

2025年8月25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

宏观金融：美联储主席释放降息信号，全球风险偏好大幅升温

【宏观】海外方面，由于鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的鸽派讲话提振了市场对9月降息的预期，美元指数走弱，全球风险偏好大幅升温。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】在人工智能、半导体以及证券等板块的带动下，国内股市继续大幅上涨。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】贵金属上周五大幅上行，鲍威尔在市场聚焦的杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话，释放关键鸽派信号。国际金价反弹突破3350美元/盎司关口，收于3370美元/盎司上方，沪金夜盘大幅上涨收至781.12元/克一线。经济数据方面，8月制造业PMI初值录得53.3创新高，但初请失业金人数

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

升至 23.5 万人，滞胀风险持续酝酿。地缘政治方面，俄乌局势出现反复，普京“和平”表态后突袭乌克兰，预示谈判前景不明，避险情绪波动加剧。降息预期进一步加强，黄金短期偏强，警惕美联储态度反复，重点关注下一阶段就业数据以验证美联储政策路径。

黑色金属：需求弱势之下，钢材期现货价格区间震荡

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场延续弱势，市场成交量低位运行。杰克逊霍尔央行年会市场偏鸽信号，降息预期有所增强。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】上周五，铁矿石期现货价格延续弱势。钢厂利润处于高位，铁水产量继续小幅回升。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，上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。铁矿石港口库存也小幅回升。铁矿石价格短期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，盘面价格继续走弱。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】上周，纯碱主力合约偏弱运行。上周的基本面数据来看，供应方面，本周纯碱产量由于前期检修回归，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。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，当前盘面交易交割逻辑，叠加反内卷预期仍有反复，纯碱易跌难涨。

【玻璃】上周，玻璃主力合约偏弱运行。上周的基本面数据来看，供应方面，玻璃产量持稳，开工率产量环比持稳，产线开工条数未有变化，供应端整体变化不大；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，当前盘面走近月交割逻辑，预计盘面短期低位运行。

有色新能源：高位震荡，等待新驱动

【铜】宏观上，鲍威尔在全球央行年会上表示，关税推动的通胀可能是暂时性的，承认劳动力市场出现裂痕，重新点燃了市场对 9 月降息的押注，降息概率从会议前的 75% 升至 89%，但鲍威尔在讲话中仍保留余地，强调后期数据依赖，另外四位

美联储委员对降息较为谨慎，关税对通胀的影响仍不容忽视。关税高税率犹存，对全球经济和美国经济的影响不容忽视。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】上周五铝价小幅上涨，冲高回落，继续收长上影线，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回升 0.41%，达到 59.64%，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，部分企业计划检修，产能利用率或有所下降，随着采矿许可证下发，矿端仍趋于宽松，由于运输周期延长和电力问题，7 月非洲锡矿进口下滑。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，由于价格下跌，刺激下游集中补库，现货成交有所好转，本周库存下降 802 吨达到 9278 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，冶炼厂检修预期和旺季预期支撑价格，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】截至 8 月 21 日，碳酸锂周度产量录得 19138 吨，环比下降 4.2%，周度开工率 49.93%，锂云母产量下降，锂辉石产量延续增加。7 月锂辉石进口环比大幅增加，预计锂辉石产碳酸锂开工继续提升，8 月碳酸锂进口亦有增加预期。下游磷酸铁锂行业传行业反内卷，关注潜在政策扰动。预计宽幅震荡，短空长多。

【工业硅】最新周度产量 87801 吨，环比增加 7.2%。上周开炉数量总计 297，合计增加 13 台，开炉率 37%。其中，四川和云南合计增加 4 台，新疆 1 台，内蒙古和甘肃合计增加 7 台。南北产区开工继续提升，但传大厂复产不及预期。焦煤和多晶硅多头题材扰动，易涨难跌，工业硅受到情绪提振。当前工业硅的价格接近龙头企业现金成本，震荡偏强看待。

