

金融期货早评

宏观：核心 CPI 增幅回升

【市场资讯】1) 发改委郑栅洁：努力完成全年经济社会发展目标任务，下半年不断释放内需潜力，进一步推动科技创新和产业创新深度融合。2) 财政部长蓝佛安：把做强国内大循环摆到更加突出的位置，持续发力、适时加力实施更加积极有为的宏观政策，全力支持稳就业稳外贸。3) 中国 8 月 CPI 同比转降 0.4%、核心 CPI 增幅回升至 0.9%，PPI 同比降幅收窄至 2.9%。4) 美国通胀意外下跌，8 月 PPI 环比-0.1%，四个月来首次转负，同比增速 2.6% 低于预期。PPI 公布后，特朗普：没有通胀，鲍威尔必须立即大幅降息。5) 美联储理事库克或将参与美联储下周决议投票，法官阻止特朗普罢免，美司法部迅速上诉。米兰出任美联储理事的提名获得参议院委员会投票通过。

【核心逻辑】国内方面，国新办就《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》相关政策措施展开解读。我们判断，此举或标志着促进服务消费系列政策的启动，后续预计将有更多政策逐步落地，需重点跟踪相关举措的实施进展。此类服务消费刺激政策，将与“以旧换新”等商品消费提振措施形成协同效应，共同支撑社会消费品零售总额增长，不过其实际提振效果仍需进一步观察。从国内物价指数来看，居民需求目前处于温和修复阶段，同时，反内卷对价格温和回升的支撑作用正逐步显现，市场对物价指数的反应整体较为平淡。海外方面，美国相关数据显示，其劳动力市场正逐步呈现走弱态势。美国 PPI 同比上涨 2.6%，为 6 月以来新低，低于市场预期的 3.3%，这使得市场对美联储降息的预期再度升温。展望后续市场，美联储议息会议公布的利率点阵图，将成为市场关注的核心焦点。

人民币汇率：美国通胀意外下跌

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1221，较上一交易日上涨 27 个基点，夜盘收报 7.1207。人民币对美元中间价报 7.1062，调贬 54 个基点。

【重要资讯】1) 中国 8 月 CPI 同比转降 0.4%、核心 CPI 增幅回升至 0.9%，PPI 同比降幅收窄至 2.9%。2) 美国通胀意外下跌，8 月 PPI 环比-0.1%，四个月来首次转负，同比增速 2.6% 低于预期。PPI 公布后，特朗普：没有通胀，鲍威尔必须立即大幅降息。3) 美联储理事库克或将参与美联储下周决议投票，法官阻止特朗普罢免，美司法部迅速上诉。米兰出任美联储理事的提名获得参议院委员会投票通过。

【核心逻辑】美元指数小幅收涨，美元兑人民币汇率则有所下行。国内物价指数对人民币汇率的影响偏中性：国内 CPI 同比小幅回落，PPI 同比降幅边际收窄。从物价数据可看出，居民需求仍处于温和修复阶段，同时“反内卷”对价格温和回升的支撑作用正逐步显现。整体来看，国内经济核心矛盾未发生根本性转变，市场对物价指数的反应也较为平淡。美国 PPI 同比低于预期，对美元指数形成边际利空：此次美国 PPI 同比录得 2.6%，为 6 月以来新低，显著低于 3.3% 的市场预期，市场对美联储的降息预期再度升温。总体而言，当前美元指数仍处于震荡区间内。而人民币汇率若想在短期内实现进一步上行，仍需依赖内外部环境的持续改善。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：短期缺乏新的利好驱动，预计震荡为主

【市场回顾】

昨日股指走势震荡，涨跌不一，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.21%。从资金面来看，

两市成交额下降 1404.01 亿元。期指方面，IF 放量上涨、IH 缩量上涨，IC、IM 放量下跌。

【重要资讯】

1. 美国通胀意外下跌，8 月 PPI 环比-0.1%，四个月来首次转负，同比增速 2.6% 低于预期。
2. 美联储理事库克或将参与美联储下周决议投票，法官阻止特朗普罢免，此案将直至美国高院。

【核心逻辑】

昨日股指震荡为主，两市成交额缩量至 2 万亿元以下。上午国内最新物价数据公布，CPI 同比转负，PPI 同比跌幅如预期收窄，但收窄幅度低于市场预期，因此对股指驱动力度较弱。近期股指呈现出多空博弈的态势，期指基差反复，昨日成交量加权平均基差表现为与前日反向，IH 回升其余品种均回落。总的来看股指短期缺乏新的上行驱动，同时利好政策预期提供支撑，进入震荡调整阶段，等待下一个变量出现驱动股指走出震荡区间，策略上建议多单继续持有。

【南华观点】短期预计震荡为主

国债：关注央行态度

【市场回顾】周三期债整体低开低走，午后中长期品种跌势加剧，品种全线收跌。现券收益率全线上行，中长端上行幅度较大。资金面持续偏紧。

【重要资讯】 1. 美国 8 月 PPI 环比-0.1%，四个月来首次转负增长，同比增速 2.6% 低于预期。
2. 财政部部长：下一步将把做强国内大循环摆到更加突出的位置，持续发力、适时加力实施更加积极有为的宏观政策。

