

2025年9月16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：美元持续偏弱，全球风险偏好升温

【宏观】海外方面，美国拟将更多钢铁和铝制品衍生品纳入关税范围，关税风险短期有所加大；此外，市场正在为本周美联储降息做准备，并寻找今年进一步降息的线索，美元走弱，全球风险偏好升温。国内方面，中国8消费同比增长3.4%，1-8月投资同比增长0.5%，工业增加值同比增长5.2%，均低于前值和市场预期，内需继续放缓；政策方面，财政部表示将提前下达部分2026年新增地方政府债务限额，多措并举化解存量隐性债务；短期外部风险的不确定性降低以及国内宽松预期增强，国内风险偏好整体升温。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。国债短期震荡偏弱，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；贵金属短期高位偏强震荡，谨慎做多。

【股指】在小金属、贵金属以及军工等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。基本面上，中国8消费同比增长3.4%，1-8月投资同比增长0.5%，工业增加值同比增长5.2%，均低于前值和市场预期，内需继续放缓；政策方面，财政部表示将提前下达部分2026年新增地方政府债务限额，多措并举化解存量隐性债务；短期外部风险的不确定性降低以及国内宽松预期增强，国内风险偏好整体升温。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：宏观数据偏弱，钢材期现货价格延续反弹

【钢材】周一，国内钢材期现货市场延续上周五反弹走势，市场成交量继续低位运行。8月份宏观经济数据公布，依然偏弱，但也增强了市场对于反内卷的预期。基本面方面，现实需求继续偏弱，品种减走势依旧分化，建材消费量继续走弱，板材消费整体偏强，卷螺价差达到近3年来新高。供应方面，8月粗钢和生铁日均产量均有所下滑，但铁钢比回升至90%以上，前期减产主要仍由废钢减产所贡献。周度产量继续回升，华北钢厂继续复产，预计铁水产量仍会继续回升。钢材市场近期大概率仍以区间震荡为主。

【铁矿石】周一，铁矿石期现货价格小幅回落。上周铁水日产量再度回升至240万吨以上。上周铁水日产量再度回升至240万吨以上，低利润之下，市场预计

继续上涨空间有限。供应方面，本周全球铁矿石发运量环比回升 816.9 万吨，到港量环比回落 85.7 万吨，供应整体维持高位。同时西芒杜铁矿发运我们认为不会受到影响。上周铁矿石港口库存也小幅回升。铁矿石价格仍以区间震荡思路对待。

【硅锰/硅铁】周一，硅铁、硅锰现货期现货价格均有小幅反弹。硅锰 6517 北方市场价格 5630-5680 元/吨，南方市场价格 5650-5700 元/吨。锰矿现货价格延续弱势，天津港半碳酸成交 34-34.5 元/吨度，南非高铁 29.5-30 元/吨度区间，加蓬报价 40 元/吨度左右，澳块指标报价 40-42 元/吨度区间，成交需逐步跟进。供应继续小幅回升，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 47.38%，较上周增 0.93%；日均产量 30590 吨/日，增 185 吨。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。硅铁、硅锰盘面价格预计仍将延续区间震荡。

【纯碱】周一，纯碱主力合约偏强运行，受成本端煤炭价格的上行和反内卷情绪的反复，纯碱价格也走强，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，供应量回升，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，刚需为主但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；当前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，中长期仍是偏空思路对待，需警惕短期政策面消息面带来的短期利多影响，做好仓位管理。

【玻璃】周一，玻璃主力合约偏强运行，受反内卷情绪反复和原料端价格上行的影响，玻璃价格走强。上周的基本面数据来看，供应方面，玻璃产量持稳，周环比变化不大；需求方面，虽然已到旺季，但需求增量有限；整体玻璃供应持稳，需求难有大的增量，整体基本面格局宽松，但政策面情绪反复，预计短期区间震荡。

有色新能源：美元走软，铜价大幅走高

【铜】宏观上，美国非农年度基准遭大幅下修，同时美国 CPI 数据整体符合预期，仍处于高位，但市场解读既然通胀没有超预期，就对美联储后期降息无影响，所以降息预期继续抬升，美元小幅下跌，有色板块上涨。技术上，LME 铜价呈多头趋势。后期上涨空间暂谨慎，全球经济仍处于放缓中，国内需求边际走弱。

【铝】周一铝价震荡，铝库存超预期增加，库存拐点到来时间推迟，技术看压力位在 21300 元/吨一线。中期铝价上涨空间有限，预计后期去库，但去库速度和幅度均偏缓慢。

