

金融期货早评

宏观：托底性政策正在逐步发力

【市场资讯】1) 证监会：持续巩固资本市场回稳向好势头，加快推进新一轮资本市场改革开放。2) 国家发改委：发展“人工智能+”坚决避免无序竞争和一拥而上，未来 1-2 年是人工智能落地的关键窗口期。3) 美国上诉法庭裁定，特朗普大部分全球关税违法，但在官司未完结之际仍然有效。4) 美国 7 月核心 PCE 物价指数同比回升至 2.9%，符合预期，关税冲击尚且可控。5) 特朗普 VS 美联储法庭大战开打，激辩解雇是否“正当”，理事方称不能拿推文当理由。FHFA 局长就库克第三笔房贷提起刑事移送。6) 美联储主席大热人选沃勒：以太坊和稳定币是支付发展的下一步，机构应该采用。7) 中国 8 月官方制造业 PMI 小幅回升至 49.4，新订单指数升至 49.5，非制造业加速扩张。8) 商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢访美，与美国政府部门相关官员以及工商界代表举行会谈会见。

【核心逻辑】国内方面，托底性政策正在逐步发力。9 月份促进服务消费的政策将是市场关注的焦点。当前促服务消费政策将在一定程度上接棒“以旧换新”等商品消费刺激政策，共同支撑社会消费品零售总额的增速。但其最终的提振效果，仍有待进一步观察。房地产领域的政策亦在加速推进。尽管部分地区通过解除限制性措施来稳定市场预期，短期内或对市场情绪和成交量有一定提振，但我们判断，其对整体市场的改善幅度及效果可能仍相对有限。此外，中共中央、国务院明确提出，持续推动城镇老旧小区改造。这亦是未来值得重点关注的政策方向，其对房地产投资的拉动作用以及对库存去化的实际效果，有待后续数据检验。7 月经济景气度边际改善，但企业利润仍处于负值区间，盈利压力尚未得到根本缓解，工业领域的盈利修复仍需经历一段时间。海外方面，近期公布的美国经济数据持续展现出其经济与就业的韧性。下周，美国将公布更多关键经济数据，重点关注数据表现。

人民币汇率：大切换，一触即发？

【行情回顾】上前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1330，较上一交易日上涨 55 个基点，夜盘收报 7.1304。人民币对美元中间价报 7.1030，较上一交易日调升 33 个基点。

【重要资讯】1) 美国 7 月核心 PCE 物价指数同比升 2.9%，为 2025 年 2 月以来新高，预期升 2.9%，前值升 2.8%；环比升 0.3%，与预期及前值一致。2) 商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢访问美国，与美国财政部、商务部和贸易代表办公室相关官员举行会谈。

【核心逻辑】我们认为，当前美元兑人民币即期汇率的核心矛盾，并非方向选择层面的争议，而是时间维度下的节奏把控问题——具体而言，人民币相对于美元的贬值压力减缓这一趋势具有确定性，关键变量在于升值启动的具体时点与推进过程中的速度把控。从短期市场表现看，人民币升值得益于政策引导与市场情绪修复带来的 A 股红利，在人民币中间价持续上调的带动下，市场交易活跃度显著提升，交易量的稳步增长已为汇率突破前期窄幅震荡区间奠定了动能基础。值得注意的是，当前美元兑人民币即期汇率短期是否具备回归“6 时代”的可能性。结合前述分析可见，本轮人民币升值更多依赖政策引导与市场情绪的阶段性支撑，而非国内经济基本面的实质性、趋势性改善——A 股的阶段性企稳虽为汇市提供了情绪传导，但这种联动更多体现为短期资金流动的共振，尚未形成“经济基本面-汇率”的正向循环。从汇率运行节奏看，即便当前升值方向明确，也面临政策层面的节奏调控（如央行可能放缓中间价调整），因此短期来看，人民币汇率直接回归“6 时代”的概率较低，更大概率处于向合理均衡中枢渐进修复的过程。从政策调控逻辑来看，鉴于 A 股逐步呈现

阶段性企稳的状态，若汇率弹性过高、或出现羊群效应可能引发股汇市场的共振波动，不排除央行通过放缓中间价调整节奏，以“小步快跑”的渐进式操作引导汇率回归——这意味着汇率升值的方向无需质疑，核心关注点应聚焦于升值过程的斜率与节奏，而非短期突破关键整数关口。具体到关键点的政策应对，我们预判：在汇率升破 7.10 关口之前，央行或维持中间价上调速度的适度放缓，保留市场自主定价空间，不进行过度干预；但若汇率以“无阻力”的“丝滑”形态突破 7.10，为避免升值预期过度强化，央行可能逐步加大干预力度，通过政策工具调节运行节奏。短期内，人民币仍将维持偏升值方向，中间价的引导信号需重点跟踪，市场或在 7.10 附近形成中间价、即期汇率与市场预期的“三价合一”格局。从中期视角看，美元兑人民币即期汇率若要实现趋势性走强（包括具备回归“6 时代”的基础），仍需两大关键条件协同配合：一是美元指数进入明确下行通道，从外部缓解汇率升值压力；二是国内经济基本面出现实质性积极变化（如消费、投资修复超预期），为汇率提供内生支撑。当前需警惕的短期风险在于：近期市场热议的美联储独立性争议可能影响美元政策预期，而即将公布的美国非农就业数据若表现超预期，可能强化美元走强预期，二者均可能加剧汇率市场的短期波动，干扰人民币走势节奏。

【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：周末重磅数据落地，整体偏利好

【市场回顾】

上周五规模指数涨跌不一，沪深 300 再度创新高，中证 1000 走势回落，结构性行情较为明显，上涨较为集中，下跌家数远超上涨家数，上行主要集中在存在利好的锂电池、医药、白酒等概念。

【重要资讯】

1. 中国 8 月官方制造业 PMI 小幅回升至 49.4，新订单指数升至 49.5，非制造业加速扩张。
2. 美国 7 月核心 PCE 物价指数同比回升至 2.9%，符合预期，关税冲击尚且可控。

【核心逻辑】

周末两项重磅数据公布，一是中国 8 月 PMI，虽然制造业 PMI 仍低于 50，但强于市场预期，非制造业 PMI 则加速扩张，经济复苏基础巩固，二是美国核心 PCE 物价指数升至 2.9%，基本符合市场预期，关税冲击暂可控，对美联储 9 月降息预期影响不大。从情绪指标来看，大盘股指情绪明显向好，期指基差及期权持仓量 PCR 均有所上升；中小盘股指则依旧存在分歧，现货与期指成交量加权平均基差反向变动。预计股指震荡为主，大盘股指相对偏强，操作上建议多单继续持有。

【南华观点】预计股指震荡为主，大盘股指相对偏强

国债：相机观变

【市场回顾】上周期债反弹后有所回落，周五债市与股市相关性降低。8 月末 10 年期国债期货主力多空双方大幅减仓，表明市场分歧度下降，净多持仓仍在高位，显示主力仍旧偏多。

【重要资讯】1. 美国上诉法庭裁定，特朗普大部分全球关税违法，但在官司未完结之际仍然有效。2. 美国 7 月核心 PCE 通胀率升至 2.9%，符合预期。3. 8 月份中国制造业采购经理指数为 49.4%，较上月上升 0.1%

【核心观点】周末公布的 8 月制造业 PMI 略有回升，分项指数显示生产回升较为明显，但订单回升力度小。整体上看，制造业景气度呈现季节性回升，但幅度较弱。目前债市对基本面数据不敏感，本周关注 9 月 3 日前后股市是否波动加剧，如果股市高位震荡，债市有

望继续反弹，但如果股市再度向上加速，债市有反复探底的可能。

【策略建议】抄底以小波段为主，空仓者逢低做多，反弹有利即可出场，可小仓保留部分低位多单以等待反弹持续。

集运：宏观情绪存在一定利好

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货各月合约价格震荡略偏下行。截至收盘，EC 各月合约价格均有所回落。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，9 月 11 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1160，较同期前值上涨\$5，40GP 总报价为\$1940，较同期前值上涨\$10。9 月上旬，ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1674/1374，较同期前值下降\$130，40GP 总报价为\$2143，较同期前值下降\$200。

【重要资讯】：当地时间 29 日，美国联邦巡回上诉法院裁定，美国总统特朗普实施的大部分全球关税措施非法。《国际紧急经济权力法》并未明确赋予美国总统加征关税的权力，特朗普援引该法加征关税超越了其职权范围。法院表示，这些加征关税措施可以维持到 10 月 14 日，以便美国政府向最高法院上诉。另据路透社报道，法院的这一裁决并不影响特朗普政府根据其他规定而加征的关税，比如加征的钢铝关税。

