

金融期货早评

宏观：美国 9 月制造业、服务业 PMI 回落

【市场资讯】1) 王毅会见美国国会众议员代表团。2) 鲍威尔称利率“仍有适度限制性”，货币政策面临“双向挑战”，股市被高估。“新美联储通讯社”：鲍威尔的利率判断显示对降息敞开大门。3) 美联储降息路径分歧加剧：鲍曼警告已“落后于形势”，古尔斯比呼吁谨慎行事。美联储三位高官传递重磅信号：支持将通胀目标从 2% 转向区间制。4) 美国 9 月 Markit 制造业、服务业 PMI 回落，但均扩张，价格缓和。德法拖后腿，欧元区 9 月制造业 PMI 初值 49.5，意外落入萎缩区间。印度 9 月 PMI 较 8 月高点回落，服务业增速放缓至 6 个月新低。5) 态度剧变！特朗普称乌克兰边界有望“恢复原状”。

【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 月美联储议息会议重启降息周期。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。美国 9 月 Markit 制造业、服务业 PMI 回落，基本符合市场预期，后续需重点关注美国 PCE 数据。

人民币汇率：继续 7.10 附近波动

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1133，较上一交易日上涨 15 个基点，夜盘收报 7.1119。人民币对美元中间价报 7.1057，较上一交易日调升 49 个基点。

【重要资讯】1) 美国 9 月标普全球制造业 PMI 初值为 52，预期 52，8 月终值 53。服务业 PMI 初值为 53.9，综合 PMI 初值为 53.6。2) 欧元区 9 月制造业 PMI 初值 49.5，预期为持平于 50.7；服务业 PMI 初值从 50.5 升至 51.4。德国服务业 PMI 跃升至 52.5，制造业 PMI 则跌至 48.5 的四个月低位。3) 英国 9 月制造业 PMI 初值意外放缓至 46.2，创 5 个月新低；服务业 PMI 初值更是超预期下降至 51.9，拖累综合 PMI 初值跌至 4 个月新低的 51。4) 美联储——①古尔斯比：目前没有考虑降息 50 个基点。最终美联储利率可能会稳定在 3% 左右。②鲍曼：预计 2025 年共降息三次。③博斯蒂克：认为当前实际中性利率为 1.25%；未来某个阶段可能支持将通胀目标区间设定为 1.75% 至 2.25%。④鲍威尔：政策利率仍然略带限制性，但使我们能够更好地应对潜在的经济进展。⑤美联储传声筒：鲍威尔认为利率仍偏紧缩 或为进一步降息打开空间。

【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) 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；2) 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：节前避险情绪升温，股指下方存在支撑

【市场回顾】

上个交易股指走势震荡，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.06%。从资金面来看，两市成交额上涨 3729.00 亿元。期指方面，IF、IH 放量上涨，IC、IM 放量下跌。

【重要资讯】

1. 鲍威尔称利率“仍有适度限制性”，警告没有毫无风险的政策路径、股市被高估。
2. 美国 9 月 Markit 制造业、服务业 PMI 回落，但均扩张，价格缓和。

【核心逻辑】

国新办发布会未提及后续政策调整相关信息，市场预期落空。昨日股指放量收跌，大盘股指相对抗跌，红利指数领涨，市场情绪偏谨慎。期指成交量加权平均基差方面，IF、IH 上涨，IC、IM 回落，成交量及持仓量均上涨。整体来看，大小盘股指情绪分化，大盘股指情绪好于中小盘股指，我们认为或是由于临近双节假期，资金避险情绪升温更偏好大盘股指，不过今日股指尾盘均出现明显拉升，可见存在一定支撑，下方空间有限，短期预计震荡为主，操作上建议持仓观望。

【南华观点】短期预计股指震荡为主

国债：保持震荡思路

【市场回顾】周二国债开盘后快速下挫，日内反弹无果，品种全线收跌。资金面趋稳。

【重要资讯】1. 鲍威尔：劳动力市场放缓促使美联储降息，对通胀必须保持警惕，美联储脚下没有无风险之路，价似乎估值相当高。

【核心观点】昨日市场下跌的主因与一篇广为传播的基金费率解读纪要有关。基金费率新规对市场的影响仍未消散，我们认为机构赎回基金产品，未来将转向 ETF 与专户可能是大势所趋。一段时间内这一转换过程确实会给市场带来一定压力，但并不意味着转换会以踩踏的形式进行。目前市场缺乏利多驱动，易受各种疑似利空影响，交易以震荡思路对待。

【策略建议】多单抄底宜拉开买入间隔，不追高。

集运：期价再度回归跌势

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货（EC）价格先回落，后震荡略有上行。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，10 月 2 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$875，较同期前值回升\$10，40GP 总报价为\$1470，较同期前值回升\$20。近三周，MSC 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$890，较同期前值下降\$60，40GP 总报价为\$1490，较同期前值下降\$100。

