

金融期货早评

宏观：美联储如期降息

【市场资讯】1) 美联储如期降息 25 基点，强调就业下行风险，认为通胀有所上升，预计年内还降息两次、明年降息一次，米兰投下唯一反对票、主张降息 50 基点。鲍威尔：本次属风险管理型降息，50 基点降息呼声不高，就业下行成为实质性风险。“新美联储通讯社”：对就业市场放缓的担忧压倒了对通胀的担忧，为美联储转向小幅降息提供理由。2) 美财长被曝和美联储理事库克同款“污点”：有类似的抵押贷款申报。3) 美国 SEC 重磅新政：为集体诉讼设限，旨在“让美国 IPO 再次伟大”。4) 加拿大央行如期降息 25 基点，几乎没有提供未来降息指引，称在风险中谨慎行事。5) 李家超：探索缩短股票结算周期至 T+1，落实稳定币发行人制度，建造区域黄金储备枢纽。施政报告专家解读：香港全力发展成为国际创新科技中心。

【核心逻辑】国内方面，从今年的政策导向来看，我国对消费领域的重视程度正与日俱增。政策转向的背后是由于收入分配层面的失衡，使得国内有效需求难以充分释放，导致资本回报率呈现递减趋势。当前年内逐步落地的一系列需求端政策并非终点，后续仍将有更多民生领域的相关政策逐步出台、落地。商务部等 9 部门联合发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》。该文件立足长期内需发展规划，并非短期刺激政策，后续需重点关注各项细化政策的落地执行情况。其次，8 月经济数据显示，经济增速延续放缓态势，投资端走弱特征显著，消费增速虽边际放缓，但放缓幅度有所收窄。当前经济边际下滑的背后，更多反映的是经济运行中的核心矛盾；与此同时，我国生产端表现依然偏强，高技术相关产业亦保持较强韧性。短期内，经济仍需政府部门持续发力予以托底。海外方面，美国议息会议宣布将基准利率下调 25 个基点至 4.00%-4.25%，符合市场预期，并重启自去年 12 月以来暂停的降息周期。点阵图票型下移，但年内是否会完成三次降息仍存分歧，未来降息节奏并不明确。后续美国经济数据，尤其是劳动力市场表现，将成为关注焦点。

人民币汇率：美加同步，人民币完成三价合一

【行情回顾】上前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1056，较上一交易日上涨 107 个基点，夜盘收报 7.1057。人民币对美元中间价报 7.1013，较上一交易日调升 14 个基点。

【重要资讯】1) 加拿大央行将基准利率下调 25 个基点至 2.50%，符合市场预期。2) 北京时间 9 月 18 日凌晨 2 点，美联储宣布，降息 25 个基点，将联邦基金利率从 4.25%—4.50% 降至 4.00%—4.25%，符合市场预期。美联储公布利率决议后，市场反应剧烈，美元指数直线跳水，一度创出 2025 年以来新低，随后大幅拉升，由跌转涨。

【核心逻辑】美元指数方面，接下来市场或仍以降息交易为主，但进一步发酵的空间相对有限，短期更多的或是从交易强预期切换至交易现实。需要注意的是，在美国劳动力市场无明显改善的背景下，美指反弹空间或有限。美元兑人民币即期汇率方面，其波动中枢目前已如我们预期的在 7.10 附近形成中间价、即期汇率与市场预期的“三价合一”格局。短期内，其或在此附近震荡运行，后续需重点关注人民币中间价所释放的政策引导信号。

【策略建议】针对企业主体的操作建议，有进口购汇需求的企业，宜采用远期合约锁定汇率成本；结汇企业可在汇率区间上沿择机执行即期结汇，远期结汇业务则可结合市场节奏开展套期保值操作。（具体操作详见周报）

【风险提示及周度关注】1) 关注客盘结汇节奏，警惕踩踏风险；2) 英、日央行议息会议在即，汇率波动或源在外部。

股指：美联储如期降息 25bp，利好兑现，股指存在回调压力

【市场回顾】

上个交易股指继续小幅放量，规模指数整体偏强，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.61%。从资金面来看，两市成交额回升 353.36 亿元。期指方面，IH 放量上涨，其余期指缩量上涨。

【重要资讯】

1. 美联储如期降息 25 基点，强调就业下行风险，认为通胀有所上升，预计年内还降息两次、明年降息一次。

【核心逻辑】

美联储如期降息 25bp，点阵图显示年内预计还降息两次，明年预计降息一次。降息落地后美债收益率及美元指数短线下挫，后拉涨。由于此前提前交易降息预期，利好兑现，股指或有回调压力。不过目前基本面偏弱，利好政策预期升温，政策预期托底，股指下方空间有限。预计回调后转为震荡，操作上建议多单继续持有。

【南华观点】下方空间有限，预计震荡为主

国债：关注央行动态

【市场回顾】周三期债低开高走，全线收涨。现券收益率全线下行，10Y 国债降至 1.76%附近。

【重要资讯】1. 美联储如期降息 25bp，强调就业下行风险，认为通胀有所上升，预计年内还将降息两次、明年降息一次，米兰投下唯一反对票、主张降息 50 基点。

【核心观点】昨日全 A 指数创新高，表现较强，但债市受影响不大。一级市场 20 年新债发行情况好于预期，中标利率低于二级市场，带动午后期债上扬。消息方面，美联储如期降息 25bp，鲍威尔称本次属风险管理型降息，表态并不十分鸽派。目前国内对降息预期不高，但不排除央行使用其他工具投放流动性的可能。近几日均有央行恢复买债的传言，目前市场情绪尚可，交易思路上多单可逢低介入，不追涨。

【策略建议】若今日继续上涨，前期多单注意止盈。

集运：近月如预期下跌，后续暂以观望为主

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货（EC）震荡下行。截至收盘，除 EC2604 和 2606 外，其余各合约价格都有不同程度回落。

【现货市场】：根据《欧线运价小纸条》数据统计，10 月 1 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$892，较同期前值回升\$10，40GP 总报价为\$1491，较同期前值回升\$21。

【重要资讯】：当地时间 17 日上午，以色列国防军阿拉伯语发言人阿德德拉伊在其社交媒体上表示，以军已经向加沙城中心地带发起密集军事行动，旨在摧毁哈马斯的据点。以军将完成所有战争目标：帮助人质返回，并在军事和政治上彻底击败哈马斯。

【南华观点】：如此前预期，近月合约在新一周马士基欧线现舱报价继续下行的引领下明显回落。短期来看，期价回归震荡走势的可能性较大；而就具体合约来看，10 合约期价在短期已回落至适当区间，高位空单可继续持有，暂时建议以观望为主，12 合约可继续关注 1550-1600 点的低多机会，整体以观望或快进快出为主。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、俞俊臣（Z0021065）、潘响（Z0021448）、王映（Z0016367）、周骥（Z0017101）及助理分析师廖臣悦（F03120676）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：鹰派降息 贵金属高位调整

【行情回顾】周三贵金属价格盘中波动较大，但最终伦敦金银日线皆收阴柱，反映短期调整压力。美联储利率决议落幕，总体呈现偏鸽降息与偏鹰指引下的平衡。美联储如期降息 25BP，其中 11 人支持，1 人反对（米尔支持 50BP），因劳动力市场放缓，而虽通胀高于预期，基于经济就业放缓压力以及关税通胀一次性评估，反映就风险平衡姿态的言论上有对就业风险的更高倾向；点阵图显示年内或再降息两次，26 年与 27 年各降息一次，长期联邦基金利率中值 3%。会后声明推升盘中伦敦金创出新后。但会后鲍威尔讲话仍释放偏鹰论调，贵金属快速回落。鲍威尔表示非连续性降息周期，此次降息是“风险管理”举措，不意味着美联储将快速或持续降息，未来仍将依赖数据逐次会议决定。目前市场焦点在美联储宽松预期、美联储人事调整和独立性问题以及贵金属关税政策上。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 3694.6 美元/盎司，-0.82%；美白银 2512 合约收报于 41.995 美元/盎司，-2.15%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 837.64 元/克，-0.37%；SHFE 白银 2512 合约收 9933 元/千克，-1.76%。

【降息预期与基金持仓】年内降息预期略有增强，目前交易员预期美联储年内大概率降息三次，9 月大概率降息 25BP。据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 10 月维持利率不变概率 12.3%，降息 25 个基点的概率为 87.7%；美联储 12 月维持利率不变概率 1.1%，累计降息 25 个基点的概率为 19%，累计降息 50 个基点的概率 79.9%；美联储 1 月累计降息 25 个基点的概率为 10.1%，累计降息 50 个基点的概率为 49.6%，累计降息 75 个基点的概率为 39.8%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓减少 4.29 吨至 975.66 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 28.23 吨至 15189.61 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 9.9 吨至 1221.4 吨；截止 9 月 12 日当周的 SGX 白银库存周增 4.1 吨至 1252.4 吨。

【本周关注】本周数据整体清淡。事件方面，周四 19:00，英国央行公布利率决议和会议纪要。周五日本央行公布利率决议。美国总统特朗普对英国进行国事访问。

【南华观点】中长线或偏多，短线看伦敦金银调整压力较大，伦敦金关注 3650，然后 3600 支撑，阻力 3700，然后 3800；伦敦银支撑 41，强支撑 40.5，上方阻力位 43，然后 44-45 区域。操作上仍维持回调做多思路，前多谨慎持有。

