金融期货早评

宏观：美国服务业 PMI 数据引起滞涨担忧

【市场资讯】1）中国央行等七部门：金融支持新型工业化，加强对数字基础设施建设中长期贷款支持。2）国办：免除公办幼儿园学前一年保教费。3）美国 7 月 ISM 服务业 PMI 仅 50.1，就业指数萎缩，价格指数创 2022 年 10 月新高。4）特朗普：本周决定美联储新理事，可借理事空缺挑选美联储主席，排除财长贝森特担任美联储主席的可能，未来一周内宣布药品和芯片关税，24 小时内大幅提高印度关税。5）短债高峰来了，美国财政部本周拟创纪录发行千亿四周期国债。6）美联储：美国 Q2 严重逾期消费者贷款占比创疫情以来最高。7）俄罗斯考虑乌克兰向特朗普提议的在空中停火，油价迅速走低。8）高盛、花旗：若非农再恶化，美联储 9 月或激进降息 50 基点，利率终点 3%或更低。

【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，美国 7 月 ISM 服务业 PMI 仅 50.1，就业指数萎缩，价格指数创 2022 年 10 月新高。强现实正在被劳动力市场降温所打破，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：特朗普再添新油

【行情回顾】前一个交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1876，较上一交易日下跌 110 个基点，夜盘收报 7.1834。人民币对美元中间价报 7.1366，较上一交易日调升 29 个基点。

【重要资讯】1）关税——①特朗普：未来一周将宣布药品和芯片关税，药品关税最高可达 250%。将在未来 24 小时内大幅提高印度关税。若欧盟不履行对美投资义务，将征收 35%关税。②美国 6 月贸易帐录得-602 亿美元，为 2023 年 9 月以来最小逆差；2）美国 7 月 ISM 非制造业指数由前值 50.8 降至 50.1，不及预期的 51.5。新订单几乎接近停滞，就业萎缩，价格指数则创 2022 年 10 月新高。另外，美国 7 月标普全球服务业 PMI 终值 55.7，创 2024 年 12 月以来最高；3）特朗普：万斯最有可能成为下届总统候选人，国务卿鲁比奥与他并肩作战会很有帮助；可能很快宣布新任美联储主席，有四名候选人，贝森特希望继续留在财政部。

【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，在下周即将公布的通胀数据及即将到来的杰克逊霍尔会议或将给到关键信息，在此之前美元或进入休整期；另一方面，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。综上，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，波动中枢大概率锚定于 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：警惕避险情绪回升

【市场回顾】昨日股指继续上涨，小盘走势延续强势。从资金面来看，两市成交额回升

975.31 亿元。期指方面，IF、IH 放量上涨，IC、IM 缩量上涨，大盘期指情绪偏积极。
【重要资讯】1、国务院办公厅印发《关于逐步推行免费学前教育的意见》明确，从 2025 年秋季学期起，免除公办幼儿园学前一年在园儿童保育教育费，不含伙食费、住宿费、杂费等。2、美国总统特朗普再次批评鲍威尔降息太迟，称可能很快宣布美联储新任主席。3、央行等七部门联合印发金融支持新型工业化指导意见，坚持分类施策、有扶有控，推动产业加快迈向中高端，防止"内卷式"竞争。4、国务院常务会议提出，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。
【核心观点】昨日股市受外部情绪带动，整体偏强，今日盘前信息关于学前教育，反内卷，消费等均有政策引导，预计会对于股市对应相关行业形成支撑效果。美国对印度，欧盟等关税政策的调整或一定程度使得风险偏好有所回落，预计 A 股将呈现结构性行情，整体走势震荡为主。
【策略建议】卖出现金担保看跌期权