10 月初，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$935，较同期前值下调\$50，40GP 总报价为\$1435，较同期前值下调\$100。

【重要资讯】：以色列外交部 22 日发表声明说，以方将阻止向加沙地带运送人道主义物资的“全球坚韧船队”抵达加沙地带。声明称，这一援助船队由巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）“组织，旨在为其服务”。以色列不允许船只进入当前交战区域，也不允许其突破以

方对加沙地带实施的“合法”海上封锁。

【南华观点】：主流船司欧线现舱报价继续下行，继马士基后，MSC 跟进下调欧线小柜报价至 900 美元以下，期价估值略有降低，前日期价的回升也给予空头空间。但如此前所说，当前期价至相对合理区间，投资者情绪也相对偏冷静，故期价至相对低位即有所回升。值得注意的是，作为节前最后一周，本周也需关注节前资金波动带来的风险。短期来看，期价延续震荡走势的可能性较大；12 合约可继续关注低多机会，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：涨势放缓 轻仓过节

【行情回顾】周二贵金属价格整体呈现冲高回落走势，反映为上涨动能的减弱。盘中伦敦金最高上摸 3791 附近，伦敦银亦接近 44.5。随着国内国庆假期临近，以及前期贵金属涨幅较大，建议前多减仓过节，节中将公布重磅美非农与 ISM PMI 数据。周边美指与 1Y 美债收益率震荡，10Y 美债收益率则回落，比特币延续弱势，原油回升一定程度增加短期通胀压力并抑制近端货币政策降息预期与贵金属价格。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 3796.9 美元/盎司，+0.58%；美白银 2512 合约收报于 44.265 美元/盎司，+0.12%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 855.44 元/克，+1.1%；SHFE 白银 2512 合约收 10349 元/千克，+1.78%。消息面，周三凌晨美联储主席鲍威尔讲话，指出美股估值偏高，并再次强调当前经济面临通胀上行与就业市场疲软的双重压力，但对 10 月是否降息仍未作出明确表态。

【降息预期与基金持仓】据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 10 月维持利率不变概率 7%，降息 25 个基点的概率为 93%；美联储 12 月维持利率不变概率 1.3%，累计降息 25 个基点的概率为 22.5%，累计降息 50 个基点的概率 76.2%；美联储 1 月累计降息 25 个基点的概率为 13.6%，累计降息 50 个基点的概率为 53.6%，累计降息 75 个基点的概率为 32.1%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓维持在 1000.57 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 100.22 吨至 15469.12 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 10.8 吨至 1148.6 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，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，短线看伦敦金银日线涨势放缓，其中白银收高位十字形，预

示短期调整压力加大。伦敦金关注 3700 附近支撑，阻力 3800；伦敦银阻力 44.5-45 区域，下方支撑 43.5，43。操作上仍维持回调做多思路，但短期考虑十一国庆假期临近，建议投资者轻仓过节。

铜：保持稳定

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周二保持稳定，报收在 8 万元每吨附近，成交 13 万手，持仓 46 万手，上海有色现货升水 55 元每吨。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】随着美联储利率决议的尘埃落定，短期来看，宏观对铜价的影响将降低，铜自身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】震荡为主。

铝产业链：基本面表现较弱

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20685 元/吨，环比-0.41%，成交量为 12 万手，持仓 23 万手，伦铝收于 2642 美元/吨，环比-0.15%；氧化铝收于 2877 元/吨，环比-1.94%，成交量为 44 万手，持仓 33 万手；铸造铝合金收于 20280 元/吨，环比-0.29%，成交量为 2863 手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：铝价格的核心因素有两个，一是宏观政策预期，二是旺季基本面。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，国内铝下游加工龙头企业开

工率环比增但旺季不旺概率较大，开工率与去年同期相比下降，并且前期高铝价对下游接货情绪压制明显，周一电解铝继续累库对铝价形成压制。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：铝土矿方面的核心矛盾主要在于国产矿偏紧几内亚铝土矿发运维持低位与铝土矿库存绝对高位的矛盾。一方面，随着几内亚处于雨季，铝土矿发运维持低位且已经反映到国内到港量数据上，国内北方铝土矿暂未复

产，并且相关企业反馈，今年为“十四五”收官之年，北方地区为遵守环保政策，年底之前区域内仅部分合规产能有望复产。另一方面虽然当前铝土矿库存小幅去库，但库存绝对量仍处于高位，铝土矿货源仍较为充足，同时氧化铝价格走弱使得氧化铝厂压价意愿增强。短期矿价或维持弱势震荡。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，海内外现货价格也延续下跌，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

