

## 金融期货早评

### 宏观：关注国内扩大服务消费若干政策

【市场资讯】1) 中国 7 月外汇储备规模环比上涨 0.91%，央行连续第 10 个月增持黄金。2) 易会满被查！涉嫌严重违纪违法，曾执掌证监会超五年。3) 深圳市楼市重磅：罗湖等多区放开限购，非深户可买两套；限购区域大幅放宽，限购人群历史性放宽。4) 美国 8 月非农新增就业 2.2 万大幅低于预期，失业率 4.3%创近四年新高。美国财长贝森特：2024 年的非农就业数据可能下修 80 万人。“新美联储通讯社”：非农报告几乎确定 9 月降息，但此后的降息争论更复杂。5) 贝森特“敲打”美联储：要有“人民性”，QE 仅限紧急时刻，首次点名适度长期利率。6) 特朗普调整全球关税政策，黄金、钨、铀等关键商品获豁免。7) 特朗普威胁要对欧盟启动 301 调查，此前欧盟对谷歌罚款。8) 美日关税协议细节披露：日本投资 5500 亿美元，特朗普决定投向，“长期 90%利润”归美国。9) 关键投票前夕，日本首相石破茂决定辞职。

【核心逻辑】国内方面，本周财政部与中国人民银行联合工作组召开第二次组长会议。从会议释放的整体基调来看，未来市场流动性环境将保持相对乐观，这一态势对债券市场偏向利好。接下来，需重点关注后续促服务消费政策的出台情况。此类政策将在一定程度上接棒“以旧换新”等商品消费刺激举措，共同为社会消费品零售总额增速提供支撑，不过其最终的提振效果仍有待进一步观察。海外方面，本周全球长期债券市场遭遇“黑色九月”，多国长期债券收益率持续刷新高点。这一现象主要源于市场对财政可持续性的担忧以及通胀韧性带来的压力。尽管长债收益率大幅上行，但目前尚未出现实质性风险事件，短期内市场波动更多是情绪层面的冲击所致。美国最新公布的数据显示，其劳动力市场正逐步显现走弱迹象。展望未来，美联储议息会议上发布的点阵图将成为市场关注的核心焦点。

### 人民币汇率：美国非农数据惨淡

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1378，较上一交易日下上涨 24 个基点，夜盘收报 7.1324。人民币对美元中间价报 7.1064，调降 12 个基点。

【重要资讯】1) 中国 7 月外汇储备规模环比上涨 0.91%，央行连续第 10 个月增持黄金。2) 美国 8 月非农新增就业 2.2 万大幅低于预期，失业率 4.3%创近四年新高。美国财长贝森特：2024 年的非农就业数据可能下修 80 万人。“新美联储通讯社”：非农报告几乎确定 9 月降息，但此后的降息争论更复杂。3) 贝森特“敲打”美联储：要有“人民性”，QE 仅限紧急时刻，首次点名适度长期利率。4) 特朗普调整全球关税政策，黄金、钨、铀等关键商品获豁免。5) 特朗普威胁要对欧盟启动 301 调查，此前欧盟对谷歌罚款。

【核心逻辑】周五美元指数收跌，美元兑人民币汇率同步下行。美元指数走弱的核心原因在于美国就业数据不及预期，当日公布的非农数据进一步大幅低于市场预期，直接推动美元指数下探并跌破 98 关键支撑位。与此同时，市场降息预期再度升温，交易重心逐步转向衰退风险交易，这一转变对美元指数形成明显压制。国内方面，A 股市场当前处于高位盘整阶段，前期支撑人民币汇率升值的因素已有所消退，因此美元兑人民币汇率走势主要跟随美元指数波动。总体来看，美元指数仍处于震荡区间，人民币汇率短期内若想进一步走强，需依赖内外部环境的持续改善。后续需重点关注中美经济数据，美国物价数据以及国内物价指数、金融数据等指标。综合判断，本周美元兑人民币汇率大概率将在 7.10-7.16 区间内震荡运行。

【风险提示】海外经济数据超预期、特朗普政策超预期

### 股指：阶段性回调或结束，股指预计重回偏强

### 【市场回顾】

上周五股指缩量上涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 2.18%。从资金面来看，两市成交额回落 2395.99 亿元。期指方面，各品种均缩量上涨。

### 【重要资讯】

1. 中国 7 月外汇储备规模环比上涨 0.91%，央行连续第 10 个月增持黄金。
2. 深圳发布楼市新政，限购区域大幅放宽；限购人群历史性放宽；最重要是放宽了对单身人士的年龄限制。
3. 美国 8 月非农新增就业 2.2 万大幅低于预期，失业率 4.3%创近四年新高。

### 【核心逻辑】

上周五股指走势一路上行，且前几日回调幅度较大的中小盘股指反弹幅度更大，因此我们认为股指收涨更多为技术性反弹。期指基差、期权持仓量 PCR 均有所回升，市场情绪升温，本轮回调或接近尾声。上周五晚美国公布 8 月非农就业数据，大幅不及预期，提升美联储降息以及降息节奏加快预期，国内外流动性预计边际趋松，利好 A 股。在阶段性回调结束的情况下，股指预计偏强，操作上建议多单持仓观望，可适当逢低加仓。

【南华观点】短期预计阶段性回调结束，股指回归偏强

## 国债：维持波段思路

【市场回顾】上周期债前四天反弹，周五大幅回落。股债跷跷板效应减弱，但市场做多情绪不强。

【重要资讯】 1. 美国 8 月非农新增就业 2.2 万大幅低于预期，6 月数据下修至负，为 2020 年以来首次萎缩，失业率 4.3%创近四年新高。非农数据惨淡引爆衰退担忧，投资者押注美联储年内将降息三次，美股高开低走，美债与黄金大涨。2. 证监会修订发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》：拟合理调降公募基金认购费、申购费、销售费率水平，壮大直销渠道。3. 楼市重磅：深圳市罗湖等多区放开限购，非深户可买两套。

【核心观点】消息方面，美国 8 月就业情况不佳，9 月降息板上钉钉，短期来看国内未必跟随降息，因此对债市影响中性。周末消息面对股市偏暖，虽然上周 A 股高位巨震，但市场情绪并未崩坏，未来一段时间可能仍旧维持股强债弱的局面。

【策略建议】波段思路进行操作，逢低买入，及时止盈。

## 集运：期价底部如预期存在支撑，短期以震荡为主

【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上行。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 18 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1045，较同期前值上涨\$5，40GP 总报价为\$1750，较同期前值上涨\$10。后两周，ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1544，较同期前值下降\$130/460，40GP 总报价为\$1943，较同期前值下降\$200/700。9 月第三周，长荣上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1355，较同期前值下降\$100，40GP 总报价为\$2010，较同期前值下降\$200。

### 【重要资讯】：

1. 当地时间 9 月 4 日晚，以色列国防军发言人艾菲·德弗林表示，军方目前控制着加沙城约 40%的地区，并正在推进全面接管加沙城的计划。
2. 据美国全国广播公司报道，当地时间 3 日，美国特朗普政府正式向美国最高法院提出上诉，要求推翻联邦巡回上诉法院裁定特朗普对多国征收关税违法的裁决。美国联邦巡回上

诉法院 8 月 29 日裁定，美国总统特朗普批准对多国征收关税时援引的法律，实际上并没有赋予其征收这些税款的权力。法院的裁决书说，《国际紧急经济权力法》授权总统在紧急情况下颁布某些经济措施，以应对“异常和特殊威胁”，但不允许总统采取全面行动。

