

2025年11月21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：美国非农就业数据大超预期，全球风险偏好大幅下降

【宏观】海外方面，美国9月非农新增就业人口11.9万大超预期，失业率意外升至4.4%创四年新高；而且美国上周首次申请失业救济人数超预期回落至22万，续请人数四年来最高，美国就业数据好于预期，美联储降息预期进一步下降，全球风险偏好大幅降温。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以及12月降息预期下降，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】在硅能源、军工以及煤炭等板块的拖累下，国内股市下跌。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】贵金属市场周四夜盘小幅上涨，沪金主力合约收至933.90元/克，下跌0.66%；沪银主力合约收至11967元/千克，下跌1.34%。由于美国非农就业数大超预期，削弱了12月降息前景，贵金属价格短期走弱。现货金收报每盎司4076.99美元，下跌0.1%。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：需求略有改善，钢材期现货价格延续弱势

【钢材】周四，国内钢材期现货市场继续走弱，市场成交量低位运行。LPR利率保持不变，显示年底前逆周期调节必要性有所下降。需求方面，现实需求有所改善，本周五大品种钢材库存环比回落44.25万吨，降幅相比上周扩大18万吨，表观消费量则回升33.56万吨。螺纹、热卷表观消费均有所回升。供应方面，北方地区阶段性环保限产结束，本周五大品种钢材产量回升15.53万吨。且近期市场

传闻地产政策仍有进一步加码可能。所以目前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】周四，铁矿石期现货价格小幅走弱。本周五大品种钢材产量环比回升，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。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】周四，硅铁现货价格有所回落，硅锰现货价格持平，盘面价格继续下探。钢联口径五大品种钢材产量环比回升，铁合金需求尚可。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】周四，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】周四，玻璃主力合约偏弱运行。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，短期偏弱运行。

### 有色新能源：交易所对碳酸锂再度加强风控，同时宏观利空来袭

【铜】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 20 日铜社会库存为 19.45 万吨，环比增加 0.07 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，一定程度将支撑期价，后期关注复产节奏。短期看，

铜价仍处于高位，有下跌破位风险。

【铝】周四，沪铝价格小幅回落，大宗整体情绪较弱，跌多涨少，美联储 10 月会议纪要显示内部存在严重分歧，美国 12 月降息概率回落至 30% 附近。随着铝价回调，下游逢低补库，铝社库下降 2.5 万吨，铝棒下降 0.85 万吨，但二者库存仍处于高位。铝短缺是个伪命题，前期炒作情绪高涨，如果预期修复，市场终究还是回到现实，加上现实端压力，铝价将迎来较大回调。短期，日线上价格在 20 日均线震荡，超买有所修复，若没有意外事件，短期不看深跌，可能向上试探小时线 60 线。

【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】周四碳酸锂主力 2601 合约上涨 0.84%，最新结算价 100020 元/吨，加权合约减仓 15747 手，总持仓 107.73 万手。钢联报价电池级碳酸锂 99250 元/吨（环比上涨 1700 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 1245 美元/吨（环比上涨 45 美元）。外购锂辉石生产利润-1451 元/吨。交易所对碳酸锂调整手续费和限仓，关注交易所加强风控对行情的冲击程度，谨慎持多或耐心观望。

【工业硅】周四工业硅主力 2601 合约下跌 2.37%，最新结算价 9200 元/吨，加权合约持仓量 44.26 万手，减仓 28315 手。华东通氧 553# 报价 9550 元/吨（环比上涨 100 元），期货贴水 475 元/吨。近期有机硅单体厂实控人会议在上海召开，会议内容关于联合减排及挺价事宜，根据 SMM，开工方面，计划有机硅联合减排 30%，该方案自 12 月 1 日开始执行，执行期限暂不明确；价格方面，有机硅单体指导价在 13000-13200 元/吨，较 11 月 12 日的 11500 元/吨上涨了 1500-1700 元/吨。关注资金持续情况，逢低介入。

