金融期货早评

宏观：制造业 PMI 边际回落

【市场资讯】1）国常会：通过《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，实施个人消费贷款贴息政策与服务业经营主体贷款贴息政策。2）国家互联网信息办公室就 H20 算力芯片漏洞后门安全风险约谈英伟达公司。3）对等关税命运难测：美上诉法院关键审判开启庭辩，法官质疑特朗普授权。4）特朗普称美墨关税协议将延长 90 天，墨西哥比索刷新日高、股指转涨。关税僵局后，特朗普痛斥印度是“死亡经济体”。5）美联储最爱通胀指标意外回升，美国 6 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%，创 4 个月新高。6）日本央行维持利率不变，上调今明两年通胀预期。植田和男：加息取决于“通胀达标”可能性，当下日元汇率并未大幅偏离预期；日元一度跌破 150。7）世界黄金协会：央行 Q2 购金量创三年最低，ETF 接棒支撑黄金需求。8）中国 7 月官方制造业 PMI 回落至 49.3，新订单指数回落至 49.4，非制造业保持扩张。

【核心逻辑】7 月制造业 PMI 边际回落，明显弱于往年季节性，特别是新订单指数。制造业经济动能也出现了边际回落，当前经济整体出现下行的压力。但不必过于悲观，政治局会议已经奠定未来政策基调，尽管下半年经济有一定的压力，但整体政策基调积极，经济或仍稳中求进。具体从政策节奏上看，政府债发行将加快，同时当经济数据持续有下行压力时，增量政策可能就会有所作为，关注接下来经济走势。同时关注 8 月 1 日的国家发改委新闻发布会，会上将对当前经济形势和经济工作进行解读。海外市场方面，美联储议息会议上，鲍威尔发言相对偏鹰，美联储核心目标还是就业和通胀，6 月份的通胀数据是由商品价格上涨推动的，通胀数据略超预期，美联储降息时间再添变数。

人民币汇率：美元强势存疑，静待非农确认

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1930，较上一交易日下跌 107 个基点，夜盘收报 7.1998。人民币对美元中间价报 7.1494，调贬 53 个基点。
【重要资讯】1）特朗普称美国与墨西哥的关税协议将延长 90 天；2）中国 7 月份制造业 PMI 为 49.3%，比上月下降 0.4 个百分点；3）美国 7 月挑战者企业裁员 62075 人，为自 2020 年以来裁员人数最多的 7 月份数据；4）美国 6 月核心 PCE 通胀升温，而消费者支出近乎停滞；5）路透社独家报道称，五位知情人士透露，白宫高层官员上周向多家稀土企业表示，正考虑采取类似疫情期间的非常规手段，通过设定产品最低保底价来提振美国关键矿产产量。
【核心逻辑】昨日，受持续整体利多的经济数据及植田和男意外放鸽支撑，美元指数重返 100 关口上方。展望后市，我们认为，若非农就业数据再添利好，美元的短期强势格局或有望延续，进而推升美元兑人民币即期汇率有效站稳 7.20 关口的概率。但需要注意的是，“有效站稳”的确认不仅依赖于美元指数走势，也需得到人民币汇率中间价释放的政策信号的确认。从昨日 7.1494 的人民币汇率中间价报价来看，在一定程度上传递了“维稳”意图，但其后续导向仍需持续跟踪，以验证 7.20 是否构成有效突破。若确认站稳，美元兑人民币即期汇率的下一目标区间将上移至 7.20-7.25；反之，汇率或维持 7.15-7.20 区间震荡格局。
【风险提示】海外货币政策调整超预期、地缘政治冲突超预期、特朗普非常规出牌
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：情绪面降温，回调或将延续

南华期货

【市场回顾】
昨日股指集体下跌，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 1.82%。从资金面来看，两市成交额上涨 917.56 亿元。期指方面，IM 放量下跌，其余品种均缩量下跌。
【重要资讯】
1. 国常会：通过《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，实施个人消费贷款贴息政策与服务业经营主体贷款贴息政策。
【核心逻辑】
昨日股指放量下跌，大盘股指跌幅更大。市场下行主要原因一是美联储 7 月会议上鲍威尔的鹰派发言，美元指数及美债收益率大幅拉升，外围压力增大，二是国家统计局公布 7 月制造业 PMI 为 49.3，相比上月下降且低于预期。国内外双重利空影响下股指整体下行。从期货指标来看，成交量加权平均基差除 IH 小幅上升外其余均下跌。整体情绪面转悲预计回调或将延续。操作上若指数继续下跌建议多头止盈离场。
【南华观点】指数预计回调延续

集运：MSC 终下调 8 月报价，商品情绪影响

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格低开震荡。截至收盘，EC 各月合约价格均有所回落。
【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，8 月 14 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1730，较同期前值上调$15，40GP 总报价为$2900，较同期前值上调$30。8 月中旬，MSC 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2000，较同期前值下降$163，40GP 总报价为$3340，较同期前值下降$306。
【重要资讯】：美国财政部外国资产控制办公室 30 日宣布，对伊朗商人穆罕默德·侯赛因·沙姆哈尼控制的航运网络实施制裁，涉及 50 多个实体和个人以及 50 多艘运油船和集装箱船。这是自 2018 年美国政府对伊朗“极限施压”以来实施的最大规模制裁。
【南华观点】：MSC 终于 8 月中旬开始调降，从现价角度再度引领期价下行。此外，昨日中央政治局会议对于“反内卷”，也从“依法依规治理企业低价无序竞争”，转为“依法依规治理企业无序竞争”，去掉了“低价”二字，平抑了相关商品期货高涨的情绪。所以今日期价的低开，在一定程度上也应受到了间接的情绪面影响。对于后市而言，预计 EC 整体震荡略偏回落的可能性相对较大，但仍需警惕商品情绪和资金面带来的影响。
重要申明：本报告内容及观点仅供学习和参考，不构成任何投资建议。市场有风险，投资需谨慎。

以上评论由分析师俞俊臣（Z0021065）、王梦颖（Z0015429）、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：降息预期降温 贵金属延续回调

【行情回顾】周四贵金属市场延续弱势，继周三美小非农与 Q2GDP 超预期、鲍威尔偏鹰讲话后，周四晚间美 PCE 超预期以及周度初请失业金人数低于预期，继续引发 9 月降息预期降温，美指则升破 100，并利空贵金属。另外，美“豁免”精炼铜关税，引发美铜暴跌，并拖累银价。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 3342.3 美元/盎司，-0.31%；美白银 2509 合约收报于 36.79 美元/盎司，-2.51%。 SHFE 黄金 2510 主力合约 770.28 元/克，-0.37%；SHFE 白银 2510 合约收 9008 元/千克，-2.21%。消息面，特朗普称美墨关税协议将延长 90 天，特朗普威胁将从 8 月 1 日起对印度输美商品征收 25%的关税。数据方面，美国 6 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%，创 4 个月新高。

