

2025年12月17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：美国非农和经济数据整体低于预期，美元指数走弱

【宏观】海外方面，美国11月非农就业人口增加6.4万人，高于市场预期的5万人；但失业率却意外升至4.6%，创下2021年9月以来的新高；美国10月零售销售环比持平，略低于预期的0.1%增长；美国12月标普全球制造业和服务业PMI双双下降；美国公布的经济和就业数据显示就业市场继续放缓、经济增长有所放缓，强化美联储降息的预期；美元指数和美债收益率走弱，全球风险偏好有所降温。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，短期外部驱动因素减弱且内部驱动不强，股指短期震荡偏弱；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，短期谨慎观望。国债短期震荡偏弱，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期震荡偏弱，短期谨慎做空；有色短期震荡，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】在贵金属、影视院线以及硅能源等板块的拖累下，国内股市继续下跌。基本面上，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，短期外部驱动因素减弱且内部驱动不强，股指短期震荡偏弱；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，短期谨慎观望。

【贵金属】贵金属市场周二夜盘小幅下跌，沪金主力合约收至974.22元/克，下跌0.14%；沪银主力合约收至14731元/千克，下跌0.24%。由于美国就业报告显示失业率快速上升以及美国零售和PMI数据不及预期，强化了美联储降息预期，美元指数继续走低。现货金持稳报每盎司4303.53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：市场情绪有所好转，钢材期现货价格小幅反弹

【钢材】周二，国内钢材期现货市场小幅反弹，市场成交量继续低位运行。11月偏弱的宏观数据对市场情绪形成一定压制。钢材市场基本面变化不大，目前最大的问题依然是表观需求不乐观，上周五大品种钢材表观消费降幅继续扩大，且钢厂库存有所累积。供应方面，11月钢材产量继续收缩，但环比有所企稳。近期北方部分主产区钢厂有检修计划。供应短期仍有下降可能。短期钢材市场建议以区

间震荡思路对待，关注冬储何时启动。

【铁矿石】周二，铁矿石期现货价格继续小幅反弹。上周铁水产量跌破 230 万吨，钢厂盈利占比也有所回落。钢厂矿石库存大幅下降。且近期华北部分钢厂仍有检修计划。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】周二，硅铁、硅锰现货价格持平，盘面价格小幅回落。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：宏观靴子落地，有色涨势受挫

【铜】周二，铜价小幅回落，宏观靴子落地，市场炒作情绪削减。近期基本面变化不大，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。整体而言，目前多头情绪较浓，看涨是主流，但短期涨幅过大，谨防情绪回落。

【铝】周二，铝价小幅回落，大宗氛围整体偏空。基本上，12 月供应压力将有所上升，需求欠佳，库存处于三年来高位，并且去库缓慢。消息面，South32 公司称，其位于莫桑比克的铝冶炼厂，由于未能与当地政府达成电力交易，明年 3 月之前将该铝冶炼厂置于保养和维护之下。周线上，铝价已经突破前期下降趋势线，从信号意义上强势特征，但价格仍有反复，谨慎追涨。

【锡】周二，沪锡主力合约大幅下跌，一度跌至 320000 元/吨下方，首先源于宏观靴子落地，宏观偏多提振告一段落；其次，消息显示，11 月印尼精炼锡出口量近 7500 吨，环比增长 182%，同比增长 26%，证伪之前印尼出口下降预期。供应端，云南江西两地冶炼开工率高位持稳，达到 69.13%，环比下降 0.41%，处于今年以来高位，印尼、缅甸和刚果金供应扰动提振忧虑情绪，虽然 11 月缅甸发运锡矿发运环比增 2000 吨，但也仅达到 4000-5000 吨水平，距离 22-23 年 12000 吨的正常月均水平仍有较大距离。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。锡锭库存连续六周增加，上周增加 448 吨达到 8460 吨，高价抑制下游采买情绪，维持刚需采购，观望情绪浓厚。综上，下方仍有支撑，但短期大幅上涨后，短线超买加剧，价格面临回调风险，谨防短期炒作情绪回落，追涨谨慎。

