

广发早知道-汇总版

广发期货研究所

电 话：020-88818009

E-Mail: zhangxiaozhen@gf.com.cn

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292 号

组长联系信息：

目录：

金融衍生品：

金融期货：

股指期货、国债期货

贵金属：

黄金、白银

集运欧线

商品期货：

有色金属：

铜、氧化铝、铝、铝合金、锌、锡、镍、不锈钢、碳酸锂

黑色金属：

钢材、铁矿石、焦煤、焦炭

农产品：

油脂、粕类、玉米、生猪、白糖、棉花、鸡蛋、红枣、苹果

能源化工：

原油、PTA、乙二醇、苯乙烯、短纤、尿素、瓶片、烧碱、PVC、LLDPE、

PP

特殊商品：

橡胶、玻璃纯碱、工业硅、多晶硅

张晓珍（投资咨询资格：Z0003135）

电话：020-88818009

邮箱：zhangxiaozhen@gf.com.cn

刘珂（投资咨询资格：Z0016336）

电话：020-88818026

邮箱：qhliuke@gf.com.cn

叶倩宁（投资咨询资格：Z0016628）

电话：020-88818017

邮箱：yeqianning@gf.com.cn

周敏波（投资咨询资格：Z0010559）

电话：020-81868743

邮箱：zhoumingbo@gf.com.cn

[股指期货]

◆股指期货：出口链集体上扬，A 股主要指数飘红

【市场情况】

周三，A 股低开高走，全日震荡上行。截至收盘，上证指数收涨 0.37%，报 3876.34 点。深证成指涨 1.16%，创业板指涨 1.95%，沪深 300 涨 0.61%、上证 50 涨 0.17%，中证 500 涨 0.96%、中证 1000 涨 0.95%。个股涨跌参半，当日 2504 只上涨（80 涨停），2757 下跌（4 跌停），160 持平。其中，泓禧科技、三维装备、兴图新科涨幅居前，分别上涨 29.99%、29.95%、20.02%；而*ST 东通、阳煤化工、华纳药厂分别下跌 19.95%、9.62%、9.22%。

分行业板块看，出口链集体活跃，上涨板块中，多元金融、电工电网、发电设备涨幅居前，分别上涨 4.39%、3.14%、2.86%，消费电子主题火热。食品饮料回调，下跌板块中，贵金属、农业、餐饮旅游分别下跌 1.58%、1.34%、1.32%。

期指方面，四大期指主力合约全部随指数上涨：IF2509、IH2509 分别收涨 0.80%、0.20%；IC2509、IM2509 分别收涨 1.26%、1.25%。四大期指主力 09 合约将于本周五到期，基差接近中性：IF2509 升水 2.18 点，IH2509 升水 3.42 点，IC2509 贴水 7.64 点，IM2509 贴水 7.81 点。

【消息面】

国内要闻方面，国新办举行新闻发布会，介绍扩大服务消费有关政策措施。下一步，我国将选择 50 个左右消费新业态新模式新场景试点城市；出台住宿业高质量发展、铁路与旅游融合发展等一系列政策文件；推动人工智能在服务消费等领域加快应用；用好结构性货币政策工具，增强消费领域资金供给。消费月期间各地将开展超过 25000 场文旅消费活动，发放超过 3.3 亿元消费补贴。

海外方面，美联储如期降息 25 个基点，将联邦基金利率下调至 4.00%-4.25%，为年内首次降息，也是时隔 9 个月后重启降息。FOMC 声明指出，就业方面的下行风险已上升，今年上半年经济增长有所放缓，通胀有所上升。

【资金面】

9 月 17 日，A 股交易额环比稍有放量，全日合计成交额 2.38 万亿。北向资金成交额 2877.26 亿元。央行公告以固定利率、数量招标方式开展了 4185 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.40%，当日 3040 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 1145 亿元。

【操作建议】

当前 IF、IH、IC 与 IM 的主力合约基差率分别为 -0.14%、0.09%、-0.36%、-0.29%。本周美联储如期降息 25 个 BP，隐含波动率在会议前夕已上升，推荐在宏观事件落地后止盈相关期权买权仓位。

[国债期货]

◆国债期货：债市情绪有所回暖，期债整体走强

【市场表现】

国债期货收盘全线上涨，30 年期主力合约涨 0.31%，10 年期主力合约涨 0.13%，5 年期主力合约涨 0.10%，2 年期主力合约涨 0.04%。银行间主要利率债收益率普遍下行，10 年期国开债“25 国开 15”收益率下行 2.25bp 报 1.8975%，10 年期国债“25 附息国债 11”收益率下行 1.9bp 报 1.7610%，30 年期国债“25 超长特别国债 02”收益率下行 2.6bp 报 2.0490%，20 年期国债“25 超长特别国债 04”收益率下行 4bp 报 2.13%。

【资金面】

央行公告称，9 月 17 日以固定利率、数量招标方式开展了 4185 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.40%，投标量 4185 亿元，中标量 4185 亿元。Wind 数据显示，当日 3040 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 1145 亿元。财政部、央行 9 月 17 日以利率招标方式进行了 2025 年中央国库现金管理商业银行定期存款（九期）招投标，中标总量 1500 亿元，中标利率 1.78%，起息日 2025 年 9 月 17 日，到期日 2025 年 10 月 15 日。Wind 数据显示，上次开展 1 个月期国库现金定存操作是在 8 月 18 日，中标利率为 1.78%。资金

面方面，缴税影响未完，银行间市场周三资金面紧势持续，存款类机构隔夜回购加权利率升至 1.48% 附近。非银机构质押存单和信用债融入隔夜资金的报价也上涨至 1.6% 一线。周四起税期走款高峰趋近结束，料资金面将趋于缓和。

【操作建议】

债市情绪有所好转，央行重启购债预期支撑债市延续走暖。展望后市，债市仍多空交织，一方面市场风险偏好、增量扩内需政策和季末机构行为仍有不确定性，另一方面央行是否重启国债买卖尚未有定论。观察盘面，没有增量利空的话 1.8% 或为 10 年期国债利率运行的高点，但在尚未出现强利多的情形下，短期利率下行也有限度，1.75% 附近或有阻力，对应 T2512 合约预计在 107.5-108.35 区间波动。单边策略上建议投资者以区间操作为主，短期建议谨慎追涨。

[贵金属]

◆贵金属：美联储如期降息 25BP 年内降息幅度增加 市场解读偏中性并基本消化贵金属回调

【市场回顾】

美联储降息 25 个基点，联邦基金利率目标区间现在为 4.00%-4.25%，符合市场预期，本次大部分官员支持降息 25BP，仅由总统特朗普提名刚宣誓就职的新理事米兰支持降息 50BP。决议声明删除了劳动力市场稳健的说辞，增加了就业增长放缓和失业率略升的表述，改为就业面临的下行风险加重，失业率略有上升但仍处于低位，通胀已上升，一定程度上仍处于高位，同时声明增加“委员会关注其双重使命所面临的风险，并判断就业下行风险已增加”的表达，表明降息的决定是“鉴于风险平衡已转变”。此外，点阵图显示预计更多官员支持年内再降息两次以上未过半，降息幅度较 6 月上调，但多数官员预计明年仅降息一次。经济预测上美联储上调了今后三年的 GDP 增长预期，下调明后两年的失业率预期、上调明后两年的 PCE 通胀以及核心 PCE 通胀预期，到 2028 年通胀回落至联储的长期目标水平 2%。

会后新闻发布会上主席鲍威尔本次降息属风险管理，降息 50 个基点未得到广泛支持，表示近期极为罕见的经济局势导致联储利率预测分歧大，就业数据修正大主要源于调查回复率低，他提到 AI 可能冲击就业入门级岗位、尤其大学毕业生，另外关税传到通胀的过程比预期更慢、幅度更小，关税贡献 0.3-0.4 个百分点的核心 PCE 通胀，对于双重使命目前正朝更加中性的政策方向前进。鲍威尔也重申了美联储坚定维持独立性，表示在追求双重职责方面，FOMC 仍然是团结一致的。

隔夜，美联储如期降息 25 个 BP 点阵图年内降息幅度增加，从相关声明和主席鲍威尔表态看本次降息为对就业市场下行风险的管理，在预期经济增长相对平稳情况下明后两年降息空间有限，市场解读偏中性对于影响基本计入，随着美元指数止跌回升，多头驱动暂缓资金离场使贵金属回调。国际金价开盘后呈现前期持续震荡走低至 3360 美元后在美联储决议前冲高至 3700 之上但在决议后快速跳水超 60 美元，收盘报 3659.55 美元/盎司，跌幅 0.82% 结束“三连阳”；国际银价在投机情绪较弱情况下全天震荡下行跌幅 42 美元，收盘价为 41.63 美元/盎司，跌幅 2.09%。

【后市展望】

目前在美国就业市场下行风险增加的情况下，美联储政策路径呈现“预期强化-独立性受挫”的双重特征从而打压美元指数，同时欧美国家政治局势动荡使股市风险偏好下降从而增加机构投资者对贵金属避险的配置需求带来价格不断抬升。美联储决议如期降息 25 个 BP 对于未来宽松步伐仍较谨慎需要基于数据决策，本次市场解读偏中性消化后未来分歧或更剧烈使行情走势反复。黄金走势或转入高位震荡整理保持区间操作思路，期权跨式双买策略止盈离场。

白银方面，美联储宽松预期升温海外实物需求增加叠加 ETF 资金流入惯性持续提振价格，尽管国内反内卷政策对商品价格的影响反复，工业基本面上白银需求相对偏弱仍，但美国对白银进口的潜在关税政策加强多头预期且部分黄金资金流向白银将提振银价，白银波动率冲高回落仍在 40.5-42.5 美元区间波动，建议逢高卖出虚值看跌期权。

【资金面】

金银 ETF 持仓维持高位但价格走强过程中部分机构止盈离场，关注多头资金流向。

◆集运指数（欧线）：EC 盘面下行

【现货报价】

今日头部船司报价继续下行。根据极羽科技，截至 9 月 18 日，未来 6 周 上海-欧洲基本港的运费报价区间参考，马士基 840-1351 美元/FEU，1400-2162 美元/FEU；CMA 1060-1960 美元/TEU，1720-2520 美元/FEU；MSC 950 美元/TEU，1590 美元/TEU；EMC 1055-1105 美元/TEU，1610-1710 美元/TEU。

【集运指数】

截至 9 月 15 日，SCFIS 欧线指数报 1440.24 点，环比下跌 8.06%，美西线指数环比上涨 37.67% 至 1349.84 点。截至 9 月 12 日，SCFI 综合指数报 1398.11 点，较上期下跌 3.21%；上海-欧洲运价下跌 12% 至 1154 美元/TEU；上海-美西运价 2370 美元/FEU，较上周涨 8%；上海-美东运价 3307 美元/FEU，较上周涨 8%。

【基本面】

截至 9 月 18 号，全球集装箱总运力超过 3300 万 TEU，较上年同期增长 7.5%。需求方面，欧元区 8 月综合 PMI 为 51；美国 8 月制造业 PMI 指数 48.7，处于 50 枯荣线以下。8 月 OECD 领先指数 G7 集团录得 100.46。

【逻辑】

昨日期货盘面下行，主力 10 合约收 1109.7 点，下跌 5.13%。当前船司最新报价仍处于缓慢下行阶段，预计现货拐点将同去年一样出现在 10 月中下旬。航司或在 10 月中上旬开始提涨 11 月份报价，届时可关注 12、02 合约上行机会。

【操作建议】

盘面偏空，可考虑 12-10 月差套利

[有色金属]

◆铜：降息 25bp 符合预期，盘面提前兑现利多

【现货】截至 9 月 18 日，SMM 电解铜平均价 80600 元/吨，SMM 广东电解铜平均价 80645 元/吨，分别较上一工作日 -520.00 元/吨、-595.00 元/吨；SMM 电解铜升贴水均价 60 元/吨，SMM 广东电解铜升贴水均价 40 元/吨，分别较上一工作日 -15.00 元/吨、0.00 元/吨。据 SMM，铜价略微回调但是仍处于 80000 元/吨高位，消费表现仍疲软。

【宏观】当地时间 9 月 17 日，美联储召开联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议，降息 25BP 至 4.00-4.25%，未来降息路径上，“点阵图”预计年内 2 次降息。鲍威尔把此次降息描绘为“风控式”降息，一方面担心就业市场下行风险，另一方面依然提示通胀存在走高风险，目前就业和通胀的天平的确在往就业倾斜，但没有一边倒。对铜而言，前期宽松交易或基本结束，关注后续宏观市场风格是否切换至复苏交易，以及美国 9 月非农与通胀数据。

【供应】铜矿方面，铜精矿现货 TC 低位运行，截至 9 月 12 日，铜精矿现货 TC 报 -41.42 美元/干吨，周环比 -0.94 美元/干吨。精铜方面，8 月 SMM 中国电解铜产量环比下降 0.24%，同比上升 15.59%；1-8 月累计产量同比增加 97.88 万吨，增幅为 12.30%；SMM 预计 9 月国内电解铜产量将环比下降 4.48%，产量环比下行原因包括冶炼厂例行检修，以及因阳极铜供应紧张而导致的冶炼厂减产；此外 8 月中下旬开始硫酸价格已经开始回落，若后市硫酸价格持续回落，冶炼厂或难以维持现金流利润，将打击冶炼积极性。

【需求】加工方面，截至 9 月 11 日电解铜制杆周度开工率 67.53%，周环比 -2.25 个百分点；9 月 11 日再生铜制杆周度开工率 13.52%，周环比 +1.72 个百分点。开工率旺季表现偏弱，主要在于铜价重心上移后，抑制下游需求表现；现货方面在铜价站上 80000 元/吨后，下游补货不积极，整体交投趋弱，现货虽升水但持续走弱；终端方面，地产维持偏弱态势，家电及光伏因需求透支偏弱，电力电网在高铜价下表现亦欠佳，整体来看下游终端对 8 万元以上的铜价接受度较弱。

