

2025年11月17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：美联储官员再发强烈鹰派信号，全球风险偏好整体降温

【宏观】海外方面，美联储官员洛根和施密德再发强烈鹰派信号，均反对12月降息，目前市场对12月降息预期概率已跌至四成，随着美联储降息预期消退，美元指数小幅反弹，全球风险偏好降温。国内方面，中国10月规模以上工业增加值同比增4.9%、社会消费品零售同比增2.9%、1-10月固定资产投资同比降1.7%，均不同程度不及9月，国内经济增长进一步放缓，在一定程度上打压市场风险偏好；政策方面，央行重启国债买卖操作向市场释放流动性，但是短期美联储持续释放鹰派信号，打压全球风险偏好。近期市场交易逻辑主要聚焦在国内增量刺激政策、经济增长成色以及美联储货币政策预期变化上，短期宏观向上驱动有所减弱，股指短期震荡；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，短期谨慎做多。国债短期震荡，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，谨慎观望；贵金属短期震荡，谨慎观望。

【股指】在半导体芯片、消费电子以及人工智能等板块的拖累下，国内股市大幅下跌。基本面上，中国10月规模以上工业增加值同比增4.9%、社会消费品零售同比增2.9%、1-10月固定资产投资同比降1.7%，均不同程度不及9月，国内经济增长进一步放缓，在一定程度上打压市场风险偏好；政策方面，央行重启国债买卖操作向市场释放流动性，但是短期美联储持续释放鹰派信号，打压全球风险偏好。近期市场交易逻辑主要聚焦在国内增量刺激政策、经济增长成色以及美联储货币政策预期变化上，短期宏观向上驱动有所减弱，股指短期震荡；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，短期谨慎做多。

【贵金属】贵金属市场上周五夜盘大幅下跌，沪金主力合约收至934.86元/克，下跌2.53%；沪银主力合约收至11994元/千克，下跌3.59%。受美联储官员鹰派言论引发的广泛抛售拖累，现货黄金盘中跳水，一度较日高跌近180美元，尾盘跌幅有所收窄，最终收跌2.2%，报4079.58美元/盎司，录得日线两连阴。短期贵金属震荡，中长期向上格局未改，操作方面，短期谨慎观望，中长期逢低买入。

黑色金属：需求及宏观数据偏差依旧压制钢材价格

【钢材】上周五，国内钢材现货市场小幅回落，盘面价格延续底部震荡。宏观经济数据偏差，股市回调对市场情绪产生一定影响。基本面方面，现实需求继续走弱，但本周小幅数据降幅有所放缓，五大品种钢材表观消费量环比回落约 6.3 万吨。供应方面，钢厂亏损之下，钢厂产能投放继续受到抑制，五大品种钢材产量环比回落 22.36 万吨。短期内钢材市场继续延续区间震荡，但螺纹钢 3000 点以下继续下跌空间有限。

【铁矿石】上周五，铁矿石现货价格持平，盘面价格延续震荡。铁水产量小幅回升，市场开始博弈铁水产量底部。但钢厂盈利占比仍在继续下降，因此铁水底部何时出现仍存不确定性。供应方面，本周铁矿石发货量环比回落 144.8 万吨，到港量环比回落 477.2 万吨。铁矿港口库存继续回升 190 万吨。表明矿石供应依然偏过剩。西芒杜铁矿石虽已投产，但对国内形成实质性增量尚需时日。目前决定铁矿石价格的关键因素在于铁水产量下降的进程以及底部何时出现，短期矿石预计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，盘面硅铁价格小幅反弹，硅锰则有所走弱。Mysteel 口径的五大品种钢材产量小幅回落，铁合金需求有所下降。硅锰 6517 北方市场价格 5570-5620 元/吨，南方市场价格 5580-5630 元/吨。河钢集团 11 月硅锰首询 5750 元/吨，其他钢厂陆续跟进。锰矿现货价格坚挺，天津港半碳酸主流报价 34.5 元/吨度，南非高铁报价 29.8-30 元/吨度，加蓬报价 40.5 元/吨度，澳块分指标报价 39.5-41 元/吨度区间，成交缓步跟进。供应小幅下降，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 40.24%，较上周减 2.75%；日均产量 28840 吨/日，减 835 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 5700 元/吨。原料兰炭价格平稳运行，神木市场现中料价格报 850-920 元/吨，小料价格 800-850 元/吨，焦面价格 530-630 元/吨。供应小幅回升，Mysteel 统计全国 136 家独立硅铁企业样本：开工率（产能利用率）全国 36.26%，环比上周增 0.18%；日均产量 16300 吨，环比上周增 0.80%，增 130 吨。硅铁、硅锰盘面价格预计仍将延续区间震荡。

【纯碱】上周，纯碱主力合约震荡运行。供给方面，本周供应环比有所下降，因部分装置检修，供应边际有所减量，但整体供应压力仍存，维持供应宽松格局；需求方面，重碱需求稳定，轻碱需求略回暖。综合来看，当前纯碱仍供应压力仍存，需求边际回暖，短期区间震荡；中长期来看供应端的矛盾是拖累压制价格的核心，中长期偏空思路对待。