【降息预期与基金持仓】降息预期降温。据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 9 月维持利率不变的概率为 61.8%，降息 25 个基点的概率为 38.2%；美联储 10 月维持利率不变的概率为 39.4%，累计降息 25 个基点的概率为 46.8%，累计降息 50 个基点的概率为 13.6%；美联储 12 月维持利率不变的概率 17.1%，累计降息 25 个基点的概率为 42.6%，累计降息 50 个基点的概率为 32.5%，累计降息 75 个基点的概率为 7.9%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓减少 0.86 吨至 954.51 吨；iShares 白银 ETF 持仓日度减少 87.58 吨至 15062.32 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 0.06 吨至 1208 吨；截止 7 月 25 日当周的 SGX 白银库存周增 56.4 吨至 1368.4 吨。

【本周关注】本周数据密集，周五重点关注晚间 20:30 美 7 月非农就业报告、22:00ISM 制造业 PMI 等数据。

【南华观点】中长线或偏多，短线伦敦金波动加剧，伦敦金已跌破 3300 关口，重点关注 3250 支撑，阻力 3300，3350，3370，3400。伦敦银跌破 37 区域支撑，短线弱势，支撑下移至 36。操作上仍维持回调做多思路。

铜：美关税引爆美金铜，沪铜小幅收跌

【盘面回顾】沪铜指数在周四小幅下降至 7.8 万元每吨附近，成交 23 万手，持仓 49 万手，上海有色现货升水 180 元每吨。
【产业表现】美国总统特朗普近日宣布，自本周五起将对铜管、铜管件及其他半成品铜制品征收 50%进口关税，并扩大至电缆和电气组件等大量使用铜的制成品。然而，此次关税并未涵盖此前市场普遍预期的原材料范围，电解铜、铜精矿、阳极铜、铜锍及废铜等核心上游产品被明确排除在外。
【核心逻辑】短期来看，COMEX 铜和 LME、SHFE 铜的价差的波动依然存在，市场需要 1-2 个交易日来确定价差的合理范围。COMEX 市场超高的铜库存未必会流出，后续在途及第四季度美国的进口铜数量或将受到较大影响。对于沪铜来说，价格仍然和 LME 铜挂钩紧密，其价格走势仍然会依赖全球宏观市场的政策及预期变化，全球关税政策对于需求的影响或给铜价蒙上一层阴影。
【南华观点】持币观望。

铝产业链：整体情绪偏弱

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20510 元/吨，环比-0.52%，成交量为 15 万手，持仓 25 万手，伦铝收于 2562.5 美元/吨，环比-1.48%；氧化铝收于 3222 元/吨，环比-4.05%，成交量为 38 万手，持仓 14 万手；铸造铝合金收于 19950 元/吨，环比-0.42%，成交量为 2079 手，持仓 8479 手。

【核心观点】铝：宏观方面，美联储强化降息预期，但鲍威尔发布会未就 9 月降息给出明确指引，打压年内降息预期国内政治局会议反内卷表述较轻。基本面方面，国内需求进入淡季下游加工铝继续下滑，铝价处于高位，现货成交一般，但下游采购由买涨变为铝价回落时大量采购，使得铝价难以出现流畅下跌。社会库存积累，但幅度并未超出季节性，且绝对库存仍处于低位对价格形成一定支撑。总的来说，低库存仍在持续托底铝价，但需求走弱，宏观上尚不明确，预计短期沪铝震荡调整为主。

氧化铝：铝土矿方面，顺达与几内亚政府签署备忘录，撤销矿权归还，顺达矿业或将于 8 月复产。基本面方面，现阶段氧化铝运行产能为 9300 万吨，处于较高水平并维持过剩，库存缓慢积累，但厂内库存仍偏低。受期补长单供应、部分超售以等因素的影响，过剩产能暂未传导到现货端，市场上现货仍然偏紧，现货价格缓慢上升。25 日交易所发布限仓政策后，氧化铝短时炒作情绪暂时缓和，且政治局会议中对反内卷的表述程度较轻，目前影响氧化铝盘面的核心因素为交易所仓单极低，但有消息称氧化铝新疆地区库容陆续约满，仅准东交割库库容尚余近半，仓单问题或将在 8 月解决，回升速度仍需观察。总的来说，短期氧化铝资金博弈加剧，投资者注意风险控制，考虑到氧化铝未来复产及新投产能释放，可考虑多近月空远月跨期套利。

铸造铝合金：供给方面，废铝价格维持高位，且受美对铝加征关税但对废铝豁免的影响，美废铝进口增加，叠加泰国暂停对回收工厂发放许可，我国废铝进口量未来或下降，废铝价格仍有上涨空间，对铝合金价格支撑力较强。需求方面，交易所铝合金可交割品牌由于期货上市贸易商进入买货以及本身产品竞争力较强，头部企业产能利用率较高，短期需求表现尚可。总的来说，铸造铝合金基本面方面表现较好，预计维持高位震荡，期货盘面走势大致跟随沪铝走势而波动，二者价差基本处于 350-500 元/吨之间，价差拉大时可考虑多铝合金空沪铝套利操作。

【南华观点】铝：震荡调整；氧化铝：震荡；铸造铝合金：震荡

镍，不锈钢：受大盘影响下移

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 119830 元/吨，下跌 0.45%。不锈钢主力合约日盘收于 12805 元/吨，上涨 0.31%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 122400 元/吨，升水为 2200 元/吨。SMM 电解镍为 121250 元/吨。进口镍均价调整至 120500 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27370 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 2809.09 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-1.8%。8-12%高镍生铁出厂价为 912.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-3.61%。纯镍上期所库存为 25451 吨，LME 镍库存为 208692 吨。SMM 不锈钢社会库存为 9662000 吨。国内主要地区镍生铁库存为 33233 吨。

【市场分析】

日内沪镍走势震荡偏弱，主要受到大盘影响弱势运行，黑色与有色跌幅较大。基本面方面无明显逻辑变动，菲律宾矿到港库存稳定情况下价格仍有松动预期。镍铁目前成交有一定回调，按照镍铁转产冰镍逻辑若后续镍铁回调，冰镍供应或有所减少，或对镍价起到一定支撑，此外镍铁价格上行对矿端消化或有所上升。不锈钢方面日内跌幅有限，主要受成本支撑以及库存去库影响，不锈钢社会库存连续多周下调，主要受到需求好转预期修正。现货方面成交也有一定回暖。硫酸镍方面近期盐厂有一定挺价情绪，部分前驱体厂需求上升，关注后续实际成交。消息面美联储决议不降息并且确定铜加工关税。注意后续大盘走势影响。

锡：小幅回落

【盘面回顾】沪锡指数在周四小幅下降至 26.5 万元每吨附近，成交 8 万手，持仓 4.9 万手。
【产业表现】基本面保持稳定。
【核心逻辑】短期来看，随着反内卷热度的逐渐褪去，锡价或小幅回落。美国对铜关税政策的调整对锡几无影响，美元指数的上升拉低了有色金属价格。
【南华观点】择机库存套保。

