

金融期货早评

宏观：美联储独立性再受挑战

【市场资讯】1) 国务院印发“人工智能+”行动意见：聚焦 AI 芯片攻坚与软件生态培育，力推智能汽车等终端发展。2) 特朗普宣布“开除”现任美联储理事，称降息将成联储多数派主张；理事库克将起诉免职决定，联储声明：总统只有“正当理由”下才能罢免理事，联储将遵守法院的任何判决。3) 特朗普：已完成同欧盟、日本、韩国贸易协议；将很快征“很高”家具关税；美国被“剥削”，将不再直接资助乌克兰；Meta 将在路易斯安纳州建 500 亿美元 AI 数据中心。4) 欧美贸易战火重燃，特朗普再度“炮轰”数字税：将用关税和出口管制报复；欧盟重申有权制定数字规则，驳斥美方指责。5) 美国拟周三起对印度加 50%关税；德媒爆料：特朗普近期至少四次致电印总理莫迪均被拒；借关税压力倒逼改革，莫迪突击式减税、加速简政放权。6) 美商务部长：很快将在区块链披露统计数据，发布 GDP。

【核心逻辑】国内方面，当前财政支出仍保持持续发力态势，其中政府性基金支出的表现尤为突出，6 月、7 月两个月的发力节奏更为明显。尽管当前经济增速呈现边际下滑的趋势，但我们无需对此过度悲观，原因在于存量政策正持续加力推进，其对经济的支撑作用仍在逐步释放。结合当前经济现状与决策层的政策顶层设计，我们判断经济循环已出现边际改善。尽管经济运行的根本性矛盾尚未解决，但边际改善的积极信号同样值得关注。在此背景下，未来仍会有托底性政策发力，但出台大规模经济刺激措施的可能性已有所下降。房地产需求持续走弱，部分地区开始出台需求端政策，但整体效果较为有限。海外市场方面，美联储主席鲍威尔的最新政策表态被市场普遍解读为偏向鸽派立场，未来即将公布的 8 月非农就业报告及物价指数将成为研判政策转向时点的核心观测指标。特朗普宣布“开除”现任美联储理事，而理事库克将起诉免职决定。美联储的独立性虽受挑战，但目前仍然未受到大幅冲击。

人民币汇率：行情有点降温

【行情回顾】上前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1621，较上一交易日下跌 104 个基点。人民币对美元中间价报 7.1188，较上一交易日调贬 27 个基点。

【重要资讯】1) 特朗普称今年年内或尽快访问中国，外交部回应：元首外交对中美关系发挥着不可替代的战略引领作用，中美两国元首保持着密切的交往和沟通。2) 美联储——①巴尔金：预测利率将温和调整。②外媒：特朗普政府正在权衡影响地方联储的方案，并加强对地方联储主席选拔方式的审查。③库克的律师已就特朗普解雇一事寻求司法裁决，美联储官方及特朗普均称将遵循法院裁决。特朗普表示，心中已有接替库克的人选，可能会让米兰转任美联储其他长期职位。特朗普直言很快将在美联储占据多数席位。3) 特朗普就稀土磁铁供应威胁对华征收约 200%关税，外交部回应。

【核心逻辑】展望后市，我们认为当前美元指数的运行趋势尚未形成明确方向，短期内暂宜界定为震荡整理态势。从市场逻辑来看，其上行走势具备合理的解释依据，而下行运行同样存在可支撑的驱动因素。对于美元兑人民币即期汇率，结合中国央行通过中间价引导美元兑人民币即期汇率维持区间波动的政策思路，以及当前市场低波动率的特征，预计短期内美元兑人民币即期汇率仍将运行于 7.20 以下区间。但需要注意的是，市场对人民币升值的预期仍较谨慎。本周，美元兑人民币即期汇率运行区间大概率在 7.13-7.20。对于后市风险，当前市场已基本将美联储 9 月降息纳入资产定价，需重点警惕预期反转引发的市场回调风险。后续公布的 PCE、CPI 数据及非农就业报告，将成为决定美联储内部能否形成政策共识、乃至 9 月降息举措是否落地的关键变量。

【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：情绪指标与量能回落，预计延续调整但幅度有限

【市场回顾】

昨日股指走势震荡修正。从资金面来看，两市成交额大幅下跌 4621.17 亿元。期指方面，IC 缩量上涨，其余品种均缩量下跌。

【重要资讯】

1. 史上首次：特朗普宣称“开除”现任美联储理事，“掌控美联储”计划迈出又一步。
2. 特朗普：美国被“剥削”，将不再直接资助乌克兰。

【核心逻辑】

昨日股市缩量修正。美联储带来的利多将短时间内定价完成，盘前外围美股回落，美元指数反弹，一定程度反映风险偏好回落，对于 A 股开盘情绪有一定的影响。重点关注的情绪指标与量能均有所回落，期指基差、期权隐波、期权持仓量 PCR 均有不同幅度回调，两市成交额降至 2.68 万亿左右水平，此前我们提到股指持续快速上涨需要资金面和情绪面的支撑，昨日市场缩量股指出现调整基本验证。从当前的情绪指标来看，预计调整将继续，但一方面量能收小，另一方面日内行情股指尾盘有所回升，因此我们认为调整幅度不大，整体上行趋势不变。近期中美以及外部贸易关系变化相关信息较多，关注其带来的风险偏好影响。

【南华观点】指数预计延续调整

国债：谨慎看待反弹

期债周二继续反弹，TL 表现最强。现券收益率全线下行，超长端下行幅度最大。A 股缩量震荡，国债盘中走势与 A 股仍有联动，午后趁股市调整大幅上涨至尾盘。《中国外汇》援引连平的观点，“认为央行增持国债具有良好的操作空间”，给了多头一定的信心。目前债市尚不能完全摆脱股债跷跷板的影响，A 股在持续加速上涨后需要震荡整固，短期将为债市提供企稳反弹的条件。鉴于股市中期仍旧看好，关注债市是否逐渐转入震荡。暂时对反弹空间保持谨慎，尤其是交易盘集中的 TL 不宜追高。低位多单可继续持有，空仓者逢低介入。

集运：MSK 新一周开舱报价加速下行

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格低开震荡。截至收盘，除 EC2608 外，EC 各月合约价格均有所回落。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，9 月 4 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1315，较同期前值上调\$5，40GP 总报价为\$2210，较同期前值上调\$10。9 月 11 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 开舱报价为\$1140，较前一周下降\$125（前一周降幅为\$55），40GP 开舱报价为\$1900，较前一周下降\$210（前一周降幅为\$90）。

近三周，MSC 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1600/1606，较同期前值回升\$50，40GP 总报价为\$2640/2652，较同期前值回升\$50。

【重要资讯】：金十数据 8 月 26 日讯，以色列军队 25 日袭击加沙地带纳赛尔医院引发国际谴责后，以总理内塔尼亚胡当天说，以方对这一悲剧性事件“深表遗憾”。加沙地带消息人士 25 日说，以军当天先是轰炸纳赛尔医院，接着袭击前来救援的医务人员，共造成包括 5 名记者在内至少 20 人死亡。加沙地带卫生部门发表声明说，遇害者包括医护人员、病人、新闻工作者和民防人员，另有数十人受伤。哈马斯媒体办公室在一份声明中说，以军发动

袭击时，一群记者正在纳赛尔医院进行报道。遇害记者为路透社、美联社、半岛电视台等媒体机构工作。

【南华观点】：MSK 新一周欧线开舱报价低于前值，且降幅扩大，利空期价走势。对于后市而言，鉴于当前欧线现舱报价和期货标的情况，EC 震荡偏回落或延续震荡走势的可能性相对较大。

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）及助理分析师廖臣悦（F03120676）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：金涨银震 美联储独立性面临挑战

【行情回顾】周二贵金属市场金涨银震，美指略微回调，美债收益率回落，欧股下跌美股上涨，比特币回升，原油明显下跌，南华有色金属指数震荡。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 3443.2 美元/盎司，+0.75%；美白银 2509 合约收报于 38.69 美元/盎司，-0.02%。SHFE 黄金 2510 主力合约收 781.12 元/克，+0.28%；SHFE 白银 2510 合约收 9354 元/千克，+0.11%。周二亚洲早盘，贵金属快速拉涨，因特朗普签署文件罢免美联储理事库克，且立刻生效，升温美联储降息预期。据外媒报道，特朗普政府正在权衡影响地区联邦储备银行的方案，并加强对地方联储主席选拔方式的审查，如果特朗普罢免美联储理事库克的决定在法庭上得到支持，那么美联储独立性将面临进一步挑战，对贵金属特别是货币属性显著的黄金而言有望形成新利多，因货币宽松预期、通胀预期及美元信誉下降预期等。

