

## 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：TMT 持续引领盘面，股指多收涨

#### 【市场情况】

周四，A 股主要指数全日震荡分化，多数上涨。上证指数收跌 0.01%，报 3666.44 点。深成指涨 0.67%，创业板指涨 1.58%，沪深 300 涨 0.60%、上证 50 涨 0.45%，中证 500 涨 0.24%、中证 1000 跌 0.37%。个股跌多涨少，当日 1477 只上涨（52 涨停），3877 只下跌（9 跌停），72 持平。其中，N 建发致新、N 联合动力、N 锦华涨幅居前，分别上涨 418.58%、147.60%、133.0%；而万德斯、盟科药业、大龙地产跌幅居前，各跌 11.85%、10.96%、10.08%。

分行业板块看，TMT 主线火热，上涨板块中，电脑硬件、发电设备、通信设备分别上涨 3.59%、3.20%、2.35%，半导体概念活跃。顺周期有所回调，下跌板块中，燃气、港口、工程机械分别下跌 2.22%、1.70%、1.58%，基建题材回落。

期指方面，四大期指主力合约大部分随指数上涨：IF2512、IH2512 分别收涨 0.88%、0.52%；IC2512、IM2512 分别收涨 0.43%、收跌 0.09%。四大期指主力合约切基差贴水较深：IF2512 贴水 31.29 点，IH2512 升水 0.86 点，IC2512 贴水 174.72 点，IM2512 贴水 224.71 点。

#### 【消息面】

国内要闻方面，当地时间 9 月 24 日，国务院总理李强在纽约会见美国盖茨基金会主席比尔·盖茨。李强指出，中美关系保持健康稳定发展，不仅造福两国，而且惠及世界。当前全球性挑战层出不穷，中美应继续紧密合作，加强和完善全球治理，共促世界稳定发展繁荣。期待盖茨及基金会发挥自身作用，推动中美交流合作不断深化，取得更多务实成果。国务院总理李强在纽约会见联合国秘书长古特雷斯。李强指出，当前一些单边主义、保护主义行径冲击世界经济，严重拖累联合国 2030 年可持续发展议程落实。国际社会特别是全球南方应当发出更强有力的正义声音，共同反对霸道霸凌，维护各国正当权益。同时拿出更多实际行动，携手加强全球发展合作，维护自由贸易和经济全球化，促进共同发展繁荣。

海外方面，美国发布与欧盟正式敲定关税协议的文件，确认自 8 月 1 日起，对欧盟汽车及零部件征收 15% 的关税。同时，自 9 月 1 日起，欧盟药品、飞机及其零部件、仿制药及其原料，以及部分金属和矿石等被列入关税豁免清单。美国财长贝森特公开表达对美联储主席鲍威尔的不满，批评其未能为降息建立清晰的议程。贝森特称，当前的利率“限制性过强，需要下调”，并敦促美联储年底前降息 100-150 个基点。贝森特还表示，美国财政部准备好购买阿根廷美元债，并正在讨论 200 亿美元的货币互换额度。

#### 【资金面】

8 月 14 日，A 股市场交易量稍有放大，合计成交额 2.37 万亿。北向资金全日成交额 2984.25 亿元。央行以固定利率、数量招标方式开展了 4835 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.40%，当日 4870 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 35 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：MLF 增量续作，期债整体走势震荡

#### 【市场表现】

国债期货收盘多数下跌，30 年期主力合约涨 0.11% 报 114.110 元，盘中一度跌 0.56% 最低触及 113.35 元，创 2024 年 11 月 28 日以来新低；10 年期主力合约跌 0.01%，盘中一度跌 0.26% 触及 107.345 元，创 3 月 19 日以来新低；5 年期主力合约跌 0.01%，2 年期主力合约跌 0.01%。银行间主要利率债收益率多数上行，10 年期国开债“25 国开 15”收益率上行 0.3bp 报 1.9570%；10 年期国债“25 附息国债 11”收益率下行 0.8bp 报 1.8070%，盘中一度上行 2.1bp 触及 1.8360%；30 年期国债“25 超长特别国债 02”收益率持平

报 2.1140%，盘中一度上行 2.85bp 触及 2.1425%。

#### 【资金面】

央行公告称，9月25日以固定利率、数量招标方式开展了4835亿元7天期逆回购操作，操作利率1.40%，投标量4835亿元，中标量4835亿元。Wind数据显示，当日4870亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼35亿元。央行9月24日发布公告称，将在25日以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展6000亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限为1年期。鉴于9月有3000亿元MLF到期，本月央行MLF净投放将达到3000亿元，为连续第7个月对MLF加量续作。综合来看，MLF与买断式逆回购两项政策工具在9月合计释放中期流动性6000亿元，与8月净投放规模持平，继续展现央行适度宽松的货币政策取向。资金面方面，央行周四增量续做MLF，不过银行间市场流动性改善有限，存款类机构隔夜回购加权利率仍上行近4bp报在1.47%附近，可跨月末和十一长假的七天和14天期回购利率延续上行。非银机构以信用债为抵押融入隔夜，报价从盘初的1.6%左右回落至1.53%-1.55%，七天、14天和21天期报价集中在1.9%附近。临近季末央行投放力度一般，资金面虽不至于特别紧张但心态无法完全放松，跨月资金需求相对较旺。

#### 【操作建议】

央行MLF超额续作但是资金面缓解有限，期债整体情绪偏谨慎，日内先下跌后跌幅收敛，短期行情或仍有颠簸。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，目前来看10债区间操作仍然有效，107.4附近具有一定支撑，预计短期行情仍有颠簸，交易安全边际较为重要，需要快进快出。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，可适当参与TL合约基差收窄策略。

## [贵金属]

◆**贵金属：**美国国内政府面临关门风险 经济通胀相对有韧性提振工业属性白银创新高

#### 【市场回顾】

消息方面，据央视新闻，当地时间周四美国总统特朗普在社交媒体平台发文称，自10月1日起将对所有进口重型卡车加征25%关税。同时，对所有厨房橱柜、浴室梳妆台及相关产品征收50%的关税。将对软垫家具征收30%关税。

美联储理事米兰警告称，美联储当前的政策利率远高于他所估计的“中性”水平，正处于“高度限制性”的区间，这种立场使经济更容易受到下行冲击的伤害，“可以通过一轮非常短暂的、每次50个基点的降息来达到目标”。理事鲍曼讲话表示，通货膨胀已经足够接近FOMC的目标，有理由进一步降息，因为就业市场正在走弱。她重申关税对价格上涨的影响可能是一次性的。达拉斯联储主席洛根表示，美联储应考虑放弃联邦基金利率作为货币政策基准，转而采用与更活跃的美债担保贷款市场挂钩的隔夜利率。替换选项包括三方一般抵押品回购（tri-party GC Repo）利率和SOFR（担保隔夜融资利率）利率，这不会干扰到FOMC的货币政策，当前联邦基金利率仍然是一个可靠的目标。此外，包括美国芝加哥联储主席古比尔斯和堪萨斯城联储主席施密德都表示当前货币政策仅略有限制性，因通胀上升风险仍高，需要对降息保持谨慎。

