

金融期货早评

宏观：经济边际放缓，政策为关键变量

【市场资讯】1) 中美元首通电话。据环球时报，特朗普称，通话“非常富有成效”，将与中国领导人在 APEC 会议期间会晤，计划明年早些时候访华。2) 国务院新闻办公室将于星期一下午 3 时举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会，潘功胜、吴清、李云泽、朱鹤新出席。3) 上海优化调整房产税政策：首套房免征房产税。4) 美参议院否决两党各自短期支出议案，特朗普威胁“美国政府很可能 10 月 1 日关门”。5) 美国 SEC 主席：已就季度财报问题与特朗普进行了交流，市场可以决定合适的披露频率。6) 日本央行维持利率不变，意外出现两张反对票，启动 ETF 减持，每年抛售规模达 3300 亿日元，日股应声下挫。日本央行行长：要卖掉所持 ETF 将需要 100 多年时间，实际利率仍然非常低。7) 英国、加拿大和澳大利亚正式承认巴勒斯坦国，内塔尼亚胡威胁：等着瞧。

【核心逻辑】7-8 月作为三季度经济运行的核心观测期，其披露的数据系统呈现出当前宏观经济的复杂态势：一方面，经济增速边际放缓的压力已明确显现，地产拖累、消费支撑弱化、投资增速下行等信号共同构成了这一态势的核心底色；另一方面，政策端的逆周期调节已精准发力，供需两侧的托底政策正按序落地实施；更深层次看，数据亦揭示了金融市场与宏观基本面的结构性互动。股票市场在经济增速趋缓背景下保持强势，是行业业绩改善、全球风险偏好回升与政策持续利好共振的结果；商品市场则受即期需求约束呈现震荡格局。海外方面，9 月美联储议息会议标志着“预防性降息周期”正式开启。尽管点阵图显示年内仍有 50 个基点的降息空间，但鲍威尔反复强调数据依赖，未来政策路径将紧密锚定就业与通胀两大核心指标。

人民币汇率：美元上行风险或高于下行

【行情回顾】上周五，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1125，较上一交易日下跌 46 个基点，夜盘收报 7.1188。人民币对美元中间价报 7.1128，较上一交易日调贬 43 个基点。

【重要资讯】国家主席习近平同美国总统特朗普通电话，就当前中美关系和共同关心的问题坦诚深入交换意见，就下阶段中美关系稳定发展作出战略指引。通话是务实、积极、建设性的。习近平强调，美方应避免采取单方面贸易限制措施，防止冲击双方通过多轮磋商取得的成果。中方在 TikTok 问题上的立场是清楚的，中国政府尊重企业意愿，乐见企业在符合市场规则基础上做好商业谈判，达成符合中国法律法规、利益平衡的解决方案。希望美方为中国企业到美国投资提供开放、公平、非歧视的营商环境。

【核心逻辑】往后看，美联储如何在维护央行独立性的前提下，平衡不同利益主体的诉求，并制定出既符合经济基本面又顺应市场预期的货币政策，将成为其下一阶段的核心挑战。对市场而言，围绕货币政策方向的预期博弈游戏或才开始，当前若过度押注宽松政策，可能在一定程度上面临潜在风险。对于美元指数而言，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。整体而言，对于人民币的趋势性升值，我们暂未看到。

【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) 国新办即将召开“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜等负责人将出席，重点介绍“十四五”期间中国金融业的发展成果，并就相关问题回答记者提问；2) 美国即将公布 9 月 Markit 制造业 PMI 初值。8 月该数据曾创下三年新高，若本次数据继续表现强劲，可能引发市场对通胀持续性的进一步担忧，进而影响美联储后续货币政策走向；3) 美国将发布 8 月 PCE 数据，该指标是美联储密切关注的核心通胀参数；4) 需密切关注多位海外央行官员近期即将发表的讲话及其释放的政策信号。

股指：多空博弈，预计短期震荡为主

【市场回顾】

上个交易股指大幅缩量，指数走势震荡为主，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.08%。从资金面来看，两市成交额回落 8113.28 亿元。期指方面，IM 缩量下跌，其余各期指均缩量上涨。

【重要资讯】

1. 中美元首通电话。据环球时报，特朗普称，通话“非常富有成效”，将与中国领导人在 APEC 会议期间会晤，计划明年早些时候访华。
2. 上海优化调整房产税政策：首套房免征房产税。

重点关注：国务院新闻办公室将于 9 月 22 日周一下午 3 时举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会

【核心逻辑】

上周五股市成交额大幅收窄，两市成交额降至 2.3 万亿左右水平，美联储降息 25bp 落地后，指数先回调后震荡，符合我们之前的观点。期指基差均回升，持仓量及成交量回落。整体来看，交易热情回落但情绪面有所升温，目前市场多空博弈。临近国庆、中秋假期，部分资金存在离场规避假期不确定风险可能，市场情绪偏谨慎。在此情况下，短期预计股市继续维持震荡，若没有超预期信息，振幅也不会太大。

【南华观点】短期预计股指震荡为主

国债：关注央行动态

【市场回顾】上周期债总体反弹，但周五大幅回落。资金面因税期而偏紧，至周五有所缓解。

【重要资讯】1. 习近平同美国总统特朗普通电话：习近平强调，美方应避免采取单方面贸易限制措施，防止冲击双方通过多轮磋商取得的成果。中方在 TikTok 问题上的立场是清楚的，中国政府尊重企业意愿，乐见企业在符合市场规则基础上做好商业谈判，达成符合中国法律法规、利益平衡的解决方案。希望美方为中国企业到美国投资提供开放、公平、非歧视的营商环境。

【核心观点】8 月经济数据全面不及预期，显示经济下行压力增大，但市场重视度仍旧不高。上周 A 股创新高的同时波动加剧，监管似有降温之意，债市受股市影响不大。周三、周五一级发行情况一好一坏，导致市场大幅波动。目前市场尚未出现确定性高的右侧，行情随情绪来回摆动。外围方面，美联储如期降息 25bp，但目前国内对降息的预期不高，对央行恢复买债的猜测增多，需持续关注央行动态。消息方面关注下午国新办关于十四五金融发展成就的新闻发布会。交易可关注下跌带来多头左侧介入的机会。

【策略建议】交易思路多单逢低介入，控制仓位，拉开买入间隔。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、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：美联储降息落地 贵金属偏强运行

