金融期货早评

宏观：多因素促使人民币贷款减少

【市场资讯】1）中国 7 月新增社融 1.16 万亿元，人民币贷款减少 500 亿元，M2-M1 剪刀差缩小。央行主管媒体：不宜过度炒作单月信贷增量波动。2）特朗普表示可能稍微提前任命下任美联储主席，人选缩小到三四位。贝森特：美国利率水平应比当前低 150 到 175 个基点，9 月降息 50 个基点的可能性很大，对美联储主席人选"广撒网"至 11 位。美联储主席潜在人选布拉德：若当选，将寻求打破"团体思维"。3）美财长"特普会"前施压，威胁加大对俄制裁，特朗普称，若顺利将美俄乌三方会晤。4）芝加哥联储主席古尔斯比：需要看到更多通胀好转的证据，每次会议都有行动的可能；美联储理事提名人米兰：没有证据表明关税引发通胀。目前交易员已完全定价美联储 9 月份将降息 25 个基点。

【核心逻辑】国内方面，决策层密集出台了一系列民生、促消费政策，也让市场对后续政策充满期待。从长远来看，民生、消费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。此外，中美关税如期延期，关税风险再度后移，目前关税风险暂时不是市场交易的主线。国内社融数据公布，新增人民币贷款减少 500 亿元，背后是季节性因素、需求弱、反内卷等多方因素导致。总体数据仍然显示当下居民、企业信贷需求相对偏弱，信用周期仍未开启。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。美国 CPI 数据环比较上月边际放缓，而核心 CPI 环比较上月有所上行。美国物价指数低于预期又强化了市场对降息的预期，当下市场对美国经济的担忧强于对通胀上行的担忧。

人民币汇率：美国通胀整体平稳，杰克逊霍尔会议或成关键

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1755，较上一交易日上涨 156 个基点，夜盘收报 7.1775。人民币对美元中间价报 7.1350，调升 68 个基点。

【重要资讯】1） 7 月末 M2 余额同比增长 8.8%，1-7 月社融同比多增 5.12 万亿元。2）美联储——①特朗普称将美联储主席人选只剩三到四人。有官员透露政府正在考虑 11 名主席候选人。②交易员已完全定价美联储 9 月份将降息 25 个基点。③美联储古尔斯比：需要看到更多通胀好转的证据，每次会议都有行动的可能。④美联储理事提名人米兰：没有证据表明关税引发通胀。3）博斯蒂克坚持 2025 年降息一次，古尔斯比警告秋季会议"充满变数"。4）贝森特讲话——①美联储 9 月很可能补偿性降息 50 个基点；现在的利率应该降低 150-175 个基点。不认为美联储需要回归大规模购债。②不会支持停止发布就业报告，我们需要的是可靠的数据。③如果美俄会谈不顺利，制裁或二次关税可能会上调。

【核心逻辑】7 月美国 CPI 整体平稳，市场已将 9 月降息 25 个基点视为"板上钉钉"，不排除美联储主席鲍威尔最早下周释放降息信号的可能。不过，当前美国通胀黏性并未根除，降息空间可能远小于市场想象。与此同时，未来仍充满变数，8 月非农与 CPI、杰克逊霍尔年会，都可能重塑叙事。因此，在主线明朗前，追单边风险收益比欠佳，需保持谨慎。综上，美元指数短线或围绕 98 震荡，美元兑人民币即期汇率在本周亦难脱盘整。