【南华观点】：ONE 继续调降 9 月上旬欧线现舱报价，利空期价走势。在当前淡季需求减弱情况下，欧线运价延续下行走势——SCFI 欧线运价指数报于 1481 美元/TEU，环比下降 11.21%。但值得一提的是，特朗普实施的大部分全球关税被裁定违法，对全球贸易环境有一定利好，进而从宏观情绪角度利好于 EC 价格。对于后市而言，EC 震荡或震荡上行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：降息预期与美联储独立性担忧助推贵金属重心上抬

【盘面回顾】上周金银价格表现强劲，铂钯整体震荡走高，目前贵金属价格交易主要集中在对接下来美联储降息节奏的预期以及美联储独立性问题上。从联邦基金期货数据可知，尽管上周美联储年内降息预期波动较小，但 26 年降息次数预期仍有明显增强。具体看周内，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。美联储理事

沃勒讲话支持美联储9月会议降息25个基点，并预计未来3—6个月将进一步降息，他表示除非8月份就业报告显示经济大幅疲软且通胀保持良好控制，否则不认为9月份需要更大幅度的降息。9月4日，参议院银行委员会将就特朗普提名的另一位理事候选人斯蒂芬·米兰举行确认听证会。周三盘中美指上涨对贵金属形成阶段性压力，主要因欧元走弱，法国财政问题引发欧债忧虑，其中30年期法债收益率创14年新高。数据方面，美国二季度实际GDP年化季环比上调至3.3%，主要因软件和运输设备投资的增加。美国上周首次失业金人数小幅下降至22.9万，续请人数降至195.4万，均低于预期，反映经济与就业市场韧性，数据后美联储9月降息预期略有下降。周五因公布的美PCE符合预期，以及密歇根大学1Y和5-10Y通胀预期终值低于预期，支持美联储接下来降息路径，贵金属强势拉涨。价差方面，上周COMEX金银较伦敦金银价差继续走阔，因美国进口关税担忧。8月28日，美国地质勘探局（USGS）把白银列入《2025年关键矿产清单》草案，意味着商务部可在10月14日前依据《贸易扩张法》第232条完成国家安全调查，并决定是否加征最高50%的进口关税，目前处于30天公众评议期；若最终落地，所有未获豁免的进口银锭、银粉及半制成品都将适用10%—50%的区间税率。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周SPDR黄金ETF持仓周增20.91吨至977.68吨；iShares白银ETF持仓周增21.18吨至15310吨。短线基金持仓看，根据截至8月26日的CFTC持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周增1721张至214311张，其中多头微增490张，空头减少1231张；白银非商业净多微降83张至46466张，其中多头增加125张，空头增加208张。库存方面，COMEX黄金库存周增11.26吨至1210.73吨，COMEX白银库存周增303.1吨至16118.84吨；SHFE黄金库存周增2.17吨至39.624吨，SHFE白银库存周增86.87吨至1196吨；上海金交所白银库存（截至8月12日当周）周减5吨至1281.9吨。

【本周关注】本周数据密集，重点关注周五美非农就业报告、周四“小非农”ADP就业数据预热、周三JOLTS职位空缺数、周二ISM制造业与周四服务业PMI等数据。事件方面，周三21:00，2025年FOMC票委、圣路易联储主席穆萨莱姆就美国经济和货币政策发表讲话；周四02:00，美联储公布经济状况褐皮书，23:30，FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯在纽约经济俱乐部发表讲话；周五07:00，2025年FOMC票委、芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话。周一是美国劳动节，COMEX金银、NYMEX铂钯期货合约交易提前于北京时间2日02:30结束。

【南华观点】中长线或偏多，短线伦敦金银周线继续收大阳柱，预示偏强格局。伦敦金在突破3400区域后，短期有望继续测试3450，然后3500阻力。伦敦银已突破39.5，短线关注40整数关口阻力，下一目标位上抬至44-45区域。操作上仍维持回调做多思路，前多则继续持有。

铜：持续筑底，震荡偏强

在9月19日美联储下次利率决议之前，铜价或继续震荡行情，上方位置在SHFE80500/LME10000附近，中期（第四季度）维持低位采买策略。

当前影响铜价走势的核心矛盾有以下几点：1. 美联储降息（中期利多）；2. 国内现货升贴水伴随铜价上升（短期利多）；3. SHFE铜持仓相对偏低（短期利空）；4. 精废价差小幅偏低（短期利多）；5. 供给端偏紧，无论是原生还是再生（中期利多）；6. 需求端国内依然在走向下的预期，海外相对稳定（中期利空）。

在近端交易逻辑中，我们会发现多空交织，这就是铜维持震荡为主的主要原因。不过相较之下，下方支撑需要关注上述矛盾的一点：1. 铜现货升贴水伴随着铜价的上升而上升。

在现货成交尚未出现明显负反馈、供给端并无明显偏紧、沪铜期限结构并无发生明显的变化的情况下，该情况的发生说明下游对铜价的接受程度尚可（利多）；2. 沪铜持仓相对偏低。目前沪铜持仓在 48 万手附近，已经超过 20 个交易日低于 50 万手。无论是今年 4 月铜价出现大幅波动还是年初铜价上升时，铜价和持仓一直保持良好的正相关关系。根据此前沪铜的价格和持仓的关系，该持仓位对应的价格在 7.7 万元每吨附近。现在持仓一直维持相对较低的位置，有两种可能性，第一个是多头资金获利了结离场，第二个是部分资金在铜价以震荡为主的行情时，选择离开期市，前往盈利能力更强的股市。我们更偏向于两种可能性兼而有之的情况，前者的因素更大一些（利空）；3. 精废价差小幅偏低。精废价差在上周上涨 377 元每吨至 1461 元每吨，虽然教合理价差仍有 33 元每吨的差距，但是已经非常接近，说明现在的铜价水分并不大，7.9 万元每吨附近的价格是一个接受程度较高的价格（利多）。

在远端交易逻辑中，由于宏观给予的动力和供给偏紧带来的更大影响，我们认为多头仍然存在较大动力。若铜价出现回调，建议低位采购。远端目前需要关注的点包括：1. 美联储降息。市场对于美联储的降息预期在年内 3 次，且投资者尚未对 3 次达成较高的一致性预期。届时降息实质性发生，铜价有望受到利好刺激上升（利多）；2. 供给端偏紧。据 SMM 调研 8 月国内电解铜产量仅小幅下降 0.28 万吨，但受政策影响 9 月废产阳极铜供应量将明显下降，且废铜直接产电解铜的部分企业产量也出现减少，再叠加 9 月后将进入密集检修期，SMM 预计 9 月电解铜产量将大幅下降 5.25 万吨，且 10 月仍维持在低位（利多）；3. 需求有下行预期。国内需求的下行预期主要体现在消费品上，包括汽车、家电、电子三大板块。同时，以旧换新政策的补贴阶段性资金耗尽已经在数个区域出现，且该政策的消费前置现象也开始出现，对整个第四季度的消费品需求利空。电源板块，光伏组件产量已经在“531 抢装”前的 4 月达到了顶峰，在今天的剩余时间内都难有起色，主要以补库为主。补库本身也不完全是自主补库，还有很大一部分被动的成分在里面，并不会积极地提高铜的相关需求。地产板块还在筑底的过程中，新开工面积同比已经连续 3 个月降幅缩窄，施工面积同比跌幅保持稳定，无进一步恶化的迹象，对铜需求量依然会小幅降低，降幅会有所缩窄。海外部分，美国依然存在一定的经济增量，关税政策对美国的影响比预期的要低，企业利润被压缩，关税政策的不利影响并未完全传导至终端。欧元区经济仍然较为挣扎，不过从制造业 PMI、通胀、就业这三大数据来看，并无进一步恶化的迹象（利空）。

铝产业链：关注旺季成色

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20740 元/吨，环比+0.14%，成交量为 12 万手，持仓 24 万手，伦铝收于 2619 美元/吨，环比+0.54%；氧化铝收于 3036 元/吨，环比-0.36%，成交量为 29 万手，持仓 24 万手；铸造铝合金收于 20350 元/吨，环比+0.30%，成交量为 1368 手，持仓 8348 手。

【核心观点】铝：宏观方面，9 月美联储降息预期激增，年内降息次数可能为 2-3 次，同时国内依旧换新以及“十五五”规划政策层面也在逐步发力，海内外宏观环境持续改善对铝价形成利好。基本面方面，随着云南置换产能投产，上周电解铝开工率小幅上升，铝水比列也有所提高，需求随着旺季到来，下游开工率出现复苏迹象，主要板块为光伏带头的工业型材板块，但距离根据 SMM 消息，本周由于 9 月阅兵，部分地区存在生产和运输管控，对去库形成压力。部分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，对原铝消费形成一定支撑。总的来说，短期铝震荡偏强，但上方存在压力，想要突破 21000 压力位需要旺季预期兑现，需求明显好转且库存开始去化，我们认为铝价周度价格区间为 20500-21000，推荐回调分批建仓。

