

宏观金融类

股指

重要消息：1、财政部与中国人民银行联合工作组召开第二次组长会议，共同保障财政政策、货币政策更好落地见效；2、为保持银行体系流动性充裕，2025年9月5日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展10000亿元买断式逆回购操作，期限为3个月；3、吴清：持续巩固资本市场回稳向好势头；4、美国8月非农就业人数增加2.2万，远远低于市场预估的7.5万。巴克莱上调美联储年内降息押注，现预计年底前降息三次。摩根大通资产管理公司现在也预计美联储将在2025年降息三次。

经济与企业盈利：1、国家统计局：7月份规模以上工业增加值同比实际增长5.7%；2025年1—7月份全国固定资产投资增长1.6%；7月份社会消费品零售总额38780亿元 同比增长3.7%；2、8月份制造业采购经理指数（PMI）为49.4%，比上月上升0.1个百分点，制造业景气水平有所改善，但仍低于荣枯线。非制造业PMI上升0.2个百分点，至50.3，综合PMI50.5，较前值50.2回升0.3个百分点；3、2025年7月份M1增速5.6%，前值4.6%。M2增速8.8%，前值8.3%，主要是受去年低基数的影响；4、2025年7月份社融增量1.13万亿元，同比多增3613亿元，政府债及票据融资增长是主因，居民及企业信贷数据同比大幅回落，社融整体表现不及预期；5、按美元计，中国7月出口同比增7.2%（预期增5.4%）；进口同比增4.1%（预期降1%）；贸易顺差982.4亿美元，预期1050亿美元。

利率与信用环境：上周利率低位震荡，信用利差保持低位；流动性较为宽松。

小结：经过前期持续上涨后，AI等高位热点板块近期出现分歧，资金流向固态电池及储能等低位板块，市场风险偏好有所降低。叠加市场成交量的萎缩，短期指数面临一定的调整压力。但从大方向看，政策支持资本市场的态度未变，中长期仍是逢低做多的思路为主。

国债

经济及政策：8月制造业PMI数据整体略有回暖，供需两端均有所回升，“反内卷”对价格预期有所提振，但需求和生产端的配合仍有待观察；出口方面，在抢出口效应的背景下7月进出口数据总体超预期，但往后看，在抢出口有所透支以及下半年基数抬升的影响下，出口可能有一定压力。海外方面，市场对美国9月份降息预期较强，利好金融市场流动性。

1、央行：为保持银行体系流动性充裕，9月5日将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展10000亿元买断式逆回购操作，期限为3个月（91天）。

2、国务院办公厅：开展促进体育消费和赛事经济试点，鼓励有条件的地区发放数字人民币体育消费红包；开展低空运动、航空模型运动、模拟飞行等低空赛事活动，促进低空体育消费；利用数字人民币智能化、

数字化服务优势助力体育产业和赛事经济高质量发展。

3、9月3日，财政部发布通知称，9月10日将招标续发350亿元50年期超长期特别国债和1490亿元5年期附息国债。

4、9月2日，英国30年期国债收益率飙升至1998年以来最高水平。英国30年期借贷成本在G7中最高，反映出市场对英国通胀、借贷水平高和经济增长缓慢的担忧。

5、欧元区8月CPI初值同比升2.1%，预期升2%，7月终值升2%。

6、上海合作组织成员国元首理事会第二十五次会议在天津梅江会展中心举行。国家主席习近平主持会议并发表重要讲话，表示坚持务实高效；持续推进上海合作组织改革，加强资源投入和能力建设，让组织机制更完善、决策更科学、行动更高效。尽快启用应对安全威胁与挑战综合中心和禁毒中心，尽快建成上海合作组织开发银行，为成员国安全和经济合作提供更有力的支撑。

7、9月1日，香港财经事务及库务局局长许正宇就香港绿色和可持续金融的最新发展发言表示，香港一直积极发挥作为国际金融中心的优势，引导国际资金配对优质的绿色项目，促进区内经济绿色转型。香港特区政府会将代币化债券发行常态化，香港金管局正准备协助香港特区政府发行第三批代币化债券。

8、欧元区7月零售销售环比下降0.5%，为2024年6月以来最大降幅。预估下降0.2%，前值增长0.3%。欧元区7月零售销售同比增长2.2%，预估增长2.4%，前值增长3.1%。

9、美国8月ADP就业人数5.4万人，预期6.5万人，前值10.4万人。

流动性：上周央行进行10684亿元逆回购操作，有22731亿元逆回购到期，上周净回笼12047亿元，DR007利率收于1.45%。

利率：1、最新10Y国债收益率收于1.80%，周环比-4.76BP；30Y国债收益率收于2.07%，周环比-6.85BP；2、最新10Y美债收益率4.17%，周环比-6.00BP。

小结：基本面看，8月制造业PMI较上月有所改善但仍处于荣枯线下，数据显示供需两端环比均有所好转，“反内卷”政策下价格水平回升，但后续抢出口效应可能边际弱化，往后出口或有所承压。资金情况而言，央行资金呵护态度维持，总体预计后续资金有望维持宽松。往后看，在内需弱修复和资金有望延续宽松背景下预计利率有向下空间，但节奏上需关注股债跷跷板作用，债市短期或以震荡格局为主。

贵金属

美国关键就业数据显示其劳动力市场已经显著恶化，增强了市场对于联储后续进一步宽松的货币政策预期：美国8月非农就业数据大幅低于预期，新增非农就业人口数仅为2.2万人，低于预期的7.5万人以及前值的7.9万人。且六月份的非农就业人口变动数被调整为减少1.3万人，是2020年末以来的首次下降。本次非农就业分项中多个行业就业总人数出现下降，商品生产就业分项下降2.5万人，其中采矿业、建筑业以及制造业就业人数均录得减少。服务业分项情况也不容乐观，批发业、信息业、金融服务和专业及商服分项就业人数均出现回落，仅教育和保健就业呈现相当韧性，服务部门总就业人数上升6.3万人。同时，政府就业总人数出现1.6万人的减少。本次的非农报告与鲍威尔及其他联储官员的表态相呼应，即美国劳动力市场已出现明确的恶化迹象。这意味着即使美国8月CPI及PPI数据具备韧性，也难

以影响联储九月份的降息操作。

行情展望：在美联储货币政策走向宽松的过程中，白银价格相较于黄金而言将具备更强的上涨驱动，当前外盘金银比价为 88，仍显著高于 1971 年以来 62.1 的历史均值水平。CME 利率观测器显示，当前市场已经近乎完全定价美联储将在 9 月议息会议中进行 25 个基点的降息操作，同时定价在 10 月份议息会议中存在 55% 的概率进行进一步 25 个基点的降息。我们认为，不论是从 ADP 就业数据还是周度失业数据来看，当前美国劳动力市场已经显著走弱，叠加联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上的定调，美联储在本年度剩余议息会议中将存在超过市场预期的三次降息操作。在这样的背景下，贵金属板块建议维持逢低做多思路，重点关注白银价格的上涨机会，沪金主力合约参考运行区间 801-840 元/克，沪银主力合约参考运行区间 9526-11000 元/千克。

铂族金属

美联储货币政策预期将令金融属性更强的铂金价格表现强于钯金：在八月进行的杰克逊霍尔央行年会中，就通胀问题，鲍威尔表示通胀虽然仍相对偏高，但已从疫情后的高点大幅回落，更关键的是，鲍威尔表示“一个合理的基准情形是，关税对于价格的影响是相对短暂的，即物价是一次性的变动”，即承认了关税对于通胀的影响并不具备持续性。对于劳动力市场，鲍威尔表明了担忧，他认为当前劳动力市场的平衡来自于美国劳动力供给和需求的双重放缓，关于后续的货币政策路径，鲍威尔认为联邦公开市场委员会的成员将继续根据数据及其对经济前景和风险影响的评估来作出决定。即使鲍威尔仍表达了基于就业和通胀的货币政策决策依据，但其货币政策立场已出现了重大的边际变化，其讲话为九月份议息会议的降息操作确定了基调。而在铂族金属板块中，上周 NYMEX 铂金主力合约价格上涨 1.18% 至 1380.6 美元/盎司，NYMEX 钯金主力合约价格上涨 1.15% 至 1141.5 美元/盎司，我们认为，不论是从 ADP 就业数据还是周度失业数据来看，当前美国劳动力市场已经显著走弱，叠加联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上的定调，美联储在本年度剩余议息会议中将存在超过市场预期的三次降息操作。在这样的背景下，金融属性更强的铂金价格表现将会持续强于钯金，策略上建议逢低做多铂金。