【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：外资助力下，情绪亢奋

【市场回顾】昨日股指继续放量上涨，小盘走势偏强。从资金面来看，两市成交额大幅回升 2694.17 亿元。期指方面，各品
种放量上涨，情绪偏乐观。
【重要资讯】1.据央行统计，今年前七个月，社会融资规模增量累计为 23.99 万亿元，比上年同期多 5.12 万亿元；人民币贷款增加 12.87 万亿元。7 月末，M2 同比增长 8.8%，M1 增长 5.6%，社会融资规模存量增长 9%。2.市场监管总局、工信部拟加强智能网联新能源汽车管理，强调企业应明确显示组合驾驶辅助系统的安全提示和使用说明，避免驾驶员将组合驾驶辅助功能视为自动驾驶功能使用。3.目前外资正加速流入中国股票市场。摩根士丹利在最新发布的报告中表示，在全球多头基金连续两个月净买入中国股票之后，预计重返中国股市的趋势将“更为强劲”。
【核心观点】昨日股市大幅放量上涨，受资金助力与风险偏好回升多重拉动，隔夜中概股继续受明显上涨，情绪亢奋下，预计 A 股仍有上行空间。昨日晚间公布国内金融数据，信贷数据负增，居民，企业信贷低迷，反映实体部门仍需政策提振，经济基本面内生动能不强，不过数据层面具有一定季节性特征，后续需继续观察，若疲软态势延续，或在后续情绪平静后，压制股市中枢上行。短期谨慎乐观，但基本面没有有力支撑下，需警惕，做好风险管理。
【策略建议】保险策略：持有现货，买入看跌期权

国债：逢低布局下季合约

周三期债整体低开高走，全线收涨。无惧股市再创新高，现券收益率全线下行。公开市场净回笼 200 亿，资金面仍然宽松，DR001 在 1.316%。
昨日 A 股继续强势上涨，上证指数如期突破去年 10 月 8 日形成的高点，但债市受到的影响有限，股债跷跷板效应减弱。盘后公布的货币信贷数据显示 7 月融资仍由政府债券支撑，而新增贷款转为负值，企业、居民融资需求双弱。金融时报随后发文称季节性因素导致信贷数据波动明显，不宜过度炒作单月信贷增量读数波动，似在为股票市场扫除利空，但 A 股连续冲高后可能需要震荡整固，或给债市一定上涨空间。今日债市有望回归基本面逻辑，交易不追涨，注意控制仓位，逢低布局下季合约，低位多单继续持有。

集运：期价延续下行走势

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格先震荡下行，后回归震荡。截至收盘，除 EC2508 合约略有回升，其余各月合约价格均有所回落。
【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，8 月 28 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1385，较同期前值上调$30，40GP 总报价为$2330，较同期前值上调$60。本周，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 开舱报价为$1535，较同期前值下降$200，40GP 总报价为$2435，较同期前值下降$400。
【重要资讯】：以色列总理内塔尼亚胡 12 日对媒体表示，以色列与巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）就在加沙地带实现短期停火、部分被扣押人员获释达成协议的可能性“已成过去时”。内塔尼亚胡当天在接受以色列 i24 新闻台采访时说，与哈马斯达成“部分协议”的可能性已不复存在。他还否认对于其“延长战争”的指责，称内阁支持其缩短作战时间表、在加沙地带取得“决定性胜利”的举措。
【南华观点】：延续此前逻辑，欧线现舱报价的持续下调，拉低了期价估值，远月合约在资金面的作用下明显下行；而 EC2508 合约基于基差收敛逻辑，底部仍有支撑，整体偏小幅震荡。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。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、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：降息预期升温 贵金属有所回升

【行情回顾】周三贵金属市场整体震荡回升为主，白银表现相对强势，美联储年内降息预期升温下美指与美债收益率回落为价格提供一定利多，但市场风险偏好回升则削弱贵金属魅力，8 月以来国内黄金 ETF 持续流出。周边资产看，原油偏弱，比特币上涨，欧美股与上证上涨，南华有色金属指数进入调整。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 3407 美元/盎司，+0.24%；美白银 2509 合约收报于 38.55 美元/盎司，+1.44%。 SHFE 黄金 2510 主力合约 777.72 元/克，+0.08%；SHFE 白银 2510 合约收 9300 元/千克，+1.43%。高盛宏观经济研究预计美联储今年将在 9 月、10 月和 12 月分别降息 25 个基点，共降息三次。贝森特表示，美国利率水平应比当前低 150 到 175 个基点，对美联储主席人选"广撒网"至 11 位，9 月降息 50 个基点的可能性很大。

