

# 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:

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

## 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

## [股指期货]

### ◆股指期货：股指全面反弹，科技主线火热

#### 【市场情况】

周三，早盘A股低开，日内震荡上行。截至收盘，上证指数收涨0.83%，报3853.64点。深证成指涨1.80%，创业板指涨2.28%，沪深300涨1.02%、上证50涨0.68%，中证500涨1.99%、中证1000涨1.70%。个股涨多跌少，当日4458只上涨（88涨停），853下跌（13跌停），111持平。其中，恒合股份、向日葵、神工股份涨幅居前，分别上涨29.98%、20.03%、20.01%；而玉马科技、C友升、云南旅游分别下跌10.81%、10.38%、10.03%。

分行业板块看，科技主线领涨盘面，上涨板块中，半导体、综合类、能源化工涨幅居前，分别上涨4.40%、3.82%、3.41%，半导体概念火热。消费股回调，下跌板块中，餐饮旅游、银行、港口分别下跌0.47%、0.31%、0.17%，顺周期微挫。

期指方面，四大期指主力合约全部随指数上涨：IF2512、IH2512分别收涨1.69%、0.94%；IC2512、IM2512分别收涨3.90%、3.21%。四大期指主力合约切基差贴水较深：IF2512贴水36.07点，IH2512升水0.29点，IC2512贴水166.71点，IM2512贴水231.02点。

#### 【消息面】

国内要闻方面，商务部等8部门联合印发《关于大力发展战略消费共创数字时代美好生活的指导意见》。《指导意见》全面贯彻落实党中央、国务院决策部署，发挥超大规模市场优势，扩大数字消费多元化供给，创新和丰富数字消费场景，促进数字消费更高水平供需动态平衡，激发和增强社会经济活力，共创数字时代美好生活。

海外方面，美联储主席鲍威尔表示，从许多衡量指标来看，比如股票价格，目前的确相当高估。但他也表示，目前并不是金融稳定风险高企的时候；美联储的职责不是盯着股价或决定合理估值是多少。此外，他未就美联储是否会在10月会议上降息给出任何暗示，令市场失望。

#### 【资金面】

9月24日，A股交易额保持平稳，全日合计成交额2.33万亿。北向资金成交额2861.33亿元。央行公告以固定利率、数量招标方式开展了4015亿元7天期逆回购操作，操作利率1.40%，投标量4015亿元，中标量4015亿元。Wind数据显示，当日4185亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼170亿元。

#### 【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：资金面偏紧叠加股市走强压制，期债整体下跌

#### 【市场表现】

国债期货收盘全线下跌，30年期主力合约跌0.41%报114.070元，续创3月19日以来收盘新低，10年期主力合约跌0.10%，5年期主力合约跌0.08%，2年期主力合约跌0.03%。银行间主要利率债收益率普遍上行，10年期国开债“25国开15”收益率上行1.85bp报1.9605%，10年期国债“25附息国债11”收益率上行1.7bp报1.8150%，30年期国债“25超长特别国债02”收益率上行1.5bp报2.1140%。

#### 【资金面】

央行公告称，9月24日以固定利率、数量招标方式开展了4015亿元7天期逆回购操作，操作利率1.40%，投标量4015亿元，中标量4015亿元。Wind数据显示，当日4185亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼170亿元。资金面方面，央行继周一重启14天期逆回购操作后，该期限近两日没有继续出台。银行间市场周三资金面收敛态势愈发明显，资金价格亦随之上涨，跨季的七天期资金价格涨幅偏大。存款类机构七天回购加权利率大涨约11bp，来到1.58%附近，创两个月新高。非银机构押信用债和存单融入七天资金

价格则亦来到 1.92%-1.96%。非银机构质押存单和信用债融入隔夜资金的报价基本还在 1.62%-1.65% 区间，较昨日水准亦明显上涨。国庆长假及季末临近之际，央行 14 天逆回购操作重启后又连续两日暂停，且单日逆回购继续净回笼态势，机构融出态度谨慎，资金供给收缩。不过盘后央行公告，9 月 25 日（周四），将开展 6000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。鉴于本月有 3000 亿元 MLF 到期，净投放规模为 3000 亿元，关注后续逆回购操作情况。

#### 【操作建议】

昨日资金面偏紧叠加股市走强，压制期债全线下跌，不过盘后央行公告将超额续作 MLF，相对缓和资金面紧势，还需观察季末逆回购投放情况。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如期放大。观察盘面，没有增量利空的话 1.8-1.83% 或为 10 年期国债利率运行的高位区间，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 107.4-108.35 区间波动。单边策略上建议投资者以区间操作为主，且需注意快进快出。期现策略上，TL 合约基差高位波动，可适当参与基差收窄策略。

## 贵金属

### ◆贵金属：地缘政治风险缓和 美国经济存在韧性美元反弹贵金属止升回落

#### 【市场回顾】

9 月 24 日，美国特朗普政府发布正式公告，实施美国与欧盟达成的贸易协议，确认自 8 月 1 日起，对欧盟进口汽车及汽车产品征收 15% 的关税。此外，文件还列出了对某些药物化合物、飞机零部件及其他进口商品的关税豁免。

美国财政部长贝森特表示，美国正在与阿根廷讨论一项 200 亿美元的货币互换额度，并准备购买该国美元债券，支持细节后阿根廷比索上涨，该国美元债飙升。美国众议院议长约翰逊取消众议院在本财政年度（至 9 月 30 日）结束前的最后两天会议的举动，造成了一种“特殊情况”，可能导致政府关闭。众议院少数党领袖杰弗里斯表示，共和党决定在联邦资金耗尽之前休会，意味着他们将“公开”承认政府关闭。杰弗里斯呼吁众议院民主党人在休会期间回到华盛顿，讨论战略，并在拨款截止日期临近之际把受影响的美国人带到国会山。

贝森特讲话表示美联储利率在过长的时间里处于过高位置，不确定为什么主席鲍威尔有些退缩。鉴于近期就业数据的修订，“我们知道表象之下出了问题”，而且“利率过于紧缩”。他对鲍威尔还没有发出在年底前“至少”降息 100 至 150 个基点这一目标的信号感到“有些惊讶”，认为需要降低利率，至少回归到中性利率。

