金融期货早评

宏观：国内 7 月经济数据边际放缓

【市场资讯】1）中国央行：落实落细适度宽松的货币政策。2）中国公布 7 月经济数据，社会消费品零售、工业增加值、固定资产投资、地产销售单月同比均低于前值。70 城房价：一线二手房价格环比、同比降幅扩大，各线房价同比降幅有所收窄。3）美国 7 月零售销售环比增 0.5%，实际零售销售连续第十个月实现增长。美国 8 月密歇根大学消费者信心意外回落，长短期通胀预期攀升。4）周五"特普会"后，普京称俄真诚希望冲突结束，提和平未提与乌会晤，特朗普称暂未达成协议，给这次会晤打满分 10 分，能否促成协议取决于泽连斯基，提议俄乌"直接达成和平协议"，而非仅停火协议；暂无针对中国购买俄油加征关税的计划。5）欧洲领导人和北约秘书长吕特将与泽连斯基一同与特朗普周一举行重要会谈；欧洲联合声明称将推进筹备乌美俄三方会晤，特朗普据称希望 22 日美俄乌三方会晤；特朗普称"在俄罗斯问题上取得重大进展"；媒体曝光俄罗斯停火筹码：俄要求乌克兰"用土地换和平"。6）特朗普称两周内宣布半导体关税，税率或达 300%，芯片股多数下跌。7）美债海外需求有韧性，外国投资者 6 月持债创新高，三大美"债主"均增持，英国持债大增近 500 亿美元，印度、爱尔兰持仓下滑。

【核心逻辑】国内方面，7 月经济数据已正式公布，从各项数值表现来看，经济增速呈现边际放缓态势。当前经济数据虽在边际上呈现下滑态势，但不必过分焦虑。目前一揽子稳经济政策正逐步落地见效，除育儿相关支持政策外，促消费等政策也在持续出台。若后续经济数据继续走低，相关政策有望进一步加码发力。8 月 12 日，财政部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，与此同时，财政部等九部门共同发布《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》。两项政策是对前期《提振消费专项行动方案》的具体落实，通过从供需两端发力促进消费。而《提振消费专项行动方案》的顶层设计表明，当前促消费政策仍有较大发力空间。后续在健全最低工资标准调整机制、提升医疗养老保障能力、发展养老托育服务等领域，预计会有更多政策出台，从而真正形成政策合力，推动消费需求持续改善。海外方面，9 月是否降息仍存在不确定性，后续需重点关注美国经济数据的变化，以及杰克逊霍尔年会上鲍威尔的发言所释放的政策信号。

人民币汇率：关注杰克逊霍尔会议，或释放滞胀风险下的货币政策信号

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1823，较上一交易日下跌 93 个基点，夜盘收报 7.1831。人民币对美元中间价报 7.1371，调贬 34 个基点。

【重要资讯】1）国家外汇局介绍，7 月份，我国外汇市场保持平稳运行，银行结汇和售汇规模环比分别增长 12%和 16%，结售汇延续顺差态势，规模为 228 亿美元。企业、个人等非银行部门跨境收入和支出规模处于历史高位，收支基本平衡。2）美国 7 月零售销售环比增长 0.5%，连续第二个月较大幅度增长，前值上修至 0.9%。7 月零售销售同比涨幅达到 3.9%，经通胀调整后实际零售销售同比增长 1.2%，连续第十个月实现正增长。

【核心逻辑】在消费动能弱化与通胀隐忧交织的背景下，美国经济下行风险显著上升。在此关键节点，本周杰克逊霍尔全球央行年会将成为观察政策走向的重要窗口，美联储主席鲍威尔的演讲内容或将为后续货币政策提供关键指引。回顾历史，杰克逊霍尔会议多次成为市场转折点。2023 年鲍威尔正是在此场合释放降息信号，引发全球资产价格重估。因此，在采取进一步策略前，需优先确认本次会议声明内容。若会议期间市场出现异常波动，需

警惕政治因素对美联储独立性的潜在影响，特朗普政府可能借机推动人事调整以影响政策方向。展望后市，综合当前基本面，短期内美元指数或维持震荡格局，尽管杰克逊霍尔会议可能释放政策暗示并引发短暂波动，但考虑到 8 月历来交投清淡、波动率较低，显著波动预计将在 9、10 月提升。在高度不确定的外部环境下，美元兑人民币即期汇率短期内大概率于 7.15-7.23 区间运行。本周重点关注杰克逊霍尔会议（核心焦点），7 月 FOMC 会议纪要影响相对有限，除非包含超预期内容。

【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：量能驱动延续

【市场回顾】上周五股指缩量上涨，大盘指数再度尝试冲高。从资金面来看，两市成交额大幅回落 345.97 亿元。期指方面，

IF、IH 缩量上涨，IC、IM 放量上涨。

【重要资讯】1.美国总统特朗普和俄罗斯总统普京在美国阿拉斯加州安克雷奇举行联合新闻发布会。特朗普表示，和普京的会议非常富有成效，许多事项已达成一致，只剩下少数几个未解决的点，“双方尚未达成（协议），但（当下）有很好的机会”。2.美国总统特朗普表示，将与乌克兰总统泽连斯基于 8 月 18 日下午在白宫会面。如果一切顺利，接下来将安排美国、俄罗斯、乌克兰三方领导人会晤。

【核心观点】上周股指走势突破新高，市场情绪亢奋，尽管从基本面数据来看，并未出现利多驱动，但量能活跃，结构性利好拉动股市情绪持续偏积极。短期外部地缘谈判推进，在没有对风险偏好形成明显打击的背景之下，A 股暂时没有利空压力，因而或继续呈现易涨难跌的态势，不过基本面缺乏驱动的背景之下，交易仍需谨慎。

【策略建议】保险策略：持有现货，买入看跌期权

国债：债市仍受情绪主导

上周债市受资本市场强风险偏好的影响大幅下跌，A 股连续突破重要技术关口，给债市带来巨大压制。7 月投资、消费增速双双放缓，大幅低于预期；工业生产亦有所放缓；房地产销售、新开工同比仍在下降。整体上经济下行压力较为明显，动能偏弱。货币信贷数据亦显示企业、居民信贷需求双弱，社融主要靠政府发债支撑。基本面利于债市，但目前在股市强烈的赚钱效应下，资本市场焦点不在基本面。周五股市加速上涨，周末风险情绪进一步发酵，不排除本周 A 股继续冲高、债市惯性下跌的可能。交易思路上不做空，可轻仓搏超跌反弹，注意设置止损，或暂时观望。

集运：SCFI 欧线降幅扩大

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货各月合约价格整体延续震荡走势。截至收盘，除 EC2604 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$1405，较同期前值上调$15，40GP 总报价为$2370，较同期前值上调$30。8 月中下旬，ONE 上海离港前往鹿特丹的部分船期，20GP 开舱报价为$1634，较同期前值下降$130，40GP 总报价为$2543，较同期前值下降$200。