铸造铝合金：宏观驱动暂缓，铝合金回到交易基本面的道路上。基本面上铝合金多空交织，一方面是原材料紧俏，价格持续抬升为铝合金提供了较强成本支撑，同时临近春节，压铸企业陆续确定放假安排，企业集中于 10 月 1 日开始放假，近六成企业停工达 8 天或以上，节前刚需备货也对铝合金价格形成利好。另一方面，铝合金需求在旺季表现一般，同时库

存持续积累，需求的乏力压制价格表现。基本面多空博弈，我们认为短期铝合金维持高位震荡。另外 2025 年 9 月 22 日起将启动铸造铝合金期货标准仓单生成业务，需关注下周仓单注册情况，防止意外情况发生。

【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：偏弱运行

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 21845 元/吨，环比-0.66%。其中成交量为 12.53 万手，而持仓则增加 9947 手至 14.04 万手。现货端，0#锌锭均价为 21880 元/吨，1#锌锭均价为 21810 元/吨。

【产业表现】今日，受台风“桦加沙”影响，广东大部分压铸锌合金企业纷纷启动停产措施，停产时长普遍约为 2 天。同时，为防范台风可能造成的冲击，广东部分地区自今日夜间开始将实施停运。在此影响下，预计本周压铸锌合金企业的开工率将不及上周预期，降至 50% 以下。

【核心逻辑】上一交易日，锌价跟随大盘偏弱运行。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，目前国内七地库存持续累库，暂未观察到旺季现象，短期受台风影响，下游开工率预计小降。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】重心缓慢下移，建议逢高买入实值看跌期权，或卖出虚值看涨期权

镍，不锈钢：空单逢低可止盈减仓，关注后续宏观指引

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 120730 元/吨，下跌 0.58%。不锈钢主力合约日盘收于 12890 元/吨，下跌 0.15%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123150 元/吨，升水为 2350 元/吨。SMM 电解镍为 121950 元/吨。进口镍均价调整至 121100 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28150 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 4704.55 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-1.7%。8-12%高镍生铁出厂价为 955.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-3.4%。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】

沪镍不锈钢日内震荡偏弱运行，有色整体较为疲软。镍矿方面印尼能源部 ESDM 于 9.18 日发布对 190 家矿业公司制裁，责令进行环保优化，据估对镍矿配额影响在三百万吨以下。虽然目前受制裁的镍矿公司份额占比较小，对实际市场无明显影响，但是 10 月次年配额审批临近，矿端供给稳定性担忧有所加剧。新能源方面刚果预计延长钴出口禁令，并且公布 2025，2026 出口总配额，钴价仍有上行空间，带动 MHP 以及镍盐方面价格有一定上涨，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，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，现货方面陷入矛盾，试图挺价但是价高则无人问津，节前观望情绪较浓。

锡：震荡为主

【市场回顾】沪锡指数在周二继续以震荡为主，报收在 27 万元每吨；成交 9.8 万手；持仓 5.2 万手。

【相关资讯】基本面保持稳定。

【逻辑分析】随着美联储利率决议的尘埃落定，宏观对锡价影响降低。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。在供需双弱的情况下，锡价或仍以震荡为主。

【交易策略】等待多头入场机会。

碳酸锂:临近假期，多空暂退

【行情回顾】周二碳酸锂期货主力合约收于 73660 元/吨，日环比+0.33%。成交量 49.78 万手，日环比+25.52%；持仓量 25.59 万手，日环比-5.79%。碳酸锂 LC2511-LC2601 月差为 back 结构，日环比+140 元/吨；主力合约基差为 430 元/吨。仓单数量总计 39449 手，日环比+540 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场表现平稳，下游补库情绪一般，贸易商出货情绪尚可。锂矿市场价格维稳，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 832.5 美元/吨，日环比+0 美元/吨。锂盐市场平稳，电池级碳酸锂报价 73850 元/吨，日环比+0 元/吨；电池级氢氧化锂报价 79100 元/吨，日环比+0 元/吨，贸易商基差报价走弱。下游正极材料报价小幅走强，磷酸铁锂报价变动+0 元/吨，三元材料报价变动+200 元/吨；六氟磷酸铁锂报价变动+500 元/吨，电解液报价变动+0 元/吨。

【南华观点】临近国庆，技术面看多空双方均有平仓离场迹象。基本面暂无较大变化，市场情绪一般。预计截至国庆假期之前，碳酸锂期货价格将在 70000-75000 元/吨区间内呈现震荡整理态势。

工业硅&多晶硅:临近假期，多空暂退

工业硅&多晶硅：临近假期，多空暂退

【行情回顾】周二工业硅期货主力合约收于 8925 元/吨，日环比变动-0.28%。成交量约 41.86 万手（日环比变动-28.64%），持仓量约 27.36 万手（日环比变动-1.17 万手）。SI2511-SI2601 月差为 contango 结构，日环比变动+15 元/吨。仓单数量 49963 手，日环比变动+161 手。

