

2025年12月29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：市场情绪高涨，贵金属持续上涨

【宏观】海外方面，由于美国劳动力市场整体弱复苏以及日元持续反弹，美元整体偏弱运行，美债收益率整体继续走软，全球风险偏好继续升温。国内方面，中国11月工业生产韧性尚存，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，财政部表示2026年继续实施更加积极的财政政策，扩大财政支出盘子，继续支持消费品以旧换新；且北京再放松楼市政策，增量政策刺激预期增强。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，股指短期震荡反弹；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：股指短期震荡反弹，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、工业金属以及贵金属等板块的带动下，国内股市继续上涨。基本面上，中国11月工业生产韧性尚存，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，财政部表示2026年继续实施更加积极的财政政策，扩大财政支出盘子，继续支持消费品以旧换新；且北京再放松楼市政策，增量政策刺激预期增强。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，股指短期震荡反弹；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1018.10元/克，上涨0.17%；沪银主力合约收至19204元/千克，上涨6.03%。受美元走势偏弱以及避险需求的支撑，贵金属继续走强，现货金收涨1.2%，报每盎司4532.3美元；现货白银由于市场短缺和工业需求增加等多重因素。白银创下每盎司78.53美元的纪录新高。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：需求略有改善，钢材期现货价格延续震荡

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场延续震荡，市场成交量低位运行。有色、贵金属价格大幅上涨，黑色缺乏资金驱动。基本面方面，现实需求继续走弱，本周Mysteel口径五大品种钢材表观消费环比回落1.67万吨，库存继续下降36.79万吨。目前贸易商多持谨慎心态按需拿货，仅部分低库存品种存在阶段性补库需求。供应端，五大品种钢材产量环比回落1.15万吨，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震荡偏强思路对待。

【铁矿石】上周五，铁矿石期现货价格小幅反弹。铁水产量及钢厂盈利占比小幅回升，钢厂也开始小幅补库，矿石需求有所好转。供应方面，全球铁矿石发运量环比回落 128 万吨，到港量环比回落 137.9 万吨。铁矿石港口库存继续回升 346 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，短期矿石预计以区间震荡思路对待。

【硅锰/硅铁】上周五，硅铁、硅锰现货价格及盘面价格小幅反弹。硅锰 6517 北方市场价格 5500-5550 元/吨，南方市场价格 5520-5570 元/吨。锰矿现货价格偏强，天津港半碳酸主流报价 34.5-35 元/吨度区间，南非高铁分指标报价 29.5-30.5 元/吨度不等，加蓬报价 42.8-43 元/吨度，South32 澳块报价 41.5 元/吨度左右，cml 澳块 43.5 元/吨度左右。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。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5200-5250 元/吨，75 硅铁价格报 5600-5650 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，北方钢厂几乎都是围绕河钢 5660 元/吨承兑含税到厂定价，南方钢厂多围绕在 5700 元/吨上下，承兑含税到厂。硅铁、硅锰盘面价格预计仍将延续区间震荡。

有色新能源：伦敦市场因假期休市，国内有色表现强势

【铜】宏观上，美国三季度 GDP 增速达到 4.3%，创两年新高且超预期，但衡量国内需求的核心指标对国内购买者的实际私人最终销售额增长 3%，与二季度持平；美联储内部分歧依然较大，威廉姆斯和哈马克表示担心通胀，倾向于暂时维持利率稳定，米兰虽然支持降息，但对单次降息 50BP 态度软化。长单 TC 创新历史新低，但考虑到冶炼产能充足，实际减产力度可能不及预期。铜价上涨，精废价差扩大，废铜回收增加，南方粗铜加工费 9 月以来持续攀升，供需转松。国内精铜社库 12 月以来累库加快，伦铜库存也自低位回升，全球三大交易所显性库存更是处于高位。整体而言，铜精矿紧平衡，极度短缺概率不高，近期铜价上涨主要受情绪提振，谨防情绪回落风险。

【铝】上周五，沪铝创阶段新高，白银沪铜炒作情绪高涨，不断创新高位，加上发改委消息引发反内卷炒作，刺激氧化铝大涨，沪铝受此影响创阶段性新高。新疆发运积压缓解，集中到货下铝锭累库幅度较大，下游采购情绪偏弱，升贴水再下降 20 元/吨至-190 元/吨。情绪市下，警惕短期情绪见顶回落的风险，白银沪铜近期涨幅过大涨速过快。短期注意风险为主，等待回调做空机会。

