金融期货早评

宏观：美国首申失业金人数超预期回落

【市场资讯】1）中方已要求终止涉英伟达 RTX Pro 6000D 芯片订单？中国外交部回应：一贯反对在经贸科技问题上对特定国家采取歧视性做法。2）英国央行维持利率不变，放缓量化紧缩步伐。3）美国上周首申失业金人数超预期大幅回落至 23.1 万，较前周降 3.2 万，创近四年最大降幅。4）海外投资者 7 月美债持仓再创新高，日本持仓又创逾一年新高，英国连续两月增持超 400 亿美元续创新高，中国持仓逾十六年新低，加拿大持仓剧减 571 亿美元。5）特朗普政府请求美国最高法院准许将美联储理事库克免职。6）特朗普称普京让人失望，需进一步压低油价迫使俄方退出冲突，原油盘中跌超 1%。

【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，美国议息会议如期宣布将基准利率下调 25 个基点，点阵图显示利率路径有所下移，但年内是否完成三次降息仍存分歧，未来降息节奏尚不明确。美国当周初请失业金人数录得 23.1 万人，低于 24 万人的预期，显示劳动力市场数据并未进一步持续恶化。展望后续，美国经济数据依然值得重点关注，其中劳动力市场表现将是核心焦点。

人民币汇率：平稳前行

【行情回顾】上前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1079，较上一交易日下跌 23 个基点，夜盘收报 7.1128。人民币对美元中间价报 7.1085，较上一交易日调贬 72 个基点。

【重要资讯】1）美国上周初请失业金人数回落至 23.1 万人，创近四年来最大降幅，预期 24 万人，前值从 26.3 万人修正为 26.4 万人。尽管首次申请人数回落，持续申请失业救济人数仍维持在 190 万人这一关键水平之上，显示劳动力市场仍面临一定压力。2）英国央行宣布维持利率在 4%不变，并表示将未来 12 个月的量化紧缩规模从过去一年的 1000 亿英镑下调至 700 亿英镑，同时减少长期国债出售，以将对动荡债券市场的影响降至最低。

【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：降息落地，指数回调，政策预期托底下方空间有限

【市场回顾】

上个交易股指大幅放量，规模指数整体走弱，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 1.16%。从资金面来看，两市成交额回升 7584.20 亿元。期指方面，各期指均放量下跌。

【重要资讯】

1. 华为昇腾 AI 芯片路线图公布：明年 Q1 推出昇腾 950PR，采用自研 HBM。

2. 美国上周首申失业金人数超预期大幅回落至 23.1 万，较前周降 3.2 万，创近四年最大降幅。

3. 英特尔一度暴涨 30%！英伟达斥资 50 亿美元入股英特尔，联手开发 PC 与数据中心芯片。

【核心逻辑】

美联储 9 月议息会议如预期宣布降息 25bp，且对于后续降息节奏没有超预期信息释出，由于市场前期提前交易降息预期，利好兑现，股指存在回调压力。昨日股指整体上午偏强，午后回落，两市成交额突破 3 万亿元。各品种期指基差及期权持仓量 PCR 均下跌。市场情绪降温，美联储降息落地后资金止盈意愿增强。不过中美均处于降息周期内，股指整体向好趋势不变。海外方面，英伟达入股英特尔并达成合作，英特尔股价暴涨，预计对芯片板块有一定提振，再加上国内利好政策预期托底，股指存在一定支撑。短期预计股指震荡为主，中小盘股指相对偏强，下方空间有限。

【南华观点】短期预计股指震荡为主，中小盘股指相对偏强

国债：关注央行态度

【市场回顾】周四期债低开后区间震荡，全线收跌。现券收益率除 1Y 以外全线上行。

【重要资讯】 1.芯片股力撑美国四股指近四年来首次齐创新高。2.美国周度初请失业金人数回落，扭转此前激增态势。

【核心观点】上周发行的 2Y、7Y 新债已纳入可交割券，目前未对期价产生明显影响，相比老券具有更高的 IRR，分别成为 TS25012、T2512 的 CTD。昨日资金面进一步收紧，期债回吐昨日部分涨幅。虽然美联储如期降息 25bp，但国内似乎并没有跟随降息的紧迫性，可能更需要的是央行进行流动性投放。短期央行若无表态，市场上涨空间将较为有限。今日关注 10Y、30Y 新债发行情况。