【库存】LME 铜去库，国内社会库存累库，COMEX 铜累库：截至 9 月 16 日，LME 铜库存 14.98 万吨，日环比 -0.12 万吨；截至 9 月 16 日，COMEX 铜库存 31.29 万吨，日环比 +0.10 万吨；截至 9 月 12 日，上期所库存 9.41 万吨，周环比 +1.22 万吨；截至 9 月 15 日，SMM 全国主流地区铜库存 15.42 万吨，周环

比+0.73 万吨；截至 9 月 15 日，保税区库存 7.27 万吨，周环比-0.04 万吨。

【逻辑】昨日沪铜主力合约减仓下行，资金在 FOMC 会议结果公布前避险观望为主。(1) 宏观方面，美联储如期降息 25bp，我们此前提示，要判断降息对铜价的影响，并不在降息动作本身，而在为何降息以及降息的宏观背景，目前美国仍为“预防式”降息，美元在降息兑现不久后就可能逐步筑底，对铜而言，前期宽松交易或基本结束，关注后续宏观市场风格是否切换至复苏交易，以及美国 9 月非农与通胀数据；(2) 基本面“弱现实+稳预期”状态不变：弱现实在于下半年铜需求或因抢出口、风光抢装潮等因素而边际走弱，且短期铜价冲高后下游需求表现受抑制，但由于矿端供给弹性不足，供需恶化幅度有限且已在预期内；稳预期在于铜下游终端需求整体韧性较强，非衰退情形下难以出现明显的需求恶化。展望后市，铜定价回归宏观交易，在美国未有明确衰退预期下，中长期的供需矛盾提供底部支撑，短期交易宽松背景下铜价震荡偏强，后续步入新的上行周期需等待铜的商品属性及金融属性共振，关注后续宏观市场风格是否切换至复苏交易。

【操作建议】主力参考 79000-81500

【短期观点】震荡

◆氧化铝：几内亚供应端扰动因素增多，预计短期围绕 2900 底部宽幅震荡

【现货】：9 月 17 日，SMM 山东氧化铝现货均价 2965 元/吨，环比-5 元/吨；SMM 河南氧化铝现货均价 3035 元/吨，环比-5 元/吨；SMM 山西氧化铝现货均价 3000 元/吨，环比-5 元/吨；SMM 广西氧化铝现货均价 3185 元/吨，环比-5 元/吨；SMM 贵州氧化铝现货均价 3190 元/吨，环比-10 元/吨。短期供应格局逐步宽松，电解铝生产需求相对持稳，累库趋势维持，现货价格松动。

【供应】：据 SMM 统计，2025 年 8 月中国冶金级氧化铝产量环比增加 1.15%，同比增加 7.16%。8 月氧化铝行业平均利润维持在 250-400 元/吨区间，企业生产意愿较强，多数维持高负荷运行，同时前期新建项目产能持续爬坡，也对月度产量增长形成贡献。不过，北方地区受 9·3 阅兵限产政策影响部分企业调低焙烧负荷，南方存在常规检修导致的临时减产，加之个别企业因原料供应问题小幅压产，在一定程度上限制了产量增幅。截至 8 月底，国内冶金级氧化铝运行产能环比上升 1.15%，整体开工率为 82.6%。在当前行业仍具利润的背景下，预计 9 月运行产能仍将延续小幅增长趋势。

【库存】：据 SMM 统计，9 月 11 日氧化铝港口库存 5.5 万吨，环比上周-0.8 万吨，同比上月减少 2.2 万吨；9 月 16 日氧化铝仓单总注册量 15.13 万吨，环比前一周增加 1.86 万吨。

【逻辑】：昨日氧化铝期货价格底部宽幅震荡，主力合约收跌 1.74%至 2937 元/吨，市场仍处于“高供应、高库存、弱需求”的基本面格局，且这一格局短期内难以根本性扭转。消息面上，几内亚供应端扰动因素增多。一方面，几内亚地区由原 GAC 重组而来的宁巴矿业复产预期增强，该公司具备年产 1400 万吨铝土矿能力，目前正寻找买家销售，码头库存超百万吨，预计 10 月可能重启。另一方面，据几内亚媒体报道，当地一家大型矿业企业工会已正式提交罢工预告，若 9 月 15 日至 26 日劳资双方未能达成协议，工会将依法启动罢工，此次谈判结果将对当地铝土矿供应产生重要影响。供应端，河南地区部分企业因环保要求开始压减焙烧产能，预计影响月度产量约 2-3 万吨；几内亚雨季延长导致铝土矿发运效率进一步下降，进口矿到港量环比减少 8%。这些因素为价格提供短期支撑，但在整体供应过剩的背景下，影响相对有限。需求端持续疲软，8 月电解铝运行产能同比仅微增 0.2%，需求增速低于预期。库存压力持续加大，社会库存环比增加 31 万吨，交易所仓单增至 15 万吨以上。预计短期主力合约将在 2900-3200 元/吨区间震荡，建议关注几内亚政治局势变化对铝土矿出口的影响和国内环保政策加码可能带来的供应收缩；中期来看，若成本支撑下移且需求未见明显改善，价格仍有下行压力，可考虑逢高布局空单。

【操作建议】：主力运行区间 2900-3200，技术上关注 2900 底部

【观点】：震荡偏弱，中期逢高布局空单

◆铝：降息 25bps 落地，鲍威尔发言偏中性，利多兑现预计短期盘面小幅回落

【现货】：9 月 17 日，SMM A00 铝现货均价 20890 元/吨，环比-60 元/吨，SMM A00 铝升贴水均价-50 元/吨，环比持平。

【供应】：据 SMM 统计，2025 年 8 月份国内电解铝产量同比增长 1.22%，环比增长 0.33%。8 月正值

传统消费淡季向旺季过渡阶段，部分地区下游需求已初步显现复苏迹象，国内电解铝企业铝水比例呈现环比回升 1.3 个百分点至 75.07%，一定程度上反映出消费韧性及旺季预期。根据 SMM 铝水比例数据测算，8 月份国内电解铝铸锭量同比减少 10.38%，环比减少 4.68%至 93.06 万吨附近。

【需求】：下游多处于淡旺季转换阶段，开工率有所恢复，9 月 8 日当周，铝型材开工率 54.0%，周环比+1.0%；铝板带 68.6%，周环比持平；铝箔开工率 71.9%，周环比持平；铝线缆开工率 65.2%，周环比+0.4%。

【库存】：据 SMM 统计，9 月 15 日国内主流消费地电解铝锭库存 63.7 万吨，环比上周+0.6 万吨；9 月 11 日上海和广东保税区电解铝库存分别为 6.95、2.30 万吨，总计库存 9.25 万吨，环比上周-0.36 万吨。9 月 17 日，LME 铝库存 48.38 万吨，环比前一日持平。

【逻辑】：宏观层面，美联储 9 月如期降息 25 个基点，点阵图显示年内仍有 3 次降息空间，整体立场偏鸽。但经济预测和鲍威尔记者会表态相对中性，市场反应较为平淡。国内方面，8 月规模以上工业增加值同比增长 5.2%，1-8 月累计增长 6.2%，经济平稳复苏为铝需求提供支撑。不过宏观利多对铝价的推动已边际减弱，价格突破 21000 元/吨后继续上行需基本面强劲配合。供需方面，国内电解铝运行产能维持高位，当前处于传统消费旺季，铝水比例持续回升，下游铝加工企业开工率整体改善，铝型材龙头企业开工率环比上升 1 个百分点至 54%。但成本端支撑有所减弱，氧化铝价格偏弱运行。库存方面，近期去库进程仍显反复，本周一数据再度呈现累库，在途货源下降幅度不明显，出库表现虽较前期改善，但升贴水依然承压。去库拐点能否在 9 月中下旬顺利出现仍需观察。综合来看，宏观氛围偏多与基本面温和改善共同支撑铝价，但价格进一步上行需要看到更强劲的需求兑现及持续去库。预计短期铝价将维持窄幅震荡，主力合约参考区间 20600-21000 元/吨。若后续需求改善不及预期，铝价仍面临冲高回落风险，需密切关注库存变化、下游订单情况以及宏观政策动向。

【操作建议】：主力参考 20600-21000 运行

【观点】：宽幅震荡

◆铝合金：成本强支撑下预计短期延续高位震荡

【现货】：9 月 17 日，SMM 铝合金 ADC12 现货均价 21050 元/吨，环比持平，SMM 华南 ADC12 现货均价 21050 元/吨，环比持平。

【供应】：据 SMM 统计，8 月国内再生铝合金锭产量 61.5 万吨，环比减少 1.0 万吨，开工率环比降低 0.19 个百分点至 53.41%，从驱动因素看，江西安徽等地由于税收政策调整，部分当地企业减停产以观望；同时，由于贸易商大量订购套保，大品牌及交割品牌订单饱满开工率维持高位。9 月行业面临淡旺季转换期，企业将提升开工应对“金九银十”旺季，预计 9 月再生铝合金行业开工率环比将小幅增长。

【需求】8 月系传统消费淡季，铸造铝合金终端需求疲软，海内外订单均呈缩量态势。月末行业逐步步入淡旺季转换阶段，需求呈现结构性分化：汽车消费复苏缓慢，但部分通讯类订单已现回暖迹象，支撑需求边际改善。预计 9 月需求环比或有温和修复。

【库存】：受淡季制约累库加速，据 SMM 统计，铝合金 9 月 11 日社会库存为 5.38 万吨，环比上周+1.4 万吨，宁波、佛山等地社库接近胀库。

【逻辑】：昨日铸造铝合金期货价格随铝价高位震荡，主力合约收跌 0.32%至 20460 元/吨。宏观层面美联储降息 25bps 落地，鲍威尔发言偏中性不及市场早先预期，预计短期对基本金属价格有所压制。成本端废铝尤其是生铝供应持续偏紧，价格居高不下，再生铝企业采购成本攀升，对价格形成有力支撑。此外，近期多地税收政策出现调整，安徽、江西地区部分再生铝厂已主动减产或停产，以观望政策进一步明朗；需求端终端订单小幅回暖，但库存仍处于累库阶段。随着“金九银十”消费旺季来临，预计现货价格降保持坚挺，累库速率将放缓，铝合金与铝价差有望进一步收敛。短期主力合约参考运行区间 20200-20600 元/吨，后续重点关注上游废铝供应状况及进口政策与量的变化。

【操作建议】：主力参考 20200-20600 运行。若沪铝短期做多动能较强，铝合金跟涨困难，可考虑在 500 以上的价差参与多 AD 空 AL 套利

【观点】：震荡偏强

◆ 锌：锌价外强内弱，社库持续累库

【现货】9 月 17 日，SMM 0#锌锭平均价 22160 元/吨，环比-70 元/吨；SMM 0#锌锭广东平均价 22140 元/吨，环比-80 元/吨。据 SMM，下游企业订单未见明显“旺季”转变，企业按需采买，现货成交较为一般。

【供应】锌矿方面，截至 9 月 12 日，SMM 国产锌精矿周度加工费 3850 元/金属吨，周环比 0 元/金属吨；SMM 进口锌精矿周度加工费 98.75 美元/干吨，周环比+2.50 美元/干吨。锌矿港口库存累库至高位，进口矿供应维持宽松。1-6 月全球锌矿产量同比+7.08%，有效弥补国内锌矿产量缺口，锌矿进口同比增长明显，7 月锌精矿进口量同比增加 33.58%，1-7 月累计锌精矿进口量累计同比增加 45.2%。精炼锌方面，TC 回升周期内冶炼利润持续修复，锌矿供应宽松逐步传导至精炼锌：冶炼厂开工率位居近年来同期高位，强于季节性；1-8 月全球精炼锌产量累计同比增加 7%以上，高于预期值，SMM 预计 2025 年 9 月国内精炼锌产量环比下降 2%以上，同比增加 22%以上。

【需求】升贴水方面，截至 9 月 17 日，上海锌锭现货升贴水-65 元/吨，环比 0 元/吨，广东现货升贴水-95 元/吨，环比+5 元/吨。初级消费方面，截至 9 月 11 日，SMM 镀锌周度开工率 56.06%，周环比+5.98 个百分点；SMM 压铸合金周度开工率 53.99%，周环比+2.99 个百分点；SMM 氧化锌周度开工率 57.21%，周环比+2.71 个百分点。旺季来临三大初级加工行业开工率环比同步回升，镀锌、氧化锌开工率与去年同期基本持平，压铸合金开工率弱于去年同期；加工行业备货方面，企业维持刚需，采购情绪一般，原料库存及成品库存维持稳健；8 月三大初级加工行业下游采购经理人指数均位于荣枯线下，但压铸合金、氧化锌 PMI 环比小幅回升，终结 4 个月跌势，镀锌 PMI 因 7 月高基数而小幅回落；现货方面，企业按需采买，市场观望情绪较浓，现货成交较为一般，国内现货升贴水低位运行。

【库存】国内社会库存累库、LME 库存去库：截至 9 月 15 日，SMM 七地锌锭周度库存 16.06 万吨，周环比+0.85 万吨；截至 9 月 12 日，LME 锌库存 5.05 万吨，环比-0.01 万吨。

【逻辑】降息预期改善背景下有色金属整体价格偏强，沪锌因供应宽松预期而表现相对偏弱，昨日因 FOMC 会议召开在即，主力合约减仓下行。供应端，上游海外矿企步入投产复产上行周期，年初以来 TC 逐步上行，但国产 TC 增速短期有放缓迹象。TC 上行致使冶炼厂复产积极性较高，冶炼利润修复、冶炼开工率强于季节性，矿端供应宽松逻辑逐步传导至冶炼端，8 月国内精锌产量超预期；需求端步入旺季表现尚可，国内外表现分化：LME0-3 升水、国内现货贴水，LME 库存持续去库、国内社会库存累库，国内锌价因供应宽松预期受压制明显，LME 锌价受益于降息预期改善、库存持续去库而表现较强。展望后市，基本面的来看，供应端宽松预期下沪锌上方空间难以打开，短期价格或受宏观驱动而冲高，但基本面对沪锌持续上冲提供的弹性不足。锌价下方支撑来源于全球库存低位且在持续去化，且若价格进一步走弱或引发矿端减产。向上持续反弹需看到需求端超预期改善、非衰退情况下的降息预期持续改善，向下的突破需看到 TC 超预期走强、精锌持续累库，短期驱动偏弱，或以震荡为主。