氧化铝：矿端方面，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，是压制价格的主要原因。随着 9 月阅兵接近，部分河南氧化铝厂接到环保限产通知，但受影响的主要为焙烧阶段，只有短期产量有所减少，中期几乎无影响。我们认为氧化铝目前向上驱动不足，上方价格参考理论 3250-3300，但下方空间暂时也不看深，目前铝土矿企业挺价意愿较强，观察几内亚进口矿成本 3000-3050 支撑情况，关注现货价格走势。

铸造铝合金：供给方面，废铝依旧偏紧，并且近日，根据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：持续筑底

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22140 元/吨，环比-0.14%。其中成交量为 13.96 万手，而持仓则增加 1964 手至 11.66 万手。现货端，0#锌锭均价为 22010 元/吨，1#锌锭均价为 21940 元/吨。

【产业表现】据 SMM 了解，华北某锌矿 8 月检修已经完成，计划于 9 月恢复正常生产，预计带来约 700 金吨的锌精矿产量恢复。

【核心逻辑】上一交易日，锌价持续筑底。供给端，目前维持过剩状态。矿端，受内外比价影响，国内矿价格优势明显，国内加工费 9 月涨幅可能不会太大。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。锌矿整体库存震荡偏强。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。其相关度目前与黑色品种呈较强正相关性，需求利好。LME 库存持续下降，目前已经来到了 6 万吨以下但仍未逼近极值。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】短期位于底部偏强震荡

镍&不锈钢：周内持续震荡，多空交织

【盘面回顾】

沪镍主力合约整体震荡运行。8 月 25 日价格收于 120310 元/吨，此后周内震荡反复，最终收于 119610 元/吨。不锈钢主力合约周内走势相似。8 月 25 日价格收于 12880 元/吨，周中走势偏弱，最终收于 12750 元/吨。

【产业表现】

现货市场方面，金川镍价格调整至 123550 元/吨，升水幅度为 2300 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27750 元/吨，MHP 生产硫酸镍利润率调整至 -1.3%。库存方面，上期所纯镍库存为

26943 吨，LME 镍库存为 209676 吨。304/2B 切边不锈钢出厂价均价为 13125 元/吨。304 不锈钢冷轧利润率下降在-2.95%左右。不锈钢社会库存为 928800 吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至 942 元/镍点，镍铁库存为 33111 吨。

【核心逻辑】

沪镍盘面周内走势震荡，主要受到宏观层面以及大盘影响偏多，基本面支撑仍存，但是无明显决定性主导。镍矿方面近期预计九月第一期基准价仍将有所下行，主要受到镍价近期回调影响，升水将保持坚挺；菲律宾方面近期主要矿区有一定降雨，但是整体产量以及装运未受明显影响。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，下游相对采购意愿较强；中间品供应偏紧，但是受镍价影响贸易商系数无明显上调。镍铁走势偏稳，周内部分大单多以 940 以上一线成交，价格持续回调情况下利润有所修复，不锈钢镍铁目前价差有所收窄，或抑制镍铁价格进一步上行。不锈钢方面周内震荡偏弱运行，成本抬升下利润加剧承压，周内现货部分规格偶有探涨，高价资源成交受阻，现货端实际成交多以观望为主，后续大厂九月盘价多有上调挺价；重点关注九十月旺季预期，下游需求回暖带来的情绪提振。宏观层面上周内大盘反复，九月降息预期回暖；周中美元指数有所下调。

【南华观点】

周内镍不锈钢盘面整体震荡为主，宏观层面影响引领盘面，基本面变化不大。镍矿支撑延续，镍铁方面关注后续上行空间，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：供给端偏紧推升锡价

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中大幅上涨超过 4%，报收在 27.8 万元每吨，上海金属网现货平水。周五夜盘锡价大幅回落至 27.2 万元每吨。上期所库存回落 301 吨至 7491 吨附近，LME 库存小幅回升至 1895 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】云南锡业股份有限公司锡业分公司为保障锡冶炼设备安全有效运行及后续稳定高效生产,将结合实际对锡冶炼设备进行例行停产检修。本次停产检修计划于 2025 年 8 月 30 日开始,预计不超过 45 天。公司年初预算及生产计划已考虑本次停产检修事宜,本次停产检修对公司全年生产计划无较大影响。敬请广大投资者注意投资风险。

【核心逻辑】锡价在近期的走强主要得益于供给端偏紧。云锡预计将从 8 月 30 日开始停产检修，时间为 45 天，在预期内。2025 年 08 月，我国精炼锡的产量较前一月出现了环比下降，而从同比数据来看也出现了小幅下跌。此次产量下降主要受部分企业停产检修因素影响，也有一部分是因为 7 月锡精矿进口量降低。展望未来一周，在宏观保持稳定的情况下，尽管需求存在一定的压力，锡价依靠供给端偏紧的问题，可能进一步小幅向上。上方目标暂定在 27.6 万元每吨。

【南华观点】小幅偏强，周运行区间 27 万-27.6 万元每吨。

碳酸锂:金九排产环比增加，关注环保及下游实际补库进度

【行情回顾】上周碳酸锂期货震荡走低。碳酸锂加权指数合约周五收盘价 76803 元/吨，周环比-2.27%；成交量约 64.31 万手，周环比-47.77%；持仓量约 74.38 万手，周环比-5.72%，LC2511-LC2601 合约月差为 back 结构。广期所仓单数量 29887 手，周环比+4897 手。

【产业表现】上周锂电产业链市场情绪转弱，但成交仍为高位。锂矿：上周矿端成交情绪较好，贸易商库存转移至锂盐企业手中，其中 SMM 澳矿 6%CIF 报价 895 美元/吨，周环比-2.72%，非洲矿报价 822 美元/吨，周环比-6.38%。供给：锂盐市场成交虽不如一周前，但

成交量仍为高位，下游补库情绪有所放缓，整体价格小幅走弱，其中碳酸锂报价周度变动幅度约-5.07%，氢氧化锂报价周度变动幅度-0.72%；贸易商环节基差报价小幅走弱。上周样本锂盐工厂开工率周环比-0.58%，碳酸锂产量周环比-0.56%。辉石开工率继续上涨，即将达到近三年高位，云母和盐湖开工率则有所下降，回收料开工率小幅上涨。

需求：本周下游材料厂产量有所增加，报价小幅上涨。其中磷酸铁锂系报价变动-3.00%，三元材料系报价变动-0.08%，六氟磷酸锂报价变动-0.18%，电解液报价变动+2.00%。上周磷酸铁锂开工率环比上涨，产量环比上涨；三元材料产量环比上涨；锰酸锂产量小幅上涨，钴酸锂企业产量环比上涨，电解液月度产量环比上涨。

终端：上周电芯市场中报价小幅上涨，上游价格上涨成功传导至终端，其中三元系涨幅约+0.11%。本月电芯产量环比上涨，其中动力电芯产量环比下降，储能电芯产量环比上涨。

库存：上周国内锂矿库存环比变动约-2.6 万吨，碳酸锂社会库存环比-0.29%，其中下游补库情绪较好，下游库存环比上涨 2.51%；磷酸铁锂库存环比上涨，三元材料库存环比下降，锰酸锂库存环比下降，钴酸锂库存环比下降。

【南华观点】上周期货市场情绪有所退坡，现货市场成交有所下降。本月下游锂电材料企业排产数据环比增加 5%，旺季预期有所支撑，本周重点关注供给端环保情况以及下游补库情况能否延续，预计本周期期货市场进入震荡整理阶段。LC2511 震荡区间：74000-84000。

【策略建议】空单建议逐渐止盈，以观望为主。

工业硅&多晶硅:工业硅震荡偏弱，多晶硅调整

【行情回顾】上周工业硅加权期货合约震荡走弱，加权指数合约收于 8510 元/吨，周环比-3.73%；成交量 42.52 万手，周环比-42.54%，持仓量 52.43 万手，周环比+0.12%；工业硅 SI2511-SI2601 月差为 contango 结构；仓单数量 50453 手，周环比-596 手。

上周多晶硅期货震荡走低，加权指数合约收于 51025 元/吨，周环比-3.15%；成交量 43.98 万手，周环比-19.51%，持仓量大约 32.08 万手，周环比-2.03%；多晶硅 PS2511-PS2512 月差为 contango 结构；仓单数量 6880 手，周环比+340 手。

【产业表现】上周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下跌，周度涨跌幅-1.69%，硅粉市场报价走弱，周度涨跌幅-2.00%，工业硅开工率小幅上扬，其中新疆与四川小幅开工率小幅上扬，产量周环比变动+2105 吨。需求：三氯氢硅报价周环比+0%，有机硅市场报价周环比+0%，月度产量环比下降；铝合金市场报价周环比+1.47%，原生铝合金开工率环比下降，再生铝合金开工率环比上涨；多晶硅市场报价周环比+4.9%。库存：本周工业硅周度库存环比-0.36 万吨，原生铝合金库存周环比大幅上涨，再生铝合金库存周环比下降。

