

2025年11月5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：美元指数持续反弹，全球风险偏好大幅降温

【宏观】海外方面，因美联储内部分歧引发了对今年再次降息前景的怀疑，而风险厌恶情绪则使投资者寻求美元避险，美元指数持续走强；此外大型银行警告称股市可能走向回撤，反映出市场对估值过高的担忧日益加剧，全球风险偏好大幅降温。国内方面，中国 10 月份制造业景气水平有所回落，国内经济增长有所放缓，在一定程度上打压乐观预期；此外，由于美元走强，人民币汇率短期走弱，影响国内风险偏好；政策方面，中共四中全会定调，政策刺激预期增强，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经济增长成色上，短期宏观向上驱动有所减弱；后续关注国内经济增长情况以及国内增量政策实施情况。资产上：股指短期震荡，短期谨慎观望。国债短期震荡反弹，谨慎做多。商品板块来看，黑色短期震荡，短期谨慎观望；有色短期震荡，短期谨慎观望；能化短期震荡，谨慎做多；贵金属短期高位回调，谨慎观望。

【股指】在能源金属、贵金属以及工业金属等板块的拖累下，国内股市整体下跌。基本上，中国 10 月份制造业景气水平有所回落，国内经济增长有所放缓，在一定程度上打压乐观预期；此外，由于美元走强，人民币汇率短期走弱，影响国内风险偏好；政策方面，中共四中全会定调，政策刺激预期增强，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经济增长成色上，短期宏观向上驱动有所减弱；后续关注国内经济增长情况以及国内增量政策实施情况。操作方面，短期谨慎观望。

【贵金属】贵金属市场周二夜盘整体下跌，沪金主力合约收至 908.92 元/克，下跌 1.14%；沪银主力合约收至 11226 元/千克，下跌 1.17%。美元触及三个月最高，市场等待美国经济数据，以寻找美联储货币政策路径线索。现货金收跌 1.7%，至每盎司 3932.04 美元。短期贵金属震荡调整，中长期向上格局未改，操作方面，短期观望，中长期逢低买入。

## 黑色金属：市场情绪转差，钢材期现货价格震荡回落

【钢材】周二，国内钢材期现货市场震荡回落，市场成交量继续低位运行。目前宏观层面缺乏驱动，市场主要博弈基本面逻辑。上周五大品种钢材表观消费量继续回升，但市场普遍预计下半年需求顶部已经出现。供应方面，因部分品种亏损影响，钢厂产能释放力度由强转弱。同时环保限产消息也逐渐增多，供应收缩力度或进一步加强。短期钢材市场或回归基本面，预计以区间震荡为主。

【铁矿石】周二，铁矿石期现货价格跌幅继续扩大。随着钢厂利润的持续收窄以及环保限产的升级，铁水产量继续延续下行趋势。钢厂矿石库存也出现回落。供应方面，本周全球铁矿石到港量环比大幅回升 1229.8 万吨至 3314.1 万吨，处于历年同期偏高水平，周一铁矿石港口库存也回升了 167 万吨。铁矿石供应压力依然较大。所以铁矿石价格预计有进一步下跌空间。

【硅锰/硅铁】周二，硅锰现货价格小幅回落，硅铁现货价格持平，盘面价格也小幅回落。五大品种钢材产量小幅回升，铁合金需求尚可。6517 北方市场价格 5600-5680 元/吨，南方市场价格 5650-5700 元/吨。锰矿现货价格延续强势，天津港半碳酸主流报价 34.5 元/吨度，南非高铁 30 元/吨度上下，加蓬 39.8-40 元/吨度。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 42.99%，较上周减 0.05%；日均产量 29675 吨，增 45 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】周二，纯碱主力合约区间震荡运行。供给方面，本周供应环比有所增加，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，刚需环比持稳，变化不大，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】周二，玻璃主力合约偏强运行，受沙河消息的影响，玻璃价格走强。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，需求同比偏弱，下游深加工企业 10 月中旬订单天数为 10.4 天，环比下降，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，由于前期跌幅较大，当前估值偏低，叠加沙河的影响，短期预计偏强运行。

## 有色新能源：美元坚挺，有色整体下跌

【铜】美国 10 月 ISM 制造业 PMI 48.7，预期 49.5，前值 49.1。受产出下滑和需求疲软拖累，10 月份美国制造业活动连续第八个月萎缩。近期美国铜库存继续走高，已经超过 35 万短吨，处于历史高位，制约后期进口需求。另外，出现转机，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 11 月 3 日铜社会库存为 20.01 万吨，环比增加 1.75 万吨，仍处于偏高水平，已经是

