金融期货早评

宏观：等待美国通胀数据公布

【市场资讯】1）央行今日进行 1120 亿元 7 天期逆回购操作 当日实现净回笼 4328 亿元。2）国务院任免国家工作人员：任命金民卿为当代中国研究所所长。3）中汽协：1-7 月新能源汽车销售 822 万辆，同比增长 38.5%。4）外交部回应报道称中方希望美放宽高带宽内存芯片出口管制：中方反对将科技和经贸问题政治化、工具化、武器化。5）特朗普：黄金不会被加征关税。6）贝森特："绝大部分"美国贸易谈判将在 10 月前完成。7）报道：特朗普政府扩大美联储主席候选人范围，鲍曼、Jefferson、Logan 入选。8）特朗普给本周五"普特会""降热度"：是"试探性会晤"、可能直接退出，能否达成协议不由他决定。9）特朗普宣布华盛顿特区进入公共安全紧急状态。10）中美关税最后期限延长 90 天。

【核心逻辑】国内方面，决策层密集出台了一系列民生政策，也让市场对后续民生政策充满期待。从长远来看，民生政策仍有较大发力空间。当前政策推进的方向明确且契合民生需求，但需求的修复难以一蹴而就，仍需等待各项政策形成合力并逐步释放效能。经济数据显示，经济边际有下行压力，若未来经济数据连续走弱，增量政策或将发力。海外市场方面，随着美国非农数据的大幅下修，前期偏乐观的风险偏好已出现修正，市场对美国的降息预期再度升温。短期内，市场大概率会更多围绕通胀数据展开博弈，就业市场数据的边际变化也会对市场情绪产生影响。接下来物价指数的公布将是我们核心关注的数据，一旦通胀指标超出市场预期，很可能会导致降息预期再次出现反复。

人民币汇率：静待美通胀结果

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1818，较上一交易日上涨 8 个基点，夜盘收报 7.1881。人民币对美元中间价报 7.1405，调贬 23 个基点。

【重要资讯】1）特朗普团队将鲍曼、杰斐逊和洛根纳入美联储主席候选人之列，今秋有望公布主席人选。2）俄乌问题——①德国政府称欧洲领导人、乌总统泽连斯基将于周三与特朗普通话；据悉欧洲方面将重申其红线。②特朗普：与普京的会晤是一次试探性会晤。下一次将与泽连斯基或与普京和泽连斯基举行会面；俄乌领土将发生变化。3）关税——①特朗普：黄金不会被加征关税。②世贸组织确认巴西已就美国关税措施提起诉讼。③印度政府向美国表示，希望双边贸易谈判能够继续进行。

【核心逻辑】展望后市，若无新增冲击因素（例如美通胀超预期），我们维持此前"短期美元兑人民币即期汇率有望在 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"的判断：1）外部影响因素：从市场预期来看，对于美联储将在 9 月降息 25 个基点的可能性当前市场已形成充分定价，但关于降息 50 个基点的预期，目前仍缺乏有力支撑。从中长期的角度去看，市场的降息预期最终内生于经济表现。目前，美国基本面方面暂未出现新的变化，国内需求及就业市场呈现放缓迹象，尚未进入衰退阶段。但在不确定因素较多的环境下，还需警惕降息预期到位的风险。综上，美元指数短期内或将维持整理行情，后续走势有待美国 CPI 数据进一步指引。2）内部影响因素：央行的顺势引导，市场对此亦可能形成共识。基本面方面，目前还是维持我们此前"对人民币至少不形成太多拉垮作用"的判断状态。

【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：增量下，暗流涌动

【市场回顾】昨日股指放量上涨，小盘走势偏强。从资金面来看，两市成交额回升 1167.46 亿元。期指方面，各品种放量上
涨，情绪整体偏乐观，但大小盘差异较大。
【重要资讯】1.蚂蚁集团、中国稀土集团相继辟谣“共建全球首个稀土人民币稳定币”。2.宁德时代旗下锂矿停产引爆市场，碳酸锂期货所有合约全部涨停，并带动国内碳酸锂现货、锂矿股全线上涨，A 股锂矿板块多股涨停，赣锋锂业 H 股盘中涨幅更是一度超过 22%。
【核心观点】昨日股指放量上涨，虽整体涨幅不大，但情绪面整体偏乐观，上涨股家数比下跌股家数攀升至 4.08，期指整体也放量上行。由于交易结构性特点明显，资金青睐存在利好信息的行业，因而规模指数走势分化严重，小盘明显强势，交易特点抵御性下降，并有进攻态势，短期预计易涨难跌。不过周内重磅数据尚未公布，没有系统性利多，预计上方空间有限。
【策略建议】卖出现金担保看跌期权

国债：反内卷热度升温

【行情回顾】国债期货早盘小幅低开后持续下行，跌幅不断扩大，午后价格低位企稳，尾盘回升跌幅有所收窄。长端受到明显影响，10Y、30Y 活跃券收益率均上行 2bp 以上。公开市场到期 5448 亿逆回购，日内新做 1120 亿，净回笼 4328 亿元。资金利率小幅上行，DR001 和隔夜匿名从上周 1.25%回到 1.3%，交易所隔夜在 1.45%附近。
【重要资讯】：1.杭州市司法局发布公开征求《杭州市促进具身智能机器人产业发展条例（草案）》意见的公告，将具身智能机器人产业纳入全市政策支持框架，通过制度设计增强政策合力，进一步规范产业高质量发展路径。
【核心逻辑】债市今天的最主要的就是受到商品行情的压制，并且盘中随着股票的拉升跌幅不断扩大。目前来看更多是情绪影响，因为 A 股对反内卷的反应相对比较有限，除了锂以外相关的煤炭、钢铁板块、能化板块表现相比其他品种都不强。而除了情绪的压制，资金中枢的反复（隔夜下到 1.25%后今日回升），对周末通胀数据的理解分歧都是多头情绪不够坚定的原因。
机构行为方面，总体来说债基依旧是净申购，但主要是混合型债基，中长久期纯债转为净赎回，但目前压力不大。
【投资策略】：多头持有
【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：MSK 新一周报价继续下行

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格先偏震荡，临近收盘明显下行。截至收盘，除 EC2508 合约略有回升，其余各月合约价格均略有回落。
【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，8 月 21 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1610，较同期前值上调$15，40GP 总报价为$2700，较同期前值上调$30。8 月 28 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 开舱报价为$1320，较前一周下降$240，40GP 总报价为$2700，较前一周下降$400，当前报价分别为 1335 美元/TEU 和 2230 美元/FEU。
【重要资讯】：内塔尼亚胡表示，目前以军已控制加沙约 70%至 75%的地区，目前哈马斯控制的主要地点是加沙城和包括加沙中部多个难民营及马瓦西地区的一片区域。以色列安全内阁上周已指示国防军清除这两处“哈马斯最后的据点”，行动将尽快推进，并在打击前疏散平民至安全区。
【南华观点】：期价初始如预期震荡，后有明显回落，主要应是 MSK 新一周欧线开舱报价