【降息预期与基金持仓】年内降息次数预期上升至 3 次。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 5.7%，降息 25 个基点的概率为 94.3%；美联储 10 月维持利率不变的概率为 0%，累计降息 25 个基点的概率为 31.8%，累计降息 50 个基点的概率为 64.4%；美联储 12 月维持利率不变的概率 0%，累计降息 25 个基点的概率为 5.2%，累计降息 50 个基点的概率为 37.4%，累计降息 75 个基点的概率为 54.4%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓维持在 964.22 吨；iShares 白银 ETF 持仓维持在 15099.56 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 16.1 吨至 1135.1 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】本周数据总体清淡，今晚适当关注美 7 月 PPI 数据及周度初请失业金人数。事件方面亦较少。

【南华观点】中长线或偏多，短线黄金震荡并有望转强，白银偏强。伦敦金支撑上移至 3340-3350 区域，阻力 3370，3400，然后 3450，及前高 3500。伦敦银支撑 38-38.1 区域，阻 39，然后 39.5-40 区域。操作上仍维持回调做多思路。

铜：高位震荡，符合预期

【盘面回顾】沪铜指数在周三高位震荡，报收在 7.94 万元每吨附近，成交 12 万手，持仓 47 万手，上海有色现货升水 200 元每吨。

【产业表现】在沙特承诺的资金未能到位后，巴里克矿业（Barricks）计划从美国和其他国际贷款机构寻求高达 35 亿美元的融资，用于在巴基斯坦建设一座大型铜金矿。首席执行官表示，该公司正在为俾路支省的 Reko Diq 项目制定“七国集团国家融资方案”。谈判涉及世界银行国际金融公司（IFC）、美国进出口银行和发展金融公司以及德国、加拿大和日本的贷款机构。Reko Diq 被认为是世界上最大的未开发铜金矿床之一，预计未来 37 年将产生超过 700 亿美元的自由现金流。第一阶段计划于 2028 年开始生产，目前正在积极进行融资谈判。

【核心逻辑】美国的通胀数据有利于美联储降息，拉低了美元指数，抬升了整个有色金属板块的估值。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。从铜的期限结构上看，一个月前的 B 结构已经被拉成了 C 结构，说明次轮铜价上涨有结构的支撑，或较为坚实。

【南华观点】低位采购。

铝产业链：关注几内亚罢工和示威风险

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20790 元/吨，环比+0.63%，成交量为 8 万手，持仓 22 万手，伦铝收于 2608.5 美元/吨，环比-0.42%；氧化铝收于 3276 元/吨，环比-1.06%，成交量为 30 万手，持仓 15 万手；铸造铝合金收于 20200 元/吨，环比+0.55%，成交量为 2238 手，持仓 8644 手。

【核心观点】铝：沪铝基本面变化不大，累库尚未结束，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 20300-21000。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。昨日夜盘，美国 7 月 CPI 数据温和上涨那个上涨，市场加大美联储九月降息预期，有色普涨。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，进口氧化铝也陆续到港，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，市场交易逻辑可能向成本定价逻辑转变。但考虑到国外下半年矿端扰动增加，几内亚大选在即，反对派组织罢工和示威风险上升；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。周一山西省自然资源厅调整部分矿种出让登记权限，加强铝土矿资源保护等消息提振情绪，但该消息为上月旧消息此次只是重提，且氧化铝暴力限产概率低，基本面压制上涨，短期震荡调整为主。

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，但由于废铝偏紧原因，铝合金较沪铝稍显韧性，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

镍，不锈钢：短期延续震荡

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 122470 元/吨，下跌 0.25%。不锈钢主力合约日盘收于 13130 元/吨，下跌 0.64%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 124800 元/吨，升水为 2050 元/吨。SMM 电解镍为 122850 元/吨。进口镍均价调整至 123150 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27530 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为-63.64 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-4.9%。8-12%高镍生铁出厂价为 923 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-1.02%。纯镍上期所库存为 26194 吨，LME 镍库存为 211098 吨。SMM 不锈钢社会库存为 954000 吨。国内主要地区镍生铁库存为 33415 吨。

