

2025年12月22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

宏观金融：美元指数上涨，全球风险偏好继续升温

【宏观】海外方面，美联储官员表示CPI数据低是技术因素所致，不急调整货币政策；此外，日本央行将利率上调至30年新高，但未明确表示未来将加息，日元下跌，美元指数震荡上行，全球风险偏好继续升温。国内方面，中国公布11月经济数据，工业生产韧性尚存，高技术制造继续支撑，消费环比跌至年内低点，固投与地产承压。政策方面，中国多部委响应中央经济工作会议，增量政策预期增强。近期市场交易逻辑主要聚焦在国内经济、政策预期以及美联储货币政策立场上，短期外部驱动因素有所改善且内部驱动有所增强，股指短期震荡运行；后续关注国内政策以及美联储货币政策预期变化上。资产上：股指短期震荡，短期谨慎做多。国债短期震荡偏弱，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期震荡反弹，短期谨慎做多；有色短期震荡偏强，短期谨慎做多；能化短期震荡，谨慎观望；贵金属短期震荡偏强，谨慎做多。

【股指】在海南自贸区、零售以及饮料制造等板块的带动下，国内股市继续上涨。基本上，中国公布11月经济数据，工业生产韧性尚存，高技术制造继续支撑，消费环比跌至年内低点，固投与地产承压。政策方面，中国多部委响应中央经济工作会议，增量政策预期增强。近期市场交易逻辑主要聚焦在国内经济、政策预期以及美联储货币政策立场上，短期外部驱动因素有所改善且内部驱动有所增强，股指短期震荡运行；后续关注国内政策以及美联储货币政策预期变化上。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】贵金属市场上周五夜盘继续上涨，沪金主力合约收至984.58元/克，上涨0.44%；沪银主力合约收至15746元/千克，上涨3.02%。受到美联储降息

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

预期增强的提振，现货金收高 0.14%，报每盎司 4337.99 美元；受投资需求和供应紧张推动，白银创下历史新高，现货银上涨 2.6%，至每盎司 67.14 美元，盘中创下 67.45 美元的纪录高位。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：钢厂检修力度仍较大，钢材期现货市场延续震荡

【钢材】上周五，国内钢材现货市场持平，盘面价格小幅走弱。发改委、工信部等六部门发布《煤炭清洁高效利用重点领域标杆水平和基准水平(2025 年版)》，引发市场对于供应收缩的预期增强。基本面方面，现实需求表现略好于预期，五大品种钢材库存继续下降，表观消费量降幅则明显收窄，部分品种表观消费则有所回升。供应端，五大品种钢材产品环比降幅也有所收窄，因环保等压力，河北等地限产行为增加，供应短期仍有可能下降。短期钢材市场建议以区间震荡思路对待。

【铁矿石】上周五，铁矿石期现货价格小幅反弹。铁水产量继续下滑，钢厂盈利占比持稳，钢厂继续去原料库存。供应方面，全球铁矿石发运量环比回升 223.9 万吨，到港量环比回升 242.9 万吨。港口库存亦有不同程度回升。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，短期矿石预计以区间震荡思路对待。

【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。硅锰 6517 北方市场价格 5500-5550 元/吨，南方市场价格 5520-5570 元/吨。锰矿现货价格延续震荡，Mysteel 统计全国 187 家独立硅锰企业样本：开工率全国 36.85%，较上周增 0.14%；日均产量 27035 吨/日，增 185 吨。目前南方除重庆某大厂处于满产状态外，其他大厂均存在不同的检修情况，南方整体开工率处于低位，而北方内蒙地区近期仍有两家工厂存在投产预期，产能继续扩张天津港半碳酸 34.2-34.3 元/吨度，南非高铁分指成交 29.5-30.5 元/吨度不等，加蓬 43 元/吨度左右，South32 澳块 41.5 元/吨度左右，cml 澳块 43.5-44 元/吨度区间。

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 5600-5700 元/吨。河钢 12 月硅铁招标询盘 5600 元/吨。目前成交情况略有好转，南北方钢厂等待参照河钢价格采购。硅铁、硅锰盘面价格预计仍将延续区间震荡。

有色新能源：供应忧虑提振，铜价逼近纪录高位

【铜】宏观上，我国 11 月经济数据显示，消费端继续边际下滑，固定资产投资增速继续下降，其中基建和房地产投资降速扩大，制造业投资同比降速略有收窄；美国非农就业略超预期，但失业率创为四年来新高，CPI 通胀数据也全面不及预期，降息预期略有回升，但市场对数据存疑，仍需后续数据提供进一步证据。国际铜业研究组织（ICSG）公布的最新月度报告显示，2025 年 1-10 月全球精炼铜市场供应过剩 12.2 万吨，上年同期为供应过剩 26.1 万吨。铜价主要受供应忧虑情绪提振，然而按照目前市场主流机构预计，明年全球铜精矿产量增速达到 2-3%左右，如果巴拿马第一量子科布雷铜矿复产，增速将进一步提升。临近年末，长单谈判正在进行，CSPT 小组要求成员企业降低负荷 10%，预计将导致国内产量下降，但全球产量是否下降，仍有待确定。