【降息预期与基金持仓】年内降息预期略有升温。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 12.2%，降息 25 个基点的概率为 87.8%；美联储 10 月维持利率不变的概率为 6.2%，累计降息 25 个基点的概率为 50.6%，累计降息 50 个基点的概率 43.2%；美联储 12 月维持利率不变的概率 1.1%，累计降息 25 个基点的概率为 13.9%，累计降息 50 个基点的概率为 49.3%，累计降息 75 个基点的概率为 35.7%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 1.43 吨至 959.92 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 14.12 吨至 15274.7 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 13.7 吨至 1127.3 吨；截止 8 月 22 日当周的 SGX 白银库存周减 5 吨至 1281.8 吨。

【本周关注】本周数据主要关注周四晚美二季度 GDP 修正值，以及周五晚美 7 月 PCE 数据。事件方面周四 19:30，欧洲央行公布 7 月货币政策会议纪要；周五 06:00，美联储理事沃勒就货币政策发表讲话。

【南华观点】中长线或偏多，短线伦敦金周线收大阳柱，伦敦银收带长下影线阳柱，情绪

转好，周内或维持偏强状态，建议关注周五晚 PCE 数据影响。伦敦金阻力 3400-3410 区域，如突破则有望进一步指向前高 3500，支撑 3380，3350 区域，强支撑 3300。伦敦银支撑 38.2，阻力 39，39.5。操作上仍维持回调做多思路。

铜：美元指数回升，铜价小幅回落

【盘面回顾】沪铜指数在周二高开低走，报收在 7.91 万元每吨；成交 14 万手，成交量小幅回落；持仓 48.2 万手；上海有色现货升水 130 元每吨。

【产业表现】第一量子矿业有限公司宣布，因一项 10 亿美元的金矿交易缓解了资产负债表压力，该公司已搁置出售其赞比亚铜矿 minority 少数股权的计划。2024 年初，第一量子矿业曾表示正考虑出售其在赞比亚 Kansanshi 和 Sentinel 两座铜矿的少数股权——此前在 2023 年底，该公司位于巴拿马的旗舰矿山被迫关闭，导致运营压力陡增。首席执行官特 Tristan Pascall 表示，本月将 Kansanshi 的部分黄金产量出售给 Royal Gold Inc. 的交易有助于改变撤资的需求。

【核心逻辑】铜价在周二的回落在意料之中。美元指数自上周五大跌后明显反弹，从 97 上升到 98.4，说明下方有明显压力，铜价和美元指数的负相关关系在近几个交易日中有明显体现。美元指数巨变背后的原因在于特朗普在社交媒体高调宣布，解除美联储理事丽莎·库克（Lisa Cook）职务“立即生效”。但库克最新回应称，称特朗普无权解雇她，她将继续履行职责。而特朗普此举一旦获得成功，距离“掌控美联储”将更进一步。短期来看，铜价上方仍然存在一定压力，主要来源于美元指数的底部支撑和需求在高价格下的负反馈。下方，随着时间的推移，下游生产商对于铜价的接受程度在不断提高，为铜价提供支撑。

【南华观点】低位采购。

铝产业链：氧化铝现货价格未能挺住

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20715 元/吨，环比-0.12%，成交量为 10 万手，持仓 25 万手，伦铝收于 2638.5 美元/吨，环比+0.53%；氧化铝收于 3069 元/吨，环比-3.49%，成交量为 42 万手，持仓 23 万手；铸造铝合金收于 20265 元/吨，环比-0.07%，成交量为 1557 手，持仓 8128 手。夜盘沪铝、铸造铝合金大涨。

【核心观点】铝：宏观方面，周五鲍威尔发言偏鸽，9 月降息预期再加把火。现货方面，近期处于月长单交货期现货升水受压制，但临近旺季，下游企业补库增长，结合再生铝企业已收到税收返还政策终止可能导致再生铝供应减少，短期沪铝震荡偏强，价格区间为 20500-21000。

氧化铝：矿段方面，由于几内亚政府收回矿山所有权并转让给新成立的国有实体，EGA 宣布终止在几内亚的铝土矿业务，考虑到其矿山在去年下半年已经停工，此事件对铝土矿供给影响不大，但在几内亚推动当地资源收益最大化的情况下，后续矿端波动率加大，需警惕收回所有权时间扩大化，基本面方面，氧化铝基本面较弱，供应方面，目前国内运行产能维持高位，进口窗口阶段性打开，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，市场交易逻辑向成本定价逻辑转变。但随着 9 月阅兵接近，部分河南氧化铝厂接到环保限产通知，短期可将几内亚进口矿成本 3050 作为支撑位看待，上方参考理论 3250-3300。总的来说，氧化铝暴力限产概率低，过剩压力逐步体现在价格上，且现货价格大跌，短期偏弱震荡为主。

铸造铝合金：供给方面，废铝依旧偏紧，并且近日，根据国家发展改革委等四部委《关于规范招商引资行为有关政策落实事项的通知》(发改体改〔2025〕770 号)要求，各省开始定制清理规范行动方案。方案中明令禁止再生资源回收等各类平台企业违规返还税费，对再生铝行业，地方税返取消前后综合税负差异可能在 4%左右，目前安徽、江西等省份部

分再生铝企业已收到税收返还政策终止通知，利废企业产能利用率存下滑风险，为铝合金价格提供支撑。总的来说，铸造铝合金期货盘面走势大致跟随沪铝走势而波动，但成本端的支撑使得铝合金更具韧性，二者价差基本处于 400-500 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：震荡偏强；氧化铝：偏弱震荡；铸造铝合金：震荡偏强

锌：窄幅震荡，等待新驱动出现

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22270 元/吨，环比-0.56%。其中成交量为 93174 手，而持仓则增加 3459 手至 10.87 万手。现货端，0#锌锭均价为 22280 元/吨，1#锌锭均价为 22210 元/吨。

【产业表现】据西藏珠峰 2025 年半年报披露，报告期内塔中矿业完成采矿量 181.43 万吨，出矿量 149.74 万吨，选矿处理量 151.99 万吨。通过持续优化生产组织和工艺流程，主要金属产品产量实现全面增长。其中，铅金属量 2.92 万吨，同比增长 44.53%；锌金属量 2.84 万吨，同比增长 25.15%；铜金属量 737.82 吨，同比增长 29.90%；银金属量 46.80 吨，同比增长 40.08%。

【核心逻辑】上一交易日，锌价高开回落，但夜盘仍展现出一定韧性。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。库存震荡偏强。需求端方面，受阅兵影响不大，整体水平保持稳定。需求目前可以期待金九银十的表现，地产等终端消费下游可能会有一定回暖。LME 库存持续下降，有一定挤仓风险，其支撑仍然存在。库存上，锌价外强内弱格局愈发明显，交易策略上可以考虑卖外盘买内盘的内外反套。短期内，观察宏观与消费，震荡为主。

【南华观点】震荡为主。

镍，不锈钢：日内震荡

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 120370 元/吨，上涨 0.08%。不锈钢主力合约日盘收于 12840 元/吨，下跌 0.08%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 122750 元/吨，升水为 2600 元/吨。SMM 电解镍为 121450 元/吨。进口镍均价调整至 120550 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27640 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 3036.36 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-3.1%。8-12%高镍生铁出厂价为 936.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-3.22%。纯镍上期所库存为 26943 吨，LME 镍库存为 209748 吨。SMM 不锈钢社会库存为 933400 吨。国内主要地区镍生铁库存为 33111 吨。

【市场分析】

日内沪镍不锈钢走势震荡，等待明确指引。镍矿目前整体较为稳定，国内到港库存处于高位，预计印尼九月第一期基准价仍有小幅下行，升水将持续坚挺；菲律宾周内装运有一定降雨，后续九月有降雨预期，但是整体影响有限。镍铁短期仍然相对坚挺，华南某主流钢厂招标仓底价 940 元/吨，镍铁成交持续回暖；值得注意的是连续回调后利润仍然承压。不锈钢方面日内走势偏同样震荡，关注九十月旺季来临需求回暖情绪走势。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 MHP 市场流通偏紧，价格坚挺。宏观层面持续追踪九月降息预期。

锡：震荡偏强

【盘面回顾】沪锡指数在周二震荡，报收在 26.9 元每吨；成交 7.5 万手，成交量回落；持仓 5 万手。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】锡价在周一的走强属于被动上涨，和其自身基本面关系不大，周二维持震荡。宏观方面，特朗普在社交媒体高调宣布，解除美联储理事丽莎·库克（Lisa Cook）职务"立即生效"。但库克最新回应称，称特朗普无权解雇她，她将继续履行职责。而特朗普此举一旦获得成功，距离“掌控美联储”将更近一步。基本面，锡锭社会库存的连续两周回落或为锡价提供上升的动力，需求端锡焊料企业开工情况尚可，在价格不高于 27 万元每吨的情况下，仍有接货意愿。