【玻璃】上周，玻璃主力合约震荡偏弱运行。供应方面，玻璃产量环比持稳，产线开工条数环比持稳，周内无产线变动，年底仍有冷修预期。需求方面，需求环比好转，下游深加工企业 10 月底订单天数为 10.8 天，环比增加 0.4。库存方面，

中下游库存放缓，上游库存累库。综合来看，玻璃下游需求疲软未改变，需关注年底竣工高峰期对玻璃的需求情况，库存仍在高位，玻璃整体供需偏弱，短期弱势震荡。

有色新能源：降息预期下降叠加经济数据欠佳，有色走势偏弱

【铜】宏观上，美国国会参议院就结束联邦政府停摆达成一致，市场预期美国政府结束停摆将使经济数据恢复发布，并强化对进一步降息的预期，提振乐观情绪；由于担忧通胀，且利率已接近中性利率，多位美联储官员对进一步降息持谨慎态度；经济数据不佳，交易需求端悲观情绪，但也提升了政策加码的可能性。美国铜库存继续走高，已经接近 38 万短吨，处于历史高位，制约后期进口需求。国内精炼铜去库不及预期，截止 11 月 13 日铜社会库存为 20.11 万吨，环比增加 0.52 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】上周五，沪铝大幅回落，受美联储降息预期下降和国内经济数据不佳双重影响。技术上，短期或仍有回落空间，关注前期平台 21700-21800 一线支撑。经济数据不佳，市场可能交易需求端悲观情绪，但也提升了政策加码的可能性。基本面无变化，库存仍显示去化不畅，62 万吨库存的确不高，但也不低。之前交易预期，随着淡季将至，市场终究还是回到现实。如果后期预期修复，加上现实端压力，铝价将迎来较大回调。

【锡】供应端，云南大型冶炼企业检修结束，云南江西两地冶炼厂合计开工率小幅拉升至 69.96%，矿端现实偏紧局面持续，缅甸佤邦采矿证虽已下发，但受多重因素制约，实际复产进度慢于预期，印尼打击非法锡矿开采，也进一步加剧偏紧态势。需求端，旺季不旺，10 月锡焊料开工率小幅下降，依然处于低位，传统行业需求疲软，订单量不足，10 月手机等产量同比下降，新兴领域光伏前期抢装透支后期装机需求，6 月以来光伏装机几近腰斩。锡锭社会库存累库 410 吨达到 7443 吨，连续两周累库，主要是由于供应端自检修中恢复带来的增量与相对疲软的下游需求共同作用的结果。锡价处于历史高位，下游企业对当前锡价接受度低，采购极度谨慎，仅维持刚性小单补库，导致实际成交活跃度明显不足。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】截至 11 月 13 日，碳酸锂周度产量录得 21545 吨，周环比增 0.1%，周度开工率 51.05%。澳大利亚锂辉石精矿 CIF 报价 1055 美元/吨，周度环比上涨 12.2%，矿端积极挺价。当前碳酸锂供需双旺，社会库存持续去库。11 月 6 日，视下窝的采矿权出让收益评估报告公示，或视为视下窝积极推进复产进度。市场快速消化利空，需求逻辑仍占据上风，震荡偏强，需警惕供给端扰动反复和套保压力，密切关注持仓数量。

【工业硅】截至 2025 年 11 月 14 日，最新周度产量 96320 吨，周环比增加 1477 吨（+1.6%）。开炉数量总计 270，环比增加 1 台，开炉率 33%。其中，四川减少 1 台，甘肃增加 1 台。丰水期结束，工业硅西南大幅减产兑现，需求端相对平稳，整体呈供需双弱状态，关注枯水期能否有效去库。近期煤炭走弱成本支撑减弱，预计行情延续震荡，关注下方大厂现金流成本支撑。

【多晶硅】下游硅片和电池片价格小幅下滑，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。9 月中国光伏新增装机 9.66GW，弱现实延续。11 月硅片排产预期下降。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。近期多晶硅收储传闻带来扰动，预计多晶硅高位区间震荡，逢低布局。

能源化工：现货仍偏疲软，地缘计价强度逐步走低

【原油】俄罗斯港口遇袭，以及委内瑞拉海域持续受到美国袭扰使得短期价格继续得到地缘风险逻辑提振，但是美联储官运偏鹰论调使得风险资产价格集体回落，带动原油价格出现共振下行。短期窗口现货市场砸盘较多，基准缓慢下行，贴水回落速度较快，WTI 首行价差保持平水至贴水左右，远期预期仍然极度偏空，油价偏空压力仍然较大。

【沥青】油价保持低迷后沥青持续保持低位，主力将持续进行底部支撑测试。社库和厂库均仍在小幅去化，但至需求淡季，现货市场重心偏向低价货源，成交仍然低迷。原油总体下跌带来了利润小幅走高，开工再度由于山东部分厂复产而走高，即便近期检修两有所增加，但过剩压力仍然较高。沥青自身抛压仍然较大，关注原油近期波动。

