

2025年9月23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：美联储多位官员释放鹰派信号，美元先涨后跌

【宏观】海外方面，美联储诸多官员释放鹰派信号，市场消化美联储官员就其最新货币政策立场发表的一系列评论；美元指数先涨后跌，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，央行行长表示对于美联储降息，中国货币政策坚持以我为主、兼顾内外平衡；上交所表示更大力度推动中长期资金入市，持续稳定和活跃资本市场；短期美联储降息，但国内央行并未跟随降息，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】在贵金属、消费电子以及半导体等板块的带动下，国内股市小幅上涨。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，央行行长表示对于美联储降息，中国货币政策坚持以我为主、兼顾内外平衡；上交所表示更大力度推动中长期资金入市，持续稳定和活跃资本市场；短期美联储降息，但国内央行并未跟随降息，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：预期偏强，钢材期现货价格延续反弹

【钢材】周一，国内钢材期现货市场继续小幅反弹，市场成交量继续低位运行。美国国会议员代表团访华，释放中美关系缓和信号。基本面方面，《钢铁行业稳增长工作方案（2025-2026）》发布，方案提出继续实施产量调控。之前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%。需求端，需求略有改善，但品种之间有所分化，上周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。短期钢材市场大概率以区间震荡为主。

【铁矿石】周一，铁矿石期现货价格周一继续延续反弹。国庆长假临近，钢厂补库延续，上周全国247家钢厂矿石库存环比回升近320万吨。同时，目前钢厂尚

有一定利润，钢厂生产积极性仍偏高，铁水产量再度回升至 240 万吨上方。供应方面，本周全球铁矿石发运量环比回落 248 万吨，到港量则回升 312.7 万吨，供应整体维持高位。铁矿石价格仍以区间震荡思路对待。

【硅锰/硅铁】周一，硅铁、硅锰现货价格持平，盘面价格大幅回落之后有所反弹。硅锰 6517 北方市场价格 5680-5730 元/吨，南方市场价格 5700-5750 元/吨。锰矿成交有所放缓，天津港半碳酸 34-34.5 元/吨度，高铁主流报价 30 元/吨度，加蓬报盘 40 元/吨度。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 45.68%，较上周减 1.7%；日均产量 29825 吨/日，减 765 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】周一，纯碱主力合约偏弱运行，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】周一，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，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：全球经济疲软，有色多数收跌

【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】周一铝价小幅下跌，虽然白盘开盘短暂冲高，但很快回落。美联储降息靴子落地后，有色重回基本面交易，品种走势有所分化。目前铝基本面偏弱，社会库存迟迟不见去库，旺季下需求虽有回升，但力度偏低，若继续累库，库存将超过 2024 年同期。现货跟涨发力，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，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】周一碳酸锂主力 2511 合约下跌 0.05%，最新结算价 73780 元/吨，加权合约减仓 10494 手，总持仓 72.4 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 832.5 美元/吨（环比上涨 2.5 美元）。外购锂辉石生产利润-2797 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，下方空间有限。行情趋于震荡，关注上方压力区间。

【工业硅】周一工业硅主力 2511 合约下跌 0.83%，最新结算价 9135 元/吨，加权合约持仓量 51.97 万手，减仓 34046 手。华东通氧 553# 报价 9500 元/吨（环比上涨 150 元），期货贴水 550 元/吨；华东 421# 和华东通氧 553# 价差 200 元/吨。工业硅无明显利多，行情以区间震荡看待。

【多晶硅】周一多晶硅主力 2511 合约下跌 3.63%，最新结算价 51675 元/吨，加权合约持仓 27.9 万手，增仓 6275。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 1.35 元/片（环比上涨 0.3 元），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 0.66 元/瓦（环比下降 0.01 元）。多晶硅仓单数量 7870 手（环比减少 30 手）。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，关注现货价格支撑。

能源化工：市场关注对俄油限制措施，油价微跌

【原油】市场仍然在权衡欧盟针对俄罗斯石油供应的措施，以及乌克兰对俄罗斯能源设施的袭击带来的影响。欧盟旨在限制俄罗斯石油收入的下一轮制裁措施将针对第三国的石油行业实体，预计将波及十几家亚洲企业。但除非美欧在对俄罗斯油买家采取更严厉措施上达成一直，否则大概率仅对俄罗斯实施更严厉制裁只会产生有限效果。另外乌克兰近期再度袭击破坏了俄罗斯输油管道泵站和炼厂

