下降 0.5 万吨，仍处于偏高水平。预计铜价维持高位震荡。

【铝】上周五，沪铝开盘大幅冲高，随后回落，小幅收涨，宏观氛围偏多。海外一铝冶炼厂因事故暂停产，影响年产能仅 20 万吨左右，影响偏小。然而，市场整体氛围偏多，即使国内现实基本面不佳，由于市场对铝预期仍在，缺乏下跌动能。另外，伦敦铝库存近期有所下降，较节前高点下降近 4 万吨，如果机构继续从 LME 仓库提取铝，将继续支撑铝价。

【锡】随着云南大型冶炼企业检修结束，冶炼开工率大幅回升 21.3% 达到 71.61%，创今年新高，但矿端现实仍偏紧，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。锡价处于历史高位，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 189 吨达到 6828 吨。矿端现实偏紧，下方有支撑，但高价对消费抑制令上方空间承压，预计价格维持高位震荡。

【碳酸锂】截至 10 月 23 日，碳酸锂周度产量录得 21308 吨，周环比增加 1.1%，周度开工率 50.83%。澳大利亚锂辉石精矿 CIF 报价 907.5 美元/吨，周度环比上涨 6.8%。9 月，碳酸锂进口 1.96 万吨，同比增加 20.5%，环比减少 10.3%。碳酸锂最新社会库存 130366 吨，环比下降 2292 吨。当前碳酸锂供需双增，周产量屡创新高，动力和储能带动下旺季需求表现强劲，正极材料价格持续上涨，社会库存持续小幅去库，近期仓单数量快速减少反映出现货流通偏紧，短期震荡偏强，以反弹看待，同时需注意上方套保压力。

【工业硅】截至 2025 年 10 月 24 日，最新周度产量 103264 吨，周环比增加 434 吨，周产量创新高。开炉数量总计 313，环比减少 2 台，开炉率 39%。其中，西南减少 4 台，新疆增加 1 台，内蒙古和甘肃不变。10 月 23 日，工业硅最新社会库存为 55.9 万吨，周环比减少 0.3 万吨。西南小幅停产，但新疆开工率偏高带来供给压力，供应矛盾缓解或待西南枯水季大规模停产。需求端相对平稳，社会库存高位小幅累库。下方有大厂现金流成本支撑，同时煤炭走强带来成本端支撑抬升，预计行情延续震荡。

【多晶硅】下游硅片和电池片价格平稳，组件价格维持低位，终端需求疲软，上游高价难以向终端传导。最新周度库存为 28.26 万吨，高位维持。最新仓单 9420 手，周环比增加 810 手。强政策预期与弱现实博弈僵持，政策预期下多晶硅现货价格支撑仍存，然终端需求疲软导致下游无力涨价。预计多晶硅在当前价格高位震荡，等待供需矛盾或政策端的变化。

能源化工：俄供应风险兑现，油价保持偏强震荡

【原油】俄罗斯制裁后俄油渠道可能受限，盘面计价较为充分。不过现货窗口虽然基准和贴水均有急剧回升，但买盘参与力量有限，实际市场参与者仍然在进行观望，真正的亚太购买量目前并未看到有向其他市场进行转移。中美和谈近期持

续，油价或能持续获得部分情绪支撑，但在亚太买盘真正回归之前，逢高空趋势暂仍不改变。

【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】原油价格回升，带动聚酯板块品种全体反弹。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 247 美金，PX 外盘跟随下跌至 815 美金，PX 仍然处于偏紧格局，近期聚酯板块总体小幅反弹，PX 跟随后大概率将跟随原油进行波动，偏空风险仍较大。

【PTA】下游开工下降至 91.4%水平，订单水平较往年相比仍然较差。不过近期南方降温幅度较大，部分冬装订单品类较为火爆，下游库存再度有一定去化。下游利润略有改善，进料采购稍增，PTA 近期累库速度略有放缓。港口库存和厂库仍然有所累积，加工费继续走低至 100 以内，但基差略有反弹 5 块左右至 -79，后期成本逻辑仍然是主要驱动，短期仍以逢高空为主。