【盘面回顾】上周伦敦现货金银周线延续收涨，周内虽因周四美联储 FOMC 会议如期降息 25BP，呈现一定获利盘回吐压力而略有调整，但周五金银依然强势拉涨，助推周线持续收阳柱。周边美指周线收涨，美股收涨，1Y 美债收益率收跌，但 10Y 美债收益率收涨，整体反映为投资者对美联储近端降息交易预期的增强、对降息幅度加大的预期，以及宽货币可以缓解经济下行压力以及明后年降息需求减少的良好预期。其中年内降息预期的增强，以及降息节奏的前值预期，不仅在于近端就业数据的走弱，也在于美国政府对美联储货币政策的干预影响。我们认为，美联储确定性处于货币政策宽松周期，而宽松的実施节奏与前后置，更多影响黄金上涨的短期节奏，但不改黄金价格重心继续上抬的方向。接下来，投资者仍需重点聚焦美联储货币政策预期波动，潜在则需锚定美经济、就业与通胀数据，以及美联储人员调整、官员讲话等因素。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周增 19.76 吨至 994.56 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 135.53 吨至 15205.14 吨。短线基金持仓看，根据截至 9 月 16 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周增 4670 张至 266410 张，其中多头增加 1903 张，空头减少 2767 张；白银非商业净多减少 2399 张至 51538 张，其中多头减少 827 张，空头增加 1572 张。库存方面，COMEX 黄金库存周增 17 吨至 1227.5 吨，COMEX 白银库存周减 105.1 吨至 16299.6 吨；SHFE 黄金库存周增 4.48 吨至 57.43 吨，SHFE 白银库存周减 87.13 吨至 1159.4 吨；上海金交所白银库存（截至 9 月 12 日当周）周增 4.2 吨至 1252.4 吨。

【本周关注】本周数据整体清淡，主要关注周四晚美二季度 GDP 终值，以及周五晚美 8 月 PCE 数据。事件方面，周一 21:45，FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯就货币政策和经济前景发表讲话，22:00，2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆就美国经济前景和货币政策发表讲话；周二 2:00，英国央行行长贝利发表讲话；周四 20:20，2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话，21:00，FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯在有关美元的国际角色的第四届年会上致欢迎辞；周五 01:00，美联储理事巴尔就银行压力测试发表讲话，22:00，美联储理事鲍曼发表讲话。

【南华观点】中长线或偏多，短线看伦敦金银周线继续收阳柱，预示偏强格局。但伦敦金仍需关注前高 3700 阻力有效性，如突破则可进一步看高至 3800，支撑 3600 区域；伦敦银则周线收上 43 关口，预示短线有望进一步上试 44-45 区域，下方支撑 41.5。操作上仍维持回调做多思路，考虑十一国庆假期临近，建议前多谨慎持有。

铜：美联储降息落地，铜价回落

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周中下降 1.42%至 7.99 万元每吨附近，上海有色现货升水 70 元每吨。沪铜库存增加 1.1 万吨至 10.5 万吨；LME 库存小幅回落 6300 吨至 14.7 万

吨；COMEX 库存稳定在 31 万吨。进阶数据方面，铜现货进口窗口重启，窗口较小；铜铝比小幅大幅回升 0.03 至 3.84；精废价差小幅回落至 1752 元每吨附近，小幅偏高。

【产业表现】根据 2025 年 2 月签署并宣布的谅解备忘录，英美资源集团（Anglo American）已经通过在智利的子公司 Anglo American Sur（AAS）和 Codelco 达成协议，针对双方在智利相邻的 Los Bronces 和 Andina 铜矿制定联合开采计划。联合采矿计划已经制定，一旦相关的许可证到位，将在 21 年内增加 270 万吨铜产量，目前预计在 2030 年启动。

【核心逻辑】铜价在周中的回落主要是美联储降息后，鲍威尔的发言。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。黄金价格的大幅回撤也拉低了铜价。展望未来一周，铜仍然存在一定的韧性，或继续在 8 万元每吨附近震荡偏强。供给端偏紧的问题短期无法解决，印尼 Grasberg 铜矿仍需要 1-2 周时间恢复开采，需求端铜杆开工率基本保持稳定，下游终端需求暂时保持稳定，没有明显变化。

【南华观点】震荡偏强，周度价格区间 7.96 万-8.08 万元每吨。

铝产业链：沪铝仍有向上动力

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20795 元/吨，环比+0%，成交量为 11 万手，持仓 25 万手，伦铝收于 2676 美元/吨，环比-0.32%；氧化铝收于 2953 元/吨，环比+0.17%，成交量为 32 万手，持仓 31 万手；铸造铝合金收于 20355 元/吨，环比+0%，成交量为 3419 手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：降息预期自八月底起就成为了铝价的重要利多因素，美国 8 月宏观数据陆续发布，市场不断计价降息预期，在 9 月 18 日前几乎完全消化了今年余下时间三次降息的预期，因此在 18 日降息落地前夕市场率先交易“利多出尽”，价格出现阶段性回调。二是基本面方面，目前来看旺季边际需求好转，本周国内铝下游加工龙头企业开工率较上周小幅增加 0.1 个百分点至 62.2%，但旺季不旺概率较大，开工率与去年同期相比下降 1.3 个百分点，并且前期高铝价对下游接货情绪压制明显，库存始终难以去库对铝价形成压制。总的来说，9 月降息已经落地，宏观驱动暂缓，沪铝交易或聚焦在基本面上，库存是关注焦点，短期铝价回调后，下游成交情绪回暖，大户积极入场挺价，沪铝或将震荡偏强。

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：窄幅震荡，持续探底

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22045 元/吨，环比+0.05%。其中成交量为 77398 手，而持仓则减少 9913 手至 61844 手。现货端，0#锌锭均价为 21990 元/吨，1#锌锭均价为 21920 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，锌价窄幅震荡，持续筑底。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】维持空配

镍，不锈钢：周内受宏观层面影响居多，基本面无明确引导

【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 123950 元/吨，升水为 2350 元/吨。SMM 电解镍为 122750 元/吨。进口镍均价调整至 121900 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28120 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 3768.18 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-2.5%。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-3.14%。纯镍上期所库存为 29834 吨，LME 镍库存为 228444 吨。SMM 不锈钢社会库存为 897200 吨。国内主要地区镍生铁库存为 28652 吨。

