

2025年9月12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：市场预期美联储年底前将降息三次，全球风险偏好升温

【宏观】海外方面，美国8月末季调CPI年率录得2.9%，月率录得0.4%，为1月以来新高；此外，美国至9月6日当周初请失业金人数录得26.3万人，激增至近四年高位；市场完全定价美联储2025年底前将降息三次，美元指数下跌，全球风险偏好升温。国内方面，中国8月出口低于预期，但贸易顺差好于预期，外需对经济的拉动作用仍强；核心通胀回升，表明消费有所改善；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，国内风险偏好继续升温。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】在半导体元件、人工智能以及消费电子等板块的带动下，国内股市大幅上涨。基本上，中国8月出口低于预期，但贸易顺差好于预期，外需对经济的拉动作用仍强；核心通胀回升，表明消费有所改善；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，国内风险偏好继续升温。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：需求走势分化，钢材现货价格延续弱势

【钢材】周四，国内钢材期现货市场延续弱势，市场成交量低位运行。市场在传政策加码消息，包括中央加大投资力度以及准备帮助地方解决民企欠款问题等。基本面方面，现实需求依旧偏弱，但品种间走弱分化，热卷表需环比回升20.8万吨，螺纹钢则环比回落4万吨。卷螺价差也达到近3年来新高。供应方面，热卷产量环比回升10.9万吨，表明9.3阅兵过后，北方钢厂阶段性复产延续，预计铁水产量仍会继续回升。同时，铁矿石的走强使得成本支撑有所增加。钢材市场近期大概率仍以区间震荡为主。

【铁矿石】周四，铁矿石期现货价格小幅回落。9.3阅兵结束后，钢厂复产进程继续，本周热卷产量环比回升10.9万吨，预计铁水产量也将小幅回升。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落 800 万吨，到港量环比回落 72 万吨。西芒杜铁矿石加设冶炼厂消息推动矿石价格大幅反弹，但力拓表示，首要任务仍是要保证首批铁矿石出货，预计该事件发酵时间可能不会太久。周一、铁矿石港口库存仍小幅回升。铁矿石价格仍以区间震荡思路对待。

【硅锰/硅铁】周四，硅铁、硅锰现货价格持平，盘面价格延续区间震荡。硅锰现货市场震荡运行，6517 北方市场价格 5630-5680 元/吨，南方市场价格 5650-5700 元/吨。锰矿现货价格坚挺，天津港半碳酸报价 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，澳块分指标报价 40-41.5 元/吨度区间。UMK 公布 2025 年 10 月对华锰矿报价南非半碳酸块价格为 4 美元/吨度（降 0.05）。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。

【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】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，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：降息预期提升，有色上涨

【铜】美国 CPI 数据整体符合预期，市场认为通胀可控，降息预期抬升。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】周四铝价收涨，比较坚挺，铝持仓量再次上升。社库下降，提振市场情绪，但基本在预期之内，符合季节性库存走势，我们预计后期延续去库，但去库速度和幅度均偏缓慢。LME 铝库存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。下周美联储9月利率会议，降息基本可以确定，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】周四碳酸锂主力2511合约上涨1.25%，最新结算价70660元/吨，加权合约减仓17672手，总持仓77.85万手。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800美元/吨（环比下降5美元）。外购锂辉石生产利润-1761元/吨。近日传宁德时代召开视下窝锂矿复产会议，“视下窝锂矿采矿权证及采矿许可证申请顺利”。虽然年内视下窝是否会复产犹未可知，但复产消息对于市场情绪形成打压，预期弱势震荡，关注前方关键支撑的表现。

【工业硅】周四工业硅主力2511合约上涨2.46%，最新结算价8690元/吨，加权合约持仓量49.87万手，增仓13190手。华东通氧553#报价9200元/吨（环比上涨100元），期货贴水490元/吨；华东421#和华东通氧553#价差300元/吨。9月10-12日在内蒙古包头召开2025年中国硅业大会，主题为“技术创新协同绿色转型、行业自律助力和谐发展”，对于行情有提振作用。近期多晶硅高位震荡，工业硅以震荡偏强看待。

【多晶硅】周四多晶硅主力2511合约上涨1.94%，最新结算价53035元/吨，加权合约持仓30.4万手，减仓52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1.28元/片（环比上涨0.1元），单晶Topcon电池片(M10)报价0.305元/瓦（环比持平），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7690手（环比增加320手）。近期市场传收储及去产能消息，多晶硅、硅片、电池片现货价格上涨，面临强预期与弱现实博弈，短期预计高位震荡。

### 能源化工：供应增加及需求疲软担忧共行，能化成本支撑下降

【甲醇】港口现货偏强基差走强，现货商谈2284-2290元/吨，基差01-106/-100左右；陕蒙甲醇市场价格窄幅下滑，内蒙古北线市场价格2105-2140元/吨，低端