【市场分析】

日内沪镍恢复震荡走势。镍矿方面菲律宾周内供给发运仍处于高位，国内到港库存较高，印尼方面升水仍无明显变动，整体镍矿仍有松动预期。镍铁近日均价回调至 920 一线往上，供给端有一定挺价情绪，贸易商偏看涨近期情绪偏强。不锈钢方面日内有所回调，进一步上行动力有限，目前走势成本支撑影响，叠加近期不锈钢出口消化预期也有一定好转。硫酸镍方面近期盐厂有一定挺价情绪，成交近期连续上调，目前市场流通偏紧。消息面上可持续关注美国降息预期和美元指数走势。

锡：小幅回落

【盘面回顾】沪锡指数在周三小幅回落，报收在 26.8 万元每吨，成交 5.8 万手，持仓 5.2 万手。

【产业表现】Alphamin Resources 公布，截至 6 月 30 日的第二季度息税折旧摊销前利润（Ebitda）环比增长 21%，达到 7500 万美元，增长主要归因于本季度锡销量的增加。由于担心叛乱分子侵犯行动附近的社区，今年早些时候，公司位于刚果民主共和国的 Bisie 矿的行动不得不暂时停止。这扰乱了锡的生产和销售。然而，运营于 4 月中旬恢复。Bisie 第二季度含锡产量为 4106 吨，由于暂时停产的影响，低于 5000 吨的目标季度产量。

【核心逻辑】锡价在周三小幅回落，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。根据 Alphamin 财报，Bisie 锡矿减产的影响超预期，推升了短期的锡价。需求方面没有太大变化。

【南华观点】持币观望。

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：焦煤炒作情绪降温

【行情回顾】昨日盘跟随焦煤回调，夜盘略企稳

【信息整理】1. 大商所调整焦煤期货 JM2601 合约交易限额和手续费标准。自 2025 年 8 月 15 日交易时起，非期货公司会员或者客户在焦煤期货 JM2601 合约上单日开仓量不得超过 1000 手；8 月 18 日交易时起，投机日内交易手续费费率上调至成交金额的万分之二。
2.8 月 13 日河北、天津地区部分钢厂对焦炭采购价格进行第六轮上调，捣固湿熄焦炭上调 50 元/吨、捣固干熄焦炭上调 55 元/吨，顶装湿熄焦炭上调 70 元/吨、顶装干熄焦炭上调 75 元/吨，主流钢厂 14 日招标。
3. 国家矿山安全监察局 13 日上午召开新闻发布会，对新修订的《煤矿安全规程》进行说明和解读。新版《规程》要求煤矿企业必须配备技术负责人，建立健全并落实安全技术管理体系；大幅减少了井下瓦检员数量和检查频次要求。
【南华观点】昨日煤矿安全规程会议后，市场炒作热情暂时降温，叠加昨日盘中关于交易所拟对焦煤实施限仓的市场传闻在盘后得到验证，焦煤期货引领黑色系品种出现回调。钢材自身基本面来看，淡季需求呈现季节性下滑，库存有所累积均属正常现象。目前成材总库存水平依然不高，现货市场逢低买入心态尚可，下游承接能力依然存在。综合来看，短期市场炒作情绪有所退潮，螺纹近月合约面临仓单压力，上方阻力显现，10 合约在 3250-3300 区域压力显著。然而，供应收缩的预期仍在，钢材基本面暂无显著压力，下方空间有限。预计短期内盘面将呈现区间震荡格局，螺纹钢 10 合约可关注 3100-3150 附近支撑，热卷 10 合约则关注 3300-3350 区域支撑。