【重要资讯】：以色列军方 15 日发布最新战况通报称，以色列国防军在加沙南部汗尤尼斯地区发动袭击，打死了哈马斯军事管制部队负责人、哈马斯拉法旅成员纳西尔·穆萨。军方介绍，袭击发生在 8 月 9 日，由战机对目标实施打击。穆萨担任哈马斯“控制部门”负责人，负责武装人员的战备和演习，并在拉法旅内兼任情报和监视等职务。

【南华观点】：延续此前逻辑，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，叠加地缘政治风险的部分影响，期价延续小幅上行的趋势。对于后市而言，SCFI 欧线降幅扩大，预计 EC 整体延续震荡或回归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，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：美 PPI 大超预期 贵金属承压调整

【盘面回顾】上周贵金属市场整体承压调整，降息预期受美 PPI 及密歇根大学通胀预期大超预期而有所降温。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。 周二美 CPI 略高于预期，但降息预期波动较小，数据后美联储传声筒 Nick Timiraos 表示，7 月份的 CPI 数据并非"无通胀"，但其火热程度可能还不足以阻止 9 月份的降息。 然而周四晚美 PPI 大幅超预期，降息预期明显降温，且浇灭 9 月降息 50BP 幻想。周五晚美密歇根大学消费者信心指数低于预期，且通胀预期远超预期，贵金属承压运行。此外风险偏好看，全球股市表现良好，叠加国内反内卷引发的商品价格走势偏强，国内黄金 ETF 周内呈现明显流出，抑制黄金和其他贵金属价格表现。
【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周增 5.72 吨至 965.4 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 80.5 吨至 15071.3 吨 。短线基金持仓看，根据截至 8 月 12 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周减 7565 张至 229485 张，其中多头减少 4079 张，空头增加 3486 张；白银非商业净多减少 6390 张至 44268 张，其中多头减少 4982 张，空头增加 1408 张。库存方面，COMEX 黄金库存周增 1.6 吨至 1201.7 吨，COMEX 白银库存周增 33 吨至 15786.6 吨 ；SHFE 黄金库存周增 0.3 吨至 36.3 吨，SHFE 白银库存周减 16.8 吨至 1141.6 吨；上海金交所白银库存（截至 8 月 8 日当周）周减 64.5 吨至 1304.5 吨。
【本周关注】本周数据关注周二晚美 7 月 CPI 数据。事件方面聚焦于杰克逊霍尔全球央行年会，周五 22：00，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话。 此外周三 23：00，美联储理事沃勒在怀俄明州区块链研讨会上发表讲话。 周四 02：00，美联储公布货币政策会议纪要；03：00，2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克就经济前景发表讲话。
【南华观点】中长线或偏多，短线整体偏弱，伦敦金关注 3330 支撑，然后 3300 整数关口，阻力 3350 区域，3370，3400。伦敦银支撑 37.5，阻力 38-38.1 区域，39。操作上仍维持回调做多思路。

铜：震荡偏强，底部抬升

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周中小幅冲高后回落，报收在 7.9 万元每吨附近，上海有色现货升水 180 元每吨。沪铜库存小幅回升至 8.6 万元；LME 库存稳定在 15.5 万吨；COMEX 库存继续上涨至 26.7 万吨，上涨速度降低。进阶数据方面，铜现货进口出现利润空间；铜铝比小幅上升至 3.8；精废价差小幅上升至 1098 元每吨。

【产业表现】8 月 15 日消息，据知悉，智利国家铜业公司（Codelco）于当地时间周四表示，埃尔特尼恩特（El Teniente）铜矿的冶炼厂已经重启运行。

【核心逻辑】铜价在周中小幅冲高后回落，基本符合预期。宏观方面，基本保持稳定，美国 7 月零售销售数据符合预期。基本面，经过一周的修缮，智利 El Teniente 铜矿重启，对铜价影响有限。展望未来一周，铜价或继续以震荡为主，或小幅偏强。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。美联储将在下周公布会议纪要，鲍威尔在全球央行年会上的发言或对铜价影响有限。

【南华观点】小幅回升，周度价格区间 7.86 万-7.98 万元每吨。

铝产业链：美扩大关税范围

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20770 元/吨，环比+0.31%，成交量为 10 万手，持仓 19 万手，伦铝收于 2603 美元/吨，环比-0.63%；氧化铝收于 3205 元/吨，环比-1.32%，成交量为 40 万手，持仓 17 万手；铸造铝合金收于 20165 元/吨，环比+0.17%，成交量为 1392 手，持仓 8161 手。

【核心观点】铝：当地时间 8 月 15 日，美国特朗普政府宣布扩大对钢铁和铝进口征收 50%关税的范围，将数百种衍生产品纳入加征关税清单。相较于之前之间对铝加征关税，此次主要是扩大衍生品范围。从基本面角度来说，此次扩大关税范围对我国出口有一定影响，但影响弱于之前提高关税。从情绪上来说，此次事件对铝价有所冲击，周一开盘价格大概率出现回调，考虑到 9 月旺季预期以及降息预期，铝走势就此反转概率不大。总的来说，铝价短线大概率回调，支撑位参考 20300，后续关注低铝价下游补库情况，若下游积极接库可能导致提前开始去库，铝价止跌回升，建议波段操作为主。

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，进口窗口间歇性打开，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，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：回调；氧化铝：偏弱震荡；铸造铝合金：回调

锌: 基本面不变，偏弱震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22505 元/吨，环比-0.11%。其中成交量为 83222 手，而持仓则减少 4451 手至 76347 手。现货端，0#锌锭均价为 22450 元/吨，1#锌锭均价为 22380 元/吨。
【产业表现】产业链保持稳定。
【核心逻辑】上一交易日，锌价窄幅震荡，夜盘受 lme 带动，大幅下坠。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 12 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，不过受持续下降影响，其边际效应显现，对锌价支撑不足。短期内，观察宏观，震荡为主。
【南华观点】震荡为主。

镍&不锈钢：周内冲高回落，成本支撑仍存

【盘面回顾】
沪镍主力合约整体震荡偏弱运行。8 月 11 日价格收于 122130 元/吨，此后周内冲高回落，最终收于 120600 元/吨。
不锈钢主力合约周内走势相似。8 月 11 日价格收于 13225 元/吨，周中走势偏强震荡，最终收于 13010 元/吨。
【产业表现】
现货市场方面，金川镍价格维持升水状态，价格调整至 122575 元/吨，升水幅度为 2200 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27575 元/吨，MHP 生产硫酸镍利润率调整至-1%。库存方面，上期所纯镍库存为 26962 吨，LME 镍库存为 211662 吨。304/2B 切边不锈钢出厂价均价为 13250 元/吨。304 不锈钢冷轧利润率下降在-1.36%左右。不锈钢社会库存为 933600 吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至 925.5 元/镍点，镍铁库存为 33415 吨。
【核心逻辑】
沪镍盘面周内受到新能源以及不锈钢带动有所上涨，但是基本面以及现货难以支撑涨幅，周初上涨随后又再次回落。近期菲律宾主要矿区仍处于季节性高产，目前产量以及发运量都较为稳定，国内到港库存目前也相对较高。新能源方面支撑仍存，逢旺季下游补货意愿较强，目前成交维持稳中偏强状态，供给端镍盐厂也有一定挺价情绪，后续或持续坚挺。周内镍铁偏强运行，供给端挺价意愿较浓，下游钢厂仍持一定观望态度，目前成交已经回到 950 一线以上，部分冰镍或转投镍铁。不锈钢方面走势大起大落，一度站上 13200 一线，随后回落在 13000 徘徊。不锈钢周初受到印尼莫罗瓦利园区暴动，成本支撑等原因强势上涨。现货盘面普遍跟涨，但是下游对高价资源接货意愿很低，高价资源整体成交较差，现货难以支撑盘面涨幅。8 月钢厂有加强排产预期，关注下游需求是否同步回暖。消息面上中美关税不确定性仍在增加；九月降息预期有所增加，同步关注后续美元指数走势。此外消息称印尼总统将严惩非法采矿行为，关注后续走势。
【南华观点】
周内镍不锈钢盘面整体冲高回落，宏观层面影响有所减弱，与此同时镍铁成本支撑较为突出。基本面方面镍矿支撑有一定松动，镍铁方面关注后续成交走势，新能源方面周内较为坚挺。后续预计在【11.8-12.6】万区间震荡运行。不锈钢预计在【1.25-1.31】万区间震荡运行