上周光伏产业表现一般。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 48.75 元/吨。多晶硅周度产量环比上涨。需求：N 型硅片价格指数 1.24 元/片，周环比上涨 3.33%；电池片市场报价小幅上涨；组件市场报价周环比+0.30%。本周硅片市场周度产量环比上涨。

库存：多晶硅社会库存环比下降，硅片库存周环比上涨，光伏电池外销厂库存周环比增加。

【南华观点】上周工业硅开工率有放缓趋势，供给端边际增速放缓的迹象已逐步显现。需求端方面，下游核心增量领域多晶硅的开工率有望持续提升，其对工业硅的采购需求将成为重要支撑。若后续供需基本面未出现显著恶化或超预期变动，工业硅市场大概率将维持底部震荡运行态势。从技术面看，当前工业硅期货价格处于布林轨道中轨偏下，有进一步下跌趋势。

综合供需基本面与技术面来看，工业硅当前下行空间有一定限度，预计短期内市场将以底部震荡为主，价格波动幅度或相对收窄。

从技术面分析，当前多晶硅期货价格正处于典型的震荡收敛阶段，价格波动区间持续收窄，市场多空力量暂时处于均衡状态，预示着后续行情大概率将突破现有震荡区间，进入方向选择阶段，需重点关注量能配合与关键价位的突破有效性。从产业政策看，预计未来光伏企业整合将迎来阶段性进展，相关细则落地或产业格局优化预期，有望对多晶硅市场情绪与基本面形成支撑。综合来看，多晶硅期货短期虽受震荡收敛格局制约，但在产业整合带来的基本面改善预期支撑下，整体运行趋势更偏向震荡偏强。

铅：窄幅震荡，上下空间有限

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16880 元/吨，环比-0.18%，其中成交量 43853 手，而持仓量则减少 727 手至 49182 手。现货端，1#铅锭均价为 16725 元/吨。

【产业表现】内蒙古地区冶炼企业普遍表示原料到货情况不佳，当地某大型炼厂 9 月检修计划基本确定，本周地区开工率下滑超 9 个百分点，SMM 预计下周内蒙古地区开工率或跌破 20%。

【核心逻辑】上一交易日，铅价窄幅震荡。目前供给侧偏弱，加上降息预期，铅价下方支撑交足。基本面，受原生铅副产品收益稳定，开工意愿强烈影响，铅精矿加工费再度下调，同时铅精矿供给维持偏紧。再生铅方面，大部分再生铅企业仍处于亏损状态，且原料紧缺，开工率维持低位。目前可以预料到的是随着时间的推移，铅原料愈发紧缺，为铅价提供支撑。需求端，上周开工率有所回调，仍然处于旺季不旺的尴尬局面。目前国内库存维持震荡，LME 的铅锭库存居高不下。短期内，震荡为主。

【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：钢材基本面偏弱

【行情回顾】在 8 月左右一个交易日下午，原料 09 合约散户离场形成下跌，周五晚上延续弱势，并未有反弹迹象

【信息整理】1. 上周末，唐山迁安普方坯累降 30 报 2970 元/吨。

2. 国家统计局数据显示，8 月份中国制造业采购经理指数为 49.4%，较上月上升 0.1 个百分点。制造业市场需求有所改善，环比小幅回升。

【南华观点】钢材延续超季节性累库态势，需求端未显现季节性显著走强特征，而供应端仍维持高位。当前除受阅兵影响的行政性减产外，长流程钢厂因仍有利润空间，自主减产动力明显不足，这种供需格局易催生负反馈 --即钢材需求疲软压制钢价，进而挤压钢厂利润，倒逼钢厂减产并缩减原料需求，最终引发成本下移。不过目前负反馈尚未形成，市场仍处于压制钢价与钢厂利润的初期阶段；若后续需求端仍无改善，钢材盘面的下行空间将取决于钢厂对利润收缩的容忍程度，以及原料端是否存在进一步让利空间。综合来看，近期宏观面缺乏强驱动支撑，盘面交易重心已转向基本面，而当前钢材基本面仍呈持续走弱态势，暂未出现明显改善信号，这一格局预计或将继续压制盘面下行，因此偏空的操作策

略暂时维持不变，后续关注成材旺季需求表现以及宏观政策变化影响。

铁矿石：风险积累

【南华观点】尾盘近月合约特别是钢材价格大跌，由于是进入 9 月交割月前最后一个交易日，说明资金接货意愿不强，现货偏弱，价格主要还是预期支撑着。盘面还是走反套逻辑，近月多头转战远月。

铁矿石近期基本面平稳，整体矛盾不大，但钢材的现货库存压力在积累、铁矿石高发运压力也在逐渐增加。供应端，全球发运量仍维持在季节性高位。非主流矿发运仍偏高。铁矿石供应压力逐渐在增加。需求端，铁水数据本周环比走弱。从检修计划看，预计未来一周可能继续走弱，然后触底反弹，预计整体维持在 240 万吨上下窄幅波动。但近期钢材的高供给压力并未减弱。热卷产量高，库存继续累积。螺纹钢短流程产量又有点起来，钢材跌价目前阶段并未有限抑制钢材的高供给，因此产业链内部矛盾仍在积累。因此，目前钢厂不论是现货利润还是盘面利润，都是快速走缩的。如果进入 9 月需求旺季，需求并未起来，则价格有进一步下调的驱动。库存端，铁矿石港口库存没有很顺畅的累起来，由于高疏港量和高铁水产量的支撑。预计未来一个月库存仍走平。

钢铁行业稳增长文件下达，整体通过结构性调整（如严控新增产能、鼓励低碳工艺、淘汰落后产能）实现“控总量”，而非简单粗放的“一刀切”式限产，对炉料价格利好，文件公布后价格反弹。

此外估值端，焦煤近期又走弱，对铁矿石价格有支撑。焦煤近期复产增多，上游煤矿端和港口海煤皆有累库，对价格是承压的。焦煤跌价对于铁矿石来说形成了价格支撑。

总的来说，目前铁矿石基本面平稳，但钢材的现货库存压力在积累、铁矿石高发运压力也在逐渐增加。此外预期的支撑也将在 9 月旺季和降息后面面临检验，价格冲高回落的风险在加大。

焦煤焦炭：波动率下降

【盘面回顾】本周双焦盘面呈震荡偏弱走势，产地部分煤种出厂价下调，钢厂对焦炭第八轮提涨暂未回应，市场情绪趋于谨慎。

【信息整理】

1. 国家统计局：8 月份，制造业 PMI 为 49.4%，比上月上升 0.1 个百分点。
2. 26 位外国元首和政府首脑将出席抗战胜利 80 周年纪念活动。

【南华观点】本周产地虽频繁传出煤矿减产消息，但下游焦钢厂因限产放缓原料补库节奏，叠加动力煤日耗拐点出现，配煤价格受到拖累，盘面对利多消息并不敏感，煤焦走势相对疲软。根据供需平衡表推演，当前煤焦供应略显宽松，上游库存压力逐渐显现。相对而言，焦炭供需结构健康，但即期焦化利润修复，焦炭估值相对偏高，阅兵后钢厂或开启提降周期。本周螺纹表需环比走高，盘面因预期差修复快速反弹，但暂未观察到表需超季节性回暖，且各地钢材社库仍在加速累积，三大家电排产、中美集装箱运量等中高频数据下滑，旺季需求仍有隐忧，也将反向制约煤焦上方高度。综上，焦煤下有反内卷预期支撑，上有成材库存压制，短期盘面或维持高位宽幅震荡格局。后续关注旺季需求表现、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，单边投机不建议做空焦煤，短期以震荡思路对待，焦炭后续有提降压力，产业可视情况参与卖出套保。

硅铁&硅锰：供应宽松，底部震荡

【基本面】硅铁产量 11.31 万吨,环比-0.26%;硅铁生产企业开工率 36.54%,环比+0.02%;硅铁五大材需求量 2.06 万吨,环比+1.48%;硅铁企业库存 6.29 万吨,环比+1.29%;硅铁仓单 9.92 万吨,环比-3.13%;硅铁仓单总库存 16.21 万吨,环比-1.46%;硅锰产量 21.34 万吨,环比+1.04%;硅锰企业开工率中国 47%,环比+0.63%,硅锰五大材需求量 12.67 万吨,环比+1.12%;硅锰企业库存 14.9 万吨,环比-4.49%;硅锰仓单 33.28 万吨,环比-5.05%;硅锰总库存 48.18 万吨,环比-4.88%;