【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】周一碳酸锂主力 2511 合约上涨 2.31%，最新结算价 72240 元/吨，加权合约减仓 652 手，总持仓 76 万手。钢联报价电池级碳酸锂 71500 元/吨（环比持平）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 810 美元/吨（环比上涨 10 美元）。外购锂辉石生产利润-3379 元/吨。当前碳酸锂供需双增，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。基本面边际转好，但供给端压力犹在，预计行情震荡企稳，下方空间有限。

【工业硅】周一工业硅主力 2511 合约上涨 0.86%，最新结算价 8840 元/吨，加权合约持仓量 50.78 万手，增仓 20228 手。华东通氧 553#报价 9200 元/吨（环比持平），期货贴水 400 元/吨；华东 421#和华东通氧 553#价差 300 元/吨。近期多晶硅高位震荡，成本端焦煤转强，工业硅以震荡偏强看待。

【多晶硅】周一多晶硅主力 2511 合约下跌 0.34%，最新结算价 53400 元/吨，加权合约持仓 30 万手，减仓 1472 手。最新 N 型复投料报价 51500 元/吨（环比上涨 1000 元），P 型菜花料报价 30500 元/吨（环比持平）。N 型硅片报价 1.31 元/片（环比上涨 0.1 元），单晶 Topcon 电池片(M10)报价 0.31 元/瓦（环比上涨 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 7850 手（环比增加 30 手）。近期市场传收储及去产能消息，多晶硅、硅片、电池片现货价格涨价，短期预计高位震荡，易涨难跌。

能源化工：乌克兰加大对俄罗斯石油设施攻击力度，油价小幅上行

【原油】市场权衡旨在限制俄罗斯石油流动的措施以及有关今年晚些时候将出现供应过剩的预期，油价小幅上行。目前乌克兰正加大对俄罗斯石油基础设施的打击，对俄最大炼厂之一的 Kinef 炼厂进行了无人机打击。另外美国重申欧洲必须停止购买俄罗斯石油，此前其已表示准备好推进对俄罗斯石油的“重大制裁”。市场将把目光投向美联储政策会议，目前普遍预计美联储将重启降息周期，这可能刺激经济活动并提振石油需求，短期油价将仍有部分支撑。

【沥青】油价小幅回升，沥青价格跟随反弹，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】PX 价格跟随板块反内卷情绪略有回升，但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。PXN 价差近期小幅下降至 233 美金，PX 外盘则保持 836 美金，PTA 短期加工费继续被明显挤压，PX 仍然处于偏紧格局，近期将保持震荡格局，等待后期 PTA 装置变化情况。

【PTA】反内卷脉冲式升温，PTA 价格小幅跟随回升。下游开工恢复至 91.6%，但终端开工恢复仍然有限，织机开工未见明显提升，继续保持 66%，下游库存也继续小幅增加，PTA 价格上行空间有限。但近期加工费偏低影响逐渐体现，包括英力士等装置均有增加检修计划，其余检修装置或也有推迟重启可能，基差近期也基本保持 01-60，下方支撑也存在。短期原油价格稳定的情况下，PTA 难有趋势性行情，维持震荡为主。

【乙二醇】乙二醇板块跟随板块反内卷行情继续小幅升温，但港口库存小幅累积至 46.5 万吨，近期裕龙装置或很快投产，盘面计价较为充分。此外下游开工也继续受到终端订单低迷的制约，出口订单水平仍然低下，并且圣诞订单继续下发空间已经有限，叠加后期进口将逐渐回归正常水平，乙二醇近期继续保持偏弱震荡概率较大。

【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】内地装置供应仍在增加，进口到港目前仍维持高位，下游装置检修导致需求走弱，整体库存继续上行，港口压力较大，库存创历史新高。但港口 MT0 装置计划重启，周度进口到港有下调预期，内地“金九银十”需求旺季到来，对甲醇价格形成支撑，短期震荡偏弱，下行空间有限

【PP】装置因检修短期产量有所下降，下游开工提升订单情况好转，原料库存开始上涨，旺季备货开始。但季节性供应增产和新增产能释放使得供应仍宽松，过剩格局未改变，短期预计震荡偏弱为主，关注旺季需求提升情况。

【LLDPE】装置重启供应增加，农膜开工提升缓慢，近期订单增速较快，有所改善。且库存绝对值偏低，供需矛盾不突出。宏观政策真空期，市场情绪回落，原油价格下跌，塑料预计震荡偏弱。