【市场分析】

沪镍盘面周内走势偏弱为主，主要受到宏观层面影响居多，基本面调整有限。镍矿方面公布九月第二期基准价，镍矿基准有所上行，主要受到镍价近期重心上移影响，且升水保持坚挺；其他镍产品基准价基本持稳，MHP 受新能源需求影响有一定上行。镍矿印尼方面此外受 Weda Bay 园区部分矿区被政府查封干预影响持续释放供给端担忧信号，后续 10 月将进行 26 年镍矿配额审批，矿端支撑走势需进一步观望。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，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，库存较低且仍有询单，后续报价或延续偏强。镍铁近期价格仍然较为坚挺，但是高价实际成交已经有所下滑，市场锚点以及成本支撑下暂无下行驱动。不锈钢方面周内反复博弈，盘面一直不温不火，周中失守 12900 关口，但是目前连续十周去库，且受成本支撑以及旺季预期影响下方空间有限；现货端灵活跟随盘面浮动，各种规格优惠试图以现货成交为前提刺激盘面，低价资源成交有一定好转。周中美联储如期降息 25 个基点，日后整体大盘跌幅较大，主要受到降息无超预期波动影响。

锡：美联储降息落地，锡价小幅回落

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中小幅回落 1.68%至 26.9 万元每吨，上海金属网现货升水 100 元每吨。上期所库存小幅增加至 7897 吨，LME 库存继续上升至 2645 吨。进阶数

据方面，锡进口亏损稳定，40%锡矿加工费保持稳定。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】锡价在周中的回落主要是美联储降息后鲍威尔讲话偏鹰。他表示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。

【南华观点】小幅回收超跌部分，周运行区间 26.9 万-27.4 万元每吨。

碳酸锂:把握节前最后补库机会

【行情回顾】上周碳酸锂加权指数合约收于 74015 元/吨，周环比+3.84%；成交量约 49.23 万手，周环比-5.89%；持仓量约 73.49 万手，周环比-3.61%，LC2511-LC2601 合约月差为 contango 结构。广期所仓单数量 39484 手，周环比+859 手。

【产业表现】上周锂电产业链市场较好。锂矿：上周矿端挺价情绪浓厚，其中 SMM 澳矿 6%CIF 报价 830 美元/吨，周环比+3.75%，非洲矿报价 767 美元/吨，周环比+2.54%。供给：锂盐市场上周成交量有所好转，下游补库情绪恢复，其中碳酸锂报价周度变动幅度+1.45%，氢氧化锂报价周度变动幅度-0.25%；贸易商环节基差报价稳定。需求：本周下游材料厂报价小幅走强，其中磷酸铁锂系报价变动+0.80%，三元材料系报价变动+0.57%，六氟磷酸锂报价变动+1.79%，电解液报价变动+0%。上周磷酸铁锂开工率环比上涨，产量环比上涨；三元材料产量环比上涨；锰酸锂产量小幅上涨，钴酸锂企业产量环比上涨，电解液月度产量环比上涨。

终端：上周电芯市场报价继续上涨，其中三元系涨幅约+1.03%，磷酸铁锂系涨幅约 1.22%。

【南华观点】从国家产业政策导向来看，年底前下游锂电材料企业的需求预计将维持环比增长态势，并随着下游企业生产需求的释放，有望进一步拉动锂盐现货采购需求，进而可能对碳酸锂期货价格形成阶段性支撑。综合供需两端多维度因素分析，预计截至国庆假期之前，碳酸锂期货价格将在 72000-76000 元/吨区间内呈现震荡整理态势。

工业硅&多晶硅:高度有限，谨慎参与

【行情回顾】上周工业硅加权期货合约收于 9467 元/吨，周环比+6.54%；成交量 67.08 万手，周环比+79.01%，持仓量 55.37 万手，周环比+6.57 万手；工业硅 SI2511-SI2601 月差为 contango 结构；仓单数量 49874 手，周环比-124 手。

上周多晶硅加权指数合约收于 54263 元/吨，周环比-1.57%；成交量 47.98 万手，周环比+3.29%，持仓量大约 27.31 万手，周环比-2.85 万手；多晶硅 PS2511-PS2512 月差为 contango 结构；仓单数量 7900 手，周环比+80 手。

【产业表现】上周产业链现货市场情绪较旺。供给：工业硅市场报价上涨，周环比变动+2.3%，硅粉市场报价走强，周度涨跌幅+2.6%。需求：三氯氢硅报价周环比+0%，有机硅市场报价周环比+0.93%；铝合金市场报价周环比-0.48%；多晶硅市场报价周环比+2.13%。产量：工业硅平均产量环比变动+2.75%，原生铝合金开工率环比变动-0.35%，再生铝合金开工率环比变动+0.72%；有机硅产量环比变动-0.2%。库存：本周工业硅库存环比变动+0.4 万吨，原生铝合金库存环比变动+2.79%，再生铝合金库存环比变动+2.58%。

上周光伏产业现货市场表现一般。供给：本周原料端硅粉价格周环比变动+1.53%，N 型多晶硅复投料 52.65 元/kg，周环比+2.13%。需求：N 型硅片价格指数 1.35 元/片，周环比上涨 5.00%；Topcon-182 电池片报价 0.315 元/瓦，周环比上涨 1.61%；集中式-N 型 182 组件报价 0.662 元/瓦，周环比-0.75%，分布式-N 型 182 组件报价 0.677 元/瓦，周环比-0.15%。终端周度中标均价 0.72 元/瓦，周环比+1.41%。产量：多晶硅产量环比变动-0.64%，硅片产

量环比变动+0.29%库存：多晶硅总库存环比变动-3.2%，硅片库存环比变动+1.93%，电池片库存环比变动+28.57%，组件库存环比变动+1.17%。

【南华观点】工业硅后续随枯水期的到来，价格重心将小幅上涨，但由于库存压制，价格高度不易看高。多晶硅当前市场短期交易主线围绕“9月收储平台成立与否”展开，后续将逐步切换至“11月仓单集中注销”的预期博弈，同时需警惕政策或节点真空期内各类不实信息对市场情绪的扰动。从风险角度出发，当前多晶硅期货波动率远高于碳酸锂、工业硅等品种，整体风险程度较高，建议投资者谨慎参与，做好仓位控制与风险对冲。

铅：高位震荡，静待需求反响

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17150 元/吨，环比+0.03%，其中成交量 35975 手，而持仓量则减少 6293 手至 32743 手。现货端，1#铅锭均价为 17000 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，铅价高位震荡。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，看铅是否能持续上行需要观察需求对价格的可接受度。

【南华观点】谨慎看多。

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）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：关注下午会议情况

