

2025年8月22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 PMI 好于预期，美元指数上涨

【宏观】海外方面，美联储官员依旧对降息保持谨慎，下任美联储主席候选人则呼吁大幅降息；但是，美国 8 月标普全球综合 PMI 创 8 个月新高，市场减少对美联储今年两次降息的预期，美元指数上涨，全球风险偏好整体有所降温。国内方面，中国 7 月经济数据全面放缓且不及预期。政策方面，中国总理表示要持续激发消费潜力，采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势，未来或可进一步提振消费且政策刺激预期增强；此外，中美延长关税休战期 90 天，短期关税风险的不确定性降低，国内风险偏好整体升温。资产上：股指短期高位偏强震荡，短期谨慎做多。国债短期高位震荡回调，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期回调，短期谨慎观望；有色短期震荡，短期谨慎观望；能化短期震荡反弹，谨慎观望；贵金属短期高位震荡，谨慎观望。

【股指】在数字货币、油气以及互联网电商等板块的带动下，国内股市继续上涨。基本上，中国 7 月经济数据全面放缓且不及预期。政策方面，中国总理表示要持续激发消费潜力，采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势，未来或可进一步提振消费且政策刺激预期增强；此外，中美延长关税休战期 90 天，短期关税风险的不确定性降低，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贸易谈判进展上，短期宏观向上驱动边际增强；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。

【贵金属】贵金属周四走势分化，沪金主连合约收至 776.08 元/克，沪银主连上行至 9233 元/千克。亚特兰大联储总裁博斯蒂克周四表示其认为美联储今年可以降息一次，堪萨斯城联储总裁施密德则表示目前没有急于降息的必要，克利夫兰联储总裁哈马克支持这一观点。内部分歧加大，CME FedWatch 显示交易商当前预计 9 月降息 25 基点概率已经降至 75%。周四数据显示美国上周初请失业金人数大幅增加，创下近三个月最大增幅，另有数据显示美 8 月企业活动加速且制造业回暖，美元走强压制贵金属上行。投资者当前聚焦杰克森霍尔年会以及周五鲍威尔即将发表的讲话，以判断美联储下一阶段政策路径。

黑色金属：库存继续回升，钢材期现货价格小幅反弹

【钢材】周四，国内钢材期现货市场小幅反弹，市场成交量低位运行。杰克逊霍尔央行年会临近，市场对于降息预期有所减弱。基本面方面，现实需求依旧疲弱，本周五大品种钢材库存继续环比回升 25.07 万吨；主要为螺纹钢库存回升所贡

献。供应方面，建材产量有所回落，热卷产量环比回升 9.65 万吨。除了唐山之外，市场流传沧州地区企业生产调控的消息，限产时间段和唐山相差不多。铁水产量仍有进一步回落可能。短期来讲，钢材市场建议以区间震荡思路对待。

【铁矿石】周四，铁矿石期现货价格略有反弹。钢厂利润处于高位，上周铁水产量小幅回升。不过，随着 9 月初重要活动临近，限产政策可能进一步升级。故钢厂多刚需补库为主，采购情绪较为谨慎。供应端进一步放量，本周全球铁矿石发运量环比回升 359.9 万吨，到港量环比回升 94.7 万吨。可贸易铁矿资源充足，港口库存呈累库趋势，供应压力持续增加。周一铁矿石港口库存继续回升 61 万吨。铁矿石价格后期或阶段性转弱。

【硅锰/硅铁】周四，硅铁、硅锰现货价格持平，盘面价格呈现区间震荡走势。硅锰 6517 北方市场价格 5700-5750 元/吨，南方市场价格 5750-5800 元/吨。锰矿现货价格延续弱势，天津港半碳酸分指标价格成交 34-34.5 元/吨度不等，存在个别低价成交情况，南非高铁 29.5-30 元/吨度，加蓬 39.5 元/吨度左右，澳块分指标价格 40-42 元/吨度区间。厂家开工情绪积极，个别后期仍有增产计划，个别内蒙工厂高硅硅锰新增产能预计本月点火。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 45.75%，较上周增 2.32%；日均产量 29580 吨/日，增 1605 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5350-5450 元/吨，75 硅铁价格报 5800-5900 元/吨。兰炭市场持稳运行，现在小料出厂价现金含税报小料报 610-730 元/吨，包括个别产区后期将有电价上调预期。目前部分硅铁企业利润仍有利润，复产生产积极性转高，Mysteel 统计全国 136 家独立硅铁企业样本：开工率（产能利用率）全国 36.18%，环比上周增 1.86%；日均产量 16125 吨，环比上周增 3.43%，增 535 吨。铁合金价格短期以震荡偏弱思路对待。

