金融期货早评

宏观：美国首申失业金人数下降

【市场资讯】1）美国第二季度 GDP 增速上修至 3.8%，创近两年新高，PCE 物价指数 2.6%。美国上周首申人数大幅回落至 21.8 万人，为 7 月以来最低。2）所有在世的前美联储主席、多位前财长和前白宫经济顾问致函最高法，不要解雇美联储理事库克！3）美联储理事米兰：主张每次降息 50 个基点，通过"短暂且大幅"降息快速达到中性利率。美联储金融监管副主席鲍曼：就业市场"脆弱"证明理应进一步降息。美联储明年票委呼吁利率工具改革：美联储是时候准备新基准了。4）历史罕见！白宫警告政府关门期间或永久裁员，预算僵局再升级。5）美国被爆施压韩国将投资承诺提高近 2000 亿美元、要现金不要贷款。

【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。海外市场方面，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存 50 个基点降息空间，但美联储主席鲍威尔在表态中反复强调"数据依赖"原则，明确未来政策路径将紧密锚定就业市场稳健性与通胀回落节奏两大核心指标。经济数据层面，美国 9 月 Markit 制造业及服务业 PMI 均出现回落，整体表现基本符合市场此前预期；而 GDP 增速超预期、周度首次申请失业金人数下降等强劲数据，却加剧了美联储后续降息路径的不确定性，市场对 10 月降息的预期已出现边际降温。后续需重点跟踪美国核心 PCE 物价指数，其表现将为政策走向提供关键指引。

人民币汇率：美国经济现实仍有韧性

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1253，较上一交易日下降 34 个基点，夜盘收报 7.1322。人民币对美元中间价报 7.1118，调贬 41 个基点。

【重要资讯】1）美国第二季度 GDP 增速上修至 3.8%，创近两年新高，PCE 物价指数 2.6%。美国上周首申人数大幅回落至 21.8 万人，为 7 月以来最低。2）所有在世的前美联储主席、多位前财长和前白宫经济顾问致函最高法，不要解雇美联储理事库克！3）美联储理事米兰：主张每次降息 50 个基点，通过"短暂且大幅"降息快速达到中性利率。美联储金融监管副主席鲍曼：就业市场"脆弱"证明理应进一步降息。美联储明年票委呼吁利率工具改革：美联储是时候准备新基准了。4）历史罕见！白宫警告政府关门期间或永久裁员，预算僵局再升级。

【核心逻辑】前期市场对降息预期已充分消化，美联储如期降息后，市场交易逻辑转向"买预期、卖现实"，推动美元指数反弹。与此同时，美国经济数据表现强劲，进一步利多美元指数：美国首次申领失业救济人数减少 1.4 万人至 21.8 万人，远低于 23.3 万人的预期值；二季度实际 GDP 年化季环比终值同样超市场预期。数据显示，尽管劳动力市场呈降温态势，但裁员规模相对有限，叠加经济增速超预期，对美元指数形成偏多支撑，同时也增加了美联储未来降息路径的不确定性，市场对 10 月降息的预期有所降温。美国经济数据公布后，美元指数短线拉升，后续需重点聚焦美国核心 PCE 数据。近期人民币对美元与美元指数的联动性显著增强，上周人民币对美元中间价小幅贬值，一定程度上制约了人民币对美元的升值弹性。短期来看，人民币对美元若想实现进一步升值突破，仍需内外部环境持续改善

与中间价政策信号的双重支撑。综合多因素判断，本周美元兑人民币汇率大概率在 7.09-7.15 区间内震荡运行。

【策略建议】考虑到人民币汇率若要进一步突破，需内外部环境持续改善作为支撑，因此短期内建议：出口企业可在汇率区间上沿附近，择机逢高分批锁定远期结汇，以规避汇率回落可能导致的收益缩水风险；进口企业则可在 7.10 关口附近采取滚动购汇的策略。