铁矿石：情绪降温

【盘面信息】焦煤和钢材等商品下跌为主。铁矿石也尾盘跳水，09-01 月差略微走阔。
【信息整理】1. 当地时间 8 月 12 日，由于美国联邦政府继续以创纪录的速度积累债务，美国国债总额首次超过 37 万亿美元，约为 2024 年美国名义国内生产总值的 1.27 倍。美国财政部发布的最新数据显示，截至当日下午，美国国债总额已达到 37004817625842 美元。截至 2025 年 7 月，全国总人口已经达到约 3.42 亿人，按此计算，美国人“平均”背债超 10.8 万美元。 2. 财政部副部长廖岷表示，对居民个人消费贷款和消费领域的服务业经营主体贷款实施贴息政策，这是中央层面首次实施。个人消费贷款贴息政策，贴息对象为居民使用的相关贷款经办机构个人消费贷款中实际用于消费的部分，包括单笔 5 万元以下日常消费，以及单笔 5 万元及以上的家用汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品和健康医疗等重点领域消费，贴息比例为 1 个百分点，大体为当前商业银行个人消费贷款利率水平的 1/3，政策实施期为 1 年。 3. 2025 年 8 月 13 日上午 10 时国家矿山安全监察局举行的新版《煤矿安全规程》专题新闻发布会及相关动态。会议重点解读新版《煤矿安全规程》的修订背景、原则及目标，旨在强化矿山安全法治化、标准化管理，应对当前矿山安全生产新挑战（如深部开采、灾害叠加等），推动矿山安全治理模式向事前预防转型 4.根据钢谷网，本期全国建材和热卷产量和需求皆下降，库存累积。
【南华观点】短期工业品反内卷情绪有所降温，短期有部分多头止盈离场。铁矿石基本面目前平稳，短期供应偏中性，需求端铁水产量预计维持。限产（限烧结矿）不利于近月需求，压制近月和现货价格，但整体影响有限。钢厂利润有望维持在良好水平，因此短期铁水产量难以深降，对价格有支撑。预计价格仍偏震荡运行。

焦煤焦炭：大商所限仓

【盘面回顾】跳空低开
【信息整理】
1. 央行：中国 1-7 月社会融资规模增量 23.99 万亿元，比上年同期多 5.12 万亿元。1-7 月人民币贷款增加 12.87 万亿元。7 月末，M2、M1 同比分别增长 8.8%和 5.6%。

2. 近期，2025 年超长期特别国债支持设备更新的 1880 亿元投资补助资金已下达完毕，支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流等领域约 8400 个项目，带动总投资超过 1 万亿元。
3. 美国财政部发布的最新数据显示，截至目前，美国国债总额首次超过 37 万亿美元。
4. Mysteel 统计 314 家独立洗煤厂样本产能利用率为 36.5%，环比增 0.29%；精煤日产 26.4 万吨，环比增 0.4 万吨；精煤库存 297.0 万吨，环比增 8.9 万吨。
5. 8 月 13 日，河北、天津等地区部分钢厂对焦炭采购价格进行上调，湿熄焦炭上调 50 元/吨、干熄焦炭上调 55 元/吨，顶装湿熄焦炭上调 70 元/吨、顶装干熄焦炭上调 75 元/吨，主流钢厂 14 日招标。
6. 大商所：自 2025 年 8 月 15 日交易时（即 8 月 14 日夜盘交易小节时）起，非期货公司会员或者客户在焦煤期货 JM2601 合约上单日开仓量不得超过 1000 手，在焦煤期货 JM2509 合约上单日开仓量不得超过 500 手，在焦煤期货其他合约上单日开仓量不得超过 2000 手。

【产业表现】

焦煤：近期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，因蒙古大塔矿开采数量下滑限制装车，蒙煤发运存在下滑预期，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，上游矿山精煤库存有累库迹象。此外，焦企限产对焦炭需求是短期利空因素。

焦炭：近期焦煤现货小幅转弱，焦炭现货 6 轮提涨即将落地，即期焦化利润修复，焦企继续提涨阻力较大。阅兵限产可能导致部分地区焦炭资源紧张的情况加剧，阅兵限产对高炉出铁的实际影响可能较为有限，高利润刺激下游钢厂积极生产，短期内焦炭炼钢需求旺盛，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。此外，周初蒙煤进口亦有扰动消息，短期通关量有望下滑，焦煤供应缩减预期被强化。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，但短期内需注意大商所限仓对煤焦市场过热情绪的影响。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：跟随煤炭

【行情回顾】昨日焦煤下跌以及商品市场情绪的降温，铁合金顺势下跌。

【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，近期铁合金的逻辑还是在于煤炭段，跟随煤炭系的价格，硅铁下方关注 5650 左右支撑位，硅锰关注 5900 左右支撑位。