三年来高位。印尼第二大铜矿停产，加剧全球铜矿偏紧态势，将支撑期价，短期高位震荡。

【铝】周二，沪铝收盘价下降 135 元/吨，收中实体阴线，仍在上一根阳线内。市场情绪整体降温，国内商品普遍下跌，情绪上利空铝价。周一大幅上涨，已经脱离基本面，是由于技术突破之后，市场炒作氛围浓厚。宏观偏多氛围消退，国内供应和进口量处于高位，需求边际走弱，去库不畅，而国外铝库存也大幅增加。短期价格震荡，如果价格冲高至 20800 上方，可以尝试做空。

【锡】隔夜，费城半导体指数大幅下挫，跌幅达到 4%，由于市场对 AI 泡沫的担忧重燃。供应端，冶炼开工率大幅回升 21.3% 达到 71.61%，创今年新高，上周小幅下降 2.89% 达到 68.72%，仍处于绝对高位，之前市场预计 11 月缅甸佤邦锡矿大量产出，关注具体进展，锡矿供应环比回升仍是趋势。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。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，库存下降 144 吨达到 6684 吨。综上，中短期锡价下方有支撑，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】周二碳酸锂主力 2601 合约下跌 4.34%，最新结算价 79500 元/吨，加权合约减仓 77859 手，总持仓 82.69 万手。钢联报价电池级碳酸锂 79050 元/吨（环比下跌 2600 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 945 美元/吨（环比下降 30 美元）。外购锂辉石生产利润 134 元/吨。上周五出现江西柘林下窝复产传闻，引发昨日加权合约大幅下跌并减仓近 7.8 万手，叠加短期宏观利空环境，建议轻仓观望，耐心等待“情绪底”。

【工业硅】周二工业硅主力 2601 合约下跌 2.31%，最新结算价 9025 元/吨，加权合约持仓量 41.14 万手，增仓 11685 手。华东通氧 553# 报价 9450 元/吨（环比持平），期货贴水 565 元/吨。需求端相对平稳，社会库存高位小幅累库。预计行情区间震荡，关注大厂现金流成本支撑。

【多晶硅】周二多晶硅主力 2601 合约下跌 3.91%，最新结算价 54690 元/吨，加权合约持仓 23.78 万手，减仓 20330 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 0.307 元/瓦（环比下降 0.03 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 9590 手（环比持平）。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。预计多晶硅高位区间震荡，区间操作。

## 能源化工：美元走强牵制和供应过剩担忧计价，油价再度回落

【原油】美元升至 5 个月来最高水平，令原油和其他美元计价大宗商品承压，整体融资压力及其对全球流动性以及对全球增长的次级影响的压力使得油价回落。不过近期部分信源显示，制裁导致俄罗斯海运原油出口急剧下降，降幅创 2024 年 1 月以来最大，但尽管如此，部分业内人士仍对制裁效果存疑，认为最终俄油仍然能重新进入市场。短期油价将继续面临长短期背离情况，中期压力仍然较大。

【沥青】油价小幅回落，盘面价格大幅走跌，基差继续收低。近期社库和厂库均有小幅累库压力，且临近需求淡季，后期累库压力将会逐渐增加。原油总体下跌带来了利润仍然小幅走高，开工由于近期港口装载略有回落，供应压力阶段性走低。但后期原油仍将受到 OPEC+增产冲击而走低，在沥青库存压力增加的情况下，后期仍需关注原油在地缘风险下的反弹空间，沥青自身抛压仍然较大。

【PX】原油价格出现回落，聚酯板块再度表现低迷，PX 跟随保持震荡。近期 PTA 开工仍然偏高，PX 仍能获得一定需求支撑。PXN 价差小幅回落至 236 美金，PX 外盘保持 815 美金波动，PX 仍然处于偏紧格局。短期原油成本价波动仍为价格主要变化驱动，关注成本变化情况。

【PTA】PTA 跟随板块保持弱势，虽然下游开工小幅回升至 91.7%水平，冬织需求仍有一定放量，下游采购小幅增加，PTA 基差保持在-73 左右，但市场长期等待的头部厂商减产协议仍然未有实质性成果，PTA 中短期低加工费难以转化为供应走低，叠加近期新装置置换，整体供应继续偏高，11 月下游开工大概率将环比走低，PTA 累库压力仍然较大，油价走低也较为明显，PTA 承压存续。

【乙二醇】乙二醇增仓下压，打破前低价格。近期港口库存再度累积至 56.2 万吨，下游开工短期保持中性，但近期发货量仍然不高，到港则增加至 19.8 万吨的偏高位水平。乙二醇 11 月累库压力仍然较大，下游开工面临环比下行风险，乙二醇盘面价格在明确触及心底之前，进场仍需谨慎。