【风险提示】海外经济数据超预期、特朗普政策超预期

重要声明：以上内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

股指：美联储降息预期减弱，股指承压

【市场回顾】

上个交易股指走势涨跌不一，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.60%。从资金面来看，两市成交额上涨 443.06 亿元。期指方面，IF 放量上涨，IC、IH 缩量上涨，IM 缩量下跌。

【重要资讯】

1. 美国第二季度 GDP 年化季率终值被大幅上修为 3.8%，高于此前 3.3%的修正值，为自 2023 年第三季度录得 4.7%增长以来的最强劲表现。

2. 第二季度个人消费支出（PCE）价格指数环比折年率被上修 0.1 个百分点至 2.1%。

【核心逻辑】

美国二季度数据修正一定程度打击降息预期，美元指数及美债收益率均上涨，外围压力加大。当前国内信息面较平淡，市场情绪反复，无明显趋势性变动，因此对海外因素较敏感，预计美国降息预期降温的情况下，再加上目前 IC、IM 成交量加权平均基差处于历史低位，MO 持仓量 PCR 处于历史高位，股指短期存在下行压力，尤其中小盘股指，不过当前利好政策预期托底，下方空间有限。

【南华观点】存在回调压力，但下方空间有限

国债：保持震荡思路

【市场回顾】周四期债早盘低开低走，午后大幅反弹，尾盘 TL 翻红，其余品种微跌。资金面仍旧趋紧。

【重要资讯】1.美国第二季度经济增速大幅上修，意外达到 3.8%。2.美联储理事米兰主张连续多次降息 50 个基点，以令利率达到中性水平。

【核心观点】昨日早盘市场延续弱势，TL 跌幅尤其大，表明三十年期国债交易拥挤的问题仍然存在，午后市场大幅反弹可能与大行稳市的传言有关。每逢市场濒临崩溃，总有力量进行缓冲，意味着政策呵护存在。临近季末，近期资金面持续偏紧，需要关注央行对流动性的安排。当前市场难言摆脱弱势，但低点附近不必悲观，操作上以做超跌反弹为主。

【策略建议】多单抄底宜拉开买入间隔，注意控制仓位，有利即走。

集运：MSC 跟进上调报价，期价总体上行

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货（EC）价格高开震荡。 截至收盘，EC 各合约价格都有不同程度回升。

【现货市场】：根据《欧线运价小纸条》数据统计，10 月 17 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 开舱报价为$1080，40GP 总报价为$1800，均与同期前值持平。后两周，MSC 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$915，较同期前值回升$25，40GP 总报价为$1515，较同期前值回升$25。

本周与下下周，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$910，较同期前值下降$100，40GP 总报价为$1420，较同期前值下降$200。

【重要资讯】：当地时间 9 月 24 日，美国特朗普政府发布正式公告，实施美国与欧盟达成的贸易协议，确认自 8 月 1 日起，对欧盟进口汽车及汽车产品征收 15%的关税。此外，文件还列出了对某些药物化合物、飞机零部件及其他进口商品的关税豁免。

【南华观点】：延续此前逻辑，一方面是现舱报价的回升——昨日收盘后马士基公布的 10 月中旬欧线现舱报价止降回升，且增幅较为明显，后 MSC 跟进上调欧线报价，引领期价估值回升，另一方面也是部分空头投资者的平仓离场。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，期价仍延续震荡走势的可能性较大；12 合约可继续关注低多机会，整体以观望或日内短线操作为主。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、俞俊臣（Z0021065）、潘响（Z0021448）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：银铂钯补涨 建议轻仓过节

【行情回顾】周四贵金属板块走势分化，黄金整体高位震荡，银铂钯则强势拉涨，主要因美经济数据韧性推升贵金属板块内工业属性更强的品种进行补涨，同时降息预期降温。此外 Freeport 旗下 Grasbergs 矿的安全事故引发铜矿停产也影响作为铜伴生产品白银的供给担忧。周边美指与美债收益率走高，比特币下跌，美股下跌，原油则延续上涨。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。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 3780.5 美元/盎司，+0.33%；美白银 2512 合约收报于 45.47 美元/盎司，+2.89%。SHFE 黄金 2512 主力合约 收 854.72 元/克，-0.45%；SHFE 白银 2512 合约收 10411 元/千克，+0.08%。

