

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：TMT 火热上行，指数缩量反弹

【市场情况】

周一，A 股早盘窄幅震荡，午后全部走强。截至收盘，上证指数收涨 0.22%，报 3828.58 点。深证成指涨 0.67%，创业板指涨 0.55%，沪深 300 涨 0.46%、上证 50 涨 0.43%，中证 500 涨 0.76%、中证 1000 涨 0.69%。个股跌多涨少，当日 2175 只上涨（73 涨停），3153 下跌（12 跌停），90 持平。其中，长盈精密、鸿富瀚、宏力达涨幅居前，分别上涨 20.01%、20.01%、20.0%；而 ST 新动力、世昌股份、*ST 东通分别下跌 17.54%、15.06%、14.78%。

分行业板块看，消费电子领涨盘面，上涨板块中，电脑硬件、贵金属、半导体涨幅居前，分别上涨 4.48%、3.25%、3.22%，芯片主题火热。消费类行业集体回调，下跌板块中，餐饮旅游、造纸、海运品分别下跌 3.05%、2.43%、2.39%。

期指方面，四大期指主力合约全部随指数上行：IF2512、IH2512 分别收涨 0.30%、0.19 %；IC2512、IM2512 分别收跌 0.20%、0.39%。四大期指主力合约切换至 12 月，基差贴水较深：IF2512 贴水 38.61 点，IH2512 升水 0.82 点，IC2512 贴水 211.93 点，IM2512 贴水 259.28 点。

【消息面】

国内要闻方面，国新办举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会，请央行行长潘功胜，金融监管总局局长李云泽，证监会主席吴清，央行副行长、国家外汇局局长朱鹤新一同出席。央行行长潘功胜回应美联储降息时表示，中国货币政策坚持以我为主、兼顾内外平衡，往后看，我们将根据宏观经济运行情况和形势变化，综合应用多种货币政策工具保证流动性充裕。今天的新闻发布会的主题是介绍十四五时期金融业的发展情况，主要是从中长期的视角回顾和总结“十四五”，不涉及短期政策的调整，关于“十五五”以及下一步金融改革的内容，将在中央统一部署后给做进一步沟通。吴清在国新办新闻发布会上表示，“十四五”期间，A 股市场韧性和抗风险能力明显增强，上证综指年化波动率 15.9%，较“十三五”下降 2.8 个百分点。

海外方面，韩国总统李在明表示，韩国与美国在 3500 亿美元投资商业可行性保证问题上存在分歧，如果韩国同意美国关于 3500 亿美元投资的要求，韩国将面临金融危机。与美国在安全问题上没有重大分歧，韩国计划增加国防开支。希望尽快解决美韩关税问题。

【资金面】

9 月 18 日，A 股交易额环比缩量，全日合计成交额 2.12 万亿。北向资金成交额 2708.83 亿元。央行公告以固定利率、数量招标方式开展了 2405 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.40%，同时，以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了 3000 亿元 14 天期逆回购操作。Wind 数据显示，今日 2800 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 2605 亿元。

【操作建议】

美联储如期降息后，市场迅速消化预期转为震荡。科技主线仍然主导盘面。长假将至，资金面活跃度下降，推荐逢指数回调，轻仓卖出 M02511 执行价 6600 附近看跌期权收取权利金。

[国债期货]

◆国债期货：14 天逆回购重启维稳资金面，期债震荡回暖

【市场表现】

国债期货收盘，30 年期主力合约涨 0.22% 报 115.130 元，10 年期主力合约涨 0.20% 报 107.975 元，5 年期主力合约涨 0.13% 报 105.770 元，2 年期主力合约涨 0.04% 报 102.398 元。银行间主要利率债收益率普遍下行。截至发稿，10 年期国开债“25 国开 15”收益率下行 1bp 报 1.9280%，10 年期国债“25 附息国债 11”收益率下行 0.75bp 报 1.7875%，30 年期国债“25 超长特别国债 02”收益率下行 0.7bp 报 2.0850%。

【资金面】

央行公告称,9月22日以固定利率、数量招标方式开展了2405亿元7天期逆回购操作,操作利率1.40%,投标量2405亿元,中标量2405亿元。同时,以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了3000亿元14天期逆回购操作。Wind数据显示,今日2800亿元逆回购到期,据此计算,单日净投放2605亿元。14天逆回购重启,央行“提前量”出手稳跨季。银行间市场周一资金面继续回暖,存款类机构隔夜回购加权利率下行至1.42%附近。非银机构通过质押存单和信用债融入隔夜资金的报价则在1.52%-1.54%区间,较前一交易日变动不大。央行重启14天逆回购并持续净投放,资金压力明显缓解;但银行长期限负债流失叠加季末考核压力,融出意愿或仍有波动,需关注央行后续公开市场操作。

【政策面】

22日在介绍“十四五”时期金融业发展成就时,中国人民银行行长潘功胜在国新办新闻发布会上表示,中国的货币政策坚持以我为主,兼顾内外均衡。当前中国的货币政策立场是支持性的,实施适度宽松的货币政策,这一政策立场为我国经济的持续回升向好和金融市场的稳定运行创造了良好的货币金融环境。往前看,我们将根据宏观经济运行的情况和形势变化,综合运用多种货币政策工具,保证流动性充裕,促进社会综合融资成本下降,支持提振消费、扩大有效投资,巩固和增强经济回升向好态势,维护金融市场的稳定运行,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

【操作建议】

昨日受到央行呵护资金面的情绪利好,期债震荡回暖。展望后市,债市仍多空交织,一是市场风险偏好、增量扩内需政策和季末机构行为仍有不确定性,二是央行是否重启国债买卖尚未有定论,三是季末资金面波动预计放大。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,回调至低位如果市场情绪有企稳迹象可以轻仓试多,但需注意及时止盈。期现策略上,TL合约基差高位震荡,可适当参与基差收窄策略。

[贵金属]

◆贵金属：海外政局动荡反复 美联储官员态度存分歧 避险情绪驱动贵金属持续走强创新高

【市场回顾】

由于阿根廷总统米莱上任以来经济停滞和腐败丑闻导致其支持率不断下降,9月米莱的自由先锋党在布宜诺斯艾利斯省选举中惨败,这或影响10月的立法选举。在动荡担忧情况下资本迅速外流导致阿根廷货币贬值,尽管央行在3天内抛售超10亿美元外汇储备以支撑比索,但效果不佳,资产继续遭到抛售。美东时间22日周一,美国财长贝森特在社交媒体发文称,阿根廷是具有系统重要性的美国盟友。将准备好采取必要行动来支持阿根廷,他表示周二将同特朗普会晤总统米莱,随后阿根廷资产大涨。

本周美联储官员密集发声,新任美联储理事米兰在纽约经济俱乐部活动上发言表示当前利率非常有限制性,现阶段(的美联储)政策对劳动力市场“构成实质性风险”,失业率面临上行风险。他表示年内应再降息125bp,适当的联邦基金利率大约在2%-2.5%,预计中性利率将接近零,美国总统特诸多政策正在压低中性利率。部分官员则表示将谨慎对待降息以防经济再度过热,认为未来宽松的空间有限,美联储(现阶段货币政策)仅仅具有温和的限制性。

据央视,中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰9月22日下午在人民大会堂会见美国国会众议员代表团史密斯一行,他指出中美双方应以两国元首通话重要共识为引领,推动双边经贸关系稳定健康可持续发展。

隔夜,阿根廷等海外国家政治局势持续动荡导致本国资产遭到抛售,央行抛售大量美元储备来稳定市场对美元汇率带来打压,避险情绪不断升温。美联储官员陆续表态但对降息存在分歧,但在特朗普干预其人事任命影响美联储独立性预期下未来或进一步宽松,多重因素驱动下资金持续流向贵金属,进一步凸显投资者对其抗风险抗通胀的属性,使上行趋势不断强化创出新高。国际金价开盘后全天稳步抬升并再次突破企稳3700美元上方最高至3748美元,收盘报3746.36美元/盎司,涨幅1.68%;国际银价和黄金同步上涨且涨幅更大突破44美元的新高,向2011年中的历史高位不断逼近,收盘报44.052美元/盎司,涨幅2.29%。

【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。短期美国政府“关门”和海外政局动荡等风险升温，黄金维持高位震荡波动率或再次上升，单边择机逢低买入或买入虚值看涨期权代替多头。

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。突发事件驱动白银上行弹性较高但情绪减退较快，价格在 41 美元上方波动建议逢高卖出虚值看跌期权。

【资金面】

美联储货币政策转向宽松持续刺激机构投资者继续增持 ETF，价格和持仓两者上升的趋势互相强化。

[集运指数]

◆集运指数（欧线）：EC 盘面震荡

【现货报价】

根据极羽科技，截至 9 月 22 日，未来 6 周 上海-欧洲基本港的运费报价区间参考，马士基 840-1279 美元/FEU，1400-2038 美元/FEU；CMA 1010-1460 美元/TEU，1620-2520 美元/FEU；MSC 950 美元/TEU，1590 美元/TEU；EMC 1000-1105 美元/TEU，1500-1710 美元/TEU。

【集运指数】

截至 9 月 22 日，SCFIS 欧线指数报 1254.92 点，环比下跌 12.87 跌 14.3%；上海-欧洲运价下跌 9%至 1052 美元/TEU；上海-美西运价 1636 美元/FEU，较上周涨 31%；上海-美东运价 2557 美元/FEU，较上周下跌 23%。

【基本面】

截至 9 月 22 号，全球集装箱总运力超过 3300 万 TEU，较上年同期增长 7.35%。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】

昨日期货盘面震荡，主力 10 合约收 1093.7 点，上涨 2%。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：盘面震荡整理，8 万以下现货成交较好

【现货】截至 9 月 22 日，SMM 电解铜平均价 80225 元/吨，SMM 广东电解铜平均价 80265 元/吨，分别较上一工作日+235.00 元/吨、+300.00 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 70 元/吨，分别较上一工作日-10.00 元/吨、-5.00 元/吨。据 SMM，铜价再次回到 80000 元/吨附近令市场采购情绪走弱，但临近国庆假期，下游仍有备货动作，整体成交尚可。

