

2025年12月1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，由于市场加大美联储在12月降息的预期，而美国假期又使流动性趋于稀缺，美元指数整体走弱，全球风险偏好继续升温。国内方面，中国11月官方制造业PMI环比回升至49.2，但是非制造业PMI小幅回落，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，股指短期震荡弱反弹；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：股指短期震荡弱反弹，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】在军工、林业与种植业以及能源金属等板块的带动下，国内股市小幅上涨。基本面上，中国11月官方制造业PMI环比回升至49.2，但是非制造业PMI小幅回落，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，股指短期震荡弱反弹；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】贵金属市场上周五夜盘继续上涨，沪金主力合约收至959.82元/克，上涨0.97%；沪银主力合约收至13191元/千克，上涨5.17%。由于市场预期美联储12月将降息，提振了对黄金的需求。现货金收涨1.8%，至每盎司4230.37美元，创下11月13日以来最高；白银创下每盎司56.52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：宏观预期改善，钢材期现货价格小幅反弹

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场小幅反弹，夜盘盘面涨幅有所扩大。相关部门积极出台消费刺激政策，12月预计市场焦点会转向宏观预期。基本面方面，现实需求继续走弱，但产量及库存矛盾均未进一步走高，上周表观消费也有所回升。供应方面，上周五大品种钢材产量继续回升5.8万吨，但铁水产量继续回落。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】上周五，铁矿石现货价格小幅回落，盘面价格继续走强。上周高炉日均铁水产量和钢厂盈利占比继续回落，钢材补库暂缓，铁水产量何时见底依然有很大的不确定性。供应方面，上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。铁矿石港口库存环比回升幅度超过 160 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】上周五，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：供应担忧抬升铜价，多晶交割博弈存续

【铜】宏观上，上周初美联储两位官员均表示支持 12 月降息，认为通胀并非大问题，更担忧劳动力市场的恶化，美联储 12 月降息概率升至 80% 上方；消息称哈塞特在五位候选人中脱颖而出，其支持大幅降息，加上由于不及预期的零售销售数据强化了市场对美联储 12 月降息的预期，美元指数高位回落。周五夜盘，铜价大幅冲高，CSPT 小组要求成员企业 26 年降低铜产能负荷 10% 以上，以及智利 10 月铜产量同比下降 7%，均加剧市场对供应的忧虑。基本上，依然是供应忧虑主导，国内近期去库较好，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；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。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。目前铜价已经突破前期震荡区间，短期偏强。

【铝】周五，沪铝白盘震荡上涨，受大宗情绪偏多影响。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，技术上日线刚站上 20 日线。后期走势有三种：一是反弹后做双顶，然后下跌；二是突破前高强势上涨；三是三角形或矩形震荡，不断跟踪。

【锡】供应端，刚果金局势恶化，加剧市场对锡矿的供应忧虑，但目前暂未受实质影响，另缅甸佤邦复产进度整体滞后，市场预计 11 月进口增加 2000 吨，10 月中旬以来国内冶炼开工率维持在 69%附近的年内高位。需求端，锡焊料开工率整体处于近年来低位，虽然集成电路需求旺盛提振锡需求，但传统领域电子和家电等需求疲软，订单量不足，光伏抢装透支效应显现，6 月以来光伏新增装机同比下降约 50%。锡锭库存连续四周增加，本周增加 171 吨达到 7825 吨，当前锡锭市场供需宽松，伦锡库存也从低位持续回升，高价抑制现货采购情绪，刚需采购为主，观望情绪浓厚。综上，矿端供应忧虑和现实偏紧，将支撑锡价，高价对消费的抑制和缅甸发运环比增加的事实制约上方高度，谨慎追涨。

【碳酸锂】截至 11 月 27 日，碳酸锂周度产量录得 21865 吨，周环比降 1.2%，周度开工率 51.81%。澳大利亚锂辉石精矿 CIF 报价 1217.5 美元/吨，周度环比上涨 4.1%。外购锂云母生产亏损大幅缩小，外购锂辉石生产扭亏为盈。碳酸锂社会库存 115968 吨，环比下降 2452 吨。供给端盐湖季节性减产，需求端 12 月磷酸铁锂排产小幅下滑，社会库存依然持续去库。资金关注度持续，预计行情偏强震荡，耐心等待回调企稳逢低布多。

【工业硅】最新周度产量 96138 吨，周环比增加 245 吨（+0.3%）。开炉数量总计 268，环比增加 1 台，开炉率 33%。其中，西南减少 1 台，新疆减少 1 台，蒙甘增加 1 台。枯水季减产兑现，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，逢低布多。

