金融期货早评

宏观：关注 7 月经济数据的发布

【市场资讯】1）美国通胀“爆表”，7 月 PPI 环比飙升至 0.9%，创三年新高，同比升至 3.3%。2）贝森特“澄清”：并非呼吁降息，只是讨论中性利率模型。美联储票委穆萨莱姆：现在判断下月是否支持降息还太早，给降息 50 基点泼冷水。美联储票委古尔斯比给 9 月降息预期泼冷水：不要仓促。美联储戴利：9 月大幅降息没必要。无惧超预期 PPI，美联储主席两位新晋候选人：支持大幅降息。3）贝森特：日本央行明显“行动太慢”，应该加息。4）美联储逆回购工具使用量创 2021 年以来新低。5）“特普会”倒计时，特朗普预计失败概率 25%，美临时豁免部分制裁，白宫威胁手中工具很多。

【核心逻辑】国内层面，决策层近期密集推出一系列聚焦民生、促进消费的政策举措，这不仅为市场注入信心，也让各方对后续政策的持续发力充满期待。从长远视角看，民生与消费领域的政策仍有较大空间。当前，政策推进的方向清晰明确，聚焦民生领域，但需求的修复是一个渐进过程，难以一蹴而就，仍需等待各项政策形成合力。从已公布的经济数据来看，当前经济面临一定的边际下行压力，若未来相关数据持续走弱，预计增量政策或将适时发力，其中 7 月中国经济数据的发布值得重点关注。海外市场方面，在美国最新物价指数公布后，美元指数表现相对偏弱。近期，尽管部分美联储官员的表态偏向鸽派，但整体而言，多数官员仍持鹰派立场，美联储内部的政策分歧正逐步加剧。此外，尽管特朗普政府持续向美联储施压，但短期内，美联储在降息决策上的独立性仍将保持，美国 PPI 数据超市场预期，更加剧了 9 月降息的不确定性。因此，后续美联储官员的表态以及美国经济数据的变化，将是关注的重点。

人民币汇率：美降息预期叙事再生变数？

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1730，较上一交易日上涨 25 个基点，夜盘收报 7.1795。人民币对美元中间价报 7.1337，调升 13 个基点。

【重要资讯】1） 美国 7 月 PPI 同比飙升至 3.3%，为今年 2 月以来最高水平，远超预期的 2.5%；环比则上涨 0.9%，为 2022 年 6 月以来最大涨幅。2）鲍威尔将于北京时间 8 月 22 日晚上 10 点在杰克逊霍尔会议上发表演讲。3）美联储——①戴利：下个月大幅降息似乎并不合适。②穆萨勒姆：50 个基点的降息并不符合当前的经济状况或数据。③美国财长贝森特：没有呼吁美联储降息 150 个基点，只是指出模型显示中性利率在更低水平。

【核心逻辑】昨晚公布的美国 PPI（整体和核心均强于预期），显示通胀压力依然高企，短线利好美元指数。符合我们此前当前美国通胀黏性并未根除，不排除降息空间可能远小于市场想象的可能的判断。与此同时，短期仍充满变数，8 月非农与 CPI、杰克逊霍尔年会，都很有可能重塑当前市场叙事。因此，在主线明朗前，短期美元指数或围绕 98 附近震荡，美元兑人民币即期汇率在本周大概率仍难站稳 7.20 上方，整体在 7.20 下方盘整运行。重点关注今晚美国零售销售公布情况。

【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：乐观收敛

【市场回顾】昨日股指继续放量下跌，大盘指数展现韧性。从资金面来看，两市成交额大幅回升 1282.72 亿元。期指方面，

IF 放量下跌，IH 放量上涨，IC、IM 缩量下跌。

【重要资讯】1.美联储 9 月降息预期再度受挫。美国 7 月 PPI 同比飙升至 3.3%，为今年 2 月以来最高水平，远超预期的 2.5%。2.香港证监会及香港金管局就稳定币相关市场波动发表联合声明，重申在考虑稳定币发行人牌照申请时将采取稳健及审慎方式，并设立较高的门槛。