国债：价格温和修复

【行情回顾】国债期货全天震荡上行，斜率不算陡峭，但波动同样比较平稳。午后盘中转头回落，涨幅有所收窄，最终除 TS2509 外，其余合约均收涨。期现两端表现一致，长端均强于短端，5Y 以上现券收益率均小幅回落约 0.5bp，而短端则基本持平。此外，日内 12 合约普遍强于 09，跨期价差向下小幅修正。公开市场到期 4492 亿元，央行新做 1607 亿，日内净回笼 2885 亿元。资金利率保持平稳，隔夜匿名和 DR001 加权保持在 1.31%附近，非银尾盘资金需求增加，交易所隔夜下午逐步走高至 1.54%附近。总体来看，流动性保持平稳。
【重要资讯】：1.央行等七部门联合印发《关于金融支持新型工业化的指导意见》。《意见》加强金融服务能力和长效机制建设，促进保持制造业合理比重投入。健全金融机构服务制造业的内部机制安排，单列制造业信贷计划，针对细分行业和企业成长阶段特点制定差异化授信政策。
【核心逻辑】债市日内稳步走强，结合周一的小幅上涨，目前对增值税恢复利好老券的逻辑的计价是比较合理的，10Y 活跃券 250011 尾盘也来到 1.7025%附近，盘中有消息称大行出于配置考量买入了部分 7-10Y 老券也支撑这一逻辑。目前下来市场对增值税的看法大概是"小幅的短期利好"，因此不宜过度乐观。近期将公布 7 月金融信贷数据，从此前的票据表现来看，对债市可能构成利好。流动性政策支撑下，即便 A 股持续强势，债市最多受到压制，不用悲观。
【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：期价至短期低位震荡

【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。截至收盘，除 EC2508 合约略有回落，其余各月合约价格均略有回升。
【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$1760，较同期前值上调$5，40GP 总报价为$2960，较同期前值上调$10。8 月 21 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 开舱报价为$1560，较前一周开舱报价下调$120，40GP 开舱报价为$2600，较前一周开舱报价下调$200。8 月中下旬，MSC 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1820，较同期前值下降$180，40GP 总报价为$3040，较同期前值下降$300。
8 月上旬，达飞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，较同期前值下降$200。近三周，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船

期，20GP 总报价为$1735，较同期前值下降$100/200，40GP 总报价为$2835，较同期前值回落$410/300。8 月上旬，长荣上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2355，较同期前值下降$50，40GP 总报价为$3560，较同期前值下降$100。8 月中下旬，长荣上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2055，较同期前值下降$300，40GP 总报价为$3160，较同期前值下降$400。

【重要资讯】：据以色列第 12 频道当地时间 8 月 4 日晚援引以色列总理办公室官员的消息报道称，以色列总理内塔尼亚胡"倾向于扩大以军在加沙地带的军事行动，并控制整个加沙地带"。报道称，以色列内阁将于周二（8 月 5 日）就此召开决策会议。

【南华观点】：部分主流船司集体持续下调 8 月中旬左右的欧线现舱报价，使得期价低开。而后部分合约因至短期低位，且受大宗商品盘面情绪影响如预期有所回调。对于后市而言，MSK 新一周开舱报价再度明显下行，预计 EC 回归震荡偏回落走势的可能性相对较大；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 贵金属偏强

【行情回顾】周二贵金属市场震荡回升，最终 SHFE 黄金 2510 主力合约 782.5 元/克，+0.26%；SHFE 白银 2510 合约收 9075 元/千克，+0.82%。近期美经济数据不佳以及政府对美联储施压等影响，美联储 9 月降息预期回升是价格上涨主因。美国 7 月 ISM 非制造业 PMI 为 50.1，低于预期 51.5，和前值 50.8。美国总统特朗普表示美联储主席是政治性的，鲍威尔降息太晚；可能很快会宣布新的美联储主席。

【本周关注】本周数据清淡。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，短线仍主要由多头掌握局面，伦敦金有望延续回升，支撑 3340，阻力 3400，3450。伦敦银支撑 37.2，阻力 38，38.3。操作上仍维持回调做多思路。

铜：估值修复，或震荡偏弱

【盘面回顾】沪铜指数在周二小幅回升至 7.85 万元每吨附近，成交 8.7 万手，持仓 47 万手，上海有色现货升水 130 元每吨。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】铜价在周一和周二小幅偏强，主要是对此前回落的修正。目前来看，LME 铜和 COMEX 铜之间的价差基本趋于稳定，短期内很难看到 LME 铜价盖过 COMEX 铜价的预期兑现，不过现货市场和库存方面的暗流涌动仍然存在。短期来看，COMEX 铜领跌全球带来的超跌或小幅推升其余两大铜市场的估值。投资者仍需警惕铜需求疲弱带来的不利影响。

