

2025年11月26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：美国零售数据不及预期，强化美联储降息预期

【宏观】海外方面，美国9月零售销售月率录得0.2%，逊于预期；9月PPI月率录得0.3%，与预期一致；由于不及预期的零售销售数据强化了市场对美联储12月降息的预期，美元指数高位回落，全球风险偏好继续升温。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且经济数据不及预期，外海货币宽松，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，股指短期震荡反弹；后续关注国内经济增长情况以及美联储货币政策预期变化情况。资产上：股指短期震荡反弹，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】在游戏、通信以及贵金属等板块的带动下，国内股市大幅上涨。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且经济数据不及预期，外海货币宽松，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，股指短期震荡反弹；后续关注国内经济增长情况以及美联储货币政策预期变化情况。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】贵金属市场周二夜盘小幅上涨，沪金主力合约收至945.76元/克，上涨0.45%；沪银主力合约收至12103元/千克，上涨0.76%。由于此前一些美联储政策制定者暗示，他们支持在12月9日至10日的会议上进行今年的第三次降息，以及弱于预期的美国零售销售数据强化了交易员对美联储将在12月降息的预期。现货金收报每盎司4129.95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：市场情绪继续改善，钢材期现货价格小幅反弹

【钢材】周二，国内钢材期现货市场延续反弹，市场成交量低位运行。中美元首通话缓和市场预期，股市商品均有小幅反弹，带动钢材市场小幅回升。基本面方面，库存下降，表观消费回升，且部分地区建材已经出现缺规格现象。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。但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】周二，铁矿石期现货价格继续小幅反弹。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。但周一铁矿石港口库存小幅回落 24 万吨。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】周二，硅铁、硅锰现货价格持平，盘面价格小幅回落。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】周二，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】周二，玻璃主力合约震荡运行。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：美联储降息预期回升，有色多数收涨

【铜】隔夜，伦铜冲高回落。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】周二，沪铝价格继续反弹，两位美联储官员支持 12 月降息，12 月降息概率升至 80% 上方，风险偏好抬升。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，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】周二碳酸锂主力 2605 合约上涨 5.03%，最新结算价 94960 元/吨，加权合约增仓 56237 手，总持仓 103.36 万手。SMM 报价电池级碳酸锂 92050 元/吨（环比下降 100 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 1120 美元/吨（环比下跌 10 美元）。外购锂辉石生产利润 2549 元/吨。当前碳酸锂供需双旺，社会库存持续去库。美联储 12 月降息预期增加带来宏观情绪好转，碳酸锂资金关注度持续，长多布局需耐心等待回调企稳介入，不宜追高。

【工业硅】周二工业硅主力 2601 合约上涨 0.11%，最新结算价 8995 元/吨，加权合约持仓量 43.17 万手，增仓 3092 手。华东通氧 553# 报价 9500 元/吨（环比持平），期货贴水 540 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】周二多晶硅主力 2601 合约上涨 2.79%，最新结算价 54305 元/吨，加权合约持仓 23.9 万手，增仓 3595 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（环比持平），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 7270 手（环比持平）。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，近日下游硅片价格大幅下调，预计多晶硅高位区间震荡，区间操作。

能源化工：俄乌谈判引发过剩担忧，油价跌至月内低点

【原油】有迹象显示俄罗斯和乌克兰和平谈判取得进展，导致对俄罗斯原油供应维持正常的预期上升。相关信源称，乌克兰已统一一份修订版和平协议的条款，以结束俄乌 4 年来的冲突。乌方表示，目前其正继续和美国就和平方案进行磋商，但俄罗斯对该方案离场仍不明朗，隔夜双方互相空袭。短期波动仍将持续，原油价格对协议前景的初步乐观情绪做出了反应，但潜在的不确定性并未改变，油价近期将继续对下方支撑进行测试。

【沥青】油价短期下方测试支撑，沥青价格跟随短期企稳。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】近期对海外调油交易迟迟未现实质交易，偏强预期逐渐回吐。PTA 近期检修增加，PX 短期偏紧格局也有所缓解。另前期对日本进口也受到事件性影响而存在不确定性，PX 价格大幅走低仍然概率不高。PXN 价差小幅回升至 263 美金，PX 外盘保持 826 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】近期原料价格小幅走弱，PTA 跟随略有走低。但多套装置计划内检修，供应压力明显减小。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。原油价格近期回落明显，PTA 上方突破短期未现明确信号，短期或继续保持震荡格局。

【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】市场主流报盘弱势整理。华东拉丝主流在 6300-6500 元/吨。隆众资讯 11 月 25 日报道：两油聚烯烃库存 68.5 万吨，较昨日-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】聚乙烯市场价格调整，线型成交价 6780-7180 元/吨。华北市场价格上涨 10 元/吨，华东及华南市场价格稳定。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】尿素行情小幅松动，其中山东中小颗粒主流送到价 1630 元/吨附近。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：东南亚雨季带来季节性减产，或对棕榈油盘面带来支撑

【美豆】隔夜 CBOT 市场 01 月大豆收 1124.00 涨 0.75 或 0.07% (结算价 1124.75)。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。美国农业部周二公布的出口销售报告显示，10 月 9 日止当周，美国当前市场年度大豆出口销售净增 78.50 万吨，较之前一周减少 15%，较前四周均值减少 9%，市场此前预估为净增 50.0 万吨至净增 140.0 万吨。

【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。随着美豆阶段性走弱，豆粕上涨乏力，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】国内豆菜油行情窄幅调整。豆油市场供强需弱态势延续，随供应紧张预期有所下降，美豆震荡、巴西贴水继续下行，成本支撑阶段性走弱，豆油基差窄幅调整，张家港现货基差为 05+270 元/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】隔夜 BMD 市场马来西亚棕榈油主力合约收跌 0.13%，报 3985 林吉特/吨。触及近五个月来最低水平，追随大连油脂期货走软，受出口迟滞拖累。船运调查机构表示，AmSpec：马来西亚 2025 年 11 月 1-25 日棕榈油出口量环比减少 16.43%。本周传出马来西亚出现洪水，但是盘面并没有交易。预计雨季带来季节性减产，或对盘面带来支撑。

【玉米】东北产区玉米价格仍延续偏强运行的态势，华北地区玉米价格稳中偏弱运行，山东深加工企业早间门前剩余车辆再次突破 1000 台以上。现阶段深加工企业基本维持按需采购的节奏，饲料企业阶段性补库结束。随着物流担忧缓解，玉米看涨驱动逻辑减弱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，腌腊需求对猪价形成一定支撑，但提振力度有限。此外，猪价已触发过度下跌一级预期，关注临时收储动态，或提振旺季预期。

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