【核心观点】昨日股市继续放量，走势冲高回落，情绪面有所降温。美国 PPI 高于预期，降息预期回落，将对前期 CPI 低于预期带来的风险偏好回升形成打击，预计涨幅会有一定回吐。短期多头预计交易会偏谨慎，再度冲高可能性不大。

【策略建议】保险策略：持有现货，买入看跌期权

国债：情绪仍占主导

周四期债早盘下探，午盘一度拉升，此后多空拉锯，尾盘回落，品种全线收跌。现券收益率全线上行，且期货盘后中长端受消息扰动继续上行。资金面宽松，DR001 在 1.317%。

昨日债市完全没有对社融数据做出交易，早盘受 A 股突破 3700 点压制，但午后股市回落，债市依然反弹乏力，风险情绪仍主导行情。A 股连续突破技术点位后有放量滞涨态势，有调整需要，但债市能否受益要视调整幅度与时间而定。盘后央行公告将进行 5000 亿 6 个月买断式逆回购，与到期规模相等，预计利多效应有限，关注今日经济数据的公布。短期不排除市场惯性下跌的可能，超长债由于交易拥挤度较高，跌幅将更大。交易思路上不做空，可轻仓搏反弹，多单注意设置止损。

集运：期价相对维稳

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格整体延续震荡走势。截至收盘，除 EC2510 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 28 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1390，较同期前值上调$5，40GP 总报价为$2340，较同期前值上调$10。8 月底，长荣海运上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 开舱报价为$1955，较同期前值下降$100，40GP 总报价为$2960，较同期前值下降$200。

【重要资讯】：以色列总理内塔尼亚胡在接受 i24 新闻采访时暗示将大幅扩张以色列边界，这一表态立即在阿拉伯国家和领导人中引发新一轮争议与愤怒。在这段最新发布的采访中，内塔尼亚胡表示自己正在执行一项“历史与精神使命”，并明确表达了对“大以色列”愿景的强烈认同——这一概念长期以来被用来指代包含约旦、埃及和叙利亚部分领土，以及被占领的约旦河西岸和加沙地带在内的以色列版图。这一言论发表之际，正值以色列强硬派官员和定居者团体高调宣称以军“很快将进驻（叙利亚首都）大马士革”。这些主张均基于数千年前上帝对犹太人应许之地的圣经记载。

【南华观点】：在此前接连下降后，大部分合约已至短期低位，部分空头止盈离场，市场交易情绪也相对偏冷静，故昨日期价有所回升。对于后市而言，当前期价已逐渐接近现舱报价水平，预计 EC 整体延续震荡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，基于基本面考量（需求即将走出旺季月份），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。

南华期货

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：美 PPI 超预期 降息预期回落

【行情回顾】周四贵金属市场明显调整，主要因晚间美 PPI 大超预期，重燃通胀担忧并削弱美联储降息预期，特别是关税问题在通胀上显现问题，美指和美债收益率明显回升，其影响力也因其大超预期而大于 CPI。周边资产看，原油回升，比特币下跌，美股震荡，南华有色金属指数震荡调整。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 3382.3 美元/盎司，-0.76%；美白银 2509 合约收报于 38.035 美元/盎司，-1.47%。 SHFE 黄金 2510 主力合约 778.7 元/克，+0.31%；SHFE 白银 2510 合约收 9286 元/千克，+0.77%。美国 7 月 PPI 同比+3.3%，选高于前值+2.3%，预期+2.5%，为今年 2 月以来最高水平；美国 7 月 PPI 环比 0.9%，为 2022 年 6 月以来最大涨幅，预期 0.2%，前值 0%；核心 PPI 同比+3.7%，预期 3%，前值 2.6%，为 2 月以来最高水平；核心 PPI 环比+0.9%，预期 0.2%，前值 0%，为 2022 年 4 月以来最大涨幅。