【铝】上周五，碳酸锂和沪镍大幅上涨，提振有色金属板块情绪，午后沪铝突破之前阻力位大幅冲高。从技术上而言，短线已经突破，突破之后或有回踩，整体维持偏多思路。从宏观和基本面上，不支持日线级别大幅冲高，虽然公布的美国 CPI 超预期走弱，但从美元和贵金属表现看，市场对数据存疑；国内铝现货维持弱势。目前有色板块市场情绪依旧亢奋，还是要谨防中短期情绪见顶。

【锡】供应端，云南江西两地冶炼开工率高位持稳，达到 69.34%，环比上升 0.21%，处于今年以来高位，供应忧虑仍提振情绪，但整体边际改善，印尼 11 月出口环比增长近两倍，证伪之前印尼出口下降预期，另外缅甸佤邦复产节奏加快，市场预计 11、12 月自缅甸进口锡矿将达到 8000 吨量级，远超之前 4000-5000 吨预期。需求端，旺季不旺，行业分化严重，新能源汽车和 AI 算力需求稳定增长，

但传统电力和家电领域需求订单欠佳，另外光伏装机同比大幅下降。锡锭库存连续七周增加，本周增加 732 吨达到 9192 吨，高价持续抑制下游采买情绪，仅维持刚需采购，观望情绪浓厚，另 LME 库存也持续增加，11 月中旬以来增加 1600 吨。综上，下方仍有支撑，但短期大幅上涨后，短线超买加剧且顶背离，谨防短期炒作情绪回落，追涨谨慎。

【碳酸锂】截至 12 月 18 日，碳酸锂周度产量录得 22045 吨，周环增 0.2%，周度开工率 51.4%。供给端盐湖季节性减产，外购矿石生产亏损扩大，短期供给提升空间有限。截至 12 月 18 日，碳酸锂社会库存 110425 吨，环比下降 1044 吨。需求端动力需求旺季结束，需求边际走弱，但社会库存去库持续。视下窝矿首次环评信息公示，短期复产预期落空，交易所对碳酸锂采取限仓措施，高位偏强震荡看待。

【工业硅】截至 2025 年 12 月 19 日，最新周度产量 94339 吨，周环比增加 371 吨（+0.4%）。开炉数量总计 254，环比减少 2 台，开炉率 32%。其中，西南减少 3 台，甘肃增加 1 台。供需双弱、产能过剩、库存高位累积状态下，工业硅贴近成本定价，受焦煤扰动较多。上周有机硅持续“反内卷”挺价，开工率如期下滑，但对工业硅压价意愿较强，维持刚需采购。焦煤在政策支撑预期下反弹，预计工业硅跟随，弱势反弹。

【多晶硅】最新周度库存为 30.11 万吨，库存持续高位累积。最新仓单 3660 手，周环比增加 20 手。多晶硅收储平台公司成立，行业去产能的预期支撑多晶硅大幅上涨。需求端弱现实持续，库存高位累积，但上周下游价格反弹上涨。强预期支撑下，高位震荡看待。交易所调整多晶硅期货相关合约交易指令每次最小开仓下单数量，市场情绪降温，谨慎观望。

能源化工：委内瑞拉局势升温，油价继续持稳

【原油】短期委内瑞拉局势发酵，地缘风险再度升温，油价继续对 60 美金进行支

撑测试。另外近期现货窗口略有好转，叠加后期国内配额使用将逐渐回归，短期支撑或仍能存续。但近期成品油明显下行，炼厂利润普遍回调，叠加海上浮仓继续增加，已经增至 5 年以来最高值，长期偏过剩预期仍然存在，油价中长期偏空压力仍然不改。

【沥青】委内瑞拉地缘叙事再起，沥青原料成本或大幅抬升。另外近期冬储逐渐开始，虽然前尚无采购增量，部分货源尝试高价货走货，但更多成交仍然偏低价货，但仍然对厂家库存形成一定程度去化，叠加前期炼厂开工略有走低，整体过剩压力略有减少。中长期沥青自身仍然较为承压，继续关注原油成本变动情况。

【PX】PX 明年轻仅有一套投产，导致市场预期继续偏紧，提前盘面计价发酵，配合 PTA 大幅增仓共振上行。PX 价格大幅上行至 866 美金，对石脑油价差也回升至 305 美金水平。另外短期原油风险溢价支撑，PX 突破前高，短期将继续保持偏强震荡格局。