再度下行，引领欧指期价估值再度下行。对于后市而言，预计 EC 震荡偏回落或延续震荡走势的可能性仍相对较大；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：贵金属回调 关注晚间美 CPI

【行情回顾】周一贵金属市场大幅回调，美国黄金进口关税被否决，贸易关税担忧降温，以及数字货币资产价格上涨、国内股市表现良好黄金 ETF 呈现流出，一定程度影响资金投资偏好和资产配置。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 3393.7 美元/盎司，-2.8%；美白银 2509 合约收报于 37.645 美元/盎司，-2.33%。 SHFE 黄金 2510 主力合约 779.48 元/克，-0.81%；SHFE 白银 2510 合约收 9210 元/千克，-0.72%。特朗普表示，黄金不会被加征关税。贝森特称“绝大部分”美国贸易谈判将在 10 月前完成。其他消息面，特朗普政府扩大美联储主席候选人范围，鲍曼、Jefferson、Logan 入选。

【降息预期与基金持仓】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 14.1%，降息 25 个基点的概率为 85.9%；美联储 10 月维持利率不变的概率为 5.1%，累计降息 25 个基点的概率为 39.9%，累计降息 50 个基点的概率为 55.1%；美联储 12 月维持利率不变的概率 0.9%，累计降息 25 个基点的概率为 11.4%，累计降息 50 个基点的概率为 42.6%，累计降息 75 个基点的概率为 45%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 4.58 吨至 964.22 吨；iShares 白银 ETF 持仓日度增加 67.8 吨至 15058.6 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 6.4 吨至 1152 吨；截止 8 月 8 日当周的 SGX 白银库存周减 64.5 吨至 1304.5 吨。

【本周关注】本周数据关注周二 20:30 美 7 月 CPI 数据。事件方面主要关注密集美联储官员讲话，周二 22：00，2027 年 FOMC 票委、里奇蒙联储主席巴尔金发表讲话 ；周三 19：30，2027 年 FOMC 票委、里奇蒙联储主席巴尔金发表讲话；周四 01：00，2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比就货币政策发表讲话，01：30，2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克就美国经济前景发表讲话。

【南华观点】中长线或偏多，短线转弱，日内预计等待晚间美 CPI 数据指引。伦敦金关注下方 3340-3350 区域支撑，如跌破可能回踩 3300 区域，阻力 3400，然后 3450，及前高 3500。伦敦银支撑下移至 37.4 附近，然后 37 整数关口，阻力 38，38.5 阻力，然后 39.5-40 区域。操作上仍维持回调做多思路。

铜：降息预期叠加估值抬升，铜价小幅走强

【盘面回顾】沪铜指数在周一上涨 0.73%至 7.9 万元每吨附近，成交 15 万手，持仓 47 万手，上海有色现货升水 150 元每吨。

【产业表现】外电 8 月 10 日消息，位于亚利桑那州菲尼克斯以东的 Resolution Copper 被誉为美国最大未开发铜矿床，蕴藏约 2800 万吨铜，按当前价格价值约 2700 亿美元，可满足美国多年四分之一的铜需求。然而，历经 20 多年、耗资 20 亿美元，项目仍未产出一盎司铜，陷于许可迟缓、法律诉讼以及部落和环保反对之中。尽管如此，白宫推动加快审批，全国制造商协会亦支持该项目，认为其有助于强化美国工业基础。若法律障碍清除，企业最早可在 8 月中旬取得土地，预计 2030 年代投产。但由于美国铜精炼能力有限，缺乏关税保护，生产成本或将高于海外加工，影响国际竞争力。

【核心逻辑】随着时间的推移，下游终端对于美国关税造成的 8 月需求负反馈开始迟疑，且认为现在的价格已经基本兑现了此前的预期。因此我们认为，结合近期铜价的走势，此前 7.7 万元每吨的下方支撑可以被抬升至 7.8 万元每吨。另外，智利 El Teniente 铜矿的矿难影响或超过此前预期，Coldeco 公司需要协调更多的资源来解决铜矿供给的问题。

【南华观点】低位采购。

铝产业链：基本面压制表现

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20700 元/吨，环比+0.15%，成交量为 9 万手，持仓 22 万手，伦铝收于 2586 美元/吨，环比-0.88%；氧化铝收于 3182 元/吨，环比+0.32%，成交量为 17 万手，持仓 11 万手；铸造铝合金收于 20135 元/吨，环比+0.35%，成交量为 1008 手，持仓 8606 手。

【核心观点】铝：本周周中受降息预期发酵影响，铝价冲高，但沪铝基本面变化不大，累库尚未结束，铝价后续出现回调，考虑到库存仍处于较低位置，铝价下方空间有限，短期维持高位震荡，价格运行区间 20300-20800。中期来看，临近 9 月旺季且 9 月还有美联储降息预期，进入旺季并开始去库后铝价存在上行动力。总的来说，建议区间操作为主，近期铝价攀至高位可卖看涨期权，若继续回调可逢低逐步建立多头等待旺季到来。

氧化铝：氧化铝基本面较弱，供应方面，目前国内运行产能维持高位，3 万吨进口氧化铝也于本周末到达青岛港，下半年国内外新投产能预计也将继续释放，魏桥第四条线、广投的二条线计划于三季度投产，印尼南山 100 万吨生产线处于试生产阶段，另一条 100 万吨线计划于年底投产，氧化铝下半年供应预计持续处于过剩状态，并且目前来看该过剩压力已经开始兑现，氧化铝库存包括厂库继续增加，电解铝厂的氧化铝库存也在积累。在仓单逐渐回升，挤仓风险基本解除的情况下，市场交易逻辑可能正向成本定价逻辑转变，考虑到国内反内卷具体措施尚未落地，各行业出了一些文件同时也有很多消息和小作文的情况下，短期可将高成本地区 3000-3150 的完全成本作为支撑位看待。同时近期存在几内亚矿石扰动加剧以及阅兵期间环保政策的影响，可考虑跌破成本线后做多。

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：高位震荡；氧化铝：偏弱震荡；铸造铝合金：震荡

锌: LME 库存持续下降，短期偏强震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22590 元/吨，环比+0.33%。其中成交量为 87765 手，而持仓则减少 1509 手至 93386 手。现货端，0#锌锭均价为 22530 元/吨，1#锌锭均价为 22460 元/吨。

【产业表现】据 SMM 沟通了解，截至本周一（8 月 11 日），SMM 七地锌锭库存总量为 11.92 万吨，较 8 月 4 日增加 1.19 万吨，较 8 月 7 日增加 0.60 万吨，国内库存增加。

