

金融期货早评

宏观：国内政策仍将积极有为

【市场资讯】1) 美国 7 月非农新增就业 7.3 万远低于预期，前两月数据大幅下修 25.8 万；7 月失业率回升至 4.2%，符合预期，前值 4.1%；时薪同比涨幅从上修后的 3.8% 上涨至 3.9%。美联储官员：就业市场风险可能增加，还没准备提高降息预期。“新美联储通讯社”：非农就业降温为 9 月降息打开大门，尽管通胀仍令人担忧。2) 美国 7 月 ISM 制造业 PMI 48，创九个月最快萎缩，就业指数创五年多最低。3) 特朗普：若不降息，美联储理事会应“接手掌管”。美联储理事库格勒辞职，特朗普兴奋不已，有望提前插手利率决策、布局鲍威尔接班人。4) 非农数据疲软，特朗普甩锅：拜登任命的官员编制，罢免统计局局长；引发市场对数据完整性担忧。5) 特朗普 2.0 时期首次对俄罗斯军事威胁，称下令将两艘美军核潜艇部署至相应区域。6) 老百姓买国债的利息免税标准：每月不超过 10 万。7) “2025 暑期档电影总票房突破 70 亿，单日票房创新高。8) 欧佩克+同意 9 月增产 54.7 万桶/日，消息称下月会议或再考虑增产。9) 美国贸易代表格里尔：新一轮关税“基本已定”，不会在当前谈判中作出调整。10) 欧洲央行管委帕萨里德斯：断言降息暂停还为时过早。

【核心逻辑】国内方面，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。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，非农数据大幅低于预期，强现实正在被劳动力市场降温所打破，降息预期重新升温。而关税影响下的通胀数据也是美联储降息决策的关键，关注后续美国通胀情况，不排除美联储降息预期反复的情况。

人民币汇率：非农爆冷，人民币暂获喘息

【行情回顾】前一个交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.2106，较上一交易日下跌 176 个基点，夜盘收盘报 7.1930。人民币对美元中间价报 7.1496，调贬 2 个基点。

【重要资讯】1) 美国总统特朗普签署行政令，拟对尚未与美方达成协议的国家或地区（包括加拿大、巴西等）征收 10% 至 41% 不等的对等关税，并明确所有关税将自 2025 年 8 月 7 日正式生效，而非此前宣布的 8 月 1 日“最后期限”。2) 财政部、税务总局公告，自 8 月 8 日起，对新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。3) 美国 7 月非农就业人数仅仅增加 7.3 万人，创 9 个月最低，远不及预期的 11 万人。此外，前两个月的数据合计大幅下修 25.8 万。7 月失业率小幅升至 4.2%。4) 美联储在一份声明中表示，美联储理事库格勒将辞职，这为特朗普提前提供了一个机会，使其能够提前任命一位青睐的候选人，该候选人可能会担任央行领导层职务。5) 国家外汇局部署下半年外汇管理重点工作，其中提到，加强外汇形势监测分析，强化跨境资金流动宏观审慎管理和预期引导，适时开展逆周期调节，维护外汇市场稳定和国家经济金融安全。

【核心逻辑】展望后市，我们延续前期的分析框架，将逻辑拆解为“美元—中间价—即期价”三层递进，以判断美元兑人民币汇率的运行方向与节奏。从美元端看，若上周非农就业数据向好，美元指数有望延续短线反弹，直接提升美元兑人民币站稳 7.20 上方的概率。但目前我们得到的是“陡峭降温”的实际结果，也就意味着美元兑人民币即期汇率波动弹性的抬升与升值预期的减缓。就外汇政策端而言，7.20 关口是否构成“有效突破”，核心在于中间

价释放的政策信号。目前，美元兑人民币中间价的“维稳”导向仍较清晰，未来数日需持续跟踪其中间价偏离度：若连续偏强且偏离收敛，可视为监管层默许即期测试 7.20 上方；若偏离重新走阔，则 7.20 仍是短期天花板。综上，在内部政策工具储备充裕、外部压力暂告消退的背景下，人民币相对于美元或暂不存在单边贬值风险，短线运行区间大概率在 7.15-7.23，中枢位于 7.20 附近。

【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：短期回调压力有限

【市场回顾】上周五股指除中证 1000 指数收涨外，其余延续下跌。从资金面来看，两市成交额回落 3376.85 亿元。期指方面，IM 缩量上涨，其余品种均缩量下跌。

【重要资讯】1、中国人民银行召开 2025 年下半年工作会议暨常态长效推动中央巡视整改工作推进会。会议要求，继续实施好适度宽松的货币政策。2、8 月 1 日，香港《稳定币条例》正式生效，香港金融管理局近日发布了《持牌稳定币发行人监管指引》等系列配套指引（简称“指引”），明确了发行人牌照申请门槛，包括财务条件、人员资质、储备资产、托管赎回要求、司法管辖、过渡期安排等。3、美国 7 月非农就业人口增加 7.3 万人，预期增加 11 万人，前值增加 14.7 万人。美国 7 月失业率为 4.2%，预期为 4.2%，前值为 4.1%。

【核心观点】上周五股市整体震荡回调，两市成交额大幅缩量，一定程度反应短期市场热度有所降温，部分资金止盈离场。盘前信息整体对于 A 股而言偏利多，美国非农数据不及预期，降息预期升温，美元指数回落，或驱动外资流入 A 股；货币政策整体引导仍偏积极；稳定币概念或受信息提振。短期量能快速收窄后，预计回调幅度不会太大，短期主要风险在于外部关税变化带来的避险情绪升温。

【策略建议】做多期权波动率策略。

集运：SCFI 欧线小幅回落，基本符合市场

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货各月合约价格偏小幅震荡。截至收盘，除 EC2508 合约进入交割月相对维稳，其余各月合约价格均略有下行。

【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\$1735，较同期前值上调\$5，40GP 总报价为\$2910，较同期前值上调\$10。8 月 14 日，ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$2194，较同期前值下降\$130，40GP 总报价为\$2943，较同期前值下降\$200。

【重要资讯】：《以色列时报》援引该国第 12 频道报道称，以方已于周二晚间对哈马斯的反提案作出回应，但预计对方不会接受相关条款。此前，由于以色列总理内塔尼亚胡本月早些时候召回谈判团队，多哈会谈已陷入停滞状态。

【南华观点】：上周五交易情绪相对偏冷静，整体期价走势仍受欧线现舱报价影响略偏下行，且大宗商品市场偏空情绪也对 EC 造成了一定利空的情绪影响。对于后市而言，受美国关税等宏观情绪影响，预计 EC 震荡偏回落的可能性仍相对较大，部分合约可能至短期低位后略有回调；从中期来看，如无突发性事件因素影响，整体期价走势可能仍偏回落。

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）、潘响（Z0021448）、王映（Z0016367）、周骥（Z0017101）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：关税担忧缓和 非农大幅下修

