

2025年12月9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：美债收益率持续走强，打压全球风险偏好

【宏观】海外方面，欧债央行官员放鹰促使市场押注明年加息，欧美国债价格齐跌；美联储重磅议息会议前，鹰派降息预期推动美元和美债收益率上涨，打压全球风险偏好。国内方面，中国11月出口同比转增5.9%，远超预期，在一定程度上提振市场风险偏好；政策方面，中共中央政治局会议强调明年经济工作要坚持稳中求进、提质增效，实施更加积极有为的宏观政策，持续扩大内需。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。国债短期震荡偏弱，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期震荡偏弱，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】在半导体元件、通信设备以及能源金属等板块的带动下，国内股市大幅上涨。基本上，中国11月出口同比转增5.9%，远超预期，在一定程度上提振市场风险偏好；政策方面，中共中央政治局会议强调明年经济工作要坚持稳中求进、提质增效，实施更加积极有为的宏观政策，持续扩大内需。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有所下跌，沪金主力合约收至953.50元/克，下跌0.72%；沪银主力合约收至13606元/千克，下跌0.69%。市场在美联储为期两天的政策会议开始前保持谨慎，他们届时将从主席鲍威尔的发言中寻找有关未来货币政策的线索。现货金收盘跌0.19%报每盎司4188.59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：双焦继续走弱，带动钢材市场下行

【钢材】周一，国内钢材期现货市场继续延续下跌走势，市场成交量低位运行。中央政治局会议再提跨周期调节，导致市场情绪偏谨慎。加之双焦价格大幅下挫，带动钢材市场进一步走低。基本面方面，现实需求继续走弱，北方工地大面积停工、南方赶工强度衰减，但出口依旧偏强，11月钢材出口环比继续回升。供应方面，五大品种钢材产量环比回落26.76万吨，主要为建材所贡献。叠加前期中央环保督察组通报唐山地区违规产能情况。供应收缩预期渐强。短期钢材市场在双焦的带动下或延续弱势。

【铁矿石】周一，铁矿石期现货价格继续延续弱势，上周铁水产量环比降幅继续扩大，钢厂利润水平处于低位，生产积极性一般，按需采购为主。不过上周钢厂盈利占比有小幅回升，钢厂也有小幅补库。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。铁矿石港口库存也在继续回升。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】周一、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，天津港半碳酸价格偏稳震荡，成交 34.2-34.3 元/吨度，南非中铁市场货源稀缺，报价至 37.5-38 元/吨度，加蓬成交 43-43.5 元/吨度，报价 443.5-44 元/吨度。目前硅锰开工处于持续下降状态，云南、贵州、宁夏均有不同程度的减产情况，但目前北方减产速度依然偏慢，高炉检修规模逐步扩大，硅锰供需依旧处于过剩状态。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 36.71%，较上周减 1.38%；日均产量 26850 吨/日，减 975 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：有色整体小幅回落，多晶硅新增交割品牌

【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 lco 对我国电解铜市场的长单溢价为 350 美元/吨。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，追高谨慎。

【铝】在上周五沪铝大幅走高后，周一小幅收跌，目前行情已经难以用基本面可以解释。会议暂无超预期利好，市场静待中央经济工作会议和美联储 12 月利率决议，短期偏多氛围支撑，但存在国内政策不及预期和鲍威尔发出鹰派信号的风险。短期谨防有色金属情绪回落而导致价格下跌。

【锡】供应端，云南江西两地冶炼开工率高位持稳，达到 69.54%，环比增 0.2%，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 年的正常水平仍有较大距离。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。锡锭库存连续五周增加，达到 8012 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，短线略有超买，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】周一碳酸锂主力 2605 合约上涨 1.76%，最新结算价 93960 元/吨，加权合约增仓 1397 手，总持仓 105.37 万手。SMM 报价电池级碳酸锂 92750 元/吨（环比下降 500 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 1172.5 美元/吨（环比上涨 15 美元）。外购锂辉石生产利润-1118 元/吨，外购锂云母生产利润-3898 元/吨。需求端动力需求旺季结束，需求边际走弱，社会库存去库持续。动力需求降温及视下窝采矿证仍将扰动市场，逢低布局。