【南华观点】震荡为主。

碳酸锂：情绪消退，预期仍存

【行情回顾】周二碳酸锂期货主力合约收于 79020 元/吨，日环比-0.45%（震荡走低）。成交量 55.95 万手、持仓量 34.94 万手，日环比均（分别-10.74%、-1.91 万手）。碳酸锂 LC2511-LC2601 月差为 back 结构，日环比-180 元/吨。仓单数量总计 26690 手，日环比+1060 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场情绪有所消退，锂盐端报价走弱。锂矿市场价格平稳，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 920 美元/吨，日环比+0 美元/吨。锂盐市场出货放缓，电池级碳酸锂报价 81700 元/吨，日环比-800 元/吨；电池级氢氧化锂报价 71960 元/吨，日环比-250 元/吨，贸易商基差报价小幅下降。下游正极材料报价走弱，磷酸铁锂报价变动-190 元/吨，三元材料报价变动-60 元/吨；六氟磷酸铁锂报价变动-100 元/吨，电解液报价变动+0 元/吨。

【南华观点】当前商品市场进入震荡调整阶段，市场对 9 月份仍有预期，行情能否持续建议关注九月下游排产数据，以及上游开工率数据。时间节点关注 9 月 6 日及 9 月中旬市场情绪。若不及预期，则预计后市将震荡走弱；若超出预期则预计后市震荡偏强。短期来看，价格或随供给端扰动出现阶段性反弹，但中长期看，仍维持之前观点，逢高布空远月期货合约；套利方面建议把握正套机会。

工业硅&多晶硅：方向难择

【行情回顾】周二工业硅期货主力合约收于 8515 元/吨，日环比变动-1.84%。成交量约 45.02 万手（日环比变动-5.32%），持仓量约 28.18 万手（日环比变动-0.72 万手）。SI2511-SI2601 月差为 contango 结构，日环比变动+5 元/吨；仓单数量 50822 手，日环比变动-116 手。

多晶硅期货主力合约收于 50985 元/吨，日环比变动-1.15%。成交量 26.58 万手（日环比变动-26.27%），持仓量约 13.74 万手（日环比变动+677 手）。PS2511-PS2601 月差为 contango 水结构，日环比变动-30 元/吨；仓单数量 6870 手，日环比变动+140 手。

【产业表现】工业硅现货市场报价平稳，新疆 553#工业硅报价 8650 元/吨（日环比+0 元/吨），99#硅粉报价 9600 元/吨（日环比+0 元/吨）。下游方面，三氯氢硅报价 3375 元/吨，有机硅企业报价 10750 元/吨，日环比+0 元/吨；铝合金市场 ADC12 报价 20550 元/吨，日环比+0 元/吨。

多晶硅环节报价平稳，N 型多晶硅价格指数 48.15 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】当前商品市场进入震荡调整阶段，近期较难抉择，建议观望或以震荡思路对

待。工业硅开工率预计见顶，后续需持续跟踪库存和下游排产情况，短期震荡区间：8200-8800 元/吨。多晶硅关注产业政策，关注 9 月份动态，短期震荡区间：50000-53000 元/吨。

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：利多脱敏

【行情回顾】弱势下行

【信息整理】1. Mysteel 调研了河北钢厂高炉检修以及库存状况。从结果来看，河北钢厂存在高炉集中检修情况，大都处于 8 月 31 日-9 月 3 日期间，且目前除了一些自带焦化的钢厂焦炭库存处于低位以外，其余钢厂基本可以保障一周的焦炭消耗储量，对焦炭按需采购。2. 特朗普就稀土磁铁供应威胁对华征收约 200%关税。

3. 【中国煤炭资源网】产地焦煤简评：近日山西吕梁离石地区个别煤矿因井下换工作面暂时停产，停产时间预计 20 天左右，该矿主产中硫主焦煤，生产指标为：A10 S1.2 V18 G78，年产能 90 万吨。另外，吕梁区域部分煤矿阅兵期间可能有自主停限产行为。

【南华观点】昨日焦煤供给端扰动消息并未对盘面形成有效提振，宏观层面的利好消息对市场的带动也较为有限，盘面对利好因素似乎呈现一定“脱敏”状态，整体表现偏弱。当前市场或已基本消化华北地区阅兵限产预期，钢材超季节性累库压力压制钢厂利润及钢价反弹空间，进而也制约了成本端的进一步上行。总体来看，盘面走势更多回归基本面逻辑，对利多消息刺激渐趋平淡，上行阻力较为明显，预计短期或呈现震荡偏弱格局。

铁矿石：情绪回落

【盘面信息】铁矿石大幅回落，但表现强于钢材、焦煤，价格收在昨日最低价上方。

【信息整理】1. 据环球网，在 8 月 26 日外交部例行记者会上，德新社记者提问，美国总统特朗普周一表示，中国必须确保美国的稀土磁铁供应，否则将面临 200%的关税。中方对此有何评论？对此，发言人郭嘉昆表示，我们已经就关税问题多次阐明中方立场。郭嘉昆回应，中方一贯按照相互尊重、和平共处、合作、共赢的原则，处理和推进中美关系，同时坚定维护自身的主权、安全和发展利益。“我们希望美方相向而行，推动中美关系稳定、健康可持续发展。”郭嘉昆指出，元首外交对中美关系发挥着不可替代的战略引领作用，中美两国元首保持着密切的交往和沟通。2. Mysteel 统计中国 47 港进口铁矿石港口库存总量 14388.68 万吨，较上一周降 53.72 万吨；45 港库存总量 13798.68 万吨，环比降 57.72 万吨。

【南华观点】铁矿石基本面可能从高点回落。供应端，目前供应逐渐在增加，运费上涨，供应过剩的压力逐渐在加大。需求端，目前铁水产量维持在高位，但钢厂利润持续在收缩，下游热卷、螺纹钢库存累积，高产量压力逐渐增加。若 9 月需求一般，则有负反馈/回吐宏观乐观溢价的需要。因此建议围绕 9 月议息会议作为参考节点进行多空节奏变化的布局。

焦煤焦炭：短期以震荡思路对待

【盘面回顾】区间震荡

【信息整理】

1. 据 Mysteel 统计，截止 8 月 22 日全国 493 家电厂样本日耗煤 438.5 万吨，环比降 6.5 万吨，厂内存煤总计 9821.6 万吨，环比降 82.0 万吨，可用天数 22.4 天，环比增 0.1 天。
2. 8 月 26 日上午，政协第十四届全国委员会常务委员会第十三次会议举行全体会议，14 位全国政协常委围绕“制定国民经济和社会发展‘十五五’规划”作大会发言。
3. 目前唐山调坯型钢厂执行停限产措施，开工率和产能利用率低位，且运输管控，控制为国六标准及新能源车辆。
4. 8 月 25 日，国务院国资委党委召开扩大会议。会议强调，国资央企要有力有序有效推进雅下水电工程、川藏铁路等重大项目建设，不断加大在藏投资兴业力度。

【产业表现】

焦煤：本周复产煤矿增多，汾渭和钢联口径矿山均有提产。进口端，本周蒙煤平均通关 1200 车/天，通关水平偏高。本周部分海煤报价上调，理论进口利润继续收窄，但随着前期进口订单陆续到港，短期内海煤供应仍偏宽松。需求方面，焦化利润环比修复，开工积极性提高，焦企维持正常原料补库节奏。本周盘面小幅震荡走弱，部分期现库存解套，投机需求相对疲软。整体来看，焦煤矿山复产叠加进口煤流入，焦煤供应边际过剩，上游矿山库存连续两周累库，焦煤库存结构转弱，对现货价格有一定拖累。

焦炭：周内焦炭 7 轮提涨全面落地，入炉煤成本维稳，即期焦化利润持续改善，焦化开工积极性提高。部分地区焦企受阅兵限产影响，短期开工率有望下滑，焦炭资源存在区域性紧张情况。需求端，短期内铁水产量仍然保持高位，用焦需求旺盛，周内部分唐山钢厂宣布高炉检修计划，阅兵期间铁水产量有下滑预期，是焦炭需求的短期利空因素，后续关注阅兵结束后高炉钢厂的复产节奏。整体来看，焦炭产业链无明显矛盾，但连续 7 轮涨价后焦化利润明显改善，近期钢厂订单下滑、利润承压，对第 8 轮提涨有抵触情绪。