【南华观点】：如此前预期，主流船司黄金周的空班计划逐渐公布，从供应角度对期价形成一定支撑；且部分船司（如达飞）在 10 月初开舱报价较 9 月有所上行，在一定程度上带涨期价估值。对于后市而言，SCFI 欧线跌幅不减，EC 延续震荡或震荡偏回落的可能性相对较大，建议操作上以短线为主。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、俞俊臣（Z0021065）、潘响（Z0021448）、王映（Z0016367）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：就业数据疲软推升衰退交易

【盘面回顾】上周贵金属市场呈现黄金大幅拉涨，白银紧随其后，铂金震荡微增，钯金震荡的整体格局。贵金属板块内存明显强弱偏差，主要基于经济数据走弱下的宏观叙事衰退交易与降息预期增强，以及工业需求走弱的风险偏好下降因素影响。周五晚公布的美国非农就业报告继续呈现美就业市场压力，其中非农就业新增放缓至 2.2 万人，远低于前值和预期，数据后美联储 9 月降息 50BP 预期升温，黄金亦进一步拉涨。其他方面，债市担忧升温，上周欧美长债收益率皆大幅走升，因偿债能力与债务可持续性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。其他数据方面，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。周三晚间公布的美 7 月 JOLTs 职位空缺数低于预期，且前值下修，反映就业市场走软，为 9 月降息必要性提供数据支持。消息面，美联储理事沃勒表示，本月应启动降息，未来 3-6 个月可多次下调，节奏看数据；美联储理事提名人米兰表示，美联储主要职责是防经济萧条和高通胀，计划维持其独立性。此外周四凌晨公布的美联储褐皮书显示，消费者支出持平或下降，各区均出现价格上涨。周四晚间公布的美 8 月 ADP 就业数据与周度初请失业金人数继续为美就业市场降温增添证据，并推动降息预期的升温；美国 ISM 服务业 PMI 扩张速度则创半年最快，企业就业疲软，价格仍高企。此外，中国央行连续第 10 个月增持黄金，增持量 1.9 吨，8 月末黄金储备 7402 万盎司（2302.3 吨），7 月末黄金储备报 7396 万盎司（2300.4 吨）。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周增 4.29 吨至 981.97 吨；iShares 白银 ETF 持仓周减 116.14 吨至 15193.85 吨。短线基金持仓看，根据截至 9 月 2 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周增 35219 张至 249530 张，其中多头激增 40029 张，空头增加 4810 张；白银非商业净多增加 9457 张至 55923 张，其中多头增加 6239 张，空头减少 3218 张。库存方面，COMEX 黄金库存周增 1 吨至 1211.73 吨，COMEX 白银库存周增 4.23 吨至 16123.1 吨；SHFE 黄金库存周增 3.71 吨至 43.3 吨，SHFE 白银库存

周增 69.4 吨至 1265.4 吨；上海金交所白银库存（截至 8 月 29 日当周）周增 1.755 吨至 1283.6 吨。

【本周关注】本周数据主要关注周二晚 22:00 美国非农年度基准修正数据，周四晚 20:30 美 CPI 数据。事件方面，本周进入 9 月 18 日美联储利率决议前一周的美联储官员发声期；周四 20:15，欧洲央行将公布利率决议。

【南华观点】中长线或偏多，短线看伦敦金银周线继续收大阳柱，其中黄金预计仍偏强，伦敦金支撑上抬至 3500，阻力 3600，然后 3700；伦敦银走势略弱于黄金，受工业需求拖累，建议关注 40 整数关口支撑，强支撑 39.5，上方目标位上移至 44-45 区域。操作上仍维持回调做多思路，前多则继续持有。

## 铜：美非农数据拖累铜价，或寻找支撑后反弹

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周中小幅上升，报收在 8.01 万元每吨附近，上海有色现货升水 165 元/吨。沪铜库存基本稳定在 8.1 万吨；LME 库存稳定在 15.5 万吨，已经连续 4 周保持稳定；COMEX 库存继续上涨至 30.5 万吨，单周上涨超过 3 万吨。进阶数据方面，铜现货进口利润降低，进口窗口接近关闭；铜铝比小幅上升至 3.86；精废价差上升近 300 元/吨至 1754 元/吨附近，小幅偏高。

【产业表现】在智利大选进入关键阶段之际，全球最大铜企之一、国有的 Codelco 因债务高企与产量下滑成为政治辩论核心。最新民调显示最具优势的候选人何塞·安东尼奥·卡斯特的经济顾问托马斯·布恩斯特表示，新政府若上台将对 Codelco 进行全面审查，目标是确保公司长期财务可持续性。Codelco 未来命运不仅是企业管理问题，更牵动智利选举格局与国际铜市场的供需平衡。如何在保持国有属性的同时引入市场化合作，将成为新政府必须面对的核心挑战。

【核心逻辑】铜价在周中小幅上升，基本符合预期。宏观层面，周五夜盘，受到美国非农数据大幅不及预期影响，黄金价格大幅上升，沪铜价格大幅回撤，说明投资者风险偏好大幅下降，对于需求的预期也在下降。基本面，供给端，多家研究机构预测本月中国精炼铜产量将环比下降 4%-5%，这是自 2016 年以来首次出现 9 月份产量下滑。据上海金属市场数据显示，依赖废铜或阳极铜的冶炼厂开工率预计将环比下降 8.3 个百分点至 59.9%，进一步放大了供应萎缩的效应。需求端，铜杆周度开工率环比上升 1.66 个百分点至 69.78%。受 770 号文影响，再生铜杆开工尚不明朗，各省响应积极，不过暂时还未大刀阔斧对税收、审查等政策进行实质性的动作。展望未来一周，铜价或先抑后扬。美国就业数据的低迷对于铜价的影响或持续，短期或仍在 7.9 万元/吨附近寻找支撑。若非农数据不进一步发酵，叠加铜杆开工率环比预期上升及 LME 铜库存回落，铜价在 20 日均线或寻找到支撑，仍然有望回升到 8 万元/吨以上。

【南华观点】V 形反弹，周度价格区间 7.91 万-8.02 万元/吨。

## 铝产业链：反内卷重起？

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20695 元/吨，环比+0.29%，成交量为 10 万手，持仓 20 万手，伦铝收于 2602.5 美元/吨，环比+0.42%；氧化铝收于 3006 元/吨，环比+1.11%，成交量为 40 万手，持仓 24 万手；铸造铝合金收于 20280 元/吨，环比+0.22%，成交量为 1233 手，持仓 7744 手。