【行情回顾】偏强运行

【信息整理】1. 央行、金融监管总局、证监会、外汇局负责人将于 9 月 22 日下午 3 点召开新闻发布会，介绍“十四五”时期金融业发展成就。

2. 上周末，唐山迁安普方坯资源出厂含税上调 10 元/吨，报 3060 元/吨。

【南华观点】从基本面看，上周大材呈现供需增、库存累积放缓的态势。受电炉废钢日耗下降影响，粗钢供应收缩，需求环比略有好转，累库速度有所减缓。但与近三年季节性水平相比，钢材整体及螺纹、热卷库存仍处于超季节性累积状态，去库压力依旧明显，不过螺纹库存由增转降以及总体累库放缓在一定程度上提振了市场情绪。近期长短流程钢厂利润回升，预计生产积极性仍维持高位，但在高供应背景下需求支撑不足的问题有所凸显，近期钢材持续超季节性累库，叠加盘面利润不断收缩，市场负反馈压力逐步积累，对钢价上行空间形成明显压制。临近国庆，钢厂及下游均存在一定补库需求，原料支撑偏强，叠加宏观政策预期托底，整体情绪偏乐观，盘面下跌阻力亦较大。目前多空驱动均有限，上方受需求制约和供给侧尚未有实质大幅缩减表现难有突破，下方受宏观预期和补库支撑亦

存阻力，节前钢价预计呈现震荡格局，上下空间有限。

铁矿石：回归基本面交易

【南华观点】美联储如期降息 25bp，点阵图显示今年剩下还有两次降息，鲍威尔强调了决策的 data dependence，本次降息整体更为预防式的，由于市场预期比较充分，因此消息公布后市场波动有限。降息后，市场整体可能回归基本面去交易。不过，中国 8 月经济数据全面走弱，稳增长政策加码预期升温，美国降息后国内政策空间也扩大了。因此，尽管未来基本面交易权重变大了，也需要留意政策方面的预期变化。

目前铁矿石基本面比较平稳，整体供求双旺，矛盾不大。

供应端，全球发货量恢复，发货量重新回到了超季节性的高位。非主流发运继续放量，与去年累计同比多发运了 883 万吨。海岬型运费维持高位，预计发运维持偏强状态。此外，印度政府已决定推迟实施对低品位铁矿石和球团矿提高出口关税的计划，主要原因是遭到国内采矿业的强烈反对。该提案原本计划将目前零关税的税率提高至 20% 至 30%。

需求端，本期日均铁水环比增加 0.47 万吨至 241.02 万吨。铁水产量回升，同比和超季节性都处于高位，对铁矿石形成了强支撑。钢厂利润略恢复，螺纹高炉利润已经回升至 0 以上。终端钢材端，螺纹边际减产，库存开始去库了，但是其他钢材开始累库了。螺纹钢是拖累项，但由于螺纹钢目前产量占比越来越低，影响偏小，单独螺纹的需求难以引发全面的负反馈。螺纹转水热卷明显，卷螺差开始见顶回落。热卷产量继续上升，库存继续上升，对价格上方空间产生压制。不过，热卷出口利润边际好转，出口接单平稳。热卷处于供需双旺，由于需求有支撑，高产量的风险不像螺纹钢这么大。

铁矿石库存整体从港口向钢厂转移。相对于往年，目前的补库节奏比较慢，钢厂不急于补库，一方面是有了低库存运营的经验，另一方面目前矿价相对较高，整体积极性一般，但整体在国庆前对铁矿石价格有强支撑。

估值端，近期也有两方面的变化。一方面是人民币升值，对人民币计价的连铁有支撑作用。相比较外盘掉期，连铁走势明显更为强势。另一方面，是焦煤端仍有一定的反内卷预期，价格回升，对铁矿石价格形成了一定的压制。

总结，预计铁矿石价格偏震荡运行，整体矛盾不强，钢厂通过调节产量缓解了产业链内部的矛盾，利润也有所回升，预计在补库和高铁水的支撑下，铁矿石价格下方空间有限。但上方空间仍受到需求、高发运的压制，因此价格趋势性可能不强。

焦煤焦炭：节前补库启动

【相关资讯】

1. 9 月 21 日国务院总理李强会见来华访问的美国国会众议员代表团史密斯一行。李强指出，中美应当做携手发展的伙伴，真诚相待、相互赋能、彼此成就。中方愿同美方本着平等、尊重、互惠的精神，通过沟通解决各自关切。
2. 央行、金融监管总局、证监会、外汇局负责人将于 9 月 22 日下午 3 点召开新闻发布会，介绍“十四五”时期金融业发展成就。
3. 山西省统计部门透露，2025 年前 8 个月山西省煤层气总产量达 98.1 亿立方米，超过 2022 年全年产量，创历史同期新高，约占全国同期煤层气产量的 81.3%。

【逻辑分析】下游启动节前补库，焦煤库存结构改善，坑口有挺价情绪，焦煤现货止跌反弹。焦炭二轮提降全面落地，入炉煤成本抬升，焦化利润快速收缩，节前三轮提降难度较大。展望后市，“反内卷”仍是下半年市场的关注重点，需警惕宏观情绪波动及矿山超产检查对煤焦市场的扰动，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。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。后续关注国庆节后终端需求恢复情况、10 月底四中全会及十五五规划纲要的提出。

【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

【盘面回顾】铁合金价格周五出现十字星，硅铁主力 11 合约收盘 5736，环比上周+2.28%，硅铁总持仓量 39.6 万手，环比上周-6%；硅锰主力 01 合约收盘 5964，环比上周+2.26%，硅锰总持仓量 55.14 万手，环比上周-2.75，铁合金持仓量都已连续两周下滑，部分资金撤离。

【核心逻辑】近期的交易逻辑还是在于铁合金的成本支撑与期限结构改善的支撑。宁夏地区电价开始上调，宁夏电价 9 月初调整为 0.4 元/度，上调 2 分，同时兰炭价格为稳，硅铁部分地区的现货价格低于成本价格，硅铁价格形成成本底的预期。近期市场传言 10 月加蓬锰矿发运可能减少，但目前加蓬发运量正常，并且澳矿发运已经恢复，锰矿累计发运量达到近几年同期最高值，锰矿供应相对充足，但需要关注短期扰动对锰矿价格的影响。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。

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

能化早评

原油：基本面压力主导，地缘扰动难改中期偏空基调

【盘面动态】国际油价走弱，美油主力合约收跌 1.42%，报 62.36 美元/桶，周跌 0.53%；布伦特原油主力合约跌 1.3%，报 66.05 美元/桶，周跌 1.4%。

【市场动态】1. 市场消息：欧盟考虑针对俄罗斯“友谊”输油管道采取贸易措施。2. 美国商品期货交易委员会（CFTC）：截至 9 月 16 日当周，WTI 原油投机性净多头头寸增加 30855 手，转为净多头头寸 5951 手。