【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，

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

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22日，铜精矿现货TC报-40.64美元/干吨，周环比0.00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。今年1-8月，负TC背景下国内电解铜产量维持同比增长的重要原因之一为硫酸等冶炼副产品收益较好，但9月初以来，由于化肥需求疲软，冶炼酸价格开始出现高位回落，若后市硫酸价格持续回落，冶炼厂或难以维持现金流利润，四季度铜冶炼厂开工率或出现恶化。

【需求】加工方面，截至9月18日电解铜制杆周度开工率70.73%，周环比+3.20个百分点；9月18日再生铜制杆周度开工率22.67%，周环比+9.15个百分点。开工率在铜价回调后明显回升，下游积极补库，现货整体成交好转。9月18日当天铜价跌破8万元关口，根据Mysteel调研国内31家铜杆生产企业和6家贸易商反馈，当日铜杆订单量为2.76万吨，较上一交易日增加1.52万吨，环比增加122.55%，总成交创近5个月新高。整体来看下游终端对8万元以上的铜价接受度较弱，但需求韧性较强，铜价回落后现货升贴水基本企稳。

【库存】LME铜去库，国内社会库存去库，COMEX铜累库：截至9月19日，LME铜库存14.54万吨，日环比-0.23万吨；截至9月19日，COMEX铜库存31.68万吨，日环比+0.16万吨；截至9月19日，上期所库存10.58万吨，周环比+1.18万吨；截至9月22日，SMM全国主流地区铜库存14.45万吨，周环比-0.97万吨；截至9月22日，保税区库存7.68万吨，周环比+0.41万吨。

【逻辑】短期驱动偏弱，昨日沪铜主力合约窄幅震荡运行。（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，铜价回落后下游采购需求改善明显。展望后市，中长期的供需矛盾提供底部支撑，铜价重心逐步上抬，单边上行周期需等待铜的商品属性及金融属性共振，短期至少维持震荡，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79000-81000

【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22日，SMM山东氧化铝现货均价2940元/吨，环比-10元/吨；SMM河南氧化铝现货均价3020元/吨，环比-5元/吨；SMM山西氧化铝现货均价2970元/吨，环比-10元/吨；SMM广西氧化铝现货均价3170元/吨，环比-5元/吨；SMM贵州氧化铝现货均价3175元/吨，环比-5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18日氧化铝港口库存3.2万吨，环比上周-2.3万吨，同比上月-4.0万吨；9月22日氧化铝仓单总注册量15.22万吨，环比前一周增加0.09万吨。

【逻辑】：昨日氧化铝期货价格底部宽幅震荡，主力合约收跌0.07%至2934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。近期消息面多空并存，传几内亚大型铝土矿企业复产，但当地罢工矛盾加剧。供应端压力持续凸显，前期检修企业陆续复产导致周度开工率环比上升0.92个百分点，同时进口窗口开启进一步加剧国内过剩压力。需求方面，8月电解铝运行产能同比仅微增0.2%，对氧化铝消费拉动有限。电解铝厂原料库存累库至293.8万吨，考虑到期价已逼近2900元/吨的主流成本带，下方空间相对有限，而上行则需等待几内亚供应扰动或宏观情绪催化。预计短期主力合约将在2900-3200元/吨区间震荡，建议密切关注几内亚政策变动及成本利润变化。

【操作建议】：主力运行区间2900-3200，技术上关注2900支撑

【观点】：震荡偏弱

◆铝：价格回落交投小幅回暖，关注库存拐点

【现货】：9月22日，SMM A00铝现货均价20750元/吨，环比-60元/吨，SMM A00铝升贴水均价-20元/吨，环比持平。现货高位回落市场交投活跃度提升，升贴水呈现上涨趋势。

【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15日当周，铝型材开工率54.6%，周环比+0.6%；铝板带68.2%，周环比-0.4%；铝箔开工率71.9%，周环比持平；铝线缆开工率65.2%，周环比持平。

【库存】：据SMM统计，9月22日国内主流消费地电解铝锭库存63.8万吨，环比上周+0.1万吨；9月18日上海和广东保税区电解铝库存分别为6.78、2.30万吨，总计库存9.08万吨，环比上周-0.17万吨。9月22日，LME铝库存51.39万吨，环比前一日持平。

【逻辑】：宏观面上，美联储于9月17日宣布降息25个基点至4.00%-4.25%，符合市场预期，点阵图显示年内预计还将降息两次。但鲍威尔表态偏鹰派，称“更大幅度降息未获广泛支持”，市场前期乐观情绪有所消化，美元指数先跌后涨。国内方面，8月制造业PMI环比小幅回升，整体宏观环境仍偏利多。基本面上，电解铝运行产能维持高位，铝水比例小幅回升。成本端氧化铝价格持续偏弱运行，需求端进入传统旺季，型材等企业订单有所改善，各板块开工率稳中有升，下游加工企业存在一定双节备货需求。库存方面，本周四电解铝锭社会库存环比继续增加近2万吨，整体仍处累库状态，去库拐点尚未明确到来，对市场心态形成压制。综合来看，预计铝价短期维持震荡运行，主力合约参考区间20600-21000元/吨，后续需重点关注双节备货开展情况与社会库存拐点信号。

【操作建议】：主力参考20600-21000运行

【观点】：宽幅震荡

◆铝合金：节前备库需求对现货价格形成阶段性支撑

【现货】：9月22日，SMM铝合金ADC12现货均价20950元/吨，环比持平；SMM华东ADC12现货均价20950元/吨，环比持平；SMM华南ADC12现货均价20950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】：受淡季制约累库维持，据SMM统计，铝合金9月18日社会库存为5.53万吨，环比上周+0.17万吨，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震荡，主力合约收跌0.05%至20340元/吨，铝价回调后废

铝贸易商出货意愿增强，市场流通量出现边际改善，再生铝厂原料采购压力略有缓解，但整体供应偏紧格局未发生根本性转变。宏观层面，美联储降息落地后市场乐观情绪有所消化，基本金属普遍承压回调。成本端支撑依然显著，废铝尤其生铝供应持续偏紧，价格维持高位，再生铝企业采购成本高企；同时安徽、江西等地税收政策调整仍在推进，部分企业选择减产或停产以观望政策进一步明朗，对区域供应形成一定约束。需求端延续温和复苏，临近国庆假期，节前备库需求对现货价格形成阶段性支撑。国内社库较上周增加 0.15 万吨，进口即时亏损维持在 200 元/吨左右，进口补充有限。预计短期现货价格保持坚挺，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】：宽幅震荡

◆ 锌：旺季社会库存去化，关注去库持续性

【现货】9 月 22 日，SMM 0# 锌锭均价 21950 元/吨，环比-40 元/吨；SMM 0# 锌锭广东均价 21950 元/吨，环比-30 元/吨。据 SMM，锌价小幅回落，部分下游逢低点价进行补库，但仍以刚需为主。

【供应】锌矿方面，截至 9 月 19 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 111.25 美元/干吨，周环比+12.50 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 22 日，上海锌锭现货升贴水-60 元/吨，环比+5 元/吨，广东现货升贴水-70 元/吨，环比+10 元/吨。初级消费方面，截至 9 月 18 日，SMM 镀锌周度开工率 58.05%，周环比+1.99 个百分点；SMM 压铸合金周度开工率 53.78%，周环比-0.21 个百分点；SMM 氧化锌周度开工率 58.11%，周环比+0.90 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，均基本符合旺季季节性表现，本周锌价重心下移后，企业逢低点价备货，原料库存累库、成本库存去库；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。

【库存】国内社会库存及 LME 库存均去库：截至 9 月 22 日，SMM 七地锌锭周度库存 15.7 万吨，周环比-0.36 万吨；截至 9 月 22 日，LME 锌库存 4.68 万吨，环比-0.10 万吨。

【逻辑】9 月以来，沪锌因供应宽松预期在有色金属板块中表现相对偏弱，昨日沪锌主力合约震荡运行。供应端，进口 TC 持续稳步上行，海外矿企仍处投产复产上行周期，但国产 TC 增速逐步放缓。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，LME 锌价受益于降息预期改善、库存持续去库而表现较强，国内锌价因供应宽松预期受压制明显。展望后市，9 月降息预期改善背景下，有色金属价格普遍偏强，但沪锌表现仍偏弱，供应端宽松预期下上方空间难以打开。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有限。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 21500-22500

【短期观点】震荡

◆ 锡：8 月锡矿进口维持低位，基本面存支撑

【现货】9 月 22 日，SMM 1# 锡 272000 元/吨，环比上涨 2700 元/吨；现货升水 400 元/吨，环比不

变。上周现货市场随着锡价的下行，现货市场成交逐步活跃，多数下游及终端企业进行少量补库。但周五夜盘的拉升使得下游企业采买热情下降，开始观望，暂停采买。

【供应】8月份国内锡矿进口量为1.02万吨（折合约4526金属吨）环比-0.11%，同比16.34%，较7月份增加191金属吨（7月份折合4335金属吨）。1-8月累计进口量为8.26万吨，累计同比-28.61%。自刚果（金）、俄罗斯、玻利维亚等国进口锡精矿量级有所下滑，但整体量级处于正常水平，仅为船期等运输因素影响。自缅甸进口锡矿量有所回升，随着采矿证审批通过，短期供应有改善迹象。自其他地区及国家进口锡矿量级保持往期水平。8月份国内锡锭进口量为1296吨，环比-40.19%，同比-27.8%，1-8月累计进口量为14757吨，累计同比46.3%。8月份锡锭进口量有所下滑，主因秘鲁货集中到港期结束，整体锡锭出口量恢复正常水平，且印尼天马公司因为证件更新的问题锡锭出口量有所下滑，预计后续到港仍保持低位。国内锡锭出口量保持：8月锡锭出口量1640吨，环比降1.97%，同比增长49.23%。主要出口国仍为日本、韩国、荷兰等国。

【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22日，LME库存2580吨，环比增加75吨；上期所仓单6600吨，环比增加42吨，社会库存8453吨，环比减少936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，8月国内锡矿进口环比-0.11%，维持较低水平，缅甸地区进口量环比有所回升，关注缅甸锡矿供应恢复情况。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，供应端偏强对锡价存支撑，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：驱动有限盘面震荡运行，基本面变动不大