【核心逻辑】近期交易的逻辑在于 9.3 阅兵前对唐山地区钢厂的限产消息,导致对焦炭以及铁合金炉料端的需求预期下降,以及前期交易所对焦煤合约的限仓导致焦煤的流动性下降和市场对反内卷炒作情绪的逐渐退潮,大多数商品出现高位回落,焦煤短期内出现下行压力,铁合金跟随焦煤的价格顺势下跌。但铁合金价格已回落到反内卷提出初期时的价格,以及近期铁合金价格下跌较多,继续下跌的可能性虽有,但下跌的空间有限。铁合金底部支撑仍存,但目前高开工率和下游弱需求状态下,上方仍有压力。铁合金近期的利润持续回落,目前铁合金产量位于近 5 年历史同期较高水平,继续增产的驱动不强,在利润回落驱动下存在减产的可能性,需求方面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。

【南华观点】铁合金硅铁和硅锰的主要原料兰炭和锰矿的价差逐渐扩大,做多双硅价差的性价比较高,但煤系的价格目前波动较大,建议双硅 01 价差-400 做多较合适。

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

能化早评

原油：盘面震荡偏弱，美国原油产量创历史新高

【盘面动态】美油主力合约收跌 0.91%，报 64.01 美元/桶，周涨 0.55%，8 月跌 7.58%；布伦特原油主力合约跌 0.76%，报 67.46 美元/桶，周涨 0.36%，8 月跌 5.91%。

【市场动态】1. 美国至 8 月 29 日当周石油钻井总数 412 口，前值 411 口。2. 美国能源信息署(EIA)：美国 6 月原油产量创历史新高，6 月份美国原油及石油产品供应量升至 2024 年 10 月以来最高水平，美国 6 月份液化天然气产量增加 1.2 万桶/日，达到 748.4 万桶/日(5 月份为 747.2 万桶/日)。3. 德国总理默茨和法国总统马克龙呼吁实施旨在削弱俄罗斯战争机器的二级制裁。在美国总统特朗普的和平努力失败之际，此举加大了对莫斯科的压力。根据德法内阁会议后周五发布的联合声明，为削弱俄罗斯通过石油销售筹集资金的能力，这两个欧洲最大经济体将推动针对“支持俄罗斯战争的第三国公司”采取制裁措施。4. 美国 7 月核心 PCE 物价指数同比升 2.9%，为 2025 年 2 月以来新高，预期升 2.9%，前值升 2.8%；环比升 0.3%，与预期及前值一致。5. 据 GME 数据：阿曼 10 月原油官方售价定为每桶 69.33 美元，较 9 月的 71.2 美元/桶下降 1.87 美元。

【南华观点】上周原油震荡小幅走低，延续 7 月以来横盘震荡格局，总体基调偏弱势，当前运行于震荡区间下沿附近，该位置为中期走势分水岭，需警惕回踩关键支撑及关注支撑有效性。当前多空僵持、矛盾积累，暂未激化，需等待关键事件落地或预期清晰才会明确方向。9 月关键节点中，美国劳动节后需求季节性下滑为确定性利空，炼厂检修与汽油需

求回落将持续至明年初；OPEC+会议、俄乌谈判、美联储议息会议等则存不确定性，其中OPEC+若暂停增产或短线提振情绪，但难改需求下滑下的供求失衡风险。基本面利空导向明确，中国炼厂开工或见顶、库存达标致采购潮结束，叠加OPEC+前期增产，需求拐点临近下供应过剩风险将放大。短期原油暂无新驱动，盘面受基本面压制，三大逻辑中性偏空，需持续跟踪9月事件与俄乌局势，警惕下行风险。

LPG：震荡为主

【盘面动态】LPG2509 盘面收于 3690 (-119), LPG2510 盘面收于 4411 (+2), LPG2511 盘面收于 4324 (-8), FEI M1 收于 535 美元/吨 (-1), CP M1 收于 515 美元/吨 (-3), MB M1 收于 357 美元/吨 (-4)。

【现货反馈】华东均价 4481 (+5), 山东均价 4540 (+0), 最便宜交割品价格 4410 (+0)。

【基本面】供应端本期依然保持宽松，主营炼厂开工率 81.4% (-0.03%)；独立炼厂开工率 49.57% (+0.44%)，不含大炼化利用率为 45.50% (+0.49%)；国内液化气外卖量 54.79 万吨 (+1.61)，醚后碳四商品量 17.47 (+0.03)；此外，进口端到港量本周小幅增加，基本与上周持平。需求端本期变动不大。PDH 本期开工率 74.10% (-2.99%)，上周部分检修在周尾，开工率预计在 75%左右震荡。MTBE 端本期价格小幅走弱，开工率 64.64% (-0.17%)，外销量依然处于高位。烷基化端开工率小幅下降至 48.29% (-0.62%)，同样商品量季节性高位。库存端，厂内库存 17.17 万吨 (+0.33)，本周厂库在商品量增加后小幅累库，整体厂库偏高；港口库存 307.52 万吨 (-9.46)，在两周到港小幅下降后，港口库存小幅下滑，库存高位震荡。

【观点】情绪渐弱，盘面偏弱震荡，周五夜盘进一步下挫，现货维稳，9-10 月差收于-720 元/吨，10-11 月差收于 87 元/吨；隔夜原油维持震荡，多空因素依然交织影响盘面；海外丙烷端，9 月 CP 价格维稳，近期 FEI 跟 MOPJ 的价差再度走缩，相对来说对丙烷端形成支撑。国内供应本周因部分企业复产商品量增加，但到港相对前几周有回落，供应端整体可控；需求端化工需求开工小幅下滑，但整体变动不大。

PTA-PX：随商品情绪走弱，逢高做缩 TA 盘面加工费

【基本面情况】PX 部分装置负荷波动，负荷下调至 83.3% (-1.3%)；后续增量方面，大榭 160w 存提负计划，福化 160w 计划重启；减量方面，福佳大化 70w 计划检修；关注实际兑现情况，PX 供应 9 月存上调预期。近期市场主流预期对恒力惠州 PTA 装置动态进行修正，停车持续时间预期缩短，PX8、9 月供需平衡维持紧平衡；四季度在新增检修出现前，静态维持去库趋势。效益方面，近期成本端石脑油走势偏强，PX 环节效益受到较大幅度压缩，PXN 走缩至 255 (-15)，PX-MX 走缩至 132.5 (-9)。

PTA 方面，供应端近期装置变动较多，负荷降至 70.4% (-1.2%)；其中，三房巷新装置两线目前均已投产运行，老线 120w 停车，独山能源 250w 近期按计划停车检修；市场主流预期对恒力惠州前期停车 PTA 装置动态进行修正，停车持续时间预期缩短；后续关注恒力惠州装置实际重启情况。库存方面，临近旺季叠加供应收缩，下游采购情绪转强，社会库存继续去化至 212 万吨 (-8)。效益方面，近期 PTA 现货价格随着商品情绪大幅走弱，TA 现金流加工费低位承压至 201 (-26)；当前 PTA 现金流加工费仍维持低位，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，加工费修复力度有限。

需求端，聚酯负荷继续小幅上调，聚酯负荷上调至 90.3% (+0.3%)。整体来看，聚酯需求以季节性边际好转为主，目前对旺季难言太多期待，产销平平下长丝与短纤库存小幅累积。效益方面，近期商品情绪大幅回落，原料端 PTA 走弱，聚酯环节各产品现金流均有所修复。织造终端而言，近期下游需求表现阶段性回落，订单新增有限，叠加江浙高温延续，织造

开工小幅下降。临近旺季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处于季节性转强趋势，长丝和短纤负荷有望继续上调。瓶片方面近期需求不佳，现金流加工费再次承压，前期提负计划或将取消。

【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，但整体格局主要以 PX-TA 结构性矛盾为主，PTA 在流动性上短期宽松格局难改，在 TA 工厂进一步联合挺价行为出现之前，整体“上紧下松”格局维持不变，产业链利润长期仍维持向 PX 端集中趋势。总体来看，短期装置意外难改长期相对过剩格局。在操作上，PTA01 加工费仍维持 350 以上做缩思路。

MEG-瓶片：商品情绪降温，供需驱动有限

【库存】华东港口库至 50 万吨，环比上期减少 4.7 万吨。

【装置】山西沃能 30w 近期重启提负。海外方面，伊朗 Farsa 一套 40w 装置近期短停检修，重启待定；新加坡一套 90w 装置 8 月停车检修，现因上游原因重启预计推迟。

【基本面情况】

基本面方面，供应端油升煤降，总负荷升至 75.13% (+1.97%)；其中，乙烯制方面，盛虹两线均已重启提负运行；煤制方面沃能重启提负，部分装置负荷波动，煤制负荷升至 77.74% (-3.51%)；后续 9 月上旬建元 26、新疆天业 60 计划检修，陕煤渭化 30 计划重启，关注兑现情况，总负荷预计将小幅下调。效益方面，原料端乙烯走强、动力煤下跌，EG 现货价格基本持稳，煤制利润获得一定修复；比价方面，EO 与 HDPE 相对 EG 经济性均持续下滑，近期部分 EO/EG 联产装置 EG 存提负行为。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 90.3% (+0.3%)。整体来看，聚酯需求以季节性边际好转为主，目前对旺季难言太多期待，产销平平下长丝与短纤库存小幅累积。效益方面，近期商品情绪大幅回落，原料端 PTA 走弱，聚酯环节各产品现金流均有所修复。织造终端而言，近期下游需求表现阶段性回落，订单新增有限，叠加江浙高温延续，织造开工小幅下降。临近旺季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处于季节性转强趋势，长丝和短纤负荷有望继续上调。瓶片方面近期需求不佳，现金流加工费再次承压，前期提负计划或将取消。

