

2025年11月18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：美元继续走强，全球风险偏好降温

【宏观】海外方面，美联储副主席杰斐逊重申需谨慎调整政策，美联储12月降息预期降温，美元指数延续反弹，全球风险偏好继续降温。国内方面，中国10月经济数据同比放缓且不及预期，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，短期谨慎观望。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】在生物医药、贵金属以及保险等板块的拖累下，国内股市继续下跌。基本上，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，短期谨慎观望。

【贵金属】贵金属市场周一夜盘继续下跌，沪金主力合约收至931.24元/克，上涨0.04%；沪银主力合约收至11983元/千克，下跌0.17%。由于美元走强和对美国下月降息的预期下降，市场等待本周将发布的延迟经济数据，这可能为美联储政策路径提供线索。现货金收跌0.9%，报每盎司4044.25美元。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：市场情绪有所好转，钢材期现货价格反弹明显

【钢材】周一，国内钢材期现货市场反弹幅度有所扩大，市场成交量继续低位运行。生态环境部第三轮环保督察以及国常会研究实施两重建设有关工作提振了市场预期。基本面方面，现实需求继续走弱，但上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。周一的反弹主要是市场情绪所带动，钢材市场基本面偏弱的现状并未改变。但螺纹钢3000点以下继续向下的空间也比较有限。建议仍可考虑低位买入机会。

【铁矿石】周一，铁矿石期现货价格反弹均较为明显。铁水产量上周小幅回升，但钢厂盈利占比仍在下降，因此铁水产量底部何时出现依然存在较大的不确定性。供应方面，本周全球铁矿石发运量环比回升 447.4 万吨，到港量环比回落 399.3 万吨。上周铁矿石港口库存继续回升 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】周一，硅铁、硅锰现货价格持平，盘面价格反弹明显。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】周一，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】周一，玻璃主力合约震荡偏强运行。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，短期区间震荡

有色新能源：碳酸锂提保扩板，双硅区间震荡

【铜】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 17 日铜社会库存为 19.38 万吨，环比下降 0.73 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】周一，沪铝继续回落，受制于美联储降息预期下降，有色整体偏弱。基本面无变化，库存仍显示去化不畅，库存增加 2.5 万吨达到 64.6 万吨，已经是三年来高位。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】周一碳酸锂多合约涨停封板，主力 2601 合约上涨 9%，最新结算价 92660 元/吨，加权合约增仓 93754 手，总持仓 111.87 万手。钢联报价电池级碳酸锂 90350 元/吨（环比上涨 3600 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 1080 美元/吨（环比上涨 25 美元）。外购锂辉石生产利润-543 元/吨。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。

【工业硅】周一工业硅主力 2601 合约上涨 0.11%，最新结算价 9060 元/吨，加权合约持仓量 40.11 万手，减仓 2209 手。华东通氧 553#报价 9500 元/吨（环比持平），期货贴水 420 元/吨。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。预计行情区间震荡，关注大厂现金流成本支撑，区间操作，逢低布局。

【多晶硅】周一多晶硅主力 2601 合约下跌 2.9%，最新结算价 53095 元/吨，加权合约持仓 23.42 万手，减仓 6818 手。最新 N 型复投料报价 51500 元/吨（环比持平）。N 型硅片报价 1.3 元/片（环比持平），单晶 Topcon 电池片(M10)报价 0.305 元/瓦（环比持平），N 型组件(集中式):182mm 报价 0.67 元/瓦（环比持平）。多晶硅仓单数量 8190 手（环比增加 20 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。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：供应过剩，价格承压

【甲醇】内地甲醇市场偏弱，港口甲醇市场上午基差偏强。太仓甲醇，现货商谈 2005-2012 元/吨，基差 01-30/-23 左右；11 月下商谈 2020-2024 元/吨，基差 01-15/-11 左右；12 月下商谈 2052-2058 元/吨，基差 01+17/+23 左右。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，短期内惯性下跌，但预期在限气和成本利好有所支撑，静等利好发酵。

【PP】市场报盘弱势震荡为主。华东拉丝主流在 6380-6580 元/吨。隆众资讯 11 月 17 日报道：两油聚烯烃库存 72 万吨，较上周增加 8 万吨。当前聚丙烯需求虽有改善，但供应增速过快导致库存上升。下游新增订单跟进有限，且成品库存周转压力大，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】聚乙烯市场价格调整，线型成交价 6810-7300 元/吨，华北市场价格下跌 30 元/吨，华东市场和华南市场稳定。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】尿素市场窄幅波动，其中山东临沂中小颗粒送到价在 1590 元/吨，较上一工作日下调 10 元/吨。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：美国大豆压榨量远超市场预期，创下历史新高

【美豆】隔夜市场 01 月大豆收 1157.50 涨 33.00 或 2.93%(结算价 1157.25)。美国农业部公布的周度出口检验报告显示，截至 2025 年 11 月 13 日当周，美国大豆出口检验量为 1,176,307 吨，符合市场预估的 100-145 万吨区间，前一周修正后为 1,124,668 吨，初值为 1,088,577 吨。当周，对中国大陆的大豆出口检验量为 0 吨。截至 2024 年 11 月 14 日当周，美国大豆出口检验量为 2,267,076 吨。本作物年度迄今，美国大豆出口检验量累计为 10,109,477 吨，上一年度同期为 17,587,634 吨。此外，NOPA 发布的月度报告显示，该协会成员企业上月压榨大豆 2.27647 亿蒲式耳，较 9 月的 1.97863 亿蒲式耳增长 15.1%，较 2024 年

10 月的 1.99943 亿蒲式耳增长 13.9%。该数据同时刷新了 2024 年 12 月创下的 2.06604 亿蒲式耳月度压榨量纪录。

【豆菜粕】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。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 11 月 14 日，全国主要地区油厂大豆库存 747.71 万吨，较上周减少 14.24 万吨，减幅 1.87%，同比去年增加 217.11 万吨，增幅 40.92%；豆粕库存 99.29 万吨，较上周减少 0.57 万吨，减幅 0.57%，同比去年增加 21.43 万吨，增幅 27.52%。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。

【豆菜脂】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再提振菜油支撑。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 11 月 14 日，全国重点地区豆油商业库存 114.85 万吨，环比上周减少 0.87 万吨，降幅 0.75%。同比增加 7.04 万吨，涨幅 6.53%。全国主要地区菜油库存总计 42.13 万吨，较上周下跌 2.89 万吨。

【棕榈油】马来西亚下调其 12 月毛棕榈油参考价每吨 4,206.38 马币，11 月参考价为每吨 4,262.23 马币，维持出口关税在 10% 不变。此外，11 月以来马来西亚棕榈油出口环比明显下滑，供需双弱。据船运调查机构 SGS 公布的数据显示，马来西亚 11 月 1-15 日棕榈油出口量为 334295 吨，较上月同期出口的 606292 吨减少 44.86%。国内棕榈油累库增加，现货价格承压，短期棕榈油维持宽幅震荡。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 11 月 14 日（第 46 周），全国重点地区棕榈油商业库存 65.32 万吨，环比上周增加 5.59 万吨，增幅 9.36%；同比去年 53.11 万吨增加 12.21 万吨，增幅 22.99%。

【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