【南华观点】上周原油呈现冲高回落走势，日线三连跌基本回吐前期涨幅，重回 7 月以来横盘震荡下沿关键支撑位，当前仍维持下有支撑、上有压制的横盘格局，且震荡中反弹高点下移、逐步向支撑位收敛，整体呈弱势，上方空间有限。影响原油走势的核心矛盾在于基本面压力与地缘风险支撑的博弈。基本面是当前最大压力源：供应端，OPEC+10 月开启第二阶段复产，虽增产力度收缩但产量仍处高位，叠加中东夏季用电高峰结束后直烧原油

需求转供应、美俄炼厂因检修或遭袭致加工量下滑，供应增量超预期风险隐现；需求端已进入季节性下滑，中美原油加工需求总体高位回落，美国炼厂秋检将持续至 10 月底，此阶段油品需求为年内最弱。供增需减下，原油供求失衡与过剩压力加剧，短期压制盘面、限制利多空间，中长期还将驱动盘面重心下移，且这一压力难以通过 OPEC+调整增产力度扭转。地缘风险则是主要潜在支撑，中东、东欧、南美局势虽紧张但未升级，这类短期扰动通常一周内便被市场计价消化，多引发弱反弹后再度回落，短期原油最大上行风险仍来自地缘，具体反应节奏取决于事件风险级别。此外，美联储会议落地、欧盟对俄石油新增制裁等事件，均未对原油盘面产生明显影响。当前市场注意力多被短期地缘事件分散，尚未充分计价基本面风险，但该风险无法排除，时间维度对原油走势不利，短期仍难摆脱弱反弹后回落的节奏。

LPG：震荡走弱

【盘面动态】LPG2510 盘面收于 4425 (-35)，LPG2511 盘面收于 4360 (-25)，FEI M1 收于 547 美元/吨 (-2)，CP M1 收于 534 美元/吨 (-7)，MB M1 收于 372 美元/吨 (-1)

【现货反馈】华东均价 4415 (-47)，山东均价 4530 (-10)，最便宜交割品价格 4310 (+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，原油在区间上遇到压力回落。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。整体驱动走弱。

PTA-PX：基本面难言期待，突破仍需宏观驱动

【基本面情况】PX 供应端福佳大化一条 70w 周内按计划停车检修，负荷下调至 86.3% (-1.5%)；后续增量方面，天津石化 39w 下旬计划重启，关注实际兑现情况，PX 供应 9 月存抬升预期。供需平衡上，PX9 月目前预期累库 10 万吨附近；四季度 PTA 检修计划公布较多，若实际兑现，PX 总体维持平库到小幅累库，供需偏紧格局较之前预期放松。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 小幅走缩至 227 (-5)，PX-MX 走扩至 128.5 (+3)。

PTA 方面，供应端中泰石化 9.18 起逐步降负停车检修，TA 负荷持稳 76.8% (-)；后续福海创 450w 下旬计划重启，关注实际兑现情况。库存方面，下游需求预期不佳，社会库存小幅累库至 210 万吨 (+2)。效益方面，近期 PTA 检修计划频出，产业链结构矛盾有所缓解，TA 现金流加工费低位反弹至 151 (+36)；当前 PTA 现金流加工费虽有修复但仍处低位，短期供需矛盾不大，但预期仍然不佳，继续走扩需要额外的检修或挺价推动。

需求端，聚酯负荷部分波动，聚酯负荷下调至 91.4% (-0.2%)。整体来看，聚酯需求季节性走强后继乏力，订单不足与高位库存叠加下终端投机情绪不足，旺季成色有限。近期下游采购以刚需为主，长丝与短纤库存小幅累积，FDY、DTY 加工费承压，POY、短纤、瓶片

加工费维持。织造终端而言，近期下游需求表现平平，订单新增不足，织造开工维持。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不足，需求及下游情绪后续随天气降温秋冬订单下发预期仍有边际走强，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，关注后续是否有提负计划公布。

【观点】PX-TA 近期在商品情绪不振及成本端走弱带动下价格下行。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，近期 PTA 检修计划公布较多，若后续兑现，PX-TA 结构性矛盾近端 12 月之前将得到缓解，因此 PTA 加工费近期走扩。但格局上 PTA 偏过剩格局预期压制 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，加工费扩张幅度有限。总体来看，近期在商品情绪不振压制下 PX-TA 产业链绝对价格承压严重，继续压缩空间较为有限，后续进入十月宏观预期影响力度或大于基本面悲观预期的压制力度；在操作上，可考虑谨慎试多，或通过做扩 TA-SC 价差表达；加工费方面，TA01 盘面加工费建议 270 以下逢低做扩。

MEG-瓶片：商品情绪与累库预期压制估值，短期下方空间有限

【库存】华东港口库至 46.5 万吨，环比上期增加 0.6 万吨。

【装置】新疆天业三期 60w 近期重启后再次停车，预计下旬重启；海外装置方面，美国壳牌两套共 37.5 万吨装置近期停车检修一个月。

【基本面情况】

基本面方面，供应端油降煤升，总负荷持稳 74.93 % (+0.02%)；其中，煤制方面，新疆天业三期重启后再度停车，部分装置负荷波动，煤制负荷升至 79.38% (+2.69%)；后续 9 月下旬天业 60、天盈 15、卫星裂解计划重启，关注兑现情况。效益方面，原料端油价小幅走弱、动力煤大幅走强，EG 现货价格继续小幅走弱，乙烯制利润持稳，煤制边际利润大幅承压至-64 (-103)；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，港口发货不佳，下周一港口显性库存预计累库 1 万吨左右。

需求端，聚酯负荷部分波动，聚酯负荷下调至 91.4% (-0.2%)。整体来看，聚酯需求季节性走强后继乏力，订单不足与高位库存叠加下终端投机情绪不足，旺季成色有限。近期下游采购以刚需为主，长丝与短纤库存小幅累积，FDY、DTY 加工费承压，POY、短纤、瓶片加工费维持。织造终端而言，近期下游需求表现平平，订单新增不足，织造开工维持。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不足，需求及下游情绪后续随天气降温秋冬订单下发预期仍有边际走强，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，关注后续是否有提负计划公布。

【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，在商品情绪不振背景下估值持续承压。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 4200-4400 区间震荡，突破需要依赖成本端及宏观驱动；在操作上，短期向下破位空间有限，可考虑卖出执行价为 4150 的虚值看跌期权。

甲醇：卖看跌持有

【盘面动态】：周五甲醇 01 收于 2357

【现货反馈】：周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-110

【库存】：上周甲醇港口库存窄幅波动，周期内的显性外轮卸货计入 22.14 万吨，部分在靠船货尚未完全计入在内。江苏主流库区提货维持良好，浙江地区烯烃重启支撑消费能力回升，总体在周度卸货减量背景下华东表现去库。华南港口库存继续累库。广东地区主流库区提货相对稳健，周内进口及内贸船只均有到货，另有个别在卸船只尚未完全计入库存，库存继续累库。福建地区仅有少量进口船货低港，下游刚需消耗下，库存小幅去库。