【南华观点】

上周五焦煤触底反弹，周初焦煤主力合约上行至 1230 附近遇阻回落，目前产地虽频繁传出煤矿减产消息，但盘面对利多消息似乎并不敏感，叠加动力煤日耗拐点出现，电煤需求回落拖累焦配煤价格，焦煤现货参与者多持观望态度。当前煤焦静态供需结构并无明显矛盾，市场逐渐将博弈重点放在下游成材需求表现上，近两周成材需求表现偏差，叠加三大家电排产、中美集装箱运量等中高频数据下滑，引发市场对旺季需求的担忧，也将反向制约煤焦上方高度。综上，焦煤下有查超产预期支撑，上有成材需求压制，短期盘面或维持高位宽幅震荡格局。后续关注美联储降息、煤矿查超产进度、10 月四中全会等海内外风险事件。操作上，考虑到制定“反内卷”政策细节需要时间，宏观情绪存在反复的可能，当下煤焦供需并无显著矛盾，在旺季终端需求得到验证前，不建议做空焦煤焦炭，短期以震荡思路对待。

硅铁&硅锰：供应压力增加，关注 60 日均线支撑位

【基本面】成本利润端陕西兰炭小料 630 元/吨 (+0)，宁夏硅铁生产成本 5535 元/吨 (+36)，宁夏硅锰生产成本 5815 元/吨 (-38.18)，硅铁内蒙产区利润-235 元/吨 (-186)；宁夏产区利润-88 元/吨 (-186)；硅锰北方大区利润-152.71 元/吨 (-94.21)，南方大区利润-540.44 元/吨 (-123.29) 供应端硅铁生产企业周度开工率为 36.52%，环比上周+0.34%，硅铁周度产量为 11.34 万吨，环比+0.53%；硅锰生产企业周度开工率为 46.37%，环比+0.62%；硅锰周度产量 21.12 万吨，环比+1.98%。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，在下游需求未改善情况下，限制其增长空间。需求端钢厂利润较好，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12.53万吨，环比-0.08%。库存端本周硅铁企业库存6.21万吨，环比-4.75%，硅铁仓单库存10.24万吨，环比-2.1%；硅铁总库存16.45万吨，环比-3.12%。硅锰企业库存15.6万吨，环比-1.76%；硅锰仓单35.05万吨，环比-6.28%；硅锰总库存50.65万吨，环比-4.94%。

【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，但下方也来到了60日均线的支撑位，继续下行的空间也不大。上周五福建煤矿事故发酵，市场担心是否会引发大范围的安全检查以及自身反内卷情绪仍未完全消退，导致焦煤周五夜盘的快速上涨，预计会传播到铁合金。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】60日均线位置轻仓试多

以上评论由分析师张炫（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、严志妮（Z0022076）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

原油：盘面回吐涨幅，需求季节性拐点临近

【盘面动态】截至当天收盘，纽约商品交易所10月交货的轻质原油期货价格下跌1.55美元，收于每桶63.25美元，跌幅为2.39%；10月交货的伦敦布伦特原油期货价格下跌1.58美元，收于每桶67.22美元，跌幅为2.30%。夜盘SC原油主力合约收跌2.19%，报487元/桶。

【市场动态】1. 伊拉克国家石油营销组织SOMO：伊拉克7月份石油出口量达1.047亿桶。2. 美国至8月22日当周API原油库存-97.4万桶，预期-172.5万桶，前值-241.7万桶。当周API精炼油库存-148.8万桶，预期130.5万桶，前值53.5万桶。当周API库欣原油库存-49.7万桶，前值-11.2万桶。当周API原油进口-38.1万桶，前值36.7万桶。3. 消息人士：俄罗斯因炼油厂遇袭上调8月原油出口三位知情人士透露，由于乌克兰无人机袭击导致炼油厂运营中断，释放更多原油用于出口，俄罗斯已将8月西部港口原油出口计划较原计划上调20万桶/日。但消息人士称，由于持续袭击和维修计划变动，出口安排仍存在不确定性，可能还会出现延迟和数量调整。“袭击持续不断，维修期限每日变化。目前无法确定俄罗斯本月及下月的实际装载量，”一位消息人士表示。

【南华观点】隔夜原油下跌，回吐上周近半涨幅，7 月以来的横盘震荡格局得以巩固，虽无新驱动因素，但重心小幅上移，主要归因于三方面：一是俄乌局势进展放缓，市场对局势快速降温的预期减弱，地缘溢价存在情绪修复；二是需求仍处季节性峰值，拐点尚未显现，提供必要支撑；三是欧美原油进入移仓换月阶段，近月空头减仓与远月多头增仓的仓位调整形成技术性支撑。不过，宏观情绪偏负面，恐慌指数低位抬升、美股高位回调，未对原油形成利好。展望后市，8 月下旬后需求将随美国夏季出行结束及炼厂秋检进入季节性下滑通道，而 OPEC+9 月会议若如期决定 10 月暂停增产，短期或提振情绪，但因产量配额已处高位，叠加需求下滑，供需失衡压力将使基本面对原油呈利空导向。同时，美联储 9 月降息预期概率降至 75%，年底降息预期次数缩减。整体来看，近期反弹缺乏实质性利好支撑，上行空间有限，未来逻辑中性偏空，需警惕下行风险及宏观情绪波动带来的影响。

LPG：跟随震荡

【盘面动态】LPG2509 盘面收于 3875 (+15)，LPG2510 盘面收于 4435 (-12)，FEI M1 收于 534 美元/吨 (-7)，CP M1 收于 517 美元/吨 (-2)，MB M1 收于 349 美元/吨 (-2)。

【现货反馈】华东均价 4402 (+0)，山东均价 4540 (+0)，最便宜交割品价格 4360 (+0)。

【装置动态】胜利石化检修结束；

【基本面】供应端本期依然保持宽松，主营炼厂开工率 81.43% (-1.22%)；独立炼厂开工率 49.13% (+1.61%)，不含大炼化利用率为 45.01% (+2.13%)；国内液化气外卖量 53.18 万吨 (+1.11)，醚后碳四商品量 17.44 (-0.2)；此外，进口端到港量本周小幅下滑。需求端本期变动不大。PDH 本期开工率 77.09% (+1.07%)，开工率预计在 75%-80% 左右震荡。MTBE 端本期价格小幅走弱，开工率 66.09% (-0.42%)，外销量依然处于高位。烷基化端开工率小幅下降至 48.92% (-1.1%)，同样商品量季节性高位。库存端，厂内库存 16.84 万吨 (-0.6)，本周厂库依然去库，整体厂库偏高；港口库存 316.98 万吨 (+2)，库存高位震荡。

【观点】内盘震荡，现货持稳，9-10 月差收于 -587 元/吨，10-11 月差走扩至 82 元/吨；隔夜原油回落，回吐前两日涨幅，多空因素依然交织影响盘面；海外丙烷端随原油回落，近几日因俄乌问题，FEI 跟 MOPJ 的价差再度走缩，相对来说对丙烷端形成支撑。国内供需端本周变动不大，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，化工需求本期小幅走弱，但整体开工处于季节性高位。PDH 端本期因部分装置检修，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。

PTA-PX：供应端消息频出，价格宽幅震荡

【基本面情况】PX 部分装置负荷波动，负荷上调至 84.6% (+0.3%)；后续关注大榭提负和福化重启进度，后续 PX 供应存上调预期，随恒力惠州 PTA 装置意外停车，PX8、9 月供需平衡转为小幅过剩。效益方面，近期成本端石脑油和 MX 均走强，PX 环节效益受 PX 上涨影响仍然利润走扩，PXN 走扩至 270 (+14)，PX-MX 走扩至 141.5 (+22)。

PTA 方面，近期随供应端恒力惠州装置意外缩量影响，价格强势上涨。供应方面，PTA 近期装置变动较多，负荷降至 71.6% (-4.4%)；其中，恒力惠州一线 8.21 停车，一线计划 8.23 停车（待核实），嘉通能源近期降负；后续关注嘉兴石化重启进度与恒力惠州停车兑现情况。库存方面，临近旺季叠加供应收缩，下游采购情绪转强，社会库存由累转去库至 220 万吨 (-7)。效益方面，受 PTA 计划外停车影响，TA 现金流加工费从低位修复至 213 (+32)；当前 PTA 现金流加工费从低位有所回升，但现货市场仍然维持相对宽松格局，在工厂进一步联合挺价行为出现之前，行情预计发酵有限。