铜：美联储降息落地，铜价回落

【市场回顾】沪铜指数在周三小幅冲高后回落，最终报收在 8.05 万元每吨附近；成交 16.5 万手；持仓 51 万手；上海有色现货升水 60 元每吨。周四夜盘，铜价大幅低开。

【相关资讯】印尼矿业部一位官员表示，由于自由港麦克莫兰（FreeportMcMoRan）运营的 Grasberg 铜矿发生泥石流事故，只有 BlockCave 已经停止运营，其他较小的矿区仍在运营。印尼能源和矿产资源部总干事 TriWinarno 表示，总体来说，Grasberg 地区的采矿作业

目前仅为正常产能的 30%。

【逻辑分析】铜价在周三的回落符合预期。此前的冲高来自美元指数的回落，而铜自身的基本面并不支持它进一步走强，且随着美联储利率决议的临近，部分多头选择止盈离场。与市场预期一致，联邦公开市场委员会将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点，调整至 4.00%-4.25%。如同鲍威尔 8 月讲话那般，经严格审核的决议也通过措辞变化着重体现美国劳动力市场风险，同时也点出通胀上行的两难局面。主席鲍威尔发表了讲话，他表示今天的降息举措是一项风险管理决策，没有必要快速调整利率。这意味着美联储并不会进入持续性的降息周期，市场情绪因此降温。

【交易策略】卖出虚值看跌期权，建议合约 CU2511P79000。

铝产业链：利率决议前夕外盘多头减仓，降息幅度符合预期

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20940 元/吨，环比-0.33%，成交量为 11 万手，持仓 28 万手，伦铝收于 2680.5 美元/吨，环比-1.01%；氧化铝收于 2937 元/吨，环比+1.74%，成交量为 45 万手，持仓 33 万手；铸造铝合金收于 20460 元/吨，环比-0.32%，成交量为 4374 手，持仓 1.02 万手。夜盘铝铝合金大跌。

【核心观点】铝：上周沪铝大幅走高成功突破 21000 关口达到年内最高，主要依赖于本周不断强化的降息预期以及基本面的回暖。本周美国 8 月宏观数据陆续发布，就业数据、PPI、CPI 不断强化降息预期，推高铝价，目前市场几乎完全消化了今年余下时间三次降息的预期，仍存在分歧的点是降息幅度。基本面方面，进入旺季，上周国内铝型材龙头企业开工率环比回升 1 个百分点至 54%，其余各下游板块的开工表现也有不同程度的回升，叠加传统旺季铝水比例提高，电解铝库存出现去化，但在价格绝对高位的情况下，下游接货情绪明显较差，市场持续贴水成交且贴水程度在加深，因此去库拐点是否到来仍存疑，我们认为未来一段时间内库存将是决定铝价走势的重要因素。昨日在美联储利率决议前，LME 铜多头减仓带动有色金属全线下跌，凌晨美联储宣布降息 25 个基点，符合市场预期。总的来说，在旺季初期，铝价易涨难跌，周度铝价运行区间为 20600-21400 元/吨。

氧化铝：铝土矿方面据阿拉丁报道，几内亚新成立的宁巴矿业公司复产预期正持续强化。同时几内亚一家大型矿业企业工会已正式提交罢工预告，若劳资双方在 9 月 15 日至 26 日的预告期内未能达成协议，将依法启动实质性罢工，此次争议与 2025 年 2 月全面实施的《矿山与采石业集体协议》密切相关，该协议导致矿企运营成本显著攀升。氧化铝方面，当前主导价格走势的核心因素仍为供应过剩。目前国内运行产能维持高位，8 月海外成交的进口氧化铝也陆续到港，氧化铝无论是社库、厂内库存还是电解铝厂内库存都在持续增加，海内外现货成交价格也有所下跌，但由于氧化铝仍有利润，目前暂未有减产消息传出，因此我们认为氧化铝过剩状态仍将持续，短期内价格或将偏弱运行，后续需关注氧化铝企业成本利润情况，以及增减产消息。近期氧化铝受焦煤影响出现上涨，注意风险控制，推荐逢高沽空。

铸造铝合金：本周铸造铝合金大幅上涨，除走势跟随沪铝外最重要的原因为废铝的紧张。受国内外废铝流通资源紧张以及利废企业需求增加影响，废铝市场紧缺态势加剧，据了解部分厂家为保障订单交付高价甚至跨区域采购废铝，废铝价格快速上升，成本端的支撑使得铝合金相较沪铝更具韧性。我们认为铸造铝合金或将震荡偏强，与沪铝价差基本处于 400-500 元/吨之间，后续需关注废铝供应情况。

【南华观点】铝：震荡偏强；氧化铝：弱势运行；铸造铝合金：震荡偏强

锌：宏观预期一致，价格底部波动

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22280 元/吨，环比+0.11%。其中成交量为

96254 手，而持仓则减少 6897 手至 78094 手。现货端，0#锌锭均价为 22160 元/吨，1#锌锭均价为 22090 元/吨。

【产业表现】据悉，近期赫章县猪拱塘铅锌矿项目建设取得阶段性突破：选矿厂主体工程已进入钢结构施工阶段，贵州鼎盛鑫矿业、江铜集团及贵州地矿 113 地质队正合力加速推进产能落地。赫章县猪拱塘铅锌矿项目于 2022 年 6 月获批，同年 12 月 27 日全面开工建设。矿山分四个采区，一、二采区同步基建，一采区基建期 2 年，建成后生产规模 2000 吨/日；二采区基建期 4 年，建成后全矿规模达 6000 吨/日，三、四采区为接续采区。根据储量核实及勘探工作新增的资源量预计服务年限可达 26 年。今年，该项目预计完成投资 7.62 亿元，力争年底完成井下供电、供水、通风、排水等主要系统建设，实现 12 月底达成一采区试生产条件。

【核心逻辑】上一交易日，锌价以偏弱震荡，夜盘受 lme 价格骤降影响，沪锌低开。宏观上，美联储降息 25 个基点对价格影响不大，前期预期消耗完毕。供给端，目前维持过剩状态。矿端，受内外比价影响，国内矿价格优势明显，国内加工费 9 月涨幅放缓。海外矿今年增量颇多，呈宽松逻辑。进口方面，受国外冶炼厂产能偏弱影响，海外精炼锌增量较少，同时锌矿进口处于历年高点。锌矿整体库存震荡偏强。需求端方面，市场上对金九银十的预期较为一般，目前消息称镀锌厂减停产较多，还需要持续观望开工率和库存消耗，目前国内七地库存持续累库，暂未观察到旺季现象。LME 库存持续下降，库存上锌价外强内弱格局愈发明显，交易策略上内外反套可以继续观望 LME 库存逼近极值，或是卖出虚值看跌期权来收取权利金。短期内，观察宏观与消费，震荡为主。

【南华观点】短期位于底部震荡

镍，不锈钢：如期降息，跟随宏观层面指引

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 121790 元/吨，下跌 0.81%。不锈钢主力合约日盘收于 12935 元/吨，下跌 0.92%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123900 元/吨，升水为 2200 元/吨。SMM 电解镍为 122800 元/吨。进口镍均价调整至 122000 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28040 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 3304.55 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-3.5%。8-12%高镍生铁出厂价为 954 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-2.79%。纯镍上期所库存为 27500 吨，LME 镍库存为 228468 吨。SMM 不锈钢社会库存为 902600 吨。国内主要地区镍生铁库存为 28652 吨。

【市场分析】

沪镍不锈钢盘面日内震荡偏弱运行，整体有色相对较为疲软，基本面无明显变动。镍矿方面印尼第二期基准价发布，矿端有一定上调；印尼方面 Weda Bay 园区持续受到政府查封干预影响，对实际产量影响有限，但是对后续管控以及配额批复担忧蔓延。新能源方面支撑仍存，目前九月已过补货节点，但是下游仍有一定成交动向，镍盐整体供应偏紧下频有调涨，预计后续延续强势。镍铁报价仍然较为坚挺，但是高价实际成交已经有所下滑，整体仍有一定挺价情绪。不锈钢盘面一度失守 12900 一线，现货端见低价频繁报价优惠，成交有一定起色，但是目前节点整体动能趋于平静，关注后续宏观层面走势。周中印尼林业工作组接管 PT Weda Bay 镍矿区，据悉接管区域占总矿区面积 0.3%，虽然实际影响产量有限，但是该消息仍引发一定程度镍矿供给端担忧。消息面上安塔姆与宁德时代在印尼推动一体化镍冶炼厂建设，支撑镍元素新能源领域长期需求。

锡：美联储降息，锡价小幅低开

【市场回顾】沪锡指数在周三稳定在 27.2 元每吨；成交 7.9 万手；持仓 5.5 万手。夜盘小幅低开。

【相关资讯】基本面保持稳定。

【逻辑分析】宏观方面，与市场预期一致，联邦公开市场委员会将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点，调整至 4.00%-4.25%。如同鲍威尔 8 月讲话那般，经严格审核的决议也通过措辞变化着重体现美国劳动力市场风险，同时也点出通胀上行的两难局面。主席鲍威尔发表了讲话，他表示今天的降息举措是一项风险管理决策，没有必要快速调整利率。这意味着美联储并不会进入持续性的降息周期，市场情绪因此降温。