碳酸锂:库存有所去化，8 月排产预期向好

【行情回顾】周四碳酸锂期货低位震荡，主力合约收于 68280 元/吨，日环比跌 3.29%。成交量 52.18 万手（日环比降 34.19%），持仓量 22.93 万手（日环比减少 4.33 万手）。碳酸锂 LC2509-LC2511 月差转为 contango 结构，日环比走弱 340 元/吨。仓单数量总计 5545 手，日环比减少 7586 手。这是因为 7 月底集中注销仓单导致仓单数量锐减。
【产业表现】锂电产业链现货市场走弱。矿端报价连续五日小幅下降，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 762.5 美元/吨，日环比下降 17.5 美元/吨。锂盐市场中，电池级碳酸锂价格为 72000 元/吨，日环比下降 950 元/吨；电池级氢氧化锂报价 70820 元/吨，日环比上涨 200 元/吨，贸易商基差报价走弱，老货仓单出货较多。下游正极材料报价小幅走弱，磷酸铁锂报价小幅下跌 100-330 元/吨，三元材料报价小幅上涨 80 元/吨；电解液报价平稳。
本周碳酸锂产量周环比下降 1362 吨，碳酸锂库存周环比下降 1444 吨。
【市场消息】7 月 30 日政治局会议内容表述：纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。坚持“两个毫不动摇”，激发各类经营主体活力。
【南华观点】短期供给端扰动仍存，从数据看 8 月排产预期向好。预计近期将维持宽幅震荡状态，建议时刻关注市场转换节奏，注意持仓风险。

工业硅&多晶硅:情绪扰动仍存，注意持仓风险

【行情回顾】周四工业硅期货低位震荡，主力合约收于 8760 元/吨，日环比下降 5.65%。成交量约 41.03 万手（日环比降低 32.19%），持仓量约 21.29 万手（日环比减少 2.97 万手）。SI2509-SI2511 月差维持 back 结构，日环比走强 5 元/吨；仓单数量 50644 手，日环比增加 798 手。
多晶硅期货合约低位震荡，主力合约收于 49130 元/吨，日环比下降 10.19%。成交量 56.58 万手，日环比增加 0.11%，持仓量约 12.69 万手（日环比减少 3.75 万手）。PS2509-PS2511 月差维持 contango 结构，日环比走弱 175 元/吨；仓单数量 3200 手，环比增加 130 手。
【产业表现】工业硅现货报价走弱，新疆 553#工业硅报 9150 元/吨（日环比下跌 200 元/吨），99#硅粉报 10450 元/吨（日环比持平）。下游方面，有机硅企业对原材料保持刚需采购，需求稳定性较强，出货报价 12450 元/吨；铝合金市场 ADC12 报价 20100 元/吨，日环比持平。
多晶硅环节报价维稳，N 型多晶硅价格指数 44.7 元/千克（日环比持平）；下游 N 型硅片报价 1.2 元/片（日环比持平），电池片报价小幅上涨。
【市场消息】7 月 30 日政治局会议内容表述：纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。坚持“两个毫不动摇”，激发各类经营主体活力。
【南华观点】当前宏观情绪的影响持续，基本面并未发生实质改变。下周召开的工业硅相关会议值得重点关注，预期未来工业硅市场维持震荡走势。

多晶硅方面，市场仍由宏观情绪主导运行方向，消息刺激影响期货价格波动，预计未来多晶硅市场将宽幅震荡。

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：过热情绪降温

【行情回顾】昨日日盘大幅减仓回落

【信息整理】1. 本周，五大钢材品种供应 867.42 吨，周环比增加 0.45 万吨，增幅 0.1%；总库存 1351.89 万吨，周环比增 15.39 万吨，增幅 1.15%；周消费量为 852.03 万吨，降 1.9%。

2. 国家发改委部署下半年九方面工作，强调要以稳就业扩内需为重点做好政策预研储备。加大力度稳投资促消费。纵深推进全国统一大市场建设，破除“内卷式”竞争。加快建立能耗双控向碳排放双控全面转型新机制。

3. 据 Mysteel 对长治核查煤矿“超产”文件执行情况调研了解，目前区域内煤矿正逐步核查中。最新统计新增停产煤矿 4 座，分别为月度生产任务完成、瓦斯超标、搬家倒面以及安全检修等原因停产，合计核定产能 690 万吨，其余部分煤矿也有不同程度减产。

4.本周 247 家日均铁水为 240.71 （-1.52）。

【南华观点】七月政治局会议对 “反内卷” 的表述作出调整，将重心转向治理企业无序竞争与推动重点行业产能治理，同时删除了 “低价” 相关措辞，并把范围限定在 “重点行业”。这一变化导致市场对全局性整治低价及去产能的预期有所降温。从基本面角度观察，本周五大材呈现出供应增加、需求减少的态势，库存出现累积，其表现不及市场此前预期。上述利空叠加下，短期内盘面面临回调压力。不过，当前 “反内卷” 的预期尚未被证伪，加之“稳增长”的预期依然存在，煤矿超产检查确实有影响，钢材淡季需求表现尚可，钢厂在手订单较好，盘面下方回调空间可能有限，螺纹主力下方关注 3100-3150，热卷关注 3300-3350。

铁矿石：避险情绪上升

【盘面信息】日盘焦煤跌停，螺纹主力跌超 4%。股市回调。日盘 09 跌 2.38%。

【信息整理】1. 7 月份，制造业采购经理指数(PMI)为 49.3%，比上月下降 0.4 个百分点，制造业景气水平有所回落。 2. 据新华社消息，2025 年 7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，决定于 10 月召开二十届四中全会，重点研究“十五五”规划建议，并系统部署下半年经济工作。3. 关税迎密集进展。当地时间 7 月 30 日，特朗普宣布将对韩国征收 15%的关税；对印度输美商品征收 25%的关税并实施其他“惩罚”；对巴西加征 40%关税，使总关税额达到 50%。此外，美国将自 8 月 1 日起对进口半成品铜产品(例如铜管、铜线、铜棒、铜板和铜管)及铜密集型衍生产品(例如管件、电缆、连接器和电气元件)普遍征收 50%的关税。4.本期 ms 钢材数据整体维稳，除了螺纹累库、表需下降外，整体需求尚可。热卷供需双旺。

【南华观点】会议不及预期后，市场面临股、商双杀，债券价格回升。铁矿石由于前期上

涨不足，因此目前在黑色系中显得相对抗跌。8.1 面临特朗普关税到期的压力，市场风险偏好走弱，有短期避险的需求。但中期来看，铁矿石基本面尚可，钢厂利润维持在高位，铁水产量预计稳中有增，铁矿石很难形成趋势性去库。因此预计价格下方空间有限，关注低买机会。

焦煤焦炭：焦煤长协价上调

【盘面回顾】宽幅震荡

【信息整理】

1.国家统计局：7 月中国制造业采购经理指数为 49.3% 制造业景气水平有所回落。

2.商务部新闻发言人何亚东在商务部 7 月 31 日举行的例行新闻发布会上表示，根据中美斯德哥尔摩经贸会谈共识，双方将继续推动已暂停的美方对等关税 24%部分以及中方反制措施如期展期 90 天，进一步稳定中美经贸关系，为世界经济发展和稳定注入更多确定性。

3.钢材总库存量 1351.89 万吨，环比增 15.39 万吨。其中，钢厂库存量 409.52 万吨，环比增 0.10 万吨；社会库存量 942.37 万吨，环比增 15.29 万吨。