【现货】截至9月22日，SMM1#电解镍均价122700元/吨，日环比上下跌50元/吨。进口镍均价报121850元/吨，日环比下跌50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，企业逢低采买，“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22日，LME镍库存228900吨，周环比增加4416吨；SMM国内六地社会库存41484吨，周环比增加429吨；保税区库存3700吨，周环比持平。

【逻辑】昨日沪镍盘面震荡为主，现货价格也基本持稳。美联储将基准利率下调25个基点至4.00%-4.25%，靴子落地未有超预期利好带动宏观整体偏弱；印尼供应端虽有利多但影响不大。产业层面，精炼镍现货成交整体一般，下游企业按需采购为主，部分可交割品牌成交重心下调至小幅贴水。近期矿价仍比较坚挺，新一轮报价菲律宾CNC矿山1.3%FOB31，受台风天气影响，部分沿海地区镍矿卸货受阻；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。市

场议价区间下移，镍铁报价下滑至 950-960 元/镍（到厂含税），市场成交冷清。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。海外库存高位继续增加，国内社会库存小增，保税区库存趋势回落。总体上，宏观氛围偏淡，矿端扰动增加但实质影响有限，成本仍有支撑，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矿端消息。

【操作建议】主力参考 120000-125000

【短期观点】区间震荡

◆不锈钢：盘面窄幅震荡，关注下游节前备库情况

【现货】据 Mysteel，截至 9 月 22 日，无锡宏旺 304 冷轧价格 13100 元/吨，日环比持平；佛山宏旺 304 冷轧价格 13200 元/吨，日环比持平；基差 360 元/吨，日环比下跌 50 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 19 日，无锡和佛山 300 系社会库存 47.2 万吨，周环比减少 0.6 万吨。9 月 22 日不锈钢期货库存 89377 吨，周环比减少 6972 吨。

【逻辑】昨日不锈钢盘面窄幅震荡，下游节前开启适量补货，但市场成交仍以刚需为主，整体表现平稳。宏观方面，海外美联储如市场预期降息 25 个基点，国内近期政策态度偏积极。近期镍矿价格坚挺，新一轮报价菲律宾 CNC 矿山 1.3%FOB31，受台风天气影响，部分沿海地区镍矿卸货受阻；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。镍铁价格偏稳，报价 950-960 元/镍（到厂含税），市场成交一般。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。社会库存水平虽较前期高点有所下降，但绝对量仍处高位。总体上，宏观预期已逐步消化交易回归基本面，原料价格坚挺成本支撑仍存，但目前下游旺季需求兑现不及预期。短期盘面震荡调整为主，主力运行区间参考 12800-13200，关注钢厂动态及节前备库情况。

【操作建议】主力参考 12800-13200

【短期观点】区间震荡

◆碳酸锂：消息平静市场情绪暂稳，旺季基本面紧平衡

【现货】截至 9 月 22 日，SMM 电池级碳酸锂现货均价 7.39 万元/吨，工业级碳酸锂均价 7.16 万元/吨，日环比均上涨 350 元/吨；电碳和工碳价差 2300 元/吨。SMM 电池级氢氧化锂均价 7.41 万元/吨，日环比上涨 80 元/吨，工业级氢氧化锂均价 6.9 万元/吨，日环比上涨 50 元/吨。昨日锂盐现货报价小幅上调，现货交投市场观望为主，部分持货商小幅下调基差。

【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 18 日，SMM 碳酸锂周度产量 20363 吨，周环比增加 400 吨。近期供应端消息扰动增加，上周产量数据延续增加趋势，主要是新投项目陆续推进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 18 日，样本周度库存总计 137531 吨，冶炼厂库存 34456 吨，下游库存 59495 吨，其他环节库存 43580 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仍然较大，上游冶炼厂库存继续降低，下游维持补库，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高开低走，早盘维持偏强，盘中情绪走弱冲高后震荡下跌，截至收盘主力 LC2511 小幅下跌 0.05% 至 73420。宏观情绪目前市场基本已经反馈消化，消息面暂平静。基本面维持紧平衡，上周产量数据延续增加趋势，主要是新投项目陆续推进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，进入旺季 9 月铁锂和三元订单预期仍环增，10 月需求边际提升程度仍需跟踪。上周全环节去库幅度仍然较大，上游冶炼厂库存继续降低，下游维持补库，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，目前资金活跃度下降，供应端路径演绎逐步清晰交易空间弱化，旺季强需求为价格下方提供支撑，单边驱动有限，短期盘面预计震荡整理，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】震荡整理

[黑色金属]

◆钢材：钢材出口支撑黑色估值，卷螺差收敛

【现货】

现货跟随盘面稍强走势。螺纹钢+10 至 3110 元/吨；螺纹钢基差 75 元。热卷+10 至 3410 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。铁水环比+0.5 至 241 万吨，五大材产量-1.8 万吨至 855.5 万吨。螺纹-5.5 万吨至 206.5 万吨。热卷+1.35 万吨至 326.5 万吨。螺纹产量持续下降，热卷产量保持较高水平。

【需求】

1-8 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。五大材表需+7 万吨至 850 万吨，其中螺纹+12 万吨至 210 万吨；热卷-4 万吨至 321.8 万吨。螺纹供需需增，库存下降；热卷供需双减，库存累库。

【库存】

8 月份开始，产量高于表需，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+5 万吨至 1519 万吨，其中螺纹-3.6 万吨至 650 万吨；热卷+5 万吨至 378 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】

钢价维持高位震荡走势，夜盘有所走弱。钢银数据显示，除热卷继续累库外，其他材从累库转为季节性去库。热卷盘面明显弱于螺纹，卷螺差继续收敛。上周数据显示钢材需求现实偏弱。但煤炭供应端的干扰预期依然在，双焦和铁矿相对偏强。钢材和原料并不共振。并且四季度宏观政策扰动较大。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。考虑钢材出口维持高位消化产量，需求季节性好转支撑高铁水。预计钢价维持高位震荡走势。螺纹波动参考 3100-3350；热卷波动参考 3300-3500 元。操作上轻仓做多尝试，关注表需季节性修复情况。近期螺纹去库，热卷累库影响卷螺差高位回落，考虑螺纹持续减产，产量已经和表需持平，叠加螺纹需求季节性强于热卷，预计卷螺差还将持续收敛。做空 1 月卷螺价差持有。

◆铁矿石：发运下降，铁水回升，补库需求支撑铁矿价格偏强运行。

【现货】

截至 9 月 22 日，主流矿粉现货价格：日照港 PB 粉+0.0 至 799.0 元/吨，卡粉+2.0 至 930.0 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 808.5 元/吨，铁矿远月 2605 合约+0.0 (+0.00%)，收于 786.0。

【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 855.0 元/吨、848.0 元/吨、851.3 元/吨和 858.6 元/吨。01 合约卡粉、PB 粉、巴混和金布巴基差分别是 46.5 元/吨、39.5 元/吨、42.8 元/吨和 50.1 元/吨。

【需求】

截至 9 月 22 日，日均铁水产量 241.02 万吨/日，环比+0.47 万吨/日；高炉开工率 83.98%，环比+0.15%；高炉炼铁产能利用率 90.35%，环比+0.18%；钢厂盈利率 58.87%，环比-1.30%。

【供给】

上周全球发运环比回落，到港量增加。全球发运 3324.8 万吨，周环比-248.3 万吨。45 港口到港量 2750.4 万吨，周环比+388.1 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 13930.97 万吨，环比+129.89 万吨；45 港日均疏港量 339.17 万吨，环比+7.89 万吨；钢厂进口矿库存 7309.43 万吨，环比+316.38 万吨。

【观点】

截至昨日下午收盘，铁矿 2601 合约高开回落走势。供给端，上周铁矿石全球发运量环比回落，45 港到港量增加，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，港口库存去库，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：煤炭产地煤价稳中偏强运行，下游补库需求支撑，期货走上涨预期。

【期现】

昨日焦煤期货震荡回落走势，截至 9 月 22 日收盘，以收盘价统计，焦煤主力 2601 合约下跌 14.5 (-1.18%) 至 1217.5，焦煤远月 2605 合约下跌 27.5 (-2.06%) 至 1306.5，1-5 价差走强至 -89.0。S1.3 G75 山西主焦煤（介休）仓单 1230 元/吨，环比持平，基差+12.5 元/吨；S1.3 G75 主焦煤（蒙 5）沙河驿仓单 1140 元

/吨（对标），环比持平，蒙5仓单基差-77.5元/吨。焦煤期货震荡调整，山西竞拍成交回暖，蒙煤现货报价跟随期货波动。

【供给】

截至9月18日，汾渭统计88家样本煤矿产能利用率86.39%，环比+1.13%，原煤产量872.52万吨，周环比+11.46万吨，原煤库存185.96万吨，周环比-13.81万吨，精煤产量450.57万吨，周环+8.11万吨，精煤库存114.69万吨，周环比-10.27万吨。

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18日，全样本独立焦化厂焦炭日均产量66.7万吨/日，周环比-0.1，247家钢厂焦炭日均产量46.6万吨/日，周环比+0.1万吨/日，总产量为113.4万吨/日，周环比+0.0万吨/日。

截至9月18日，日均铁水产量241.02万吨/日，环比+0.47万吨/日；高炉开工率83.98%，环比+0.15%；高炉炼铁产能利用率90.35%，环比+0.18%；钢厂盈利率58.87%，环比-1.30%。

【库存】

截至9月18日，焦煤总库存（矿山+洗煤厂+焦化厂+钢厂+16港+口岸）周环比+112.7至3688.6万吨。其中，523家矿山库存环比-21.3至473.6万吨，314家洗煤厂环比+30.0至488.4万吨，全样本焦化厂环比+56.9至940.4万吨，247家钢厂环比-3.4至790.3万吨；沿海16港库存环比+52.5至649.9万吨；三大口岸库存-2.0至346.0万吨。