【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 20560 元/吨，环比+0.51%，成交量为 10 万手，持仓 23 万手，伦铝收于 2565 美元/吨，环比+0.47%；氧化铝收于 3227 元/吨，环比+1.16%，成交量为 24 万手，持仓 12 万手；铸造铝合金收于 20005 元/吨，环比+0.63%，成交量为 1167 手，持仓 8295 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

锌: 探底回升

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22380 元/吨，环比+0.61%。其中成交量为 85449 手，而持仓则减少 4253 至 98472 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】Glencore 2025 年第二季度自有锌产量为 25.16 万吨，比 2024 年第二季度高 19%，主要反映了 Antamina 的锌品位提高和 McArthur River 产量增加。2025 年嘉能可自有锌产量指引调整为 94-98 万吨。

【核心逻辑】上一交易日，锌夜盘到达日内低点，后随有色板块一同攀升。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，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，预计下方空间有限，维持震荡。

【南华观点】宽幅震荡，长期看跌。

镍，不锈钢：短期震荡为主，关注镍铁支撑

【盘面回顾】
沪镍主力合约日盘收于 120910 元/吨，上涨 0.83%。不锈钢主力合约日盘收于 12960 元/吨，上涨 0.9%。
【行业表现】
现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123000 元/吨，升水为 2250 元/吨。SMM 电解镍为 121900 元/吨。进口镍均价调整至 121100 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27400 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 1345.45 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-4.3%。8-12%高镍生铁出厂价为 916 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】
日内沪镍走势震荡偏强，基本面方面无明显逻辑变动。印尼八月第一期镍产品基准价出台，镍矿企稳有小幅上行，下游产品分化。菲律宾矿到港库存稳定情况下价格仍有松动预期。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，日内最新成交接近 950 一线，主要受到下游钢厂八月增产预期影响，部分钢厂开始提前备货。不锈钢方面走势持续震荡偏强，但是目前位置是否稳定仍然有待考验，八月供给偏强，关注需求端回暖是否同步。现货端目前走势与盘面同步，成交上尚无明显起色。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，但是 MHP 价格有所松动，关注后续走势。目前宏观层面情绪有所淡，可关注美元指数走势。

锡：小幅回升

【盘面回顾】沪锡指数在周二小幅上涨，报收在 26.7 万元每吨附近，成交 5.5 万手，持仓 4.8 万手。
【产业表现】基本面保持稳定。
【核心逻辑】锡价在周二的小幅上涨，说明锡自身仍有较强韧性。供给端的问题并没有那么快被解决，缅甸的复工复产仍存在变数。若时间拖延，不排除锡价继续小幅向上。需求端的弱势对锡价的影响尚未完全体现。
【南华观点】择机库存套保。

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：上下有限

【行情回顾】昨下午因山西煤矿倒查消息焦煤出现大涨，钢材跟随，夜盘出现回落
【信息整理】1. 央行等七部门联合印发《关于金融支持新型工业化的指导意见》。《意见》坚持分类施策、有扶有控，推动产业加快迈向中高端，防止“内卷式”竞争。支持矿企在符

合国家产业政策的前提下，加快重要矿产增储上产，提高战略性资源供应保障能力。
2. 据调研，截止 7 月 31 日，样本钢厂钢坯手持订单量 99.75 万吨，环比上期调研（7 月 8 日）降 34%。其中，内贸接单 54 万吨，环比增加 25.2 万吨，占比 54%，直接出口接单 45.8 万吨，环比减少 76.2 万吨，占比 46%。
3. 关税——①特朗普：未来一周将宣布药品和芯片关税，药品关税最高可达 250%。将在未来 24 小时内大幅提高印度关税。若欧盟不履行对美投资义务，将征收 35%关税。②美国 6 月贸易帐录得-602 亿美元，为 2023 年 9 月以来最小逆差。
【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：预期仍未反转