【核心观点】铝：宏观方面，美国 8 月非农表现疲软，就业市场急剧降温，9 月美联储降息几乎已成确定事实，预期已基本反映在盘面上，后续靴子落地盘面变动或不如预想中大，后续博弈点主要在于 10 月及 12 月是否会继续降息。国内以旧换新以及“十五五”规划政策层面也在逐步发力，宏观环境持续改善对铝价形成利好。基本面方面，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。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。周四铝锭+铝棒社会库存保持不变，但铝锭社库继续积累，去库节点晚于市场预期，限制了近期铝价走高幅度。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，同时在政策托底的情况下铝价下方也有底，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：铝土矿方面，几内亚进口矿维持稳定，价格保持在74-76元/吨区间，但9月21日宪法公投日期接近，在几内亚有意推动当地资源最大化的情况下，铝土矿所有权或成为政治博弈手段，关注公投前后是否会出现抗议罢工等影响矿产量的黑天鹅事件。基本面方面，供应过剩是近期影响氧化铝价格的核心因素，目前国内运行产能维持高位，8月成交的进口氧化铝也陆续到港，氧化铝无论是社库、厂内库存还是电解铝厂内库存都在持续增加，现货成交价格也有所下跌。同时随着9月阅兵带来的环保限产已解除，此前受影响厂家已陆续恢复生产，供给压力继续增大。但周五受网传消息“反内卷”政策即将推出具体实施措施的影响，盘面情绪激动，拉动氧化铝走高。因此近期不宜过多做空氧化铝，可考虑在氧化铝2850-2900成本线附近卖出看跌期权。另外，上期所发布公告将氧化铝期货新疆地区交割升贴水由升水380元/吨调整至升水300元/吨上述调整自2026年3月4日开始执行，该调整影响的主要是2-3合约价差以及后续交割格局及地区价差，此前由于氧化铝到新疆运输成本约为270-280元/吨，因为有利氧化铝通常被拉到新疆交割，该调整实施后交往新疆的氧化铝或将减少，当地铝企可能会增加长单量。而在盘面上则由于3月4日这个实施节点，预计节点前交仓将增加，节点后或减少，2-3合约出现较大价差。

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：观望；铸造铝合金：震荡偏强

## 锌：非农不及预期，暂时观望

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于22155元/吨，环比+0.16%。其中成交量为10.57万手，而持仓则减少7563手至11.13万手。现货端，0#锌锭均价为21970元/吨，1#锌锭均价为21900元/吨。

【产业表现】美国8月非农就业人口增加2.2万人，增幅低于预期值7.5万人，前值由7.3万人修正为7.9万人。美国8月失业率升至4.3%，创2021年以来最高水平，预期值4.3%，前值4.2%。美国6月和7月非农就业人数合计下修2.1万人。

【核心逻辑】上一交易日，锌价日内受降息预期影响，震荡偏强，夜盘非农数据出炉后高开低走。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。但目前消息称镀锌厂减停产较多，还需要持续观望开工率。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，或是卖出虚值看跌期权来收取权利金。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：冲高回落，关注宏观层面扰动

【盘面回顾】

沪镍主力合约整体宽幅震荡运行。9 月 1 日价格收于 123450 元/吨，此后周内有所回落，最终收于 121310 元/吨。不锈钢主力合约周内走势相似。9 月 1 日价格收于 12950 元/吨，周中走势震荡，最终收于 12850 元/吨。

【产业表现】

现货市场方面，金川镍价格调整至 122750 元/吨，升水幅度为 2050 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27870 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 26986 吨，LME 镍库存为 215418 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-3.26%左右。不锈钢社会库存为 918700 吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至 945.5 元/镍点，镍铁库存为 29266.5 吨。

【核心逻辑】

沪镍盘面周内走势宽幅震荡，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。镍矿方面公布九月第一期基准价有所下行，主要受到镍价近期回调影响，升水保持坚挺；其他镍产品基准价基本持稳，MIHP 受新能源需求影响有一定上行。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，国内到港库存仍处于高位。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。镍铁走势同样稳中偏强，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。不锈钢方面周内冲高回落，周初受印尼以及宏观预期等影响有一定超涨，随后受大盘以及现货成交寡淡影响回落，现货端实际成交多以观望为主，消息上称大厂有一定惜售情绪意图挺价，现货层面仍有一定博弈。周初印尼暴乱影响推高镍不锈钢盘面，随后证明实际影响有限，盘面受美元指数以及降息预期扰动回落。后续持续关注九月降息预期以及美元指数走势。

【南华观点】

周内镍不锈钢盘面冲高回落，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基本稳定在 27.2 万元每吨，上海金属网现货升水 200 元每吨。上期所库存稳定在 7500 吨附近，LME 库存小幅大幅回升 330 吨至 2225 吨。进阶数据方面，锡进口亏损稳定，40%锡矿加工费保持稳定。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】锡价在近期的走强主要得益于供给端偏紧。周五晚美国非农数据对于锡价的影响存在，不过铜、金。金价的抬升和有色金属价格的回落说明风险偏好降低，需求预期下降。基本面，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，美国就业数据的低迷对于锡价的影响或持续 1-2 天。此后，尽管需求存在一定的压力，锡价依靠供给端偏紧的问题，有望重回 27 万元每吨。

【南华观点】V 形反弹，周运行区间 26.7 万-27.5 万元每吨。

## 铅：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16900 元/吨，环比+0.24%，其中成交量 33992 手，而持仓量则减少 616 手至 49426 手。现货端，1#铅锭均价为 16725 元/吨。

【产业表现】美国 8 月非农就业人口增加 2.2 万人，增幅低于预期值 7.5 万人，前值由 7.3 万人修正为 7.9 万人。美国 8 月失业率升至 4.3%，创 2021 年以来最高水平，预期值 4.3%，前值 4.2%。美国 6 月和 7 月非农就业人数合计下修 2.1 万人。

【核心逻辑】上一交易日，铅价保持其品种特色行情，窄幅震荡，周五夜盘高开低走。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。策略上可以考虑卖出虚值看涨期权或是双卖策略，做空波动率。短期内，矛盾仍在原料上，供给相对需求来说更加疲软，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）提供。

## 黑色早评

### 螺纹钢热卷：旺季需求待验证

【行情回顾】震荡盘整

【信息整理】1. 非农就业增幅大大低于预期，6 月数据下修至负值，为 2020 年以来首次出现萎缩；失业率创近 4 年来新高。

2. 上周末，唐山迁安普方坯资源出厂含税下调 10 元/吨，报 2980 元/吨。

【南华观点】上周钢材市场呈现供需双弱格局，库存继续超季节性累积，铁水产量下降幅度超出预期，但原料端走势相对偏稳，反映出市场对短期供应收缩并不悲观，普遍预期阅兵后铁水将快速恢复。尽管钢材需求表现疲软，市场多将其归因于阅兵对北方施工及运输的阶段影响，对传统旺季需求仍存期待，持货心态尚可，因此即便数据偏弱，盘面也未出现显著下跌。宏观方面，海外非农数据公布后降息预期升温，但也表明现实基本面偏弱，从上周五夜盘看市场短期倾向于交易“弱现实”逻辑；国内方面，“反内卷”政策预期再度发酵，但上周末未见具体细则出台，预期反复下，市场情绪下周可能有所回落。总体来看，钢材基本面尚未改善，仍偏弱运行，压制盘面上行空间，同时“反内卷”具体政策未落地也令市场情绪存在降温可能；不过旺季需求预期仍在，负反馈逻辑未顺畅演绎，加之反内卷

政策下供给端的政策底隐约显现，预计盘面下方空间也有限，短期盘面或呈现震荡偏弱走势，后续需密切关注旺季需求成色及宏观政策带来的驱动。

## 铁矿石：风险大过机会

### 【南华观点】

近期铁矿石价格在黑色中属于坚挺，主要原因有两个：

一、阅兵结束后钢厂复产。铁矿石近期价格也走正套，现货偏强，铁水产量整体维持在高位，对铁矿石价格形成强支撑。铁水产量超预期下降至 228 万吨，预计随后一周将恢复至 240 万吨附近。在高铁水、高疏港下，铁矿石库存并未显著累库。

