

2025年11月28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：美联储降息预期上升，全球风险偏好整体升温

【宏观】海外方面，美国上周首次申请失业救济人数回落至 21.6 万，美国 9 月耐用品订单初值环比增长 0.5%；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】在电池、硅能源以及消费电子等板块的带动下，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，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】贵金属市场周四夜盘继续上涨，沪金主力合约收至 946.90 元/克，上涨 0.02%；沪银主力合约收至 12490 元/千克，上涨 1.29%。由于市场预期美联储将在 12 月降息的概率上升至 80%以上，黄金整体继续上涨。现货金报每盎司 4156.31 美元。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：需求延续弱势，钢材期现货价格小幅回落

【钢材】周四，国内钢材期现货市场小幅回调，市场成交量继续低位运行。10 月份规模以上工业企业利润同比下降 5.5%，为近几个月来首次下跌，导致市场避险情绪再度提升。基本面方面，现实需求继续走弱，五大品种钢材库存延续下降，表观消费量也有所回升。供应方面，本周五大品种钢材产量环比回升 5.8 万吨，当前钢厂利润依然偏低，需关注铁水产量何时见到底部。另外，临近年底，政策会议逐渐增多，需关注宏观预期是否有所改变。钢材市场近期仍建议以区间震荡

思路对待。

【铁矿石】周四，铁矿石期现货价格小幅反弹。本周五大品种钢材产量环比回升，铁水产量回升预期有所增强。不过考虑钢厂利润处于低位，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】周四，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，铁合金需求有所恢复。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。

有色新能源：美元走强，铜铝小幅回落

【铜】周四，铜价略有回落。目前市场依然缺乏驱动行情显著波动的因素。基本面上，依然是供应忧虑主导，国内近期去库较好，也给予多头一定动力，但整体库存仍处三年来高位。临近年末，长单谈判将扰动市场，传 26 年铜精矿长单 TC 为 0 美元/吨，创历史新低，海外冶炼厂抵制；智利国家铜业 code lco 对我国电解铜市场的长单溢价为 350 美元/吨，国内接受度不高。整体而言，目前多头情绪较浓，看涨是主流。目前美国铜库存已经突破 40 万短吨，处于历史高位。目前铜价仍然处于之前的区间震荡阶段，需要等待更明确信号确认价格的向上突破。

【铝】周四，沪铝冲高回落，收盘小幅上涨。当前市场主流还是看多情绪，但基本面逻辑难自治，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】周四碳酸锂主力 2605 合约下跌 1.68%，最新结算价 97020 元/吨，加权合约增仓 10762 手，总持仓 106.6 万手。SMM 报价电池级碳酸锂 93300 元/吨（环比上涨 500 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 1195 美元/吨（环比上涨 10 美元）。外购锂辉石生产利润 77 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】周四工业硅主力 2601 合约上涨 1.33%，最新结算价 9125 元/吨，加权合约持仓量 40.99 万手，减仓 23518 手。华东通氧 553# 报价 9550 元/吨（环比上涨 50 元），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】周四多晶硅主力 2601 合约下跌 0.91%，最新结算价 56055 元/吨，加权合约持仓 25.52 万手，增仓 866 手。最新 N 型复投料报价 51500 元/吨（环比持平）。N 型硅片报价 1.19 元/片（环比下降 0.01 元），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：市场等待俄乌及 OPEC+ 会议动向，油价基本持平

【原油】市场等待美国主导的乌克兰和平努力下一步进展，同事关注 OPEC+ 本周末会议。美国感恩节假期导致交投清单，但市场仍在评估目前对和平协议的乐观情绪和对俄罗斯供应的潜在影响。下周美国总统特使讲前往俄罗斯，谈判局势仍不明朗。现货情绪上，北海串口基准和升水均有走强，中东基准和升水同样提

升，但近期 26 年地炼配额下发后，亚太买兴提升，买盘也有回归，短期价格继续保持震荡格局。

【沥青】油价短期下方测试支撑，沥青价格跟随短期企稳。部分炼厂转产渣油后，沥青供应阶段性有下行，社库均仍在小幅去化，但至需求淡季，现货市场重心偏向低价货源，除去低价或成交略有反弹外，整体成交仍然低迷。进入需求淡季后，或有一些赶工需求，但总量不搞，中期过剩压力仍然较高，后期需要关注冬储情况。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】原油价格下行，带动 PX 价格随之走弱，叠加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。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 仍有继续回吐溢价可能。

【PTA】终端内需全面走弱，近期原料价格继续走弱，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，但终端已经开始明显走低，12 月中或可看到提前负荷下降，PTA 库存累库风险仍然较高。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】内地甲醇市场走强，企业竞拍成交尚可。港口甲醇市场上午现货报盘坚挺，商谈成交一般，基差略有走弱。11 月下商谈 2095-2100 元/吨，基差 01-15/-10 左右。12 月下商谈 2132-2134 元/吨，基差 01+22/+24 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】市场持续下跌行情下。华东拉丝主流在 6280-6500 元/吨。隆众资讯 11 月 27 日报道：两油聚烯烃库存 65 万吨，较前一日-0.5 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】两油 LLDPE 出厂价部分下调 40-250 元/吨。华北 7042 主流 6720-6880 元/吨。据隆众资讯统计，本周（20251121-1127），我国聚乙烯产量总计在 68.48 万吨，较上周增加 2.17%。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】稳中小涨为主 0-20 元/吨。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，较上周期减少 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：本周出栏提前且肥猪抛压增多，猪价继续承压

【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)。美国农业部公布的周度出口检验报告显示，截至 2025 年 11 月 20 日当周，美国大豆出口检验量为 799,042 吨，此前市场预估为 675,000-1,400,000 吨，前一周修正后为 1,205,087 吨，初值为 1,176,307 吨。当周，对中国大陆的大豆出口检验量为 0 吨。巴西大豆出口溢价回落，性价比优势继续拖累市场化采购热情。巴西 11 月前三周出口大豆 3,366,334.35 吨，日均出口量为 240,452.45 吨，较上年 11 月全月的日均出口量 134,370.20 吨增加 79%。

【豆菜粕】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 0.78%，报 4121 林吉特/吨。国际原油价格走强提振对油脂市场风险偏好。现阶段棕榈油市场技术性回调为主。此外，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】全国生猪价格继续弱势调整，腌腊需求对猪价形成一定支撑，但提振力度有限。近期随着气温下降，供需呈现双增状态，整体提前出栏增多且肥猪抛售导致猪价下跌。据涌益反馈，本周集团与散户均处增量出栏状态，样本内散户受肥标差收窄影响，出栏积极，出栏量较上周增加 6.51%，集团增 2%。本周 150kg 以上大体重猪出栏占比为 6.32%，较上周增加 0.93%。肥猪价格持续低迷，增重利润出现亏损。

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