多晶硅期货主力合约收于 50260 元/吨，日环比变动-1.43%。成交量 29.61 万手（日环比变动+16.98%），持仓量约 11.60 万手（日环比变动-0.78 万手）。PS2511-PS2601 月差为 contango 结构，日环比变动+375 元/吨；仓单数量 7870 手，日环比变动+0 手。

【产业表现】工业硅产业链现货市场情绪一般。新疆 553#工业硅报价 9000 元/吨，日环比+0%；99#硅粉报价 10050 元/吨，日环比+0%；三氯氢硅报价 3375 元/吨，日环比+0%；有机硅报价 11050 元/吨，日环比+0%；铝合金报价 20850 元/吨，日环比-0.48%。

光伏产业现货市场表现平稳。N 型多晶硅复投料 52.65 元/kg，日环比+0%；N 型硅片价格指数 1.35 元/片，日环比+0%；Topcon-182 电池片报价 0.315 元/瓦，日环比+0%；集中式 N 型 182 组件报价 0.662 元/瓦，日环比+0%，分布式 N 型 182 组件报价 0.677 元/瓦，日环比+0%。

【南华观点】临近国庆假期，技术面看多空双方均有平仓离场迹象，基本面暂无较大变化，市场情绪一般。

铅：高位震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17085 元/吨，环比-0.47%，其中成交量

48758 手，而持仓量则增加 3336 手至 63941 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，铅价高位震荡，跟随大盘偏弱震荡。宏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：回归基本面

【行情回顾】乐观情绪溢价褪去，盘面震荡下行

【信息整理】1. 美联储主席鲍威尔：政策利率仍然略带限制性，但使美联储能够更好地应对潜在的经济进展；预计关税将是一次性传导效应；决策“绝不会基于政治因素”。“美联储传声筒”指出，鲍威尔此番言论表明其认为利率仍偏紧缩，或为进一步降息打开空间。

2. 外交部长王毅会见美国国会众议员代表团：此访堪称是一次破冰之旅。元首外交发挥着不可替代的重要引领作用，当前中美关系出现企稳态势，来之不易，值得珍惜；全国人大常委会委员长赵乐际也会见美国国会众议员代表团。

【南华观点】从基本面来看，当前粗钢供应受电炉废钢日耗回落影响有所收缩，需求端环比略有改善，累库速度有所放缓。但与近三年季节性水平相比，钢材整体库存以及螺纹钢、热卷库存仍处于超季节性累积状态，去库压力依然显著。不过，螺纹库存由增转降以及总体累库放缓对市场情绪形成一定提振。近期长短流程钢厂利润有所回升，预计生产积极性将维持高位，但在高供应背景下，需求支撑不足的问题日益凸显，对钢价形成明显压制。临近国庆假期，钢厂及下游存在一定补库需求，叠加宏观政策托底预期，使得盘面下跌遇到一定抵抗。综合来看，当前基本面偏弱制约反弹空间，而原料成本支撑与宏观预期则延缓下行节奏，钢价短期呈现震荡运行格局。需注意的是，负反馈压力仍在持续积累，从基本面角度看，向下突破的阻力小于向上突破。

铁矿石：港口累库

【盘面信息】铁矿石价格随股市回落。前期螺纹减仓上行，现在增仓下行；铁矿石增仓上行，现在减仓下行。推测为赌政策/避险资金在政策不及预期后进行了相应的仓位变化。

【信息整理】1. 广州实施“五停”：今日 19 时起全市停工，24 时起全市停运。2. 国庆与中秋双节来临，进口蒙煤市场各口岸陆续出台放假闭关通知，根据中蒙两国双边协定，甘其毛都、策克、满都拉三大主要进口口岸将于 2025 年 10 月 1 日至 7 日闭关，10 月 8 日恢复

正常通关。2025 年国庆假期闭关时长与 2024 年一致，据 Mysteel 统计数据显示，截止 2025 年 9 月 23 日，甘其毛都口岸 9 月份日均通关 1275 车，环比增加 158 车，涨幅 14.15%；策克口岸 9 月份日均通关 832 车，环比减少 25 车，降幅 2.93%；满都拉口岸 9 月份日均通关 151 车，环比减少 1 车，降幅 0.66%。3. Mysteel 统计中国 47 港进口铁矿石港口库存总量 14513.37 万吨，较上周一增 123.49 万吨；45 港库存总量 13930.97 万吨，环比增 126.56 万吨。

【南华观点】短期政策不及预期，市场投机情绪或回落，回归基本面交易。铁矿石目前矛盾不大。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，钢厂边际上利润边际略修复，螺纹库存边际缓解，矛盾缓解，但南方雨水增多，不利于需求。热卷供需双旺，但库存继续累积，后面关注需求能否进一步向上。目前价格海外接单有一定支撑。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：抗跌