有色金属类

铜

上周铜价冲高回落，伦铜周跌 0.41% 至 9865 美元/吨，沪铜主力合约收至 79440 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比增加 2.6 万吨，其中上期所库存增加 0.2 至 8.2 万吨，LME 库存减少 0.1 至 15.8 万吨，COMEX 库存增加 2.5 至 27.7 万吨。上海保税区库存减少 0.3 万吨。当周铜现货进口小幅盈利，洋山铜溢价抬升。现货方面，周五 LME 市场 Cash/3M 贴水至 68.0 美元/吨，国内上海地区现货对期货升水下滑至 165 元/吨。废铜方面，周五国内精废价差报 1460 元/吨，废铜供应维持偏紧，当周再生铜杆企业开工率小幅反弹。据 SMM 调研数据，上周国内精铜杆企业开工率回升，线缆开工率继续下滑。

价格层面，美国就业数据弱于预期，市场在衰退和降息交易之间犹疑，若市场先进行衰退交易，到实际议息会议时，预计态度将偏鸽。国内铜产量下降和消费季节性改善的背景下，预计铜价支撑较强。本周沪铜主力运行区间参考：78200-80800 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9550-10050 美元/吨。

铝

上周铝价震荡下滑，沪铝主力合约周跌 0.22% 至 20695 元/吨（截至周五收盘），伦铝收跌 0.63% 至 2602 美元/吨。沪铝加权合约持仓量 53.4 万手，周环比减少 4.3 万手，期货仓单增加 0.1 至 6.0 万吨。库存方面，上周国内铝锭社会库存录得 62.6 万吨，环比增加 1.6 万吨；保税区库存环比减少 0.2 万吨至 10.0 万吨；铝棒库存录得 14.0 万吨，环比增加 0.3 万吨，铝棒加工费震荡。现货方面，周五华东现货平水于期货，环比上调 20 元/吨，市场刚需成交为主。需求方面，周度下游开工率震荡抬升，其中铝棒和铝杆回升幅度较大，型材、铝合金等开工率小幅下滑。外盘方面，LME 铝库存录得 48.5 万吨，周环比增加 0.4 万吨，注销仓单比例维持低位，Cash/3M 维持升水。展望后市，铝价在宏观预期与基本面现实之间博弈震荡。海外降息预期增强提供支撑，但国内累库延续及终端需求改善偏弱抑制价格上行空间。近期重点关注旺季需求兑现情况及库存走势，若库存出现拐点，铝价有望进一步冲高。本周国内主力合约运行区间参考：20300-20100 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2550-2660 美元/吨。

锌

价格回顾：上周五沪锌指数收涨 0.15% 至 22155 元/吨，单边交易总持仓 22.61 万手。截至周五下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期涨 7.5 至 2863.5 美元/吨，总持仓 19.79 万手。SMM0# 锌锭均价 22020 元/吨，上海基差 -65 元/吨，天津基差 -75 元/吨，广东基差 -85 元/吨，沪粤价差 20 元/吨。

国内结构：据上海有色数据，国内社会库存累库至 14.89 万吨。上期所锌锭期货库存录得 4.08 万吨，内盘上海地区基差 -65 元/吨，连续合约-连一合约价差 -40 元/吨。海外结构：LME 锌锭库存录得 5.48 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 1.63 万吨。外盘 cash-3S 合约基差 16.21 美元/吨，3-15 价差 21.72 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.087，锌锭进口盈亏为 -2535.41 元/吨。

产业数据：锌精矿国产 TC3850 元/金属吨，进口 TC 指数 96 美元/干吨。锌精矿港口库存 28.3 万实物吨，锌精矿工厂库存 64.1 万实物吨。镀锌结构件周度开工率录得 50.08%，原料库存 1.3 万吨，成品库存 39.7 万吨。压铸锌合金周度开工率录得 51.00%，原料库存 1.2 万吨，成品库存 0.9 万吨。氧化锌周度开工率录得 54.50%，原料库存 0.3 万吨，成品库存 0.5 万吨。

总体来看：锌矿、锌锭延续过剩态势，矿锭库存均有累库，锌精矿 TC 上行，沪锌月差弱势运行，国内供应端维持宽松，下游企业开工率仍无较大起色，产业端延续过剩现状。LME 市场经过长期去库后，伦锌仓单低位，伦锌月差抬升。内弱外强格局加剧，沪伦比值加速下行。当前联储降息预期较高，有色金属板块氛围积极，且从资金席位来看，部分机构席位及外资席位将锌品种作为有色空配品种，品种看空一致性高，预计短期下跌空间有限，呈现低位震荡格局。

铅

价格回顾：上周五沪铅指数收涨 0.21% 至 16897 元/吨，单边交易总持仓 8.3 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期跌 1.5 至 1990 美元/吨，总持仓 15.82 万手。SMM1# 铅锭均价 16725 元/吨，再生精铅均价 16700 元/吨，精废价差 25 元/吨，废电动车电池均价 10050 元/吨。

国内结构：据钢联数据，国内社会库存小幅去库至 6.53 万吨。上期所铅锭期货库存录得 5.41 万吨，内盘原生基差 -80 元/吨，连续合约-连一合约价差 -70 元/吨。海外结构：LME 铅锭库存录得 25.12 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 5.59 万吨。外盘 cash-3S 合约基差 -44.77 美元/吨，3-15 价差 -69.8 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.191，铅锭进口盈亏为 -403.63 元/吨。

产业数据：原生端，铅精矿港口库存 3.6 万吨，工厂库存 40.3 万吨，折 25.5 天。铅精矿进口 TC-90 美元/干吨，铅精矿国产 TC400 元/金属吨。原生开工率录得 66.61%，原生锭厂库 1.3 万吨。再生端，铅废库存 7.7 万吨，再生铅锭周产 3.1 万吨，再生锭厂库 1.8 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 72.15%。

总体来看：8 月铅产业整体呈现供需双弱格局，上游铅精矿及废铅酸蓄电池均相对紧缺，原料紧缺限制原再冶炼厂开工空间。此外，再生铅持续亏损推动安徽等地再生铅冶炼厂减产。但下游消费较往年偏弱，部分蓄企放高温假减产。此外，经销商成品库存历史高位，旺季不旺。当前联储降息预期较高，有色金属板块氛围积极，铅锭供应边际收窄，下方仍有一定支持。若后续商品情绪转弱，再生冶炼恢复，铅价仍有较大下行空间。

镍

资源端：上周镍矿价格持稳运行。菲律宾方面，矿山挺价意愿偏强，同时镍铁价格继续上涨，铁厂对镍矿价格接受度尚可；印尼方面，哈马黑拉地区受雨季影响依然明显，但苏拉维西岛天气较之前已有明显改善，印尼镍矿整体供应较为充足，下游冶炼厂未出现原料短缺现象。后市来看，虽然短期矿石供应充足，但在镍铁价格稳中偏强运行的背景下，矿价预计继续持稳运行。

镍铁：供给方面，国内铁厂利润亏损虽有修复，但仍处于亏损状态，供给增加有限，现货市场供方报价坚挺，低价资源较少。需求端，上周不锈钢期货价格有所企稳，库存小幅去化，市场活跃度有所提升，同时“金九银十”传统消费在即，不锈钢厂 9 月排产有增加预期，对镍铁需求形成拖底。综合供需来看，镍铁价格短期预计继续稳中偏强运行。

中间品：供应端现货库存处于紧缺状态，部分贸易商由于可售货源告罄，已暂停报价，而需求端部分电镍、硫酸镍生产企业仍有采购需求，给予价格一定支撑。整体上中间品市场流通现货偏紧，同时成本端硫磺作为 MHP 关键辅料，近期价格持续上涨，MHP 成本较此前所上行，在成本与供需推动下，中间品价格预计将继续偏强运行。

精炼镍：短期镍价维持震荡运行。宏观层面，9 月美联储议息会议在即，市场对 9 月及后续降息保持较高期待，有色板块偏强运行。现货市场方面，下游接货力度一般，库存暂未出现明显累库，现货升贴水震荡运行。

小结：短期宏观氛围积极，降息预期升温或带动镍在内的有色品种整体走强。从产业来看，虽然精炼镍供应过剩格局不改，但中长期来看，美国宽松预期与国内反内卷政策将对镍价形成坚实支撑，新一年的 RKAB 审批也对镍价构成潜在利多，镍价下跌空间有限；同时短期不锈钢“金九银十”传统旺季预期难以证伪，镍铁价格或有支撑，若宏观降息叙事强化，或出现阶段性补库周期带来的镍价走强行情，因此