【降息预期与基金持仓】降息预期呈现降温现象。据 CME"美联储观察"数据显示，美联储 10 月维持利率不变概率 14.5%，降息 25 个基点的概率为 85.5%；美联储 12 月维持利率不变概率 4.3%，累计降息 25 个基点的概率为 35.4%，累计降息 50 个基点的概率 60.4%；美联储 1 月累计降息 25 个基点的概率为 24.4%，累计降息 50 个基点的概率为 51.5%，累计降息 75 个基点的概率为 21.4%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓维持在 996.85 吨；iShares 白银 ETF 持仓日减 79.05 吨至 15390.07 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 5 吨至 1156.8 吨；截止 9 月 19 日当周的 SGX 白银库存周减 35.4 吨至 1217 吨。

【本周关注】本周数据整体清淡，关注周五晚美 8 月 PCE 数据。

【南华观点】中长线或偏多，短线金银略有分化，其中伦敦金预计短期高位震荡，关注 3700 附近支撑，阻力 3800；伦敦银则关注 45 区域能否有效收复，如突破或可进一步看高至 50 区域。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：供给端偏紧大幅推升铜价

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周四大幅上升，报收在 8.26 万元每吨附近，成交 58 万手，持仓 55 万手，上海有色现货升水 30 元每吨。

【产业表现】美国矿业巨头 Freeport McMoRan 印尼子公司 Grasberg 矿山发生致命泥石流事故，推动全球铜价大幅上涨并引发供应链担忧。这座全球第二大铜矿因事故暂停生产，公司已启动不可抗力条款。Freeport 确认，其位于印尼的 Grasberg Block Cave 矿 9 月 8 日发生的泥石流事故已造成两名工人死亡，另有五名工人仍下落不明。约 80 万公吨湿润物质突然涌入矿井，波及多个作业层面，在该公司数十年开采历史中史无前例。Freeport 预计最早要到 2027 年才能恢复事故前的生产水平，2026 年铜金产量较此前预期下降约 35%。该矿山占公司已探明储量的 50%和 2029 年前预计产量的约 70%，长期停产将对全球铜供应链造成持续冲击。受事故影响，Freeport 将第三季度合并销售预期较 7 月份预估下调约 4%的铜产量和约 6%的黄金产量。

【核心逻辑】自由港铜矿的影响大幅超预期，上周的周报中我们提到 Grasberg 铜矿还需 1-2 周时间过于乐观，此次事件的影响事件较长。对于铜价而言，短期存在超涨，不建议追高。

【南华观点】持币观望。

铝产业链：沪铝去库

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20765 元/吨，环比+0.39%，成交量为 15 万手，持仓 22 万手，伦铝收于 2661 美元/吨，环比-0.11%；氧化铝收于 2942 元/吨，环比+1.66%，成交量为 33 万手，持仓 30 万手；铸造铝合金收于 20385 元/吨，环比+0.34%，成交量为 3950 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，周四电解铝去库，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: 金属普涨，小幅反弹

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22045 元/吨，环比+0.85 %。其中成交量为 15.83 万手，而持仓则减少 10581 手至 13.13 万手。现货端，0#锌锭均价为 21870 元/吨，1#锌锭均价为 21800 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，锌价跟随大盘，小幅反弹。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。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，目前锌锭还是以内外正套逻辑为主。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：日内偏强运行，有色整体强势

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 122990 元/吨，上涨 1.08%。不锈钢主力合约日盘收于 12930 元/吨，上涨 0.19%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 125200 元/吨，升水为 2300 元/吨。SMM 电解镍为 124050 元/吨。进口镍均价调整至 123225 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28200 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 4431.82 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 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-3.81%。纯镍上期所库存为 29834 吨，LME 镍库存为 230586 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强运行，有色整体强势，此外矿端情绪尚未消散。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，此后不断有各个地区小规模镍矿企业被暂停运营，反复挑动矿端情绪；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。镍铁日内成交均价下调 0.5 元/镍点，主要受到不锈钢需求端制约，大部分企业节前备货提前完成，近两周无大单镍铁成交。不锈钢方面同样偏强震荡，部分规格期间调价探涨但是反馈一般，成交日内偏静。宏观层面日内美元下调引起有色一波上行。