【盘面回顾】震荡

【相关资讯】

1. 美国总统特朗普：如果俄罗斯不愿达成协议，美国已准备好加征关税。欧洲必须立即停止所有对俄罗斯的能源采购。(来自金十数据 APP)
2. 台风将至，乐从钢铁世界园区作为广东重要钢铁交易枢纽，宣布自 9 月 23 日 21:00 至 9 月 24 日 24:00 实施封闭管理。
3. 国庆与中秋双节来临，进口蒙煤市场各口岸陆续出台放假闭关通知，根据中蒙两国双边协定，甘其毛都、策克、满都拉三大主要进口口岸将于 2025 年 10 月 1 日至 7 日闭关，10 月 8 日恢复正常通关。

【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，部分焦企尝试提涨。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，套利可关注煤焦 1-5 反套。

硅铁&硅锰：成本支撑，下行空间有限

【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：油价反弹，美对俄制裁升温

【盘面动态】WTI 主力原油期货收涨 1.13 美元，涨幅 1.81%，报 63.41 美元/桶；布伦特主力原油期货收涨 1 美元，涨幅 1.52%，报 66.97 美元/桶；INE 原油期货收涨 1.47%，报 482.3 元。

【市场动态】1. 美国至 9 月 19 日当周 API 原油库存-382.1 万桶，前值-342 万桶。库欣原油库存+7.2 万桶，前值-37.9 万桶。汽油库存-104.6 万桶，前值-69.1 万桶。精炼油库存+51.8 万桶，前值+190.6 万桶。2. 消息人士：伊朗仍未满足欧洲大国为避免自动恢复制裁而设定的条件。与伊朗的“恢复制裁”问题讨论将继续进行，以探索一切可能性，寻找解决方案。3. 特朗普：如果俄罗斯不愿达成协议就加征关税 欧洲必须停止买俄油。特朗普在联合国大会上表示，如果俄罗斯不愿达成协议，美国已准备好加征关税。美国总统特朗普周二在联合国大会的一次会议上表示，“如果俄罗斯不准备达成结束战争的协议，那么美国已经做好充分准备，征收一轮非常强大的关税。”同时，他还指出，欧洲必须立即停止所有对俄罗斯的能源采购，并表示，要想关税奏效，欧洲需要采取完全相同的措施。此外，他还呼吁联合国与美国一道采取反俄石油措施。

【南华观点】隔夜原油在关键支撑位短暂调整后再度反弹，整体延续前期横盘震荡走势，此次反弹一方面源于多空情绪切换，另一方面也受地缘风险再度升温推动。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。供需增减下，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：随情绪及原油反弹

【盘面动态】LPG2510 盘面收于 4305（-39），LPG2511 盘面收于 4235（-39），FEI M1 收于 552 美元/吨（+3），CP M1 收于 543.5 美元/吨（+1.5），MB M1 收于 374 美元/吨（+2）

【现货反馈】华东均价 4385 (0)，山东均价 4550 (0)，最便宜交割品价格 4260 (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】盘面依然偏弱，夜盘虽内盘情绪及原油反弹企稳，现货多地持稳，华南因台风仍下跌。原油多空因素扰动比较大，隔夜原油在区间下沿小幅反弹，叠加地缘问题再度上涨，或仍延续区间震荡格局。海外丙烷端报价变动不大，价格依然相对坚挺。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。

PTA-PX：悲观情绪推动增仓下行

【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，关注后续是否会有提负计划公布。

【观点】PX-TA 近期在商品情绪不振带动下价格下行。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。

甲醇：卖看跌持有

【盘面动态】：周二甲醇 01 收于 2356

【现货反馈】：周二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 6842（-31）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6680 元/吨，华东现货价格为 6690 元/吨，华南现货价格为 6730 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 74.9%（-1.93%）。近期装置意外检修较多，但预计 10 月后装置检修量将大幅下滑，供给快速回升。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 51.45%（+0.59%）。其中，BOPP 开工率为 61.42%（-0.13%），CPP 开工率为 61.40%（+0.07%），无纺布开工率为 39.75%（+1.7%），塑编开工率为 43.6%（+0.5%）。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 总库存环比下降 4.29%。上游库存中，两油库存环比上升 1.63%，煤化工库存下降 8.22%，地方炼厂库存下降 8.65%。中游库存中，贸易商库存环比下降 7.06%，港口库存上升 4.92%。

【观点】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 7105（-25）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7050 元/吨，华东现货价格为 7060 元/吨，华南现货价格为 7250 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。投产方面，

埃克森美孚 LDPE 装置进入试车阶段，预计近期开车。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 42.92% (+0.75%)。其中，农膜开工率为 26.75% (+2.63%)，包装膜开工率为 51.78% (+0.48%)，管材开工率为 31.83% (+0.16%)，注塑开工率为 57.6% (+0.5%)，中空开工率为 39.41% (+0.44%)，拉丝开工率为 34.79% (+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】从 PE 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。同时在需求端，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，导致行业情绪偏悲观。因此，PE 下方支撑不足，持续处于偏弱状态，而在预期端，一方面是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。