【盘面信息】黑色商品午后在焦煤的带动下反弹。多晶硅也有所反应。铁矿石日线已经三连涨。800 似乎有压力。近期黑色和股市的走势相关性有所提高。
【信息整理】1. 8 月 5 日，央行等七部门联合印发《关于金融支持新型工业化的指导意见》。其中提出，聚焦新型工业化重大战略任务，深化金融供给侧结构性改革，深化产融合作，强化产业政策和金融政策协同，提升金融支持强度精度效度，为建设以科技创新为引领、先进制造业为骨干的现代化产业体系，扎实推进新型工业化，加快发展新质生产力提供高质量金融服务。坚持分类施策、有扶有控，推动产业加快迈向中高端，防止“内卷式”竞争。2. 8 月 5 日消息，钢铁股拉升，其中，马鞍山钢铁大涨近 12%，大明国际(0.81, 0.02, 2.53%)涨近 9%，鞍钢股份(2.32, 0.12, 5.46%)。3. 中国钢铁工业协会发布数据显示，已完成全过程超低排放改造的企业吨钢超低排放改造投资约 474.35 元，吨钢平均环保运行成本约 218.43 元。据测算，到今年年底要实现超过 80%的产能完成超低排放改造目标，钢铁行业还需再投资 2000 亿元左右。
【南华观点】市场再现核查煤矿产量是否超出核定产能的消息，反内卷预期并未反转，焦煤等价格有支撑使得市场情绪有所提振。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：近远月分化

【盘面回顾】强势上涨
【信息整理】
1. 央行等七部门联合印发《关于金融支持新型工业化的指导意见》。《意见》坚持分类施策、有扶有控，推动产业加快迈向中高端，防止“内卷式”竞争。支持矿企在符合国家产业政策的前提下，加快重要矿产增储上产，提高战略性资源供应保障能力。
2. 7 月 30 日，中国钢铁工业协会六届十一次理事（扩大）会议在京召开。会议围绕“控产能、反内卷、强协同、促转型”展开深度研讨。
3. 国办印发《关于逐步推行免费学前教育的意见》：从 2025 年秋季学期起免除公办幼儿园学前一年在园儿童保育教育费。
4. 美国总统特朗普再次批评鲍威尔降息太迟，称可能很快宣布美联储新任主席。

5. 截止 7 月 31 日，样本钢厂钢坯手持订单量 99.75 万吨，环比上期调研（7 月 8 日）降 34%。其中，内贸接单 54 万吨，环比增加 25.2 万吨，占比 54%，直接出口接单 45.8 万吨，环比减少 76.2 万吨，占比 46%。

【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】

盘中市场传出山西煤矿严查超产消息，煤炭行业“反内卷”预期再起，市场情绪被再度点燃，焦煤远月合约率先涨停。从月间价差来看，近期焦煤 9-1 反套不断走强，一方面体现了市场对于近月交割压力的担忧，另一方面，“反内卷”政策具体细节尚未出台，强预期支撑焦煤远月估值。展望后市，“反内卷”存在反复炒作的可能，焦煤盘面波动有望加剧，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，临近 09 合约交割，若无现货处理能力，不建议投资者参与交割博弈，前期推荐的焦煤 9-1 反套可考虑止盈，09 盘面焦化利润或因焦煤异动呈现较大波动，建议暂时观望。

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：隔夜盘面回落，回吐美对俄制裁全部涨幅

【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 1.13 美元，收于每桶 65.16 美元，跌幅为 1.70%；10 月交货的伦敦布伦特原油期货价格下跌 1.12 美元，收于每桶 67.64 美元，跌幅为 1.63%。夜盘 SC 原油主力合约收跌 1.30%，报 503 元/桶。
【市场动态】1.美国总统特朗普：将在周三会晤后决定是否对购买俄罗斯能源的国家实施制裁。2. 美国至 8 月 1 日当周 API 原油库存-423.3 万桶，预期-184.5 万桶，前值+153.9 万桶。库欣原油库存+165.7 万桶，前值+46.5 万桶。汽油库存-86.4 万桶，预期-114.7 万桶，前值-173.9 万桶。精炼油库存+157.2 万桶，预期+107.4 万桶，前值+418.9 万桶。3. 据称俄罗斯将考虑空中停火，但不会同意全面停火。
【南华观点】隔夜盘面回落，回吐美对俄制裁全部涨幅。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，关注 8 月 8 日后美对俄相关制裁能否落地。