【碳酸锂】周二碳酸锂主力 2605 合约上涨 1.27%，最新结算价 100940 元/吨，加权合约增仓 5809 手，总持仓 108.5 万手。SMM 报价电池级碳酸锂 95850 元/吨（环比上涨 700 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 1260 美元/吨（环比上涨 40 美元）。外购锂辉石生产利润-5047 元/吨，外购锂云母生产利润-4739 元/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，去库情况及视下窝复产动向仍将扰动市场。高位偏强震荡看待，逢低布多。

【工业硅】周二工业硅主力 2605 合约下跌 0.59%，最新结算价 8340 元/吨，加权合约持仓量 43.13 万手，减仓 6586 手。华东通氧 553#报价 9200 元/吨（环比持平），期货贴水 835 元/吨。工业硅基本面供需两弱，贴近成本支撑定价，以偏弱震荡看待，谨慎关注。

【多晶硅】周二多晶硅主力 2605 合约上涨 1.48%，最新结算价 59020 元/吨，加权合约持仓 27.7 万手，减仓 819 手。最新 N 型复投料报价 51500 元/吨（环比持平）。N 型硅片报价 1.18 元/片（环比持平），单晶 Topcon 电池片(M10)报价 0.287 元/瓦（环比持平），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 3640 手（环比持平）。上周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，12 月多环节排产下滑。强预期支撑下，高位震荡看待，逢低布局。

能源化工：过剩迹象和俄乌和谈进展推动油价下行

【原油】WTI 盘中跌破 55 美元，为 2021 年 2 月以来首次，较多迹象显示供应正在超过需求，并且俄乌和平谈判的进展提升了达成协议进而使更多俄罗斯原油流入全球市场的可能性。周二中东原油价格进入了期货升水的看跌结构，美国部分油品上也出现同样结构，WTI 的一月结构也近乎于平水。上个月支撑油价的成品油近期也回落，此外美国疲软的就业增长发出潜在需求放缓信号，进一步加大了油价的下行压力。而俄乌冲突可能达成协议也成为油价下行的最大推手，近期价格将进一步面临较大压力。

【沥青】原油价格大幅下行，沥青中枢继续跟随下降。近期供应略有下行，主要原因是河北大装置持续性停产沥青，以及华东主营炼厂整体开工率偏低，所以供应略有提升。另外冬季后施工需求基本结束，冬储逐渐开始，目前尚无采购增量，部分货源尝试高价货走货。短期沥青自身仍然较为承压，继续关注原油成本变动情况。

【PX】下游开工回落和原油价格中枢下行，导致 PX 价格冲高失败，回调明显。前期供应端的减量基本已经计价完毕，前期较多检修装置将逐渐在 12 月下旬和 1 月时点逐渐回归，另外原油价格下降也带动 PX 中枢下行，短期冲高驱动将减弱。PX

价格保持 827 美金，对石脑油价差保持 287 美金水平。短期原油风险溢价回吐，PX 或继续保持震荡。

【PTA】下游开工继续下行，年末流通库存去化或至阶段性尾声，PTA 短期或有季节性累库抗压力。且油价格近期下行使得油化整体走弱，下游开工也降低至 91.2%，预计 12 月中下旬工厂放假后将会大幅减少采购需求，PTA 季节性累库或短期制约上方空间，主力继续维持偏弱震荡格局。

【乙二醇】煤价止跌带动乙二醇继续进行支撑测试，另外市场在等待装置减产，不过短期迹象仍然不多。明年乙二醇投产继续，过剩状态存续，产能出清格局仍需等待较长时间。而短期港口库存继续累至 84.4 万吨，即便合成气制装置开工有一定降低，但短期下游开工的走低仍然在加剧乙二醇的流通环节过剩压力，乙二醇近期将继续进行探底。

【短纤】聚酯下游开工逐渐下行，且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继续部分超季节水平，以及明年订单是否有增量，目前来看后续上升空间或有限。短纤中期跟随聚酯端保持或继续逢高空。

【甲醇】内地甲醇市场偏弱，港口甲醇市场上午基差维稳偏强。12 月下成交 2095-2105 元/吨，基差 01+23/+28 附近；1 月下成交 2120-2130 元/吨，基差 01+48/+50 附近。甲醇 05 合约反弹受阻回踩出新低，主要原因在于一方面来自于近月的压力未得到有效缓解，港口去库存偶然性，进口到港仍然偏多，MT0 检修的情况下，库存压力仍然较大。另一方面，正值 1-5 主力合约换月阶段，资金流入容易引起价格剧烈波动，造成 15 月差持续走强，价差扭曲。但伊朗限气开工偏低，1 月下后进口下降逐渐体现，对于价格有一定支撑，05 合约下方空间有限，可逢低布局多单，关注 15 价差反套修复。