基本面供给偏紧的短期格局在 9 月或难以改变，需求的弱势暂时还无法对价格产生太大的影响。锡价或继续围绕 27.4 万元每吨震荡。

【交易策略】卖出虚值看跌期权，建议合约 SN2511P270000。

铅：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17100 元/吨，环比-0.61%，其中成交量 44958 手，而持仓量则减少 2900 手至 42195 手。现货端，1#铅锭均价为 16950 元/吨。

【产业表现】据悉，近期赫章县猪拱塘铅锌矿项目建设取得阶段性突破：选矿厂主体工程已进入钢结构施工阶段，贵州鼎盛鑫矿业、江铜集团及贵州地矿 113 地质队正合力加速推进产能落地。赫章县猪拱塘铅锌矿项目于 2022 年 6 月获批，同年 12 月 27 日全面开工建设。矿山分四个采区，一、二采区同步基建，一采区基建期 2 年，建成后生产规模 2000 吨/日；二采区基建期 4 年，建成后全矿规模达 6000 吨/日，三、四采区为接续采区。根据储量核实及勘探工作新增的资源量预计服务年限可达 26 年。今年，该项目预计完成投资 7.62 亿元，力争年底完成井下供电、供水、通风、排水等主要系统建设，实现 12 月底达成一采区试生产条件。

【核心逻辑】上一交易日，铅价窄幅震荡。基本面方面维持不变，受原生铅副产品收益稳定，开工意愿强烈影响，铅精矿加工费再度下调，同时铅精矿供给维持偏紧。再生铅方面，大部分再生铅企业仍处于亏损状态，且原料紧缺，开工率维持低位。需求端，整体开工率维持稳定，但长期来看仍较为一般，且对于铅锭的采买量和询价数量都处于颓势。目前国内库存维持震荡，LME 的铅锭库存逐步开始去库。短期内，矛盾仍在原料上，供给相对需求来说更加疲软，受需求较差影响，短期维持高位震荡。

【南华观点】高位震荡。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）、肖宇非（Z0018441）及助理分析师管城瀚（F03138675）、揭婷（F03114103）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：降息未超预期

【行情回顾】震荡盘整

【信息整理】1. 美联储 9 月议息——①宣布降息 25 个基点，仅有米兰投下反对票并支持降息 50 个基点。②鲍威尔称劳动力市场风险偏向下行，此次降息可理解为风险管理式降

息；50个基点的降幅未获广泛支持；重申关税对通胀的暂时性影响。③点阵图中值暗示今年将累计降息3次（75个基点），明年将降息1次。米兰希望今年累计降息150个基点。④鲍威尔继续隐晦表达对滞胀的担忧。

2. 据钢谷，建材供减需增，继续超季节性累库；热卷供需双增，库存继续累积，但总库存仍处于季节性相对低位，库存走势类似2023年。

【南华观点】从宏观层面看，美联储降息幅度未超预期，市场风险偏好短期内可能出现调整。基本面方面，当前成材在高供应背景下出现超季节性累库，压力持续显现，盘面利润不断收缩，负反馈风险逐步积累，致使钢材盘面持续承压。不过，热卷表需表现尚可，强势品种偏强令市场对传统旺季需求表现仍有一定期待，加之成材与原料在国庆节前仍存在补库预期，对价格下方也形成一定支撑。整体来看，此前上涨主要由宏观驱动，而当前宏观驱动短期减弱，基本面暂未出现向上驱动，预计盘面近期或出现回调。

铁矿石：波动缩小

【盘面信息】铁矿石震荡，隐含波动率上升。

【信息整理】1. 根据钢谷网，钢材表需略回暖，但库存继续累积。2. 高炉检修增加，铁水产复产不及预期。据SMM调研，9月17日，SMM统计的242家钢厂高炉开工率86.38%，环比上升0.22个百分点。高炉产能利用率为88.52%，环比上升0.2%。样本钢厂日均铁水产量为239.83万吨，环比上升0.54万吨。3. 杭州螺纹库存102.6万吨，螺纹出库4.0万吨。阳历同比去年库存43.5万吨，去年出库2.8万吨。4. 国家统计局数据显示，2025年8月中国粗钢产量7736.9万吨，同比下降0.7%；1-8月累计粗钢产量67180.6万吨，同比下降2.8%。从分省市数据来看，2025年1-8月河北以产量14198.63万吨位列第一；江苏产量8119.29万吨排在第二；山东产量4728.59万吨排在第三。5. 统计局最新数据显示，8月份，中国铁矿石原矿产量为8163.3万吨，同比增长8.8%；1-8月累计产量为67810.4万吨，同比下降4.2%。

【南华观点】铁矿石目前矛盾不大，钢厂边际上利润下滑，降低了生产节奏，下游钢材需求一般，库存累积，但累库斜率边际有所放缓。铁矿石发货恢复至中高水平。整体库存维持紧平衡。预计价格震荡运行。

焦煤焦炭：建议关注煤焦1-5反套

【盘面回顾】高位震荡

【相关资讯】

1. 美联储9月议息——①宣布降息25BP，仅有米兰投下反对票并支持降息50BP。②鲍威尔称劳动力市场风险偏向下行，此次降息可理解为风险管理式降息；50BP的降幅未获广泛支持；重申关税对通胀的暂时性影响。③点阵图中值暗示今年将累计降息3次（75BP），明年将降息1次。米兰希望今年累计降息150BP。④鲍威尔继续隐晦表达对滞胀的担忧。

2. 9月16日，由江苏省钢铁行业协会主办、中国二十二冶承办的江苏省钢铁行业协会三届一次会长办公会在河北唐山召开。会议审议并通过了《关于维护公平竞争秩序共同抵制“内卷式”竞争的自律倡议书》、《关于设立江苏省钢铁行业综合整治“内卷式”竞争协调工作组的建议》、《关于设立江苏省钢铁行业协会绿色低碳专委会和人工智能专委会的建议》。面对行业供需失衡现状，代表们一致认为，整治“内卷式”竞争迫在眉睫，企业应携手维护市场秩序，共同拓展海外业务，加强国际合作。（SMM）

【逻辑分析】内蒙古煤矿超产核查加严，煤炭供应边际收紧，焦煤主力合约暴涨100点，下游启动节前补库，坑口有挺价情绪，焦煤现货止跌反弹。二轮提降全面落地，入炉煤成本支撑下，短期内三轮提降难度较大。展望后市，“反内卷”仍是下半年市场的关注重点，

需警惕宏观情绪对煤焦市场的扰动，市场参与者对后市的预期逐渐改善，持货意愿相比上半年也有所增强，国庆节前库存转移有可能改善煤焦供需结构。我们维持之前的判断，煤焦不作为黑色系空配。但当前钢材总供应压力较大，高库存仍需时间消化，弱现实将压制煤焦价格反弹高度，突破前高需要看到实质性利好政策出台或煤矿开工率超预期下滑。后续关注国庆节前下游补库、10月底四中全会和十五五规划纲要等事件。

【交易策略】我们不建议将焦煤作为黑色空配品种，焦炭盘面升水干熄焦仓单 1-2 轮，产业可关注低基差下的套保机会，套利可关注煤焦 1-5 反套。

硅铁&硅锰：成本支撑

【核心逻辑】近期铁合金的走势主要跟随焦煤的价格走势，阅兵后钢厂的限产逻辑逐渐消失，制约焦煤的一大利空因素逐渐消失，铁合金下跌后处于成本线附近，下跌空间也有限。目前铁合金生产利润的下滑预计继续增产的驱动不强，以及平水季节的到来，硅锰南方产区的产量也将开始逐渐下滑。目前铁合金的期限结构逐渐改善，部分合约结构由升水结构转为贴水结构，短期内利于铁合金的上涨；但原料端焦煤的期限结构并未改善，其升水结构相较于之前逐渐变深。铁合金远期的交易逻辑还是在于反内卷预期，铁合金下跌后处于成本线附近，下跌空间也有限。反内卷的基调没有结束，市场仍有余热，市场对供应端收缩仍存在一定预期，市场的多空逻辑还是在于强预期与弱现实的博弈。以及目前铁合金生产利润的下滑预计继续增产的驱动不强，以及平水季节的到来，硅锰南方产区的产量也将开始逐渐下滑，市场预期铁合金的供需压力可能会减弱。铁合金硅铁和硅锰的主要原料兰炭和锰矿的价差逐渐扩大，做多双硅价差的性价比较高。

【南华观点】建议硅铁主力 11 合约 5550 试多，硅锰主力 01 合约 5800 试多。但反内卷没有实质性的进展和行动，冲高回落的风险也将较大。

以上评论由分析师张炫（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、严志妮（Z0022076）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

原油：降息落地，油价小幅收跌

【盘面动态】WTI 主力原油期货收跌 0.47 美元，跌幅 0.73%，报 64.05 美元/桶；布伦特主力原油期货收跌 0.52 美元，跌幅 0.76%，报 67.95 美元/桶；INE 原油期货收跌 0.52%，报 497.2 元。