纯苯苯乙烯：情绪回落，盘面创新低

纯苯：

【盘面回顾】BZ2603 收于 5870 (-51)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5840 (-35)，主力基差 -30 (+16)

【库存情况】截至 9 月 22 日，江苏纯苯港口库存 10.7 万吨，较上期环比下降 20.15%。

【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。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】EB2511 收于 6870 (-58)

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 6845 (-100)，主力基差 -25 (-42)

【库存情况】截至 2025 年 9 月 22 日，江苏苯乙烯港口库存 18.65 万吨，较上周期增 2.75 万吨，幅度 +17.3%；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，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。国新办新闻发布会落地，昨日商品整体情绪回落，纯苯苯乙烯主力均

创新低。

低硫燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU11 收于 3382 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 3373 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3510 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。

橡胶&20 号胶：窄幅震荡，谨慎看多

【行情回顾】

昨日沪胶维持偏窄震荡趋势，重心略有回升，RU2601 收于 15600 (+35)，NR2511 收于 12440 (+5)。新加坡 TSR20 主力收于 177.3 (+0.9)；日胶烟片主力收于 311.6 (+2.2)。宏

观预期波动，化工品整体企稳回升，而橡胶系受供应预期压力表现略弱，整体氛围也偏谨慎。

【产业表现】

宏观方面：美联储如预期降息 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。欧盟委员会周一公布的数据显示，欧元区 9 月消费者信心指数初值为-14.9，较 8 月和预期值均有小幅回升。关注周四美国季调后失业申请和周五 PCE 数据，以及周末国内规上工业利润同比。

供给情况：国内外产区降雨小幅改善，原料成本支撑尚稳。泰国 9 月降雨整体同比 24 年减少，目前以分散降雨为主；云南近期降雨强度环比有所减弱；而海南受热带扰动雨水增多，近期关注“桦加沙”对海南带来风雨影响；菲东 92W 未来将发展新台风“博罗依”，由于副高强势，台风大概率西行影响华南。传近期抛储全乳，关注实际成交的量价情况。

库存端：据隆众资讯统计，截至 2025 年 9 月 21 日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 46.12 万吨（库存调整后上期总库存 46.47 万吨），环比上期减少 0.36 万吨，降幅 0.76%。保税区库存 6.94 万吨（库存调整后上期保税库存 7.31 万吨），降幅 5.07%；一般贸易库存 39.18 万吨（库存调整后上期一般贸易库存 39.16 万吨），增幅 0.04%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 0.59 个百分点，出库率减少 2.91 个百分点；一般贸易仓库入库率增加 1.32 个百分点，出库率增加 1.78 个百分点。

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。后期关注旺季下游库存消化进度和出口的边际贡献。

【南华观点】

从短期来看，目前胶价下跌使上游利润驱动进一步减弱，对于原料产量与出口带来结构性抑制，而四季度内需与出口尚不能证弱，故短期持偏多态度。中长期来看，全球总产能周期尚未完全达峰，海外供应上量仍具一定弹性，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，具有较高韧性的出口增长仍面临国际局势与贸易壁垒等风险挑战，因此中长期中性看待。从品种间差异来看，近期泰国标混维持坚挺，印标对 NR 带来一定拖累，长期深色胶则受新兴产区增产压力；RU 新胶上量仍慢，进入四季度，对天气变化的敏感性放大，但短期受抛储消息压制；整体仍存套利机会。

【策略建议】

RU2601 参考震荡区间为 15500—15800；NR2511 震荡区间参考 12300—12500。RU01 可考虑少量布多，预计胶价波动较大，建议使用看涨期权，或可考虑保护性看跌策略，降低假期持有风险。RU11 与 01 价差持续走高，前期正套可获利离场，可考虑高位反套，点位参考-850 到-800 左右。目前深浅价差有所回调，未来供给端或呈现外胶偏宽松格局，逢低做阔 11 合约的深浅价差具有较高赔率，点位参考 2250 左右，近期重点关注现货端风险；而做阔远月 01 深浅价差，具有相对高的安全边界，入场点位参考 3100 左右。

玻璃纯碱烧碱：基本面有限

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1273，-1.55%

【基本面信息】

截止到 2025 年 9 月 22 日，国内纯碱厂家总库存 169.57 万吨，较上周四下降 5.99 万吨，跌幅 3.41%。其中，轻质纯碱 72.58 万吨，环比下降 2.37 万吨，重质纯碱 96.99 万吨，环比