美国 8 月新屋销售年化 80 万户，大幅高于预期的 65 万户，前值为 65.2 万户，环比大涨 20.5%，远高于预期下跌 0.3%，前值为跌 0.6%，需求的激增显著消化了此前市场上大量的新房库存。新建住宅的中位数销售价格在年度基础上今年仅第二次出现上涨，同比上涨 1.9%，升至 41.35 万美元，增长主要受到百万美元以上高端住宅需求的推动。

隔夜，随着美国方面公布支持计划，阿根廷资产抛售风险得到缓和，避险情绪减弱。美国新房销售受到降息预期提振而增长超大预期反映居民收入消费存在韧性，美元指数回升，贵金属则止升在高位小幅回调。国际金价开盘小幅走高近 30 美元随后美元持续震荡下行最低至 3717 美元，收盘报 3736.07 美元/盎司，跌幅 0.74% 结束“三连阳”；国际银价转入高位横盘整体在 44 美元附近上行波动，收盘报 43.89 美元/盎司，微跌 0.2%。

#### 【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。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但季末临近衍生品合约到期流动性收紧波动风险较大，单边维持逢低买入思路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 24 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 1114.4 点，上涨 1.3%。目前盘面已经较为充分消化此前现货下行带来的冲击，且目前 10 月价格已完全公布，后续价格调整大概率为小幅波动，对盘面冲击较小。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】

震荡观望

## 【有色金属】

### ◆铜：Grasberg 矿山扰动加剧供应担忧，铜价快速拉升

【现货】截至 9 月 24 日，SMM 电解铜平均价 80045 元/吨，SMM 广东电解铜平均价 80030 元/吨，分别较上一工作日 +35.00 元/吨、0.00 元/吨；SMM 电解铜升贴水均价 55 元/吨，SMM 广东电解铜升贴水均价 70 元/吨，分别较上一工作日 0.00 元/吨、0.00 元/吨。据 SMM，总体来看，铜价走高后下游不愿多采购，国庆备货节奏较缓。

【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，Grasberg 矿山扰动继续：9 月 24 日，Freeport 更新 Grasberg 矿山事故的最新状态，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

并宣布不可抗力，前期被困工人中2名确认身亡，剩余5名工人仍在努力搜救中。2024年Grasberg铜矿产量为81.65万吨，占全球产量比例约3%，位列全球第二。Freeport预计Grasberg矿将于2026年上半年分阶段重启并开始增产，但最早要到2027年才能恢复事故前的生产水平，2026年铜产量较此前预期下降约35%。铜精矿现货TC低位运行，截至9月24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，硫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23日，LME铜库存14.48万吨，日环比-0.02万吨；截至9月23日，COMEX铜库存31.84万吨，日环比+0.01万吨；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】**昨日Freeport公布了Grasberg矿山事故的最新状态，并表示该矿山最早要到2027年才能恢复事故前的生产水平，加剧全球铜矿供应偏紧担忧，昨日沪铜主力合约大幅快速上行。(1)宏观方面，根据美联储9月议息会议公布的点阵图，预计2025年年内仍有2次降息，若后续的通胀及就业数据进一步强化降息预期，铜价仍有望受益；(2)基本面方面：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，Grasberg矿山停产后预计2026年上半年矿端增量转负为大概率事件，铜矿供给担忧托底铜价重心；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，中长期的供需矛盾提供底部支撑，铜价重心逐步上抬，短期价格因矿端扰动上行，关注后续宏观市场风格是否切换至复苏交易、需求端边际变化。

**【操作建议】**多单继续持有，主力关注81000-81500支撑

**【短期观点】**谨慎偏多

#### ◆氧化铝：盘面价格向下击破2900，成本支撑向下空间有限

**【现货】**：9月24日，SMM山东氧化铝现货均价2910元/吨，环比-20元/吨；SMM河南氧化铝现货均价1990元/吨，环比-15元/吨；SMM山西氧化铝现货均价2950元/吨，环比-10元/吨；SMM广西氧化铝现货均价3160元/吨，环比-5元/吨；SMM贵州氧化铝现货均价3165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24日氧化铝仓单总注册量14.92万吨，环比前一周减少0.21万吨。

**【逻辑】**：昨日氧化铝期货价格底部宽幅震荡，主力合约收涨0.28%至2907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 2850-3150 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 2850-3150

【观点】：震荡偏弱

#### ◆铝：三地铝锭库存首次明显去库，关注社库库存拐点及节后需求承接

【现货】：9月24日，SMM A00铝现货均价20680元/吨，环比持平，SMM A00铝升贴水均价0元/吨，环比+10元/吨。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上升 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24日，LME 铝库存 51.72 万吨，环比前一日+0.33 万吨。

【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，点阵图显示年内仍有降息预期。然而鲍威尔表态偏鹰，称“更大幅度降息未获广泛支持”，导致市场乐观情绪有所回落，美元指数先跌后涨，宏观层面不确定性有所上升。国内方面，8 月制造业 PMI 环比小幅回升，整体氛围仍偏利多。基本面来看，电解铝运行产能维持高位，铝水比例小幅回升，供应端压力仍存。成本方面，氧化铝价格持续偏弱运行，对铝价支撑有限。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，叠加国庆、中秋双节前备货需求逐步释放，对铝价形成一定支撑。库存方面出现积极信号，据 SMM 数据，9 月 24 日三地铝锭日度库存为 46.85 万吨，较昨日下降 0.85 万吨，为近期首次明显去库，铝锭库存拐点临近的预期增强，对市场心态有所提振。综合来看，虽然宏观层面存在不确定性，但基本面在旺季效应与备货需求支撑下逐步改善，叠加库存迎来拐点，铝价下方支撑有所增强。预计短期铝价在回落后将呈现高位震荡，主力合约参考区间 20600-21000 元/吨，后续需密切关注库存去化持续性及节后需求承接情况。

