

2025年9月8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：美国非农就业增幅远低于预期，美联储降息预期增强

【宏观】海外方面，美国8月份非农就业增幅远低于预期，6月数据下修至负值，进一步显示劳动力市场正在降温，强化了美联储降息的预期，美元指数走弱；此外，市场在经济忧虑与美联储可能降息的乐观预期之间权衡，全球风险偏好小幅降温。国内方面，中国8月官方制造业PMI较上月略有改善，升至49.4，但已连续第五个月位于荣枯线下方；政策方面，商务部将于9月出台扩大服务消费的若干政策措施；美国宽松预期增强，短期外部风险的不确定性降低以及国内宽松预期增强，短期国内市场情绪升温，国内风险偏好大幅升温。近期市场交易逻辑主要聚焦在国内增量刺激政策以及宽松预期上，短期宏观向上驱动有所增强；后续关注中美贸易谈判进展以及国内增量政策实施情况。资产上：股指短期震荡偏强，短期谨慎做多。国债短期高位震荡，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期震荡反弹，短期谨慎做多；有色短期震荡，短期谨慎观望；能化短期震荡，谨慎观望；贵金属短期高位偏强震荡，谨慎做多。

【股指】在电池、能源金属以及光伏等板块的带动下，国内股市大幅上涨。基本面上，中国8月官方制造业PMI较上月略有改善，升至49.4，但已连续第五个月位于荣枯线下方；政策方面，商务部将于9月出台扩大服务消费的若干政策措施；美国宽松预期增强，短期外部风险的不确定性降低以及国内宽松预期增强，短期国内市场情绪升温，国内风险偏好大幅升温。近期市场交易逻辑主要聚焦在国内增量刺激政策以及宽松预期上，短期宏观向上驱动有所增强；后续关注中美贸易谈判进展以及国内增量政策实施情况。操作方面，短期谨慎做多。

黑色金属：反内卷推动市场预期改善，钢材期现货价格有所反弹

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场小幅反弹，市场成交量继续低位运行。反内卷预期提振商品市场整体走高，钢材价格也有所反弹。基本面方面，进入传统需求旺季，但现实需求依旧偏弱，上周钢联口径五大品种表观消费量环比回落近30万吨，库存则回升近32万吨。供应端，上周因阶段性限产影响，五大品种钢材产量环比回落23.68万吨，预计本周铁水产量也将小幅回落，但本周钢厂复产概率。且焦炭第一轮提涨遇阻，反而开启第一轮提降。故钢材市场短期大概率以区间震荡为主。

【铁矿石】上周五，铁矿石盘面价格震荡偏强，现货价格小幅回落。北方地区上周阶段性限产，矿石需求减少，港口疏港量也受到一定影响。但当下钢厂利润尚可，本周钢厂大概率复产。目前盘面利润的压缩也反应这一预期。供应方面，本周全球铁矿石发运量环比回升241万吨至3556万吨，到港量则环比回升182.7万吨。主流澳粉资源供应稳定，但贸易商报价意愿一般，多挺价惜售，实单议价空

间有限，市场观望情绪浓厚。铁矿石价格仍以区间震荡思路对待。

【硅锰/硅铁】周五，硅铁、硅锰现货价格持平；盘面价格有明显反弹。主要是反内卷预期带动煤炭价格反弹，推动合金价格上涨。硅锰 6517 北方市场价格 5630-5680 元/吨，南方市场价格 5650-5700 元/吨。锰矿现货价格走弱，半碳酸 33.5-33.8 元/吨度，加蓬 39-39.5 元/吨度，澳块 39.5 元/吨度。内蒙古工厂生产波动不大，本月存在高硅新点火情况，10 月存在部分普硅工厂新增产能，宁夏开工无明显波动，南方个别工厂生产已陷入亏损，生产积极性降低，云南广西地区开工变动不大。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5150-5300 元/吨，75 硅铁价格报 5750-5950 元/吨。虽然硅铁利润有所压缩，但硅铁电价成本存在支撑，且总体厂家库存压力尚可，减产意愿不强，预计产量下降空间有限，市场博弈延续。铁合金价格短期以区间震荡思路对待。

【纯碱】上周，纯碱主力合约区间震荡运行，上周的基本面数据来看，供应方面，本周纯碱产量周产量环比增加，在新产能投放周期下，纯碱供应压力存在，供应过剩的格局未改变，四季度仍有新装置的投产，高供应是价格压制的核心；需求方面，需求周环比持稳，玻璃日熔量持稳，但整体来看相较往年同期，下游需求支撑依然比较乏力，终端需求支撑未有显著改变，需求上升空间有限；利润方面，纯碱利润周环比下降，当前是亏损状态。纯碱依旧存在高供应高库存弱需求的格局，供应端的矛盾是拖累压制价格的核心，盘面回归基本面，弱现实叠加反内卷预期，纯碱短期区间震荡为主。