锡：震荡为主

【市场回顾】沪锡指数在周四继续以震荡为主，报收在 27.4 万元每吨；成交 11 万手；持仓 5.4 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:节前备货接近尾声

【行情回顾】周四碳酸锂期货主力合约收于 74040 元/吨，日环比+1.59%。成交量 34.27 万手，日环比-0.72%；持仓量 26.11 万手，日环比+487 手。碳酸锂 LC2511-LC2601 月差为 back 结构，日环比+20 元/吨；仓单数量总计 40309 手，日环比+560 手。
【产业表现】锂电产业链现货市场表现平稳，贸易商出货情绪尚可。锂矿市场价格平稳，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 830 美元/吨，日环比+2.5 美元/吨。锂盐市场平稳，电池级碳酸锂报价 73750 元/吨，日环比-100 元/吨；电池级氢氧化锂报价 78950 元/吨，日环比-100 元/吨，贸易商基差报价平稳。下游正极材料报价平稳，磷酸铁锂报价变动-20 元/吨，三元材料报价变动+500 元/吨；六氟磷酸铁锂报价变动+250 元/吨，电解液报价变动+0 元/吨。碳酸锂周度产量环比变动+237 吨，周度库存环比变动-848 吨。
【南华观点】临近国庆，市场对 930 停产预期大幅下降，基本面暂无较大变化。期现贸易商出货量增加，市场成交量较前两日较好，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:节前备货意愿有限

【行情回顾】周四工业硅期货主力合约收于 9055 元/吨，日环比变动+0.72%。成交量约 31.81 万手，持仓量约 26.00 万手（日环比变动-1.09 万手）。SI2511-SI2601 月差为 contango 结构。仓单数量 50066 手，日环比变动+141 手。
多晶硅期货主力合约收于 51365 元/吨，日环比变动+0.89%。成交量 18.48 万手，持仓量约 10.55 万手（日环比变动-0.57 万手）。PS2511-PS2601 月差为 contango 结构，仓单数量 7880 手，日环比变动+30 手。
【产业表现】工业硅产业链现货市场表需平稳。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 20900 元/吨，日环比+0.24%。
光伏产业现货市场表现小幅上涨。N 型多晶硅复投料 52.55 元/kg，日环比+0.1%；N 型硅片价格指数 1.35 元/片，日环比+0%；Topcon-182 电池片报价 0.323 元/瓦，日环比+0%；集中式 N 型 182 组件报价 0.664 元/瓦，日环比+0.15%，分布式 N 型 182 组件报价 0.676 元/瓦，日环比+0%。
【南华观点】国庆节前备货意愿下降，市场成交平稳，工业硅市场将延续“强预期，若现实”格局，后续重点关注西南减产进度及多晶硅政策落地情况。多晶硅波动较为剧烈，建议投资者谨慎参与。

铅：高位窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17090 元/吨，环比+0.15%，其中成交量

46256 手，而持仓量则增加 1776 手至 62847 手。现货端，1#铅锭均价为 16950 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，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。目前冶炼端有一定复产现象，供给端或有所恢复。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。从库存上来看，有一定节前备库的现象，形成一定支撑。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】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）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：原料节前补库或接近尾声