【多晶硅】多晶硅是反内卷的重点行业，预期仍存，且下方现货价格再次上涨提供支撑，上周组件集采招标价格上移，有助于硅料涨价向下游传导。强预期与弱现实博弈，短期预计高位震荡。

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】俄乌会谈仍在进行中，短期尚未有实质性成果，但美国出兵委内瑞拉，可能引起地缘风险，适逢近期现货市场跌势企稳，以及美国库存超预期去化，油价小幅回升。宏观方面降息路径在央行年会后更加清晰，风险资产支撑存在，短期油价或仍有小幅反弹空间，但长期结构转 C 明显，远期看空压力仍然巨大。

【沥青】石化反内卷以及国际原油价格反弹均给出沥青较强支撑。近期沥青现货略有回暖，基差回落势头暂歇。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】PTA 开工近期受到加工费低位影响而持续走低，叠加环保等计划外检修，PTA 需求略有走低，但 PX 受到石化产能调整利好，但 PX 近期装置负荷也处于中地位之，短期仍然处于偏紧格局，PXN 价差近期保持 269 美金，PX 外盘则反弹至 857 美金，近期将保持震荡格局，等待后期 PTA 装置变化情况。

【PTA】国内及韩国石化产能调整驱动能化板块短期企稳，叠加惠州装置受到环保要求短暂关停，导致盘面价格上行，基差也恢复至+40 水平。另外下游开工也恢复至 90%，补库节奏旺季前夕开始加快，PTA 在 9 月或转为微幅去库，短期维持偏强震荡格局。

【乙二醇】港口库存小幅去化至 54.3 万吨，另外国内限制石化产能，新建项目批准也将受限，乙二醇受消息利好刺激冲高，但基差目前尚未有明显回升。短期下游开工回升将对乙二醇形成下方支撑，但近期合成气制装置开工恢复后供应压力仍然较大，等待下游旺季需求水平验证，短期逢低多需注意原油成本波动风险。

【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】内地装置重启，到港集中价格承压。随着港口价格下跌，回流窗口即将开启，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，预计价格震荡为主。

【PP】装置开工提升，新增产能待投放，供应端压力增加，下游开工小幅上涨，需求有回暖迹象。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，阶段性“供给侧”炒作给予一定价格支撑，09 合约预计震荡偏弱为主。01 合约短期偏弱，关注需求和备货情况。

农产品：美国生柴相关政策利空出尽，美豆获相关稳定支撑

【美豆】美国 Pro Farmer 在最终报告中给出新作大豆 53 蒲/英亩的单产预估，预估区间 51.9-54.1 蒲/英亩，略低于 8 月 USDA 报告给出的 53.6 蒲/英亩。历史单产预期修正，叠加周度出口销售及相关政策预期也改善，美豆或驱动上涨。美豆油历史性豁免影响受限，同时政策同时确认了未来稳定的需求增长预期，美豆油利空出尽，额外为美豆行情提供支撑。后期关注美豆收割上市行情季节性压力。

【豆菜粕】国内油厂大豆及豆粕持续累库压力暂缓，周内进口大豆抛储传闻进一步稳定了后市供应预期。三季度整体预防式采购，大豆累库供应无虑，四季度供需或收缩，且成本预期偏强，豆粕市场风险偏好明显增加。豆菜粕价差小幅走扩，

菜粕短期高库存流通压力，然菜籽库存低且远月买船少，依然有上行波动基础。

【油脂】美豆油受稳定的政策预期提振上涨，国际豆棕接连上上涨、油料价格反弹偏强，国内油脂受相关市场提振行情或延续。此外，菜油港口库存持续去化，国内进口菜籽买船少、库存低，供应收缩预期强；豆油成本预期转强，低估值补涨行情可期。棕榈油增产周期、供需矛盾并不突出，短期也无政策带来的增量消费预期，多头行情抢跑，行情或进入震荡。

【玉米】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】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