

2025年9月19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：美元指数反弹，全球风险偏好升温

【宏观】海外方面，美联储宣布了预期中的降息，但暗示未来数月并不急于快速降息；此外，美国公布的初请失业金人数创下近四年来的最大降幅，美元指数和美债收益率大幅反弹，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，商务部等9部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》；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，短期谨慎做多。国债短期震荡，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，短期谨慎观望；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】在贵金属、有色金属以及证券等板块的拖累下，国内股市下跌。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，商务部等9部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》；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：需求略有改善，钢材期现货价格冲高回落

【钢材】周四，国内钢材期现货市场冲高回落，市场成交量继续低位运行。美联储降息预期兑现，幅度基本符合预期，部分资金离场，商品市场冲高回落。基本面方面，需求略有改善，但品种之间有所分化，螺纹钢表观消费量环比回升11.96万吨，热卷消费量环比回落4.34万吨。供应方面，五大品种钢材产量环比回落1.78万吨，降幅相比之前有所收窄。且市场再次传唐山市空气质量形势严峻，参照“9.3”期间限产安排，即日起到9月30日，减排量需达到50%。短期钢材市场大概率以区间震荡为主。

【铁矿石】周四，铁矿石期现货价格小幅回落。市场再出限产传闻，成材产量小幅回落。上周铁水产量回升至240万吨上方，短期继续上涨空间也有限。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。铁矿石港口库存也小幅下降63万吨。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，盘面价格小幅反弹。硅锰 6517 北方市场价格 5680-5730 元/吨，南方市场价格 5700-5750 元/吨。锰矿报价有所上调，天津港半碳酸报价 35 元/吨度左右，成交 34.3-34.5 元/吨度，南非高铁 29.5-30 元/吨度区间，加蓬报价 40-40.5 元/吨度，澳块指标报价 40.5-42 元/吨度区间。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 5300-5400 元/吨，75 硅铁价格报 6000-6050 元/吨。兰炭端各地暗自调价，实际采购价格 680-710 元/吨，出厂现金含税价格，以及电价支撑有力地稳固了硅铁价格，助力行情稳挺价。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】周四，纯碱主力合约高位有所回落。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】周四，玻璃主力合约高位回落。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：有色转强，新能源板块基本面边际转好

【铜】美联储 9 月利率决议如期降息，靴子落地，点阵图预示年内还有两次降息，鲍威尔发言偏谨慎，称之为风险管理式降息，将逐次会议做出决定。近期铜价上涨主要还是由于美联储降息预期提振，另外税收政策对再生铜市场的扰动，以及印尼铜矿事故也从情绪上提振铜价。对于后市，空间不宜看得太高，美国经济处于放缓趋势中，制约上方高度。

【铝】周四，美联储降息靴子落地，铝价大幅下跌，仍收于 20 日均线上方，显示短期下方有一定买盘支撑。近期铝价上涨，主要受美联储降息提振和铜价上涨外溢，但目前铝基本面偏弱，库存继续增加，旺季下需求虽有回升，但力度偏低，若累库持续，库存将超过 2024 年同期。同时，前期铝价上涨，但现货跟涨乏力，现货贴水期货。

【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 20.63%，达到 28.48%，创年内新低，主要受云南部分冶炼企业检修和矿端现实偏紧影响，但预计实际影响偏短暂，检修结束后，开工率将回升，随着采矿许可证下发，矿端仍将趋于宽松，11 月后缅甸锡矿将大量产出。需求端，终端需求依旧疲软，传统行业如消费电子和家电需求疲软，新兴领域光伏前期抢装透支后期装机需求，近两个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，新能源汽车同比增速也有所回落，虽然开工率显著下降，库存增加 108 吨达到 9389 吨，随着锡价再度走高，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偏强，检修预期和旺季预期仍将支撑价格，有色板块上涨也从情绪上提振锡价，但向上空间仍将承压。