二、焦煤价格整体偏弱，对铁矿石价格形成支撑。焦煤和铁矿石的跷跷板效应很明显，近期焦煤一直偏弱运行，由于钢厂利润偏弱，因此对铁矿石有比较强的支撑。焦煤基本面最强的时候可能接近结束，供应端煤矿在阅兵结束后集中复产，需求端天气最热的时候已经结束，煤炭日耗见顶。海运煤也将陆续到港，后面基本面预计偏弱运行。

但黑色产业链风险和矛盾继续在累积，主要体现在钢厂利润持续走低、钢材库存持续累积。本期热卷超季节性累库，热卷库存累库斜率加快。螺纹高库存的问题仍没有解决，产量维持，消费量走弱，库存进一步攀升。而钢材需求维持一般，“旺季不旺”从预期照进现实。这使得钢厂利润快速回落，螺纹钢的高炉利润已经跌至盈亏平衡附近，热卷利润也紧随其后。若高铁水产量持续，黑色产业链的减产、负反馈的压力显著增加。

此外，铁矿石供给逐渐增多，也不可忽视。铁矿石发运量稳中偏多，非主流发运量处于季节性最高位，非主流矿年初至今累计同比已经有负转正。铁矿石年累计发运量同差持续走高，铁矿石过剩程度在加剧。铁矿石运费也维持在高位，预计在高矿价下对发运有强支撑。市场反内卷预期再起。虽然内容是很多陈词滥调，但结合工业品指数的均线来看，目前已经回落至 60 日均线附近，有一定支撑的动机在。远月预期难证伪，但近月仍受到基本面和交割品的压制。目前时间节点已经不同七月，目前市场逐渐转向旺季，预期也面临检验。若反内卷只有小作文而没有实质落地的行动，盘面最终将交易弱现实。

因此，铁矿石短期基本面有支撑，但不利因素正在积累，产业链矛盾加深，若反内卷没有实质性行动，冲高回落的风险在加大。建议多单逢高止盈，空单逢高建仓。

## 焦煤焦炭：煤焦上冲乏力，钢材库存仍是拖累

【市场回顾】上周五焦煤强势反弹，远月 05 合约触及涨停，夜盘上冲乏力，整体走势偏弱

### 【相关资讯】

1. 美国财长贝森特：修订后的 2024 年就业岗位可能会减少 80 万个。
2. 白宫国家经济委员会主任哈塞特：对就业数据的质量表示怀疑；现在没有改革美联储的计划。

【逻辑分析】限产扰动结束，前期停产的矿山陆续复产，近期钢厂开启一轮提降，焦企对后市较为悲观，有主动压减焦煤库存的意愿，焦煤供需平衡表边际恶化，矿山出于销售压力下调现货报价，配煤价格受动力煤拖累跌幅较深。焦企即期利润良好，短期虽有提降压力，但限产解除后复产积极性高，预计产量能快速恢复到限产前的水平，焦炭供需缺口有望收窄。展望后市，“反内卷”预期重新发酵以及多地发布安全生产工作通知均对市场情绪有一定提振作用。从技术面看，焦煤主力合约在 1060 附近有较强支撑。不过，当前焦煤静态基本面依然承压，下游钢材库存持续累积，高炉环节仍有利润，铁水供应有韧性，电炉亏损时间和幅度均不足以让工厂大面积减产，钢材矛盾短期难以解决，煤焦反弹空间受限。

【交易策略】预计短期内煤焦盘面维持宽幅震荡格局，我们不建议将焦煤作为黑色系标配品种。焦炭受制于提降预期，盘面表现或稍弱于焦煤，产业可关注低基差下的套保机会。

## 硅铁&硅锰：反内卷情绪再度发酵

【盘面回顾】硅铁主力 11 合约收盘 5598，环比上周+0.58%，总持仓量 45.17 万手，环比上周+9.58%；硅锰主力 01 合约收盘 5844，环比上周+0.90%，总持仓量 57 万手，54.62 万手，环比+4.36%。

【核心逻辑】铁合金的走势主要跟随焦煤的价格走势，阅兵后钢厂的限产逻辑逐渐消失，制约焦煤的一大利空因素逐渐消失；周五反内卷消息再次来袭，明星品种多晶硅、焦煤再度大幅上涨，铁合金下跌后处于成本线附近，受此影响铁合金也出现反弹。目前铁合金生产利润的下滑预计继续增产的驱动不强，以及平水季节的到来，硅锰南方产区的产量也将开始逐渐下滑。目前铁合金的期限结构逐渐改善，部分合约结构由升水结构转为贴水结构，短期内利于铁合金的上涨。远期的交易逻辑还是在于反内卷预期，周五反内卷消息再次来袭，明星品种多晶硅、焦煤再度大幅上涨，铁合金下跌后处于成本线附近，受此影响铁合金也出现反弹。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。

【南华观点】建议硅铁主力 11 合约 5450 轻仓试多，硅锰主力 01 合约 5700 轻仓试多。但反内卷没有实质性的进展和行动，冲高回落的风险也将较大。

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：俄发动开战以来最大空袭，地缘风险抬升

【盘面动态】周一开盘，WTI 和布伦特原油小幅上涨，或受到俄对乌发动空袭以及特朗普称准备好对俄第二轮制裁的影响，地缘风险抬升。

【市场动态】1. 乌克兰官员当地时间周日表示，俄罗斯对乌克兰发动了开战以来最大规模的空袭，基辅市中心的主要政府大楼起火，造成至少 4 人死亡，其中包括一名婴儿。2. 美国总统特朗普当地时间周日表示，他已准备好对俄罗斯实施第二阶段制裁。这是他就乌克兰冲突问题所作出的最明确表态，暗示美国可能即将升级对莫斯科或其石油买家的制裁措施。3. 美国劳工统计局周五发布的报告显示，8 月份非农就业人数仅增加 2.2 万人，大幅低于市场预测的增加 7.5 万人；失业率小幅上升至 4.3%，为 2021 年末以来的最高水平。8 月份平均时薪比上月增长 0.3%，比去年同期增长 3.7%，符合市场预期。4. 欧佩克+：成员国同意在 10 月将石油产量提高 13.7 万桶/日。欧佩克+发表声明，八国决定将自 2023 年 4 月宣布的每日 165 万桶额外自愿减产中，实施每日 13.7 万桶的产量调整。该调整将于 2025 年 10 月起实施，此 165 万桶/日的产量可根据市场形势变化部分或全部恢复，且将以循序渐进方式进行。八国将继续密切监测和评估市场状况，并在持续致力于维护市场稳定的过程中，重申采取审慎策略和保持充分灵活性的重要性，以便暂停或逆转额外自愿减产措施，包括 2023 年 11 月宣布的每日 220 万桶自愿减产。同时，八国确认将全面弥补自 2024 年 1 月以来的任何超产。下一次会议将于 2025 年 10 月 5 日举行。另据消息人士称，本次欧佩克+会议仅进行了 10 分钟左右。