【降息预期与基金持仓】年内降息次数预期降温，且浇灭 9 月降息 50BP 幻想。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 7.9%，降息 25 个基点的概率为 92.1%；美联储 10 月维持利率不变的概率为 3.2%，累计降息 25 个基点的概率为 41.7%，累计降息 50 个基点的概率为 55.2%；美联储 12 月维持利率不变的概率 0.8%，累计降息 25 个基点的概率为 12.6%，累计降息 50 个基点的概率为 45%，累计降息 75 个基点的概率为 41.6%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓减少 2.86 吨至 961.36 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 28.25 吨至 15071.31 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 15.7 吨至 1150.8 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，今晚关注美 7 月零售销售数据。

【南华观点】中长线或偏多，短线回归调整。目前投资者焦点转向下周五杰克逊霍尔全球央行年会上的降息前景暗示与继任人选问题。伦敦金支撑 3330，然后 3300 整数关口，阻力 3350 区域，3370，3400。伦敦银支撑 37.8，37.5，阻力 38-38.1 区域，39。操作上仍维持回调做多思路。

铜：股市带动期市回落

【盘面回顾】沪铜指数在周四小幅回落，报收在 7.9 万元每吨附近，成交 11 万手，持仓 46 万手，上海有色现货升水 210 元每吨。

【产业表现】根据安泰科对国内 24 家阴极铜生产样本企业（产能 1206.5 万吨，占全国 83.84%）的调查，2025 年 1-7 月累计生产阴极铜 713.46 万吨，同比增 10.78%，其中 7 月份产量为 107.51 万吨，同比增 14.84%，环比增 1.17%。7 月份，新投产的冶炼项目不断爬产，加之个别冶炼厂检修期结束产量恢复，整体阴极铜产量仍保持增长趋势。本月生产规模较大的冶炼企业整体产量有较大提升，而规模较小的冶炼企业整体产量环比减少。7 月虽加工费止跌小幅反弹，但原料库存逐渐减少或将影响下半年产量增速。预计 8 月阴极铜

产量为 107 万吨，同比增 14.6%。

【核心逻辑】铜价在周四的小幅回落主要由于美元指数的企稳，叠加国内股市的回落拉低了大宗商品的估值。不过中期铜价偏强的格局或已经显现。首先，近期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。其次，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，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：难改震荡格局

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20715 元/吨，环比-0.38%，成交量为 10 万手，持仓 20 万手，伦铝收于 2624 美元/吨，环比+0.31%；氧化铝收于 3240 元/吨，环比-2.47%，成交量为 38 万手，持仓 16 万手；铸造铝合金收于 20140 元/吨，环比-0.35%，成交量为 1639 手，持仓 8312 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。美国 7 月 CPI 数据温和上涨，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

锌: 美指走强，高位回调

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22480 元/吨，环比-0.53%。其中成交量为 78030 手，而持仓则减少 5188 手至 80798 手。现货端，0#锌锭均价为 22510 元/吨，1#锌锭均价为 22440 元/吨。

【产业表现】8 月 12 日，南美矿企 Nexa Resources 宣布，旗下含有 Atacocha 和 El Porvenir 两座矿山的资产 Cerro Pasco 综合矿区，因遭遇 San Juan de Milpo 社区少数人员非法封锁而部分临时停产。此次封锁系抗议活动的一部分，目前尚未对产量造成实质性影响，矿山仅维持安全与维护等关键作业。Nexa 表示将继续与社区及相关部门进行建设性对话，争取和平、尽快解决事件，并重申其对所在社区社会与经济发展的承诺。Cerro Pasco 综合矿区每周锌产量约为 1200 吨，根据公司披露的最新指导产量，El Porvenir 2025 年预计产出锌精矿 5.3 - 6.2 万金吨，铅精矿 2.1 - 2.6 万金吨；Atacocha 预计产出锌精矿 1 - 1.2 万金吨，铅精矿 1.3 万金吨。目前该指导产量保持不变。

【核心逻辑】上一交易日，受美指压制，以及周初锌价处于高位，今日锌价走势偏弱。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，加工费持续走强。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，震荡为主。