【盘面回顾】上周贵金属市场有所分化，除黄金周线收涨外，银、铂、钯周线皆收跌；除周五受美非农就业数据不及预期且前值大幅下修推高 9 月降息预期引发贵金属上涨外，整周弱势调整。周五晚间公布的美 7 月非农就业人数增加 7.3 万人，前两个月的数据被大幅下修 25.3 万人。过去三个月，非农就业人数平均仅增长了 3.5 万人，为新冠疫情以来最糟数据后 9 月降息预期飙升，年内降息次数预期回升至 2 次以上。周五之前贵金属市场显著弱势，主要受美联储 9 月降息预期降温、8 月 1 日贸易关税不确定下降以及弱欧元推升美指等影响，此外美国精炼铜进口关税豁免引发美铜暴跌也一定程度拖累美国市场带工业属性的白银、铂和钯价格。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。此外，鲍威尔今年提前离任的隐含概率进一步下降。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周减 4.01 吨至 953.08 吨；iShares 白银 ETF 持仓周减 173.76 吨至 15056.66 吨。短线基金持仓看，根据截至 7 月 29 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周减 29442 张至 223596 张，其中多头减少 30708 张，空头减少 1266 张；白银非商业净多减少 1213 张至 59407 张，其中多头减少 5185 张，空头减少 3972 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度增加 29.6 吨至 1204.2 吨，COMEX 白银库存周增 197.2 吨至 15759 吨；SHFE 黄金库存周增 5.5 吨至 35.75 吨，SHFE 白银库存周减 3.3 吨至 1184 吨；上海金交所白银库存（截至 7 月 25 日当周）周增 56.4 吨至 1368.4 吨。

【本周关注】本周数据清淡，适当关注周二晚美 ISM 服务业 PMI 及进出口数据。事件方面，周四 03:10，2027 年 FOMC 票委、旧金山联储主席戴利发表讲话；22:00，2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克线上参加佛罗里达州首席财务官协会有关货币政策的炉边谈话；周五 22:20，2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆发表讲话。周四 19:00，英国央行公布利率决议、会议纪要和货币政策报告。

【南华观点】中长线或偏多，短线多空博弈剧烈，但仍主要由多头把握节奏。接下来贵金属价格或有望止跌回升，伦敦金关注 3315 支撑，阻力 3370，3400，3450。伦敦银支撑 37，阻力 38。操作上仍维持回调做多思路。

铜：美国关税政策再调整，沪铜小幅下跌

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周中小幅回落，报收在 7.84 万元每吨附近，上海有色现货升水 175 元每吨。沪铜库存小幅回落至 7.25 万元每吨；LME 库存回升至 14.1 万吨；COMEX 库存继续上涨至 25.9 万吨。进阶数据方面，铜现货进口亏损缩窄；铜铝比缩窄至 3.79；精废价差小幅回落至 805 元每吨，小幅偏低。

【产业表现】据外电消息，智利铜矿商智利国家铜业公司（Codelco）7 月 31 日表示，当地时间下午 5 点 30 分左右，旗下 El Teniente 铜矿的 Andesita 项目因地震倒塌，导致人员伤亡。公司已立即暂停受影响区域的作业，并启动调查以确定事件原因。

【核心逻辑】铜价在周中的回落主要是美国对铜关税政策的调整。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、铜铈及废铜等核心上游产品被明确排除在外。展望未来一周，COMEX 铜和 LME、SHFE 铜的价差的波动依然存在，预计将在未来的 2 个交易日达到平衡。COMEX 市场超高的铜库存未必会流出，不过短期美国市场无法消化如此高的库存，对 LME 和 COMEX 之间的价差产生影响。对于沪铜来说，价格仍然和 LME 铜挂钩紧密。下游需求的疲弱有望在本周开始显现。

【南华观点】小幅回落，周度价格区间 7.77 万-7.85 万元每吨。

铝产业链：回归基本面逻辑

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20510 元/吨，环比-0.29%，成交量为 13 万手，持仓 23 万手，伦铝收于 2571.5 美元/吨，环比+0.25%；氧化铝收于 3162 元/吨，环比-2.86%，成交量为 28 万手，持仓 14 万手；铸造铝合金收于 19920 元/吨，环比-0.30%，成交量为 2098 手，持仓 8431 手。

【核心观点】铝：美对等关税未超预期且非农数据暴雷，反内卷情绪也暂时降温，宏观上对铝形成利空。短期来看，国内需求进入淡季下游加工铝继续下滑，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，铝价预计承压震荡运行，价格运行区间 20300-20800。

氧化铝：氧化铝运行产能处于较高水平并维持过剩，库存包括厂库均逐渐回升，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，因此价格存在反复可能，但总体来说短期氧化铝预计偏弱运行，价格运行区间 2900-3300。

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，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：承压震荡；氧化铝：偏弱运行；铸造铝合金：震荡

锌：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22320 元/吨，环比-0.11%。其中成交量为 10.51 万手，而持仓则减少 2397 至 10.81 万手。现货端，0#锌锭均价为 22300 元/吨，1#锌锭均价为 22230 元/吨。

【产业表现】据 SMM 了解，近期国内西南某矿山 8 月锌矿招标价格 4000 元/金属吨左右，环比上涨 200 元/金属吨左右。

【核心逻辑】上一交易日，锌价窄幅震荡。从基本面看，近期基本面逻辑不变。供给端，冶炼端利润修复较好，供给端缓慢从偏紧过渡至过剩，预计本月加工费还将走强。矿端则因为海外矿今年增量颇多，整体呈宽松逻辑。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。库存近期持续累库，并且七地库存已经突破了 10 万吨。需求端方面，传统消费淡季表现较为疲软，受近期高锌价影响，整体水平保持偏弱运行。短期内，以宏观数据和市场情绪为主要关注点，同时关注供给端扰动。

【南华观点】宽幅震荡，长期看跌。

镍&不锈钢：周内受大盘情绪左右，基本面有所支撑

【盘面回顾】

沪镍主力合约整体震荡偏弱运行。7月28日价格收于121620元/吨，此后周内震荡，在周四周五引来下行，最终收于119770元/吨。不锈钢主力合约周内走势相似。7月28日价格收于12840元/吨，周中受宏观影响走弱，最终收于12840元/吨。

【产业表现】

现货市场方面，金川镍价格维持升水状态，价格调整至121850元/吨，升水幅度为2250元/吨。电池级硫酸镍均价为27370元/吨，MHP生产硫酸镍利润率调整至0%。库存方面，上期所纯镍库存为25750吨，LME镍库存为209082吨。304/2B切边不锈钢出厂价均价为12700元/吨。304不锈钢冷轧利润率下降在-4.74%左右。不锈钢社会库存为982700吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至912.5元/镍点，镍铁库存为33415吨。