【乙二醇】港口库存再度回升至 57 万吨水平，但近期部分国内乙烯投产不确定性可能给后期新投产预期带来一定波动。叠加近期下游库存略有减量，进料采购略有提升，煤价近期也提振明显，乙二醇跟随小幅提升。但后期继续上行仍需要看到显性库存的持续去化，近期或持续保持震荡。

【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】本周当前装置检修导致产能利用率下降，但下周计划检修减少、恢复增多，叠加进口货源持续到港，供应压力预计再度回升。需求端持续疲软，MTO 负荷下降且传统需求支撑有限，难以对市场形成有效拉动。内地企业库存微幅上升；港口库存整体窄幅波动，华东受天气影响卸货延迟，华南地区去库幅度有限。当前高库存持续，甲醇价格上行空间受限，预计短期仍以震荡为主。

【PP】供应端虽有检修但整体供应依然充足。需求端在“双十一”备货带动下明显回暖，BOPP 膜也随装置恢复及海外订单支撑维持良好开工。库存小幅下降，印证供需存在结构性边际改善。同时，原油企稳等使得 PP 价格或存在短期修复。

【LLDPE】聚乙烯预期供应增加，产业库存有所下降。需求端，PE 下游整体开工率有望小幅提升，棚膜生产处于旺季，订单稳步积累，对开工形成支撑。原油下跌，贸易战情绪缓和，阶段性利空计价，预计 PE 价格短期有所修复，但供应过剩

格局未变，反弹乏力，关注后续装置检修情况是否能提供持续上行动力。

【尿素】尿素供应趋于宽松。需求方面，农业用肥稳步推进，工业需求表现平稳，但在市场情绪带动下，部分储备需求有望释放。库存方面，企业端库存受检修支撑涨幅有限，港口库存则因出口收尾加快疏港而明显下降。原料端煤炭与天然气价格短期持稳，成本支撑依然坚挺，价格预计维持低位震荡。

农产品：大猪溢价行情导致散户惜售情绪高，猪价或企稳反弹

【美豆】本作物年度迄今，美豆出口装运同比下降 45%，对中国出口销售进度依然为零。市场资金静待中美大豆贸易谈判结果，近期随着谨慎乐观情绪升温，美豆反弹、豆粕偏弱，导致国内大豆压榨利润加速下滑，集中上市周期供需面压力较大。目前 CBOT 大豆市场系统风险尚存、缺乏方向性指引，关注可近期中美大豆贸易相关动态。

【豆菜粕】国内油厂集中到港大豆及高库存压力增加，维持高开机压榨，豆粕供应充足。近期油厂催提效果明显，豆粕库存向下游转移但新成交量依然较少，市场观望心态较多。后期中美大豆贸易前景决定明年一季度是否有缺口风险，由此可决定近期的高库存是否能成为事实压力，供需面暂无交易方向。然而，随着美豆反弹、国内进口大豆定价成本走高、油厂大范围陷入亏损，连带贸易端惜售情绪增加，且或限制后期油厂大豆采购进度。豆粕盘面空头回补增多，不过空头系统性风险也依然无法充分释放，重点关注中美大豆贸易谈判动态。

【油脂】10 月以来马棕超预期增产引发短期棕榈油盘中调整压力，但外围国际油料及原油上涨行情提供了一定支撑。现阶段，棕榈油进入减产周期，虽然短期供应扰动仍在，但季节性去库趋势不变，而且印尼低库存及 B50 政策预期引导下，市场多头看涨情绪依然偏高。豆菜油进入消费旺季，豆棕严重倒挂行情有修复；菜油高库存延续去库，未来补充供应预期稳定，风险买盘偏好降低。油目前脂区间行情稳定，菜油基本面单边行情基础存在，但交投情绪一般，暂时也无方向性行情。

【玉米】东北产区玉米整体表现趋稳。近期中美贸易谈判形势对玉米也有一定影响，产区贸易商目前建库存的意向仍稍显一般。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】猪价绝对低位价格下肥标价差也在走扩，二育主体循环补栏有所增加。近日猪价反弹至 12 元/kg，二育投机情绪也逐渐变得谨慎，但大猪溢价行情导致散户惜售情绪高，而且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。短期猪价或延续偏强，并逐步企稳。

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