【操作建议】主力参考 21800-22800

【短期观点】震荡

◆ 锡：美联储如期降息，锡价高位震荡

【现货】9 月 17 日，SMM 1# 锡 272000 元/吨，环比下跌 400 元/吨；现货升水 350 元/吨，环比不变。锡价整体波动较小，仍处于相对高位，多数下游及终端企业仍保持刚需采买策略。绝大多数贸易商昨日仅成交十吨左右，极少数贸易商成交一车以上。总的来说，现货市场整体成交较为冷清

【供应】7 月份国内锡矿进口量为 1.02 万吨（折合约 4335 金属吨）环比-13.71%，同比-31.79%，较 6 月份减少 688 金属吨（6 月份折合 5023 金属吨）。1-7 月累计进口量为 7.24 万吨，累计同比-32.32%。非洲（刚果金、尼日利亚）进口锡精矿量级有所下滑，主因运输周期延长及刚果金电力协议谈判僵局等地缘扰动。缅甸进口持续低迷，尽管采矿证审批通过，但雨季阻碍复产，叠加泰国陆路禁令（禁止借道运输），短期供应难改善。7 月份国内锡锭进口量为 2167 吨，环比 21.33%，同比 157.98%，1-7 月累计进口量为 13461 吨，累计同比 62.34%。

【需求及库存】据 SMM 统计，8 月焊锡开工率 73.2%，月环比上升 4.2%，同比增加 2.7%，其中大型焊料企业开工率 78.2%，环比上升 2.9%；中性焊料企业开工率 60.9%，月环比上升 2.8%；小型焊料厂开工率

64.2%，月环比下降0.9%。8月份SMM锡焊料开工率的环比上涨，主要得益于供应收紧预期、AI等新兴需求支撑以及季节性备货因素的综合作用。然而，这种回升是幅度有限的，因为传统消费电子等领域的需求疲软态势并未根本扭转，整体市场仍处于“供需双弱”的紧平衡格局，关注“金9银10”需求表现情况。

截至9月17日，LME库存2645吨，环比不变；上期所仓单7204吨，环比减少106吨，社会库存9389吨，环比增加108吨。

【逻辑】供应方面，现实锡矿供应维持紧张，冶炼厂加工费延续低位，7月国内锡矿进口环比-13.71%，维持较低水平，虽此前缅甸地区复产逐步推进，但受雨季、地震及矿区筹备影响，实际出矿预计延至四季度，关注缅甸锡矿恢复情况。需求方面，疲软态势未见明显好转，焊料行业因消费电子和家电市场需求不振，订单量明显减少。尽管AI算力提升和光伏行业装机量增长带动了部分锡消费，但目前其贡献规模尚小，难以弥补传统领域消费下滑带来的缺口，关注“金9银10”需求表现。现货市场成交呈现分化，华东地区部分贸易商走货相对顺畅，而华南市场交投则较为清淡。综上所述，供应端延续紧张，叠加美国降息预期走强，预计锡价延续高位震荡，后续关注缅甸锡矿进口情况，若供应恢复顺利则逢高空思路为主；若供应恢复不及预期，则锡价预计延续高位震荡，运行区间参考285000-265000。

【操作建议】运行区间参考285000-265000

【近期观点】宽幅震荡

◆镍：日内盘面偏弱震荡，基本面变动有限

【现货】截至9月17日，SMM1#电解镍均价122800元/吨，日环比上下跌800元/吨。进口镍均价报122000元/吨，日环比下跌800元/吨；进口现货升贴水300元/吨，日环比持平。

【供应】产能扩张周期，精炼镍产量整体偏高位，月度排产预计小增。8月中国精炼镍产量36695吨，环比增加1.50%，同比增加29.62%，产量整体高位仍有增量。

【需求】合电镀下游整体需求较为稳定，后期难有增长；合金需求仍占多数，军工和轮船等合金需求较好，企业逢低采购，“两会”强调国防支出中长期利好。不锈钢需求一般，社会库存降低较慢，钢厂利润改善供应压力或有增加，现货成交仍偏谨慎，目前不锈钢利润亏损持续，预计将对镍铁形成压制。硫酸镍方面，下游三元询单明显转好，硫酸镍阶段性供需错配导致价格强势上涨，但中期有新增产能投产，且需求端可持续性不高。

【库存】海外库存维持偏高位，国内社会库存小增，保税区库存回落。截止9月17日，LME镍库存228468吨，周环比增加7374吨；SMM国内六地社会库存41055吨，周环比增加1125吨；保税区库存3700吨，周环比减少600吨。

【逻辑】昨日沪镍盘面偏弱震荡，现货价格小幅下跌。宏观方面，美联储将基准利率下调25个基点至4.00%-4.25%，符合市场预期，重启自去年12月以来暂停的降息步伐；国内政策窗口期利好频发。产业层面，精炼镍现货成交整体一般，各品牌精炼镍现货升贴水多数持稳。近期矿价仍比较坚挺，菲律宾矿山挺价心态较强，装船出货效率尚可；印尼地区镍矿整体供应较为宽松，9月（二期）内贸基准价上涨0.2-0.3美元；内贸升水维持+24不变。镍铁价格偏强，镍铁整体议价区间上移至960-970元/镍（舱底含税），不锈钢利润亏损持续。不锈钢需求仍偏弱，钢厂在原料采购上多持谨慎态度，终端需求较为疲软；硫酸镍下游三元询单明显转好，硫酸镍阶段性供需错配导致价格强势上涨，但中期有新增产能投产且需求可持续性不高。海外库存维持偏高位，国内社会库存小增，保税区库存回落。总体上，宏观情绪走强，矿端扰动实质影响有限但空头避险离场有一定带动，成本有支撑，短期暂无明显供需矛盾但去库节奏有所放缓，中期供给宽松不改制约价格上方空间。预计盘面维持区间震荡，主力参考120000-125000，关注宏观预期变化和原料端动态。

【操作建议】主力参考120000-125000

【短期观点】区间震荡

◆不锈钢：盘面震荡小幅走弱，宏观改善基本面矛盾尚存

【现货】据Mysteel，截至9月17日，无锡宏旺304冷轧价格13150元/吨，日环比下跌50元/吨；佛山宏旺304冷轧价格13250元/吨，日环比持平；基差385元/吨，日环比下跌15元/吨。

【原料】矿价仍比较坚挺，镍矿成交落地环比上涨，菲律宾装船出货效率尚可；印尼地区镍矿整体供应较为宽松，但镍矿品位下滑，高品位镍矿报价坚挺，9月（二期）内贸基准价预计上涨0.2-0.3美元；内贸升水维持+24不变。镍铁价格偏强，目前镍铁采购价位在950元/镍（到厂含税）附近，市场等待进一步的成交落地，不锈钢利润亏损持续，预计将对镍铁形成压制。铬矿成本支撑较强叠加8月铬铁供应减量，铬铁供应紧张价格上扬。

【供应】据Mysteel统计，8月国内43家不锈钢厂粗钢预估产量327.95万吨，月环比增加6.87万吨，增幅2.14%，同比减少2.37%；其中300系175.18万吨，月环比增加5.37万吨，增幅3.16%，同比增加3.9%。9月粗钢排产预估340.21万吨，月环比增加3.74%，同比增加3.57%；300系178.01万吨，月环比增加1.62%，同比增加6.13%。

【库存】社会库存去化偏慢，仓单数量趋势性回落。截至9月12日，无锡和佛山300系社会库存47.8万吨，周环比减少1.03万吨。9月17日不锈钢期货库存95265吨，周环比减少3023吨。

【逻辑】昨日不锈钢盘面震荡小幅下跌，现货价格持稳为主，商家降价出货，但市场采购需求不多，成品市场整体成交一般。宏观方面，美联储如市场预期降息25个基点，国内政策窗口期近期政策态度偏积极。近期镍矿价格坚挺，菲律宾矿山挺价心态较强，装船出货效率尚可；印尼地区镍矿整体供应较为宽松，9月（二期）内贸基准价上涨0.2-0.3美元；内贸升水维持+24不变。镍铁市场议价区间上移，供方报价拉涨至960-970元/镍（舱底含税），钢厂镍生铁采购积极性降低，未出现集中采购或大规模补库行为。下游对铬铁需求支撑铬铁价格逐渐上涨，工厂利润改善，生产积极性较高。9月粗钢排产预计继续增加，主要以300系排产增加为主，供应端存在一定的压力。季节性和政策窗口之下需求预期改善，但目前旺季需求未有明显放量，传统下游领域需求偏淡，新兴下游增速整体预期下滑，采购以刚需补库为主，贸易商议价空间扩大但仍难放量。不锈钢社会库存去化仍较慢，仓单数量近期有所回落。总体上，宏观环境改善，原料价格坚挺成本支撑强化，库存压力放缓，但目前下游旺季需求兑现不及预期，基本面仍受制于现货需求偏弱。短期盘面区间震荡为主，主力运行区间参考12800-13400，关注原料动态及旺季需求兑现情况。

【操作建议】主力参考12800-13400

【短期观点】区间震荡

◆碳酸锂：日内盘面窄幅震荡，旺季基本面紧平衡

【现货】截至9月17日，SMM电池级碳酸锂现货均价7.32万元/吨，工业级碳酸锂均价7.09万元/吨，日环比均上涨300元/吨；电碳和工碳价差2300元/吨。SMM电池级氢氧化锂均价7.4万元/吨，工业级氢氧化锂均价6.9万元/吨，日环比均下跌50元/吨。宏观氛围维持偏强，SMM锂盐现货报价有所分化，碳酸锂现货价继续小幅上涨，近期现货市场报盘询盘氛围维持相对活跃。

【供应】根据SMM，8月产量85240吨，环比继续增加3710吨，同比增长39%；其中，电池级碳酸锂产量64180吨，较上月增加2860吨，同比增加65%；工业级碳酸锂产量21060吨，较上月增加850吨，同比减少6%。截至9月11日，SMM碳酸锂周度产量19963吨，周环比增加544吨。近期供应端消息扰动增加，上周产量数据延续小幅增加趋势，主要是前期减停产线恢复以及锂辉石代工增加的影响，云母减产已经兑现目前产量企稳，近期进口对供应也有补充。

【需求】需求稳健偏乐观，今年季节性表现淡化，电芯订单整体尚可，不同厂家之间稍有分化。材料排产数据较市场预期更乐观，但是需求端进一步大幅驱动目前仍未明显显现，近期持续关注订单边际变化。根据SMM，8月碳酸锂需求量104023吨，较上月增加7924吨，同比增加40.13%；9月需求量预计109470吨。7月碳酸锂月度出口量366.35吨，较上月减少63.3吨。

【库存】根据SMM，截至9月11日，样本周度库存总计138512吨，冶炼厂库存36213吨，下游库存58279吨，其他环节库存44020吨。SMM样8月总库存为94177吨，其中样本冶炼厂库存为40737吨，样本下游库存为53440吨。上周全环节去库幅度继续扩大，上游冶炼厂库存继续降低，下游补库量仍有增加，其他贸易环节近期库存持稳为主上周有一定减少。

【逻辑】昨日碳酸锂盘面整体窄幅震荡，锂电股票市场情绪偏强盘中有一定带动，日内主力仍围绕7.3万附近运行，截至收盘主力LC2511上涨0.03%至73640。近期政策信息利好较多，新型储能规模化建设专项行动方案对装机规模规划清晰；汽车行业稳增长工作方案明确力争实现全年新能源汽车销量1550万辆

左右，同比增长约 20%。昨日雅保 1.5 万吨矿石拍卖价格 850 美金，对应碳酸锂价格 7.5 万左右。基本面维持紧平衡，近期供应端消息扰动增加，上周产量数据延续小幅增加趋势，主要是前期减停产线恢复以及锂辉石代工增加的影响，云母减产已经兑现目前产量企稳，近期进口增量对供应也有补充。需求表现稳健偏乐观，逐步进入旺季，9 月铁锂和三元订单预期仍环增，10 月需求尚提升程度仍需跟踪。上周全环节去库幅度继续扩大，上游冶炼厂库存继续降低，下游补库量仍有增加，其他贸易环节近期库存持稳为主上周有一定减少。整体而言，供应端路径演绎逐步清晰交易空间弱化，但政策窗口期宏观预期提振以及强需求为价格下方提供支撑，短期盘面预计偏强震荡整理，主力价格中枢参考 7-7.5 万区间。

【操作建议】主力价格中枢参考 7-7.5 万区间

【短期观点】偏强震荡整理

[黑色金属]

◆钢材：煤炭供应端有收缩预期，焦煤拉动钢材上涨

【现货】

盘面震荡走势，现货回落。螺纹钢-20 至 3120；螺纹钢基差 48 元。热卷-20 至 3420 元，基差-30 元。

【成本和利润】

成本端，本周受限产影响，矿山开工率下降明显，库存下降，随着 9.3 阅兵结束后，矿山有复产预期；铁矿港口小幅累库，钢材产量维持高位，钢材需求季节性回落。焦煤供应尚未恢复，但价格回落交易复产预期；铁矿需求维持高位，小幅累库。8 月随着价格走弱，钢材利润高位下滑明显。螺纹 1 月合约跌破高炉成本。目前利润从高到低依次是钢坯>热卷>螺纹>冷卷。

【供应】

1-8 月铁元素产量同比增长 2800 万吨，增幅 4%。预计前 9 月同比增 3700 万吨，增幅 5%。环比看，受去年同期基数低影响，产量增幅有所扩大。本周铁水修复至 240.6 万吨，成品材产量如热卷、冷轧产量同步修复。本期五大材产量-3.4 万至 857 万吨。分品种看，螺纹钢产量-7 万吨至 212 万吨；热卷产量+11 万吨 325 万吨。上周限产检修的减量，本周基本恢复。螺纹受利润亏损影响，有减产迹象。