4.中国钢铁工业协会 31 日公布，按照焦煤长协煤钢联动方案数据测算，2025 年 7 月焦煤长协煤钢联动浮动值环比 6 月增长 46 元/吨，增幅 3.8%。

【产业表现】

焦煤：本周新增停产矿山，部分煤种资源紧缺，矿山复产速度偏慢。进口方面，本周口岸蒙煤平均通关量维持在 1000 车以上，海煤进口利润改善，后续到港或有压力。需求方面，盘面回调部分期现商解套，现货抛压有所加重，焦煤流拍率环比提高，焦煤投机需求表现偏差。焦化厂维持刚需采购，原料库存可用天数继续增加，带动上游矿山库存去化。

焦炭：焦炭 4 轮提涨全面落地，但焦化整体盈利并不乐观，焦化厂生产积极性一般。下游钢厂维持较高铁水，部分地区焦炭现货资源较为紧张，5 轮提涨落地概率较大。8 月焦化厂仍有提涨计划，当前钢材现货利润相当可观，焦炭现货具备继续涨价的基础。总体来看，焦炭需求旺盛，库销比持续走低，产业链矛盾并不突出。

【南华观点】

上周煤焦主力合约连续封板涨停，短期价格偏离基本面，大商所针对焦煤采取限仓措施，周初市场情绪降温。政治局会议内容公布，暂未出台超预期刺激政策。此外，发改委强调要破除“内卷式”竞争，应注重市场化、法治化，而非靠行政命令搞“一刀切”。整体来看，近期政策层面偏柔和的措辞修正了市场对“供给侧”改革的预期，短期内市场情绪降温，煤焦价格有一定回调压力。不过，焦煤矿山严查超产情况属实，下半年焦煤开工率高度受限，且“反内卷”政策具体细节尚未出台，不排除后续反复炒作的可能，政策预期仍将支撑大宗商品整体估值，叠加阅兵前限产对黑色系起到托底作用，煤焦价格底部有一定支撑，后续关注阅兵、美联储降息博弈及四中全会等海内外宏观事件。操作层面，资金博弈剧烈，单边建议观望，套利建议关注焦煤 9-1 反套。

硅铁&硅锰：情绪回落

【核心逻辑】锰矿港口库存累库以及预期澳矿发运恢复，硅铁内蒙产区利润+79 元/吨（+250）；宁夏产区利润 226 元/吨（+270）；硅锰北方大区利润-66.74 元/吨（-0.1），南方大区利润-430.33 元/吨（-5.13）。供应端硅铁生产企业周度开工率为 33.33%，环比上周+0.88%，硅铁周度产量为 10.23 万吨，环比+2.3%；硅锰生产企业周度开工率为 41.58%，环比+1.05%；硅锰周度产量 18.65 万吨，环比+2.02%。铁合金利润修复厂家的复产驱动相对较大，但面对下游的若需求铁合金厂仍维持较低的开工率需求端钢厂利润较好，高铁水对硅铁和硅锰需求形成一定的支撑，铁水产量本周超季节性回升；另一方面去五大材库速度

缓慢，限制钢厂进一步生产空间，硅铁和硅锰增长空间有限，6 月金属镁产量 8.55 万吨，环比+6.63%；长期来看，房地产市场低迷，黑色整体板块回落，市场对钢铁终端需求增长存疑，硅锰需求相对疲弱。本周硅铁五大材需求量 2.01 万吨，环比+0.5%；硅锰五大材需求量 12.37 万吨，环比+0.24%。库存端本周硅铁企业库存 6.21 万吨，环比-2.2%，硅铁仓单库存 11.06 万吨，环比+0.73%；硅铁总库存 17.28 万吨，环比-0.29%。硅锰企业库存 20.5 万吨，环比-5.22%；硅锰仓单 38.83 万吨，环比-2.85%；硅锰总库存 59.33 万吨，环比-3.69%，硅铁目前库存压力较大，上方压力较大，硅锰去库速度开始加速，库存压力减小
【南华观点】铁合金近期上涨的原因还是在于政策端的强预期和煤系价格的支撑，上周五受到铁合金企业内部反内卷会议的消息影响，铁合金双双涨停。本周受政策不及预期的影响，铁合金大幅回落，逐渐回归基本面，但继续追空的风险较大，下方空间也有限。

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：油价回落，修复风险溢价

【盘面动态】截至当天收盘，纽约商品交易所 9 月交货的轻质原油期货价格下跌 74 美分，收于每桶 69.26 美元，跌幅为 1.06%；9 月交货的伦敦布伦特原油期货价格下跌 71 美分，收于每桶 72.53 美元，跌幅为 0.97%。夜盘 SC 原油主力合约收跌 0.71%，报 528 元/桶。
【市场动态】 1.美国至 7 月 25 日当周 EIA 原油库存增幅录得 2025 年 1 月 31 日当周以来最大，EIA 汽油库存降幅录得 2025 年 4 月 25 日当周以来最大。 产量方面，5 月份美国石油产量升至创纪录的 1349 万桶/日。美国 5 月原油和石油产品供应量均上升至 1 月以来最高水平。2. 美中东特使与内塔尼亚胡会晤 讨论加沙停火协议等议题。当地时间 31 日，美国中东问题特使威特科夫访问以色列，并与以总理内塔尼亚胡会晤。据当地媒体此前报道，双方将主要讨论加沙停火协议、当前加沙人道主义局势以及伊朗核问题等议题。此外，威特科夫还计划前往加沙。3. 消息人士：过去一周，印度国有炼油商因折扣减少和特朗普的关税威胁而停止购买俄罗斯石油。4. 美国 6 月核心 PCE 通胀年率意外回升至 2.8%，而消费者支出近乎停滞。
【南华观点】隔夜油价回落，结束连续三日上涨，修复部分风险溢价。特朗普极限施压或为推动俄乌停火，封锁俄油意图弱，对原油市场影响有限。今年 1 月拜登政府加深对俄油制裁，曾使原油盘面短期上涨，1 周后影响消退，其走势对近期有参考意义。地缘风险事件对原油盘面的影响周期较短，无法扭转整体趋势。宏观超级周结束后，随着宏观层面主要不确定性逐步消除，市场的逻辑将更多转向基本面。本周重点关注 8 月 3 日 OPEC+会议，以及后续原油市场的反应。

LPG：商品量与进口量均增长

【盘面动态】FEI M1 收于 526 美元/吨（-4），CP M1 收于 528 美元/吨（0）， LPG2509 盘面收于 4003（-49）,LPG2510 盘面收于 4441（-30）
【现货反馈】华东均价 4413（0），山东均价 4540（-40），最便宜交割品价格 4430（0）;沙