【策略建议】交易思路上不追涨，多单可逢低介入。

集运：期价如预期震荡为主

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货（EC）价格震荡略偏弱。 截至收盘，EC 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，9 月 29 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$897，较同期前值回升$5，40GP 总报价为$1501，较同期前值回升$10。

9 月下旬，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1010，较同期前值下调$50，40GP 总报价为$1620，较同期前值下调$100。10 月 1 日，长荣上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1000，较 9 月底船期下调$105，40GP 总报价为$1500，较 9 月底船期下调$210。

【重要资讯】：根据美国贸易代表办公室（USTR）于 2025 年 4 月 17 日发布的公告，自 2025 年 10 月 14 日起，美国将开始对中国船东和运营商，以及使用中国建造船舶的运营商提供的海运服务，征收港口服务费。中远海运集运强调，尽管这一收费可能会对该公司的

运营带来一定挑战，但中远海运集运始终对美国航线网络服务充满信心，并坚持投入稳定的运力，保持稳定的服务品质，持续为客户提供可靠、安全且高质量的物流解决方案。

【南华观点】：如此前预期，近月合约较前期已回落至相对合适点位，但总体仍在部分船司（如达飞等）欧线现舱报价继续下行，以及商品情绪的影响下继续回落。此后也需关注节前资金波动带来的风险。短期来看，期价延续震荡或震荡略偏下行走势的可能性较大；而就具体合约来看，10 合约期价在短期已回落至适当区间，但仍存一定下行可能，高位空单可继续持有，但不建议过度追空，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）、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：高位震荡

【行情回顾】周四贵金属价格涨跌不一，伦敦现货黄金微跌，现货银、铂、钯则微涨，近期贵金属市场处于美联储降息落地后的利多真空期，贵金属或进入阶段性盘整阶段。接下来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美国对贵金属进口的关税政策上。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 3678.2 美元/盎司，-1.07%；美白银 2512 合约收报于 42.1 美元/盎司，-0.12%。SHFE 黄金 2512 主力合约 收 826.82 元/克，-1.72%；SHFE 白银 2512 合约收 9835 元/千克，-1.94%。数据方面，周四晚间公布的美国上周首申失业金人数超预期大幅回落至 23.1 万，较前周降 3.2 万，创近四年最大降幅，数据后贵金属走低。消息面，英国央行维持利率不变，放缓量化紧缩步伐。

【降息预期与基金持仓】降息预期略有增强。据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 10 月维持利率不变概率 8.1%，降息 25 个基点的概率为 91.9%；美联储 12 月维持利率不变概率 0.7%，累计降息 25 个基点的概率为 15.4%，累计降息 50 个基点的概率 83.9%；美联储 1 月累计降息 25 个基点的概率为 8.2%，累计降息 50 个基点的概率为 50.5%，累计降息 75 个基点的概率为 40.9%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓维持在 975.66 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 15.53 吨至 15205.14 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 17.9 吨至 1203.5 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，周五日本央行公布利率决议。

【南华观点】中长线或偏多，短线看伦敦金银或陷入调整阶段，伦敦金支撑下移至 3600，强支撑 3500，阻力 3650，3700；伦敦银支撑 41，强支撑 40.5，上方阻力位 42，43，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】沪铜指数在周四回落，最终报收在 7.96 万元每吨附近；成交 22 万手；持仓 48 万手；上海有色现货升水 70 元每吨。
【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】铜价在周四的回落主要和美联储利率决议相关。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。

