金融期货早评

宏观：国内、外进入经济观察期

【市场资讯】1）中国央行主管媒体：加强个人境外收入监管，境外买卖股票收入也要缴税。2）特朗普再度以买俄油发难，威胁大幅提高印度关税，在美上市印度 ETF 转跌。报道：欧盟将对美国的贸易反制措施暂停 6 个月。瑞士面临谈判“竞赛”，以降低 39%关税；瑞士黄金贸易成为特朗普关税政策焦点。3）特朗普将在“接下来几天”内选择新的美联储理事，并在三至四天内宣布新的劳工统计局局长。特朗普要安插更多“自己人”，让美国就业数据“更透明、可靠”。4）前美联储三号人物：美联储内部分歧被夸大，两位反对票理事另有动机。

【核心逻辑】国内方面，随着制造业 PMI 边际回落，明显弱于往年季节性，经济整体出现下行的压力。接下来，经济进入政策观察期，一旦经济数据连续走弱，或许增量政策即将有所作为。当下政策基调仍是积极有为，存量政策将加速推进，重点关注接下来 1-2 个月的经济数据。海外市场方面，接下来几个月是通胀观察期，尽管，美联储议息会议上，鲍威尔发言相对偏鹰，但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：中间价再破 7.14

【行情回顾】前一个交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1766，较上一交易日上涨 340 个基点，夜盘收报 7.1800。人民币对美元中间价报 7.1395，调升 101 个基点。

【重要资讯】1）旧金山联储主席戴利表示，鉴于越来越多的证据表明就业市场正在疲软，且没有迹象显示关税通胀持续存在，降息时机已经临近。戴利称，年内进行两次 25 个基点的降息看起来仍然是一个适当的重新调整，重要的是是否在 9 月和 12 月都降息，而不是降息是否会发生。2）关税——①欧盟将把对美国的贸易反制措施暂停 6 个月。欧盟等待特朗普本周就汽车关税及豁免采取行动。②特朗普称将大幅提高印度关税税率，因该国购买俄罗斯原油。印度回应称，该指责毫无道理。3）香港金管局在市场买入 64.29 亿港元，因港元汇价触及弱方兑换保证。

【核心逻辑】基于我们前期构建的“美元—中间价—即期价”三层递进分析框架：一方面，美国非农数据不及预期，是否会让美联储考虑在 9 月降息，杰克逊霍尔会议或将给到关键信息，在此指之前美元大概率还将在非农助力的升温降息预期下偏弱运行的概率更大一些，为人民币释放了被动升值空间；另一方面，昨日，美元兑人民币中间价下破 7.14 关口，再次释放信号。央行的顺势引导（年内 1-6 月我国贸易顺差规模为此提供了支撑），市场对此亦可能形成共识。展望后市，中间价走势与美元疲软态势共同表明，汇率驱动逻辑正在切换——从外部压力主导的贬值预期，转向内需修复支撑的双向波动格局。因此，若无新增冲击因素，短期汇率有望在 7.15—7.23 区间内获得支撑，波动中枢或锚定于 7.20 一线。

【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：美股大涨，情绪传递或快速且难持续

【市场回顾】昨日股指整体上行，小盘走势偏强。从资金面来看，两市成交额回落 998 亿元。期指方面，各期指均缩量上涨，反应市场主要以空头平仓为主。

【重要资讯】1、特朗普再度以买俄油发难，威胁大幅提高印度关税。2、瑞士准备向美国提出更具吸引力的贸易提议，以期降低关税。3、A 股 7 月新开户数大增 71%。

【核心观点】昨日股市走势震荡上涨，虽明显上行，但从行业走势来看，缺乏持续性交易龙头，或导致上行凝聚力不足，同时，期指指标显示投资者以空头平仓为主，悲观情绪释放后，短期没有明显利多，叠加缩量，预计股市走势以震荡为主。隔夜美股以及中国金龙指数大涨，或带动股市情绪面偏积极，但不建议追涨。
【策略建议】观望为主

