

2025年11月3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：国内 PMI 数据不及预期，股指连续回调

【宏观】海外方面，受美联储主席鲍威尔鹰派态度的影响，美元指数持续走强，全球风险偏好整体降温。国内方面，10 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.0%，比上月下降 0.8%，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。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，短期谨慎做多；有色短期震荡反弹，短期谨慎做多；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】在保险、半导体元件以及小金属等板块的拖累下，国内股市继续收跌。基本上，10 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.0%，比上月下降 0.8%，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。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】贵金属市场上周五夜盘整体上涨，沪金主力合约收至 921.84 元/克，上涨 0.39%；沪银主力合约收至 11382 元/千克，下跌 0.25%。近期美联储主席鲍威尔鹰派态度的影响，美元指数持续走强，以及全球风险偏好整体升温，现货黄金整体震荡调整。短期贵金属震荡，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：市场回归基本面，钢材盘面价格小幅回落

【钢材】上周五，国内钢材现货市场整体持平，盘面价格继续小幅回落，市场成交量低位运行。市场关注宏观事件均已落地后开始转向基本面的博弈。现实需求继续边际改善，上周钢材库存降幅继续扩大，五大品种表观消费量环比也回升了

23.69 万吨。同时，在前期宏观利好的刺激下，投机性需求也有所回升。由于品种盈亏的影响，钢厂产能释放力度由强转弱，铁水产量小幅下降，但成材产量依然小幅回升。钢厂利润目前继续压缩，且河北多地开始环保限产，预计钢材供应也将继续回落。短期钢材市场或回归基本面，预计以区间震荡为主。

【铁矿石】上周五，铁矿石现货价格小幅回落，盘面价格在再度走强。铁矿石近几个交易日强势反弹，主要是因为宏观预期偏强，叠加到港量大幅回落所致。钢厂利润压缩之下，铁水产量已经跌破 240 万吨，且未来仍然有进一步下降可能。钢厂库存也再次出现回落。供应方面，全球铁矿石发运量环比增至 3388.4 万吨，处于历年同期偏高水平，港口库存也延续回升。铁矿石供应压力依然较大。同时，近期卡粉和 PB 价差有所收窄，主要由于 PB 粉目前贸易矿库存水平中等，卡粉库存水平处于偏高水平。预计铁矿石价格短期仍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，盘面价格小幅回落。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 43.04%，较上周减 0.24%；日均产量 29630 吨，减 200 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】上周，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】上周，玻璃主力合约区间震荡运行。供应方面，玻璃产量环比持稳，产线开工条数环比持稳，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，当前反内卷相关品种地步有一定支撑，短期预计震荡偏强。

有色新能源：美元坚挺，有色表现分化

【铜】宏观上，整体宏观氛围略有消退，美联储如期降息 25BP，但鲍威尔在新闻发布会上对 12 月降息泼冷水，12 月降息并非板上钉钉，市场解读为偏鹰；中国 10 月官方制造业 PMI 49，超预期下降，制造业景气水平有所回落，虽然有国庆假期因素，但环比降幅高于季节性，仍一定程度表示内生需求不足。近期美国铜库存继续走高，已经约 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 10 月 30 日铜社会库存为 18.26 万吨，环比下降 0.19 万吨，仍处于偏高水平。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，沪铝价格创 1 年来新高后回落，收盘小幅上涨，在铜价下跌的背景下表现坚挺。周四美联储主席鲍威尔表态偏鹰打压风险偏好，加上中美领导人会晤后市场交易利多出尽，大宗整体表现偏弱，另外 LME 限制近月大额持仓，也打压有色多头热情。铝基本面变化不大，海外继续去库，国内虽小幅去库，但不及预期。

【锡】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】截至 10 月 30 日，碳酸锂周度产量录得 21080 吨，周环比下降 1.1%，周度开工率 50.29%。澳大利亚锂辉石精矿 CIF 报价 985 美元/吨，周度环比上涨 8.5%。当前碳酸锂供需双旺，社会库存去库加快，近期仓单数量快速减少反映出现货流通偏紧。上周五出现江西柘林下窝复产传闻，引发加权合约大幅下跌并减仓近 3 万手，同时当前价格亦处于套保压力附近，建议轻仓观望，耐心等待“情绪底”。

【工业硅】截至 2025 年 10 月 31 日，最新周度产量 103803 吨，周环比增加 539 吨，周产量创新高。西南增加停产数量，但新疆开工率偏高带来供给压力，供应矛盾缓解或待西南枯水季大规模停产。需求端相对平稳，社会库存高位小幅累库。

下方有大厂现金流成本支撑，同时煤炭走强带来成本端支撑抬升，预计行情延续震荡，逢低布局。

【多晶硅】最新周度库存为 25.6 万吨，大幅去库 2.66 万吨。最新仓单 9590 手，周环比增加 170 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的扰动，同时光伏板块形成股期共振，预计多晶硅高位区间震荡，逢低布局。

能源化工：委内地缘风险对冲 OPEC 增产，油价保持震荡

【原油】市场关注俄油制裁后亚太采购尚未有明显采购转移，主要中东和北海市场略有低价托盘，但买量一般。叠加 OPEC+继续增产 13.7 万桶/天，远期过剩预期仍然较强。但近期地缘风险再度计价，26 年 OPEC 暂时将停止增产，以及委内瑞拉生产环境存在安全风险，近端或仍存小幅反弹空间。价格长期偏空预期不改，短期地缘风险或继续抬升近端价格弹性。

【沥青】油价反弹停滞，沥青的成本支撑走弱，盘面价格小幅走跌，基差也再度收低。近期社库和厂库虽然有部分去化，但临近需求淡季，后期去库速度将编辑放缓。利润近期略有恢复，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俄油制裁驱动下的反弹空间，沥青自身基本面将难有较强回升驱动。

【PX】原油价格偏弱震荡，前期聚酯板块强势有一定回落。近期 PTA 开工仍然偏高，PX 仍能获得一定需求支撑。PXN 价差小幅回升至 243 美金，PX 外盘保持 820 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】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 基差回升至-70 以内。但市场长期等待的头部厂商减停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。

【乙二醇】港口库存继续下降至 54 万吨，下游开工短期保持中性，但近期发货量略有走低，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，乙二醇盘面价格仍在测试前低支撑，反弹驱动有限。

【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：中美大豆贸易窗口修复，美豆获利多驱动走强

【美豆】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。美国白宫公报称，中国将在 2025 年的最后两个月购买至少 1200 万吨美国大豆，并在 2026 年、2027 年和 2028 年每年购买至少 25MMT 美国大豆。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。

【豆菜粕】国内油厂集中到港大豆及高库存压力增加，且维持高开机压榨，豆粕供应充足。豆粕目前供需宽松，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。此外，中加双方同意恢复重启各领域交流合作，推进解决彼此关切的具体经贸问题。菜粕风险买盘支撑减弱，豆菜粕价差有望继续走扩。

【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。

【豆菜油】油脂阶段性受菜棕下跌行情主导，或继续走弱。豆菜油进入消费旺季，豆棕严重倒挂行情有修复；菜油高库存延续去库，未来补充供应预期稳定，且中加或恢复重启各领域交流合作风险买盘偏好降低。

【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