需求端，聚酯负荷继续小幅上调，聚酯负荷上调至 90% (+0.6%)。近期下游需求表现有所好转，旺季预期临近，内外贸订单均有不同程度启动，织厂备货积极性短期季节性好转，长丝与短纤各产品库存均有不同程度去化。效益方面，近期原料端事件与装置意外较多，整体走势偏强，聚酯环节利润明显承压。织造终端而言，织机负荷继续上调，临近 9 月终端秋冬订单部分启动，外贸订单同样有所恢复，需求及下游情绪短期来看边际好转，长丝和短纤负荷有望继续上调。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。

【观点】PX-TA 近期装置传闻频发，供应端消息面频繁炒作下波动加大，价格宽幅震荡。目前装置消息频发下部分暂未核实，但总体来看近期 PTA 在流动性上仍然维持宽松，短期装置意外难改长期相对过剩格局，一方面惠州装置实际兑现情况仍需观察，另一方面说加工费得到较大修复供应端仍有较多潜在增量能够回补，PTA 加工费长期承压预期仍然不变。在操作上，加工费维持逢高做缩策略；月差方面，聚酯需求季节性边际好转，PTA 工厂短期压力有所缓解，预计挺价意愿有限，可逢高适度 1-5 反套。长期来看，静态平衡中 PX 与 TA 的结构性矛盾需要不断通过 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，加工费维持区间高抛低吸。

MEG-瓶片：情绪偏暖，易涨难跌

【库存】华东港口库至 50 万吨，环比上期减少 4.7 万吨。

【装置】盛虹一线前期停车后重启中；陕煤渭化 30w 近期停车检修；内蒙古建元 26w 降负准备检修；新疆天盈 15w 重启后正常运行。海外方面，马油 75w 近期重启招标；美国乐天 70w 近期重启。

【基本面情况】

基本面方面，供应端油煤双升，总负荷升至 73.16% (+6.77%)；其中，乙烯制方面，浙石化重启后已提负至满开，盛虹空分影响短停后重启运行；煤制方面陕煤渭化停车、建元降负，天盈重启运行，部分装置提负，煤制负荷升至 81.25% (+0.78%)；近期建元计划检修，沃能、盛虹计划重启提负，关注兑现情况，总负荷预计将继续上调。效益方面，原料端原油、乙烯、动力煤均小幅走强，受益于绝对价格上涨，EG 各路线利润均有小幅修复。库存方面，本周到港计划较少，港口发货尚可，下周一港口显性库存预计去库 3 万吨左右。

需求端，聚酯负荷继续小幅上调，聚酯负荷上调至 90% (+0.6%)。近期下游需求表现有所好转，旺季预期临近，内外贸订单均有不同程度启动，织厂备货积极性短期季节性好转，长丝与短纤各产品库存均有不同程度去化。效益方面，近期原料端事件与装置意外较多，整体走势偏强，聚酯环节利润明显承压。织造终端而言，织机负荷继续上调，临近 9 月终端秋冬订单部分启动，外贸订单同样有所恢复，需求及下游情绪短期来看边际好转，长丝和短纤负荷有望继续上调。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。

【观点】

总体而言，乙二醇近期供需双增，但基本以预期内为主，基本面方面尚无明确驱动。宏观方面，化工“反内卷”情绪渐浓，在目前所掌握的信息下定量评估影响较为困难，但定性上来看板块情绪短期预计维持偏强看待。后续乙二醇格局虽然维持累库趋势，但估值本身因此长期承压，累库预期已得到较多交易，在当前节点预计较难形成合力压缩估值。而乙二醇低库存、偏低估值和供应缺乏弹性三个特点叠加下，预计继续维持易涨难跌趋势。从基本面的来看，乙二醇维持震荡偏强趋势，在操作上，以区间内回调布多为主。中长期需观察下游聚酯旺季成色，事件驱动下多单可配合逢高卖出近月虚值看涨期权进行备兑操作。

甲醇：港口承压

【盘面动态】：周二甲醇 01 收于 2386

【现货反馈】：周二远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-115

【库存】：上周甲醇港口库存继续积累，周期内显性外轮计入 21.63 万吨。江苏主流库区提货尚可，有转口及江内船发支撑，外轮卸货供应下，库存波动有限。浙江地区维持一套烯烃停车，其他消费稳定，库存略有积累。华南港口库存呈现累库。广东地区周内少量进口及内贸船只卸货，另外个别在卸船只尚未计入库存，在当地及周边下游需求稳健下，主流库区提货略有增量，因此小幅累库。福建地区进口船只集中低港，下游需求延续平淡，库存明显累库。

【南华观点】：甲醇 09 合约震荡走弱，目前矛盾在于近端偏弱以及伊朗的高发运。后期来看港口压力仍然较大，91 反套预计-120 附近。基本面来看，伊朗发运超预期（8 月发运目前 85 万吨，按照这个速度 8 月大概率超过 100 万），港口到港压力很大。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。内地表现本周转弱，新疆货源外流，西北开工有所回升，内地传统下游采购积极性偏低，目前需要看到宏观刺激或投机需求入场。综上，伊朗发运过快，港口累库预期强烈，持货意愿有待增强，建议卖看跌期权入场，多单少量持有，观察港口提货情况。

PP：短期震荡格局延续

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 7046（-28）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6940 元/吨，华东现货价格为 6970 元/吨，华南现货价格为 6970 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 78.22%（+0.32%）。目前 PP 装置检修量仍处于高位，大部分检修计划持续至月底，所以预计 8 月产量相较 7 月不会出现太大提升。在装置投产方面，大榭石化目前尚未开车，或将延期至 9 月初。需求端，本期下游平均开工率为 48.9%（+0.18%）。其中，BOPP 开工率为 60.68%（-0.45%），CPP 开工率为 58.75%（+0.25%），无纺布开工率为 36.43%（+0.75%），塑编开工率为 42%（+0.6%）。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 3.07%。上游库存中，两油库存环比下降 3.93%，煤化工库存下降 1.47%，地方炼厂库存下降 3.16%。中游库存中，贸易商库存环比下降 4.67%，港口库存下降 2.98%。

【观点】相比于 PE，PP 近期情况偏弱，这主要是因为大榭石化的两套装置投产在即，给 PP 供给端带来较大压力。而单从 PP 自身情况来看，近期继续向下的驱动也比较有限：在供给端，虽然面临新增产能的压力，但目前 PP 盘面已经压至低位，后续继续向下的空间有限。同时，PP 下游将进入“金九银十”的传统旺季，需求预计逐步回暖，PP 供需压力将得到一定缓解。因此，总结来说，PP 继续下跌的驱动有限，叠加石化行业“反内卷”情绪的再度启动，预计短期呈现震荡格局。后续主要关注需求端情况和成本端变化。

PE：需求恢复速度偏缓

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 7402（-21）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7270 元/吨，华东现货价格为 7300 元/吨，华南现货价格为 7430 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 78.72%（-5.44%）。由于抚顺石化、万华化学、卫星石化等产能较大的装置在近期进入检修，使得开工率回落。对比往年同期，今年 8-9 月检修损失量偏高，供应回归速度放缓。在投产方面，埃克森美孚的投产有所延期。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 40%（+0.53%）。其中，农膜开工率为 14.53%（+0.71%），包装膜开工率为 49.85%（+0.78%），管材开工率为 30.67%（+0.67%），注塑开工率为 55.8%

(+0.5%)，中空开工率为 38.68% (+0.59%)，拉丝开工率为 32.39% (-1.2%)。目前农膜已进入由淡季向旺季转换的阶段，开工率底部回升，但对比往年同期来看，今年订单和开工率回升的速度偏缓。库存端，本期 PE 总库存环比上升 4.47%，其中上游石化库存环比上升 16%，煤化工库存下降 1%，社会库存下降 2%。

【观点】从 PE 方面来看，在供给端，近期增量比较有限：一方面是 PE 新装置投产的节奏明显放缓，尤其是 LLDPE，在 4 月后没有新的产能释放，所以目前是以消化存量产能为主；另一方面，由于抚顺石化、万华化学和镇海炼化几套产能较大的 PE 装置在 8-9 月仍存在检修计划，所以 PE 检修量相较往年偏高，供应回升速度放缓。而在需求端，8 月下旬至 9 月初，下游进入由淡季向旺季转换的阶段，需求存在增量预期。从当前平衡表来看，9 月将呈现去库趋势，这对 PE 形成支持。但需注意，目前 PE 下游需求回升的速度偏缓，现货成交情况一般，尚未出现集中补库的情况，所以后续需求恢复的情况仍有待观察。若需求恢复不及预期，可能对盘面形成压力。综合来看，在 PE 自身需求预期改善及行业“反内卷”氛围持续的背景下，短期 PE 走势预计偏强，但后续需重点关注下游需求恢复的实际进度。