【核心观点】债市昨日早盘延续弱势，午后伴随着 A 股回升，债市跌势加剧。虽然央行在公开市场加大投放，但资金面仍然偏紧。一级市场续发 5 年、50 年国债，中标情况好于预期，但并未带动二级市场情绪。本周债市持续调整与公募基金赎回费规定（征求意见，尚未实施）有关，机构有一定预防性赎回，基金持续卖出长债。短期市场情绪或导致期债继续下探，关注央行是否安抚市场。

【策略建议】暂时观望。

集运：估值低，但没有驱动，盘整收尾

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货早盘开盘后多头抢跑明显，但不敌现货预期疲软，多空胶着，盘整收尾。

【现货市场】：根据当日《欧线运价小纸条》数据统计，9 月 18 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 报价为\$1050，较 17 日船期下跌\$52，40GP 报价为\$1760，较 17 日船期下跌\$88。同期，9 月 18 日，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 报价\$1035，较 17 日船期提高\$100，40GP 报价\$1535，报价下调\$200。9 月 25 日，ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 报价为\$1244，较 22 日船期报价下调\$300，40GP 报价为\$1943，报价不变。

【重要资讯】：据报道，美国总统特朗普已要求欧盟对印度和中国施加高达 100% 关税，目的是迫使俄罗斯总统普京结束对乌克兰的战争。（背景：特朗普在华盛顿与欧盟官员会面，讨论加大对俄罗斯经济压力的选项。）

【南华观点】：总体来讲，集运指数期货的走势还是符合预期的，主力合约估值偏低，但没有驱动。因此只能这么僵持着。资金也没有移仓展期动能，次主力 2512 合约就这么被晾着。昨日提示的反弹点位在盘中还是有较好支撑，但力度太弱，如果没有驱动，也就是这般的行情。操作上建议快进快出为主。

对于套保者来说，昨日提示策略可以尝试。当期价不出现大幅下跌（>30%），“卖出看跌期

权（场外）+买入期货”组合维持盈利的概率较大。因此，我们可以随时关注期价走势，进行风险控制。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、傅小燕（Z0002675）、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：关注晚间美 CPI 对降息预期影响

【行情回顾】周三贵金属市场高位震荡，目前投资者等待今晚美 8 月 CPI 数据指引 9 月中旬降息幅度。8 月底来贵金属的强势主要受美联储宽松预期增强以及长端美债收益率大幅下滑影响。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 3680.4 美元/盎司，-0.05%；美白银 2512 合约收报于 41.65 美元/盎司，+0.75%。SHFE 黄金 2510 主力合约收 833.42 元/克，+0.21%；SHFE 白银 2510 合约收 9796 元/千克，-0.72%。数据方面，周三晚公布的美 8 月生产者价格指数（PPI）环比下降 0.1%，而 7 月的数据被下修，PPI 同比上涨 2.6%，该数据支持 9 月降息预期，且未浇灭 9 月降息 50BP 可能性。事件方面，美联储理事库克或将参与美联储下周决议投票，法官阻止特朗普罢免，美司法部迅速上诉。

【降息预期与基金持仓】年内降息预期略有回落，9 月降息 50BP 预期降温。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 0%，降息 25 个基点的概率为 92%，降息 50 个基点的概率为 8%；美联储 10 月累计降息 25 个基点的概率为 21.2%，累计降息 50 个基点的概率 72.6%，累计降息 75 个基点的概率 6.2%；美联储 12 月累计降息 25 个基点的概率为 2.7%，累计降息 50 个基点的概率为 27.8%，累计降息 75 个基点的概率为 64.1%，累计降息 75 个基点的概率 5.4%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓微增 0.27 吨至 979.95 吨；iShares 白银 ETF 持仓 15069.6 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 1.9 吨至 1252.2 吨；截止 9 月 5 日当周的 SGX 白银库存周减 35.3 吨至 1248.3 吨。

【本周关注】本周数据主要关注周四晚 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，短线看伦敦金银可能面临技术指标超买后的修正压力，事件上我们预计通胀数据难以支撑 50BP 降息幅度，经济或就业恶化才是主驱动。伦敦金关注下方 3600 支撑，强支撑 3500 区域，阻力位上移至 3700；伦敦银走势略弱于黄金，短期关注 40.4 附近支撑，强支撑 39.5-40 区域，上方目标位上移至 44-45 区域。操作上仍维持回调做多思路，前多可逢高减仓。

铜：小幅回升，短期或仍偏强运行

【市场回顾】沪铜指数在周三小幅回升，报收在 7.97 万元每吨；成交 10 万手；持仓 48 万手；上海有色现货升水 60 元每吨，现货升贴水小幅回落。周三夜盘，受 ppi 数据较低影响，投资者继续压注美联储降息，铜价上升。

【相关资讯】基本面保持稳定。

【逻辑分析】受到美国非农数据大幅不及预期影响，上周五夜盘黄金价格大幅上升，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。短期来看，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 万元每吨附近寻找支撑。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 万元每吨以上。