【南华观点】上周原油市场冲高回落，外盘跌至中期关键支撑位，内盘 SC 更是率先技术性破位，7 月以来的横盘震荡格局面临考验。主导市场波动的核心逻辑快速切换，周初中东、南美地缘紧张短暂推升风险溢价，但随后 OPEC+考虑增产的消息彻底扭转预期，引发油价连续大跌。昨夜 OPEC+会议虽仅 10 分钟便敲定 10 月启动第二阶段复产，与市场传闻一致，但未明确复产路线，仅强调“可灵活调整”，这使得短期利空冲击有限，却为中长期供应压力埋下伏笔。当前地缘局势暂未升级，风险已被市场消化，仅在影响实际供应时才具利多意义，市场关注点重回基本面，而“供增需减”的预期下，原油过剩风险将逐步累积。后续需重点关注两大事件：一是 9 月 18 日美联储议息会议，尽管市场普遍预期降息 25 个基点，但美国经济放缓与通胀升温的矛盾，或令降息初期对商品市场的利好有限，甚至存在反向解读风险，本周四美国 8 月 CPI 数据将进一步提供通胀参考；二是 OPEC+后续复产节奏，其保留的高灵活性虽暂未给市场带来极致冲击，但中长期供应压力仍将压制油价。综合来看，当前原油盘面尚未完全计价过剩压力，时间维度上利空因素占优，需持续警惕破位下行风险，中期市场或逐步转入跌势。

### LPG：随原油波动

【盘面动态】LPG2510 盘面收于 4376 (+8)，LPG2511 盘面收于 4307 (+10)，FEI M1 收于 540 美元/吨 (-7)，CP M1 收于 539 美元/吨 (-5)，MB M1 收于 369 美元/吨 (-7)

【现货反馈】华东均价 4501 (+11)，山东均价 4570 (-10)，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 81.59% (+0.19%)；独立炼厂开工率 50.10% (+0.53%)，不含大炼化利用率为 46.08% (+0.58%)，国内液化气外卖量 53.10 万吨 (-1.69)，醚后碳四商品量 17.5 (+0.03)；此外，进口端到港量本周较上周增加。需求端本期变动不大。PDH 本期开工率 74.31% (+0.21%)，本周没有装置变动，开工率预计在 75% 左右震荡。MTBE 端本期价格小幅走弱，开工率 63.43% (-1.21%)，外销量依然处于高位。烷基化端开工率小幅下降至 48.55% (+0.25%)，同样商品量季节性高位。库存端，厂内库存 17.73 万吨 (+0.56)，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 314.92 万吨 (+7.4)，库存保持高位震荡。

【观点】近期 lpg 主要收到海外因素影响，周末 OPEC+增产政策或在后续抬升中东 PG 供应；海外丙烷端近期依然偏强运行。国内供需变化不大，供应端本周因部分外放减少，商品量下降，但到港有回升，供应端整体可控；需求端开工小幅下行，PDH 开工 75% 左右震荡，MTBE 及烷基化油开工有季节性走弱预期。

### PTA-PX：商品情绪与需求预期不佳，产业链估值承压

【基本面情况】PX 部分装置负荷波动，负荷上调至 83.7% (+0.4%)；后续增量方面，福化 160w 计划重启，大榭 160w 存提负计划；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 月存抬升预期。PX9 月供需平衡维持紧平衡；四季度在新增检修出现前，静态维持大幅去库预期。效益方面，近期 PX 在商品情绪与需求预期双重压制下估值承压，PX 环节效益受到较大幅度压缩，PXN 走缩至 235.5 (-16)，PX-MX 走缩至 120.5 (-12)。

PTA 方面，供应端近期装置变动较多，负荷升至 72.8% (+2.4%)；其中，台化计划内 120w 线停车，150w 重启；恒力惠州 2 套 250w 短停后均重启；后续关注独山能源 250w 重启兑现情况。库存方面，临近旺季叠加供应收缩，下游采购情绪转强，社会库存继续去化至 207 万吨 (-5)。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 150 (-31)；当前 PTA 现金流加工费进一步低位下探，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 91.3% (+1%)。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，原料端走弱下，聚酯环节各产品现金流均有所修复。织造终端而言，近期下游需求表现平平，订单新增有限，织造开工小幅上调。终端受制于高位坯布库存压力，总体投机补货意愿偏弱，订单及需求表现提振有限，需求及下游情绪短期来看处于季节性转强趋势，但高度难言期待。瓶片方面近期需求不佳，宣布 9 月提负计划取消。

【观点】PX-TA 近期在商品情绪不振与成本端走弱带动下价格走弱。后续来看，聚酯旺季预期难言太多期待，预计主要以季节性阶段性走强为主。供应端来看，PX-TA 结构性矛盾虽然在 8、9 月随 PTA 装置停车动态有所缓解，但四季度 PX 相对 PTA 仍然维持大幅去库预期，相对聚酯维持紧平衡；结构性矛盾仍需 PTA 工厂的额外检修量来缓解，低位持续下探的加工费逐步深化 PTA 工厂的生产压力，后续预计 PTA 工厂挺价及新增检修的概率扩大，加工费存修复预期。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 加工费建议 260 以下逢低做扩。

## MEG-瓶片：累库预期压制估值，等风来

【库存】华东港口库至 44.9 万吨，环比上期减少 5.1 万吨。

【装置】新疆天业 60w 近期停车检修，预计持续两周；内蒙古建元近期降负，预计近期停车。

【基本面情况】

基本面方面，供应端油平煤降，总负荷降至 74.12% (-1.01%)；其中，煤制方面新疆天业 60w 按计划停车，内蒙古建元降负准备停车，部分装置负荷波动，煤制负荷降至 74.68% (-3.06%)；后续 9 月建元 26 计划检修、陕煤渭化 30 计划重启，关注兑现情况。效益方面，原料端油价走弱、动力煤下跌，EG 现货价格走弱，各路线利润均受到一定压缩；比价方面，EO 与 HDPE 相对 EG 经济性低位小幅反弹，近期部分 EO/EG 联产装置 EG 存提负行为。库存方面，本周到港计划偏少，港口发货尚可，下周一港口显性库存预计去库 2 万吨左右。需求端，聚酯负荷继续小幅上调，聚酯负荷上调至 91.3% (+1%)。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，原料端走弱下，聚酯环节各产品现金流均有所修复。织造终端而言，近期下游需求表现平平，订单新增有限，织造开工小幅上调。终端受制于高位坯布库存压力，总体投机补货意愿偏弱，订单及需求表现提振有限，需求及下游情绪短期来看处于季节性转强趋势，但高度难言期待。瓶片方面近期需求不佳，宣布 9 月提负计划取消。

【观点】

总体而言，乙二醇近期基本面驱动不足，在 11、12 月的累库预期下估值反弹受限。但累库预期虽然不改，但幅度持续收窄，且已得到较多交易；与此同时，供应端“能开尽开”，难有超预期增量，总体缺乏供应弹性；乙二醇低库存、偏低估值和供应缺乏弹性三个特点叠加下，预计向下空间有限，而若供应端、宏观等方面出现意外驱动，向上价格将更富有弹性，总体维持易涨难跌。目前而言，乙二醇近期维持 4280-4500 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：多单持有

【盘面动态】：周五甲醇 01 收于 2405

【现货反馈】：周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-135

【库存】：上周甲醇港口库存继续如期大幅累库，周期内外轮显性卸货 36.49 万吨，倒流内地支撑进口表需有明显提升。江苏主流库区在船发支撑下提货良好，并有终端工厂提货；浙江地区除一家烯烃延续停车外，其他终端消费表现稳健。华南港口库存累库幅度收窄。广东地区周内进口卸货集中，内贸船只到货减少，在当地及周边下游需求稳健下，主流库区提货略有增量，库存呈现累库。福建地区少量进口及内贸船只到货，另有个别在卸船只尚未计入库存，下游消耗略有提升，库存波动不大。