【核心逻辑】上一交易日，降息预期和 LME 低库存支撑锌价，偏强震荡。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 11 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。LME 库存持续下降，有一定挤仓风险，空头需谨慎。不过从过往情况来看，海外社库较为集中，LME 库存容易一下子上升很多造成锌价的下坠。短期内，警惕 LME 库存变动，观察宏观，偏强震荡。

【南华观点】偏强震荡。

锡：震荡为主

【盘面回顾】沪锡指数在周一维持震荡，报收在 26.8 万元每吨，成交 6.9 万手，持仓 4.9 万手。

【产业表现】安泰科对国内 18 家精锡冶炼厂（冶炼在产产能逾 31 万吨）产量统计结果显示，2025 年 7 月上述企业精锡总产量为 17899 吨，环比上涨 3.3%，同比增长 16.1%。2025 年上半年国内样本企业共生产精锡 12.2 万吨，同比增长 6.0%。分地区产量看，西南、华东、华中地区环比分别增长 3.5%、6.7%和 53.2%；华南、华北分别下滑 17.1%和 42.9%。同比看，西南、华南地区分别增长 24.9%和 61.6%，华东、华中和华北地区分别下降 4.7%、17.2%和 50.0%。7 月以来，国内主流成交的 40 度锡精矿加工费依然稳定在 1-1.05 万元/吨。

【核心逻辑】锡价在周一维持震荡，符合预期。宏观对其影响有限。供给端，缅甸锡矿完全复工复产预期的一再推迟对锡价一直起到较为明显的支撑作用，且可能造成持续性影响。需求方面没有太大变化。

【南华观点】震荡为主。

工业硅&多晶硅:多晶硅排产环增，工业硅下方有支撑

【行情回顾】周一工业硅期货主力合约收于 9000 元/吨，日环比变动+3.33%（震荡走强）。成交量约 66.21 万手（日环比变动+53.83%），持仓量约 27.19 万手（日环比变动 3.32 万手）。SI2509-SI2511 月差为 contango 结构，日环比变动+10 元/吨；仓单数量 50760 手，日环比变动+420 手。

多晶硅期货主力合约收于 52985 元/吨，日环比变动+4.32%。成交量 59.28 万手（日环比变动+36.29%），持仓量约 13.97 万手（日环比变动+0.21 万手）。PS2509-PS2511 月差为 back 结构，日环比变动+295 元/吨；仓单数量 4700 手，日环比变动+1080 手。

【产业表现】工业硅现货市场报价平稳，新疆 553#工业硅报价 8700 元/吨（日环比+150 元/吨），99#硅粉报价 10250 元/吨（日环比+0 元/吨）。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 12000 元/吨，日环比-150 元/吨；铝合金市场 ADC12 报价 20250 元/吨，日环比+100 元/吨。

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+0 元/千克）；下游 N 型

硅片报价 1.2 元/片（日环比+0 元/片），电池片报价平稳。
【南华观点】短期震荡偏强。中长线看，工业硅下方空间有限；多晶硅基本面仍然宽松，建议持续关注产业政策。

铅：需求与预期支撑，偏强震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16885 元/吨，环比+0.24%，其中成交量 35623 手，而持仓量则减少 4728 手至 54395 手。现货端，1#铅锭均价为 16725 元/吨。
【产业表现】据 SMM 再生铅现货交易指数显示，今日再生精铅采购情绪为 0.51，再生精铅出货情绪为 1.26。目前，再生精铅散单价格相比电解铅仍无优势，下游企业接货意愿差，持货商出货积极性亦不高。
【核心逻辑】上一交易日，铅价受旺季需求与降息预期支撑，偏强震荡。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，目前再生铅成本仍能支撑铅价。近期需求端，逼近旺季，生产备库意愿加强。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。目前主要观察下游的采买情绪以及消费旺季对铅影响几何。短期内，偏强震荡为主，具体需观察去库情况以及下游接货和开工。
【南华观点】震荡。

以上评论由分析师夏莹莹（**Z0016569**）、肖宇非（**Z0018441**）及助理分析师揭婷（**F03114103**）、余维函（**F03144703**）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：中美关税再次延期

【行情回顾】增仓上涨
【信息整理】1.根据 CNBC 的报道，美国总统特朗普在最后时刻签署了中美关税“休战”的再次延期决定，从 8 月 12 日起，再次延期 90 天。
【南华观点】供应端，煤矿超产治理及“276 工作日”政策持续发力，成本支撑强劲。叠加上周末唐山阅兵期间独立轧材厂限产、烧结限制消息与潜在高炉停产预期存在，供应收缩预期难以证伪。需求端，上周钢材出口新接单有所好转，海外报价略涨，且东南亚雨季临近尾声需求有望恢复，但出口价格倒挂现象依然存在。不过，前期较好出口订单使得当前出口暂未明显转弱，且钢厂在手订单充足、钢材整体库存不高，市场抛压不大，短期盘面下方支撑较强，利多驱动敏感，后续需验证旺季实际承接力：若承接不足导致中游库存释放，将加大市场抛压；若承接顺畅，则盘面有望从预期驱动转向现实需求驱动上涨。宏观层面，中美谈判延期 90 天，关税加码风险暂缓，环境偏暖。综合来看，短期宏观向好，供应收缩预期犹存，基本面暂无压力，成本支撑稳固，盘面或呈现震荡偏强格局。

铁矿石：反套走强

【盘面信息】铁矿石 09 持仓量被 01 超过。铁矿石 09-01 价差走缩，已经缩小至 7.5。
【信息整理】1. 根据 mysteel, 本期全球铁矿石发运量为 3046.7 万吨，环比减少 15.1 万吨。

2. 刚刚过去的周末，美联储副主席米歇尔·鲍曼公开发声，称支持今年降息三次，并建议美联储在 9 月议息会议上启动降息。这一消息点燃了市场的乐观情绪，CME 美联储观察的数据显示，当前投资者认为美联储在 9 月降息 25 个基点的可能性已经高达 91.5%。3.国家统计局发布数据显示，7 月份，居民消费价格指数（CPI）环比由上月下降 0.1%转为上涨 0.4%，同比持平，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅连续 3 个月扩大。随着扩内需政策效应持续显现，消费领域价格继续呈现积极变化，国内市场竞争秩序的持续优化将带动部分行业价格改善。4. 宝钢股份内销价格 2025 年 9 月份在 8 月份基础上，热轧基价继续上调 200。

【南华观点】反内卷预期和现实仍在，商品价格仍偏强运行。铁矿石属于跟随状态。目前基本面矛盾不大，发运偏中性，铁水稳在 240 万吨附近，港口库存维持。需要注意的是铁矿石反套走强，09-01 价差缩小至 7.5，历史最低位置。铁矿石价格整体上下有界，基本面短期无虞，中长期关注热卷的库存压力。目前的震荡需要宏观上的变化来打破。