【观点】

总体而言，乙二醇近期基本面驱动有限，在低库存下价格表现相对抗跌。宏观方面，化工“反内卷”情绪暂无进一步政策支撑，板块情绪近期有所降温。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。目前而言，乙二醇近期维持 4350-4550 区间震荡，主要以跟随成本端及商品情绪波动为主；在操作上，建议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：等待好转

【盘面动态】：周五甲醇 01 收于 2349

【现货反馈】：周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-140

【库存】：上周甲醇港口库存加速大幅累库，周期内显性外轮卸货 39.33 万吨。虽江苏主流库区在少量倒流内地的支撑下提货尚算稳健，但外轮集中卸货，因此难逃大幅积累；浙江地区维持一套烯烃停车，但其他刚需稳健，外轮卸货下同步延续积累。华南港口库存继续累库。广东地区进口及内贸船只均有抵港，另有个别在卸船只尚未计入库存，当地及周边

下游维持平稳消耗，库存亦有累积。福建地区下游需求一般，进口船货稳定供应下导致库存持续增加。

【南华观点】：甲醇继续承压下跌，9-1、1-5 持续反套逻辑，主要矛盾仍在于港口承压与伊朗的高发运，伊朗的高发运使得进口预期不断上调，截至目前伊朗 8 月发运 104w 附近，突破历史高位，受此影响甲醇 1-5 持续下行，主要逻辑在于从时间来看，即使伊朗如去年限气停车，甲醇 01 合约仍将面临港口压力，相比之下 05 合约或受伊朗停车影响更大。综上，甲醇港口累库意愿强烈，但考虑到伊朗运力大小月影响以及兴兴大概率在 9 月开车（周内有传点价 6 万吨，可能是 5 月份的货物，后续有一船去乍浦），以及目前伊朗-印度甲醇价差同样来到历史高位（受制裁影响），后续印度或将分流部分伊朗压力，考虑到 01 合约较远，受近端压力给出合适入场时机，建议少量多单与卖看跌期权继续持有，后续关注伊朗发运情况与港口提货。

PP：需求情况暂不明朗

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6974（-46）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6890 元/吨，华东现货价格为 6880 元/吨，华南现货价格为 6900 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 80.25%（+2.03%）。近期多套装置陆续重启，PP 装置检修量明显下滑，供给回升。并且，在装置投产方面，大榭石化目前一条 45 万吨产线已投产，另一条 45 万吨产线预计将在 9 月上旬投产。需求端，本期下游平均开工率为 49.74%（+0.21%）。其中，BOPP 开工率为 60.4%（-0.28%），CPP 开工率为 59.13%（+0.38%），无纺布开工率为 36.68%（+0.25%），塑编开工率为 42.3%（+0.3%）。近期 PP 主要下游的开工率总体呈现回升趋势，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 4.4%。上游库存中，两油库存环比下降 12.93%，煤化工库存下降 0.28%，地方炼厂库存上升 7.23%。中游库存中，贸易商库存环比下降 1.81%，港口库存下降 4.4%。从绝对值来看，PP 库存维持中位水平，目前压力不大。

【观点】上周反内卷情绪降温，聚烯烃震荡下行。从 PP 基本面来看：在供给端，大榭两套新装置投产预计带来额外的供给增量，加之装置检修减少，供给量进一步上移，这对 PP 形成了较大压力。而在需求端，目前市场观点的分歧依然较大，一方面是从样本数据和现货端的反馈来看，今年“金九银十”的旺季氛围并不强，下游订单增量比较有限，工厂补库意愿不足，PP 现货价格偏弱；而另一方面，从今年表需情况来看，PP 需求持续处于高位，若根据当前表需预估后续的需求情况，PP 的供需压力并不算大，9 月预计呈现去库的格局。因此，从当前来看，PP 上下的驱动均相对有限。后续走势将很大程度取决于下游需求是否能够维持高增速。

PE：需求复苏但目前不足以形成强驱动

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 7287（-71）。

【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 7420 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 78.68%（-0.04%）。本周开工率变化不大，由于抚顺石化、万华化学、卫星石化等产能较大的装置近期处于检修状态之中，装置检修量维持高位，9 月供应预计环比小幅下滑。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%（+0.3%）。其中，农膜开工率为 17.46%（+2.93%），包装膜开工率为 49.56%（-0.29%），管材开工率为 30.17%（-0.5%），注塑开工率为 56.9%（+1.1%），中空开工率为 39.26%（+0.58%），拉丝开工率为 31.79%（-0.6%）。农膜开工率持续回升，下

游需求正处于逐步转好的阶段。库存端，本期 PE 总库存环比下降 6.56%，其中上游石化库存环比下降 16%，煤化工库存下降 12%，社会库存上升 1%。

【观点】上周反内卷情绪降温，聚烯烃震荡下行。从 PE 基本面来看，当前向下驱动比较有限。首先，从供给端看，下半年 PE 新装置投产比较有限，目前以消化存量产能为主。加之抚顺石化、万华化学等几套产能较大的 PE 装置预计检修至 10 月初，PE 装置检修损失量持续处于高位，供给回升速度放缓。而在需求端，目前已进入由淡季向旺季过度阶段，农膜订单和开工率已由明显回升，带动需求增量。因此，当前 PE 正处于供减需增的格局之中，9 月预计呈现去库趋势，这对 PE 形成了一定支撑。但从现货情况来看，当前现货成交情况回升偏缓，旺季补库的情绪不强，同时 LLDPE 库存已累积到了较高水位，所以导致需求端回暖对 PE 形成的推动力并不强。后续仍需等待现货端出现明显的需求回升信号才能进一步推动 PE 上行，目前预计仍将以震荡格局为主。

PVC:定价回归产业

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 206 万吨附近，9 月计划检修量不少，且为小月，产量预估则在 204 万吨附近。

需求：目前看 1-8 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，8 月总体也没有什么亮点，大约在 165 万吨附近。

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。外盘近期有两套装置投产，会造成一定竞争。

库存：本周华东库存继续维持高速累库，累库大约 4 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。

现货（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：本周交割月临近，且宏观真空期，没有太多新的炒作点，整体商品快速降温，煤炭端各方调研反馈均没有什么太大影响，9 月日耗逐步下降，整体压力较大，总体反馈不及预期，煤炭现货端逐步降温。PVC 原本自身基本面就处于持续的增压状态，华东库存快速积累到历史高位，将上半年的去库打回原型，在内需乏力的背景下，连续的投产增量显得难以消化，绝对价格在失去了宏观支撑下本周也连续破位下跌，回归基本面，近期价格再度回归底部区间，但是由于烧碱价格近期连续走强，氯碱综合利润水平仍然处于不低的位置，似乎仍然只能继续维持空配，基本面上看不到任何做多的理由。

纯苯苯乙烯：看空情绪加重，盘面增仓下行

纯苯：

【盘面回顾】BZ2603 收于 6047（-48）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5925（-30），主力基差-122（+18）

【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】

供应端，石油苯增，加氢苯减，总供应较上周基本持平。需求端五大下游开工率均较上一周期均有所下滑，综合折原料纯苯需求明显下降。当前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，旺季信心减弱。库存方面，本周纯苯华东主港继续小幅去库。受韩国纯苯装置检修影响，8-9 月我国进口端纯苯供应有所下降，然而需求方面下游苯乙烯 9-10 月检修计划增多，需求亦存在缩量，纯苯非苯乙烯下游无法给予需求支撑，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。本周宏观层面化工“反内卷”并无进一步利好举措，整体商品情绪冷却，加上原油偏弱运行，盘面回吐上周涨幅后继续下探至新低。当前纯苯基本面较弱，价格预计偏弱震荡。

苯乙烯：

【盘面回顾】EB2510 收于 7084（-80）

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7195（-），主力基差 111（+80）

【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 28 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 21.13 万吨，较上一周期增加 0.49 万吨，环比增加 2.35%。

