

2025年9月26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：美国第二季度 GDP 大幅上修，美元指数持续走强

【宏观】海外方面，美国第二季度 GDP 被大幅上修以及美国至 9 月 20 日当周初请失业金人数录得 21.8 万人，为 2025 年 7 月 19 日当周以来新低；美元指数大幅走强，全球风险偏好继续降温。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】在贵金属、港口航运以及油气等板块的拖累下，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；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：需求走势分化，钢材期现货市场区间震荡

【钢材】周四，国内钢材期现货市场继续小幅反弹，市场成交量低位运行。有色板块以及双焦价格强势反弹，带动钢材价格上行。基本面方面，现实需求继续走弱，但品种间走势分化，螺纹钢需求情况有所好转，本周库存下降 13.98 万吨，表观消费量回升 10.41 万吨；热卷则出现累库，表观消费亦有所下降。供应方面，五大品种钢材产量环比回升 9.47 万吨，247 家钢厂日均铁水产量也回升至 242 万吨上方，钢材供给继续维持高位。压缩钢厂利润逻辑或继续。短期钢材市场大概率以区间震荡为主。

【铁矿石】周四，铁矿石期现货价格走势继续偏强。铁水日产量回升至 242 万吨上方，钢材国庆节前补库延续，铁矿石需求依旧偏强。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。铁矿石港口库存全周回升 169 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】周四，硅铁、硅锰现货价格小幅回落；盘面价格则小幅反弹。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】周四，纯碱主力合约震荡运行。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】周四，玻璃主力合约震荡运行。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）》正式公布。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，需求边际好转，叠加政策面情绪积极，预计短期偏强。

有色新能源：重回基本面交易，走势分化

【铜】隔夜 LME 铜冲高回落，最高接近 10500 美元/吨阻力位。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。虽然产量影响较大，但是 Grasberg 有复产时间表，2026 年上半年开始分阶段复产，2027 年完全恢复至之前水平，一定程度降低市场炒作预期。

【铝】周四铝价走高，在铜价上涨带动下，一度达到 20835 元/吨，但之后便震荡回落，收较长上影线小实体阳线。目前多空优势均不明显，预计价格短期大概率维持 2、300 点区间窄幅震荡，以等待新的驱动。铝社库大幅下降 2.1 万吨，

下游节前补库导致，预计下周一库存继续下降，但节中库存会有所累积，整体而言，旺季已至，去库不及预期。

【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】周四碳酸锂主力 2511 合约上涨 0.93%，最新结算价 73580 元/吨，加权合约减仓 1551 手，总持仓 71.3 万手。钢联报价电池级碳酸锂 73750 元/吨（环比上涨 500 元）。锂矿方面，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 830 美元/吨（环比上涨 2.5 美元）。外购锂辉石生产利润-2650 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】周四工业硅主力 2511 合约上涨 0.72%，最新结算价 9030 元/吨，加权合约持仓量 50 万手，减仓 8270 手。华东通氧 553#报价 9500 元/吨（环比持平），期货贴水 445 元/吨；华东 421#和华东通氧 553#价差 200 元/吨。工业硅无明显驱动，行情以区间震荡看待。

【多晶硅】周四多晶硅主力 2511 合约上涨 0.89%，最新结算价 51360 元/吨，加权合约持仓 24.19 万手，减仓 8430 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 0.32 元/瓦（环比上涨 0.05 元），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 7880 手（环比增加 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：俄罗斯风险加剧，原油保持震荡

【原油】俄罗斯与北约之间紧张局势加剧，欧洲领导人警告俄罗斯，已经准备好在领空遭侵犯时以武力回应。此前欧洲外交官认为近期俄罗斯飞跃爱沙尼亚领空的行为乃是俄方有意为之，这一表态也呼应了特朗普此前的讲话，其称北约应

击落进入其领空的俄罗斯飞机。近期俄罗斯供应风险持续，但伊拉克库尔德北部恢复出口仍然使得现货供应或恢复 50 万桶/天，短期油价有一定支撑，但长期偏空预期仍不改。

【沥青】油价继续触底反弹，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，厂库水平也仅有微幅去化，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】市场仍然对头部持有联合减产预期，但目前基差情况仍保持 01-70 左右，走强幅度有限，叠加下游开工在旺季不升反降，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。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，盘面仍有长期下行压力。

【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】内地甲醇市场窄幅震荡。港口甲醇市场基差维稳，9 月下商谈 2247-2248 元/吨，基差 01-108/-106 左右；10 月下商谈围绕 2291-2293 元/吨，基差 01-64/-62 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】市场价格小幅修复。华东拉丝主流在 6750-6850 元/吨。隆众资讯 9 月 25 日报道：两油聚烯烃库存 615 万吨，较前一日下降 1.5 万吨。隆众资讯 9 月 25 日报道：本周国内聚丙烯产量 77.34 万吨，相较上周的 76.70 万吨增加 0.64 万吨，

涨幅 0.83%。装置因检修短期产量未继续上涨，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 市场价格略有上浮，成交在 7120-7600 元/吨，华北市场价格上涨 40 元/吨、华东市场价格上涨 10 元/吨，华南市场价格稳定。据隆众资讯统计，本周（20250919-0925），我国聚乙烯产量总计在 64.26 万吨，较上周增加 1.85%。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，国庆临近，国内尿素企业陆续启动国庆收单，部分企业收单逐渐增加。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 25 日复合肥产能利用率在 35.27%，环比降 3.36 个百分点，继续下滑。2025 年 9 月 24 日，中国尿素企业总库存量 121.82 万吨，较上周增加 5.29 万吨，环比增加 4.54%。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：美豆作物评级或继续下调为 CBOT 大豆提供一定支撑

【美豆】隔夜 CBOT 市场 11 月大豆收 1012.00 涨 3.00 或 0.30% (结算价 1012.25)。现阿根廷在暂停征收谷物出口税后又恢复征收出口税，且美豆作物评级或继续下调提供了一定支撑，但美国大豆丰产在望，出口销售不振，制约反弹幅度。美国农业部（USDA）公布的出口销售报告显示，9 月 18 日止当周，美国 2025-26 市场年度大豆出口销售净增 72.45 万吨，市场此前预估为净增 60 万吨至净增 160 万吨。截至 9 月 23 日当周，约 37% 的美国大豆种植区域受到干旱影响，而此前一周为 36%，去年同期为 30%。

【豆菜粕】阿根廷暂停谷物出口税近三天后估计国内采购了 130 万吨，进一步缓解来了此前因美豆可能缺席而导致的担忧。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。此轮豆粕大幅下跌后，下游采购兴趣一般，进口稳定的大豆成本继续为豆粕提供的低估值支撑。

【棕榈油】马来西亚棕榈油期货周四连续第二个交易日攀升，受豆油价格走强、出口需求旺盛以及欧盟推迟实施反森林砍伐法一年的消息提振。马来西亚独立检验机构 Amspec 表示，马来西亚 2025 年 9 月 1-25 日棕油产品出口量为 1185422 吨，较 8 月同期的 1065005 吨增加 11.31%。此外，马棕环比减产幅度依然偏高。MPOA: 马来西亚 9 月 1-20 日毛棕榈油产量较上月同期下降 4.26%。值得注意的是，阿根廷暂停谷物出口税三天后估计印度迅速采购了 30 万吨豆油，目前印度植物油库存修复+远月买船增加，随着东南亚进入四季度减产周期，出口预计也会有明显减弱。供需面行情稳定，后期重点关注产地低库存及政策主导的挺价情绪，以及美豆油相关生柴政策对盘面的影响。

【豆菜油】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，且四季度短期葵籽 3 进口补充压榨及俄罗斯菜油出口季节性恢复之前，国内供应或有明显收缩，高库存持续去化，价格易涨难跌。

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