【交易策略】卖出虚值看跌期权，建议合约 CU2510P78000。

铝产业链：美国 PPI 数据低于预期

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20790 元/吨，环比+0.19%，成交量为 9 万手，持仓 20 万手，伦铝收于 2622 美元/吨，环比-0.02%；氧化铝收于 2933 元/吨，环比-0.37%，成交量为 23 万手，持仓 28 万手；铸造铝合金收于 20350 元/吨，环比+0.15%，成交量为 1667 手，持仓 7979 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，但 9 月 9 日晚美国劳工部将发布非农数据修正值，下调约 91.1 万个就业岗位，9 月 10 日公布 8 月 PPI 同比增长 2.6%，低于预期的 3.3%，前值为 3.3%；8 月 PPI 环比下降 0.1%，大幅低于预期 0.3%，前值为 0.9%，18 日降息幅度或将增大，推动铝价上涨。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。周一铝锭+铝棒社会库存增加，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，推荐卖出沪铝 2510 沽 20600 期权，或双卖策略卖出沪铝 2510 沽 20600 期权和沪铝 2510 购 21200 期权。

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。海外氧化铝成交价大幅下跌，期价跟随现货价格走弱，我们认为后续氧化铝难改下跌趋势，推荐卖出氧化铝 2510 沽 2800 期权。

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：弱势运行；铸造铝合金：震荡偏强

锌：短期难言趋势，仍处震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22215 元/吨，环比+0.41%。其中成交量为 83724 手，而持仓则减少 5145 手至 10.31 万手。现货端，0#锌锭均价为 22090 元/吨，1#锌锭均价为 22020 元/吨。

【产业表现】9 月 9 日，中国锌原料联合谈判小组（CZSPT）在广西崇左召开最新一期季度会议。小组成员就国内外锌精矿市场现状及未来走势进行了深入交流与探讨，并共同商议下一阶段国内外市场加工费的预期参考区间，会议上 CZSPT 发布 2025 年四季度末前进口锌精矿采购美元加工费指导价区间为：120 美元/干吨（平均值）至 140 美元/干吨（平均值）。

【核心逻辑】上一交易日，锌价日内偏向震荡为主。宏观上，非农下修和国内通胀数据基本符合预期，对盘面影响有限，需要关注一下晚上美国的通胀数据。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 月涨幅放缓。海外矿今年增量颇多，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，市场上对金九银十的预期较为一般，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，库存上锌价外强内弱格局愈发明显，交易策略上内外反套可以继续观望 LME 库存逼近极值，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：多空交织，底部支撑仍存

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 120850 元/吨，下跌 0.07%。不锈钢主力合约日盘收于 12915 元/吨，下跌 0.12%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 122650 元/吨，升水为 2200 元/吨。SMM 电解镍为 121550 元/吨。进口镍均价调整至 120750 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27900 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 3918.18 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-2.4%。8-12%高镍生铁出厂价为 952.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-3.02%。纯镍上期所库存为 26986 吨，LME 镍库存为 218070 吨。SMM 不锈钢社会库存为 918700 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29266.5 吨。

【市场分析】

沪镍盘面走势延续震荡，基本上支撑仍存。镍矿方面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，当前补货节点已过，但是下游仍有一定成交动向，整体供应相对偏紧，预计后续延续强势，MHP 报价受镍价影响有一定下跌。镍铁走势同样偏强，最新青山镍铁以 955 元/镍点成交，整体价格锚点有所上升，价格持续回调情况下利润有所修复。不锈钢方面同样维持震荡走势，现货端基本平盘报价，部分盘中灵活调涨，但是现货成交方面仍有一定博弈，

韩国对华不锈钢反倾销税落地，欧盟出口扰动仍存。现阶段持续关注美元指数、降息预期扰动以及不锈钢出口难度上升影响。

锡：保持稳定，或寻找支撑

【市场回顾】沪锡指数在周三保持稳定，报收在 27 元每吨；成交 6.8 万手；持仓 5.7 万手。周三夜盘小幅高开。

【相关资讯】基本面保持稳定。

【逻辑分析】锡价在周一的回落主要因为周五晚美国非农数据，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。短期来看，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。

【交易策略】卖出虚值看跌期权，建议合约 SN2510P270000。

碳酸锂:关注下游需求

【行情回顾】周三碳酸锂期货主力合约收于 70720 元/吨，日环比-2.99%。成交量 75.14 万手、持仓量 34.08 万手，日环比均（分别+27.01%、-3.00%）。碳酸锂 LC2511-LC2601 月差为平水结构，日环比-80 元/吨；主力合约基差为 2730 元/吨，大幅走强。仓单数量总计 38101 手，日环比+0 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场表现小幅走弱。锂矿市场价格下降，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 805 美元/吨，日环比-45 美元/吨。锂盐市场氢氧化锂价格小幅下跌，电池级碳酸锂报价 73450 元/吨，日环比-1150 元/吨；电池级氢氧化锂报价 79670 元/吨，日环比-500 元/吨，贸易商基差报价小幅走强。下游正极材料报价小幅走弱，磷酸铁锂报价变动+270 元/吨，三元材料报价变动-75 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】从当前基本面来看，尽管市场对视下窝锂矿复产存在短期乐观预期，但“金九银十”的下游旺季需求仍对碳酸锂价格形成有效支撑。即便视下窝锂矿能如期在 11 月复产，其产能释放也滞后于当前旺季周期，不会对现阶段的需求特征产生实质性影响，短期供给端扰动并未改变基本面支撑逻辑。