【南华观点】

供应端本周无新增检修装置，下周开始有多套装置计划进行检修，9 月苯乙烯供应明显减少，但 9 月后随着吉林石化与广西石化新投产兑现和检修装置回归，苯乙烯供应预计逐月增加。需求端，EPS 开工率回落。PS 开工率提升，ABS 基本持平，3S 折苯乙烯需求较上周持平，当前处于年内高位。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，当前看终端订单未有好转，提货较差。前面苯乙烯给出了合适的价格结构，下游工厂有进行一轮原料补库，当前下游原料库存并不低，本周京博苯乙烯开始外卖，苯乙烯港库口累库预期不变。原油走弱加上商品情绪偏空，本周盘面增仓下行，截至周五夜盘收盘苯乙烯主力合约已跌至 7046 元/吨。当前纯苯苯乙烯绝对价格已跌至历史低位，短期单边不建议追空，等此轮下跌结束后考虑低买，纯苯苯乙烯价差建议暂且观望，后续关注宏观政策以及苯乙烯计划外减产的出现。

燃料油：受原油拖累下跌

【盘面回顾】截止到夜盘，FU10 报 2813 升水新加坡 10 月纸货-2.8 美元/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，9-12 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，进入 8 月份，俄罗斯高硫出口+10 万吨，伊朗高硫出口-20 万吨，伊拉克+57 万吨，墨西哥出口+22 万吨，委内瑞拉-48 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-16 万吨，印度+4 万吨，美国+12 万吨，进料需求稳定，在发电需求方面，沙特进口+16 万吨，阿联酋+41 万吨，埃及取消 8 月份部分进口招标，但进口预计仅-2 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，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，国内因洋山港被纳入美国制裁名单，FU 内外走强后回落，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：裂解走弱

【盘面回顾】截止到夜盘，LU10 报 3464 元/吨，升水新加坡 10 月纸货 3 美元/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-38 万吨，西北欧市场供应+33 万吨，非洲供应环比+23 万吨，8 月份供应明显改善；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+10 万吨，日韩进口+7 万吨，新加坡+5 万吨，马来西亚进口+14 万吨；库存端，新加坡库存+168 万桶；ARA+0.3 万吨，舟山-9 万吨

【南华观点】8 月份供应增加，整体出口恢复，在需求端方面，整体需求疲软，库存端新加坡、欧洲累库、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，短期缺乏驱动，建议等待多配机会。

沥青：震荡整理

【盘面回顾】BU10 收于 3507 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3510 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-4.9%至 30.6%，华东+2.8%至 30.9%，中国沥青总的开工率-1.4%至 29.3%，山东沥青产量-2.4 至 16 万吨，中国产量-2.4 万吨至 52.4 万吨。需求端，中国沥青出货量+2.65 万吨至 26.38 万吨，山东出货+2.98 万吨至 10.15 万吨；库存端，山东社会库存+1 万吨至 13.7 万吨和山东炼厂库存-2.2 万吨至 13 万吨，中国社会库存-0.1 万吨至 50.6 万吨，中国企业库存-2.9 万吨至 41.9 万吨。

【南华观点】沥青总体供应仍保持平稳态势，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，厂库去库且压力较小，社库去库依然缓慢，部分投机需求启动带动库存转移。山东华东基差继续走弱，裂解价差仍然维持高位；目前看需求端，未来一周南方降雨仍然偏多，整体基本面环比转弱，旺季不旺特征明显。成本端原油，随着 opec 持续增产，进一步缓解了沥青成本端供应偏紧的预期。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：多空僵持，震荡维持

【行情回顾】

周五沪胶窄幅震荡，夜盘再次上探 16000 未果，多空僵持，RU2601 收于 15825（-5），NR2510 收于 12645（-25）。新加坡 TSR20 主力收于 174.5（+0.2）；日胶烟片主力收于 315.5（0）。天气好转与泰国进口免税试点使上方压力加大，盘面多空互不相让，现货小幅回调。

【现货价格】

上海国产全乳市场价 14,900（-100），越南 3L 市场价 15,100（-50）；青岛保税区美金烟片 2,220（-20），美金泰标 1,840（0），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 7 月 PCE 符合预期；国内 8 月 PMI 各指数均回升，生产经营扩张有所加快，预期指数连续两个月回升。下周重点关注欧元区 7 月就业数据和美国 PMI 数据。

产地情况：国内外产区降雨扰动，原料价格维持支持。国内云南产区上周雨水减弱，未来降水持续，海南连续受双台风影响，上周割胶窗口减少 3-4 天左右，未来转好，总体上量或维持偏慢；泰国今年北部和东北部降水较强，杯胶价格坚挺，近期连续受台风残流影响，东北多府强降雨，未来短期天气好转；台风对越南产区几乎无影响。8 月海外总体降雨情况比 7 月有改善，产量预计稳定。

进口情况：近两个月泰国进口同比减少明显，除了符合季节性外，主要由于前期进口较多（1~7 月累计同比增加），且关税问题和进口利润共同抑制了采购与进口，未来随着泰国产量释放、中泰免关税试点和干胶库存压力缓解，从泰国的进口有望增长。总体上，8 月天胶进口量环比增加的预期较强。

库存端：截至上周末，中国天然橡胶社会库存 127 万吨，环比降 1.1%。青岛库存小幅去库，云南库和越南非标维持累库；浅色胶维持去库，其中老全乳胶去库略快，环比降 2.9%，3L 环比增 6.8%。

需求端：下游全钢胎和半钢胎开工微降，月末订单交付，库存有所减少；橡胶手套需求平淡，原料涨价，开工不高。美国方面称与印尼的相关协定短期内难以达成，而与越南谈判结果并不乐观，而印度 50%关税生效，美国关税路径仍存在很大的不确定性。欧盟双反调查延期到明年初，将增加远端风险。国内轮胎厂商出口维持增长，但出口均价持续下滑，营收与利润走势分叉，但未来或维持较高的产销与出口惯性。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，出口预计维稳。

【南华观点】

未来产区整体天气扰动不大，橡胶进口预计小幅增加，9 月关注泰国雨季高峰和海南秋台风扰动。近期干胶与轮胎成品库存压力均小幅缓解。轮胎厂商利润率下滑但产销与出口或维持惯性，开工偏高或难维系，胶价成本对小厂带来压力，已有部分内胎厂商上调售价。美国钢铝、汽车等诸多关税条例仍在扰动海外下游排产计划，海外配套需求仍承压。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，关注轮胎出口带来的边际增量。短期成本端支撑仍存，宏观情绪波动较大，预计 RU2601 震荡扩大，关注 16000 压力与 15700 支撑。RU9-1 价差短期或走正套。深浅价差逢低做扩，注意月份选择。

【风险提示】

宏观政策、贸易壁垒、天气变化、宏观情绪

尿素：关注 1-5 反套

【盘面动态】：周五尿素 01 收盘 1746

【现货反馈】：周末国内尿素行情僵持整理，多数价格稳定，个别调整 10 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1600-1700 元/吨。需求端弱势延续，中下游高价抵触，上游博弈时间及心态，价格多保持稳定。短线国内尿素行情继续盘整。

【库存】：截至 2025 年 8 月 27 日，中国尿素港口量 60 万吨，环比增加 9.9 万吨，环比涨幅 19.76%。中国尿素企业总库存量 108.58 万吨，较上周增加 6.19 万吨，环比增加 6.05%。

【南华观点】：近期国内供需弱势格局持续，，临近周末由于阅兵仪式后需求+印标的向好预期，区域低价成交明显好转上游报价试探上调。另外 9 月 2 日印度新一轮尿素招标，业内解读普遍利多，届时关注 15 反套机会。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：关注现货节奏

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1296，-1.14%

【基本面信息】

本周纯碱库存 186.75 万吨，环比周一-2.06 万吨，环比上周四-4.33 万吨；其中，轻碱库存 74.53 万吨，环比周一-0.16 万吨，环比上周四-2.78 万吨，重碱库存 112.22 万吨，环比周一-1.90 万吨，环比上周四-1.55 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，轻重碱刚需补库。当下纯碱中长期供应维持高位的预期不变，正常检修继续，新产能方面，年内关注远兴二期投产情况。光伏玻璃基本面环比改善，现货有进一步涨价预期；下游组件厂抢出口增加了补库力度，带动光伏玻璃成品库存加速去化，短期光伏进一步减产或冷修预期走弱。纯碱刚需整体稳定，重碱平衡继续保持过剩。上中游库存历史高位。成本端原盐和煤炭暂稳，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 1182，0.68%

【基本面信息】

截止至 20250828，全国浮法玻璃样本企业总库存 6256.6 万重箱，环比-104 万重箱，环比-1.63%，同比-11.31%。折库存天数 26.7 天，较上期-0.5 天。

【南华观点】

玻璃近端压力尚存，上中游库存高位，阶段性补库能力偏弱，煤制气和石油焦产线利润尚存，个别产线或有点火计划；政策预期则在持续与降温中反复。基本面看，供应端日熔暂稳于 15.9-16 万吨附近，或有小幅回升预期。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到弱过剩状态。后续进一步关注，一是供应端点火预期以及沙河产线状况，二是成本端煤价的走势，三是需求的季节性对库存影响。

