

金融期货早评

宏观：美国制造业 PMI 边际回升

【市场资讯】1) 全球长债迎来“黑九月”。政治危机叠加财政黑洞，英德法 30 年期国债收益率创多年新高。2) 特朗普：将请求最高法院“快速裁决”全球关税案，若胜诉股市会大涨，否则巨震。贝森特预计最高法院将支持特朗普关税，但也在考虑备选方案。3) 美国 8 月 ISM 制造业 PMI 连续六个月萎缩，新订单改善，价格指数再回落。

【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，美国制造业 PMI 数据边际改善，符合当前美国经济“软着陆”特征。重点关注美国公布的就业和通胀数据。此外，英德法长期国债创新高，关注后期市场对全球信用“危机”的炒作。

人民币汇率：英镑暴跌

【行情回顾】上前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1476，较上一交易日跌 101 个基点，夜盘收报 7.1390。人民币对美元中间价报 7.1089，较上一交易日调贬 17 个基点。

【重要资讯】1) 市场对英国财政状况的忧虑等因素叠加，英国 30 年期国债收益率升至 1998 年以来的最高水平，英镑出现大幅下跌。2) 特朗普：周三将就关税裁决召开紧急会议。最快将于周三向最高法院提出上诉，若关税的上诉被驳回，将不得不撤回关税。如果关税裁决不利，将不得不退还数万亿美元。将督促最高法院加快裁决。3) 美国 8 月 ISM 制造业指数从 7 月的 48 微升至 48.7，低于市场预期的 49，连续六个月低于荣枯线。新订单指数升至 51.4，自今年年初以来首次扩张。但产出指数下滑 3.6 点至 47.8，重新跌入收缩区间。

【核心逻辑】前期我们谈到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，而是时间维度下的节奏把控问题，关键变量在于央行对于人民币相对于美元的升值启动的具体时点与推进过程中的速度把控。目前来看，美元兑人民币中间价暂时稳定在 7.10 附近，那么外部环境的变化对美元兑人民币即期汇率的影响将起到决定性作用。因此，在昨日我们看到美元指数因非美货币的下跌，尤其是英镑，受到了一定程度的支撑，从而制约了美元兑人民币即期汇率的下行。展望后市，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，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。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。

【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：债务风险影响市场风险偏好走弱，情绪偏谨慎

【市场回顾】

昨日股指放量震荡，规模指数涨跌不一，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.74%。从资金面来看，两市成交额回升 1250.31 亿元。期指方面，IH 放量上涨，其余期指放量下跌。

【重要资讯】

1. 纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年大会将于今天举行。
2. 债务风暴再起，政治危机叠加财政黑洞，英德法 30 年期国债收益率创多年新高。
3. 美国 8 月 ISM 制造业 PMI 连续六个月萎缩，新订单改善，价格指数再回落。

【核心逻辑】

全球债务风险增加导致市场风险偏好走弱，黄金大涨，昨日股指整体回调，除上证 50 指数小幅收涨外其余均收跌，红利指数领涨，市场情绪转为谨慎。不过期指成交量加权平均基差均回升，持仓量及成交量上涨，再加上股指尾盘有所反弹，可见市场多头力量并没有显著减弱。结合利好政策预期托底，我们认为指数若延续回调，下方空间相对有限，短期进入震荡调整阶段。今日将举行阅兵仪式，警惕市场波动放大。

【南华观点】预计股指震荡调整

国债：保持波段思路

【市场回顾】周二期债震荡走弱，品种全线收跌。现券收益率窄幅震荡。资金面宽松，DR001 维持在 1.31%。

【重要资讯】 1. 美股科技股领跌，英德法 30 年期国债收益率创多年新高，期金突破 3600 美元创历史新高。2. 特朗普：将请求最高法院“快速裁决”全球关税案，若胜诉股市会大涨，否则巨震。贝森特预计最高法院将支持特朗普关税，但也在考虑备选方案。

【核心观点】A 股昨日高位调整，前期热门板块纷纷大跌，但债市并未因此受益，日内股债相关性低。近期现券成交活跃度明显下降，表明机构心态较为谨慎，可能要视 9 月 3 日及之后 A 股的表现再做下一步打算。若 A 股保持高位震荡，债市有望延续反弹格局。

【策略建议】以波段思路进行抄底，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：MSC 新添空班，警惕高位风险