【PP】市场报盘部分下调 10-50 元/吨。华东拉丝主流在 6120-6350 元/吨。隆众资讯 12 月 16 日报道：两油聚烯烃库存 72 万吨，较前一日-3 万吨。近期虽有装置检修，但周度产量仍处于高位，压力缓解有限。需求端及时有年底相关活动支撑部分需求，但总体提升有限，库存仍在上涨。原油价格震荡走弱，成本重心下移，未出现亏损性停车。价格预计继续承压。

【LLDPE】聚乙烯市场价格调整 20-200 元/吨，LLDPE 成交价 6480-6650 元/吨，华北 LL 市场价格下跌 20 元/吨，华东下跌 20-50 元/吨。当前聚乙烯供应维持稳定，且处于同比偏高水平。下游开工虽暂时维持尚可，但已显现疲态，淡季需求走弱和春节下游停工预期下，基本面整体承压的格局难以根本扭转。且当前装置运行平稳没有因利润问题停车，预计短期内仍有下探。中长期关注原油价格成本和装置运行情况。

【尿素】国内尿素行情弱势运行，其中山东中小颗粒主流送到价 1690-1700 元/吨附近。当前尿素市场供应维持宽松。复合肥开工稳步提升，构成短期需求的主要支撑；农业需求处于传统淡季，而储备需求逢低补仓，采购节奏有所放缓。出口

需求逐渐收尾。综合来看，需求难继续推升，供应高位背景下，价格承压震荡为主。

农产品：随着美豆价格下行，豆粕短期多头风险偏好或降温

【美豆】隔夜 CBOT 市场 03 月大豆收 1072.50 跌 8.75 或 0.81% (结算价 1071.75)，已破 60 日均线支撑，盘中触及 10.59 美元的 10 月 24 日以来低点。美豆对华出口销售不及预期，且南美近期天气条件好，丰产形势稳定，美豆获抛售增多。据交易商数据：大宗商品基金周二净卖出玉米、大豆、小麦、豆油期货合约，其中，净卖出大豆期货合约 4500 手。

【豆菜粕】近日海关检疫政策再次收紧，提振国内豆粕近月风险偏好，月差继续走扩。一方面要看到短期集中到港的冲击性压力减轻，另一方面要辩证看到国内相对饱和的供应现实。现阶段，随着美豆价格下行，国内成本支撑逻辑减弱，豆粕短期多头风险偏好或降温。菜粕方面，高基差支撑下豆菜粕价差维持低位，临近交割、市场货源质量参差不齐且交割货源略紧张，注意月下旬资金拥挤风险。

【油脂】油脂整体阶段性偏弱运行为主，豆菜油旺季受成本支撑基差稳定，随美豆及 ICE 菜籽走弱，豆菜籽油成本能支撑逻辑趋于减弱。菜油方面，库存跌至同期低位，阶段性供应紧张支撑基差偏强。棕榈油产区累库现货压力下市场多头信心明显不足，12 月以来马棕环比增产及持续未见改善的出口事实，指引价格偏弱调整。然而，棕榈油季节性产量于 12 月以来产量开始下降，且棕榈油性进口价比优势已再次出现，这应有助于缓解库存压力及增强在 8000 一线大关支撑的有效性。SPPOMA：2025 年 12 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量环比减少 2.97%。

【玉米】期货盘面下跌，玉米现货价格窄幅趋弱盘整，其中东北其他产区玉米价格暂维持稳定，北港玉米价格有所下滑，贸易商对目前市场多保持观望的趋势，南方港口报价也同步下调。基差看涨情绪减弱，且下游需求端维持刚需平衡。

【生猪】现阶段处于腌腊消费旺季，屠宰量缓慢爬升，养殖端低价认为程度也偏低，猪价弱稳。近日北方多地降雪天气影响短期出栏，猪价或有阶段性偏强表现。目前市场预期依然偏悲观，且在局部疫病影响下，提前出栏增多，供强需弱，猪价暂时难有大反弹。期货端，受供应压力前置影响，03 合约估值重心抬升，但逢高依然受到明显压制，预计年内将维持区间震荡。

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