

2025年9月25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：Liu hf@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：美元指数大幅走强，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；美元指数大幅走强，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；此外，短期国内政策支持力度加强，国内风险偏好大幅升温。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：股指短期震荡偏强，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；有色短期大幅上涨，短期谨慎做多；能化短期震荡反弹，谨慎做多；贵金属短期高位偏强震荡，谨慎做多。

【股指】在半导体、能源金属以及电池等板块的带动下，国内股市大幅上涨。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；此外，短期国内政策支持力度加强，国内风险偏好大幅升温。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：宏观情绪好转，钢材期现货价格延续反弹

【钢材】周三，国内钢材期现货市场小幅反弹，市场成交量继续低位运行。建筑行业稳增长方案出台，玻璃，钢材等均有不同程度反弹。基本面方面，现实需求继续走弱，钢谷网建筑钢材及热卷库存延续回升，但增幅相比之前有所收窄。表观消费量也有小幅回升。供应方面，钢谷网建筑钢材及热卷产量均有回升，其中建筑钢材回升幅度更大。另外，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。短期钢材市场大概率以区间震荡为主。

【铁矿石】周三，铁矿石期现货价格小幅反弹。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。周一铁矿石港口库存也小幅回升 130 万吨。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】周三，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 5800-6000 元/吨。钢厂利润徘徊在成本线附近，下游钢厂 9 月份集中采购已基本结束；且临近国庆节，10 月份招标在即，下游需求端有望改善。兰炭市场情绪有所转好，神木市场现中料价格报 720-780 元/吨，小料价格 690-750 元/吨，焦面主流价格 480-560 元/吨。硅铁、硅锰盘面价格预计仍将延续区间震荡。

【纯碱】周三，纯碱主力合约偏强运行。受下游玻璃端的影响，纯碱价格走强。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】周三，玻璃主力合约偏强运行。9 月 24 日，由工业和信息化部、自然资源部、生态环境部、住房城乡建设部、水利部、农业农村部六部门联合印发的《建材行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》（后称《方案 2025-2026》）正式公布，叠加传统旺季，玻璃拉涨。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，需求边际好转，叠加政策面情绪积极，预计短期偏强。

有色新能源：全球第二大铜矿遭遇停产，铜价跳涨

【铜】隔夜 8 点左右，铜价大幅拉升，是由于全球第二大铜矿 Grasberg 宣布停产。Grasberg 矿区一年产量 80 万吨，共有三个矿山，影响的是其一个矿山，影响大约三分之一，即 27 万吨左右，也是比较大的。参照巴拿马第一量子科布雷铜矿，也是大约 30 万吨。不过，Grasberg 后期会分阶段复产，2027 年恢复，实际影响量低于理论值。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】周三铝价有所企稳，收小实体阳线，铝价在 60 日均线受到支撑。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】周三碳酸锂主力 2511 合约下跌 0.79%，最新结算价 73360 元/吨，加权合约增仓 10199 手，总持仓 71.46 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 827.5 美元/吨（环比下降 5 美元）。外购锂辉石生产利润-2519 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】周三工业硅主力 2511 合约上涨 0.84%，最新结算价 8990 元/吨，加权合约持仓量 50.83 万手，减仓 1424 手。华东通氧 553#报价 9500 元/吨（环比持平），期货贴水 480 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】周三多晶硅主力 2511 合约上涨 2.41%，最新结算价 50910 元/吨，加权合约持仓 25.04 万手，减仓 2089 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 7850 手（环比下降 20 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：俄罗斯供应风险推动，油价继续上行

【原油】美国对俄罗斯的强硬言论推动油价继续上行。特朗普表示北约国家应击落侵犯其领空的俄罗斯飞机，之前还称欧洲应该停止采购俄罗斯石油，这些都

引发市场对供应收到扰乱的担忧。另外，俄罗斯能源基础设施再在受到乌克兰袭击后也正在考虑对部分公司实施柴油出口限制，以及近期部分数据也显示，CTA 的空头头寸再进行持续了结。近期油价将继续有所支撑，保持震荡格局。

【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 205 美金，PX 外盘跟随下跌至 812 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，基差走弱，9 月下商谈 2250-2255 元/吨，基差 01-105/-100。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】市场价格弱势震荡。华东拉丝主流在 6720-6820 元/吨。隆众资讯 9 月 24 日报道：两油聚烯烃库存 63 万吨，较前一日下降 4 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】LLDPE 市场 7080-7600 元/吨，华北市场价格调整 20 元/吨、华东市场价格下跌 10 元/吨，华南市场价格稳定。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】国内尿素行情暂稳运行，其中山东中小颗粒主流送到价 1610 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。

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