工业硅&多晶硅:会议预期向好，弱现实

【行情回顾】周三工业硅期货主力合约收于 8665 元/吨，日环比变动+3.03%。成交量约 62.29 万手（日环比变动+59.78%），持仓量约 27.80 万手（日环比变动-0.79 万手）。SI2511-SI2601 月差为 contango 结构，日环比变动-340 元/吨；新疆 553#主力合约基差-165。仓单数量 50045 手，日环比变动+90 手。

多晶硅期货主力合约收于 52885 元/吨，日环比变动-1.19%。成交量 41.19 万手（日环比变动-29.57%），持仓量约 13.70 万手（日环比变动-0.59 万手）。PS2511-PS2601 月差为 contango 结构，日环比变动-75 元/吨；仓单数量 7370 手，日环比变动+500 手。

【产业表现】工业硅现货市场报价平稳，贸易商基差报价平稳，整体情绪一般。多晶硅现货市场平稳。N 型多晶硅复投料报价 51.55 元/千克（日环比-0.05 元/千克）；下游 N 型硅片报价 1.27 元/片（日环比+0 元/片），电池片报价小幅上扬；分布式 N 型组件 182mm，报价 0.678 元/瓦（日环比+0%），集中式 N 型组件 182mm 报价 0.666 元/瓦（日环比+0.3%）。

【南华观点】市场普遍预期内蒙古会议将围绕工业硅行业能耗限制标准及具体环保要求展开讨论，短期对市场情绪存在一定正向提振作用。但从行业基本面来看，当前工业硅产业仍面临结构性压力：据统计，国内当前低于 12500KVA 的工业硅矿热炉数量达 66 台，占国内总量 712 台的 10%；且行业参与者以民营企业为主，企业布局分散、规模效应不足，在能耗管控、环保投入及成本控制方面的整体能力较弱，产业升级与合规化推进难度较大。基于上述基本面特征，当前工业硅的合理价格区间判定为 8200-8800；若价格突破该区间上限，将超出下游需求的承受能力，缺乏实际需求支撑，易引发价格回调。近期多晶硅市场传闻频发，导致价格波动主要受消息面与政策预期主导，已脱离传统基本面分析框架（如供需平衡、库存水平、成本结构等），价格走势呈现较强的不确定性。鉴于当前市场逻辑的特殊性，建议投资者对多晶硅品种保持高度谨慎，暂不适用常规基本面分析思路制定投资策略，需密切跟踪消息面与政策动态的变化，避免盲目入场，防范短期波动风险。

铅：偏弱震荡，短期内难有起色

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16795 元/吨，环比-0.80%，其中成交量 45315 手，而持仓量则增加 766 手至 50467 手。现货端，1#铅锭均价为 16700 元/吨。

【产业表现】8 月 CPI 同比增速-0.4%，环比 0.0%；PPI 同比增速-2.9%，环比回升至 0.0%。

【核心逻辑】上一交易日，铅价偏弱震荡，跟随伦铅走势。目前宏观利好在铅盘面上表现平平。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，整体开工率维持稳定，但长期来看仍较为一般，且对于铅锭的采买量和询价数量都处于颓势。目前国内库存维持震荡，LME 的铅锭库存居高不下。策略上可以考虑逢高卖出虚值看涨期权或是双卖策略，做空波动率，近期周报会写明具体策略操作。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）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：宏观乐观情绪抬头

【行情回顾】昨夜尾盘拉升

【信息整理】1. 美国 8 月 PPI 年率录得 2.6%，为 6 月以来新低。交易员加大了对美联储降息的押注。

2. 财政部部长蓝佛安：持续发力、适时加力实施更加积极有为的宏观政策。

3. 国家发展和改革委员会主任郑栅洁作国务院关于今年以来国民经济和社会发展计划执行情况的报告。报告表示，做好下半年经济工作，不断释放内需潜力，进一步推动科技创新和产业创新深度融合，坚定不移深化改革扩大开放。推进重点行业产能治理，实施好化解

重点产业结构性矛盾促进提质升级的政策措施，综合整治无序非理性竞争。

【南华观点】由于财政部门强调将实施更加积极有为的宏观政策，同时发改委表示要推进产能治理、整治无序非理性竞争，昨夜尾盘钢材及焦煤价格出现直线拉升。宏观政策发力叠加“反内卷”预期升温，市场乐观情绪再度抬头。从基本面数据来看，本周钢谷数据显示建材供需双双环比回升，但库存仍超季节性累积；热卷则供应增加而需求减弱，库存继续积累，整体钢材累库压力较大，现实基本面依然偏弱。不过，市场对传统旺季需求仍存一定预期。综合来看，当前基本面承压明显，但宏观层面支撑增强，海外降息预期上升，国内政策预期向好，宏观驱动向上。短期钢价或随宏观情绪震荡偏强，后续需重点关注宏观政策的具体落实以及旺季成材需求的表现，若库存持续累积，后续仍面临负反馈压力，基本面压制依然较强。

