

2025年11月25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：美联储官员继续放鸽，全球风险偏好大幅升温

【宏观】海外方面，由于美联储沃勒和戴利表态支持 12 月降息，美联储降息预期进一步增强至 8 成，美元指数高位震荡，全球风险偏好大幅升温。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，美联储官员持续放鸽，提振全球风险偏好。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增强，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】在军工、半导体芯片以及人工智能等板块的带动下，国内股市小幅上涨。基本上，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，美联储官员持续放鸽，提振全球风险偏好。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增强，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小幅上涨，沪金主力合约收至 938.68 元/克，上涨 0.64%；沪银主力合约收至 11975 元/千克，上涨 1.47%。由于美联储官员连续释放鸽派发言，市场加大对 12 月降息的预期。现货金收涨 1.69% 报每盎司 4134.54 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：宏观预期改善，钢材期现货价格小幅反弹

【钢材】周一，国内钢材期现货市场均有反弹，市场成交量低位运行，市场成交量继续低位运行。美联储上周五释放降息信号，周一市场风险偏好明显提升。基本面方面，虽然现实需求继续走弱，但随着各地缺规格，已经形成区域价格支撑的有力条件，且钢材库存也没有出现明显累积。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，建议继续以区间震荡思路对待。

【铁矿石】周一，铁矿石期现货价格小幅反弹。上周，铁水产量继续小幅回落，且钢厂盈利占比下降，铁水产量底部何时出现仍有较大不确定性。钢厂补库进程也有所放缓。供应方面，本周全球铁矿石发运量环比回落 238 万吨，到港量则环比增加 569.7 万吨。铁矿石港口库存也延续回落。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，短期矿石预计以震荡偏强思路对待。

【硅锰/硅铁】周一，硅锰现货价格持平，硅铁现货价格小幅回落，盘面价格小幅反弹。钢联口径的五大品种钢材产量继续环比回升，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。锰矿市场偏强运行，天津港半碳酸 34.5 元/吨度左右，南非高铁成交 29.5-29.8 元/吨度不等，加蓬成交 40.5-41 元/吨度区间，澳块分指标成交 39.5-41.5 元/吨度区间。供应小幅回落，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 39.13%，较上周减 0.46%；日均产量 28130 吨/日，减 380 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5150-5200 元/吨，75 硅铁价格报 5650-5700 元/吨。11 月钢厂招标接近尾声，12 月招标尚未全面启动，终端刚需采购为主。硅钢等高端需求平稳，普通钢材淡季拖累需求，短期需求难有大幅改善。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，玻璃主力合约偏强运行。供应方面，由于部分装置冷修，玻璃产量环比下降，年底仍有冷修预期。需求方面，需求环比走弱，下游深加工企业 11 月中订单天数为 9.9 天，环比下降。库存方面，中下游补库存放缓，上游库存累库。综合来看，玻璃下游需求环比走弱，供应环比也有所下降，库存呈累库状态，需关注年底竣工高峰期对玻璃的需求情况，玻璃整体供需偏弱，但由于前期跌幅较大，当前估值偏低，短期震荡运行。

有色新能源：碳酸锂波动剧烈，双硅延续震荡

【铜】美国铜库存已经突破 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 24 日铜社会库存为 18.06 万吨，环比下降 1.39 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】周一，沪铝在前期平台附近受到支撑企稳，上周五美联储官员释放鸽派信

号，12月降息预期提升，风险偏好略有抬升。宏观上，降息预期摇摆，AI泡沫担忧仍在，很难给到铝价显著提振。基本面上，上周库存大幅下降后继续小幅去化，但整体库存水平不低，11月、12月仍有铝冶炼项目达产或投产，供应压力仍在。技术上，各个周期均偏空，中短期仍有一定下跌空间。

【锡】供应端，云南大型冶炼企业检修结束，10月中旬以来，云南江西两地冶炼两地冶炼厂合计开工率均维持今年以来高位，小幅下降1.03%至68.93%，受多重因素制约，缅甸佤邦复产进度低于预期，矿端现实偏紧局面持续，但随着缅甸佤邦采矿证已下发，市场预计我国11月份进口会增长2000吨，矿端整体趋于宽松。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211吨达到7654吨，连续三周累库，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，警惕宏观悲观情绪发酵。