【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，蒙煤报价跟随期货波动。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，动力煤近期也同步反弹，市场偏强运行。供应端，本周主产区煤矿如预期继续复产，物流运输恢复，煤矿让利出货，降价后销售好转；进口煤方面，蒙煤价格跟随期货波动，昨日蒙煤报价弱稳。需求端，铁水产量继续回升，焦化开工持稳，下游补库需求回升。库存端，煤矿、口岸、钢厂去库，洗煤厂、焦化厂、港口累库，下游属于主动补库，整体库存中位略增。期货领先现货提前走出反弹行情，市场情绪好转，下游用户和贸易商开始提前抄底补库，供需向平衡偏紧转变。市场普遍预期下跌空间不大，盘面交易国庆前下补库需求，但现货滞后叠加盘面上涨过快，近日回落调整。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，部分焦企开始提涨，期货提前走反弹预期。

【期现】

昨日焦炭期货震荡回落走势，截至9月22日收盘，焦炭主力2601合约下跌20.5（-1.18%）至1718.0，远月2605合约下跌31.5（-1.67%）至1851.0，1-5价差走强至-133.0。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-208.0；日照准一级冶金焦贸易价格报1500元/吨，环比持平，对应港口仓单1657元/吨（对标），基差-61.0。

【利润】

全国30家独立焦化厂平均吨焦盈利-17元/吨；山西准一级焦平均盈利-12元/吨，山东准一级焦平均盈利34元/吨，内蒙二级焦平均盈利-70元/吨，河北准一级焦平均盈利13元/吨。

【供给】

截至9月18日，全样本独立焦化厂焦炭日均产量66.7万吨/日，周环比-0.1，247家钢厂焦炭日均产量46.6万吨/日，周环比+0.1万吨/日，总产量为113.4万吨/日，周环比+0.0万吨/日。

【需求】

截至9月18日，日均铁水产量241.02万吨/日，环比+0.47万吨/日；高炉开工率83.98%，环比+0.15%；高炉炼铁产能利用率90.35%，环比+0.18%；钢厂盈利率58.87%，环比-1.30%。

【库存】

截至 9 月 18 日，焦炭总库存 971.9 万吨，周环比+12.4 万吨，其中，全样本独立焦企焦炭库存 66.4 万吨，周环比-1.4 万吨，247 家钢厂焦炭库存 644.7 万吨，周环比+11.4 万吨，港口库存 260.8 万吨，周环比+2.5 万吨。

【观点】

截至昨日收盘，焦炭期货震荡回落走势，近期期现价格背离，部分焦企开始提涨，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，内蒙、山西部分独立焦化开始提涨，预计后市焦炭现货价格将逐步反弹。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，北方焦企复产积极性较高；需求端，上周钢厂延续复产，铁水继续小幅回升，下游需求仍有支撑。库存端，焦化厂库去库，钢厂、港口累库，属于下游主动补库，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，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，提前透支焦炭提涨可能空间。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：阿根廷取消出口税，两粕再度承压

【现货市场】

豆粕：9 月 22 日，国内豆粕现货市场价格上调，其中天津市场 3020 元/吨，涨 30 元/吨，山东市场 2970 元/吨，涨 20 元/吨，江苏市场 2940 元/吨，涨 10 元/吨，广东市场 2960 元/吨，涨 10 元/吨。成交方面，全国主要油厂豆粕成交 16.66 万吨，较前一交易日增 6.75 万吨，其中现货成交 11.25 万吨，较前一交易日增 1.34 万吨，远月基差成交 5.41 万吨，较前一交易日增 5.41 万吨。开机方面，今日全国动态全样本油厂开机率为 69.32%，较前一日上升 1.77%。

菜粕：9 月 22 日全国主要油厂菜粕成交 0 吨。全国菜粕市场价格涨 20 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 7%。

【基本面消息】

据外媒报道，9 月 22 日（周一），阿根廷政府暂时取消大豆及其衍生品（豆粕和豆油）、玉米和小麦的出口税，旨在增加国内外汇供应，以遏制本币汇率下跌。总统令显示，该措施将持续至 10 月 31 日或出口总额达到 70 亿美元为止。阿根廷是全球最大的豆油和豆粕出口国，玉米出口量位居全球第三，同时也是重要的小麦供应国。

S&P Global Commodity Insights：美国农民明年将种植 8400 万英亩大豆，同比增长 3.6%。由于供应充足以及关税争端，农民今年在这两种作物上难以盈利。

咨询公司 Pátria AgroNegócios：截至周五（9 月 19 日），巴西 2025/2026 年度大豆种植率为 0.7%，去年同期为 0.25%。新作物的种植率也远高于 2023 年同期的 0.4% 及过去五年 0.18% 的平均水平。Pátria AgroNegócios 指出，种植主要是在“已结束休耕期的各州灌溉区”开始。巴西中北部部分地区已有降雨记录，尤其是马托格罗索州、托坎廷斯州和戈亚斯州，但初期种植目前仍集中在马托格罗索州。

马托格罗索农业经济研究所（Imea）：巴西主产区马托格罗索州的大豆种植本周开始取得进展。截至周五（9 月 19 日），2025/26 年度大豆种植已达到估计面积的 0.55%，而去年同期 2024/25 年度同期为 0.27%。据 Imea 称，该州的大豆种植高于该时期 0.48% 的历史平均水平。

欧盟委员会：2025/26 年度欧盟油籽以及植物油进口量总体低于去年，反映国内油籽产量以及压榨预期增长。截至 9 月 14 日，2024/25 年度（始于 7 月 1 日）欧盟 27 国的大豆进口量约为 267 万吨，较 2024/25

年度同期减少 4%，一周前减少 6%。

罗萨里奥谷物交易所：在 2025/26 年度，阿根廷谷物（包括大豆以及制成品）出口量有望达到创纪录的 1.051 亿吨，超过上年的 1.016 亿吨，并打破 2018/19 年度创下的 1.041 亿吨历史纪录。

【行情展望】

阿根廷取消大豆及其衍生品出口税，美豆及国内油粕大跌。美豆目前缺乏实质利好，单产保持高位，中国需求缺失限制其出口表现，阿根廷出口政策进一步压制美豆需求，美豆承压。

国内连粕供应充裕，大豆库存高位，油厂豆粕库存也在不断恢复，下游需求尚可，但供应高位，市场观望情绪加重，基差难有起色。目前 11、12 月船期仍有较大缺口，对应明年 1~2 月市场供应仍存疑，但当下南美豆供应充裕，同样压制上方想象空间。预计豆粕维持震荡偏弱节奏。

◆ 生猪：出栏压力较大，十一前现货难有起色

【现货情况】

现货价格震荡偏弱运行。昨日全国均价 12.67 元/公斤，较前一日下跌 0.04 元/公斤。其中河南均价为 12.85 元/公斤，较前一日下跌 0.19 元/公斤；辽宁均价为 12.61 元/公斤，较前一日下跌 0.15 元/公斤；四川均价为 12.54 元/公斤，较前一日下跌 0.1 元/公斤；广东均价为 13.85 元/公斤，较前一日下跌 0.17 元/公斤。

【市场数据】

涌益监测数据显示，截止 9 月 18 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 25.69 元/头，较上周降低 47.45 元/头；5000-10000 头规模出栏利润为 7.71 元/头，较上周降低 46.18 元/头。本周外购仔猪育肥出栏利润为 -246.62 元/头，较上周降低 70.82 元/头。

本周生猪出栏均重 128.45kg，较上周增 0.13kg；集团体重稳定微增 0.07kg，散户增 0.14kg。本周散户、二育出栏积极性增加，月中集团供应压力大，但终端消费平平，导致养殖端被动降价出栏。

【行情展望】

上周集团场出栏积极性明显提升，散户体重偏高，临近双节，大体重猪出栏需求也有增加，压制现货价格加速下跌，局部地区连续下跌出栏恐慌情绪，进一步压制现货价格。但周末伴随局部地区惜售情绪增加，猪价有所企稳。目前需求缓慢回升，但供应量较为明确的恢复格局，需求承接乏力。散户体重仍在高位，双节前后出栏压力持续存在。

盘面谨慎炒作预期，近月合约维持弱势调整，关注 1-5 和 3-7 反套机会。

◆ 玉米：偏空预期下盘面继续下行

【现货价格】

9 月 22 日，东北三省及内蒙主流报价 2140-2270 元/吨，局部较上周五下调；华北黄淮主流报价 2280-2310 元/吨，局部较上周五上调。港口价格方面，鲅鱼圈（容重 680-730/15%水）收购价 2240-2260 元/吨，较上周五上涨 10 元/吨；锦州港（15%水/容重 680-720）收购价 2240-2260 元/吨，较上周五上涨 10 元/吨；蛇口港散粮玉米成交价 2370 元/吨，较上周五上涨 20 元/吨。14.5%水一等玉米装箱进港 2240-2260 元/吨，14.5%水二等玉米平仓价 2290-2310 元/吨左右，较上周五震荡 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 38 周末，广州港口谷物库存量为 167.90 万吨，较上周的 185.30 万吨减少 17.4 万吨，环比下降 9.39%，较去年同期的 163.70 万吨增加 4.2 万吨，同比增加 2.57%。其中：玉米库存量为 36.70 万吨，较上周的 61.70 万吨减少 25.0 万吨，环比下降 40.52%，较去年同期的 33.40 万吨增加 3.3 万吨，同比增加 9.88%；高粱库存量为 37.80 万吨，较上周的 40.00 万吨减少 2.2 万吨，环比下降 5.50%，较去年同期的 71.10 万吨减少 33.3 万吨，同比下降 46.84%；大麦库存量为 93.40 万吨，较上周的 83.60 万吨增加 9.8 万吨，环比增加 11.72%，较去年同期的 59.20 万吨增加 34.2 万吨，同比增加 57.77%。

【行情展望】

东北地区新季玉米上量增加，农户售粮积极性较高，价格偏弱运行；华北地区受连续降雨天气影响，收获略有延迟，到车辆较前期下滑，深加工价格局部上调，不过随着天气恢复新粮大量上市，价格仍将下跌。需求端，深加工和饲料企业自身库存继续消耗，刚需为主。综上，短期华北价格反弹，但市场情绪偏空，盘面维持偏弱运行，关注新粮收购节奏及开秤价。