下降 3.62 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 1183，-1.33%

【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 2535，-2.65%

【基本面信息】

华北山东地区液碱市场价格灵活调整，低浓度液碱需求支撑依旧不足；高浓度液碱市场有新单支撑，价格上移。河北地区低浓度液碱价格多维持稳定，厂家出货情况温和，报价维稳整理为主。华东地区液碱下游接单情况尚好，企业多积极出货为主，厂家报价暂稳整理。华中河南地区多关注后期氧化铝签单价格，当前报价维稳。

【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，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：去库可期

【盘面】sp2511 收盘于 5008 (+2)，仓 (-5813)；sp2601 收盘于 5272 (-26)，仓 (+4462)。

【现货】山东银星报价 5650 元/吨 (-0)，山东俄针报价 5200 元/吨 (+0)，山东金鱼报价 4220 元/吨 (+0)。

【港口库存】截止 9 月 19 日，港口库存 212.2 万吨 (+6)。

【月差结构】11-01 反套观望

【核心矛盾】

商品情绪降温，文华指数破位下行。现货端近几日变化较弱，维持稳定。库存上上周数据来看，小幅累库维持高位震荡。但从中国 8 月进口的针叶浆数据来看，月度进口量为 70 万吨，为近 5 年低位。下游开工率上来看，近来看白卡纸，双胶纸，铜版纸的开工提升，特别是白卡纸的开工率提升尤为明显。盘面价格上继续下行的空间有限。

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：日渐凄凉

【盘面】lg2511 收盘于 805 (-2.5)，持仓 (-362)

【现货】现货价格无变化。

【估值】仓单成本约 817 元 /立方米 (长三角)，822 元 /立方米 (山东)。

【库存】截止 9.19 日，全国库存量 292 万方 (-10)。

【核心矛盾】

lg2511 合约持仓量下降到了 1.2 万手。持续窄幅区间震荡。

基本面上，库存季节性去库，出库量同步小幅下滑，现货价格相对平稳。目前看不到价格打破区间的驱动所在，预计本周依然维持的低波震荡走势。

目前盘面价格低于最低仓单成本，且高于买方接货意愿。仓单上，烟台新能相比昨日仓单下降 200 手，剩余仓单数量为 10 手。该交割库对于多头接货方的接货意愿影响较大。从产业上了解到，该地区主要是消化加工集成材以及无节材。口料材的加工配套相对较少，加工处理现货相对困难。接货后若运到岚山等地，运输成本支出较为高昂。后续若供需依然维持弱平衡状态，无其他扰动事件，则大概率深贴水进交割。

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：关注 pp-pl 价差

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6327 (-19)，PL2602 盘面收于 6362 (-24)；PP-PL01 价差 515 (-12)；PL01-02 月差 6 (+41)

【现货反馈】华东均价 6350 (-25)，山东均价 6485 (-50)

【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】现货市场转向宽松，现货承压下跌。夜盘随整体情绪小幅反弹，但仍偏弱。原油多空因素扰动比较大，隔夜原油遇下方支撑反弹。海外丙烷端价格依然相对坚挺，01cp 测成本在 6300-6400 /吨。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。仍持有 pp-pl 做扩。

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：养殖情绪较差

【期货动态】LH2511 收于 12665 日环比-1.02%

【现货报价】全国生猪均价 12.64（-0.03）元/公斤，其中河南 12.88（-0.01）元/公斤、四川 12.27（-0.07）元/公斤、湖南 12.4（-0.00）元/公斤、辽宁 12.65（-0.03）元/公斤、广东 13.55（-0.00）元/公斤。

【现货情况】

猪价延续微跌，价格连续下行后，养殖端挺价情绪渐起，尤其部分南方区域，价格已然低位，下调空间有限。仔猪价格继续下跌，幅度多在 20 元/头；7 公斤断奶仔猪价格区间 200-260 元/头，少数有低于 200 元/头；仔猪补栏情绪延续低迷状态，少数有低价补栏操作，但多数仍是比较谨慎，一是价格或有继续下探可能，二是预期出栏时间问题，三是考虑冬季疫病防控，四是有市场反馈环保影响，综合来看，短期内仔猪补栏或难有明显增加。

【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：阿根廷放开出口税导致内盘破位下跌

【盘面回顾】阿根廷发布暂时取消大豆及其豆油、豆粕关税，旨在增加国内外汇供应，该措施将持续至 10 月 31 日或出口总额达到 70 亿美元为止，大致一至两个月时间将促进阿根廷扩大豆系出口，使得内外盘破位下挫。

【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，叠加阿根廷出口挤占，短时继续表现弱势；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，阿根廷出口政策使得内盘短期向下打开空间；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】远月多单减仓，3300 卖看涨备兑持有。

