

2025年10月20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：美国总统软化贸易强硬立场，全球风险偏好升温

【宏观】海外方面，由于美国总统软化了此前关于贸易的强硬立场，美元指数受到提振，全球风险偏好整体升温。国内方面，国内经济增长有所加快，虽然短期中美之间的博弈仍存，但是美国总统软化贸易立场，有助于提振国内风险偏好。政策方面，国内多个行业稳增长方案陆续出台，政策支持力度加大，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中美之间的博弈上，短期宏观向上驱动有所增强；后续关注中美贸易谈判进展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，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期震荡，短期谨慎观望；有色短期有所调整，短期谨慎做多；能化短期震荡，谨慎观望；贵金属短期高位偏强震荡，谨慎做多。

【股指】在电网设备、光伏以及半导体元件等板块的拖累下，国内股市大幅下跌。基本面上，国内经济增长有所加快，虽然短期中美之间的博弈仍存，但是美国总统软化贸易立场，有助于提振国内风险偏好。政策方面，国内多个行业稳增长方案陆续出台，政策支持力度加大，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中美之间的博弈上，短期宏观向上驱动有所增强；后续关注中美贸易谈判进展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】贵金属市场上周五整体下跌，沪金主力合约收至 973.88 元/克，下跌 1.27%；沪银主力合约收至 11748 元/千克，下跌 3.94%。随着美国总统软化了此前关于贸易的强硬立场，全球避险情绪有所下降，现货黄金创下 4379 美元的历史新高后跳水近 130 美元。短期贵金属高位震荡，中长期向上格局未改，操作方面，短期多头继续持有或逢高减仓，中长期逢低买入。

黑色金属：宏观预期好转，钢材期现货价格小幅反弹

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场有小幅反弹，市场成交量继续低位运行。周末中美贸易冲突有所缓和，且下周重要会议即将召开，市场对于政策层面利好仍有期待。基本面方面，现实需求变化不大，上周 Mysteel 口径的五大品种钢材库存回落 18.46 万吨，表观消费量则回升了 139 万吨。供应端，五大品种钢材产量环比回落 6.36 万吨，247 家钢厂高炉日均铁水产量也有所下降。随着钢厂利润的收窄，后期供应继续下滑或是大概率事件。短期来看，钢材市场继续下跌空间有限，或以区间震荡为主。

【铁矿石】上周五，铁矿石期现货价格均呈现弱势。目前铁水产量依然处于高位，但随着钢厂利润的收窄，铁水产量大概率继续下滑。钢厂原料补库短期亦暂告一段落。供应方面，全球铁矿石发运量环比回落 71.5 万吨，到港量则回升 248.2 万吨。铁矿石港口库存本周也回升了 253.77 万吨。铁矿石价格后期建议以偏空思路对待。

【硅锰/硅铁】上周五，硅铁、硅锰现货价格持平，盘面价格延续震荡。五大品种钢材产量连续两周环比回落，铁合金需求有所下降。硅锰 6517 北方市场价格 5600-5650 元/吨，南方市场价格 5650-5700 元/吨。锰矿价格延续弱势，天津港半碳酸成交 33.5-34 元/吨度区间，加蓬 39.8 元/吨度上下，澳块 39.5 元/吨度附近，南非高铁相对保持坚挺 30 元/吨度左右。供应端，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 43.19%，较上周减 0.99%；日均产量 29175 吨/日，减 315 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 5800-6100 元/吨。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。兰炭市场暂稳运行，市场中、小料依旧面临紧张缺货的局面。硅铁、硅锰盘面价格预计仍将延续区间震荡。