【PTA】针对明年的供需预期向好改变的提前计价继续进行，叠加近期长丝端由于亏损明显，主流大厂表态将进行自律减产，导致产销一度上破 1000%，聚酯原料情绪也得到支撑，PTA 大幅增仓上行。短期 PTA 将继续保持偏强格局，但下游减产执行仍需观察，且对 PTA 需求是实质性减少，另外年末下游开工将季节性下降，后期或有阶段累库，PTA 或将保持区间震荡格局。

【乙二醇】港口库存继续回升至 84.4 万吨，工厂库存同步增加，下游开工近期也小幅下行至 91.1%，叠加下游后期或将执行减产，乙二醇短期小幅过剩格局或持续。但近期煤价触底反弹，乙二醇成本抬高，且气制开工或阶段性小幅下行，过剩压力或略有减小。短期乙二醇支撑或继续测试，但反弹空间目前仍然有限。

【短纤】PX 带动 PTA 等聚酯品种大幅上行，但现实端下游开工逐渐下行，且终端订单明显回落，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

需要观察上游原料价格是否仍然能够继续冲高，以及明年春季订单是否有增量。目前来看后续上升空间或有限。短纤中期跟随聚酯端原料品种保持继续震荡。

【甲醇】甲醇 05 合约反弹受阻，主要 由于现实端矛盾仍未得到有效缓解。进口到港依然偏多，内地装置由于动力煤价格下降利润得到修复，开工负荷整体偏高，供应充裕背景下，需求开工虽维持稳定，但仍略显疲软。库存绝对值偏高，且小幅累库，压制价格反弹空间。另一方面国际甲醇开工继续下行，2 月进口预计大幅下滑，在预期上对 05 合约存在强支撑，等待基本面改善节点，逢低布局多单。

【PP】装置部分重启，周产量继续上升，同比处于高位。需求端在电商节接近尾声后，开工有所下降，终端逐步进入淡季，需求预计进一步走弱。基本面压力较大，但 PDH 装置利润恶化明显，有停车风险，装置未停车之前预计表现为偏弱或阴跌。

【LLDPE】装置部分重启，周产量继续上升，同比处于高位。需求端在电商节接近尾声后，开工有所下降，终端逐步进入淡季，需求预计进一步走弱。基本面压力较大，但 PDH 装置利润恶化明显，有停车风险，装置未停车之前预计表现为偏弱或阴跌。

【尿素】当前尿素市场供应维持宽松，环保加码，日产小幅下降。复合肥开工同样受环保影响略有下降，刚需推进；农业短期处于刚需淡季，储备需求放缓。出口需求逐渐收尾。印度新一轮招标消息对盘面有所提振，关注进展情况。

农产品：玉米期现市场延续趋弱

【美豆】美豆主连破 60 日均线支撑后延续走弱，美豆油累库及受生柴政策延期影响同步走弱。现阶段对华出口节奏不及预期，虽然美国民间出口商向中国出售消息继续为 CBOT 大豆下跌行情提供阶段性缓冲，但随着巴西、阿根廷主要种植

区将迎来有利降雨，南美丰产形势主导承压下行方向不变。后期震荡偏弱行情或将延续。

【豆菜粕】油厂大豆及豆粕维持高库存，阶段性下游饲料企业补库暂缓，其物理库存已至同期高位。此外，随着国储大豆拍卖，契合美豆下跌行情影响，豆粕市场看涨明显走弱。菜粕处于淡季，表需差，且下游逢低提前补库情况暂未出现，现豆菜粕价差稳定，跟随豆粕行情延续走弱风险可能性高。

【油脂】国际油脂油料价格下跌行情主导国内油脂阶段性依然是震荡寻底的行情。豆油旺季需求支撑不足，盘面 1-5 月差偏弱，基差报价也出现松动。棕榈油方面，12 月以来东南亚产区去产幅度有增加，且凭借回归的性价比优势，未来产区出口改善或逐步支撑价格企稳。菜油方面，澳菜籽压榨产出供给增多，且俄罗斯非转菜油直接进口供应充足，供需逐步转宽、但绝对库存依然偏低，菜油与相关油脂价差也不高，后期跌幅放缓或会预先进去震荡企稳。

【玉米】近期玉米受粮食拍卖消息影响，期货大幅回调且突破关键支撑，东北产区及港口现货报价松动，但暂无明显调整。下游购销一般、大多维持刚需采购，贸易建库意愿也依然不强，基差看涨情绪减弱。现阶段，玉米期现市场延续趋弱，后期关注春节前产区季节性抛压节奏，以及销区部分春节备货情况。

【生猪】生猪现阶段出栏压力缓解，且二育栏舍利用率也有显著下滑，养殖端低价认为程度偏低，腌腊消费旺季猪价暂且企稳。但自冬至阶段性消费高峰过后，出栏压力带来的价格走弱风险依然存在。前期产能决定的整体出栏压力持续偏大，至少在期货 03 合约盘中很难给出盈利预期。短期市场整体情绪也偏悲观，延续至 1 月节日备货周期，不排除出现提前安排出栏的情况。因此，春节前猪价上涨空间或有限。

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