

2025年9月29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：美元指数小幅走弱，全球风险偏好升温

【宏观】海外方面，美国8月核心PCE物价指数年率录得2.9%，较上月维持不变，符合市场预期；美元指数有所回调，全球风险偏好升温。国内方面，中国8月消费同比增长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，但是节假日之前市场偏向谨慎，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：股指短期高位震荡，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；有色短期偏强震荡，短期谨慎做多；能化短期震荡，谨慎做多；贵金属短期高位偏强震荡，谨慎做多。

【股指】在消费电子、人工智能以及游戏等板块的拖累下，国内股市下跌。基本上，中国8月消费同比增长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，但是节假日之前市场偏向谨慎，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：避险情绪加剧，钢材期现货价格冲高回落

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场冲高回落，市场成交量低位运行。临近假期，国内市场减仓避险情绪增加，同时市场又传出欧盟对中国钢铁产品加征25%-50%关税消息，导致黑色系盘面出现冲高回落。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。节前钢材市场大概率以区间震荡为主。

【铁矿石】上周五，铁矿石期现货价格冲高回落。本周铁水日产回升至242万吨

上方，钢厂国庆节前补库延续，矿石需求依然偏强。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。近期因钢材市场走弱，导致市场对于产业链负反馈预期加剧，但考虑钢厂利润虽有收窄，盈利钢厂占比仍在 58% 以上，所以短期触发实际负反馈概率不高。铁矿石价格短期仍以区间震荡思路对待，10 月下旬到 11 月存负反馈风险。

【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。

有色新能源：碳酸锂基本面边际转好，双硅等待新驱动

【铜】宏观上，美国 9 月制造业 PMI 初值 52，前值 53，欧元区 9 月制造业 PMI 初值 49.5，前值 50.7，英国 9 月制造业 PMI 初值 46.2，前值 47，日本 9 月制造业 PMI 初值 48.4，前值 49.7，美国、欧元区、日本和英国制造业 PMI 均边际回落。虽然前期全球制造业 PMI 回升，但回升不具有持续性；此前美联储主席鲍威尔对进一步宽松政策持谨慎态度，美联储官员发言偏鹰派，对通胀担忧挥之不去，美元反弹。全球第二大铜矿 Grasberg 宣布停产，影响产量 27 万吨左右，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】上周五铝价变动不大，基本与上周持平。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，云南江西两地合计冶炼开工率回升至 30.13%，维持低位，主要受云南部分冶炼企业检修和矿端现实偏紧影响，实际影响偏短期，检修结束后，开工率将回升，随着缅甸佤邦采矿许可证下发，矿端仍将趋于宽松，11 月后缅甸锡

矿将大量产出。需求端，近期下游及终端企业订单情况有所好转，但改善程度有限，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，光伏装机同比大幅下降，光伏玻璃开工低迷。供应端收紧，以及部分下游终端企业进行节前备库，本周库存下降 563 吨达到 7890 吨。综上，预计价格短期维持震荡，冶炼开工低位和旺季预期仍将支撑价格，但矿端转松、高价对消费抑制和宏观风险令上方空间承压。

【碳酸锂】截至 9 月 25 日，碳酸锂周度产量录得 20516 吨，环比增加 0.8%，周度开工率 50.55%。澳大利亚锂辉石精矿 CIF 报价 830 美元/吨，周度环比不变。碳酸锂最新社会库存 136825 吨，持续小幅去库。其中冶炼厂、下游及其他库存分别为 33492、60893、42440 吨。碳酸锂最新仓单库存 40329 吨，周环比增加 845 吨，仓单持续增加。当前碳酸锂供需双增，周产量创新高，储能带动下旺季需求表现强劲，社会库存小幅去库，冶炼厂库存向下游转移，下游持续补库。基本面边际转好，下方空间有限，行情震荡偏强，关注反内卷政策驱动。

【工业硅】截至 25.9.26，最新周度产量 96432 吨，环比下降 0.8%。开炉数量总计 325，环比减少 6 台，开炉率 38%。其中，四川减少 4 台，甘肃减少 1 台。工业硅最新社会库存为 54.3 万吨，周环比不变。最新仓单库存为 25.07 万吨，环比增加 0.1 万吨。周度产量维持高位，但是丰水期并未出现累库。工业硅暂无明显驱动，行情以区间震荡看待，关注大厂现金流成本支撑。

【多晶硅】9 月多晶硅产量约 13 万吨，10 月开工率预计下调。最新周度库存为 27.38 万吨，高位维持。最新仓单 7880 手，周环比减少 20 手。供给高位、需求低迷的弱现实持续，等待收储消息的进一步落实，关注现货价格支撑。

能源化工：地缘风险存续，油价支撑仍在

【原油】近期俄罗斯供应风险继续增加，叠加中东局势愈加紧张，原油底部支撑仍在。但伊拉克背部出口恢复，以及下周 opec 或继续增产，远期结构变化仍然有限，年底价格压力仍然较大。现货层面，基准价格提升，但贴水有所下行，成交略有放量，近 9 周结构略有改善。总体来看原油底部支撑仍在，远期压力存续。