有色新能源：美国地区银行暴雷担忧缓解，有色下跌后回升

【铜】宏观上，上周初贸易紧张局势升级担忧缓解，美股三大股指期货走高；美国地区银行信贷爆雷，加剧避险情绪，全球风险偏好降温，但目前齐昂银行与西部联盟银行在此次涉嫌欺诈事件中上报的损失相对有限，关注是否有更多信贷问题陆续浮现。印尼第二大铜矿停产，加剧全球铜矿偏紧态势，确定无疑，将支撑期价。然而，停产是暂时的，明年年中逐步复产，并且明年是铜矿供给大年，全球铜矿产出增速乐观估计能达到 5%，中性预估也达到 3%，2027 年之后增速再回落至 2% 以下，同时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 16 日铜社会库存为 17.75 万吨，环比增加 0.55 万吨，处于偏高水平，国内电解铜产量维持高位，9 月产量虽环比下滑，但同比上升 11.62%，上半年需求表现惊艳，但随着前期提振需求的因素边际转弱，需求面临考验。美国铜库存高企，制约后期进口需求。预计铜价维持高位震荡。

【铝】上周五铝价冲高回落，收长上影线，大宗整体氛围偏弱，美国地区银行信贷暴雷提升市场避险情绪。铝社会库存数据显示降幅较大，库存水平与过去两年大致持平；铝棒库存小幅下降，库存水平为三年来高位。电解铝冶炼利润高企，国内供应刚性，进口高位，需求边际走弱，9 月需求已经同比下降，即使四季度去库，去库速度和幅度均偏低，难支持大幅走高，短期维持区间震荡，上下空间均不大。

【锡】供应端，印尼正式将六家先前被查封的锡冶炼厂移交给国有企业，该企业计划进一步提升精锡产量，预计出口量将增加，目前印尼打击非法锡矿开采，短

期将加剧全球锡矿供应偏紧态势，另外印尼采矿审批周期调整，也给矿端带来更多扰动，缅甸佤邦锡矿大量产出仍需要一定时间，随着云南大型冶炼企业检修结束，冶炼开工率重回 50% 以上。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，由于常规检修，PVC 开工率大幅下滑。锡价处于 28 万吨/吨以上的历史高位，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，本周库存下降 769 吨达到 7017 吨。综上，矿端现实偏紧，下方有支撑，但高价对消费抑制和宏观风险令上方空间承压，预计价格维持高位震荡。

能源化工：地缘风险暂成支撑，油价短期修复

【原油】北海和中东现货市场基准与贴水均继续小幅下行，带动盘面价格回落。目前亚太储备购买仍然在窗口缺失，以及国内港口对炼厂开工的影响，后续采购是否回归将成为下阶段焦点，短期运费等仍未现明显修复，成交寡淡持续。后期俄供应仍会成为风险点，一旦亚太采购渠道缺失，后期价格上行仍有短期反弹可能，但长期偏空预期仍不改变。

【沥青】油价暂稳，沥青价格跟随保持低位震荡。基差目前仍保持低位，成交挂单，实际发货量偏低。厂库累库压力持续，社库水平依靠华东地区进行去化。利润近期略有恢复，开工回升较为明显，供应压力继续回升。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，后期仍需关注原油成本下方支撑力度，沥青自身基本面将难有较强回升驱动。

【PX】原油价格回落叠加聚酯需求弱势，PX 跟随下行。近期 PTA 高开工使得 PX 价格虽然共振下行，但是仍能获得一定需求支撑。PXN 价差小幅回升至 234 美金，PX 外盘跟随下跌至 783 美金，PX 仍然处于偏紧格局，但近期聚酯整体回落，大概率将跟随板块继续偏弱震荡。

【PTA】下游开工仍然只有 91.3% 水平，订单水平仍然较差，终端开工继续保持低于往年水平低位，需求保持低位。而 PTA 加工费虽然仍然下行至 150 左右水平，但目前头部厂商减停产仍未得到施行，港口库存和厂库开始明显累积，基差下降至 -80 左右，叠加资金空头持仓增加，短期 PTA 主力将继续以逢高空为主。

【乙二醇】港口库存再度回升至 54 万吨水平，以及新投产预期，乙二醇价格继续保持低位运行。下游开工面临和 PTA 同样的弱势，开工位于往年同期低位水平，海外订单低迷，内需也即将进入季节性低位，10 月乙二醇保持累库，价格低位运行，反弹空间有限。