【南华观点】：受周一限气影响，甲醇迎来反弹，除去作文影响外，考虑到伊朗库存低位（限气停车可能带来断崖式停发），空头减仓意愿较强，多头布局入场，甲醇边际改善。此外 1-5 正套与 11-1 反套均显示出 01 合约呈现较强预期，在 09 交割给出低位入场机会后，建议多单与卖看跌继续持有。基本面来看，中原乙烯周采购将近 2w，内蒙宝丰开始国庆节前备货，蒙大预计开始外采。沿海烯烃开工提升，兴兴周末开车，诚志负荷提升，港口提货出现好转（船提可过万）。伊朗截至目前发货量 16w，月初发运降速，按照目前速度九月预期 80-85 之间，环比八月改善。综上甲醇底部或已显现，建议多单与卖看跌继续持有。

## PP：近期成本端提供支持

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6961 (+22)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6800 元/吨，华东现货价格为 6800 元/吨，华南现货价格为 6870 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 79.91% (-0.34%)。近期丙烯和 PP 的价差压缩，裕龙和金能均出现了暂停聚合装置，外卖丙烯的情况，导致装置意外检修增多。从预期来看，下周 PP 检修量将持续偏高，供给回升有限。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% (+0.49%)。其中，BOPP 开工率为 60.4% (+1.03%)，CPP 开工率为 59.13% (0%)，无纺布开工率为 36.68% (+0.12%)，塑编开工率为 42.3% (+0.4%)。本周 PP 下游开工率维持回升态势，但下游现货成交情况一般，基差较弱，旺季补库情绪不强。库存端，PP 总库存环比上升 8.66%。上游库存中，两油库存环比上升 8.32%，煤化工库存上升 10.6%，地方炼厂库存上升 12.47%。中游库存中，贸易商库存环比上升 14.74%，港口库存下降 2.99%。

【观点】本周聚烯烃震荡走弱的趋势延续，但跌幅有所收窄。从基本面来看，近期聚烯烃自身驱动偏弱。在 PP 方面，供给端，在大榭投产结束后，今年后续投产计划仅剩广西石化的 45 万吨。加之近期装置检修持续处于高位，供给增量压力有限。同时需求端，虽然 PP 下游正处于恢复阶段，但是下游旺季补库的氛围不浓，基差持续偏弱，需求的复苏无法为 PP 提供强支撑。但对比 PP、PE 来看，近期 PP 的成本支撑强于 PE，一方面是 PP-丙烯的现货价差收窄，目前降至 200 元/吨以下，金能化学和裕龙石化暂停 PP 聚合装置，外卖丙烯；另一方面是丙烷价格回升，PDH 装置利润压缩至盈亏平衡点。因此，PP 短期向下的空间比较有限，在当前位置不适合继续追空，建议关注逢低做多的机会。

## PE：当前驱动不强，持续关注需求端变化

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 7245 (+20)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7160 元/吨，华东现货价格为 7180 元/吨，华南现货价格为 7350 元/吨。

【基本面】供应端，本本期 PE 开工率为 80.55% (+1.86%)。部分装置在 8 月底复产，开工率小幅回升。但是抚顺石化、万华化学、卫星石化等产能较大的装置仍处于检修状态，加之后续检修计划有所增加，9 月装置检修量预计环比高于 8 月且同比大幅高于往年同期，PE 供应预计环比缩量。在投产方面，埃克森美孚投产延期，广西石化全密度装置进入试车

阶段。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 40% (+0.76%)。其中，农膜开工率为 20.18% (+2.72%)，包装膜开工率为 50.48% (+0.92%)，管材开工率为 30.33% (+0.16%)，注塑开工率为 56.9% (0%)，中空开工率为 39.85% (+0.59%)，拉丝开工率为 31.09% (-0.7%)。PE 下游仍处于向旺季过度的过程中，农膜开工率逐步回升，现货成交情况环比转好。库存端，本期 PE 总库存环比上升 2.25%，其中上游石化库存环比上升 5%，煤化工库存上升 7%，社会库存变化不大。

【观点】上周聚烯烃震荡走弱的趋势延续，但跌幅有所收窄。从基本面来看，PE 自身驱动依然偏弱。虽然当前 PE 处于供减需增的格局之中：9 月装置检修量偏高，供给预计环比缩量；同时 PE 下游正在由淡季向旺季过度，开工率逐步回升，PE 需求预计环比增长。但是，由于目前下游需求回暖的速度偏缓，旺季补库氛围并不浓烈，基差尚未出现明显的走强趋势，导致需求复苏对 PE 形成的推动力有限。因此，目前预计仍将以震荡格局为主，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。

### PVC:炒作反复 交易难度很大

供应：本周开工率震荡，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：本周华东库存累库速度有所放缓，累库大约 2 万吨，华南小幅累库，厂库库存小幅累库，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 PVC 底部震荡，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，本周五九大行业反内卷炒作再度开始，但是周末没有具体文件出台，预期有所落空，但是未来是否会反复无法判断，整体建议观望。

### 纯苯苯乙烯：单边驱动不强

纯苯：

【盘面回顾】BZ2603 收于 6049 (+79)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5905 (+50)，主力基差-144 (-29)

【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】

纯苯：供应端，石油苯无新增停车、重启装置，加氢苯受环保限产影响开工率下滑 6.29%，总供应较上周下降。需求端苯乙烯、己内酰胺、苯胺开工率均有所回升，综合折原料纯苯需求较上一周期回升。本周纯苯供减需增，往后看山东一套裂解投产涉及纯苯产能 23 万吨提前到 9 月中旬，河北一套重整装置计划 9 月底投产，涉及纯苯产能 9 万吨，此套为计划

外投产，下游检修逐步兑现，纯苯将呈现供增需减，终端暂未看到旺季需求明显好转，旺季信心减弱，纯苯基本面仍偏弱，去库困难大。周五“反内卷”传出将有细则出台，商品情绪偏暖，但夜盘盘面有所回落，后续关注是否有进一步举措推出，若无宏观利好，在原油偏弱运行，自身基本面无明显驱动下，价格预计偏弱震荡。

苯乙烯：

【盘面回顾】EB2510 收于 7107 (+122)

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7155 (+120)，主力基差 48 (-2)

【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 9 月 4 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 21.49 万吨，较上一周期增加 0.35 万吨，环比增加 1.67%。

【南华观点】

苯乙烯：供应端本周有装置开始检修，供应减量将在下周开始体现，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、ABS 开工率回落，PS 开工率提升，3S 折苯乙烯需求回落。当前看下游需求恢复有限，提货一般。下游工厂当前原料库存并不低，京博苯乙烯外放，苯乙烯港口去库困难。本周在连续七天下跌后盘面迎来小幅反弹。当前纯苯、苯乙烯绝对价格已跌至历史低位，已处于低估值，但基本面仍偏弱，反弹动力也不足，需要看到宏观政策或者苯乙烯计划外减产的出现，短期震荡看待，观望为主。

## 燃料油：受原油拖累下的

【盘面回顾】截止到夜盘，FU10 报 2771 升水新加坡 10 月纸货 6.7 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，LU11 报 3332 元/吨，升水新加坡 11 月纸货 6.5 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，短期缺乏驱动，建议等待多配机会。

## 沥青：成本坍塌

【盘面回顾】BU11 收于 3437 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3530 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-0.4%至 30.2%，华东+2.9%至 33.8%，中国沥青总的开工率-1.2%至 28.1%，山东沥青产量-0.2 至 15.8 万吨，中国产量-1.5 万吨至 50.9 万吨。需求端，中国沥青出货量-0.03 万吨至 26.35 万吨，山东出货-0.7 万吨至 9.45 万吨；库存端，山东社会库存+0.3 万吨至 14 万吨和山东炼厂库存+0.4 万吨为 13.4 万吨，中国社会库存-0.8 万吨至 49.8 万吨，中国企业库存-0.7 万吨至 41.2 万吨。