【市场动态】1. 美国至 9 月 12 日当周 EIA 原油库存-928.5 万桶，预期-85.7 万桶，前值+393.9 万桶。战略石油储备库存+50.4 万桶，前值+51.4 万桶。库欣原油库存-29.6 万桶，前值-36.5 万桶。汽油库存-234.7 万桶，预期+6.8 万桶，前值+145.8 万桶。精炼油库存+404.6 万桶，预期+97.5 万桶，前值+471.5 万桶。商业原油进口 569.2 万桶/日，较前一周减少 57.9 万桶/日。原油出口增加 253.2 万桶/日至 527.7 万桶/日。原油产量减少 1.3 万桶至 1348.2 万桶/日。炼厂开工率 93.3%，预期 94.5%，前值 94.9%。2. 美联储将基准利率下调 25 个基点至 4.00%-4.25%，符合市场预期，重启自去年 12 月以来暂停的降息步伐。3. 乌袭扰波罗的海港口，俄周度原油出口暴跌。受乌克兰无人机袭击影响俄罗斯关键地区设施、

导致波罗的海港口货运量下滑的推动，俄罗斯周度原油出口量大幅下降。船舶追踪数据显示，截至 9 月 14 日当周，俄罗斯海上原油日均出口量约为 318 万桶，较前一周减少 93.4 万桶，创下自去年 7 月以来的最大单周降幅。不过，波动性较小的四周平均出口量略有上升：截至 9 月 14 日当周修正为日均 346 万桶，高于截至 9 月 7 日当周修正后的日均 342 万桶。这一回升源于前一周的超大出口量——当时俄罗斯通过黑海和波罗的海港口出口的乌拉尔原油推动了货运量增长。四周平均数据能更清晰地反映潜在趋势。

【南华观点】油价在当日经历多空拉锯后，最终小幅收跌，日内呈现显著波动态势，且未能突破区间上档阻力，这意味着油价短线回调概率有所增加，短期大概率将继续在区间内窄幅运行。具体来看，油价走势受多重因素交织影响：地缘层面，俄罗斯供应扰动对市场的惯性影响仍在，但其他影响因素的权重已明显上升；供应端，中东原油基准贴水连续回落，叠加其他地区流向亚洲的原油供应增加，共同加大了油价日内的回调压力；EIA 报告方面，美国原油库存因出口量大幅增长而意外大降 983 万桶，远超市场预期，这一消息曾短暂推动油价冲高，但随后公布的成品油库存中柴油累库明显，缓解了市场对欧美柴油供应紧张的担忧，最终反而拖累油价走低；此外，美联储议息会议引发的金融市场波动也对油价产生影响，美联储如期降息 25 个基点，且利率点阵图显示年内还将再降息两次，各类资产随之剧烈波动，进一步加剧了油价走势的复杂性。操作层面，短期需重点把握油价反弹冲高后的做空机会，同时需注意节奏把控，谨慎参与交易。

LPG：震荡

【盘面动态】LPG2510 盘面收于 4507 (+48)，LPG2511 盘面收于 4443 (+34)，FEI M1 收于 554 美元/吨 (-6)，CP M1 收于 548 美元/吨 (-3)，MB M1 收于 375 美元/吨 (-5)

【现货反馈】华东均价 4482 (-17)，山东均价 4540 (+0)，最便宜交割品价格 4410 (+0)。

【基本面】供应端本期依然保持宽松，主营炼厂开工率 81.59% (+%)；独立炼厂开工率 50.64% (+0.54%)，不含大炼化利用率为 46.68% (+0.60%)，国内液化气外销量 53.74 万吨 (+0.64)，醚后碳四商品量 17.89 (+0.39)；此外，进口端到港量本周较上周小幅减少。需求端本期变动不大。PDH 本期开工率下滑，滨华降负、东华停车导致，开工率预计在 70%-75% 左右震荡。MTBE 端本期价格小幅走弱，开工率 62.9% (-0.53%)，外销量依然处于高位。烷基化端开工率小幅下降至 46.17% (-2.38%)，同样商品量季节性高位。库存端，厂内库存 17.91 万吨 (+0.18)，本周厂库在商品量增加后小幅累库；港口库存 318.65 万吨 (+3.73)，库存保持高位震荡。

【观点】外盘依然偏强势，内盘整体稍偏弱。原油多空因素扰动比较大，隔夜原油在美联储降息落地及美油降库下小幅下跌，区间上沿依然存在压力。海外丙烷端近期依然偏强运行，求购依然比较多，报价在 10 月 FEI-10 左右。国内供需变化不大，供应端本周商品量稍增加，但到港小幅下滑，供应端整体可控；需求端开工小幅下行，PDH 因东华及滨华装置问题小幅下滑，70%-75% 左右震荡，MTBE 及烷基化油开工有季节性走弱。整体外盘短期依然提供相对的支撑。

PTA-PX：供应端检修传闻频起，震荡偏强

【基本面情况】PX 近期福化 160w 重启运行，负荷上调至 87.8% (+4.1%)；后续增量方面，大榭 160w 存提负计划，具体待定；减量方面，福佳大化 70w 计划检修；关注实际兑现情况，PX 供应 9 月存抬升预期。供需平衡上，PX9 月目前预期小幅累库；四季度在新增检修出现前，静态维持去库预期。效益方面，PX 在商品情绪与需求预期双重压制下估值维持低位震荡，PXN 小幅走扩至 234.3 (+0.6)，PX-MX 走扩至 125.5 (+5)。

PTA 方面，供应端独山能源 250w 按计划重启，TA 负荷升至 72.8% (+2.4%)；本周公布较多

检修传闻，包括中泰 9 下检修 120w；恒力 10 月存检修计划；英力士 10 月检修 110w；能投 10 下检修 100w2 周；具体实际兑现待进一步跟进。库存方面，临近旺季叠加供应收缩，下游采购情绪偏强，社会库存低位持稳至 208 万吨（+1）。效益方面，近期 PTA 现货价格随着商品情绪大幅走弱，TA 现金流加工费低位承压至 115（-35）；当前 PTA 现金流加工费进一步低位下探，但现货市场流动性收紧有限，在预期外检修或工厂联合挺价行为出现之前，加工费修复力度有限。

需求端，聚酯负荷继续小幅上调，聚酯负荷上调至 91.6%（+0.3%）。整体来看，聚酯需求以季节性边际好转为主，目前对旺季难言太多期待，近期长丝让利促销带动部分下游采购，总体长丝与短纤库存持稳。效益方面，近期商品情绪大幅回落，原料端走弱下，聚酯环节各产品现金流均有所修复。织造终端而言，近期下游需求表现平平，订单新增有限，织造开工小幅上调。终端受制于高位坯布库存压力，总体投机补货意愿偏弱，订单及需求表现提振有限，需求及下游情绪短期来看处于季节性转强趋势，但高度难言期待。瓶片方面近期加工费有所好转，库存表现健康，关注后续是否会有提负计划出台。

【观点】PX-TA 近期检修传闻频起，低加工费下可信度提升，情绪有所回暖下震荡偏强。后续来看，聚酯旺季预期难言太多期待，预计主要以季节性阶段性走强为主，聚酯开工上长丝短纤已提至高位，继续提负空间有限，聚酯负荷高点仍依赖瓶片开工表现。供应端来看，PX-TA 结构性矛盾虽然在 9、10 月随 PTA 装置停车动态有所缓解，但 11、12 月 PX 相对 PTA 仍然维持大幅去库预期，相对聚酯转为小幅累库，偏松格局预期压制 PTA 加工费修复力度；结构性矛盾仍需 PTA 工厂的额外检修量来缓解，低位持续下探的加工费逐步深化 PTA 工厂的生产压力，后续预计 PTA 工厂挺价及新增检修的概率扩大，加工费存修复预期。在操作上，单边短期观望，PTA01 盘面加工费建议 280 以下逢低做扩。

MEG-瓶片：累库预期积重难返，抢跑交易下不建议追空

【库存】华东港口库至 46.5 万吨，环比上期增加 0.6 万吨。

【装置】新疆天盈近期因故停车，预计持续一周；内蒙古建元按计划停车，预计持续一个月；海外装置方面，伊朗 Farsa 一套 40 万吨装置近期重启。

【基本面情况】

基本面方面，供应端油平煤升，总负荷升至 76.69%（+2.01%）；其中，煤制方面，陕煤渭化重启出料，新疆天盈因故短停，内蒙古建元按计划停车，部分装置负荷波动，煤制负荷升至 76.69%（+2.01%）；后续 9 月建元 26 计划检修、陕煤渭化 30 计划重启，关注兑现情况。效益方面，原料端油价走强、动力煤持稳，EG 现货价格大幅走弱，各路线利润均受到较大压缩；比价方面，近期 EG 跌幅较大，EO 与 HDPE 相对 EG 经济性均小幅反弹，但仍处低位。库存方面，本周到港计划中性，港口发货平平，下周一港口显性库存预计平库左右。需求端，聚酯负荷继续小幅上调，聚酯负荷上调至 91.6%（+0.3%）。整体来看，聚酯需求以季节性边际好转为主，目前对旺季难言太多期待，近期长丝让利促销带动部分下游采购，总体长丝与短纤库存持稳。效益方面，近期商品情绪大幅回落，原料端走弱下，聚酯环节各产品现金流均有所修复。织造终端而言，近期下游需求表现平平，订单新增有限，织造开工小幅上调。终端受制于高位坯布库存压力，总体投机补货意愿偏弱，订单及需求表现提振有限，需求及下游情绪短期来看处于季节性转强趋势，但高度难言期待。瓶片方面近期加工费有所好转，库存表现健康，关注后续是否会有提负计划出台。