【碳酸锂】周一碳酸锂主力2601合约下跌2.88%，最新结算价91320元/吨，加权合约减仓20816手，总持仓97.74万手。SMM报价电池级碳酸锂92150元/吨（环比下降150元）。锂矿方面，澳洲锂辉石CIF最新报价1130美元/吨（环比下跌40美元）。外购锂辉石生产利润89元/吨。当前碳酸锂供需双旺，社会库存持续去库。上周交易所两度上调交易手续费并实行限仓，叠加宏观利空冲击，预计行情短期仍将继续消化利空，短空操作，同时视下窝复产的利空增加盘面扰动，长多布局需耐心等待震荡企稳。

【工业硅】周一工业硅主力2601合约下跌1%，最新结算价8950元/吨，加权合约持仓量42.87万手，增仓982手。华东通氧553#报价9500元/吨（环比下跌50元），期货贴水560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。近期煤炭走弱成本支撑减弱，但同时有机硅“发内卷”带来利多扰动，预计行情延续震荡，关注下方大厂现金流成本支撑，区间操作。

【多晶硅】周一多晶硅主力2601合约上涨1.15%，最新结算价53245元/吨，加权合约持仓23.54万手，增仓3363手。最新N型复投料报价51500元/吨（环比持平）。N型硅片报价1.20元/片（环比下降0.08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，昨日下午硅片价格大幅下调6.25%，预计多晶硅高位区间震荡，区间操作。

能源化工：乌和平协议前景主导市场情绪，油价窄幅震荡

【原油】市场权衡俄乌达成和平协议的前景，在本已供应充足的油市，若协议达成，将会降低地缘风险溢价。目前乌克兰及欧洲盟友表示，在美国斡旋的和平谈判中仍存在关键分歧点，尽管高级官员称赞为乌争取到更有利条款方面取得进展。此外随着股市等其他风险资产一起上行，油价也小幅回升，美联储对 12 月降息的表态仍然较为摇摆，近期油价将继续跟随宏观驱动进行波动。

【沥青】沥青跟随弱势原油成本寻求底部支撑，主力继续保持窄幅震荡格局。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，即便近期检修量有所增加，但过剩压力仍然较高。沥青自身仍然较为承压，尤其关注原油成本支撑近期波动。

【PX】近期海外成品油强势持续，市场不断有韩国混芳出口美国传闻，调油情绪对 PX 支撑再起。另外对日本进口也受到事件性影响而存在不确定性，PX 供应支撑持续偏强。PXN 价差小幅回升至 259 美金，PX 外盘保持 824 美金波动，PX 仍然处于偏紧格局。短期除关注原油成本变化外，关注海外调油及进口情况，若落空则 PX 仍有溢价回吐可能。

【PTA】近期原料价格抬升明显，成本支撑上行，以及多套装置计划内检修，供应压力明显走地。另外下游开工仍然保持 91.3% 水平，临近淡季需求仍有超预期韧性，PTA 库存累库幅度降低。叠加近期主要厂商计划内检修增加，PTA 主力已在测试压力位突破，短期或继续保持偏强震荡格局。

【乙二醇】港口库存保持 73.2 万吨的高位水平，下游开工逐渐下行，主港发货量持续仅有 8000 吨左右水平，工厂隐形库存也在同步累积，乙二醇累库压力超过市场预期。另外近期煤价小幅走弱，合成气制装置开工仍保持较高位置，供应压力仍在。乙二醇主力仍在测试底部支撑过程中，短期不建议低多。

【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】伊朗地区目前合计两套年产 330 万吨甲醇装置处于停车状态，恢复时间待定，另有 4 套合计年产 725 万吨甲醇装置计划 11 月下旬或 12 月上旬停车。伊朗限气兑现，利好推动下，空头减仓反弹，进口有下降预期。基本面上需求略有提升，整体库存略有下降，基本面有边际转好迹象，但整体库存高压，供应短期内还有增加预期，且需求相对偏弱。库存压力尚未有效缓解。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，但内地限气装置未有兑现，中东部分庄周停车，后续若全部兑现，港口压力将得到有效缓解，跟踪装置动态。现实端压力较大，预期在限气和成本利好有所支撑，价格预计短期修复性弱反弹。

为主，高度需限气造成缺口配合。

【PP】市场主流报盘弱势下行 20-50 元/吨。华东拉丝主流在 6300-6500 元/吨。隆众资讯 11 月 24 日报道：两油聚烯烃库存 71 万吨，较上周增加 2.5 万吨。当前聚丙烯矛盾仍集中在供应端，周度产量仍在上升，即使需求有所改善，但供应依然过剩，且随着传统淡季临近，需求预计逐步走弱。基本面矛盾仍有加剧预期。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】午两油 LLDPE 出厂价个别下调 30 元/吨。LLDPE 市场部分下跌，幅度在 10-20 元/吨。华北 7042 主流 6770-6880 元/吨。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，下游旺季效应在 11 月初见顶后维持尚可，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。预计聚乙烯价格将延续承压运行态势。