【南华观点】沥青总体供应呈增长态势，而需求端因降雨影响，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。库存结构上有所改善，厂库去库且压力较小，社库呈现去库态势，刚需和部分投机需求的启动带动整体库存去化。由于担忧美国进一步对委内瑞拉开展军事行动，因此沥青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，天气因素使得旺季不旺特征明显。成本端原油，随着 opec 持续增产，成本端不断下移。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，因此在原油利空因素消化后，在需求旺季预期的带动下，沥青期货年内或许仅有最后一次上涨的机会了。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，短期原油企稳后，尝试多头配置。

## 尿素：现货磨底

【盘面动态】：周五尿素 01 收盘 1713

【现货反馈】：周末国内尿素行情弱势下滑，跌幅 10-40 元/吨，主流区域中小颗粒 1570-1670 元/吨。部分货源继续集港，内贸压力并未缓解，周末山东、河南等企业出厂价跌至 1620-1630 元/吨，再破阶段新低。短线低价收单好转的工厂价格将有上探，局部高价继续下调收单。

【库存】：截至 2025 年 9 月 3 日，中国尿素生产企业 109.5 万吨，较上周增加 0.92 万吨，环比增加 0.85%；中国港口总库存量 62.09 万吨，环比增加 2.09 万吨，环比涨幅 3.48%。

【南华观点】：国内尿素行情先强后弱窄幅调整，周内调整幅度 10-30 元/吨不等；外围新疆、西南等区域行情弱势僵持，价格变化不大。近期国内供需弱势格局持续，阅兵结束后，工业、复合肥需求区域性有小幅提升，但整体影响并不大，中下游对目前尿素价格接受度不高。印标发布，业内参与者更多关注本标中国供货量在多少，且是否会造成货源集中集港。近期上游收单压力渐显，周末尿素工厂陆续开始降价收单，持续关注 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：现实与预期继续博弈

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1302，1.96%

【基本面信息】

本周纯碱库存 182.21 万吨，环比周一+0.28 万吨，环比上周四-4.54 万吨；其中，轻碱库存 75.02 万吨，环比周一+0.70 万吨，环比上周四+0.49 万吨，重碱库存 107.19 万吨，环比周一-0.42 万吨，环比上周四-5.03 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，上游碱厂高位去库。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，四季度关注远兴二期投产情况。光伏玻璃基本面环比进一步改善，现货有涨价预期，光伏玻璃成品库存去化至相对低位。纯碱刚需整体稳定，暂时没有进一步走弱预期，重碱平衡继续保持过剩。上中游库存整体保持高位。基本面纯碱供强需弱格局不变，关注成本端和供应预期变化。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2601 合约昨日收 1189，4.39%

【基本面信息】

截止到 20250904，全国浮法玻璃样本企业总库存 6305 万重箱，环比+48.4 万重箱，环比+0.77%，同比-11.77%。折库存天数 26.9 天，较上期+0.2 天。

【南华观点】

玻璃近端供强需弱格局不变，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 6-7%，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 2610，0.66%

【基本面信息】

据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 25.44 万吨（折百），环比上周减少 2.94%，同比增加 18.42%。本周华东地区液碱库存稍有增长，主要因为主要产区山东地区受运输影响，企业发货不畅，库存有所升温。其他区域液碱库存均有不同程度缩减，因近期下游需求有所好转，两湖地区有企业负荷不满，浙江地区有厂家负荷下调，且有企业有出口订单交付，液碱库存压力缓解较多。西北地区地区库存水平下降，区域内价格相对低位，下游需求尚好，企业库存压力不大。

【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稳定，但价格持稳，碱厂保持

去库。供应端产量因检修恢复而有所增加，正常波动。成本端维持，液氯有所下调，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。后市继续现货节奏、旺季成色以及下游备货积极性。

## 纸浆：震荡偏弱，基本面何时改善？

### 【盘面回顾】

上周主力合约收盘于 5062 (+44)。

【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】本周港口库存 206.6 万吨 (-1.8)

【月差结构】11-01 反套震荡反弹

### 【核心逻辑】

上周港口库存延续去库，但去库幅度环比走弱。目前库存仍然处在往年同期高位。下游四大纸企业库存来看，压力仍然较大，下游大幅补库目前尚未看到驱动。下游生产利润上看，双胶纸、铜版纸位于往年中性水平。而白卡纸，利润位于历史低位。本周国内纸浆周度产量继续走高，随着浆纸一体化的程度加深，长期来看，对于外采纸浆的需求在降低，对于价格的支撑在减弱。基本面来看，暂未见到明确的好转。

但随着 09 合约进入交割，将有一部分仓单被消化，布针的影响后续将有所减弱。现货市场上周企稳反弹上涨为主。宏观上，周五美国非农数据公布，大幅低于市场预期，进一步加剧了降息的概率。中美利差是否会保持同步，有待验证。

技术层面上看，前一周出新低之后，上周保持着减仓反弹为主，但反弹力度较弱，有 2 次探底的可能性。若出现二次探底，策略上可尝试前低附近买入，若破前低，则止损观望。

## 原木：有转弱迹象，逢高布空

【现货】上周部分规格价格下调 10 元

【估值】长三角仓单成本约 822

### 【核心矛盾】

当前影响原木价格走势的核心矛盾有以下几个点：1) 现货降价。2) CFR 报价走弱 2 美金。3) 库存下降的同时，出库量在走弱，需求端的弱势后续可能会持续显现。

### \*近端交易逻辑

09 合约已经开始进入交割，总体量级不大，对于现货压制的程度有限。市场短期对于现货价格的下调，以及外盘报价的走弱，也已经交易完毕。短期内，价格依然在区间内运行 (780-820)。短期现货端价格持续下调的概率不会太高。交易上，按照反弹布空的思路操作，但区间的下沿，同样可以小仓位试多。

### \*远端交易预期

01 合约的价格目前无法给与准确估值。海外发运量，CFR 报价，11 合约的交易程度，以及后续的交割量，目前都不得而知。月差结构上看，也处于合理的水平。且 01 合约持仓量较低，暂不做考虑。

## 丙烯：基本面边际走弱

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6408 (+16)，PL2602 盘面收于 6443 (+26)；PP-PL01 价差 553 (+6)；PL01-02 月差-35 (-10)

【现货反馈】华东均价 6475 (-100)，山东均价 6560 (-45)，周末价格进一步下移。

【基本面数据】供应端，丙烯整体开工率 74.89% (+0.12)，产量 121.47 万吨 (+0.69 万吨)。

其中，主营炼厂开工率 81.59% (+0.19%)；独立炼厂开工率 50.10% (+0.53%)，不含大炼化利用率为 46.08% (+0.58%)；蒸汽裂解开工率 84.93% (-1.73%)；PDH 开工率 74.31% (+0.21%)，开工率预计在 75%左右震荡。MTO 开工率 84.72% (-0.63%)。需求端 PP 开工下行，但 PP 粒料因新产能投放，产量依然增加，粉料端在 PP 跟丙烯价差收缩后开工下滑，本期 PP 粒料开工率 79.71% (-0.34%)，产量 81.04 万吨 (+0.52 万吨)；PP 粉料本期开工率 37.36% (-3.47%)，产量 6.74 万吨 (-0.63 万吨)。