【需求】

1-9 月五大材表需同比基本持平（-0.6%，日均-5 万吨）；但去年四季度表需基差较高（876 万吨），当前 850 左右的表需需环比增加 26 万吨才能修复至去年同期水平。前 7 月钢材出口+钢坯净出口同比增 1300 万吨，日均增 6 万吨。考虑去年同期出口高基数，出口增量预期不大。8-9 月表需回落，目前依然在淡季水平。五大材表需+15.5 万吨至 843 万吨，其中螺纹-4 万吨至 198 万吨；热卷+21 万吨至 326 万吨。

【库存】

品种材表需从 4 月见顶下降以来，8 月才出现明显累库，原因是前 6 个月产量持续低于表需，进入 8 月份后，表需差扩大累库明显。五大材库存从低位上升 130 万吨，主要是螺纹累库导致。其中螺纹钢库存上升 85 万吨，热卷库存上升 20 万吨。本期五大材库存环比+14 万吨至 1514 万吨，其中螺纹+14 万吨至 654 万吨；热卷-1 万吨至 373 万吨。虽然后期表需有季节性回暖预期，考虑四季度表需难以超过目前产量水平，预计库存中枢保持上升走势。

【观点】

找钢网数据，产量持稳，表需下降，库存延续累库。目前需求尚未季节性回暖，关注明天钢联数据进一步验证。中期看，8 月投资端数据下滑明显，拖累旺季需求预期。钢材需求端现实和预期依然偏弱。但煤炭供应端有收缩预期。钢材需求和上游煤炭并不共振。但四季度宏观政策扰动较大。静态看四季度表需预期难以超过目前产量水平，目前定价受到钢材需求偏弱+煤炭供应端收缩预期共同影响。目前在焦煤影响下，叠加十一前补库，预计往下空间有限，价格保持区间震荡走势。螺纹波动参考 3100-3350；热卷波动参考 3300-3500 元。低位多单先持有关注表需季节性修复情况。

◆铁矿石：发运恢复，铁水回升，补库需求支撑铁矿价格偏强运行。

【现货】

截至 9 月 17 日，主流矿粉现货价格：日照港 PB 粉-2.0 至 795.0 元/吨，卡粉+3.0 至 919.0 元/吨。

【期货】

截至下午收盘，以收盘价统计，铁矿主力 2601 合约+1.0 (+0.12%)，收于 804.5 元/吨，铁矿远月 2605 合约+0.5 (+0.06%)，收于 782.5。

【基差】

最优交割品为卡粉。卡粉、PB 粉、巴混粉和金布巴仓单成本分别为 839.6 元/吨、845.8 元/吨、845.9 元/吨和 856.4 元/吨。01 合约卡粉、PB 粉、巴混和金布巴基差分别是 36.1 元/吨、42.3 元/吨、42.4 元/吨和 52.9 元/吨。

【需求】

截至 9 月 11 日，日均铁水产量 240.55 万吨/日，环比+11.71 万吨/日；高炉开工率 83.83%，环比+3.43%；高炉炼铁产能利用率 90.18%，环比+4.39%；钢厂盈利率 60.17%，环比-0.87%。

【供给】

本周全球发运环比大幅回升，到港量下降。全球发运 3573.1 万吨，周环比+816.9 万吨。45 港口到港量 2362.3 万吨，周环比-85.7 万吨。全国月度进口量 10522.5 万吨，月环比+60.2 万吨。

【库存】

港口库存小幅去库，日均疏港量环比上升，钢厂进口矿库存环比增加。45 港库存 13849.47 万吨，环比-0.2 万吨；45 港日均疏港量 331.28 万吨，环比+13.50 万吨；钢厂进口矿库存 8993.05 万吨，环比+53.18 万吨。

【观点】

截至昨日下午收盘，铁矿 2601 合约震荡偏强走势。供给端，铁矿石全球发运量大幅回升，45 港到港量下降，主要由于巴西港口发运恢复，属于预期内数据变动。结合近期发运数据推算，后续到港均值将先增后降。需求端，钢厂利润率小幅下滑，上周铁水产量大幅回升，本周仍有小幅增加，钢厂补库需求增加。从五大材数据可以看到本周钢材产量下降，表需回升，基本面小幅好转，但进入旺季仍显不足，原料强于成材。库存方面，港口库存小幅累库，疏港量环比上升，钢厂权益矿库存环比增加。展望后市，由于钢厂盈利面仍然偏高，9 月份铁水仍将保持偏高水平，港口库存同比低位给予铁矿支撑。“反内卷”工作高层份行业发布具体政策，钢铁行业或再次提出严禁新增产能和实施产量压减控总量，关注四季度钢厂控产情况。策略方面，铁矿目前仍处于平衡偏紧格局，单边震荡偏多看待，区间参考 780-850，单边建议逢低做多铁矿 2601 合约，套利推荐多铁矿空热卷。

◆焦煤：煤炭产地减产预期升温，下游补库需求回暖，期货走反弹预期。

【期现】

昨日焦煤期货震荡回调走势，截至 9 月 17 日收盘，以收盘价统计，焦煤主力 2601 合约下跌 7.5 (-0.6%) 至 1233.0，焦煤远月 2605 合约下跌 16.5 (-1.24%) 至 1313.0，1-5 价差走强至 -80.0。S1.3 G75 山西主焦煤（介休）仓单 1230 元/吨，环比+30，基差-3.0 元/吨；S1.3 G75 主焦煤（蒙 5）沙河驿仓单 1150 元/吨（对标），环比持平，蒙 5 仓单基差-83.0 元/吨。焦煤期货震荡调整，山西竞拍成交回暖，蒙煤现货报价反弹。

【供给】

截至 9 月 11 日，汾渭统计 88 家样本煤矿产能利用率 85.25%，环比+4.33%，原煤产量 861.07 万吨，周环比+43.76 万吨，原煤库存 199.77 万吨，周环比+5.70 万吨，精煤产量 442.45 万吨，周环比+23.32 万吨，精煤库存 123.51 万吨，周环比+6.81 万吨。

截至 9 月 17 日，钢联统计 523 矿样本煤矿产能利用率 84.7%，周环比+1.9%，原煤日产 190.0 万吨，周环比+4.4 万吨，原煤库存 470.0 万吨，周环比-3.2 万吨，精煤日产 76.1 万吨，周环比+3.3 万吨，精煤库存 232.8 万吨，周环比-21.7 万吨。

【需求】

截至 9 月 11 日，全样本独立焦化厂焦炭日均产量 66.8 万吨/日，周环比+2.4，247 家钢厂焦炭日均产量 46.6 万吨/日，周环比+0.9 万吨/日，总产量为 113.4 万吨/日，周环比+3.4 万吨/日。

截至 9 月 11 日，日均铁水产量 240.55 万吨/日，环比+11.71 万吨/日；高炉开工率 83.83%，环比+3.43%；高炉炼铁产能利用率 90.18%，环比+4.39%；钢厂盈利率 60.17%，环比-0.87%。

【库存】

截至 9 月 11 日，焦煤总库存（矿山+洗煤厂+焦化厂+钢厂+16 港+口岸）周环比-23.6 至 3575.9 万吨。其中，523 家矿山库存环比-11.2 至 494.9 万吨，314 家洗煤厂环比+4.7 至 458.4 万吨，全样本焦化厂环比-36.5 至 883.5 万吨，247 家钢厂环比-2.0 至 793.7 万吨；沿海 16 港库存环比+1.7 至 597.4 万吨；三大口岸库存+19.7 至 348.0 万吨。

【观点】

截至昨日下午收盘，焦煤期货呈震荡回落走势，期现有一定背离，现货竞拍价格有企稳反弹迹象，蒙煤报价跟随期货反弹。现货方面，近期国内焦煤市场有所企稳，煤价经过下跌调整后，下游采购意愿回暖，但价格普涨仍需对待。供应端，本周主产区煤矿如预期逐步复产，物流运输恢复，煤矿让利出货，降价后销售有一定好转；进口煤方面，蒙煤价格跟随期货波动，昨日期货大涨蒙煤报价反弹。需求端，本周铁水产量大幅回升，焦化开工同步快速提升，环保限产影响解除。库存端，本周煤矿、焦化厂、钢厂去库，洗煤厂、港口、口岸小幅累库，整体库存中位略降。前期现货市场小幅回调，但在焦炭提降 2 轮后，下游用户和贸易商开始提前抄底补库，成交有一定好转。市场普遍预期下跌空间不大，盘面提前走反弹预期，国庆前下游有补库需求。策略方面，单边建议逢低做多焦煤 2601 合约，区间参考 1150-1300，套利多焦煤空焦炭，盘面波动较大注意风险。

◆焦炭：焦炭 2 轮提降落地，第三轮难度较大，期货提前走反弹预期。

【期现】

昨日焦炭期货震荡回落走势，焦炭主力 2601 合约下跌 0.5（-0.03%）至 1724.5.0，远月 2605 合约上涨 45.5（+2.49%）至 1873.5，1-5 价差走强至-129.0。9 月 15 日主流钢厂第二轮提降落地，幅度为 50/55 元/吨，降价后吕梁准一级湿熄冶金焦出厂价格报 1240 元/吨（第 2 轮提降价格），日环比持平，对应厂库仓单 1510 元/吨，基差-214.5；日照准一级冶金焦贸易价格报 1480 元/吨，环比+50，对应港口仓单 1635 元/吨（对标），基差-89.5。

【利润】

全国 30 家独立焦化厂平均吨焦盈利 35 元/吨；山西准一级焦平均盈利 47 元/吨，山东准一级焦平均盈利 90 元/吨，内蒙二级焦平均盈利-18 元/吨，河北准一级焦平均盈利 57 元/吨。

【供给】

截至 9 月 11 日，全样本独立焦化厂焦炭日均产量 66.8 万吨/日，周环比+2.4，247 家钢厂焦炭日均产量 46.6 万吨/日，周环比+0.9 万吨/日，总产量为 113.4 万吨/日，周环比+3.4 万吨/日。

【需求】

截至 9 月 11 日，日均铁水产量 240.55 万吨/日，环比+11.71 万吨/日；高炉开工率 83.83%，环比+3.43%；高炉炼铁产能利用率 90.18%，环比+4.39%；钢厂盈利率 60.17%，环比-0.87%。

【库存】

截至 9 月 11 日，焦炭总库存 959.4 万吨，周环比+8.5 万吨，其中，全样本独立焦企焦炭库存 67.8 万吨，周环比+1.3 万吨，247 家钢厂焦炭库存 633.3 万吨，周环比+9.6 万吨，港口库存 258.3 万吨，周环比-2.4 万吨。

【观点】

截至昨日收盘，焦炭期货震荡调整走势，近期期现价格背离，焦炭现货钢厂提降第二轮落地，港口贸易报价跟随期货上涨。现货端，9 月 15 日主流钢厂第二轮提降落地，累计幅度为 50/55 元/吨，降价后山西吕梁准一级湿熄焦到 1240 元/吨、干熄焦 1475 元/吨，唐山钢厂表示第三轮提降难度较大，但仍有提降预期。供应端，由于前期焦炭连续 7 轮提涨，焦化利润增厚，目前提降 2 轮后焦化仍有利润，北方焦企快速复产；需求端，本周钢厂继续复产，铁水大幅回升，下游需求仍有支撑。库存端，焦化厂库、钢厂小幅

累库，港口去库，整体库存中位略增。盘面更多交易 9 月份煤焦限产预期和后市筑底反弹的驱动，随着焦化利润好转和限产解除，焦炭生产供应和物流运输恢复，暂时预期 2-3 轮提降空间，由于预期跌幅空间不大且预期较好，盘面始终给出升水结构。钢铁行业稳增长工作方案提出严禁新增产能和实施产量压减控总量，督察反馈文件要求山西省焦化行业压减产能，降低污染排放，需关注实际执行情况。下游关注钢材市场波动，需跟踪金九银十旺季预期是否兑现，9 月份铁水或持续高位给予原料支撑。策略方面，投机建议逢低做多焦炭 2601 合约，区间参考 1650-1800，套利多焦煤空焦炭，盘面波动加大注意风险。

[农产品]

◆粕类：美豆出口预期改善，两粕再度承压

【现货市场】

豆粕：9 月 17 日，国内豆粕现货市场偏弱运行，其中天津市场 3010 元/吨，跌 20 元/吨，山东市场 2970 元/吨，跌 10 元/吨，江苏市场 2920 元/吨，跌 30 元/吨，广东市场 2940 元/吨，跌 10 元/吨。成交方面，全国主要油厂豆粕成交 15.69 万吨，较前一交易日增 0.29 万吨，其中现货成交 4.89 万吨，较前一交易日减 9.51 万吨，远月基差成交 10.80 万吨，较前一交易日增 9.80 万吨。开机方面，今日全国动态全样本油厂开机率为 67.82%，较前一日下降 1.82%。

菜粕：9 月 17 日全国主要油厂菜粕成交 0 吨。全国菜粕市场价格跌 20-60 元/吨，基差报价调整。开机方面，全国 19 家菜籽压榨厂开机率为 13%。

【基本面消息】

巴西植物油行业协会 (Abiove)：将巴西 2024/25 年度大豆产量预估维持在 1.703 亿吨不变，大豆出口量预估维持在 1.095 亿吨，大豆压榨量预估上调至 5,850 万吨，此前预估为 5,810 万吨。

巴西外贸秘书处 (SECEX)：9 月迄今巴西大豆出口步伐继续落后于去年同期。9 月 1 至 12 日，巴西大豆出口量为 271.8 万吨，去年 9 月份全月为 610.6 万吨。9 月迄今的日均出口量为 271,823 吨，同比降低 6.5%，上周同比降低 30.8%。

巴西国家气象研究所 (INMET)：巴西南部地区将迎来暴雨，而东南部和中西部地区将迎来干燥天气。9 月 15 日至 21 日当周，巴西南部地区将迎来一段时间的暴雨天气，其中南里奥格兰德州中部和南部地区的累计降雨量将高达 200 毫米。

美国大豆产量存在不确定性，也为大豆市场提供了支撑。鉴于最近几周的干旱天气，一些市场人士预计美国农业部将在 10 月中旬发布的下一份月度报告中下调全国大豆和玉米单产预估。周一的作物周报显示，伊利诺伊州的大豆优良率降至 2019 年以来的同期最低水平。