【行情回顾】主力合约夜盘均增仓下行
【信息整理】1. 本周五大钢材品种供应 864.93 万吨，周环比增 9.47 万吨，增幅为 1.1%；总库存 1510.61 万吨，周环比降 9.13 万吨，降幅为 0.6%；表观消费量为 874.06 万吨，环比增 2.8%。
2. 本周，唐山主要仓库及港口同口径钢坯库存 126.55 万吨，周环比增加 0.46 万吨。调研周期内下游轧钢厂多数因环保执行调控生产，对坯需求减弱。
3. 美国第二季度 GDP 被大幅上修至增长 3.8%，创两年新高，前值为 3.3%；美国至 9 月 20 日当周初请失业金人数录得 21.8 万人，为 2025 年 7 月 19 日当周以来新低，前值由 23.1 万人修正为 23.2 万人。
4.247 家钢厂日均铁水产量为 242.36（+1.34），钢厂盈利率为 58.01%（-0.86%）。
【南华观点】本周五大材呈现供需环比双增，库存由增转降的态势，其中螺纹钢表需环比上升，热卷表需环比下降。从季节性规律来看，本周螺纹钢表需环比回升符合预期，且大概率是下半年表需的高点或次高点，当前螺纹钢需求仍显疲软，这或暗示后续螺纹钢需求表现难有改善；库存端则呈现“螺纹降、热卷增”的分化格局，而从近三年超季节性维度对比，螺纹钢、热卷及五大材整体库存仍呈现逆季节性状态。当前钢材在高供应背景下需求不足的问题体现，去库存有压力，对盘面形成明显压制，负反馈压力也在不断积蓄。不过，当前高铁水产量叠加国庆临近，原料补库需求对成材成本端形成支撑，市场亦有焦炭或迎来提涨的传闻；但需注意，节前钢厂库存补库已接近尾声，后续补库动力或大幅减弱，若节后钢材持续超季节性累库，可能会有负反馈减产的压力，从钢材基本面来看向下阻力小于向上，但也需警惕宏观利好政策的拉动。

铁矿石：节前补库有支撑

【盘面信息】铁矿石价格震荡运行，收十字星。黑色系商品节前盘面减仓运行，价格波动

变小。
【信息整理】1. 本期五大材产量和需求皆回升，螺纹产量维稳，需求回升，库存下降；热卷产量下降，需求维稳，库存略累积。2. SMM 热卷供需平衡分析。产量:本周,热卷产量环比上升。社库:本周 SMM 统计的全国 86 仓库(大样本)热卷社会库 367.93 万吨,,环比-3.11 万吨,环比-0.84%,新历同比-17.58%。本周全国社库开始去库,划分区域来看,除华南和华中地区仍在累库外,其余地区均在降库
【南华观点】节前市场情绪偏谨慎，黑色系商品节前盘面减仓运行，价格波动变小。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。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。节前建议减仓操作。

焦煤焦炭：节前补库接近尾声

【盘面回顾】震荡运行
【相关资讯】
1. 523 家炼焦煤矿山样本核定产能利用率为 86.5%，环比增 1.8%。原煤日均产量 194.0 万吨，环比增 4.1 万吨，原煤库存 458.7 万吨，环比减 11.3 万吨。
2. 云南钢企“反内卷”迈出实质性一步。五家龙头钢企锁定省内 60 万吨资源投放，控产、稳价、共管秩序进入实操阶段，并达成多个重要决议。
3. Mysteel 煤焦：邢台市场焦炭价格计划提涨，捣固湿熄焦上调 50 元/吨、捣固干熄焦上调 55 元/吨。调整后捣固准一干熄报价 1565 元/吨，出厂价现金含税，自 9 月 26 日 0 时起执行。
【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，主流焦企开始提涨，预计节前落地有难度。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：成本支持，下方空间有限

【盘面回顾】昨日硅铁主力上涨 0.94%，收 5786；硅锰主力上涨 0.47%，收 5938。
【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泫（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、严志妮（Z0022076）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