国债：利率先下后上

【行情回顾】国债期货高开后早盘整体震荡，午后价格持续回落，最终 T、TL 合约小幅收涨，短端合约收跌。现券走势相反，全天下来各期限利率整体上行，截至收盘收益率水平已经接近上周五收盘后，即增值税消息的影响被抹平。跨月后流动性充裕，DR001 加权在 1.31%，GC001 尾盘也收在 1.3%附近。公开市场方面，今天逆回购到期 4958 亿元，但央行新做 5448 亿，依旧保持了 490 亿的净投放。本周公开市场到期量较大，央行在周一给出这样的续作信号，便于稳定市场预期和情绪。
【重要资讯】：1.央行公布 7 月中央银行各项工具流动性投放情况，其中 MLF 净投放 1000 亿元，买断式逆回购净投放 2000 亿元，未进行公开市场国债买卖。
【核心逻辑】国债期货午后的下跌主要受两方面影响，一是 A 股强势风险偏好压制，另一方面关于国开债发行的小作文导致现券盘中砸盘，从而带崩整个债市。尽管随后消息被迅速证伪，但行情整体偏弱，较开盘回撤明显。增值税短期内对老券的利多在周五盘后和今早盘前一度成为主要交易逻辑，但无增量利多的情况下，利率下行空间始终有限。
另外，在跨期价差方面，日内迅速扩大，十分明显。市场在为未来的 CTD 券切换提前交易，但需要注意的是，以 T 合约为例，7 年期的新发券要等到 9 月中旬，再考虑到新发券和当前 CTD 久期的差，12 合约 CTD 直接对标新券的概率是不大的。而如果 12 合约依旧以老券为 CTD 券，那么当前的跨期价差就蕴含着巨大的修正空间。
短期内不宜高估多头强度，1.7%作为中枢的情况下，还是以波段的思路操作为佳。
【投资策略】：波段操作
【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：宏观情绪影响期价走势，SCFIS 小幅下行

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格低开后震荡上行。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$1755，较同期前值上调$20，40GP 总报价为$2950，较同期前值上调$40。8 月中下旬，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1885，较同期前值下降$100/250，40GP 总报价为$1885，较同期前值下降$200/500。8 月中上旬，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1835，较同期前值下降$100，40GP 总报价为$3245，较同期前值回升$110。8 月中旬，ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1894，较同期前值下降$430/300，40GP 总报价为$2943，较同期前值下降$300 或与前值持平。
【重要资讯】：在最后期限前数小时，美国总统特朗普 7 月 31 日签署行政令，将所谓“对等关税”全面推向新阶段。惠誉评级最新报告称，新关税将使美国实际关税税率升至 17%。耶鲁大学预算实验室称，这意味着美国将实施自 1933 年斯姆特-霍利关税法案以来的最高关税。康奈尔大学贸易政策教授埃斯瓦尔·普拉萨德对《纽约时报》形容，这是“全球贸易一体化史上的黑暗一天”。
【南华观点】：美国关税影响宏观情绪，作为与宏观贸易环境息息相关的品种，EC 情绪同

样受到偏空影响而低开。此外，期价走势仍受欧线现舱报价影响略偏下行，而部分主流船司集体下调 8 月中旬左右的欧线现舱报价，引领期价下行。对于后市而言，预计 EC 维持震荡偏回落的可能性相对较大，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略偏回落。
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）、高翔（Z0016413）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：降息预期回升 贵金属止跌

【行情回顾】周一贵金属市场止跌回升，最终 SHFE 黄金 2510 主力合约 781.42 元/克，+1.36%；SHFE 白银 2510 合约收 9039 元/千克，+1.3%。美联储 9 月降息预期回升是价格上涨主因。

【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，伦敦金支撑 3340，阻力 3400，3450。伦敦银支撑 37，阻力 38。操作上仍维持回调做多思路。

铜：震荡偏弱

【盘面回顾】沪铜指数在周一稳定在 7.83 万元每吨附近，成交 12 万手，持仓 47 万手，上海有色现货升水 180 元每吨。
【产业表现】外电 8 月 1 日消息，在多伦多证券交易所和澳大利亚证券交易所上市的 Capstone Copper 最新报告称，该公司重申了其 2025 年铜产量指导，即 22 万吨至 25.5 万吨，现金成本为 2.20 美元/磅至 2.50 美元/盎司。随着 Mantoverde 淘汰低品位矿石，预计下半年产量将增加。
【核心逻辑】铜价在近期的回落主要和美元指数上升相关，和美国对铜关税政策调整的关联度较低。短期来看，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】持币观望。