【锡】供应端，云南江西两地冶炼开工率高位持稳，达到 69.75%，环比上升 0.41%，处于今年以来高位，数据显示 11 月我国自缅甸进口锡矿达到 7190 吨，远高于去年同期的 3081 吨，已经恢复至 22-23 年水平的三分之二左右，缅甸佤邦复产节奏加快，供应整体边际改善，供应忧虑情绪缓解。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。锡锭库存连续八周增加，本周增加 186 吨达到 9378 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，本周再度增加 250 吨，11 月中旬以来增加 1850 吨。综上，锡矿供应边际改善，锡锭累库，但锡价受铜价上涨提振，表现偏强，但短期大幅过快上涨后，谨防有色板块短期炒作情绪回落，追涨谨慎。

【碳酸锂】截至 12 月 25 日，碳酸锂周度产量录得 22161 吨，周环增 0.5%，周度开工率 51.67%。最新澳大利亚锂辉石精矿 CIF 报价 1510 美元/吨，周度环比上涨 13.1%。碳酸锂最新社会库存 109773 吨，环比下降 652 吨。短期供给提升空间有限，需求端动力需求旺季结束，但动力电芯产量下滑较慢，且社会库存去库持续，强现实持续。当下锂矿和盐厂、材料厂和电池厂的价格博弈激化，预计短期波动增加。交易所监管趋严，碳酸锂高位偏强震荡看待，多头谨慎持仓或适当止盈，关注减仓持续性。

【工业硅】最新周度产量 93905 吨，周环比减少 434 吨（-0.5%）。开炉数量总计 256，环比增加 2 台，开炉率 32%。其中，西南不变，新疆增加 2 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，预计工业硅跟随反弹。

【多晶硅】最新周度库存为 30.58 万吨，库存持续高位累积。最新仓单 3970 手，周环比增加 310 手。收储去产能的预期支撑硅料上涨，同时光伏作为全球第一大工业用银领域，银价快速上行推动光伏非硅成本大幅增加，硅片和电池片价格大幅上调，关注下游承接情况。交易所调整多晶硅期货最小开仓下单数量及限仓政策，市场情绪降温，预计多晶硅持续高位震荡。

能源化工：市场交投清淡，地缘风险支撑油价

【原油】委内瑞拉地缘风险继续发酵，叠加近期现货成交量稀少，北海和中东窗口基准价格暂缓下行，贴小幅回升，油价暂时关键位继续支撑。1 月后中国进口配额采购将回归市场，但海外近期成品油明显回调，炼化利润下降明显，仍需观察后期窗口成交变化。中长期偏空预期暂时不改，短期地缘风险计价空间或也相对有限，总体方向仍保持高空。

【沥青】原油成本保持稳定，沥青继续对 3000 位置进行支撑测试。冬储目前情况未有超预期利好，交投水平仍然一般，部分货源尝试高价货走货，但更多成交仍然偏低价货。短期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 明年的偏紧预期导致市场预期继续计价，在商品全方位反弹的格局下持续增仓共振上行。PX 价格大幅上行至 920 美金，对石脑油价差也大幅攀升至 360 美金水平。但近期部分装置回归，或缓解短期偏紧压力。另外短期原油风险溢价支撑，PX 价格未能突破 1 月前高，近期将继续保持偏强震荡格局。

【PTA】商品共振带动下，PTA 明年供需向好格局转变预期，以及近期头部装置计划外降负及检修，带动盘面大幅增仓上行。但目前 PTA 涨幅已经高于下游产品，丝端和瓶片等品类的产销大幅回落，利润也再度收到挤压，短期难以支撑 PTA 原料采购。PTA 目前资金和产业形成较大割裂，价格已出现明显回调，但后期大幅深跌空间不大，将继续保持偏强震荡。