【操作建议】：主力参考 20600-21000 运行

【观点】：宽幅震荡

#### ◆铝合金：盘面维持震荡，节前备库需求对现货价格形成阶段性支撑

【现货】：9月24日，SMM 铝合金 ADC12 现货均价 20850 元/吨，环比持平；SMM 华东 ADC12 现货均价 20850 元/吨，环比持平；SMM 华南 ADC12 现货均价 20850 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，主力合约收涨0.35%至20330元/吨，铝价回调后废铝贸易商出货意愿有所提升，市场流通量边际改善，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逐步消化，基本金属普遍承压。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。政策方面，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明朗，对区域供应形成一定约束。需求端延续温和复苏态势，旺季表现整体不及预期。临近国庆假期，压铸企业陆续安排停工计划，节前备库需求对现货价格形成短期支撑。库存方面，国内社会库存较上周增加0.15万吨，累库压力仍存。进口即时亏损维持在200元/吨左右，海外补充有限。整体来看，成本刚性与节前备货为价格提供支撑，但需求复苏乏力及库存累积形成制约。预计短期ADC12价格将维持高位震荡，主力合约参考运行区间20200-20600元/吨。后续需重点关注上游废铝供应状况、需求复苏节奏、注册仓单变动及政策执行情况。

**【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24日，SMM0#锌锭平均价21820元/吨，环比-60元/吨；SMM0#锌锭广东平均价21830元/吨，环比-50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24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-75元/吨，环比-5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基本回升，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24日，LME锌库存4.44万吨，环比-0.14万吨。

**【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24日，SMM1#锡271400元/吨，环比上涨700元/吨；现货升水400元/吨，环比不变。昨日现货市场成交较为平淡，少量企业保持刚需采买。昨日多数贸易商成交10吨左右，少数贸易商成交两车左右。

【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24日，LME库存2695吨，环比增加120吨；上期所仓单6342吨，环比减少76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。综上所述，供应端偏强对锡价存支撑，锡价延续高位震荡，运行区间参考265000-285000，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。

【操作建议】运行区间参考285000-265000

【近期观点】宽幅震荡

### ◆镍：盘面震荡上行，消息扰动增加基本面变动不大

【现货】截至9月24日，SMM1#电解镍均价122450元/吨，日环比上涨500元/吨。进口镍均价报121600元/吨，日环比上涨500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】海外库存高位继续累积，国内社会库存小增，保税区库存回落。截止9月24日，LME镍库存230586吨，周环比增加2118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】昨日沪镍盘面震荡小幅走强，现货价格也有所上调。消息面上，印尼镍矿开采商协会支持政  
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

府暂停190家采矿企业（39家为镍矿企业）运营的强硬举措，信息偏利多但影响不大。宏观方面，美联储降息落地未有超预期利好，市场情绪暂稳。产业层面，精炼镍现货交投稍有转冷，各品牌精炼镍现货升贴水持稳为主，金川资源小幅微调。矿价维持坚挺，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涨空间。预计盘面维持区间震荡，主力参考119000-124000，关注宏观预期变化和矿端消息。

【操作建议】主力参考119000-124000

【短期观点】区间震荡

#### ◆不锈钢：盘面震荡小幅走强，关注下游节前备库情况

【现货】据Mysteel，截至9月24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375元/吨，日环比下跌5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24日不锈钢期货库存88233吨，周环比减少7032吨。

【逻辑】昨日不锈钢盘面震荡小幅走强，现货市场实单成交让利，但节前备库需求不显，成交表现仍然偏平淡。宏观方面暂稳，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。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。铬铁需求成本双驱动，产业情绪偏积极，青山钢招兑现上涨预期。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。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：消息面影响盘面震荡走弱，旺季基本面紧平衡

【现货】截至9月24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，日环比均持平；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，工业级氢氧化锂均价6.9万元/吨，日环比均下跌50元/吨。昨日锂盐现货报价持稳为主小幅回落，现货询盘一般，成交依旧较少。

【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】昨日碳酸锂盘面震荡走弱，日间整体窄幅波动为主，尾盘受消息面影响有所下跌，截至收盘主力LC2511下跌0.79%至72880。前期交易的政策和宏观情绪市场基本已经消化，昨日消息面再度发酵关于宁德复产时间的猜测。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，供应端路径演绎逐步清晰交易空间弱化，但临近930时点信息交易或有增加，旺季强需求为价格下方提供支撑，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，钢价延续震荡走势

【现货】

现货持稳，螺纹偏稳，热卷稳中探涨。螺纹钢维稳至3130元/吨；螺纹钢基差-34元。热卷+20至3410元，基差53元。

【成本和利润】

成本端，24日钢联样本煤矿开工率和日产上升，日产恢复至9.3阅兵前水平，但依然处于减产后水平；原煤库存和精煤库存维持去库。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，库存下降；铁矿需求维持高位，小幅累库。近期钢材利润高位下滑明显，成本有支撑。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。螺纹供减

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】

周三钢谷网周度数据显示供需双增，累库放缓。上周钢联数据显示钢材需求现实偏弱，其中螺纹减产去库，影响卷螺差收敛。目前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。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24日，主流矿粉现货价格：日照港PB粉-1.0至793.0元/吨，卡粉+1.0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803.5元/吨，铁矿远月2605合约+3.0(+0.38%)，收于783.0，1-5价差走弱至20.5。

#### 【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855.0元/吨、841.4元/吨、850.2元/吨和852.1元/吨。01合约卡粉、PB粉、巴混和金布巴基差分别是51.5元/吨、37.9元/吨、46.7元/吨和48.6元/吨。

#### 【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%。

#### 【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合约震荡走势。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，9-10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，但成材偏弱拖累原料，单边震荡偏多看待，区间参考780-850，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，期货高位震荡。

#### 【期现】

昨日焦煤期货震荡反弹走势，截至9月24日收盘，以收盘价统计，焦煤主力2601合约上涨7.0(+0.57%)

至 1224.5, 焦煤远月 2605 合约下跌 2.0 (-0.15%) 至 1312.0, 1-5 价差走强至-88.0。S1.3 G75 山西主焦煤(介休)仓单 1270 元/吨, 环比持平, 基差+45.5 元/吨; S1.3 G75 主焦煤(蒙 5) 沙河驿仓单 1185 元/吨(对标), 环比+15, 蒙 5 仓单基差-39.5 元/吨。焦煤期货震荡调整, 山西竞拍成交回暖, 煤价反弹, 蒙煤现货报价上涨。