铁矿石：七连阳

【盘面信息】铁矿石冲高回落，01 合约已经日线级别七连阳。

【信息整理】1.根据钢谷网，本期建材和热卷产量皆上升，总库存增加，热卷需求下滑；2.杭州螺纹库存继续上升，乐从热卷库存仍出现季节性高位。3.英美资源与泰克资源 9 月 9 日宣布达成协议，将通过对等合并组建英美泰克集团（Anglo Teck group）。4.巴西淡水河谷公司(ValeVale3.SA)周二表示，该公司雇佣的消防员已经扑灭了位于巴西东北部马德拉港(Ponta da Madeira)海运码头一座附属塔的大火。巴西淡水河谷在给路透的一份声明中表示，这场大火并未影响其铁矿石出货计划，也未影响其预计出货的钢铁原料数量。5. Mysteel 焦煤：受安全因素影响，黑龙江鹤岗市一座产能 200 万吨的煤矿已经停产，该集团其余煤矿暂无影响，但当地民营煤矿已有停产现象。鹤岗市炼焦煤总产能 1718 万吨，但据官方数据统计，全市 2023 年原煤产量 1317.9 万吨，2024 年仅 874.2 万吨，且近两年除了国有矿正常生产外，民营煤矿生产环境相对艰难，因此民营煤矿全年开工率偏低。鹤岗市主要生产煤种为 1/3 焦煤，目前车板价现金含税 950-1040 元/吨。

【南华观点】短期铁矿石基本面有支撑，发运偏紧，铁水产量恢复。预计本周铁水产量能恢复至 239-240 万吨附近。但钢材库存压力仍在，近期雨水偏多，不利于下游需求，钢材持续累库，钢厂利润继续萎缩。下游需求不振、钢厂利润萎缩的状态下，铁矿石上方空间难打开。建议多单逢高止盈，空单逢高布局。

焦煤焦炭：情绪反复，不建议空配焦煤

【市场回顾】尾盘快速拉涨

【相关资讯】

1. 财政部部长蓝佛安：持续发力、适时加力实施更加积极有为的宏观政策。
2. 国家发改委郑栅洁：统筹推进物价水平合理回升、社会就业大局稳定与经济增长，综合整治无序非理性竞争。

【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，短期内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，焦煤反弹空间受限。中长期看，“反内卷”仍是下半年市场关注重点，投资者需警惕宏观情绪反复对煤焦市场的扰动。

【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空配

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。

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

能化早评

原油：EIA 超预期累库，地缘风险驱动反弹

【盘面动态】WTI 主力原油期货收涨 1.04 美元，涨幅 1.66%，报 63.67 美元/桶；布伦特主力原油期货收涨 1.1 美元，涨幅 1.66%，报 67.49 美元/桶；INE 原油期货收涨 0.82%，报 490.1 元。

【市场动态】1. 美国至 9 月 5 日当周 EIA 精炼油库存增幅录得 2025 年 1 月 3 日当周以来最大。美国至 9 月 5 日当周国内原油产量为 2025 年 3 月 28 日当周以来最高。美国至 9 月 5 日当周国内原油产量增幅录得 2025 年 1 月 31 日当周以来最大。美国至 9 月 5 日当周 EIA 汽油库存增幅录得 2025 年 7 月 11 日当周以来最大，结束此前连续 7 周的下降趋势。美国至 9 月 5 日当周 EIA 战略石油储备库存为 2022 年 10 月 7 日当周以来最高。2. 俄罗斯原油出口量创三个月新高。受黑海新罗西斯克港出口量增加推动，俄罗斯原油出口量升至三个月来的最高水平。与此同时，乌克兰无人机袭击加剧，导致俄罗斯炼油系统大范围受扰，使得更多原油可用于出口。截至 9 月 7 日的四周平均数据显示，俄罗斯海运原油出口量约为每日 334 万桶，较截至 8 月 31 日的前一周增长 4%。按波动性更高的七天数据计算，出口量增加了 20 万桶/日，达到 390 万桶/日。

【南华观点】周三油价涨超 1 美元，夜盘推动重心上移。尽管 EIA 数据显示原油成品油超预期累库，但地缘担忧盖过供应过剩压力——以色列袭击斡旋国卡塔尔的哈马斯代表团，叠加西方对俄制裁、美委摩擦升温，引发中东局势不确定性；中国为保障能源安全持续补库，支撑 SC 原油强于布伦特。当前油价受地缘与过剩压力拉扯，操作建议逢高做空，谨慎把握节奏。

LPG：偏强震荡

【盘面动态】LPG2510 盘面收于 4462 (+59)，LPG2511 盘面收于 4414 (+60)，FEI M1 收于 556 美元/吨 (+4)，CP M1 收于 549 美元/吨 (+3)，MB M1 收于 375 美元/吨 (+0)

【现货反馈】华东均价 4507 (+1)，山东均价 4520 (+10)，最便宜交割品价格 4410 (+0)。

【装置动态】福海创复产；

【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】地缘问题频发，隔夜原油延续反弹，内盘 pg 跟涨；海外丙烷端近期依然偏强运行，

开盘依然较多，形成支持。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 预期小幅下行，75%左右震荡，MTBE 及烷基化油开工有季节性走弱预期。