【南华观点】震荡为主。

镍，不锈钢：日内回调前期涨幅

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 121200 元/吨，下跌 1.26%。不锈钢主力合约日盘收于 13025 元/吨，下跌 1.14%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 124400 元/吨，升水为 2100 元/吨。SMM 电解镍为 123350 元/吨。进口镍均价调整至 122700 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27530 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 386.36 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-5%。8-12%高镍生铁出厂价为 924.5 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】

日内沪镍不锈钢走势震荡偏弱，前日上涨现货成交相对较为低迷，基本面支撑有限。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。镍铁短期仍然相对坚挺，供给端有一定挺价情绪。不锈钢方面日内同样有所回调，进一步上行动力有限，关注后续是否在 13000 一线以上稳固。镍铁成本支撑影响仍存，韩国拟对我国不锈钢热扎施行反倾销税；现货方面日前跟涨，但是高价资源普遍成交一般，难以支撑涨幅。硫酸镍方面近期盐厂有一定挺价情绪，成交价格较为稳定，目前市场流通偏紧。

锡：小幅回落

【盘面回顾】沪锡指数在周四小幅回落，报收在 26.7 万元每吨，成交 6.5 万手，持仓 5.1 万手。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】锡价在周四小幅回落，跟随有色金属板块波动。近期来看，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。

工业硅&多晶硅:成本扰动仍存

【行情回顾】周四工业硅期货主力合约收于 8675 元/吨，日环比变动-1.14%（窄幅震荡）。成交量约 51.20 万手，持仓量约 27.90 万手（日环比变动-0.54 万手）。SI2511-SI2601 月差为 contango 结构，价差为-365 元/吨；仓单数量 50693 手，日环比变动-8 手。
多晶硅期货主力合约收于 50430 元/吨，日环比变动-3.08%。成交量 41.55 万手，持仓量约 12.77 万手（日环比变动-0.47 万手）。PS2511-PS2512 月差为 contango 结构，价差为-2445 元/吨；仓单数量 5480 手，日环比变动+330 手。
【产业表现】工业硅现货市场报价平稳，新疆 553#工业硅报价 8800 元/吨（日环比+0 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+0 元/吨；铝合金市场 ADC12 报价 20250 元/吨，日环比+0 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】工业硅成本端电价扰动，供给端未来仍有小幅增量，多晶硅复产需求消耗工业硅库存，短期振幅震荡，中长线看，工业硅下方空间有限，短期震荡区间：8400-9100。多晶硅成本端电价扰动，供给端未来仍有增量，需求端陷入低迷状态，期现商少量买货套保，仓单逐渐增加，“反内卷”仍未落地，建议持续关注产业政策。

铅：累库与美指压制，弱势运行

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16770 元/吨，环比-0.95%，其中成交量 45616 手，而持仓量则增加 1946 手至 51370 手。现货端，1#铅锭均价为 16700 元/吨。
【产业表现】8 月 12 日，南美矿企 Nexa Resources 宣布，旗下含有 Atacocha 和 El Porvenir 两座矿山的资产 Cerro Pasco 综合矿区，因遭遇 San Juan de Milpo 社区少数人员非法封锁而部分临时停产。此次封锁系抗议活动的一部分，目前尚未对产量造成实质性影响，矿山仅维持安全与维护等关键作业。Nexa 表示将继续与社区及相关部门进行建设性对话，争取和平、尽快解决事件，并重申其对所在社区社会与经济发展的承诺。Cerro Pasco 综合矿区每周锌产量约为 1200 吨，根据公司披露的最新指导产量，El Porvenir 2025 年预计产出锌精矿 5.3 - 6.2 万金吨，铅精矿 2.1 - 2.6 万金吨；Atacocha 预计产出锌精矿 1 - 1.2 万金吨，铅精矿 1.3 万金吨。目前该指导产量保持不变。SMM 将持续关注事态后续发展并更新最新进展。
【核心逻辑】上一交易日，受美元指数压制，以及库存累库，铅价以弱势运行为主。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，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）及助理分析师管城瀚（F03138675）、揭婷（F03114103）、余维函（F03144703）提供。