美国第二季度GDP年化季率终值被大幅上修为3.8%，高于此前3.3%的修正值，为自2023年第三季度录得4.7%增长以来的最强劲表现。上修主要得益于消费者支出的意外强劲以及进口的下降，也反映通胀可能较预期更顽固。截至9月20日当周，美国首次申请失业救济金人数减少1.4万人至21.8万人，为七月以来最低水平，同时远低于市场预期的23.3万人。数据反映尽管经济环境具有极大不确定性，企业仍不愿裁员。美国8月耐用品订单环比初值升2.9%，增速创5月以来新高，远好于预期-0.3%和前值-2.8%。

美国白宫已要求联邦机构准备在政府关门时永久性裁员，此举远超以往临时休假的做法，旨在向民主党施压。民主党对此表示强硬回应，称不会被“勒索”或“恐吓”，并质疑该指令的合法性。如果两党无法在10月1日前达成协议，联邦政府将正式关门，部分联邦雇员将面临永久性失业的风险。

隔夜，在两党政策矛盾较大的情况下美国联邦政府将在 10 月面临关门可能激发社会动荡。在美国经济通胀维持韧性，就业市场改善但关税压力仍存的背景下，美联储官员对于未来货币政策路径有较大分歧，美股自高位下跌风险偏好下降，避险情绪升温，关税和国内“反内卷”政策带来的通胀升温使白银等工业金属受到支撑并走强创新高。国际金价全天维持在历史高位附近窄幅震荡，收盘价报 3748.13 美元/盎司涨幅 0.32%；国际银价受到工业属性支撑盘中和铂钯等贵金属同步大涨突破 45 美元创 2011 年来新高，收盘报 45.157 美元/盎司涨幅 2.89%。

### 【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，金融和工业属性驱动白银上行弹性较高价格在 43 美元上方波动，保持低多思路。

### 【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 盘面上行

#### 【现货报价】

根据极羽科技，截至 9 月 26 日，未来 6 周 上海-欧洲基本港的运费报价区间参考，马士基 840-1380 美元/FEU，1400-2200 美元/FEU；CMA 1010-1748 美元/TEU，1620-3098 美元/FEU；MSC 915 美元/TEU，1515 美元/TEU；EMC 9500-1105 美元/TEU，1400-1710 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 26 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】

昨日期货盘面上行，主力 10 合约收 1173 点，上涨 5.26%。CMA 提涨 11 月份价格至 3098 美元/TEU，对应盘面约 2000 点，考虑到季节性因素下 12 月份价格通常较 11 月份更高，因此 12 合约最终落地价格在 2000 点以上的可能性较大。目前仅有 CMA 公布 11 月份价格，其余航司或在 10 月中上旬开始提涨 11 月份报价，届时需密切关注提涨幅度以及价格回落情况。目前考虑做多 12、02 合约。

#### 【操作建议】

市场或逐步交易旺季预期，建议做多 12、02 合约

## [有色金属]

### ◆铜：Grasberg 矿山扰动加剧供应担忧，铜价维持高位

【现货】截至 9 月 25 日，SMM 电解铜平均价 82505 元/吨，SMM 广东电解铜平均价 82385 元/吨，分别较上一工作日+2460.00 元/吨、+2355.00 元/吨；SMM 电解铜升贴水均价 30 元/吨，SMM 广东电解铜升贴水均价 60 元/吨，分别较上一工作日-25.00 元/吨、-10.00 元/吨。据 SMM，铜价大幅冲高，下游备货情绪显著走弱。

【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，并宣布不可抗力，前期受困工人中 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，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 25 日电解铜制杆周度开工率 73.78%，周环比+3.05 个百分点；9 月 25 日再生铜制杆周度开工率 23.33%，周环比+0.66 个百分点。旺季开工率表现尚可，尤其表现在铜价回落后下游订单陆续释放，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 铜去库：截至 9 月 24 日，LME 铜库存 14.44 万吨，日环比-0.03 万吨；截至 9 月 24 日，COMEX 铜库存 31.82 万吨，日环比-0.02 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 25 日，SMM 全国主流地区铜库存 14.01 万吨，周环比-0.88 万吨；截至 9 月 25 日，保税区库存 7.54 万吨，周环比-0.14 万吨。

【逻辑】Freeport 公布 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，昨日沪铜主力合约维持高位。（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：周度累库延续，成本支撑向下空间有限

【现货】：9 月 25 日，SMM 山东氧化铝现货均价 2905 元/吨，环比-5 元/吨；SMM 河南氧化铝现货

均价 2980 元/吨，环比-10 元/吨；SMM 山西氧化铝现货均价 2945 元/吨，环比-5 元/吨；SMM 广西氧化铝现货均价 3160 元/吨，环比持平；SMM 贵州氧化铝现货均价 3160 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 25 日氧化铝港口库存 3 万吨，环比上周-0.2 万吨；氧化铝厂内库存 106.79 万吨，环比上周-1.01 万吨；电解铝厂内库存 296.49 万吨，环比上周+2.7 万吨；9 月 25 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小幅反弹，主力合约收涨 1.66%至 2942 元/吨，但市场整体仍处于“高供应、高库存、弱需求”的基本面格局，短期难以根本性扭转。近期消息面多空交织，几内亚方面既有铝土矿企业复产消息传出，又面临罢工矛盾加剧的扰动。供应端压力持续凸显，国内氧化铝运行产能维持高位，周度开工率环比上升 0.92 个百分点，前期检修企业陆续复产。同时进口窗口持续开启，进一步加剧国内供应过剩压力。需求方面表现疲软，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，截止 9 月 25 日，电解铝厂原料库存累库至 296.5 万吨，现货采购积极性不足。当前氧化铝厂仍以执行长单为主，虽利润空间被压缩，但暂未出现规模性减产。南方地区因复产推进，货源紧张格局有所缓解，挺价意愿下降；北方市场报价维持跌势，买卖双方交易情绪普遍偏弱。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，而上行则需依赖几内亚供应扰动或宏观情绪改善等外部因素催化。预计短期氧化铝现货价格仍将承压运行，主力合约震荡区间参考 2850-3150 元/吨，建议密切关注成本利润变化及几内亚政策动向。

【操作建议】：主力运行区间 2850-3150

【观点】：震荡偏弱

### ◆铝：社库拐点显现，在旺季效应与备货需求支撑下基本面边际改善

【现货】：9 月 25 日，SMM A00 铝现货均价 20770 元/吨，环比+90 元/吨，SMM A00 铝升贴水均价 0 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 25 日国内主流消费地电解铝锭库存 61.7 万吨，环比上周-2.1 万吨；9 月 18 日上海和广东保税区电解铝库存分别为 6.7、2.2 万吨，总计库存 8.9 万吨，环比上周-0.18 万吨。9 月 25 日，LME 铝库存 51.59 万吨，环比前一日-0.12 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望降息两次。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，截至 9 月 25 日铝锭社会库存录得 61.7 万吨，较周一下降 2.1 万吨，库存拐点初步显现。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时后需求承接情况。