#### 【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, 周环比+8.11 万吨, 精煤库存 114.69 万吨, 周环比-10.27 万吨。

截至 9 月 24 日, 钢联统计 523 矿样本煤矿产能利用率 86.5%, 周环比+1.8%, 原煤日产 194.0 万吨, 周环比+4.1 万吨, 原煤库存 458.7 万吨, 周环比-11.3 万吨, 精煤日产 77.2 万吨, 周环比+1.1 万吨, 精煤库存 211.0 万吨, 周环比-21.8 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, 焦煤期货呈震荡反弹走势, 近期期现价格走势有一定背离, 现货竞拍价格企稳反弹, 蒙煤报价上涨。现货方面, 近期国内焦煤市场偏强运行, 下游采购意愿回暖, 动力煤近期也同步反弹, 市场成交好转。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, 销售好转成交价格上涨; 进口煤方面, 近期蒙煤价格上涨, 国庆节假期口岸闭关 7 天。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。盘面交易国庆前后下游补库需求, 但现货滞后叠加盘面上涨过快, 近日回落调整, 但供需偏紧仍未改变。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, 上涨预期有待兑现。

#### 【期现】

昨日焦炭期货震荡反弹走势, 截至 9 月 23 日收盘, 焦炭主力 2601 合约上涨 12.5 (+0.73%) 至 1730.0, 远月 2605 合约上涨 10.0 (+0.54%) 至 1871.0, 1-5 价差走强至-141.0。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-220.0; 日照准一级冶金焦贸易价格报 1450 元/吨, 环比+10, 对应港口仓单 1603 元/吨(对标), 基差-127.0。

#### 【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，焦炭期货震荡反弹走势，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波动。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9-10月份煤焦限产预期和后市筑底反弹的驱动，由于焦煤成本上涨和铁水保持高位运行，盘面始终给出升水结构，提前预期焦炭提涨的可能空间。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，9-10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：国内采购阿根廷大豆，缺口预期再度削弱

#### 【现货市场】

豆粕：9月24日，国内豆粕现货市场价格涨跌互现，其中天津市场2960元/吨，跌20元/吨，山东市场2900元/吨，持稳，江苏市场2880元/吨，涨10元/吨，广东市场2890元/吨，涨20元/吨。成交方面，全国主要油厂豆粕成交24.88万吨，较前一交易日减1.02万吨，其中现货成交17.50万吨，较前一交易日增11.19万吨，远月基差成交7.38万吨，较前一交易日减12.21万吨。开机方面，全国动态全样本油厂开机率为58.30%，较前一日下降6.24%。

菜粕：9月24日全国主要油厂菜粕成交0吨。全国菜粕市场价格跌40-80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】

贸易商周二表示：在阿根廷周一取消谷物和油籽出口关税后，中国买家至少订购了10船阿根廷大豆。知情人士称，中国采购的这批阿根廷大豆使用巴拿马型货轮装运，每船6.5万吨，计划11月装船，CNF价格较芝加哥期货交易所(CBOT)11月大豆合约高出2.15-2.30美元/蒲。一位知情人士表示，中国买家已预订15船阿根廷大豆。

咨询机构巴西家园农商公司(PAN)：截至9月21日，2025/26年度巴西大豆播种进度为0.70%，去年同期0.25%，2023年同期0.40%。过去五年同期播种进度为0.18%。报告称，大豆播种工作主要在干旱已经结束的各州的灌溉区开始。帕拉纳州是目前进展最快的州。在巴西中北部，马托格罗索州、托坎廷斯州和戈亚斯州出现了降雨，但目前初期播种工作主要集中在马托格罗索州。

巴西国家商品供应公司(CONAB)：截至2025年9月20日，巴西2025/26年度大豆播种进度为0.6%，高于一周前的0.1%，也高于去年同期的0.2%，但是低于五年均值1.0%。

美国农业部作物周报：截至9月21日，美国大豆收割工作已完成9%，上周5%，上年同期12%，五年均值9%。大豆优良率为61%，上周63%，上年同期64%。

欧盟委员会：截至9月21日，欧盟2025/26年度(7月开始)大豆进口量已达到286万吨，较去年同期

的298万吨下降4%。欧盟豆粕进口量为401万吨，较去年同期的416万吨减少3.6%。

#### 【行情展望】

阿根廷临时取消大豆及其衍生品出口税，盘面榨利转好，国内积极采购阿根廷大豆。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，预计维持低位区间波动。

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，但供应压力下基差难有起色。阿根廷大豆采购增加，对应明年一季度市场供应缺口持续缓解，预计豆粕近月上涨乏力，1-5价差或将继续走弱。

### ◆生猪：供需平稳，十一前现货难有起色

#### 【现货情况】

现货价格震荡运行。昨日全国均价12.65元/公斤，较前一日上涨0.01元/公斤。其中河南均价为12.78元/公斤，较前一日下跌0.1元/公斤；辽宁均价为12.69元/公斤，较前一日上涨0.04元/公斤；四川均价为12.27元/公斤，较前一日持平；广东均价为13.55元/公斤，较前一日持平。

#### 【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】

市场供应节奏正常，临近双节，大体重猪出栏需求也有增加，压制现货价格。但周末起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，双节前出栏压力持续存在。

盘面谨慎炒作预期，市场信心疲弱，远月多头资金撤离。行情预计维持震荡调整，跟随现货小幅波动。

### ◆ 玉米：偏空预期下盘面偏弱震荡

#### 【现货价格】

9月24日，东北三省及内蒙主流报价2140-2270元/吨，整体偏弱运行；华北黄淮主流报价2280-2310元/吨，局部地区偏强。港口价格方面，鲅鱼圈（容重680-730/15%水）收购价2230-2260元/吨，较昨日下跌10元/吨；锦州港（15%水/容重680-720）收购价2230-2260元/吨，较昨日下跌10-20元/吨；钦州港散粮玉米成交价2390元/吨，较昨日下跌5元/吨。14.5%水一等玉米装箱进港2250-2270元/吨，14.5%水二等玉米平仓价2290-2310元/吨左右，较昨日下跌10-20元/吨。

#### 【基本面消息】

据Mysteel农产品调研显示，截至2025年9月19日，北方四港玉米库存共计67.5万吨，周环比减少5.4万吨；当周北方四港下海量共计22.4万吨，周环比减少9.70万吨。