锌: 降息预期一致，日内持续探底

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22035 元/吨，环比-1.10%。其中成交量为 11.99 万手，而持仓则减少 6337 手至 71757 手。现货端，0#锌锭均价为 22010 元/吨，1#锌锭均价为 21940 元/吨。
【产业表现】9 月 17 日， Orion Minerals 宣布其子公司 Prieska Copper Zinc Mine Ltd 和嘉能可全资子公司签署了一份协议，为 Prieska 项目获取了 2 亿至 2.5 亿的美元融资和精矿承购协议。该承购协议包括 Orion Minerals 将向嘉能可出售此矿山生产的所有锌精矿和铜精矿，承购期限为 5 至 10 年。Orion Minerals 目前正在开发 Prieska Copper Zinc Mine (PCZM)和 Okiep Copper Project (OCP)两个项目，计划于 2026 年底或 2027 年初实现 Prieska Copper Zinc Mine（PCZM）项目的首产，设定了两个项目进入稳定生产状态后，将铜产量提升至超过 3 万吨/年、锌产量达到 6.5 万吨/年的目标。PCZM 项目矿产资源量 3100 万吨，平均品位铜 1.2%、锌 3.6%，《2025 年最终可行性研究》制定了优化的两阶段开发策略，上部矿体预计在开工建设后 13 个月内实现首产并持续生产 4.3 年，深部矿体开采的矿山寿命为 11 年，并将与上部矿体最后 2.2 年的生产期重叠，综合矿山寿命为 13.2 年。
【核心逻辑】上一交易日，锌价偏弱运行。宏观上，美联储降息 25 个基点的预期在前期已经消耗完了，锌价近几日的涨幅更多在于降息 50 个基点的预期，鲍威尔讲话公布此次降息并不代表快速降息对市场情绪进行降温。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，或是卖出虚值看涨期权来收取权利金。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，工具上可以选用卖出虚值看涨期权 C-22400

镍，不锈钢：受大盘影响偏弱运行

【盘面回顾】
沪镍主力合约日盘收于 120940 元/吨，下跌 0.89%。不锈钢主力合约日盘收于 12875 元/吨，下跌 0.46%。

【行业表现】
现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123800 元/吨，升水为 2200 元/吨。SMM 电解镍为 122700 元/吨。进口镍均价调整至 121900 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28080 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 3586.36 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-2.6%。8-12%高镍生铁出厂价为 954.5 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 228450 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，如期降息后整体大盘比较疲软，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情绪影响，后续 10 月将进行 26 年镍矿配额审批，对矿段供给担忧尚未解除。新能源方面支撑仍存，钴价持续上涨带动 MHP 以及镍盐方面价格有一定上行，当前市场流通偏紧且仍有询单，后续或延续偏强。镍铁报价仍然较为坚挺，但是高价实际成交已经有所下滑。不锈钢盘面日内失守 12900 一线，现货端仍以降价优惠试图刺激成交为主要节奏，实际成交也较为有限，目前节点整体动能趋于平静。 宏观层面美联储降息未超预期，整体大盘偏弱。

锡：美联储降息，锡价小幅低开

【市场回顾】沪锡指数在周四回落至 27 万元每吨；成交 10 万手；持仓 5.4 万手。周四夜盘小幅低开。
【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。
【交易策略】等待多头入场机会。

铅：高位震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17145 元/吨，环比+0.26%，其中成交量 39143 手，而持仓量则减少 3159 手至 39036 手。现货端，1#铅锭均价为 16975 元/吨。
【产业表现】今日产业链稳定。
【核心逻辑】上一交易日，铅价窄幅震荡。宏观上美联储降息对铅价影响较小，其更深远的影响仍未显现。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**）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：上下有限