【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 25 日，SMM 铝合金 ADC12 现货均价 20900 元/吨，环比+50 元/吨；SMM 华东 ADC12 现货均价 20900 元/吨，环比+50 元/吨；SMM 华南 ADC12 现货均价 20900 元/吨，环比+50 元/吨。

【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 25 日社会库存为 5.57 万吨，环比上周 +0.04 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 0.34%至 20385 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 0.04 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 25 日，SMM 0#锌锭均价 21870 元/吨，环比+50 元/吨；SMM 0#锌锭广东均价 21890 元/吨，环比+60 元/吨。据 SMM，部分下游前期逢低点价采购，备库基本完成，市场询价接货环比减少，现货成交维持刚需。

【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 25 日，上海锌锭现货升贴水-55 元/吨，环比+5 元/吨，广东现货升贴水-70 元/吨，环比+5 元/吨。初级消费方面，截至 9 月 25 日，SMM 镀锌周度开工率 55.82%，周环比-2.23

个百分点；SMM压铸合金周度开工率49.73%，周环比-4.05个百分点；SMM氧化锌周度开工率58.45%，周环比+0.34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25日，SMM七地锌锭周度库存15.04万吨，周环比-0.81万吨；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25日，SMM1#锡27370元/吨，环比上涨2300元/吨；现货升水350元/吨，环比下跌50元/吨。冶炼厂今日出货意愿尚可，实际成交有限。贸易商方面积极入市报价，多反馈当前锡价处于高位，大部分下游接货意愿较低，仅少部分下游入市刚需接货，市场整体交投表现偏淡。

【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25日，LME库存2740吨，环比增加45吨；上期所仓单6276吨，环比减少66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：有色板块提振日内盘面走强，消息扰动增加基本面变动不大

【现货】截至 9 月 25 日，SMM1#电解镍均价 124050 元/吨，日环比上涨 1600 元/吨。进口镍均价报 123225 元/吨，日环比上涨 1625 元/吨；进口现货升贴水 325 元/吨，日环比上涨 25 元/吨。

【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 25 日，LME 镍库存 230586 吨，周环比增加 2138 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】昨日沪镍盘面延续震荡偏强，现货价格也有上调，铜价上涨对有色板块整体有一定带动。消息面上，近期印尼镍矿开采商协会发声支持政府暂停 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，美联储降息落地后关注后续路径演绎，目前市场预期年内仍有 2 次降息。产业层面，精炼镍现货交投一般，各品牌精炼镍现货升贴水持稳为主。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，有色板块提振市场情绪走强，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：盘面震荡小幅上涨，关注下游节前备库情况

【现货】据 Mysteel，截至 9 月 25 日，无锡宏旺 304 冷轧价格 13200 元/吨，日环比上涨 100 元/吨；佛山宏旺 304 冷轧价格 13200 元/吨，日环比持平；基差 440 元/吨，日环比上涨 65 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上涨，现货市场情绪普遍谨慎，刚性补库为主，备货力度相对弱于

往年。宏观方面，海外美联储降息落地后关注后续路径演绎，目前市场预期年内仍有 2 次降息；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，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，但去化仍偏慢。总体上，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，关注钢厂动态及库存消化情况。

【操作建议】主力参考 12800-13200

【短期观点】区间震荡

#### ◆碳酸锂：板块情绪带动盘面小幅走强，旺季基本面紧平衡

【现货】截至 9 月 25 日，SMM 电池级碳酸锂现货均价 7.38 万元/吨，工业级碳酸锂均价 7.15 万元/吨，日环比均下跌 100 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 6.89 万元/吨，日环比均下跌 100 元/吨。昨日锂盐现货报价整体延续小幅回落，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 25 日，SMM 碳酸锂周度产量 20516 吨，周环比增加 153 吨。近期供应端消息反复但影响减弱，上周产量数据继续小增，但增量边际下滑，近期增量主要仍来自新投项目陆续推进以及锂辉石代工增加，云母和盐湖产量整体企稳。

【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 25 日，样本周度库存总计 136825 吨，冶炼厂库存 33492 吨，下游库存 60893 吨，其他环节库存 42440 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。上周全环节继续去库，上游冶炼厂维持降库存，下游旺季补库，其他贸易环节近期库存持小幅回落趋势。

【逻辑】昨日碳酸锂盘面震荡小幅走强，早盘整体窄幅波动，临近中午开始受锂电股强势以及有色板块整体情绪带动盘面走强，截至收盘主力 LC2511 上涨 0.93%至 74040。消息面上，西藏矿业公告扎布耶盐湖万吨电池级碳酸锂项目于 2025 年 9 月 20 日至 24 日顺利完成 120 小时的功能考核，标志着该项目正式投产，该项目设计年产电池级碳酸锂 9600 吨、工业级碳酸锂 2400 吨，合计 1.2 万吨，但项目爬坡仍需一定时间，短期对供应影响相对有限。上周产量数据继续小增，但增量边际下滑，近期增量主要仍来自新投项目陆续推进以及锂辉石代工增加，云母和盐湖产量整体企稳。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。上周全环节继续去库，上游冶炼厂维持降库存，下游旺季补库，其他贸易环节库存近期小幅回落趋势。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，三季度新投项目陆续更新进度，旺季强需求仍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。螺纹钢+20 至 3150 元/吨；螺纹钢基差-17 元。热卷维稳至 3410 元，基差 52 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】

钢联周度数据显示，供需环比增加，五大材表需回升至 874 万吨，库存转为去库。需求有季节性回暖迹象，本周表需增长也有十一节前补库的因素。目前供需差收窄，后期钢材库存将呈现同比增长，环比降库的结构。钢材供需面矛盾不大。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。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，并且宏观偏暖，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高位震荡运行。

### 【现货】

截至 9 月 25 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 933.0 元/吨。

### 【期货】

截至下午收盘，以收盘价统计，铁矿主力 2601 合约+2.0（+0.25%），收于 805.5 元/吨，铁矿远月 2605 合约+2.5（+0.32%），收于 785.5，1-5 价差走弱至 20.0。

### 【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 858.3 元/吨、843.6 元/吨、853.5 元/吨和 854.3 元/吨。01 合约卡粉、PB 粉、巴混和金布巴基差分别是 52.8 元/吨、38.1 元/吨、48.0 元/吨和 48.8 元/吨。

### 【需求】

截至 9 月 25 日，日均铁水产量 242.36 万吨/日，环比+1.34 万吨/日；高炉开工率 84.45%，环比+0.47%；高炉炼铁产能利用率 90.86%，环比+0.50%；钢厂盈利率 58.01%，环比-0.86%；进口矿日耗 299.28 万吨/日，环比+1.82 万吨/日。