PVC:底部震荡

供应：本周开工率有所下降，8 月由于新投产产量预估上升至 208 万吨附近，9 月产量预估则在 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-2%左右，7 月总体表需数据很差，一是由于华东库存的样本调整，导致累库大幅超预期，二是由于出口量明显超预期，导致 7 月表需求环比大幅走弱。

出口：7 月出口 33 万吨，环比再度大幅走强，近期成交有一定好转，整体后续 8-10 月数据预期调整至 30-32 万吨附近。

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：本周化工情绪波动很大，上半周由于宏观情绪消退+交割月逼近，绝对价格走弱，下半周日韩乙烯产能出清，中石化喊话化工老旧产能逐步淘汰，叠加近期股市强劲，美联储转鸽，整体风险偏好明显升温，周五夜盘再度明显反弹。而回归产业自身，PVC 格局环比没有明年先变化，09 仍然处于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：情绪冷却，盘面回落

纯苯：

【盘面回顾】BZ2603 收于 6156 (-50)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6040 (-15)，主力基差-116 (+35)

【库存情况】截至 8 月 25 日，江苏纯苯港口库存 13.9 万吨，较上期环比下降 4.17%。

【南华观点】

纯苯：供应端，石油苯供应小幅波动，本周加氢苯受部分装置减停产影响，开工率下滑 5% 左右。需求端五大下游开工率涨跌互现，综合折原料纯苯需求较上一周期基本持平。近期

下游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，无论是从下游各链条的利润还是产业链库存来看，暂未看到旺季来临需求好转的信号，新投产带来的需求增量兑现缓慢。库存方面，纯苯华东主港去库节奏再次放缓。受韩国纯苯装置检修影响，8-9月我国进口端纯苯供应预计有所下降，然而下游苯乙烯9-10月检修计划增多，需求也存在缩量，综合来看纯苯去库困难增大，需要观察后续传统需求旺季是否带来需求增量。上周三在国内化工“反内卷”与韩国裂解减产消息双重助推下盘面偏强运行，但相较于其他化工产品，纯苯表现相对克制，基本面表现较弱，短期冲高后较快回落。

苯乙烯：

【盘面回顾】EB2510 收于 7257（-73）

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7300（-35），主力基差 43（+38）

【库存情况】截至 2025 年 8 月 25 日，江苏苯乙烯港口库存 17.9 万吨，较上周期增 1.75 万吨，幅度+10.84%；截至 8 月 21 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 20.65 万吨，较上一周期减少 0.22 万吨，环比减少 1.07%。

【南华观点】

苯乙烯：供应端开工率小幅提升 0.3%，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，供应端存增量。需求端，EPS、PS 开工率继续抬升，ABS 开工较上周持平，3S 折苯乙烯需求回到年内高位。3S 开工回升的同时可以看到 3S 的综合成品库存也是在抬升的，下游开工的提升有部分工厂阅兵前提前备货的因素在内。下游工厂经过一轮补库，当前下游原料库存并不低，短期苯乙烯港库口预计累库。近期受国内化工“反内卷”与韩国裂解减产提振，盘面偏强运行。昨日整体商品情绪冷却，盘面回落。9-10 月苯乙烯新投产与检修并存加上旺季预期暂无法证伪，短期单边谨慎做空，后续关注旺季下游以及终端的去库情况。

燃料油：冲高回落

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU10 收于 2880 元/吨。

【产业表现】供给端：从供应端看，8 月份全球燃料油产量+12.6 万桶/天，主要是高硫供应增加，8-12 月份，即便全球进入检修，但预计中东，前苏联的燃料油产量依然处于缓慢上升趋势；短期看 8 月份，俄罗斯炼厂频繁遭受无人机袭击，美国再次收紧对伊朗制裁，对高硫形成一定支撑，进入 8 月份，俄罗斯高硫出口+5 万吨，伊朗高硫出口-53 万吨，伊拉克+26 万吨，墨西哥出口+8 万吨，委内瑞拉-21.8 万吨，8 月份出口端有所缩量；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，8 月份中国-24 万吨，印度+23 万吨，美国+30 万吨，进料需求回升，在发电需求方面，沙特进口+13 万吨，阿联酋+28 万吨，埃及取消 8 月份部分进口招标，但进口预计仅-5 万吨左右，发电需求仍在。库存端，新加坡浮仓库存高位回落，马来西亚高硫浮仓库存回落，中东浮仓高位库存回落

【南华观点】8 月份燃料油出口缩量，但供应依然偏宽松，在进料需求方面，中国小幅缩量，印度和美国进口增加，整体进料需求回升，埃及进口缩量，沙特和阿联酋进口回升，发电需求尚可，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，国内因华东某港被纳入美国制裁名单，FU 内外走强，后期市场依然受现货压制，整体向下的驱动依然未能缓解。

低硫燃料油：跟随成本波动

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU10 收于 3524 元/吨。

【产业表现】供给端：8 月份，全球燃料油产量+12.6 万桶/天至 632 万桶/天，其中大多数是高硫供应，其低硫产量增长不大，亚洲、非洲、北美预计 8-12 月份产量供应将面临缩量；低硫产量中国虽然配额充足，但上半年产量明年低于去年，下半年传言配额缩量，会有阶段性提振，丹格特炼厂 RF CC 将有三个周的检修，丹格特低硫供应有继续增长预期。在出口方面，8 月份科威特出口环比-8 万吨，阿联酋进口-16 万吨，中东供应+2 万吨，巴西-20 万吨，西北欧市场供应-30 万吨，非洲供应环比持+2 万吨，8 月份供应延续低迷；需求端，运价指数低迷，船燃市场需求一般，除了季节性提振外无计划外预期，特朗普关税战缓和，今年船燃结构上低硫消费占比会进一步萎缩，但因 Hi5 低位，速度会放缓；8 月份中国进口+8 万吨，日韩进口+10 万吨，新加坡+9 万吨，马来西亚进口-1 万吨；库存端，新加坡库存-161 万桶；ARA-1.7 万吨，舟山-2 万吨

【南华观点】8 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、欧洲、舟山小幅去库，短期低硫裂解下跌后企稳，国内月差低位，内外低位，Lu 整体估值偏低，驱动向上建议多配。

沥青：弱势震荡

【盘面回顾】BU10 收于 3523 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3540 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-1%至 35.5%，华东-11.7%至 28.1%，中国沥青总的开工率-2.2%至 30.7%，山东沥青产量-0.9 至 18.4 万吨，中国产量-4 万吨至 54.8 万吨。需求端，中国沥青出货量-1.12 万吨至 23.73 万吨，山东出货+0.81 万吨至 7.17 万吨；库存端，山东社会库存-0.8 万吨至 12.7 万吨和山东炼厂库存+0.2 万吨为 15.2 万吨，中国社会库存-2.6 万吨至 50.7 万吨，中国企业库存+0.3 万吨至 44.8 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，厂库累库但压力较小，社库去库依然偏慢，投机需求走弱，贸易商主动降库存，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，旺季不旺特征明显。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，但阶段性仍然降雨较多。近期山东消费税改革试点并未进一步扩大，因此受原油配额和消费税限制，华南地区依旧为沥青价格洼地。总之，沥青现阶段旺季并无超预期表现，短期更多是跟随成本波动为主。

橡胶&20 号胶：冲高回落，重心上移

【行情回顾】

周二沪胶冲高破 16100 后快速回落，夜盘震荡再探万六，RU2601 终收于 15965 (-10)，NR2510 收于 12875 (+35)，整体重心有所上移。新加坡 TSR20 主力收于 173.5 (-0.5)；日胶烟片主力收于 320.5 (-2.7)。宏观情绪较暖，但供应端和库存端带来的压力仍存。

【现货价格】

上海国产全乳市场价 14,900 (-50)，越南 3L 市场价 15,050 (-50)；青岛保税区美金烟片 2,240 (0)，美金泰标 1,830 (-10)，美金印标 1,780 (0)；人民币泰混报价 14,800 (-50)，马混报价 14,750 (-50)。

【产业表现】

宏观方面：美国宽松货币政策预期提升整体宏观情绪。美国总统特朗普近期外交活跃，态度积极，有助缓解国际政治紧张格局。本周重点关注美国 7 月 PCE 数据和国内 8 月 PMI 数据的公布。

产地情况：国内外产区降雨扰动此消彼长，原料成本支撑稳定。近期内外各产区降雨扰动多发，热带低压和台风带来持续降雨增量，国内云南产区雨势尚未好转，海南天气未来转好，总体上量维持偏慢；8 月海外总体降雨情况比 7 月有较大改善，尤其是泰国主产区；而马来西亚与印尼旱季雨水偏多，割胶扰动同时也改善墒情，或减小供给周期变化幅度，海外整体维持正常上量预期。