【核心逻辑】

沪镍盘面周内震荡偏弱，主要受到周内大盘走弱情绪带动，同步有所下行。消息面上反内卷情绪有所衰退，美元指数，美方铜关税以及中美经贸会谈等影响暂时压制盘面。近期菲律宾主要矿区降雨量有所好转，国内锦矿到港量呈现季节性增加，菲律宾矿价有所松动，下游需求有一定起色；印尼方面目前八月第一期镍矿基准价也有所上移，但是升水改善有限。硫酸镍方面周内价格较为坚挺，现阶段目前为部分前驱体厂补库周期，镍盐厂有一定挺价情绪，关注后续实际成交情况。周内镍铁进一步回调，若镍铁持续上涨，冰镍供应相对将有所削减，并降低纯镍供应预期，镍铁上涨逻辑仍将成为较强支撑。不锈钢方面周内同样震荡偏弱，但是多重逻辑下跌幅有限。镍铁成本支撑有所加强，雅鲁藏布江水电站预计将对高端不锈钢产生一定需求提振，且不锈钢近期有连续的去库行为，周内现货成交也有一定回暖，8月部分钢厂或有加强排产预期，关注后续供需情况。消息面上中美经贸会谈持续降低市场情绪预期，中美关税不确定性仍在增加；周中美联储决议暂不降息；美方与印尼仍围绕镍等资源展开关税会谈。

【南华观点】

周内镍不锈钢盘面整体走势震荡偏弱，主要受大盘压制影响，与此同时镍铁成本支撑有一定回调。基本面方面镍矿支撑有一定松动，镍铁方面关注后续持续上升动向，新能源方面周内较为坚挺。后续预计在【11.8-12.6】万区间震荡运行。不锈钢预计在【1.25-1.31】万区间震荡运行

锡：小幅回落，震荡为主

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中冲高回落，报收在26.4万元每吨，上海金属网现货升水700元每吨。上期所库存小幅上升，LME库存止跌。进阶数据方面，锡进口继续亏损，40%锡矿加工费保持稳定。

【产业表现】外电8月1日消息，印尼锡矿商PT Timah最新报告显示，该公司今年上半年精炼锡产量同比下降29%至6870吨，因不利天气和非法矿业活动导致其矿石产出下降；上半年其精炼锡销售量同比下降28%至5,983吨；上半年精炼锡平均售价同比增加8%至每吨32816美元。

【核心逻辑】锡价在周中小幅下跌，符合预期，因为宏观对其影响有限。供给端，缅甸锡矿开采证已经基本审核完毕，预计最早将在8月下旬开始正式复工。这将对锡基本面影响最大的因素，不过不太会对短期供需产生影响。另外，若缅甸复工再度不及预期，不排除

除此前的利空因素转为短期利多。展望未来一周，锡价或仍然以震荡为主，供给端的话题仍有炒作空间。

【南华观点】震荡为主，周运行区间 26.1 万-26.8 万元每吨。

铅：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16735 元/吨，环比 0.00%，其中成交量 47634 手，而持仓量则增加 3707 手至 76338 手。现货端，1#铅锭均价为 16550 元/吨。

【产业表现】华北地区某银铅矿 7 月底招投标价格 pb50TC 加工费下调至-500 元/金属吨，其中银含量约 3000-4000g/实物吨，银计价系数 0.95，其中富含少量铋等其他小金属和铜锌未到达起步计价含量并未单独计价。

【核心逻辑】上一交易日，窄幅震荡。从基本面来看，原生铅方面，开工率相对再生铅保持强势，且副产品收益稳定。再生铅方面，新产能释放叠加检修结束，上月再生铅产量有所增加。但近期需求端，逼近旺季，生产备库意愿加强，目前厂家对八月消费仍有期待。不过目前累库情况较为严重，LME 的铅锭库存居高不下，同时国内库存也处于持续累库状态。需求端受短期价格下挫以及逼近旺季等影响，近期可能会有一定好转。目前需要观察宏观以及下游的采买情绪，同时等待旺季的到来，铅价才会有重心上移的表现。短期内，受需求较弱与宏观影响，震荡为主。

【南华观点】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）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：内外宏观均走弱

【行情回顾】螺纹增仓下行，热卷减仓下行

【信息整理】1. 美国 7 月非农就业人数增加 7.3 万人，预估为增加 10.4 万人，前值为增加 14.7 万人。数据创 9 个月以来新低。非农数据公布后，美国总统特朗普再次批评鲍威尔，并再次呼吁降息。

2. 上周末，唐山迁安普方坯出厂累降 30 报 3030 元/吨

3. 当地时间 7 月 31 日，美国总统特朗普签署行政令，拟对尚未与美方达成协议的国家或地区（包括加拿大、巴西等）征收 10%至 41%不等的对等关税，并明确所有关税将自 2025 年 8 月 7 日正式生效，而非此前宣布的 8 月 1 日“最后期限”。

4. 美国 7 月 ISM 制造业 PMI 降至 48，创九个月新低，主要受订单持续减少以及就业下滑加剧拖累。

【南华观点】近期政治局会议后国内“反内卷”政策乐观预期降温，叠加美国非农数据和制造业 PMI 爆冷，引发市场对经济担忧，共同压制海内外宏观情绪，导致此前由宏观乐观预期推涨的盘面出现回落。基本面看，前期涨价引发的中下游投机补库令淡季需求表现为“淡季不淡”，钢厂在手订单尚可；但涨价后出口新单显著萎缩、海外需求窗口暂未打开，前期中游囤积库存的消化依赖终端需求实际承接能力，同时电炉利润大幅改善加剧钢材边际供

应压力。综合而言，支撑近期上涨的利多驱动减弱，市场回归基本面主导，而下游终端需求尚未打开上行空间，短期缺乏明确向上驱动；不过煤矿超产检查趋严及后续阅兵限产因素仍存，钢材需求有待验证，市场抛压不大，“反内卷”预期虽弱化但仍难证伪，因此盘面虽有回调压力且短期走势偏空，但预计难回落至前期低点。

铁矿石：短期情绪回落，但基本面有支撑

【南华观点】宏观上，近期市场风险偏好有所走弱。一方面，国内端政治局会议不及预期，反内卷的措辞降温，多头预期落空，前期大涨的商品价格皆有所回调。另一方面，美联储7月决议按兵不动，鲍威尔发言偏鹰。股市和风险资产价格回落。不过，周五的非农数据大幅不及市场预期，就业疲软与经济降温迹象强化宽松必要性，数据公布后，9月降息概率从40%升至75%，情绪上可能有些反复。