建议后市逢低做多为主。本周沪镍主力合约价格运行区间参考 115000-128000 元/吨，伦镍 3M 合约运行区间参考 14500-16500 美元/吨。

锡

上周锡价震荡回落。供给方面，缅甸佤邦锡矿复产缓慢，实际出矿量大幅低于预期，云南地区锡矿短缺依旧严峻，冶炼厂原料库存普遍低于 30 天，开工率维持在较低水平，部分冶炼企业将于 9 月计划检修进一步压制产量；江西地区冶炼企业保持正常生产，但由于粗锡供应不足导致精炼锡产量难有增量；根据 SMM 数据，预计 9 月精炼锡产量将环比下降 29.89%。需求方面，下游处于消费淡季，传统消费领域疲软，光伏组件 7 月产量下滑明显，家电排产亦出现明显走弱，虽然 AI 算力增加了部分锡需求，但量级还处于较低水平，对整体需求带动有限；7 月国内样本企业锡焊料开工率为 69%，终端需求疲软导致锡现货成交偏淡。库存方面，上周国内锡锭社会库存小幅增加，截止 2025 年 9 月 5 日全国主要市场锡锭社会库存 10137 吨，较上周五增加 135 吨。综上，需求端淡季消费稍显疲软，但供给降幅明显，短期供需双弱，预计锡价震荡运行为主。

碳酸锂

期现市场：9 月 5 日，五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 73657 元，周内-4.44%。MMLC 电池级碳酸锂报价 72500-75500 元，工业级碳酸锂报价 71500-72200 元。LC2511 合约收盘价 74260 元，周跌 3.78%，贸易市场电池级碳酸锂升贴水均价为-300 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 830-870 美元/吨，周跌 5.03%。

基本面：9 月 4 日，SMM 国内碳酸锂周度产量 19419 吨，环比增 2%。乘联会预估，8 月全国新能源乘用车厂商批发销量 130 万辆，同比增长 24%，环比增长 10%；今年 1-8 月累计批发 893 万辆，同比增长 34%。8 月磷酸铁锂环比增长 7.7%，9 月预计在此基础上将续创新高。9 月 5 日，国内碳酸锂周度库存报 140092 吨，环比-1044 吨（-0.7%）。9 月 5 日，广期所碳酸锂注册仓单 36631 吨，仓单周增 22.6%，前期产业套保产品加速入库。

观点：锂电行业进入传统旺季，下游需求释放，国内锂云母产量回落，碳酸锂供求关系有所修复，碳酸锂社会库存连续下移。近期可关注海外供给补充，评估国内实际供应缺口。9 月首周权益市场锂电板块大涨，周五多晶硅等活跃品种强势，乐观情绪或带动碳酸锂期货企稳反弹。江西、青海、非洲等区域资源供给存在不稳定性，留意产业消息对盘面的影响。本周广期所碳酸锂 2511 合约参考运行区间 73200-80000 元/吨。

氧化铝

期货价格：截止 9 月 5 日下午 3 时，氧化铝指数上周下跌 0.86%至 3005 元/吨，持仓增加 1.4 万手至 35.5 万手。当前氧化铝高开工，累库趋势持续，现货价格松动，驱动氧化铝期价震荡回落。基差方面，山东现货价格报 3075 元/吨，升水 10 合约 92 元/吨。

现货价格：上周各地区氧化铝现货价格小幅反弹，广西、贵州、河南、山东、山西和新疆地区现货价格分别下跌 25 元/吨、25 元/吨、50 元/吨、80 元/吨、85 元/吨、70 元/吨。

库存：上周氧化铝社会总库存累库 4.1 万吨至 435.7 万吨，其中电解铝厂内库存、氧化铝厂内库存、在途库存、港口库存分别累库 4.6 万吨、累库 3 万吨、去库 5.6 万吨、累库 2.1 万吨。上周氧化铝上期所仓单合计累库 2.01 万吨至 9.78 万吨；交割库库存录得 11.23 万吨，较前周增加 1.45 万吨。流通现货转松，上周仓单注册量持续回升。

矿端：国内铝土矿近期受北方环保监管和南方雨季影响，出矿量较前期有所下滑，国产矿价预计维持坚挺。进口矿方面，雨季高峰期过后，几内亚发运量较前期逐步恢复至年内高点，预计四季度矿石价格将承压。

供应端：上周国内氧化铝产量 182.1 万吨，较前周减少 2.6 万吨，仍维持高位。

进出口：截止 8 月 29 日，周内澳洲 FOB 价格下跌 7 美元/吨至 353 美金/吨，进口盈亏录得-41 元/吨，进口窗口维持关闭。

需求端：2025 年 7 月电解铝运行产能 4419.3 万吨，较上月增加 16 万吨。开工率方面，7 月电解铝开工率环比增加 0.55%至 97.24%。

总结：海外矿石供应回暖，四季度矿价或将承压，冶炼段产能过剩格局短期难改。但美联储降息预期提高或将驱动有色板块偏强运行。因此，短期建议观望为主，静待宏观情绪共振。国内主力合约 A02601 参考运行区间：2850-3250 元/吨，需重点关注供应端政策、几内亚矿石政策、美联储降息政策。

不锈钢

期现市场：据 MYSTEEL，09 月 05 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 13150 元/吨，环比+0.38%；山东 7%-10%镍铁出厂价为 945 元/镍，环比+0.53%；废不锈钢均价报 9200 元/吨，环比+1.08%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 12915 元/吨，环比+0.51%。

供给：据 MYSTEEL，08 月国内冷轧不锈钢排产 146.85 万吨。08 月粗钢产量为 282.41 万吨，环比-4.70 万吨，1-08 月累计同比 6.48%。据 MYSTEEL 样本统计，07 月 300 系不锈钢粗钢产量预计达 140.39 万吨，环比-1.56%；08 月 300 系冷轧产量 79.35 万吨，环比+12.38%。

需求：据 WIND 数据，国内 2024 年 1-07 月，商品房销售面积 51559.77 万 m²，同比-4.00%；07 月单月，商品房销售面积为 5709.22 万 m²，同比 8.40%。07 月冰箱/家用冷柜/洗衣机/空调当月同比分别为 3/5/1.5/2.4%；07 月燃料加工业累计同比+16.3%。

库存：上周不锈钢社会总库存为 108.30 万吨，环比-0.81%；期货仓单上周库存 9.97 万吨，较上周-688 吨。上周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 19.39/65.45/23.45 万吨，其中 300 系库存环比-0.63%；上周不锈钢海漂量 4.22 万吨，环比-1.30%，卸货量 4.89 万吨，环比-44.78%。

成本：上周山东 7%-10%镍铁出厂价 945 元/镍，环比+0 元/镍，福建地区铁厂当前亏损 81 元/镍。

观点：本月以来，受钢厂控量发货、热轧资源供应偏紧以及印尼局势动荡等多重因素影响，不锈钢期货价格出现较大波动。总体来看，市场情绪偏向乐观，对不锈钢预期有所抬升，但 8 月实际消费表现仍显清淡，经销商出货节奏平稳，对价格进一步上涨形成压制。在当前成熟的期现业务模式下，基差若略微偏离现实即可转化为贸易商的套利空间，因此在实际需求未见明显改善之前，不锈钢估值预计仍将维持低位。后续需关注传统旺季需求的实际释放程度以及印尼政局的稳定性。目前来看，市场驱动因素较为

有限，预计不锈钢价格将呈震荡偏强走势。

铸造铝合金

截至铸造铝合金价格震荡下跌，AD2511 合约收周跌 0.34%至 20280 元/吨，加权合约持仓减少至 0.94 万手，AL2511 合约与 AD2511 合约价差 400 元/吨，环比扩大 20 元/吨。现货方面，据 Mysteel 数据，周五国内主流地区 ADC12 平均价约 20330 元/吨，周上涨 80 元/吨，成本抬升报价上调，市场成交仍相对谨慎，进口 ADC12 均价 19970 元/吨，环比上调持平，成交活跃度仍一般。库存方面，据钢联数据，上周国内铝合金厂内库存减少 0.22 万吨，社库铝合金锭库存环比增加 0.33 至 5.8 万吨。总体来看，铸造铝合金下游逐渐从淡季过渡到旺季，目前旺季特征还不强，近期国内外废铝供应扰动加大使得成本端支撑较强，加之交易所下调保证金比例，市场活跃度趋于提升，短期铸造铝合金价格或延续高位运行。

黑色建材类

钢材

估值：2025 年 8 月，钢厂平均盈利率为 65.9%，钢厂盈利率持续上升。即期利润方面，螺纹钢华东地区长流程利润缩小至 57 元/吨，谷电利润约为-18 元/吨。长流程利润回落明显，电炉利润延续弱势。