【行情回顾】弱势运行
【信息整理】1. 本周，五大钢材品种供应 855.46 万吨，周环比降幅 0.2%；五大钢材总库存 1519.74 万吨，周环比增幅 0.3%；五大品种周消费量为 850.33 万吨，其中，建材消费环比增 4.3%，板材消费环比降 0.9%。
2.247 家日均铁水 241.02，+0.47。
【南华观点】从宏观层面看，美联储降息幅度不及预期，市场风险偏好短期内或迎调整。基本面方面，据钢联小样本数据，五大材中仅螺纹钢呈现供减需增、库存由增转降的态势，表现好于预期；其余四大材均处于增产累库状态。尽管五大材总供应收缩、需求环比增加，但整体仍在累库通道，成材仍面临高供应下的去库压力，不过钢材累库幅度已有所放缓，基本面略有改善。此外，国庆节前成材与原料仍存补库预期，下方空间相对有限。综合来看，此前行情上涨主要依赖宏观驱动，当前宏观驱动短期减弱，基本面暂未形成向上驱动，预计消化完美联储降息未超预期的短期影响后，盘面或又转向震荡盘整。

铁矿石：回归基本面交易

【盘面信息】铁矿石震荡，围绕 800 上下运行。
【信息整理】1.根据本期 mysteel 数据，五大材产量下降，表需回升，但表需仍低于产量；螺纹产量下降，且产量已经低于需求，库存下降；但热卷产量上升、需求下降，产量高于需求，库存累积； 2. 海关总署最新数据显示，2025 年 8 月中国出口汽车 76 万辆，同比增长 25.2%；1-8 月累计出口 493 万辆，同比增长 20.5%。8 月中国进口汽车 5 万辆，同比下降 40.6%；1-8 月累计进口 32 万辆，同比下降 33.2%。3. 印度政府在国内矿业日益强烈的反对下，暂缓了提高低品位铁矿石和球团矿出口关税的计划。一位知情人士和两位行业高管表示，政府此前一直在考虑将目前为零的出口关税提高至 20%至 30%。印度此前对铁含量低于 58%的低品位铁矿石和球团矿实行零出口关税政策，而对高品位矿石（铁含量高于 58%）则征收 30%的出口税。印度国内对此政策存在分歧：矿业公司普遍反对征收或提高出口税，理由是印度钢铁企业并不使用这些低品位矿石，且出口（主要面向中国）是处理这些矿石的重要途径；而一些小型钢铁生产商则支持限制出口，以确保国内供应和稳定的价格。
【南华观点】铁矿石目前矛盾不大，价格波动收窄。供应端，铁矿石发货恢复至中高水平，但钢厂节前补库，整体需求处于紧平衡。需求端，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，矛盾有所缓解。降息落地后，预计交易更贴近基本面。预计价格震荡运行，趋势性不强。

焦煤焦炭：抢跑补库逻辑，上行驱动减弱

【盘面回顾】震荡回调
【相关资讯】
1. 据蒙古国国家统计办公室发布的统计快报数据显示，2025 年 1-8 月，蒙古国煤炭产量累

计为 5956.0 万吨，比上年同期的 6670.6 万吨减少 714.6 万吨，同比下降 10.7%。其中，硬煤（Hard coal）产量为 5167.3 万吨，同比下降 10.9%；褐煤（Brown coal）产量为 788.7 万吨，同比下降 9.7%。（中国煤炭经济研究会）

2. 海关总署最新数据显示，2025 年 8 月，中国出口煤及褐煤 53 万吨，同比下降 45.5%；1-8 月累计出口 464 万吨，同比下降 0.7%。8 月，中国出口焦炭及半焦炭 55 万吨，同比下降 0.8%；1-8 月累计出口 495 万吨，同比下降 20.0%。8 月，中国进口煤及褐煤 4274 万吨，同比下降 6.7%；1-8 月累计进口 29994 万吨，同比下降 12.2%。

【逻辑分析】内蒙古煤矿超产核查加严，煤炭供应边际收紧，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：消息面影响

【盘面回顾】昨日铁合金在整个商品市场回落下，作为少数翻红的品种，主要原因是受到冶金行业矿热炉标准提高的消息影响，但是否属实还有待证实。

【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泫（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、严志妮（Z0022076）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