### 【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】

港口库存累库，日均疏港量环比下降，钢厂进口矿库存环比增加。45 港库存 14000.28 万吨，环比+199.20 万吨；45 港日均疏港量 336.40 万吨/日，环比-2.77 万吨/日；钢厂进口矿库存 9736.39 万吨，环比+426.96 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，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，本周铁水高位基础上仍有小幅增加，钢厂补库需求增加。从五大材数据可以看到本周钢材产量略增，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，港口库存累库，疏港量环比下降，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，但需警惕四季度冲量带来港口累库风险。“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，套利推荐多铁矿空焦炭。

## ◆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 25 日收盘，以收盘价统计，焦煤主力 2601 合约上涨 10.0(+0.82%) 至 1234.5，焦煤远月 2605 合约上涨 16.0(+1.22%) 至 1328.0，1-5 价差走弱至-93.5。S1.3 G75 山西主焦煤（介休）仓单 1270 元/吨，环比持平，基差+35.5 元/吨；S1.3 G75 主焦煤（蒙 5）沙河驿仓单 1185 元/吨（对标），环比持平，蒙 5 仓单基差-49.5 元/吨。焦煤期货区间震荡，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 25 日，汾渭统计 88 家样本煤矿产能利用率 86.79%，环比+0.40%，原煤产量 876.60 万吨，周环比+4.08 万吨，原煤库存 162.33 万吨，周环比-23.63 万吨，精煤产量 451.95 万吨，周环+1.38 万吨，精煤库存 104.68 万吨，周环比-10.01 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 25 日，全样本独立焦化厂焦炭日均产量 66.3 万吨/日，周环比-0.4，247 家钢厂焦炭日均产量 46.4 万吨/日，周环比-0.2 万吨/日，总产量为 112.8 万吨/日，周环比-0.6 万吨/日。

截至 9 月 25 日，日均铁水产量 242.36 万吨/日，环比+1.34 万吨/日；高炉开工率 84.45%，环比+0.47%；高炉炼铁产能利用率 90.86%，环比+0.50%；钢厂盈利率 58.01%，环比-0.86%。

### 【库存】

截至 9 月 25 日，焦煤总库存（矿山+洗煤厂+焦化厂+钢厂+16 港+口岸）周环比+52.3 至 3740.9 万吨。其中，523 家矿山库存环比-28.2 至 445.4 万吨，314 家洗煤厂环比+5.0 至 493.3 万吨，全样本焦化厂环比+58.7 至 999.1 万吨，247 家钢厂环比+5.7 至 796.1 万吨；沿海 16 港库存环比-14.2 至 635.6 万吨；三大口岸库存+25.4 至 371.4 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、港口去库，口岸、洗煤厂、焦化厂、钢厂累库，下游属于主动补库，整体库存中位略增，但需要警惕节前补库已经接近尾声。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。盘面交易国庆前下游补库需求，近期大幅补库后，可能下游补库需求将下降，盘面可能交易补库后需求回落的预期，另外现货上涨滞后盘面已经提前交易，所以近期期现节奏不一致。策略方面，单边建议逢高做空焦煤 2601 合约，区间参考 1150-1300，套利多铁矿空焦煤，盘面波动较大注意风险。

#### ◆焦炭：主流焦企开始提涨，上涨空间可能不大。

##### 【期现】

昨日焦炭期货震荡反弹走势，截至 9 月 25 日收盘，焦炭主力 2601 合约上涨 30.0 (+1.73%) 至 1760.0，远月 2605 合约上涨 29.0 (+1.55%) 至 1900.0，1-5 价差走强至 -140.0。9 月 15 日主流钢厂第二轮提降落地，幅度为 50/55 元/吨，25 日主力焦企开始提涨。目前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 -250.0；日照准一级冶金焦贸易价格报 1490 元/吨，环比 +40，对应港口仓单 1646 元/吨（对标），基差 -114.0。

##### 【利润】

全国平均吨焦盈利 -34 元/吨；山西准一级焦平均盈利 -24 元/吨，山东准一级焦平均盈利 20 元/吨，内蒙二级焦平均盈利 -103 元/吨，河北准一级焦平均盈利 4 元/吨。

##### 【供给】

截至 9 月 25 日，全样本独立焦化厂焦炭日均产量 66.3 万吨/日，周环比 -0.4，247 家钢厂焦炭日均产量 46.4 万吨/日，周环比 -0.2 万吨/日，总产量为 112.8 万吨/日，周环比 -0.6 万吨/日。

##### 【需求】

截至 9 月 25 日，日均铁水产量 242.36 万吨/日，环比 +1.34 万吨/日；高炉开工率 84.45%，环比 +0.47%；高炉炼铁产能利用率 90.86%，环比 +0.50%；钢厂盈利率 58.01%，环比 -0.86%。

##### 【库存】

截至 9 月 25 日，焦炭总库存 981.6 万吨，周环比 +9.7 万吨，其中，全样本独立焦企焦炭库存 63.0 万吨，周环比 -3.4 万吨，247 家钢厂焦炭库存 661.3 万吨，周环比 +16.6 万吨，港口库存 257.3 万吨，周环比 -3.5 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，主流焦企开始提涨，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，25 日主流独立焦化企业开始提涨，预计后市焦炭现货价格将逐步反弹，空间可能 2-3 轮。供应端，近期焦煤上涨，部分焦企开始出现亏损，开工有所下滑；需求端，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、港口库去库，钢厂累库，属于下游主动补库，整体库存中位略增，目前节前补库接近尾声，后期补库需求可能走弱。盘面更多交易节前补库进度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，盘面始终给出较高升水，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，投机建议逢高做空焦炭 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：阿根廷重启出口税，国内近月压力仍存

##### 【现货市场】

豆粕：9 月 25 日，国内豆粕现货市场价格上调，其中天津市场 2970 元/吨，涨 10 元/吨，山东市场 2930 元/吨，涨 30 元/吨，江苏市场 2890 元/吨，涨 10 元/吨，广东市场 2900 元/吨，涨 10 元/吨。成交方面，全国主要油厂豆粕成交 12.39 万吨，较前一交易日减 12.49 万吨，其中现货成交 10.49 万吨，较前一交易日减 7.01 万吨，远月基差成交 1.90 万吨，较前一交易日减 5.48 万吨。开机方面，今日全国动态全样本油厂开机率为 59.79%，较前一日上升 1.49%。

菜粕：9 月 25 日全国主要油厂菜粕成交 0 吨。全国菜粕市场价格涨 0-30 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】