较前一交易日跌 10 元/吨；南线 2120 元/吨持稳。截至 2025 年 9 月 10 日，中国甲醇港口库存总量在 155.03 万吨，较上一期数据增加 12.26 万吨生产企业库存 34.26 万吨，较上期减少 0.45 万吨，环比跌 1.31%。内地装置重启产能扩张，传统下游目前开工有走弱迹象，港口方面进口到港仍然较高，但伴随着 MTO/MTP 利润修复，装置有开工提升预期，以及传统下游需求旺季开工仍有走高空间，利空兑现后，供需边际有改善迹象，受制于供应端压力，预计维持震荡偏弱为主。

【PP】市场区间整理为主，华东拉丝主流在 6750-6970 元/吨。隆众资讯 9 月 11 日报道：两油聚烯烃库存 65.5 万吨，较前一日下降 2 万吨。装置开工提升，中海油大榭二期一线 45 万吨/年新装置投产，周度供应再创新高，传统需求旺季支撑，下游开工小幅上涨。OPEC+维持增产操作，国际油价存松动预期。基本面压力较大，但有政策支持难深跌，预计 01 合约震荡偏弱。

【LLDPE】聚乙烯市场价格调整，LLDPE 成交价 7130-7650 元/吨，华北市场 LLDPE 市场价格稳定，华东市场价格下跌 10 元/吨，华南 LLDPE 市场价格稳定。当前检修对供应端压力有一定缓解，但装置有集中重启计划，埃克森美孚 LDPE 装置计划 9 月投产，听闻广西石化 FDPE 装置已试车。下游需求缓慢提升中，农膜市场已步入储备周期，企业订单正处于逐步积累过程，但整体偏缓，需求提升不及往年。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。

【尿素】国内尿素行情弱势运行，其中山东中小颗粒主流送到价 1670 元/吨附近。隆众数据显示：2025 年第 36 周（20250904-0910），中国尿素产能利用率 79.34%，环比涨 1.24%。截止 2025 年 9 月 11 日，中国尿素港口样本库存量：54.94 万吨，环比减少 7.15 万吨，环比跌幅 11.52%。月底装置有重启预期，供应端承压。需求端来看工业需求低迷，阅兵后待提升，农业有秋肥需求，以及出口集港仍在进行，对价格下跌有一定缓冲作用。但印标消息情绪提振作用有限，10 月之后需求季节性走弱和供应宽松矛盾加剧，预计价格仍有回落空间。警惕出口消息释放利好炒作。

## 农产品：美豆干旱产区面积扩大，四季度转变为拉尼娜气候的可能性提高到 71%

【美豆】隔夜 CBOT 市场大豆 11 月大豆收 1034.00 涨 8.75 或 0.85%(结算价 1033.50)。分析师调查显示，美国农业部预计将在周五发布的月度报告中将美国大豆单产预测下调至每英亩 53.3 蒲式耳，低于上月的每英亩 53.6 蒲式耳。此外一些分析师预计，美国农业部将在周五的月度报告中下调美国大豆出口预期。据美国农业部(USDA)周四公布的出口销售报告显示，9 月 4 日止当周，美国 2025/2026 年度（9 月 1 日开始）大豆出口销售净增 54.11 万吨，累计销售总计 935.4 万吨。值得注意，USDA 最新干旱报告显示，截至 9 月 9 日当周，约 22% 的美国大豆种植区域受到干旱影响，而此前一周为 16%，去年同期为 26%。美国国家海洋和大气管理局(NOAA)气候预测中心也将当前厄尔尼诺-南方涛动(ENSO)中性气候在 2025 年 10 月至 12 月期间转变为拉尼娜气候的可能性提高到 71%。北美多模型预测拉尼娜现象将出现并持续整个冬季。

【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，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。

【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 1.19%。此前白宫正审议一项计划，要求大型炼油厂承担部分因小型炼厂豁免而减少的生物燃料掺混量。该计划将要求大型炼油厂补偿 50% 或更低的豁免生物燃料量，低于生物燃料行业寻求的 100%。国内进口油料成本稳中偏强、四季度供需收缩趋势不变，现阶段油脂淡季切换，且相对低估值下流通风险不高，基差略偏强。豆油方面，尽管库存仍高位运行，但短期市场情绪偏乐观市场，相关油脂暂无方向性指引，行情窄幅调整。菜油方面，近期油厂开工率处于低位，加之库存下降，市场惜售情绪较浓。

【棕榈油】隔夜 BMD 马来西亚棕榈油主力合约涨 0.27%。由于产量增加而出口略降，马来西亚棕榈油库存在 8 月底升至 20 个月高点。不过 7 月和 8 月的棕榈油产量同比下降 1.87%。出口需求不振对棕榈油上涨构成阻力。船运调查机构称，ITS：马来西亚 2025 年 9 月 1-10 日棕榈油出口量环比减少 1.24%；AmSpec：马来西亚 2025 年 9 月 1-10 日棕榈油出口量环比减少 8.43%。

【玉米】新季玉米上市初期报价比较环论，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。。今年玉米上市盈利预期好，农户低价预计会有惜售。

【生猪】9 月以来持续落价后，猪价回稳，部分地区二育进场支撑。基准地报价 13.4-13.8 元/kg。这波承压主要是并没有看到集团企业大放量，这波反而是养殖户绷不住了，大肥猪出栏或有降重。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](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL：[Jialj@qh168.com.cn](mailto:Jialj@qh168.com.cn)