焦煤焦炭：六轮提涨延缓落地

【盘面回顾】偏强震荡

【信息整理】

1. 国家矿山安全监察局定于 8 月 13 日上午 10 时举行新版《煤矿安全规程》专题新闻发布会，介绍《煤矿安全规程》修订的背景、原则、意义和主要修订内容，回应媒体关注问题。

2. 财政部、税务总局就《中华人民共和国增值税法实施条例（征求意见稿）》公开征求意见。对增值税法规定的纳税人、征税范围等税制要素进行细化和明确。

3. 就中方是否收到美方延长关税暂停期限的最终决定通知，外交部发言人林剑回应表示，具体问题请向中方主管部门询问。希望美方同中方一道，在平等、尊重、互惠的基础上争取积极成果。

4. 根据 CNBC 的报道，美国总统特朗普在最后时刻签署了中美关税“休战”的再次延期决定，从 8 月 12 日起，再次延期 90 天。

【产业表现】

焦煤：周内有关矿山超产检查和 276 工作日的消息流出，焦煤远月减产预期增强。进口方面，本周口岸蒙煤平均通关量维持在 1100 车以上，海煤进口利润可观，煤炭发运有增加迹象。需求方面，前期焦化厂积极补库，本周补库动作有所放缓，厂内原料库存小幅去化。目前焦化环节利润偏低，下游钢厂盈利率保持扩张，煤焦现实需求旺盛，具备继续向下游提涨扩利的基础。

焦炭：焦炭现货 5 轮提涨全面落地，即期焦化利润小幅修复，后续焦化开工率有望提高。高利润刺激钢厂积极生产，焦炭现货资源较为紧张，部分钢厂催促焦企发货。钢焦博弈仍在持续，周五主流焦企开启 6 轮提涨，钢厂或延缓落地节奏，下周一落地有一定难度。总体来看，现阶段焦炭炼钢需求旺盛，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】

近期市场频繁传出山西煤矿查超产、“276 工作日”等供应扰动消息，数据端观察到产地煤矿复产进度确有放缓，煤炭行业“反内卷”将成为整个三季度的交易重点。需要注意的是，因进口利润修复，近期蒙煤通关积极性高涨，海煤进口窗口快速打开，进口对国产焦煤的增量替代效应不容忽视，当前焦煤供需已恢复紧平衡格局，现货价格或受到近月交割博弈和终端补库放缓的牵制。淡季背景下，宏观因素对盘面的影响权重提高，远月合约的交易重点在于难以证伪的政策预期，“反内卷”存在反复炒作的可能，叠加阅兵限产和旺季前补库预期对成材价格的支撑作用，钢厂利润仍具韧性，我们对煤焦中长期走势并不悲观，后

续关注阅兵限产、美联储降息博弈及四中全会等海内外宏观风险事件。

硅铁&硅锰：跟随焦煤，波动较大

【核心逻辑】成本利润端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-49 元/吨（-134）；宁夏产区利润 48 元/吨（-234）；硅锰北方大区利润-98.14 元/吨（+70.51），南方大区利润-425.86 元/吨（+85.56）。供应端小幅回升硅铁生产企业周度开工率为 34.32%，环比上周+0.56%，硅铁周度产量为 10.91 万吨，环比+4.5%；硅锰生产企业周度开工率为 43.43%，环比+1.25%；硅锰周度产量 19.58 万吨，环比+2.62%。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存累库，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 2.03 万吨，环比+2.01%；硅锰五大材需求量 12.52 万吨，环比+1.25%。库存端本周硅铁企业库存 7.18 万吨，环比+9.45%，硅铁仓单库存 9.82 万吨，环比-10.89%；硅铁总库存 17 万吨，环比-3.3%。硅锰企业库存 16.15 万吨，环比-1.52%；硅锰仓单 38.02 万吨，环比-2.34%；硅锰总库存 54.15 万吨，环比-2.1%，总库存处于去库趋势。

【南华观点】近期铁合金的价格走势主要跟随煤炭的价格波动，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。近期铁合金的逻辑还是在于焦煤的价格，盘面焦煤波动较大，资金博弈剧烈，中长期焦煤的估值趋势向上，但短期波动较为剧烈，铁合金建议回调后轻仓试多。

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：油价微涨，关注本周“川普会”

【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上涨 8 美分，收于每桶 63.96 美元，涨幅为 0.13%；10 月交货的伦敦布伦特原油期货价格上涨 4 美分，收于每桶 66.63 美元，涨幅为 0.06%。夜盘 SC 原油主力合约收涨 0.30%，报 494 元/桶。

【市场动态】1. 乌克兰总统泽连斯基：与莫迪讨论了对俄罗斯石油的制裁问题。我们同意计划于 9 月份在联合国大会上举行会晤并制定互访计划。2. 瑞银集团：预计欧佩克+将暂停其产量调整，除非出现更大的持续性意外供应中断。3. 伊拉克和伊朗签署两国边界协调相关安全谅解备忘录。当地时间 8 月 11 日，在伊拉克总理苏达尼的主持下，伊拉克国家安全顾问卡西姆·阿拉吉与伊朗最高国家安全委员会秘书阿里·拉里贾尼签署了一份安全谅解备忘录，旨在就两国边界的安全协调进行磋商。伊拉克总理新闻办公室当天发布声明表示，伊

拉克将继续努力发展与伊朗的双边关系，加强在各领域内的合作，造福两国人民。声明还重申伊拉克坚决反对以色列对伊朗展开的军事行动以及任何导致地区和国际冲突升级行为的原则立场，并支持美伊对话。

【南华观点】隔夜盘面微涨，止住七连跌，但仍处于短期形成下跌趋势。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，关注本周“川普会”关于俄乌停火的进展。

LPG：基本面保持宽松

【盘面动态】FEI M1 收于 532 美元/吨，CP M1 收于 520 美元/吨， LPG2509 盘面收于 3799（+25）,LPG2510 盘面收于 4273（+21）

【现货反馈】华东均价 4401（-2），山东均价 4490（-10），最便宜交割品价格 4360（+0）。

【装置变动】LPG：鑫泰石化 8/11 气分停工检修，预计时间 3-7 天；PDH：山东振华 75 万吨检修；

【基本面】供应端本期依然保持宽松，主营炼厂开工率 82.39%（+0.84%）,独立炼厂开工率 46.87%（-1.33%），不含大炼化利用率为 42.88%（-1.48%）；国内液化气外卖量 52.92 万吨（+0.27），醚后碳四商品量 17.64（-0.1）；此外，进口端到港量本周依然在高位。需求端本期变动不大。PDH 本期开工率 75.40%（+1.82%），开工率预计在 75%左右震荡。MTBE 端本周内外价差依然较大，出口仍提供支撑，本期开工率 66.51%（+0.33%），外销量高位小幅回落，但仍然比较高。烷基化端开工率小幅抬升至 49.25%（+2.69%），本周价格窄幅波荡，同样商品量季节性高位。库存端，厂内库存 17.58 万吨（-0.5），本周厂库依然去库，整体厂库偏高；港口库存 321.62 万吨（+8.18），库存高位震荡。