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：EIA 超预期累库，盘面继续下跌

【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 52 美分，收于每桶 62.65 美元，跌幅为 0.82%；10 月交货的伦敦布伦特原油期货价格下跌 49 美分，收于每桶 65.63 美元，跌幅为 0.74%。夜盘 SC 原油主力合约收跌 1.69%，报 482 元/桶。

【市场动态】1. 特朗普向泽连斯基及盟国表态 本周不会与普京讨论领土划分问题。据 NBC 新闻报道，包括两名欧洲官员在内的五名知情人士透露，美国总统特朗普在当地时间周三与欧洲领导人的通话中明确表示，其本周与俄罗斯总统普京会晤的核心目标是促成乌克兰停火，而非讨论领土划分事宜。与会欧洲官员与两名消息人士称，各方达成共识——必须在实现停火后才可启动和平谈判。部分欧洲领导人从通话中感知，特朗普对此次会晤成果预期谨慎。但五名知情人士强调，所有领导人均认同两点核心原则：乌克兰必须全程参与谈判，且领土让步决定权专属乌方。他们透露盟国一致认为，若普京拒绝停火，特朗普或将祭出新对俄制裁。2. 美国至 8 月 8 日当周 EIA 原油库存+303.6 万桶，预期-27.5 万桶，前值-302.9 万桶。战略石油储备库存+22.6 万桶，前值+23.5 万桶。库欣原油库存+4.5 万桶，前值+45.3 万桶。汽油库存-79.2 万桶，预期-69.3 万桶，前值-132.3 万桶。精炼油库存+71.4 万桶，预期+72.5 万桶，前值-56.5 万桶。原油产量增加 4.3 万桶至 1332.7 万桶/日。商业原油进口 692.0 万桶/日，较前一周增加 95.8 万桶/日。原油出口增加 25.9 万桶/日至 357.7 万桶/日。炼厂开工率 96.4%，预期 96.8%，前值 96.9%。

【南华观点】周三夜盘 EIA 报告公布后，原油系期货快速下跌：SC 原油跌超 2%，燃料油跌超 1%；国际原油期货亦显著下行，WTI、布伦特主力合约跌近 2%。EIA 数据显示，美国至 8 月 8 日当周除却战略储备的商业原油库存为 2025 年 6 月 6 日当周以来最高。美国至 8 月 8 日当周除却战略储备的商业原油进口量为 2024 年 12 月 27 日当周以来最高。美国至 8 月 8 日当周国内原油产量增幅录得 2025 年 3 月 7 日当周以来最大。美国至 8 月 8 日当周 EIA

战略石油储备库存为 2022 年 10 月 14 日当周以来最高。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。

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】: 周三甲醇 09 收于 2370
【现货反馈】: 周三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：震荡格局为主

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7081（-10）。
【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6990 元/吨，华东现货价格为 7030 元/吨，华南现货价格为 7050 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】从基本面来说，PP 供需格局近期变化不大：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，当前主要跟随宏观情绪波动。后续主要关注需求端情况和成本端变化。

PE：跟随宏观情绪波动

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7313（-16）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7210 元/吨，华东现货价格为 7260 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 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】从基本面来说，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，近期聚烯烃自身基本面驱动较为有限，主要跟随宏观情绪波动。后续仍需关注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：区间震荡

纯苯：
【盘面回顾】BZ2603 收于 6237（-13）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 6175（+5），主力基差-62（+18）
【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；本周华峰 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，但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 7297（-25）

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7355（-25），主力基差 58（-）

【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 2730 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】BU10 收于 3503 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3640 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。

橡胶：上有压力，内外分化

【行情回顾】

昨日沪胶 RU2601 低开走高，上方压力明显，终收于 15875（+10），NR2510 收于 12695（-10）。主要因为国内供需两侧均强于海外，20 号胶与外胶表现疲软。