【南华观点】：周初内地与港口维持割裂，港口持续倒流，内地走弱后，盘面下行。目前来看，甲醇最大的矛盾仍在港口，截至本周伊朗发运 70w，目前这个速度，9 月装船预计 90w 以上，持续的高发运使得 01 矛盾难解，15 本周走出反套。内地小幅库存，宁夏宝丰装置恢复，外采减量，蒙大 6 万采够后，预计下次采购国庆节后，中原乙烯停止采购，10 月停车技改，内地 9 月价格可能见顶。目前市场无法证伪伊朗是否提前限气，kamiya 本周意外停车（限气传闻再起），但随着时间推移，港口压力难解决，短期来看甲醇 01 做多性价比不高。综上建议多单减量，卖看跌继续持有。

PP：利润压缩明显，关注装置开工情况

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6914（-12）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6760 元/吨，华东现货价格为 6750 元/吨，华南现货价格为 6760 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。库存方面，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】本周聚烯烃波动仍是主要受到宏观情绪的主导。前半周反内卷消息叠加对美国降息的预期，带动聚烯烃走强。后续，美联储降息政策落地，如预期降息 25 个基点，市场情绪快速回落，前期的涨幅回吐。从现实端来看，PP 下游需求恢复情况不及预期，旺季备货的意愿偏弱，华东基差维持在-160 元/吨，“旺季不旺”的情况导致 PP 的支撑不足。而从估值端来看，在 PP 持续下行的过程中，利润显著压缩，成本支撑逐步显现：1）PP-丙烯价差目前已降至 100 元/吨以下的极端水平，金能化学从上周开始外卖丙烯，本周 PP 装置重启，和裕龙石化本周 1、4 线重启，3 线停车；2）PP-粉料价差也已处于今年低位，中景石化 2 期 1 线 PP 装置停车，粉料装置负荷提高；3）同时，PDH 装置利润再度下降至亏损状态，导致开工率出现明显下滑。若是 PP 利润持续处于当前的极低水平，进一步触发装置停车，或将形成一定的反弹驱动。所以短期来看，PP 下行空间非常有限，在当前的估值已不宜继续追空，后续可关注装置变化，和逢低做多的机会。

PE：下行空间有限，震荡格局延续

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 7169（-19）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7100 元/吨，华东现货价格为 7120 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 80.36% (+2.32%)。本周多套装置重启，开工率回升。从当前来看，10 月装置检修量预计相较 9 月明显回升，供给压力将有所回归。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 42.17% (+0.75%)。其中，农膜开工率为 24.12% (+2.63%)，包装膜开工率为 51.3% (+0.48%)，管材开工率为 31.67% (+0.16%)，注塑开工率为 57.1% (+0.5%)，中空开工率为 38.97% (+0.44%)，拉丝开工率为 33.49% (+1.3%)。PE 下游需求逐步回升中，但是相较往年，今年需求回升速度偏缓，去库速度不及预期，因此对 PE 的支撑力比较有限。库存方面，本期 PE 总库存环比下滑 0.99%，上游石化库存环比上升 2%，煤化工库存下降 7%；中游社会库存下滑 2%。

【观点】本周聚烯烃波动仍是主要受到宏观情绪的主导。前半周反内卷消息叠加对美国降息的预期，带动聚烯烃走强。后续，美联储降息政策落地，如预期降息 25 个基点，市场情绪快速回落，前期的涨幅回吐。从基本面情况来看，供给端，后续装置检修预计有所缩减，供给量回归，加之近期外盘价格持续偏弱，预计后续进口量将有所回升。而在需求端，虽然能看到开工率逐步回归，现货成交量环比转好，但是总体回升速度缓于往年同期，去库速度不及预期，导致对 PE 的支撑不足。因此现实端情况持续处于偏弱状态，而预期端，一方面是偏乐观的宏观预期对其提供了支撑，另一方面是当前估值已经处于低位，在没有强驱动的情况下，继续下行的空间比较有限。因此预计 PE 后续仍将以震荡格局为主。

PVC:延续观望

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：8 月出口 28 万吨，整体表现不及预期，整体后续 9-11 月数据预期调整至 30 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 1.6 万吨，华南小幅去库，厂库库存小幅累库，待发走强，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，煤炭端供应缩量再度加重，导致煤炭近期反馈较强，对煤化工板块或有一定扰动。PVC 产业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、出口又比较一般的背景下，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，二是十五五规划与持续的反内卷炒作，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：纯苯过剩压力加大

纯苯：

【盘面回顾】BZ2603 收于 5966 (-33)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5875 (-55)，主力基差 -91 (-22)

【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，石油苯福佳大化一套重整歧化计划内停车，中海壳牌一套裂解计划外停车；加氢苯方面仍有前期停车装置重启，总供应较上周基本持平。需求端开工涨跌互现，苯乙烯、己二酸开工下滑，己内酰胺、苯胺、苯酚均有装置重启提负，开工率回升，综合折原料纯苯需求较上一周期回升。本周市场消息显示，华东两家工厂均推迟其纯苯装置检修时间，另外山东两套长停纯苯小装置计划于 10 月中旬回归，进口方面听闻 11-12 月均有欧洲至中国的进口成交，综合来看四季度供应预期增多；而需求方面四季度下游投产与检修并存加上今年终端迟迟未看到旺季需求明显好转的迹象，纯苯累库格局难改。原油端受增产消息影响预计价格承压，自身基本面偏弱，若无宏观利好，价格预计偏弱震。

苯乙烯：

【盘面回顾】EB2510 收于 6972（-90）

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7005（-75），主力基差 33（+15）

【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 18 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 21.63 万吨，较上一周期减少 0.40 万吨，环比下降 1.81%。

【南华观点】

苯乙烯：供应端本周浙石化两套 60 万吨苯乙烯装置故障停车，预计停车 10 天，9 月苯乙烯供应继续收紧。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，本周 3S 开工率变动不大，3S 折苯乙烯需求维持在年内高位。当前看终端需求增量有限，提货一般。京博苯乙烯外放持续影响市场，苯乙烯港库口库存短期去库后续仍将累库。当前纯苯、苯乙烯绝对价格处于历史低位，低估值但高库存，基本面仍偏弱，反弹动力不足，短期更多跟随原油波动，震荡看待，单边观望为主，品种间可考虑逢低做扩纯苯苯乙烯价差。关注纯苯苯乙烯下游国庆节前备货的意愿。