【观点】原油连日下挫后转震荡，市场观望美俄谈判；海外丙烷价格依然偏弱，MB 相对更弱，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，化工需求本期小幅好转。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，本周到港依然在高位，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，8 月份天弘、宁夏润丰、泉州国亨有重启计划，而万华蓬莱、金能存检修计划，整体开工在 75%左右震荡，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：TA 加工费继续下探，做扩环节利润

【PX-PTA 观点】近期 PX-PTA 价格随成本端回落。PX 部分装置提负，负荷上调至 82%（+0.9%）；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弱，PX 环节效益明显修复，PXN 走扩至 269（+27），PX-MX 修复至 116.5（+7）。

PTA 方面，近期随成本端大幅走弱，整体产业链利润仍维持向上集中趋势，PTA 现金流加工费维持低位承压。供应方面，PTA 近期装置降负、检修陆续出现，负荷降至 76.2%（+0.9%）；其中，英力士降负，嘉兴石化停车，台化兴业停车换线；后续 ys 海南仍有一条线存停车计划；增量方面，后续关注威联石化、嘉兴石化重启进度及三房巷二线投产进度，8 月预计将出现 15-20wt 左右的供需缺口。库存方面，聚酯淡季下近期延续小幅累库趋势，社会库存小幅累库至 227 万吨（+2）。效益方面，TA 现金流加工费继续压缩至 123（-14）；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，长丝短纤负荷小幅上调，聚酯负荷上调至 88.8%（+0.7%）。近期下

游需求表现继续不振，长丝产销维持清淡，涤丝库存小幅累积，加工费小幅压缩。织造终端而言，织机负荷小幅下调，纱厂负荷持稳，终端现实订单暂未见改善，后续重点关注 8 月下旬之后秋冬订单及外贸圣诞订单启动情况，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。瓶片方面近期接单良好，内外盘加工费均有所修复，关注后续订单持续性，9 月预计负荷存上调预期。

总体来看，PX-TA 近端供需上矛盾不大，多跟随成本端波动及交割逻辑博弈为主。产业链利润目前仍维持向上集中格局，但 PX 环节利润已从低位有所修复，供应陆续回归，而 TA 加工费于历史低位继续下探，操作上逢低做扩 PTA 加工费。

MEG-瓶片：寻一浅滩，静等风来

【库存】华东港口库至 55.3 万吨，环比上期增加 3.7 万吨。

【装置】山西沃能 30w 近期按计划停车检修；通辽金煤 30w 近期重启提负。海外方面，沙特 Sharq3 一套 55w 近期再次停车；新加坡 Shell 一套 90w 近期按计划执行检修；马来西亚石油一套 75w 装置重启不顺。

【观点】

乙二醇价格近期以震荡偏强为主。基本面方面，供应端油降煤平，总负荷降至 68.4%（-0.6%）；其中，乙烯制方面，部分装置负荷波动；煤制方面通辽金煤重启，沃能按计划检修，神华榆林、中化学煤制负荷升至 75.14%（+0.14%）。效益方面，原料端原油走弱，乙烯持稳，动力煤价格小幅走强，煤制利润大幅压缩；EO-1.3EG 比价小幅走强维持低位。库存方面，本周到港计划偏多，下周一港口显性库存预计小幅累库 2 万吨左右。

需求端，长丝短纤负荷小幅上调，聚酯负荷上调至 88.8%（+0.7%）。近期下游需求表现继续不振，长丝产销维持清淡，涤丝库存小幅累积，加工费小幅压缩。织造终端而言，织机负荷小幅下调，纱厂负荷持稳，终端现实订单暂未见改善，后续重点关注 8 月下旬之后秋冬订单及外贸圣诞订单启动情况，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。瓶片方面近期接单良好，内外盘加工费均有所修复，关注后续订单持续性，9 月预计负荷存上调预期。

总体而言，乙二醇基本面供需基本维持，缺乏明显驱动，整体价格走势以区间震荡为主。虽然静态看后续整体维持累库趋势，但一方面累库幅度有限，供需脆弱平衡，低库存下向上弹性预计较大；另一方面近期煤制利润受煤价影响有所压缩，在成本端持稳的前提下，向下空间预计不大。操作上，乙二醇仍建议以逢低买入为主，入场时机关注商品情绪。瓶片方面绝对价格同样随成本端波动为主，近期受原料转弱影响现金流加工费小幅走扩，盘面加工费以区间操作为主。

甲醇：09 偏弱

【盘面动态】：周一甲醇 09 收于 2380

【现货反馈】：周一远期部分单边出货利买盘为主，基差 09-12

【库存】：上周甲醇港口库存大幅累库，解封后进船及卸货速度加快，周期内外轮显性卸货 23.2 万吨。江苏地区主流库区提货略有增量，但浙江因烯烃停车导致消费明显走弱，因此供应集中卸货背景下库存积累。华南港口库存继续累库。广东地区周内进口及内贸船只均有到货，因需求表现延续平淡，主流库区提货量一般，库存继续累积。福建地区进口货源继续补充供应，下游需求平平，库存亦有增加。

【南华观点】：受宏观影响，近期煤炭偏强，在此影响下能化走势趋于一致，虽然煤炭自身基本面不弱，但交割临近，品种基本面之间还是存在强弱差异。单纯甲醇基本面而言，09 合约 8 月港口到港较多，华东华南 8 月库存基本定满，甲醇港口 09 前压力巨大。但内地

由于宝丰持续外采，内地维持偏强，但整体传统下游采购积极性偏低，针对后市我们认为甲醇短期见底需要看到港口倒流或内地停止外采。海外来看，本月伊朗发运较快，8 月发运 34w 附近，本月预期 80-90，港口累库预期偏强。综上 09 基本面偏弱，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，以及港口内地窗口价差与内地情况。

PP：自身驱动有限，短期偏震荡

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7062（+33）。
【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6980 元/吨，华东现货价格为 7030 元/吨，华南现货价格为 7060 元/吨。
【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 77.31%（+0.34%）。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。需求端，本期下游平均开工率为 48.35%（-0.02%）。其中，本期下游平均开工率为 48.9%（+0.5%）。其中，BOPP 开工率为 60.8%（0%），CPP 开工率为 56.88%（+2.75%），无纺布开工率为 35.3%（0%），塑编开工率为 41.1%（0%）。本周除 CPP 以外，其他下游开工率变化不大。库存方面，PP 总库存环比上升 4.37%。上游库存中，两油库存环比上升 5.18%，煤化工库存上升 5.44%，地方炼厂库存上升 2.16%。中游库存中，贸易商库存环比上升 8.08%，港口库存下降 2.08%。从绝对值来看，目前 PP 库存仍处于中位水平，总体压力不大。
【观点】从 PP 基本面来看，近期变化不大：在供给端，目前装置仍处于集中检修季中，但由于前期装置投产较多，加之近期 PDH 装置回归，供给持续处于高位。在需求端，近期下游开工率基本持平。但当前下游原材料库存和成品库存均已处于低位，且在行情波动时可以看到较强的投机性补库意愿，证明当前下游需求存在一定弹性。从平衡表预估来看，在近月 PP 供需尚能够维持平衡，因此当前并不具备有方向性的强驱动，预计总体将以震荡格局为主，后续主要关注需求端情况和成本端变化。