【纯碱】周四，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，本周纯碱产量环比增加，并且在新产能投放周期下，纯碱的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，但整体来看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。纯碱依旧纯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，叠加高库存低需求，叠加光伏开会，纯碱需求有减少预期，纯碱易跌难涨。

【玻璃】周四，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，玻璃日熔量周环比下降，玻璃产线无变动，开工率产量环比持稳，供应端变化不大；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 8 月中旬环比增加，整体需求仍是持稳的格局；利润方面，随着玻璃价格的高位回落，利润均有减少，天然气、煤制、石油焦作为燃料的浮法玻璃利润周环比有所下调；整体玻璃供应持稳，需求难有大的增量，受近月交割影响，价格走现实逻辑。

有色新能源：多晶硅现货提价，关注组件集采动向

【铜】欧元区 8 月制造业 PMI 初值 50.5，预期 49.5，前值 49.8。德国 8 月制造业 PMI 初值 49.9，预期 48.8，前值 49.1。杰克霍尔央行年会召开在即，关注美联储主席鲍威尔发言，是否发出降息信号，降息预期上升，短期利多铜价。然而，关税高税率犹存，对全球经济和美国经济的影响不容忽视。美国经济放缓进行时，衰退虽非基准情景，但风险犹存。铜矿增速高于预期，铜矿紧但不缺，精铜产量难有大幅减产。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。

【铝】周四铝价小幅上涨，冲高回落，收长上影线，大宗商品整体情绪偏弱。铝库存下降 1.1 万吨，下降幅度较大，国内社库累库以来，已经累计回升近 15 万吨，超预期。近期 LME 铝库存增加后企稳，已较 6 月下旬低点增加 14 万吨左右。中期上涨空间有限，短期震荡，但反弹基础越来越弱，技术图形观察有形成双顶的概率。

【铝合金】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，企业由盈利变为亏损，并且亏损面不断扩大，部分再生铝厂甚至出现被动减产。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小幅回落 0.41%，达到 59.23%，已经较之前低点显著回升，矿端现实偏紧，但精炼锡减产幅度低于预期，随着采矿许可证下发，矿端仍趋于宽松，后期关注复产进度。需求端，终端需求疲软，光伏前期抢装透支后期装机需求，国内新增光伏装机边际走弱，光伏玻璃开工继续下降，光伏焊带开工率下降；目前处于季节性淡季，整体下游订单边际下降，由于周中价格下跌，现货成交有所好转，下游焊料企业逢低点价接货，本周库存下降 155 吨达到 10080 吨，但下游仍显谨慎，仅维持刚需采购。综上，预计价格短期震荡，冶炼厂检修预期可能提振价格，但高关税风险、复产预期和需求偏弱将继续制约反弹空间。

【碳酸锂】周四碳酸锂主力 2511 合约下跌 0.17%，最新结算价 82600 元/吨，加权合约减仓 21134 手，总持仓 82 万手。钢联报价电池级碳酸锂 82000 元/吨（环比下跌 1000 元），工业级碳酸锂 80950 元/吨（环比下跌 1000 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 960 美元/吨（环比持平）。外购锂辉石生产利润 3613 元/吨。当前行业利润状况好转，冶炼和回收环节生产积极性高，下游刚需采购。当前位于关键套保压力区间，套保压力与强预期进行博弈，预期高位震荡。

【工业硅】周四工业硅主力 2511 合约上涨 3.66%，最新结算价 8595 元/吨，加权合约持仓量 52.9 万手，增仓 2630 手。华东通氧 553#报价 9250 元/吨（环比持平），期货贴水 615 元/吨；华东 421#和华东通氧 553#价差 350 元/吨。近期黑色转弱，多晶硅趋于震荡，工业硅以区间震荡看待。