铝产业链：震荡调整

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20525 元/吨，环比+0.24%，成交量为 11 万手，持仓 23 万手，伦铝收于 2570 美元/吨，环比+0.16%；氧化铝收于 3225 元/吨，环比+0.62%，成交量为 25 万手，持仓 13 万手；铸造铝合金收于 19920 元/吨，环比+0.20%，成交量为 1599 手，持仓 8246 手。
【核心观点】铝：美对等关税未超预期，非农数据暴雷但降息预期增强，反内卷情绪也暂时降温，宏观对铝的驱动暂缓。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

镍，不锈钢：短期震荡为主

【盘面回顾】
沪镍主力合约日盘收于 120630 元/吨，上涨 0.54%。不锈钢主力合约日盘收于 12925 元/吨，上涨 0.47%。
【行业表现】
现货市场方面，金川镍现货价格调整为 122500 元/吨，升水为 2350 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 27380 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 4754.55 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-1.7%。8-12%高镍生铁出厂价为 914 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-3.54%。纯镍上期所库存为 25750 吨，LME 镍库存为 209082 吨。SMM 不锈钢社会库存为 9662000 吨。国内主要地区镍生铁库存为 33415 吨。
【市场分析】
日内沪镍整体以震荡为主。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，印尼八月升水也不是非常坚挺。镍铁方面近两周延续缓慢回调走势，供给端有一定挺价情绪，镍铁价格上行对矿端消化或有所上升。不锈钢方面走势震荡偏强，现货端日间同样有一定探涨动作，进入八月部分钢厂调整排产计划，部分钢厂从减产重新开始排产以准备九十月旺季来临。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。目前宏观层面情绪有所淡化。

锡：小幅回落

【盘面回顾】沪锡指数在周一稳定在 26.6 万元每吨附近，成交 6.8 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:供给端扰动暂未结束

【行情回顾】周一碳酸锂期货主力合约收于 68920 元/吨，日环比+0%（宽幅震荡）。成交量 24.78 万手、持仓量 20.77 万手，日环比均（分别-27.23%、-0.83 万手）。碳酸锂 LC2509-LC2511 月差为 contango 结构，日环比+200 元/吨。仓单数量总计 12603 手，日环比+5998 手。
【产业表现】锂电产业链现货市场持续走弱。锂矿市场情绪有所下降，报价日均-2%（连续五日小幅下降），澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 745 美元/吨，日环比-17.5 美元/吨。锂盐市场出货量较低，电池级碳酸锂报价 71350 元/吨，日环比+0 元/吨；电池级氢氧化锂报价 70820 元/吨，日环比+0 元/吨，贸易商基差报价持平。下游正极材料报价小幅走弱，磷酸铁锂报价变动-200 元/吨，三元材料报价变动+20 元/吨；电解液报价变动+0 元/吨。
【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:逐渐进入震荡区间

【行情回顾】周一工业硅期货低位震荡，主力合约收于 8360 元/吨，日环比下降 1.65%。成交量约 18.70 万手（日环比降低 16.95%），持仓量约 17.61 万手（日环比减少 1.81 万手）。SI2509-SI2511 月差维持 contango 结构，日环比走弱 15 元/吨；仓单数量 50312 手，日环比减少 204 手。
多晶硅期货合约低位震荡，主力合约收于 48720 元/吨，日环比下降 0.98%。成交量 17.53 万手，日环比减少 54.25%，持仓量约 9.80 万手（日环比减少 1.27 万手）。PS2509-PS2511 月差维持 contango 结构，日环比走弱 65 元/吨；仓单数量 3200 手，日环比持平。
【产业表现】工业硅现货报价继续降低，新疆 553#工业硅报 8800 元/吨（日环比下跌 250 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 12400 元/吨，日环比下降 50 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 45.9 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），电池片报价平稳。
【南华观点】宏观情绪逐渐消退，若后续无消息刺激且基本面平稳的前提下，预计工业硅、多晶硅将进入震荡状态。中长线看，工业硅下方空间有限，关注回调做多机会；多晶硅则需持续关注产业整合动态。