【工业硅】周一工业硅主力 2601 合约下跌 1.98%，最新结算价 8640 元/吨，加权合约持仓量 45.92 万手，增仓 18060 手。华东通氧 553#报价 9300 元/吨（环比下降 150 元），期货贴水 625 元/吨。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，关注有机硅“反内卷”在 12 月的执行力度，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。

【多晶硅】周一多晶硅主力 2601 合约下跌 2.65%，最新结算价 53755 元/吨，加权合约持仓 25.86 万手，减仓 1298 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 0.282 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 2810 手（环比增加 490 手）。基本面弱现实严峻，终端需求疲软导致下游频频降价，多环节 12 月排产下降。上周五广期所新增新疆晶诺、东方希望两个交割品牌形成短期利空。上周合约换月引起的交割博弈基本结束。预计多晶硅高位区间震荡，等待主力换月至 05 合约，区间操作。

## 能源化工：成品油大跌拖累油价走低，市场关注俄供应前景

【原油】市场继续关注印度购买俄罗斯原油情况，而成品油大跌也带动整个能源板块走地。近期俄罗斯承诺，准备继续向印度不间断地进行供应。而随着美国谈判代表抵达印度进行贸易谈判，俄罗斯对印的石油供应很可能成为讨论的关键议题。目前和平协议仍是市场焦点，美国总统特朗普表示他对乌克兰处理美国所提出的和平协议的方式感到失望。目前看跌清晰仍较牢固地占据市场，油价继续保持偏弱震荡。

【沥青】盘面继续进行底部支撑测试，但是沥青近期供应仍有少量反弹，主要来自检修减少带来的炼厂复产和进口回升。另外虽然山东地炼有部分转产渣油计划，但近期主营炼厂产量仍然稳定，整体供应收缩量偏低。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】近期供应端出现较多减量传闻，中化泉州 80 万吨装置停车至 1 月，近期市场再度出现华东某大厂常减压检修传闻，叠加近期韩国加德士 135 万吨装置，近期供应持续偏紧，或维持至 12 月下旬，后期供应回归后，冲高驱动将减弱。PX 价格保持 849 美金，对石脑油价差保持 285 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】明年 PTA 无确定投产，导致市场对明年 PTA 供需格局转向偏紧信心较足，近期主力提前计价，结合 PX 成本提振，以及今年下游开工同比仍然维持高位，PTA 抬升较多。但 12 月下旬下游工厂将逐渐开始降幅，PTA 开工仍保持高位水平，短期过剩或逐渐体现，PTA 高位压力突破概率偏低，或仍维持区间偏空格局。

【乙二醇】港口库存继续累至 81.9 万吨，短期海外进口量偏高，到港持续保持 15-20 万吨水平，叠加明年乙二醇投产预期仍然偏高，短期中枢持续下行，偏空资金进场增仓，以及 12 月聚酯开工将逐渐下行，乙二醇显隐形库存均将继续累积，盘面或只能持续寻求支撑。

【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，企业竞拍成交一般。港口甲醇市场上午基差维稳偏弱，12 月上成交 2080 元/吨，基差 01-3 附近；12 月下成交 2095-2105 元/吨，基差 01+12/+15 附近；1 月下成交 2130-2135 元/吨，基差 01+45/+47 附近。随着中东提前限气和港口超预期去库，甲醇盘面价格反弹修复。但进口到港目前仍在高位，内地检修停车也未能缓解高供应压力，传统下游需求走弱，MTO 装置计划检修等，基本面综合情况仍不太乐观，未见明显持续去库动力。遂盘面在供应压力下反弹受阻预计有小幅回踩。但预期支持仍在，可关注回踩之后多头机会。

【PP】市场报盘多数走跌 10-60 元/吨。华东拉丝主流在 6250-6450 元/吨。隆众资讯 12 月 8 日报道：两油聚烯烃库存 69 万吨，较上周增加 2 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，成本利润恶化，但未出现亏损性停车。价格预计继续承压。