【观点】

总体而言，乙二醇近期基本面驱动不足，在 10 月之后的持续累库预期下成为资金集中空配。新增产能投放下四季度累库预期提前并幅度扩大，抢跑交易下估值进一步承压。目前累库预期已得到较多交易，在兑现之前不建议继续追空；乙二醇供应端“能开尽开”，难有超预

期增量，总体缺乏供应弹性；乙二醇低库存、偏低估值和供应缺乏弹性三个特点叠加下，预计短期向下空间有限，而若供应端、宏观等方面出现意外驱动，向上价格将更富有弹性。目前而言，乙二醇近期供需驱动有限，预计维持 4220-4400 区间震荡，突破需要依赖成本端及宏观驱动；在操作上，建议暂时观望，等待冲高布空机会，建议冲高以卖虚值看涨的方式表达做空意愿。

甲醇：多单减量

【盘面动态】：周四甲醇 01 收于 2370

【现货反馈】：周四远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-90

【库存】：上周甲醇港口库存继续大幅累库，周期内显性外轮卸货计入 31.95 万吨，部分在靠船货已全量计入在内。江苏西南船货供应近期补充较少，倒流、合约发货以及终端补库等多重支撑下，沿江主流库区提货良好，但本周有大型终端工厂原料管输来自非显性库区，浙江地区维持前期的刚需消耗为主，整体在供应补充下继续累库。华南港口库存继续累库。广东地区周内进口及内贸船只均有到货，其中内贸船只卸货集中，另有个别在卸船只尚未计入库存，主流库区提货表现稳健，库存小幅累库。福建地区周内进口卸货集中，下游按需消耗，到货增加下库存亦有累积。

【南华观点】：目前来看，甲醇最大的矛盾仍在港口，内地随着烯烃外采情绪走强，港口倒流窗口持续打开，但港口压力仍然较大。截至本周伊朗发运 47w，速度较快，月发运预期提升 5-10w，伊朗库存可能偏低，但持续的高发运使得 01 矛盾难解。此外非伊高发运这个月可能无法得到缓解，虽然目前市场无法证伪伊朗是否提前限气，但随着时间推移，甲醇或短期内面临震荡格局。考虑到下游库存以及港口压力，建议多单减量，卖看跌继续持有。

PP：近期成本端提供支撑

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6982 (+12)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6770 元/吨，华东现货价格为 6780 元/吨，华南现货价格为 6810 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 76.83% (-3.08%)。近期丙烯和 PP 的价差压缩，裕龙和金能均出现了暂停聚合装置，外卖丙烯的情况，导致装置意外检修增多。在装置投产方面，大榭石化两套装置已开车，今年 PP 投产计划仅剩广西石化的 40 万吨装置。需求端，本期下游平均开工率为 49.74% (+0.63%)。其中，BOPP 开工率为 61.55% (+0.12%)，CPP 开工率为 61.33% (+2.2%)，无纺布开工率为 38.05% (+1.25%)，塑编开工率为 43.1% (+0.4%)。虽然 PP 下游开工率总体回升态势，但需求增量比较有限，“金九银十”的传统旺季在今年并不明显。库存端，PP 总库存环比上升 0.38%。上游库存中，两油库存环比下降 0.99%，煤化工库存下降 3.05%，地方炼厂库存上升 3.45%。中游库存中，贸易商库存环比上升 4.97%，港口库存上升 0.68%。

【观点】近期聚烯烃自身驱动相对有限，跟随宏观情绪和成本端波动为主。供给端，在大榭两套装置投产完毕后，今年待投产的装置仅剩广西石化的 40 万吨装置，后续投产增量将比较有限，加之近期 PP 装置检修持续处于高位，PP 供给端压力有所缓解。而在需求端，虽然 PP 下游需求处于恢复阶段，但今年旺季补库氛围并不浓烈，基差持续偏弱，“旺季不旺”的情况导致 PP 下方支撑不足，无法形成方向性驱动。而对比 PP、PE 来看，PP 成本端的支撑相对偏强：1) PP-丙烯价差大幅压缩，目前已降至 100 元/吨以下的极端水平，金能化学和裕龙石化暂停 PP 聚合装置、转而外售丙烯；2) PP-粉料价差已处于今年低位，中景石化 PP 聚合装置停车，粉料装置负荷提高；3) PDH 装置利润明显回落，当前已处于亏损状态，PHD 开工率出现下滑趋势。近期在 PP 价格不断下压的情况下，PP 生产利润显著压

缩，且已有部分装置暂停聚合装置，外卖原料或者转产粉料，这将给 PP 带来供给的边际减量，从而支撑 PP 价格。因此，短期来看，PP 下行空间非常有限，在当前的估值已不宜继续追空，建议择机逢低做多。

PE：需求回升缓慢，自身驱动有限

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 7245 (+11)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7200 元/吨，华东现货价格为 7250 元/吨，华南现货价格为 7350 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 78.04% (-2.51%)。本周多套煤制装置进入检修，开工率进一步下降。9 月装置检修量预计环比高于 8 月且同比大幅高于往年同期，PE 供应预计缩量。在投产方面，埃克森美孚投产有所延期。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 42.17% (+1.11%)。其中，农膜开工率为 24.12% (+3.94%)，包装膜开工率为 51.3% (+0.82%)，管材开工率为 31.67% (+1.34%)，注塑开工率为 57.1% (+0.2%)，中空开工率为 38.97% (-0.88%)，拉丝开工率为 33.49% (+2.4%)。PE 下游虽然处于向旺季过度的过程中，但需求回升速度偏缓，基差持续偏弱。库存端，本期 PE 总库存环比上升 2.25%，上游石化库存环比上升 11%，煤化工库存下降 3%；中游社会库存变化不大，其中 LLDPE 库存去化不畅，当前仍处于高位。

【观点】近期聚烯烃自身驱动相对有限，跟随宏观情绪和成本端波动为主。从 PE 自身基本面来看，虽然当前 PE 处于供减需增的格局之中：9 月装置检修量偏高，供给预计环比缩量；同时 PE 下游正在由淡季向旺季过度，开工率逐步回升，PE 需求预计环比增长。但是，由于目前下游需求回暖的速度偏缓，旺季补库氛围并不浓烈，同时 LLDPE 社会库存去化速度缓慢，导致 PE 实则呈现出偏弱的供需格局。因此 PE 短期暂看不到向上的驱动，但同时当前估值已经偏低，向下的空间相对有限，预计仍将以震荡格局为主。

PVC:观望为主

供应：本周开工率有所提升，9 月计划检修量不少，且为小月，产量预估则在 204 万吨附近，后续 10 月-11 月产量约在 214-217 万吨之间。

需求：目前看 1-8 月表需比较一般，基本没什么增速，在-2%左右，整体感受不到下游的爆发力，更多是持续性的躺平，8-9 月在剔除了华东库存调整的因素后，表需表现仍然很一般。

出口：7 月出口 33 万吨，环比再度大幅走强，整体后续 8-10 月数据预期调整至 30-32 万吨附近，但是近期听闻印度市场库存充足，签单情况比较一般。

库存：本周华东库存继续维持累库，但是速度较前期有所放缓，累库大约 2 万吨，华南小幅去库，厂库库存小幅去化，待发略微走强，总库存持续累库，由于本周的持续无风险，整体上游库存向中游转移。

价格（基差）：周内基差弱势维持，期现商继续保持正套打满的状态。本周仓单继续增加。

策略观点：本周 PVC 低位震荡，煤炭端各方调研反馈均没有什么太大影响，9 月日耗逐步下降，整体压力较大，总体反馈不及预期，煤发现货端逐步降温。PVC 原本自身基本面就处于持续的增压状态，华东库存快速积累到历史高位，将上半年的去库打回原型，在内需乏力的背景下，连续的投产增量显得难以消化。但是目前的难点在于一是后续面临全球的财政货币双宽松，二是持续的反内卷炒作，导致虽然近端现实很差，但是资金继续往下做空的意愿已经很低，因为会被高频的小作文反复冲击，导致持仓体验非常差。产业的弱现实更多的体现在仓单与期现结构上，对于绝对价格的定价权已经很低，宏观周期拐点往往更多是产业逻辑失效期，建议暂时观望。

纯苯苯乙烯：震荡整理

纯苯：

【盘面回顾】BZ2603 收于 6057 (-16)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5975 (-15)，主力基差-82 (+1)

【库存情况】截至 9 月 15 日，江苏纯苯港口库存 13.4 万吨，较上期环比下降 6.94%。

【南华观点】

纯苯：供应端，石油苯、加氢苯均有停车装置重启，总供应较上周提升。需求端苯乙烯、己内酰胺、苯胺、苯酚开工率均下降，综合折原料纯苯需求较上一周期明显减少。山东一套裂解投产涉及纯苯产能 23 万吨提前到 9 月中旬，河北一套重整装置计划 9 月底投产，涉及纯苯产能 9 万吨，此套为计划外投产，下游多条链检修逐步兑现，纯苯呈现供增需减，终端暂未看到旺季需求明显好转，旺季信心减弱，纯苯基本面仍偏弱。短期价格走势更多受成本端以及宏观情绪影响。

苯乙烯：

【盘面回顾】EB2510 收于 7138 (-20)

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7180 (-15)，主力基差 42 (+5)