锡：冲高回落，震荡为主

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中冲高后小幅回落，报收在 26.6 万元每吨，上海金属网现货升水 300 元每吨。上期所库存稳定在 7800 吨附近，LME 库存小幅回升至 1830 吨。进阶数据方面，锡进口亏损稳定，40%锡矿加工费保持稳定。
【产业表现】基本面保持稳定。
【核心逻辑】锡价在周中小幅冲高后回落，宏观和基本面均对其影响有限。宏观方面，美国 7 月零售销售数据符合预期。基本面，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。展望未来一周，锡价或仍然以震荡为主，宏观保持稳定，供给端的话题仍有炒作空间。
【南华观点】震荡为主，周运行区间 26.2 万-26.9 万元每吨。

工业硅&多晶硅:工业硅下方空间有限，多晶硅消息频出

【行情回顾】本周工业硅期货窄幅震荡，加权指数合约收于 8902 元/吨，周环比+1.56%；成交量 68.59 万手，周环比+15.53%，持仓量 53.19 万手，周环比-0.34%；工业硅 SI2511-SI2512 月差为 contango 结构；仓单数量 50599 手，周环比+259 手。
本周多晶硅期货宽幅震荡，加权指数合约收于 53899 元/吨，周环比+3.81%；成交量 78.76 万手，周环比+32.56%，持仓量大约 32.28 万手，周环比-10.40%；多晶硅 PS2511-PS2512 月差为 contango 结构；仓单数量 5600 手，周环比+1980 手。
【产业表现】本周硅产业链现货市场情绪有所下降。供给：硅石报价平稳，工业硅市场报价整体小幅上涨，周度涨跌幅+1.6%，硅粉市场报价走弱，周度涨跌幅-3.41%，工业硅开工率小幅上扬，产量环比+2450 吨。需求：有机硅市场报价周环比-6.17%，月度产量环比下降；铝合金市场报价周环比+0.49%，原生铝合金开工率环比上涨，再生铝合金开工率环比持平。库存：本周工业硅周度库存环比-0.09 万吨，铝合金库存环比持平，再生铝合金库存环比上涨。
本周光伏产业链需求端报价有所平稳，组片环节报价上扬。供给：本周原料端硅粉价格周环比下跌；N 型多晶硅价格指数 45.9 元/吨。多晶硅周度产量环比下跌，8 月份排产环比增加，主要增量在于西南地区水电产能复产以及部分企业的提产复产预期。需求：N 型硅片价格指数 1.2 元/片；电池片市场报价平稳；组件市场报价周环比+0.15%。本周硅片市场周度产量环比上涨。库存：多晶硅库存环比增加，硅片库存周环比上涨，光伏电池外销厂库存周环比增加。
排产：8 月份供给端排产预计约 12.7 万吨（+19%），硅片排产预计约 53.3GW（+3%）。
【南华观点】当前工业硅基本面没有明显改变，多晶硅第二批注册品牌的批复一定程度上提振未来工业硅的需求，且工业硅下方空间有限，预计未来进入震荡偏强状态。
中长期看，光伏企业整合情况将有阶段性进展，预计未来多晶硅期货将处于震荡偏强状态。

铅：基本面僵持，窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16850 元/吨，环比+0.48%，其中成交量 32601 手，而持仓量则减少 163 手至 51207 手。现货端，1#铅锭均价为 16700 元/吨。
【产业表现】目前铅价偏弱震荡，再生铅冶炼企业下调废旧铅酸蓄电池采购报价。回收企业畏跌出货，但废旧铅酸蓄电池报废量表现平平，再生铅冶炼企业原料到货量仍旧偏少。目前冶炼企业主流含税废电动执行采购价格在 10100-10250 元/吨。
【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，短期观测数据需求仍然不佳。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，基本面僵持，震荡为主，具体需观察宏观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。

黑色早评

螺纹钢热卷：钢材基本面走弱

【行情回顾】震荡盘整
【信息整理】1. 特朗普：未来两周将确定钢铁和芯片关税，半导体关税有可能高达 300%；此外，特朗普政府扩大对钢铝进口征收 50%关税的范围，将数百种衍生产品纳入清单。
2. 上周末，唐山迁安普方坯出厂价涨 10 元/吨报 3070 元/吨。
3. 央行：落实落细适度宽松的货币政策，把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量。
【南华观点】从基本面来看，上周钢材呈现供增需减，库存超季节性累库加快的节奏，基本面有所走弱，不过钢材总库存仍不高，市场低价持货意愿尚可，整体抛压不大；从成本支撑角度来看，铁矿端呈现补库状态，焦煤端供应仍有扰动因素，废钢端供应亦不是很宽松，因此下方成本端仍有支撑。宏观方面，7 月数据显示内需疲软，地产持续弱势，制造业与基建投资转负，“反内卷”政策可能抑制投资，需待政策进一步发力；海外则在降息预期与经济韧性支撑下预期较好。综合来看，宏观内弱外稳格局下整体乐观情绪降温，钢材基本面呈现走弱迹象，特别 10 螺纹上面临的仓单压力较大，3250 附近阻力较强，不过供应收缩预期仍存，加上钢材总库存仍处于季节性相对低位，市场低价持货意愿尚可，成本端亦有支撑，下方空间亦受限，预计螺纹 10 合约在 3100 附近、热卷在 3350 附近具备支撑。

铁矿石：基本面平稳

【南华观点】近期铁矿石价格冲高回落，价格整体是跟随焦煤的。焦煤的反内卷预期一度再次冲高，后监管趋严，使得市场投机情绪回落，价格也随之回落。铁矿石 01 合约冲击前高失败，上方有压力，但目前还没有趋势性下跌的条件，预计价格震荡运行。
目前铁矿石基本面平稳。首先供应端，目前发运偏中性，非主流发运有点起来，但四大矿发运偏弱，因此整体偏中性。需求端，铁水产量略微回升，整体在 240 万吨以上运行。从高炉检修计划来看，预计后面铁水产量走平。铁水产量仍是同比正增长的，对于铁矿石价格是强支撑。终端需求来看，本期钢材基本面走弱，主要问题在于螺纹钢端。近期螺纹的产量偏高。本期螺纹钢消费量低于预期，导致螺纹钢总库存累库斜率走高。此外，近期螺纹基差走强，推测期现正套解套，出货利空现货基本面。目前短流程钢厂的产量偏高，需要关注螺纹价格下跌后能否抑制螺纹钢继续增产。热卷基本面没有进一步恶化，热卷出口利润略微回升，冷热价差略微回升。热卷消费回升，库存没有进一步大幅累库。价格平稳