欧盟委员会：截至 9 月 14 日，欧盟 2025/26 年度大豆进口量为 267 万吨，同比下降 3.6%。

【行情展望】

美豆受中美关系改善预期及降息预期支撑，但国内明年初缺口或有改善，叠加生猪产能调控会议影响，国内连粕再度下挫。USDA9 月供需报告，产量较上月环比上行，库销比小幅增长，而美豆优良率仍在高位，美豆供需强弱格局延续。巴西升贴水偏强，对国内成本形成支撑。

国内对四季度供应担忧情绪逐步缓解，现货宽松，油厂豆粕持续累库，终端缺乏备货积极性。目前来看明年 1-2 月国内大豆供应并不宽松，不确定性主要集中在中美谈判结果，关注 01 合约在 3000 附近支撑。

◆生猪：现货压力较大，产能调控会议对近月提振有限

【现货情况】

现货价格震荡偏弱运行。昨日全国均价 12.95 元/公斤，较前一日下跌 0.13 元/公斤。其中河南均价为 13.04 元/公斤，较前一日下跌 0.15 元/公斤；辽宁均价为 12.76 元/公斤，较前一日下跌 0.09 元/公斤；四川均价为 12.64 元/公斤，较前一日下跌 0.1 元/公斤；广东均价为 14.02 元/公斤，较前一日下跌 0.2 元/公斤。

【市场数据】

涌益监测数据显示，截止 9 月 11 日当周，

本周自繁自养模式母猪 50 头以下规模出栏肥猪利润为 73.14 元/头，较上周降低 44.83 元/头；5000-10000 头规模出栏利润为 53.89 元/头，较上周降低 44.85 元/头。本周外购仔猪育肥出栏利润为 -175.8 元/头，较上周降低 62.96 元/头。

本周生猪出栏均重 128.32 公斤，较上周增加 0.09 公斤，环比增幅 0.07%，较去年同期体重增加 2.36 公斤，同比增幅 1.84%。本周集团出栏均重 123.73 公斤，较上周增加 0.12 公斤，增幅 0.10%，散户出栏均重 144.06 公斤，较上周增加 0.31 公斤，增幅 0.22%。

【行情展望】

养殖端出栏增加，现货压力持续兑现。目前需求缓慢回升，但供应量较为明确的恢复格局，需求能否顺利承接仍有较大变数。散户体重仍在高位，双节前不排除出栏压力持续存在。

16 日农业部生猪会透漏出进一步加强产能调控的意向，预计后续养殖端减产压力有所增加，出栏影响更多体现在明年年中之后，现货价格缺乏支撑，盘面谨慎炒作预期，近月合约维持弱势调整，关注 1-5 反套机会。

◆ 玉米：上量增加，盘面偏弱运行

【现货价格】

9 月 17 日，东北三省及内蒙主流报价 2140-2260 元/吨，较昨日稳定；华北黄淮主流报价 2280-2310 元/吨，价格偏弱运行。港口价格方面，鲅鱼圈（容重 680-730/15%水）收购价 2250-2260 元/吨，较昨日下午下跌 10-20 元/吨；锦州港（15%水/容重 680-720）收购价 2250-2260 元/吨，较昨日下午下跌 10-20 元/吨；蛇口港散粮玉米成交价 2350 元/吨，较昨日稳定。14.5%水一等玉米装箱进港 2320-2340 元/吨，14.5%水二等玉米平仓价 2270-2290 元/吨左右，较昨日下午下跌 10-20 元/吨。

【基本面消息】

中国粮油商务网监测数据显示，截止到 2025 年第 37 周末，广州港口谷物库存量为 185.30 万吨，较上周的 182.20 万吨增加 3.1 万吨，环比增加 1.70%，较去年同期的 161.70 万吨增加 23.6 万吨，同比增加 14.59%。其中：玉米库存量为 61.70 万吨，较上周的 66.30 万吨减少 4.6 万吨，环比下降 6.94%，较去年同期的 37.50 万吨增加 24.2 万吨，同比增加 64.53%；高粱库存量为 40.00 万吨，较上周的 46.00 万吨减少 6.0 万吨，环比下降 13.04%，较去年同期的 67.30 万吨减少 27.3 万吨，同比下降 40.56%；大麦库存量为 83.60 万吨，较上周的 69.90 万吨增加 13.7 万吨，环比增加 19.60%，较去年同期的 56.90 万吨增加 26.7 万吨，同比增加 46.92%。

据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 9 月 12 日，广东港内贸玉米库存共计 60.1 万吨，较上周减少 5.50 万吨；外贸库存 0 万吨，较上周持平；进口高粱 39 万吨，较上周减少 5.80 万吨；进口大麦 82 万吨，较上周增加 13.90 万吨。

【行情展望】

东北地区余粮不足，但新季上市偏慢，整体到货量一般，部分价格有所上调；华北地区新季逐步上市，深加工到车辆较多，价格偏弱运行，且随着后续新粮大量上市，仍具有下跌空间。需求端，深加工和饲料企业自身库存继续消耗，采购普遍以补库为主，无明显亮点。综上，短期市场供需宽松，盘面震荡偏弱，不过盘面 2150 附近支撑较强，下跌速度放缓；中期维持偏弱局面，关注新粮收购节奏及开秤价。

◆ 白糖：原糖价格超跌反弹，国内糖价维持震荡

【行情分析】

含水乙醇与原糖现货价格接近，制糖优势已经大幅减弱，高制糖比例或有所下调，原糖价格开始触底反弹，短期来看，价格跌破 15 美分/磅动能有限，但考虑到原糖供应偏过剩，预计维持底部震荡格局。参考 15-17 美分/磅。进口放量加工糖厂全面开机，加工糖实际成交价格跌破 6000 关口，占领销区市场，广西外运受阻，8 月份国内销售数据偏差，截止 8 月底，全国工业库存 116.23 万吨，同比增加 6 万吨，现货压力仍在。预计短期受原糖反弹影响盘面在 5500 附近企稳，但整体来看反弹空间有限，后期仍维持逢高做空思路。

【基本面消息】

国际方面：

UNICA：8 月上半月，巴西中南部地区甘蔗入榨量为 4763 万吨，较去年同期的 4403.4 万吨增加 359.6 万吨，同比增幅 8.17%；甘蔗 ATR 为 144.83kg/吨，较去年同期的 151.17kg/吨减少 6.34kg/吨；制糖比为 55%，较去年同期的 49.15%增加 5.85%；产乙醇 21.93 亿升，较去年同期的 23.14 亿升减少 1.21 亿升，同比降幅 5.21%；产糖量为 361.5 万吨，较去年同期的 311.8 万吨增加 49.7 万吨，同比增幅达 15.96%。

国内方面：

据海关总署公布的数据显示，2025 年 7 月份我国进口食糖 74 万吨，同比增加 31.82 万吨。2025 年 1-7 月份我国进口食糖 177.78 万吨，同比增加 5.39 万吨，增幅 3.12%。2024/25 榨季截至 7 月，我国进口食糖 323.95 万吨，同比下降 34.43 万吨，降幅 9.61%。

据海关总署数据，2025 年 7 月我国进口糖浆和白砂糖预混粉(含税则号 1702.90、2106.906)合计 15.97 万吨，同比减少 6.86 万吨。其中，进口糖浆、白砂糖预混粉(税则号列 170290)数量为 4.54 万吨，同比下降 18.28 万吨；我国进口 2106.90.6 项下糖浆、白砂糖预混粉共 11.43 万吨，同比增长 11.42 万吨，为历史同期最高。

【操作建议】短期反弹，中期维持偏空思路

【评级】震荡

◆ 棉花：美棉底部震荡磨底，国内需求无明显增量

【行情分析】

供应端本周机采籽棉或逐步开秤，关注机采籽棉收购价，需求端下游成品库存仍在下降状态，不过出货略有放缓，下游对传统旺季信心不足，不过刚需或仍能支撑。综上，短期国内棉价或区间震荡，远期新棉上市后相对承压。

【基本面消息】

USDA：截止 9 月 7 日，美棉 15 个棉花主要种植州棉花结铃率为 97%，较去年同期慢 1 个百分点；近五年同期平均水平在 97%，较近五年同期平均水平持平。美棉 15 个棉花主要种植州棉花吐絮率为 40%，较去年同期持平；近五年同期平均水平在 39%，较近五年同期平均水平快 1 个百分点。美棉 15 个棉花主要种植州棉花优良率为 54%，较去年同期高 14 个百分点，较五年均值高 12 个百分点。

USDA：截止 9 月 4 日当周，2025/26 美陆地棉周度签约 2.94 万吨，环比降 47%，同比降 38%，其中越南签约 1.39 万吨，中国签约 0.4 万吨；2026/27 年度美陆地棉周度无新增签约；2025/26 美陆地棉周度装运 2.95 万吨，环比降 16%，同比降 21%，其中越南装运 0.99 万吨，巴基斯坦 0.44 万吨。

国内方面：

截至 9 月 17 日，郑棉注册仓单 4615 张，较上一交易日减少 144 张；有效预报 12 张，仓单及预报总量 4627 张，折合棉花 18.51 万吨。

09 月 17 日，全国 3128 皮棉到厂均价 15260 元/吨，跌 5.00 元/吨；全国 32s 纯棉纱环锭纺价格 21509 元/吨，平；纺纱利润为-1277 元/吨，涨 5.50 元/吨；原料棉花价格微跌，纺企纺纱即期利润小幅增加。

◆ 鸡蛋：蛋价小幅反弹，但整体压力仍大

【现货市场】

9 月 17 日，全国鸡蛋价格多数稳定，少数涨跌调整，主产区鸡蛋均价为 3.75 元/斤，较昨日价格小涨。货源供应正常，市场消化稳定。

【供应方面】

在产蛋鸡存栏量处于高点，鸡蛋供应充足。天气转凉后，产蛋率、蛋重也陆续回升。另外，冷库蛋陆续出库，鸡蛋供应压力较大。

【需求方面】

国庆、中秋双节临近，贸易商采购积极性提升，鸡蛋采购量增加。随着备货结束，本周下半周走货速度

或放缓，需求有转淡风险。

【价格展望】

近几日贸易商采购量增加，需求量增加或拉动鸡蛋价格走高，鸡蛋价格有望上涨至年内高点。但存栏量维持高位，加之冷库蛋出库，供应端或压制鸡蛋价格的上涨幅度。本周下半周贸易商补货结束后需求或转淡，局部地区鸡蛋价格有小幅下滑风险。预计盘面反弹高度有限。

◆ 油脂：产量下降支撑棕榈油

连豆油高开，夜盘震荡，今日下跌，受到 CBOT 大豆与豆油下跌的拖累（美元汇率坚挺，利空商品市场）。并且，中美谈判的进展令市场猜测中国可能会采购美国农产品，四季度大豆进口量可能会增加，资金趁机外撤。1 月合约报收在 8366 元，与昨日收盘价相比下跌 52 元。现货随盘下跌，基差报价以稳为主，个别地区调整。江苏张家港地区贸易商一级豆油现货价 8580 元/吨，较昨日下跌 50 元/吨，江苏地区工厂豆油 9 月现货基差最低报 2601+210。广东广州港地区 24 度棕榈油现货价格 9540 元/吨，较前一日下跌 60 元/吨，广东地区工厂 9 月基差最低报 2601+20。

【基本面消息】

马来西亚南部棕果厂商公会（SPPOMA）数据显示，9 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量环比下降 8.05%，其中鲜果串（FFB）单产环比下降 6.94%，出油率（OER）环比下降 0.21%。

船运调查机构 SGS 公布数据显示，马来西亚 9 月 1-15 日棕榈油出口量为 404688 吨，较 8 月 1-15 日出口的 537183 吨减少 24.7%。其中对中国出口 3.4 万吨，高于上月同期 1.4 万吨。

印度溶剂萃取商协会（SEA）公布的数据显示，印度 8 月棕榈油进口量较 7 月增长 15.76%，达到 990,528 吨。该行业机构称，豆油进口量下降 25.27%，至 367,917 吨，葵花籽油进口量增长 28.53%，至 257,080 吨。

监测数据显示 9 月 17 日，马来西亚 24 度报 1105 涨 10 美元，理论进口成本在 9674-9758 元之间，进口成本上涨 100 元左右。和港口现货对比来看，理论进口亏损幅度扩大了 178 元。其中天津亏损幅度 224 元，广州亏损幅度 320 元。

【行情展望】

棕榈油方面，受基本上 SPPOMA 产量下降以及船运机构公布的 9 月 1-15 日出口增长的利多支撑，毛棕油期货围绕 4500 令吉震荡整理并逐步站稳后，仍有进一步向上走强的机会。国内方面，短线受马棕震荡整理的拖累影响，但经过反复地震荡整理并逐步企稳，有望在马棕向上突破的带动，跟随上扬并展开一轮上涨行情的机会。豆油方面，美国政府拟出台方案，解决此前给予部分小型炼厂的生物燃料搅拌义务豁免问题，亦对豆油形成支撑。不过，政策并未确定，因此 CBOT 豆油无力持续上涨。国内方面，中秋备货进行时，但是贸易商反馈今年的备货量同比下降，目前豆油供应充足，多空并存格局持续。9 月份大豆到港在 900 万吨左右，大豆供应充足，不过 10 月份大豆到港量会明显减少，四季度通常是美国大豆大量到港的时节，现阶段中国尚未采购美国大豆，导致现阶段基差报价波动空间不大。

◆ 红枣：现货价格小幅波动，盘面震荡运行

【现货市场】

新疆灰枣陆续进入上糖阶段，虽然田间管理工作减少，但针对天气变化的精准防控至关重要，严格控水及病害预防比较关键，关注降雨情况对质量的影响。

9 月 17 日，河北崔尔庄市场红枣到货 4 车，到货质量不同价格不一，参考到货一级 10.50 元/公斤，二级 9.50 元/公斤，下游按需拿货。市场等级价格参考超特 11.50-12.30 元/公斤，特级 9.70-11.70 元/公斤，一级 9.00-9.80 元/公斤，二级 7.80-8.60 元/公斤，三级 6.30-7.00 元/公斤，实际成交根据产地、质量不同价格不一。