【现货价格】

上海国产全乳市场价 14800（+50），越南 3L 市场价 14800（-50），青岛保税区泰标报 12879（-48），泰混 14647（-94）。

【产业表现】

原料端，海内外产区雨水扰动，短期出胶不畅，成本支撑坚挺。昨日云南有强降雨，交割利润仍为负；海南夜间大范围有雨，据闻昨日全岛收胶量在 3000 多吨左右，交割利润尚可，但量少受浓乳分流明显。泰国雨势减弱，但烟片与标胶的加工利润、进口利润空间均小。泰柬冲突和劳工流失影响泰东北部边境产区，至少已有 78 万在泰劳工返柬（总数为 120-150 万），预计受影响割胶面积占泰国总量 6%。

库存端，本周国内干胶库存终迎反转，深色胶与浅色胶库存齐降，其中青岛干胶库存去库明显，云南非标库存累库减慢，越南 3L 胶库存维持增加。RU 仓单微升，仍处季节性低位；NR 仓单小幅增加。预期有望随淡旺季转换而进一步降库。

需求端，本周下游半钢胎和全钢胎开工率均与前期持平，半钢胎开工低于同期，库存仍处历史高位；全钢胎开工持平，下游重卡需求不淡，全钢胎库存维持去库。内需方面，消费贷款贴息政策落地，小幅利好国内汽车销量。出口方面，长期轮胎出口预期稳定，中美关税延期与美国降息预期助暖宏观，但长期仍需关注国际关税、欧盟双反等政策风险。

【南华观点】

天气持续扰动构筑成本支撑，胶价底部格局明朗，宏观回暖与政策落地助力胶价重心上移，但供应增量预期未变，油价有所拖累，预计 RU2501 在 15600~16000 区间宽幅震荡。RU9-1 价差 1000 左右维持，9-1 反套空间较小；深胶库存压力仍大，且海外经济回暖不如国内，RU-NR9 月价差扩大超 2200，关注深浅价差逢低做扩。

【风险提示】

国际关税变化、下游产业政策出台、天气变化

玻璃纯碱烧碱：震荡为主

玻璃纯碱烧碱：震荡为主

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1383，-1.85%

【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】

市场情绪和焦点会有反复，无论什么因素引起的供应端故事也会被反复交易，增加波动。当下纯碱供应维持高位预期不变，日产在 10.8 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。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 1214，-2.1%

【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 1020 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 2614，0.83%

【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】

步入 8 月，09 合约或开始走交割逻辑。基本面，近端略有变化，山东液碱价格上调，下游铝厂集中批量采购，带动碱厂去库。供应端产量则有继续回升预期。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。后市继续关注旺季成色，下游需求改善程度以及下游备货积极性。

原木：下方空间有限

【核心逻辑】

昨日 09 合约减仓下行。

时间来到了 8 月中旬。09 合约的交割逻辑逐步走强。当前，现货企稳的条件之下，估值低估。按照太仓的 6 米中 A 来估算，仓单成本大概在 830 附近。若按照买方接货意愿，即买盘面要比现货价格低的情况来考虑，需要抹掉卖方的交割产生的额外成本，只折算尺差与升贴水。那么盘面若低于 800，则买方接货意愿增强。所以下方空间，相对有限。策略思路，逢低做多。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）、边舒扬（Z0012647）、张博（Z0021070）、杨歆悦（Z0022518）、寿佳露（Z0020569）、宋霁鹏（Z0016598）、戴一帆（Z0015428）、胡紫阳（Z0018822）及助理分析师黄超贤（F03147169）提供。

农产品早评

生猪：现货博弈增强

【期货动态】LH2511 收于 14230 环比+0.64%

【现货报价】全国生猪均价 13.75（+0.06）元/公斤，其中河南 13.81（+0.08）元/公斤、四川 13.47（+0.16）元/公斤、湖南 13.71（+0.01）元/公斤、辽宁 13.46（+0.07）元/公斤、广东 15.3（+0.00）元/公斤。

【现货情况】

各省份生猪价格稳中伴涨，区域略有分化。北方地区价格偏强，南方养殖企业标猪成交尚可，华中头部企业有缩量，阶段性有反弹预期；需求端无明显变化，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：逢低做多

【盘面回顾】外盘由于中美和谈及 USDA 超预期报告而反弹，内盘远月 01 豆粕跟随美豆反弹，菜粕盘中计价加菜籽反倾销关税消息远月 01 涨停后回落。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，外盘走强后巴西升贴水报价小幅下跌，但仍维