PTA-PX：产业利润承压后支撑加强

【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，PTA 环节现金流加工费和盘面加工费下方空间均较为有限，PX 环节利润近期压缩后支撑力度加强，单边上在油价进一步走弱前 PTA 震荡偏强。在操作上，PTA01 加工费建议 260 以下逢低做扩，单边 4650 下方可尝试布局 TA01 多单。

MEG-瓶片：累库预期提前，估值供需承压

【库存】华东港口库至 45.9 万吨，环比上期增加 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，yl 投产预期或将提前，四季度累库预期提前并幅度扩大，抢跑交易下估值进一步承压。目前累库预期已得到较多交易，在兑现之前不建议继续追空；乙二醇供应端“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，预计短期向下空间有限，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。目前而言，乙二醇近期基本面驱动有限，预计维持 4250-4400 区间震荡，突破需要依赖成本端及宏观驱动；在操作上，建议暂时观望，等待冲高布空机会。

甲醇：多单持有

【盘面动态】：周三甲醇 01 收于 2402

【现货反馈】：周三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，并有终端工厂提负；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 6948（-1）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6800 元/吨，华东现货价格为 6780 元/吨，华南现货价格为 6840 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】近期 PP 市场主要受到成本端的支撑，基本面驱动相对有限。从基本面来看，供给方面，大榭投产结束后，今年后续仅剩广西石化 45 万吨的新增产能计划。叠加当前装置检修维持较高水平，供给端增量压力不大。需求方面，虽然 PP 下游处于缓慢恢复阶段，但旺季补库氛围并不浓烈，基差持续偏弱，无法为 PP 提供强支撑。而在成本端，一方面，甲醇受伊朗限气影响走强，对 PP 形成成本支撑；另一方面，丙烯现货价格较为坚挺，PP 与丙烯价差已压缩至 200 元/吨以内，导致金能化学和裕龙石化暂停 PP 聚合装置、转而外售丙烯。同时，PDH 装置利润也明显收缩，目前已接近盈亏平衡线。因此，成本端的抬升为 PP 提供了较大支撑，预计短期内 PP 呈现震荡偏强走势。

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 7226 (-3)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7150 元/吨，华东现货价格为 7170 元/吨，华南现货价格为 7330 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】目前 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 原本自身基本而就

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：缺乏单边驱动，窄幅震荡

纯苯：

【盘面回顾】BZ2603 收于 6019 (+6)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5915 (-)，主力基差-104 (-6)

【库存情况】截至 9 月 8 日，江苏纯苯港口库存 14.4 万吨，较上期环比下降 3.36%。

【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。短期纯苯供减需增，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。周末“反内卷”未有进一步举措推出，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 7065 (+3)

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7115 (+10)，主力基差 50 (+7)

【库存情况】截至 2025 年 9 月 8 日，江苏苯乙烯港口库存 17.65 万吨，较上周期下降 2 万吨，幅度-10.18%；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：供应端有装置开始检修，供应减量将在本周开始体现，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，苯乙烯港库口去库困难。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，低估值但高库存，缺乏单边驱动，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。

高硫燃料油：跟随成本波动为主，等待做空裂解价差

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU2601 收于 2786 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：等待做多机会

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU11收于3383元/吨。

【产业表现】供给端：8月份，全球燃料油产量+12.6万桶/日至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RFCC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：尝试多配

【盘面回顾】BU11收于3450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-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。

橡胶&20号胶：多空分歧大，观望氛围浓

【行情回顾】

昨日沪胶小幅震荡，持仓量较高而成交量明显减少，RU2601 终收于 15980 (+25)，NR2511 收于 12745 (+30)。新加坡 TSR20 主力收于 175.1 (+0.3)；日胶烟片主力收于 320.4 (+0.7)。天气扰动持续影响未来边际产量，而宏观政策仍有较大变数，市场分歧较大。

【产业表现】

宏观方面：美国 8 月就业数据大幅不如预期，劳动市场衰退风险大；美国 PPI 数据显示通胀压力进一步减弱，降息预期加强，有助强金融属性商品估值抬升，后期关注最新数据修正。国内 8 月 PPI 与 CPI 同比维持下跌，但边际有所改善。今日重点关注美国 CPI 数据和欧洲央行利率决议。

供给情况：国内外产区降雨仍持续多发，原料价格受天气和胶价共同影响有所抬升。9 月开篇泰国中部、东部和东北部强降雨影响割胶，未来一周东北部天气好转。云南未来仍有降雨扰动割胶，胶水价格高位运行；海南近期天气好，割胶顺畅，未来一两周天气预计较好，但仍需关注秋台风的影响。据中国海关总署 9 月 8 日公布的数据显示，2025 年 8 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 66.4 万吨，较 2024 年同期的 61.6 万吨增加 7.8%。

库存端：据隆众资讯统计，截至 2025 年 9 月 7 日，中国天然橡胶社会库存 125.8 万吨，环比下降 0.7 万吨，降幅 0.57%。深色胶社会总库存为 79.3 万吨，环比降 0.5%。其中青岛现货库存降 1.7%；云南增 3.7%；越南 10#降 3%；NR 库存小计增 3%。浅色胶社会总库存为 46.5 万吨，环比降 0.7%。其中老全乳胶环比累 1.5%，3L 环比增 0.3%，RU 库存小计降 3%。需求端：上周轮胎厂检修等，开工均降，出货一般，库存小幅减少。美国关税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；目前胶价将加大其成本压力，诸多厂商开始上调售价。下游代理商库存偏高，但出于涨价担忧或维持备库，从而对远期采购需求有所抑制。国内乘用车批发日均销量维持同比增长，在政府补贴、车企优惠和贴息政策的多重刺激下，国内配套需求或保持较高韧性。

