

2025年9月5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：美国就业市场放缓强化降息预期，全球风险偏好继续升温

【宏观】海外方面，美国8月份“小非农”低于预期，美国上周初请失业金人数增加8000人至23.7万人，高于经济学家预期的23万人，而且8月民间企业招聘放缓，进一步显示劳动力市场正在降温；此外，美联储官员表示随着时间的推移而降息是适宜的，强化了美联储降息的预期，全球风险偏好继续升温。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，但是短期国内市场情绪降温，国内风险偏好继续降温。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，短期宏观向上驱动边际减弱；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，短期谨慎观望。国债短期高位震荡，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期偏弱震荡，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】在半导体、人工智能以及通信等板块的拖累下，国内股市大幅下跌。

基本上，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，但是短期国内市场情绪降温，国内风险偏好有所降温。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，短期宏观向上驱动边际减弱；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，短期谨慎观望。

黑色金属：需求回落明显，钢材期现货价格区间震荡

【钢材】周四，国内钢材现货市场相对平稳，盘面价格延续弱势。进入传统需求旺季，但现实需求依旧偏弱，本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，本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，但下周钢厂复产概率。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】周四，铁矿石期现货价格均走势均偏强。北方地区本周阶段性限产，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，下周钢厂大概率复产。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。周一铁矿石港口库存继续小幅回落 12 万吨。铁矿石价格短期预计仍以偏强思路对待。

【硅锰/硅铁】周四，硅铁、硅锰现货价格持平，盘面价格小幅回落。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】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，本周纯碱产量周产量环比下降，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，宏观情绪消退，交割逻辑退出，盘面回归基本面，纯碱短期区间震荡为主。

【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，玻璃产量持稳，开工率产量环比增加，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 8 月中旬环比增加，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，地产消息的提振下，预计短期区间震荡。

有色新能源：美元坚挺，隔夜有色金属全线回调

【铜】美国 7 月份职位空缺降至 10 个月来的最低水平，在政策不确定性加剧的背景下，企业对劳动力的需求正逐步减弱。数据显示，职位空缺数量从 6 月向下修正后的 736 万降至 7 月的 718 万，预期 738 万。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。然而，9 月美联储降息基本可以确定，可能短暂提振铜价。

【铝】周四铝价表现较弱，LME 铝白盘持续下跌，8 点 57 分左右跳水，导致国内开盘直接跳空，铝持仓量下降。铝库存继续增长，达到 62.6 万吨，虽已进入旺季，但需求表现欠佳。今日 LME 铝库存不变，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下降0.21%，达到59.43%，已经较之前低点显著回升，云南部分冶炼企业检修，矿端现实偏紧，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，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，上周库存下降117吨达到9161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】周四碳酸锂主力2511合约上涨1.05%，最新结算价73240元/吨，加权合约增仓14003手，总持仓77.80万手。钢联报价电池级碳酸锂74000元/吨（环比持平）。锂矿方面，澳洲锂辉石CIF最新报价850美元/吨（环比持平）。外购锂辉石生产利润-1567元/吨。碳酸锂缓慢去库，库存向下游转移，预计宽幅震荡，谨慎观望。

【工业硅】周四工业硅主力2511合约上涨0.12%，最新结算价8505元/吨，加权合约持仓量48.19万手，减仓3039手。华东通氧553#报价9100元/吨（环比持平），期货贴水585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，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0.55%，最新结算价52055元/吨，加权合约持仓31.70万手，减仓3866手。最新N型复投料报价50500元/吨（环比持平），P型菜花料报价30500元/吨（环比持平）。N型硅片报价1.27元/片（环比上涨0.01元），单晶Topcon电池片(M10)报价上涨至0.297元/瓦（环比上涨0.05元），N型组件(集中式):182mm报价上涨至0.66元/瓦（环比持平）。多晶硅仓单数量6870张（环比持平）。传多晶硅龙头协鑫科技透露“行业重组计划细节将很快公布”，再次引发市场对于产能整合的预期，多晶硅、硅片、电池片现货价格上涨，面临强预期与弱现实博弈，短期预计高位震荡。

农产品：美豆产区干旱面积扩大，关注后期USDA供需报告预期指引

【美豆】隔夜CBOT市场11月大豆收1033.25涨1.75或0.17%（结算价1033.00），盘中跌至逾三周低点，尾盘受技术性买盘推动反弹。USDA周度出口销售报告推迟一天发布，报告出炉前的一项针对行业分析师的调查显示，截至8月28日当周，美国大豆出口销售料净增30-165万吨。其中2024/25年度料净减30万吨至净增5万吨，2025/26年度料净增60-160万吨。此外，重点关注9月12日USDA报告是否会修正美豆单产。目前中西部干旱导致优良率下调很大，另一方面去年

9月往后 USDA 还在超预期下调单产，需谨慎对待。根据 2025 年 9 月 4 日发布的最新干旱监测报告显示，截至 2025 年 9 月 2 日，美国，特别是西部、西南部及大平原地区，正经历从反常干燥（D0）到极端干旱（D3）的不同级别干旱状况。

一方面

【豆菜粕】国内油料三季度整体预防式采购，进口大豆、开机率越来越高，阶段性累库压力依然大，近月/现货风险并没有消退，基差短期很难修复。成本方面，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。当前菜粕行情同步走弱，后市可重点关注中国和加拿大贸易政策变化。

【油脂】隔夜 CBOT 豆油期货收盘上涨，基准期约收高 0.2%，追随大豆和豆粕市场的涨势。马来西亚衍生品交易所（BMD）毛棕榈油期货小幅走高。9 月份的出口预计将维持强劲，但未来市场走向仍将取决于产量数据。等待下周马来西亚棕榈油局（MPOB）公布的供需数据以寻求进一步指引。现据马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据，马来西亚 2025 年 8 月 1-31 日棕榈油产量预估较上月同期增加 2.07%，机构调查预测，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，短期内预计棕榈油或震荡运行。

【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，对市场情绪也有一定的利多影响。

【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