原油：SC 溢价回落，内外盘价差收窄

【盘面动态】WTI 主力原油期货收跌 0.48 美元，跌幅 0.75%，报 63.57 美元/桶。布伦特 11 月原油期货收跌 0.51 美元，跌幅 0.75%，报 67.44 美元/桶。；INE 原油期货收跌 1.51%，报 488.8 元。

【市场动态】1. 美国总统特朗普：我们需要进一步降低油价。如果我们把油价降下来，（俄乌）冲突就结束了。2. 知情人士：欧盟计划更快淘汰俄罗斯液化天然气。美媒报道，欧盟正在制定措施，以加快对俄罗斯天然气的逐步淘汰，就在几天前，特朗普呼吁欧盟在能源方面采取更多行动。欧盟执行机构欧盟委员会正在考虑在其新的制裁方案中纳入一项条款，禁止所有来自俄罗斯的天然气进口，无论这些天然气是通过管道还是以液化天然气的形式运输。欧盟委员会目前正准备在 2025 年 10 月前分阶段停止管道天然气进口，现在正计划提出一项法案，以加快对俄罗斯液化天然气的禁令。分析师预计全球天然气市场将在明年下半年开始转向供应过剩，这降低了逐步淘汰俄罗斯天然气可能给欧洲供应带来压力并导致价格飙升的风险。这将是欧盟确定新的淘汰日期的一个关键因素。3. 卡塔尔能源公司大幅上调 11 月 al-Shaheen 原油官价至每桶 3.61 美元（较迪拜报价溢价），较上月暴涨 1.09 美元，创下八个月以来最高水平。

【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：震荡下跌

【盘面动态】LPG2510 盘面收于 4460（-58），LPG2511 盘面收于 4385（-58），FEI M1 收于 549 美元/吨（-5），CP M1 收于 546 美元/吨（-2），MB M1 收于 373 美元/吨（-2）

【现货反馈】华东均价 4462（-20），山东均价 4530（-10），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 81.52%（-0.07%）；独立炼厂开工率 51.85%（+1.21%），不含大炼化利用率为 48.04%（+1.36%），国内液化气外卖量 53.85 万吨（+0.11），醚后碳四商品量 18.26（+0.37）；此外，进口端到港量本周较上周小幅增加，本周供应端稍增加。需求端本期变动不大。PDH 本期开工率 71.30%（+1.8%），万华蓬莱及河北海伟提负导致，开工率预计在 70%-75%左右震荡。MTBE 端本期价格小幅走强，下游节前补库，开工率 63.76%（+0.86%），外销量依然处于高位。烷基化端开工率下降至 43.82%（-2.35%）。库存端，厂内库存 18.03 万吨（+0.12），本周厂库在商品量增加后小幅累库；港口库存 323.4 万吨（+4.75），库存保持高位震荡。

【观点】情绪退却后，盘面走弱，现货端无法支撑价格的进一步走强。原油多空因素扰动比较大，隔夜原油延续回落，区间上沿依然存在压力。海外丙烷端本周求购走弱，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，供应端整体可控；需求端，PDH 开工因装置复产小幅提升，70%- 75% 左右震荡。整体缺乏明确驱动，偏震荡。

PTA-PX：PX 检修推迟，随商品情绪回落

【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。

甲醇：多单减量

【盘面动态】: 周四甲醇 01 收于 2334

【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：成本端提供支撑

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6926（-56）。
【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】昨日商品情绪性普跌。从 PP 基本面看，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。从估值端看，PP 成本端的支撑相对 PE 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 下行空间已比较有限。若 PP 装置停产进一步增加，可能会触发反弹行情。

PE：商品普跌，PE 自身驱动有限

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 7188（-57）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7120 元/吨，华东现货价格为 7140 元/吨，华南现货价格为 7320 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】昨日商品情绪性普跌。从 PE 自身基本面来看，近期驱动有限：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。