市场对反内卷的炒作可能暂时告一段落。铁矿石盘面沉淀资金在持续流出。推测部分多头止盈离场。短期炒作结束，盘面可能更会回归基本面。

目前铁矿石基本面仍具有韧性。首先供应端，发运端季节性回升，但回升斜率不及往年同期，发运超季节性在走弱，整体供应温和增加。需求端，铁水周度数据虽环比回落，但铁水产量仍在超季节性上方。而后期高炉检修显示，铁水产量预计继续上升。虽然北方地区有限产预期，但南方地区钢厂增加了产能利用率，填补了缺口。钢厂单吨利润从高位回落，但仍有相当可观的利润，钢厂盈利率环比还是继续在走高的，因此预计铁水产量有较强支撑。如普氏65-62价差，从7月初的10美元扩张到目前的16美元，应是反映了钢厂利润扩张后，对高品位铁矿石的需求增加。

终端需求上，五大材表需环比有所走弱，可能受到台风、洪涝灾害，需要关注需求的持续性。热卷供需皆增，库存有点小累，可能受到跌价影响，市场投机情绪减弱。但钢材价格下跌后，钢材出口至东南亚利润重新显现，出口需求可能环比回暖，对需求有支撑。因此，铁矿石的港口库存一直没有顺畅累起来。一方面，铁水产量还是在高位，需求有支撑，另一方面，跌价后钢厂进行了补库。铁矿石库存的超季节性还是继续在往上走，现货还是维持紧平衡。近期跌价后，铁矿石价格略微走正套，一方面反映了现货偏紧，另一方面也是炒作估值溢价去除的体现。

此外，估值上值得注意的是近期铁矿石强于焦煤。在钢厂利润虽好但难以持续扩张的时候，焦煤和铁矿石就形成了跷跷板的关系。前期焦煤强势，铁矿石弱势。现在焦煤持续下跌，则对铁矿石形成了让利和强支撑。在焦煤价格见底之前，可能对铁矿石的托举作用会持续存在。

因此总结，宏观上市场暂时恢复冷静、情绪回落，但可能不是马上反转，还是会有一些反复。基本上，铁矿石维持韧性，铁水维持高位，库存难以趋势累库，钢材需求有支撑。估值上，焦煤让利，基差走强。因此总的来看，铁矿石恐怕不适合作为空配的品种，短期估值水分挤出后，可能还是低买会性价比更好。

焦煤焦炭：五轮提涨即将落地

【盘面回顾】本周焦煤现货涨跌分化，产地部分煤种因资源紧缺上调报价，口岸蒙煤跟随盘面下跌，口岸蒙5#原煤报价880-900元/吨，安泽低硫主焦报价1450-1500元/吨，周内焦炭现货四轮提涨落地，第五轮提涨已经开启。本周双焦盘面暴跌，焦煤月间反套走强，焦炭月差波动不大，JM9-1月差-107.5(-48)，J9-1月差-39(+10)。

【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，海煤进口利润收窄，但多数煤种仍具性价比，后续

到港仍有压力。需求方面，盘面回调部分期现商解套，现货抛压加重，口岸报价不断下调，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，当前原料库存可用天数偏高，终端继续补库的驱动不足。

焦炭：现货 4 轮提涨全面落地，即期焦化利润环比修复，但多数焦化厂仍处于微亏状态，增产积极性一般。下游钢厂维持较高铁水，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，焦炭炼钢需求旺盛，期现出货情况较好，库销比持续走低，产业链矛盾并不突出。

【南华观点】

月底政治局会议并未出台超预期增量刺激政策，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，市场情绪降温，盘面或回归供需主导的基本面逻辑，特别是焦煤近月合约面临交割压力，短期内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，政策预期仍将支撑大宗商品整体估值，叠加阅兵前限产预期对成材价格起到托底作用，我们对煤焦中长期走势并不悲观，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，近期盘面波动剧烈，单边投机不建议参与，前期推荐的焦煤 9-1 反套可考虑止盈，关注做扩 09 盘面焦化利润的机会。

硅铁&硅锰：情绪回落

【现货市场】硅铁主产地内蒙 72 硅铁 5600 元/吨 (+0)，宁夏 72 硅铁 5650 元/吨 (+50)；贸易地河北 72 硅铁 5900 元/吨 (+0)，天津 72 硅铁 5900 元/吨 (+0)；硅锰北方产区内蒙硅锰 6517 市场价 5720 元/吨 (+20)，南方产区广西硅锰 6517 市场价 5800 元/吨 (+80)，贸易地江苏硅锰 6517 市场价 5950 元/吨 (-140)。

【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+85 元/吨 (+6)；宁夏产区利润 282 元/吨 (+56)；硅锰北方大区利润-168.65 元/吨 (-101.91)，南方大区利润-511.42 元/吨 (-81.09)。供应端硅铁生产企业周度开工率为 33.76%，环比上周 +0.43%，硅铁周度产量为 10.44 万吨，环比+2.31%；硅锰生产企业周度开工率为 42.18%，环比+0.6%；硅锰周度产量 19.08 万吨，环比+2.31%。硅铁利润近期修复较多，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 1.99 万吨，环比-1%；硅锰五大材需求量 12.37 万吨，环比+0.036%。库存端本周硅铁企业库存 6.56 万吨，环比+5.64%，硅铁仓单库存 11 万吨，环比-0.54%；硅铁总库存 17.56 万吨，环比+1.62%。硅锰企业库存 16.4 万吨，环比-20%；硅锰仓单 39.6 万吨，环比+1.98%；硅锰总库存 60.1 万吨，环比 1.3%，硅铁目前库存压力较大，上方压力较大；硅锰企业虽企业库存下降 20%，但主要是套保转移至仓单库存，仓单库存从之前的去库趋势转为累库。

【南华观点】上周随着会议的结束，市场对于反内卷的基调更为清楚，政策重点聚焦于部分行业的产能治理，并非全面去产能，政策不及预期，整个商品市场逐渐降温。前期上涨较多的产品回落的也较多，铁合金回吐了前期反内卷预期带来的上涨，逐渐回归其基本面。当前钢厂的利润状况良好，铁水产量维持在高位，这为铁合金需求提供了较好的支撑。但是从长期来看，房地产市场持续低迷，家电和汽车对钢材有一定程度的支撑，但很大程度

上依赖于政策的刺激，后续的支撑力度不能长期维持。澳矿发运逐渐恢复，锰矿供应端相对充足，矿价上涨的动力不足，矿端对硅锰的支撑不足。短期来看，反内卷交易情绪逐渐散去，情绪虽回落，但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。

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：8月OPEC+会议符合预期，本周关注宏观情绪

【盘面动态】周五美油主力合约收跌 2.89%，报 67.26 美元/桶，周涨 3.22%；布伦特原油主力合约跌 3.00%，报 69.55 美元/桶，周涨 2.79%。夜盘 SC 原油主力合约收跌 2.86%，报 513 元/桶。