◆ 白糖：原糖价格震荡走弱，国内糖价维持偏空走势

【行情分析】

巴西 8 月下旬产糖量为 387.2 万吨，较去年同期的 327.6 万吨增加 59.6 万吨，同比增幅达 18.21%。产量超市场预期，原糖价格大幅走弱。含税乙醇与原糖现货价格接近，制糖优势减弱，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。国内 8 月进口 83 万吨，同比增加，叠加原糖价格走弱，郑糖下破 5500 整数关口。加工糖报价持续走弱，广西外运受阻，09 合约交割的甜菜糖流入市场，中秋备货接近尾声，现货购销放缓，弱势情绪延续，整体维持偏弱走势。

【基本面消息】

国际方面：

UNICA: 8 月下半月，巴西中南部地区甘蔗入榨量为 5006.1 万吨，较去年同期的 4522.9 万吨增加 483.2 万吨，同比增幅 10.68%；甘蔗 ATR 为 149.79kg/吨，较去年同期的 155.82kg/吨减少 6.03kg/吨；制糖比为 54.2%，较去年同期的 48.78%增加 5.42%；产乙醇 24.2 亿升，较去年同期的 24.66 亿升减少 0.46 亿升，同比降幅 1.85%；产糖量为 387.2 万吨，较去年同期的 327.6 万吨增加 59.6 万吨，同比增幅达 18.21%。

国内方面：

据海关总署公布的数据显示，2025 年 8 月，我国进口食糖 83 万吨，同比增加 6.27 万吨。2025 年 1-8 月，我国进口食糖 261.21 万吨，同比增加 12.10 万吨，增幅 4.86%。

【操作建议】维持偏空思路

【评级】震荡

◆ 棉花：美棉底部震荡磨底，国内新花开始上市

【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，不过刚需量或仍能支撑。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 14 日，美棉 15 个棉花主要种植州棉花吐絮率为 50%，较去年同期慢 3 个百分点；近五年同期平均水平在 49%，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收割率为 9%，较去年同期慢 1 个百分点；近五年同期平均水平在 8%，较近五年同期平均水平快 1 个百分点。美棉吐絮、收获进度基本追赶上近年均值。生长优良率环比小幅回落，因主产区干旱水平回升，9 月 USDA 未上调产量，伴随美棉收获上市，在优良率变化预期不大的情况下，产量维持稳中小增的看法。

USDA: 截止 9 月 11 日当周，2025/26 美陆地棉周度签约 4.22 万吨，环比增 44%，同比增 60%，其中越南签约 1.75 万吨，印度签约 0.95 万吨；2026/27 年度美陆地棉周度签约 0.43 万吨均来自越南；2025/26 美陆地棉周度装运 2.73 万吨，环比降 7%，同比增 1%，其中越南装运 1.25 万吨，土耳其 0.32 万吨。

国内方面：

截至 9 月 22 日，郑棉注册仓单 4096 张，较上一交易日减少 136 张；有效预报 12 张，仓单及预报总量 4108 张，折合棉花 16.43 万吨。

09 月 22 日，全国 3128 皮棉到厂均价 15003 元/吨，跌 102.00 元/吨；全国 32s 纯棉纱环锭纺价格 21509 元/吨，平；纺纱利润为-994.3 元/吨，涨 112.20 元/吨；原料棉花价格下跌，纺企纺纱即期利润增加。

◆ 鸡蛋：蛋价反弹受限，整体压力仍大

【现货市场】

9 月 22 日,全国鸡蛋价格以稳为主,少数涨跌调整,主产区鸡蛋均价为 3.62 元/斤,较昨日价格持平。货源供应相对稳定,市场整体走货一般。

【供应方面】

在产蛋鸡存栏量维持高位,天气转凉后,蛋鸡产蛋率、蛋重回升,鸡蛋供应充足。国庆、中秋临近,冷库蛋陆续出库,鸡蛋供应压力较大。

【需求方面】

近几日鸡蛋价格高位下滑,参市风险增强,贸易商采购意向减弱,需求转淡或利空鸡蛋价格。后期随着国庆、中秋双节临近,商超、电商节日期间促销,或提前采购鸡蛋,鸡蛋需求或增加。

【价格展望】

近几日贸易商采购积极性减弱,需求量减少或拖累鸡蛋价格。鸡蛋供应充足也将利空鸡蛋市场。下周下半周鸡蛋价格小幅下滑后,下游贸易商为双节备货,鸡蛋需求或转好,蛋价有望企稳反弹,但整体压力仍大。

◆ 油脂：中美谈话未释放增量利多，盘面震荡调整

连豆油小幅上涨,跟随国际油脂上涨,欧洲与中东局势再度紧张,国际原油上涨,提振了作为生物燃料的植物油市场,CBOT 豆油电子盘与 BMD 棕油均上涨,提振国内油脂市场。1 月合约报收在 8366 元,与昨日收盘价相比上涨 38 元。现货随盘上涨,基差报价以稳为主。江苏张家港地区贸易商一级豆油现货价 8580 元/吨,较昨日上涨 40 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 9280 元/吨,较前一日上涨 40 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 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比下降 7.89%,其中鲜果串 (FFB) 单产环比下降 6.57%,出油率 (OER) 环比下降 0.25%。

船运调查机构 ITS 公布数据显示,马来西亚 9 月 1-20 日棕榈油出口量为 1010032 吨,较 8 月 1-20 日出口的 929051 吨增加 8.7%。其中对中国出口 3.04 万吨,低于上月同期 4.08 万吨的水平。

独立检验机构 AmSpec 公布数据显示,马来西亚 9 月 1-20 日棕榈油出口量为 941984 吨,较 8 月 1-20 日出口的 869780 吨增加 8.3%。

马来西亚棕榈油委员会 (MPOC) 表示,受植物油供应紧张和主要市场需求疲软的影响,未来几周棕榈油价格预计将在每吨 4,200 至 4,500 马币之间波动。

监测数据显示,截止到 2025 年第 38 周末,国内棕榈油库存总量为 55.4 万吨,较上周的 60.0 万吨减少 4.6 万吨;合同量为 3.1 万吨,较上周的 3.7 万吨减少 0.6 万吨。

监测数据显示 9 月 22 日,马来西亚 24 度报 1085 美元,理论进口成本在 9505-9590 元之间,进口成本下降 38 元。和港口现货对比来看,理论进口利润改善了 82 元左右。其中天津亏损幅度在 130 元,广州亏损幅度在 225 元。

【行情展望】

棕榈油方面,受 SPPOMA 公布的前 20 日产量下降以及船运机构公布的前 20 日出口数据增长在 8% 以上的利多支撑,毛棕油期货有逐步展开震荡回升上扬的预期。在基本面整体偏多的作用下,后市保持震荡看多的观点为主。国内方面,大连棕榈油期货市场维持震荡反弹走势,短线关注能否在马棕反弹上涨的带动下,跟随向上走强并向上突破 9500 元大关。后市随着马棕逐步上扬的提振,连棕油期货也存在着跟随上涨并逐步展开一轮上涨行情的机会。豆油方面,19 日美国总统特朗普与中国领导人备受市场期待的电话通话并未能就农产品贸易问题带来任何新消息,而此前市场人士普遍希望两国领导人的通话能打破大豆贸易僵局,中国作为全球最大的大豆进口国,迄今尚未采购任何美国新季大豆。季节性收获压力以及中美贸易争端继续对盘面构成压力。国内方面,大豆进口量庞大,豆油供应充足的格局短期内难以快速缓解,中秋备货格局下,现货基差报价变动不大。不过,四季度大豆进口量减少的预期对基差的中长线有提振。

◆ 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 22 日，河北崔尔庄市场有雨，暂未到货。参考到货特级 10.50 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】

河北销区市场货源供应少量，现货价格小幅波动，不过目前双节备货力度不及预期，预计短期内现货成品价格弱稳为主，不排除窄幅调整可能。红枣市场处于“新旧季交替”时期，新季减产定性幅度未定，且目前仍处天气炒作阶段，当前来看，降雨天气较少，消息面较为平淡叠加旧季库存承压，对价格有所承压，但后续仍存天气炒作可能和开秤预期，或存在阶段性反弹，叠加红枣易受资金扰动，使得涨跌幅变化较大，建议短线操作。

◆ 苹果：西部降雨，晚富士卸袋推迟

【现货市场】

中秋、国庆双节备货陆续推进，晚富士摘袋工作较为零星，西部降雨或推迟晚富士大面积摘袋时间。新季苹果来看，山东红将军受质量影响，成交价格区间较大，差货价格优势明显，受到小单车等客户青睐；西部早熟富士交易陆续收尾，采青富士等待上色，少量客商开始订货，价格高于去年同期。库存果来看，山东库存货源走货明显转缓，客商拿货积极性不高。

产地中秋、国庆备货陆续进行，由于西部受到降雨天气影响，中熟苹果及采青富士等新季货源供应略有空档期，客商或选择库内嘎啦及早熟富士，关注客商对山东库存富士的采购情绪，或能决定库存老富士能否完成清库进度。降雨过后，下周陆续进入晚熟富士集中摘袋期，关注产区用工情况、新季富士质量情况。

【行情展望】

西部早富士交易基本结束，受降雨影响，包括延安、渭南等多地晚富士卸袋推迟，零星客商订货，价格与早富士相差不大。山东产区红将军交易收尾，成交价格受上货量影响震荡调整。

[能源化工]

◆ 原油：供应边际增量引发担忧，短期油价重心下移，但地缘仍给予一定支撑

【行情回顾】

截至 9 月 23 日，市场担忧 OPEC+增产将导致供应过剩，掩盖地缘局势不稳定带来的影响，国际油价下跌。NYMEX 原油期货 10 合约 62.64 跌 0.04 美元/桶，环比-0.06%；ICE 布油期货 11 合约 66.57 跌 0.11 美元/桶，环比-0.16%。中国 INE 原油期货 2511 合约跌 7.0 至 484.2 元/桶，夜盘跌 6.7 至 477.5 元/桶。

【重要资讯】

市场渠道透露，印度或在未来两周内再度启动尿素招标，以消化印度国营化肥公司上一轮招标遗留的 50-60 万吨缺口并为市场注入稳定预期。业内关注中国可供量：虽按规定出口窗口将于 10 月底关闭，但监管层可能在特定情况下放宽至年底；即使如此，多数人士仍质疑中国厂商能否兑现此前传闻中的 80 万吨供货规模。综合来看，为确保下一施肥季的安全库存，印度年内仍需追加约 200 万吨采购。