持 300 美分/蒲以上；国内买船进度在巴西报价走弱后略微减缓，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，在不购买美豆背景下，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开始反弹，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，盘面大幅拉升后回落；商务部公布文件表示，对所有加拿大公司征收的保证金比率 75.8%，相当于直接进口成本上升 75.8%，即使后续关税确定后前期缴纳保证金会退还部分，但仍旧对于后续菜系整体供应产生较大影响。

【后市展望】外盘美豆种植天气暂无较大问题，盘面关注重点在于新作美豆出口中国情况；内盘豆系近月下跌空间有限，关注远月供需缺口是否打开上方空间；内盘菜系由于中加反倾销关税影响，短期冲高回落后仍可布多。

【策略观点】逢低做多远月双粕。

油脂：油脂偏强运行

【供需分析】棕榈油：周三马来西亚棕榈油总署（MPOB）网站上的一份通知显示，马来西亚已将其 9 月毛棕榈油参考价上调，进而将出口税上调至 10%。9 月毛棕榈油参考价为每吨 4053.43 林吉特（962.12）美元。8 月参考价为 3864.12 美元，出口税为 9%。当毛棕榈油价格在每吨 2250-2400 林吉特区间时，开始征收 3%的出口税。当价格超过每吨 4050 林吉特时，征收 10%的最高出口税。7 月 MPOB 报告利多，加上近期东南亚地区降雨较多，或影响产量，支撑产地报价。

豆油：8 月美国 2025/2026 年度大豆产量预期为 42.92 亿蒲式耳，市场预期为 43.65 亿蒲式耳。8 月美国 2025/2026 年度大豆期末库存预期为 2.9 亿蒲式耳，市场预期为 3.49 亿蒲式耳。8 月美国 2025/2026 年度大豆单产预期为 53.6 蒲式耳/英亩，市场预期为 52.9 蒲式耳/英亩。USDA 报告利多美豆，成本预计推动豆油。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：商务部网站公布对原产于加拿大的进口菜籽反倾销调查的初裁结果，初步认定存在倾销，并对加菜籽实施收保证金形式的临时反倾销措施，引起后续菜系进口担忧，后市菜油缺口的出现进一步落实，推动菜油走高。

【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；豆油产地端缺乏驱动，关注中美贸易进展；菜油因反倾销措施走强，密切关注中加关系变化。

【南华观点】宏观因素下油脂强势运行

棉花：关注前高压力

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 1%，部分资金获利了结，关注美棉周度出口情况。隔夜郑棉小幅收涨。

【外棉信息】2025 年 6 月，美国棉制品进口量为 13.57 亿平方米，同比减少 4.47%，环比增加 5.32%，进口金额为 37.14 亿美元，同比增加 2.94%，环比增加 12.51%。

【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。
【南华观点】当前陈棉低库存现状对棉价形成有力支撑，在新年度全球库存预期转紧下，短期国内外棉价或偏强运行，同时国内随着“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。

白糖：保持强势

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三收盘下跌，上个交易日因现货市场需求改善令糖价触及两个月好点。
昨日夜盘，郑糖继续上涨，保持强势。
【现货报价】南宁中间商站台报价 6000 元/吨。昆明中间商报价 5780-5930 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】近期市场短期跟随外盘表现，走势强劲。

鸡蛋：破位下行

【期货动态】JD2509 收于 3277，日环比-1.03%
【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.07（+0.00）元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.97（-0.05）元/斤。
【现货情况】
北方天气逐渐转凉，鸡蛋存储难度降低，市场出货略有好转，南方需求仍偏差，出货压力增加，各市场走货不一，产区稳定为主，河北粉蛋小幅走低。销区北京走货正常，价格持稳。上海需求尚可，价格继续上行。广东市场到车增加，成交不快，价格继续下行。
【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：冲高回落

【期货动态】苹果期货昨日冲高回落，短期涨势过快。
【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：关注下游备货

【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 2 车，河北崔尔庄市场到货 20 车，整体成交一般，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 13 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）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。