

2025年9月24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：美元持稳，全球风险偏好有所降温

【宏观】海外方面，美联储主席鲍威尔表示，需要在未来的利率决策中平衡通胀担忧与趋弱的就业市场；美元指数持稳，全球风险偏好有所降温。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；短期国内央行并未降息，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上，短期宏观向上驱动有所减弱；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】在旅游及酒店、生物医药以及小金属等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。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，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；短期国内央行并未降息，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上，短期宏观向上驱动有所减弱；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，短期谨慎做多。

黑色金属：市场避险情绪提升，钢材期现货价格小幅回落

【钢材】周二，国内钢材期现货市场小幅回调，市场成交量继续低位运行。政策预期落空，叠加国庆长假之前股市融资盘避险需求，今日股市、商品均不同程度回调。基本面方面，需求继续走弱，但品种间走势分化，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。供应方面，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%。短期钢材市场大概率以区间震荡为主。

【铁矿石】周二，铁矿石期现货价格均有所回落。钢厂国庆节前补库继续，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，但 11 月后有负反馈风险。

【硅锰/硅铁】周二，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】周二，纯碱主力合约震荡运行。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】周二，玻璃主力合约震荡运行。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：重回基本面交易，走势分化

【铜】欧元区 9 月制造业 PMI 初值 49.5，预期 50.7，前值 50.7。英国 9 月制造业 PMI 初值 46.2，预期 47.1，前值 47。欧元区和英国制造业 PMI 超预期走弱，虽然前期全球制造业 PMI 回升，但回升不具有持续性。铜精矿现货 TC 持稳略有回升，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】周二铝价继续下跌，收小实体阴线，持仓量下降 10002 手。外围市场多数下跌，大宗氛围偏空。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。现货继续贴水期货。

【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】周二碳酸锂主力 2511 合约下跌 0.16%，最新结算价 73460 元/吨，加权合约减仓 19991 手，总持仓 70.4 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（环比持平）。外购锂辉石生产利润-2759 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】周二工业硅主力 2511 合约下跌 2.3%，最新结算价 8945 元/吨，加权合约持仓量 50.97 万手，减仓 10004 手。华东通氧 553# 报价 9500 元/吨（环比持平），期货贴水 575 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】周二多晶硅主力 2511 合约下跌 2.74%，最新结算价 50170 元/吨，加权合约持仓 25.25 万手，减仓 26942 手。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 0.66 元/瓦（环比持平）。多晶硅仓单数量 7870 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，关注现货价格支撑。

能源化工：俄油供应面临风险增加，油价反弹

【原油】市场评估俄罗斯供应面临的越来越大的威胁，油价小幅回升。在乌克兰无人机对俄罗斯炼厂进行一系列袭击之后，俄罗斯政府正在评估对部分公司实施柴油出口禁令的可能性。WTI 的近月价差也收于约 2 周以来的最强水平，反映出对全球供应前景趋紧的担忧。单伊拉克可能通过库尔德地区很快恢复出口，可能使 23 万桶/天供应重返国际市场，短期油价继续保持震荡。

【沥青】油价触底反弹，带动沥青价格重新反弹。但旺季需求逐渐过去，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震荡，原油成本计价支撑仍在，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】PTA 减产传闻刺激基本结束，目前仍未有实质消息公布。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】乙二醇价格保持低位震荡，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。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】太仓甲醇价格震荡偏弱，基差维稳，现货商谈 2230-2238 元/吨，基差 01-110/-104 左右；9 月下商谈 2236-2240 元/吨，基差 01-104/-100 左右。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】市场报盘涨跌 10-50 元/吨。华东拉丝主流在 6700-6850 元/吨。隆众资讯 9 月 23 日报道：两油聚烯烃库存 67 万吨，较前一日下降 1 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 出厂价部分下调 50-150 元/吨。LLDPE 市场下跌，幅度在 20-50 元/吨。华北 7042 主流 7060-7170 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】郑商所尿素主力 UR2601 开盘 1655 元/吨，最高 1664 元/吨，最低 1652 元/吨，收盘 1658 元/吨，结算 1658 元/吨，较上一交易日持平，环比波幅 0.00%，成交 112495 手，持仓 304888 手，日增-2508 手。尿素行情弱势运行，其中山东中小颗粒主流送到价 1610 元/吨附近。近两日企业报价陆续下调，主流出厂可至 1550-1560 元/吨附近。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：CBOT 大豆市场稳定，豆粕不宜过分追空

【美豆】隔夜 CBOT 市场 11 月大豆收 1012.50 涨 1.50 或 0.15% (结算价 1012.00)。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。该消息继续拖累 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，中美接触增多也对风险偏好起到呵护作用。

【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，下游库存依然偏高，消化缓慢。短期阿根廷大豆及豆粕出口关税取消，对国内供需形势影响有限。一方面国内短期库存较大，轻易放开转基因豆粕进口，对产业冲击较大。另一方面，阿根廷豆粕质量偏差，霉菌毒素有点高，或限制实际进口。目前美豆期货受冲击影响偏弱，巴西大豆出口报价暂稳。国内 11 月船期仍未采购完成，近日传闻国内采购近 10 船阿根廷大豆，也基本是弥补美豆进口缺口。整体四季度高库存及南美大豆买船供应不缺，供需边际收缩、成本支撑偏强，豆粕不宜追空。

【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。国内棕榈油库存大幅下降 基差价格维持低位。马棕方面，出口需求改善，环比减产幅度依然偏高，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%。SPPOMA：2025 年 9 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比减少 7.89%

【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