

2025年12月2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：全球债市短期受挫，风险偏好降温

【宏观】 【宏观】 海外方面，美国 11 月 ISM 制造业 PMI 为 48.2，不及市场预期的 49，连续第九个月处于收缩区间，美元指数维持弱势；日本央行的鹰派言论引发了对全球流动性收紧的担忧，日本国债重挫也波及全球债市，美债收益率大幅回升，全球风险偏好降温。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】 在消费电子、工业金属以及光刻胶等板块的带动下，国内股市继续上涨。基本上，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】 贵金属市场周一夜盘继续上涨，沪金主力合约收至 964.72 元/克，上涨 0.66%；沪银主力合约收至 13766 元/千克，上涨 5.08%。由于美国降息预期升温 and 美元走软，与此同时，白银在关键美国经济数据公布前创下纪录新高。现货金收升 0.05%，至每盎司 4232.45 美元；白银上涨 2.8%，报每盎司 57.963 美元，一度创下 58.83 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：市场风险偏好提升，钢材期现货价格涨幅扩大

【钢材】 周一，国内钢材期现货市场均有明显反弹，市场成交量继续低位运行。美联储降息以及国内政策加码预期均有所增强，市场风险偏好有明显提升。基本面方面，现实需求继续走弱，但产量及库存均未进一步走高，表观消费量也有所回升。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。中央环保督察组通报唐山地区违规产能情况。供应收缩预期进一步增强。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。钢材市场或以反弹思路对待。

【铁矿石】周一，铁矿石期现货价格小幅反弹。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，全球铁矿石发运量继续小幅回升，到港量则回落 155 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、硅锰现货价格小幅反弹，盘面价格反弹也比较明显。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 5500-5550 元/吨，南方市场价格 5520-5570 元/吨。锰矿现货价格延续震荡，天津港半碳酸价格成交 34.2-34.3 元/吨度，主流报价 34.5 元/吨度，南非高铁分指标成交 29.5-30 元/吨度不等，加蓬成交至 42 元/吨度左右。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 38.09%，较上周减 1.04%；日均产量 27825 吨/日，减 305 吨。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 5650-5700 元/吨。12 月钢招即将启动，当前钢招进度较慢，关注招标量与定价。贸易商端需求并未有较大改善，实际采购仍以刚需为主，市场投机观望居多。硅铁、硅锰盘面价格预计仍将延续区间震荡。

有色新能源：有色受弱美元提振，新能源交割博弈持续

【铜】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。基本面上，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 l co 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】周一，沪铝大幅上涨，受铜价上涨提振。上周铝社库大幅去库后，本周显示库存持稳，铝锭和铝棒库存并不低。12 月仍有贵州双元铝业和霍煤鸿骏二期铝冶炼项目达产或投产，供应压力增加。利多还是在宏观，特朗普将宣布下一任美联储主席人选，可能再度提振市场降息预期，从而推升铝价；另外铜价短期有可能继续偏强，也利多铝价。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。目前观望更稳妥，短期更可能在 20 日均线 and 22000 元/中间震荡。

【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】周一碳酸锂主力 2605 合约上涨 0.56%，最新结算价 97260 元/吨，加权合约增仓 7416 手，总持仓 107.82 万手。SMM 报价电池级碳酸锂 94350 元/吨（环比上涨 600 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 1222.5 美元/吨（环比上涨 5 美元）。外购锂辉石生产利润-2027 元/吨。当前碳酸锂供需双旺，社会库存持续去库。美联储 12 月降息预期增加带来宏观情绪好转，碳酸锂资金关注度持续，短期区间震荡，逢低布局。

【工业硅】周一工业硅主力 2601 合约下跌 0.16%，最新结算价 9175 元/吨，加权合约持仓量 38.25 万手，增仓 1079 手。华东通氧 553#报价 9550 元/吨（环比持平），期货贴水 405 元/吨。丰水期结束，工业硅西南大幅减产兑现，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。有机硅“反内卷”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，逢低布局。