后，钢厂对铁矿石进行了较大幅度的补库，疏港量维持在高位。不过港口略累库，原因在于到港节奏加快，可能与 capesize 的船速加快、台风结束集中卸货有关。
钢厂利润端，目前钢厂利润继续走缩。焦煤涨价已经体现在钢厂利润的侵蚀之中。钢厂利润有进一步的下滑，但仍处于较高的水平。钢厂盈利率可能见顶，从 68.4%下降 2.6 个百分点。但由于有 9.3 限产，导致钢厂增产是有阻力的，使得基本面不至于一下子骤然走弱，而是有阻力的、有支撑的。所以预计铁水产量稳在 240 万吨一段时间，上行受到利润的压制，下行也有限产的支撑。
此外，近期股市创新高，可以看到铁矿石价格刨除基本面因素以外是和股市走势较为一致的。预计货币政策宽松预期、地缘风险阶段性缓和的预期下，强股市对商品价格也有支撑。市场对于美联储 9 月降息的预期进一步升温。后续需要关注预期差的风险。
总结，目前铁矿石基本面平稳，估值也较为中性，需求上下界，预计价格难以深跌，价格偏震荡概率大一些。

焦煤焦炭：宏观情绪反复

【盘面回顾】本周产地焦煤整体波动不大，部分煤种下调报价，口岸蒙煤跟随盘面震荡，安泽低硫主焦报价 1470-1480 元/吨，口岸蒙 5#原煤 1000 元/吨左右波动。周内焦炭现货 6 轮提涨落地，即期焦化利润环比修复。本周双焦盘面宽幅震荡，9-1 价差底部震荡，JM9-1 月差-149.5(+8)，J9-1 月差-76.5(+4)。
【产业表现】
焦煤：汾渭口径数据显示，国产焦煤矿山开工率连续三周下降，矿山端查超产的影响持续。进口端，本周蒙煤平均通关 1000 车/天，环比上周小幅下滑。本周海煤炭报价上涨，澳煤涨幅较多，进口利润收窄，其余煤种进口仍有利润，后续焦煤到港有一定压力。需求方面，焦化厂前期补库较多，叠加限产消息影响，焦化厂补库节奏放缓，上游矿山精煤库存小幅累积。整体来看，焦煤静态供需维持紧平衡格局，后续关注超产检查对焦煤产量的持续性影响。
焦炭：周内焦炭 6 轮提涨全面落地，入炉煤成本维稳，即期焦化利润改善，焦化开工积极性提高。阅兵限产可能导致部分地区焦炭资源紧张的情况加剧，即期焦炭供应仍然偏紧。需求端，下游钢厂利润稳定，短期内钢厂暂无压缩铁水的计划，阅兵限产对高炉开工的影响还需进一步观察。整体来看，短期焦炭供应仍有扰动因素，钢厂用焦需求旺盛，焦炭供需结构健康，库销比持续走低。考虑到即期焦化利润已经转正，焦炭现货估值相对合理，下游五大材库存超季节性累库，焦炭继续提涨有一定难度。
【南华观点】
央媒对“反内卷”的过热预期进行纠偏，大商所针对焦煤主力合约限仓，短期市场投机情绪有所降温。中长期来看，“反内卷”政策细节出台需要时间，远月政策预期难以证伪，叠加阅兵限产、超产检查、交割博弈的扰动作用，宏观情绪存在反复的可能，煤焦盘面或跟随情绪宽幅波动。回归供需层面，本周五大材表需数据超预期走弱，随着旺季临近，市场逐渐进入需求验证期，若旺季需求无法承接高铁水，盘面或重新回归基本面逻辑，后续关注成材库存变化情况。当前煤焦市场投机资金集中，盘面波动较大，建议投资者注意风险防范。

硅铁&硅锰：供应压力增加

【现货市场】硅铁主产地内蒙 72 硅铁 5550 元/吨（+0），宁夏 72 硅铁 5600 元/吨（+100）；贸易地河北 72 硅铁 5900 元/吨（+0），天津 72 硅铁 5900 元/吨（+0）；硅锰北方产区内蒙硅锰 6517 市场价 5800 元/吨（+0），南方产区广西硅锰 6517 市场价 5900 元/吨（+30），

贸易地江苏硅锰 6517 市场价 5900 元/吨（-50）。
【基本面】供应端硅铁生产企业周度开工率为 36.18%，环比上周+1.86%，硅铁周度产量为 11.28 万吨，环比+3.39%；硅锰生产企业周度开工率为 45.75%，环比+2.32%；硅锰周度产量 20.71 万吨，环比+5.77%。铁合金供应量在利润驱动下逐渐增加，位于近 5 年历史同期高位，供应压力较大。需求短钢厂利润较好，铁水维持高位，对硅铁和硅锰需求形成一定的支撑；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；同时螺纹钢仓单近 5 年历史同期最高水平，仓单压力较大。7 月金属镁产量 8.17 万吨，环比-4.5%；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+0%；硅锰五大材需求量 12.54 万吨，环比+0.16%。库存端本周硅铁企业库存 6.52 万吨，环比-9.19%，硅铁仓单库存 10.46 万吨，环比+6.52%；硅铁总库存 16.98 万吨，环比-0.12%。硅锰企业库存 15.88 万吨，环比-1.67%；硅锰仓单 37.4 万吨，环比-1.63%；硅锰总库存 53.28 万吨，环比-1.64%。
【核心逻辑】近期铁合金的价格走势主要跟随成本端煤炭的价格波动，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。但是从基本面长期来看，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。但短期来看，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，市场的多空逻辑还是在于强预期与弱现实的博弈。利润驱动下铁合金的产量逐渐增加，位于近 5 年历史同期水平的高位，供应压力较大，以及阅兵前对部分地区钢厂限产，需求端并无明显改善的情况下铁合金库存可能会出现从去库到累库的可能性，铁合金上方仍有压力。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。
【南华观点】观望

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：美俄会晤无利好，地缘支撑弱化

【盘面动态】美油主力合约收跌 1.28%，报 63.14 美元/桶，周跌 1.16%；布伦特原油主力合约跌 1.06%，报 66.13 美元/桶，周跌 0.69%。
【市场动态】1. 美国总统特朗普和俄罗斯总统普京 15 日在美国阿拉斯加州安克雷奇市埃尔门多夫-理查森联合军事基地举行会晤。特朗普和普京在会晤开场未发表致辞。俄总统新闻秘书佩斯科夫此前说，会晤总体上可能持续 6 至 7 个小时。2. 美国 7 月零售销售环比增长 0.5%，连续第二个月较大幅度增长，前值上修至 0.9%。7 月零售销售同比涨幅达到 3.9%，经通胀调整后实际零售销售同比增长 1.2%，连续第十个月实现正增长。3. 今日乌克兰总统泽连斯基在华盛顿会见美国总统特朗普。欧洲领导人受邀出席下周一“特泽会”——消息人士称，欧洲领导人也受邀出席周一特朗普与泽连斯基的会面。目前欧盟委员会主席冯德莱

