

2025年9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：美元延续反弹势头，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，美元指数延续反弹势头，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】在人形机器人、汽车以及生物医药等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。基本上，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：宏观预期改善，钢材期现货价格小幅反弹

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场小幅反弹。中美元首通话释放缓和信号，国常会关注生态环境保护，市场风险偏好再度受到提振。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】上周五，铁矿石期现货价格均有所反弹。钢厂利润虽有收窄，但依然不足以触发钢厂主动减产，铁水产量再度回升至240万吨上方。同时，国庆长假临近，钢厂启动原料补库，全国247家钢厂矿石库存回升近320万吨。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。上周铁矿石港口库存也小幅回升 25 万吨。铁矿石价格仍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，盘面价格小幅回落。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】上周，纯碱主力合约区间震荡。上周的基本面数据来看，供应方面，上周纯碱产量周产量环比有所减少，部分装置存在检修，供应量微降，但整体来说供应依旧充足；需求方面，需求周环比持稳，进入旺季需求有所好转，但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，短期随着旺季的来临叠加上游检修下降，纯碱短期呈供增需增的格局，但中长期来看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。

【玻璃】上周，玻璃主力合约区间震荡。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，下游深加工厂订单天数为 10.5 天，环比增加 1 天，旺季需求略有所好转，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：重回基本面交易，有色走势分化

【铜】宏观上，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；中美西班牙经贸会谈整体氛围积极，就诸多问题达成框架性共识，美国可能取消之前征收的芬太尼关税（20%），有助于提振市场风险偏好。铜精矿现货 TC 持稳，变动不大，电解铜产量处于高位，再生铜政策扰动预计对产量影响有限，后期需求面临边际下滑风险。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】上周五，铝价走平，收中阴线。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。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维持低位，达到 29.92%，较上周小幅回升，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。由于供应端收紧，锡价下跌带动部分下游及终端企业进行补库及刚需采买，本周库存大幅下降 936 吨达到 8453 吨。综上，预计价格短期维持震荡，检修预期和旺季预期仍将支撑价格，但向上空间仍将承压。

【碳酸锂】截至 9 月 18 日，碳酸锂周度产量创新高，录得 20363 吨，环比增加 2%，周度开工率 50.17%。锂矿方面，澳大利亚辉石精矿 CIF 报价 830 美元/吨，周度上涨 3.8%。碳酸锂最新社会库存 137531 吨，持续小幅去库。其中冶炼厂、下游及其他库存分别为 34456、59495、43580 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，下方空间有限，行情震荡偏强，关注上方压力区间。

【工业硅】截至 9 月 19 日，最新周度产量 97181 吨，环比增加 1%。开炉数量总计 311，环比不变，开炉率 39%。工业硅最新社会库存为 54.3 万吨，环比+0.4 万吨。工业硅供需双增。周度产量高位，但是丰水期并未出现累库。受益于反内卷政策，短期情绪上受到多晶硅及焦煤带动。上周市场传仓单严格，资金关注度增加，短期震荡偏强。

【多晶硅】下游硅片和电池片持续小幅上涨，组件价格小幅下调。最新周度库存为 27.13 万吨，周度小幅去库 0.72 万吨。最新仓单 7900 手，周环比增加 80 手。多晶硅传收储及去产能消息，短期政策预期仍存，多晶硅易涨难跌，逢低布多。

能源化工：地缘风险存续，油价支撑短期仍在

【原油】美联储降息后商品得到一定提振，叠加近期美国库存数据去化良好，以及委内瑞拉地缘风险频出，和俄罗斯供应仍然面临着港口和炼厂被袭击的风险，使得油价近期下方支撑较为明显。中东现货仍有一定支撑，基准和贴水基本保持平稳，北海现货略有下行，但后期美国再度进行战略储备购买，以及近期委内瑞拉地缘风险持续，或继续提振现货市场。油价近期将继续保持下方有支撑的震荡格局。

【沥青】油价小幅回落，沥青跟随维持稳定，后期上方空间将有限。短期基差仍

然处在小幅下降过程中，且目前社库仍旧未见明显去化，厂库水平也仅有小幅去化，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，后期仍需关注跟涨原油幅度。

【PX】主力跟随聚酯板块继续保持偏弱震荡，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 219 美金，PX 外盘跟随下跌至 816 美金，PTA 短期加工费继续被明显挤压，PX 仍然处于偏紧格局，但近期聚酯整体回落，或将保持偏弱震荡，但下方有一定支撑。