据Mysteel调研显示，截至2025年9月19日，广东港内贸玉米库存共计30.8万吨，较上周减少29.30万吨；外贸库存6.7万吨，较上周增加6.70万吨；进口高粱37.4万吨，较上周减少1.60万吨；进口大麦90.5万吨，较上周增加8.50万吨。

#### 【行情展望】

东北地区新季玉米上量不断增加，农户落地为安为主，到车辆增多，价格偏弱运行；华北地区受降雨天气影响收割，到车辆降至85车，短期上量紧缩，局部价格上调，不过随着天气恢复新粮大量上市，价格仍将走低。需求端，深加工和饲料企业自身库存继续消耗，刚需为主，无明显亮点。综上，短期市场因华北价格反弹及期货价格低位，盘面整体在2160附近震荡，待玉米集中上量盘面仍将承压，关注新粮收购节奏及售粮心态。

## ◆ 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，不过考虑到整郑糖下跌幅度较多，短期存超跌反弹动能，但整体仍维持偏空走势。

### 【基本面消息】

国际方面：

UNICA：8月下旬，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24日，郑棉注册仓单3716张，较上一交易日减少199张；有效预报12张，仓单及预报总量3728张，折合棉花14.91万吨。

09月24日，全国3128皮棉到厂均价14948元/吨，涨15.00元/吨；全国32s纯棉纱环锭纺价格21509元/吨，平；纺纱利润为-933.8元/吨，跌16.50元/吨；原料棉花价格微涨，纺企纺纱即期利润减少。

## ◆ 鸡蛋：蛋价反弹受限，整体压力仍大

### 【现货市场】

9月24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，市场整体消化一般。

**【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：市场进入止跌调整阶段**

连豆油窄幅震荡调整为主，受到CBOT大豆与豆油止跌调整的影响。主力1月合约昨日下跌至整数关口8000元附近，下方支撑加强，对期货行情有支撑。1月合约报收在8100元，与昨日收盘价相比上涨14元。现货小幅上涨，基差报价多稳，局部地区窄幅波动。江苏张家港地区贸易商一级豆油现货价8330元/吨，较昨日上涨20元/吨，江苏地区工厂豆油9月现货基差最低报2601+230。广东广州港地区24度棕榈油现货价格9050元/吨，较前一日上涨80元/吨，广东地区工厂9月基差最低报2601+20。

**【基本面消息】**

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。

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%。

行业资深分析师Dorab Mistry周二称，马来西亚BMD毛棕榈油期货明年一季度可能会上涨27%，达到每吨5,500马币的三年高位，因为最大生产国印尼的生物柴油消费量不断增加，如果印尼继续控制种植园并就实施B50生物柴油计划进行谈判，导致供应紧张。

马来西亚棕榈油理事会（MPOC）数据显示，马来西亚8月棕榈油产量环比增长4.3万吨（2.4%）至185万吨，主要受沙巴州和砂拉越州产量提升推动，两地分别增加1.3万吨和5万吨。受产量上升与出口持平影响，8月棕榈油库存增至220万吨，棕榈油产量将于11月进入淡季，库存预计在10月见顶后开始下降。

**【行情展望】**

棕榈油方面，马来西亚BMD毛棕榈油期货大幅下跌后展开了超跌反弹走势，短线围绕4350令吉震荡整理，受产量下降和出口改善的利多支撑，预期有反弹回抽4400-4450令吉的可能。国内方面，随着马棕反弹结束后重新承压下跌的打压和拖累，连棕油也不排除有跟随趋弱并跌破9000元大关的可能，以下探下方8800元以寻求支撑。关注月底前后连棕油期货能否在8800元附近有效地止跌企稳。豆油方面，从基本面来看，燃油消费旺季已经结束，美豆处于收割阶段，但出口相对疲软，美豆油受到一定拖累。此外，阿根廷短期内将大豆与豆油的出口关税下调至零，导致国际市场上大豆、豆油竞争加剧。CBOT豆油依旧承压。国内方面，船期数据显示，截止到9月23日，9月船期累计采购了876.3万吨，采购进度为100%。10月船期累计采购了819.8万吨，采购进度为100.81%，大豆供应充足的格局短期内不会改变，基差报价短期内即使受到提振，也无法持续上涨。

**◆ 红枣：现货价格小幅波动，盘面震荡运行****【现货市场】**

新疆主产区灰枣长势存在一定差异，阿克苏、阿拉尔地区坐果略晚尚存部分青果，后期需要着重关注降雨，兵团第三师及麦盖提地区果个较大，部分头茬果已开始皱皮，关注后期天气变化对质量的影响。

9月24日，河北崔尔庄市场红枣到货3车，价格暂稳，参考到货特级10.60元/公斤，一级9.60元/公斤，下游按需拿货。广东如意坊市场到货2车，现货价格暂稳运行，广东省台风全省戒备，市场看货

采购客商少量成交一般。

#### 【行情展望】

河北销区市场货源供应少量，现货价格窄幅波动，双节备货基本结束，预计短期内现货价格窄幅波动。红枣市场处于“新旧季交替”时期，新季减产定性幅度未定，目前天气表现较好，消息面较为平淡叠加旧季库存承压，对价格有所承压，但红枣下树前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起，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：地缘风险溢价抬升叠加EIA库存去化，油价短期支撑有所增强

#### 【行情回顾】

截至9月25日，俄乌冲突延续引发潜在供应风险，叠加美国商业原油库存下降，国际油价上涨。NYMEX原油期货11合约64.99涨1.58美元/桶，环比+2.49%；ICE布油期货11合约69.31涨1.68美元/桶，环比+2.48%。中国INE原油期货2511合约涨7.0至482.3元/桶，夜盘涨7.4至489.7元/桶。

#### 【重要资讯】

受乌克兰8月以来对俄炼厂累计23次无人机袭击、北半球检修季临近及俄方酝酿出口管制叠加影响，全球柴油供应紧张预期骤然升温：俄炼油量已降至日均不足500万桶，为2022年4月以来低点，较季节均值低逾7%，且政府考虑禁止从国内采购后再转口的柴油（汽油出口已停）。供给阴云下，基金在ICE欧洲柴油(gasoil)净多持仓攀至2022年2月以来最高，本月看涨期权成交创纪录，逾半集中在10月700-750美元/吨区间，10月期货周二结算价705.75美元；美柴油期权亦录得2018年以来最活跃交易，市场整体押注柴油裂差上行，对原油期货构成潜在支撑。