供应：2025 年 8 月，螺纹钢产量为 1087.9 万吨，同比增加 232.38 万吨；热轧卷板产量为 1603.25 万吨，同比增加 59.55 万吨。铁水日均产量维持在 240.51 万吨，继续保持在 240 万吨以上水平。本月高炉及电炉产量均有小幅回升，螺纹钢供应端压力进一步加大。热卷产量环比小幅回落，供应压力有所缓解。

需求：2025 年 8 月，螺纹钢表观消费量为 1003.15 万吨，同比减少 16.9 万吨。整体来看，螺纹需求仍处弱势，临近传统旺季但尚未显现企稳迹象。热卷方面，本月表观消费量为 1582.95 万吨，同比增加 50.9 万吨。热卷需求整体维持震荡，表现中性偏弱。受出口持续回落及家电等终端行业走弱影响，尽管需求具备一定韧性，但缺乏亮点支撑。

库存：螺纹与热卷均出现了累库情况，当前钢厂产量相对偏高，需求承接力不足，螺纹连续六周累库，热卷连续七周累库，当前库存压力较大。

小结：宏观方面，鲍威尔在本月杰克逊霍尔会议上的表态，释放出全球主要经济体或进入利率宽松周期的信号，短期内有助于提振钢材及金属价格的情绪，同时也抬升了市场对后续内需修复的预期。基本面来看，8 月螺纹钢需求疲弱明显，产量小幅增加，库存累积速度较快；板材需求同样偏弱，尽管产量环比小幅回落，但库存出现明显累积。随着传统旺季临近，当前需求水平尚未体现出向旺季过渡的迹象，整体需求结构依然偏弱。9.3 阅兵结束后，钢厂已陆续复产，预计后续产量将持续回升，若需求未能同步改善，钢材大幅累库的风险将加大。出口方面，整体表现偏弱，其中亚非拉地区出口量明显上升，而其他主要地区则延续低迷。总体来看，当前钢材需求不足以承接产量，盘面价格延续弱势，基本面压力依然突出。随着季节性旺季的临近，需求尚未出现实质性改善，累库压力已经开始显现。后续仍需重点关注出口进展、限产政策的执行力度，以及 9 月议息会议与四中全会等宏观层面的动向。

锰硅硅铁

上周（9/1-9/5），锰硅盘面价格下探至下方支撑附近后震荡回升，周度涨幅 56 元/吨或+0.97%。日线级别，锰硅盘面价格维持区间震荡格局，我们延续前期“当前价位水平下方空间感相对较差，且左侧为成交密集区，预计未来一段时间走势仍相对波折，操作难度大”的判断，继续建议投机头寸观望为主，关注上方 5900 元/吨至 6000 元/吨压力位置以及下方 5600 元/吨附近支撑位置。

硅铁方面，上周（9/1-9/5），硅铁盘面价格反复向下考验 5400 元/吨附近支撑后向上小幅反弹，周度涨幅 30 元/吨或+0.54%。日线级别，硅铁盘面价格同样维持区间震荡格局，上方关注 5700 元/吨至 5800 元/吨区间压力，下方继续关注 5400 元/吨至 5450 元/吨区间附近支撑情况。短线盘面投机套利空间有限，建议以观望为主。

在商品经历了近一个月持续回调之后，“反内卷”情绪再起波澜，市场关于“9 大行业反内卷细则将发布”的传闻点燃商品情绪，多晶硅日内涨停，焦煤一度涨近 7%，在此影响下，铁合金盘中出现显著跟涨。对此，我们结合文华商品以及焦煤价格在周五反弹前正好回落至左侧重支撑附近的情况，认为这更多是价格回落至阶段性低点后情绪上的反复带来的反弹。参考 2016 年四季度焦煤行情，后续“反内卷”能否真正走出类似供给侧结构性改革的第二段行情，我们认为更多取决于“反内卷”政策是否切实落地，以及落地的效果如何，即需要现实情况去驱动，走现实段行情（前期第一段的预期段行情认为已经结束）。

相较于“反内卷”的扰动，我们对于黑色板块未来一段时间（十月中旬之前）的交易侧重点，仍认为将侧重于现实端需求情况的验证。对此，我们仍维持需求存在阶段性向下回补风险的判断，即旺季需求或无法匹配当下高供给情况（上周铁水的显著下滑源于阅兵停产检修，预期后续将会回升），使得价格承压，压制黑色板块整体价格。当前，我们看到成材端需求，尤其建材端仍维持弱势，螺纹、热卷维持逆季节性累库情况，旺季需求回升迹象尚不明显。当然，价格承压以及回落的幅度取决于旺季需求的“不及预期”程度。同时，我们提示注意宏观层面海外即将到来的联储议息会议情况（北京时间 9 月 18 号凌晨），以及若出现超预期幅度降息对于市场多头情绪的带动。

回到锰硅层面，我们认为其基本面仍不理想，供给端维持高位、需求端表现疲软，缺乏能够走出独立行情的主要矛盾，大概率延续跟随黑色板块情绪，尤其焦煤端情况波动，操作性价比较低。硅铁层面，其供需基本面仍无明显矛盾，同样大概率延续跟随黑色板块情绪，尤其焦煤端情况波动，操作性价比较低。

铁矿石

供给端，最新一期全球铁矿石发运总量 2756.2 万吨，环比减少 800.6 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2329.6 万吨，环比减少 572.5 万吨。澳洲发运量 1822.4 万吨，环比减少 72.2 万吨，其中澳洲发往中国的量 1531.3 万吨，环比增加 1.5 万吨。巴西发运量 507.2 万吨，环比减少 500.3 万吨。中国 47 港到港总量 2572.9 万吨，环比减少 72.1 万吨；中国 45 港到港总量 2448.0 万吨，环比减少 78.0 万吨。日均铁水产量 228.84 万吨，环比上周减少 11.29 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存总量 14425.72 万吨，环比增加 37.70 万吨。

供给方面，最新一期海外铁矿石发运大幅回落。发运端，澳洲发运量小幅下降，巴西发运量降幅显著，主要系港口泊位计划内检修影响，两期均值整体仍在偏高水平。非主流国家发运量环比降至年内偏低位置。近端到港量小幅回落。需求方面，最新一期钢联口径日均铁水产量 228.84 万吨，环比下降 11.29 万吨，铁水骤降主要集中于华北地区，河北地区检修及降负荷生产均有，导致产量降幅较为显著。后续重点在于关注重要节点结束后钢厂生产恢复情况，即铁水的恢复速度。钢厂盈利率延续下滑趋势。库存端，港口库存回升，钢厂进口矿库存继续下降。终端数据方面，五大材表需偏弱，库存的累积速度仍较快。从基本面的看，原料价格的坚挺对钢厂利润影响持续，成材基本面相对弱，近期盘面走势表现为原料强于成材，而原料中又分化为弱煤焦而强铁矿。若后续“反内卷”相关影响二次发酵，则需注意煤和矿的空间再分配问题。整体看铁矿石价格短期震荡为主。后续重点在于重要节点结束后，市场将检验旺季需求成色，观察下游需求恢复及去库速度。

工业硅

工业硅：截至上周五，华东地区 553#（不通氧）工业硅现货报价 8950 元/吨，周环比变化 0 元/吨；421# 工业硅现货报价 9400 元/吨，折盘面价 8600 元/吨，周环比变化 0 元/吨。期货主力（SI2511 合约）收盘报 8820 元/吨。553#（不通氧）升水期货主力合约 130 元/吨；421#升水主力合约-220 元/吨。据百川盈孚数据，8 月末调研工业硅主产区成本中，新疆平均成本报 8395.83 元/吨（在产企业综合成本，下同）；云南地区报 9393.75 元/吨；四川地区报 9090.48 元/吨；2025 年 8 月，百川盈孚口径下工业硅产量 37.05 万吨，环比+4.93 万吨，1-8 月累计产量 255.05 万吨，同比-53.86 万吨或-17.44%。

上周工业硅盘面周五拉升，站在盘面走势角度，价格短期预计震荡运行，注意风险控制。

8 月工业硅供需双增，整体依旧在“弱现实”格局中徘徊，在前期“反内卷”龙头品种多晶硅和焦煤转为震荡格局之后，工业硅自身缺乏驱动，盘面走势表现为震荡偏弱。下游多晶硅及有机硅 DMC 产量均有增长，对工业硅的快速复产起到一定的承接作用，整体显性库存并没有累积，且有小幅去化。盘面估值相对合理，消息面转为平静。进入 9 月后，下游多晶硅产能整合进入预期兑现节点，同时需关注“反内卷”情绪可能随之引起的第二波发酵，在此情况下工业硅既有下游整合后低开工率带来的需求利空，又受到整个商品氛围中的情绪影响，预计仍有反复。若“反内卷”情绪未能继续发酵，在基本面没有较大改观的情况下，价格预计仍维持偏弱势运行。