纯苯苯乙烯：震荡整理

纯苯：
【盘面回顾】BZ2603 收于 5999（-58）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 5930（-45），主力基差-69（+13）
【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 7062（-76）
【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7080（-100），主力基差 18（-24）
【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。本周前半周受到中美经贸会谈等影响宏观情绪偏暖，盘面偏强震荡。美联储降息落地，昨日商品情绪冷却，盘面明显回落。

燃料油：做空裂解利润

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU01 收于 2798 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。建议尝试做空裂解利润或者高低硫价差。

沥青：降息落地，情绪带动

【盘面回顾】BU11 收于 3427 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。

橡胶&20 号胶：利好预期出尽，破位下跌

【行情回顾】
昨日沪胶大幅下跌，夜盘延续走弱，RU2601 收于 15475（-155），NR2511 收于 12245（-85）。新加坡 TSR20 主力收于 171.5（-3.1）；日胶烟片主力收于 311.5（+2.3）。宏观预期利好出尽，橡胶系领跌商品，日胶因日元贬值而更抗跌。
【产业表现】
宏观方面：美联储如期降息 25 个基点，虽然面临较弱的就业表现，但并未有大幅降息的表态，仍维持预防性降息的定性。宏观预期落地使得前期偏暖情绪消退，也为国内以及其他经济体宏观政策打开操作空间，而这是未来交易的关注重点之一。
供给情况：国内外产区降雨仍持续多发，原料成本维持稳定支撑。9 月上半月泰国中部、东部降雨影响割胶，东北部受低压残流影响短期雨水增加。云南降雨持续扰动割胶，上量仍慢；海南热带扰动增雨，未来将有双台风增风雨，重点关注“桦加沙”路径变化。越南、柬埔寨产区持续降雨，近期上量受阻。
库存端：隆众资讯统计，截至 2025 年 9 月 14 日，中国天然橡胶社会库存 123.5 吨，环比下降 2.2 万吨，降幅 1.8%。深色胶社会总库存为 78.8 万吨，环比降 0.4%。其中青岛现货库存降 1%；云南增 2%；越南 10#降 3%；NR 库存小计降 1%。浅色胶社会总库存为 44.7 万吨，环比降 4%。其中老全乳胶环比降 2%，3L 环比降 0.4%，RU 库存小计降 6.5%。
需求端：轮胎厂开工维持高位，目前下游规格仍有部分缺货情况，且外贸出口持稳；但下游代理商库存偏高，虽临近假期且出于涨价担忧或维持小幅备库，预计短期产销稳定但或对远期采购需求有所抑制，而轮胎厂假期前开工预计维持平稳浮动，后期或受累于较高的成品库存。在政府补贴、车企优惠和贴息政策的多重刺激下，国内配套需求保持较高韧性。数据显示，今年 1 至 8 月份我国汽车产销量同比分别增长 12.7%和 12.6%。配套出口方面，

1 至 8 月份汽车出口同比增长 13.7%，其中新能源汽车出口同比增长 87.3%。轮胎出口保存增长趋势，数据显示 2025 年前 8 个月中国橡胶轮胎出口量达 650 万吨，同比增长 5.1%；出口金额为 1142 亿元，同比增长 4.6%。其中，新的充气橡胶轮胎出口量达 626 万吨，同比增长 4.8%；出口金额为 1097 亿元，同比增长 4.4%；1-8 月汽车轮胎出口量为 555 万吨，同比增长 4.6%；出口金额为 944 亿元，同比增长 4.1%。