【碳酸锂】周四碳酸锂主力 2511 合约下跌 0.74%，最新结算价 72780 元/吨，加权合约减仓 17958 手，总持仓 73 万手。钢联报价电池级碳酸锂 73250 元/吨（环比持平）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 830 美元/吨（环比上涨 5 美元）。外购锂辉石生产利润-3049 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，预计行情震荡偏强，关注上方压力区间。

【工业硅】周四工业硅主力 2511 合约下跌 0.22%，最新结算价 8980 元/吨，加权合约持仓量 51.6 万手，增仓 5945 手。华东通氧 553#报价 9350 元/吨（环比持平），期货贴水 445 元/吨；华东 421#和华东通氧 553#价差 250 元/吨。近期多晶硅和焦煤高位震荡，工业硅以震荡偏强看待。

【多晶硅】周四多晶硅主力 2511 合约下跌 0.49%，最新结算价 53160 元/吨，加权合约持仓 28.36 万手，减仓 5951。最新 N 型复投料报价 51500 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 1.32 元/片（环比持平），单晶 Topcon 电池片(M10)报价 0.315 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 7880 手（环比持平）。近期多晶硅、硅片、电池片现货价格涨价，政策预期强仍存，短期预计高位震荡。

能源化工：美对俄制裁或维持轻微程度，油价震荡回调

【原油】美国总统特朗普暗示，其更倾向通过维持低油价而非制裁来迫使俄罗斯结束与乌克兰的冲突，削弱了市场对各国采取行动遏制俄油流动的信心。油价也受到美国国债收益率的影响，降息后市场对货币宽松的乐观情绪因美联储的谨慎表态而有所减弱。后续市场关注焦点仍将在制裁和地缘政治上徘徊一段时

间，价格预计仍将有一定支撑，维持震荡格局。

【沥青】近两日油价小幅回落，沥青跟随反弹后维持稳定，后期上方空间将有限。短期基差仍然处在小幅下降过程中，且目前社库出现小幅累库，厂库水平也基本结束去化，利润仍然良好，开工仍有少量回升。后期原油仍将受到 OPEC+增产冲击而走低，在沥青库存有后期淡季累库压力的情况下，后期仍需关注原油价格情况，沥青或保持低位震荡格局。

【PX】PX 价格跟随能化板块共振，盘面价格维持稳定，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】下游开工继续徘徊在 91.4%，切终端开工恢复仍然有限，织机开工继续保持 66%，订单水平未见明显增加，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，PTA 短期加工费问题导致较多装置减停产，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】乙二醇继续持稳震荡，但下游开工未见旺季上行或制约后续上方空间。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，价格略有回升。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】港口出货不畅，基差走弱，9 中 2245-2260，基差 01-105~-103；9 下 2250-2260 基差 01-97~-95。港口价格下跌，与内地部分地区套利窗口打开。本周(20250912-0918)中国甲醇产量为 1813165 吨，较上周减少 106100 吨，装置产能利用率为 79.91%，环比跌 5.52%。截至 2025 年 9 月 17 日，中国甲醇港口库存总量在 155.78 万吨，较上一期数据增加 0.75 万吨。生产企业库存 34.05 万吨，较上期减少 0.21 万吨，环比跌 0.60%。内地装置供应略有下降，进口到港目前仍维持高位，港口 MTO 装置重启，整体库存小幅上涨，但港口压力较大，库存创历史新高。基本面存在边际改善，对甲醇价格形成支撑，短期震荡偏弱，下行空间有限

【PP】市场报盘下跌 30-70 元/吨。华东拉丝主流在 6750-6900 元/吨。隆众资讯 9 月 18 日报道：本周国内聚丙烯产量 76.70 万吨，相较上周的 78.67 万吨减少