LPG：现货疲软，仓单压力大

【盘面动态】FEI M1 收于 530 美元/吨（+5），升贴水至-23.5 美元/吨， CP M1 收于 520 美元/吨（+3）， LPG2509 盘面收于 3845（-51）,LPG2510 盘面收于 4281（-28），9-10 月差下挫至-480 元/吨
【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，价格波动不大，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】隔夜原油受 OPCE+增产影响偏弱运行；液化气方面，本期外盘价格震荡，内盘 09 现货及仓单影响偏弱运行，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，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复产计划，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，另本固新材于 8.5 开工，河南海尔希计划 8.6 停工，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】: 周二甲醇 09 收于 2498

【现货反馈】: 周二远期部分单边出货利买盘为主，基差 09-13

【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：煤价带动上涨

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7095（+21）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6990 元/吨，华东现货价格为 7060 元/吨，华南现货价格为 7090 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】昨日下午因受到焦煤的影响，聚烯烃盘面被动拉涨。而从基本面看，近期 PP 供需格局总体变化有限：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 7323（+44）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7200 元/吨，华东现货价格为 7250 元/吨，华南现货价格为 7330 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】昨日下午因受到焦煤的影响，聚烯烃盘面被动拉涨。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，PE 目前仍是受外界因素影响为主，自身缺乏方向性驱动。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：震荡整理

纯苯：

【盘面回顾】BZ2603 收于 6220（-20）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6025（-30），主力基差-195（-10）

【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，纯苯价格有所回调，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 7284（-7）

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7325（-10），主力基差 41（-3）

【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。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】截止昨日收盘，FU09 收于 2842 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 3560 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：跟随成本端弱势震荡

【盘面回顾】BU09 收于 3644 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】：周二尿素 09 收盘 1775

【现货反馈】：周二国内尿素行情稳中上探，涨幅 10-40 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1620-1760 元/吨。基本面并无根本变化，受消息面影响昨日尿素期货大涨，上游工厂惜售情绪骤起。短线国内尿素行情继续稳中上扬，关注今日相关会议消息。

【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：近弱远强

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1368，2.09%

【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 2601 合约昨日收于 1232，0.24%

【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 1100-1120 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 2506，-0.91%

【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：从哪来，回哪去

【核心矛盾】

主力合约今日收盘于 5160（-10）。

现货端，山东银星报价 5850 元/吨（-0），山东俄针报价 5180 元/吨（-0），山东金鱼报价

4080 元/吨（-40）。
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：您的菠菜已过期

同样的配方，相似的味道。昨天吃了个菠菜猛冲，今天一开盘就蔫了。这茬菠菜不行。
今天的商品指数，难讲是反弹还是调整结束。09 合约交割逻辑为主，而 01 合约，在目前“反内卷”的加持之下，虽然短期大的利多有出尽的味道，但后续也不乏有想象空间。之前的龙头焦煤，01 合约又盘中触及涨停，有卷土重来的味道。若真的卷土重来，我们木头会不会又被扔在角落受到冷落，好像有点怪可怜的。
基本面上，现货端继昨天岚山涨价之后，今日太仓 6 米中 A 价格上涨 10 元。其余无明显变化。期货的盘面拉升，可能的是，刺激了套保的需求。而长三角地区，有条件通过水路运输去重庆套利。所以，就像年中的判断，后面可能的情况是，长三角地区拿货更积极，使得相比山东地区出现一定的现货升水。至于价格的逻辑在昨日的热点文章中有所表述。09 合约价格最终还是围绕着仓单成本为核心运行。在临近交割前，仓单成本上下 20-30 元都是正常范围。因为该品种本身的持仓量较低，资金影响交大。
策略上，非产业客户不建议追涨杀跌，区间操作为主。产业客户择机套保，锁定盘面利润。期权上，逢高卖出 lg2509-C-900, 逢低卖出 lg2509-P-800。

丙烯：山东市场价格小幅抬升

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6512（+31）,PL2602 盘面收于 6571（+34）。