【短纤】短纤跟随聚酯板块调整，近期或继续保持偏弱震荡格局。终端订单季节性有提升但幅度有限，短纤开工反弹导致库存出现有限累积，后期更多的去化仍然需要观察到终端订单的持续回暖带来的开工提升反馈，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】本周甲醇供应短期下降，叠加烯烃需求保持偏高水平，库存小幅去化，带动短期供需结构有所改善。近月合约基差与月差走强也反映边际向好，但改善幅度有限。然而传统下游需求明显走弱，后续仍有较多装置计划重启，供应压力将逐步回升。加之当前高库存持续，以及关税升级等外部因素压制，甲醇价格上行空间受限，预计短期仍以震荡为主。

【PP】PP 市场供应增速持续高于需求，叠加当前库存水平偏高，基本面维持承压状态。同时，原油价格走弱令成本端支撑进一步减弱，价格下行空间有所扩大。后续需重点关注下游需求的恢复情况，若实际需求改善，或对价格形成一定支撑。

【LLDPE】本周聚乙烯供应增加，库存累积明显，对价格形成压制。需求端呈现分化，农膜开工及订单情况有所好转，但下游综合开工率提升仍显缓慢，整体需求支撑有限。叠加近期原油价格下行，成本端支撑减弱，聚乙烯市场短期承压运行。

【尿素】尿素日产在 18.1 - 19.1 万吨。需求端工业采购平稳，农业需求随降雨结束逐步回暖，储备适量跟进；出口随窗口期关闭逐步收缩。市场心态谨慎，采购仍以逢低为主，短期行情或僵持后小幅上行，但后续仍存回落压力。

农产品：油厂压榨利润普遍陷入亏损，豆粕现货挺价意愿增强

【美豆】USDA 系列报告延期，且中美大豆贸易担忧持续，美豆出口前景不明，但国内压榨消费较好提供一定支撑。美豆新季收割情况不明。巴西大豆播种推进顺利，阿根廷核心产区气象条件佳，预计短期也暂无太大风险。CBOT 大豆资产整体维持观望为主，窄波震荡。后期中美大豆贸易动向依然是行情主导关键，关注相关动态。

【豆粕】国内油厂供应恢复，阶段性补库增多，但下游整体提货一般导致油厂库存仍面临较大压力，叠加美豆走弱影响，连粕超跌破位。现阶段油厂榨利普遍进入亏损，油厂现货挺价意愿增强。此外，中美大豆贸易前景不明，尽管四季度预计到港供应充足，但至明年一季度南美新大豆上市供应之前，国内市场依然面临一定的缺口风险。短期豆粕超跌行情后或以震荡企稳行情为主。

【油脂】中加关系缓和迹象使得菜油盘面风险偏好降低，现货在澳菜籽及直接进口俄油补充供应之前，去库行情支撑现货基差依然稳定，预计贸易相关消息明确之前，菜籽油或呈现震荡调整格局。棕榈油国内供需稳定，进口成本利润倒挂。

10 月以来马棕环比增产收窄、出口增量稳定，叠加印尼 B50 相关政策消息引导，BMD 毛棕及连棕价格支撑偏强。豆油方面，进入旺季但交投暂无明显变化，国内外豆棕价差倒挂依然为其提供相关稳定支撑。

【玉米】东北/华北主产区玉米丰产上市，收割天气不利于储存，且集中上市期销售利润尚有，产地售粮积极性高，对市场季节性冲击性影响明显。现阶段基层港口玉米购销清淡，渠道及下游饲料厂远月建库意愿依然不强。然而，目前市场价格已接近种植成本线，且优质玉米维持紧缺，随着气温下降，粮源存放条件改善，基层农户惜售情绪或增加，将减缓价格下跌速度。

【生猪】节后去产及去存栏节奏加快，猪价延续下跌至年内新低，养殖利润也大范围内出现亏损。近期肥标价差以及部分区域有二有补栏支撑，散户惜售压栏情绪增强，现规模养殖场计划出栏节奏较快，预计月下旬供应环比收缩，也将稳定猪价极端下行风险，目前远月盘面维持小幅升水，除非后续需求出现超季节性增量情况，否则猪价较难出现较大的修复行情。今年华北多地极端天气增多，注意养殖风险对行情的影响。

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