【玻璃】上周，玻璃主力合约区间震荡运行。上周的基本面数据来看，供应方面，玻璃产量持稳，产线开工条数环比增加，供应端整体微增；需求方面，终端地产行业形势依旧维持弱势，需求难有起色，下游深加工订环比增加，整体需求仍是持稳的格局；利润方面，利润略有增加；整体玻璃供应持稳，需求难有大的增量，但反内卷情绪反复，预计短期区间震荡。

有色新能源：非农就业不佳，有色先涨后跌

【铜】宏观上，近期公布的一系列美国数据指向美国经济放缓，与大宗需求相关性较高的指标美国工厂订单和制造业 PMI，均表现不佳；周五晚，美国非农数据不及预期，降息预期抬升，美元大幅下跌，有色先涨后跌，经济担忧盖过降息利好。近期铜精矿 TC 小幅回升，社库稳中有增，随着抢出口因素衰减、光伏抢装透支和以旧换新政策边际效应递减，国内需求将边际走弱，铜价坚挺态势终难持续，短期降息预期预计对期价有一定支撑。

【铝】上周五铝价表现偏强，由于反内卷预期再起，多数大宗商品上涨，尤其是焦煤和多晶硅，铝持仓量下降。社库继续增加，达到 62.6 万吨，虽已进入旺季，但需求表现欠佳。LME 铝库存增加 5075 吨，处于近年来中性水平，已经较低位显著回升。中期铝价上涨空间有限，短期仍有旺季预期，缺乏大幅下跌驱动，维持震荡。美联储 9 月降息基本可以确定，预计将对期价有一定支撑。

【铝合金】目前废铝供应持续处于偏紧状态，再生铝厂出现原料短缺，生产成本逐步抬升。另外，目前仍处于需求淡季，制造业订单增长明显乏力，需求不佳。考虑到成本端支撑，预计短期价格将呈现震荡偏强走势，但受制于需求疲软，上方空间较为有限。

【锡】供应端，云南江西两地合计开工率大幅下降 10.32%，达到 49.11%，云南部分冶炼企业检修，以及矿端现实偏紧，但影响短暂，检修结束，开工率将回升，随着采矿许可证下发，矿端仍将趋于宽松，由于运输周期延长和电力问题，非洲锡矿进口下滑。需求端，终端需求疲软，光伏前期抢装透支后期装机需求，国内 6、7 月新增光伏装机边际走弱，光伏玻璃开工低迷，光伏焊带开工率下降，整体下游订单清淡，虽然开工率下降，但库存增加 120 吨达到 9281 吨，随着价格走高，下游采购放缓，仅维持刚需采购。综上，预计价格短期维持震荡，冶炼厂检修预期和旺季预期支撑价格，后期向上空间有限，重点关注美国衰退预期是否再起。

【碳酸锂】锂盐方面，截至 9 月 4 日，碳酸锂周度产量录得 19419 吨，环比增加 2%，周度开工率 49.35%，锂辉石产量延续增加；8 月碳酸锂月度产量 85240 吨，环比上涨 5%。锂矿方面，澳大利亚锂辉石精矿 CIF 报价 850 美元/吨，周度下跌 5%。供需双增，旺季需求表现强劲，社会库存小幅去库，冶炼厂库存向下游转移。当前供给端关于宜春其他锂矿如何处理仍存扰动，同时上周光伏行业去产能又传政策预期，对于板块有所带动，预期偏强震荡，区间操作。

【工业硅】8 月工业硅总产量 380502 吨，同比下跌 20%，环比上涨 20.6%，产能利用率为 46.55%，环比上升 7.95%。最新周度产量 93919 吨，环比持平，开炉数量总计 304，合计减少 4 台，开炉率 38%。9 月 4 日，工业硅最新社会库存为 53.7 万吨，社库高位小幅去库。最新仓单库存为 24.99 万吨，环比-0.2 万吨。工业硅供需双增。周度产量高位，但是丰水期并未出现累库。受益于反内卷政策，短期跟随多晶硅。

【多晶硅】8 月多晶硅样本企业产量 12.98 万吨，同比下降 2%，环比增加 24%。8 月开工率 45.25%，开工率大幅提升。上周多晶硅传出收储及去产能消息，短期政策预期强烈，多晶硅易涨难跌，逢低布多。

能源化工：OPEC+10 月继续增产，长期压力继续增加

【原油】超预期的非农数据引发市场对后期需求的衰退预期，另外 OPEC 原则同意进行 13.6 万桶/天的增产，也引发了市场对年底的过剩预期的增强，油价继续大幅走弱。现货本周继续小幅走弱，但幅度有限，后期市场将关注降息情况以及 9 月后需求走弱情况，远端结构继续走弱，年底价格下行预期一致性较强，但需要关注俄罗斯近期供油渠道可能发生的制裁风险。

【沥青】沥青价格跟随原油继续小幅走弱，后期等待需求回落节奏，上方空间将有限。短期基差仍然处在小幅下降过程中，且目前社库仍旧未见明显去化，厂库水平也仅有小幅去化，利润近期略有恢复，开工回升较为明显。后期原油仍将受到 OPEC+增产冲击而走低，在沥青库存继续去化有限的情况下，后期仍需关注跟