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格开盘大幅上行，后偏震荡，临近收盘时有所回落。截至收盘，EC 各月合约价格均有所上行。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，9 月 11 日，马士基海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1175，较同期前值上涨\$10，40GP 总报价为\$1970，较同期前值上涨\$20。9 月 18 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 开舱报价为\$1020，较前一周开舱上涨\$120，40GP 开舱报价为\$1700，较前一周开舱上涨\$200。

9 月第二周，长荣上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1455，较同期前值下降\$150，40GP 总报价为\$2210，较同期前值下降\$200。

【重要资讯】：

1. 据以色列媒体 1 日报道，前一晚举行的安全内阁会议爆发激烈争吵，总理内塔尼亚胡拒绝接受加沙地带阶段性停火协议，以军总参谋长扎米尔则警告，接管加沙城终将演变为对加沙地带的全面占领。“新消息”网站等希伯来语媒体报道，安全内阁会议在特拉维夫闭门举行，从 8 月 31 日晚开到 9 月 1 日凌晨，持续近 6 小时，主要讨论以军接管加沙城计划。扎米尔和外交部长萨尔、情报部长加姆利尔希望内塔尼亚胡接受这份哈马斯已同意的阶段性停火协议。内塔尼亚胡予以拒绝，称阶段性协议“不在讨论范围”，且美国总统特朗普要他这么做。数名极右翼部长敦促内塔尼亚胡让安全内阁表决这份 60 天停火换人协议，以

期予以正式否决。内塔尼亚胡也没有同意。(新华社)

2. 当地时间 9 月 1 日, 由于预计黄金周假期期间需求放缓, MSC 计划将调整第 39 周至第 41 周亚洲至欧洲航线的运力, 共计有四个航次将被取消

【南华观点】: 昨日期价的大幅上行, 一方面应仍来自于美国总统特朗普实施的大部分全球关税措施均被美国联邦巡回上诉法院裁定非法, 带来一定的宏观情绪利好, 且美线运价的上行也对盘面情绪造成一定的外溢影响; 另一方面 MSC 公告了亚欧航线的空班计划, 从供应角度利好于期价走势。对于后市而言, 马士基新一周开舱报价继续下行, 降幅未有明显收窄, EC 震荡或震荡偏回落的可能性相对较大。

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: 延续强势 维持看涨

【行情回顾】周二贵金属市场继续上涨, 外盘黄金续创新高, 美指与 10Y 美债收益率走高, 短端美债收益率则跟随降息预期增强而走低。欧美长债收益率皆大幅走升, 因偿债能力与债务可持续性等问题叠加事件端政治危机与贸易地缘等局势不稳定性助推风险溢价走高, 欧美股市亦普跌, 反映为市场避险情绪升温。目前市场焦点在美联储降息预期、美联储人事调整和独立性问题以及债市风险上。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 3599.5 美元/盎司, +1.51%, 创历史新高; 美白银 2512 合约收报于 41.73 美元/盎司, +0.01%, 现货创 2011 年来新高。SHFE 黄金 2510 主力合约收 804.32 元/克, +1.21%; SHFE 白银 2510 合约收 9824 元/千克, +2.33%。数据方面, 周二晚间公布的美 8 月 ISM 制造业 PMI 低于预期为 48.7; 标普全球制造业 PMI 低于预期为 53, 利多贵金属价格。

【降息预期与基金持仓】年内降息预期小幅升温。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 9.5%, 降息 25 个基点的概率为 90.5%; 美联储 10 月维持利率不变的概率为 4.3%, 累计降息 25 个基点的概率为 46.3%, 累计降息 50 个基点的概率 49.3%; 美联储 12 月维持利率不变的概率 1%, 累计降息 25 个基点的概率为 14.1%, 累计降息 50 个基点的概率为 47%, 累计降息 75 个基点的概率为 37.8%。长线基金看, SPDR 黄金 ETF 持仓激增 12.88 吨至 990.56 吨; iShares 白银 ETF 持仓增加 56.48 吨至 15366.48 吨。库存方面, SHFE 银库存日增 8 吨至 1215.2 吨; 截止 8 月 29 日当周的 SGX 白银库存周增 1.7 吨至 1283.6 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、以及周四服务业 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。

【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。伦敦金在已站上 3500 阻力，已可进一步看高至 3700。伦敦银已突破 39.5-40 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：小幅偏强