海关数据显示，8月标示自印尼抵华原油飙至270万吨、约63万桶/日，较7月翻三倍，远超印尼去年58万桶/日产量且背离其长期净进口地位，凸显伊朗船货经第三地换单重报的新路径。与此同时，申报自马来西亚的进口量两月内下滑逾30%。

马来西亚PRefChem炼厂正以FOB柔佛彭格朗条款招标出售约54万桶低硫直馏燃料油，装船期为10月2-3日，投标截止9月24日。

匈牙利外长西雅尔托表示，即便特朗普亲自施压，匈牙利也不会停止通过德鲁日巴管线采购俄油，理由是该国陆锁且缺乏海港炼化及LNG设施；布达佩斯认为改走克罗地亚管线成本过高且产能不足。

路透引述三位知情人士称，受最新美国规定限制，雪佛龙在委内瑞拉合资项目的产量中仅约50%可对外出口；合资公司需以原油实物缴纳税费及特许权利金，相关桶数由国营PDVSA接收并用于国内炼化或再出口。

印度炼厂在新增产能及国内汽油乙醇掺混比例由2023年的12%升至今年20%的带动下释放出口空间，正把多余汽、柴油推向海外。Wood Mackenzie预测，到2025年印度一次原油加工量将增至约551万桶/日，汽油出口将创约40万桶/日新高，柴油出口升至61-63万桶/日；Kpler对应估值为38.7万桶/日和56万桶/日。增量主要面向亚洲及欧洲，后者为冬季采暖提前囤货，而10-11月沙特多家炼厂检修料使当地柴油出口减少约30万桶/日至40万桶/日。信实工业已在8月底以VLCC“Atokos”一次性向欧洲装运200万桶柴油，显示长距离、大船运输正在增加。

### 【主要逻辑】

隔夜油价上涨，主要交易逻辑在于市场对供应收紧的担忧情绪加剧，尤其是地缘政治风险溢价的回归。具体来看，乌克兰对俄罗斯炼油和出口设施的袭击，引发了市场对俄罗斯原油及成品油，特别是柴油供应中断的深度忧虑，这一点从柴油裂解价差的显著走强和交易员大量押注价格上涨中得到验证。同时，美国原油库存意外下降，叠加汽油和馏分油库存全面走低，需求端对市场仍有支撑。同时油价月差结构有所走强，近端现货市场仍维持紧平衡的预期。总体看，当前市场焦点已从远期的宏观需求忧虑转向了眼下的地缘端的实质性风险，短期油价下方支撑有所增强，但边际供应增量仍会限制反弹幅度，整体区间运行为主。

### 【展望】

建议单边波段操作为主，WTI运行区间给到[60,66]，布伦特在[64,69]，SC在[471,502]；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：供需宽松的格局难以快速改变，后市需关注下游接货节奏

### 【现货价格更新】

国内尿素小颗粒现货价格，河南市场主流价1610(-10)，基差-63(-25)；山东市场主流价1610(0)，基差-63(-15)；山西市场主流价1490(0)，基差-183(-15)；河北市场主流价1650(0)，基差-23(-15)；江苏市场主流价1620(0)，基差-53(-15)；

### 【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，国内尿素日产量维持在19.96万吨左右，开工率约84.59%，较去年同期增加0.95万吨。供应端出现分化，山西天泽部分大颗粒装置计划10月7日停车检修一个月，影响日产量约3000吨；河北田原化工装置开始停车检修；贵州赤天化52万吨装置计划9月26日复产；安徽临泉老装置停车检修，新装置运行正常；山西晋能控股旗下多套装置处于长期停车升级改造状态。整体来看，尽管存在个别检修计划，但当前供应水平保持相对高位。

2. 从需求端来看，农业需求方面，秋季小麦备肥接近尾声，市场走货发运受天气影响，部分区域尚存一定缺口，但经销商备肥心态谨慎，多以逢低适当接单为主。工业需求疲软，复合肥工厂成品销售不畅，对原料需求一般。出口集港需求成为局部亮点，河北、新疆等地部分工厂主要执行出口集港订单，支撑了高端报价。

3. 库存方面，尿素企业总库存量121.82万吨，较上周增加5.29万吨，环比增加4.54%。本周期尿素企业库存继续上涨，临近国庆，各地尿素工厂陆续启动国庆收单，少数企业因流向问题造成库存上涨，部分企业积极发货去库存，虽然企业库存涨跌不一，但整体库存仍处于上涨趋势。

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. 尿素期货盘面在9月24日出现反弹，主要逻辑在于市场对短期供应收缩的预期与期货价格技术性修复的共同作用。具体来看，山西天泽公布部分大颗粒装置计划于10月7日停车检修，预计影响日产量3000吨，这一供应端潜在减量对市场情绪产生

支撑。同时，期货价格在连续弱势后，技术上存在超卖反弹需求，部分空头平仓离场推动价格上行。尽管现货需求整体疲软，但出口集港订单为局部市场提供了一定需求基础，缓解了市场的悲观情绪。

#### 【策略】

单边建议逢高空思路，短期压力位给到 1720-1730 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. 供应超预期收缩

### ◆ PX: 供需预期偏弱但成本端偏强，短期 PX 或受支撑

#### 【现货方面】

9月24日，亚洲PX价格反弹。原料端反弹较明显，成本支撑下早间PX商谈水平上行，同时日内下游聚酯产销修复，PTA期货上行，也支撑PX涨后维持。此外市场炒作多套装置预期变动，日内市场商谈和成交气氛一般，日内买盘递盘为主，尾盘窗口个别PTA大厂出货，11/12现货月差在+1的弱C结构。11月现货浮动价预估继续僵持在+0/+1左右，12月预估也在+0/+1附近。尾盘实货11月在810/827商谈，12月在810/827商谈，11/12换月在-4/+1商谈。两单11月亚洲现货均在812成交（逸盛分别卖给GSC和SK）。（单位：美元/吨）