等设施，部分对冲了当前利空。短期油价将继续维持震荡偏弱格局。

【沥青】油价继续回落，沥青上方空间将有限，且旺季需求逐渐过去，过剩压力仍在。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】盘中一度传 PTA 头部工厂将联合进行减产，但后续并未有实质消息公布，价格回落。目前下游开工回落至 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】港口库存保持 46.7 万吨，变化有限，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，价格略有下降。终端订单季节性有提升但幅度有限，短纤开工反弹导致库存出现有限累积，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】甲醇随期货偏强震荡，基差弱势，现货商谈 2236-2240 元/吨，基差 01-109/-105 左右；9 月下商谈 2243-2245 元/吨，基差 01-102/-100 左右。陕蒙甲醇市场价格重心走低。内蒙古北线市场价格 2050-2070 元/吨，低端较上一交易跌 20 元/吨，高端跌 30 元/吨；内蒙古南线 2170 元/吨持稳。短期内的国产和进口小幅下降以及港口 MT0 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。中长期来看，伊朗装置上周故障检修引发提前限气猜想，10 月进口或成为甲醇供需转变关键。中长期等待布局多单机会。

【PP】市场报盘走跌 20-30 元/吨。华东拉丝主流在 6720-6900 元/吨。隆众资讯 9 月 22 日报道：两油聚烯烃库存 68 万吨，较上周增加 5 万吨。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】两油 LLDPE 出厂价部分调整 40-150 元/吨。LLDPE 市场下跌，幅度在 20-30 元/吨。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】尿素市场向下调整，其中山东临沂中小颗粒送到价在 1620 元/吨，较上一工作日下调 20 元/吨。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：阿根廷取消所有谷物出口关税，CBOT 谷物市场承压

【美豆】隔夜 CBOT 市场 11 月大豆收 1011.25 跌 14.25 或 1.39%(结算价 1011.00)。阿根廷政府暂时取消大豆及其衍生品、玉米和小麦的出口税，该措施将持续至 10 月 31 日或出口总额达到 70 亿美元为止。阿根廷是全球最大的豆油和豆粕出口国，同时也是重要的小麦供应国。该消息拖累 CBOT 玉米和大豆期货。美豆作物评级继续下调提供了一定支撑。美国农业部(USDA)在每周作物生长报告中公布称，截至 2025 年 9 月 14 日当周，美国大豆优良率为 61%，市场预估为 62%，之前一周为 63%，上年同期为 64%；大豆收割率为 9%，市场预估为 12%，之前一周为 5%，上年同期为 12%，五年均值为 9%；大豆落叶率为 61%，之前一周为 41%，去年同期 62%，五年均值为 60%。

【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。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 9 月 19 日，全国主要地区大豆库存 694.66 万吨，较上周减少 38.54 万吨，减幅 5.26%，同比去年增加 7.04 万吨，增幅 1.02%；豆粕库存 125 万吨，较上周增加 8.56 万吨，增幅 7.35%，同比去年减少 20.83 万吨，减幅 14.28%；未执行合同 505.54 万吨，较上周减少 83.16 万吨，减幅 14.13%，同比去年减少 73.26 万吨，减幅 12.66%；

【油脂】豆油市场供强需弱态势延续，双节前备货消费支撑较弱，供应压力持续释放，市场短期情绪偏谨慎观望。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。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 9 月 19 日，全国重点地区豆油商业库存 123.59 万吨，环比上周减少 1.53 万吨，降幅 1.22%。同比增加 10.57 万吨，涨幅 9.35%。全国主要地区菜油库存总计 58.75 万吨，较上周下跌 2.02 万吨。

【棕榈油】国内棕榈油库存大幅下降 基差价格维持低位。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 9 月 19 日（第 38 周），全国重点地区棕榈油商业库存 58.51 万吨，环比上周减少 5.64 万吨，减幅 8.79%；同比去年 47.23 万吨增加 11.28 万吨，增幅 23.87%。马棕方面，出口需求改善，数据利好支撑期价。ITS：马来西亚 2025 年 9 月 1-20 日棕榈油出口量环比增加 8.72%

【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