多晶硅：截至上周五，SMM 统计多晶硅 N 型复投料平均价 51.6 元/千克，周环比变化+2.6 元/千克；N 型致密料平均价 50.1 元/千克，周环比变化+2.1 元/千克。期货主力（PS2511 合约）收盘报 56735 元/吨。主力合约基差-5135 元/吨，基差率-9.95%。百川盈孚统计多晶硅生产成本 41322.29 元/吨；多晶硅毛利润 6153.90 元/吨，环比继续改善。SMM 口径下 8 月多晶硅产量 13.17 万吨，环比+2.54 万吨；1-8 月多晶硅累计产量 81.11 万吨，同比-36.67%。

当前硅料继续延续“弱现实、强预期”格局，短期市场关注点仍然在于产能整合政策以及下游顺价进展。

基本面端，周度供给延续增长趋势，硅片产量上行，推测部分库存向产业链下游转移。在8月开工率提升的情况下估计全行业库存去化幅度仍有限。硅料现货报价继续提涨，同时下游环节报价跟随，盘面仍有期现价正反馈支撑。9月是多晶硅产能整合的预期重要节点，相关消息释出预计对盘面有进一步驱动。当前消息面影响较多，在产能整合、下游顺价两方面多空小作文持续，不确定性较强，真实性亦需注意甄别。若月内产能整合出现实质性进展，预计多晶硅价格将继续上探，底部支撑则以不低于成本价销售为参考，估计硅料价格月内高波动反复，注意风险控制，价格区间47000-60000元/吨。

能源化工类

橡胶

NR 和 RU 震荡偏强。

操作建议：

下半年胶价易涨难跌。泰国洪水风险上升，胶价震荡回调后，仍然有上涨空间。

短期建议中性偏多思路，回调做多。

前期多 RU2601 空 RU2509 已较多盈利，建议部分离场。

1) 重卡同比增加。

8月份，我国重卡市场共计销售8.4万辆左右（批发口径，包含出口和新能源），环比今年7月微降1%，比上年同期的6.25万辆上涨约35%。这也是重卡市场自今年4月份以来的五连涨。

2) 轮胎出口增速后期预期小幅下降。

2025年前7个月中国橡胶轮胎出口量达563万吨，同比增长5.4%；出口金额为992亿元，同比增长5.4%。其中，新的充气橡胶轮胎出口量达542万吨，同比增长5.2%；出口金额为953亿元，同比增长5.2%。按条数计算，出口量达41,561万条，同比增长6.2%。1-7月汽车轮胎出口量为480万吨，同比增长4.9%；出口金额为819亿元，同比增长4.9%。

3) 轮胎厂开工率预期中性。

截至2025年9月5日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为58.70%，较上周走低4.08个百分点，较去年同期走低0.22个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为69.07%，较上周走低5.5个百分点，较去年同期走低9.60个百分点。全钢轮胎企业出货正常，库存水平不高。

4) 库存小幅波动后期预期增库为主。

截至2025年8月31日，中国天然橡胶社会库存126.5万吨，环比下降0.6万吨，降幅0.5%。中国深色

胶社会总库存为 79.6 万吨，环比降 0.09%。中国浅色胶社会总库存为 46.8 万吨，环比降 1.1%。截至 2025 年 8 月 31 日，青岛天然橡胶库存 47.34(-0.36)万吨。

5) ANRPC 产量小幅波动。

2025 年 07 月，橡胶产量 1014.5 千吨，同比-1.95%，环比 6.19%，累计 5711 千吨，累计同比 1.29%。

2025 年 07 月，橡胶出口 777.2 千吨，同比-8.70%，环比 11.67%，累计 5443 千吨，累计同比 5.54%。

2025 年 07 月，橡胶消费 914.1 千吨，同比-1.88%，环比-1.14%，累计 6275 千吨，累计同比-1.41%。

2025 年 07 月，中国消费量 606.2 千吨，同比 3.38%，环比-1.75%，累计 4074 千吨，累计同比-0.45%。

原油

行情方面：截至上周五，WTI 主力原油期货收跌 1.37 美元，跌幅 2.16%，报 61.97 美元；布伦特主力原油期货收跌 1.21 美元，跌幅 1.81%，报 65.67 美元；INE 主力原油期货收涨 1.00 元，涨幅 0.21%，报 482 元。

地缘政治： 政治方面美国总统特朗普表示对俄方的处理方式将视两周后的情况而定，已与乌法展开会谈讨论此事；船运显示印度石油公司购买 500 万桶 WTI 原油，用于 10 月使用，但同时继续加大对折价俄油的采购，整体印度采取“双宽”政治行为；乌克兰无人机袭击导致俄方管道基础设施受损，乌斯季卢加石油出口码头 9 月供给量将减少至 35 万桶/日左右，约为其正常情况的一半。

宏观方面：宏观层面美国总统特朗普表示预计一年内就业数据将十分亮眼；美国 8 月季调后非农就业人口 2.2 万人，预期 7.5 万人，前值由 7.3 万人修正为 7.9 万人，降息预期继续打开。

供给方面：美国产量下滑至 13.42 百万桶/日；贝克休斯美国原油类钻机环比增加 2 台至 414 台；OPEC 宣布 10 月增产 13.7 万桶/日，8 月 OPEC 三方产量数据出炉，较上月持平。

需求方面：美国炼厂开工率环比降负至 94.30%。；中国主营炼厂开工率环比提负至 81.59%，独立炼厂开工率环比提负至 50.10%；欧洲炼厂开工率提负至 87.83%。

库存方面： 美国原油商业库存环比累库至 420.71 百万桶，总成品油库存环比去库至 397.17 百万桶；中国原油港口库存去库至 209.84 百万桶，总成品油累库至 191.39 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存累库至 45.58 百万桶。

策略推荐：我们认为尽管地缘溢价已经全部消散，但宏观不空，虽然 OPEC 表示 10 月增产 13.7 万桶/日，但我们认为此举更多是官员对于当前原油市场的“脆弱度”测试，且量级过低。短期油价已经出现相对低估，且自身静态基本面与动态预测仍表现良好。当前油价已经迎来左侧布局良机，基本面将支撑当前价格，而如若地缘溢价重新打开，则油价重获高度空间。

甲醇

国内开工进一步回升，煤炭价格小幅回落，企业利润整体较好，后续预计仍以回升为主，短期供应压力较大。海外开工回到同比高位水平，后续进口压力仍存，近期市场开始关注海外天然气限产预期，整体对价格有一定提振。需求端港口 MTO 负荷小幅提升，利润持续改善，传统需求整体表现依旧偏弱，关注后续旺季表现。整体来看，短期现实偏弱，港口库存历史高位，但市场预期开始转变，预计继续下跌空间有限，技术形态看日线开始摆脱下跌趋势，可以逢低关注做多以及 1-5 正套机会。

尿素

随着现货走弱，企业利润进一步走低，供应端开工回落明显，整体供应压力有所缓解。但需求端表现较弱，复合肥开工下行，国内农业需求进入淡季，出口有序推进，港口库存持续走高。当前国内企业库存处于同期高位，基差与月间价差较弱，目前无明显利好，低估值下价格预计维持区间运行为主，做空性价比不高，建议逢低关注多单为主。

聚烯烃

估值：资本市场情绪较热，化工股票估值向上修复，原油价格低位震荡。聚烯烃整体利润下降，上中游库存高位出现去化。

成本端：WTI 原油本月下跌-1.83%，Brent 原油本月下跌-0.06%，煤价本月下跌-1.72%，甲醇本月下跌-6.02%，乙烯本月下跌-6.92%，丙烯本月上涨 7.37%，丙烷本月上涨 12.52%。油价低位震荡，成本端影响较小，本月盘面交易逻辑宏观情绪影响较强。

供应端：PE 产能利用率 81.09%，环比下降-4.05%，同比去年上涨 2.08%，较 5 年同期平均下降-11.00%。PP 产能利用率 80.02%，环比上涨 3.04%，同比去年上涨 5.78%，较 5 年同期平均下降-5.99%，聚烯烃 2601 合约供应端出现分歧，聚乙烯仅存 40 万吨计划产能，聚丙烯压力较大（145 万吨计划产能）。