特 8 月 CP 丙烷 520 美元/吨（-55）。

【基本面】供应端本期依然保持宽松，主营炼厂开工率 81.21%（0%），独立炼厂开工率 48.16%（+0.85%），不含大炼化利用率为 44.90%（+0.95%），齐润石化、东营石化提负导致；液化气商品量 52.49 万吨（-0.04），本周新增东明石化检修，下周齐成石化有检修预期，8 月上华联石化及燕山石化有复产计划；醚后碳四商品量 17.58（+0.46），属于季节性偏高位；此外，进口端 4 周均值来看，到港依然在高位。需求端本期小幅好转，主要在 PDH 端。PDH 本期开工率回升到 75.30%（+1.91%），8 月江苏瑞恒、辽宁金发、山东天弘有重启计划，开工率还将进一步抬升。MTBE 及烷基化油端变动不大，夏季存在相对支撑。库存端，厂内库存 18.43 万吨（+0.4），厂库一处于缓慢累库中，港口库存 304.08 万吨（-16.59），高位震荡。

【观点】隔夜原油下调整理，外盘丙烷偏弱震荡，8 月 CP 合同价 520 美元/吨，较 7 月下滑 55 美元/吨，内盘情绪回落。国内炼厂整体开工保持高位，进口量近几周同样集中到港，供应端维持偏宽松格局；化工需求方面，PDH 装置开工提升，支撑 PG 需求，MTBE 及烷基化开工变化不大，民用气仍处淡季，整体需求偏弱；库存端港口库存高位、厂内库存持续小幅累积。综合来看，LPG 供需结构仍偏宽松，化工需求边际回升但难以扭转整体压力局面。

PTA-PX：逢低做扩 TA 加工费

【PX-PTA 观点】近期 PX-PTA 在商品情绪带动与聚酯需求边际改善下整体偏强。PX 天津石化按计划停车检修，负荷下调至 79.9%（-1.2%）；后续近端关注威联重启进度，8 月 PX 供应存上调预期。效益方面，近期成本端石脑油供需偏弱，PX 环节效益进一步修复，PXN 修复至 280（+18），PX-MX 修复至 129（+19）。

PTA 方面，近期随 PX 小幅走强，但链条利润继续向上游集中。供应方面，PTA 近期装置运行平稳，负荷持稳至 79.9%（+0.2%）；近期三房巷一线 160w 新增产能投料试运行中，关注出料情况；8 月市场传闻逸盛海南、逸盛大化、嘉兴石化等均存检修计划，关注实际兑现情况。库存方面，装置集中检修进入尾声，供增需减下去库趋势转缓，逐步进入小幅累库格局，社会库存至 222 万吨（+2）。效益方面，TA 现金流加工费再次压缩至 198（-19）；当前 PTA 现金流加工费已降至历史低位，后续或将出现计划外检修量及大厂联合挺价行为。需求端，长丝短纤负荷小幅上调，聚酯负荷回升至 88.7%（+0.4%）。本周受原料价格抬升影响，下游投机情绪叠加补货节奏下，长丝产销良好，长丝产成品库存压力大幅缓解；后续进入 8 月部分秋冬季订单启动，旺季预期下预计仍有望拉动一波订单释放，长丝短期或难见进一步实质性减产。终端而言，织机负荷小幅回升，纱厂负荷微幅下调，终端现实订单暂未见改善，关注进入 8 月之后秋冬订单表现。

总体来看，PX-TA 产业链当下基本面驱动有限，宏观方面“反内卷”政策影响暂时难以评估实质影响，仍需等待进一步政策出台。当前炒作情绪初步降温，后续关注具体政策出台。关于老旧产能部分，从运行 20 年以上装置汇总考虑，PX 涉及产能 177 万吨，占国内产能 4.1%，若受波及停车将影响月度产量 13.4 万吨左右；PTA 涉及产能 131.5 万吨，占国内产能 1.5%，但均为长停装置，几乎不产生影响。PX-TA 近端供需上矛盾不大，趋势上产业链利润仍维持向上集中格局，短期或出现 PTA 减产挺价行为，逢低做扩加工费。

MEG-瓶片：价格随情绪回落

【库存】华东港口库至 52.1 万吨，环比上期减少 1.2 万吨。

【装置】神华榆林近期降负检修；建元近期重启提负；榆能近期重启提负；阳煤寿阳近期重启提负；中化学升温重启中，暂未出料。海外方面，沙特前期临时停产的共 215 万吨产

能 4 套装置近期均已重启恢复；美国乐天一套 70 万吨装置近期停车。
【观点】
周三政治局会议内容公布，“反内卷”情绪降温，乙二醇价格随之走弱。基本面方面，供应端油煤双升，总负荷升至 68.35%（+2.15%）；其中，乙烯制方面，EO 销售压力增大，部分装置回切上调 EG 负荷；煤制方面神华榆林降负，建元、榆能、阳煤寿阳重启恢复，煤制负荷升至 74.36%（+2.15%）。效益方面，原料端原油小幅走弱，乙烯持稳，动力煤价格小幅走强，各路线利润大幅修复；EO-1.3EG 比价大幅走弱。库存方面，本周到港计划偏多，但受台风影响部分船只到港延迟，下周一港口显性库存预计实际累库幅度有限。需求端，长丝短纤负荷小幅上调，聚酯负荷回升至 88.7%（+0.4%）。本周受原料价格抬升影响，下游投机情绪叠加补货节奏下，长丝产销良好，长丝产成品库存压力大幅缓解；后续进入 8 月部分秋冬季订单启动，旺季预期下预计仍有望拉动一波订单释放，长丝短期或难见进一步实质性减产。终端而言，织机负荷小幅回升，纱厂负荷微幅下调，终端现实订单暂未见改善，关注进入 8 月之后秋冬订单表现。
总体而言，近期“反内卷”逻辑难以证伪，价格走势脱离基本面多以市场情绪节奏主导。目前政治局会议对“反内卷”内容提及有限，相关逻辑是否就此结束仍需时间验证。但总体来看，“反内卷”逻辑对乙二醇价格的影响更多集中于成本端煤价反弹，供应端无论从利润还是老旧产能清退考虑预计均影响有限。乙二醇自身基本面而言三季度累库幅度有较明显缩小，近端供需边际改善，累库预期继续后置，若“反内卷”逻辑就此告一段落，价格将迎来回调。瓶片方面绝对价格同样随成本端波动为主，近期受原料端走强影响现金流加工费小幅压缩，盘面加工费以区间操作为主。

尿素：震荡偏弱

【盘面动态】：周四尿素 09 收盘 1715
【现货反馈】：周四国内尿素行情继续偏弱下行，跌幅 10-50 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1620-1810 元/吨。山东、河南低价降至 1700-1720 元/吨后收单见好，但市场到货量充足，行情反弹向上动力依旧欠缺。短线区域低价企稳局部或有上探，高价继续下调。
【库存】：截至 2025 年 7 月 23 日，中国尿素企业总库存量 85.88 万吨，较上周减少 3.67 万吨，环比减少 4.10%。中国尿素港口样本库存量：54.3 万吨，环比增加 0.2 万吨，环比涨幅 0.37%。
【南华观点】：周五夜盘大量投机资金离场，预计尿素期货将跟随回调，带来期现货源的释放，尿素现货市场将承压。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。工厂待发订单及库存压力不大，现货报价小幅波动，对尿素价格形成支撑，尤其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，09 合约预计震荡偏弱。

