

2025年11月27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：美联储降息预期增强，全球风险偏好继续升温

【宏观】海外方面，美国上周首次申请失业救济人数意外不增反降、回落至 21.6 万，创七个月新低；美国 9 月耐用品订单初值环比增长 0.5% 符合预期，核心资本品订单增速超预期加快至 0.9%；美国经济数据整体稳健增长。但是由于市场对美联储在下月会议上降息的预期进一步增强，美元指数继续回落，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，美联储宽松预期增强，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，谨慎做多。

【股指】在军工、游戏以及厨卫电器等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。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，美联储宽松预期增强，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】贵金属市场周三夜盘继续上涨，沪金主力合约收至 949.34 元/克，上涨 0.37%；沪银主力合约收至 12450 元/千克，上涨 2.73%。由于市场预期美联储将在下月降息，黄金继续上涨。现货金报每盎司 4163.99 美元，上涨 0.8%。短期贵金属震荡偏强，中长期向上格局未改，操作方面，短期谨慎做多，中长期逢低买入。

黑色金属：基本面数据继续偏弱，钢材期现货价格延续震荡

【钢材】周三，国内钢材现货市场持平，盘面价格小幅回落。美联储降息概率扩大，人民币汇率走强，黑色系流动性环境有所好转。基本面方面，现实需求继续走弱，钢谷网建筑钢材及热卷库存继续环比回落，表观消费量也有不同程度下降。目前随着价格下跌部分地区已经出现缺规格的现象。供应方面，钢谷网建筑钢材及热卷产量分别下降 12.04 和回升 0.5 万吨。目前钢厂利润依然偏低，且冬季之

后北方限产政策有进一步加码可能。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】周三，铁矿石期现货价格继续延续强势，上周，铁水产量继续小幅下滑，钢厂利润低位，且本周钢谷网建筑钢材产量下降明显。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】周三，硅铁、硅锰现货及盘面价格均有不同程度回落。钢谷网建筑钢材产量环比回落明显，铁合金需求有所回落。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。75 硅铁价格报 5650-5700 元/吨。河南贸易商现货 72 硅铁自然块不含税报价 4800-4900 元/吨左右，75 自然块不含税价格 5200 元/吨左右。硅铁利润改善，短期供应量相对稳定。流通上，厂家库存不多，市场成交一般，季节性淡季将要来临，贸易商交投氛围偏弱，等待 12 月钢招情况，弱预期将会制约行情运行。硅铁、硅锰盘面价格预计仍将延续区间震荡。

【纯碱】周三，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】周三，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：美联储降息预期回升，铜铝拉涨

【铜】周三，国内收盘后，外盘铜价大幅攀升，主要是两个因素影响：一是降息预期回升；二是智利国家铜业 code lco 对 26 年长单基准价为 350 美元/吨，远高于 25 年的 89 美元/吨。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。目前铜价仍然处于之前的区间震荡阶段，周三冲高但回落，需要等待更明确信号确认价格的向上突破。

【铝】周三，沪铝窄幅震荡，收盘价做周二微跌，但国内收盘后，LME 铝大幅拉升，预计在交易降息预期提升或美元偏弱。当前市场主流还是看多情绪，但基本面逻辑难自愈，铝中短期供应不缺，库存也不算很低，11 月、12 月仍有铝冶炼项目达产或投产。宏观上，短期的确存在一定提振价格的空间，12 月降息预期的回弹，以及对 12 月国内政策的期待。短期预计仍有一定反弹空间。

【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】周三碳酸锂主力 2605 合约上涨 1.45%，最新结算价 97460 元/吨，加权合约增仓 21621 手，总持仓 105.53 万手。SMM 报价电池级碳酸锂 92800 元/吨（环比上涨 750 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 1185 美元/吨（环比上涨 65 美元）。外购锂辉石生产利润 398 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。

【工业硅】周三工业硅主力 2601 合约上涨 0.28%，最新结算价 8995 元/吨，加权合约持仓量 43.34 万手，增仓 1722 手。华东通氧 553# 报价 9500 元/吨（环比持平），期货贴水 480 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】周三多晶硅主力 2601 合约上涨 2.93%，最新结算价 55740 元/吨，加