【盘面回顾】沪铜指数在周二低开后走高，报收在 7.96 万元每吨；成交 12 万手；持仓 49.9 万手；上海有色现货升水 220 元每吨，现货升贴水小幅回落，仍然处于较高状态。值得关注的是，现货升贴水的范围较大，较为异常，值得持续关注。周二夜盘铜持续高开，或和贵金属价格上升有一定关联。

【产业表现】智利国家统计局数据显示，智利 7 月铜产量为 445214 吨，环比微增 5%，同比增幅同样有限。但是值得注意的是，7 月底智利国家铜业公司旗下全球最大地下铜矿 El Teniente 的新矿区发生坍塌事故，8 月份 Codelco 下调了 2025 年铜产量指导。

【核心逻辑】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（短期至中期均利多）；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下几点：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）；4. 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）。

【南华观点】低位采购。

锌：探底回升

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22325 元/吨，环比+0.68%。其中成交量为 12.57 万手，而持仓则减少 8523 手至 10.77 万手。现货端，0#锌锭均价为 22150 元/吨，1#锌锭均价为 22080 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，锌价偏强运行，其本来就处于低点加上消费和降息利好，回升不足为奇。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：情绪降温，关注近期基本面逻辑

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 122530 元/吨，下跌 0.2%。不锈钢主力合约日盘收于 12960 元/吨，下跌 0.66%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 125150 元/吨，升水为 2100 元/吨。SMM 电解镍为 124050 元/吨。进口镍均价调整至 123400 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27830 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 1000 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 -4.6%。8-12%高镍生铁出厂价为 944 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 -3.16%。纯镍上期所库存为 26439 吨，LME 镍库存为 209844 吨。SMM 不锈钢社会库存为 928800 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29266.5 吨。

【市场分析】

日内沪镍不锈钢走势分化，沪镍尾盘跳水，回调大部分涨幅，不锈钢仍偏强运行。目前印尼九月第一期基准价发布，镍矿基本持稳，仍有小幅下行，其他镍产品基本持稳，MHP 基准价受需求影响有一定程度的上行；菲律宾周内装运有一定降雨，九月有降雨预期，但是整体影响有限。镍铁仍然相对坚挺，目前部分成交大单稳定在 940 一线以上。不锈钢方面日内走势仍然偏强，现货市场跟涨灵活，九月旺季提前备货情绪较高低价资源成交较好；不锈钢连续数周库存下降，九十月旺季来临需求情绪回暖，具备一定上行动能。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。消息面上印尼周末暴乱引导市场情绪，目前情绪有所降温，格林美表示暴乱并未影响园区地区，生产正常运行。

锡：小幅回落，或仍保持强势

【盘面回顾】沪锡指数在周二小幅回落，报收在 27.3 万元每吨，成交 3 万手，成交量极低，持仓 6.4 万手。

【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。短期来看，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。

碳酸锂:等待驱动，下游成交放缓

【行情回顾】周二碳酸锂期货主力合约收于 72620 元/吨，日环比-3.89%。成交量 62.04 万手、持仓量 34.81 万手，日环比均（分别+14.83%、+2.65%）。碳酸锂 LC2511-LC2601 月差变为平水，日环比-340 元/吨。仓单数量总计 32007 手，日环比+810 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场情绪有所下降。锂矿市场价格走弱，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 860 美元/吨，日环比-20 美元/吨。锂盐市场后点价居多，电池级碳酸锂报价 77500 元/吨，日环比-850 元/吨；电池级氢氧化锂报价 81320 元/吨，日环比-730 元/吨，贸易商基差报价走弱。下游正极材料报价走弱，磷酸铁锂报价变动-200 元/吨，三元材料报价变动-100 元/吨；六氟磷酸铁锂报价变动+0 元/吨，电解液报价变动+0 元/吨。

【南华观点】当前市场进入震荡调整阶段，供给端暂无新增消息，市场锂矿库存有所下降，矿端贸易情绪仍存。需求端下游材料厂现货承接力度显著下降，观望情绪升温，导致现货成交节奏放缓；但下游九月份排产计划环比增长约 5%左右，整体订单增量较为明显，需求端存在边际改善预期。但需注意当前市场仓单持续增加，可能会压制短期期货价格，后续需重点观察下游实际接货情况，若订单向实际成交转化效果不及预期，市场或维持震荡偏弱格局；若接货需求逐步释放，价格有望获得支撑。