【多晶硅】周四多晶硅主力 2511 合约上涨 1.28%，最新结算价 52035 元/吨，加权合约持仓 33.5 万手，减仓 1672 手。最新 N 型复投料报价 49500 元/吨（环比上涨 2000 元），P 型菜花料报价 30500 元/吨（环比持平）。N 型硅片报价 1.23 元/片（环比上涨 0.03 元），单晶 Topcon 电池片(M10) 报价 0.29 元/瓦（环比持平），Topcon 组件(分布式):210mm 报价 0.68 元/瓦（环比持平）。多晶硅仓单数量 6460 张（环比增加 90 手），近期仓单连续多日增加，反映套保压力增强，关注仓单压力。工信部组织光伏企业座谈会，会议提出加强产业调控，遏制低价无序竞争，规范产品质量，加强行业自律。昨日多晶硅现货涨价，硅片也提价，近期华润电力组件集采开标，价格显著高于市场主流成交价，今日华电集团 20GW 组件集采将开标。央企集采动向，反映出反内卷持续进行中，多晶硅震荡偏强。

能源化工：美就印度购买俄油问题持续施压，油价小幅上行

【原油】白宫贸易顾问纳瓦罗预计美国对印度的关税将于 8 月 27 日翻倍，以惩罚印度购买俄罗斯原油，油价震荡小幅上行。另外市场也在关注美国推动的俄乌停火进展，目前美国正努力安排俄乌双方会晤，但俄方迄今态度谨慎，任何和平协议都可能意味俄罗斯原油面临的出口限制减少。近期虽然远期过剩较为一致，但全球库存水平仍然异常偏低，后续等待旺季结束后的需求水平验证。

【沥青】近期 200 万吨以下炼厂装置进行产能调整的预期也影响到了沥青生产平衡，后续供应或小幅缩减，盘面跟随原油触底回稳。另外近两日沥青现货略有回暖，基差回落石头暂歇。但目前社库仍旧未见明显去化，厂库水平也仅有微幅去化，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，近期或继续保持弱震荡格局。

【PX】国内炼厂上游装置产能调整使得化工下游支撑明确，PX 价格跟随板块反弹。而短期内 PTA 装置受到低加工费影响减停产较多，整体恢复有限，不过 PX 近期装置符合也有限，短期虽然仍然处于偏紧格局，PXN 价差近期保持 262 美金，PX 外盘小幅反弹至 835 美金，近期将保持震荡格局，等待后期 PTA 装置变化情况。

【PTA】惠州装置受到环保要求而进行计划外检修，9 月供应压力明显减少，叠加下游开工恢复至 90%，以及石化行业进行产能调整导致聚酯板块集体反弹，PTA 也受到明显抬升。近期成交基差大幅上行，恢复至 +40 至 50 水平。下游需求后续需观察反弹高度，短期 PTA 供应受限，需求小幅回升，盘面价格支撑明显，但上方空间仍然受制于原油走势以及 9 月的终端订单情况，短期继续保持窄幅震荡格局。

【乙二醇】聚酯板块近期集体回暖，以及对新产能的限制批准，以及石脑油乙烯等过剩原料产能限制，使得乙二醇继续偏强震荡，虽然后期回落，但是仍显示反内卷将给乙二醇继续带来底部支撑，近期港口库存保持 54.7 吨，工厂库存仍在偏高水平，叠加后期国内装置开工也将有部分恢复，乙二醇供应将略有走高。关注 9 月后终端订单恢复情况，近期织机开工有触底反弹迹象，下游开工也恢复至 90%，乙二醇或呈现供需均小幅增加的情况，短期维持偏强震荡格局不变。

【短纤】板块共振反弹带动短纤价格小幅走高。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，短纤中期跟随聚酯端保持或可继续逢高空。

【甲醇】太仓甲醇午后跟随期货持续偏强，主力合约基差走弱。现货商谈 2310-2315 元/吨，基差 09-10/-5 左右；8 月下商谈 2314-2318 元/吨，基差 09-6/-2 左右。陕蒙甲醇市场价格弱势整理，内蒙古北线市场价格 2050-2090 元/吨持稳；南线市场价格 2100 元/吨持稳。甲醇装置部分重启，内地需求同步提升，供需矛盾不突出，内地偏强。港口烯烃检修，进口到港增加，库存上涨，港口偏弱。内地强港口弱，区域分化明显，若港口货源倒流则压力可阶段性减轻，关注内地与港口价差情况。近期石化产业对老旧设施进行升级改造消息发酵，能化板块资金流入，价格反弹。当前价格估值偏中性，弱现实和强预期博弈，短期价格震荡偏强，中期预计维持震荡偏弱。

【PP】装置开工提升，新增产能待投放，供应端压力增加，下游需求稳中略有小涨，连续四周累计上涨近 1%，暂无旺季备货动作。基本面压力较大，但有政策支撑难深跌，预计 09 震荡偏弱，01 合约换月后关注旺季备货情况。

