

2025年12月15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：美联储内部分歧较大，全球风险偏好大幅降温

【宏观】海外方面，由于美联储内部对于降息的分歧加大且两位官员反对降息，警示通胀压力持续，美元指数和美债收益率继续反弹，全球风险偏好大幅降温。国内方面，中国11月出口同比转增5.9%，远超预期；但信贷数据不及预期，表明内需仍旧不足；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中央经济工作会议政策基调以及美联储货币政策立场上，在美联储多位官员整体略微偏鹰的表态之后，短期外部驱动因素减弱但内部驱动不强，股指短期震荡；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上。资产上：股指短期震荡，短期谨慎做多。国债短期低位震荡反弹，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】在可控核聚变、贵金属以及电网设备等板块的带动下，国内股市小幅上涨。基本面上，中国11月出口同比转增5.9%，远超预期；但信贷数据不及预期，表明内需仍旧不足；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中央经济工作会议政策基调以及美联储货币政策立场上，在美联储多位官员整体略微偏鹰的表态之后，短期外部驱动因素减弱但内部驱动不强，股指短期震荡；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上。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】贵金属市场上周五夜盘冲高回落，沪金主力合约收至972.76元/克，上涨0.84%；沪银主力合约收至14437元/千克，下跌2.28%。由于美联储内部对于降息的分歧加大且整体保持略微偏鹰的立场，美元指数继续反弹，以及在创下纪录新高后遭遇获利了结，现货白银创下64.65美元的纪录新高后下跌2.45%，至每盎司62.01美元；现货金上涨0.45%，报每盎司4302.13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：悲观情绪延续，钢材期现货弱势震荡

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场继续延续弱势，市场成交量低位运行。钢材出口许可消息加剧市场悲观预期。基本面方面，现实需求继续走弱。本周五大品种钢材表现消费继续下降，且钢厂库存有所累积。同时，但出口依旧偏强，11月钢材出口环比继续回升。供应方面，五大品种钢材产量下降幅度也有所扩大，同时钢厂盈利占比有所回落。目前钢材价格的企稳有赖于焦煤、焦炭价格的企稳。

短期来讲或仍有震荡偏弱思路对待。

【铁矿石】上周五，铁矿石期现货价格延续震荡。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。供应方面，全球铁矿石发运量环比回升 45.4 万吨，到港量则继续大幅下降 218.8 万吨。铁矿石港口库存则回升约 120 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，短期矿石预计以区间震荡思路对待。

【硅锰/硅铁】上周五，硅铁、硅锰现货价格持平，盘面价格延续震荡。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 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：人工智能泡沫担忧重燃，有色全线下降

【铜】宏观上，美联储降息 25BP，鲍威尔发言温和，未如之前市场预期的鹰派降息；国内政策虽然没有超预期，但中规中矩，政策托底信号依然明确。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】上周五，沪铝价格上涨，受铜价上涨推动。如果铜价继续维持强势，短期仍将有望提振铝价。会议靴子落地，美联储降息 25BP，鲍威尔发言温和，未如之前市场预期的鹰派降息；国内政策虽然没有超预期，但中规中矩，政策托底信号依然明确。基本面上，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。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】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】截至 12 月 11 日，碳酸锂周度产量录得 21998 吨，周环增 0.3%，周度开工率 51.29%。澳大利亚锂辉石精矿 CIF 报价 1215 美元/吨，周度环比上涨 5%。外购矿石生产成本抬升，外购锂辉石生产亏损迅速扩大。供给端盐湖季节性减产，其他产线生产积极性较高，12 月排产环增 3%。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】截至 2025 年 12 月 12 日，最新周度产量 93968 吨，周环比下降 1190 吨（-1.3%）。开炉数量总计 256，环比减少 4 台，开炉率 32%。其中，西南减少 2 台，新疆减少 1 台。供需双弱、库存累积状态下，工业硅贴近成本定价，而近期煤炭走弱，工业硅的成本支撑减弱。周五夜盘反内卷交易再度升温导致焦煤反弹，关注反弹持续性。若焦煤未能止跌，关注工业硅逢高布空机会。

【多晶硅】11 月多晶硅产量 12.04 万吨，环比下降 12.4%；11 月开工率 42.29%，开工率环比下降 5.97%，12 月有进一步下调预期。最新周度库存为 28.77 万吨，库存高位累积。最新仓单 3640 手，周环比增加 1320 手。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：过剩担忧盖过地缘情绪，油价保持低位运行

【原油】近期外盘交投清淡，市场继续关注俄罗斯和委内瑞拉的地缘情况，但是俄乌和谈持续，以及委内局势并未出现实质性变化，地缘溢价部分回吐。不过近期成品油大幅下挫，库存明显累积，导致原油受影响下行。另外宏观上也未出现超预期利好，明年降息预期次数仍然有限，且联储继续对就业情况保持谨慎，风险资产仍偏承压，油价跟随走低，短期继续偏弱震荡。

【沥青】委内瑞拉局势再度升温，主力继续进行底部测试。短期供应略有下行，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】近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，短期冲高驱动将减弱，另外原油价格下降也带动 PX 中枢下行。PX 价格保持 832 美金，对石脑油价差保持 281 美金水平。短期原油风险溢价回吐，PX 或继续保持震荡。

【PTA】市场继续对明年 PTA 格局向好进行提前计价，近期流通库存持续去化也支

持盘面支撑存续。但原油价格近期下行使得油化整体走弱，另外下游开工也降低至 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】近期煤价受到冬季保供和进口增加影响而持续下行，导致包括乙二醇在内的煤化工品种均下破前低。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 81.9 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】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，MTO 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。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。

【PP】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】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】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】12 月 USDA 供需报告美豆定产数据未兑现预期利多，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，南美丰产形势主导承压下行方向不变。现 CBOT 大豆主连合约区间行情破位，震荡偏弱行情或将延续。

【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。棕榈油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。菜油方面，海关检疫政策趋紧，在部分菜油退运消息发酵下，市场看涨情绪升温，但受影响澳菜籽到港预期及相关油脂走弱影响，维持震荡。

【玉米】玉米受政策性拍卖和期货价格下跌影响，北港及深加工收购价格出现下调。部分产区基层售粮积极性增加，但也未见明显抛售。此外，虽然下游库存增加，但绝对库存依然偏低，卖方市场依然主导行情。期货端，玉米 C01-03/05 月差维持同期高位，且 C01 合约小幅贴水状态下，预计仍以区间震荡行情为主。

【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