【库存情况】截至 2025 年 9 月 15 日，江苏苯乙烯港口库存 15.9 万吨，较上周期下降 1.75 万吨，幅度-9.92%；截至 9 月 12 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 22.03 万吨，较上一周期增加 0.54 万吨，环比增加 2.52%。

【南华观点】

苯乙烯：供应端峻辰、新浦、广东石油检修兑现，供应减量开始体现，9 月苯乙烯供应明显减少，但 9 月后随着吉林石化与广西石化新投产兑现和检修装置回归，苯乙烯供应预计逐月增加。需求端，3S 开工率均有不同程度提升，3S 折苯乙烯需求回至年内高位。当前看终端需求增量有限，提货一般。下游工厂当前原料库存并不低，京博苯乙烯外放，苯乙烯港库口去库困难。当前纯苯、苯乙烯低估值但高库存，基本面仍偏弱，反弹动力不足，需要看到宏观政策或者苯乙烯计划外减产的出现，短期更多跟随成本端波动，震荡看待，观望为主。后续关注纯苯苯乙烯下游是否有国庆节前备货的意愿。本周受到中美经贸会谈等影响宏观情绪偏暖，盘面偏强震荡。

燃料油：尝试做空裂解利润

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU01 收于 2831 元/吨

【产业表现】供给端：从供应端看，从供应端看，8 月份全球燃料油产量+12.6 万桶/天，主要是高硫供应增加，8-12 月份，即便全球进入检修，但预计中东，前苏联的燃料油产量依然处于缓慢上升趋势；短期看 8 月份，俄罗斯炼厂频繁遭受无人机袭击，美国再次收紧对伊朗制裁，对高硫形成一定支撑；进入 8 月份，俄罗斯高硫出口-26 万吨，伊朗高硫出口+15 万吨，伊拉克+40 万吨，墨西哥出口+9 万吨，委内瑞拉-29 万吨，8 月份出口端有所缩量；进入 9 月份，伊朗、伊拉克、俄罗斯和委内瑞拉高硫出口继续缩量；需求端，在船加注市场，新加坡进口依然高位，加注市场供应充裕；在进料加工方面，9 月份中国+29 万吨，印度+30 万吨，美国+82 万吨，进料需求稳定，在发电需求方面，沙特进口-31 万吨，阿联酋+48 万吨，埃及取消进口+20 万吨左右，发电需求仍在。库存端，新加坡浮仓库存高位回落，马来西亚高硫浮仓库存回落，中东浮仓高位库存回升

【南华观点】9 月份燃料油出口继续缩量，在进料需求方面，中国进口回升，印度和美国进口增加，整体进料需求回升，埃及进口在起，沙特和阿联酋进口回升，发电需求尚可，

新加坡和马来西亚浮仓库存高位回落，因现货市场充裕，压制新加坡盘面价格，但整体压力在逐步缓解，不宜单边追空。

低硫燃料油：第三批出口配额已发，尝试做空远月高低硫价差

【盘面回顾】截止到夜盘，LU11 收于 3459 元/吨

【产业表现】供给端：8 月份，全球燃料油产量+12.6 万桶/天至 632 万桶/天，其中大多数是高硫供应，其低硫产量增长不大，亚洲、非洲、北美预计 8-12 月份产量供应将面临缩量；低硫产量中国虽然配额充足，但上半年产量明年低于去年，下半年传言配额缩量，会有阶段性提振，丹格特炼厂 RF CC 将有三个周的检修，丹格特低硫供应有继续增长预期。在出口方面，8 月份科威特出口环比-8 万吨，阿联酋进口-16 万吨，中东供应+2 万吨，巴西-38 万吨，西北欧市场供应+33 万吨，非洲供应环比持+23 万吨，8 月份供应明显改善；进入 9 月份，科威特-13 万吨，阿尔及利亚-50 万吨，尼日利亚-6 万吨，巴西-47 万吨，俄罗斯-15 万吨，9 月份出口整体缩量；需求端，运价指数低迷，船燃市场需求一般，除了季节性提振外无计划外预期，特朗普关税战缓和，今年船燃结构上低硫消费占比会进一步萎缩，但因 Hi5 低位，速度会放缓；9 月份中国进口-17 万吨，日韩进口-16 万吨，新加坡-46 万吨，马来西亚进口+29 万吨；新加坡库存-87 万桶；ARA+3.5 万吨，舟山-6 万吨

【南华观点】昨日发放了第三批燃料油出口配额，并无超预期变化。8 月份供应增加，丹格特炼厂 RFCC 检修，市场预期供应增加，再加上阿联酋停止进口 Dar Blend 原油导致转口至新加坡，新加坡市场整体供应充裕，压制盘面裂解，在需求端方面，整体需求疲软，库存端新加坡去库、欧洲累库、舟山小幅去库，短期低硫裂解下跌后，利空已被计价，关注后期裂解反弹行情。

沥青：跟随成本波动，尝试多配

【盘面回顾】BU11 收于 3445 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3520 元/吨

【基本面情况】钢联口径供给端，国内稀释沥青库存维持在低位；山东开工率+5.8%至 36%，华东 13.9%至 47.7%，中国沥青总的开工率+6.8%至 34.9%，山东沥青产量+2.9 至 18.7 万吨，中国产量+9.9 万吨至 60.8 万吨。需求端，中国沥青出货量-2.43 万吨至 23.92 万吨，山东出货-4.11 万吨至 5.34 万吨；库存端，山东社会库存-0.1 万吨至 13.9 万吨和山东炼厂库存-0.3 万吨为 13.1 万吨，中国社会库存-2 万吨至 47.8 万吨，中国企业库存+1.9 万吨至 43.1 万吨。

【南华观点】本周受华北部分炼厂复产沥青影响，沥青总体供应呈增长态势，而需求端因降雨影响，需求始终无法有效释放，而主要原因依旧是资金短缺尚未改善，导致短期旺季并没有超预期表现。库存结构上有所改善，厂库持稳且压力较小，社库呈现去库态势，刚需和部分投机需求的启动带动整体库存去化。由于担忧美国进一步对委内瑞拉开展军事行动，因此沥青裂解价差仍然维持高位；目前看需求端，未来一周南方降雨仍然偏多，天气因素使得旺季不旺特征明显。成本端原油，随着 opec 持续增产，成本端不断下移。中长期看，需求端将随着临近秋季南北方施工条件转好，整体施工进入旺季，但阶段性仍然降雨较多，因此在原油利空因素消化后，在需求旺季预期的带动下，沥青期货年内或许仅有最后一次上涨的机会了。近期山东消费税改革试点并未进一步扩大，因此受原油配额和消费税限制，华南地区依旧为沥青价格洼地。总之，沥青现阶段旺季并无超预期表现，短期原油企稳后，尝试多头配置。

尿素：等待情绪好转

【盘面动态】：周四尿素 01 收盘 1680

【现货反馈】：周四国内尿素行情僵持中局部涨跌互现，调整幅度 10-20 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1530-1650 元/吨。期货情绪波动频繁，上游工厂出货压力增加。部分工厂待发尚存，价格稳定为主，部分工厂收单压力渐显，价格松动下调。

【库存】：截至 2025 年 9 月 10 日，中国尿素企业总库存量 113.27 万吨，较上周增加 3.77 万吨，环比增加 3.44%；中国尿素港口库存样本库存量：54.94 万吨，环比减少 7.15 万吨，环比跌幅 11.52%。

【南华观点】：国内尿素行情继续走跌，目前市场货源充足，社会库存渐起，内贸供需压力持续不减，市场底价成交为主。近期国内供需弱勢格局持续，阅兵结束后，工业、复合肥需求区域性有小幅提升，但整体影响并不大，中下游对目前尿素价格接受度不高。上游收单压力渐显，周末尿素工厂陆续开始降价收单，持续关注 15 反套机会。中期而言，尿素二批次出口对需求端形成一定支撑，需求端有贸易商在陆续进行出口提货，库存短期或难以大幅累库。丁待发订单与库存压力提升，现货报价下降，但是伴随出口通道的逐步放开，或有阶段性的反弹。但农业需求逐渐减弱，下半年基本面继续承压。综上，尿素处在下有支撑上有压制的格局下，01 合约预计 1650~1850 震荡。

玻璃纯碱烧碱：区间交易

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1334，-0.37%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 174.71 万吨，环比上周四-5.04 万吨；其中，轻碱库存 74.63 万吨，环比上周四-1.67 万吨，重碱库存 100.08 万吨，环比上周四-3.37 万吨。

【南华观点】

市场情绪和焦点会有反复，无论什么因素引起的供应端故事或成本预期也会被反复交易，增加波动。轻重碱刚需补库为主，上游碱厂高位去库。当下纯碱中长期供应维持高位的预期不变，正常检修继续，新产能方面，关注远兴二期投产情况。光伏玻璃基本面环比进一步改善，现货有涨价预期，光伏玻璃成品库存去化至相对低位。纯碱刚需整体稳定，暂时没有进一步走弱预期，重碱平衡继续保持过剩。上中游库存整体保持高位限制纯碱价格，基本面纯碱供强需弱格局不变。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2601 合约昨日收 1234，-0.24%