南华期货

黑色早评

螺纹钢热卷：乐观情绪降温

【行情回顾】钢材跟随工业品一起出现回调
【信息整理】1. 本周，五大钢材品种供应 871.63 万吨，周环比增加 2.42 万吨，增幅 0.3%；总库存 1415.97 万吨，周环比增 40.61 万吨，增幅 2.95%；周消费量为 831.02 万吨，降 1.7%。
2. 美国 7 月 PPI 年率录得 3.3%，为 2 月以来高位；7 月 PPI 月率录得 0.9%，为 2022 年 6 月以来最大增幅。数据公布后，利率期货交易员减少美联储降息押注。
3.247 家钢厂日均铁水为 240.66， +0.34。
【南华观点】煤矿安全会议后，市场因会议内容不及预期，叠加焦煤限仓消息，致使焦煤炒作情绪降温，进而带动黑色板块回调。基本面方面，本周五大材呈现供增需减态势，库存累积速度加快，其中螺纹表现偏弱、热卷相对较好，卷螺差因此进一步扩大，钢材自身基本面虽显走弱，但总体库存处于低位，低价买盘支撑尚可，下游承接力仍在，市场抛压有限。宏观层面，美国 PPI 大超预期，使得降息预期有所回落。综合来看，短期市场乐观情绪降温，螺纹近月合约面临仓单压力，10 合约上方 3250-3300 区间阻力较强；不过，供应收缩预期仍存，钢材基本面暂无显著压力，下方空间受限，螺纹 10 合约下方 3100 左右（热卷 3350 左右）构成支撑，预计短期内盘面呈现震荡偏弱。

铁矿石：隐波回升

【盘面信息】焦煤价格大跌，铁矿石价格随之回落。铁矿石期权隐含波动率大幅回升。
【信息整理】1. 中国人民银行 8 月 13 日发布的 2025 年 7 月份金融统计数据报告显示，截至 7 月末，广义货币(M2)余额 329.94 万亿元，同比增长 8.8%。狭义货币(M1)余额 111.06 万亿元，同比增长 5.6%。流通中货币(M0)余额 13.28 万亿元，同比增长 11.8%。前 7 个月净投放现金 4651 亿元。贷款方面，截至 7 月末，本外币贷款余额 272.48 万亿元，同比增长 6.7%。月末人民币贷款余额 268.51 万亿元，同比增长 6.9%。具体来看，前 7 个月，人民币贷款增加 12.87 万亿元。分部门看，住户贷款增加 6807 亿元，其中，短期贷款减少 3830 亿元，中长期贷款增加 1.06 万亿元；企(事)业单位贷款增加 11.63 万亿元，其中，短期贷款增加 3.75 万亿元，中长期贷款增加 6.91 万亿元，票据融资增加 8247 亿元；非银行业金融机构贷款增加 2357 亿元。7 月末，外币贷款余额 5558 亿美元，同比下降 8.1%。前 7 个月，外币贷款增加 137 亿美元。2. 根据钢联，本期五大材产量上升，需求下滑，库存累积；其中，主要是螺纹钢的需求下降幅度较大，热卷需求回升，基本面没有进一步恶化。
【南华观点】市场监管趋严，市场投机情绪回落，焦煤等前期反内卷龙头品种大跌，将铁矿石等价格带下来了。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：成材表需不及预期

【盘面回顾】震荡运行
【信息整理】
1. 本周，五大品种钢材总库存量 1415.97 万吨，环比增 40.61 万吨。其中，钢厂库存量 425.13 万吨，环比增 12.27 万吨；社会库存量 990.84 万吨，环比增 28.34 万吨。
2. 523 家炼焦煤矿山样本核定产能利用率为 83.7%，环比减 0.2%。原煤日均产量 187.9 万吨，环比减 0.4 万吨，原煤库存 470.2 万吨，环比减 6.4 万吨。
3. 新修订的《煤矿安全规程》将于 2026 年 2 月 1 日起施行。新版《煤矿安全规程》共 777 条，与上版相比新增 56 条，实质性修改 353 条。
4. 2025 年 8 月 14 日 0 时起，河北市场主导钢厂对焦炭采购价上调，湿熄涨幅 70 元/吨，干熄涨幅 75 元/吨。（第六轮）
【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，蒙煤通关短暂下降后恢复至 1000 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，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，短期口岸通关量波动。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：煤炭端扰动

【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：盘面小幅收涨，静待美俄会谈

【盘面动态】隔夜 WTI 主力原油期货收涨 1.31 美元，涨幅 2.09%,报 63.96 美元/桶；布伦特主力原油期货收涨 1.21 美元，涨幅 1.84%，报 66.84 美元/桶。夜盘 SC 原油主力合约收涨 0.95%，报 488 元/桶。

【市场动态】1.美俄会谈最新情况：美俄会谈：

俄方证实“普特会”将在阿拉斯加美军基地举行。消息人士透露，美中东问题特使威特科夫、俄财长、俄防长和俄总统特使兼主权财富基金负责人基里尔·德米特里耶夫预计将于周五（北京时间周六凌晨）出席在阿拉斯加举行的“特普会”。克里姆林宫助手乌沙科夫：普京将与特朗普将举行一对一会议，并有翻译陪同，普京与特朗普的峰会将讨论敏感问题。俄罗斯总统普京：美国正为结束冲突做出积极努力，并推动核武控制协议。如果两国在核军备控制领域达成协议，俄美之间以及更广泛的世界和平将得到加强。美国总统特朗普：与普京的第二次会晤，泽连斯基将更加重要，我认为普京和泽连斯基会实现和平。2. 俄罗斯副总理诺瓦克支持延长汽油出口禁令至 9 月。声明显示，俄罗斯国内市场燃料供应充足。3. EIA 天然气报告：截至 8 月 8 日当周，美国天然气库存总量为 31860 亿立方英尺，较此前一周增加 560 亿立方英尺，较去年同期减少 790 亿立方英尺，同比降幅 2.4%，同时较 5 年均值高 1960 亿立方英尺，增幅 6.6%。3. 消息人士：印度 BPCL 公司已将 9 月至明年 3 月的美国石油进口招标授予贸易商嘉能可；从 9 月起，嘉能可将每月供应 200 万桶 WTI Midland 原油。4. 印度巴拉特石油公司高管：上个月俄罗斯原油进口受到折扣变化的影响。如果没有制裁，公司希望加工的俄罗斯原油占比维持在 33%至 35%。

【南华观点】临近美俄会谈，地缘政治预期有所降温，隔夜盘面小幅反弹，以空头减仓为主，显示空头选择先落袋为安，兑现部分收益，同时也在规避会晤若不顺利可能带来的地缘风险。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，关注北京时间周六凌晨 3:30 的美俄会谈。

LPG：需求环比改善

【盘面动态】LPG2509 盘面收于 3825（+30）,LPG2510 盘面收于 4308（+7）

【现货反馈】华东均价 4401（-0），山东均价 4420（+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、天津渤化 60 万吨短停、宁夏润丰 30 万吨重启；MTBE：河南海尔希投料，山东玉皇、本固新材料装置停工。
【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 52.07 万吨（-0.85），醚后碳四商品量 17.64（0）；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 78.16%（+2.76%），开工率预计在 75%-80%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 66.09%（-0.42%），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 50.02%（+0.77%），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 17.44 万吨（-0.14），本周厂库依然去库，整体厂库偏高；港口库存 314.98 万吨（-6.61），库存高位震荡。
【观点】大商所 LPG 仓单高位，截至 8/14 共计仓单 12948 手，较昨日减少 5 手。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，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，商品量因个别企业自用增加而小幅下降，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、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%-80%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：震荡整理

【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】: 周四甲醇 09 收于 2345
【现货反馈】: 周四远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-112
【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 7066（-15）。
【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】近期聚烯烃盘面仍是以跟随宏观情绪和焦煤价格波动为主。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，但是往 01 去看，库存压力依然偏大。综合来说，PP 短期暂不具备方向性驱动，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：成本端支撑转弱

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7287（-26）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7200 元/吨，华东现货价格为 7240 元/吨，华南现货价格为 7350 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】近期聚烯烃盘面仍是以跟随宏观情绪和焦煤价格波动为主。从基本面来说，PE 近期正逐步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，但目前需求恢复速度依然偏缓，在 8 月末应能够看到需求明显的回归。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。

燃料油：依然疲软

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU09 收于 2700 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 3449 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 3472 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。

玻璃纯碱烧碱：波动增加

玻璃纯碱烧碱：波动增加

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1400，1.23%

【基本面信息】

本周纯碱库存 189.38 吨，环比周一+1.76 万吨，环比上周四+2.87 万吨；其中，轻碱库存 76.00 万吨，环比周一+1.87 万吨，环比上周四+4.24 万吨，重碱库存 113.38 万吨，环比周一-0.11 万吨，环比上周四-1.37 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 10.8-11 万吨附近波动。光伏玻璃处于持续亏损状态，不过成品库存去化明显，堵窑口有所恢复。纯碱刚需整体维持偏弱预期，重碱平衡继续保持过剩。上中游库存继续刷新历史新高。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 1220，0.49%

【基本面信息】

截止到 20250814，全国浮法玻璃样本企业总库存 6342.6 万重箱，环比+157.9 万重箱，环比+2.55%，同比-5.94%。

折库存天数 27.1 天，较上期+0.7 天。

【南华观点】

近端交易回归产业现实，湖北继续降价，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 2631，0.65%

【基本面信息】

液碱工厂库存共计 27.56 万吨（折百），环比上周减少 0.47%，同比增加 22.81%。本周华北、西北地区液碱库存压力有所增加，区域内液碱供应量充足，下游多按需拿货，企业库存压力增加。其他区域库存稍有下滑，华中河南地区氧化铝接货情况积极。山东地区企业有订单发送，部分厂家交付仓单为主，厂家库存水平下降。

【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。

纸浆：震荡盘整

【核心矛盾】

主力合约昨日收盘于 5318（+16）。

现货端，山东银星报价 5850 元/吨（+0），山东俄针报价 5300 元/吨（+0），山东金鱼报价 4200 元/吨（+0）。

昨日纸浆价格区间震荡盘整，下游采购维持刚需采购。有供应收缩预期，外盘浆厂报价上涨。

期货价格上，前期上涨回踩 0.618 附近之后企稳回升。之前的利空因素也并未再次加码。价格上也算是消化已久。随着下游消费旺季的临近，海外浆厂传减产，库存去化等因素的出现，纸浆的基本面格局相较前期出现了边际好转。多单持有，日线破 5 日线可考虑止盈。

丙烯：现货盘面上行均乏力

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6488（-19）,PL2602 盘面收于 6513（-50）

【现货反馈】华东均价 6425（+25），山东均价 6475（-40），华南均价 6465（0）

【装置变动】丙烯：振华 75 万吨 PDH 周末开始故障检修、渤化 8.13 短停；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 74.55%（+0.75%），产量 119.33 万吨（+1.55 万吨）。其中，主营炼厂开工率 82.65%（+0.26%）；独立炼厂开工率 47.52%（+0.65%），不含大炼化利用率为 43.21%（+0.33%）；蒸汽裂解开工率 86.71%(+1.54%)；PDH 开工率 78.16%（+2.76%），开工率预计在 75%-80%左右震荡。MTO 开工率 83.12%（-0.77%）。需求端 PP 开工提升，本期开工率 77.91%（+0.6%），产量 78.31 万吨（+0.6 万吨）；PP 粉料本期开工率 38.8%（+1.28%），产量 7 万吨（+0.23 万吨）。环氧丙烷开工率 72.6%（-1.16%），产量 11.83 万吨（-0.19 万吨），库存 56 万吨（+4.6 万吨）。辛醇端因装置重启及提负开工抬升至 86.5%（+9.5%）。其他需求端本周变动不大。

【观点】山东个别企业增加外放，现货市场上涨乏力，大多数企业价格下调，其他区域价格变动不大，盘面上行无力。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%-80%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，环氧丙烷本期波动不大，辛醇因复产及提负开工抬升，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 13900 环比-1.03%
【现货报价】全国生猪均价 13.76（+0.01）元/公斤，其中河南 13.86（+0.05）元/公斤、四川 13.47（+0.00）元/公斤、湖南 13.69（-0.02）元/公斤、辽宁 13.49（+0.03）元/公斤、广东 15.13（-0.17）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：逢低做多远月

【盘面回顾】外盘受美豆油生柴政策拖累回落，内盘菜系因传远月买船及风险提示下获利了结回落，豆粕跟随走弱。
【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，短期冲高回落后仍具布多价值，但短期内谨慎对待。
【策略观点】逢低做多远月双粕。

油脂：远月缺口预期支撑油脂偏强运行

【供需分析】棕榈油：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：据巴西农业部下属的国家商品供应公司 CONAB 发布的 8 月预测数据显示：预计 2024/25 年度巴西大豆产量达到 1.69657 亿吨，同比增加 2192.07 万吨，增加 14.8%，环比增加 16.91 万吨，增加 0.1%；大豆播种面积达到 4763.72 万公顷，同比增加 148.26 万公顷，增加 3.2%，环比增加 2.23 万公顷；预计单产为 3.56 吨/公顷，同比增加 360.5 千克/公顷，增加 11.3%；环比增加 1.9 千克/公顷，增加 0.1%。巴西大豆依然延续丰产预期。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。但最终关税未确定，同时市场对后续澳菜籽及俄罗斯菜油进口抱有较乐观预期。

【后市展望】植物油四季度供应趋紧，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】油脂偏强运行，但菜油相对稍弱

玉米&淀粉：窄幅震荡

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收平，美国玉米出口需求预计大增，玉米丰收预期延续。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，+0 元/吨。

【市场分析】东北玉米市场延续弱势，贸易商随行出货，购销情绪偏淡。华北企业玉米价格窄幅下调，山东企业玉米到货量增加。销区市场玉米价格整体稳定，关注新疆新粮上市。受下游需求疲弱影响，短期玉米淀粉走势承压，关注玉米淀粉双节备货节点。

【南华观点】新季玉米陆续上市，震荡偏弱。

棉花：关注前高压力

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅下跌，美棉周度出口量走强但谷物市场疲软。隔夜郑棉小幅收涨。

【外棉信息】截至 8 月 8 日，印度新年度棉花播种面积达 1070 万公顷，同比减少约 2.7%。

【郑棉信息】目前新疆新棉生长进度较快，已进入结铃后期，整体长势良好，对新年度产量暂维持乐观预期。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：跟随回调

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周四收盘下跌，受累于投机客卖盘。

昨日夜盘，郑糖小幅下跌收十字星。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6010 元/吨。昆明中间商报价 5780-5940 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波动。

鸡蛋：破位下行

【期货动态】JD2510 收于 3189，日环比+0.13%
【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（-0.00）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：进一步调整

【期货动态】苹果期货昨日下跌，短期进一步回落。
【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 13 日，全国主产区苹果冷库库存量为 46.01 万吨，环比上周减少 7.08 万吨，走货较上周略有减少，同比基本与去年持平。
【南华观点】短期苹果涨幅过快，有回调风险。

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，预计近期气温或有回落，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 3 车，早市成交 1 车左右，河北崔尔庄市场到货 10 余车，市场成交 3-4 成，现货价格持稳，随着中秋节逐渐临近，关注下游备货情况。
【库存动态】8 月 14 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 14 日，36 家样本点物理库存在 9686 吨，周环比减少 98 吨，同比增加 79.94%。【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）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。