【观点】期现货均走弱。周末 OPEC+增产，原油供应过剩问题或拖累成本价格，目前拿 01CP 瞄 01 丙烯成本大概在 6400 元/吨左右。需求端 PP 端与丙烯价差收缩后，开工下行，但 pp 高产能下产量依然维持高位，而粉料端相对接不住高价的丙烯而降负。此外，山东区域，丙烯价格上涨后，压缩跟 PP 的价差，金能及裕龙新增 PP 产线检修，丙烯外放增加，接下来两周 PDH 及催化裂化还有复产，丙烯供需差扩大。

以上评论由分析师凌川惠 (Z0019531)、张博 (Z0021070)、杨歆悦 (Z0022518)、寿佳露 (Z0020569)、宋霁鹏 (Z0016598)、戴一帆 (Z0015428)、胡紫阳 (Z0018822) 提供。

## 农产品早评

### 生猪：销区供应压力较大

【期货动态】LH2511 收于 13325 日环比-0.3%

【现货报价】全国生猪均价 13.61 (-0.18) 元/公斤，其中河南 13.96 (-0.11) 元/公斤、四川 13.54 (-0.17) 元/公斤、湖南 13.16 (-0.46) 元/公斤、辽宁 13.39 (-0.07) 元/公斤、广东 14.49 (-0.74) 元/公斤。

【现货情况】

北方区域猪价震荡偏弱，需求端增量表现不佳，且部分渠道出栏节奏有所加快，但头部集团外销量级有限，支撑价格跌势偏窄。短期来看，市场整体供给宽松。

南方区域行情偏弱下行，部分区域维持宽幅下跌趋势。广东地区受制于外围猪源冲击影响，拖累企业走货难度，所以头部企业近两日放量下跌，从而拖累周边区域行情跟随下行，跌后区域价差收窄。

【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。

### 油料：窄幅震荡

【盘面回顾】外盘缺乏更多谈判消息支撑走弱，内盘反之窄幅震荡。中美谈判结果需要更高层次会面。

【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，油厂继续以采购近远月巴西船期为主，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：关注逢低做多机会

【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：马棕继续增产，但出口也环比好转，压力有限。印度 8 月棕榈油进口环比增加 16%，排灯节备货即将开启，支撑棕榈油消费。

豆油：美国天气分化较大，西南地区降温降雨或缓解干旱，西北部持续高温。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，中加关系虽不明朗但近期传闻我国已购买 9 船澳菜籽，后续菜油供应紧张问题或能明显缓解。

【后市展望】当前植物油四季度仍有供应趋紧预期，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】油脂仍关注逢低做多的机会

## 豆一：弱势反弹 逢高沽空

【期货动态】9 月首周，豆一期货呈现反弹后震荡运行，11 合约周上涨 29 元/吨或 0.74%，持仓量下降 23000 余手，成交量小幅增加，整体反弹力度较弱，技术形态延续空头趋势。

【现货情况】东北产区受到拍卖端粮源补充，现货价格有所承压，价格重心较前期有所下移，不限蛋白净粮主流价格区间 2.10-2.15 元/斤，高蛋白货源稀少，价格坚挺。南方产区上市逐步增多，价格新旧转换之际，报价逐步混乱。现货价格下行压力较大。

【市场分析】9 月份，国内豆市逐步购销双淡向双旺转变，但供应集中放量与需求的逐步恢复形成反差，价格阶段性承压为主，旧季价格逐步退出，新季定价过程预计逐步回落为主。拍卖端持续单周双拍节奏，对当下旧季市场形成压制，叠加新季货源临近，市场情绪普遍谨慎。本周拍卖节奏延续，单向及双向拍卖交叉举办，对现货市场形成考验，关注成交情况。需求端随着需求场景增加且临近双节长假，预计采购活动伴随新季豆源上市而逐步增加，传统需求旺季逐步恢复。

【南华观点】反弹偏弱，沽空为主。

## 玉米&淀粉：震荡偏强

【期货动态】CBOT 玉米收跌，本周美国更新作物产量报告。大连玉米淀粉震荡偏强运行。

【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，+0 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2570 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊

报价 2810 元/吨，-10 元/吨。

【市场分析】东北目前关注点集中在新粮，农户低价售粮意向一般，市场走货缓慢。华北企业收购价格稳中偏弱。销区市场玉米价格稳中偏强，部分港口贸易商报价小幅上涨。

【南华观点】反弹区间，市场呈观望心态，新粮零星上市。

## 棉花：旺季成色欠佳

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅下跌，原油走弱。上周五夜盘郑棉下跌近 0.5%。

【外棉信息】截至 8 月 31 日，巴基斯坦新年度籽棉上市量折皮棉约 20.7 万吨，同比增加约 1.6 万吨。

【郑棉信息】目前新疆新棉吐絮率已超三成，大部分棉田或于九月中旬前开始喷洒脱叶剂，新棉上市时间预计较往年提前 10 天左右，絮棉或将陆续开秤，后续需关注产区降雨对新棉采收进度的影响。下游在季节性旺季之下，走货环比好转，纱布厂成品库存继续下降，但纺纱利润未有修复，市场信心不足，工厂补库意愿偏弱，基本以刚需采购为主。

【南华观点】当前新棉上市前的低库存现状对棉价形成支撑，同时新年度新棉预售较多，基差偏强，棉价走势或较为坚挺，短期策略上仍以回调布多为主，但在轧花厂套保压力之下不宜追高，待新棉上市后，在丰产格局之下，棉价或存回落压力，关注下游旺季走货及新棉上市情况。

## 白糖：关注 5500 支撑力度

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五连跌第五日，因供应前景积极。

周五夜盘先跌后涨，5500 一带存在依托。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5930 元/吨。昆明中间商报价 5750-5930 元/吨。

【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，8 月出口糖 374.4 万吨，日均出口 17.83 万吨，较上年 8 月减少 5%。

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 5500 支撑。

## 鸡蛋：低位震荡

【期货动态】主力合约 JD2510 收于 2964，日环比-1.89%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.37 (+0.11) 元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.26 (+0.02) 元/斤。

【现货情况】

天气逐渐转凉，鸡蛋存储环境改善，叠加中秋备货陆续启动，食品厂阶段性备货增加，市场流通渐快，多地市场库存减少，产区蛋价上行为主。销区北京市场到车正常，走货尚可，

价格上涨。上海、广东市场交投一般，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，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：红将军上色恐整体不佳

【期货动态】苹果期货周五上涨，重拾涨势。

【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 9 月 3 日，全国主产区苹果冷库库存量为 27.35 万吨，环比上周减少 6.62 万吨，走货较上周略有减少，同比基本与去年持平。

【南华观点】随着新季苹果季临近，减产及优果率下降预期持续影响盘面。

## 红枣：节日走货欠佳

【产区动态】目前新季灰枣进入上糖阶段，九月中下旬南疆地区降雨或有增加，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，河北崔尔庄市场到货 3 车，整体成交一般，沧州特级枣价格略有回升，其余现货价格暂稳。

【库存动态】9 月 5 日郑商所红枣期货仓单录得 9986 张，较上一交易日减少 44 张。据统计，截至 9 月 4 日，36 家样本点物理库存在 9410 吨，周环比减少 46 吨，同比增加 76.45%。

【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，近期虽中秋节旺季逐渐临近，但下游整体成交情况一般，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）、康全贵（Z0022868）、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。