PVC:反内卷情绪飘忽，短期观望为主

供应：本周开工率大体持平，目前评估 7 月产量在 200 万吨附近，8 月由于新投产则可能上升至 205 万吨以上。
需求：目前看 1-6 月表需比较一般，基本没什么增速，在-1%左右，6 月出口大幅下调后单月表需上调到 173 万吨，仍然比较稳定，没有太多变化的空间。
出口：6 月出口 26 万吨，环比大幅走弱，近期现货商反馈没有走强，整体后续 7-9 月数据预期下调至 25-28 区间。
库存：本周华东库存继续累库加速，累库大约 2 万吨，华南小幅累库，厂库库存小幅去化，

待发继续走强，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）：周内反弹后基差走弱至无风险+40，期现商大量买入正套。
策略观点：上周 PVC 价格持续大涨，整体交易反内卷进一步发酵和 20 年以上化工装置出清预期，目前还处于政府数据收集阶段，后续是装置改造还是出清目前不太说的清楚，只是对于空头来说确实风险过大，因此周内出现了异常明显的空单集中离场，且国内品种的避险明显高于国际品种。周二中午煤炭开始严查超产，情绪再一次被激发，煤炭系连续涨停，PVC 也再度大涨，周五夜盘则大幅回落。回归产业数据，这周除了氯碱综合利润短期大幅上涨了基本面没什么变化，美金 FOB 涨了一丢丢，成交一般。氯碱协会反馈下来兑现减产挺难的，出口还是没有起色，持续累库，PVC 的交割库容量基本已经被全部预约满了，基本处于明牌状态，但是 PVC 的仓单抛压是可以通过月差解决问题的，没有那么无解，绝对价格还是跟着预期走，目前暂时没有锚，交易难度很大。

纯苯苯乙烯：逐渐回归基本面

BZ：
【盘面回顾】BZ2603 收于 6294（-13）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 6090（-15），主力基差-204（-2）
【库存情况】截至 7 月 28 日，江苏纯苯港口库存 17.0 万吨，较上期环比下降 0.58%。
【南华观点】
纯苯：供应端石油苯、加氢苯供应双减，总供应较上一周期减少约 1.5 万吨。需求端下游苯酚降负明显，受大连恒力酚酮装置停车检修影响，苯酚产能利用率下降 4 个百分点；其他四大下游开工率小幅波动，总体五大下游周度折原料纯苯需求小幅下滑。库存方面，提货转差，因此即使到港量不高的情况下华东港口依然小幅累库。近期纯苯自身以及下游均有新投产兑现，总体呈现为供需双增，8 月下游仍有大装置待投，平衡表看 7-8 月纯苯小累转为小去，供需格局有所好转，然隐性库存高企加上终端需求不佳之下，基本面改善有限。本周宏观会议已落地，当前消息看会议对于纯苯苯乙烯产业链利好提振有限，盘面逐渐回归基本面。

苯乙烯：
【盘面回顾】EB2509 收于 7332（-55）
【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7360（-35），主力基差 28（+20）
【库存情况】截至 2025 年 7 月 28 日，江苏苯乙烯港口库存 16.4 万吨，较上周期增加 1.33 万吨，幅度+8.83%；截至 2025 年 7 月 24 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 20.53 万吨，较上一周期少 0.3 万吨，环比下降 1.46%。
【南华观点】
苯乙烯：供应端近期无新增检修装置，开工率小幅波动。需求端，淡季低负荷下上周 3S 开工均有所提升，3S 折原料苯乙烯需求较上一周期有所回升，然而时值终端需求淡季，3S 对原料苯乙烯仅有刚需支撑，下游无囤货意愿。本周华东港口继续累库至 16.4 万吨，近端供应继续增多。现货市场 7 下纸货交割结束，下游接货意愿不强，宏观情绪与苯乙烯基本面背离之下，基差明显走弱。苯乙烯 8 月有大装置投产预期，基本面看苯乙烯面临供增需减格局，可尝试逢高布空。本周宏观会议已落地，盘面逐渐回归基本面，苯乙烯预计震荡回调。

燃料油：向上驱动不足

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU09 收于 2933 元/吨

【产业表现】供给端：进入 7 月份，俄罗斯高硫出口+48 万吨，伊朗高硫出口 38 万吨，伊拉克-54 万吨，墨西哥出口+19 万吨，委内瑞拉+10 万吨，供应明显改善；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，7 月份中国-10 万吨，印度+13 万吨，美国+20 万吨，进料需求回升，在发电需求方面，沙特进口-13 万吨，阿联酋+14 万吨，埃及+2 万吨，有小幅提振。库存端，新加坡浮仓库存高位盘整，马来西亚高硫浮仓库存小幅回落，中东浮仓高位库存回升

【南华观点】7 月份燃料油出口缓和，在进料需求方面，中国小幅缩量，印度和美国进口增加，整体进料需求走强，埃及和阿联酋进口增加，提振发电需求预期，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，对于国内 FU 市场来讲，因为仓单充裕，现货市场需求低迷，FU 近期一直贴水新加坡，短期驱动向下。

低硫燃料油：观望为主

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU10 报 3676 元/吨

【产业表现】供给端：7 月份科威特出口环比+24 万吨，阿联酋进口+9 万吨，中东供应+1 万吨，巴西-35 万吨，西北欧市场供应-52 万吨，非洲供应环比持-3 万吨，7 月份海外供应缩量；需求端，7 月份中国进口+14 万吨，日韩进口-3 万吨，新加坡+16 万吨，马来西亚进口-18 万吨；库存端，新加坡库存+31.4 万桶；ARA-2.6 万吨，舟山+20 万吨

【南华观点】7 月份短期因欧洲供应大幅减少，供应低位，整体出口萎靡，在需求端方面，整体需求略微改善，库存端新加坡小幅去库，短期低硫裂解下跌后企稳，有由于现货较为充裕，裂解低迷，压制盘面价格。建议观望为主。

沥青：跟随成本端震荡

【盘面回顾】BU09 收于 3659 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3785 元/吨

【基本面情况】钢联口径供给端，国内稀释沥青库存维持在低位；山东开工率-9.5%至 35.1%，华东-5.2%至 24.5%，中国沥青总的开工率-4%至 28.8%，山东沥青产量-4.8 至 18.3 万吨，中国产量-5.6 万吨至 51.6 万吨。需求端，中国沥青出货量+2 万吨至 26.9 万吨，山东出货-0.25 万吨至 8.49 万吨；库存端，山东社会库存 0.1 万吨至 13.7 万吨和山东炼厂库存-0.3 万吨为 13.5 万吨，中国社会库存+0.6 万吨至 52.7 万吨，中国企业库存-4.1 万吨至 46.1 万吨。

【南华观点】沥青供给端，因部分炼厂停产及转产渣油而小幅下滑，库存结构上厂库去库社库去库偏慢，投机需求走弱，贸易商开始主动降库存，山东华东基差因开工率预期提升而走弱，裂解价差仍然维持高位；目前看需求端仍受降雨影响处于淡季，整体基本面环比转弱，单边上因成本端原油表现偏强所以绝对价格震荡走势，月差基差裂解均有一定程度走弱。中长期看，需求端将随着 8 月份南北方施工条件转好，整体施工进入旺季，25 年地方政府化债进度提速，资金方面有所缓解，正值“十四五”收尾阶段，项目数量上有一定保证，旺季仍然可期。短期“反内卷”对沥青成本端影响不大，后续关注对沥青产业链具体措施的进展情况。