【现货反馈】华东均价 6300（-25），山东均价 6175（+15），便宜交割品价格 6200（+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。环氧丙烷小幅回落，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】山东市场因供需差缩小小幅走强，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，原油受 OPEC+增产影响偏弱运行；外盘丙烷震荡，整体偏弱；甲醇及煤盘面走强；整体而言，成本扰动较大。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 本周预计开工小幅回升。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，环氧丙烷受阶段性补库影响价格抬升，利润改善，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 13885 环比-0.39%
【现货报价】全国生猪均价 13.93（+0.01）元/公斤，其中河南 14.13（+0.05）元/公斤、四川 13.37（-0.07）元/公斤、湖南 13.91（+0.00）元/公斤、辽宁 13.71（+0..01）元/公斤、广东 15.5（+0.00）元/公斤。
【现货情况】
生猪价格整体趋稳，价格持续走低后，养殖端开始挺价，部分价格偏低区域，二育小幅增加，但终端表现平平，屠企按需采购，市场供强需弱态势明显。
【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】外盘美豆由于新作出口需求担忧以及种植天气顺利而保持弱势，内盘豆系计价远月供应缺口逻辑行情反弹，菜系近月仓单问题导致盘面走强。
【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持续反弹，旧作已经突破 300 美分/蒲；国内买船进度略微减缓，远月继续以巴西和阿根廷为主，后期虽有阿根廷豆粕买船，但补充量级有限，预计难以弥补供应缺口。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，近期由于部分油厂停机使得基差有所反弹，东北地区基差恢复正值，09 合约后续期现回归下方空间有限。全国进口大豆原料供应继续表现宽裕，油厂压榨量小幅回落，豆粕延续季节性累库趋势。需求端来看，物理库存季节性回升，高存栏背景下对应刚需水平消费维持。
菜粕端来看，菜粕近月仓单问题使得近月表现较豆粕偏强，远月由于菜系供应不确定性问

题而使得边际去库加速；国际市场加拿大天气有所修复，国内关注后续菜系供应恢复情况。
【后市展望】外盘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，市场逐渐开始换月计价远月供需缺口逻辑；菜系短期内交易自身仓单压力缓解而走强。
【策略观点】逢低远月多配。

油脂：植物油震荡偏强

【盘面回顾】马棕上涨，8 月出口预期好转，植物油整体震荡偏强。
【供需分析】棕榈油：马来 7 月库存预计连续第五个月增加，达到近两年高位，因产量增幅超出出口水平。印度 7 月需求下降，因进口合同取消，取而代之的是其豆油进口量激增。国内需求一般，港口库存虽小幅下滑但下游积极性不强，进口利润倒挂加深。
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，提振国内市场信心，加强后续去库预期。
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，板块内维持较弱。
【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】植物油近期整体震荡偏强

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 2195 元/吨，-5 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2700 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2930 元/吨，-20 元/吨。
【市场分析】东北玉米现货价格小幅走弱，产区购销氛围偏淡，市场整体活跃度较低。华北地区基层余粮已处于偏低水平，但下游企业采购积极性不高，仍以刚需为主，东北粮源持续向华北市场补充。销区市场玉米价格整体呈现稳中偏弱走势。港口贸易商心态趋于谨慎，出货意愿增强。玉米淀粉方面，受下游需求疲软影响，价格上行动力不足，短期内仍面临一定压力。
【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）期棉上涨超 0.5%，关注本月 USDA 报告调整情况。隔夜郑棉小幅收涨。
【外棉信息】据巴基斯坦棉花加工协会，截至 7 月 31 日，巴基斯坦新年度籽棉上市量折皮棉约 9.2 万吨，低于去年同期的 13.1 万吨，其中国内纺企采购量在 8.2 万吨，轧花厂库存约 1.0 万吨。
【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：保持弱势

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二收低，受油价下滑打压。

昨日夜盘，郑糖先跌后涨，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。

鸡蛋：破位下行

【期货动态】JD2509 收于 3330，日环比-0.89%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.96（-0.02）元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.95（-0.06）元/斤。

【现货情况】

新开产蛋鸡继续增加，市场供应较为充足。终端需求一般，市场成交氛围清淡，且高温天气抑制终端消费量，产区蛋价有稳有跌。销区北京到车正常，走货一般，价格暂稳。上海、广东市场成交不快，价格继续下跌。

【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：维持均势

【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 1 车，河北崔尔庄市场到货 20 车，下游客商按需拿货，成交一般，现货价格持稳。
【库存动态】8 月 5 日郑商所红枣期货仓单录得 9254 张，较上一交易日增加 6 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。

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。