PE：正转向供需双增格局

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7290（+24）。
【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 84.08%（+2.99%）。近期装置陆续重启，开工率回升较多。目前装置集中检修季已到达尾声，PE 供给量重回高位。投产方面，吉林石化 40 万吨 HDPE 新装置上周投产落地，后续关注埃克森美孚在 8-9 月的投产进度。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 39.12%（+0.38%）。其中，农膜开工率为 13.07%（+0.44%），包装膜开工率为 49.3%（+0.6%），管材开工率为 29%（+0.33%），注塑开工率为 54.8%（+1.4%），中空开工率为 38.24%（-0.58%），拉丝开工率为 31.59%（-0.2%）。本周 PE 下游开工率总体回升，且订单情况有所转好。库存方面，本期 PE 总库存环比上升 9.71%，其中上游石化库存环比上升 25%，煤化工库存下降 6%，社会库存上升 2%。
【观点】从基本面来看，PE 近期正在转向供需双增的格局：在供给端，装置集中检修季已接近尾声，供给显著回归。同时，在需求端，下游正处于从淡季向旺季过度的阶段，预计在 8 月中下旬需求将有所回归。从当前平衡表预估来看，近月 PE 供需压力并不算大，总体处于平衡状态。但后续实际的情况将取决于需求回归的程度，若下半年需求回归不及预期，PE 仍存在累库的可能。总结来说，PE 短期预计仍将以震荡格局为主，后续走势将主要取决于需求端情况以及成本端变化。

PVC:空配对待

供应：本周开工率有所反弹，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 1-7 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，待发同样小幅走弱，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）：周内基差弱势维持，期现商继续保持正套打满的状态。
策略观点：近期市场交易反内卷的情绪比较反复，导致绝对价格的定价权完全不在产业端而在于政策，且几乎所有品种绝对价格波动都明显的在跟随焦煤等龙头品种。在前期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。前期我们也跑了一下北京，整体感受下来的工业品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，09 合约矛盾比较确定，继续空配对待。

纯苯：苯乙烯双去库

纯苯：
【盘面回顾】BZ2603 收于 6230（+26）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 6155（+30），主力基差-75（+4）
【库存情况】截至 8 月 11 日，江苏纯苯港口库存 14.6 万吨，较上期环比下降 10.43%。
【南华观点】
纯苯：供应端，石油苯受裕龙、京博新装置投产影响供应增加，加氢苯方面停车产能大于开工，开工率小幅继续下滑，纯苯周度总供应有所回升。需求端下游开工变动最为明显的是苯酚和己二酸，受上海西萨重启、大连恒力提负、镇海炼化投产影响，苯酚开工率回升；华峰 50 万吨己二酸装置停车预计检修 10 天，己二酸开工率大幅下滑 10.4%，总体五大下游周度折原料纯苯需求较上周基本持平。下游正值需求淡季，利润持续不佳之下，即使近期有多套下游装置投产，从纯苯周度需求量来看并无明显提升，新装置投产带来的影响更多体现在对于在产装置开工的挤压上。库存方面，上一周期船只到港延迟，纯苯延续去库。近期纯苯供需双增，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。盘面已回归基本面，纯苯向下空间有限；然受制于高隐性库存，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 7250（+15）
【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7300（+30），主力基差 50（+15）
【库存情况】截至 2025 年 8 月 11 日，江苏苯乙烯港口库存 14.88 万吨，较上周期减少 1.02 万吨，幅度-6.42%；截至 8 月 7 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 21.15 万吨，较上一周期减少 0.58 万吨，环比减少 2.71%。

【南华观点】
苯乙烯：供应端上周京博新装置已成功产出合格品加上前期检修装置回归，后续苯乙烯供应充足。需求端，EPS 行业短停及减产装置大幅增加，开工下滑超 10%，PS 和 ABS 受检修装置重启以及新装置投产影响开工有不同程度提升，时值终端需求淡季，3S 对原料苯乙烯仅有刚需支撑。近期苯乙烯到港船只较少，华东港口苯乙烯未进一步累库。苯乙烯自身面临供增需减，平衡表看 8-9 月苯乙烯供应持续过剩，基本面偏弱，但在原料端偏强的情况下短期苯乙烯难向下深跌。后续可关注苯乙烯在出口端是否有需求增量。短期单边观望为主，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 2760 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 3463 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。

沥青：跟随成本端弱势震荡

【盘面回顾】BU09 收于 3512 元/吨
【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3680 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-8.5%至 34.5%，华东+4.9%至 41.3%，中国沥青总的开工率-1.4%至 31.7%，山东沥青产量-4.2 至 18.0 万吨，中国产量-2.2 万吨至 55.8 万吨。需求端，中国沥青出货量+0.79 万吨至 28.03 万吨，山东出货-0.67 万吨至 7.52 万吨；库存端，山东社会库存+0.2 万吨至 13.5 万吨和山东炼厂库存+0.2 万吨为 13.7 万吨，中国社会库存+1.5 万吨至 52.9 万吨，中国企业库存-1.9 万吨至 42.9 万吨。
【南华观点】沥青供给端保持平稳态势。而需求端因降雨天气影响，需求始终无法有效释

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。 库存结构上厂库压力较小，社库去库依然偏慢，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。成本端原油，因受到俄乌冲突缓和态势影响，地缘溢价回吐，缓解了沥青成本端供应偏紧的预期。 沥青单边价格弱势回调，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，但旺季并无超预期表现。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：偏弱震荡

【盘面动态】：周一尿素 09 收盘 1720
【现货反馈】：周末国内尿素行情弱势下滑，跌幅 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1630-1750 元/吨。国内仍处需求淡季，出口消息不及预期，尿素工厂降价吸单，但新单成交整体较差。昨日山东、河南等低端企业出厂已降至 1680 元/吨附近，短线低端价格或企稳等情绪面指引，高端价格将继续下调。
【库存】：截至 2025 年 8 月 6 日，中国尿素企业总库存量 88.76 万吨，较上周减少 2.97 万吨，环比减少 3.24%。中国尿素港口样本库存量：48.3 万吨，环比减少 1 万吨，环比跌幅 2.03%。
【南华观点】：市场各种出口消息频发，影响价格波动的同时干扰现货交易。周末行情敏感区域价格已有松动，上游尿素工厂再次陆续下调报价收单。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。工厂待发订单与库存压力提升，现货报价下降，但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：近弱远强格局

