

2025年12月30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：市场情绪降温，贵金属大幅回调

【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，全球风险偏好有所降温。国内方面，中国11月经济增长有所放缓，工业企业利润下滑。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市场情绪的变化。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】在化学纤维、多元金融以及军工等板块的带动下，国内股市小幅上涨。基本上，中国11月经济增长有所放缓，工业企业利润下滑。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市场情绪的变化。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】贵金属市场周一夜盘继续上涨，沪金主力合约收至975.80元/克，下跌4.0%；沪银主力合约收至17237元/千克，下跌8.743%。因交割问题缓解、交易所提高保证金以及投资者在近期上涨后获利了结，现货黄金冲高回落，日内重挫200美元，最终收跌4.43%，报4331.98美元/盎司；现货白银早盘将历史高位刷新至83美元/盎司以上，随后持续下挫，日内跌幅一度扩大至10%，最终收跌8.87%，报72.14美元/盎司。短期贵金属波动加大、大幅回调，中长期向上格局未改，操作方面，短期谨慎多头离场观望，中长期逢低买入。

## 黑色金属：铁矿石价格反弹带动钢材市场走强

【钢材】周一，国内钢材期现货市场小幅反弹，市场成交量继续低位运行。周末，全国财政工作会议召开，继续聚焦扩内需、惠民生。基本面方面，现实需求继续走弱，上周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】周一，铁矿石期现货价格走势偏强。上周铁水产量及钢厂盈利占比小幅回升，引发市场对于铁水产量见顶的预期。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升 212.6 万吨，到港量则环比回落 45.3 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，短期矿石预计以震荡偏强思路对待。

【硅锰/硅铁】周一，硅铁、硅锰现货价格持平，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：炒作情绪回落，有色板块全线走低

【铜】隔夜，沪铜价格继续下探。长单 TC 创历史新低，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。

【铝】周一，外围市场冲高回落，短期仍有一定下降空间。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 10 元/吨至 -200 元/吨。目前市场情绪回落，情绪回落后再起概率较低，但后期仍有可能做双项结构，即短期下探后可能再反弹，维持逢高沽空思路。

【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，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，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，基本面欠佳。

【碳酸锂】周一碳酸锂主力 2605 合约下跌 7.89%，最新结算价 117400 元/吨，加权合约减仓 94439 手，总持仓 94.56 万手。SMM 报价电池级碳酸锂 118000 元/吨（环比上涨 6100 元），期现基差-12460 元/吨，钢联电池级碳酸锂晚盘报价 118850 元/吨（环比下降 2550 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 1565 美元/吨（环比上涨 55 美元）。外购锂辉石生产利润-1633 元/吨，外购锂云母生产利润 1846 元/吨。昨日贵金属剧烈回调，碳酸锂也跟随大幅减仓并下跌，预计短期情绪偏弱，关注减仓持续性，耐心等待止跌企稳。

【工业硅】周一工业硅主力 2605 合约下跌 0.68%，最新结算价 8820 元/吨，加权合约持仓量 39.47 万手，减仓 8193 手。华东通氧 553# 报价 9250 元/吨（环比持平），期货贴水 535 元/吨。工业硅基本面供需两弱，贴近成本支撑定价，以偏强震荡看待，谨慎关注。

【多晶硅】周一多晶硅主力 2605 合约下跌 4.84%，最新结算价 58000 元/吨，加权合约持仓 16.26 万手，减仓 30483 手。最新 N 型复投料报价 51500 元/吨（环比持平）。N 型硅片报价 1.25 元/片（环比持平），单晶 Topcon 电池片(M10) 报价 0.35 元/瓦（环比上涨 0.03 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 4000 手（环比增加 30 手）。光伏成本端变动剧烈，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：俄乌停火谈判走势影响，油价小幅上行

【原油】美国牵头的俄乌停火谈判再遭变数，叠加中国承诺明尼昂将继续支持经济增长，油价扭转跌势。近期特朗普表示他与泽连斯基就潜在和平协议举行的会谈取得了“很大进展”，但周一出现了新的变数，俄罗斯表示将修改在乌克兰问题上的谈判立场。另外财政部公告中国将扩大对新质生产力，全面发展等重点领域的投资。同时美以可能讨论准备对伊朗实施新的打击，因其正在推进弹道导弹计划并重建 6 月被美国摧毁的核设施。油价经由多种因素影响，小幅上行，短期支撑继续，但中长期偏空预期仍然不改。

【沥青】原油成本保持稳定，沥青主力对 3000 支撑再度企稳回升。短期供需两弱格局将持续，需求方面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。社库承接对厂家库存形成一定程度去化，但总体库存去化有限。供应方面炼厂开工保持平稳，部分装置检修，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】受到贵金属回调和 PTA 减仓回落影响，PX 价格小幅回落。PX 价格明显下降至 891 美金，对石脑油价差也大幅攀升至 376 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】主力出现大幅减仓回落迹象，下游减产情况或对后期 PTA 产销产生负反馈。短期 PTA 多套装置出现减产降负情况，挺价情况持续，但目前 PTA 涨幅已经高于下游产品，加工费大幅超过过去 2 年平均，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 目前资金和产业仍有较大割裂，价格明显回调后大幅深跌空间不大，将继续保持偏强震荡。

【乙二醇】港口库存继续小幅下降至 73 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，据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 12

月 26 日，全国主要地区油厂大豆库存 654.44 万吨，较上周减少 67.92 万吨，减幅 9.40%，同比去年增加 64.44 万吨，增幅 10.92%；豆粕库存 116.76 万吨，较上周增加 3.05 万吨，增幅 2.68%，同比去年增加 46.44 万吨，增幅 66.04%。此外，下游饲料企业物理库存也已至同期高位，节前补库动能支撑不足，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，全国主要地区库存总计 45.66 万吨，较上周减少 1.06 万吨，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。

【豆菜油】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，豆油基差短期偏强运行。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。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 12 月 26 日，全国重点地区豆油商业库存 108.9 万吨，环比上周减少 3.45 万吨，降幅 3.07%。同比增加 12.27 万吨，涨幅 12.70%。全国主要地区菜油库存总计 28.5 万吨，较上周下跌 1.8 万吨。

【棕榈油】油脂整体将键入震荡企稳行情。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，棕榈油延续震荡行情。据船运调查机构 SGS 公布的数据显示，马来西亚 12 月 1-25 日棕榈油出口量为 824276 吨，较上月同期出口的 583574 吨增加 41.25%。国内方面，随着近期到港偏多，国内棕榈油累库压力增加。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 12 月 26 日（第 52 周），全国重点地区棕榈油商业库存 73.41 万吨，环比上周增加 3.41 万吨，增幅 4.87%；同比去年 52.84 万吨增加 20.57 万吨，增幅 38.93%。此外，尽管棕榈油进口成本下调，但利润依然倒挂，最近两周买船停滞，对价格形成底部支撑。

【玉米】全国玉米市场价格稳中略强，期货市场反弹对市场行情有一定的支撑。目前北港集港量见顶回落，下海量却仍维持高位，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。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