

2025年11月19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：美国就业数据疲软，提升美联储降息预期

【宏观】海外方面，ADP 周度就业报告：截至 11 月 1 日的四周里，私人部门雇主平均每周减少 2500 个就业岗位；美国从 9 月中旬到 10 月中旬，续领失业金人数大幅上升近 4 万人，企业招聘意愿减弱，10 月失业率可能偏高。美国就业数据疲软，提高了美联储降息的预期，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】在煤炭、电池以及工业金属等板块的拖累下，国内股市继续下跌。基本面上，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。操作方面，短期谨慎观望。

【贵金属】贵金属市场周二夜盘小幅上涨，沪金主力合约收至 929.84 元/克，上涨 0.32%；沪银主力合约收至 11949 元/千克，上涨 0.51%。由于美国就业数据疲软，在本周公布更多延迟的美国数据之前，市场评估美联储 12 月降息的可能性。现货金收高 0.6%，报每盎司 4067.6 美元，盘中曾触及 11 月 10 日以来最低。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：板块品种间走势有所分化

【钢材】周二，国内钢材期现货市场小幅反弹，市场成交量低位运行。外需进入相对稳定期，但内需依然需要政策托底。基本面方面，现实需求继续呈现弱势，五大品种钢材表观消费量环比回落约 6.3 万吨，且这一趋势短期仍会延续。供应方面，钢厂亏损格局延续，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。目前钢材市场尚未积累新的矛盾，价格不具备深跌条件，但短期上涨空间也有限。建议继续以区间震荡思路对待。

【铁矿石】周二，铁矿石期现货价格小幅反弹。铁水产量上周继续小幅回升，且钢厂补库继续，铁矿石需求短期依然偏强。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。周一铁矿石港口库存小幅下降 20 万吨，供需形势略有改观。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】周二，硅铁、硅锰现货价格持平；盘面价格回落明显。目前五大品种钢材产量仍处于下降通道之中，铁合金需求整体偏差。硅锰 6517 北方市场价格 5570-5620 元/吨，南方市场价格 5580-5630 元/吨。锰矿现货价格坚挺，到港数量偏低，天津港半碳酸主流报价 34.5 元/吨度，南非高铁成交 29.5-29.8 元/吨度不等，加蓬报价 40.5-41 元/吨度左右。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 39.59%，较上周减 0.65%；日均产量 28510 吨，减 330 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。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 34.84%，环比上周减 1.42%；日均产量 15590 吨，环比上周减 4.36%，减 710 吨。硅铁、硅锰盘面价格预计仍将延续区间震荡。

【纯碱】周二，纯碱主力合约偏弱运行。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】周二，玻璃主力合约震荡运行。供应方面，玻璃产量环比持稳，产线开工条数环比持稳，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：外围股市下跌，有色走势偏弱

【铜】近期铜价明显回落，上冲动力不足，除了宏观利多因素消退外，铜自身基本面也很难支持其大幅上涨。美国铜库存继续走高，已经接近 40 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。短期看，铜价有下跌破位风险。

【铝】周二，沪铝大幅回落，美联储降息预期回落，全球股市下跌，大宗情绪偏弱。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，短线关注下 21300 元/吨附近支撑。

【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】周二碳酸锂主力 2601 合约上涨 0.93%，最新结算价 94600 元/吨，加权合约减仓 96376 手，总持仓 102.23 万手。钢联报价电池级碳酸锂 94050 元/吨（环比上涨 3700 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 1140 美元/吨（环比上涨 60 美元）。外购锂辉石生产利润-1376 元/吨。经过前期大幅上涨，昨日加权合约大幅减仓，关注资金是否持续撤离，行情波动较大，谨慎观望。

【工业硅】周二工业硅主力 2601 合约下跌 0.88%，最新结算价 8970 元/吨，加权合约持仓量 40.07 万手，减仓 451 手。华东通氧 553# 报价 9450 元/吨（环比下降 50 元），期货贴水 470 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。

【多晶硅】周二多晶硅主力 2601 合约下跌 1.67%，最新结算价 52385 元/吨，加权合约持仓 23.65 万手，增仓 2239 手。最新 N 型复投料报价 51500 元/吨（环比持平）。N 型硅片报价 1.27 元/片（环比下降 0.03 元），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，近期硅片更频频降价。近期多晶硅收储传闻带来扰动，预计多晶硅高位区间震荡，区间操作。

能源化工：供强需弱，价格偏弱

【甲醇】内地甲醇市场下跌为主，内蒙古北线市场价格 1945-1990 元/吨，较上一

交易日涨 5-10 元/吨；内蒙古南线 1920 元/吨，较上一交易日跌 40 元/吨。港口甲醇市场基差维稳。太仓甲醇，现货商谈 2005 元/吨，基差 01-20 左右；11 月下商谈 2007-2010 元/吨，基差 01-18/-15 左右；12 月下商谈 2039-2043 元/吨，基差 01+14/+18 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 18 日报道：两油聚烯烃库存 71 万吨，较前一日-1 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】聚乙烯市场价格偏弱，线型成交价 6780-7300 元/吨，华北市场价格下跌 30 元/吨，华东市场价格下跌 30 元/吨，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】尿素行情坚挺有涨，其中山东中小颗粒主流送到价 1600-1610 元/吨附近。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：市场传闻中国采购美豆的消息支撑美豆价格高位稳定

【美豆】隔夜市场 01 月大豆收 1157.50 涨 33.00 或 2.93% (结算价 1157.25)。据美国农业部 (USDA) 网站 11 月 18 日消息，民间出口商报告出口销售 792,000 吨大豆，2025/2026 市场年度付运。美国农业部 (USDA) 在每周作物生长报告中公布称，截至 2025 年 11 月 16 日当周，美国大豆收割率为 95%，去年同期为 98%，五年均值为 96%。阿根廷中部布宜诺斯艾利斯省的农民正面临大面积洪水阻断农

田通道的困境，导致这个全球主要粮食出口国的作物播种工作延误。

【豆菜粕】国内油厂大豆豆粕供需宽松，库存高、且未来缺口风险明显降低，基差持续偏弱。此外，据 Mysteel 消息，近日首批批高蛋白阿根廷豆粕指标尚可，价格也十分有竞争力，现货价格为 01+80/100 元/吨。同时，下游豆粕库存也较高。随着美豆阶段性走弱，豆粕上涨乏力，继续出现阶段性回调的可能增加。不过随着油厂榨利亏损，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，但市场传闻对中国买美豆情况为美豆高位行情稳定，成本支撑豆油区间行情稳中偏强。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。

【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，但维持出口关税在 10% 不变。由于印尼（全球最大的棕榈油生产国）的土地查封政策和生物柴油计划带来的不确定性，未来几个月棕榈油价格看涨增多。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。

【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】全国生猪早间价格稳定偏强，全国外三元生猪出栏均价为 11.70 元/公斤，上涨 0.1 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。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