

2025年9月3日

研究所晨会观点精萃

分析师

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68756925

邮箱：jialj@qh168.com.cn

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758786

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

刘慧峰

从业资格证号：F3033924

投资咨询证号：Z0013026

电话：021-68751490

邮箱：Liuhf@qh168.com.cn

刘兵

从业资格证号：F03091165

投资咨询证号：Z0019876

联系电话：021-58731316

邮箱：liub@qh168.com.cn

王亦路

从业资格证号：F03089928

投资咨询证号：Z0019740

电话：021-68757092

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68757092

邮箱：fengb@qh168.com.cn

李卓雅

从业资格证号：F03144512

投资咨询证号：Z0022217

电话：021-68757827

邮箱：lizy@qh168.com.cn

彭亚勇

从业资格证号：F03142221

投资咨询证号：Z0021750

电话：021-68757827

邮箱：pengyy@qh168.com.cn

宏观金融：英法国债风险短期加剧，全球风险偏好大幅降温

【宏观】海外方面，市场对政府财政状况的担忧加剧，导致英法两国国债收益率触及多年高位，英镑和欧元下跌，美元因此有所回升；此外，美国一家联邦上诉法院裁定其大部分广泛征收的关税违法，市场评估总统特朗普关税政策前景，全球风险偏好整体有所降温。国内方面，中国8月官方制造业PMI较上月略有改善，升至49.4，但已连续第五个月位于荣枯线下方；政策方面，商务部将于9月出台扩大服务消费的若干政策措施；此外，中美延长关税休战期90天以及美国宽松预期增强，短期外部风险的不确定性降低以及国内宽松预期增强，国内风险偏好短期升温。近期市场交易逻辑主要聚焦在国内增量刺激政策以及宽松预期上，短期宏观向上驱动边际增强；后续关注中美贸易谈判进展以及国内增量政策实施情况。资产上：股指短期震荡偏强，短期谨慎做多。国债短期高位震荡，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期偏弱震荡，短期谨慎观望；有色短期震荡偏强，短期谨慎做多；能化短期震荡反弹，谨慎观望；贵金属短期高位偏强震荡，谨慎做多。

【股指】在通信、电子元件以及消费电子等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。基本上，中国8月官方制造业PMI较上月略有改善，升至49.4，但已连续第五个月位于荣枯线下方；政策方面，商务部将于9月出台扩大服务消费的若干政策措施；此外，中美延长关税休战期90天以及美国宽松预期增强，短期外部风险的不确定性降低以及国内宽松预期增强，国内风险偏好短期升温。近期市场交易逻辑主要聚焦在国内增量刺激政策以及宽松预期上，短期宏观向上驱动边际增强；后续关注中美贸易谈判进展以及国内增量政策实施情况。操作方面，短期谨慎观望。

黑色金属：库存继续回升，钢材期现货价格走弱

【钢材】周二，国内钢材期现货市场继续延续弱势，市场成交量则有小幅回升。宏观面相对平稳。基本面方面，现实需求继续走弱，但9-10月尾年内冲刺赶工的最佳时机，需求环比或有所改善。供应端继续维持高位，中钢协公布的8月重点企业粗钢日均产量为211.5万吨，环比回升约2%，重点企业钢材库存也增长4%。尽管本周在阶段性限产的影响下，钢材供应仍会阶段性回落，但下周钢厂复产概率。且焦炭第一轮提涨遇阻，反而开启第一轮提降。故钢材市场短期大概率延续弱势。

【铁矿石】周二，铁矿石现货价格小幅反弹，盘面价格延续震荡。钢厂因限产原

因，需求有所减少，多刚需补库为主，询盘较为谨慎。上周铁水产量依然处于 240 万吨以上，但环比降幅为近几周最大。供应方面，本周全球铁矿石发运量环比回升 241 万吨至 3556 万吨，到港量则环比回升 182.7 万吨。主流澳粉资源供应稳定，但贸易商报价意愿一般，多挺价惜售，实单议价空间有限，市场观望情绪浓厚。周一铁矿石港口库存继续小幅回落 12 万吨。铁矿石价格短期预计仍以区间震荡思路对待。