【尿素】尿素市场大稳小动，其中山东临沂中小颗粒送到价在 1640 元/吨，较上一工作日下调 10 元/吨。当前尿素市场供应维持高位，农业处于淡季，储备需求逢低入场；复合肥开工预期提升，工业采购持续跟进。库存方面，厂库延续下降，港口库存则随出口订单增加呈现累积态势。成本端煤炭与天然气价格持稳，底部支撑坚挺。短期价格上涨抑制需求，中长期而言，在出口预期与储备需求支撑下，尿素价格偏强，但受制于供应充裕和刚需有限，上涨空间受限。

农产品：油脂阶段性利空因素增多，注意棕榈油破位后延续下跌风险

【美豆】隔夜 CBOT 市场 01 月大豆收 1121.25 跌 3.75 或 0.33% (结算价 1123.25)。美国农业部周一宣布，出口商向中国出售了 12.3 万吨美国大豆，将于 2025/26 年度付运。近期中国采购消息暂时提供稳定的预期支撑，但市场对对中国采购速度的依然存在疑虑。美国大豆在全球出口市场上还面临着来自巴西更便宜大豆的激烈竞争。南美方面，巴西、阿根廷大多数地区不规则降雨导致种植延迟，田间状况表明单产可能下降，天气风险计价增多。

【豆菜粕】国内油厂大豆供需宽松，随到港增加，维持高开机，大豆库存边际收缩，豆粕库存压力增加。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 11 月 21 日，全国主要地区油厂大豆库存 714.99 万吨，较上周减少 32.72 万吨，减幅 4.38%，同比去年增加 203.94 万吨，增幅 39.91%。豆粕库存 115.15 万吨，较上周增加 15.86 万吨，增幅 15.97%，同比去年增加 38.11 万吨，增幅 49.47%。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。菜粕随着前期贸易题材炒作降温，受豆粕联动性偏弱行情影响持续存在。

【豆菜油】国内豆油市场供强需弱态势延续，随供应紧张预期有所下降，成本支撑阶段性走弱，豆油基差松动，张家港现货基差为 05+270 元/吨。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 11 月 21 日，全国重点地区豆油商业库存 117.99 万吨，环

比上周增加 3.14 万吨，增幅 2.73%。同比增加 11.40 万吨，涨幅 10.70%。全国主要地区菜油库存总计 37.7 万吨，较上周下跌 4.43 万吨。菜油市场整体供应趋于宽松，但随着菜油库存阶段性收缩，基差报价维持坚挺。市场焦点集中于澳大利亚菜籽实际通关进度以及菜油储备政策动向，预计将继续维持高位宽幅震荡格局

【棕榈油】棕榈油带动油脂整体下行，豆棕价差继续修复。隔夜市场 BMD 马来西亚棕榈油主力合约收涨 0.20%，报 4063 林吉特/吨。11 月以来马棕延续增产且出口环比大幅下滑，同时相关油脂走低，马来西亚衍生品交易所（BMD）毛棕榈油期货开盘可能延续下跌。国内棕榈油买船利润修复，且随到港增多，库存增加。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 11 月 21 日（第 47 周），全国重点地区棕榈油商业库存 66.71 万吨，环比上周增加 1.39 万吨，增幅 2.13%；同比去年 50.79 万吨增加 15.92 万吨，增幅 31.34%。

【玉米】农户低价售粮意向仍显一般，但随着北港继续上量，库存增加，价格整体平稳。现阶段，深加工企业基本维持按需采购的节奏，玉米淀粉利润修复、走货好、高库存继续去库，但原料玉米库存依然偏低；饲料企业多同时采购本地和东北粮源，库存水平稳步上升。整体看，玉米阶段性看涨逻辑未变，但随着物流水平修复，现货驱动盘面升水幅度进一步扩大空间或有限。

【生猪】全国生猪早间价格弱势调整，在供强需弱格局短期内难以扭转的背景下，预计价格频繁震荡为主。虽然降温后消费有所增量，宰量呈增加趋势，但 11 月中旬二次育肥整体补栏积极性偏低，规模企业也在维持正常栏，供强需弱，价格承压。据反馈，近日规模场有稳价操作，且西南腌腊灌肠需求有提升，猪价趋稳。然而，若后期阶段性消费提振能带来一波上涨行情，预计出栏抛压也会增多，反弹幅度及持续时间可能也不会有太久。

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