【PX】原油价格偏弱震荡，前期聚酯板块强势有一定回落。但近期 PTA 开工仍然偏高，以及有装置开始提前检修，PX 仍能获得一定需求支撑。PXN 价差小幅回升至 232 美金，PX 外盘保持 832 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 价格一度受到的反内卷驱动逐渐淡化，并且下游开工继续回落至 90.5% 水平，下游开工季节性走弱大概率将存续。PTA 自身虽然由于低加工费近期部分老旧装置开始增加计划内检修，但供应仍然偏高，11 月累库压力仍然较大。短期油价对能化驱动有限，但若突破震荡区间，能化中枢仍有回调驱动，中长期 PTA 偏空压力仍然较大。

【乙二醇】港口库存大幅累积至 66 万吨，下游开工逐渐下行，主港发货量维持中性水平，进口则因为海外装置检修结束而回升至 20 万吨水平。但后期合成气制装

置开工或将触顶回落，叠加乙二醇盘面近期技术性探底，空单逐渐立场，近期价格或逐渐结束走弱。保持震荡。

【短纤】短纤短期跟随聚酯板块小幅回落，且后期压力仍较大。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】整体库存仍在上涨，供应短期内还有增加预期，且需求相对偏弱。动力煤价格上涨挤压利润，内地甲醇装置高成本地区或有停车风险，但限气装置未有兑现，以及中东限气，节点预计要 12 月以后。现实端压力较大，预期在限气和成本利好有所支撑，短期价格偏弱为主，静等利好发酵。

【PP】当前聚丙烯需求虽有改善，但供应增速过快导致库存上升。随着传统淡季临近，需求预计逐步走弱，而供应受装置重启影响仍将维持高位，市场基本面承压。叠加原油价格震荡偏弱，成本支撑不足，预计聚丙烯价格将继续向下探底。

【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】当前尿素市场供应压力持续。需求端表现分化：农业需求处于淡季，仅零星补单；复合肥开工提升缓慢，工业采购按需跟进；储备需求在价格趋稳下略有释放，但仍以逢低为主。库存方面，企业端去库幅度有限，港口库存受出口配额支撑但短期累积缓慢。成本端煤炭与天然气价格持稳，形成底部支撑。但在供强需弱格局下，价格仍面临下行压力。中长期随着储备需求释放及出口政策扰动，市场有望在震荡后逐步企稳，但上行空间受工业需求疲软制约。

农产品：美豆利多出尽风险抬升，国内豆粕或阶段性走弱

【美豆】11 月 USDA 供需报告小幅下调美豆 2025/26 年单产及产量预期，出口同步下调，结转库存收缩至 3 亿蒲以内。南美大豆维持丰产预期不变，需求端目标上调，库存小幅收缩。整体报告利多，符合预期。近期 CBOT 大豆对中美贸易前景好转而利多表现充分，南美产季也暂无天气风险，报告后利多出尽风险抬升，但随着美豆库存收紧，价格重心较此前会有抬升。

【豆粕】国内豆粕供需宽松，库存高、且未来缺口风险明显降低，基差持续偏

弱。近期美豆上涨带动国内进口大豆定价成本走高，但相对美豆走势明显相对偏弱，并进一步带动压榨利润亏损。预计随着美豆阶段性走弱，豆粕上涨乏力，出现阶段性回调的可能增加。同时，随着油厂榨利亏损，挺价情绪或升温，且后期市场化采购大豆节奏也有可能放缓，有助于豆粕企稳。菜粕方面，随着进口澳大利亚菜籽到港，阶段性风险买盘较以往减弱，或跟随豆粕进入阶段性震荡走弱行情。

【油脂】豆油市场供强需弱态势延续，但受油厂挺价及出口传闻影响，区间行情稳中偏强。菜油持续去库、菜籽库存见底，贸易惜售挺价情绪高，同时加拿大生物燃料激励计划，也在提振市场估值。菜油高位有稳定支撑，预计阶段性行情偏强。棕榈油方面，尽管马来西亚与印尼的丰产预期正在削弱价格支撑。但眼下东南亚已进去减产周期，且随着豆棕价差修复，棕榈油性价比提高，需求有所提振。此外，印尼 B50 路测消息也在提振市场情绪。短期内预计棕榈油仍将震荡运行。

【玉米】现阶段北港库存、饲料企业及深加工企业玉米库存都偏低；尤其是山东深加工早间剩余车辆继续回落，深加工利润在提升，市场阶段性看涨意愿增强。期货抢跑、基差依然偏弱，且期货临近目标压力后上涨节奏放缓，下阶段或修复基差行情为主，而期货稳中偏强。

【生猪】周末猪价偏弱运行，今日全国外三元生猪出栏均价为 11.60 元/公斤。冬季消费旺季还未完全到来，市场供给仍呈现偏过剩的状态，短期内猪价预计会震荡走弱。近期养殖利润亏损且肥标价差高，散户惜售情绪也偏强，且猪企出栏由缩量预期，支撑弱稳。

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