玻璃纯碱烧碱：近弱远强格局
纯碱：
【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1345，0.98%
【基本面信息】
本周一纯碱库存 187.62 万吨，环比上周四+1.11 万吨；其中，轻碱库存 74.13 万吨，环比上周四+2.37 万吨，重碱库存 113.49 万吨，环比上周四-1.26 万吨。
【南华观点】
市场情绪会有反复，近端交易回归基本面。纯碱供应维持高位预期不变，日产在 10.6-10.7 附近波动。光伏玻璃处于持续亏损状态，不过成品库存去化明显，在产日熔暂稳于 8.6 万吨附近。纯碱刚需整体维持偏弱预期，重碱平衡继续保持过剩。上中游库存刷新历史新高，现货承压明显，关注碱厂降价动作。成本端随着煤价强势，小幅抬升。基本面纯碱供强需弱格局不变，继续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 1219，1.92%
【基本面信息】
截止到 20250807，全国浮法玻璃样本企业总库存 6184.7 万重箱，环比＋234.8 万重箱，环

比+3.95%，同比-8.18%。折库存天数 26.4 天，较上期+0.9 天。
【南华观点】
近端交易回归产业现实，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，供应端日熔暂稳于 15.9-16 万吨附近，暂无预期外状况。当前玻璃累计表需下滑 7%，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。当下中游库存高位，盘面快速下跌后负反馈持续，产销疲弱。近端现货承压明显，湖北持续降价后低价现货 1060 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。

烧碱：
【盘面动态】烧碱 2601 合约昨日收于 2595，2.37%
【基本面信息】
据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 27.69 万吨（折百），环比上周增加 3.99%，同比增加 21.4%。本周东北及华中地区液碱库存稍有下滑，东北地区因有个别企业停车检修，库存压力缓解。华中河南地区液碱出货顺畅，两湖地区价格向下修正后，出货略微好转。但其他地区液碱库存均有增长，西北地区氯碱检修企业陆续复工，片碱价格有下滑情况，液碱市场交易氛围一般，库存升温。华东一带需求亦是清淡，其中山东地区氧化铝需求一般，非铝下游按需拿货，液碱库存有所升温。
【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，近弱远强格局。基本面，近端跌价累库，山东液碱价格逐步下滑，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：小步上移

【盘面】主力合约收于 5246（+54）
【策略观点】港口库存 204.8 万吨（-5,.7），持续去库。虽然目前来看阔叶浆供给压力尚存，但海外浆厂 suzano 传出计划减产消息。需求端，将逐步进入季节性消费旺季，但整体增量预计有限。现货端，上周山东银星，山东俄针周度价格无变化。山东金鱼价格下跌 40 元/吨。盘面上，经过上上周市场情绪回落之后，上周价格开始逐渐企稳。前期的低点基本确认有效。技术上看，属于上行趋势回落后的整理阶段，01 合约可封低做多

原木：会一直安静么？

【核心逻辑】
昨日太仓多种规格辐射松价格上调 10 元/方。主力合约持仓不足两万手，商品市场出现新的热点，股市氛围较好，原木持仓又进入失血状态，但也符合它的规律。

全国原木库存，本周环比无变化，处于历史同期低位，其中江苏库存下降明显。山东小幅累库。日均出库量上看，处于往年同期高位。地产端房屋施工面积上来看，与去年基本持平。CFR 报价上涨到 116 美金，环比上涨 2 美金。
库存下降，出库量提升，季节性旺季，现货上涨，CFR 报价上涨，注册仓单尚未出现，07 合约的转抛成本较高。基本面上看，目前格局是偏多的。
盘面上来说，原木因为持仓量较小，容易受到资金进出的扰动而产生大幅的波动，近来几次都是因为大幅增仓或者减仓导致日内价格波幅较大。09 合约的进入交割月前还有 3 个星期的时间。目前盘面持仓 2 万手。后续依然存在单日大幅增仓的可能性。目前的价格，按

照现货的成本来计算仓单成本，估值为中性水平。套保有薄利。若 07 转抛有存储成本，运输成本优势，则转抛利润也还可观。但这一部分的量相对有限。
技术上看，为上行趋势中的区间震荡整理。策略上逢低买入为主，可辅助高抛低吸。

丙烯：山东现货大涨

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6491（+40）,PL2602 盘面收于 6541（+39）
【现货反馈】华东均价 6400（+75），山东均价 6500（+200），便宜交割品价格 6500（+300）
【装置变动】丙烯：振华 75 万吨 PDH 周末开始故障检修；PP 粒料：独山子 2#PP7 万吨检修，兰港石化 1#PP11 万吨检修，延长中煤 1&2PP60 万吨重启；PO：齐翔腾达 30 万吨重启中，江苏瑞恒 40 万吨重启中；
【基本面数据】供应端，丙烯整体开工率 73.8%（+0.83%），产量 117.7 万吨（+1.34 万吨）。其中，主营炼厂开工率 82.39%（+0.84%）；独立炼厂开工率 46.87%（-1.33%），不含大炼化利用率为 42.88%（-1.48%）；蒸汽裂解开工率 85.17%(+2.09%)；PDH 开工率 75.4%（+1.82%），开工率预计在 75%左右震荡。MTO 开工率 83.88%（+1.41%）。需求端本期变动不大，本期开工率 77.31%（+0.37%），产量 77.71 万吨（+0.38 万吨）；PP 粉料本期开工率 37.52%（+1.48%），产量 6.77 万吨（+0.27 万吨）。开工率 73.76%（+0.89%），产量 12.02 万吨（+0.15 万吨），库存 56 万吨（+4.6 万吨）。其他需求端本周变动不大。
【观点】现货市场价格继续抬升，山东市场因最大外放企业振华故障检修，现货价格上涨 250-300 元/吨。成本端，扰动依然较大，原油依然偏弱运行；外盘丙烷出口高压下偏弱震荡，远月 0102 为丙烷相对旺季，拿 01 CP 瞄 01 丙烯成本大概在 6400 元/吨左右；煤端依然波动很大。供应端依然维持高位，主营炼厂开工高位，地方炼厂负荷小幅降低，MTO 装置开工持稳，PDH 因部分装置复产开工抬升，预期开工在 75%震荡。需求端，整体变化不大，聚丙烯粒料产量维持高位，聚丙烯粉料利润支撑下开工较前提回升，环氧丙烷因利润改善开工提升，丁辛醇新增宁夏九泓新装置提负，其他下游变动不大。主要市场山东供需差因部分装置检修缩小，预期近期仍有缩小空间，关注京博 39 万吨 K-cot 出产品情况，以及 8 月中下旬金能及万华蓬莱可能的检修。