进口情况：7 月天胶与合成橡胶进口同比和环比均小幅增加，其中乳胶增量明显。未来海外前期发货持续到港，8 月天然橡胶进口量环比增加的预期较强。

库存端：截至上周末，青岛干胶库存维持去库。青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 60.62 万吨，环比上期减少 1.05 万吨，降幅 1.71%。保税区库存 7.33 万吨，降幅 4.70%；一般贸易库存 53.29 万吨，降幅 1.28%。

需求端：下游全钢与半钢轮胎开工升高，但半钢胎成品库存压力也随之升高。展望今年三季度，整体需求端或呈现内暖外平的格局，内需具有较高韧性，出口则维持稳定。

【南华观点】

预期未来产区整体天气扰动不大，橡胶进口将维持稳增，干胶库存有所减少，但轮胎成品库存压力未见明显缓解，轮胎厂商利润率下滑但产销维持惯性，开工目前偏高。美国钢铝关税、汽车关税仍在扰动海外车企排产计划，海外需求仍承压。促消费政策逐步落地，国内需求淡转旺可期，三季度或呈现供多需暖的平衡格局。短期成本端支撑稳健，宏观情绪偏暖，预计 RU2601 维持偏强震荡，关注 16000 前高和 16200 压力位。RU9-1 价差 1000 左右维持，9-1 反套观望；逢低做扩深浅价差，注意月份选择；现货端关注全乳-烟片价差和泰-印标胶价差。

【风险提示】

国际关税、天气变化、宏观政策

尿素：近月承压

【盘面动态】：周二尿素 01 收盘 1737

【现货反馈】：周二国内尿素行情稳中偏弱，局部下跌 10-20 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1600-1700 元/吨。国内供需形势依旧较差，内贸需求萎缩，部分集港受限，买单明显不足，市场反弹驱动有限。短线尿素行情继续弱势盘整。

【库存】：截至 2025 年 8 月 20 日，中国尿素生产企业产量:136.11 万吨，较上期涨 1.25 万吨，环比涨 0.93%。中国尿素企业总库存量 102.39 万吨，较上周增加 6.65 万吨，环比增加 6.95%。

【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，01 合约预计 1650~1850 震荡。

玻璃纯碱烧碱：等待新驱动

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1311, -1.94%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 188.81 万吨, 环比上周四-2.27 万吨; 其中, 轻碱库存 74.69 万吨, 环比上周四-2.62 万吨, 重碱库存 114.12 万吨, 环比上周四+0.35 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或成本预期也会被反复交易, 增加波动。纯碱近端价格下跌后, 中下游接货意愿有所提升。当下纯碱供应维持高位预期不变, 正常检修继续, 关注新投情况。光伏玻璃处于持续亏损状态, 不过成品库存近期去化明显, 堵窑口有所恢复, 光伏日熔暂稳。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。成本端原盐和煤炭价格均有上移, 关注幅度和持续性。基本面纯碱供强需弱格局不变。

玻璃:

【盘面动态】玻璃 2601 合约昨日收 1173, -1.51%

【基本面信息】

截止到 20250821, 全国浮法玻璃样本企业总库存 6360.6 万重箱, 环比+18 万重箱, 环比+0.28%, 同比-7.37%。折库存天数 27.2 天, 较上期+0.1 天。

【南华观点】

近端交易回归产业, 湖北低价现货 1000 元/吨, 不过降价后产销有所好转。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。1-8 月玻璃累计表需预估下滑 7%, 现货市场整体处于弱平衡状态。当下中游库存处于高位, 盘面进一步走弱后现货负反馈持续。湖北现货承压明显, 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 2703, -1.06%

【基本面信息】

据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 27.1 万吨(折百), 环比上周减少 1.67%, 同比增加 21.47%。本周华中地区液碱库存稍有增长, 下游企业接货情况一般, 企业库存稍有增涨, 但压力不大。其他区域液碱库存压力均有不同程度缓解, 其中山东地区因氧化铝需求支撑, 库存水平下滑较多。

【南华观点】

近端现货略有变化, 山东液碱价格强势, 下游氧化铝厂送货量增加, 带动碱厂去库。供应端产量因检修小幅下滑。成本端维持, 不过随着烧碱价格回升, 氯碱利润继续回升。非铝下游处于淡旺季切换中, 后市继续关注旺季成色以及下游备货积极性。

纸浆: 颓势再现

【盘面回顾】

昨日纸浆主力合约收盘于 5070 (-66)。

【核心逻辑】

本周港口库存 213.2 万吨(+3.3), 继续高位累库。下游企业库存来看, 双胶纸企业库存高位继续上移, 白卡纸累库趋势, 生活用纸库存依然高位, 铜版纸累库。滞后数据看, 纸浆的发运量依然维持高位。高位的库存一直是制约纸浆价格上行的最大掣肘。下游库存高位, 需求未见明显起色的情形之下, 海外减产, 转产, 涨价等利多因素使得价格传导并不顺畅。

仓单上, 11 合约的价格依然受到布针的仓单影响, 在今年底集中注销之后, 会推动盘面定价向高价品牌切换, 月差结构上 11-01 的反套在延续。但在宏观上, 周五美联储主席鲍威尔的偏鸽派发言, 使得 9 月份降息概率增加, 添加了利多因素。盘面下行破位, 多单止损离场。短期观望前低附近表现。

原木：给我安排个网格策略

【盘面】lg2509 收盘于 801.5 (-2)。lg2511 收盘于 823 (+3)。

【现货】现货端价格保持稳定, 无变化。

【核心矛盾】

09 合约买方意愿较低, 但是从这两日的盘面来看, 卖方也并不意味着不愿意出货, 早盘都是空单集中离场为主。而 11 合约定价并不是很清晰, 但基本面本身并无太大的问题。资金持续流出也暗示了目前该品种矛盾并不大。11 合约的定价需要关注以下几点: 1) 09 合约进入交割月的持仓量相比 07 合约是否更多。若是, 则可能对于现货压力较强 (利空)。2) CFR 的报价, 是否能维持或上行 (利多)。3) 出库量能否保持住高位 (验证下半年需求是否走弱)。11 合约本身并不是一个淡季合约, 目前基本面处于供需平衡, 且缓慢去库的格局。若需求端不走弱, 11 合约的价格相比 09 合约走强的概率较大。但目前准确估值目前较难。参考价格区间大致为 800 - 840。策略上, 可以尝试网格策略, 区间设置为 810 -830, 高抛低吸。

丙烯：现货小幅探涨，盘面震荡偏弱

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6467 (-24), PL2602 盘面收于 6515 (-15)

【现货反馈】华东均价 6475 (+25), 山东均价 6470 (+15), 华南均价 6425 (0);

【装置动态】泉州国亨单线 45 万吨 PP 复产、京博聚烯烃 2#PP40 万吨复产, 中原石化 2#PP10 万吨复产, 宁夏宝丰 3#PP 预期 8 月底检修。

【基本面数据】供应端, 丙烯整体开工率 75.39% (+0.84%), 产量 120.83 万吨 (+1.5 万吨)。其中, 主营炼厂开工率 81.43% (-1.22%); 独立炼厂开工率 49.13% (+1.61%), 不含大炼化利用率为 45.01% (+2.13%); 蒸汽裂解开工率 86.68% (-0.03%); PDH 开工率 77.09% (-1.07%), 开工率预计在 75%-80%左右震荡。MTO 开工率 84.59% (+1.46%)。需求端 PP 开工提升, 本期开工率 78.22% (+0.32%), 产量 78.63 万吨 (+0.32 万吨); PP 粉料本期开工率 39.65% (+1.29%), 产量 7.15 万吨 (+0.23 万吨)。环氧丙烷开工率 74.4% (+1.8%), 产量 12.12 万吨 (+0.29 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 92% (+5.5%)。其他需求端本周变动不大。

【观点】山东及华东现货市场小幅上涨, 华南市场持稳。成本端, 隔夜原油回落, 多空因素依然影响盘面; 外盘丙烷跟随原油走弱, 拿 01CP 瞄 01 丙烯成本大概在 6400-6450 元/吨左右。供应端, 主营炼厂开工高位震荡, 地方炼厂负荷抬升, MTO 装置开工持稳, PDH 端近期检修比较多, 预期开工在 75%-80%左右震荡, 检修多在山东区域。需求端整体抬升, PP 粒料产量维持高位, 近期不少产线集中复产, PP 粉料受成本压力价格抬升, 与丙烯价差 390, 近期价差较前段时间收缩较多; 环氧丙烷开工平稳, 价格上行利润改善; 正丁醇因供应收紧大幅涨价, 利润同样改善。此外, 山东区域因振华、金能及万华蓬莱等集中检修, 外放量减少, 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：预期反复扰动