玻璃纯碱烧碱：交易回归现实

玻璃纯碱：交易回归现实

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1247，-4.88%

【基本面信息】

本周纯碱库存 179.58 吨，环比周一+1.22 万吨，环比上周四-6.88 万吨；其中，轻碱库存 69.30 万吨，环比周一-0.21 万吨，环比上周四-4.92 万吨，重碱库存 110.28 万吨，环比周一+1.43 万吨，环比上周四-1.96 万吨。

【南华观点】

市场情绪回落，交易回归基本面。供应处于窄幅波动状态，其中预期内检修继续，阶段性影响产量。光伏玻璃处于持续亏损状态，预计在产日熔量将继续下降，纯碱刚需进一步走弱，重碱平衡继续保持过剩。上中游库存处于历史高位。基本面纯碱供强需弱格局不变，同时关注成本端煤炭和原盐价格波动。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 1117，-6.21%

【基本面信息】

截止到 20250731，全国浮法玻璃样本企业总库存 5949.9 万重箱，环比-239.7 万重箱，环比-3.87%，同比-13.88%。折库存天数 25.5 天，较上期-1.1 天。

【南华观点】

政策预期或在持续与降温中反复，市场情绪亦有反复。基本面看，供应端日熔小幅回升，暂无预期外状况。当前玻璃累计表需下滑 8%，随着 6-7 月整体产销好于预期，表需环比改善，市场处于弱平衡状态。中游库存高位，盘面快速下跌后负反馈，产销疲弱。后续，进一步关注政策端指示以及短期情绪的快速变化，随着时间步入 8 月，09 合约也将走向交割逻辑。

烧碱：

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2560，-2.03%

【基本面信息】

7 月 31 日，山东氧化铝用 32%离子膜碱下调 10 元/吨，当地氧化铝主流企业用 32%离子膜液碱价格自 8 月 1 日执行现金出厂 760 元/吨。

【南华观点】

即将步入 8 月，09 合约或开始走交割逻辑，关注仓单压力。基本面，近端开始跌价累库，山东液碱价格开始小幅下滑，供应端产量有继续回升预期。成本端维持。非铝下游处于淡季，不过山东液碱库存同比仍偏低。中长期看，复产+新产能逐步投放，供应端压力或逐步显现。变量上，需要关注市场是否持续交易旧老装置问题以及政策的实际落地情况。

纸浆：情绪退坡，回归基本面

【核心矛盾】

主力合约今日收盘于 5232（-134），跌幅-2.5%。

现货端，山东银星报价 5850 元/吨（-70），山东俄针报价 5300 元/吨（-120），山东金鱼报价 4120 元/吨（-30）。

短期来看，利好出尽，情绪回落，接下来一段时间将是政策真空期，定价将回归基本面主导。昨日政治局会议结束，大家重点关注的“反内卷”在表述上，略微有所调整。其中，“依法依规治理企业无序竞争” 相比 7 月 1 日的表述删除了“低价”二字。 其次强调“推进重点行业产能治理”。 这跟之前市场预期的扩散的广度，存在一定的预期差。

基本面上看，目前纸浆供应高位，库存高位。四大用纸综合来看，生产利润偏低，开工率偏低，且还有新增产能投产。短期过剩压力较大。从需求端来看，目前也无法预见长期大幅的增量。季节性来看，进入 8 月后，逐渐来到了下游消费旺季，对于纸浆的需求有一定

的季节性提振。但目前下游采购意愿未见积极。市场情绪回落的同时，现货报价走弱，盘面价格下行， 但也较难跌破前期的低点，预计价格回落之后震荡为主。追空谨慎，建议观望

原木：他们好像趴窝了

【核心矛盾】

总体来看，宏观政策短期利多出尽，将回归基本面主导。昨日政治局会议结束，大家重点关注的“反内卷”在表述上，略微有所调整。其中，“依法依规治理企业无序竞争” 相比 7 月 1 日的表述删除了“低价”二字。 其次强调“推进重点行业产能治理”。 这跟之前市场预期的扩散的广度，存在一定的预期差。 前面蹦跶的凶的，现在退潮了，也都趴了。但，这波浪潮跟我们原木没啥关系，人家蹦跶咱不蹦，人家趴窝咱不趴。

技术图形依然是上升旗的整理阶段，波动在走弱。资金在持续撤退。本质上来讲，也是因为自身基本面并无明显矛盾，没有引力。行情的震荡是围绕着估值进行的。宏观扰动，情绪扰动，资金扰动目前都不存在。近几日的震荡回落，也将估值偏高进行了修复。目前估值上看已经是中性水平。勘察加半岛地震引发的全球海啸波，影响也微乎其微。目前现货价格平稳，外盘报价无变化。没什么矛盾。策略上建议逢低卖出 lg2509-p-800。

PL：供应保持宽松

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6545（-25）,PL2602 盘面收于 6609（-18）。

【现货反馈】华东均价 6350（0），山东均价 6245（-5），便宜交割品价格 6250（0）

【基本面】供应端，本期丙烯整体开工率小幅上行至 73.83%（0.72%），产量 117.74 万吨（+1.15 万吨）；细分来看，炼厂方面主营炼厂开工率 81.21%（0%），山东独立炼厂开工率 48.16%（+0.85%），蒸汽裂解开工率 80.18%(-0.76%)；PDH 开工率 75.3%（+1.91%），7 月底 8 月初，辽宁金发、山东天弘、江苏瑞恒仍存重启计划，开工率将进一步抬升；MTO 开工率 84.95%（-0.15%），本周兴兴能源于 30 日停车检修。山东市场本周新增东明石化全厂检修，包括 9.6 万吨 MDH、10 万吨催化裂化及 21 万吨轻烃裂解，丙烯外放量减少。需求端本期变动不大，PP 粒料开工率 76.97%（-0.33%），产量 77.36 万吨（-0.33 万吨），本周新增泉州国亨、国能宁煤、浙石化、东明石化检修，暂无复产产线；PP 粉料开工率 38.99%（+1.15%），产量 7.03 万吨（+0.27 万吨），680 元/吨左右的 PP 粉料跟丙烯价差对开工相对有支撑；环氧丙烷开工率 73.31%（-0.05%），产量 11.95 万吨（-0.05 万吨），变动不大；其他需求端，恒力停车导致酚酮本期开工相对下滑较多，综合开工率 78%（-3%）。辽宁金发丙烯腈复产中。整体供需端偏宽松，现货价格承压。