【尿素】近期来看，月底部分装置计划重启，供应压力预计增加。当前工业需

求仍偏弱，阅兵后恢复缓慢；农需零星，集港需求对价格支撑有限，且印度招标带来的情绪拉动不足。若价格持续下跌并破前低，可能刺激下游补库，短期市场仍看刚需释放情况。进入 10 月后，季节性需求转弱与供应宽松矛盾加剧，出口政策收紧预期已基本被市场消化，叠加新增产能释放、尿素中长期价格仍以低位下行为主，但宏观政策超预期调整可能带来低位支撑甚至小幅回升。

农产品：马来西亚沙巴州遭遇水灾侵袭，产量和生产运输活动引发市场担忧情绪

【美豆】隔夜 CBOT 市场 11 月大豆收 1043.25 跌 3.00 或 0.29% (结算价 1042.75)。美国农业部公布的周度出口检验报告显示，截至 2025 年 9 月 11 日当周，美国大豆出口检验量为 804352 吨，此前市场预估为 20-73 万吨，前一周修正后为 467624 吨，初值为 452151 吨。此外，巴西中西部地区的干旱可能干扰了播种工作消息，也为市场提供一定支撑。据农业咨询机构 AgRural 称，截至 9 月 11 日，巴西 2025/26 年度大豆种植面积达到预期总面积的 0.12%，并指出。

【豆菜粕】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，下游因前期采购节奏较快，下游库存偏高，加之跨区发运形成的渠道库存逐渐显现，市场供应压力增大。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 9 月 12 日，全国主要地区大豆库存 733.2 万吨，较上周增加 1.50 万吨，增幅 0.21%，同比去年增加 43.81 万吨，增幅 6.35%；豆粕库存 116.44 万吨，较上周增加 2.82 万吨，增幅 2.48%，同比去年减少 18.24 万吨，减幅 13.54%；未执行合同 588.70 万吨，较上周减少 74.08 万吨，减幅 11.18%，同比去年减少 74.9 万吨，减幅 11.29%；尽管豆粕市场估值低，但短期风险多头风险偏好不高，美豆也缺乏方向性指引。预计 9 月底 10 月供需面或有改善，且美豆出口预期改善空间或收购单产再下调，美豆偏强行情均有望提高豆粕震荡价格重心。菜粕短期高库存流通压力也依然存在，全国主要地区菜粕库存总计 59.93 万吨，较上周增加 1.14 万吨。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】国内大豆维持高压榨，豆油供应充足，虽然备货亦悄然启动，但整体消费支撑十分有限。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 9 月 12 日，全国重点地区豆油商业库存 125.12 万吨，环比上周减少 0.01 万吨，降幅 0.01%。同比增加 15.38 万吨，涨幅 14.01%。全国主要地区菜油库存总计 60.77 万吨，较上周下跌 2.13 万吨。近期加拿大贸易代表团访华后，

【棕榈油】马来西亚沙巴州遭遇水灾侵袭，产量和生产运输活动引发市场担忧情绪。此外，据马来西亚南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2025 年 9 月 1-10 日马来西亚棕榈油产量也环比减少 3.17%。9 月以来，马棕出口环比也有明显下降。船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚 9 月 1-15 日棕榈油出口量为 742648 吨，较上月同期出口的 724191 吨增加 2.6%。国内方面，棕榈油需求逐渐转淡，库存增加，基差承压。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 9 月 12 日（第

37 周），全国重点地区棕榈油商业库存 64.15 万吨，环比上周增加 2.22 万吨，增幅 3.58%；同比去年 51.35 万吨增加 12.80 万吨，增幅 24.92%。

【玉米】新季玉米上市初期报价比较混乱，开秤行情或如预期，同比小幅增加。尽管部分地区有点高开低走，但预期回落空间很有限。此外像黑龙江深加工也在持续上调新季玉米收购价，提振了市场预期。今年旧作库存低、进口到港冲击小，销区市场玉米价格现在依然偏强。此外，今年玉米上市盈利预期好，农户低价预计会有惜售。期货方面，主力短期回调，但低估值支撑依然稳固。

【生猪】集团场 9 月计划出栏增多，需求暂无明显增量支撑，二育成本不高，但盈利预期不强，肥标价差收缩、部分地区还倒挂，9 月猪价反弹预期要降低。9 月又要召开生猪产能调控企业座谈会，头部带头减产压力增加，二受限、降重空间也还有，10-11 月猪价不排除出现超季节性承压行情，从而加快推动以市场化手段去产能或供应出清的节奏。

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