恩与德国总理默茨确认出席。4. 曾讨论为乌克兰提供安全保障——知情人士透露，特朗普与欧洲领导人曾讨论为乌克兰提供非北约框架下、但等效于第五条的安全保障。5. 暂不针对中国购买俄油加征关税——特朗普与普京会晤后表示，暂无针对中国购买俄罗斯石油加征关税的计划。可能不得不在两三周后考虑这个问题，但现在不必考虑这个问题。

【南华观点】上周原油价格呈现横盘震荡后的止跌调整态势，但日线级别持续受 5 日均线压制，且 5 日与 10 日均线同步下行，形成空头排列，确认盘面下行压力持续。美俄会晤未达成实质性协议，但就俄乌停火达成初步共识，美方暂收回对俄石油制裁威胁。此次会晤更多为"破冰"，未释放多头利好，导致原油外盘低开，中期破位下行风险上升。后续美俄乌三方会谈预期升温，美方可能为乌提供类北约第五条安全保障，俄方默许，为停火协议扫清障碍。尽管协议尚未落地，但局势加速降温的方向明确，地缘风险级别下降，对原油的潜在支撑持续弱化。若最终停火，俄乌战争以来的地缘溢价将面临系统性修复，叠加 OPEC+转向增产，多头核心支撑进一步流失。基本面看，季节性需求拐点临近，对原油的压制将逐步显现，市场过剩风险可能成为后期交易主线，时间因素对原油多头不利。当前盘面尚未充分反映基本面利空，精力仍被短期事件分散，但潜在利空风险需警惕。中长期基本面趋势性转弱方向明确，利空导向不变。总的来说，美俄会晤未带来实质性利好，叠加地缘支撑弱化、基本面利空累积，原油中期破位下行风险加剧，短期俄乌局势进展仍需跟踪，中长期需警惕基本面利空的逐步计价。

LPG：基本面保持宽松

【盘面动态】LPG2509 盘面收于 3861（+3）,LPG2510 盘面收于 4332（+24），FEI M1 收于 531 美元/吨（-4.79），CP M1 收于 519 美元/吨（-0.9），MB M1 收于 346 美元/吨（-11）。

【现货反馈】华东均价 4410（+9），山东均价 4420（+0），最便宜交割品价格 4360（+0）。

【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】本期原油市场依然偏弱运行，多空因素交织；海外丙烷价格依然承压，但近期 FEI 现货市场有小幅走强，部分以 9 月 FEI-8/9 成交，CP 及 MB 价格依然承压；供需端本周变动不大，国内供应端依然保持宽松，主营开工高位稳定，商品量处于季节性高位，进口端近几周持续保持高到港，港口库存持续在高位。需求端，夏季燃烧需求依然处于低位，化工需求本期有小幅好转，对 pg 提供一定支撑；PDH 端本期因部分装置复产提负，8 月中下旬山东天弘、泉州国亨存开工计划，而万华蓬莱及金能有检修计划，预计整体开工在 75%-80%左右震荡；MTBE 及烷基化油整体波动不大。整体来看，PG 基本面变动不大，维持宽松局面。09 依然以仓单博弈为主，短期历史高位的仓单水平依然对盘面形成压制。

PTA-PX：TA 效益延续不佳，逢低做扩加工费

【PX-PTA 观点】近期 PX-PTA 价格维持区间整理。PX 部分装置提负，负荷上调至 84.3%（+2.3%）；后续关注福化重启进度，后续 PX 供应存上调预期，总体仍维持紧平衡格局。效益方面，近期成本端石脑油企稳，MX 走弱，PX 环节效益分化，PXN 走缩至 253（-8），

PX-MX 修复至 119.5（+3）。
PTA 方面，近期供需缺乏明显驱动，价格维持震荡整理。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 近期重启、检修均有，负荷基本维持 76%（-0.2%）；其中，逸盛海南按计划停车，嘉兴石化、威联化学重启；后续 ys 海南仍有一条线存停车计划；增量方面，后续关注福海创 9 月重启进度及三房巷二线投产进度，8 月预计将出现 15wt 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 228 万吨（+1）。效益方面，TA 现金流加工费地位维持 165（+5）；当前 PTA 现金流加工费延续历史低位，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，长丝短纤负荷继续小幅上调，聚酯负荷上调至 89.4%（+0.6%）。近期一方面下游需求表现有所好转，旺季预期临近，织厂备货积极性有所好转；另一方面聚酯厂再传 FDY 减产计划，下游积极补货下涤丝库存得到去化，加工费同样有所修复。织造终端而言，织机和纱厂负荷小幅上调，临近 9 月终端秋冬订单部分启动，后续短期重点关注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。中期来看，静态平衡中 PX 与 TA 的结构性矛盾需要通过 TA 端额外检修量来缓解，PTA 长期维持低位的加工费将提供驱动，需关注工厂后续预期外动态。PX-TA 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：旺季预期初见端倪，关注订单启动情况

【库存】华东港口库至 55.3 万吨，环比上期增加 3.7 万吨。
【装置】盛虹 190w 近期短停后重启；浙石化二期一线 80w 重启出料；神华榆林 40w 近期降负检修。海外方面，沙特 Sharq3 一套 55w 近期再次停车。
【观点】
乙二醇价格近期以区间震荡为主。基本面方面，供应端油降煤升，总负荷降至 66.39%（-2.01%）；其中，乙烯制方面，盛虹空分影响短停后重启，预计影响 1-2 万吨产量；浙石化一线重启后提负；煤制方面神华榆林降负检修，通辽金煤、中化学等装置重启后提负，煤制负荷升至 80.47%（+5.33%）；后续仍有部分检修量预期回归，若无意外，负荷仍将继续上调。效益方面，原料端原油小幅走弱，乙烯小幅走强，动力煤价格小幅走强，煤制利润继续压缩。库存方面，本周到港计划偏多，港口发货不佳，下周一港口显性库存预计累库 3 万吨左右。
需求端，长丝短纤负荷继续小幅上调，聚酯负荷上调至 89.4%（+0.6%）。近期一方面下游需求表现有所好转，旺季预期临近，织厂备货积极性有所好转；另一方面聚酯厂再传 FDY 减产计划，下游积极补货下涤丝库存得到去化，加工费同样有所修复。织造终端而言，织机和纱厂负荷小幅上调，临近 9 月终端秋冬订单部分启动，后续短期重点关注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。格局上在累库充分兑现之前，煤价持稳则乙二醇估值不具有深跌空间，后续旺季预期临近情绪预计转暖。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：等待做多时机