#### 【利润方面】

9月24日，亚洲PX上涨9美元/吨至812美元/吨，折合人民币现货价格6652元/吨；PXN修复至214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供需预期偏弱，PXN存压缩预期。绝对价格来看，乌克兰袭击俄罗斯石油配送设施提振短期油价走势，叠加临近国庆长假，聚酯及终端刚需仍存支撑，预计短期PX重心或受支撑。策略上，PX11短多或等反弹做空机会。

### ◆ PTA: 供需预期好转但中期仍偏弱，驱动有限

#### 【现货方面】

9月24日，隔夜原油再度反弹，PTA期货跟随成本端震荡上涨，现货市场商谈氛围一般，现货基差小幅走强。个别聚酯工厂补货。9月货在01贴水70~75有成交，个别略低在01-80附近，价格商谈区间在4490~4555附近。10月中在01-55-57附近有成交，个别略低，10月下旬在01-50有成交。主流现货基差在01-73。

#### 【利润方面】

9月24日，PTA现货加工费至168元/吨附近，TA2511盘面加工费276元/吨，TA2601盘面加工费300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24日，涤丝价格重心下调，产销部分放量。宁波地区和绍兴地区放量。部分在库库存较高的工厂有放大优惠去库。下游订单销售有所回暖，预计九月底和十月初到达需求的顶峰，但旺季的成色仍不及预期。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。后期继续关注月末旺季情况。

#### 【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，叠加，临近国庆长假，下游存一定补库需求，短期PTA基差受到支撑，但弱预期下反弹空间有限。绝对价格上，因俄乌地缘支撑短期油价走势，预计短期PTA重心受到支撑。策略上，TA短多或等反弹做空机会；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24日，直纺涤短期货跟随原料震荡上涨，现货方面工厂多维稳走货，贸易商部分优惠缩小，但因期货涨幅较大，基差走弱。半光1.4D主流商谈重心涨至6300~6550区间。期现及贸易商成交减少，工厂方面销售好转，截止下午3:00附近，平均产销64%。

【利润方面】

9月24日，短纤现货加工费至1083元/吨附近，PF2511盘面加工费至960元/吨，PF2512盘面加工费至917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，销售一般。

【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，且临近国庆假期，下游逢低仍有补库需求，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24日，内盘方面，上游聚酯原料期货小幅上涨，聚酯瓶片工厂报价部分上涨50-100元不等。日内聚酯瓶片市场成交气氛一般。9-11月订单多成交在5740-5860元/吨出厂不等，略低5680-5690元/吨出厂附近，略高5890-5900元/吨出厂不等，品牌不同价格略有差异。出口方面，受上游聚酯原料影响，聚酯瓶片工厂出口报价多小幅上调。华东主流瓶片工商谈区间至760-785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755-765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24日，瓶片现货加工费476元/吨附近，PR2511盘面加工费417元/吨。

【供需方面】

供应：周度开工率（按最高产量计算）为72%，环比上期-0.9%。

库存：上周国内瓶片厂内库存可用天数为16.12天，环比上期-0.73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】

受台风影响，珠海华润110万吨装置停车，9月瓶片供应较预期下滑，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24日，乙二醇价格重心宽幅调整，基差走弱明显。日内乙二醇盘面小幅修复，但是场内持货意向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

偏弱。节前贸易商出货为主，午后本周现货基差低位成交至01合约升水64-65元/吨附近，远月期货报盘不多基差相对稳定。美金方面，乙二醇外盘重心小幅上行，近期船货商谈在506-510美元/吨附近，日内近期船货506-509美元/吨附近成交，交投较为僵持，适量融资商参与询盘。

#### 【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，逢高出卖看涨期权EG2601-C-4400；EG1-5反套为主。

### ◆烧碱：长假临近中游观望心态浓，盘面大幅回落

今日国内液碱市场成交尚可，多地价格持稳，山东50%液碱价格上涨。山东地区下游和贸易商接货积极性一般，但当前氯碱企业盈利有限，存稳价意愿，多数企业32%液碱价格持稳，部分企业32%液碱价格下调，32%液碱市场主流成交区间未动，50%液碱近期签单增多，出货好转，价格上涨。河北地区下游和贸易商接货积极性不高，当前氯碱企业盈利有限，存稳价意愿，价格持稳。其他地区供需情况多基本稳定，部分市场下游对当前偏高价格接货意愿下降，价格持稳。今日山东32%离子膜碱市场主流价格770-865元/吨，50%离子膜碱市场主流价格1270-1290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。

盘面今日继续趋弱，本周供应量增加，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，前期我们建议可短空对待，空单可继续持有。

### ◆PVC：现货采购积极性一般，盘面趋弱

#### 【PVC现货】

国内PVC粉市场价格下跌，期货震荡走低，市场点价及一口价并存，基差调整不大，成交一般。5型电石料价格参考：华东主流含税现货自提4660-4790元/吨，华南主流含税现货自提4740-4820元/吨，河北现货送到4550-4650元/吨，山东现货送到4650-4730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：供需偏宽松，价格驱动有限

##### 【现货方面】

9月24日，今日纯苯市场商谈重心上涨，一方面是原油价格反弹，另外港口持续去库和节前补空需求支撑，月差开始装置贴水结构，至收盘江苏港口商谈重心围绕5870-5920元/吨。

##### 【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、苯胺、苯酚等装置检修计划增多，但港口持续去库或形成一定支撑。9月纯苯供需总体仍维持宽松，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：港口累库，苯乙烯价格或承压

##### 【现货方面】

9月24日，华东市场苯乙烯市场小幅走稳，港口库存走高运行，期货小幅走稳，市场货源供应充裕，揭阳产出合格品，下游国庆节前备货谨慎，行业利润维持盈亏边缘，价差走势平稳，在苯乙烯行业利润压缩下，峻辰和旭阳装置减负运行。据PEC统计，至收盘现货6890-6940(11合约-5)，9月下6900~6950(11合约+0)，10月下6950~7000(11合约+50)，11月下6990~7050(11合约+85)，单位：元/吨。