【市场动态】1. 欧佩克+同意 9 月继续大幅增产 提前一年退出本轮减产计划。欧佩克+的八个成员国通过视频会议达成 9 月增产 54.8 万桶/日的决议，标志着该组织提前一年完成当前阶段的供应恢复计划，全面退出自 2023 年起八个成员国实施的 220 万桶/日减产协议，同时包含阿联酋的阶段性和额外增产额度。据与会代表透露，另一项约 166 万桶/日的自愿减产协议将在 12 月底前重新评估。此次增产标志着欧佩克及其合作伙伴的战略转变——从捍卫油价转向放开产能，有效抑制了地缘政治紧张和季节性需求高峰对油价的冲击，为全球司机带来福音，也被视为美国总统特朗普的政绩。加速增产强化了市场对下半年全球供应过剩的预期。2. 美国至 8 月 1 日当周石油钻井总数 410 口，前值 415 口。3. 洲际交易所：截至 7 月 29 日当周，布伦特原油投机者的净多头头寸增加 33,959 手，至 261,352 手。美国商品期货交易委员会（CFTC）：7 月 29 日当周，投机者所持 NYMEX WTI 原油净多头头寸增加 1,752 手，至 87,840 手。

【南华观点】上周原油呈冲高回落走势。特朗普对俄极限施压引发供应担忧，推升地缘情绪溢价，但后续措施落地待观察。后半段因盘面超涨修复及美国非农数据不及预期、前值下修，经济衰退担忧重燃，VIX 指数大涨，资金避险冲击市场，导致原油回落。近期需关注宏观情绪，跟踪 VIX 指数和美股。OPEC+会议结果符合预期，9 月增产 54.7 万桶/日并提前结束首阶段复产，后续政策待 9 月 7 日会议讨论。

LPG：供需均走弱

【盘面动态】FEI M1 收于 530 美元/吨（+2.95），CP M1 收于 524 美元/吨（-2），LPG2509 盘面收于 3965（-38），LPG2510 盘面收于 4404（-38）

【现货反馈】华东均价 4410（-3），山东均价 4530（-10），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 81.55%（0.34%），本期齐鲁石化开工、大榭石化提负；独立炼厂开工率 48.20%（+0.04%），海科瑞林提负、东明石化检修导致，不含大炼化利用率为 44.36%（-0.54%）；国内液化气外卖量 52.65 万吨（+0.16），本期海科瑞林、华联石化重启，8 月初中煤蒙大有复产计划，齐成石化有检修计划；醚后碳四商品

量 17.74 (+0.24)，属于季节性偏高位，隆众到港量显示本周到港 80.98 万吨 (+32)，4 周均值来看，到港依然在高位。需求端本期变动不大。PDH 本期开工率因渤化检修小幅下降到 73.58% (-1.72%)，8 月 3 日江苏瑞恒计划复产、山东天弘预计 8 月中复产，开工率预计在 75%左右震荡。MTBE 端价格震荡偏弱运行，内外价差依然较大，出口仍提供支撑，本期新增东明前海检修，整体开工率 66.18% (-1.67%)，外销量高位小幅回落，但仍然比较高。烷基化端本期价格小幅下跌，开工率小幅抬升至 46.56% (0.19%)，宁夏百川重启，惠州宇新复产推迟至 8 月中，开工率波动不大；商品量季节性高位。库存端，厂内库存 18.08 万吨 (-0.35)，本周厂库近期首次小幅去库，整体厂库偏高；隆众显示本周到港量较上周增加，4 周均值来看在高位，港口库存 313.44 万吨 (+9.36)，库存高位震荡。

【观点】本期原油受地缘问题影响，偏强运行，周五受美国非农数据影响，国际油价大幅下挫；于此同时，国内政策情绪也走弱，盘面大幅下调。液化气方面，本期内外盘价格相对原油偏弱震荡，比价下行，8 月 CP 丙烷价格较 7 月下行 55 美元至 520 美元/吨，在出口高位下，国际市场依然承压；国内供应端依然偏宽松，燃烧需求弱，化工需求本期变化不大。从供应端来看，本周主营炼厂开工率稳定，商品量因个别企业复产稍有增加，进口方面，本周到港再度回升，近几周到港量总体较多，港口库存持续性处于高位。需求端来看，近期 PDH 整体开工因部分装置复产提升较多，本周因渤化停车小幅降低，但 8 月依然还有一些开工计划，对 LPG 的需求有一定支撑作用；另外 MTBE 端出口短期依然形成支撑，烷基化油变动不大。整体来看，PG 保持宽松局面不变。

PTA-PX：逢低做扩 TA 加工费

【PX-PTA 观点】近期 PX-PTA 价格在商品情绪带动下回落。PX 盛虹故障后提负、中化小幅降负，负荷上调至 81.1% (+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，近期成本端石脑油大幅走强，PX 环节效益明显压缩，PXN 压缩至 247 (-45)，PX-MX 修复至 110 (-19)。

PTA 方面，近期随商品情绪大幅走弱，整体产业链利润均受压缩至低位。供应方面，PTA 近期装置降负、检修陆续出现，负荷降至 75.3% (-4.6%)；新装置方面，三房巷一线 160w 成功出料；后续威联存重启计划，ys 两套装置存检修计划，若计划如期兑现，8 月将出现 15wt 左右的供需缺口。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，社会库存小幅累库至 225 万吨 (+3)。效益方面，TA 现金流加工费再次压缩至 154 (-26)；当前 PTA 现金流加工费已降至历史低位，后续关注工厂动态，或将出现计划外检修量及大厂联合挺价行为。需求端，长丝短纤负荷小幅下调，聚酯负荷下调至 88.1% (-0.6%)。近期受原料价格回落影响，聚酯环节各品种加工效益均有较大幅度修复，长丝产销维持清淡，长丝产成品库存压力小幅累积；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，长丝预计后续视订单情况负荷存陆续上调预期。终端而言，织机负荷小幅回升，纱厂负荷持稳，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 近端供需上矛盾不大，产业链利润仍维持向上集中格局，当前 TA 加工费已来到历史低位水平，后续 TA 存较多检修预期，近端供需边际改善下，逢低做扩加工费。

MEG-瓶片：“反内卷”溢价挤出，基本面驱动不足，区间震荡

【库存】华东港口库至 52.1 万吨，环比上期减少 1.2 万吨。

【装置】通辽金煤近期因故停车；中化学近期重启低负荷运行中。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，目前维持低负荷运行。

【观点】

上周三政治局会议内容公布，“反内卷”情绪逐步降温，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 69% (+0.65%)；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；煤制方面通辽金煤短停，部分装置负荷上调，煤制负荷升至 75% (+0.64%)。效益方面，原料端原油小幅走强，乙烯持稳，动力煤价格小幅走强，各路线利润随绝对价格下跌大幅压缩；EO-1.3EG 比价低位继续小幅走弱。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，长丝短纤负荷小幅下调，聚酯负荷下调至 88.1% (-0.6%)。近期受原料价格回落影响，聚酯环节各品种加工效益均有较大幅度修复，长丝产销维持清淡，长丝产成品库存压力小幅累积；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，长丝预计后续视订单情况负荷存陆续上调预期。终端而言，织机负荷小幅回升，纱厂负荷持稳，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”逻辑暂时告一段落，价格走势回归基本面，前期溢价快速挤出。目前乙二醇自身基本面而言三季度累库幅度较小，供需矛盾不大，低位库存下向下空间有限，累库预期继续后置，目前在回调之后估值相对中性，预计随情绪区间震荡为主。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。