进出口：7 月国内 PE 进口为 110.70 万吨，环比 6 月上涨 15.40%，同比下降-14.78%。7 月国内 PP 进口 17.72 万吨，环比 6 月下降-12.73%，同比下降-12.73%。出口端淡季回落，7 月 PE 出口 10.17 万吨，环比 6 月上涨 5.03%，同比上涨 76.67%。PP 出口 23.61 万吨，环比 6 月上涨 12.73%，同比上涨 65.78%。

需求端：PE 下游开工率 40.5%，环比上涨 3.53%，同比下降-5.86%。PP 下游开工率 49.90%，环比上涨 2.04%，同比下降-0.12%。季节性旺季将至，整体开工不及往年同期，PP 强于 PE。

库存：PE 生产企业库存 45.08 万吨，本月去库-12.53%，较去年同期累库 2.11%；PE 贸易商库存 5.85 万吨，较上月去库-4.36%，较去年同期去库-2.07%；PP 生产企业库存 58.19 万吨，本月去库-0.89%，较去年同期累库 10.17%；PP 贸易商库存 19.30 万吨，较上月累库 3.04%，较去年同期累库 50.43%；PP 港口库存 5.85 万吨，较上月去库-4.26%，较去年同期去库-13.59%。

小结：资本市场情绪较热，化工股票估值向上修复，原油价格低位震荡。聚烯烃整体利润下降，上中游库存高位出现去化。聚烯烃基本面主要矛盾集中在 2601 合约供应端出现分歧，聚乙烯仅存 40 万吨计划产能，聚丙烯压力较大（145 万吨计划产能）。叠加季节性旺季将至，预计 LL-PP 价差或将持续震荡走强。

下月预测：聚乙烯(L2601)：参考震荡区间（7200-7500）；聚丙烯(PP2601)：参考震荡区间（6900-7200）。

策略推荐：逢低做多 LL-PP 价差。

风险提示：PE 进口大幅上升，PP 出口大幅上升。

纯苯&苯乙烯

政策端：本月上证指数创十年新高，宏观情绪回暖，但仍不能阻挡苯乙烯价格下跌。

估值：苯乙烯月度跌幅（现货>期货>成本），基差走弱，BZN 裂差走弱，EB 非一体化装置利润走弱。

成本端：本月华东纯苯价格下跌-3.86%，纯苯开工中性偏高。7月国内纯苯进口量为507.88万吨，环比6月上漲43.24%，同比去年上漲45.27%，主要为中东地区货源。

供应端：EB产能利用率79.7%，环比上漲2.53%，同比去年上漲14.84%，较5年同期上漲5.42%。根据投产计划观察，三季度投产计划较少且9月检修较多，全年最大投产压力在四季度。

进出口：7月EB进口量22.10万吨，环比6月上漲0.26%，同比上漲18.45%。中东地缘冲突扰动减退，进口量有所回升。

需求端：下游三S加权开工率42.73%，环比下降-2.53%；PS开工率61.00%，环比上漲1.84%，同比上漲18.24%；EPS开工率52.52%，环比下降-9.98%，同比下降-4.73%；ABS开工率69.00%，环比下降-2.54%，同比上漲10.58%。季节性旺季将至，开工率低位震荡上行。

库存：EB厂内库存21.49万吨，环比累库1.61%，较去年同期累库28.62%；EB江苏港口库存19.65万吨，环比累库23.58%，较去年同期累库568.37%。港口累库明显，严重压制盘面价格。

小结：本月上证指数创十年新高，宏观情绪回暖，但仍不能阻挡苯乙烯价格下跌。纯苯-石脑油（BZN价差）下降，EB非一体化装置利润上漲，整体估值中性偏高。纯苯供应偏宽格局下，苯乙烯开工上行，虽然季节性旺季将至，下游三S开工小幅反弹，但供需双弱的现实下，厂库及港口累库明显，向上支撑较弱，短期预计震荡偏空。

下周预测：苯乙烯(EB2510)：参考震荡区间（6900-7200）。

推荐策略：建议空单持有。

风险提示：石脑油、纯苯价格大幅上漲，下游三S开工大幅上漲。

PVC

成本利润：乌海电石价格报2300元/吨，月同比上漲100元/吨；山东电石价格报2730元/吨，月同比下跌50元/吨；兰炭陕西中料660元/吨，月同比上漲40元/吨。利润方面，氯碱综合一体化利润维持高位，乙烯制利润下滑，整体估值支撑较弱。

供应：PVC产能利用率77.1%，月同比上升0.3%；其中电石法76.7%，月同比上升0.7%；乙烯法78.1%，月同比下降0.9%。上月检修量减少，平均产能利用率高于七月，叠加新装置释放产量，供应压力大幅上升。本月检修力度预期进一步减小，且存在新装置投产计划，预计供给压力依旧较大。

需求：出口方面，七月出口印度量随着BIS认证和反倾销延期而回升，但近期印度反倾销税率终裁结果公示，预计最快一个月施行，对我国税率相比其他国家存在明显劣势，届时落地后预计出口下滑；三大下游开工小幅回升，管材负荷33.5%，月同比上漲0.5%；薄膜负荷70.8%，月同比下降6.2%；型材负荷

38.4%，月同比上升1.4%；整体下游负荷43.5%，月同比上升1.5%，下游整体表现不及去年同期，整体需求偏弱，需求端主要关注出口是否超预期。

库存：厂内库存31.6万吨，月同比去库3万吨；社会库存91.8万吨，月同比累库19.6万吨；整体库存123.4万吨，月同比累库16.6万吨；仓单持续回升。目前仍旧位于累库周期，上游库存逐渐转移至中游，在供强需弱的格局下，若出口端没有超预期的表现，累库将延续。

小结：基本上企业综合利润位于年内高位，估值压力较大，检修量偏少，产量位于历史高位，短期多套装置投产，下游方面国内开工五年期低位水平，出口方面印度反倾销税率确定，落地后出口预期转弱，成本端电石小幅反弹，但烧碱偏强，导致整体估值支撑较弱。中期方面，持续受到产能大幅增长，以及房地产需求持续下滑的双重压制，行业格局恶化，需要依赖出口增长或老装置出清政策落地消耗国内过剩产能。整体而言，国内供强需弱且高估值的现实下，出口预期转弱，基本面较差，关注逢高空配的机会，但短期仍然需要提防反内卷情绪回归带动上行；中期若没有装置出清的政策落地，供需格局仍旧偏弱，行业仍然存在压估值来出清产能的压力。

乙二醇

行情回顾：截至9月5日，01合约收盘价4355元，月同比下跌67元；华东现货价格4451元，同比下跌35元。基差和价差方面，截至9月4日，基差108元，月同比上升30元；1-5价差-32元，同比上涨13元。

供应端：EG负荷74.1%，月同比上升5.5%；其中合成气制负荷74.7%，同比上升0.6%；乙烯制负荷73.8%，同比上升8.4%。8月乙二醇负荷大幅上升，预期9月维持高位，合成气制装置方面，新疆天业检修，山西沃能提负；油化工方面，远东联提负；海外方面，沙特拉比格低负荷运行。到港方面，8月进口预计67万吨，同比预期上升，短期因到港量偏少，整体进口下降，预期9月中旬后到港逐渐回升。

需求端：聚酯负荷91.3%，同比上升3.2%，其中长丝负荷93.4%，上升2.9%；短纤负荷93.9%，上升3.6%；瓶片负荷72.9%，上升2%。涤纶方面，库存压力中性，长丝利润好转，短期负荷将持续维持高位；瓶片库存及利润有所改善，后续负荷预期持稳回升。终端方面，产成品库存去库，订单持续回升，月底加弹负荷78%，织机负荷66%，涤纱负荷64.5%，终端情况有所恢复，但同比偏弱。纺服零售7月国内零售同比+1.8%，出口同比-6%。整体而言，聚酯端逐渐回暖，但终端表现仍然较差，需要关注终端订单是否持续。

库存：截至9月1日，港口库存44.9万吨，月同比去库6.7万吨；下游工厂库存天数13.4天，同比下降0.1天，港口库存量下降至低位，下游库存偏高。进入九月虽然国内产量提升，但船期集中在中后期到港，因此预期港口库存持续维持偏低水平。

估值成本端：石脑油制利润下降155元至-468元/吨，国内乙烯制利润下降137元至-689元/吨，煤制利

润上升 312 元至 1154 元/吨。成本端乙烯上升至 840 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格下跌 80 元至 510 元/吨，国内利润位于中性偏高位水平。

小结：产业基本上，海内外检修装置逐渐开启，开工上升至高位，国内供给量较高，但短期因为港口到港量偏少，预期港口库存偏低，中期随着进口集中到港且国内负荷预期持续高位，四季度将转为累库。估值目前同比偏高，短期到港偏少支撑估值，中期估值存在下行的压力。