燃料油：裂解企稳

【盘面回顾】截止到夜盘，FU11 报 2819 升水新加坡 10 月纸货 12 美元/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，不宜继续追空，短期建议观望。

低硫燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止到夜盘，LU11 报 3370 元/吨，升水新加坡 11 月纸货 12 美元/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-111.8 万桶；ARA-5.2 万吨，舟山-10 万吨

【南华观点】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，国内出口配额下放 70 万吨，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，短期依然疲软。

沥青：震荡偏弱

【盘面回顾】BU11 收于 3421 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，山东开工率+0.5%至 36.5%，华东开工率-4.5%至 43.2%，中国沥青总的开工率-0.5%至 34.4%，山东沥青产量+0.4 至 19.1 万吨，中国产量-0.1 万吨至 60.7 万吨。需求端，中国沥青出货量+7.44 万吨至 31.36 万吨，山东出货+2.92 万吨至 8.26 万吨；库存端，山东社会库存-0.3 万吨至 13.6 万吨和山东炼厂库存-0.7 万吨为 12.4 万吨，中国社会库存-1.6 万吨至 46.2 万吨，中国企业库存-0.6 万吨至 42.5 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。

尿素：现货探底

【盘面动态】：周五尿素 01 收盘 1661

【现货反馈】：周末国内尿素行情偏弱松动，下调幅度 10-50 元/吨，山西局部大颗粒价格坚挺，小幅反弹 10-15 元/吨，截止昨日主流区域中小颗粒价格参考 1500-1650 元/吨。山东、河南低价降至 1560 元/吨附近，新单成交有不同程度好转，但国内尿素反弹动力依旧欠缺，短线行情盘整为主。

【库存】：截至 2025 年 9 月 17 日，中国尿素企业总库存量 116.53 万吨，较上周增加 3.26 万吨，环比增加 2.88%，中国尿素港口样本库存量：51.6 万吨，环比减少 3.34 万吨，环比

跌幅 6.08%。

【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：预期反复，区间交易

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1318，0.92%

【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，增加纯碱波动。远兴二期点火，正式进入试车阶段，纯碱远期供应压力持续。轻重碱中下游刚需补库为主，上游碱厂高位去库，碱厂压力有多缓解。当下纯碱中长期供应维持高位的预期不变，正常检修继续。光伏玻璃基本面环比进一步改善，光伏玻璃成品库存去化至相对低位。纯碱刚需企稳，暂时没有走弱预期，重碱平衡继续保持过剩。不过 8 月纯碱出口超过 20 万吨，好于预期，一定程度上缓解国内压力。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 1216，0.66%

【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，沙河湖北中游库存均偏高，阶段性补库能力偏弱。估值角度，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，不确定性尚存。当前供应端日熔暂稳于 16 万吨附近，有小幅回升预期。1-9 月玻璃累计表需预估下滑 6%-6.5%，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，三是中游库存的去化情况。

烧碱：

【盘面动态】烧碱 2601 合约昨日收于 2641，2.36%

【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。山东液碱高价下游有所抵触，库存增加，且山东主力下游采购价下滑，采买谨慎，不过盘面前期已有所反映。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+。非铝下游稳定为主，非铝刚需跟进。后市继续关注现货节奏、旺季成色以及下游备货积极性。目前烧碱整体供需矛盾有限，阶段性补库以及宏观预期或影响价格节奏。

纸浆：无驱动，震荡

【盘面】

sp2511 收盘于 4994 (-26)，仓 (+4996)；sp2601 收盘于 5298 (-22)，仓 (-123)。

【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】9.18 日库存显示为 212.2 万吨 (+6)

【月差结构】11-01 观望

【核心逻辑】

本周纸浆价格区间震荡，波动率降低。近端矛盾并不突出。基本面的相对弱势（布针仓单压力，高库存去化不畅，旺季不旺），但也已经计价，未见新的利空。需求端上看，本周成品纸产量有一定的提升，相比前面提的旺季不旺，有一定的改善。但向上驱动依然不足，预计盘面震荡运行。

宏观上，美联储在 9 月议息会议上宣布降息 25 个基点至 4.00%-4.25% 区间，这是自 2024 年 12 月以来的首次降息，主要因就业增长放缓、失业率上升，政策重心从抗通胀转向稳就业。会议声明删除“劳动力市场稳健”表述，承认就业下行风险增加，同时指出通胀仍略高且面临上行压力。鲍威尔的表态偏向谨慎宽松，既释放应对就业疲软的信号，又避免市场误读为全面放水，显示美联储在复杂经济环境下的平衡策略。宏观上对于远端的价格，有一定的利多因素。

近端交易逻辑，本周价格 sp2511 合约价格震荡区间为 2.5%。在上一个周三价格探底之后，本周减仓低波运行。近端来看，弱现实对应着弱价格。港口库存的高位震荡，去库并不畅，本周累库 6 万吨。下游四大纸，企业库存都仍在攀升，但生产利润未见好转。但近期白卡纸，双胶纸，以及铜板纸的开工率均有拉升，需求上有一定支撑。针叶浆价格一定程度上受到布针仓单的压制，叠加国产低价浆的替代，价格上上方空间被抑制。但随着 09 合约的交割，该影响将有所减弱。阔叶浆方面，外盘挺价与现实疲弱的博弈仍在进行。阔叶浆现货价格本周无明显变化。近端偏弱，但也已经计价。

远端交易预期，本周美联储降息落地，降息 25BP，但鲍威尔发言相对偏鹰。美国申领失业金人数下修，反应美国的劳动力市场仍有韧性。本次降息是一次风险管理。算是预防式而不是衰退式的降息。可以理解为流动性释放的同时，交易衰退目前还谈不上，一定程度上还是整体利大多宗商品。01 合约将剔除布针作为最低仓单成本的考量，估值上移。但大幅向上的驱动，目前也暂未显现。

【南华观点】

- 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：价格合理，驱动不足，震荡运行

【盘面】lg2511 收盘于 805 (+3.5)，持仓 (-285)

【现货】无变化

【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】

本周现货端价格 3.9 米大 A，5.9 米大 A，以及 5.9 米中 A 价格上调 10 元。其余无变化。估值上，山东的最低仓单成本提升至 825 (+11)。长三角的最低仓单成本依然维持在 822。截止 9.12 日全国库存小幅上涨至 302 万方 (+8)。但依然维持在历年低位，且季节性去库态势。日均出库量上来看，依然维持高位。

盘面的交易活跃度在降低，上周减仓 2000 余手，11 合约持仓只有 1.3 万手。价格始终在买方接货意愿以及卖方成本之间低波运行。预计下周依然维持低波震荡。策略上，网格策略依然有效。