原油：地缘驱动，油价继续反弹

【盘面动态】WTI 主力原油期货收跌 0.01 美元，跌幅 0.02%,报 64.98 美元/桶；布伦特主力原油期货收涨 0.12 美元，涨幅 0.18%，报 68.58 美元/桶；INE 原油期货收涨 0.45%，报 491.1 元。
【市场动态】1. 美国总统特朗普：认为土耳其将停止购买俄罗斯石油。2. 伊拉克总理宣布，已达成协议，将通过伊拉克-土耳其管道出口库尔德油田的石油。3. 据国际文传电讯社：俄罗斯副总理诺瓦克表示，俄罗斯将禁止贸易商出口柴油，柴油出口限制将持续至年底。俄罗斯还将延长汽油出口禁令至年底。4. 金十期货 9 月 25 日讯，新加坡企业发展局（ESG）：截至 9 月 24 日当周，新加坡燃料油库存下降 260.6 万桶，至 2280.4 万桶的 13 周低点。
【南华观点】隔夜原油延续反弹态势，不仅突破前期高点，还打破了此前的震荡收敛格局，但整体仍处于横盘震荡大框架内。此次反弹主要受俄乌地缘风险推动，乌克兰频繁袭击俄罗斯石油设施，包括新罗西斯克港这一俄最大原油出口港，引发市场对俄石油供应下滑的担忧，叠加多头情绪偏强且小幅增仓，共同支撑油价走高。值得注意的是，按此前地缘驱动节奏，当前原油反弹的时间与空间已基本到位，需警惕油价重复“反弹后回落”走势、重回震荡区间。若无重大地缘事件，原油上方空间有限，大趋势仍为弱势，中长期或维持弱势横盘或呈向下趋势，短期多空天平变化还需盘面及供应数据进一步验证。

LPG：主力维持震荡

【盘面动态】LPG2510 盘面收于 4380（+55），LPG2511 盘面收于 4267（+22），FEI M1 收于 545 美元/吨（-4），CP M1 收于 544 美元/吨（+2），MB M1 收于 376 美元/吨（+2）
【现货反馈】华东均价 4387（+0），山东均价 4570（+20），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 80.27%（-1.25%）；独立炼厂开工率 53.49%（+1.64%），不含大炼化利用率为 49.87%（+1.83%）， 国内液化气外卖量 53.92 万吨（+0.07），醚后碳四商品量 17.98（-0.3）；此外，进口端到港量本周较上周小幅减少，本周供应端整体可控。需求端本期较上周抬升。PDH 本期开工率 73.56%（+2.26%），金发重启导致，短期开工率维持在 70%-75%左右。MTBE 端本期价格小幅下跌，下游节前补库，开工率 65.66%（+2.12%），外销量依然处于高位。烷基化端开工率下降至 45.51%（+1.70%）。库存端，厂内库存 18.81 万吨（+0.78），库容比上升，本周部分区域受台风影响小幅累库；港口库存 313.66 万吨（-9.74），库存保持高位震荡。
【观点】主力盘面依然偏弱震荡，现货多地持稳。原油多空因素扰动比较大，隔夜原油在地缘问题驱动下继续上涨。海外丙烷端报价变动不大，价格依然相对坚挺。国内供需变动

不大，化工需求短期依然坚挺。本周 PDH 、mtbe 及烷基化油均因装置复产开工小幅抬升。

PTA-PX：谨慎试多

【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走势偏弱。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。

MEG-瓶片：驱动不足，震荡整理

【库存】华东港口库至 46.7 万吨，环比上期增加 0.2 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，关注后续是否会有提负计划公布。

【观点】

总体而言，乙二醇近期基本面驱动不足，在累库预期与商品情绪不振背景下估值进一步承压。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。乙二醇近期供需驱动有限，目前在商品悲观情绪压制下区间下移，预计维持 4150-4300 区间震荡，突破需要依赖成本端及宏观驱动；在操作上，短期维持观望，等待驱动。

甲醇：卖看跌持有

【盘面动态】: 周四甲醇 01 收于 2336

【现货反馈】: 周四远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-108

【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 6898（+21）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6680 元/吨，华东现货价格为 6730 元/吨，华南现货价格为 6750 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 7169（+27）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7090 元/吨，华东现货价格为 7130 元/吨，华南现货价格为 7260 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。

纯苯苯乙烯：苯乙烯供应扰动增多

纯苯：
【盘面回顾】BZ2603 收于 5922（+15）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 5905（+10），主力基差-17（-5）
【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 6958（+30）

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 6925（+10），主力基差-33（-20）

【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，预计停车至 10 月上旬，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。