【南华观点】

产区整体天气扰动持续，9 月关注泰国雨季高峰和海南秋台风扰动，长期关注拉尼娜现象进程。8 月进口小幅增加，增量符合预期；随着胶价上涨，加工与进口利润打开，天气转好窗口将刺激生产，未来进口或维持小幅增量预期。近期干胶与轮胎成品库存均维持缓慢去库，但轮胎厂商成本压力大，未来开工提升有限。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；但在宏观宽松政策周期下，整体的替换需求有望稳增。国内重卡维持稳步替换进程，促宏观与消费政策逐步落地，国内需求淡转旺可期，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，胶价维持小幅震荡，观望氛围加重。预计 RU2601 维持震荡为主，目前价位单边建议观望，关注 16300 左右前高与 15800 左右支撑。逢低做扩深浅价差，近月有较高赔率，远月有较高安全边际。

【风险提示】

宏观政策、宏观预期与情绪、天气变化、贸易壁垒

尿素：现货磨底

【盘面动态】：周三尿素 01 收盘 1669

【现货反馈】：周三国内尿素行情继续弱势下滑，下调幅度 10-30 元/吨，主流区域中小颗

粒价格参考 1560-1660 元/吨。期现货氛围持续偏弱，山东、河南、安徽等区域低端价格已降至 1600-1610 元/吨附近，新单成交继续清淡。短线市场看空氛围浓郁。

【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：缺少主线，反反复复

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1281，0.23%

【基本面信息】

截止到 2025 年 9 月 8 日，本周国内纯碱厂家总库存 182.31 万吨，较上周四增加 0.1 万吨，涨幅 0.05%。其中，轻质纯碱 76.41 万吨，环比增加 1.39 万吨，重质纯碱 105.90 万吨，环比下跌 1.29 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。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。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 1181，-0.92%

【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】

上中游库存维持高位，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 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 2576，0.27%

【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：日内手法，底部可期

纸浆：日内手法，底部可期

【盘面】

sp2511 收盘于 4996 (+2)，仓 (-13783)；sp2601 收盘于 5272 (+2)，仓 (+3190)。

【现货】

山东银星报价 5650 元/吨 (-50)，山东俄针报价 5170 元/吨 (+0)，山东金鱼报价 4180 元/吨 (+0)。

【港口库存】截止 9 月 5 日，港口库存 206.6 万吨 (-1.8)

【月差结构】11-01 反套延续

【核心矛盾】

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。

昨夜盘增仓下跌，打出来新低，随后低位震荡。下午开盘之后一路减仓上行，最终长下影收阳线。盘面上看有砸盘掩护前几日空单出货的迹象。现货端今日只有银星价格下调，而俄针价格并未跟随变化。目前价格相对低位，结合技术上来看，建议短期观望，不追空，等待企稳。

此外，今日纸浆期权合约正式上市交易，纸浆风险管理工具又填新的一员。

原木：低波震荡，挂网格

【盘面】lg2511 收盘于 806.5 (+1)，持仓 (-442)

【现货】现货价格无变化。

【估值】仓单成本约 822 元/立方米。

【核心矛盾】

上周现货价格下调以及 CFR 报价的走弱已经交易完成。目前没有看到新的利空利多因素。盘面上也对于上述利空进行了迅速的定价。今日空单减仓离场，价格反弹。但后续的需求是否能够得到支撑，日均出库量是否能高位维持，目前来看尚不明确。短期的现货价格不会接连调整。预计盘面继续震荡运行。价格大区间在 780 - 830，小区间在 790 - 820。

策略上:

- 1) 逢高布空为主, 价格运行到区间上沿空配
- 2) 区间网格策略, 可以设置 805 作为价格中枢, 网格间距可以设置 5 - 10 之间, 区间范围为 790 - 820。设置上可以做空仓位 2 倍于低多仓位。同时注意风控, 若破网且超出个人的风控设置, 则果断止损。
- 3) 备兑看跌, 逢高卖出 lg2511 合约, 同时卖出 lg2511-P-775 头寸增厚收益。

丙烯: 现货强势, 盘面震荡

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6408 (+6), PL2602 盘面收于 6453 (+18); PP-PL01 价差 540 (-7); PL01-02 月差-45 (-12)

【现货反馈】华东均价 6600 (+25), 山东均价 6675 (+50)

【装置动态】滨华 PDH 降负; 大庆炼化 1#PP30 万吨, 东华能源单线 PP30 万吨检修; 石大胜华 PO7 万吨复产;

【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】盘面依然偏震荡, 现货在装置停车降负等情况下依然偏强势。原油在地缘问题影响下延续反弹, 目前拿 01CP 瞄 01 丙烯成本抬升至 6500 元/吨左右。需求端 PP 端与丙烯价差再次收缩, PP 拉丝跟丙烯价差收缩至 75, 粉料跟丙烯价差收缩至同样收缩至 105, 对 PP 开工形成压制, PP 粉料开工继续下行。目前盘面还是受到 PP 偏弱的压制。