甲醇：行情回归基本面

【盘面动态】：周五甲醇 09 收于 2383

【现货反馈】：周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 09-27

【库存】：上周甲醇港口库存如期累库，累库主力在华南地区，周期内显性外轮卸货 25.77 万吨，台风天气对卸货速度及累库幅度有所影响。江浙一带主流社会库以及其他消费弱稳，因此累库。华南港口库存宽幅累库。广东地区下游需求一般，主流库区提货量维持前期水平，周期内进口到货增加明显，以及少量内贸船只补充，供应增加导致库存累库。福建地区进口货源到货集中，下游刚需消耗，库存继续累库。

【南华观点】：“反内卷”情绪退潮，行情回归基本面，剔除宏观干扰后，甲醇产业面偏弱。近期有几点值得关注，一是兴兴停车落地，停车时长暂不确定，但前期不停车的预期已经改变；二是伊朗 7 月发运超预期，7 月累计发运 75.3w，超预期 5w 附近，叠加近期港口台风提货较差，8 月港口到港压力较大，主流库区将装满放边库，叠加进口商出货需求，08 仓单量提升；三是下游利润较差，江苏醋酸利润来到低点，其余下游利润也较差，虽然本周宝丰凭一己之力维持内地价格，但其他下游跟涨乏力，后期关注港口内地窗口价差。综上短期基本面弱，关注下游是否有抵抗行为，后续几周到货压力加大，关注港口-内地价差走缩后，港口提货是否好转。

PP：预计回归偏弱震荡格局

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7098 (-20)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6980 元/吨，华东现货价格为 7020 元/吨，华南现货价格为 7110 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 76.97% (0%)。目前 PP 装置检修依然偏多，大部分计划持续至 8 月中下旬，所以预计装置检修量仍将维持高位。投产方面，主要关注大榭石化两套装置在 8 月初的投产进度。需求端，本期下游平均开工率为 48.35% (-0.02%)。其中，BOPP 开工率为 60.8% (0%)，CPP 开工率为 54.13% (-0.37%)，无纺布开工率为 35.3% (-0.13%)，塑编开工率为 41.1% (-0.1%)。库存方面，PP 总库存环比下降 1.71%。上游库存中，两油库存环比下降 5.44%，煤化工库存上升 2.74%，地方炼厂库存下降 1.25%。中游库存中，

贸易商库存环比上升 4.02%，港口库存下降 7.14%。目前 PP 中游库存仍处于中位水平，库存压力不大。

【观点】近期宏观情绪降温，聚烯烃回吐前期涨幅，后续走势预计将重归基本面主导。近期 PP 基本面格局总体变化有限：在供给端，主要压力来自于新装置投产和 PDH 利润的修复。年中多套装置集中投产，导致 PP 虽处于装置检修的高峰期，但产量持续处于高位。并且 8 月初预计大榭两套装置也将陆续投产落地，供给增量压力持续加大。同时，近期随着 PDH 生产利润修复，装置开工回归，进一步加剧供给端压力。而在需求端，下游总体需求依然偏弱，补库情绪不高，目前仍看不到能够带来需求增量的强驱动。因此，PP 供需不平衡的情况短期无法得到根本性缓解，使其持续处于震荡偏弱的格局之中。

PE：情绪降温，回归基本面

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7317（-33）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7220 元/吨，华东现货价格为 7280 元/吨，华南现货价格为 7370 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 81.09%（+1.71%）。本周包括鄂能化、裕龙石化在内的多套装置重启，开工率回升较多。目前装置集中检修季已到达尾声，进入 8 月装置检修量将有较明显的回落。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 38.74%（+0.33%）。其中，农膜开工率为 12.63%（-0.03%），包装膜开工率为 48.7%（+0.63%），管材开工率为 28.67%（-0.16%），注塑开工率为 53.4%（+0.9%），中空开工率为 38.82%（+0.28%），拉丝开工率为 31.79%（-0.6%）。库存方面，本期 PE 总库存环比下降 6.29%，其中上游石化库存环比下降 15%，煤化工库存下降 10%，社会库存上升 1%。由于月底上游企业向下游压货，库存下降较为明显。从中游库存来看，PE 延续累库趋势，其中 LLDPE 库存在经历连续四周的累库后，目前库存水平已处于高位。

【观点】近期宏观情绪降温，聚烯烃回吐前期涨幅，后续预计将逐步回归到基本面逻辑。从 PE 基本面来看，近期变化不大。首先，在近端的压力依然偏大：下游订单情况尚未见到好转，补库需求相对有限，叠加本周市场情绪回落，PE 现货成交量出现较明显的收缩。同时在库存方面，PE 已连续四周累库，尤其是 LLDPE 库存当前已攀升至历史高位。所以，PE 上方当前仍存在较大的压力。而从预期层面来看，当前或已是处于 PE 需求最弱的阶段，8 月下游订单有望逐步恢复，带动需求回暖。因此 PE 后续也并不具备继续下行的强驱动。综合来看，在市场情绪回落，PE 短期短期走势或将维持震荡格局。后续需等待需求回归的信号。

PVC:定价回归产业

供应：本周开工率有所下降，7 月产量最终在 199 万吨附近，8 月由于新投产则可能上升至 210 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，7 月总体表需数据很差，但是更多是由于华东库存的样本调整，导致累库大幅超预期，实际应该没有那么差，整体需求与 6 月将近。

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 3 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：近期市场交易反内卷的情绪很高，导致绝对价格的定价权完全不在产业端而在

于政策。在上周的发改委会议整体明显不及预期之后，整体市场预期快速降温。上周我们也跑了一下北京，整体感受下来的定调可能更多是不太鼓励这种运动式供给出清，而是希望是一个长期的过程，那基于这样的定调，叠加进入 8 月接近交割月，整体 PVC 的绝对定价权再度回到产业端，本周 PVC 继续大幅累库，仓单规模继续提升，且由于近几个月电费的持续下滑，氯碱综合利润重心稳步抬升，整体 PVC 处于高估值、高库存、高仓单的三高状态，这周建议开始回归产业思路，开仓做空。

纯苯苯乙烯：盘面逐渐回归基本面

纯苯：

【盘面回顾】BZ2603 收于 6260 (-34)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6075 (-15)，主力基差-185 (-15)