工业硅&多晶硅:高位震荡

【行情回顾】周二工业硅期货主力合约收于 8470 元/吨，日环比变动-0.29%。成交量约 34.56 万手（日环比变动-3.96%），持仓量约 28.14 万手（日环比变动-0.39 万手）。SI2511-SI2601 月差为 contango 结构，日环比变动+25 元/吨；仓单数量 50029 手，日环比变动-371 手。

多晶硅期货主力合约收于 51875 元/吨，日环比变动-0.78%。成交量 53.07 万手（日环比变动-0.99%），持仓量约 14.58 万手（日环比变动-0.45 万手）。PS2511-PS2601 月差为 contango 水结构，日环比变动-10 元/吨；仓单数量 6870 手，日环比变动-10 手。

【产业表现】工业硅现货市场报价平稳，新疆 553#工业硅报价 8500 元/吨（日环比+50 元/吨），99#硅粉报价 9550 元/吨（日环比+50 元/吨）。下游方面，三氯氢硅报价 3375 元/吨，有机硅企业报价 10700 元/吨，日环比-50 元/吨；铝合金市场 ADC12 报价 20750 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 51.1 元/千克（日环比+2.35 元/千克）；下游 N 型硅片报价 1.25 元/片（日环比+0.01 元/片），电池片报价平稳。

【南华观点】从技术面来看，工业硅当前正运行于窄幅震荡区间内，多空双方力量相对均衡，价格波动幅度有限。随着市场交投情绪趋于谨慎，预计后续震荡区间将会进一步收窄，短期内价格方向选择难度较大，需等待更多驱动因素明朗。从中长期维度分析，核心逻辑在于枯水期的季节性影响。枯水期到来后，工业硅生产所需的电力成本将显著上升，直接推动企业生产成本上移。这一基本面因素将对工业硅价格形成较强支撑，中长期具备上行预期。

多晶硅目前处于清晰的箱体震荡区间，短期上方压力位与下方支撑位界限明确，价格在区间内来回博弈的特征显著。当前阶段，市场暂未出现足以打破震荡格局的强力驱动，因此仍维持“宽幅震荡”的判断，需持续跟踪后市量能变化及突破信号——若价格有效突破压力

位或跌破支撑位，方可确认新的趋势方向。需特别注意的是，多晶硅市场对消息面敏感度较高，产业链上下游动态等消息均可能引发行情大幅波动，短期内需警惕消息刺激导致的价格异动风险，操作上建议保持谨慎。

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 16850 元/吨，环比-0.03%，其中成交量 42223 手，而持仓量则增加 487 手至 51504 手。现货端，1#铅锭均价为 16725 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【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，但是可以关注是不是因为九月新国标造成的需求延后，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）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：短期均衡

【行情回顾】昨日日盘收十字星，多空力量暂时均衡

【信息整理】1. 截至 9 月 2 日上午，调研显示山西已有 78 座煤矿因安全、检修的原因主动停产，涉及产能达 9480 万吨。

2. 9 月 2 日，江苏沙钢废钢采购价格下调 50 元/吨，调后车运重三含税价 2410 元/吨。

【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，当前钢材基本面仍偏弱，暂未出现明显改善信号，盘面被明显压制，不过需注意下跌过快可能带来反抽，并且降息预期升温，贵金属等品种上涨可能带动乐观情绪上升，空头可适当减仓止盈，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：煤弱矿强

【盘面信息】铁矿石价格整体反弹，午盘收盘前拉升。

【信息整理】1. 行业方面，从中物联钢铁物流专业委员会调查、发布的钢铁行业 PMI 来看，

2025年8月份为49.8%，环比下降0.7个百分点，降至收缩区间，主要是受极端天气影响，钢铁行业淡季特征仍有所显现，但指数水平仅略低于50%理论临界点，显示钢铁行业整体处于弱势稳定态势。2. Mysteel统计中国47港进口铁矿石港口库存总量14376.11万吨，较上一周降12.57万吨；45港库存总量13776.51万吨，环比降22.17万吨。

【南华观点】黑色建材累库预期加强，市场担忧进入9月旺季后需求不足以支撑目前的高产量，价格下跌以抑制产量、释放风险。市场可能提前交易“旺季不旺”。总体来看，铁矿石下方空间可能有限，焦煤端偏弱将让利铁矿石，并且铁矿有高铁水、高疏港有支撑，国庆节前有强补库需求，关注钢厂生产节奏，短期风险释放后，空单建议阶段性止盈。