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：驱动不明显

【行情回顾】盘面回调至 20 日线附近

【信息整理】1. 焦炭第五轮提涨全面落地。河北、山东等地钢厂针对焦炭采购价格进行上调，湿熄涨幅 50 元/吨，干熄涨幅 55 元/吨，8 月 4 日 0 时起执行。

2. 高盛：预计美联储将从 9 月份开始连续三次降息 25 个基点；如果失业率进一步上升，则可能降息 50 个基点。

3. 关税——①欧盟将把对美国的贸易反制措施暂停 6 个月。欧盟等待特朗普本周就汽车关税及豁免采取行动。

②特朗普称将大幅提高印度关税税率，因该国购买俄罗斯原油。印度回应称，该指责毫无道理。

③瑞士政府计划 8 月 7 日之后与美国继续会谈，决心向美国提出更具吸引力的提议。

【南华观点】前期宏观情绪大幅降温，盘面对此已有一定消化，多品种呈现止跌企稳态势。基本面层面，出口新接单明显走弱，不过中下游期现及空单回补等暂时对冲了这一影响；钢厂在手订单状况良好，市场抛压暂时不大。同时，煤矿超产检查趋严及后续阅兵限产预期仍存，因此盘面下方有一定支撑。综合来看，前期支撑盘面上涨的宏观乐观驱动有所减弱，而基本面虽抛压不大，但终端需求（尤其出口）尚未有效释放，向上动力亦显不足。短期而言，盘面上下空间有限。

铁矿石：基本面有韧性

【盘面信息】黑色商品午后皆有所反弹，留下较长的下影线。铁矿石在黑色中相对较强，日线级别已经二连涨。

【信息整理】1. 今年以来，超长期特别国债资金有序下达，推动消费品以旧换新工作取得积极成效。截至 7 月 16 日，全国共有 2.8 亿人次申领消费品以旧换新补贴，带动相关商品销售额超过 1.6 万亿元。上半年，限额以上单位家电和音像器材、文化办公用品、通信器材、家具商品零售额同比分别增长 30.7%、25.4%、24.1%、22.9%，乘用车零售量增长 10.8%，拉动社会消费品零售总额同比增长 5%，高于去年全年 1.5 个百分点。生产领域同步跟进，上半年，设备工器具购置投资同比增长 17.3%，增速比全部投资高 14.5 个百分点，对全部投资增长的贡献率为 86%。2. 不满就业数据，美国总统特朗普再度“炮轰”已被解雇的劳工统计局前局长。据央视新闻报道，当地时间 8 月 3 日，美国总统特朗普在其社交媒体“真实社交”发文，指责已被解职的劳工统计局局长埃丽卡·麦肯塔弗在总统选举前“人为抬高就业数据”，并称其犯下“50 年来最大误差”。3. 根据 mysteel，本期全球铁矿石发运量 3061.8 万吨，环比减少 139.1 万吨。

【南华观点】短期铁矿石基本面较好，供应中性，需求端预计维持在高位。钢材价格下跌后出口利润窗口重新打开，对需求形成支撑。钢厂利润维持在高位，钢厂有增产驱动。预计短期铁矿石库存很难形成趋势性累库，现货偏紧。铁矿石期限结构进一步走 back，基差整体回升。预计铁矿石仍偏强运行，关注 09 合约 800 压力位。

焦煤焦炭：五轮提涨全面落地，焦企利润环比修复

【盘面回顾】宽幅震荡

【信息整理】

1. 2025 年 8 月 4 日 0 时起，河北市场主导钢厂对焦炭采购价上调，湿熄涨幅 50 元/吨，干熄涨幅 55 元/吨。（第五轮全面落地）

2. 欧盟委员会发言人表示，欧盟将在 6 个月内暂停实施原定于 8 月 7 日对美国生效的关税

反制措施。欧盟将继续与美国合作，以敲定一项关于贸易的联合声明。
3. 机械工业联合会：近期工信部即将印发机械、汽车、电力装备等行业稳增长工作方案。
【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 5 轮提涨全面落地，即期焦化利润环比修复，后续焦化开工率有望提高。下游钢厂维持较高铁水，焦炭现货资源较为紧张，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，不过度悲观