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

鸡蛋: 鱼尾行情

【期货动态】主力合约 JD2511 收于 3020, 日环比-2.04%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.47 (+0.04) 元/斤; 主销区鸡蛋均价为 3.42 (-0.03) 元/斤。

【现货情况】

中秋备货预期仍存, 部分产区内销较好, 食品企业按需采购为主, 库存维持正常, 产区蛋价有稳有涨。销区北京、上海市场走货一般, 价格持稳。广东市场到车增加, 交投一般, 价格小幅回落。

【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。

油料：震荡走强

【盘面回顾】外盘缺乏更多谈判消息，叠加油脂消息带动走弱，内盘反之走强。

【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】外盘美豆进入收获期后存在一定尾部风险，后续继续关注美豆出口为主；内盘豆系稳步抬升，关注远月供需缺口；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】逢低做多。

油脂：外盘走弱带动油脂回调

【盘面回顾】MPOB 报告库存明显增长，加上夜盘美国生物燃料政策不确定性增加，油脂走弱。

【供需分析】棕榈油：马来西亚棕榈油局 MPOB：马来西亚 8 月棕榈油产量为 1855008 吨，环比增长 2.35%；进口为 49036 吨，环比减少 19.66%；出口为 1324672 吨，环比减少 0.29%；库存量为 2202534 吨，环比增长 4.18%。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：美国生物柴油政策再迎利空，白宫新计划或削减生物燃料需求，美豆油下跌。原料来看美国天气分化较大，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】关注棕榈油逢低做多的机会

豆一：破位下跌

【期货动态】9 月 10 日，豆一期货普遍下跌，主力 11 合约下跌 60 元/吨或 1.51%，收于 3912 元，盘面增仓放量下行，当日夜盘低开后小幅反弹，收于 3927 元。

【现货情况】东北部分产区迎来早熟豆上市，虽然价格同比下降明显，但价格水平仍偏高，中小游没有出现抢单情况，仍在等待主力豆源上市。南方产区逐步迎来上市高峰期，价格处于承压阶段。

【市场分析】东北产区新季粮源逐步由预期转为现实，初期量小，价格虚高，中下游并不急于入场收购，博弈低价为主，等待新季的产量及质量指引，关注早霜是否出现扰动。未来驱动以供应宽松为主，价格将阶段性承压，届时关注政策属性释放情况，主要体现为国储等各级储备收购力度情况。

【南华观点】11 合约套保空单持有。

玉米&淀粉：持续偏弱

【期货动态】CBOT 玉米下跌，需求相对不足。大连玉米淀粉继续走低。

【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 2170 元/吨，+0 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2550 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2790 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】东北辽宁新季玉米价格下调，但黑龙江深加工持续上调新季玉米收购价。华北地区深加工企业玉米价格持续弱势，普遍关注新玉米上市。销区市场价格暂无波动，但整体行情偏强为主。

【南华观点】现货市场涨跌不一，新作挺价意愿较强，盘面仍偏弱。

棉花：关注 USDA 报告调整

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨 0.5%，美元盘中走弱，关注 USDA 本周即出的全球供需预测报告。隔夜郑棉小幅上涨。

【外棉信息】据马托格罗索州农业经济学研究所(IMEA)数据显示，截至 9 月 5 日，该州采摘进度环比提升 15.6 个百分点至 92.2，同比仍落后但幅度缩窄。

【郑棉信息】近期新疆气温小幅回升，下周或再度降温，目前全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，当前预报显示，未来两周北疆地区降水或有增加，尤其是博州产区，后续需关注产区降雨对新棉采收进度的影响。当前下游处于季节性旺季时期，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仍对棉价形成支撑，同时新年度新棉预售较多，基差偏强，棉价下方调整空间或有限，但上方面临轧花厂套保压力，关注下游旺季走货及新棉开秤情况，待新棉上市后，在丰产格局之下，棉价或还将存在回落压力。

白糖：巴西火灾又起

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三收高，连续第三个交易日上涨。因过于干旱，巴西的甘蔗田发生火灾，或影响明年收成。

昨日夜盘郑糖横盘震荡，5500 支撑显著。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5940 元/吨。昆明中间商报价 5740-5930 元/吨。

【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，9 月第一周出口糖 76.9 万吨，日均出口 15.38 万吨，较上年同期减少 17%。

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。

苹果：修复反弹

【期货动态】苹果期货昨日上涨收回部分跌幅。

【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】短期市场波动剧烈，注意风险控制。

红枣：节日走货欠佳

【产区动态】目前新季灰枣进入上糖阶段，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，当前预报来看，各产区降雨较少，有利于红枣的生长。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 2 车，河北崔尔庄市场到货 1 车，整体成交一般，沧州特级枣价格略有下调，其余现货价格暂稳。

【库存动态】9 月 10 日郑商所红枣期货仓单录得 9325 张，较上一交易日减少 6 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）、戴鸿绪（Z0021819）、靳晚冬（Z0022725）、陈嘉宁（Z0020097）、陈晨（Z0022868）及助理分析师康全贵（F03148699）、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。