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：现货走弱

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6388 (-36)，PL2602 盘面收于 6434 (-30)；PP-PL01 价差 526 (+24)；PL01-02 月差 -46 (-6)

【现货反馈】华东均价 6440 (-15)，山东均价 6625 (0)

【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】周末丙烯现货延续下跌，随着现货端供应回归，现货市场转向宽松。需求端 PP 跟丙烯价差依然偏低，成本端带来的压力依然存在，PP 开工再度下行。关注十一前下游补库情况。

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：养殖情绪较差

【期货动态】LH2511 收于 12825 日环比 -0.04%

【现货报价】全国生猪均价 12.71 (+0.02) 元/公斤，其中河南 12.9 (+0.00) 元/公斤、四川 12.34 (-0.07) 元/公斤、湖南 12.44 (-0.00) 元/公斤、辽宁 12.65 (+0.1) 元/公斤、广

东 13.63 (+0.00) 元/公斤。

【现货情况】

周末北方区域出现明显震荡行情,各省存在涨后趋稳、涨后惯性维持及涨跌互现的差异化复杂行情,多受自身供需结构调整影响并未出现一致化价格调整方向。猪源供应仍显充足,仅前期极端悲观情绪有所好转。

周末南方猪价大面走稳,个别地区小幅调整。前期猪价持续下跌后,养户周末现观望态度,目前市场猪源仍较充足,且部分地区散户出栏积极,造成市场猪源积压,后续随着双节到来,需求端短期内或存备货预期。

【南华观点】

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：谈判未释放关于采购农产品信息

【盘面回顾】周五电话谈判未释放关于美农产品采购信息,外盘解读利空下跌;内盘反之震荡企稳。

【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交易,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】远月多单结合 3300 卖看涨备兑持有。

油脂：短期震荡整理

【盘面回顾】油脂市场上周缺乏进一步利空与利多消息,短期维持震荡整理,但并无明确下行驱动。

【供需分析】棕榈油:马来西亚已计算出 2025 年 10 月的棕榈油参考价格,为每吨 4268.68 林吉特,高于 2025 年 9 月的每吨 4053.43 林吉特,并且超过了 10%的阈值价格(即每吨 4050 林吉特)。因此,出口税仍维持在 10%,关注后续出口是否受到影响。不过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。

豆油:美国生物燃料政策不明,但豆油库存下滑,出口销售良好,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:加拿大新季产量数据利空,天气良好单产预计高于预期。国内因反倾销政策,加菜籽进口仍不乐观,目前有消息称澳菜籽无法匹敌加菜籽供应,但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】短期维持震荡整理，建议暂时观望

豆一：下跌尚未结束

【期货动态】上周豆一盘面下跌为主，主力 11 合约周跌 55 元/吨或 1.39%，周五收于 3904 元，周度成交量小幅增加，持仓量有较大幅度增加；注册仓单小幅减少至 7628 手；

【现货情况】东北产区陆续开始收货新豆，预计十一前后大量收获，目前毛粮主流报价由 1.9 元/斤继续下移，部分收购主体新粮报价进一步下移。南方产区继续收货上市，价格略有承压；

【市场分析】东北产区逐步兑现丰产预期，价格体现较为明显，供应的阶段性的宽松成为中期主导市场的核心因素，价格压力仍有待进一步释放，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，等待新季价格进一步明朗，相关收购储备政策推出尚需时间，关注是否有造势新闻，或对盘面造成短期提振；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；豆一期货市场上周破位下行，后半周围绕 3900 元窄幅整理，关注 2024 年 12 月低点价格区的支撑，现货关注售粮情绪变化；

【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 2780 元/吨，+10 元/吨。

【市场分析】东北新季玉米上市量增加，但受深加工收购价格的支撑，产地价格潮粮价格暂未见明显下调。华北产区新陈玉米走势分化，陈粮供应紧张，价格保持坚挺。部分地区夏播玉米开始上市，华北市场供应整体相对宽松。销区市场玉米价格偏弱运行。

【南华观点】新粮逐步上市，盘面持续弱势。

棉花：关注产区降雨

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌近 1%，受美元走强压制。上周五夜盘郑棉小幅收跌。

【外棉信息】根据美国商业部数据显示，2025 年 7 月美国的服装及服装配饰零售额(季调)为 269.08 亿美元，同比增加 6.44%，环比增加 1.43%，库存(季调)为 583.49 亿美元，同比增加 1.37%，环比减少 0.49%，库销比(季调)为 2.20，同比下降 0.08，环比下降 0.02。

【郑棉信息】当前全疆新棉吐絮超七成，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，但近期新疆迎来降温，北疆部分地区或有降雨，需关注降雨对新棉上市进度的影响。下游旺季表现持续，布厂负荷仍有小幅提升，工厂成品持续去库，但坯布端表现好于纱线端，纺企纺纱利润修复幅度有限，内地旧厂即期利润仍面临亏损压力，对皮棉原料的采购较为谨慎。

【南华观点】当前陈棉库存偏低，对棉价存在支撑，需关注新棉上市时间，但当前下游纺纱利润欠佳，对高价棉接受度有限，同时新年度疆棉维持丰产格局，且预售较多，使得新棉上市前棉价便面临较大的套保压力，整体走势稳中偏弱，关注 13700 附近支撑情况，后续关注机采棉开秤情况。

白糖：维持弱势

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五微幅收高，但供应充裕令市场承压。

周五夜盘郑糖高开高走，整体持弱。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5930 元/吨。昆明中间商报价 5760-5930 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%。

4.8 月份我国进口食糖 83 万吨，同比增加 6 万吨。8 月我国进口糖浆及预混粉 11.55 万吨，同比减少 15.57 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%。

【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 3112，日环比-0.64%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.66（-0.07）元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.59（-0.09）元/斤。

【现货情况】

食品企业备货接近尾声，终端对高价接受有限，南方市场交投偏慢，北方市场尚有节日支撑，各市场走货不一，产区蛋价下跌为主。销区北京市场走货不快，价格继续下跌。上海需求一般，价格暂稳。广东市场到车较多，出货不畅，蛋价跌幅较大。

【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：强势震荡

【期货动态】苹果期货昨日维持震荡，短期维持偏强震荡。

【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：偏弱运行

【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，近期新疆迎来降温，但南疆整体降雨量暂不大。

【销区动态】上周五广州如意坊市场到货 5 车，成交在 1 车左右，河北崔尔庄市场到货 3 车，下游维持按需采购，特级灰枣价格略有下调，其余现货价格暂稳。

【库存动态】9月19日郑商所红枣期货仓单录得8430张，较上一交易日减少231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。