【观点】原油下调整理，外盘丙烷价格震荡，8 月 CP 合同价较 7 月下跌 55 美元至 520 美元/吨，外盘丙烯价格下调改善 PDH 利润；政治局会议弱化反内卷相关表述，甲醇及煤端价格回落，但后续反内卷问题仍然存在被反复谈及的可能性，成本扰动大。供应端，本周依然偏宽松，主营炼厂开工高位，地方炼厂负荷提升，MTO 装置开工持稳，PDH 因部分装置复产开工提升。需求端，整体变化不大，PP 粒料产量维持高位，PP 粉料开工较前期回升，环氧丙烷因利润改善开工提升，酚酮受恒力检修开工下滑，其他下游变动不大。

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：现货博弈增强

【期货动态】LH2509 收于 14075 环比-0.00%
【现货报价】全国生猪均价 14.09（+0.16）元/公斤，其中河南 14.21（+0.23）元/公斤、湖南 14.04（+0.13）元/公斤、辽宁 13.94（+0.21）元/公斤、四川 13.38（+0.14）元/公斤、广东 15.67（-0.2）元/公斤。
【现货情况】
猪价整体止跌趋稳，局部散户补跌，月末养殖端控量稳价，部分区域实际成交小幅偏强；需求端基本不变，二次育肥入场积极性略增。
【南华观点】
7、8、9 月生猪出栏量或为全年低位，标肥价差始终保持一定养大猪的利润，市场存在压栏情绪。在供应量依旧保持高位的情况下，建议以逢高沽空思路为主，适当布局反套。

油料：远月多配

【盘面回顾】外盘美豆缺乏中美贸易谈判消息而继续走弱，内盘菜粕由于仓单压力缓解而带领豆粕反弹。
【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，外盘走弱后巴西升贴水报价反弹，国内买船进度略微减缓，继续以巴西和阿根廷为主，远月虽有阿根廷豆粕买船，但补充量级有限。到港方面看 8 月 1100 万吨，9 月 1000 万吨，10 月 900 万吨，后续大豆到港预计将在 12 月后迎来缺口。
对于国内豆粕，基差经过盘面单方面反弹又回落后回归原位，现货价格继续表现疲软，月差回归原位，09 期现回归下方空间有限。进口大豆原料供应继续表现宽裕，油厂压榨维持高位，豆粕延续季节性累库趋势。需求端来看，下游维持刚需水平，物理库存季节性回升，区域低价继续吸引饲用添加。
菜粕端来看，菜粕整体跟随豆粕走势为主，缺乏更多自身行情指引，但近月仓单注销问题使得近月表现较豆粕偏强；国际市场加拿大天气小幅修复，国内关注后续菜系供应恢复情况。
【后市展望】外盘中美会谈中缺乏对于农产品采购信息，美豆种植天气依旧维持顺利，后续关注关键点位支撑情况；内盘豆系前期下跌空间有限，近月受仓单影响小幅反弹；菜系自身仓单压力缓解而走强。
【策略观点】逢低远月多配。

棉花：关注去库情况

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌近 0.5%，美元走强且美棉出口欠佳。隔夜郑棉小幅下跌。
【外棉信息】截至 7 月 25 日，印度新年度棉花播种面积达 1030 万公顷，同比减少约 2.0%。
【郑棉信息】目前新疆新棉处于花铃盛期，受高温影响，新年度虫害较去年有所加剧，但总体可控，新棉整体发育进度较快，长势良好，对新年度产量暂维持乐观预期，本周产区气温或有回落，整体降雨量不大但阿克苏地区与喀什地区降雨频率或有提高，关注产区阴雨天气对花铃的影响，谨防烂铃及黄萎病等现象的发生。当前内地纺企在纺纱利润的挤压下，整体负荷进一步下调，但新疆纺企开机坚挺，支撑着棉花的刚性消费，近期下游成品

库存小幅去化，但仍存一定压力。
【南华观点】在价格重心抬升下，部分高成本陈棉资源逐渐流入市场，且下游走货欠佳，远月仍存丰产预期，棉价上方空间有限，但新棉上市前，国内棉花库存偏紧的现状仍会对棉价形成强支撑，需关注国内进口配额政策落地情况及淡季棉花去库速度，同时关注中美贸易协议落地情况。

白糖：持续承压

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周四收跌，追随大宗商品普跌，巴西和印度产量改善打压糖价。
昨日夜盘，郑糖横向盘整，近期承压回落。
【现货报价】南宁中间商站台报价 6050 元/吨。昆明中间商报价 5840-5960 元/吨。
【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，7 月前四周出口糖 317.57 万吨，日均出口 16.71 万吨，较上年 6 月增加 2%。
2.印度计划允许在 10 月开始的新榨季出口食糖，因种种迹象表明，印度甘蔗作物将获得丰收。
3.Unica 数据显示，巴西中南部 7 月上旬压榨甘蔗 4982.3 万吨，同比增加 14.77%，产糖 340.6 万吨，同比增加 14.07%，制糖比 53.68%，去年同期为 50.11%。
4.5 月份我国进口糖浆、预混粉合计 6.42 万吨，同比减少 15.07 万吨。
6.海关总署公布的数据显示，2025 年 6 月份我国进口食糖 42 万吨，同比大幅增长。
7. ISMA 预计印度 25/26 年度糖产量将恢复至 3490 万吨，因马邦和卡邦种植面积增长。
【南华观点】近期市场承压，短期跟随外盘表现。

苹果：承压回落

【期货动态】苹果期货昨日下跌，短期价格承压明显。
【现货价格】新晚富士栖霞 80#一二级片红 3.9 元/斤，80#一二级条纹 4.3 元/斤，招远 80#统货 3.1 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】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，秦阳等苹果开秤价格与去年持平，近期价格开始不同程度回落。
【库存分析】钢联数据显示，截至 2025 年 7 月 30 日，全国主产区苹果冷库库存量为 61.61 万吨，环比上周减少 8.84 万吨，走货较上周减少，同比基本与去年持平。
【南华观点】短期保持宽幅震荡思路对待。

红枣：关注产区天气

【产区动态】新年度灰枣头茬果数量不多，但枣园供水多较为充足，枣农管理积极性较高，七月初高温不及预期且七月上旬温度适宜，二三茬果整体坐果情况尚可，新季减产预期有所修复，目前新季灰枣正处于果实成熟期，本周南疆整体气温有所回落，近日阿拉尔附近风速偏大，但预计将有所放缓，关注近期阴雨天气下枣果发育情况。
【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 3 车，河北崔尔庄市场到货 10 车，下游客商按需拿货，成交一般，现货价格基本持稳。
【库存动态】7 月 31 日郑商所红枣期货仓单录得 8739 张，较上一交易日持平。据统计，截至 7 月 31 日，36 家样本点物理库存在 10039 吨，周环比减少 51 吨，同比增加 81.11%。
【南华观点】一师果业协会发布的反内卷申明及农业农村部等十部门印发的《促进农产品

消费实施方案》对盘面存在短期情绪提振影响，近期产区天气变化较快，红枣价格或暂以震荡为主，但新季坐果情况好于预期，且陈枣供应充足，在未来产区天气不出现大问题下，红枣价格仍有所承压。

以上评论由分析师边舒扬（**Z0012647**）、戴鸿绪（**Z0021819**）、靳晚冬（**Z0022725**）、陈嘉宁（**Z0020097**）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。