【LLDPE】两油 LLDPE 出厂价部分下调 50-100 元/吨。LLDPE 市场下跌为主，幅度在 20-80 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，正逐步步入传统需求淡季。成本端方面，油制路线支撑力度有限。综合来看，在供强需弱、成本支撑不足的格局下，预计聚乙烯价格将继续向下探底。

【尿素】尿素市场稳中有松动，其中山东临沂中小颗粒送到价在 1690 元/吨，较



上一工作日下调 30 元/吨。当前尿素市场供应预计呈现先降后升的态势。需求端表现分化：复合肥开工稳步提升，构成短期需求的主要支撑；板材行业局部开工则小幅下滑，支撑力度减弱。农业需求处于传统淡季，而储备需求因近期价格快速上涨，采购节奏有所放缓。尿素盘面价格快速回落，但需求仍有一定支持，预计进入震荡整理。

## 农产品：尽管豆粕技术支撑破位引发下行风险，不宜过分悲观

【美豆】需求端尽管中美贸易休战协议下中国对美国大豆的需求规模存在不确定性，但出口只要中国有采购动作，出口预期暂时就稳定，此外随着美国新增产能投放，美豆创纪录得压榨消费形势良好。供应端 12 月 USDA 或下调单产预估，如此库存再收缩，CBOT 大豆亦易涨难跌，关注 1080-1180 美分/蒲。

【豆菜粕】12 月开始进口大豆到港边际收缩，国内豆粕供需压力缓解，并持续到一季度都是国内豆粕季节性去库周期，且一季度政策性采购占比集中，期间市场供应预期或偏紧，支撑基差修复。据海关总署数据显示：中国 2025 年 11 月大豆进口 810.7 万吨，环比 10 月进口减少 137.30 万吨，较 2024 年 11 月进口量同比增加 95.30 万吨，增幅为 13.32%。根据到港预报数据预估，12 月预计进口大豆到港量 750 万。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 12 月 5 日，全国主要地区油厂大豆库存 715.52 万吨，较上周减少 18.44 万吨，减幅 2.51%，同比去年增加 168.49 万吨，增幅 30.80%；大豆库存 715.52 万吨，较上周减少 18.44 万吨，减幅 2.51%，同比去年增加 168.49 万吨，增幅 30.80%

【油脂】近期油脂主力合约切换，1-5 价差修复。本周 MPOB 月度报告及 USDA 月报即将发布，报告发布前预计油脂震荡运行。现货进入需求旺季，豆油持稳，菜油基差报价小幅松动。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 12 月 5 日，全国重点地区豆油商业库存 116.3 万吨，环比上周减少 1.58 万吨，降幅 1.34%。同比增加 18.07 万吨，涨幅 18.40%。全国主要地区菜油库存总计 34.7 万吨，较上周下跌 1.82 万吨。棕榈油库存增加，但棕榈油 12 月到港数量预期减少，基差报价相对坚挺。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 12 月 5 日，全国重点地区棕榈油商业库存 68.37 万吨，环比上周增加 3.02 万吨，增幅 4.62%；同比去年 51.67 万吨增加 16.70 万吨，增幅 32.32%。

【玉米】全国玉米价格出现分化，产地多数地区价格维持稳定，港口玉米收购价格略有下滑，华北地区玉米价格整体维持稳定。市场看涨预期其实并不强，产区售粮节奏有加快，贸易商出货意愿较前期也有所好转。不过暂时北港下海量还是偏低，下游库存都不高、卖方市场主导行情。期货端，玉米 C01-03/05 月差被拉大，C01 合约期货升水不稳定，需注意现货滞涨或回调引发盘面风险。

【生猪】全国主要市场猪价稳定。北方集团月初缩量后近期逐渐恢复，二育栏舍

有进一步下降空间。因此，从节奏看 12 月猪价或出现 U 型行情。然而至春节前，预计提前出栏及降重需求都会持续存在，现货难大反弹，但节后不宜再过度悲观。值得注意的是，近期北方猪瘟散发风险抬升，远月 03 合约风险买盘回归，但据市场反馈，整体疫病属于季节性事件，且并未出现明显散发，对市场供需节奏影响有限。

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