【行情展望】

市场货源供应少量，现货价格窄幅波动，叠加双节备货不及预期，特级品价格小幅下调。当前红枣减产定性但幅度存疑，且仍处于天气炒作阶段，降雨天气会影响红枣品质，从而提振价格，炒作期还未结束。不过当前天气端良好，消息面也较为平淡，叠加旧季红枣高库存，承压价格。整体盘面处于震荡偏弱，但

后续或仍存在天气炒作，暂时观望。

◆ 苹果：早富士议价成交，走货尚可

【现货市场】

栖霞产区库存富士交易分化，好货稍显紧俏，差货走货不快，价格稳弱调整，以质论价成交。当地红将军上色中，预计交易还需等待。库存纸袋晚富士 80# 以上价格在 3.00-4.00 元/斤（片红，一二级）；纸袋晚富士 80# 以上价格 2.50-3.00 元/斤（片红，统货），库存条纹 80# 以上一二级价格 3.50-4.50 元/斤，奶油将军 75# 以上 1.50-1.80 元/斤。沂源产区红星、金帅苹果大量上市，红将军目前仍在大面积上色中，交易不多。红星 75# 以上价格 2.00 元/斤左右，零星红将军 75# 以上好货订货价格 3.00 元/斤左右。

洛川产区早富士上货量尚可，客商订购好货积极，一般货量大，以质论价。目前纸袋早富士 70# 起步半商品价格 4.50-4.85 元/斤，统货价格在 3.50-3.60 元/斤。渭南产区早富士陆续上市，目前客商拿货积极性尚可，受降雨影响，亮度一般，成交以质论价。当前纸袋早富士 75# 起步半商品价格 4.00-4.20 元/斤，好货统货价格 3.50-3.60 元/斤，一般统货价格 3.00 元/斤左右。

【行情展望】

西部产区早富士上货量增多，客商采购积极性尚可，好货偏少，客商拿货积极，价格高位稳定，一般货量大，成交以质论价。山东产区红将军目前仍在上色中，大量交易尚需等待。山东库存富士行情两极分化，好货行情紧俏，差货价格显弱

[能源化工]

◆ 原油：短期盘面缺乏强驱动，后市需关注 EIA 库存变化和美联储决议

【行情回顾】

截至 9 月 18 日，美国传统燃油消费旺季结束后需求转弱，且 OPEC+ 增产延续，国际油价下跌。NYMEX 原油期货 10 合约 64.05 跌 0.47 美元/桶，环比-0.73%；ICE 布油期货 11 合约 67.95 跌 0.52 美元/桶，环比-0.76%。中国 INE 原油期货 2511 合约涨 6.3 至 499.8 元/桶，夜盘跌 2.6 至 497.2 元/桶。

【重要资讯】

法兴银行 9 月 15 日报告称，受低价驱动，中国计划在 2024 年 7 月至 2026 年 2 月向战略石油储备新增约 1 亿桶原油，等同于月均 41.1 万桶/日；该行估算，中国尚有约 8 亿桶空余 SPR 容量，若油价持续疲软，补库可望延伸至 2026 年底，届时再增 262 百万桶、日均 48. 万桶，从而进一步消化剩余库容。报告同时预测，到明年末布伦特原油或跌至 51 美元/桶，为持续补库提供价格窗口。

交易员消息显示，韩国炼厂 GS Caltex 与 SK 已锁定哈萨克斯坦 CPC Blend 原油 10 月船期货，单船规模约 100 万桶；本周稍早，GS Caltex 及文莱 Hengyi 亦各采购一船同船期货。亚洲买家在布伦特与迪拜价差收窄背景下，加码吸纳大西洋盆地原油，为韩方持续优化采购来源、稀释中东供应风险再添实例。

周二成品油利润快速扩张：NYMEX 取暖油与 ICE 柴油裂解价差分别跃升至 7 月以来高位，3-2-1 综合裂差升至 26.15 美元/桶，配合 API 报告显示美国上周原油库存减少 340 万桶，共同推升 Brent 与 WTI 近月价差，其中 Brent 11-12 月升水扩大至 0.46 美元/桶、WTI 10-11 月至 0.36 美元/桶，并均创本月新高；WTI-Brent 价差收窄至-4.31 美元/桶。尽管盘中 Brent、WTI 各自回落 0.44 与 0.39 美元至 68.03 及 64.13 美元/桶，Brent 已连续五日稳于 5 日均线之上，为 7 月以来最长。资金面上，ICE Brent 及 NYMEX 汽油未平仓量刷新近月高位，Brent、WTI 次月期权隐含波动率分别升至 26.6% 与 29.1%，看涨偏度同步放大，凸显市场对供需仍将收紧的定价倾向。

招标文件显示，印度 Hindustan Petroleum Corp. (HPCL) 计划 10 月自维沙卡帕特南离岸出口三船低硫柴油，每船约 3.3 万吨：其中 0.3% 硫含量货物装期 10 月 3-5 日，两船 0.7% 硫含量货物装期分别为 10 月 12-14 日与 10 月 27-29 日；投标截至 9 月 18 日 11:00（印度时间），报价当日 19:00 前有效。该批次额外柴油出口将向市场释放约 10 万吨现货资源，增加亚太成品油可用供应。

哈萨克国家石油公司 KazMunayGas 在 Telegram 公告称，已自里海阿克套港装载 8,800 吨卡沙甘原油，

通过巴库-第比利斯-杰伊汉 (BTC) 管道恢复出口; 该路线自 8 月起暂停, 本次为中断后的首批发运, 下一船定于 9 月 20 日装运。此前 8 月期间哈萨克原油对德国输送维持稳定, 但经 BTC 并无出货; 此次重启意味着里海原油对地中海市场的物流渠道重新打开, 后续发运节奏值得关注。

【主要逻辑】

隔夜油价偏弱震荡, 主要交易逻辑在于市场在乌克兰袭击俄罗斯炼厂带来的供应中断担忧与美联储利率决议前的宏观不确定性之间进行权衡, 同时近端月差结构走弱也对涨势构成压制。具体来看, 一方面, 乌克兰对俄罗斯炼厂的持续打击引发了市场对供应中断的担忧, 叠加美国 API 原油库存下降和成品油裂解价差走强, 共同为油价提供了底部支撑。但另一方面, 市场在美联储利率决议公布前态度谨慎, 宏观层面的不确定性限制了油价上行空间, 同时原油近月价差收窄, 也反映出现货市场紧张情绪有所缓解, 部分抵消了地缘溢价。总体看, 地缘政治风险为油价提供了支撑底线, 但宏观事件的不确定性和现货市场信号的边际走弱使得油价短期内或将延续区间震荡格局, 多空因素交织下, 市场缺乏明确的单边驱动方向。

【展望】

建议单边观望为主, WTI 上方压力给到 [65, 66], 布伦特在 [68, 69], SC 在 [500, 510]; 期权端等待波动放大后做扩机会, 仅供参考。

风险提示: 地缘不确定性; 炼厂开工负荷超预期变化; 库存超预期去化等。

◆尿素: 检修季正式开启后高供应压力可能缓解, 但需求端限制反弹高度

【现货价格更新】

国内尿素小颗粒现货价格, 河南市场主流价 1660(0), 基差-21(5); 山东市场主流价 1650(0), 基差-31(5); 山西市场主流价 1530(-10), 基差-151(-5); 河北市场主流价 1680(0), 基差-1(5); 江苏市场主流价 1650(0), 基差-31(5);

【本周市场主要动态】

综合安云思和隆众的统计: 1. 从供应端来看, 行业日产 19.66 万吨, 开工率 83.3%, 同比去年同日下降 0.78 万吨; 9-10 月计划复产产能 983 万吨, 已复产河南心连心、江西心连心、河北正元、安徽泉盛等, 日产正向 20 万吨靠近, 9 月底-10 月九江心连心 120 万吨、新疆中能 60 万吨新装置可能投放, 气头企业尚未集中停车, 日产峰值或触及 21 万吨。

2. 从需求端来看, 农业端秋季用肥 9 月下旬至 10 月上旬存在区域集中走货, 但总量有限; 工业端复合肥开工低位、成品库存偏高, 对原料采购谨慎, 胶板厂及三聚氰胺刚需逢低采购; 出口端河北、内蒙古部分工厂执行集港订单, 新单跟进放缓。

3. 库存方面, 多数工厂库存不高, 个别内蒙古高价工厂库存升至 20 万吨以上; 社会库存整体仍处低位, 但下游补库节奏短促且分散。

4. 外盘方面, 印度国营化肥公司 (NFL) 9 月 2 日尿素招标最终仅与 8 家公司成交约 202 万吨, 按东、西海岸各半分配: 东海岸 102 万吨, CFR 462.45 美元/吨; 西海岸 101 万吨, CFR 464.70 美元/吨, 均由 Aditya Birla 报出最低价。先前传闻可能接货 250 万吨, 但港口仓储紧张、四季度恶劣天气及额外采购对财政融资的压力令 NFL 缩量, 留下的 50 万吨供应或在下一轮招标中继续压低市场价格。

【核心观点】

1. 目前国内尿素矛盾的结构在于: 工厂累库+需求空档期; 2. 尿素盘面弱势下行, 主要逻辑在于供应端日产快速回升至 20 万吨附近且 10 月有望进一步上探 21 万吨, 而需求端秋季肥集中备货时间窗口短、总量有限, 复合肥高成品库存压制工业需求, 出口新单跟进放缓, 供增需弱格局在国庆长假预收压力下显性化, 短期若无出口放量或气头提前停车等变量, 现货重心仍有下移空间, 期货端继续深跌需看到现货跌破 1550 元/吨。

【策略】

单边建议观望为主, 短期支撑位给到 1630-1650 元/吨; 期权端, 隐含波动率拉升后, 逢高做缩为主。

【风险提示】

1. 印度突发招标致出口窗口重新打开; 2. 气头装置因环保或限气提前大面积停车; 3. 宏观政策出台化

肥商业储备或出口关税调整；

◆PX：9 月供需预期偏宽松，短期驱动有限，随油价震荡

【现货方面】

9 月 17 日，亚洲 PX 价格小幅上涨。原料端隔夜盘涨幅扩大，早间 PX 商谈水平同样走强，但随着油价日内走弱，以及个别新 PTA 装置投产推迟和多套 PTA 检修落地，需求预期总体偏弱，令 PX 回吐早间大部分涨幅。尾盘窗口内成交气氛同样回落，买气较弱。现货浮动价格略有走弱，市场 11 月在 +3 有卖盘报价。尾盘实货 11 月在 836/837 商谈，12 月在 833/839 商谈。一单 11 月亚洲现货在 837 成交（嘉能可卖给 BP）。（单位：美元/吨）

【利润方面】

9 月 17 日，亚洲 PX 上涨 2 美元/吨至 836 美元/吨，折合人民币现货价格 6843 元/吨；PXN 至 225 美元/吨附近。

【供需方面】

供应：截至 9 月 12 日，亚洲及国内 PX 开工回升至高位，国内 PX 负荷至 87.8% (+4.1%)，亚洲 PX 负荷至 79% (+2.5%)。

需求：截至 9 月 12 日，独山能源 250 万吨重启，恒力惠州 250 万吨重启，PTA 负荷至 76.8% (+4.6%)。

【行情展望】

随着国内外 PX 检修装置重启，以及短流程效益较好，PX 供应逐步增至偏高水平。需求端来看，因 PTA 加工费持续偏低，近日 PTA 新装置投产时间延迟以及多套 PTA 计划检修。9 月 PX 供需预期偏弱。叠加原油供需偏弱预期下反弹承压，预计 PX 短期反弹受压制。策略上，PX11 短期驱动不明显，在 6600-6900 震荡对待。

◆PTA：9 月 PTA 供需预期偏紧但中期仍偏弱，驱动有限

【现货方面】

9 月 17 日，日内受部分装置消息影响，PTA 期货震荡收涨，现货市场商谈氛围一般，个别主流供应商缩减 10 月合约供应，现货基差小幅走强，贸易商商谈为主，另一主流供应商有采购。9 月货在 01 贴水 75~78 有成交，个别略低在 01-80 附近，价格商谈区间在 4605~4635 附近。10 月在 01 贴水 55~60 成交。主流现货基差在 01-77。

【利润方面】

9 月 17 日，PTA 现货加工费至 138 元/吨附近，TA2511 盘面加工费 258 元/吨，TA2601 盘面加工费 297 元/吨。

【供需方面】

供应：截至 9 月 12 日，独山能源 250 万吨重启，恒力惠州 250 万吨重启，PTA 负荷至 76.8% (+4.6%)。

需求：截至 9 月 12 日，聚酯综合负荷小幅提升至 91.6% 附近 (+0.3%)。9 月 17 日，涤丝价格重心涨跌互现，产销整体偏弱。继上周促销产销放量过后，涤丝价格从之前的稳价阴跌逐渐转为了下跌。FDY 细旦亏损情况重新扩大，部分暂停 FDY 装置也未落实开机消息。下游信心较 8 月有所回落，补货为刚需为主。国庆节前还有半个月，高于下游备货时间，国庆节前还有促销机会。

【行情展望】

PTA 新装置投产推迟，叠加部分装置检修计划公布，短期市场受到提振，现货基差略有提振。需求端来看，虽金九银十预期仍存，聚酯及终端负荷缓慢回升中，需求端存一定支撑，不过后续新订单以及负荷高点预期有限。中期 PTA 供需预期偏弱下，PTA 基差和加工费修复驱动不足，PTA 绝对价格跟随原料波动。策略上，TA 短期在 4600-4800 区间震荡对待；TA1-5 滚动反套为主。