8 月中国原油进口结构显著调整；海关总署数据显示，来自马来西亚的到港量升至 474 万吨，高于 7 月的 422 万吨；俄罗斯仍居首位但降至 794 万吨（前月 871 万吨）；沙特 598 万吨，环比下滑；伊拉克 565 万吨、巴西 519 万吨、阿曼 319 万吨、阿联酋 302 万吨、安哥拉 341 万吨及科威特约 190 万吨均环比增加。伊朗及委内瑞拉官方报关量继续为零，美国亦无到港；业内指出，部分经马来西亚海域进行船—船换装的受制裁原油常被计入马来西亚出口数据。Vortexa 称伊朗原油与凝析油出口约 200 万桶/日，中国吸收近九成，但山东独立炼厂库存创纪录且配额逼近年内上限，剩余运力或转为海上浮仓，需更大折价以疏通需求。

马来西亚拟自 9 月 30 日起调整 RON95 汽油补贴：本地零售价由每升 2.05 林吉特降至 1.99 林吉特，

最多补贴 300 升；军警自 27 日、现金补贴户 28 日率先享受，逾 1600 万人受益。外国车辆将按 2.60 林吉特/升计价，意味着跨境需求成本抬升。

科威特油长 Al-Roumi 称该国可采产能已升至 320 万桶/日，为十余年来新高，也逼近 2010 年峰值 330 万桶；长期仍规划到 2035 年提升至 400 万桶。根据 9 月协议，科威特 10 月产量将提高至 255.9 万桶/日，且 OPEC+ 保留随时暂停或回撤增产的月度灵活机制。配额分配仍存博弈，阿联酋、伊拉克、尼日利亚等继续争取更高额度，安哥拉已因目标争议退群。Al-Roumi 强调商业库存已低于五年均值、需求持续恢复：IEA 料 2025 与 2026 年全球消费分别增 74 万和 70 万桶/日，OPEC 则预测今年和明年增 130 万与 140 万桶/日。

伊拉克国家营销公司 SOMO 称，随 OPEC+ 自愿减产逐步退出，伊拉克已上调出口；8 个成员国将自 10 月合计增产 13.7 万桶/日。伊拉克 8 月出口 338 万桶/日，9 月料升至 340 - 345 万桶/日，每额外 20 万桶/日可增数亿美元收入。总理苏达尼要求调整更高配额，但伊方长期超产，已按 4 月补偿方案调整产量以回应 OPEC+ 压力。

【主要逻辑】

隔夜油价下跌，主要交易逻辑在于市场对供应过剩的担忧压过了地缘政治风险溢价。具体来看，供应端，伊拉克作为欧佩克第二大产油国增加了出口，并计划恢复库尔德地区经由土耳其的管道外输，这直接增加了市场的实际供应量，强化了未来供应充裕的预期。需求端，市场对全球经济前景的担忧以及季节性需求从三季度开始逐步回落的预测，也给油价带来了压力。尽管乌克兰对俄罗斯能源设施的袭击以及欧盟对俄新一轮制裁等地缘因素持续发酵，但交易员评估其尚未对全球供应造成实质性冲击。总体看，在明确的供应增加和需求走弱预期下，基本面利空成为主导，市场结构承压，即使地缘风险提供了一定的底部支撑，但缺乏新的强力催化剂来扭转价格的偏弱格局。

【展望】

建议单边暂时观望，WTI 支撑区间给到 [60, 61]，布伦特在 [63, 64]，SC 在 [467, 474]；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：高供应压力持续，后市需要关注尿素工厂国庆前收单进展

【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，国内尿素供应保持高位运行，日产达到 19.93 万吨，开工率 84.46%，较去年同期增加 1.09 万吨。部分装置变动包括正元平山 900 吨装置永久停车，山西天泽大颗粒装置计划 9 月 24 日停车检修一个月，影响日产量约 3000 吨，晋开另一套中颗粒装置预计下旬复产，整体供应压力依然较大。

2. 从需求端来看，农业需求方面，国庆长假临近，经销商备肥意愿谨慎，仅逢低少量补仓，小麦肥铺货进度晚于往年，复合肥企业成品库存高于去年同期，开工率小幅下降至 38.63%。工业需求刚需采购为主，无显著增量。出口集港方面，8 月份出口量 79.67 万吨，同比大幅增加，但出口窗口期进入收尾阶段，未来预期减弱。

3. 库存方面，尿素企业总库存量 116.53 万吨，较上周增加 3.26 万吨，环比增加 2.88%。本周尿素企业库存继续小幅上涨，近期尿素价格先跌后稳，因局部低价吸引下游适当补仓，另外部分农业流向增加，尿素企业出货阶段性好转。但整体来讲，国内需求不及供应，尿素企业库存呈现小涨。

4. 外盘方面，市场消息称，印度或在未来两周内再度启动尿素招标，以提前锁定货源并吸收印度国营化肥公司 (NFL) 上一轮招标中未成交的 50-60 万吨缺口。业内人士指出，尽管中国出口窗口理论上在 10 月底关闭，但监管层可能在特定条件下允许延长至年底；即便如此，中国生产商能否兑现此前传闻中高达

80 万吨的供应量仍存疑。整体来看，为保障下一季播种期的库存安全，印度年内至少仍需追加约 200 万吨采购。

【核心观点】

1. 目前国内尿素矛盾的结构在于：**高供应压力+需求承接不足**；2. 尿素盘面价格弱势运行，主要逻辑在于供应高位与需求疲软之间的结构性矛盾。具体来看，日产维持在近 20 万吨水平，开工率超过 84%，而农业和工业需求均未出现改善，复合肥企业库存高企且开工率下滑，出口集港虽短期有支撑但进入尾声，市场对四季度出口预期悲观。工厂预收不足且库存压力增大，进一步加剧现货端的降价吸单行为，从而拖累期货盘面。未来基本面因素大概率延续供强需弱格局，供应端虽有零星检修但整体维持高位，需求端受国庆假期影响短期难有起色，出口支撑减弱。盘面可能继续承压，但需关注价格已接近生产成本区域，部分地区如东北销售价格已在完全成本附近，利润空间极其有限，或逐步形成底部支撑。

【策略】

单边建议观望为主，短期支撑位给到 1610-1630 元/吨；期权端，隐含波动率拉升后，逢高做缩为主。

【风险提示】

1. 工厂降价吸单导致价格进一步下行；2. 国庆假期前后需求若不及预期，库存累积压力加剧；3. 政策面突发调整

◆PX：供需预期进一步弱化叠加成本端偏弱，短期价格承压

【现货方面】

9 月 22 日，亚洲 PX 价格继续下跌。原料端和下游 PTA 期货跌幅相对有限，但基本面预期不佳继续施压 PX 价格。日内市场商谈和成交气氛一般，尾盘窗口内个别 PTA 大厂出货以及 PX 工厂接货，使得 11/12 现货月差由上周五平水转为弱 C 结构，月差在 -1。11 月现货浮动价预估在 +0/+1 左右，12 月预估也在 +0/+1 附近。纸货延续 C 结构，10/1 以及 1-5 月差均在 -2，-3 附近。尾盘实货 11 月在 807/809 商谈，12 月在 807/812 商谈，11/12 换月在 -6 有买盘。一单 11 月亚洲现货在 808 成交（逸盛卖给 SK），一单 12 月亚洲现货在 809 成交（摩科瑞卖给盛虹）。（单位：美元/吨）

【利润方面】

9 月 22 日，亚洲 PX 下跌 8 美元/吨至 808 美元/吨，折合人民币现货价格 6622 元/吨；PXN 压缩至 211 美元/吨附近。

【供需方面】

供应：截至 9 月 19 日，亚洲及国内 PX 开工维持高位，国内 PX 负荷至 86.3%（-1.5%），亚洲 PX 负荷至 78.2%（-0.8%）。

需求：截至 9 月 19 日，中泰 120 万吨装置检修，PTA 负荷在 75.9%（-0.9%）。

【行情展望】

近期国内外短流程提负以及国内部分 PX 装置推迟检修后带来的 PX 增量较为明显；而需求端因 PTA 加工费持续偏低，PTA 新装置投产延迟以及多套 PTA 存检修预期。四季度 PX 供需预期进一步弱化，PXN 存压缩预期。绝对价格来看，原油供需偏弱预期下油价继续承压，PX 驱动偏弱。策略上，PX11 随原油节奏反弹偏空对待，关注 6500 附近支撑。

◆PTA：供需预期好转但中期仍偏弱，驱动有限

【现货方面】

9 月 22 日，PTA 期货低开低走，现货市场商谈氛围一般，现货基差偏弱，零星聚酯工厂有递盘。个别主流供应商有出货。9 月货在 01 贴水 75~86 附近有成交，价格商谈区间在 4490~4535 附近。10 月商谈不多，少量在 01-60 附近有成交。主流现货基差在 01-84。

【利润方面】

9 月 22 日，PTA 现货加工费至 173 元/吨附近，TA2511 盘面加工费 248 元/吨，TA2601 盘面加工费 280 元/吨。

【供需方面】

供应：截至 9 月 19 日，中泰 120 万吨装置检修，PTA 负荷在 75.9% (-0.9%)。

需求：截至 9 月 19 日，聚酯负荷小幅下降至 91.4% 附近 (-0.2%)。9 月 22 日，涤丝价格重心部分下调 50-150，产销个别放量。涤丝价格持续阴跌下，FDY 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。出口订单部分被其他国家如印度、巴基斯坦等成本更低的地区抢走。

【行情展望】

因 PTA 加工费持续偏低，PTA 新装置投产推迟，且多套 PTA 存检修预期，PTA 供应预期有所收缩，不过需求增量有限，且现货流通宽松，PTA 基差偏弱震荡。需求端来看，虽正值金九银十需求旺季，但新订单跟进乏力，聚酯及终端负荷提升空间有限。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 随原油节奏反弹偏空对待，关注 4500 附近支撑；TA1-5 滚动反套对待。

◆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 22 日，国际油价偏弱，TA、EG 震荡走弱，短纤期货低位震荡，主力合约最低至 6250 附近，创阶段新低。工厂现货方面多数报价下调 50，商谈重心普遍小幅下跌。华东半光 1.4D 主流商谈在 6350~6600 区间。市场交易气氛一般，部分贸易商低位采购；工厂销售一般，截止下午 3:00 附近，平均产销 52%。