阿根廷税收和海关管控局(ARCA)：周三宣布重启暂停的谷物、牛肉和家禽肉出口预扣税，因为短短两天内，阿根廷申报出口免税的金额已经触顶 70 亿美元上限。

美国农业部(USDA)单日出口销售报告：周三(9 月 24 日)，民间出口商报告向危地马拉出口销售 101,400 吨豆饼和豆粕，2025/2026 市场年度付运。

巴西全国谷物出口商协会(ANEC)：2025 年 9 月份巴西大豆出口量估计为 715 万吨，低于一周前预估的 752.6 万吨。作为对比，今年 8 月出口量为 811 万吨，去年 9 月份为 516 万吨。今年头 9 个月的大豆出口量将达到 9525 万吨，去年同期为 8905 万吨。

HedgePoint：预计巴西 2025/26 年度大豆产量为 1.78 亿吨，预计巴西 2025/26 年度大豆出口量为 1.12 亿吨。

巴西植物油行业协会(ABIOVE)：2025 年度油籽行业产能调查显示，巴西油籽总加工能力已达 7640 万吨，比 2024 年增长 5.7%，充分体现了该行业的活力和在国家经济中的战略地位。ABIOVE 经济与监管事务主管丹尼尔·福尔兰·阿玛拉尔表示，这一扩张不仅紧跟农业产量的增长步伐，也进一步巩固了巴西作为全球植物油产业领导者的地位。

### 【行情展望】

阿根廷重启出口税，但国内已采购多船阿根廷大豆。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，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，一定程度缓解明年一季度缺口，豆粕近月上涨乏力，1-5 价差或将继续走弱。

## ◆生猪：供需宽松，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 12.56 元/公斤，较前一日下跌 0.09 元/公斤。其中河南均价为 12.73 元/公斤，较前一日下跌 0.05 元/公斤；辽宁均价为 12.67 元/公斤，较前一日下跌 0.02 元/公斤；四川均价为 12.27 元/公斤，较前一日持平；广东均价为 13.31 元/公斤，较前一日下跌 0.24 元/公斤。

### 【市场数据】

涌益监测数据显示，截止 9 月 25 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 -34.71 元/头，较上周降低 60.4 元/头；5000-10000 头规模出栏利润为 -53.99 元/头，较上周降低 61.7 元/头。本周外购仔猪育肥出栏利润为 -307.23 元/头，较上周降低 60.61 元/头。

本周生猪出栏均重 128.55 公斤，较上周增加 0.10 公斤，周环比增幅 0.08%，较上月增加 0.72 公斤，月环比增幅 0.56%，较去年同期增加 2.87 公斤，同比增幅 2.28%。本周集团出栏均重 123.99 公斤，较上周增加 0.19 公斤，增幅 0.15%，散户出栏均重 143.92 公斤，较上周下降 0.28 公斤，降幅 0.19%。

### 【行情展望】

市场供应节奏持续恢复，临近双节，大体重猪出栏需求也有增加，压制现货价格。台风过后两广出栏压力增大，现货价格跌幅加大。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。

## 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）：截止 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）：截止 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：区域走势分化，玉米震荡为主

##### 【现货价格】

9 月 25 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 2280-2320 元/吨，局部较昨日上调 10 元/吨。港口价格方面，鲅鱼圈（容重 680-730/15%水）收购价 2230-2240 元/吨，较昨日下跌 10-20 元/吨；锦州港（15%水/容重 680-720）收购价 2230-2240 元/吨，较昨日下跌 10-20 元/吨；蛇口港散粮玉米成交价 2390 元/吨，较昨日上涨 10 元/吨。14.5%水一等玉米装箱进港 2270-2290 元/吨，14.5%水二等玉米平仓价 2300-2320 元/吨左右，较昨日上涨 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。

据 Mysteel 农产品调研显示，截至 2025 年 9 月 24 日，全国 12 个地区 96 家主要玉米加工企业玉米库存总量 211.8 万吨，降幅 9.49%。

根据 Mysteel 玉米团队对全国 18 个省份，47 家规模饲料厂的最新调查数据显示，截至 9 月 25 日，全国饲料企业平均库存 26.01 天，较上周下降 0.15 天，环比下跌 0.57%，同比下跌 6.94%。

##### 【行情展望】

东北地区新季玉米上量不断增加，开秤价格略高于去年，农户落地为安为主，到车辆增多，价格偏弱运行；华北地区天气转晴，到车辆恢复至 300 车仍显不高，局部价格上调，不过随着新粮大量上市，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，等新粮上市后存在季节性补库需求。综上，短期市场因华北价格反弹及期货价格低位略微反弹，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 25 日，郑棉注册仓单 3583 张，较上一交易日减少 133 张；有效预报 12 张，仓单及预报总量 3595 张，折合棉花 14.38 万吨。

09 月 25 日，全国 3128 皮棉到厂均价 14918 元/吨，跌 30.00 元/吨；全国 32s 纯棉纱环锭纺价格 21509 元/吨，平；纺纱利润为-900.8 元/吨，涨 33.00 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 25 日，全国鸡蛋价格以稳为主，少数下滑，主产区鸡蛋均价为 3.58 元/斤，较昨日价格走低。货源供应相对稳定，市场走货平平。

#### 【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：马棕震荡反弹，豆油跟随外盘上涨

连豆油小幅上涨，阿根廷重新开始对该国的大豆与豆油、豆粕征收关税，该国大豆与豆油在国际市场上的竞争力下降，CBOT 大豆与豆油上涨，进口商采购成本上升，提振国内豆油期货。1 月合约报收在 8192 元，与昨日收盘价相比上涨 92 元。现货随盘上涨，基差报价多稳。江苏张家港地区贸易商一级豆油现货价 8420 元/吨，较昨日上涨 90 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 9140 元/吨，较前一日上涨 90 元/吨，广东地区工厂 9 月基差最低报 2601+20。

#### 【基本面消息】

马来西亚棕榈油协会(MPOA)称，2025 年 9 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比下降 4.26%，其中马来西亚半岛的产量环比下降 8.23%，沙巴的产量环比增加 0.73%；沙撈越的产量环比增加 7.63%；东马来西亚

的产量环比增加 2.64%。

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%。

独立检验机构 AmSpec 公布数据显示，马来西亚 9 月 1-25 日棕榈油出口量为 1185422 吨，较 8 月 1-25 日出口的 1065005 吨增加 11.3%。

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实施 B50 生物柴油计划进行谈判，导致供应紧张。

监测数据显示 9 月 25 日，马来西亚 24 度报 1082.5 涨 5 美元，理论进口成本在 9507-9592 元之间，进口成本较昨日上涨 111 元。和港口现货对比来看，理论进口亏损幅度扩大了 150-25 元不等。其中天津亏损幅度在 280 元，广州亏损幅度在 365 元。