PTA

行情回顾：截至 9 月 4 日，01 合约收盘价 4656 元，月同比下跌 48 元；华东现货价格 4620 元，同比下跌 70 元。基差和价差方面，截至 9 月 4 日，基差-57 元，月同比下降 42 元；1-5 价差-36 元，同比上升 6 元。

供应端：PTA 负荷 72.2%，月环比下降 0.4%。八月检修装置增加，整体负荷小于七月。九月整体检修量下降，预期平均负荷高于八月。

需求端：聚酯负荷 91.3%，同比上升 3.2%，其中长丝负荷 93.4%，上升 2.9%；短纤负荷 93.9%，上升 3.6%；瓶片负荷 72.9%，上升 2%。涤纶方面，库存压力中性，长丝利润好转，短期负荷将持续维持高位；瓶片库存及利润有所改善，后续负荷预期持稳回升。终端方面，产成品库存去库，订单持续回升，月底加弹负荷 78%，织机负荷 66%，涤纱负荷 64.5%，终端情况有所恢复，但同比偏弱。纺服零售 7 月国内零售同比+1.8%，出口同比-6%。整体而言，聚酯端逐渐回暖，但终端表现仍然较差，需要关注终端订单是否持续。

库存：截至 8 月 29 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）212 万吨，月同比去库 12 万吨，其中在库在港库存为 46.2 万吨，同比去库 6.2 万吨，仓单 15 万吨，同比增加 1.1 万吨。9 月意外检修量仍然较多，聚酯开工逐渐改善，预期延续去库。

利润端：现货加工费月同比上升 13 元，截至 9 月 4 日为 172 元/吨；盘面加工费上升 39 元，截至 9 月 4 日为 295 元/吨。

小结：后续来看，供给端意外检修量有所增加，累库格局转为去库，但由于部分检修暂未执行，加工费受压制。需求端聚酯化纤库存压力较低，下游及终端开工好转，但终端恢复速度偏慢。估值方面，PXN 在 PTA 投产带来的格局改善下，下方空间较小，原料端估值均位于偏低水平，关注旺季终端表现好转后，跟随 PX 逢低做多的机会。

对二甲苯

行情回顾：截至 9 月 4 日，11 合约收盘价 6810 元，月同比上涨 88 元；PX CFR 价格 828 美元，同比下跌 12 美元。基差和价差方面，截至 9 月 4 日，折算基差 101 元，月同比下降 41 元；11-1 价差 162 元，

同比上涨 116 元。

供应端：中国负荷 83.3%，同比上升 2.2%；亚洲负荷 75.6%，同比上升 2.2%。国内装置方面，八月检修量较少，整体负荷持续维持高位。后续来看，九月检修量进一步减少，产量环比预期上升。进口方面，8 月韩国 PX 出口中国 37.6 万吨，环比上升 0.2 万吨。

需求端：PTA 负荷 72.2%，月环比下降 0.4%。八月检修装置增加，整体负荷小于七月。九月整体检修量下降，预期平均负荷高于八月。

库存：7 月底社会库存 389.9 万吨，同比去库 24 万吨，根据 8 月平衡表将累库 5 万吨左右，9 月随着 PX 检修计划仍然偏少，并且 PTA 意外检修较多，导致 9 月仍然延续累库预期。

估值成本端：PXN 月同比下降 33 美元，截至 9 月 4 日为 236 美元；石脑油裂差上升 18 美元，截至 9 月 4 日为 102 美元，原油端走势偏弱。芳烃调油方面，美国汽油表现小幅好转，汽油裂解价差弱势，美亚芳烃价差震荡。

小结：目前 PX 负荷维持高位，下游 PTA 短期意外检修较多，整体负荷中枢较低，不过由于 PTA 新装置投产，PX 累库幅度不大，且终端和聚酯数据逐渐好转，估值下方空间较小，但由于目前缺乏驱动，PXN 难有较强的上行动力。估值目前中性偏低水平，终端和聚酯有望持续回暖，后续关注旺季来临下，跟随原油逢低做多机会。

农产品类

生猪

现货端：8 月至今，国内猪价以震荡回落为主，整体波动幅度不大，月内计划出栏量偏高，屠宰量明显偏大，集团出栏均重持续下滑，散户出栏猪有所增多，肥标价差维持偏高；具体看，河南均价周落 0.3 元至 14 元/公斤，月内最高 14.5 元/公斤，四川均价月持平于 13.66 元/公斤，月内最高 13.26 元/公斤，广东均价月落 0.7 元至 15.06 元/公斤；9 月份理论和计划出栏量依旧偏高，供应压力偏大，但降温后压栏或逐步增多，同时天凉后需求回升，加之有收储、中秋等节日带动，或限制猪价跌幅，预计本月猪价先落后稳，整体维持小跌走势。

供应端：7 月官方母猪存栏为 4042 万头，环比小落 1 万头，仍比正常母猪保有量多 3.6%，去年以来母猪产能的持续增加，或导致 25 年基本面弱于 24 年；不过，当前政策端强制去产能的预期较强，或在今年无明显亏损的背景下改善明年供应，未来几个月需重点关注政策去产能的兑现情况，从已公布的数据看，钢联 8 月母猪环比-0.8%，涌益+0.07%，产能是否有效去化仍需看更多证据。从仔猪端数据看，9-11 月基础供应存在较明显的增幅，不过 6、7、8 月集团厂的持续降重，导致部分供应存在前置，或能够部分

对冲届时的供应压力，重点关注这波体重去到哪里，是否三季度末期是否会有累库等。从近端数据看，屠宰环比持续放量，规模场体重持续下滑，当前市场呈现出以降价来走量的状态。

需求端：9月初的开学，中下旬的降温以及中秋、国庆备货，需求端或存边际好转空间，但国庆后需求将再度进入低迷期，直至降温和春节到来后逐步转好。

小结：理论和计划出栏量偏大，9月份供应基调依旧偏空，但消费、增重、收储等潜在支撑因素也在聚集，现货或窄幅整理为主，缺乏大涨或大跌的基础；市场提前交易猪多的现实，盘面尤其是近月持续下跌且贴水现货，过分追空性价比不高，思路宜关注因消费等因素导致低位反弹的可能，以及弹后的短空机会，远月反套思路延续。

鸡蛋

现货端：8月至今国内蛋价以高位回落震荡为主，整体表现弱于预期，月末受开学等备货因素提振小幅走高，月内新开产 and 存栏仍处增势，补栏量明显减少，老鸡淘汰有所增多，鸡龄下降至495天；具体看，黑山大码蛋价月涨0.5元至3.3元/斤，月内最低2.6元/斤，馆陶月持平于3元/斤，月内最低2.6元/斤，销区回龙观周涨0.29元至3.5元/斤，东莞月涨0.17元至3.15元/斤；9月上旬受备货预期支撑，供需关系或略有收紧，蛋价仍有上涨预期，但供应偏大叠加冷库蛋出库压力，蛋价涨幅或有限，中旬以后各环节备货结束，市场供需矛盾扩大，蛋价以回落为主。

补栏和淘汰：受蛋价持续低迷和养殖亏损影响，8月份全国补栏量继续下降至7962万只，环比-0.4%，同比-9.4%；8月份旺季不旺，蛋价涨幅始终低于预期，加之季节性因素，老鸡淘汰明显增多，淘鸡价格跌至多年低位，鸡龄进一步下降至495天，但离超量淘汰仍有距离。

存栏及趋势：截止8月底，样本点在产蛋鸡存栏量为13.65亿只，高于此前预期，环比7月上升0.09亿只，同比去年的12.88亿只增加了6%；按前期补栏推算，考虑正常淘鸡的情况下，未来存栏依旧有增加空间，高峰预计为今年11月的13.68亿只，相比目前仍有0.07%的上升空间，此后虽有回落但依旧偏高，供应端未来大的方向仍指向过剩。

需求端：出梅后囤货消费转好，随后进入中秋国庆的节前备货，鸡蛋消费有望逐步走出上半年淡季阴影，脉冲式备货结束后将逐步迎来下半年的消费高峰。

小结：上月市场备货情绪偏高，走货加快，供应边际减少背景下现货波动重心抬高，受此影响盘面一改前期的连续下跌，出现减仓反弹，不过整体表现相对克制；考虑中旬后需求减弱以及冷库蛋逐步出库，现货上方空间有限背景下，盘面有提前兑现旺季涨价可能，维持反弹抛空思路，但留意偏高持仓的波动风险。