【多晶硅】周四多晶硅主力 2601 合约下跌 2.33%，最新结算价 53495 元/吨，加权合约持仓 23.84 万手，增仓 4824 手。最新 N 型复投料报价 51500 元/吨（环比持平）。N 型硅片报价 1.28 元/片（环比上涨 0.01 元），单晶 Topcon 电池片（M10）报价 0.295 元/瓦（环比下降 0.01 元），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 7500 手（环比下降 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。多晶硅政策预期支撑下，预计多晶硅高位区间震荡，区间操

作。

## 能源化工：地缘风险下行叠加风险资产共振走弱，油价下行

【原油】乌克兰总统泽连斯基表示对和平协议持开放态度，若和平协议达成，并且俄罗斯遭到的能源制裁得以解除，俄油供应将重新进入市场。目前协议前景远未确定，目前乌克兰正抵制美国方面提出的割让领土式的和平方案。另外由于市场对非农数据好于预期，美联储降息概率继续下行的预期增加，美股高开低走，风险资产全线回调，也导致油价受到压制。原油近阶段将继续明显承压，保持偏弱震荡格局。

【沥青】油价回落，但沥青盘面逼近去年低点，主力将持续进行寻求支撑测试。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】原油小幅回落，PX 盘中上行出现乏力情况。近期日本 PX 进口不确定性仍较高，且 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 258 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】PX 近期偏强带动 PTA 反弹，但目前空间有限。PTA 再度出现所谓反内卷磋商消息，但盘后证伪，导致主力价格回落。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 73 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，空单逐渐离场，近期价格或持续保持低位震荡格局。

【短纤】短纤短期跟随聚酯板块小幅回升，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。

## 农产品：美国炼油商关于延迟削减进口原料补贴的提议利空美豆油消费

【美豆】隔夜市场 01 月大豆收 1123.00 跌 13.25 或 1.17% (结算价 1122.50)。大



大宗商品基金周四净卖出大豆期货合约 9500 手。美国在全球出口销售方面面临着来自巴西廉价大豆的激烈竞争，但本周以来对中国销售消息提供一定的预期支撑。据民间出口商报告，美国再向中国出口销售 462,000 吨大豆。根据美国农业部（USDA）周四公布的出口销售报告显示，10 月 2 日止当周，美国当前市场年度大豆出口销售净增 91.94 万吨，市场预估为净增 60-160 万吨。当周，美国下一年度大豆出口销售净增 0.5 万吨。市场预估为净增 0 吨。南美方面，阿根廷大豆种植进度环比增加 12%，但洪水导致播种延误。阿根廷的大豆种植面积预计将低于上一季播种的 1840 万公顷。布宜诺斯艾利斯省中北部和西部地区因土壤积水而无法下地种植，一个农业协会表示，约有 150 万公顷土地因洪水面临无法播种的风险。

【豆菜粕】当前国内油厂大豆豆粕供需宽松，高到港、高开机、高库存，且未来缺口风险显著降低，基差弱稳。下方支撑则来自于成本端和局部地区的逢低采购。近期国内油厂积极抛售 12-3 月/1-3 月/5-7 月等多个时段远月基差，饲料企业采取的是分散建仓策略，反映市场整体仍显谨慎。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。

【豆菜脂】隔夜美国炼油商关于延迟削减进口原料补贴的提议利空美豆油消费，近期美国生物柴油的相关政策扰动增多。国内豆油市场供强需弱态势延续，本周以来成交量下降，前期空头回补基本完成同时 2-3 月的供应紧张预期有所下降，基差报价松动。菜油方面，近期国家储备菜油投放成交不错，市场整体供应趋于宽松，且澳菜籽补充进口即将到港，基差报价稳定，但期货主力减仓、阶段性下行风险同步抬升。

【棕榈油】马来西亚衍生品交易所（BMD）毛棕榈油期货下跌，几乎回吐了本周前三个交易日的涨幅，主要因为外部食用油大幅下跌。棕榈油出口下滑，加剧市场对需求疲软的担忧。船运调查机构估计，11 月 1 日至 20 日马来西亚棕榈油出口量环比下降 14.1%至 20.5%。国内棕榈油累库增加，现货价格承压，且 12 月进口利润因外商报价下跌而有所修复，同步偏弱。

【玉米】东北玉米价格暂维持平稳，农户售粮积极性一般。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。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。期货方面，预期持续偏差，贴水加深，自主力合约破位后，延续下跌风险增加。



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