##### 【利润方面】

9月24日，非一体化苯乙烯装置利润至-319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节前备货的带动下，整体需求尚可，现金流略有好转，但仍以刚需采购为主，需求增量有限。供应端，在行业利润的承压下，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，苯乙烯价格或承压。短期内，苯乙烯或受到地缘局势和宏观消息的扰动。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24日，丁二烯山东市场价9400(+50)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11580(+30)元/吨，顺丁橡胶-泰混价差-3300(+0)元/吨，基差60(-60)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24日，丁二烯港口库存27750吨，环比+4650吨；顺丁橡胶厂内库存为26600吨，较上期+700吨，环比+2.7%；贸易商库存为5700吨，较上期-2120吨，环比-27.1%。

**【资讯】**

隆众资讯9月24日报道：据统计，丁二烯华东港口最新库存27750吨左右，较上周期增加4650吨。周期内有远洋船货到港，下游消化速度正常，库存较上周有所增加，谨慎关注库存变化。

截至2025年9月24日，国内顺丁橡胶样本企业库存量在3.23万吨，较上周期减少0.14万吨，环比-4.21%。本周期原料丁二烯外放资源增多，成本及供应面缺乏利好带动，市场价格承压且套利低价仍存，部分业者对两油资源出厂价格下调持观望态度，样本生产企业库存略提升，样本贸易企业库存下降。

**【分析】**

9月24日，天胶走强叠加原油反弹，带动BR上涨，合成橡胶主力合约BR2511尾盘报收11520元/吨，涨幅+0.35%（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: 盘面反弹基差走弱，成交尚可**

【现货方面】华北7070(+20)/01-70(-20)华东7100(+40)/01-40(+0)华南7250(+0)/01+110(-40)盘面反弹基差走弱，山东01-70走弱20，低价成交尚可，下游刚需备货中。

**【供需库存数据】**

供应：产能利用率81.47%(-0.08%)。

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: 基差走强，成交一般**

【现货方面】拉丝浙江厂提6730(01-140,+10)华北一区送到6670(01-200,-30)华南珠三角送到6750(01-120,+10)

**【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：2245-2260 (+10)；现货/9月上成交：01-105 (-2)。今日甲醇期货窄幅震荡。月内按需补货，卖方出货积极，基差逐步走弱；远期基差买卖为主，单边个别逢高出货，商谈略显僵持，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 MTO 开工 75.08% (+6.01%)

库存：内地去库 2.05 万吨，港口去 6.56 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】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 24 日，杯胶 50.80 (+0.35) 泰铢/千克，胶乳 55.30 (0) 泰铢/千克。云南胶水收购价 14500 (0) 元/吨，海南民营胶水 16000 (0) 元/吨，青岛保税区泰标 1860 (+30) 美元/吨，泰混 14850 (+50) 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 最新数据显示，2025 年前 8 个月，泰国出口天然橡胶（不含复合橡胶）合计为 178.9 万吨，同比降 8%。其中，标胶合计出口 101.7 万吨，同比降 19%；烟片胶出口 26.5 万吨，同比增 21%；乳胶出口 49.6 万吨，同比增 9%。1-8 月，出口到中国天然橡胶合计为 69.6 万吨，同比增 6%。其中，标胶出口到中国合计为 43.3 万吨，同比降 18%；烟片胶出口到中国合计为 8 万吨，同比大增 300%；乳胶出口到中国合计为 18.1 万吨，同比增 66%。1-8 月，泰国出口混合胶合计为 111.7 万吨，同比增 41%；混合胶出口到中国合计为 111.1 万吨，同比增 44%。综合来看，泰国前 8 个月天然橡胶、混合胶合计出口 290.6 万吨，同比增 6.3%；合计出口中国 180.7 万吨，同比增 27%。

**【逻辑】**供应方面，产区雨季及台风天气继续扰动割胶，但未来上量预期压制原料价格难有进一步上涨，成本支撑由强转弱。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，关注台风天气对各产区影响，01合约区间参考15000-16500，后续关注主产区旺产期原料产出情况，若原料上量顺利则区间上沿高空思路，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：情绪修复，盘面反弹

**【现货价格】**9月24日，据SMM统计多晶硅N型复投料报价为52.5元/千克，N型颗粒硅49.5元/千克。根据硅业分会9月17日消息，多晶硅n型复投料成交价格区间为5.1-5.5万元/吨，成交均价为5.32万元/吨，环比上涨8.57%。n型颗粒硅成交价格区间为4.9-5.0万元/吨，成交均价为4.95万元/吨，环比上涨3.13%。

**【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24日，广期所仓单7850手，环比减少20手。

**【逻辑】**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。预计国庆假期前，多晶硅价格将主要保持区间震荡，波动区间可能在4.8万元/吨-5.3万元/吨。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：市场情绪回暖，工业硅小幅上涨

**【现货价格】**9月24日，据SMM统计，华东地区通氧Si5530工业硅市场均价9600元/吨，环比不变；Si4210工业硅市场均价9700元/吨，环比不变；新疆99硅均价9000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：供需过剩难逆转，纯碱震荡趋弱运行

◆玻璃：消息面驱动，玻璃盘面大幅拉涨

#### 【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1150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：纯碱反弹后再度趋弱运行，上周初宏观带动盘面反弹，周中纯碱盘面开始回调，本周持续呈现趋弱走势。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，前期我们建议可择机反弹逢高入场短空，空单可继续持有。

玻璃：昨日市场有关玻璃企业开会的传闻推动盘面情绪大幅走高，“号召行业涨价”及“反内卷”相关的消息及推测，建议市场理性看待，暂无法证实。消息面驱动今日玻璃盘面午盘后大幅增仓拉涨，盘中涨幅一度超6%，临近收盘多头减仓价格回调。盘面大幅拉涨带动现货报价上调，部分区域个别企业报价上涨高达100元/吨。玻璃盘面大幅反弹带动现货报价提振，部分区域个别企业报价上调甚至高达100元/吨，下午沙河部分贸易商、期现商停止出库。预计今日现货市场成交重新转强，产销率将破百。不过，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。短线上情绪驱动带动阶段性现货市场转好，跟踪持续性。临近国庆，节前宏观情绪较好，玻璃行业暂不具备持续负反馈驱动，因此此前我们不建议过度看空。节后还需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。

#### 【操作建议】

纯碱：反弹短空思路

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，可随时更改且不作通告。

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