【南华观点】

长期产能周期尚未完全达峰，供应上量仍具一定弹性；短期产区整体天气扰动仍存，9 月中南半岛区域内产区雨季高峰，降雨扰动频繁，海南未来将有来双台风袭扰，四季度关注拉尼娜现象进程。国内内需与出口表现具有韧性，美国诸多关税条例逐步缓解，国内下游出口契机较好。但长期的供给宽松预期和国际贸易局势风险带来持续的压力。所以在经济增速放缓和宏观宽松周期双重背景下，各国的宏观政策激励是关键变量，而国内的偏强现实也需要结合持续的宏观利好跟进才能共同构建稳定的需求预期。目前胶价破位下跌接近成本支撑，单边可逢低试多，RU01 重心区间参考 15600-15700。RU11-01 正套持有。逢低做扩深浅价差。

【风险提示】

宏观政策、天气变化、贸易壁垒

玻璃纯碱烧碱：震荡反复

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1306，-2.1%

【基本面信息】

本周纯碱库存 175.56 吨，环比周一+0.85 万吨，环比上周四-4.19 万吨；其中，轻碱库存 74.95 万吨，环比周一+0.32 万吨，环比上周四-1.35 万吨，重碱库存 100.61 万吨，环比周一+0.53 万吨，环比上周四-2.84 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，关注远兴二期纯碱投产出品情况。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 1208，-2.11%

【基本面信息】

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。

【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 2580，-1.07%
【基本面信息】
国内液碱市场涨跌均有。华北地区液碱市场供应充足，市场需求一般，今日氧化铝用碱及散户用碱价格均有下降。华东地区液碱市场局部上涨，市场需求尚可。西北地区市场供强需弱，价格有下降表现。其他地区液碱市场交易情况稳定。
【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，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转中，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：震荡行情

【现货】
山东银星报价 5650 元/吨（-0），山东俄针报价 5200
元/吨（—50），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。

丙烯：供需走弱

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6424（-38）,PL2602 盘面收于 6464（-18）；PP-PL01 价差 502（-18）;PL01-02 月差-40（-20）
【现货反馈】华东均价 6455（-20），山东均价 6625（+15）
【基本面数据】供应端，丙烯整体开工率 73.85%（+1.25%），产量 120.29 万吨（+2.18 万吨）。其中，主营炼厂开工率 81.52%（-0.07%）；独立炼厂开工率 51.85%（+1.21%），不含大炼化利用率为 48.04%（+1.36%）；蒸汽裂解开工率 83.8%(-1.96%)；PDH 开工率 71.3%（+1.8%），开工率预计在 70%-75%左右震荡。MTO 开工率 83.68%（+2.18%）。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 74.90%（-1.93%），产量 76.70 万吨（-1.97 万吨）；PP 粉料本期开工率 31.01%（+0.81%），产量 6.14 万吨（+0.15 万吨）。
【观点】情绪退却后盘面走弱，PP 依然旺季不旺，难以带动现货上涨，盘面随 PP 回落。同时本周供需端也走弱，供增需减，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，PP 开工再度下行。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）、边舒扬（Z0012647）、张博（Z0021070）、杨歆悦（Z0022518）、寿佳露（Z0020569）、宋霁鹏（Z0016598）、戴一帆（Z0015428）、胡紫阳（Z0018822）及助理分析师黄超贤（F03147169）提供。

农产品早评

生猪：政策未起有效支撑

【期货动态】LH2511 收于 12830 日环比-1.31%
【现货报价】全国生猪均价 12.78（-0.17）元/公斤，其中河南 12.85（-0.19）元/公斤、四川 12.54（-0.1）元/公斤、湖南 12.59（-0.20）元/公斤、辽宁 12.61（-0.1）元/公斤、广东 13.85（-0.17）元/公斤。
【现货情况】
市场反馈近期屠企宰量偏稳定，南方企业多维持刚需订单，北方个别省份因承接国储订单，分割比例有增加，整体增量情况不佳，短期内宰量或波动为主，下周部分省份或有双节备货增量预期。
【南华观点】
淡季供应结束，9 月供需双增的格局概率较大。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。

油料：关注周五中美谈判

【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，即将到谈判阶段。
【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，3300 备兑持有。