1.97 万吨,跌幅 2.50%;相较去年同期的 69.02 万吨增加 7.68 万吨,涨幅 11.13%。聚丙烯下游行业平均开工上涨 0.58 个百分点至 51.45%。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】聚乙烯市场价格调整,线型成交价 7150-7600 元/吨,华北、华东及华南市场价格稳中偏弱。据隆众资讯统计,本周(20250912-0918),我国聚乙烯产量总计在 63.10 万吨,较上周增加 2.97%。9 月 18 日:两油聚烯烃库存 63.5 万吨,较前一日降 1.5 万吨。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。需求端有中秋、国庆双节临近的消费刺激预期,需求旺季日益临近。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】国内市场交投清淡,山东地区尿素行情弱势运行,小颗粒主流出厂成交 1610-1640 元/吨,临沂市场一手贸易商出货参考价格 1640-1650 元/吨附近,菏泽市场参考价格 1630-1640 元/吨附近。隆众数据统计显示 2025 年第 37 周(20250911-0917),中国尿素产量 133 万吨,较上周增加 3.07 万吨,环比涨 2.36%;周均日产 19 万吨,较上周增加 0.44 万吨。(20250912-0918),本周,复合肥产能利用率在 38.63%,环比提升 0.81 个百分点。尿素港口样本库存量:51.6 万吨,环比减少 3.34 万吨,环比跌幅 6.08%。月底部分装置计划重启,三季度计划投产的装置总产能较大,供应压力预计增加。当前工业需求仍偏弱,下游复合肥厂成品库存走货不畅;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,警惕宏观政策超预期调整。

农产品: CBOT 大豆维持谨慎乐观, 油脂阶段性回调行情或能延续

【美豆】隔夜 CBOT 市场 11 月大豆收 1038.75 跌 5.00 或 0.48%(结算价 1037.50)。美国农业部周四公布的出口销售报告显示,9 月 11 日止当周,美国当前 2025/26 市场年度大豆出口销售净增 92.30 万吨,市场此前预估为净增 40.0 万吨至净增 150.0 万吨。近期美豆作物评级开始下滑,后面单产预估很容易往下调整。现主流预期最终单产 51-53 美分/蒲。若后期被 USDA 兑现,这样即便美豆不对中国出口、出口预期目标同比减少 1000 万吨(去年中国进口美豆 1950 万吨),那美豆平衡表也不会太宽松,库需比 10%以内、3 亿万蒲库存,1000 美分价格估值不算高。CBOT 大豆维持谨慎乐观。

【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。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。

【豆菜油】隔夜CBOT市场11月豆油走低1.25%至51.17美分/磅，美国环境保护署（EPA）周二的提案未能明确如何根据政府的小型炼油厂豁免计划重新分配生物燃料混合义务后，市场连续承压。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。菜油方面，近期加拿大贸易代表团访华后，市场情绪趋于谨慎。随着菜油高库存持续去化，中秋国庆季节性出货旺季，且期价明显走强，市场惜售挺价心态明显。

【棕榈油】隔夜芝加哥豆油和国际原油期货走低，国内植物油期货下跌，这将拖累马来西亚毛棕榈油期货市场的早盘表现。国内棕榈油需求逐渐转淡，库存增加，基差承压。9月以来马来西亚沙巴州持续遭遇水灾侵袭，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1-15日马来西亚棕榈油产量环比减少8.05%。随着下半月天气预报改善，棕榈油增产季及短期情绪降温或限制涨幅，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%。

【玉米】本周北港及东北产区价格有小幅反弹，华北新玉米价格延续下跌但跌幅收窄，陈玉米供应紧张，价格保持坚挺。销区市场玉米暂稳，下游饲料厂库存跌至同期低位，少量刚需补库对价格也有支撑。现阶段，丰产上市初期，贸易商存粮意愿不强。10月中旬至11月，新粮将开始集中上市，普遍有价格下行预期。当前期货主力C2511对现货贴水幅度深，季节性利空预期充分，支撑强。

【生猪】本周猪价继续创造年内新低点，基准地猪价12.8-13.1元/kg，养殖利润再收缩，部分自繁自养亏损。月中旬集团及大型猪场出栏积极，需求侧基本保持平稳，并未出现因跌价造成的大量分割入库行为，二次育肥补栏积极性较为低迷，前期补栏也有亏损，肥猪出栏压力大，本周出栏体重也有增加。9月下旬猪价反弹空间有限。

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