【硅锰/硅铁】周二，硅铁、硅锰现货价格持平。6517 北方市场价格 5650-5700 元/吨，南方市场价格 5680-5730 元/吨。锰矿现货价格也延续弱势，天津港半碳酸价格 34 元/吨度附近，不排除个别低价，南非高铁 29.5-30 元/吨度区间，加蓬 39.5 元/吨度左右，澳块分指标价格 40-41 元/吨度区间，实际成交需跟进。内蒙古工厂生产波动不大，本月存在高硅新点火情况，10 月存在部分普硅工厂新增产能，宁夏开工无明显波动，南方个别工厂生产已陷入亏损，生产积极性降低，云南广西地区开工变动不大。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5150-5300 元/吨，75 硅铁价格报 5750-5950 元/吨。虽然硅铁利润有所压缩，但硅铁电价成本存在支撑，且总体厂家库存压力尚可，减产意愿不强，预计产量下降空间有限，市场博弈延续。铁合金价格短期以区间震荡思路对待。

【纯碱】周二，纯碱主力合约区间震荡运行，上周的基本面数据来看，供应方面，本周纯碱产量周产量环比下降，在新产能投放周期下，纯碱供应压力存在，供应过剩的格局未改变，四季度仍有新装置的投产，高供应是价格压制的核心；需求方面，需求周环比持稳，玻璃日熔量持稳，但整体来看相较往年同期，下游需求支撑依然比较乏力，终端需求支撑未有显著改变，需求上升空间有限；利润方面，纯碱利润周环比下降，当前是亏损状态。纯碱依旧存在高供应高库存弱需求的格局，供应端的矛盾是拖累压制价格的核心，宏观情绪消退，交割逻辑退出，盘面回归基本面，纯碱短期区间震荡为主。

【玻璃】周二，玻璃主力合约区间震荡运行。上周的基本面数据来看，供应方面，玻璃产量持稳，开工率产量环比增加，产线开工条数环比增加，供应端整体微增；需求方面，终端地产行业形势依旧维持弱势，需求难有起色，下游深加工订 8 月中旬环比增加，整体需求仍是持稳的格局；利润方面，利润略有增加；整体玻璃供应持稳，需求难有大的增量，地产消息的提振下，预计短期区间震荡。

有色新能源：降息预期抬升，铜价走高

【铜】周二欧盘，由于市场对英国经济前景的担忧，叠加全球范围内债券收益率的普遍上行，英国的长期借贷成本在周二创下了自 1998 年以来的最高水平，英国 30 年期国债收益率进一步飙升至 5.68%。受此影响，英镑兑美元短线下挫 70 点，美元指数重回 98 上方。随着抢出口因素衰减、光伏抢装透支和以旧换新政策边际效应递减，国内需求将边际走弱，铜价坚挺态势终难持续。然而，9 月美联储降息基本可以确定，可能短暂提振铜价。

【铝】周二铝收盘价小幅上涨，跟随外围大宗商品，尾盘小幅下跌，持仓量下降7398手。铝库存继续增长，达到62.3万吨，超出之前月底60万吨预期。LME铝库存下降1450吨，处于近年来中性水平，已经较低位显著回升。中期铝价上涨空间有限，短期仍有旺季预期，缺乏大幅下跌驱动，维持震荡。近期黄金大幅上涨，存在估值上提振铜并传导至铝的可能性，预计提振力度有限。

【铝合金】目前废铝供应持续处于偏紧状态，再生铝厂出现原料短缺，生产成本逐步抬升。另外，目前仍处于需求淡季，制造业订单增长明显乏力，需求不佳。考虑到成本端支撑，预计短期价格将呈现震荡偏强走势，但受制于需求疲软，上方空间较为有限。

【锡】供应端，云南江西两地合计开工率下降0.21%，达到59.43%，已经较之前低点显著回升，云南部分冶炼企业检修，矿端现实偏紧，随着采矿许可证下发，矿端仍将趋于宽松，由于运输周期延长和电力问题，7月非洲锡矿进口下滑。需求端，终端需求疲软，光伏前期抢装透支后期装机需求，国内6、7月新增光伏装机边际走弱，光伏玻璃开工低迷，光伏焊带开工率下降，整体下游订单清淡，上周库存下降117吨达到9161吨，随着价格走高，下游采购放缓，仅维持刚需采购。综上，预计价格短期震荡，冶炼厂检修预期和旺季预期支撑价格，但高关税风险、复产预期和需求偏弱将继续制约反弹空间。