◆短纤：短期供需偏弱，无明显驱动，跟随原料波动

【现货方面】

9 月 17 日，短纤期货跟随原料震荡盘整，现货方面工厂报价维稳，成交按单商谈。期现及贸易商也多

维持，成交量少。半光 1.4D 主流商谈在 6400~6700 区间。直纺涤短销售一般，截止下午 3:00 附近，平均产销 54%。

【利润方面】

9 月 17 日，短纤现货加工费至 1058 元/吨附近，PF2511 盘面加工费至 964 元/吨，PF2512 盘面加工费至 937 元/吨。

【供需方面】

供应：进入 9 月份以后短纤工厂负荷逐步恢复，目前行业平均负荷靠近 95%。

需求：下游纯涤纱及涤棉纱报价维持，成交商谈，销售一般。

【行情展望】

短期供需格局偏弱。近期短纤供应继续增加；需求上，金九银十需求旺季，下游逢低仍有补货，但坯布新订单跟进有限，目前看今年旺季成色一般，关注后面 2 周新订单情况。不过目前短纤工厂库存偏低，且贸易商持货量少。叠加原料 PTA 装置检修增加，短期短纤支撑偏强。整体来看，短期短纤自身驱动不足，跟随原料波动为主。策略上，单边同 PTA；盘面加工费在 800-1100 区间震荡，上下驱动均有限。

◆瓶片：9 月瓶片需求或有所下滑，库存预计缓慢增加，加工费上方空间有限

【现货方面】

9 月 17 日，内盘方面，上游聚酯原料期货小幅上涨，聚酯瓶片工厂报价多稳。日内聚酯瓶片市场成交气氛一般。9-11 月订单多成交在 5830-5920 元/吨出厂不等，略低 5760-5820 元/吨出厂，少量略高 5930 元/吨出厂附近，品牌不同价格略有差异。出口方面，聚酯瓶片工厂出口报价变动不大，个别工厂尾盘附近上调 5 美金。华东主流瓶片工厂商谈区间至 765-790 美元/吨 FOB 上海港不等，局部略高或略低，品牌不同略有差异；华南商谈区间至 760-775 美元/吨 FOB 主港不等，局部略高或略低，整体视量商谈优惠。

【成本方面】

9 月 17 日，瓶片现货加工费 435 元/吨附近，PR2511 盘面加工费 398 元/吨。

【供需方面】

供应：周度开工率（按最高产量计算）为 72.9%，环比上期持平。

库存：上周国内瓶片厂内库存可用天数为 16.85 天，环比上期+0.33 天。

需求：2025 年 1-7 月软饮料产量 8476 万吨，同比-4.3%；2025 年 1-7 月瓶片消费量 528 万吨，同比+10.3%；中国瓶片出口量 382.1 万吨，同比增长 17%。

【行情展望】

9 月瓶片装置重启与停车并存，供应小幅增加，整体减产力度基本不变，但考虑到 9 月天气逐步转凉，软饮料及餐饮需求窄幅下滑，导致瓶片需求或有所下滑，库存预计缓慢增加，PR 跟随成本端波动为主，加工费上方空间有限，需关注瓶片装置的减产是否进一步增加以及下游跟进情况。策略上，PR 单边同 PTA；PR 主力盘面加工费预计在 350-500 元/吨区间波动。

◆乙二醇：供需格局近强远弱，新装置投产预期下，MEG 上方承压

【现货方面】

9 月 17 日，乙二醇价格重心低位整理，市场商谈一般。日内乙二醇盘面窄幅震荡，临近中午盘面适度走强，现货高位成交至 4388 元/吨偏上。下午近端货源基差走弱，本周现货低位成交至 01 合约升水 77-78 元/吨附近。美金方面，乙二醇外盘重心低位调整，早间近期船货商谈在 515 美元/吨附近，午后近期船货商谈抬升至 517-518 美元/吨附近，日内个别供应商参与询盘，9 月下船货 515 美元/吨附近成交。另外适量台湾招标货 522 美元/吨附近成交，货量为 3000 吨。

【供需方面】

供应：截至 9 月 11 日，MEG 综合开工率和煤制 MEG 开工率为 74.91% (+0.79%) 和 76.69% (+2.01%)。

库存：截止 9 月 15 日，华东主港地区 MEG 港口库存预估约在 46.5 万吨附近，环比上期 (9.8) +0.6 万吨。

需求：同 PTA 需求。

【行情展望】

乙二醇供需格局近强远弱。9 月乙二醇进口预期不高，且进入需求旺季，聚酯负荷提升，刚需支撑改善，港口库存维持低位，基差偏强，9 月乙二醇预期去库。然而，乙二醇四季度供需预期较弱，主要原因是 10 月裕龙石化新装置计划投产、卫星石化装置重启，以及需求季节性回落，四季度乙二醇将进入累库通道，乙二醇上方承压，需关注装置投产与重启进度。策略上，EG 单边观望；EG1-5 反套为主。

◆烧碱：现货报价持稳上涨，中游观望心态浓

今日国内液碱市场成交尚可，福建 32%液碱价格上涨，多地价格持稳。山东地区下游和贸易商存观望心态，接货积极性不高，大型氧化铝厂卸货效率较低，氯碱企业出货一般，32%、50%液碱价格稳定。福建地区近期有氯碱企业负荷不满，且受华东液碱涨价影响，价格上涨。今日山东 32%离子膜碱市场主流价格 800-895 元/吨，50%离子膜碱市场主流价格 1270-1300 元/吨。

【烧碱开工、库存】

开工：本周 PVC 粉整体开工负荷率为 79.39%，环比提升 3.21 个百分点；其中电石法 PVC 粉开工负荷率为 80.29%，环比提升 2.64 个百分点；乙烯法 PVC 粉开工负荷率为 77.2%，环比提升 4.61 个百分点。

库存：9 月 10 日华东扩充后样本企业 32%液碱库存 172100 吨，较 9 月 3 日 170250 吨增加 1.09%。华东浙江、江苏及江西地区因氯碱装置开工负荷率偏低及下游接货尚可，库存下降，福建库存变化不大，安徽地区因个别工厂惜货出售，库存小涨，山东地区因下游接货疲软，库存上涨，整体扩充样本后华东库存上涨。山东扩充后样本企业 32%液碱库存 93800 吨，较 9 月 3 日 80200 吨增加 16.96%。山东氯碱企业库存调整不一，也有部分企业因下游接货动力不足，出货一般，库存略有上涨，整体扩充样本后企业库存增加。

【烧碱行情展望】

今日烧碱盘面企稳上涨，近期商品整体情绪较好，工业品多数企稳反弹。供应端来看，本周西北、东北均有检修预计开工率回落。需求端，主力氧化铝企业接货较好，但氧化铝自身过剩格局保持，近期价格呈现下跌趋势，短期或延续偏弱运行，且多数铝厂原料库存天数较为充足。非铝端进入旺季需求走好，接单补货，但对于烧碱价格支撑有限。整体来看，山东区域大幅累库，不过主力接货意愿较好，现货价格或趋于稳定。因此盘面价格回落空间或有限，关注氧化铝厂拿货节奏以及装置波动。

◆PVC：盘面情绪驱动现货价格上涨，但采购积极性一般

【PVC 现货】

今日国内 PVC 粉市场价格窄幅整理，主流市场价格涨跌并存，波动幅度在 0-25 元/吨区间。期货区间震荡，贸易商一口价报盘部分小幅上调，高价难成交，基差报盘变化不大，点价成交价格优势不明显。下游采购积极性较低，现货成交整体清淡。5 型电石料，华东主流现汇自提 4720-4840 元/吨，华南主流现汇自提 4830-4860 元/吨，河北现汇送到 4570-4680 元/吨，山东现汇送到 4710-4780 元/吨。

【PVC 开工、库存】

开工：据卓创资讯数据显示，本周 PVC 粉整体开工负荷率为 76.18%，环比提升 2.85 个百分点；其中电石法 PVC 粉开工负荷率为 77.65%，环比提升 2.41 个百分点；乙烯法 PVC 粉开工负荷率为 72.59%，环比提升 3.93 个百分点。

库存：截至 9 月 11 日，中国 PVC 生产企业厂库库存可产天数在 5.2 天，环比减少 0.95%，生产企业内外发运增加，企业厂库库存天数下降。

【PVC 行情展望】

pvc 盘面继续反弹，宏观情绪驱动下盘面走强，带动现货市场报价上调，但成交积极性一般。供应端方面，本周检修企业较多，产量预计下降。需求端，下游制品开工率小幅提升，部分企业为国庆做库存准备。因此整体供需格局呈现边际好转趋势。成本端原料电石供应紧张逐步缓解，价格有窄幅下调趋势，乙烯价格弱稳，成本端维持底部支撑。预计 9-10 月旺季来临 pvc 止跌，前期我们已经建议空单止盈离场。后市反弹高度需关注需求实际好转，可继续关注下游需求表现。

◆纯苯：供需预期转弱，价格驱动有限

【现货方面】

9 月 17 日，纯苯市场商谈先涨后跌，隔夜原油上涨以及港口去库提振，纯苯价格坚挺运行，江苏港口商谈重心围绕在 6000 元/吨附近，午后原油价格回落影响，纯苯卖盘松动，商谈重心较上午出现小幅回落，江苏港口商谈重心围绕子啊 5950-5980 元/吨。

【供需方面】

纯苯供应：截至 9 月 11 日，石油苯产量 45.55 万吨 (+0.22 万吨)，开工率 79.29% (-0.14%)。昨日裕龙 2#裂解新装置近日投料生产，东明石化预计本周三附近出产品。

纯苯库存：截至 9 月 15 日，江苏纯苯港口样本商业库存总量：13.4 万吨，较上期减少 1 万吨。

纯苯下游：截至 9 月 11 日，下游整体开工下降明显。其中，苯乙烯开工率至 75% (-4.7%)，苯酚开工率至 68.9% (-6.3%)，己内酰胺开工率至 86.3% (-4.2%)，苯胺开工率 65.5% (-2.5%)。

【行情展望】

9 月纯苯供应维持偏高水平；需求上，目前纯苯下游多数品种维持亏损且部分产品二级下游库存较高，9-10 月下游苯乙烯装置检修计划较多，且近期苯乙烯装置计划外检修或降负增加，需求端支撑减弱。9 月纯苯供需预期仍偏宽松，价格驱动偏弱。不过油价反弹空间受限下，预计纯苯反弹承压。策略上，BZ2603 单边跟随苯乙烯震荡。

◆苯乙烯：供需预期好转但成本端支撑有限，苯乙烯短期低位震荡

【现货方面】

9 月 17 日，华东市场苯乙烯市场震荡回落，港口到船一般，港口库存维持偏高运行，尽管浙江石化装置故障，整体现货供应充足，承压市场交投气氛，刚需采购跟进为主，国庆节前备货有限，基差整体走强，供需面维持宽松。据 PEC 统计，至收盘现货 7180~7210(10 合约+40~45)，9 月下 7190~7220(10 合约+50~55)，10 月下 7240~7260 (10 合约+85~95)，11 月下 7240~7290 (11 合约+85~105)，单位：元/吨。

【利润方面】

9 月 17 日，非一体化苯乙烯装置利润至-142 元/吨附近。

【供需方面】

苯乙烯供应：截至 9 月 11 日，苯乙烯整体产量在 35.4 万吨 (-2.25 万吨)，开工率至 74.98% (-4.76%)。

苯乙烯库存：截至 9 月 15 日，江苏苯乙烯港口样本库存总量：15.9 万吨，较上周期下降 1.75 万吨；商品量库存在 7.8 万吨，较上周期减少 0.9 万吨。

苯乙烯下游：截至 9 月 11 日，EPS 产能利用率 61.02% (+8.5%)；PS 产能利用率 61.9% (+0.9%)；ABS 产能利用率 69.8% (+1%)。

【行情展望】

下游 EPS/PS 行业在旺季需求带动下，整体开工好转，原料采购有所跟进；且部分苯乙烯装置计划内检修，以及部分装置因故降负，港口库存高位继续回落，苯乙烯价格支撑偏强，不过在港口高库存以及油价反弹空间受限等制约下，苯乙烯反弹空间仍受限。策略上，EB10 短期低多对待，关注 7200 附近压力；EB11-BZ11 价差低位做扩。

◆合成橡胶：BR 成本与供需驱动有限，或跟随天胶与商品波动为主

【原料及现货】

截至 9 月 17 日，丁二烯山东市场价 9450 (-50) 元/吨；丁二烯 CIF 中国价格 1090 (+0) 美元/吨；顺丁橡胶 (BR9000) 山东齐鲁石化市场价 11700 (+0) 元/吨，顺丁橡胶-泰混价差-3300 (+150) 元/吨，基差 110(+85) 元/吨。

【产量与开工率】

8 月，我国丁二烯产量为 45.68 万吨，环比+0.7%；我国顺丁橡胶产量为 13.57 万吨，环比+5%；我国半钢胎产量 5806 万条，环比-1.1%，1-8 月同比+4.4%；我国全钢胎产量为 1303 万条，环比+1%，1-8 月同比+2.8%。

截至 9 月 11 日，顺丁橡胶产业上、中游与下游开工率分化，其中，丁二烯行业开工率为 68.3%，环比

-0.2%；高顺顺丁橡胶行业开工率为 73.5%，环比-3.5%；半钢胎样本厂家开工率为 72.6%，环比+8.5%；全钢胎样本厂家开工率 66.3%，环比+9.2%。

【库存】

截至 9 月 10 日，丁二烯港口库存 25600 吨，环比-5350 吨；顺丁橡胶厂内库存为 26300 吨，较上期+1650 吨，环比+6.7%；贸易商库存为 8210 吨，较上期+950 吨，环比+13.1%。

【资讯】

隆众资讯 9 月 15 日报道：山东威特化工有限公司 5 万吨/年高顺顺丁橡胶装置 9 月 5 日起停车检修 10-20 天附近，具体视检修进度待定。

【分析】

9 月 17 日，BR 跟随天胶震荡下跌，合成橡胶主力合约 BR2511 尾盘报收 11590 元/吨，涨幅-0.69%（较前一日结算价）。成本端丁二烯供应端表现无明显压力，但同时部分下游行业开工亦有下降预期，下游以刚需采购为主，对丁二烯支撑有限，预计丁二烯震荡整理。供应端，浩普新材料、台橡宇部顺丁装置 9 月内检修，且 10 月华东部分装置亦存检修预期，短中期供应减量预期明确，但供应仍充足。需求端，整体产能利用率恢复性提升，“国庆节”假期前各企业适当储备库存，产能利用率偏高位运行。总体来看，BR 成本与供需驱动有限，或跟随天胶与商品波动为主。