【盘面动态】: 周五甲醇 09 收于 2312
【现货反馈】: 周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 09-7
【库存】: 上周甲醇港口库存继续积累，周期内外轮显性卸货计入 23.1 万吨，非显性卸货较多。华东主流库区在少量转口以及船发支撑下提货有所增加，但外轮稳定供应下导致库存持续积累。华南港口库存宽幅累库。广东地区周内进口及内贸船只均有到货，主流库区提货量略有提升，但因到货集中，库存累积明显。福建地区少量内贸及进口货源到货，下游整体开工低位，库存继续增加。
【南华观点】: 在库存数据与煤炭价格走弱后，甲醇 09 合约大幅下跌，逐渐回归基本面定价。目前来看港口与内地价差窗口有可能在本周打开，09 空单可在倒流窗口附近逐步离场，01 合约在 09 合约走弱背景下逐渐走低，91 价差维持在-100 附近，后期来看 09 合约港口压力较大，91 反套可能仍有空间，但 01 的最佳买点仍需等待。基本面来看，伊朗发运超预期（8 月发运目前 70 万吨，按照这个速度 8 月 100 附近)，港口到港压力较大。华东、华南 8 月库存基本被定满。考虑到仓储、转抛成本，91 月差来到-120 后，09 卖交割给到 01 无风险。综上，港口累库预期偏依旧强烈，盘面下跌较为顺畅，但港口货物未倒流（还差 20 附近），持货意愿有待增强，建议港口倒流或仓储费涨价后再考虑布局远月多单，观察港口提货情况。

PP：延续震荡格局，重点关注需求变化

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 7084（-1）。
【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6950 元/吨，华东现货价格为 6990 元/吨，华南现货价格为 7010 元/吨。
【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 77.91%（+0.6%）。目前 PP 装置检修量仍处于高位，大部分检修计划持续至 8 月下旬。需求端，本期下游平均开工率为 48.9%（+0.45%）。其中，BOPP 开工率为 61.13%（+0.33%），CPP 开工率为 58.5%（+1.62%），无纺布开工率为 35.68%（+0.38%），塑编开工率为 41.4%（+0.3%）。本周 PP 主要下游的开工率均出现回升，随着旺季的临近，下游订单情况转好，需求逐步回暖。库存端，PP 总库存环比下降 0.93%。上游库存中，两油库存环比上升 2.6%，煤化工库存上升 1.78%，地方炼厂库存下降 8.02%。中游库存中，贸易商库存环比下降 4.06%，港口库存下降 0.98%。从绝对值来看，PP 库存维持中位水平，目前压力不大。
【观点】上周聚烯烃盘面总体呈现偏弱震荡格局。在成本端，一方面是地缘政治预期转弱，原油价格下行，另一方面是"反内卷"政策引发的宏观情绪有所，焦煤涨势趋缓。在成本支持转弱的情况下，聚烯烃总体呈现偏弱运行趋势。从 PP 基本面情况来看：供给端，在密集投产和 PDH 利润恢复之下，PP 产量持续处于高位。需求端，今年 PP 下游需求呈现较大弹性，在高供给之下，PP 库存也并未出现明显累库情况，表观需求维持 10%+的高增长。若下半年需求维持当前增速，PP 供需将基本维持平衡。所以当前来看，PP 继续下行的驱动不足，预计近期将以震荡格局为主。后续主要关注需求端情况和成本端变化。

PE：旺季临近，需求缓速回升中

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 7351（+8）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7220 元/吨，华东现货价格为 7250 元/吨，华南现货价格为 7380 元/吨。
【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 84.17%（+0.09%）。目前大部分装置已陆续重启，开工率回升至 5 月初水平，供给有所增量。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 39.12%（+0.35%）。其中，农膜开工率为 13.82%（+0.75%），包装膜开工率为 49.07%（-0.23%），管材开工率为 30%（+1%），注塑开工率为 55.3%（+0.5%），中空开工率为 38.09%（-0.15%），拉丝开工率为 33.59%（+2%）。 农膜进入由淡季向旺季转换的阶段，开工率底部回升，预计后续需求将呈现增量趋势。库存端，本期 PE 总库存环比下降 7.15%，其中上游石化库存环比下降 19%，煤化工库存 13%，社会库存下降 1%。
【观点】上周聚烯烃盘面总体呈现偏弱震荡格局。在成本端，一方面是地缘政治预期转弱，原油价格下行，另一方面是"反内卷"政策引发的宏观情绪有所，焦煤涨势趋缓。在成本支持转弱的情况下，聚烯烃总体呈现偏弱运行趋势。从 PE 基本面情况来看：在供给端，近期装置检修量阶段性回落，但后续塔里木石化、镇海炼化均存在检修计划，预计 9 月供给将呈现缩量。而在需求端，下游正处于从淡季向旺季过度的阶段，农膜开工率呈现底部回升趋势，但目前需求复苏节奏仍显缓慢，后续需求实际增量情况有待观察。从当前平衡表预估来看，PE 近月供需压力不大，预计继续下行的空间将比较有限，短期将以震荡格局为主。而后续走势将主要取决于下游需求恢复的情况。

PVC:弱势难改

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 万吨附近，9 月产量在 205 万吨附近。
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：本周华东库存继续维持高速累库，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，远端盘面大幅走强，产业对于品种绝对定价权丧失，但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，而 PVC 在 09 天量交割的威胁之下，总体价格表现仍然缺乏弹性，目前 9-1 已经基本无风险，8 月的交割压力总体仍然会对盘面造成较大的拉拽。基本面看整体 PVC 仍然难有起色，目前看 V 最大的需求潜在亮点是出口，但是印度再度增加对中国的反倾销税率，压制中国的出口数量，同时国内弱地产格局难改，总体需求没有弹性的背景下三季度新增投产增量逐步兑现，价格又因为宏观预期始终保持在一个产业可以接受的状态，真正的供给端出清极难兑现，总体 PVC 维持空配对待。

纯苯苯乙烯：双去库

纯苯：
【盘面回顾】BZ2603 收于 6189（+10）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6105（-25），主力基差-84（-35）
【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，石油苯供应小幅波动，加氢苯方面检修重启并存，开工率有所回升，纯苯周度总供应继续回升。需求端仅有苯胺开工下滑，其他四大下游苯乙烯、己内酰胺、苯酚、己二酸受检修复产影响，负荷有不同程度上升，总体五大下游周度折原料纯苯需求继续抬升。利润持续不佳之下，即使近期有多套下游装置投产，需求增量兑现缓慢，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，受船只到港延期影响，本周纯苯明显去库,带动成交阶段性好转。8-9 月受韩国纯苯装置检修影响，我国进口端纯苯供应预计有所下降，国内表现为供需双增，平衡表看 8-9 月纯苯供需格局有所好转，但隐性库存高企加上终端需求不佳之下，短期基本面改善有限，需要观察后续传统需求旺季是否带来需求增量。盘面已回归基本面，短期纯苯震荡看待。