燃料油：供应扰动担忧

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU01 收于 2887 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， 短期因担忧俄罗斯供给缩量，建议观望。

低硫燃料油：矛盾不大，跟随成本波动为主

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU11 收于 3450 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：继续区间震荡

【盘面回顾】BU11 收于 3440 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3500 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。

玻璃纯碱烧碱：预期先行，把握节奏

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1315，0.61%

【基本面信息】

本周纯碱库存 165.15 吨，环比周一-4.42 万吨，环比上周四-10.41 万吨；其中，轻碱库存 72.91 万吨，环比周一+0.33 万吨，环比上周四-2.04 万吨，重碱库存 92.24 万吨，环比周一-4.75 万吨，环比上周四-8.37 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 1270，2.67%
【基本面信息】
本期玻璃库存 5935.5 万重箱，环比-2.55%，同比-18.56%，去 155.3 万重箱
【南华观点】
供应扰动再起，预期先行，玻璃价格易涨难跌，关注实际影响。基本面上，玻璃上中游库存高位，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 2537，-0.43%
【基本面信息】
据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 24.2 万吨（折百），环比上周减少 0.32%，同比增加 13.09%。本周东北地区液碱库存水平下降，区域内下游接货情绪积极，且后期区域内企业有检修计划，企业出货顺畅。西南地区下游备货积极，液碱货源紧张，库存多维持低位。华中两湖一带库存压力不。其他区域库存压力有所增加，西北及华北地区均有新增产能负荷提升，下游氧化铝接单情况一般，非铝备货积极性不佳，企业库存升温。
【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：震荡

【盘面】sp2511 收盘于 5060（+16）；sp2601 收盘于 5314（+18）。
【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】
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。下游开空率上来看，近来看到白卡纸，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：外盘报价小幅上调

【现货】现货端岚山地区 3.9 米中 A, 5.9 米小 A 报价尝试上调 10 元。

【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】
现货端岚山地区 3.9 米中 A, 5.9 米小 A 报价尝试上调 10 元。外商报价太平洋本期为 115 美金（+2 美金）。下游工厂走货平淡，终端口料材价格较难提涨，价格传导并不顺畅。

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 6372（+15）,PL2602 盘面收于 6399（+7）；PP-PL01 价差 526（+6）;PL01-02 月差-27（+8）
【现货反馈】华东均价 6330（-20），山东均价 6485（0）
【基本面数据】供应端，丙烯整体开工率 75.52%（+1.67%），产量 123.89 万吨（+3.6 万吨）。其中，主营炼厂开工率 80.27%（-1.25%）；独立炼厂开工率 53.49%（+1.64%），不含大炼化利用率为 49.87%（+1.83%）；蒸汽裂解开工率 83.44%(-0.36%)；PDH 开工率 73.56%（+2.26%），开工率短期维持在 70%-75%左右。MTO 开工率 88.18%（+4.375%）。需求端 PP 开工小幅提升，但成本端的压力依然存在，本期 PP 粒料开工率 75.52%（+1.67%），产量 77.34 万吨（+0.64 万吨）；PP 粉料本期开工率 35.92%（+1.91%），产量 6.14 万吨（+0.34 万吨）。
【观点】期货盘面偏整理，现货持稳。原油多空因素扰动比较大，隔夜原油地缘驱动下延续反弹。海外丙烷端价格依然相对坚挺。需求端 PP 跟丙烯价差低位反弹但依然偏低，成本端带来的压力依然存在，本期 PP 开工小幅上行，原料压力仍存。

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 12685 日环比-0.35%
【现货报价】全国生猪均价 12.56（-0.09）元/公斤，其中河南 12.73（-0.05）元/公斤、四川 12.27（-0.00）元/公斤、湖南 12.36（-0.04）元/公斤、辽宁 12.67（-0.02）元/公斤、广东 13.31（-0.24）元/公斤。
【现货情况】
北方部分区域集团场正常出猪为主，部分区域担心后期猪价风险加大，出栏进度偏快。散户出栏情绪较前几日有所增强，出栏量增多。南方养殖场出栏进度仍偏慢，主要受消费制约走货阻力较大。社会猪担心后边价格更差，认卖积极性有所提高。