【短纤】短纤短期跟随聚酯板块震荡，但后期压力仍较大。终端订单开始出现季节性回落，短纤开工部分走低，库存出现有限累积，后期更多的去化仍然需要观察终端订单是否能持续反季节性走高，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】当前甲醇市场呈现区域分化格局。港口库存虽处高位，但在进口未明显增量、MTO 需求保持稳定的背景下，呈现小幅去库态势。内地则受装置开工提升、需求走弱影响，企业库存有所累积，价格同步走弱，对整体甲醇市场支撑减弱。短期来看，市场情绪偏空，价格仍存下探可能；但随着冬季限气临近，供应收缩预期将逐步显现，预计下行空间较为有限，后市或逐步转入震荡整理。



【PP】在当前 PP 市场中，供应增速持续高于需求恢复节奏，产业链库存整体偏高，基本面仍面临一定压力。不过，需求端已呈现边际改善迹象，下游部分行业补库意愿有所增强。同时，近期原油价格反弹对 PP 成本形成支撑，限制其下行空间。综合来看，多空因素交织下，PP 价格短期预计以震荡偏弱运行为主。

【LLDPE】当前聚乙烯市场的核心矛盾仍集中在供应压力持续累积。新增产能持续释放，叠加前期检修装置陆续计划重启，供应端压力逐步增强。需求方面，下游旺季效应预计在 11 月初见顶后逐步回落，后续支撑力度或将边际转弱。成本端原油价格走势偏弱，对聚乙烯价格支撑不足。综合来看，在供强需弱格局延续、成本支撑有限的背景下，预计聚乙烯价格将延续承压运行态势。

【尿素】当前尿素供应端预期继续提升，整体供应趋于宽松。需求方面，随着近期价格反弹，下游补仓节奏有所放缓。局部农业刚需逐步进入收尾阶段，储备需求多以按价择机跟进为主；工业需求延续偏弱态势，复合肥行业开工持续低位运行。出口端在新政策尚不明朗的背景下，预计仍将维持偏低水平。

### 农产品：美豆市场化采购性价比不高，关注国内是否取消 10%基础对等关税

【美豆】隔夜 CBOT 市场 01 月大豆收 1120.25 跌 14.00 或 1.23% (结算价 1121.50)。中美经贸磋商达成阶段性共识，中美农产品贸易窗口或被打开，受未来出口改善预期提振，美豆或继续走强。USDA 在后续报告中可能上调新作出口预估，同时若单产再下调至 52-53 蒲/英亩，美豆期末库存进一步收缩将主导美豆成本修复逻辑增强。S&P Global 周二预测美国大豆平均单产为每英亩 53.0 蒲式耳，与 10 月预测一致，产量预估为 42.60 亿蒲式耳，此前预估为 42.61 亿蒲式耳。

【豆菜粕】国内集中到港大豆压力增加，油厂维持高开机压榨，豆粕供应充足。豆粕目前供需宽松，且随着中美农产品贸易关系修复，一方面国内进口大豆定价成本走高，另一方面，未来大豆缺口风险降低，豆粕近期累库或变成事实压力，这将限制豆粕上方的想象空间。菜粕风险买盘回归支撑大幅上涨，豆菜粕价差有望走缩。如果国内完成 1200MMT 美豆的采购，预计持续到春节前，豆粕累库压力或持续存在。目前美豆进口性价比不高，市场对完成采购持怀疑态度。近期可关注中国是否取消 10%基础的对等关税，并打开市场化进口窗口。

【棕榈油】棕榈油连续下跌后已进入技术性超跌阶段，追空风险抬升。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仍能提供了一定支撑，而且现阶段棕榈油进去减产周期，虽然短期供应扰动仍在，但季节性去库趋势不变。国内现货基差稳中有跌，棕榈油维持偏弱运行。

【豆菜油】豆油延续窄幅偏弱调整，市场供强需弱态势延续，同时受进口大豆定价成本上涨支撑，相比棕榈油依然相对抗跌。菜油方库存仍处高位，但菜籽库存见底，同时受到中加贸易不确定风险抬升影响，贸易惜售挺价情绪较浓，支撑基差持续走强。

【玉米】潮粮销售压力逐渐减弱，产区价格稳定，但贸易商目前建库存的意向仍稍显一般。今年玉米丰产年、上市承压行情已逐步稳定。期货端，近期主力运行偏弱，从现货逻辑及盘面交投情绪看，阶段性底部区间行情或能构成有效支撑。

【生猪】10 月底集团整体出栏节奏有调整，但未见明显缩量，出栏体重环比有下滑。预计持续到 11 月整体出栏供应环比继续增加，养殖利润亏损暂难修复，去产、去存栏主导，至少至 12 月冬至腌腊消费小高峰到来之前，猪价难有大反弹。

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