油脂：油脂近期偏弱震荡

【盘面回顾】阿根廷取消豆油及豆粕出口税，挤占美豆油与国际棕榈油市场，对油脂市场影响偏空，但棕榈油与豆油目前均出现超跌现象，继续下破空间有限。

【供需分析】棕榈油：阿根廷取消大豆及其衍生品出口关税，低价竞争市场，棕油对比美豆油性价比下降，不利棕榈油消费，印度进口偏好或有所改变。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，目前有消息来看澳菜籽无法完全替代加菜籽供应，菜油在油脂内较为抗跌，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】短期油脂市场弱势震荡为主，菜籽油 15 价差继续走扩。

豆一：注意超跌后反弹

【期货动态】周二豆一期货再度破位下行，主力 11 合约下跌 33 元或 0.84%，收于 3878 元，持仓量小增，成交量明显放大；注册仓单减少 26 手至 7606 手；夜盘豆一反抽运行，11 合约收于 3886 元；

【现货情况】东北产区陆续收获新豆，黑龙江产区质量表现有所分化，预计十一前后大量收获上市，主流报价偏弱运行。南方产区继续收获上市，中低蛋白价格偏弱，下游双节备货需求导致部分产区现货余粮供应进一步偏紧，部分区域存在供需结构矛盾；

【市场分析】拍卖重启，关注成交情况，将缓解新旧交替最后阶段部分地区供应偏紧情况；东北产区丰产基本落地，十一期间的大面积收割将使情况进一步明朗，供应宽松成为中期主导市场的核心因素，目前现货价格仍未完全释放风险，中下游等待主流新粮、博弈低价心态明显，关注售粮情绪及储备政策动向；南方产区供应压力相对有限，预计短暂承压后展现韧性，中低蛋白预计受到东北大豆冲击，价格偏弱。优质优价现象明显；需求端节前备货一定程度上支撑现货价格，但以刚需补库为主，力度有限；豆一期货市场在周边品种利空下跌影响下放量下跌，夜盘有所反抽，关注 2024 年 12 月低点价格区的支撑，盘面价格的持续走弱将对现货价格形成引领；

【南华观点】11 合约套保空单持有。

棉花：关注新棉开秤

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨超 0.5%，原油价格提振。隔夜郑棉小幅上涨。

【外棉信息】2025 年 7 月美国纺织服装进口量 101.4 亿平方米，同比增长 1.6%，进口额 99.9 亿美元，同比下降 4.1%。

【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。据海关统计数据，2025 年 8 月棉制品出口量 66.91 万吨，同比增加 4.37%，但出口金额 54.31 亿美元，同比减少 7.46%，出口单价环比继续下降，外销市场仍呈以价换量的格局。目前下游旺季表现持续，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，当前局部籽棉收购价格随盘面走弱，体量尚小，今年新棉预售较多，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 13500 附近支撑情况，后续关注机采棉集中上市情况。

白糖：修复反弹

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二收高，从稍早低位反弹。

昨夜夜盘郑糖上涨，短期价格出现修复。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5860 元/吨。昆明中间商报价 5720-5880 元/吨。

【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，9 月前三周出口糖 240.79 万吨，日均出口 16.05 万吨，较上年同期减少 13.11%。

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.StoneX 预计巴西 26/27 榨季甘蔗产量为 6.205 亿吨，同比增长 3.6%，糖产量 4210 万吨，同比增长 5.7%。

【南华观点】短期糖价有修复性反弹，但尚不能确定为反转，上方压力犹存。

鸡蛋：现货支撑减弱

【期货动态】主力合约 JD2511 收于 3065，日环比-0.33%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.65（-0.00）元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.65（+0.04）元/斤。

【现货情况】

节前备货接近尾声，局部内销尚有支撑，多数市场出货不畅，生产环节库存有所增加，产区蛋价稳定为主。销区北京，上海市场成交一般，价格暂稳观望。广东市场受台风天气影响，终端囤货量增加，价格上涨。

【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】苹果期货昨日横盘震荡，短期维持偏强震荡。

【现货价格】晚富士栖霞 80#一二级片红 3.5 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 4.8 元/斤，白水 70#以上客商统货 3.8 元/斤，静宁 75#以上半商品 6 元/斤。

【现货动态】西部早富士基本结束，采青富士价格高于去年，库存富士剩余货源质量欠佳，走货速度有限。山东，陕西货源。新季苹果方面，西部晚富士受阴雨天影响，整体摘袋时间推迟 10 天左右，预计在 9 月 25 日后陆续脱袋。销区到车略有增量，整体走货一般，好货尚可，中转库略有积压。

【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：节前走货平平

【产区动态】目前新季灰枣进入上糖阶段，需着重关注产区降雨情况，连续阴雨易导致裂果或炭疽病等现象的发生，本周南疆气温或小幅波动，在短时降温后再度回升，整体基本持稳，各产区暂未见降雨预报。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 6 车，河北崔尔庄市场到货 3 车，下游维持按需采购，现货价格暂稳。

【库存动态】9 月 23 日郑商所红枣期货仓单录得 7640 张，较上一交易日减少 683 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）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。