【操作建议】

关注 BR2511 在 11400 附近支撑

【短期观点】

震荡

◆LLDPE: 现货维持，成交环比走弱

【现货方面】华北 7160 (+10) /01-90 (+0)，京津冀 7100-7130，华东 7190 (+10) /01-60 (+0)，华南 7350 (+0) /01+10 (-10) 现货价格变动不大，成交环比转弱。

【供需库存数据】

供应：产能利用率 79.5% (-0.9%)。新增兰州石化 FD30 万吨，中韩石化 LL30 万吨，中海壳牌 LL30 万吨检修

需求：PE 下游平均开工率 42.17% (+1.11%)。

库存：两油累 3.62wt，煤化工去 0.28wt；社库去 1.13

【观点】：PE 高检修维持到 9 月中旬，进口北美有报盘，需求迎来季节性回升，好转预期增强。库存端，9 月延续去库到月底，近端压力可控。

【策略】LP 扩继续持有

◆PP: 检修增多，价格维持

【现货方面】拉丝浙江厂提 6780 (01- 180, -0) 华北临沂送到 6840 (01 - 120, -10) 华南珠三角送到 6800 (01 - 160, -20)

【供需库存数据】

供应：产能利用率 75.43% (+0.47%)。

需求：PP 下游平均开工率 50.86% (+0.63%)。

库存：上游去 0.68wt，贸易商累 0.96wt

【观点】

PP 检修力度逐渐见顶，需求端环比改善，库存持续去化，下游开工稳步上行。当前下游原料库存已消化至偏低水平。利润端，PDH 利润小幅回落，油制利润有所回升，整体估值中性。不过，新产能投放顺利，叠加检修回归，总量压力仍将持续存在。

【策略】区间 6950-7300。

◆甲醇：港口持续内库累库，价格走弱

【现货方面】现货成交：2270-2275 (-15)；现货/9 月上成交：01-98 到-100 (+7)。今日甲醇期货震荡偏弱，现货按需采购，买气一般。远月商谈略显僵持，个别单边逢低接货，各周期换货思路持续，全天整体成交一般。

【供需库存数据】

供应：全国开工 72.75% (-1.46%)，非一体化开工 66.54% (-3.1%)，国际开工 81.94% (-1.65%)
需求：MTO 开工率 77.42% (-4.95%)，宁夏宝丰三期停车，兴兴上周重启
库存：本周全国库存小累：内地去库 0.21 万吨，港口累 0.75 万吨

【观点】港口库存方面，本周呈现小幅累库态势，主要受隐性库存统计差异影响（部分到港船舶未及时纳入统计），9 月进口量维持 140 万吨以上高位，叠加伊朗货源集中到港，港口罐容压力持续显现。内地近期计划外检修增加，西北工厂持续外采，主产区库存偏低，价格略有支撑；港口前期停车 MTO 上周重启，对港口库存压力略有缓解，后续关注库存拐点。

【策略】区间操作 2250-2550

[特殊商品]

◆天然橡胶：交投情绪转弱，胶价窄幅下调

【原料及现货】截至 9 月 17 日，杯胶 51.65 (+0.20) 泰铢/千克，胶乳 56.20 (0) 泰铢/千克。云南胶水收购价 14800 (+0) 元/吨，海南民营胶水 16100 (0) 元/吨，青岛保税区泰标 1860 (-10) 美元/吨，泰混 15000 (-150) 元/吨。

【轮胎开工率及库存】截至 9 月 11 日，中国半钢轮胎样本企业产能利用率为 72.61%，环比+5.69 个百分点，同比-7.31 个百分点。周内样本企业产能利用率明显提升，月初检修企业多在 9 月 4 日前后陆续复工，目前多已恢复常规水平，进而带动产能利用率提升。中国全钢轮胎样本企业产能利用率为 66.31%，环比+5.57 个百分点，同比+4.23 个百分点。检修企业多在 9 月 4 日前后陆续复工，部分企业由于缺货明显，存适度提产现象，进而带动产能利用率提升幅度。

山东轮胎样本企业成品库存环比涨跌互现。截止到 9 月 11 日，半钢胎样本企业平均库存周转天数在 45.94 天，环比+0.09 天，同比+9.71 天；全钢胎样本企业平均库存周转天数在 38.83 天，环比-0.05 天，同比-4.58 天。

【资讯】QinRex 据马来西亚统计局 9 月 12 日消息，2025 年 7 月天胶出口量同比降 22.8% 至 37,198 吨，环比增 25.2%。其中 47.3% 出口至中国，其他依次为德国 15%、印度 6.7%、美国 6.1%、埃及 3%。

7 月马来西亚天胶进口量为 56,874 吨，同比降 0.2%，环比增 0.8%。标准胶、浓缩乳胶、其他形状天然橡胶为主要进口类别，其主要进口来源国为泰国、科特迪瓦、菲律宾、缅甸等。

7 月可监控天胶总产量为 35,884 吨，同比降 5.5%，环比增 36.7%。其中小园种植产量占 86.8%，国有种植园产量占 13.2%。

7 月马来西亚天然橡胶库存为 171,061 吨，环比增 1.6%，同比增 15.5%。其中 85.1% 库存集中于橡胶加工商手中，下游终端库存占 14.8%，大型种植园主库存占 0.1%。

【逻辑】供应方面，海外原料止跌回升，现货库存延续去库，天胶基本面支撑稳定。需求方面，目前少数全钢胎企业价格政策上调，出货放缓，多数企业延续前期政策。半钢胎企业为增加出货量，促销行为仍存，且部分企业加大雪地胎促销力度。渠道走货有望增加，主要是因为当前部分企业存价格上调预期，为避免产品涨价，部分渠道商季度末或存适度补货行为，将对下周市场交投稍有提振。综上，天胶基本面变动不大，上游成本端支撑尚存，下游对于高价原料心存抵触，预计短期价格波动受宏观影响，01 合约区间参 15000-16500，后续关注主产区旺产期原料产出情况，关注是否出现拉尼娜现象影响供应情况，若原料上量顺利则择机高空，若原料上量不畅预计胶价延续高位运行。

【操作建议】观望

◆多晶硅：关注多晶硅企业自律会议情况

【现货价格】9 月 17 日，据 SMM 统计多晶硅 N 型复投料报价为 52.55 元/千克，N 型颗粒硅 49.5 元/

千克。

【供应】据 SMM 统计，8 月国内多晶硅产量为 13.17 万吨，月环比增加 2.49 万吨，略高于此前预期，1-8 月累计生产 81.1 万吨，同比减少 36.7%。8 月多晶硅产量较明显增加，主要因为 8 月是丰水期多晶硅产量释放月，云南、四川地区多晶硅产量达到相对高峰，拉动多晶硅总体产量上涨。据 SMM 统计，9 月按照此前预期多晶硅产量继续增加，但受行业自律影响，多晶硅预期产量或将环比下滑，主要减量来源于内蒙、青海等地。

【需求】自 8 月下旬开始，国内硅料、硅片、电池片价格纷纷上涨，组件成本支撑迅速增强，此外前期胶膜价格上涨以及近期玻璃计划再度上涨的现象都为组件成本驱动提供一定支撑，在此支撑下，组件价格开始出现低点反弹的情况，尤其当前一线企业，前期低价抢单情况减少，TOP10 以内组件企业大多数低价开始报涨。组件需求方面，近期国内分布式需求持续降低，集中式需求稍有起色，整体来看组件需求仍处于低位，且海外方面美国地区终端遏制力度再度上升，出口方面预计将继续下降，9 月方面整体来看，需求仍将继续表现下降。

【库存】需求端-截至 9 月 12 日，多晶硅库存 21.9 万吨，周环比累库 0.8 万吨。仓单方面，截至 9 月 16 日，广期所仓单 7880 手，环比增加 50 手。

【逻辑】短期内，市场更多交易 9 月政策落地的预期，盘面呈现易涨难跌的态势。从基本面而言，9 月份供应端虽有减产，但亦有工厂复产弥补供应，使得整体供应减量并不明显，需求侧硅片排产环比小幅提升，9 月供需或小幅累库格局。此外，从下游补库情况而言，8 月下旬起下游进行较明显的补库，多晶硅涨价已逐步被下游接受，现货传导机制较顺畅。后续来看，盘面对基本面的交易权重并不高，反而更多交易政策预期，价格波动风险较大，谨慎为宜，关注多晶硅企业自律会议情况。

【操作建议】暂观望

◆工业硅：现货报价小幅上调，工业硅偏强震荡

【现货价格】9 月 17 日，据 SMM 统计，华东地区通氧 Si5530 工业硅市场均价 9350 元/吨，环比上涨 50 元/吨；Si4210 工业硅市场均价 9600 元/吨，环比不变；新疆 99 硅均价 8750 元/吨，环比不变。

【供应】根据 SMM 市场交流，2025 年 8 月份工业硅产量在 38.6 万吨环比增幅 14%，同比减少 19%。2025 年 1-8 月工业硅累计产量 259.7 万吨同比减少 20%。8 月份工业硅产量环比增量较大，主要由新疆、云南、四川三个地区开工率提升贡献，其中新疆单月产量增量近 2 万吨，主因疆内头部企业部分产能复产带动，云南及四川地区因丰水期当地开工率季节性提升。另外，青海、内蒙古等地也有少量增量。9 月份预期工业硅总产量继续增加，一方面 8 月份新增的炉子在 9 月份产量得以体现，叠加头部企业继续少量提产的预期，另一方面，川滇地区枯水期的减产预计发生在 10 月末或 11 月初，9 月份供应端减量较少，预计 9 月份工业硅产量环比增幅 5%附近。

【需求】多晶硅周度产量环比基本稳定，9 月份硅料排产维持高位，对工业硅需求稳定。四季度多晶硅排产走向暂不明确，仍需关注四季度多晶硅行业开工率变化。有机硅周度开工率环比微增，个别单体厂运行产能增加。当前 DMC 价格在 10600-10800 元/吨，部分单体厂盈利难采购压价情绪重。铝硅合金周度开工率环比微增加，下游需求呈现温和复苏态势，头部企业开工率小增。对工业硅维持按需采购。

【库存】SMM 统计 9 月 11 日工业硅主要地区社会库存共计 53.9 万吨，较上周环比增加 0.2 万吨。其中社会普通仓库 11.9 万吨，较上周增加 0.2 万吨，社会交割仓库 42 万吨（含未注册成仓单及现货部分），较上周环比持平。（不含内蒙、甘肃等地）

【逻辑】从成本端来看，原材料开始上行，枯水期西南地区电价将逐步上涨，工业硅成本端重心抬升。此外，虽然目前工业硅产量环比增加，但近期也有产能出清的消息，小炉子或有关停预期。从供需面来看，8 月供需双增，维持紧平衡。远期若部分产能出清，则供应压力减弱。因此，建议策略上以逢低试多为主。但也需注意，在产量增加的同时，库存和仓单压力开始显现。主要价格波动区间或将在 8000-9500 元/吨。

【操作建议】主要价格波动区间或将在 8000-9500 元/吨。

◆纯碱：盘面受宏观情绪带动走强，基本面无明显变化

◆玻璃：市场情绪转好，跟踪现货产销持续性

【玻璃和纯碱现货行情】

纯碱：重碱主流成交价 1250 元/吨上下。

玻璃：沙河成交均价 1140 元/吨上下。

【供需】

纯碱：

本周国内纯碱产量 76.11 万吨，环比增加 0.93 万吨，涨幅 1.24%。其中，轻质碱产量 33.94 万吨，环比减少 0.11 万吨。重质碱产量 42.16 万吨，环比增加 1.04 万吨。

截止到 2025 年 9 月 11 日，本周国内纯碱厂家总库存 179.75 万吨，较周一下降 2.56 万吨，跌幅 1.40%。

其中，轻质纯碱 76.30 万吨，环比下跌 0.11 万吨，重质纯碱 103.45 万吨，环比下跌 2.45 万吨。

玻璃：

截至 2025 年 9 月 11 日，全国浮法玻璃日产量为 16.02 万吨，比 4 日+0.38%。本周（20250905-0911）全国浮法玻璃产量 112.12 万吨，环比+0.38%，同比-4.49%。

截止到 20250911，全国浮法玻璃样本企业总库存 6158.3 万重箱，环比-146.7 万重箱，环比-2.33%，同比-14.94%。折库存天数 26.3 天，较上期-0.6 天。

【分析】

纯碱：商品整体大盘情绪好转，工业品集体企稳反弹，纯碱自身基本面偏弱但近期缺乏交易主逻辑，因此受到宏观情绪提振近期走势偏强。然而基本面过剩问题依然存在，虽然近期库存未累库，但库存实质转移至中下游，贸易库存继续走高。前期减量装置恢复，周产重新回归至 75 万吨高位。中期来看，下游产能无大幅增量预期，因此对于纯碱需求整体延续前期刚需格局。纯碱行业传统夏检季节结束，供应高位下，后市若无实际的产能退出或降负荷库存进一步承压。可跟踪政策落地实施情况及碱厂调控负荷的情况。供需大格局依然偏空，可择机反弹逢高入场短空。

玻璃：商品整体大盘情绪好转，工业品集体企稳反弹，玻璃对宏观氛围波动敏感因此盘面近期走势偏强。现货市场成交较好，预计本周库存去库，但当前部分地区中游库存持续高企，未见明显去化。回归行业供需，深加工订单虽季节性好转但依然偏弱，lowe 开工率持续偏低，未出现旺季明显特征。中长期看地产周期底部，竣工缩量，最终行业需要产能出清来解决过剩困境。可跟踪各地区政策实际落地实施情况，以及临近金九银十中下游备货表现。短线上情绪驱动带动阶段性现货市场转好，跟踪持续性，中线关注旺季需求实际情况。

【操作建议】

纯碱：观望

玻璃：观望

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货研究所

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620

数据来源：Wind、Mysteel、SMM、彭博、同花顺、广发期货研究所