焦煤焦炭：煤焦自身矛盾不突出，关注下游需求表现

【盘面回顾】区间震荡

【信息整理】

1. 9月2日，江苏沙钢废钢采购价格下调50元/吨，调后车运价格：重三含税2410元/吨，炉一含税2490元/吨，2025年累计跌幅为150元/吨。
2. 截止9月2日上午，山西目前已有67座煤矿因安全、检修的原因主动停产，涉及产能达8070万吨。

【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：地缘消息推动，油价小幅拉升

【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上涨 1.58 美元，收于每桶 65.59 美元，涨幅为 2.47%；11 月交货的伦敦布伦特原油期货价格上涨 99 美分，收于每桶 69.14 美元，涨幅为 1.45%。夜盘 SC 原油主力合约收涨 1.14%，报 495 元/桶。

【市场动态】1. 委内瑞拉称美打击加勒比海“运毒船”视频系 AI 伪造。当地时间 9 月 2 日，委内瑞拉新闻通讯部部长亚涅斯表示，美方公布的打击来自委内瑞拉贩毒船的视频证据存在造假嫌疑。当地时间 9 月 2 日，美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”上发文称，美军当天凌晨在南加勒比海袭击一艘“从委内瑞拉出发的运毒船”，打死 11 人。2. 俄乌冲突：乌克兰军方：俄罗斯对基辅地区的夜间空袭造成一人死亡，损毁多层住宅楼。俄罗斯罗斯托夫地区官员称，由于乌克兰无人机袭击，超过 300 名居民连夜被疏散。3. 俄乌和谈：俄罗斯总统普京：有可能就确保乌克兰的安全保障达成共识。俄罗斯总统助理：俄罗斯与美国外交部将举行磋商。

【南华观点】隔夜油价继续拉升，主要受地缘因素影响，胡塞武装称袭击红海北部“ScarletRay”号油轮，并将升级对以色列的军事袭击与航运封锁。消息引发原油盘中走强，尽管船舶管理方随后澄清油轮未受损且仍可控，但原油未修复情绪溢价，短暂调整后继续拉升。近期原油整体震荡偏弱，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】LPG2510 盘面收于 4421 (+29)，LPG2511 盘面收于 4342 (+34)，FEI M1 收于 552 美元/吨 (+10)，CP M1 收于 544 美元/吨 (+2)，MB M1 收于 377 美元/吨

【现货反馈】华东均价 4486 (+5)，山东均价 4560 (+20)，最便宜交割品价格 4410 (+0)。

【装置动态】河南丰利重整计划 9.9 重启，外放民用气；MTBE 黑龙江新瑞化工于 8 月 31

日检修，黄石天源 9 月 2 日停车；

【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】受原油上涨影响，LPG 拉涨后震荡，现货维稳小涨，10-11 月差收于 75 元/吨；隔夜原油受地缘问题影响偏强运行，多空因素依然交织影响盘面，9.7OPEC+ 会议依然关键。海外丙烷端近期整体较强运行，9 月 CP 合同价维稳，最近 FEI 跟 MOPJ 的价差低位，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 PDH 持稳，下游丙烯现货偏强，但 PP 偏弱，MTBE 现货探涨，烷基化油也随原油小幅上涨。

PTA-PX：随成本端震荡

【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：供应端传闻引发集中空配，补跌回落

【库存】华东港口库至 44.9 吨，环比上期减少 5.1 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 1.5 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，前期在低库存下价格表现相对抗跌，但由于化工“反内卷”情绪暂无进一步政策支撑，板块情绪近期有所降温，星期二在新装置提前投产传闻下成为集中空配，乙二醇补跌走弱。市场传闻裕龙 80 万吨乙二醇新产能将于 9 月提前投放。若该利空属实，9 月内预计维持低负荷运行，10 月将比原先预期新增 5-6 万吨额外增量。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继续压缩估值。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，预计将在利多驱动出现时具备较大向上弹性。目前而言，乙二醇近期维持 4250-4500 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或者卖 10 合约 4250 看跌为主。

甲醇：等待好转

【盘面动态】：周二甲醇 01 收于 2392

【现货反馈】：周二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 6943 (-22)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6840 元/吨，华东现货价格为 6820 元/吨，华南现货价格为 6860 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】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 7252 (-18)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7170 元/吨，华东现货价格为 7180 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 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】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。