油脂：美政策不确定性带动油脂回调

【盘面回顾】美生柴政策不确定性增加，美豆油下跌带动国内油脂集体回调。
【供需分析】棕榈油：马来西亚当前因前期天气干旱，提前进入减产季，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】短期建议观望为主

豆一：反抽空间有限

【期货动态】周四豆一期货探底后回抽，主力 11 合约收回 3900 元关口，收于 3904 元，持仓量小幅增加，成交量小幅减少；夜盘反弹受压五日线回落，收于 3898 元；昨日豆一注册仓单减少 44 手至 7878 手；
【现货情况】东北产区收割在即，零星大豆上市主流报价在 1.87-1.9 元/斤，参考性有限；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】相较于期货市场的“迎新”回落，现货市场跌幅相对不大，有效供应粮源有限是支撑价格的首要因素，随着月底及十月份大量粮源收获上市，新季大豆主流定价将逐步明朗，预计价格承压为主，关注基层售粮情绪变化；中下游观望博弈低价心态明显，补货谨慎，造成销区货源偏紧，价格相对坚挺；南方产区供应压力相对有限，预计承压后展现韧性，优质优价运行；豆一期货缩量反抽，在现货价格未出现明显下跌情况下，豆一期货对前日大跌展开修复，随着新季情况逐步明朗，期货端或维持空头趋势运行；
【南华观点】11 合约套保空单持有。

玉米&淀粉：震荡偏弱

【期货动态】CBOT 玉米收低，美玉米产量预期较好。大连玉米淀粉小幅反弹。
【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、黑龙江东部等地新粮陆续上市。华北地区河南、山东等地基层新玉米陆续开始上市，大量上市预计九月底开始。销区市场玉米价格暂时稳定，刚需补库。
【南华观点】新粮逐步上市，盘面延续弱势。

棉花：等待新棉上市

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅下跌，受累于美元反弹。隔夜郑棉下跌超 0.5%。
【外棉信息】据印度气象部门数据显示，9 月 14 日西南季风开始撤离，较往年提前 3 天左右，截至 9 月 17 日，印度境内累计季风降雨为 869.1mm，较长期均值水平增加 7.7%。
【郑棉信息】目前全疆新棉吐絮近七成，大部分棉田正喷洒第二遍脱叶剂，新棉采收时间预计较往年提前，本周新疆迎来降温，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。据海关统计数据，2025 年 8 月我国棉花进口量 7 万吨，在配额的增发下，进口量环比增加 2 万吨，但仍处于较低水平。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 13700 附近支撑情况，跟踪机采棉开秤情况。

白糖：再创新低

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周四收低，盘中触及阶段低点。
昨日夜盘郑糖再创新低，整体持弱。
【现货报价】南宁中间商站台报价 5950 元/吨。昆明中间商报价 5760-5940 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.印度马邦 8 月降雨量为季节均值的 105.1%，9 月至今降雨量已经飙升至 132.4%，过多降雨令当地农民忧心忡忡。
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，5500 支撑被打破后预计价格将进一步回落。

鸡蛋：现货支撑减弱

【期货动态】主力合约 JD2511 收于 3132，日环比+0.51%
【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.37（-0.1）元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.32（-0.1）元/斤。
【现货情况】
全国蛋价冲高回落，周初旺季需求支撑，各环节出货顺畅，蛋价得以支撑，快速上涨，而

周后期临近节前备货尾声，食品企业及终端商超等环节拿货量逐渐减少，叠加冷库出库冲击市场，贸易流通环节恐跌心态显现，市场交易氛围减弱，产区出货受阻。
【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 3 车，成交在 1 车左右，河北崔尔庄市场到货 1 车，下游维持按需采购，现货价格暂稳。
【库存动态】9 月 18 日郑商所红枣期货仓单录得 8661 张，较上一交易日减少 210 张。据统计，截至 9 月 18 日，36 家样本点物理库存在 9247 吨，周环比减少 74 吨，同比增加 80.64%。
【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。