【基本面信息】

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

【南华观点】

玻璃上中游库存高位，叠加现实需求疲弱限制价格高度，但四季度供应端是否存在超预期的减量也仍有分歧，玻璃价格暂时缺乏明确的趋势和交易逻辑。基本面看，玻璃近端供强需弱格局不变，沙河湖北中游库存偏高，阶段性补库能力偏弱，煤制气和石油焦产线利润尚存，如果价格上涨，点火意愿或进一步提升；政策预期则在持续与降温中反复。当前供应端日熔暂稳于 16 万吨附近，有小幅回升预期。1-8 月玻璃累计表需预估下滑 6-7%，现货市场整体处于弱平衡到弱过剩状态。后续进一步关注，一是供应端点火预期以及沙河产线状况，二是成本端煤价的走势，三是需求的季节性对库存影响。

烧碱：

【盘面动态】烧碱 2601 合约昨日收于 2608，1.12%

【基本面信息】

国内液碱市场涨跌互现。华北地区液碱市场零星有降，市场供应充足，下游采购需求平淡，市场弱势运行。华东地区液碱市场局部上涨，福建地区碱厂出货压力不大，价格走势上行。华中河南地区液碱市场需求有所转淡，市场积极出货，另外受外围山东影响，近日个别企业价格向下。其他地区市场变化不大。

【南华观点】

当前烧碱现货区间走弱。下游氧化铝厂送货量稳定，但采购价格持稳，碱厂保持去库。供应端产量因检修正常波动。成本端维持，液氯有所上调，氯碱利润维持 300+。非铝下游则处于淡旺季切换中，非铝刚需预期季节性回升。后市继续现货节奏、旺季成色以及下游备货积极性。

纸浆：震荡整理

【盘面】

sp2511 收盘于 5042 (-26)，仓 (+1225)；sp2601 收盘于 5348 (-2)，仓 (+1430)。

【现货】

山东银星报价 5650 元/吨 (-0)，山东俄针报价 5250 元/吨 (+0)，山东金鱼报价 4220 元/吨 (+40)。

【港口库存】截止 9 月 11 日，港口库存 206.2 万吨 (-0.4)

【月差结构】11-01 观望

【核心矛盾】

宏观上，美联储 9 月降息落地，降息 25BP。根据美联储发布的利率点阵图，多数官员预计在 2025 年剩下的时间里还会进行两次 25 基点的降息。这意味着，若预期成真，2025 年全年将共降息三次（累计 75 个基点）。对于更长期的路径，点阵图显示 2026 年和 2027 年可能各还会有一次降息。不过，鲍威尔也强调，这并非一个漫长降息周期的开始，未来决策仍将依赖于后续的经济数据，采取“逐次会议决策”的原则。本次美联储降息是一次由就业市场降温主导的“预防式降息”。它暗示了美联储政策重心向避免经济下滑的微调，但并不意味着开启连续的宽松周期。对于投资者而言，需要关注通胀黏性与经济数据的后续变化，以及美联储“数据依赖”模式下的政策节奏。

基本面目前没有明显驱动，当前影响纸浆价格走势的多空点如下：1) 港口库存依然高位。（利空）2) 布针仓单尚有一定压力（利空）3) 发运量还在高位（利空）4) 下游需求旺季补库不及预期（利空）5) 美联储 9 月降息市场争议不大（利多）6) 阔叶浆减产转产，价格强势。（利多）7) 绝对价格下方空间很有限。

《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。临近 10 月，政策上可能会继续陆续出台，目前的大思路依然是刺激消费，遏制无序低价竞争。现实端的弱势基本交易完成，但向上的驱动目前也难见到。行情预计短期继续震荡。

策略上：

- 1) 期货端，逢低做多
- 2) 期权端，卖出远月的虚值看跌期权。

原木：区间震荡

【盘面】lg2511 收盘于 809 (+2.5)，持仓 (-1268)

【现货】现货价格，根据木联数据统计，日照 5.9 米中 A 价格上涨 10 元

【估值】仓单成本约 822 元/立方米（长三角），825 元/立方米（山东）。

【核心矛盾】

根据木联数据统计，昨日岚山 5.9 米中 A 价格上涨 10 元，盘面空单减仓离场为主，期货价格小幅上扬。仓单成本上升至 822 以上。目前仍然交割无利润。多空双方都没有大幅拉扯的空间。短期仍然按照区间震荡来操作。

宏观上，美联储 9 月降息落地，降息 25BP。根据美联储发布的利率点阵图，多数官员预计在 2025 年剩下的时间里还会进行两次 25 基点的降息。这意味着，若预期成真，2025 年全年将共降息三次（累计 75 个基点）。对于更长期的路径，点阵图显示 2026 年和 2027 年可能各还会有一次降息。不过，鲍威尔也强调，这并非一个漫长降息周期的开始，未来决策仍将依赖于后续的经济数据，采取“逐次会议决策”的原则。本次美联储降息是一次由就业市场降温主导的“预防式降息”。它暗示了美联储政策重心向避免经济下滑的微调，但并不意味着开启连续的宽松周期。对于投资者而言，需要关注通胀黏性与经济数据的后续变化，以及美联储“数据依赖”模式下的政策节奏。

策略上：

- 1) 区间网格策略，可以设置 805 作为价格中枢，网格间距可以设置 5 - 10 之间，区间范围为 790 - 820。设置上，多空均衡配置，价格重心不变。
- 2) 备兑看跌，逢高卖出 lg2511 合约，同时卖出 lg2511-P-775 头寸增厚收益。

丙烯：震荡

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6462 (+17)，PL2602 盘面收于 6482 (+21)；PP-PL01 价差 520 (+2)；PL01-02 月差 -20 (-4)

【现货反馈】华东均价 6475 (+25)，山东均价 6615 (+65)

【基本面数据】供应端，丙烯整体开工率 72.6% (-2.29%)，产量 118.11 万吨 (-3.36 万吨)。其中，主营炼厂开工率 81.59% (+%)；独立炼厂开工率 50.64% (+0.54%)，不含大炼化利用率为 46.68% (+0.60%)；蒸汽裂解开工率 85.76%(0.53%)；PDH 开工率 72.60% (-2.29%)，开工率预计在 70%-75%左右震荡。MTO 开工率 81.50% (-3.44%)。需求端 PP 开工下行，粒料跟粉料在与丙烯价差大幅收缩后开工下滑，本期 PP 粒料开工率 76.83% (-3.08%)，产量 78.67 万吨 (-2.72 万吨)；PP 粉料本期开工率 33.2% (-4.04%)，产量 5.99 万吨 (-0.73 万吨)。

【观点】现货盘面均偏震荡，原油端扰动依然较大，但丙烷端支撑相对偏强，目前拿 01CP 瞄 01 丙烯成本在 6400-6500 元/吨左右。供应端，山东市场东明石化及齐成石油于近日重启，外放量小幅增加。需求端 PP 端价格持稳，丙烯现货小幅走强，PP 跟丙烯价差再度走缩，成本端带来的压力依然存在，关注后续 PP 情况。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）、张博（Z0021070）、杨歆悦（Z0022518）、寿佳露（Z0020569）、宋霁鹏（Z0016598）、戴一帆（Z0015428）、胡紫阳（Z0018822）提供。

农产品早评

生猪：政策未起有效支撑

【期货动态】LH2511 收于 13000 日环比-1.22%

【现货报价】全国生猪均价 12.95 (-0.13) 元/公斤，其中河南 13.04 (-0.15) 元/公斤、四川 12.64 (-0.1) 元/公斤、湖南 12.79 (-0.13) 元/公斤、辽宁 12.76 (-0.09) 元/公斤、广东 14.02 (-0.2) 元/公斤。

【现货情况】

猪价延续弱势。仔猪销售困难，区域环保升级，养殖端中旬大猪供应逐步增量，但终端产品销价难有跟进，需求未有明显改善，市场成交受限。

【南华观点】

淡季供应结束，9 月可能为供需双增的格局。但前期猪企减重效果明显，或减轻 9 月供应压力，且标肥价差始终保持一定养大猪的利润，二育始终有进场空间。在供应量依旧保持高位的情况下，建议仍以逢高沽空思路为主，短期正套或许存在短暂的入场机会。

油料：关注中美谈判

【盘面回顾】外盘油脂拖累美豆走势；内盘在中美谈判预期中连续走弱。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，巴西升贴水在外盘走强后小幅回落，支撑国内买船成本，近月榨利走弱，油厂继续以采购近远月巴西船期为主，但买船情绪有所降低。到港方面看 9 月 1000 万吨，10 月 900 万吨，11 月 800 万吨，在不购买美豆背景下，后续大豆到港预计将在明年一季度后迎来缺口。

对于国内豆粕，盘面交易逻辑切换远月后继续关注后续大豆供应情况。全国进口大豆港口与油厂库存继续回升，油厂压榨量维持高位，豆粕延续季节性累库趋势。需求端来看，下游饲料厂物理库存维持中性，渠道与下游库存前期备货较多，后续预计采买情绪有限，但预计在养殖高存栏背景下仍将保持刚需水平消费维持。

菜粕端来看，在后续菜系原料到港有限背景下，库存将表现季节性加速去库，中加不断谈判影响盘面预期，短期内跟随豆粕走势为主，加速做多时机需关注后续仓单变化情况。

【后市展望】外盘美豆进入收获季后，中美谈判主导盘面，预计后续在缺乏中国采购订单背景下将继续维持底部窄幅震荡；内盘豆系上方空间受制于近月高库存压力，同时短期内中美谈判影响情绪转差，能否打破震荡区间需关注远月供需缺口；内盘菜系继续关注中加谈判结果为主，短期内受自身供应修复预期与豆粕影响。