【碳酸锂】周二碳酸锂主力2511合约下跌4.3%，最新结算价74180元/吨，加权合约增仓19567手，总持仓76.14万手。钢联报价电池级碳酸锂75250元/吨（环比下降1750元）。锂矿方面，澳洲锂辉石CIF最新报价860美元/吨（环比下降20美元）。外购锂辉石生产利润50元/吨。碳酸锂缓慢去库，库存向下游转移，预计宽幅震荡，短空长多。

【工业硅】周二工业硅主力2511合约上涨1.13%，最新结算价8515元/吨，加权合约持仓量49.12万手，减仓12531手。华东通氧553#报价9100元/吨（环比上涨50元），期货贴水630元/吨；华东421#和华东通氧553#价差300元/吨。近期多晶硅高位震荡，工业硅以区间震荡看待。

【多晶硅】周二多晶硅主力2511合约大幅上涨3.97%，最新结算价51985元/吨，加权合约持仓31.8万手，减仓8457手。最新N型复投料报价50500元/吨（环比上涨1000元），P型菜花料报价30500元/吨（环比持平）。N型硅片报价1.25元/片（环比上涨0.01元），单晶Topcon电池片(M10)报价上涨至0.292元/瓦（环比持平），N型组件(集中式):182mm报价上涨至0.66元/瓦（环比持平）。多晶硅仓单数量6870张（环比减少10手）。传多晶硅龙头协鑫科技透露“行业重组计划细节将很快公布”，再次引发市场对于产能整合的预期，多晶硅、硅片现货价格上涨，面临强预期与弱现实博弈，短期预计高位震荡。

能源化工：阶段性供应吃紧，油价上行

【原油】技术性买盘主推了现货市场的吃紧迹象驱动的反弹，油价出现7月底以来最大涨幅。乌克兰对俄罗斯两座炼油厂发动袭击，延续对能源设施的打击，此

举已经开始冲击原油供应，使得 8 月俄罗斯原油加工量降至 2022 年 5 月以来的最低点。另外近几周俄罗斯原油刘翔也成为焦点，美国财政部长表示，本周美国将密切研究对俄罗斯的制裁。另外 Cushing 库的水平也依然处于低位，众多驱动使得油价近期上行，但需注意本周日的 OPEC+产量决议。

【沥青】油价继续上行，沥青盘面也跟随上涨，短期成本逻辑驱动存续。近期沥青自身仍然偏弱，基差仍然处在小幅下降过程中。但目前社库仍旧未见明显去化，厂库水平也仅有微幅去化，利润近期略有恢复，开工回升较为明显。后期原油仍将受到 OPEC+增产冲击而走低，在沥青库存继续去化有限的情况下，后期仍需关注跟涨原油幅度。

【PX】原油价格持续上涨，但下游源化工方面跟幅有限。短期 PTA 开工偏低导致 PX 价格总体仍然偏弱，仅仅有检修计划提高进行支持，但未有进一步突破，短期 PTA 开工处于低位但后期回升空间仍在，PX 仍然处于偏紧格局，PXN 价差近期小幅下降至 251 美金，PX 外盘则反弹至 848 美金，近期将保持震荡格局，等待后期 PTA 装置变化情况。

【PTA】近期 PTA 开工由于环保要求以及低加工费等因素，使得开工跌至近年来的季节性低位，但之前的高基差已经出现了走弱，目前叠加加工费近期有回升，后期供应恢复仍然有较多预期。需求上行节奏也出现缓滞，下游开工仅有 89.8%，恢复仍需观察。短期 PTA 继续保持窄幅震荡，后期警惕原油及下游需求的恢复风险。

【乙二醇】由于海外装置问题，近期进口预报持续偏低，导致港口库存大幅去化至 44 万吨，短期合成气制装置负荷已经较高，后期继续增加空间有限。但近期石化产业产能调整对乙二醇影响相对有限，长期反内卷逻辑计价高度一般，短期逢低多，但需注意下游开工恢复情况，以及原油成本波动风险。

【短纤】短纤价格跟随板块冲高后略有回落，整体聚酯板块强度仍不足。终端订单季节性有提升，短纤开工略有反弹，短纤库存出现有限累积，后期更多的去化仍然需要观察到终端订单的持续回暖带来的开工提升反馈，目前来看后续上升空间或有限。短纤中期跟随聚酯端保持或可继续逢高空。