【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泫（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、严志妮（Z0022076）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

原油：逐步回归基本面主导，仍需关注宏观情绪变化

【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 1.04 美元，收于每桶 66.29 美元，跌幅为 1.54%；10 月交货的伦敦布伦特原油期货价格下跌 91 美分，收于每桶 68.76 美元，跌幅为 1.31%。夜盘 SC 原油主力合约跌 1.28%。

【市场动态】1. 欧佩克产量保持稳定 沙特减产抵消阿联酋增产影响。一项调查结果显示，上月欧佩克的原油产量保持稳定，因沙特减产部分抵消了阿联酋进一步增产的影响。调查显示，欧佩克 7 月平均日产量为 2831 万桶，与前月基本持平。沙特减产 22 万桶/日，至 953 万桶/日，部分抵消了 6 月份为在以色列与伊朗冲突期间将供应转移出该地区而实施的增产幅度。而阿联酋 7 月份将石油日产量提高了 10 万桶，至 350 万桶。2. 截至 8 月 3 日当周，山东独立炼厂原油到港量 213.2 万吨。最新数据显示，截至 8 月 3 日当周，山东独立炼厂原油到港量 213.2 万吨，环比下跌 19 万吨，跌幅为 8.18%。相比之下，去年同期，山东独立炼厂原油到港量为 201.1 万吨，环比上涨 67.7 万吨，涨幅为 50.75%，到港原油以中质和重质原油为主，其中俄罗斯原油到港 20 万吨，还有 3 船稀释沥青新到港。

【南华观点】当前原油市场呈现供需压力渐显、利空因素主导的态势。OPEC+9 月维持高速增产符合预期，市场反应平淡，显示旺季需求支撑减弱，供应端压力上升。宏观层面，金融市场避险情绪暂缓，但美国非农数据异常需警惕后续经济指标波动。地缘方面，印度拒从美国对俄施压，相关影响弱化，美俄关系虽存短期不确定性，但扰动有限。整体看，基本面将主导市场，随季节性需求转弱，供应过剩风险加剧，时间对原油利空，上行空间受限，需留意下行风险，短期缺乏实质性利好。

LPG：供需保持宽松

【盘面动态】FEI M1 收于 525 美元/吨（-5），CP M1 收于 517 美元/吨（-7）， LPG2509 盘面收于 3965（-69）,LPG2510 盘面收于 4309（-95）

【现货反馈】华东均价 4387（-23），山东均价 4530（-10），最便宜交割品价格 4340（0）。

【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、大榭石化提负导致；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%），江苏瑞恒重启中，山东天弘预计 8 月中复产，开工率预计在 75%左右震荡。MTBE 端本周国内下游补库，价格波荡不大，内外价差依然较大，出口仍提供支撑，本期开工率 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】隔夜原油受美非农及 OPCE+增产影响偏弱运行；液化气方面，外盘价格同步下跌，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，本周江苏瑞恒在重启中，预计本周开工小幅抬升，8 月中旬山东天弘也存检修计划，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叠加下游阶段性补库稍有走强，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 51.6 万吨，环比上期减少 0.5 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】：周一甲醇 09 收于 2378

【现货反馈】：周一远期部分单边出货利买盘为主，基差 09-17

【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，剔出宏观干扰后，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：预计重回偏弱震荡格局

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7074（-24）。

【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 7020 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：后续关注需求回归情况

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7279（-38）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7170 元/吨，华东现货价格为 7270 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，在市场情绪回落后，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。

纯苯苯乙烯：跟随成本端走强

纯苯：
【盘面回顾】BZ2603 收于 6240（-20）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 6055（-20），主力基差-185（-）
【库存情况】截至 8 月 04 日，江苏纯苯港口库存 16.3 万吨，较上期环比下降 4.12%。
【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，周一港口仍表现为去库。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。

随着重要政治会议落地，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。但我们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 7291（-5）

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7335（+5），主力基差 44（+10）

【库存情况】截至 2025 年 8 月 4 日，江苏苯乙烯港口库存 15.9 万吨，较上周期减少 0.5 万吨，幅度-3.05%；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：供应端上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。上周重要会议落地，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】截止昨日收盘，FU09 收于 2846 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】截止昨日收盘，LU10 收于 3559 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

尿素：继续承压

【盘面动态】：周一尿素 09 收盘 1735

【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：走向现实

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1253，-0.24%

【基本面信息】

截止到 2025 年 8 月 4 日，本周国内纯碱厂家总库存 185.18 万吨，较上周四增加 5.60 万吨，涨幅 3.12%。其中，轻质纯碱 70.90 万吨，环比增加 1.60 万吨，重质纯碱 114.28 万吨，环比增加 4 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 1086，-1.45%

【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 2529，-0.39%

【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。

纸浆：重回低价区间

【核心矛盾】
主力合约今日收盘于 5168（-18）。
现货端，山东银星报价 5850 元/吨（-0），山东俄针报价 5180 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：大力水手吃菠菜

今日主力合约 lg2509 增仓 4652 手，持仓增量近 20%，收盘于 842（+23）。

上周持续失血一周，今天就吃了菠菜一样鼓起来了。基本面上找原因？也可以。1. 库存上周去库明显。2.日均出库量同比偏高，淡季不淡。3. 根据千里目统计，今日岚山 5.9 米中 A 报价上涨 10-20 元/立方米。如何理解这几个点？点 1、2 看起来是原因，点 3 是顺势的结果。这些静态的数据似乎都指向了，下游需求的阶段性回暖。需求上的弱势，主要来自地产端的口料确实不怎样。但是相比 07 合约，09 合约算是个旺季合约。其次是家具的需求，今年是明显高于去年同期的，原因在半年报中也解释过，一个是二手房成交面积不差，换房换家具。一个是国补的范围覆盖了家具领域。但国补的力度，在下半年年将有所减弱，因为上半年用的量比较多。再者就是托盘，这块没有精确的数据，但是从国补覆盖的白电销量大增来推断，托盘需求今年同样是有明显增量的。再加上上个月的交割品流入市场，现货短暂的降价之后，开始企稳回升，也侧面验证了，供需差并不大。供应明显过剩，现货价格为什么不继续走弱呢？但说这些都是马后炮，个人认为，目前供需矛盾不明显，价格围绕着仓单成本上下波动 20-30 元每立方米，都是合理范围。关于仓单成本问题，在之前的报告中也有所提及。主要看最近的 CFR 报价，因为这个报价的成本，对应着的是未来 9 月份新货的价格。目前现货的价格去做仓单，是要考虑炎热天气之下的折损，以及仓储成本等各种附加费用的。而目前的价格，又来到了高估的范畴。但基本面是基本面，还要回归到盘面。这个盘面最最主要的问题是，持，仓，量，太，低。资金的进出对于盘面的价格扰动极大。在 7 月 17 日的时候也出过一篇热点文章，当日涨幅 4.52%，增仓 1 万手，

增仓幅度将近 50%。今日相比，算是个缩小版。过去 2 周持续减仓了 1.5 万手，可以理解为，原木这个品种，跟“反内卷”搭不上关系，不是热点，没有赚钱效应，导致的资金持续退出。而如今，大风已过，资金又回来了。

策略上，非产业客户不建议追涨杀跌。区间操作看待。产业客户择机套保，锁定盘面利润。

丙烯：现货依然承压

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6481（+7）,PL2602 盘面收于 6537（-24）。

【现货反馈】华东均价 6325（-25），山东均价 6160（-45），便宜交割品价格 6170（-30）

【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、大榭石化提负导致；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，瑞恒重启中，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），本周新增抚顺石化检修、国能宁煤复产。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 690 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，较上周五+50 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】现货价格依然偏弱运行，盘面低位震荡，拿 0102 月的丙烷去瞄成本在 6400-6500 元/吨。回归基本面，成本端，隔夜原油自上周美非农数据后走弱；丙烷 FEI 跟随走弱，整体偏弱震荡；煤端波动较大；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 端江苏瑞恒重启中，开工率预计小幅抬升。需求端，整体变化不大，PP 粒料产量维持高位，PP 粉料开工较前提回升，环氧丙烷在价格上涨后利润进一步改善，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

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，内盘独立行情走强。
【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，继续表现偏弱；内盘豆系近月下跌空间有限，远月供需缺口影响下反弹；菜系自身仓单压力缓解而走强。
【策略观点】逢低远月多配。

市场驱动走弱，植物油调整为主

【盘面回顾】因原油走弱，美国天气良好，马来西亚累库预期偏强，油脂市场承压回落。
【供需分析】棕榈油：印尼上周表示将于欧盟签订每年 100 万吨的棕榈油出口配额零关税协定，叠加印尼调高出口关税，需求支撑国际棕油价格；但马来方面产量 7 月预计继续增加，出口环比上月同期下滑，产地累库继续，且马币汇率走强，棕油性价比下降。美国对印尼和马来棕榈油均征收 19%关税，抑制棕油出口。国内需求一般，港口库存虽小幅下滑但下游积极性不强，进口利润继续倒挂。
豆油：产区天气良好炒作有限，大豆优良率符合市场预期，但中美贸易不确定性仍强，市场普遍对后市大豆进口依存担忧；巴西方面咨询机构称 2025/26 年度巴西大豆产量将较前一年增长 5.6%。国内豆油库存持续累库，但由于印度罕见采购中国豆油，对豆油市场稍有提振。
菜油：中加关系有所缓和，且澳菜籽进口窗口或能打开，近期菜籽进口问题不大，国内菜油库存历史水平偏高，消费依然刚需为主，因政策不确定性，四季度供需格局偏紧，维持近弱远强格局。
【后市展望】近期油脂市场继续上行驱动有限，棕榈油前期利好基本消化完毕，而印度需求的下降及马来西亚出口竞争力偏弱导致棕油成本小幅下调，关注产地去库节奏和美国生柴政策；豆油产地端也因缺乏天气驱动维持偏弱，关注中美贸易进展；菜油驱动暂时较少，关注中加关系。
【南华观点】植物油近期偏弱整理为主，同时豆油板块内稍强。

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，丰产预期继续强化。大连玉米淀粉震荡。
【现货报价】玉米：锦州港：2310 元/吨，-20 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 2950 元/吨，-20 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。华北玉米价格整体稳

定，深加工企业到货量一般。销区市场稳中下跌，港口贸易商心态减弱，出货意愿增强，但市场成交一般。淀粉方面：华北玉米淀粉稳定为主，原料支撑减弱，需求淡季，供需两弱。

【南华观点】震荡偏弱，现货玉米成交一般，高价玉米支撑有限。

棉花：关注中美关税落地情况

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉冲高回落，小幅收涨，美元偏弱，棉价得到提振。隔夜郑棉小幅收涨。

【外棉信息】据美国农业部统计，至 8 月 3 日当周全美现蕾率 87%，同比落后 3 个百分点，较近五年均值落后 2 个百分点；全美棉花结铃率 55%，同比落后 4 个百分点，较近五年均值落后 3 个百分点；全美棉花盛铃率 5%，同比落后 2 个百分点，较近五年均值落后 1 个百分点；全美棉株整体优良率 55%，环比持平，同比提高 10 个百分点。

【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，纱布厂负荷仍稳中有降，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：保持跌势

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周一收涨，受巴基斯坦需求带动。

昨日夜盘，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 6010 元/吨。昆明中间商报价 5790-5940 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：维持弱势

【期货动态】苹果期货昨日上涨，但短期价格承压明显。

【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，周中阿克苏地区风速或略偏大，关注枣果生长情况。
【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 5 车，河北崔尔庄市场到货 14 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 4 日郑商所红枣期货仓单录得 9248 张，较上一交易日增加 60 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）、靳晚冬（Z0022725）、陈嘉宁（Z0020097）及助理分析师朱天择（F03143224）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。