豆菜粕

国际大豆：上周美豆维持月线级别横盘震荡趋势，美豆平衡表随着产量下调边际趋紧，但全球大豆供应宽松未见到较大的边际改善，导致美豆自身平衡表预期较好支撑 CBOT 盘面，巴西升贴水报价因中美大豆谈判未有明确公告近期反弹，大豆进口成本上周小幅回升。后市方面，美豆估值处于略低位置，如果中美大豆贸易恢复如常巴西大豆报价相对往年可能仍有小幅下跌空间，美豆反弹和巴西升贴水下跌幅度可能对冲，叠加美豆可能单产下调、巴西种植季节交易等预期影响，国内大豆进口成本继续下降空间有限，不过上方空间也受到供应端仍然未看到显著下降态势的限制。

国内豆粕：上周国内豆粕现货弱稳为主，基差稳定，期货维持震荡趋势。国内成交一般，提货处于偏高水平，饲料企业库存天数 8.8 天略高于去年同期。买船方面，截至 8 月 26 日机构统计 3 月买船 1379 万吨，4 月 1029 万吨，5 月 1181 万吨，6 月 1272 万吨，7 月 1069 万吨，8 月 917 万吨，9 月 850 万吨，10 月 706 万吨。目前买船进度预示国内大豆库存可能在 9 月底左右下降，叠加当前国内豆粕大量提货，市场或已为双节提前备货，国内豆系基差在提货旺盛情况下具有一定支撑。国内豆粕后期预计先因美国大豆进口预期引发榨利回落，而后随着巴西降价与美豆反弹交易结束之后大豆进口成本企稳，然后进入南美种植季节进行底部反弹，之后行情随南美种植季节发展而定。

观点：大豆进口成本近期维持弱稳趋势，关注企稳后成本表现。国内豆粕市场提货持续处于高水平，预计现货端 9 月可能进入去库，支撑油厂榨利。后市关注美豆自身格局向好、巴西种植季节交易能否边际改善当前供大于求的格局，榨利端关注提货水平能否持续，预计豆粕以区间震荡为主，建议在豆粕成本区间低位逢低试多，高位注意榨利、供应压力。

油脂

基本面：马来西亚 8 月高频数据偏弱，按此预估马棕 8 月或继续累库。印尼方面市场预期棕榈油后市较难维持 6 月的历史同期高位产量，销区又具有稳定需求，同时 B50 又不时传出预期，棕榈油供需平衡且有偏紧预期的格局较难反转，支撑油脂偏强。不过当前进入生产旺季，生柴价差衡量的估值偏高，印度方面有高价抵触传闻，中国国内油脂基差疲弱，下游仍有一定抵触情绪。上周国内豆油成交较好、棕榈油成交较弱，现货基差回落。国内油脂总库存高于去年约 40 万吨，油脂供应较充足。其中菜油库存高于去年 24 万吨，棕榈油库存持平于去年，豆油库存同比增 14 万吨。未来两个月，大豆压榨量将维持高位小幅下滑趋势，棕榈油进口预计维持中性略低水平进而库存稳定，菜油价格较高导致去库进度放缓，不过因加拿大菜籽进口面临高额保证金，国内油脂总库存短期维持高位中期有下降趋势。

观点：美国生物柴油政策草案超预期、东南亚棕榈油增产潜力不足、印度和东南亚产地植物油低库存以及印尼 B50 政策预期支撑油脂中枢。油脂正处于现实供需平衡或略宽松，预期偏紧的状态，在销区及产地库存未充分累积及销区需求负反馈未现前中期震荡偏强看待。当前估值较高，观察高频数据，暂以回落企稳买入思路为主。

白糖

市场回顾：外盘方面，上周原糖价格下跌，截至周五 ICE 原糖 3 月合约收盘价报 16.2 美分/磅，较之前一周下跌 0.78 美分/磅，跌幅 4.65%；价差方面，上周原糖 10-3 月差维持震荡，报-0.62 美分/磅，较之

前一周上涨 0.02 美分/磅；伦敦白糖 10-3 月差小幅上涨，报 25.3 美元/吨，较之前一周上涨 3.8 美元/吨；原白价差走强，报 136 美元/吨，较之前一周上涨 4 美元/吨。国内方面，上周郑糖价格下跌，截至周五郑糖 1 月合约收盘价报 5523 元/吨，较之前一周下跌 81 元/吨，跌幅 1.45%。上周广西现货报 5890 元/吨，较之前一周下跌 40 元/吨；基差走强，报 367 元/吨，之前一周上涨 41 元/吨；1-5 价差走弱，报 14 元/吨，较之前一周下跌 23 元/吨；配额外现货进口利润增加，报 609 元/吨，较之前一周上涨 132 元/吨。

行业消息：8 月单月全国销糖 45 万吨，同比减少 16 万吨，环比减少 20 万吨。全国工业库存 116 万吨，同比增 6 万吨。8 月巴西对中国出口食糖 84 万吨，环比增加 39 万吨，同比增加 25 万吨。

观点及策略：国内方面，受进口供应增加，8 月主产区产销数据不佳，且新榨季广西存在增产预期。外盘方面，8 月上半月巴西中南部产量同比大幅增加。内外盘基本都偏空，糖价大方向仍然维持看空观点不变，至于往下的空间要看外盘，若 8 月至 10 月巴西产量持续增加，则原糖价格仍有向下空间，相对应国内糖价有可能创出新低。反之则可能原糖价格延续震荡或小幅反弹，对应国内糖价走势会变得纠结。

棉花

市场回顾：外盘方面，上周美棉花期货价格下跌，截至周五美棉花期货 12 月合约收盘价报 66.09 美分/磅，较之前一周下跌 0.44 美分/磅，跌幅 0.66%。价差方面，美棉 12-3 月差小幅走弱，报 -1.92 美分/磅，较之前一周下跌 0.06 美分/磅。国内方面，上周郑棉价格下跌，截至周五郑棉 1 月合约收盘价报 14100 元/吨，较之前一周下跌 240 元/吨，跌幅 1.69%。中国棉花价格指数 (CCIndex) 3128B 报 15446 元/吨，较之前一周上涨 118 元/吨。基差走强，报 1479 元/吨，较之前一周上涨 351 元/吨。郑棉 1-5 月差走强，报 60 元/吨，较之前一周上涨 20 元/吨。

行业信息：据 Mysteel 数据显示，截至 9 月 5 日当周，纺纱厂开机率为 66%，环比上周增加 0.1 个百分点，较去年同期减少 4.1 个百分点；织布厂开机率为 37.4%，环比前一周增加 0.2 个百分点，较去年同期减少 13.9 个百分点；棉花周度商业库存为 142 万吨，环比前一周减少 13 万吨，较去年同期减少 41 万吨。截至 8 月 28 日，2025/26 年度美国累计出口签约棉花 85.2 万吨，同比减少 17.91 万吨；当周出口签约 5.59 万吨，同比增加 2.03 万吨。8 月巴西对中国出口原棉 1.05 万吨，同比减少 0.8 万吨，环比增加 0.1 万吨。

观点及策略：从基本面来看，目前已经进入“金九银十”的消费旺季，但下游市场消费仍旧一般，且国内新年度存在着丰产的预期。另一方面，现阶段国内棉花库存处于历史较低水平，多空因素交织。从盘面来看，短线郑棉冲高回落，遭遇较大抛压，短期棉价或延续在高位震荡。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16、18层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn

研究中心团队

【五矿期货分析师团队】			
姓名	职务	组别	研究方向
孟远	总经理		主持研究中心工作
吴坤金	分析师、组长	有色金属组6人	铜、铝
曾宇轲	分析师		碳酸锂
张世骄	分析师		铅、锌
王梓铎	分析师		氧化铝、烧碱
刘显杰	分析师		镍、锡
陈逸	分析师		不锈钢
蒋文斌	高级投资经理、组长	宏观金融组3人	宏观
钟俊轩	分析师		贵金属、海外宏观
程靖茹	分析师		国债、国内宏观
陈张滢	分析师、组长	黑色建材组4人	煤炭、铁合金
朗志杰	分析师		玻璃、纯碱
万林新	分析师		铁矿、多晶硅、工业硅
赵航	分析师		钢材
刘洁文	分析师、组长	能源化工组4人	甲醇、尿素
张正华	分析师		橡胶、20号胶、BR橡胶
徐绍祖	分析师		塑料、PP、苯乙烯
马桂炎	分析师		PX、PTA、MEG、PVC
王俊	分析师、组长	农产品组3人	生猪、鸡蛋
杨泽元	分析师		白糖、棉花
斯小伟	分析师		豆粕、油脂
郑丽	研究助理		研究支持、研究服务和合规管理