【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 206 美金，PX 外盘保持 815 美金水平震荡，PTA 短期加工费继续略有回升，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】近期关于头部厂商进行联合减产的消息在盘面有一定计价，到后期无实质性减产确认，pta 中期供应压力仍然较大。短期基差略有回升，但加工费仍然偏低，后期关于供应的变化仍在。下游开工旺季回落至 90.4%，大幅低于预期，后期 pta 上方空间有限，下方支撑或随高供应下移。

【乙二醇】虽然近期港口库存总体维持偏低位置，但企业库存仍然偏高。另外，今明两年新投产压力或仍在，反内卷的不确定性仍将成为计价最大不确定因素。短期下游开工持续低于往年水平，后期去库力度或仍有限。乙二醇大概率继续保持低位震荡格局。

【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】周度进口到港减少以及港口系统提负共同作用下，库存开始下降，内地供应虽有增长，库存环比仍在下降，短期看，节前补库提振需求，到港减少供应缩减等利好使得甲醇边际出现一定改善，同时国际甲醇开工下滑，进口预期有所修正，供需情况边际改善，价格预计盘整等待新驱动。

【PP】装置有重启预期，供应预计增加，下游需求旺季但提升不明显，库存压力不大，但投产预期和高供应压制盘面，同时原有价格偏弱，PP 价格难有起色，关注旺季需求跟进情况。

【LLDPE】下游开工提升，农膜订单和开工恢复速率加快，预计节后将逐渐转好。但供应的整体压力仍旧较大，同时有新增产能释放预期，整体过剩格局未变，关注农膜开工情况。

【尿素】当前国内尿素市场供需格局整体偏向宽松。供应端，前期检修装置陆续复产，行业日产量预计重回 20 万吨左右高位，供应压力较为明显。需求侧支撑则相对乏力：农业秋季备货总量有限且区域集中，对市场拉动力不足；工业需求方面，复合肥行业开工率持续下滑，采购积极性不高。企业库存持续累积，进一步印证基本面宽松局面。随着国庆临近，市场交投趋于谨慎，区域价格分化，高价区域承压回调，低价区域逐步企稳。综合来看，在供强需弱格局下，预计短期尿素价格将维持底部震荡态势。

农产品：节后生猪出栏供应压力依然大，猪价继续承压下行风险高

【美豆】上周管理基金在大豆期货及期权上净空持仓增加，短期阿根廷谷物零关税出口冲击、美豆集中上市及中美关税争端风险抬升，造成短期承压风险增加。

现阶段美豆收割进度比预期偏慢，且产区干旱继续恶化及作物评级下调，10月收割单产存在调整空间，这是近期及双节期间主要的不确定支撑。此外联通中美大豆贸易前景，我们认为不确定计价利空影响有出尽表现。基于此，我们对于CBOT大豆依然维持谨慎乐观，预计大幅崩盘下跌风险不高。

【豆菜粕】阿根廷谷物零关税窗口补采购11月船期大豆为主，明年一季度大豆及油粕缺口风险降低，今年四季度油厂到港大豆收缩趋势不变，且进口成本支撑稳定。近期油脂价格回调，且国内双节后预计油厂大豆及豆粕库存压力将逐步减轻，豆粕成本驱动估值修复行情条件成熟。如果节后预计美豆行情支撑稳定，豆粕反弹行情或仍将延续。菜粕方面，进口菜粕受季节性冲击明显收缩，且国内菜籽库存见底，在澳菜籽补充进口到港之前，菜粕供需双弱，豆粕主导其主要行情。

【油脂】国内菜籽及菜油进口供应不足，在葵籽进口补充压榨及俄罗斯菜油出口季节性恢复之前，菜油高库存持续去化，价格易涨难跌。豆油现阶段供需宽松，双节备货结束之后，短期库存仍有累库风险，基差偏弱，受相关油脂行情主导为主。棕榈油，阿根廷免税期印度补充豆油进口增多，且受到港豆棕价差倒挂影响，预计四季度棕榈油采购或减少。同时，四季度产区继续减产周期，供需双弱，但产区库存持续偏低、挺价意愿强，且产地出口政策及美豆油相关生柴政策主导风险买盘也依然存在。油脂大局稳定，延续趋势性回调风险不高，区间震荡行情为主。

【玉米】玉米旧作库存低，新季玉米开称价格高、盈利预期强，上市行情依然稳定。此外，华北新玉米收割受天气影响放缓，价格反弹。销区市场玉米仍暂稳，下游饲料厂库存跌至同期低位，但饲料企业补库情绪也较低，基层购销活跃一般。现阶段贸易商存粮主要关注10月中旬至11月集中上市期，市场普遍仍有价格下行预期。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】双节前市场备货启动，市场后市预期悲观，节日消费窗口养殖企业及社会猪源出猪积极性较强，猪价持续走弱。短期看10月散户及二育存栏压力减少，但整体供需依然过剩。待双节备货结束之后，猪价季节性承压风险依然高。中期看，现养殖端亏损程度不深，且亏损时间较短，主动去产能的现象并不明显，去存栏较普遍，后期随着亏损加剧，且待四季度消费旺季来临，预计二育补栏及养殖企业挺价心态将增加，猪价或才能有企稳反弹行情。

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