【利润方面】

9 月 22 日，短纤现货加工费至 1092 元/吨附近，PF2511 盘面加工费至 968 元/吨，PF2512 盘面加工费至 915 元/吨。

【供需方面】

供应：截至 9 月 19 日，直纺涤短整体负荷小幅至 95.4% (+1%)。

需求：下游纯涤纱及涤棉纱报价维持，成交商谈，销售不温不火。

【行情展望】

短期供需格局偏弱。近期短纤供应维持高位；需求上，正值金九银十需求旺季，且面临国庆假期，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。短纤低位存支撑，但反弹驱动偏弱，节奏跟随原料波动为主。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：瓶片需求阶段性好转，但供需宽松格局不变，加工费上方空间有限

【现货方面】

9 月 22 日，内盘方面，上游聚酯原料期货小幅下跌，聚酯瓶片工厂报价多下跌。日内聚酯瓶片市场成交气氛尚可。9-11 月订单多成交在 5730-5810 元/吨出厂不等，略低 5700-5720 元/吨出厂附近，局部略高 5850-5860 元/吨出厂不等，品牌不同价格略有差异。另部分下游终端大厂明年一季度订单招标，具体成交跟进中。出口方面，聚酯瓶片工厂出口报价局部小幅下调。华东主流瓶片工厂商谈区间至 760-780 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 755-770 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 22 日，瓶片现货加工费 456 元/吨附近，PR2511 盘面加工费 409 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】

近期瓶片装置重启与停车并存，整体减产力度基本不变，且随着瓶片价格跌至年内低位，叠加国庆节前刚性补库需求，下游以及贸易商逢低补货，对瓶片绝对价格以及加工费形成支撑，库存有所去化，但供

需宽松格局未变，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：新装置投产预期叠加终端市场偏弱，MEG 上方承压

【现货方面】

9 月 22 日，乙二醇市场弱势整理，市场商谈一般。日内乙二醇盘面偏弱运行，现货商谈成交在 01 合约升水 88-97 元/吨附近，午后现货基差小幅走弱，部分存合约缺口的贸易商参与补货。美金方面，乙二醇外盘重心小幅下跌，上午近期船货商谈在 514-515 美元/吨附近，午后商谈重心回落至 512 美元/吨偏下，日内近期船货 511-513 美元/吨附近成交，少量贸易商及供应商参与采购。

【供需方面】

供应：截至 9 月 18 日，MEG 综合开工率和煤制 MEG 开工率为 74.93% (+0.02%) 和 79.38% (+2.69%)。

库存：截止 9 月 22 日，华东主港地区 MEG 港口库存预估约在 46.7 万吨附近，环比上期 (9.15) +0.2 万吨。

需求：同 PTA 需求。

【行情展望】

乙二醇供需逐步转弱。短期来看，9 月乙二醇进口预期不高，乙二醇月内预期去库，港口库存维持低位，但近期终端市场偏弱，乙二醇基差高位震荡。中长期来看，乙二醇四季度供需预期较弱，主要原因是裕龙石化新装置目前负荷已提升至 6-7 成、10 月卫星石化装置重启，以及四季度需求季节性回落，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，逢高卖出看涨期权 EG2601-C-4400；EG1-5 反套为主。

◆烧碱：长假临近中游观望心态浓，现货价格承压

今日国内液碱市场成交尚可，多地价格持稳，山东、河北价格下降。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且下压采购价格，32%、50%液碱价格下降。河北地区市场观望氛围较浓，下游和贸易商接货积极性不高，氯碱企业出货一般，且受山东降价影响，价格下降。今日山东 32%离子膜碱市场主流价格 770-880 元/吨，50%离子膜碱市场主流价格 1240-1270 元/吨。

【烧碱开工、库存】

开工：截至本周四，全国主要地区样本企业周度加权平均开工负荷率为 85.44%，较上周 86.73% 下降 1.29 个百分点。本周氯碱装置检修增加，且部分氯碱装置减产，开工负荷率环比下降。山东开工率 85.11%，-2.24%。库存：9 月 17 日华东扩充后样本企业 32%液碱库存 173300 吨，较 9 月 10 日 172100 吨增加 0.70%。华东浙江因氯碱装置开工负荷率不高，产量减少，且下游采购积极，工厂库存下降较多，其他省份因下游采购积极性一般，工厂库存均有不同程度的增加，带动整体华东库存增加。山东样本企业 32%液碱库存 36600 吨，较 9 月 10 日 33800 吨增加 8.28%。9 月 17 日山东扩充后样本企业 32%液碱库存 100800 吨，较 9 月 10 日 93800 吨增加 7.46%。山东氯碱企业整体开工负荷率仍相对较高，且下游采购积极性不高，氯碱企业库存增加。

盘面今日趋弱，本周预计供应量增加，企业样本厂家开工上调。主力下游方面，近期海内外氧化铝价格持续下跌导致国内氧化铝企业利润空间不断缩窄，现货价格支撑力度偏弱。受山东主力下游采购价走跌下游采买谨慎影响，华北区域库存上行；华东区域企业检修及降负装置尚未恢复，货源偏紧，且非铝需求刚需跟进，库存呈现下滑。本周来看，山东市场由于国庆长假临近，短期省内液碱库存需要时间释放，且目前供应高位，主要下游卸货不畅下，不排除继续价格下调的可能，可短空对待。

◆PVC：现货采购积极性一般，盘面震荡

【PVC 现货】

上午国内 PVC 粉市场价格波动不大，期货弱势震荡，市场点价及一口价并存，基差调整不大，成交有限。5 型电石料价格参考：华东主流含税现汇自提 4700-4830 元/吨，华南主流含税现汇自提 4780-4860 元/吨，河北现汇送到 4560-4660 元/吨，山东现汇送到 4700-4750 元/吨。

【PVC 开工、库存】

开工：本周 PVC 粉整体开工负荷率为 75.43%，环比下降 3.96 个百分点；其中电石法 PVC 粉开工负荷率为 76.91%，环比下降 3.38 个百分点；乙烯法 PVC 粉开工负荷率为 72%，环比下降 5.2 个百分点。

库存：截至 9 月 18 日，中国 PVC 生产企业厂库库存可产天数在 5.15 天，环比减少 0.96%，生产企业部分装置检修叠加节前集中交付，企业厂库库存天数下降。

【PVC 行情展望】

盘面今日趋弱震荡运行，基本面供需矛盾依然较难缓解。供应端方面，下周检修结束企业较多，产量预期增加。需求端，下游制品开工率提升有限，部分已经完成备货，因此对高价抵触，采购积极性一般。成本端原料电石维持上行趋势，乙烯价格维稳，成本端维持底部支撑。预计 9-10 月旺季来临 pvc 止跌企稳，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 22 日，纯苯市场商谈重心偏弱，基本面上暂无新的变化，主要是整体商品氛围和 4 季度预期不太乐观，芳烃盘面回落，但好在节前补空和港口去库支撑下，跌幅有限，至收盘江苏港口商谈重心围绕 5845-5850 元/吨，月差归 0。

【供需方面】

纯苯供应：截至 9 月 18 日，石油苯产量 45.01 万吨（-0.54 万吨），开工率 78.35%（-0.94%）。裕龙 2#裂解新装置已于 9 月中投料生产，东明石化出产品。

纯苯库存：截至 9 月 22 日，江苏纯苯港口样本商业库存总量：10.7 万吨，较上期减少 2.7 万吨。

纯苯下游：截至 9 月 18 日，下游整体开工涨跌互现。其中，苯乙烯开工率至 73.4%（-1.6%），苯酚开工率至 71%（+2.1%），己内酰胺开工率至 88.7%（+2.4%），苯胺开工率 72.0%（+6.5%）。

【行情展望】

纯苯近期有部分装置重启或出产品，叠加有检修计划推迟，纯苯供应偏或维持偏高水平；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 月下游苯乙烯装置计划内及计划外减产，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。短期内，价格走势受到地缘政治及宏观因素扰动和冲击。策略上，BZ2603 单边跟随苯乙烯和原油震荡。

◆苯乙烯：油价预期偏弱，苯乙烯绝对价格或承压

【现货方面】

9 月 22 日，华东市场苯乙烯市场震荡走弱，港口库存延续走高，加之北方工厂库存偏高，市场货源供应充裕，下游国庆节前刚需备货，整体跟进有限，承压市场交投气氛，贸易商随行观望，成交偏淡，基差走势平稳，期货主力换月。据 PEC 统计，至收盘现货 6910~7010（10 合约+25），9 月下 6920~7010（10 合约+35），10 月下 6960~7050（10 合约+75），11 月下 6990~7090（11 合约+85），单位：元/吨。

【利润方面】

9 月 22 日，非一体化苯乙烯装置利润至-280 元/吨附近。

【供需方面】

苯乙烯供应：截至 9 月 18 日，苯乙烯整体产量在 34.68 万吨（-0.72 万吨），开工率至 73.44%（-1.54%）。

苯乙烯库存：截至 9 月 22 日，江苏苯乙烯港口样本库存总量：18.65 万吨，较上周期增加 2.75 万吨；商品量库存在 9.85 万吨，较上周期增加 2.05 万吨。

苯乙烯下游：截至 9 月 18 日，EPS 产能利用率 61.74%（+0.72%）；PS 产能利用率 61.2%（-0.7%）；ABS 产能利用率 69.8%（-0.2%）。

【行情展望】

苯乙烯下游在旺季需求以及部分工厂国庆节前备货的带动下，整体需求尚可，但增量有限。供应端，在库存和行业利润的承压下，装置停车减负增多，另有装置因故减产，且因海外装置检修苯乙烯出口预期增加，苯乙烯供应预期减少。港口库存有所累积，叠加油价的偏弱预期，苯乙烯绝对价格仍承压。策略上，