【多晶硅】上周主力合约临近换月，高持仓和低仓单影响下出现交割博弈，价格连续反弹。基本面变化不大，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。下游继续向下调价，上周硅片价格周环比下降 7%，电池片下降 2.7%。预计多晶硅高位区间震荡，区间操作。

能源化工：委内瑞拉地缘风险上升，油价小幅反弹

【原油】委内瑞拉地缘风险再起，近期地缘风险溢价回升，结构小幅好转。另外现货成交窗口上，买盘略有回升，或得益于近期国内地炼配额下放。浮仓库存总体仍然偏高，但是近期略有去化，成品油需求仍然较好。短期价格将继续受到地缘风险刺激，下方支撑暂时存续。

【沥青】油价由于委内瑞拉风险而上行，沥青原料担忧同时计价，短期小幅反弹。近期社库均仍在小幅去化，但至现货市场重心仍偏向低价货源，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，赶工需求将逐渐走地，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】海外成品油仍然较为强势，但是至目前为止仍然没有实质性的混芳套利成交确认，前期的调油逻辑正在逐渐被证伪，盘面主力近期突破阻力位略有压力。PX 价格保持 825 美金，对石脑油价差保持 271 美金水平。短期原油风险溢价支撑，PX 或继续保持关键位突破测试震荡。

【PTA】近期检修装置较多，PTA 过剩供应略有下行，基差升至+35 左右，叠加下游开工继续保持 91.3%，PTA 库存略有去化，但相比 10 月仍有累积。但近期下游产销率明显有下行，终端订单已经开始出现明显弱化，12 月中下旬下游开工季节性降低的预期较强，PTA 短期产销也开始走弱，后期对关键位突破动能或降低，震荡格局或暂无法改变。

【乙二醇】港口库存继续能保持 73.2 万吨，下游开工虽然保持季节性高位，但乙二醇近期开工仍然偏高，主港发货量持续仅有 8500 吨左右水平。另外煤价近期仍在探底，乙二醇利润略有回升，过剩供应阶段性存续。盘面上成本支撑略有下行，乙二醇主力仍在测试底部支撑过程中，短期右侧入场仍需等待。

【短纤】聚酯下游开工整体保持稳定，但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】港口去库和伊朗限气对甲醇价格形成支撑，短期内反弹，但 MT0 开工率预期走低，虽有气头装置停车，内地供应依然较为充足。现时端承压边际略有转好，预期进口下降等，甲醇阶段性触底，盘面预计走价格修复逻辑。可逢低布局多单。

【PP】周度产量仍然位于高位，需求平均开工虽有上涨，但整体仍略显疲软。基本面上看虽然压力较大，但地缘政治不确定性及 12 月降息 25 个基点的预期大幅飙升，短期利好油价。PDH 装置利润恶化明显成本支撑增强，预计 PP 下跌速率减缓。

【LLDPE】周度产量变动不多，供应充足。需求端表现平淡，下游各行业整体开工率变化有限：北方棚膜需求逐步减弱，南方订单仅局部支撑，地膜仍处传统淡季。成本端来看油制路线成本预计增强，而煤制成本整体稳定。短期内供需承压，关注原油变动。

【尿素】当前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：腌腊消费旺季猪价或迎来阶段性反弹

【美豆】美豆集中上市高峰已过，需求端一方面中国采购消息继续支撑出口预期，另一方面国内压榨消费形式尚好，预期的结转库存偏低，且不排除进一步下调供应的可能，因此 CBOT 市场大豆围绕成本交易的行情支撑稳定。此外，南美丰产预期充分，随进入关键生长期，天气风险计价增多，CBOT 大豆也有一定的风险买盘支撑。

【豆菜粕】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。菜粕前期贸易题材炒作降温，受豆粕联动性行情影响持续存在，无独立行情基础。

【油脂】随着棕榈油季节性减产预期有所抬升，整体油脂基本面利空压力显著减轻。国内豆油旺季供强虚弱，基差暂稳，同时受成本逻辑支撑强。菜油方面，澳大利亚菜籽到港对菜油价格构成压力，市场看涨情绪尽管降温，但低库存现实及未来政策不确定风险支撑下，基差稳定。三大油脂，预计将继续维持宽幅震荡格局。

【玉米】产区惜售、售粮节奏慢，深加工原粮库存增加但依然低，高价下饲料厂保持观望心态，下游需求趋于谨慎。此外，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】月末集团场出栏减少，且低价下又即将引来腌腊消费旺季，社会猪源惜售情绪也有增加，周末行情中猪价稳中偏强。下阶段，需关注需求增量情况，预计猪价或阶段性企稳，期货端主力合约贴水状态下再下跌风险不高，或以低位震荡行情为主。

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