烧碱：

【盘面动态】烧碱 2601 合约昨日收于 2670，-0.82%

【基本面信息】

国内液碱市场暂稳整理。华北地区今日部分高速路段限行，企业多省内消耗为主，价格暂稳整理。华中地区液碱下游接货情况温和，部分企业装置负荷不满，厂家走货压力不大，价格多维稳整理为主。华东地区液碱下游需求情况一般，厂家积极走货为主，有企业价格零星有涨。华南、西南地区液碱交易情况尚可，企业出货压力不大。

【南华观点】

近端现货区间偏稳，暂未有明显降价。下游氧化铝厂送货量继续增加，但价格持稳，碱厂保持去库，斜率放缓。供应端产量因检修小幅下滑，正常波动。成本端维持，氯碱利润维持 300+。非铝下游则处于淡旺季切换中，非铝刚需预期季节性回升。后市继续关注现货节奏、旺季成色以及下游备货积极性。

丙烯：关注下方空间

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6409（-41），PL2602 盘面收于 6441（-43）

【现货反馈】华东均价 6550 (+0)，山东均价 6575 (+0)，周末价格小幅震荡

【基本面数据】供应端，丙烯整体开工率 74.77% (-0.62)，产量 120.78 万吨 (-0.05 万吨)。其中，主营炼厂开工率 81.4% (-0.03%)；独立炼厂开工率 49.57% (+0.44%)，不含大炼化利用率为 45.50% (+0.49%)；蒸汽裂解开工率 86.68%(0%)；PDH 开工率 74.10% (-2.99%)，开工率预计在 75%左右震荡。MTO 开工率 85.35% (+0.76%)。需求端 PP 开工提升，本期开工率 80.25% (+2.03%)，产量 80.88 万吨 (+2.25 万吨)；PP 粉料本期开工率 40.95% (+1.3%)，产量 7.39 万吨 (+0.24 万吨)。环氧丙烷开工率 73.16% (-1.24%)，辛醇开工进一步抬升至 94% (+2)，正丁醇开工下滑至 87% (-1.8%)。其他需求端本周变动不大。

【观点】现货趋紧及下游补库推动现货价格上涨，而盘面在情绪退却后转为震荡下跌，相对 01 合约依然较目前比较远，盘面跟基本面出现劈叉。成本端，原油延续震荡，多空因素依然影响盘面；外盘丙烷掉期价格依然偏强，FEI 跟 MOPJ 价差走缩，裂解需求带来相对支撑，拿 01CP 瞄 01 丙烯成本大概在 6400 元/吨左右。需求端本周 PP 端新增复产较多，环氧丙烷部分企业小幅降负，辛醇继续提负，正丁醇小幅降负，其他变动不大。此外，山东区域京博 PP 复产叠加振华、金能、万华蓬莱等维持检修，供减需增，供需差仍有收紧预期。

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)、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：交割压力显现

【期货动态】LH2511 收于 13555 日环比-0.26%

【现货报价】全国生猪均价 13.78 (+0.16) 元/公斤，其中河南 14.12 (+0.38) 元/公斤、四川 13.38 (+0.15) 元/公斤、湖南 13.56 (+0.00) 元/公斤、辽宁 13.58 (+0.1) 元/公斤、广东 15.19 (+0.27) 元/公斤。

【现货情况】

北方区域猪价持续上涨。企业出栏量级有缩,拉动猪价接连走强,涨幅超预期。散户及二有出猪积极性增强,以消化大体重猪源为主,价格有稳有涨,变动有限。屠企宰量稳中有增,但受制于企业缩量,计划采购有难度,故宰量提升缓慢。

南方多数市场价格以上涨为主，养殖企业出栏量级有限,供应量减少支撑市场价格上调,近几日主要关注企业端出栏节奏的变化。

【南华观点】

淡季供应结束，9 月可能应该供需双增的格局。但前期猪企减重效果明显，或减轻 9 月供应压力，且标肥价差始终保持一定养大猪的利润，二育始终有进场空间。在供应量依旧保持高位的情况下，建议仍以逢高沽空思路为主，短期正套或许存在短暂的入场机会。

油料：震荡企稳

【盘面回顾】外盘中美谈判预期下走强，内盘窄幅震荡。

【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】逢低等待做多时机。

油脂：油脂未来可期

【盘面回顾】近期油脂维持震荡整理为主，其中棕榈油回调幅度较大，但中长期来看上行趋势未改变。

【供需分析】棕榈油：印尼贸易部周五公布的规定，印尼将 9 月份毛棕榈油（CPO）参考价格定为每公吨 954.71 美元，高于 8 月份的 910.91 美元。新参考价格意味着 9 月份毛棕榈油出口税将从 8 月份的每吨 74 美元上调至每吨 124 美元。除出口税外，印尼还对毛棕榈油出口征收 10% 的专项税，专项税与上月持平，注意高价是否会影响需求。印度排灯节备货即将开启，支撑棕榈油消费。

豆油：美豆种植面积虽下调，但由于近期天气扰动不足，单产仍有潜力。国内大豆压榨开机率高，豆油短期库存压力仍大，缺乏明确驱动，需关注中美贸易关系进展。

菜油：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)玉米期货走强，受技术性走强。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 2600 元/吨，-10 元/吨；山东潍坊报价 2820 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】东北地区玉米价格仍以偏弱运行为主，对新粮集中上市期后价格预期仍低于目前价格。华北地区深加工企业玉米价格延续下跌，山东部分企业继续下调 10-20 元/吨，河南深加工企业下跌 20-40 元/吨，河北个别企业窄幅下调 10 元/吨。销区饲料企业采购意愿微弱，仍以降低头寸为主。

【南华观点】继续偏弱，市场关注以新粮为主。

棉花：新疆或有降温

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 1%，原油偏弱运行。上周五夜盘郑棉下跌超 1.5%。

【外棉信息】美国从 8 月 27 日起对印度征收额外 25% 的关税，即印度输美商品将总体适用 50% 的关税税率，对此印度将启动的免除棉花进口关税政策由 9 月 30 日的到期期限延期至 12 月 31 日，今年 1-6 月美国共从印度进口棉制品约 27.64 万吨，在美国总进口量中占比约 19%，在美国关税大幅提高下，印度外销或面临挑战，同时未来订单或有外移。

【郑棉信息】目前新疆新棉进入集中吐絮阶段，预计整体采摘时间较去年有所提前，关注九月降雨情况，连续阴雨天易影响棉花品质并干扰采收进度，当前天气预报显示，九月初新疆整体气温或有下降且上旬北疆地区或有降水，或不利于吐絮，今年新棉预售较多，部分预售价格在 6.3 元/公斤左右，关注后续开秤情况。下游随着“金九银十”的到来，产成品库存进一步去化，但利润未见明显修复，下游整体信心仍显不足，订单仍有欠缺。

【南华观点】新棉上市前低库存现状仍对棉价形成支撑，策略上仍以回调布多为主，关注下游旺季走货情况及新棉上市时间。

白糖：维持弱势

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五下跌，因报告显示巴西中南部 8 月上旬糖产量 9 增长，且全球市场短缺规模将大幅收窄。

周五夜盘，郑糖徘徊于 5600 一线附近。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5970 元/吨。昆明中间商报价 5750-5910 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 8 月上旬压榨甘蔗 4763 万吨，同比上涨 8.17%，产糖 362 万吨，同比增长 45.96%，制糖比 55%，去年同期为 49.15%。

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。

7.iso 公布新一期的全球供需平衡表，其预估 25/26 年度全球供应缺口仅为 23.1 万吨。

【南华观点】短期价格走势转弱，等待价格企稳，低吸接多。

鸡蛋：近月博弈交割

【期货动态】主力合约 JD2510 收于 2939，日环比+0.31%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.15（-0.07）元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.11（-0.04）元/斤。

【现货情况】

月末随着全国学校陆续开学，下游备货带动蛋价小幅探涨，但由于国内供应压力过大，涨幅及其有限后继续下跌，市场走货速度再次放缓，加之冷库蛋出库挤压市场，蛋价在中秋来临之前再次转弱。

【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：强势运行

【期货动态】苹果期货周五继续拉涨，短期走势极强。

【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，纸袋嘎啦接近尾声，早富士陆续上市，果个依旧偏小。

【库存分析】钢联数据显示，截至 2025 年 8 月 27 日，全国主产区苹果冷库库存量为 33.97 万吨，环比上周减少 5.48 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：关注产区天气

【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，目前新季灰枣进入上糖阶段，近期新疆整体气温或有回落，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】上周五广州如意坊市场到货 3 车，成交一般，河北崔尔庄市场到货 5 车，成交 4 成左右，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 29 日郑商所红枣期货仓单录得 10091 张，较上一交易日增加 66 张。据统计，截至 8 月 28 日，36 家样本点物理库存在 9456 吨，周环比减少 63 吨，同比增加 74.95%。

【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。