【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、加氢苯供应双增，复工重启产能大于停车装置产能，总供应较上一周期增 1.4 万吨。需求端下游开工变动最为明显的仍是苯酚，受大连恒力、广西华谊和上海西萨酚酮装置短停影响，苯酚产能利用率继续下降 5 个百分点；其他四大下游开工率小幅波动或持稳，总体五大下游周度折原料纯苯需求继续下滑。库存方面，华东港口库存基本持稳，受台风天气影响本周纯苯到港量预计明显减少，下周一港口预计表现为去库。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，平衡表看 8 月 9 月纯苯将转为小幅去库，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。本周市场重点关注国内宏观会议以及中美经贸会谈，随着会议落地，当前来看会议对于纯苯产业链利好提振有限，宏观情绪降温，后半周价格有所回调，盘面逐渐回归基本面。但从基本面来看纯苯向下空间有限；受制于高隐性库存，上涨动力亦不足，短期纯苯震荡看待，操作上仍考虑逢高做缩纯苯苯乙烯价差。

苯乙烯：

【盘面回顾】EB2509 收于 7296 (-36)

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7330 (-30)，主力基差 34 (-30)

【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 31 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 21.73 万吨，较上一周期增加 1.21 万吨，环比增加 5.87%。

【南华观点】

苯乙烯：供应端本周仍无新增检修装置，开工率小幅波动，周内京博苯乙烯新装置开始投料，预计下周可出产品。需求端，3S 开工小幅波动，时值终端需求淡季，3S 对原料苯乙烯仅有刚需支撑。本周华东港口继续累库至 16.4 万吨，近端供应继续增多。本周重要会议落地，EB 盘面跟随商品整体情绪回落，主力基差由上周五的负值转正，盘面月间结构由 B 转 C，反应市场对于远端下游旺季备货抱有积极期待。纸货方面 7 下纸货交割结束，8 下、9 下基差波动较小。8 月京博苯乙烯新装置运行稳定后将带来不小的供应增量，平衡表看 8-9 月苯乙烯供应持续过剩，宏观情绪退去，盘面重回基本面主导，预计偏弱运行，单边上可考虑逢高空，品种间考虑逢高做缩纯苯苯乙烯价差。

燃料油：依然疲软

【盘面回顾】截止到夜盘，FU09 报 2862 升水新加坡 9 月纸货-10 美元/吨

【产业表现】供给端：进入 7 月份，俄罗斯高硫出口+64 万吨，伊朗高硫出口+15 万吨，

伊拉克-10 万吨，墨西哥出口+17 万吨，委内瑞拉+19 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-24 万吨，印度+3 万吨，美国+30 万吨，进料需求回升，在发电需求方面，沙特进口-5 万吨，阿联酋-17 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回升，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：受原油拖累下跌

【盘面回顾】截止到夜盘，LU09 报 3560 元/吨，升水新加坡 9 月纸货 5 美元/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+10 万吨，巴西-32 万吨，西北欧市场供应+12 万吨，非洲供应环比持-2 万吨，7 月份海外供应缩量；需求端，7 月份中国进口+17 万吨，日韩进口-6 万吨，新加坡+13 万吨，马来西亚进口-15 万吨；库存端，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 月份中新加坡库存+96.9 万桶；ARA-1.7 万吨，舟山-9 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，整体需求疲软，库存端新加坡累库，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。偏空配置为主

沥青：跟随成本端震荡

【盘面回顾】BU09 收于 3658 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+7.9%至 43%，华东+11.9%至 36.4%，中国沥青总的开工率+4.3%至 33.1%，山东沥青产量-0.3 至 18.0 万吨，中国产量+6.4 万吨至 58 万吨。需求端，中国沥青出货量+0.34 万吨至 27.24 万吨，山东出货-0.3 万吨至 8.19 万吨；库存端，山东社会库存-0.4 万吨至 13.3 万吨和山东炼厂库存 0 万吨为 13.5 万吨，中国社会库存-1.3 万吨至 51.4 万吨，中国企业库存-1.3 万吨至 44.8 万吨。

【南华观点】沥青供给端应山东部分炼厂复工带动，是的供给增加。而需求端因华南、华东区域台风天气，以及华北降雨抑制了需求释放，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，整体基本面环比转弱，单边上因成本端原油价格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，需求端将随着临近秋季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。

尿素：继续承压

【盘面动态】：周五尿素 09 收盘 1709

【现货反馈】：周末国内尿素行情稳中偏弱，调整幅度 10-40 元/吨，主流区域中小颗粒价

格参考 1620-1770 元/吨。山东、河南低价低价出厂跌至 1700 元/吨附近，局部个别跌破 1700 元/吨，另市场出口消息传播扰动，区域低价成交好转。近期尿素行情仍显僵持，局部窄幅调整。

【库存】：截至 2025 年 7 月 30 日，中国尿素企业总库存量 91.73 万吨，较上周增加 5.85 万吨，环比增加 6.81%。中国尿素港口样本库存量：49.3 万吨，环比减少 5 万吨，环比跌幅 9.21%。

【南华观点】：“反内卷”投机资金离场，尿素期货跟随回调，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。

玻璃纯碱烧碱：现货走弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1256，0.72%

【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，在产日熔量继续下降，不过成品库存加速去化，保持关注。纯碱刚需整体维持偏弱预期，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 1102，-1.34%

【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】

交易回归产业现实，不过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。现货同步走弱，湖北低价现货在 1140-1160 元/吨附近。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 2539，-0.82%

【基本面信息】

据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 26.63 万吨（折百），环比上周+2180 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，不过随着液氯价格上调，氯碱利润有所回升。非铝下游处于淡季。后市或关注旺季成色，下游需求改善程度以及下游备货积极性；中长期看，复产+新产能逐步投放，供应端压力或逐步显现。

原木：持仓失血

【策略观点】：

全国原木库存，本周处于历史同期低位，出库量位于历史同期高位。接下来即将进入消费旺季。07 合约的交割已经完成，现货价格本周继续上扬。目前供需格局处于相对平衡的状态。盘面上看，09 合约本周持续减仓调整，截止周五收盘，持仓已经不足 2 万手，相比高点的 3.4 万手持仓，失血较为严重。目前的盘面价格，对标着太仓的仓单成本处于估值中性的状态。目前没有太大的矛盾。盘面的资金离场，可能的原因是，该品种本身矛盾不大的背景之下，跟前期的热点“反内卷”相关性较低，热度不够，导致市场资金被吸走。现以进入了 8 月，“反内卷”热度阶段性降温的环境之下，盘面将锚定着交割逻辑展开。重庆的套利空间，市场目前还没有动作，后续值得关注。策略上，建议区间震荡操作。

PL：现货进一步下挫

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6474 (-71)，PL2602 盘面收于 6561 (-48)。

【现货反馈】华东均价 6350 (0)，山东均价 6205 (-40)，便宜交割品价格 6200 (-50)