EB11 绝对价格反弹偏空对待，EB11-BZ11 价差低位做扩，不过驱动有限。

◆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 22 日，丁二烯山东市场价 9400 (-100) 元/吨；丁二烯 CIF 中国价格 1060 (+0) 美元/吨；顺丁橡胶 (BR9000) 山东齐鲁石化市场价 11550 (-50) 元/吨，顺丁橡胶-泰混价差-3300 (-170) 元/吨，基差 45 (-110) 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 18 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 66.8%，环比-2.3%；高顺顺丁橡胶行业开工率为 69.7%，环比-5.1%；半钢胎样本厂家开工率为 72.7%，环比+0.2%；全钢胎样本厂家开工率 66.4%，环比+0.1%。

【库存】

截至 9 月 18 日，丁二烯港口库存 23100 吨，环比-2500 吨；顺丁橡胶厂内库存为 25900 吨，较上期-400 吨，环比-1.5%；贸易商库存为 7820 吨，较上期-390 吨，环比-4.8%。

【资讯】

隆众资讯 9 月 22 日报道：东明石化有限公司 5 万吨/年丁二烯装置重启运行，合格品产出；裕龙石化 1#20 万吨/年丁二烯装置稳定运行，2#20 万吨/年丁二烯装置投产运行，合格品陆续产出，本月暂无外销计划。

【分析】

9 月 22 日，BR 跟随天胶日内窄幅震荡，合成橡胶主力合约 BR2511 尾盘报收 11505 元/吨，涨幅 0.31% (较前一日结算价)。成本端部分丁二烯装置临时停车，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，“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: 现货走弱，成交略好转

【现货方面】华北 7070 (-30) /01-60 (+0)，仓单 01-100 华东 7090 (-30) /01-40 (+0) 华南 7280 (-20) /01+150 (+10) 盘面继续下跌，现货随盘跌 30 左右，成交基差小幅走强，套保商成交有所转好，主流成交在华北 01-50~-60，华东 01-40。非标跌 0-50。

【供需库存数据】

供应：产能利用率 81.55% (-1.38%)。

需求：PE 下游平均开工率 42.17% (+1.11%)。

库存：两油去 0.7wt，煤化工去 0.52wt；社库去 1wt，港口去 0.43wt

【观点】PE 高检修维持到 9 月中旬，海外报盘近期增加，关注双节前备货情况，库存端，9 月延续去库到月底，近端压力可控，但远端有检修装置回归和近洋货到港增量，01 终点结局一般。

【策略】LP 扩继续持有

◆PP: 价格走弱，成交一般

【现货方面】拉丝浙江厂提 6720 (01- 140, +20), 华北一区 送到 6720 (01 - 150, +40), 华南珠三角送到 6740 (01 - 150, +40)

【供需库存数据】

供应：产能利用率 75.96% (+1%)。

需求：PP 下游平均开工率 50.86% (+0.63%)。

库存：煤化工去 1.42wt, 油化工去 1.8wt, 贸易商持平, 港口持平

【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】价格接近前低, 高检修下, 库存去化, 短期往下空间有限, 观望。

◆甲醇:港口持续内库累库, 价格走弱

【现货方面】现货成交: 2240; 现货/9 月上成交: 01-107。今日甲醇期货窄幅震荡。现货及月内按需采购, 买盘谨慎跟进, 商谈僵持。远月纸货基差买卖为主, 单边个别逢低采购。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 72.66% (-0.09%), 西北开工 79.72% (+0.18%), 非一体化开工 65.48% (-1.06%)

需求：开工率 83.63% (+6.21%), 外采甲醇 MT0 开工 75.08% (+6.01%)

库存：内地去库 0.21 万吨, 港口累 3.48 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 MT0 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】往下空间有限, 观望

[特殊商品]

◆天然橡胶: 台风天气扰动, 短期胶价偏强震荡

【原料及现货】截至 9 月 22 日, 杯胶 50.35 (-0.15) 泰铢/千克, 胶乳 55.80 (-0.50) 泰铢/千克。云南胶水收购价 14700 (+200) 元/吨, 海南民营胶水 16000 (0) 元/吨, 青岛保税区泰标 1830 (+10) 美元/吨, 泰混 14850 (+150) 元/吨。

【轮胎开工率及库存】截至 9 月 18 日, 中国半钢胎样本企业产能利用率为 72.74%, 环比+0.13 个百分点, 同比-6.92 个百分点。周期内样本企业产能利用率整体窄幅波动为主, 目前半钢胎内销雪地胎订单集中排产期, 仍有企业适度加大排产现象, 对整体开工仍存一定支撑。中国全钢胎样本企业产能利用率为 66.36%, 环比+0.05 个百分点, 同比+6.18 个百分点。周期内样本企业产能利用率整体窄幅波动为主, 部分企业缺货现象仍存, 维持上周排产状态, 对整体开工仍存一定支撑。

山东轮胎样本企业成品库存环比上涨。截止到 9 月 18 日, 半钢胎样本企业平均库存周转天数在 46.02 天, 环比+0.08 天, 同比+9.33 天; 全钢胎样本企业平均库存周转天数在 39.13 天, 环比+0.30 天, 同比-5.47 天。

【资讯】QinRex 据中国海关总署 9 月 18 日公布的数据显示, 2025 年前 8 个月中国橡胶轮胎出口量达 650 万吨, 同比增长 5.1%; 出口金额为 1142 亿元, 同比增长 4.6%。其中, 新的充气橡胶轮胎出口量达 626 万吨, 同比增长 4.8%; 出口金额为 1097 亿元, 同比增长 4.4%。按条数计算, 出口量达 47,860 万条, 同比增长 5.6%。1-8 月汽车轮胎出口量为 555 万吨, 同比增长 4.6%; 出口金额为 944 亿元, 同比增长 4.1%。

【逻辑】供应方面, 未来供应上量预期使原料价格进一步走弱, 成本支撑由强转弱, 但近期受台风天气扰

动，市场对短期供应释放的担忧情绪升温。下游轮胎厂节前补库基本完成，天胶现货库存去库节奏有所放缓。需求方面，目前虽部分企业缺货现象仍存，企业装置运行平稳以补充库存，但整体出货表现不及预期，部分企业库存仍存提升迹象，为缓解压力，不排除部分企业存灵活控产行为。综上，受台风天气影响，短期胶价偏强震荡，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，若原料上量顺利则有进一步下行空间，若原料上量不畅预计胶价延续区间内运行。

【操作建议】观望

◆多晶硅：受基本面情绪压制，多晶硅大幅下跌

【现货价格】9 月 22 日，据 SMM 统计多晶硅 N 型复投料报价为 52.65 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】截至 9 月 19 日，多晶硅库存 20.4 万吨，周环比去库 1.5 万吨。仓单方面，截至 9 月 22 日，广期所仓单 78700 手，环比减少 30 手。

【逻辑】隔日多晶硅大幅下跌，市场期待的“反内卷”等实质性扶持政策未能及时落地，此前发布的能耗新国标也被认为对短期供需影响有限。基本面方面，供应端调控效果不及预期，行业产能过剩格局未变。同时，下游组件环节库存高企，价格出现松动。后续关注国家层面关于产能出清、行业收储等政策是否会出台具体时间表和实施细则，以及观察多晶硅企业的实际开工率和减产执行情况，同时跟踪下游光伏组件厂的库存消化进度和新增订单需求。

【操作建议】暂观望

◆工业硅：市场情绪转弱，工业硅下跌

【现货价格】9 月 18 日，据 SMM 统计，华东地区通氧 Si5530 工业硅市场均价 9350 元/吨，环比不变；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】多晶硅开工率基本稳定，9 月份硅料企业排产维持高位。关注四季度硅料企业开工节奏。近期有部分 99 硅粉订单成交，粉单价格存在高低差异，综合涨幅不及硅块涨幅。有机硅本周开工率大稳小动，对工业硅需求量维持稳定。铝硅合金企业开工率维持微幅增加趋势，传统“金九”效应逐步显现，下游订单消费转好，促进铝合金企业开工率提升。

【库存】SMM 统计 9 月 18 日工业硅主要地区社会库存共计 54.3 万吨，较上周环比增加 0.4 万吨。其中社会普通仓库 12 万吨，较上周增加 0.1 万吨，社会交割仓库 42.3 万吨（含未注册成仓单及现货部分），

较上周环比增加 0.3 万吨。(不含内蒙、甘肃等地)

【逻辑】从基本面看，9-10 月随着工业硅供应增加平衡逐步转向宽松，川滇硅企平枯水期批量减产的预期在 10 月末，因此 10 月份供应高位平衡预期宽松量较明显，11 月再度收窄，同时，西南平枯水期的成本上涨拉高行业平均成本，给与市场利好情绪。综合来看，短期内工业硅继续向上驱动动力不足，硅价或再转向震荡，主要价格波动区间或将在 8000-9500 元/吨，关注硅料企业以及川滇工业硅企业四季度减产节奏。

【操作建议】主要价格波动区间或将在 8000-9500 元/吨。

◆纯碱：盘面整体情绪回落，纯碱趋弱运行

◆玻璃：产销转弱，盘面回落

【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 74.57 万吨，环比下跌 1.54 万吨，跌幅 2.02%。其中，轻质碱产量 32.80 万吨，环比减少 1.14 万吨。重质碱产量 41.77 万吨，环比减少 0.40 万吨。

截止到 2025 年 9 月 22 日，国内纯碱厂家总库存 169.57 万吨，较上周四下降 5.99 万吨，跌幅 3.41%。其中，轻质纯碱 72.58 万吨，环比下降 2.37 万吨，重质纯碱 96.99 万吨，环比下降 3.62 万吨。

玻璃：

截至 2025 年 9 月 18 日，全国浮法玻璃日产量为 16.02 万吨，与 11 日持平。本周（20250912-0918）全国浮法玻璃产量 112.12 万吨，环比持平，同比-4.04%。

截止到 20250918，全国浮法玻璃样本企业总库存 6090.8 万重箱，环比-67.5 万重箱，环比-1.10%，同比-18.56%。折库存天数 26 天，较上期-0.3 天。

【分析】

纯碱：今日纯碱盘面趋弱运行，上周初宏观带动盘面反弹，周中纯碱盘面回调。基本面过剩问题依然存在，虽然近期厂家库存去库，但库存实质转移至中下游，贸易库存继续走高。周产依然保持高位，对标当下刚需来看过剩依然存在。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，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：今日玻璃盘面趋弱运行，上周初宏观带动盘面反弹，周中玻璃盘面回调。现货市场成交转淡，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：逢高短空

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