【乙二醇】港口库存继续小幅下降至 71.6 万吨，工厂库存同步减少，导致乙二醇在商品共振利多的带动下站稳支撑。但下游开工近期小幅下行至 90.4%，其中丝端率先开始协同减产，各品类从 10%到 15%不等，明年乙二醇仍有较多投产的情况下，库存长期去化仍然难以企及，短期或继续保持低位震荡格局。

【短纤】PX 和 PTA 回落带动短纤等聚酯品种回调明显，而现实端下游开工继续季节性下行，且终端订单目前已在淡季，短纤开工走低明显，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现实。目前来看后续上升空间或逐渐缩小，短纤中期跟随聚酯端原料品种保持继续偏强震荡。

【甲醇】当前甲醇进口到港集中，港口库存大幅上涨，内地供应充足，成本利润尚可，整体供需压力仍然较大。59 月差走弱，更印证 05 合约当前困境。而伊朗开工仅 15%，进口下降预计在 2 月体现，对 05 合约有一定支撑。近弱远强格局下，05 合约预计震荡为主，等待进口到港拐点，逢低布局 05 多单。

【PP】供应端压力尚未缓解，需求端逐步进入淡季，开工有下降趋势。基本面供需驱动仍向下，成本利润来看，油头利润中性偏高，PDH 装置利润最差且在停车阈值附近，有停车风险，在此之前价格预计仍以震荡重心下移为主。

【LLDPE】需求端进入淡季下游开工继续走弱，供应端较为宽松，且随着装置重启产量将继续上升。同时产业库存转为上涨，基本面压力凸显。成本利润来看，油头利润离装置亏损仍有一段距离，预计价格下方仍有空间，关注原油价格变动。

【尿素】尿素供应增加，下期日产预计升至 19.2-20.1 万吨。需求支撑总体疲软：工业需求因环保和行业淡季而走弱，农业仅局部有储备小幅提升，出口则处于收尾阶段且无新增配额。短期来看，市场缺乏利好，行情在僵持后大概率松动下行。中长期至春节前，若出口无明确消息，供需宽松格局将推动价格下行，但节前工业与农业储备需求可能使市场波动加剧、节奏转换加快。

农产品：油脂整体或维持底部区间震荡

【美豆】美豆主连破 60 日均线支撑后延续走弱风险较高。现阶段美豆对华出口节奏偏慢，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，南美丰产形势主导其

承压下行方向不变。现处于圣诞假期周期，盘中交投清淡，预计仍以震荡偏弱行情为主。

【豆菜粕】油厂大豆及豆粕维持高库存，阶段性下游饲料企业物理库存也已至同期高位。现货端弱基差现实不变，尽管受海关检疫政策趋紧消息影响，供应收缩担忧增强，但明年一季度基差下游采买依然谨慎。由此看，连粕盘面反弹主要是受期避险空头回补影响。若美豆阶段性延续偏弱，预计豆粕将重新以偏弱调整行情为主。菜粕方面，库存整体偏低，基差偏强，但需求淡季缺乏明显方向指引，跟随豆粕行情波动为主。

【油脂】油脂整体将键入震荡企稳行情。棕榈油，随着马来西亚季节性减产且出口改善，政策不确定性也很难给予太多空头预期，棕榈油延续震荡偏强。豆油，进口大豆通关延缓消息继续引发供应担忧，且部分地区提货已出现困难，基差短期偏强运行。菜油，澳菜籽压榨暂未带来太多供给压力，且随着下游仓单接货积极，近月及现货交投情绪改善，助力菜油低位反弹。下阶段，油脂整体或维持底部区间震荡，但需注意原油市场回调风险，及油料价格继续走弱带来的风险。

【玉米】供应方面，北港集港量见顶回落，上货较为困难，下海量仍维持高位，极少数贸易商潮粮收购价格有所上调。华北地区基层农户售粮节奏依然较为缓慢，贸易商出货节奏相对平稳，干粮收购较少。需求方面，深加工和饲料企业库存都呈现累库的状态，刚性采购为主。饲料企业受养殖利润低迷影响，对高价玉米采购意愿不强。现阶段，玉米市场多空博弈激烈，基本面暂无明显方向性行情指引，预计阶段性仍以震荡行情为主。

【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，目前市场整体猪源有限，中大猪溢价程度高，刺激市场惜售状态增强。然而中期看，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。近月延续至春节备货，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