【多晶硅】周一多晶硅主力 2601 合约上涨 3.26%，最新结算价 57875 元/吨，加权合约持仓 27.32 万手，增仓 12372 手。最新 N 型复投料报价 51500 元/吨（环比持平）。N 型硅片报价 1.19 元/片（环比持平），单晶 Topcon 电池片（M10）报价 0.282 元/瓦（环比下降 0.005 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 1340 手（环比增加 10 手）。多晶硅受主力合约换月时的交割博弈影响，短期大幅上涨，01 合约出现“软逼仓”，短线操作。

能源化工：黑海码头遭袭及美委局势紧张，油价小幅上行

【原油】连接哈萨克斯坦油田与俄罗斯黑海沿岸的关键管道在乌克兰袭击后受损，黑海管道联盟（CPC）承担了哈萨克斯坦大部分原油出口，今年以来平均每天运输约 160 万桶。目前其中一个系泊装置遭到严重损坏，短期或影响出口，造成供应减量，市场部分计价。另外特朗普警告称，应该讲委内瑞拉上空及周边空域视为完全关闭，也使得地缘紧张局势在推动价格上行风险。

【沥青】委内瑞拉风险可能影响到沥青原料进口，短期主力进行下方支撑测试。目前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，跟涨原油幅度较小，继续关注原油成

本变动情况。

【PX】海外成品油强势带来的套利预期依然在发酵，另外近期国内较多装置出现减量，泉州炼化事故后，80万吨装置停车对国内市场造成影响，华东及韩国装置也有继续检修计划。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】PTA 跟随 PX 进行上行突破测试。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】港口库存再度累积至 75.3 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维持见，目前来看后续上升空间或有限。短纤中期跟随聚酯端保持震荡格局。

【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小幅反弹

【美豆】隔夜 CBOT 市场 01 月大豆收 1121.25 跌 3.75 或 0.33% (结算价 1123.25)。美国农业部周一宣布，出口商向中国出售了 12.3 万吨美国大豆，将于 2025/26 年度付运。据统计上周中国购买了 158.4 万吨美国大豆。美国农业部公布的周度出口检验报告显示，截至 2025 年 11 月 20 日当周，美国大豆出口检验量为 799,042 吨，此前市场预估为 675,000-1,400,000 吨，前一周修正后为 1,205,087 吨，初值为 1,176,307 吨。当周，对中国大陆的大豆出口检验量为 0 吨。

【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。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。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 11 月 28 日，全国主要地区油厂大豆库存 733.96 万吨，较上周增加 18.97 万吨，增幅 2.65%，同比去年增加 236.61 万吨，增幅 47.57%；豆粕库存 120.32 万吨，较上周增加 5.17 万吨，增幅 4.49%，同比去年增加 36.87 万吨，增幅 44.18%；

【豆菜油】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。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 11 月 28 日，全国重点地区豆油商业库存 117.88 万吨，环比上周减少 0.11 万吨，降幅 0.09%。同比增加 12.58 万吨，涨幅 11.95%。全国主要地区菜油库存总计 36.52 万吨，较上周下跌 1.18 万吨。

【棕榈油】印尼西苏门答腊省洪涝灾害影响仍在扩大，但 GAPKI 称洪水对棕榈油产量影响有限。隔夜 BMD 马来西亚棕榈油主力合约收跌 0.73%，报 4064 林吉特/吨。印尼将 12 月毛棕榈油参考价设定在 926.14 美元/吨，低于 11 月的 963.75 美元/吨。新的参考价意味着 12 月毛棕榈油出口关税将下降至 74 美元，低于前一个月的 124 美元。国内方面，据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 11 月 28 日（第 48 周），全国重点地区棕榈油商业库存 65.35 万吨，环比上周减少 1.36 万吨，减幅 2.04%；同比去年 48.27 万吨增加 17.08 万吨，增幅 35.38%。

【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