权合约持仓 25.44 万手，增仓 15342 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 0.287 元/瓦（环比下降 0.008 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，近日下游硅片和电池片价格大幅下调。多晶硅受交割博弈影响，短期大幅上涨，但不宜追高，预计多晶硅高位区间震荡，区间操作。

能源化工：伊朗限气兑现，进口预期下滑

【甲醇】内地甲醇市场偏强，企业竞拍成交顺畅。港口甲醇市场上午基差偏强。11 月下商谈 2082-2090 元/吨，基差 01-8/+0 左右；12 月下商谈 2115-2117 元/吨，基差 01+25 左右。伊朗地区 495 万吨甲醇装置限气停车，另有一套年产 230 万吨装置降负运行并计划近期陆续停车。伊朗限气兑现，利好推动下，空头减仓反弹，进口有下降预期。截至 2025 年 11 月 26 日，中国甲醇港口库存总量在 136.35 万吨，较上一期数据减少 11.58 万吨。生产企业库存 37.37 万吨，较上期增加 1.50 万吨。基本面上需求略有提升，整体库存下降，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 6280-6500 元/吨。隆众资讯 11 月 26 日报道：两油聚烯烃库存 65.5 万吨，较前一日-3 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】聚乙烯市场价格下跌，LLDPE 成交价 6750-7180 元/吨。华北市场价格下跌 30 元/吨，华东下跌 50 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】尿素行情稳定，价格环比前一日持平，当前价格对下游吸引力欠缺，少量成交。截至 2025 年 11 月 26 日，中国尿素企业预收订单天数 6.65 日，较上周减少 0.47 日，环比减少 6.60%。尿素企业总库存量 136.39 万吨，较上周减少 7.33 万吨，环比减少 5.10%。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：海外宏观情绪改善，油脂油料或引来技术性反弹

【美豆】隔夜 CBOT 市场 01 月大豆收 1132.25 涨 7.50 或 0.67% (结算价 1131.50)。本周海外宏观情绪改善、国内人民币购买力也有增强，同时中国继续采购消息共同为其提供支撑，且随着南美天气风险计价增多，过于乐观的丰产预期修正，目前大豆市场阶段性易涨难跌。

【豆菜粕】随着隔夜美豆价格走强，国内豆粕价格逐步企稳，现货市场也稳中上调。现阶段，油厂大豆供需宽松，随到港增加，维持高开机，尽管大豆库存边际收缩，但是豆粕库存压力增加，整体购销情绪仍偏谨慎，前期集中补库后再度转入观望。12 月进口大豆到港边际收缩，国内供需压力有望缓解，且美豆亦易涨难跌，随进口大豆定价成本上涨，豆粕成本驱动逻辑也有望增强，阶段性回调行情或即将结束。

【豆菜油】国内豆菜油行情的窄幅调整，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。菜油市场整体供应趋于宽松，澳大利亚菜籽到港对菜油价格构成压力，市场看涨情绪降温。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涨 0.5%，报 4044 林吉特/吨。

CBOT 豆油期货及国际原油上涨，将有助于提振马来西亚毛棕榈油市场早盘表现。BMD 毛棕榈油期货连续四个交易日的大幅下跌后，棕榈油市场技术性回调。据马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据，马来西亚 11 月 1-20 日棕榈油产量预估增加 3.24%，其中马来半岛增加 3.3%，婆罗洲增加 3.17%，沙巴增加 2.65%，沙撈越增加 4.49%。此外，棕榈油出口疲软，将限制大盘的反弹空间。值得注意的是，马来印尼多地近期遭遇洪涝灾害，季节性减产预期有所抬升。

【玉米】期货盘面持续偏强，市场看涨心态积极，产区贸易商报价坚挺，华北地区玉米价格整体也维持高位震荡。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。市场传闻陈麦抛储使得交投情绪减弱，且随着物流担忧缓解，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