苯乙烯：
【盘面回顾】EB2509 收于 7240（+2）
【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7300（+5），主力基差 60（+3）
【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 14 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 20.87 万吨，较上一周期减少 0.27 万吨，环比减少 1.29%。
【南华观点】
苯乙烯：供应端新装置投产增量开始体现，周产量较上周增加约 1 万吨，后续 9、10 月还有吉林石化、广西石化两套苯乙烯大装置待投，供应充足。需求端，EPS、PS 行业尤其是 EPS 有多套检修装置回归，开工率明显回升，ABS 开工仍维持在相对高位。库存方面，EPS 与 PS 得益于前期的减产加上低价货出货较好，库存去化较 ABS 要好。当前终端仍处在需求淡季，但苯乙烯纸货价格呈现 C 结构，近端价格较低的情况下，下游工厂抄底意愿增强，苯乙烯港库以及厂库均呈现去库。近期市场上苯乙烯出口传闻增多，中东、韩国方向均有，后续苯乙烯在出口端或有需求增量。平衡表看 8-9 月苯乙烯供应过剩程度减轻。当前苯乙烯绝对价格已处在近几年的历史低位加上旺季预期无法证伪，短期单边谨慎做空，品种间可关注苯乙烯大装置落地时间，考虑逢高做缩纯苯苯乙烯价差。

燃料油：依然疲软

【盘面回顾】截止到夜盘，FU09 报 2709 升水新加坡 9 月纸货-16 美元/吨
【产业表现】供给端：中东地区 7 月高硫出口 582 万吨，环比+100，中东季节性发电旺季不及预期，出口增加。伊朗 7 月高硫燃料油出口 127.7 万吨，环比+37，伊拉克 7 月高硫出口量在 143 万吨，环比变化不大。墨西哥 7 月出口量在 67 万吨，环比+19。委内瑞拉 7 月出口 27.2 万吨，环比+11。需求端，新加坡 7 月船加注总量 491.8 万吨，高硫加注量为 196 万吨，环比+26 万吨，山东 7 月进口 57 万吨，环比+45。印度 7 月进口 55 万吨，环比+20 万吨，埃及原本 8 月招标 70-90 万吨高硫燃料油，这部分中取消了 35 万吨。发电需求预期减弱。库存端，新加坡和马来西亚浮仓库存回落。
【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，埃及发电低于预期，发电需求走弱，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：裂解走强

【盘面回顾】截止到夜盘，LU10 报 3484 元/吨，升水新加坡 10 月纸货 8.4 美元/吨
【产业表现】供给端：科威特 7 月低硫燃料油出口量在 48.6 万吨，环比+24.7，欧洲 7 月低硫出口量在 252.6 万吨，环比+36.8，尼日利亚 7 月低硫燃料油出口 12.7 万吨，环比-8，巴西 6 月低硫出口量在 87.2 万吨，环比-25.2；需求端，新加坡 7 月船加注总量 491.8 万吨，环比+32，同比+34。其中低硫加注量为 237 万吨，环比+6，库存端，中国保税库整体去库 7 至 125.5 万吨。舟山去库 6 至 118 万吨。目前低硫燃料油仓单在 16080 吨，环比-10000 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 3461 元/吨
【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3620 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+2%至 36.5%，华东-1.5%至 39.8%，中国沥青总的开工率+1.2%至 32.9%，山东沥青产量+1.3 至 19.3 万吨，中国产量+3 万吨至 58.8 万吨。需求端，中国沥青出货量-3.18 万吨至 24.85 万吨，山东出货-1.16 万吨至 6.36 万吨；库存端，山东社会库存 0 万吨至 13.5 万吨和山东炼厂库存+1.3 万吨为 15 万吨，中国社会库存 0.4 万吨至 53.3 万吨，中国企业库存+1.6 万吨至 44.5 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，随着美俄领导人会面，预计美方将放松对俄制裁，同时叠加 opec 增产，进一步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，但阶段性仍是降雨较多。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，因此旺季不旺特征愈发明显。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&20 号胶：重心上移，分歧加剧

【行情回顾】
周五沪胶多空分歧加剧，震幅收窄，RU2601 收于 15820（+40），NR2510 收于 12640（+50）。新加坡 TSR20 主力收于 172.3（+3.0）；日胶烟片主力收于 318.5（-1.0），Back 结构加深。主要因为海内外天气扰动加强，但受下游库存高企压制。
【现货价格】
上海国产全乳市场价 14,900（+250），越南 3L 市场价 14,850（+150）；青岛保税区美金烟片 2240（0），美金泰标 1810（+20），美金印标 1760（+20）；人民币泰混报价 14650（+250），马混报价 14600（+250）。
【产业表现】
供应端，现货涨跌互现，胶水、杯胶价格有所分化，成本支撑稳定。云南产区局地降雨，原料持平，负交割利润；海南因台风与热带低压连续影响强降雨频繁，据闻周五全岛因原料高价收胶颇少，胶水小幅回跌。国外产区降雨多，其中越南降雨增多，泰国北部、中部

和东部雨势大，标混利润均低。
库存端，上周国内干胶库存转为去库，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 仓单微降，仍处季节性低位；NR 仓单持平。整体库存压力仍大。
需求端，上周下游轮胎开工分化。半钢胎开工下降，低于同期，库存仍处历史高位；全钢胎部分装置检修结束，开工回升，下游重卡需求不淡，全钢胎库存维持去库。内需方面，贷款贴息政策小幅利好终端消费；关注新能源重卡更新对重卡置换需求加速兑现。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，长期关注国际关税、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，但受限于产业链库存压力和海外供应增量预期，预计 RU2501 在 15700~16100 区间震荡。RU9-1 价差 1000 左右维持，9-1 反套空间较小；国产上量受阻，深胶库存压力大，海外宏观回暖阻碍重重，逢低做扩深浅价差，注意月份选择。
【风险提示】
国际关税、下游产业政策出台、天气变化

尿素：区间震荡

【盘面动态】：周五尿素 09 收盘 1721
【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 1610-1750 元/吨。国内仍处需求淡季，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 1660 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 13 日，中国尿素企业总库存量 95.74 万吨，较上周增加 6.98 万吨，环比增加 7.86%。中国尿素港口样本库存量:46.4 万吨，环比减少 1.9 万吨，环比跌幅 3.93%。
【南华观点】：近期农业需求淡季，工业开工负荷下降，受 9 月 3 日大阅兵仪式影响，京津冀及周边省份的部分复合肥、板厂已收到 8 月中旬后开始停产限产的要求，且部分区域货物运输将明显受限。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 1650~1850 震荡。

玻璃纯碱烧碱：近弱远强维持

纯碱：
【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1395，-0.36%
【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 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，光伏日熔小幅回升。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 1211，-0.74%
【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，湖北继续降价至 1000-1020 元/吨，不过政策预期仍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，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 2637，0.23%
【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】
近端交易现实，远期预期仍有博弈。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。供应端产量小幅波动。成本端维持，不过随着液氯价格上调，氯碱利润继续回升。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：交割博弈再现