#### 【行情展望】

棕榈油方面，马来西亚 BMD 毛棕榈油期货维持震荡反弹走势，短线面临着 4450 令吉阻力打压，在此有逐步滞涨或遇阻回落调整走势。受外围美豆油和原油期货走势影响，以及国庆长假前多空离场打压担忧，毛棕榈油期货结束反弹后仍有再次承压下跌的压力，预期会向下回抽 4200 令吉给予支撑。国内方面，大连棕榈油期货市场延续震荡反弹走势，短线在 9200-9300 元区间有逐步遇阻的压力，随着马棕结束反弹后再次下跌的拖累，连棕油也有跟随趋弱并二次下探 9000 元的风险。豆油方面，阿根廷豆油出口将重新征收出口关税（阿根廷财政局 24 日称短短两天内，阿根廷申报出口免税的金额已经触顶 70 亿美元上限）。关税品种方面来看，美国大豆集中收割，丰产与收获性压力令 CBOT 大豆反弹空间有限，仍有下跌可能。国内方面，近期工厂成交量一般，出货为主，不过工厂豆油库存依旧处于高位，并且国内大豆预估到港较高，短期内工厂豆油库存仍有增加可能，目前豆油供应充足，基差难以持续上涨。

### ◆ 红枣：资金扰动，盘面小幅反弹

#### 【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 25 日，河北崔尔庄市场红枣到货 2 车，价格暂稳运行，市场到货以核桃为主，客商按需采购。市场等级价格参考超特 11.50-12.50 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。

9 月 25 日，广东如意坊市场到货 2 车，现货价格暂稳运行，广东省受台风影响警备尚未完全解除，市场看货采购客商少量成交一般。参考市场超特 12.60-13.50 元/公斤，特级 11.00-12.50 元/公斤，一级 10.00-10.80 元/公斤，二级 8.30-9.50 元/公斤，三级 7.50-8.20 元/公斤，实际成交根据市场货源产地、品质的不同价格不一。

据 Mysteel 农产品调研数据统计本周 36 家样本点物理库存在 9203 吨，较上周减少 44 吨，环比减少 0.48%，同比增加 84.80%，样本点库存小幅下降。

#### 【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，但红枣下树前仍存产量、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，受到小单客等客户青睐；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：地缘风险溢价驱动油价走高，但库尔德地区供应恢复预期限制反弹高度，短期震荡为主

### 【行情回顾】

截至 9 月 26 日，地缘局势仍存不确定性，但 OPEC+增产立场坚定，国际油价涨跌互现。NYMEX 原油期货 11 合约 64.98 跌 0.01 美元/桶，环比-0.02%；ICE 布油期货 11 合约 69.42 涨 0.11 美元/桶，环比+0.16%。中国 INE 原油期货 2511 合约涨 6.6 至 488.9 元/桶，夜盘涨 2.2 至 491.1 元/桶。

### 【重要资讯】

伊拉克总理苏达尼 25 日宣布，巴格达与库区政府达成“历史性协议”，由国家营销公司 SOMO 接管库区原油出口，经停运自 2023 年 3 月的基尔库克—杰伊汉管道输往土耳其；伊油部称，除满足本地需求外，库区全部产量将交由 SOMO 出口，具体复产日期未披露。八家占库区逾九成产量的运营商已与联邦及地区政府原则性同意恢复外运。停运前，经该管道日均外运约 23 万桶。土耳其虽就国际仲裁裁定向伊方赔偿 15 亿美元提起上诉，但表示随时准备重新启用管道。

BP 发布的《2024 年能源展望》将全球原油需求峰值由去年的 2025 年推迟至 2030 年：在“当前轨迹”情景下，需求料升至 1.034 亿桶/日后回落，2050 年降至 8300 万桶/日；若能改善持续疲弱，2035 年甚至可能触及 1.06 亿桶/日；而在“低于 2℃”情景中，各国大幅减排使需求今年即见顶于 1.022 亿桶/日，2050 年锐减至 3380 万桶/日。供应端方面，美国陆上产量在前半周期维持约 1500 万桶/日，巴西和圭亚那受增储投产带动至 2035 年分别升至约 500 万桶/日和 200 万桶/日。报告亦显示，天然气需求到 2040 年仍增近 20%，届时可再生能源的能源占比将超越煤炭。这些假设体现能效推进放缓与减排力度分化，对未来油市供需平衡构成新的边界条件。

8 月印度炼厂原油一次加工量环比下滑 4.4%至日均 527 万桶（2,229 万吨），但同比仍增 3%；国内燃油消费亦环比降 3.8%至 1,873 万吨，创 11 个月新低。ICRA 解释称，季风扰动、计划检修及个别炼厂降负是主因。与此同时，扩能投产及乙醇掺混比例提升释放成品油余量，促使炼厂将汽、柴油外销推至数年高位。

俄副总理诺瓦克 25 日称，乌克兰无人机频繁袭炼厂令俄日均加工能力局部跌近两成，并造成若干地区油品短缺，政府遂将对汽油生产商及贸易商的出口禁令延长至今年底，同时对非生产商实施柴油出口禁令，期限亦至年底；生产商经北、南线管道出口的柴油（占总出口约四分之三）不受影响。2024 年俄柴油产量约 8,600 万吨、出口 3,100 万吨，官方表示将动用库存缓解国内轻度缺口。消息公布后，低硫柴油期货对布伦特溢价跃升逾 5%至 26.14 美元，逼近 7 月底高位。

欧洲冬季取暖需求叠加四季度欧美及中东炼厂集中检修，全球柴油供应趋紧；分析师预计印度今年柴油出口将创四年来新高，大部分船货流向欧洲。Wood Mackenzie 预测 2025 年印度柴油出口可达 61 - 63 万桶/日，Kpler 估计为 56 万桶/日；同期，受多座阿美炼厂 10—11 月检修影响，沙特对外柴油发运料减少约 30 万桶/日至 40 万桶/日。缺口已促使信实工业 8 月底罕见动用 VLCC “Atokos” 一次向欧洲装运约 200 万桶柴油。

受亚洲买盘带动，印度 IOC 在最新招标中采购安哥拉 Nemba、Plutonio 及尼日利亚 Agbami 共三船货（各 95 - 100 万桶），装期为 11 月上半月；与之形成对比的是，雪佛龙连续第三日下调安哥拉 Cabinda

到港价至 Dated Brent+2.40 美元（10 月 26-31 日抵达鹿特丹或奥古斯塔），仍无人接单，低于 9 月 22 日的+3.25 美元。

### 【主要逻辑】

隔夜油价震荡，主要交易逻辑在于市场焦点从地缘风险与供应趋紧转向了对宏观经济的担忧。具体来看，一方面，美国强劲的经济数据降低了美联储进一步降息的预期，叠加伊拉克库尔德地区原油即将恢复供应的消息，共同对油价构成压力。但另一方面，俄乌冲突引发的供应中断担忧，特别是俄罗斯宣布限制成品油出口，显著推高了柴油等中间馏分油的裂解价差，同时原油期货月差结构持续走强，显示现货市场依旧非常紧张，这限制了油价的下跌空间。总体看，当前油市呈现出宏观预期转弱与现货基本面偏紧之间的博弈，短期区间运行概率较大。