涨原油幅度。

【PX】盘面跟随原油近期小幅走弱，前期装置开工低位及检修计划增加带来的小幅利好已基本计价。但后期 PTA 开工回升预期仍在，PX 仍然处于偏紧格局，PXN 价差近期小幅下降至 235 美金，PX 外盘则跌至 831 美金，近期将保持震荡格局，等待后期 PTA 装置变化情况。

【PTA】下游开工恢复至 91.3%，需求有望在旺季继续恢复，但目前终端开机恢复仍然有限，织机开机继续保持 65%，订单恢复也一般，下游后期开工恢复空间或较为一般。叠加近期惠州装置将恢复，前期偏低供应将逐步回升，但空间仍然受到低加工费制约。PTA 本周基差大幅度走弱 30 至 -75 左右，叠加原油承压，PTA 后期上方空间仍不看高。

【乙二醇】港口库存小幅去化至 44 万吨，但裕龙装置将上车使得后期乙二醇供应压力仍将回归。另外下游开工或继续受到终端订单低迷的制约，上方空间或有限，以及后期进口将逐渐回归正常水平，乙二醇近期继续保持震荡概率较大。

【短纤】短纤跟随聚酯板块调整，价格略有回落。终端订单季节性有提升，短纤开工略有反弹，短纤库存出现有限累积，后期更多的去化仍然需要观察到终端订单的持续回暖带来的开工提升反馈，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】内地装置重启，到港集中，供应压力凸显。随着港口价格下跌，回流窗口开启，对现货有一定支撑，且 MT0 装置计划重启，传统下游旺季在即，甲醇基本面有边际转好迹象，但供应过剩格局尚未转变，库存高压状态持续压制甲醇价格，预计价格震荡偏弱为主。

【PP】装置开工提升，新增产能投放，周度供应再创新高，下游开工小幅上涨，需求跟进乏力。基本面压力较大，但有政策支撑难深跌，预计 01 合约震荡偏弱。

【LLDPE】当前检修对供应端压力有一定缓解，下游需求缓慢提升中，且库存环比下降，绝对值较低。供需矛盾不突出，但随着装置检修结束供应回归，压力增加，需关注需求同步增长情况。价格预计震荡为主。

农产品：美豆即将丰产上市，关注 9 月 USDA 供需报告指引

【美豆】9 月以来 CBOT 大豆基金净多持仓增加。美豆即将丰产上市，但近期中西部干旱面积快速增加，优良率下降，USDA 是为维持预期偏高的单产预期成为市场阶段性关注要点。需求方面，自中美大豆谈判消息落空后，由于缺乏中国市场采购，销售端超预期调整风险持续存在。关注 9 月 USDA 供需报告指引。

【豆菜粕】美豆上市初期的一般不会有大幅上涨行情，且 9 月 12 日往后，如果 USDA 维持单产预期不变，美豆大概率会就行有承压，不过巴西对华出口报价趋强，主要是中美大豆贸易谈判落空后，国内 10-11 月有加速买船迹象。综合测算，我们相对静态估算 M01@3000-3050 区间不算高。然而，国内短期供需过剩形势不

变，油厂大豆还高到港、高开机、催提，此外一方面进口大豆持续抛储，另一方面下游饲料企业库存高，短期走货压力大。尽管豆粕市场估值低，但短期风险多头风险偏好不高。菜粕短期高库存流通压力也依然存在，然菜籽库存低且远月买船少，政策预期不变，那后期依然有上行波动基础。

【油脂】市场预期马来西亚 8 月棕榈油库存预计将连续第六个月增加，达到 220 万吨，较 7 月增长 4.06%，创下 2023 年 12 月以来的最高水平。国内棕榈油进口利润倒挂加深，进口报价暂稳，现货成交转淡，以执行合同为主。然而，9 月份的马棕出口预计将维持强劲，印尼也将参考价大幅上涨，稳定了成本支撑预期。短期内预计棕榈油或震荡运行。豆菜油，进口油料成本稳中偏强，四季度供需收缩趋势不变，短期淡旺季切换，且相对低估值下流通风险不高，基差略偏强。预计豆棕油倒挂价差将进一步收缩。

【玉米】东北部分地区新季玉米少量上市，普遍对市场观望心态较强，目前来看农户低价售粮意向一般，基层购销清淡。华北地区玉米价格平稳为主，渠道库存供应表现偏紧、流通量不大，价格频繁窄幅波动。今年无去年集中到港冲击压力，港库结转库存偏低，下游饲料及深加工企业玉米库存也不高。期货市场近日也有所反弹，对市场情绪也有利多影响。

【生猪】现货目前基准地反弹 13.4-13.8 元/kg 弱稳，猪价反弹后出栏意愿依然很强。单 9 月生猪月度供需双增，一方面 8 月规模养殖场提前出栏增多，二次育肥及散户大体重猪出栏压力也有所释放；另一方面 9 月基于腌腊行情的二育季节性补栏行情仍在。目前二次育肥补栏成本在 13-13.5 元/kg，已经处于养殖成本及低利润定价区间，有较强的逻辑及情绪支撑。此外，传统的国庆中秋备货周期，9 月猪价也不宜过分悲观。

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