基本面上看在边际走强。现货近来连续涨价，日均出库量维持高位，库存下降，且位于历年低位。从数据上看，木托盘，家具的需求依然保持旺盛。目前供需格局并无明显的矛盾，处于相对平衡的状态。仓单在 7 月底集中注销之后，在本周刚刚出现新注册 528 手。
而盘面上，上一周价格的下行，交易的是仓单的生成，市场上一些逾期的旧货要交割，以及 8 月份下旬有买船集中到港。可以理解为定价锚的漂移。锚点从卖方仓单成本移动到买方接货意愿的变化。作为卖方来说，需要额外支付分选成本，交割费用成本，以及可能得运输成本等等。 预计 9 月份交割中，智能检尺将普及， 平均检尺差可能会来到 9%， 这将会进一步提升卖方的交割成本。而买方（下游产业客户）则不需考虑这些成本，重点关注盘面接货是否比现货便宜。其次是非下游产业客户，接货之后没有现货处理渠道而导致的交割品折价处理的成本。而这之间的价差，就是目前被市场认为的估值区间，在这区间之内的价格波动，都属于合理范围。因为，该区间内，买卖双方都没有利润。目前被产业认可的该区间范围是 800-840。
上述是产业的逻辑，相对清晰透明。除此之外，还可能存在的是资金逻辑。会考虑平均持

仓成本，转抛成本，买方接货意愿的程度，实际可交割品的真实数量，虚实比等等因素，存在一定的博弈空间。交易上，目前的价格做多比做空要有更好的赔率。
策略上，09 合约逢低做多，辅助高抛低吸。09-11 正套。

丙烯：现货盘面均偏震荡

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6492（4）,PL2602 盘面收于 6525（+12）
【现货反馈】华东均价 6425（0），山东均价 6425（-50），华南均价 6465（0）
【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 57 万吨（+1 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】本期全国丙烯市场涨价为主，山东市场价格继周末大涨之后高位回落，其他市场小幅跟涨。成本端，本期原油依然偏弱运行，地缘风险、需求走弱等多空因素交织影响盘面；外盘丙烷价格本周偏震荡，FEI 现货端有小幅走强，远月 0102 为丙烷相对旺季，拿 01CP 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，本周依然偏宽松，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，PP 粒料产量维持高位，PP 粉料利润支撑下开工较前提回升，但这周因丙烯涨价价差收缩的比较快；环氧丙烷氯醇法因利润改善提负，但因丙烷走强，利润再次被压缩，预期开工上行空间有限；其他需求端变动不大。此外，山东区域整体因部分供应装置检修，近期供需差仍有收紧预期，此外仍需关注京博 39 万吨 K-cot 出产品情况，以及 8 月中下旬金能及万华可能的检修。

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 13945 日环比+0.32%
【现货报价】全国生猪均价 13.67（-0.06）元/公斤，其中河南 13.68（-0.13）元/公斤、四川 13.47（+0.00）元/公斤、湖南 13.65（+0.00）元/公斤、辽宁 13.44（-0.05）元/公斤、广东 14.93（-0.00）元/公斤。
【现货情况】
北方市场行情偏弱,多地屠企宰量维持窄幅调整,但供给端出栏量级增加,主要来自于放养公司及散户二有群体出栏意愿增强,拖累行情偏弱下行;不分头部企业大幅缩量应对,价格跌势

有所收窄。
南方市场猪价整体稳定,部分区域小幅上涨;供需两端情绪平稳,多地稳价走量为主。短期来看,市场现阶段缺失明显利好支撑。
【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】外盘受美豆油带领回升，内盘豆菜短时企稳。
【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】外盘美豆种植天气转干，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：利好继续推动油脂强势

【供需分析】棕榈油：根据立检验机构 AmSpec 公布数据显示，马来西亚 8 月 1-15 日棕榈油出口量为 696425 吨，较 7 月 1-15 日出口的 574121 吨增加 21.3%。8 月马棕油出口持续好转让市场获得支撑。
豆油：美国 2025 年 7 月豆油库存为 13.79 亿磅，市场预期为 13.80 亿磅，2025 年 6 月为 13.66 亿磅；美国 2025 年 7 月大豆压榨量为 1.95699 亿蒲式耳，市场预期为 1.9159 亿蒲式耳，2025 年 6 月为 1.85709 亿蒲式耳。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。最终中加贸易政策并未正式确定，且保证金有退还的规定，市场对后市政策有待商榷，同时对澳菜籽及俄罗斯菜油进口抱有较乐观预期，菜油后市紧缺程度可能有限，或存在阶段性供压紧缺但缺口程度有限的可能，考虑到国内油脂库存高位，菜油上方空间有限。
【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；关注美国天气和印尼产量恢复情况；关注中美关系及中加关系。
【南华观点】油脂偏强运行

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，空头回补。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 2180 元/吨，-15 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】东北玉米价格偏弱，贸易商余货较少，但购销也较为清淡，等待新粮上市。华北地区玉米价格偏强深加工到货量持续维持低位，由于货源较少部分企业玉米价格开始止跌企稳。销区市场玉米价格整体稳定。销区市场玉米淀粉整体变化不大，华南局部虽有台风天气影响，但港口货源充裕，走货正常，实际购销平稳。
【南华观点】现货货源较少，暂时稳定。

棉花：下游走货边际好转

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅下跌，部分资金获利了结。上周五夜盘郑棉小幅收跌。
【外棉信息】据巴西国家商品供应公司最新预测数据，24/25 年度巴西全国植棉面积预期环比上调至 208.6 万公顷，同比增加 7.3%；全国单产预期环比下调至 125.8 公斤/亩，同比减少 0.9%，24/25 年度巴西棉花总产预期上调至 393.5 万吨，同比增加 6.3%。
【郑棉信息】目前新疆新棉已进入结铃后期，整体生长进度约提前一周左右，受高温影响，部分棉田盖顶桃数量有所减少，但今年伏前桃同比略有增加，对新年度产量仍维持乐观预期。7 月国内服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额为 961 亿元，环比季节性减少 24.63%，同比增长 1.8%。随着“金九银十”旺季逐渐临近，下游走货边际好转，成品库存略有下降，纱厂开机率企稳，但当前回暖幅度尚有限，布厂仍以打样订单为主。
【南华观点】当前陈棉低库存现状仍对近月合约存在有力支撑，短期棉价重心或随着下游边际性好转而有所抬升，关注下游备货情况。

白糖：国际市场压力犹存

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五收跌，尽管巴西 7 月下半月糖产量同比小幅下降。
周五夜盘，郑糖横向盘整，整体变化不大。
【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 月下旬压榨甘蔗 5021.7 万吨，同比下降 2.66%，产糖 361.4 万吨，同比下降 0.8%，制糖比 54.1%，去年同期为 50.32%。
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】主力合约 JD2510 收于 3182，日环比-0.22%
【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.1（+0.03）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，鸡蛋质量问题得以改善，且临近开学，下游市场补货量增加。但当前产能仍较大，或抑制蛋价上涨空间。产区价格有稳有涨。销区各市场到车正常，走货一般，价格持稳运行。
【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：谨慎强势

【期货动态】苹果期货周五冲高回落，短期走势偏强。
【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，纸袋嘎啦陆续上市，部分地区存在上色问题。
【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】短期苹果走势偏强，但不宜过分追涨。

红枣：关注中秋备货

【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】上周五广州如意坊市场到货 1 车，少量成交，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 15 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。