【策略观点】逢低做多远月，同时可卖出 3300 以上看涨期权作为备兑开仓。

油脂：上下方空间有限，维持震荡

【盘面回顾】油脂市场整体情绪好转，但驱动不足短期上方空间有限，油脂宽幅震荡为主。

【供需分析】棕榈油：据船运调查机构 SGS 公布数据显示，预计马来西亚 9 月 1-15 日棕榈油出口量为 404688 吨，较上月同期出口的 537183 吨减少 24.7%。马来西亚暴雨积累，沙巴地区洪涝影响较大，棕榈油产量有下滑可能，加上因前半年天气干旱，棕油增产季提前结束，库存压力后续有减轻预期；印度进口创 13 个月新高，支撑棕榈油消费。

豆油：9 月 USDA 报告中美豆单产及产量均高于市场预估，加上白宫新计划或削减生物燃料需求，市场对其政策不确定性预期进一步增加，成本端扰动有限。国内大豆到港依然充足，油厂开机率高，豆油短期库存压力仍大，缺乏明确驱动，需关注中美贸易关系进展。

菜油：加拿大天气正常，中加关系不明朗，但暂时缺乏明确驱动，国内库存高企消费疲软拖累菜油。

【后市展望】当前植物油市场不确定性因素较多，关注产地信息和美国生柴政策；关注美

国和东南亚天气情况；关注中美关系及中加关系。

【南华观点】短期棕油多单继续持有，其余观望

豆一：破位明显

【期货动态】周三豆一期货增仓放量下行，技术形态进一步破位，主力 11 合约跌破 3900 元关口，收于 3895 元，夜盘围绕 3900 元整理为主；持仓量与成交量进一步增加；昨日豆一注册仓单减少 30 手至 7922 手；

【现货情况】东北产区部分地区早熟豆上市，毛粮主流报价在 1.87-1.9 元/斤，参考性有限。中下游继续博弈主流粮源低价收购；南方多产区处于收获期，新陈粮源报价纷杂，上市量逐步增多；

【市场分析】东北产区丰产预期逐步兑现，供应的阶段性的宽松成为中期主导市场的核心因素，在需求缓慢恢复、匹配有限的情况下，价格下行压力较大，中下游观望博弈低价心态明显，市场短期缺乏利多因素支撑，关注新季价格进一步明朗，政策支撑尚需等待收获工作完成后方可预期；南方产区供应压力相对有限，预计短暂承压后展现韧性，后期优质优价现象将更为明显；豆一期货市场破位下行，空头趋势加强，后期或考验 2024 年 12 月低点价格区的支撑；

【南华观点】11 合约套保空单持有。

玉米&淀粉：延续下跌

【期货动态】CBOT 玉米收低，美玉米产量预期较好。大连玉米淀粉震荡偏弱。

【现货报价】玉米：锦州港：2280 元/吨，+0 元/吨；蛇口港：2530 元/吨，+0 元/吨；哈尔滨报价 2170 元/吨，+0 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2550 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2790 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】辽宁玉米上货量逐步增多，部分内蒙古深加工企业在辽宁产区收购，价格略有上涨。华北地区玉米价格整体继续偏弱运行，多数企业玉米价格依然下跌，陈粮供应短缺。销区市场玉米价格暂时稳定，整体购销活动较为活跃。

【南华观点】新粮逐步上市，盘面偏弱。

棉花：等待新棉上市

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 0.5%，美联储宣布降息 25 个基点，符合市场预期。隔夜郑棉小幅下跌。

【外棉信息】7 月印度棉花进口量约为 5.8 万吨，环比增加 66.4%，同比增加 63.1%；7 月巴基斯坦进口棉花 8.1 万吨，环比减少 35.6%，同比增约 356%；8 月越南棉花进口量 13.5 万吨，环比减少 6.7%，同比增加 2.7%。

【郑棉信息】目前全疆新棉吐絮过半，北疆大部分棉田已喷洒第一遍脱叶剂，新棉采收时间预计较往年提前 10 天左右，本周新疆或迎来降温，部分产区降雨或有增加，但整体降水量不大，对新棉采收工作影响或较小。下游在季节性旺季之下，纱布厂整体负荷进一步上调，成品库存继续去化，近期纱厂利润修复但幅度有限，内地纺企仍面临较大的经营压力，纱厂补库力度偏弱，市场信心仍显不足。

【南华观点】当前陈棉库存偏低，新棉预售较多，且下游维持去库状态，对棉价形成支撑，但纱厂纺纱利润欠佳，且在丰产预期下套保压力较大，或使得棉价高度受限，短期或维持前期区间内震荡运行，关注新棉上市情况。

白糖：巴西产量符合预期

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三收盘下跌，巴西中南部 8 月下半月产量大体符合预期。

昨夜夜盘郑糖小幅上涨，整体维持震荡。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5960 元/吨。昆明中间商报价 5770-5950 元/吨。

【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，9 月前两周出口糖 153.17 万吨，日均出口 15.32 万吨，较上年同期减少 17%。

2.印度允许新榨季使用甘蔗汁或各种糖蜜生产乙醇，且没有数量限制，以目前的预估数据看，印度新榨季或将可以出口 200 万吨食糖。

3.Unica 数据显示，巴西中南部 8 月下旬压榨甘蔗 5006.1 万吨，同比增长 10.68%，产糖 387.2 万吨，同比增长 18.21%，制糖比 54.2%，去年同期为 48.78%。

4.7 月份我国进口食糖 74 万吨，同比增加 32 万吨。

5. 巴西国家商品供应公司将巴西 25/26 榨季产量下修 3.1%至 4450 万吨。Conab 预估巴西中南部产量为 4060 万吨，下调 2.8%。

6.7 月我国进口食糖 74.43 万吨，环比增长 75.29%，同比增长 76.44%，其中 64.44 万吨来自于巴西。7 月我国进口糖浆和预混粉 15.97 万吨，同比下降 6.86 万吨，但环比继续增加，创年内新高。

7.iso 公布新一期的全球供需平衡表，其预估 25/26 年度全球供应缺口仅为 23.1 万吨。

【南华观点】短期价格走势持续转弱，受增产预期压制，关注 5500 支撑。

鸡蛋：空头获利止盈

【期货动态】主力合约 JD2511 收于 3116，日环比+0.1%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.77 (-0.01) 元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.75 (-0.03) 元/斤。

【现货情况】

随着蛋价连续上涨，下游环节对高价略有抵触，市场交投有所放缓，部分市场内销仍较好，产区蛋价有稳有涨。销区北京到车正常，走货尚可，价格上涨。上海需求一般，价格稳定。广东市场到车偏多，出货不畅，价格承压下行。

【南华观点】

中长周期鸡蛋产能依旧处于偏宽松状态，产业链还需要进一步去产能。短期来看，市场虽有抄底情绪，但鸡蛋价格难言见底，供给端压力较大或将压制接下来的中秋、十一的旺季价格。建议投资者谨慎观望或逢高沽空远月合约。

苹果：维持强势

【期货动态】苹果期货昨日维持震荡，短期涨幅过快导致利润回吐。

【现货价格】晚富士栖霞 80#一二级片红 3.6 元/斤，80#一二级条纹 4 元/斤，招远 80#统货 3 元/斤，洛川 70#以上半商品 4.5 元/斤，白水 70#以上客商统货 4 元/斤，静宁 75#以上半商品 5.3 元/斤。

【现货动态】时令水果冲击下，走货速度有限。山东农忙影响下包装数量有限，陕西货源集中在陕北，副产区基本清库。新季苹果方面，早富士接近尾声，后期质量欠佳。

【库存分析】钢联数据显示，截至 2025 年 9 月 10 日，全国主产区苹果冷库库存量为 20.91 万吨，环比上周减少 6.44 万吨，走货较上周略有减少，同比基本与去年持平。

【南华观点】短期苹果走势强劲，休整后可能会继续创新高。

红枣：关注产区降雨

【产区动态】目前新季灰枣进入上糖阶段，关注产区降雨情况，连续阴雨易导致裂果或炭疽病等现象的发生，当前预报来看，本周南疆或迎来降温，未来两周产区降雨频率或略有增加，但整体降水量不大。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 4 车，成交在 2-3 车，河北崔尔庄市场到货 4 车，下游维持按需采购，现货价格暂稳。

【库存动态】9 月 17 日郑商所红枣期货仓单录得 8871 张，较上一交易日减少 29 张。据统计，截至 9 月 11 日，36 家样本点物理库存在 9321 吨，周环比减少 89 吨，同比增加 78.32%。

【南华观点】在去年丰产的基础之上，新年度灰枣产量或同比明显下滑，而较正常年份减产幅度或较小，近期虽中秋节旺季逐渐临近，但下游整体成交情况一般，当前产区天气良好，在陈枣高库存的供应叠加下，红枣或存下行压力，但需关注产区降水情况，谨防天气端炒作。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、戴鸿绪（Z0021819）、靳晚冬（Z0022725）、陈嘉宁（Z0020097）、陈晨（Z0022868）及助理分析师康全贵（F03148699）、朱天择（F03143224）提供。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。