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】LH2511 收于 14140 环比-0.28%
【现货报价】全国生猪均价 13.72（-0.02）元/公斤，其中河南 13.69（-0.14）元/公斤、四川 13.31（+0.04）元/公斤、湖南 13.64（+0.05）元/公斤、辽宁 13.46（+0.04）元/公斤、广东 15.3（+0.00）元/公斤。
【现货情况】
生猪价格涨跌互现，区域分化明显，北方地区价格继续下行，南方地区呈稳中偏强运行。现阶段市场供应端受降重政策以及 7 月部分生猪延迟出栏的影响，短时供应压力较大，需

求端高温持续抑制消费，且学校备货未启动，需求疲软态势难改。
【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：关注中美关系

【盘面回顾】外盘由于中美和谈预期而反弹，内盘豆粕反之下跌，菜粕仓单问题缓解而回落。
【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，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，菜粕近月仓单问题缓解使得近月回落，远月由于菜系供应不确定性问题而使得边际去库加速；国际市场中澳关系缓解，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，关注后续中国采购情况；内盘豆系近月下跌空间有限，关注远月是否采购美豆。
【策略观点】等待贸易关系指引。

油脂：7 月 MPOB 报告带动油脂上行

【供需分析】棕榈油：MPOB 月报显示，马来西亚 7 月棕榈油出口为 1309059 吨，环比增长 3.82%；产量为 1812417 吨，环比增长 7.09%；库存量为 2113278 吨，环比增长 4.02%；进口为 61039 吨，环比减少 12.82%。库存低于预期，报告利多推动棕榈油上行。
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；且市场传言近期美国将会发布 RVO 提案最新进展，引起美豆油消费预期走弱，不利油脂市场。国内库存压力因印度采购豆油有好转预期，市场对去库进度信心较强。
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，远月因政策不定仍有供应紧张可能。
【后市展望】7 月 MPOB 报告利多，短期棕榈油继续向上，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，关注中加关系变化。
【南华观点】棕榈油短期偏强运行，豆油震荡偏强，菜油板块内稍弱。

玉米&淀粉：窄幅震荡

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收高，受大豆上涨影响。大连玉米淀粉震荡。
【现货报价】玉米：锦州港：2280 元/吨，+0 元/吨；蛇口港：2530 元/吨，+0 元/吨；哈尔滨报价 2195 元/吨，+0 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2670 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2890 元/吨，-10 元/吨。
【市场分析】东北玉米市场延续弱势，贸易商多按主流价出货，购销情绪偏淡。华北余粮不多，价格较为稳定。销区市场玉米价格整体稳定，个别港口反弹 10 元/吨。受华北新粮

上市临近及下游需求疲弱影响，短期玉米淀粉走势承压。
【南华观点】震荡偏弱。

棉花：关注 USDA 报告

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅收涨，随谷物市场反弹。隔夜郑棉 01 合约小幅上涨。
【外棉信息】7 月巴西棉出口量为 12.7 万吨，环比减少 4.3%，同比减少 24.0%，其中土耳其为主要出口目的地，占比约 19.4%，孟加拉占比约 16.3%，越南占比约 13.7%，巴基斯坦占比约 13.2%。
【郑棉信息】目前新疆新棉生长进度较快，花位普遍集中在第九、十、十一台果枝，部分棉田病虫害情况有所加重，但整体长势良好，对新年度产量暂维持乐观预期，预计本周新疆气温将有所回升，产区风速多有放缓，双河市、新和县或有大风天气，关注后续产区气温及降水情况。近期下游内地纱厂纺纱利润欠佳，整体负荷进一步下滑，布厂负荷略有上调，打样订单略有增加，但整体走货仍显不畅，成品小幅累库。中美两国 5 月商定，暂停征收 24%关税 90 天，该期限于 8 月 12 日到期，中美将再次延长暂停期限 90 天。
【南华观点】当前陈棉低库存现状对棉价形成有力支撑，但下游走货尚未回暖，短期棉价驱动尚显不足，或维持震荡，但随着“金九银十”旺季逐渐临近，下游备货意愿有望边际好转，棉价重心或随需求回暖而抬升，关注下游备货情况及本周 USDA 供需预测报告调整情况。

白糖：维持弱势

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周一上涨，CFTC 报告显示投机客持有大量空头头寸导致出现一些买盘。
昨日夜盘，郑糖横盘震荡，整体变化不大。
【现货报价】南宁中间商站台报价 5960 元/吨。昆明中间商报价 5750-5900 元/吨。
【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，8 月第一周出口糖 109.4 万吨，日均出口 18.23 万吨，较上年 8 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. 印度农业和农民的福利部数据显示，截至 8 月 1 日，印度甘蔗种植面积达到 573.1 万公顷，略高于去年同期的 556.8 万公顷。
【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 3271，日环比-2.71%
【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.06（+0.15）元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.03（+0.09）元/斤。
【现货情况】
随着蛋价探底，市场有抄底情绪，红蛋市场出货好转，库存有所下降。粉蛋市场出货一般，价格小幅调整。销区北京、广东市场到车正常，走货尚可，价格上行。上海需求一般，价

格暂时稳定。
【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。短期来看，市场虽有抄底情绪，但鸡蛋价格难言见底，供给端压力较大或将压制接下来的中秋、十一的旺季价格。建议投资者谨慎观望或逢高沽空远月合约，同样也可布局反套策略或者多饲料空猪禽的套利策略。

苹果：保持强势

【期货动态】苹果期货昨日上涨，短期走势走强。
【现货价格】晚富士栖霞 80#一二级片红 3.6 元/斤，80#一二级条纹 4 元/斤，招远 80#统货 3 元/斤，洛川 70#以上半商品 4.5 元/斤，白水 70#以上客商统货 4 元/斤，静宁 75#以上半商品 5.3 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，纸袋嘎啦开始上市，价格较好。
【库存分析】钢联数据显示，截至 2025 年 8 月 6 日，全国主产区苹果冷库库存量为 53.39 万吨，环比上周减少 8.02 万吨，走货较上周略有减少，同比基本与去年持平。
【南华观点】短期苹果维持偏强上涨。

红枣：减产情绪发酵

【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，预计本周气温略有偏高，但下周气温或再度回落，产区风速多有放缓，但且末县、若羌县或仍有短时大风天气，注意强降雨或大风等异常天气对枣果生长的影响。
【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 10 车，下游客商按需拿货，现货价格小幅上调，随着中秋节逐渐临近，关注下游备货情况。
【库存动态】8 月 8 日郑商所红枣期货仓单录得 9214 张，较上一交易日持平。据统计，截至 8 月 7 日，36 家样本点物理库存在 9784 吨，周环比减少 255 吨，同比增加 72.62%。
【南华观点】在去年丰产的基础之上，新年度灰枣产量同比有所下滑，或低于正常年份，但减产幅度尚难确定，市场对此存在较大分歧，随着节日旺季逐渐临近，下游将开始陆续备货，叠加减产情绪的发酵，短期红枣价格走势或偏强，但在陈枣库存偏高且产量尚未明朗下，不宜追高。

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。