【期货动态】LH2511 收于 13860 日环比-0.36%

【现货报价】全国生猪均价 13.63 (-0.09) 元/公斤，其中河南 13.56 (-0.15) 元/公斤、四川 13.57 (-0.05) 元/公斤、湖南 13.68 (-0.07) 元/公斤、辽宁 13.27 (-0.07) 元/公斤、广东 15.02 (-0.21) 元/公斤。

【现货情况】

养殖端出栏量相对充足，屠企收购顺畅，部分市场猪价连续下跌后养户再降价意愿不强。仔猪价格继续走低，主流降幅在 10-20 元/头，当前处于仔猪补栏淡季，仔猪成交积极性不高，部分企业减少仔猪外卖，转为自养育肥，短期内仔猪成交无利好支撑。

【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：关注中美谈判

【盘面回顾】外盘中美谈判预期下走强，内盘由此预期回落。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，巴西升贴水由于外盘反弹叠加短期受中美谈判影响而下跌，国内买船利润小幅走低，但油厂继续积极采购巴西为主，并传出国储轮转买船美豆消息。到港方面看 9 月 1000 万吨，10 月 900 万吨，11 月 800 万吨，在不购买美豆背景下，后续大豆到港预计将在明年一季度后迎来缺口。

对于国内豆粕，现实压力关注 9 月库存拐点来临，盘面交易逻辑切换远月后关注后续大豆供应情况。全国进口大豆原料供应继续表现季节性高位，油厂压榨量小幅回升，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，中加关税预期持续给予远月盘面较高支撑，但由于近期中加存在谈判预期，短期情绪可能进一步压制盘面。现实压力仍存背景下，做多时机需关注后续仓单变化情况。

【后市展望】外盘美豆生长末期天气小幅转干，盘面对其天气敏感度逐渐回升，短期内中美会谈加剧美豆反弹预期；内盘豆系短期由于中美会谈而走弱，继续关注远月供需缺口是否能够打开上方空间；内盘菜系同样存在中加会谈预期，短期可能表现情绪偏弱。

【策略观点】等待企稳后的做多时机。

油脂：高位整理为主

【盘面回顾】国际原油价格周二出现回调，市场关注点集中在乌克兰局势及俄罗斯燃料供应的不确定性。油脂近期高位震荡。

【供需分析】棕榈油：数据显示，2025 年 8 月 1-25 日马来西亚棕榈油单产环比上月同期减少 3.26%，出油率环比上月同期增加 0.4%，产量环比上月同期减少 1.21%。马棕价格回落，因市场担心价格过高减弱未来需求。印尼持续推进油棕非法种植园整治工作，引发后续产区供应担忧，B40 进度良好需求支撑未来产地消费。印度库存偏低，消费旺季下对油脂仍有明显进口需求，支撑其产地价格。

豆油：美国主产区干旱程度扩大，但巴西新季增产预期较强，压制产地天气炒作。中美贸易关系仍对后市大豆进口造成供应紧张的担忧，国内豆油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：上周进口油菜籽库存再度下滑，远低于去年同期水平。监测数据显示，截止到 2025 年第 34 周末，国内进口油菜籽库存总量为 19.2 万吨，较上周的 23.7 万吨减少 4.5 万吨，去年同期为 47.7 万吨，五周平均为 18.7 万吨。加拿大天气正常，中加关系扰动下后市菜油缺口的出现进一步落实，但国内市场对后市政策有待商榷，或存在阶段性供应紧张但缺口程度有限的可能，考虑到国内油脂库存高位，菜油供应紧张现实或在四季度开始显现。

【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】油脂逢低做多思路不变

玉米&淀粉：震荡偏弱

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收低，受影像于丰收预期。大连玉米淀粉震荡偏弱。

【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 2165 元/吨，+0 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2610 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2840 元/吨，-10 元/吨。

【市场分析】9 月 5 日至 9 月 10 日期间辽宁黑山玉米即将上市，或对东北玉米后续价格有一定的指引作用。山东深加工企业到货量尚可，华北玉米现货价稳中偏弱。销区市场玉米港口走货速度偏慢，短期市场需求难有较大回暖。玉米淀粉上下游刚需购销为主，签单暂无放量迹象。

【南华观点】震荡偏弱，新旧粮交替区间。

棉花：关注旺季备货

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 1%，美棉优良率维持历史偏高水平。隔夜郑棉小幅下跌。

【外棉信息】据美国农业部统计，至 8 月 24 日全美棉花结铃率 81%，同比落后 7 个百分点，较近五年均值落后 6 个百分点；全美棉花吐絮率 20%，同比落后 4 个百分点，较近五年均值落后 2 个百分点；全美棉株整体优良率 54%，环比减少 1 个百分点，同比高 14 个百分点。

【郑棉信息】新疆新棉陆续进入裂铃吐絮期，大部分棉田或于 8 月底至 9 月中上旬喷施脱叶剂，下周气温预计维持温和态势，关注顶部棉铃成熟情况。国家发改委发布公告，增发 20 万吨棉花进口滑准税加工贸易配额，以补充新棉上市前的市场供给。下游即将步入“金九银十”旺季，下游纱厂负荷维持稳定，布厂负荷小幅回升，成品保持去库态势，旺季特征渐显，但下游市场整体谨慎，当前订单仍显不足。

【南华观点】短期陈棉去库速度偏快，进口增加配额落地但数量偏少，基本符合预期，且本次配额实行凭合同申领的方式发放，配额证自签发之日起 2 个月内有效，对市场的影响有限，在下游走货边际好转下，操作上仍以回调布多为主，关注旺季需求持续情况及后续新棉收购开秤情况。

白糖：承压回落

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二收复早些时候跌幅，此前巴西产量预估下调。昨夜夜盘，郑糖横盘震荡，不过白天大跌后走势转弱。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6000 元/吨。昆明中间商报 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 月前四周出口糖 281.39 万吨，日均出口 15.59 万吨，较上年 8 月减少 1%。

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%。

4.7 月份我国进口食糖 74 万吨，同比增加 32 万吨。

5. 巴西国家商品供应公司将巴西 25/26 榨季产量下修 3.1%至 4450 万吨。Conab 预估巴西中南部产量为 4060 万吨，下调 2.8%。

6.7 月我国进口食糖 74.43 万吨，环比增长 75.29%，同比增长 76.44%，其中 64.44 万吨来自于巴西。7 月我国进口糖浆和预混粉 15.97 万吨，同比下降 6.86 万吨，但环比继续增加，创年内新高。

【南华观点】短期价格走势转弱，等待价格企稳，低吸接多。

鸡蛋：低位震荡

【期货动态】主力合约 JD2510 收于 3013，日环比-0.26%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.09（-0.02）元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.08（+0.02）元/斤。

【现货情况】

临近开学，多数市场小幅备货，市场情绪有所好转，走货稍快，但供应面仍对价格有一定压制，产区蛋价稳定为主，西南局部小幅下调。销区北京、上海市场走货一般，价格暂稳。广东市场交投稍有好转，价格试探性上涨。

【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：上冲乏力

【期货动态】苹果期货昨日再度冲高回落，短期上方仍然承压。

【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，质量参差不齐，好货大果偏少。

【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，回调接多为主。

红枣：关注下游成交情况

【产区动态】新年度灰枣头茬果数量偏少，但二三茬果整体坐果情况尚可，目前新季灰枣进入果实膨大期，预计近期南疆整体气温持稳，关注产区降雨情况，连续阴雨易导致裂果或炭疽病等现象的发生。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 3 车，河北崔尔庄市场到货 5 车，整体成交一般，

现货价格暂稳，随着中秋节逐渐临近，关注下游备货情况。

【库存动态】8月26日郑商所红枣期货仓单录得10022张，较上一交易日减少66张。据统计，截至8月21日，36家样本点物理库存在9519吨，周环比减少167吨，同比增加79.20%。

【南华观点】在去年丰产的基础之上，新年度灰枣产量或同比明显下滑，而较正常年份减产幅度或较小，但在下树前市场仍存炒作可能，关注产区天气变化，若后续减产幅度未有进一步扩大，在陈枣高库存的供应叠加下，红枣价格还将存在回落压力。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、戴鸿绪（Z0021819）、靳晚冬（Z0022725）、陈嘉宁（Z0020097）、陈晨（Z0022868）及助理分析师朱天择（F03143224）提供。

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。