【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。

油脂：空头回补反弹，关注远月上涨机会

【盘面回顾】阿根廷宣布重新征收出口税，油脂市场出现空头回补反弹。
【供需分析】棕榈油：阿根廷出口关税减免政策取消，因其提前完成 70 亿美元贸易额，对油脂市场影响减弱。印度采购大量阿根廷豆油，对短期棕油消费不利。马来西亚因前期天气干旱，提前进入减产季，库存压力后续有减轻预期。
豆油：USDA 干旱报告显示大豆干旱面积有所扩大，为大豆产量前景添加不确定性。美国生物燃料政策不明，市场较悲观。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：加拿大新季产量增加，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，菜油在油脂板块保持偏强。
【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】短期油脂市场震荡整理为主，菜籽油 15 价差继续走扩，关注棕榈油远月上涨机会。

豆一：空头回补支撑期价反弹

【期货动态】周四豆一期货受益于空头回补支撑继续反弹，主力 11 合约上涨 39 元或 1%，收于 3929 元，持仓量减少超 2 万手，成交量明显放大；注册仓单小幅减少至 7578 手；夜盘延续减仓反弹走势，11 合约收于 3942 元；
【现货情况】黑龙江产区 39 蛋白以上收购价 1.95 元/斤（企业报价），俄豆新季粮源开始到货，44 蛋白报价 2.3 元/斤（净粮装车）；南方产区部分地区有降雨过程，上市进度分化，报价差异较大；
【市场分析】东北产区主流粮源预计十一前后大量收获并上市，新季报价有所增多，39 蛋白以上价格处于 1.95 元/斤一带，基差水平中性，一定程度支撑期货市场；由于新粮尚未大量上市，目前现货价格仍未完全释放风险，中下游刚需补库及等待博弈情绪尚未转向，短期还粮刚性需求支撑市场，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，优质优价为主，价格下行压力有限；需求端节前备货一定程度上支撑现货价格，随着时间推移，旺季逐步来临，有望部分缓解供应压力；豆一盘面继续受到空平支撑，期价连续反弹，昨日放量明显，技术形态修复，关注空方席位动态；
【南华观点】11 合约套保空单持有。

棉花：偏弱运行

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅上涨，美棉周度出口量环比下降，棉价反弹动力不足。隔夜郑棉小幅下跌。
【外棉信息】8 月孟加拉棉花进口约 13.3 万吨，环比减少 4.5%，同比减少 12.4%。
【郑棉信息】当前全疆新棉吐絮超八成，近期新疆迎来降温，北疆部分地区有降雨，新棉或在国庆节期间集中上市。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，后续关注机采棉集中上市情况。

白糖：维持现状

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周四收高，但供应充足前景限制涨幅。
昨日夜盘郑糖相持在 5500 附近，整体变化不大。
【现货报价】南宁中间商站台报价 5860 元/吨。昆明中间商报价 5730-5890 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.调查数据显示 9 月上旬巴西中南部糖产量增长 15%至 360 万吨。
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 3076，日环比+0.65%
【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（+0.00）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：强势上涨

【期货动态】苹果期货昨日继续上涨，短期逐步走强。
【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 24 日，全国主产区苹果冷库库存量为 12.18 万吨，环比上周减少 4.14 万吨。
【南华观点】短期苹果走势强劲，10 合约预期在上涨中结束。

红枣：关注产区天气

【产区动态】目前新季灰枣处于上糖阶段，喀什产区少量枣果开始皱皮，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，本周南疆气温小幅波动，整体基本持稳，各产区降雨预期较少。

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

【库存动态】9 月 25 日郑商所红枣期货仓单录得 7063 张，较上一交易日减少 341 张。据统计，截至 9 月 25 日，36 家样本点物理库存在 9203 吨，周环比减少 44 吨，同比增加 84.80%。

【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）、陈嘉宁（Z0020097）、陈晨（Z0022868）及助理分析师康全贵（F03148699）提供。

南华期货

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。