【PTA】下游开工回落至 91.4%，且终端订单仍然一般，织机开工仍仅有 65%，旺季需求目前为止基本落空，需求水平大幅下行，下游库存也继续增加，PTA 成交基差持续阴跌。但近期加工费偏低影响也逐渐体现，头部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，前低为止仍有一定支撑。但短期随着资金大幅增加空仓，原油价格不出现较大波动的情况下，盘面仍有下行压力。

【乙二醇】港口库存小幅回升至 46.5 万吨，叠加近期裕龙投产预期不断强化，短期价格保持低位。但下游需求的弱势同样影响到了乙二醇，旺季之后成交仍然偏淡，整体基差恢复不明显，若后期下游库存仍然有明显累积趋势，乙二醇价格上行仍然缺乏明显驱动，继续保持震荡。

【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】短期内的国产和进口小幅下降以及港口 MTO 重启使得库存没有继续上行，港口持续的走弱导致价格承压与附近内地套利窗口部分开启。虽然能缓解一些压力，但短期内无法改变供应过剩的格局。高库存仍然压制价格。

【PP】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】装置重启供应增加，农膜开工提升缓慢，近期订单增速再次下降，不及往年同期。但库存绝对值偏低，油价在地缘政治和美联储降息背景下企稳，给予 PE 一定支持，当前来供应回归和看旺季需求不及预期使得整体供需情况偏悲观，价格预计震荡偏弱。

【尿素】当前尿素基本面呈现“供强需弱，库存分化”的格局。供应端：前期检修装置持续复产，行业日产量将再次回到 20 万吨高位。农业需求方面，9 月下旬至 10 月上旬的秋肥备货虽可能带来阶段性走货，但因其总量有限且区域集中，对市场的整体拉动作用不足。工业需求方面，截止 9 月 18 日复合肥行业产能利用率仅 38.63%，虽环比微增，但整体仍处低位。库存端呈现厂库累、港库降的分化态势。企业库存环比增加 2.88%至 116.53 万吨，印证国内需求不及供应。

港口库存则环比下降 6.08%至 51.6 万吨，主要受出口窗口期临近，货源集港与离港活动并存影响。综合来看，尿素市场供应充足而需求支撑乏力，企业库存累积表明基本面偏向宽松，短期内压力较大。

农产品：猪肉收储及双节备货提振下，猪价或迎来阶段性企稳反弹行情

【美豆】美豆上市初期随着作物评级下调，USDA 预估单产市场有下调预期，管理基金在大豆期货及期权上净多持仓也有增加。然而，一方面随着美国中西部地区的新作收获上市，将给大豆期货带来额外压力；另一方面，中国依然尚未订购任何新作美豆。预计短期美豆对华销售窗口很难打开，这也会加大美豆集中上市周期下行压力

【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，下游库存偏高，消化缓慢，市场供应压力较大。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 月豆粕行情将逐步企稳，一方面整体四季度供需会收缩，进口大豆成本高、油脂走弱豆粕成本支撑逻辑将增强；另一方面美豆高单产有下调空间，若 USDA 预估调整兑现或进一步环境出口端压力，美豆支撑强、易反弹，豆粕买盘情绪可能会增加。菜粕高库存消化缓慢，豆菜粕价差暂且稳定，现依然以跟随豆粕行情波动为主。

【油脂】国际原油及油料油脂价格走弱，马棕随着下半月天气条件改善，棕榈油增产节奏或有修复，现出口环比也有明显下降，短期多头情绪降温或限制涨幅。国内棕榈油需求逐渐转淡，库存增加，基差承压。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，中加贸易关系暂无缓解，市场情绪依然趋于谨慎，且中秋国庆季节性出货旺季，高库存持续去化，市场惜售挺价心态明显。综合看，国内油脂阶段性随着棕榈油回调，区间行情或承压。

【玉米】东北新季玉米上市推进顺利、质量好，旧作库存低，新季玉米开称价格高，暂且稳定。华北新玉米价格延续下跌但跌幅收窄，陈玉米供应紧张、价格也保持坚挺。销区市场玉米也暂稳，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。现阶段贸易商存粮意愿不强，10 月中旬至 11 月集中上市期，市场普遍有价格下行预期。期货端，主力对现货贴水幅度深，季节性利空预期充分，支撑强。

【生猪】猪价继续创造年内新低点，养殖利润再收缩，部分自繁自养已亏损。目前养殖端出栏依然积极，市场猪源仍较充足，需求暂且平稳，且低价后分割入冻意愿不强、二次育肥补栏积极性也较为低迷，暂无足够支撑。短期关注猪肉收储提振下养户挺价心态，后续随着双节的到来，需求端短期内或存备货预期。预计下旬猪价将企稳行情为主，反弹空间或有限。

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