### 【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：供应宽松格局短期内难以改变，而需求端缺乏强劲驱动盘面偏弱运行为主

### 【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(0)，基差-64(-1)；山东市场主流价 1610(0)，基差-64(-1)；山西市场主流价 1490(0)，基差-184(-1)；河北市场主流价 1650(0)，基差-24(-1)；江苏市场主流价 1620(0)，基差-54(-1)；

### 【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，近期国内尿素产量大幅回升至 140.15 万吨，环比增加 7.15 万吨，产能利用率达到 85.58%，环比上升 4.36 个百分点。装置检修与复产并存，新疆宜化、山西潞安等装置恢复生产，但山西金象开始政策性长周期检修。供应端呈现宽松格局，日产维持在 19.8-20.2 万吨的高位水平。

2. 从需求端来看，农业需求处于淡季，仅零星补货；工业需求方面，复合肥企业产能利用率下降至 35.27%，三聚氰胺开工率虽升至 60.58%但利润微薄；出口集港保持稳定，周度出口量维持在 10 万吨。整体需求端表现疲软，难以对价格形成有效支撑。

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. 尿素期货盘面近期呈现弱势震荡格局，主要逻辑在于高供应与弱需求的矛盾持续深化。具体来看，尿素日产量攀升至 20 万吨附近的高位水平，而农业需求处于季节性淡季，工业需求受复合肥开工率下滑拖累，出口市场虽保持稳定但增量有限。尽管成本端对价格形成一定支撑，部分工艺已陷入亏损境地，但在供需宽松的大背景下，成本支撑难以扭转市场颓势。期货盘面的相对抗跌更多源于节前资金博弈和对未来供需改善的预期，而非基本面的实质性转变。

### 【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受到支撑

#### 【现货方面】

9月25日，亚洲PX价格上涨。原料端价格继续反弹，成本支撑下早间PX商谈水平上行，同时日内关于PTA大厂减产保价传闻助推PTA期货涨幅扩大，但整体对PX有所压制，日内PX价格跟涨原料为主。市场商谈和成交气氛尚可，窗口内成交积极性提升，11/12现货月差再度收至平水。11月现货浮动价预估继续僵持在+0左右，12月预估也在+0附近。尾盘实货11月在816/837，12月在815/818商谈，11/12换月在-5/+1商谈。两单11月亚洲现货在817成交（TOTAL卖给BP，摩科瑞卖给SK），一单12月亚洲现货在817成交（嘉能可卖给BP）。（单位：美元/吨）

#### 【利润方面】

9月25日，亚洲PX上涨5美元/吨至817美元/吨，折合人民币现货价格6697元/吨；PXN至207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25日，福海创450万吨重启，英力士125万吨，中泰120万吨停车，英力士110万吨、恒力惠州500万吨降负，PTA负荷至76.8%（+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，近期油价重心坚挺，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多单关注6700-6800压力。

### ◆PTA：供需预期好转但中期仍偏弱，驱动有限

#### 【现货方面】

9月25日，PTA期货震荡上涨，现货市场商谈氛围一般，现货基差变动不大，贸易商商谈为主。9月货在01贴水70~75商谈成交，价格商谈区间在4550~4615附近。10月中主流在01-50有成交，10月下在01贴水45~50有成交。主流现货基差在01-73。

#### 【利润方面】

9月25日，PTA现货加工费至198元/吨附近，TA2511盘面加工费287元/吨，TA2601盘面加工费314元/吨。

#### 【供需方面】

供应：截至9月25日，福海创450万吨重启，英力士125万吨，中泰120万吨停车，英力士110万吨、恒力惠州500万吨降负，PTA负荷至76.8%（+0.9%）。

需求：截至9月25日，一套聚酯装置重启，受台风影响华南一工厂临时停车，聚酯负荷有所回落，至90.3%附近（-1.1%）。江浙终端开工率有所提升，加弹、织机、印染负荷分别至81%（+3%）、70%（+4%）、76%（+4%）。天气转冷后，针织秋冬季节面料出货出现进一步好转，但梭织喷水生意改善仍显乏力。涤丝市场成交气氛一般，但在涤丝优惠促销下，成交气氛好转，下游原料备货有所跟进。目前，终端工厂备货分化依旧，部分至国庆假期附近；部分偏高至10月中下旬。

#### 【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，以及部分装置受台风影响减产，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，近期油价重心坚挺，加上PX和PTA自身低估值，短期PTA成本支撑

偏强。策略上，TA 多单关注 4700 以上压力；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 25 日，直纺涤短期货跟随原料大幅上涨，现货方面工厂报价多维稳，成交部分优惠缩小。贸易商及期现商优惠缩小，成交多有放量。下游节前备货积极。半光 1.4D 主流商谈重心在 6350~6550 区间。市场高低价差缩小，工厂方面销售进一步好转，截止下午 3:00 附近，平均产销 78%。

#### 【利润方面】

9 月 25 日，短纤现货加工费至 1067 元/吨附近，PF2511 盘面加工费至 982 元/吨，PF2512 盘面加工费至 935 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，销售尚可。

#### 【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，期货大涨带动市场节前补仓，直纺涤短库存持续下降。短期短纤支撑偏强，但反弹驱动仍有限，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 25 日，内盘方面，上游聚酯原料期货继续上涨，聚酯瓶片工厂报价多上调 30-50 元不等。日内聚酯瓶片市场成交气氛尚可。9-11 月订单多成交在 5770-5900 元/吨出厂不等，少量略低 5730 元/吨出厂附近，略高 5910-5950 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局部继续小幅上调。华东主流瓶片工厂商谈区间至 765-785 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 760-770 美元/吨 FOB 主港不等，个别略高报 780 美元/吨 FOB，整体视量商谈优惠。

#### 【成本方面】

9 月 25 日，瓶片现货加工费 458 元/吨附近，PR2511 盘面加工费 419 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 25 日，乙二醇价格重心小幅回升，市场商谈一般。日内乙二醇盘面区间震荡，近端现货基差走弱明显，上午现货基差低位成交至 01 合约升水 56 元/吨附近，远月期货因市场交投不多基差走弱有限；午后盘面窄幅震荡，基差变动不大。美金方面，乙二醇外盘重心窄幅整理，近期船货商谈围绕 508-510 美元/吨附近，日内近期船货在 505-509 美元/吨附近成交。

### 【供需方面】

供应：截至 9 月 25 日，MEG 综合开工率和煤制 MEG 开工率为 73.08%（-1.85%）和 74.36%（-5.02%）。

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，盘面趋弱

今日国内液碱市场成交尚可，多地价格持稳，河北 32%液碱价格稳中有降。山东地区下游和贸易商接货积极性一般，成交淡稳，32%液碱市场价格持稳，50%液碱市场成交尚可，氯碱企业出货平稳，价格持稳。河北地区下游和贸易商接货积极性一般，且受山东临近区域低价影响，衡水区域价格下调，市场价格稳中有降。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 1270-1300 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购谨慎影响，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，盘面窄幅震荡