纯苯苯乙烯：偏弱震荡

纯苯：

【盘面回顾】BZ2603 收于 5936 (-74)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5845 (-25)，主力基差-91 (+49)

【库存情况】截至 9 月 1 日，江苏纯苯港口库存 14.9 万吨，较上期环比上升 7.97%。

【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，本周纯苯华东主港累库至 14.9 万吨。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。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 6934 (-79)

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 6975 (-50)，主力基差 41 (+29)

【库存情况】截至 2025 年 9 月 1 日，江苏苯乙烯港口库存 19.65 万吨，较上周期增 1.75 万吨，幅度+9.78%；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】

供应端上周无新增检修装置，本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，京博苯乙烯开始外卖，苯乙烯港库存累库预期不变。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：成本推动

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU10 收于 2852 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：跟随成本波动为主

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU11 收于 3559 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，非洲供应环比持+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，建议等待多配机会。

沥青：成本推升，冲高回落

【盘面回顾】BU10 收于 3551 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-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 万吨为 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，社库去库依然偏慢，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：商品氛围暖，胶价偏强震荡

【行情回顾】

周二沪胶宽幅震荡，RU2601 上探 16100 后回落，夜盘再走高，终收于 15975 (+30)，NR2510 收于 12810 (+65)。新加坡 TSR20 主力收于 175.3 (+0.3)；日胶烟片主力收于 318.3 (+0.5)。主要受宏观情绪较好且近端基本面偏强驱动。

【现货价格】

上海国产全乳市场价 14,500 (+50)，越南 3L 市场价 15,100 (0)；青岛保税区美金烟片 2,220 (0)，美金泰标 1,840 (0)，美金印标 1,780 (0)；人民币泰混报价 14,850 (+50)，马混报价 14,800 (+50)。

【产业表现】

宏观方面：美国 7 月 PCE 符合降息预期，利好商品估值。国内 8 月 PMI 各指数均回升，生产经营扩张有所加快。本周重点关注欧元区 7 月就业数据和美国非农就业数据、PMI 数据。产地情况：国内外产区降雨扰动，原料价格维持支撑，国内上量慢于海外。8 月海外总体降雨情况比 7 月有改善，产量预计小幅增长。ANRPC 最新发布的 2025 年 7 月报告预测，7 月全球天胶产量料微降 0.1%至 132.8 万吨，较上月增加 7.9%；前 7 个月，全球天胶累计产量料增 0.1%至 747.7 万吨。

库存端：本周 RU 仓单累计减少超一万吨。截至 2025 年 8 月 31 日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 60.2 万吨，环比上期减少 0.4 万吨，降幅 0.6%。保税区库存降 0.14%；一般贸易库存降 0.7%。干胶库存维持去库，入库加快，去库减慢。深色与浅色胶库存差走扩，同比偏高，云南非标进口增量明显。

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。美国关税路与欧盟双反调查增加远端风险。国内轮胎厂商出口维持增长，但出口均价持续降低，利润下滑压力较大，中策橡胶等厂商对部分全钢胎、内胎产品上调售价，未来预计开工率提升受限。

【南华观点】

短期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有所缓解。轮胎厂商利润率下滑但产销与出口或维持惯性，开工偏高或难提升，胶价提高成本压力，已有部分厂商上调全钢胎、内胎售价。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，海外配套需求承压；但替换需求有望稳增。促消费政策逐步落地，国内需求淡转旺可期，旺季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 偏强震荡，日内关注 16100 压力与 15700 左右支撑。RU9-1 价差正套持有。远月深浅价差逢低做扩。

【风险提示】

宏观政策、天气变化、贸易壁垒、宏观情绪

玻璃纯碱烧碱：弱现实持续

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1267，-0.31%

【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 1134，-0.26%

【基本面信息】

截止到 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 2665，-2.56%

【基本面信息】

国内液碱市场成交重心上移。华北地区液碱市场交易氛围暂稳，河北地区液碱货源供应有限，后期随运输放开，企业有拉涨价格心态。其他地区液碱市场价格维持稳定。广西地区本月氧化铝用碱价格上涨 100 元/吨（折百），下游需求情况积极尚好，企业出货情况顺畅。华东地区液碱市场交易情况温和，其中苏南液碱价格稍有上行，前期有企业检修，区域内液碱货源有限，价格适度调涨。上海地区企业走货顺畅，近期库存缓，价格亦有拉涨。河南、山西地区依旧关注本月氧化铝签单价格情况。