【基本面】供应端，本期丙烯整体开工率 72.97% (-0.86%)，产量 116.36 万吨 (-0.77 万吨)，PDH 开工小幅下降。主营炼厂开工率 81.55% (0.34%)，本期齐鲁石化开工、大榭石化提负；独立炼厂开工率 48.20% (+0.04%)，海科瑞林提负、东明石化检修导致，不含大炼化利用率为 44.36% (-0.54%)；蒸汽裂解开工率 83.08% (+2.9%)。PDH 开工率 73.58% (-1.72%)，本期渤化、国亨停车，辽宁金发重启，瑞恒预期 8.3 重启，万达天弘预计 8 月中旬开车，开工率预计在 75%左右震荡。MTO 开工率 85.27% (+0.32%)，中煤蒙大提负（下游 PP 同步开工），兴兴能源于 7.30 停车检修。需求端本期变动不大，PP 粒料本期开工率 76.94% (-0.03%)，产量 77.33 万吨 (-0.03 万吨)，本期新增中沙天津、国能宁煤、浙石化、东明石化、福建联合检修，中煤蒙大复产。PP 粉料本期开工率 36.04% (-2.95%)，产量 6.50 万吨 (-0.53 万吨)，三江能源停车（兴兴检修导致缺原料），东明石化全厂检修。PP 粉料跟丙烯微缩至 655 元/吨，仍高于其加工费，对开工有支撑。环氧丙烷本期价格偏强势，较上周增加 550 元/吨，利润大幅改善，本期开工率 72.87% (-0.44%)，产量 11.88 万吨 (-0.07 万吨)，库存 51.4 万吨 (-5.6 万吨)，去库背景下价格偏强运行，但供需仍偏宽松。其他需求端，丁醇本周因中海壳牌复产开工提升，开工率 96.29% (+8.63%)。

【观点】本期全国丙烯市场价格窄幅波动，山东市场价格截至周五在 6205 元/吨，较上周五下跌 35 元/吨，周末价格进一步下挫。回归基本面，成本端，本期原油波动较大，多空交织；丙烷 FEI 周内小幅上涨，整体偏弱震荡，远月 0102 为丙烷相对旺季；甲醇及煤在政策情绪退却后回落；整体而言，成本扰动加大。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 因部分装置检修开工小幅下降。需求端，整体变化不大，PP 粒料产量维持高位，PP 粉料开工较前提回升，环氧丙烷因利润改善开工提升，丁醇受中海壳牌复产开工提升，其他下游变动不大。此外，山东区域因部分装置检修，本期供应有所缩减，需求端因部分装置复产或提负小幅增加，供需差减小。

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：市场博弈增强

【期货动态】LH2509 收于 14055，日环比-0.14%。

【现货报价】全国生猪均价 14.02（-0.25）元/公斤，其中河南 14.06（-0.37）元/公斤、湖南 13.97（-0.27）元/公斤、辽宁 13.77（-0.27）元/公斤、四川 13.46（-0.05）元/公斤、广东 15.67（-0.20）元/公斤。

【现货情况】

北方区域周末猪价弱势下行。企业出猪量有增，猪价连日下跌，社会猪源卖猪积极性提升，多数区域降至 7 元/斤或以下。屠企反馈周末效应不明显，宰量窄幅波动，部分企业有缩。南方省份猪价弱势调整，养殖企业出栏量级逐步恢复，加之部分市场反馈社会猪源出栏情绪亦有所增强，整体供应量增加，但消费跟进不足，下游走货较差。

【南华观点】

7、8 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，内盘近月继续正套。

【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，09 后续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。

玉米&淀粉：窄幅震荡

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收跌，美国玉米仍然预计丰产。大连玉米淀粉震荡。

【现货报价】玉米：锦州港：2330 元/吨，+0 元/吨；蛇口港：2530 元/吨，+0 元/吨；哈尔滨报价 2200 元/吨，+0 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2700 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2970 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】东北产区下游购销活跃度一般，下游备货积极性不高。华北地区玉米价格窄

幅下调。山东深加工企业玉米价格到达 2500 元/吨左右，贸易商出货积极性再次增加，企业价格窄幅下调。销区价格无明显改变，下游饲料企业刚需采购。淀粉方面：多数企业维持稳定，个别企业补涨，目前企业多执行前期低价合同。

【南华观点】震荡，中美关税与进口政策无新变化，预计短期玉米暂稳。

棉花：关注中美关税落地情况

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 1%，美国就业报告疲软，整体市场走弱。上周五郑棉小幅收跌，震荡波动。

【外棉信息】据美国旱情最新监测数据，至 7 月 29 日，全美约 5%的植棉区受旱情困扰，环比小幅增加 2 个百分点，其中得州约 3%的植棉区受旱情困扰，环比持平。

【郑棉信息】目前新疆新棉生长进度偏快，整体长势良好，目前新疆高温天气有所缓和，预计本周气温维持温和态势，周中南疆地区风速或略偏大。近期随着棉价的回落，下游观望情绪有所加重，纱厂负荷仍稳中有降，纱厂对原料进行逢低补库，但成品库存重新走高。

【南华观点】当前棉价的下跌有利于高升水仓单的流出，但国内年度末棉花供需偏紧的预期不变，或仍对棉价形成较强的支撑，短期棉价或逐渐进入震荡格局，关注国内进口配额政策落地情况和淡季棉花去库速度，及中美贸易协议调整情况。

白糖：维持弱势

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五收低，因投资者风险偏好下降。周五夜盘，郑糖继续下跌，重心进一步下移。

【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。

鸡蛋：分歧增大

【期货动态】JD2509 收于 3484，日环比-1.08%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.15（-0.01）元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.19（-0.02）元/斤。

【现货情况】

前期下游各环节备货结束，终端消化尚需时日，且新开产继续增加，市场供应压力明显，各环节心态偏空，产区蛋价有稳有跌。销区北京、广东到车正常，走货不快，价格承压下行。上海需求一般，价格暂稳。

【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。短期蛋价偏强，且远月贴水已对预期有所计价，预期充分的情况下，可适当布局反套。

苹果：压力犹存

【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】短期价格仍存在进一步回落可能。

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，二三茬果整体坐果情况尚可，目前新季灰枣正处于果实成熟期，近期新疆高温天气有所缓和，预计本周气温维持温和态势，周中南疆地区风速或略偏大，关注枣果生长情况。

【销区动态】上周五广州如意坊市场到货 4 车，河北崔尔庄市场到货 10 车，下游客商按需拿货，成交一般，好货价格小幅上调。

【库存动态】8 月 1 日郑商所红枣期货仓单录得 9188 张，较上一交易日增加 449 张。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】近期产区天气变化较快，市场对新季产量情况仍存分歧，红枣价格或暂以震荡为主，关注灰枣生长情况，在陈枣供应充足下，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）及助理分析师朱天择（F03143224）提供。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。