【LLDPE】供应端压力仍然不减，需求端有拐头迹象，连续 4 周小幅提升，是价格下跌带动需求修复还是旺季需求重启仍需继续观察，供需短期相对平稳，09 合约预计震荡偏弱为主。01 合约成为主力，仍有政策强预期支撑，关注需求和备货情况，以及工信部对于石化产能相关政策落实情况。

农产品：CBOT 大豆受空头回补上涨，新作销售超预期增加提供额外支撑

【美豆】CBOT 市场 11 月大豆收 1055.00 涨 19.00 或 1.83%(结算价 1056.00)。Pro Farmer 中西部作物巡查中，巡查团发现爱荷华州西部的大豆前景远优于平均水平，但作物病虫害可能威胁最终单产。最终巡查结果，于周五发布最终的作物展望。美国农业部（USDA）公布的出口销售报告显示，8 月 14 日止当周，美国当前市场年度大豆出口销售净减 0.57 万吨，较之前一周减少 98%，较前四周均值减少 105%，市场此前预估为净减 30 万吨至净增 30 万吨。当周，美国下一市场年度大豆出口销售净增 114.26 万吨，市场此前预估为净增 40 万吨至净增 100 万吨。

【豆菜粕】国内个别地区海关抽检大豆，导致少数油厂可能短暂断豆停机，油厂大豆、豆粕累库压力减缓，短期油厂催提、中期预期到港不足担忧消退，现货同步期货补涨之后，成交明显萎缩。成本端，国内 10 月船期采购几近完成，集采结束后巴西出口溢价有回落迹象；美豆 8 月当周会有巡查结果公布，或初步可确定丰产潜力，美豆自身的新作销售压力也持续存在，CBOT 大豆在上市初期或有疲软表现，对豆粕或有拖累。

【豆菜油】隔夜芝加哥期货交易所(CBOT)豆油期货收盘上涨，基准期约收高 4.7%，因为出口销售改善，市场预计美国环保署将于本周解决小型炼油厂豁免积压情况。国内豆油成本预期偏强，短期高库存压力增加，然四季度供需面好转且相关油脂支撑稳定。菜油港口库存持续去化，进口菜籽买船少、库存低，供应收缩预期强。

【棕榈油】隔夜 BMD 马来西亚棕榈油主力合约收涨 1.57%，报 4530 林吉特/吨。棕榈油受美豆油行情及印尼低库存提振走高。印尼棕榈油协会（GAPKI）周四数据显示，尽管产量增加且出口加速，截至 6 月底印尼棕榈油库存仍环比下降 13%至

253 万吨。作为全球最大棕榈油生产国和出口国，印尼 6 月棕榈油出口达 361 万吨，在中国和印度等主要买家需求激增推动下环比猛增 35.4%。马棕增产环比下滑提供额外支撑。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2025 年 8 月 1-20 日马来西亚棕榈油单产环比上月同期减少 2.12%，出油率环比上月同期增加 0.46%，产量环比上月同期增加 0.3%。

【玉米】全国玉米价格略弱，贸易商库存有限，市场购销活跃度偏差。下游深加工库存增加，部分春玉米到位，窄幅下调收购价格；饲料企业物理库存及合同均较多，目前采购意向也显一般。现部分有国储拍卖粮源，且后期传闻的陈稻拍卖也依然是目前多头最大焦虑。短期玉米市场表现或持续疲软。进去 9 月，新季玉米计价权重增加，C2511 合约已进入去年开秤行情区间 2100-2200 元/吨。今年同期无去年集中到港冲击压力，结转库存低且主产区过量降雨风险也依然存在。此外，尽管今年种植成本随租地成本下降而下移，但重要农产品稳价及提升农民收入等政策氛围下，预计破去年区间可能性小。目前期价已进入相对低估值区间，不用再过分悲观。

【生猪】目前基准地现货 13.5-13.8 元/kg 企稳，出栏心态尚可。生猪体重下滑，二育释放后，肥标价差也有抬头，局部二育补栏增多，也提供了一定支撑。9 月起，生猪调运“逢车必查、逢猪必检”，主要为提升动物运输环节的疫病防控能力，但无形中会增加二育调运成本。现阶段，二育多维持谨慎态度，整体补栏量级有限。如此后期大量出栏可缓冲空间减小，市场对四季度预期悲观情绪升温。

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