【南华观点】

近端现货区间偏强，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转中，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。

纸浆：下行空间有限

【盘面回顾】上周主力合约收盘于 5042（+2）。

【现货价格】周度来看，山东银星报价 5720 元/吨（+20），山东俄针报价 5200 元/吨（+100），山东金鱼报价 4200 元/吨（+20）。

【港口库存】8.29 更新，208.4 万吨（-4.8）

【核心逻辑】上周期现联动走弱，阔叶浆价格走强。针阔价差持续收敛。国外宏观的降息预期，海外阔叶浆涨价等利多因素目前来看都在让位于基本面偏弱的现实端。港口库存的高位运行，下游需求的旺季不旺，下游企业的高库存，使得阔叶浆的外盘涨价难以传导。全球纸浆发运量来看，今年发运量处于历史高位。发运至西欧，北美的量出于同期低位，而至中国的量也远高于去年同期。相比之下，下游四大纸的产量上看，白卡纸与铜版纸若于去年同期，生活用纸产量较高，而双胶纸的产量略高于去年同期。再看消费端，除去生活用纸的消费高于往年之前，其余都不及去年的量。供需的矛盾尚未解决。盘面有止跌企

稳的迹象，但向上驱动也相对有限，观望为主。若 01 合约 2 次探底，则轻仓试多，破前低止损。

原木：外商报价走弱

【盘面】lg2511 收盘于 810.5 (-8)，持仓 (+755)

【现货】现货端价格下调，太仓 6 米中 A，6 米小 A，4 米中 A，4 米小 A 价格下调 10 元。岚山 5.9 米中 A 下调 10 元。

【估值】仓单成本约 817 元 /立方米。估值下移 11。

【核心矛盾】

今日外盘报价下调，来到 113-115 美金区间 (-2)。仓单成本，按照外盘报价折算约为 817。今日价格增仓下行，跟现货下调，以及外盘报价走弱相关。09 合约的交割量会相对较少，对于现货的冲击有限。但 CFR 报价走弱，以及近期的逾期货处理可能会现货端存在一定的压力，带动价格走弱。盘面定价区间下移。日均出库量在微微走弱，后续需求端有待验证。短期内，价格承压，有走弱风险。策略上依然是网格策略为主，参考区间下修为 790 - 820，但重心可以偏向于高抛为主。

丙烯：震荡为主

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6405 (-18)，PL2602 盘面收于 6432 (-15)；PP-PL01 价差 538 (-4)；PL01-02 月差 -27 (-4)

【现货反馈】华东均价 6550 (+0)，山东均价 6635 (+20)

【装置动态】兴兴 MTO 预期复产；东方东明辛醇装置将于近期重启；金能 3#PP45 万吨 8.31 检修，裕龙 4#PP40 万吨 9.1 检修

【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】昨日现货市场依然偏强运行，大多厂家上涨 30-50 元/吨，期货盘面震荡为主。原油短期受地缘因素影响偏强运行，9.7OPEC+会议依然受关注。外盘丙烷掉期近期均有走强，FEI 跟 MOPJ 价差低位，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 PP 端新增及复产较多，但下游需求有限，提供丙烯需求支撑的同时压制向上空间。此外，山东区域新增金能及裕龙 PP 产线检修，丙烯外放增加，丙烯供需差缩小。

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：现货好转

【期货动态】LH2511 收于 13625 日环比+0.52%

【现货报价】全国生猪均价 14.03 (+0.05) 元/公斤，其中河南 14.08 (-0.23) 元/公斤、四川 13.84 (+0.17) 元/公斤、湖南 13.9 (+0.07) 元/公斤、辽宁 13.65 (-0.04) 元/公斤、广东 15.92 (+0.4) 元/公斤。

【现货情况】

北方部分区域养殖出栏量有所恢复，屠宰企业采购阻力有所下降，整体收购尚可。南方市场供应量维持低位，导致屠宰厂采购难度加大，加之量有好转迹象，支撑猪价继续走高。市场多数区域二次育肥补栏情绪较为低迷，但是四川及部分南方地区标肥价差存，看好后市大猪行情，二次育肥补栏较为积极。

【南华观点】

淡季供应结束，9 月可能为供需双增的格局。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：窄幅震荡

【盘面回顾】外盘在中美谈判预期下震荡偏强，内盘缺乏更多消息刺激短期内窄幅震荡。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，巴西升贴水由于中美谈判及抛储影响而下跌，国内买船利润小幅走低，油厂继续以采购远月巴西船期为主，但买船节奏有所降低。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，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，下游提货加速，备货进入不确定性季度后物理库存有所回升，在养殖高存栏背景下对应刚需水平消费维持。

菜粕端来看，由于近期中加存在谈判预期，短期情绪压制盘面，后续菜系原料到港有限背景下，库存将表现季节性加速去库，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得到一定程度修复，后续继续关注美豆出口为主；内盘豆系短期由于抛储消息导致盘面走弱，关注远月企稳机会；内盘菜系由于中加会谈预期，短期可能表现情绪偏弱。

【策略观点】逢低等待做多时机。

油脂：震荡走势延续

【盘面回顾】油脂延续震荡走势，但中长期来看上行趋势未改变。

【供需分析】棕榈油：AmSpec：马来西亚 8 月 1-31 日棕榈油出口量为 1341990 吨，较上月同期出口的 1163216 吨增加 15.37%，马棕出口好转。印度 8 月棕榈油进口环比增加 16%，至 99.3 万吨，创下 13 个月来最高水平；豆油进口环比下降 28%，至 35.5 万吨，创六个月来最低水平；葵花籽油进口环比增加 27%，至 25.5 万吨，创七个月来最高水平；食用油进口总量环比增加 3.6%，至 160 万吨，创 13 个月来最高水平，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：震荡偏强

【期货动态】CBOT 玉米近期微涨，美国中西部玉米遭遇病害。大连玉米淀粉震荡运行。

【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 2150 元/吨，-15 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2570 元/吨，-30 元/吨；山东潍坊报价 2820 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】东北目前关注点集中在新粮，辽宁新季玉米零星上市，农户低价售粮意向一般。华北企业收购价格整体维持稳定。销区玉米仍使用库存为主，仍在继续关注新粮上量情况。

【南华观点】盘面反弹，陈粮有限，新粮零星上市。

棉花：关注下游旺季需求

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 0.5%，美元走强，得州产区天气良好。隔夜郑棉小幅下跌。

【外棉信息】据美国农业部，截至 8 月 31 日当周，美棉结铃率为 90%，同比落后 4 个百分点，较过去五年均值落后 3 个百分点，美棉吐絮率为 28%，同比落后 7 个百分点，较过去五年均值落后 2 个百分点，美棉优良率为 51%，环比下降 3 个百分点，同比提高 7 个百分点。

【郑棉信息】近期新疆气温较为温和，整体降雨不多，天气未见明显异常，本周气温或有回落，目前新疆新棉进入集中吐絮阶段，生长进度有所提前，预计九月下旬新棉将陆续上市，当前来看，九月中下旬降雨或有增加，尤其是阿克苏地区、胡杨河市、喀什地区西部产区及巴州产区，多处于南疆，连续阴雨天气影响棉花品质并干扰采收进度，关注后续降雨预报情况。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：弱势运行

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二下跌，受累于巴西甘蔗收割压力。

昨日夜盘，郑糖低开低走，期价逼近 5550。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5970 元/吨。昆明中间商报价 5750-5900 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.印度允许新榨季使用甘蔗汁或各种糖蜜生产乙醇，且没有数量限制，以目前的预估数据看，印度新榨季或将可以出口 200 万吨食糖。

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】短期价格走势持续转弱，受增产预期压制，关注 5550 一线去留。

鸡蛋：低位震荡

【期货动态】主力合约 JD2510 收于 2959，日环比+1.3%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.16 (+0.01) 元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.16 (+0.00) 元/斤。

【现货情况】

天气转凉后，鸡蛋存储环境好转，叠加中元节内销走货好转，各环节顺势出货，产区蛋价稳定为主，其中西南市场开学提振较好，价格偏强。销区各市场到车正常，走货一般，价格暂稳观望。

【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，近期价格下跌幅度过快，投资者可关注正套入场机会。

苹果：强势徘徊

【期货动态】苹果期货昨日横盘震荡，整体变化不大。

【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，近期新疆整体气温有所回落，九月中下旬降雨或有增加，尤其是阿克苏地区，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 5 车，河北崔尔庄市场到货少量，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】9 月 2 日郑商所红枣期货仓单录得 10089 张，较上一交易日持平。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。