### 【PVC 现货】

国内 PVC 粉市场价格略涨，期货震荡走高，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：华东主流含税现汇自提 4680-4810 元/吨，华南主流含税现汇自提 4800-4850 元/吨，河北现汇送到 4550-4650 元/吨，山东现汇送到 4680-4730 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 25 日，今日纯苯市场商谈平稳，原油近日价格表现坚挺，但随着价格上涨加上对 4 季度供需结构略偏弱预期，买盘追涨谨慎，节前备货需求接近尾声，卖盘逢高出为主，至收盘江苏港口商谈重心围绕 5885/5890 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 25 日，下游整体开工率有所回升。其中，苯乙烯开工率至 73.2%（-0.2%），苯酚开工率至 78%（+7.0%），己内酰胺开工率至 93.8%（+5.1%），苯胺开工率 74.9%（+2.9%）。

#### 【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，纯苯供应维持宽松；需求上，本周纯苯下游总体开工率有所回升，但多数品种仍维持亏损且部分产品二级下游库存较高，叠加 9-10 月下游苯乙烯装置计划内及计划外减产，需求支撑有限。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 单边跟随苯乙烯和油价震荡。

### ◆苯乙烯：港口累库，苯乙烯价格或承压

#### 【现货方面】

9 月 25 日，华东市场苯乙烯市场窄幅震荡，市场货源供应充裕，港口库存走高运行，苯乙烯行业利润进一步压缩，然而纸货远月升水，带动苯乙烯工厂超卖锁定利润，下游节前备货谨慎，行业利润维持盈亏边缘，月差价格集体走弱。据 PEC 统计，至收盘现货 6910~6940（11 合约-30~-40），10 月下 6970~7020（11 合约+25~40），11 月下 7010~7050（11 合约+65~75），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 25 日，苯乙烯整体产量在 34.58 万吨（-0.10 万吨），开工率至 73.24%（-0.2%）。

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 25 日，EPS 产能利用率 55.25%（-6.49%）；PS 产能利用率 59.1%（-2.1%）；ABS 产能利用率 70.0%（+0.2%）。

#### 【行情展望】

苯乙烯下游旺季需求以及节前备货带动刚需采购，但整体开工率小幅回落，需求支撑有限。供应端，在行业利润的承压下，装置停车减负增多，产量和开工率小幅下降，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。苯乙烯总体供需偏宽松，港口库存有所累积，价格或承压。短期内，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 25 日，丁二烯山东市场价 9315（-85）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（+0）元/吨，顺丁橡胶-泰混价差-3270（+30）元/吨，基

差 35 (-25) 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 25 日，顺丁橡胶产业上游、中游与下游开工率下滑，其中，丁二烯行业开工率为 66.3%，环比-0.7%；高顺顺丁橡胶行业开工率为 66.4%，环比-4.8%；半钢胎样本厂家开工率为 72.6%，环比-0.1%；全钢胎样本厂家开工率 66.4%，环比+0%。

#### 【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 25 日报道：本周（20250918-0924），国内丁二烯样本总库存有所回升，环比上周增幅在 6.72%。其中样本企业库存环比上周继续下降 3.44%，零星装置维持降负运行，库存下降且节前供方货源外销，库存保持相对低位。样本港口库存环比上周大幅增加 20.13%，周内有远洋船货到港，影响本周库存有一定增加，但短期暂无明显库存压力。

#### 【分析】

9 月 25 日，BR 跟随天胶冲高回落，合成橡胶主力合约 BR2511 尾盘报收 11545 元/吨，涨幅+0%（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，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，产能利用率偏高运行。替代品方面，短期天气扰动大，产区降雨偏多，天然橡胶成本支撑犹存，且青岛库存维持去库。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】

考虑多 NR2511 空 BR2511

#### 【短期观点】

震荡偏弱

### ◆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 MT0 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 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：台风扰动有限，胶价小幅走跌

【原料及现货】截至 9 月 25 日，杯胶 51.05 (+0.25) 泰铢/千克，胶乳 54.80 (-0.50) 泰铢/千克。云南胶水收购价 14300 (-200) 元/吨，海南民营胶水 16000 (0) 元/吨，青岛保税区泰标 1860 (0) 美元/吨，泰混 14850 (0) 元/吨。

【轮胎开工率及库存】截至 9 月 25 日，中国半钢胎样本企业产能利用率为 72.64%，环比-0.10 个百分点，同比-6.95 个百分点。周期内个别小规模半钢胎样本企业，因订单不足提前进入“国庆假期”检修状态，对半钢胎样本企业产能利用率稍有拖拽。中国全钢胎样本企业产能利用率为 66.39%，环比+0.03 个百分点，同比+6.27 个百分点。周期内各全钢胎企业多维持前期开工水平，以适当储备节后库存，整体开工小幅调整为主。

山东轮胎样本企业成品库存环比上涨。截止到 9 月 25 日，半钢胎样本企业平均库存周转天数在 46.15 天，环比+0.13 天，同比+9.67 天；全钢胎样本企业平均库存周转天数在 39.16 天，环比+0.03 天，同比-4.88 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，东南亚降雨有缓解趋势，产区集中上量预期偏强，原料价格承压，橡胶成本支撑减弱。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，01 合约区间参 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25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50.5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25日，广期所仓单7880手，环比增加30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25日，据SMM统计，华东地区通氧Si5530工业硅市场均价9950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，纯碱窄幅震荡运行

#### ◆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：

本本周国内纯碱产量 77.69 万吨，环比增加 3.12 万吨，涨幅 4.19%。其中，轻质碱产量 34.68 万吨，环比增加 1.88 万吨。重质碱产量 43.01 万吨，环比增加 1.24 万吨。

截止到 2025 年 9 月 25 日，国内纯碱厂家总库存 165.15 万吨，较周一下降 4.42 万吨，跌幅 2.61%。

玻璃：

截至 2025 年 9 月 25 日，全国浮法玻璃日产量为 16.02 万吨，与 18 日持平。本周（20250919-0925）全国浮法玻璃产量 112.12 万吨，环比持平，同比-2.82%。

截止到 20250925，全国浮法玻璃样本企业总库存 5935.5 万重箱，环比-155.3 万重箱，环比-2.55%，同比-18.56%。折库存天数 25.4 天，较上期-0.6 天。

##### 【分析】

纯碱：近期纯碱盘面延续窄幅震荡，受消息面及宏观面影响较多。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：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。消息面驱动近两日玻璃盘面大幅增仓拉涨。玻璃盘面大幅反弹带动现货报价提涨，部分区域个别企业报价上调甚至高达 100 元/吨，现货市场成交重新转强，产销率破百。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：1250-1350 窄幅震荡

玻璃：谨慎观望

## 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