【甲醇】内地装置重启，到港集中，供应压力凸显。随着港口价格下跌，回流窗口开启，对现货有一定支撑，且 MTO 装置计划重启，传统下游旺季在即，甲醇基本面有边际转好迹象，但供应过剩格局尚未转变，库存高压状态持续压制甲醇价格，预计价格震荡偏弱为主。

【PP】装置开工提升，新增产能投放，周度供应再创新高，下游开工小幅上涨，需求跟进乏力。基本面压力较大，但有政策支撑难深跌，预计 01 合约震荡偏弱。

【LLDPE】当前检修对供应端压力有一定缓解，下游需求缓慢提升中，且库存环比下降，绝对值较低。供需矛盾不突出，但随着装置检修结束供应回归，压力增加，需关注需求同步增长情况。价格预计震荡为主。

农产品：美豆油获库存下滑支持上涨，棕榈油成本驱动或同步走强

【美豆】隔夜 CBOT 市场 11 月大豆收 1040.00 跌 14.50 或 1.38% (结算价 1041.00)。美国农业部(USDA)在每周作物生长报告中公布称,截至 2025 年 8 月 31 日当周,美国大豆优良率为 65%,市场预估为 68%,之前一周为 69%,上年同期为 65%;大豆结荚率为 94%,之前一周为 89%,上年同期为 93%,五年均值为 94%;大豆落叶率为 11%,之前一周为 4%,去年同期 12%。五年均值为 10%。此外,美国农业部公布的周度出口检验报告显示,截至 2025 年 8 月 28 日当周,美国大豆出口检验量为 472914 吨,此前市场预估为 20-50 万吨,前一周修正后为 393189 吨,初值为 382806 吨。本作物年度迄今,美国大豆出口检验量累计为 49763188 吨,上一年度同期为 44717223 吨。

【豆菜粕】CBOT 大豆期价阶段性承压可能性大,国内叠加进口大豆轮出增多,蛋白粕整体风险偏好或降低。国内油料三季度整体预防式采购,进口大豆、开机率越来越高,阶段性累库压力依然大,近月/现货风险并没有消退,基差短期很难修复。当前菜粕行情同步走弱,后市可重点关注中国和加拿大贸易政策变化。

【油脂】隔夜 CBOT 豆油期货受豆油库存下滑的支持逆势上涨,基准期约收高 1%。BMD 棕榈油期货开盘可能上涨马来西亚棕榈油出口表现强劲,令吉汇率疲软,也对价格具有支持意义。据高频数据显示,AmSpec: 马来西亚 2025 年 8 月 1-31 日棕榈油出口量环比增加 15.37%。SGS: 马来西亚 2025 年 8 月 1-31 日棕榈油出口环比增加 30.53%。消息方面,乌克兰总统泽连斯基已签署法案,对大豆和油菜籽征收 10% 的出口税。根据最新法令规定,出口税将持续至 2030 年 1 月 1 日,之后将每年下降 1%,直到降至 5%。

【玉米】辽宁新季玉米少量上市,目前来看农户低价售粮意向一般,期货市场近日也有所反弹,对市场情绪有一定的利多影响。今年无去年集中到港冲击压力,港库结转库存偏低,下游饲料及深加工企业玉米库存也不高。此外,今年华北玉米上市成本最低 1960-2020 元/吨,黑龙江玉米集港成本最低也在 2100 元/吨。参考政策性小麦托市行情,预计新季玉米上市周期内,华北地区低于 2220 元/吨、北港低于 2130 元/吨,会出现普遍的惜售情绪,贸易端储粮意愿也会普遍增强。我们认为今年主产区新玉米开秤价格或略高于去年,如果收割期无意外的天气风险扰动,预计主力 C2511 合约开秤行情主要运行区间或在 2150-2250 元/吨。

【生猪】9 月生猪供需双增,一方面 8 月规模养殖场提前出栏增多,二次育肥及散户大体重猪出栏压力也有所释放。另一方面 9 月基于腌腊行情的二育季节性补栏行情仍在。目前二次育肥补栏成本在 13-13.5 元/kg,已经处于养殖成本及低利润定价区间,有较强的逻辑及情绪支撑。此外,传统的国庆中秋备货周期,9 月猪价不宜过分悲观。

以上文中涉及数据来自：Wind、iFind、彭博、路透、百川盈孚、Mysteel、SMM，东海期货研究所整理

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68756925

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn