

南华期货早市观点汇总 20260826

南华研究院

(所有分析与结论仅供参考，请投资者务必谨慎选择！)

宏观金融 [宏观](#) [外汇](#) [股指](#) [国债](#)

贵金属 [铂金](#) [钯金](#) [黄金](#) [白银](#)

新能源 [碳酸锂](#) [工业硅](#) [多晶硅](#)

有色金属 [铜](#) [铝](#) [锌](#) [锡](#) [铅](#)

能源油气 [原油](#) [燃油](#) [低硫燃油](#) [沥青](#)

化工 [胶版纸](#) [纯苯](#) [LPG](#) [乙二醇](#) [甲醇](#) [聚丙烯](#) [聚乙烯](#) [聚氯乙烯](#) [苯](#)

[乙烯](#) [玻璃](#) [纯碱](#) [纸浆](#) [丙烯](#)

黑色 [螺纹钢](#) [热卷](#) [铁矿石](#) [焦煤](#) [锰硅](#) [硅铁](#)

油脂饲料 [豆粕](#) [棕榈油](#) [豆油](#) [菜油](#) [豆一](#) [玉米](#)

农副软商品 [生猪](#) [棉花](#) [棉纱](#) [白糖](#) [天然橡胶](#) [鸡蛋](#) [苹果](#) [花生](#) [红枣](#) [原木](#)

【宏观金融】

宏观：海峡局势边际缓和

【市场资讯】

1. 美国将启动名为“经济弃儿行动”（Operation Economic Outcast）的新制裁行动，试图进一步切断伊朗与全球经济体系的联系，并警告继续与伊朗开展商业往来的国家和企业将面临美国制裁风险。财政部还对近 60 个实体、个人及船只实施了制裁。任何为伊朗洗钱的实体将被移出美元体系。（金十）
2. 伊朗阿曼发布联合声明：拟建立霍尔木兹海峡临时海上通道。一位高级消息人士透露，美国提议解除封锁和制裁，以换取伊朗开放霍尔木兹海峡并停止其代理组织的袭击。（金十）
3. 加拿大总理卡尼对美国总统特朗普周末实施的新关税采取对等反制，并宣布推出支持计划，帮助受到贸易战升级冲击的加拿大企业。加拿大将把现有针对美国钢铁和铝产品的反制关税提高一倍，至 50%。美国制造的家具、服装和成衣、电子游戏机、智能手机以及其他电子产品同样适用

50%的关税。总体而言，这些报复性关税将影响价值约 200 亿美元的美国进口商品。（金十）

【南华观点】

1. 美国对伊朗实施名为“经济弃儿行动”的新一轮严厉制裁，美国军事行动未能达到目的后妄图用经济战逼迫伊朗就范，但这是一场雷声大雨点小的高风险博弈。美国虽号称发起“经济总攻”，任何与伊朗商业往来的国家都会面临美国制裁，但中国始终坚决反对没有国际法依据的非法单边制裁和“长臂管辖”，这导致行动实际效果可能大打折扣。而对伊朗来说，此前美国对伊制裁已经持续数十年，美国想彻底“窒息”伊朗经济几无可能。若美国强行推进严厉次级制裁，还可能激化地区冲突——不排除伊朗以轰炸沙特、阿联酋等海湾产油国的方式，反向推升全球油价，最终反噬美国自身通胀与经济稳定，甚至影响中期选举。
2. 伊朗与阿曼 8 月 25 日宣布拟建立一条临时安全海上通道，同日，美国通过巴基斯坦军方中间人向伊朗提出“解除封锁和制裁，换取伊朗开放海峡并停止代理人袭击”。市场认为中东局势边际缓和，地缘风险溢价回落带动油价跳水。短期双方都有缓和意愿，但根本性分歧仍存，后续双向波动风险仍大。
3. 加拿大选择对等反制美国施加的关税，此举不仅意在保护本国产业，更表明加拿大将贸易争端上升为国家主权和尊严问题，国内空前团结。由于双方立场僵硬、美国内部政策混乱，短期内冲突很可能继续升级，并可能引发其他国家的效仿，短期利空美股。

人民币汇率：霍尔木兹海峡自由通航有望恢复

【行情回顾】前一交易日，美元兑人民币整体呈现震荡走势。在岸人民币对美元 16:30 收盘报

6.7229，较上一交易日上涨 9 个基点，夜盘收报 6.7203。人民币对美元中间价报 6.7852，较上一交易日调贬 11 个基点。纽约尾盘，美元指数跌 0.09% 报 98.91。

【市场信息】

- 1、美伊停火谈判传重大进展，双方据称就霍尔木兹海峡自由通航达成共识，布油盘中一度跌逾 6%（华尔街见闻）
- 2、美国 8 月谘商会消费者信心指数降至 89.4，为七个月低点（华尔街见闻）
- 3、美联储柯林斯称若通胀未持续改善将考虑加息，AI 基建推高核心商品通胀（华尔街见闻）

【南华观点】美伊停火谈判传来重大进展，霍尔木兹海峡自由通航有望恢复，原油价格大幅下跌，通胀预期随之小幅回落，带动美债收益率、美元指数盘中走弱。尽管原油价格回落明显，通胀压力有所减轻，但市场仍在等待周五美联储主席沃什在杰克逊霍尔的讲话指引方向。人民币方面，美元兑在岸人民币汇率近期在 6.72 附近波动；而从央行中间价可推算出，逆周期因子已连续多日维持在 600bp 附近，较前期明显抬升。该信号也反映出当前央行或并不愿意看到人民币过快升值。

股指：震荡，关注今晚 PCE 数据

【期货盘面】昨日股指涨跌不一，上证 50、中证 1000 收涨，沪深 300、中证 500 收跌，两市成交额缩量，期指方面，IM 放量上涨，其余品种缩量上涨。

【市场信息】

1. 美伊停火谈判传重大进展，双方据称就霍尔木兹自由通航达成共识，布油盘中一度跌逾 6%。（华尔街见闻）
2. 美国 8 月谘商会消费者信心指数降至 89.4，为今年 1 月以来最低水平，反映未来六个月预期的分项指标同样跌至 1 月以来最低。（华尔街见闻）
3. 波士顿联储主席柯林斯表示，若通胀改善未能持续，近期收紧政策将是合适之举，通胀面临供给冲击与经济活动强于预期的上行风险，AI 基建似乎正在推高核心商品通胀。（华尔街见闻）

【南华观点】中东外交降温与油价重挫主导周二全球市场，A 股股指低开，午后拉升，但量能缩量显示上行动力不足。短期中东局势与美联储加息预期是海外主要扰动因素，存在较大不确定性，国内方面，内需疲弱导致基本面难以驱动指数全面上行，政策预期以托底为主。短期股指预计下有底上有压力，震荡为主，今晚将公布美国最新 PCE 数据，或扰动加息预期对股指走势产生较大影响。

国债：MLF 缩量续作落地，跨月资金面收敛期债全线微跌

【期货盘面】前交易日国债期货全线微跌，TL 主力合约已正式切换至 2612。盘面特征上，合约合计成交普遍缩量，2609 合约持仓加速出清，换月进入尾声。MLF 缩量续作落地，跨月资金面收敛压力显性化，期债承压。。T 主力合约结算价报 109.545，TL 主力合约结算价报 116.630。

【市场信息】1. 前交易日央行开展了 3860 亿 7 天期逆回购操作并投放 5000 亿 12M 期 MLF；并有 6000 亿 12M 期 MLF 到期；净投放 2860 亿。货币利率方面，DR001 为 1.4433%，DR007 为 1.4531%。（iFind）

2. 消息称美国与伊朗已达成停火协议，预计未来数日将正式对外宣布。这份网传协议包含霍尔木兹海峡航行自由以及依据伊斯兰堡备忘录重启谈判。美国与伊朗双方均尚未证实该协议。与此同时，有报道称，美国驻中东外交机构可能最早于本周开始让外交官返回，并逐步缩减此前采取的紧急措施。（Wind）

【南华观点】前交易日央行缩量 1000 亿续作 MLF，为近四个月来首次缩量；但结合前期的加量续作，此次缩量可以看作是对此前超额投放的对冲回吐，从月度合计口径看，操作整体偏中性，未显示收紧意图。此外，央行预告将于 8 月 27 日至 9 月 1 日开展隔夜逆回购操作，每日不超 6000 亿元，明确跨月护航安排。尽管政策呵护在线，资金面仍明显收敛，DR001 逼近 1.45%。盘面上，缩量下跌本身就说明市场对 MLF 缩量与资金面后续方向存在分歧，多空双方都在等待更明确的信号。可先止盈离场观望，后续重点观察跨月资金面的实际表现。

以上评论由分析师高翔（Z0016413）、翟帅男（Z0013395）、廖臣悦（Z0022951）、潘响

(Z0021448) 提供。

【贵金属】

铂金&钯金：铂钯震荡偏弱 关注周三晚 PCE

【期货盘面】昨日 NYMEX 夜盘铂钯震荡偏弱，最终 NYMEX 铂主连收于 1867.1 美元/盎司，-

1.17%，NYMEX 钯主连收于 1336.5 美元/盎司，-1.97%。地缘方面，美国拟向中东使馆重新派驻外交官，市场定价美针对伊朗的全面敌对行动不会再次爆发，油价跳水；伊朗称海峡临时谅解达成，仅限商船通行。关税方面，特朗普宣布明年起多类商品关税升至 50% 后，加拿大总理卡尼宣布其对应反制措施，贸易关税不确定性上升。

【市场信息】1、伊朗外交部副部长加里巴巴迪表示，根据伊朗与阿曼就霍尔木兹海峡航线新达成的谅解，进入波斯湾的航线将途经伊朗水域，离开波斯湾的航线将途经阿曼和伊朗水域，任何军舰不得通过该海峡，只允许商船通行。（金十）

2、加拿大将把现有针对美国钢铁和铝产品的反制关税提高一倍，至 50%。美国制造的家具、服装和成衣、电子游戏机、智能手机以及其他电子产品同样适用 50% 的关税。（金十）

3、美国国务院正准备让外交官重返在伊朗战争爆发前及战争期间撤离的中东使馆，这表明特朗普政府预计全面敌对行动不会再次爆发。据《纽约时报》获得的一份美国国务院内部文件，美国驻中东外交机构可能最早于本周开始让外交官返回，并逐步缩减此前采取的紧急措施。三名美国官员也证实了相关调整。（金十）

【南华观点】1、贵金属在深度回调后已部分定价美联储鹰派预期，估值端进一步下修空间预计有限。当前加息预期交易已较为拥挤，随着近期原油价格整体可控震荡，美国经济就业通胀等数据降温，美股震荡调整，美联储加息预期略有降温，目前市场焦点转向月底全球央行年会，沃什预计将发表主旨演讲。我们仍预计美联储或于下半年暂停加息，8-9 月铂钯仍有望迎来修复性上涨。

2、月度角度看，贵金属交易焦点转向 8 月底全球央行年会。NYMEX 铂压力 2000 附近，支撑关注 1750 附近；NYMEX 钯压力 1420 附近，支撑关注 1300 附近。

3、中长期看，电子布需求爆发提振了铂金玻纤领域的需求，铂工业需求的疲软得到一定程度的缓冲，钯金需求因过度集中于汽车尾气催化剂而不断承压，铂钯价差中长期或偏强运行。

4、接下来本周美国数据方面主要关注周三晚公布的美 7 月 PCE 和二季度实际 GDP 年化季率修正值、周五晚美密歇根大学消费者信心指数终值等数据，事件上重点关注铂钯 232、后半周杰克逊霍尔全球央行年会与周五 22:00 沃什讲话，另继续关注美伊局势进展。

【风险提示】风险上警惕中东局势反复、美联储鹰派预期回归带来的宏观压制，警惕俄乌冲突升温威胁钯金供应链。

黄金&白银：美债担忧暂缓 关注晚间美 PCE

【期货盘面】周二金银整体高位震荡，沪金和沪银期货持仓略有下降，估值端美指低位震荡，长端美债收益率明显回落，原油回落，美股反弹。最终 COMEX 黄金 2612 合约收报 4715.9 美元/盎司，+0.39%；COMEX 白银 2609 合约收报 68.63 美元/盎司，+0.05%。

【市场信息】1、消息面，美国 8 月谘商会消费者信心指数降至 89.4，为今年 1 月以来最低水平，反映未来六个月预期的分项指标同样跌至 1 月以来最低。（来源：华尔街见闻）2、地缘方面，美伊停火谈判传重大进展，据称就霍尔木兹自由通航达成共识。伊朗与阿曼讨论分阶段框架，拟设临时联合航运通道并联合扫雷。美国拟遣外交官重返中东，巴方携解制裁提议斡旋，多重信号叠加令市场对中东局势升级的担忧缓解。消息后原油价格明显回落。（来源：华尔街见闻、金十数据）3、投资需求方面，全球最大黄金 ETF-SPDR 黄金持仓日度较少 1.141 吨至 1048.348 吨，中国最大黄金 ETF-华安黄金持仓日增 0.33 吨至 117.01 吨；全球最大白银 ETF-iShares 白银持仓减少 36.53 吨至 15362.73 吨。（来源：金十数据、万得）4、美联储货币政策预期方面，CME 美联储观察显示，美联储 9 月较当前维持利率不变概率 60.4%，加息概率 39.6%；10 月较当前维持利率不变概率 45.7%，加息概率 54.3%；12 月较当前维持利率不变概率 27.6%，加息概率 72.4%。（来源：金十数据）5、接下来本周美国数据方面主要关注周三晚公布的美 7 月 PCE 和二季度实际 GDP 年化季率修正值、周五晚美密歇根大学消费者信心指数终值等数据，事件上重点关注后半周杰克逊霍尔全球央行年会与周五 22:00 沃什讲话，另继续关注美伊局势进展。

（来源：金十数据）

【南华观点】1、贵金属在深度回调后已部分定价美联储鹰派预期，估值端进一步下修空间预计有限。当前加息预期交易已较为拥挤，随着近期原油价格整体可控震荡，美国经济就业通胀等数据降温，美股震荡调整，美联储加息预期略有降温，但美联储内部分歧仍抑制加息预期的修正幅度。我们仍预计美联储或于下半年暂停加息，9 月金银仍有望延续反弹。基准情景下，我们亦预计美联储年内降息概率仍偏低，这也或将制约下半年贵金属反弹高度；但 2027 年二季度美联储仍有望重启降息窗口，主因 2026 年 3 月高基数效应将显著压低同比读数，叠加 AI 经济热度或边际降温。若沃什于 2027 年推进缩表，降息也将与缩表形成政策对冲。2、月度角度看，宏观上美债风波引发关注，市场焦点转向月底全球央行年会，沃什预计将发表主旨演讲，另 9 月将公布就业通胀及经济数据，以及 9 月 17 日将召开美联储 FOMC 会议。短期来看，伦敦金银周线收长阳，预示短线强势。但日线角度看，金银面临短线调整压力吧，伦敦金关注 4700 压力，强阻力 4800 区域，短线关注 4500 区域支撑；伦敦银阻力 70-71 区域，支撑 66。

【风险提示】风险上警惕中东局势反复、美联储加息预期升温、AI 科技股重新强势以及流动性风险等。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）提供。

【新能源】

碳酸锂:9月排产环比增加,金九旺季如期到来

【期货盘面】碳酸锂主力期货合约收盘价 150280 元/吨,日环比-5.4%;成交量约 22.91 万手,日环比+4.27%;持仓量约 35.42 万手,日环比-0.49 万手。LC2611-LC2701 月差呈现 Contango 结构,日环比+880 元/吨;仓单数量 41940 手,日环比+650 手。

【现货基差】锂电产业链现货市场价格走弱,现货成交活跃。锂矿市场价格走弱,澳洲 6%品位锂精矿 CIF 报价环比-0.8%。锂盐市场报价走走弱,电池级碳酸锂报价 15.7 万元/吨;电池级氢氧化锂报价 14.4 万元/吨,贸易商基差报价走强。下游正极材料报价平稳,磷酸铁锂报价环比-1.44%,三元材料报价环比-0.91%;六氟磷酸锂报价-0.9%,电解液报价+0%。

【估值利润】据 SMM 数据,外购锂矿理论利润平稳;回收锂盐理论利润平稳;磷酸铁锂理论利润平稳。

【供需库存】无

【市场信息】据大东时代数据,2026 年 9 月份中国电池排产环比+9.2%。

【南华观点】当前碳酸锂市场定价核心围绕库存去化的现实兑现展开。进入“金九银十”传统消费旺季,锂盐社会库存持续下行,叠加下游正极材料厂及电芯企业排产环比修复,旺季需求兑现逻辑逐步验证,对价格形成底部支撑。但从技术面看,16.5 万元/吨上方存在密集压力位,价格上行空间短期或将受到明显压制。综合判断,碳酸锂下方有旺季需求与去库支撑,上方有技术面压力位,行情更可能呈现宽幅震荡格局。预计主力合约核心运行区间为 13—16.5 万元/吨。

【风险提示】宏观扰动、供给端复产超预期、需求端不及预期

工业硅&多晶硅:供需博弈延续:工业硅减产预期支撑盘面,多晶硅上行动力不足

【期货盘面】工业硅期货主力合约收于 8775 元/吨,日环比变动+0.52%。成交量约 15.75 万手,日环比-31.46%;持仓量约 30.44 万手,日环比+0.70 万手。SI2611-SI2612 月差为 Contango 结构。仓单数量 33535 手,日环比变动 0 手。

多晶硅期货主力合约收于 37155 元/吨,日环比变动-1.43%。成交量 10.12 万手,日环比-1.10%;持仓量 11.36 万手,日环比+1032 手;PS2611-PS2612 月差为 Contango 结构;仓单数量 23250 手,日环比变动+70 手。

【现货基差】工业硅产业链现货报价持稳。新疆 553#工业硅报价 8600 元/吨;99#硅粉、553#硅粉报价 9500 元/吨;有机硅报价 13500 元/吨;铝合金报价 23900 元/吨。

光伏产业链现货报价整体持稳。多晶硅 N 型复投料报价 40.5 元/千克;硅片价格 1.12 元/片。电池片 Topcon-210R 价格 0.3415 元/瓦。集中式 N 型 182 组件报价 0.7045 元/瓦;分布式 N 型 182 组件报价 0.7135 元/瓦。

【估值利润】工业硅行业平均利润小幅上涨，受近期能源成本上涨影响，叠加运输成本偏高，工业硅综合成本较高，但成交价格也有小幅上涨。工业硅下游有机硅、铝合金环节薄利运行，多晶硅现货、下游硅片、电池片环节利润有所上涨，主要是光伏产业链现货价格受市场情绪影响大幅抬高。

【供需库存】工业硅供应存在收紧预期，需求端下游消耗增加。经 Mysteel 消息，新疆某大厂东部产区月底确认停炉 32 台。多晶硅近期需求增加；有机硅开工率小幅提高；铝硅合金开工率维持平稳，需求端整体支撑力度有所上升。库存方面，近期提货有所增加，社会库存持续下降。

多晶硅头部企业报价大幅上涨，但市场仅有少量成交。供应方面产出仍维持高位，硅料厂家库存持续攀升；下游硅片、组件部分厂家处于原料库存低位，进行刚需采购，大规模补库意愿不足。在需求未有效回暖背景下，行业整体去库进程阻力较大，短期行情仍需观察现货成交与政策落地情况。

【市场信息】无

【南华观点】受市场供应收紧预期影响，工业硅期货高位震荡。目前整体开工率维持稳定，主要关注下游需求依旧疲软与供给端减产的博弈，建议持续关注大厂减产落地情况与下游多晶硅开工消耗工业硅情况。

多晶硅期货延续下行，受硅料龙头反内卷挺价倡议与政策预期落地不确定性影响，市场情绪反复。叠加光伏产业链硅片、电池片价格联动修复、煤炭成本底部支撑，多晶硅期货维持宽幅震荡格局。下游硅片企业受到海外“抢出口”需求与印度年末采购旺季带动，出口订单集中释放，市场供应偏紧。但多晶硅现货高库存、需求疲软的矛盾并未化解，持续上行缺乏现货基础支撑。后续重点跟踪三大信号：一是挺价倡议的落地执行效果、产业链涨价能否持续向下游组件及终端传导；二是成本端煤价走势变化，持续关注成本端支撑力度；三是海外硅片需求变化。

以上评论由分析师余维函（Z0023762）提供。

【有色金属】

铜：LME 注销仓单反超注册仓单，低库存格局支撑铜价

【期货盘面】沪铜主力涨幅 0.5%，报 108700 元/吨；LME 期铜涨 0.36%，报 14324.5 美元/吨；CMX 铜主力收盘涨幅 1.6%，报 6.71 美元/磅。

【现货基差】现货报价：1#电解铜报 108300-108600 元/吨，均价 108450 元/吨，较上一交易日上涨 500 元/吨，对 2609 合约报升水 180-300 元/吨。其中升水铜报升 260-300 元/吨，平水铜报升 180-240 元/吨，湿法铜报升 150-170 元/吨，非注册铜报升 120-140 元/吨。

现货评述：铜价小幅震荡运行，现货市场交投尚可，进口到货相对有限，现货流通依然不宽裕，叠加库存去化对现货形成支撑；期货月差维持升水，持货商报价积极，上午盘中沪铜震荡下跌，下游逢低采购，升水先抑后扬。SHMET 基差日报（8 月 25 日）：现货-沪铜主力收盘后基差为 470

元/吨，较上一交易日上涨 430 元/吨，基差率 0.44%，基差明显走强。

-LME 升贴水（8 月 24 日）：LME 铜现货结算价 14344.0 美元/吨，现货到三个月升水超 100 美元/吨（前值-88.55），维持深度 Back 结构。

洋山铜溢价（日度）：93 美元/吨，前值 95 美元/吨。

【估值利润】铜精矿 TC：8 月 21 日当周 SMM 进口铜精矿指数（周）报-182.14 美元/干吨，较前一周下跌 6.77 美元/干吨，负加工费深度继续扩大，冶炼环节原料采购持续倒贴，冶炼利润承压明显，矿端紧张格局未有缓解。

【供需库存】LME 库存（8 月 25 日）：铜库存 238725 吨，较前一日减少 1525 吨；注册仓单 106950 吨，注销仓单 131775 吨——注销仓单反超注册仓单，注销占比约 55%，伦敦库存流出压力显著，引发市场对供应紧张的担忧。（来源：上海金属网 LME 库存/注销仓单快讯）

COMEX 库存（8 月 25 日）：铜库存合计 448534 短吨，较前一日持平，主要集中于新奥尔良（262146 短吨）。（来源：上海金属网 COMEX 铜库存统计）

SHFE 仓单（8 月 25 日）：上期所铜期货仓单 38619 吨，较前一日减少 2484 吨（前一日减少 5002 吨），连续两日较快去化。（来源：上海金属网上期所仓单日报）

SMM 铜社会库存：截至 8 月 13 日全国主流地区电解铜社会库存 11.67 万吨，周环比减少 0.25 万吨；最新周度数据暂无公开渠道获取，本期不更新。（来源：SMM 快讯）

-资金面：截至 8 月 21 日当周，LME 投资基金铜净多头 4.87 万手，较前一周减少 3625 手，基金小幅获利了结。（来源：上海金属网 LME 基金持仓周报）

【产业信息】

1. 紫金矿业：洪水扰动卡莫阿-卡库拉矿，全年铜产量目标承压。刚果（金）大型铜矿受洪水影响，全年产量目标面临压力，进一步推升全球铜供应担忧。（来源：上海金属网转外电，8 月 24 日消息）
2. 江西铜业 2026 年半年度净利润同比增长 106.77%，上半年实现营业收入 3071.55 亿元，高铜价显著改善矿冶一体企业盈利。（来源：上海金属网，公司公告，8 月 25 日）
3. 法兴银行：AI 重塑铜价逻辑，LME 更纯粹反映需求。研报称 AI 投资、跨市场套利与美国关税政策正改写铜价定价逻辑。（来源：上海金属网，8 月 25 日）
4. 上海市印发《上海市加快国际贸易中心建设“十五五”规划》：提出扩大铜、铝等重点金属品类交易规模，加快健全锂、钴、镍等新兴金属期货品种序列。（来源：上海金属网，8 月 25 日）

【南华观点】当前铜价处于“矿端深度短缺+交易所低库存+现货结构走强”三重支撑格局。矿端，SMM 进口铜精矿 TC 周度指数跌至-182.14 美元/干吨且仍在下探，负 TC 深度倒挂制约冶炼释放弹性，叠加卡莫阿-卡库拉洪水扰动，供应端故事延续；库存端，LME 注销仓单（131775 吨）反超注册仓单（106950 吨），LME 现货对三个月升水 88.55 美元/吨的深 Back 结构印证现货紧缺，国内 SHFE 仓单连续两日较快去化、现货流通不宽裕，基差单日走扩 430 元至 470 元/吨。

短期抑制因素在于：绝对价格高位压制下游采购节奏（以逢低刚需为主），LME 基金净多持仓小幅减持，美元走强对以美元计价金属形成压力。

总体判断铜价易涨难跌、高位偏强震荡，回调空间受低库存与现货升水约束。

沪铜主力参考区间：107000-109500 元/吨，价格重心约 108000-108500 元/吨。

伦铜参考区间：14000-14500 美元/吨，价格重心约 14250-14300 美元/吨。

【风险因素】1. 高价持续抑制国内下游消费，若现货升水回落、库存转为累积，价格支撑弱化；2. 美联储政策路径及美元超预期走强，压制大宗商品估值；3. 美国关税政策及跨市场套利资金流动反复，加剧内外盘波动；4. 矿山扰动（刚果金洪水、出口禁令执行力度等）缓解快于预期，供应紧张叙事降温；5. 基金多头进一步减持带来的资金面回撤。

铝产业链：海外氧化铝供应扰动升温，产业链走势分化

【期货盘面】隔夜，沪铝主力收于 23975 元/吨（+175，+0.74%），持仓减少 3433 手，价格上涨减仓；氧化铝主力收于 2664 元/吨（-27，-1.00%），铸造铝合金主力收于 23265 元/吨（+120，+0.52%）；LME 铝收于 3244 美元/吨（+31.5，+0.98%），Cash-3M 贴水 16.48 美元/吨（贴水收窄 0.11 美元/吨），库存 24.68 万吨（减少 0.01 万吨）。

盘面表现呈现上下游分化，海外铝价及沪铝偏强，氧化铝延续弱势。俄铝几内亚物流中断对海外氧化铝供应预期形成扰动，但国内氧化铝现实供应相对充裕，事件尚未改变国内近端供需格局。

【现货基差】SMM 氧化铝指数 2679.76 元/吨（-0.44），最新可得期现基差 11 元/吨（+17，走强）；SMM A00 铝 23740 元/吨（-60），华东现货平水（持平），现货市场持货商积极出货，下游按需采购，高价接受度有限，成交表现一般；SMM ADC12 均价 23900 元/吨（-100，最新可得），铸造铝合金基差 845 元/吨（持平），废铝成本仍有支撑，但现货需求偏弱。

【估值利润】氧化铝即期利润-65.64 元/吨（-0.54），行业仍处亏损状态，利润继续压缩；电解铝即时利润 7686.77 元/吨（+120），仍处历史偏高水平；ADC12 理论利润-57 元/吨（+49，亏损收窄），精废价差 1120 元/吨（-20）；沪铝进口亏损 2895.11 元/吨（亏损收窄 92.73），氧化铝进口亏损 423.78 元/吨（亏损扩大 38.65），两个进口窗口均维持关闭。

【供需库存】国内铝锭社会库存 86 万吨（较上期减少 1.5 万吨），铝棒库存 14.45 万吨（增加 0.15 万吨），铝锭出库量 13.54 万吨（增加 1.22 万吨），铝锭延续去化、铝棒小幅累积，库存结构有所分化。无锡、巩义及广东铝锭库存分别为 31.65 万吨、20.8 万吨和 16 万吨。

氧化铝周度产量 168.8 万吨（持平），开工率 74.32%（持平），运行产能 8801 万吨；电解铝周度产量 87.48 万吨（持平），运行产能 4561.38 万吨（持平），开工率 98.54%。下游综合开工率 60%（+0.1 个百分点），其中铝箔开工率 70.4%（+0.3 个百分点）、板带开工率 69.2%（+0.2 个百分点），线缆和型材开工率分别持平于 62.4%和 50.8%，需求边际改善幅度有限。

【市场信息】①俄铝在几内亚运营的一列氧化铝运输列车发生脱轨，通往 Friguia 氧化铝厂的铁路运输中断，氧化铝出口暂时停止。炼厂生产仍在继续，但运行负荷下降，事故同时影响燃料、

烧碱等原料运输。该厂设计产能约 60 万吨/年，近年实际产量约 45 万吨/年，短期将对海外氧化铝流通形成扰动，但实际影响取决于铁路修复进度。（转载平台：上海有色网；原始来源：路透社）

②加拿大宣布对价值 276 亿加元的 700 多种美国商品加征反制关税，措施将于 9 月 8 日生效。多数美国钢铝制品进口关税将由 25% 提高至 50%，部分钢铝衍生品适用 25% 关税。北美贸易摩擦可能推高区域铝产品流通成本，同时压制制造业风险偏好。（转载平台：上海金属网；原始来源：加拿大联邦政府、加拿大财政部）

【南华观点】海外氧化铝物流扰动与国内氧化铝供应宽松并存，同时铝锭库存去化对沪铝形成支撑，但高利润及下游需求韧性不足限制上方空间。

氧化铝：海外氧化铝成交价格升至 366.8 美元/吨 FOB 东澳及 374 美元/吨 CIF 马来西亚，海外供应风险溢价有所回升；国内氧化铝港口库存下降、行业持续亏损，也对价格下方形成支撑。但国内周度产量和运行产能保持稳定，现货仍贴水期货，盘面上涨缺乏国内现货配合。预计主力合约短期运行区间 2630—2750 元/吨，上方关注 2730—2750 元/吨压力，下方关注 2600—2630 元/吨成本支撑。

沪铝：国内电解铝供应基本无弹性，铝锭库存维持去化，海外铝厂供电及物流风险尚未完全消退，价格下方仍有支撑。但 LME 现货贴水扩大，国内铝棒累库、出库量下降，电解铝利润仍接近 7500 元/吨，限制估值继续上行。预计沪铝主力短期运行区间 23400—24100 元/吨；若现货由贴水转为升水且库存去化加快，上方可测试 24200 元/吨，反之关注 23300—23400 元/吨支撑。

铸造铝合金：期货反弹幅度高于沪铝，但上涨伴随减仓，持续性仍需现货验证。废铝成本及现货高基差提供支撑，传统淡季和 ADC12 负利润则限制企业主动降价空间。预计主力合约短期运行区间 22700—23500 元/吨，短期以修复基差、跟随沪铝波动为主。

关注风险：国内铝锭去库持续性；海外氧化铝供应扰动及成交价格变化；Bell Bay 电解铝厂供电协议进展；LME 现货贴水及海外铝厂复产；国内下游旺季订单兑现情况。

锌：美国弱数据叠加 LME 紧张，夜盘明显上冲

【期货盘面】8 月 25 日沪锌 2610 开于 26000 元/吨，最高 26160 元/吨，最低 25960 元/吨，收于 26070 元/吨，较前结算上涨 115 元/吨、涨幅 0.44%；成交 142232 手，持仓 152334 手，增仓 7906 手。日盘在七地库存下降及伦锌供应担忧带动下增仓上行。夜盘高开后短暂回踩，随后快速上冲。美国消费者信心和新屋销售低于预期、10 年美债收益率回落，与 LME 锌仓单集中及供应紧张共同推动估值上移。

【现货基差】8 月 25 日 SMM 0# 锌报 25910 元/吨。

【估值利润】国产锌精矿加工费约-1550 元/吨，进口矿加工费约-110 美元/干吨；精炼锌生产利润约亏损 5005 元/吨，含税进口亏损约 5511 元/吨，硫酸均价约 1835 元/吨。镀锌、压铸锌合金和氧化锌最新周度开工率约 53.26%、49.46% 和 52.33%。矿冶估值仍低，下游开工边际修复，但高

价原料下的采购持续性尚不强。

【供需库存】负加工费和局部检修限制冶炼增量，不过国内锭端供应尚未形成明显缺口；初端开工回升，淡季向旺季切换仍较温和。8月24日七地社会库存 26.83 万吨，较 8 月 20 日减少 0.21 万吨；8 月 21 日上期所周库存 155954 吨、周增 1181 吨，仓单 114403 吨、日降 657 吨。8 月 25 日 LME 锌库存约 95050 吨、日增 1800 吨。社会库存去化与 LME 增库分化，海外现货紧张更多体现为仓单集中和期限结构，而非库存单日方向。

【市场信息】1、8 月 24 日 SMM 七地锌锭社会库存降至 26.83 万吨，较 8 月 20 日减少 0.21 万吨，国内库存边际改善（SMM）

2、8 月 25 日 LME 锌库存约增加 1800 吨至 95050 吨，但伦锌价格仍处高位，少数机构持有较多仓单及近月头寸，结构性紧张尚未消退（LME、文华财经）

3、国产及进口锌精矿加工费约为-1550 元/吨和-110 美元/干吨，冶炼利润亏损约 5005 元/吨，矿冶两端供应弹性受限（SMM、钢联）

4、北京时间 8 月 25 日 22:00 后，美国 8 月消费者信心为 89.4，低于 90.2 的预期及修正后前值；7 月新屋销售 60.7 万套，低于 62 万预期和修正后前值 67.8 万套，10 年美债收益率回落至 4.66% 附近，降低有色贴现率压力（美国经济咨商局、美国商务部、AP）

【南华观点】锌日盘和夜盘都表现出资金主动回补特征，驱动并非单一宏观事件：国内社会库存下降改善短期预期，LME 仓单集中又放大了外盘弹性；美国消费和住房数据偏弱、长端收益率回落，则为夜盘提供了估值助力。国内交易所库存仍高，冶炼尚未出现系统性减量，反弹高度仍取决于社会库存能否连续下降以及现货升贴水能否跟随盘面修复。

锡：海外去库支撑估值，国内累库约束高度

【期货盘面】8 月 25 日沪锡 2610 开于 429400 元/吨并触及日内最高，最低 423500 元/吨，收于 425460 元/吨，较前结算下跌 1540 元/吨、跌幅 0.36%；成交 82221 手，持仓 38734 手，增仓 2432 手。日盘开盘后快速下探，国内库存回升及高价需求承接不足压制盘面。夜盘开于 425980 元/吨，低位修复至日盘收盘上方；美国弱数据和长端收益率下降改善贴现率环境，但反弹幅度弱于锌。

【现货基差】8 月 25 日 SMM 1#锡报 424250 元/吨。

【估值利润】云南 40%和广西 60%锡精矿加工费约 18000 元/吨和 14000 元/吨，精炼锡进口利润约 3614 元/吨。云南、江西精炼锡开工率最近可核验为 82.91%和 32.79%，8 月 21 日最新调研显示两地开工继续分化；7 月精炼锡产量 15290 吨、环比减少 140 吨，焊料开工率 72.8%、环比下降 6 个百分点。矿端约束仍在，但进口盈利和云南较高开工缓和了近端供应压力。

【供需库存】缅甸雨季、爆破审批、印尼政策及刚果（金）物流仍带来矿端不确定性；国内冶炼整体并未明显收缩。焊料开工回落，电子链高价承接偏弱。SMM 确认截至 8 月 21 日锡锭社会库存连续第三周回升，但精确总量锁定；钢联全国主要市场库存为 9541 吨、周增 783 吨。8 月 21 日上

期所周库存 6018 吨、周增 56 吨，仓单 5340 吨、日降 84 吨；8 月 25 日 LME 锡库存约 5155 吨、日降 75 吨。国内累库与海外去库分化，低海外库存继续放大价格波动，国内需求则尚未形成同向配合。

【市场信息】1、截至 8 月 21 日，国内锡锭社会库存连续第三周回升；钢联全国主要市场库存增至 9541 吨、周增 783 吨，而上期所周库存为 6018 吨、周增 56 吨（SMM、钢联、上期所）

2、8 月 25 日 LME 锡库存约减少 75 吨至 5155 吨，海外低库存延续，与国内累库形成分化（LME 数据）

3、印尼 7 月精炼锡出口 4564.53 吨、同比增加 20.36%；与此同时，缅甸复产仍受雨季和爆破审批约束，供应改善并不稳定（印尼贸易部、SMM）

4、美国消费者信心及新屋销售低于预期后，长端美债收益率回落；北京时间 8 月 26 日 20:30 将公布 7 月核心 PCE，环比预期 0.2%、前值 0.1%，同比预期与前值均为 3.3%，锡对利率和风险偏好的二次定价较敏感（财联社、BEA）

【南华观点】锡的矿端不确定性和海外低库存仍能提供较强弹性，但国内库存连续回升、焊料开工下降，使高价缺少现货需求确认。日盘增仓下跌反映分歧扩大，夜盘在美国弱数据后修复，则更多属于贴现率下降带来的估值回补。短期仍偏宽幅震荡，价格延续性需要国内库存重新去化和电子链订单改善共同验证。

铅：交易所去库托底，需求改善仍慢

【期货盘面】8 月 25 日沪铅 2610 开于 16140 元/吨，最高 16165 元/吨，最低 16025 元/吨，收于 16130 元/吨，较前结算下跌 25 元/吨、跌幅 0.15%；成交 60348 手，持仓 74768 手，减仓 2402 手。日内先抑后稳，高价下游承接一般，盘面延续成本支撑与弱需求拉锯。夜盘开于 16130 元/吨，下探后回到开盘附近；美国消费、住房数据偏弱带来的利率缓和传导有限，强度明显弱于锌。

【现货基差】8 月 25 日 SMM 1#铅 15900 元/吨。

【估值利润】截至 8 月 21 日，规模及中小再生铅样本分别亏损约 263 元/吨和 443 元/吨；废电动车电池约 9375 元/吨，货源偏紧继续限制利润修复。原生铅、再生铅和铅蓄电池最新周度开工率分别为 65.71%、40.4%和 65.86%；国产、进口铅精矿加工费约 150 元/吨和-170 美元/干吨。成本约束仍是钝支撑，再生开工回升说明尚未形成持续主动减量。

【供需库存】供应端原生铅检修增多，但粗炼检修对电解铅产量的影响仍在逐步兑现；需求端蓄电池开工回升，订单和主动补库尚未明显放量。8 月 24 日五地社会库存约 7.50 万吨、周降 0.10 万吨；主要交割品牌厂库此前周降 0.38 万吨至 1.71 万吨。8 月 21 日上期所周库存 75045 吨、周降 209 吨，仓单 61703 吨、日降 2215 吨；8 月 25 日 LME 总库存约 412200 吨、日降 3600 吨。内外交易所库存下降，但社会库存绝对量仍不低，现货紧张程度尚未同步放大。

【市场信息】1、截至 8 月 21 日，规模及中小再生铅样本分别亏损 263 元/吨和 443 元/吨，废电

瓶日均收货量反馈下降约 20%—30%，原料约束仍强（SMM）

2、8 月 14 日至 20 日原生铅开工率持平于 65.71%，再生铅和铅蓄电池开工分别回升至 40.4%和 65.86%，供应恢复快于旺季订单兑现（SMM）

3、8 月 21 日上期所铅仓单减少 2215 吨至 61703 吨；8 月 25 日 LME 铅库存约减少 3600 吨至 412200 吨，内外交易所库存同向下降（上期所、LME 数据）

4、美国财政部长贝森特 8 月 24 日启动针对伊朗的“经济孤立行动”，但 8 月 25 日布伦特原油仍回落至 88.10 美元附近；能源通胀压力缓和，对铅主要通过再生成本和有色板块情绪间接传导（财联社、AP）

【南华观点】铅的供需状态正在由此前的同步走弱转为供应受检修和废电瓶约束、需求缓慢修复，但改善程度还不足以形成明显紧缺。日盘小幅回落、夜盘对美国弱数据反应平淡，也说明铅的金融属性仍弱。交易所及厂库下降使价格下方更稳，社会库存和现货成交则限制持续上移，短期仍以震荡消化旺季预期。

以上评论由分析师傅小燕（Z0002675）及助理分析师林嘉玮（F03145451）提供。

【能源油气】

原油：缓和预期再起，油价高位回落

【期货盘面】Brent 收于 88.58 美元/桶，涨跌幅-3.89%，WTI 收于 82.36 美元/桶，涨跌幅-3.12%，SC 收于 569.3 元/桶，涨跌幅-3.8%。BrentM1-M2 收于 1.31 美元/桶（-0.32），WTI M1-M2 收于 1.48 美元/桶（-0.23），SC10-11 收于 10.1 元/桶（-0.6）

【现货基差】Dated Brent 收于 89.0 美元/桶（-3.6），升贴水-0.44 美元/桶（-0.08）；Cash Dubai 收于 93.0 美元/桶（-4.9），升贴水 9.56 美元/桶（-3.13）

【估值利润】受中东海峡受阻影响，欧美成品裂解价差仍处于高位，柴油紧缺是核心驱动。国内成品需求相对偏差，关注后续成品油出口的情况。

【供需库存】截至 8.21，全球原油总库存约为 46.53 亿桶（周-0.45 亿桶）；海上浮仓约为 0.97 亿桶（周-0.06 亿桶），其中伊朗浮仓约为 3662.30 万桶（周+279.60 万桶），俄罗斯浮仓约为 537.96 万桶（周-343.19 万桶），委内瑞拉浮仓约为 1186.41 万桶（周+32.60 万桶）；全球 SPR 约为 10.99 亿桶（周-0.03 亿桶）。美国最新一期库存显示商业原油库存约为 428.82 百万桶（周+4.40 百万桶）；库欣库存约为 21.25 百万桶（周-1.31 百万桶）；SPR 库存约为 293.43 百万桶（周-5.27 百万桶）。整体库存水平仍处于偏低位置，本周商业原油仍在累库，而 SPR 延续较大幅度去库。

【市场资讯】1、据 Axios：美国国务卿鲁比奥近日已告知多名外国对口官员，目前而言，美国预计不会对伊朗发起新的军事打击。（金十）

2、据 Axios：美国官员表示，过去 30 天内，已有超过 500 艘船只通过霍尔木兹海峡南部航道进

出，其中仅约 2% 的船只遭到伊朗无人机或导弹袭击。（金十）

3、伊朗称霍尔木兹海峡不会立即开放，阿曼同意关闭霍尔木兹南部航道，与阿曼在 60 天内敲定新永久航线。（金十）

4、巴基斯坦军方和伊朗安全部门消息人士对俄罗斯卫星通讯社透露，美国与伊朗已就停火协议条款达成共识，其内容包括霍尔木兹海峡的自由航行。消息人士说：“就停火协议达成共识，其中包括霍尔木兹海峡的自由航行条款。”消息人士指出，双方预计将在未来几天内公布相关消息。据消息人士介绍，根据伊斯兰堡备忘录，将启动谈判和一轮技术性会议。（金十）

【南华观点】昨日美国贝森特推出“经济诺曼底”大规模对伊制裁，优先经济施压暂不发动大规模军事打击，伊朗强硬警告保留反击权利。消息落地后油价开始回落，主要出于以下原因：1）前期上涨已经充分计价地缘风险溢价；2）市场判断本次制裁以威慑为主，实际执行效力存疑；3）没有出现新的军事升级信号；4）伊朗称与阿曼关于海峡的临时谅解达成，30-60 天内敲定新永久航线；5）俄媒称美伊已就停火协议达成共识。整体从现实层面来看，没有太多本质的变化，后续需要关注美伊之间实际的进展以及基本面上的再平衡。

燃料油：溢价大幅回吐

【期货盘面】8 月 25 日亚洲高硫燃料油市场结构进一步走强，基准 380CST 现货升水攀升至五个月新高；低硫燃料油月差逆价差走阔，但现货货盘升水延续回落态势。新加坡 380CST 高硫燃料油 9-10 月掉期月差午后报 37.50 美元 / 吨逆价差，较 8 月 24 日亚洲收盘普氏估值 37.45 美元 / 吨小幅上行。普氏数据显示，8 月下旬至今 380CST 近远月月差均值为 38.45 美元 / 吨逆价差，8 月上旬均值仅 27.30 美元 / 吨逆价差，月差结构显著收紧。高硫裂解利润持续修复，8 月 23 日 380CST 对布伦特近月裂解价差为 -0.76 美元 / 桶，8 月 25 日午后 9 月高硫裂解利润进一步回升至 -0.05 美元 / 桶。低硫方面，新加坡 0.5% S 低硫船燃 9-10 月掉期月差午后报 36.75 美元 / 吨逆价差，较 8 月 24 日亚洲收盘 34.50 美元 / 吨逆价差明显走阔。

【现货基差】8 月 24 日亚洲收盘，新加坡 380CST 高硫燃料油货盘对 MOPS 380CST 评估价升水 39.12 美元 / 吨，录得连续第六个交易日上涨，自 8 月 21 日 37.32 美元 / 吨持续抬升，单周涨幅达 36%，创 3 月 23 日以来五个月新高，当日中油系买盘积极提振现货价格。同交易日，新加坡 380CST 船用加注油相对货盘基准升水上行 0.15 美元 / 吨至 60.74 美元 / 吨，为 8 月 12 日之后最高水平。180CST 高硫货盘升水同步走高，收盘报 38.39 美元 / 吨，较前一交易日 35.10 美元 / 吨大幅上涨，同样刷新 3 月 23 日之后高位。低硫端，8 月 24 日亚洲收盘新加坡 0.5% S 低硫船燃货盘对 MOPS 低硫船燃评估价升水回落至 40.69 美元 / 吨，对比 8 月 21 日 48.04 美元 / 吨，单周回落接近 18%。

【供需库存】市场消息表示，亚洲高硫燃料油受供应持续紧张叠加下游需求尚可支撑。中东扰动延续，叠加近几周俄罗斯燃料油货源缺失，进一步加剧船燃加注市场货源紧张。截至 8 月 19 日

当周新加坡统计数据，已经连续七周没有俄罗斯燃料油船货抵港。180CST 高硫仍受到夏季发电季节性需求托底，巴基斯坦等南亚国家受 LNG 供给不足影响，近期燃料油发电需求显著提升。

【市场信息】1、高硫 380CST 现货升水连续六日上行，创下五个月新高，8 月 24 日中石油积极买盘带动现货走强（Platts）。

2、8 月下旬高硫月差逆价差均值较 8 月上旬明显抬升，市场远期结构大幅收紧（Platts）。

3、俄罗斯燃料油连续七周无船货抵达新加坡，叠加中东供应扰动，区域高硫货源持续偏紧（Enterprise Singapore、Platts）。

4、180CST 高硫受益夏季发电需求，南亚 LNG 紧缺带动巴基斯坦等地燃料油发电消耗提升（Platts）。

5、高硫裂解利润持续修复，9 月裂解利润逼近盈亏平衡线（Platts）。

6、低硫月差逆价差走阔，但现货货盘升水继续回落，单周跌幅接近 18%（Platts）。

【南华观点】高硫燃料油供需格局进一步收紧，俄油流入缺失、中东地缘风险、南亚发电需求共振，现货升水、月差、裂解利润同步改善；低硫盘面月差走强，但现货货盘升水继续下行，期现出现分化。后续重点跟踪中东局势变化、俄欧燃料油到港节奏以及船燃实际消费，高位市场波动放大，注意风险管控。

沥青：局势降温

【期货盘面】沥青主力合约跟随原油走强，沥青期货盘面继续上行，现货端整体资源紧张、库存低位对近月合约形成较强托底。但多地台风降雨风险来袭，终端需求存在扰动，下游对高位现货接受度逐步下滑，盘面向上动能有所制约，月间维持正配结构，行情易受原油波动、资金情绪以及主营炼厂排产变化影响，盘面波动风险放大，需持续关注台风降雨对施工需求的冲击、各区域炼厂发货节奏变化。

【现货基差】8 月 25 日百川盈孚沥青市场参考价为 4781 元 / 吨，较上一日上涨 27 元 / 吨，涨幅 0.57%。市场整体资源紧张叠加沥青期货上涨，现货推涨氛围浓厚，山东、华北多数炼厂限量发货，炼厂与贸易商报价上行；华东、华南社会库存处于低位，炼厂可售资源有限，贸易商持续提价带动国内均价走高。分区域来看，西北主流成交价持稳 4820-4850 元 / 吨，区内主力炼厂停发检修，部分刚需带动社会库去库，但整体需求一般，下游多观望按需采购，周边市场涨价对本地价格形成支撑；东北主流成交价持稳 4730-4750 元 / 吨，区外低硫沥青货源有所放量，主力炼厂稳价运行，区域降雨持续，下游对高价货源接受有限，社会库报价大多持稳，个别贸易商惜售小幅抬价，周边带动下存在推涨情绪，但需求约束涨幅，短期存在小涨预期；华北主流成交价上涨 50 至 4730-4830 元 / 吨，主力炼厂合同价上调 50 元 / 吨，贸易商报价同步跟涨，区域需求一般，下游对高价接受度不高，部分项目延期，仅刚需采购，资源偏紧叠加成本支撑，价格仍存小幅上行空间；山东主流成交价上涨 15 至 4630-4720 元 / 吨，沥青期货走强带动交投回暖，部分品牌成交上调 20-30 元 / 吨，不过油价回落，终端需求释放缓慢，中下游

采购偏谨慎，炼厂开工、库存处于低位，原料供给紧张，价格易涨难跌；长三角主流成交价上涨 35 至 4850- 4950 元 / 吨，社会库货源紧张，炼厂汽运可发资源偏少，期货走强推动部分库点报价上行，南京个别库点报价至 4900 元 / 吨，但高价货源成交有限，9 月炼厂排产继续收紧，资源紧张格局短期难以缓解，支撑价格坚挺；华南主流成交价上涨 65 至 4720- 4750 元 / 吨，区域天气平稳，需求缓慢释放，炼厂开工与社会库存双低，推涨心态较强，中石化炼厂普涨 100 元 / 吨后贸易商报价抬升，涨价过快致使中下游观望，高价货源暂无成交，成本与低库存加持下价格有望维持坚挺。

【供需库存】供应端全国沥青整体供应处于低位，山东、华北炼厂多限量发货，长三角炼厂汽运货源不足，9 月主力炼厂排产进一步收紧，西北炼厂维持检修停发，整体现货资源偏紧。需求端南北分化，南方需求缓慢修复，但价格快速上涨后中下游观望加重，高价货源成交偏弱；北方以刚需成交为主，东北、华北存在降雨干扰，部分项目延期。库存端各区域炼厂及社会库存整体维持低位，现货基本面韧性较强，但价格高位之后成交明显分化。

【市场信息】1、8 月 25 日国内沥青现货推涨氛围浓厚，整体资源紧张叠加期货上行，多区域炼厂限量发货，贸易商持续上调报价，市场均价继续走高（百川盈孚）。

2、长三角社会库货源紧张，炼厂汽运可发资源有限，9 月主力炼厂排产量继续收紧，资源紧张局面短期难以缓解（百川盈孚）。

3、华南中石化炼厂价格普涨 100 元 / 吨，贸易商同步推涨，但涨价速度较快，中下游观望情绪加重，高价货源暂无成交（百川盈孚）。

4、多地面临台风降雨天气，或将对终端道路施工需求形成抑制，下游对高位沥青货源接受程度有限（百川盈孚）。

【南华观点】当前沥青市场受低供应、低库存支撑，现货整体维持偏强格局，期货盘面同步走强。但价格快速上行之后，下游抵触高价的现象开始显现，高价资源成交转弱，同时台风降雨来袭，后期终端施工需求存在不确定性，进一步上涨动能有所受限。近月合约受紧现货托下方空间稳固，但向上驱动减弱，行情高度依旧依赖原油与资金情绪。后续重点跟踪台风降雨对各地施工的实际影响、炼厂发货及排产落地、中下游实际采购兑现情况，交易层面做好仓位管控。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）提供。

【化工】

纸浆-胶版纸：宏观情绪利空

【期货盘面】昨日纸浆期货（SP）日盘先跌后涨，夜盘延续日盘走势，先跌后涨，09-11 合约价差为-38 元/吨；胶版纸（双胶纸）期货（OP）日盘大幅下行后略有回升，夜盘震荡，09-10 合约价差为-22 元/吨。

【现货基差】针叶浆现货行情大部分维稳，小部分回调。山东银星报价 4930-4950 元/吨（-

10/0)，山东乌针、布针报价 4750-4800 元/吨（-10/0），华南银星报价 5000-5050/吨（0/0）。基差增长，成交热情减少。

【估值利润】据悉，智利 Arauco 公司最新阔叶浆外盘报价维稳，为 570 美元/吨，针叶浆外盘报价下调 20 美元/吨至 670 美元/吨，本色浆外盘报价维稳，为 650 美元/吨。

【供需库存】从基本面来看，下游造纸企业开工率均有所回暖涨跌互现，而市场需求未出现明显改善，特别是在售价提升明显的情况下，市场接受程度相对有限，下游补库偏谨慎；Domtar 宣布其 Howe Sound（好声）浆厂将无限期关停，该浆厂每年生产 38 万吨的漂白针叶硫酸盐（BSK）市场浆，这也从供应角度带来较为明显的利多影响；此外，此前北木停产，以及数家浆厂临时停产的消息也借此发酵，利多情绪显著增长。库存再度去化，带来一定利好。

对于胶版纸期货而言，月末需求相对偏淡；福建地区 60 万吨新产能计划投产，供应预期增长。双胶纸原纸在生产企业的库存再度回落，说明在纸企不断停机减产，且下游招投标订单陆续提货的情况下，去库情况有所好转。

【市场信息】1. 上周中国主要地区及港口（1 地区 4 港口）周度纸浆库存量 214.28 万吨，环比下降 1.00%，跌幅收窄 1.44%（卓创资讯）。截止 8 月 21 日，双胶纸原纸生产企业库存 139.43 万吨（-1.18）。（钢联）

2. 上周双铜纸开工负荷率在 61.58%，环比持平；双胶纸开工负荷率在 48.30%，环比上涨 0.71%；生活用纸样本企业开工负荷率较上周上升 1.09%，增幅扩大 0.76%；产量较上周增加 1.74%，增幅收窄 1.16%（卓创资讯）。

3. 2026 年 9 月，上期所在镍、锡、黄金、白银、不锈钢、螺纹钢、热轧卷板、石油沥青、天然橡胶、纸浆、燃料油、氧化铝、丁二烯橡胶、铸造铝合金和胶版印刷纸 15 个品种开展做市，其中纸浆做市合约约为 SP2703，胶版印刷纸做市合约约为 Op2610、Op2611、Op2612、Op2701。

【南华观点】当前美加贸易战升级，而无论加拿大还是美国都是中国针叶浆的主要进口国之一，后续存在部分纸浆供给进一步转向中国，供应端压力进一步放大的可能性，就当前来看，更多是情绪面的利空影响；但据市场消息，UPM 计划将 Kaukus 纸浆厂临时停产从六周延长至八周，另一家 Pietasaari 纸浆厂将临时停产 5 周，短期供应预期甚至可能相对收紧，因此底部仍有支撑，预期纸浆与胶版纸期价预计至低位后回归震荡。

纯苯-苯乙烯：月下交割期，期现波动增加

【期货盘面】夜盘纯苯 BZ2610 合约收于 7630（-157）；苯乙烯 EB2610 收于 8785（-182）

【现货基差】下午华东纯苯现货 8195（-），下午华东苯乙烯现货 9275（+100）。

【估值利润】下午纯苯-苯乙烯华东现货价差 1080（+100），苯乙烯加工费走扩。

【供需库存】开工率：石油苯 65.14%（+1.84%），加氢苯 63.44%（+0.3%），苯乙烯 61.42%（-0.87%），苯酚 67.00%（-3%），己内酰胺 68.93%（+0.49%），苯胺 73.73%（+0.03%），己二酸 61.30%（+1.5%），EPS 60.23%（+10.24%），PS 47.4%（+2.4%），ABS 59.7%（-1%）。库存：截

至 2026 年 8 月 24 日，中国纯苯港口库存 4.1 万吨，较上期库存 2.9 万吨累库 1.2 万吨；江苏苯乙烯港口库存 4.68 万吨，较上周同期减少 3 万吨。

【市场信息】1、中石化化工销售纯苯挂牌价格上调 250 元/吨，华东、华北、华南、华中分公司沿江资源均执行 8250 元/吨。该价格自 8 月 21 日起正式执行。（卓创资讯）

2、京博思达睿（原中泰）年产 67 万吨苯乙烯装置于 7 月中旬开始停车检修 1 个月，原计划 8 月下旬投料重启，目前推迟至 9 月初。（华瑞资讯）

【南华观点】昨天上午在成本端支撑与极低库存的双重共振下能化多品种有一波快速冲高，纯苯、苯乙烯主力合约一度涨超 4% 后冲高回落。

具体来看基本面，石油苯近期许多检修装置在陆续回归，开工率与周产量从低位持续回升，纯苯国内供应逐渐恢复，但受台风天气等影响，供应回归兑现到显性库存的积累较为缓慢。需求端：7-8 月苯胺、苯酚有大厂检修且苯乙烯供应端出现计划外减停产，纯苯需求较二季度进一步下探，因此我们看到纯苯有在向下游让利。然而到了 9 月下游检修装置陆续回归，加上当前消息看 9 月纯苯的进口量预计会有明显回落，纯苯的供需格局将再次转紧。苯乙烯方面，市场消息京博检修中的苯乙烯装置预计在 8 月下回归（本周消息再次延迟至九月）且渤化检修计划后延，苯乙烯平衡表 8 月小去库，9 月将转为累库。需求端下游 3S 刚需支撑为主，但我们也看到海峡通行再次受阻的情况下，8-9 月苯乙烯的出口商谈再次活跃。短期成本端波动对纯苯、苯乙烯单边影响较大，后续持续关注霍尔木兹海峡通航情况以及纯苯、苯乙烯供应回归情况。

LPG：外盘回落叠加内需转弱，盘面震荡收跌

【期货盘面】PG2610 日盘收于 5853（-25），夜盘收于 5798（-55），10-11 月差 116（-1）；主力持仓 10.48 万手（-1394），成交 13.06 万手，成交明显放量；外盘 FEI M1 收于 755 美元/吨（-7）、CP M1 收于 612 美元/吨（-6）、MB M1 收于 0.69 美元/加仑（-0.03）。

【现货基差】现货报价，宁波 5730（+50），上海 5800（-50），南京 6100（持平），山东淄博 6200（+80），最便宜交割品 5730（+50）；基差方面，最便宜交割品基差 -123（+75，走强），宁波基差 -123（+75，走强），山东基差 347（+105，走强）；成交热度，山东产销率 100.5%，华东产销率 99.2%，华南产销率 100.5%（产销基本平衡、成交一般）。

【估值利润】上游，主营炼厂毛利 711 元/吨（-385），地炼毛利 457 元/吨（-127）；下游，PDH 利润（FEI）327 元/吨（+28）顺挂，PDH 利润（CP）468 元/吨（+80）顺挂，MTBE 气分毛利 161 元/吨（+52），烷基化毛利 -790 元/吨（+231）；进口，华东进口利润（FEI）-629 元/吨（-213）倒挂，华南进口利润（FEI）-529 元/吨（-163）倒挂；裂解替代，亚洲丙烷裂解利润 63 美元/吨（-21）。

【供需库存】供应端，主营炼厂开工率 73.40%（+0.24），独立炼厂开工率 55.12%（+1.47），国内商品量 45.46 万吨（+0.04），到港量 55.5 万吨（+4.8）；需求端，PDH 开工率 72.86%（-2.56），MTBE 开工率 63.73%（-1.42），烷基化开工率 39.60%（+0.59）；库存端，炼厂库容率 22.72%（-0.74），港口库存 256.45 万吨（-8.58）（历史同期 40%分位，去库放缓）。

【市场信息】1、美伊博弈僵局延续：MOU 到期后美方明确不寻求延期、称当前及今后不与伊朗会谈，海上封锁延续；伊朗称未启动谈判、政策转向“全面进攻性”，并以解除封锁等条件作为开放海峡前提（来源：新华社/央视）。2、供给替代侵蚀缺口叙事：沙特阿美恢复海峡内装船并通知欧洲炼厂 9 月全额交付；美军被曝在海峡南部开辟替代航道、日运出接近战前半量，逾 80% 船只改走阿曼航道（来源：Axios 经新华社转引、CNN/Kpler；美军航道为单方口径·待核验）。3、伊朗出口二次受压：阿联酋在探测到自伊朗方向导弹后宣布全面暂停对伊贸易金融往来，特朗普宣布对伊朗实施二级制裁的“经济诺曼底”，伊朗原油及 LPG 出口通道进一步受限（来源：路透/CBS；导弹探测为单方声明·存疑）。4、关注：美对伊二级制裁细则（中国为焦点）与伊朗-阿曼霍尔木兹联合声明进展、美军替代航道运量变化，均待后续验证（关注）。

【南华观点】宏观层面，美伊备忘录到期后谈判破裂、伊朗转向进攻性表述，地缘风险溢价仍处高位，但“物理封锁”叙事被沙特复装、阿曼航道与替代运量侵蚀，近月缺口逼仓预期边际降温。成本端，WTI 及 CP、FEI 同步走弱，进口成本重心下移，对国内价格支撑减弱；不过华东、华南进口利润深度倒挂仍意味着后续进口驱动偏弱，对近月贴水形成一定托底。供需端，到港量环比抬升带来供应压力，PDH 开工率回落、调油与民用气偏弱使核心需求转弱；港口库存延续去库但去化放缓，美国丙烷库存累积亦压制外盘情绪。整体看，多空因素交织，盘面或延续震荡格局，若地缘无新增升级，内需偏弱与进口成本下移或构成短期压制。价格或震荡运行，关注 PG 主力合约在 5853 元/吨附近的潜在压力；10-11 月差或偏弱（收窄）运行，关注该价差在 116 元/吨附近（现值上方）的潜在压力；内外价差（PG-FEI）或偏弱（外强内弱、价差走负）运行，关注其在 -345 元/吨附近（价差下方、更负处）的潜在支撑。

乙二醇：盘面高位回落

【期货盘面】EG2610 夜盘收盘价 5281（-3.93%）

【现货基差】现货日均价 6300 元/吨，日内本周及下周现货主流商谈在 09 合约升水 400-630 元/吨附近。

【估值利润】乙二醇油头利润和煤头利润均处于偏高位；受原料价格持续走强影响，下游聚酯综合利润明显承压，产业链利润向上游集中。

【供需库存】供应：乙二醇装置整体开工负荷保持在 63.02%（环比下降 0.08 %），合成气制负荷在 66.25%（环比下降 3.87 %）。

需求：聚酯开工率在 80.7% 左右（环比下降 0.8%）；长丝负荷 76%（环比下降 1.6%），短纤负荷 73.2%（环比下降 5%），瓶片负荷 72.1%（环比下降 2.5%）；江浙织机开机率平稳在 47% 附近，江浙加弹开机率升至 73%，江浙印染综合开工率升至 66%。江浙涤丝昨日产销回升，至下午 3 点附近平均产销估算在 100-110%。

库存：今日华东部分主港地区 MEG 港口库存约在 21 万吨附近，环比上期下降 8.3 万吨。

【市场信息】1. 8 月 24 日至 8 月 30 日，张家港到货数量约为 1.9 万吨，太仓码头到货数量约为

1.3 万吨，宁波到货数量约为 0.5 万吨，上海到货数量约为 0 万吨，主港计划到货数量约为 3.7 万吨。（CCF）

【南华观点】当前乙二醇基本面仍维持近端偏紧格局，但供应端边际变化开始增多。近期多套乙二醇大型装置恢复运行，市场对后续供应回升预期有所增强；但仍需关注实际复产节奏，短期来看供应增量释放有限。进口方面，伊朗装置重启后市场对中东货源恢复预期有所升温，但进口供应实际恢复仍需要时间，8—9 月实际到港增量有待观察。库存方面，港口库存持续处于低位，现货流通资源偏紧，高基差结构仍对近月价格形成支撑。需求端来看，当前仍处于纺织传统淡季，终端织造订单改善有限，聚酯利润持续承压，上周瓶片、长丝以及短纤开工率均有所回落，但短期需求端尚未形成明显负反馈，对乙二醇近端供需格局影响有限。夜盘的价格回落，更多源于连续上涨后高位资金获利了结及多空博弈加剧，而非基本面出现明显转弱。总体来看，当前低库存、高基差以及供应端不稳定性仍为价格提供支撑，短期乙二醇价格偏强运行为主，后续关注美伊进展、乙二醇装置负荷变化。

甲醇：高位承压，短期震荡调整

【期货盘面】甲醇主力合约收于 2890 元/吨，涨跌幅-1.9%。

【现货基差】江苏太仓现货价格 3020 元/吨（67），基差 30；内蒙古北线现货价格 2780 元/吨（97.5）；山东东营现货价格 3010 元/吨（15）。

【估值利润】成本端动力煤价格高位趋稳，煤价对甲醇仍有一定支撑。随着甲醇价格快速上涨，煤制甲醇利润明显修复；但下游利润进一步承压，MTO、甲醛及醋酸利润均明显回落，高价甲醇向下游传导受阻，需关注下游降负带来的负反馈。

【供需库存】供应方面，国内甲醇开工继续回落。卓创数据显示，国内甲醇开工负荷降至 71.24%，周环比下降 1.65 个百分点，西北地区开工负荷降至 76.31%，周环比下降 2.72 个百分点；本周检修装置共 20 家，影响产量 25.68 万吨，国产供应阶段性收缩。需求方面，下游表现继续分化。CTO/MTO 开工负荷降至 69.18%，周环比下降 1.46 个百分点，其中外采 MTO 开工升至 62.81%；甲醛、醋酸及 DMF 开工有所提升。整体来看，传统需求边际改善，但甲醇价格快速上涨后下游利润明显压缩，需求端对高价原料的承接能力有限。

库存方面，本周台风结束，进口船货集中卸货，沿海库存升至 72.53 万吨，周环比增加 7.69 万吨，但可流通货源仍仅约 28 万吨。下周进口到港预计明显回落，但仍有出口船发支撑，后续港口继续大幅累库的压力有所减弱。

【市场信息】1、内蒙古旭峰合源 15 万吨/年矿热炉尾气制甲醇装置于 8 月 25 日停车检修，此次检修预计 20 天，期间甲醇无量外销。（隆众）

【南华观点】昨日甲醇盘面冲高后明显回落。基本面来看，国内装置检修仍较集中，内地上游库存偏低，供应阶段性收缩，对近端价格仍有支撑；但随着价格快速上涨，下游利润持续压缩，高价原料承接能力逐步减弱。昨日恰逢本轮长协收尾，午后盘面转弱后鲁北下游进一步压低采购价

格，上游出货意愿增强，现货成交重心随之松动，反映高价下市场心态已有所转弱。与此同时，台风结束后进口船货集中卸货，港口库存明显回升。整体来看，当前供应收缩与低库存支撑尚未消失，但需求负反馈及现货高位松动对上方形成制约，预计短期盘面高位震荡偏弱运行，关注地缘局势变化及下游负反馈。

PP 丙烯：短期方向不明，维持高位震荡

【期货盘面】PP2701 日盘收于 8098（-41），夜盘收于 8015（-83）。PL610 日盘收于 8361（-7），夜盘收于 8283（-178），10-11 月差为 270（-3）。

【现货基差】PP 拉丝华北现货价格为 9140 元/吨（01+1042），华东现货价格为 9220 元/吨（01+1122），华南现货价格为 9280 元/吨（01+1182）。丙烯山东现货价格为 9005 元/吨（+780），华东现货价格为 9150 元/吨（+925），华南现货价格为 8925 元/吨（+700）。

【估值利润】PP 方面，近期各线路利润均有压缩，但是目前油制、煤制工艺利润均维持在历史高位，综合利润中性偏高。丙烯方面，当前上游利润尚可；下游环氧丙烷、丙烯酸以及酚酮利润仍在低位。

【供需库存】开工率方面，丙烯开工率为 68.31%（-2%）。其下游，PP 粒料开工率为 69.32%（+0.59%），PP 粉料开工率为 26.19%（-3.06%），环氧丙烷开工率为 59.61%（-2.05%），丙烯酸开工率为 64.33%（-4.99%），丙烯酸开工率为 69.96%（+2.23%），正丁醇开工率为 61.56%（-9.91%），辛醇开工率为 71%（+2%），酚酮开工率为 67.23%（-2.26%）。PP 下游平均开工率为 44.55%（+0.15%）。其中，BOPP 开工率为 47.1%（-0.17%），CPP 开工率为 39.94%（-0.18%），无纺布开工率为 38.38%（+0.35%），塑编开工率为 40.22%（+0.16%），改性 PP 开工率为 62.6%（+0.17%）。库存方面，PP 总库存环比上升 0.59%。上游库存中，两油库存环比下降 2.8%，煤化工库存下降 7.16%，中游贸易商库存上升 8.71%。

【南华观点】PP 方面，近期由于 09 合约交割临近，市场移仓换月较为集中，月差明显收窄。从基本面来看，目前 PP 开工率仍处于缓步回升阶段，供应增量压力目前并不算大。需求端，无纺布、塑编、注塑等部分下游开工情况有所转好，但膜类依然偏差，需求总体处于向旺季转换的过程中。综合来看，PP 供需均面临小幅增量，但结合当前仍处低位的库存水平，短期基本面压力有限。在成本端未出现坍塌的前提下，预计 PP 维持高位震荡。而中长期来看，一方面是关注中煤榆林以及中沙古雷新装置投产所带来的压力，另一方面则是需继续跟踪海峡封锁对装置开工提升造成的限制。丙烯方面，8 月下旬仍有多套装置存在重启计划，供应预计有进一步增量。需求端，PP 粉料、环氧丙烷、丙烯酸等下游利润依然不佳，开工率回升空间预计有限，后续供需格局或将有所放宽，使得丙烯上涨的空间受限。

塑料：投产预期给远月带来压力

【期货盘面】塑料 2701 日盘收于 7802（-8），夜盘收于 7754（-48）。

【现货基差】LLDPE 华北现货价格为 8460 元/吨（01+658），华东现货价格为 8500 元/吨（01+698），华南现货价格为 8700 元/吨（01+898）。

【估值利润】当前 PE 综合利润基本处于中性水平，油制以及外采甲醇制利润有所下滑，煤制以及外采乙烷制利润回升。

【供需库存】供应端，PE 开工率为 73.26%（-2.28%）。需求端 PE 下游平均开工率为 35.75%（+0.6%）。其中，农膜开工率为 13.68%（+0.79%），包装膜开工率为 45.82%（+0.56%），管材开工率为 28.83%（+0.16%），注塑开工率为 40.35%（+0.2%），中空开工率为 31.6%（+1%），拉丝开工率为 36.52%（1.2%）。库存方面，PE 总库存环比下降 3.65%，上游石化库存环比下降 7.75%，煤化工库存上升 2.8%；中游贸易商库存上升 0.89%。

【南华观点】近期 PE 新增矛盾有限，整体在成本端支撑下维持高位震荡。宏观层面，美伊关系仍处僵持状态，霍尔木兹海峡通航尚未恢复，原油、石脑油等原料价格维持偏强，对 PE 形成成本支撑。供需层面，LLDPE 装置检修仍处高位，带来阶段性供应缩量。与此同时，下游需求正值旺季转换阶段，开工及订单数据呈现回升趋势，刚性需求有所增加。因此，短期 PE 呈现供减需增格局，叠加库存仍处偏低水平，基本面压力有限。在地缘局势未有明确进展的情况下，预计短期将维持高位震荡。中长期来看，随着中煤榆林 HDPE 装置及中沙古雷全密度、HDPE 两套装置相继投产，供应压力将进一步增加，因此远月依然偏空。而不确定性因素仍来自于地缘局势，若海峡长期封锁，或持续对装置开工形成扰动。

PVC：压力继续

【期货盘面】PVC2701 合约昨晚收于 4523 元/吨，-1.16%

【现货基差】杭州 PVC 市场弱势盘整，现货小幅调整，盘中跌势带动成交重心看低，电石法五型在 4360-4470 元/吨，三联 4360-4400 元/吨，宜化/金泰/中泰 4380-4470 元/吨，天业 4400-4450 元/吨左右，北元 4550-4600 元/吨左右，八/三型 4650-4780 元/吨左右

【供需库存】隆众数据显示，本周 PVC（华东+华南）社会库存在 117.92 万吨，环比减少 1.31%，同比增加 37.49%；其中华东地区在 112.80 万吨，环比减少 1.27%，同比增加 43.86%；华南地区在 4.44 万吨，环比减少 2.29%，同比减少 35.29%

【市场信息】隆众数据，本周 PVC 生产企业产能利用率在 70.68%，环比减少 0.29%，同比减少 6.93%；其中电石法在 72.78%，环比增加 0.20%，同比减少 4.03%，乙烯法在 65.80%，环比减少 1.42%，同比减少 13.80%。

【南华观点】PVC 低价持续，外采乙烯和煤制乙烯处于深度亏损，对供应端形成约束；电石法企业开工虽然有所恢复，但近期出现一定去库，逐步对 PVC 价格形成支撑。不过 PVC 的核心矛盾是内需弱。前期 PVC 即使因地缘问题以及成本原因而导致供应受到冲击，去库程度有限，基本面改善有限。整体看 PVC 供需双弱的格局维持不变，库存压力尚存，向上驱动有限。后续关注供应边际

变化以及出口。

玻璃纯碱：低位反复

纯碱：

【期货盘面】纯碱 2701 合约昨晚收于 1043 元/吨，-0.29%

【现货基差】期现交割库 970（01-80）、沙河库提 1000（09+20），厂家直供送到价 1050~1150，下游意向采购价 950~1150 送到。

【估值利润】纯碱价格突破联碱法成本区间下沿

【供需库存】供应高位，偶有波动，刚需偏弱，刚需采购，上游库存高位

【市场信息】隆众数据，本周一纯碱库存 187.00 万吨，环比上周四+2.51 吨；其中，轻碱库存 102.66 万吨，环比上周四-0.21 万吨，重碱库存 84.34 万吨，环比上周四+2.72 万吨

【南华观点】市场消息，阿拉善计划九月份检修，预计 20 天。客观上看，纯碱高产量背景下，检修实际的影响是有限的，且纯碱市场本身库存较为充足。但在当前低价环境下，供应端正常检修或被放大，叠加市场情绪释放，但持续性存疑。中长期看，纯碱过剩仍是市场的一致预期，这个逻辑在产能未退出的情况下会一直存在，这也就意味着市场不会给到纯碱企业利润。纯碱已经向下跌破 1000 元，这个价格已经突破氨碱法联碱法成本，逻辑上供应如果没变化，成本支撑逻辑就比较弱。不过价格低，肯定会有降负存在，但大面积的靠亏损去倒逼产能退出的话估计要等。需求端，光伏+浮法都在过剩，价格低迷，仅有出口有所支撑，所以消费这一块也没办法给到纯碱长期反弹的驱动。

玻璃：

【期货盘面】玻璃 2701 合约昨晚收于 911 元/吨，-0.55%

【现货基差】昨日沙河大板出厂价格下调，大板出厂价格 910-940 元/吨，价格重心下移。小板弱稳为主，变化不大。目前暂无厂家调价通知，预计今日沙河厂家出厂价格偏稳整理，小板出厂价格存在下降趋势。昨日湖北厂家出厂价格暂稳，湖北本地市场成交参考 890-950 元/吨，目前暂无价格调整计划，预计今日湖北出厂价格暂稳，出厂价格存在下降趋势。

【估值利润】低价状态持续，全产业链亏损状态

【供需库存】价格虽然低位，但冷修和点火并存，需求暂无起色，上中游库存压力持续

【市场信息】隆众数据，截止到 20260820，全国浮法玻璃样本企业总库存 7441.4 万重箱，环比-5.6 万重箱，环比-0.07%，同比+17.41%。折库存天数 34.1 天，较上期持平。

【南华观点】近日玻璃有点火，市场情绪有所波动。玻璃价格持续走弱的核心因素在需求且预期悲观，上中游库存压力较大，现货承压，同时在低价状态下，前期供应端的冷修兑现偏慢，这样的市场给了空头更多底气。900 元/吨以下的玻璃价格已经是全产业链亏损的价格，基本面角度继续大幅下行的驱动并不强，但盘面会反应的不仅是基本面，更多的是资金行为，当下或进一步等

待玻璃供应端的变化

以上评论由分析师寿佳露（Z0020569）、宋霁鹏（Z0016598）、俞俊臣（Z0021065）提供。

【黑色】

螺纹&热卷：需求未转暖，利润亏损下上方有压力

【期货盘面】螺纹主力合约收盘价 3071.0 元/吨，较前一交易日小幅上涨 5.0 元/吨；热卷主力合约收盘价 3343.0 元/吨，较前一交易日小幅上涨 3.0 元/吨。螺纹 10-01 月差为-44.0 元/吨，较前一交易日收窄；热卷 10-01 月差为-6.0 元/吨，较前一交易日收窄。螺纹主力持仓 150.1 万手，大幅变动-10.3 万手，资金出现明显异动；热卷主力持仓 92.5 万手，小幅增减-9.7 万手。

【现货基差】上海市场螺纹钢市场价 3040.0 元/吨，热卷市场价 3350.0 元/吨，价格整体延续稳定，无明显波动。螺纹主力合约基差-41.0 元/吨，较前一交易日减少 5.0 元/吨；热卷主力合约基差 7.0 元/吨，较前一交易日减少 3.0 元/吨，期现贴合度保持稳定。

【估值利润】长流程螺纹钢利润为-150 元/吨，长流程热卷利润为 80 元/吨，整体利润较弱

【供需库存】螺纹钢周度产量 180.38 万吨，环比减少 2.17 万吨；热卷周度产量 292.24 万吨，环比减少 4.52 万吨，整体供给小幅调整。螺纹钢周度表需 196.16 万吨，环比增加 1.85 万吨；热卷周度表需 293.3 万吨，环比减少 10.63 万吨，螺纹库存 682.85 万吨，环比减少 15.78 万吨；热卷库存 437.72 万吨，环比减少 1.06 万吨，库存变动直接约束钢价上行空间。

【南华观点】供应端的减产已经做到极致，但需求端的回暖尚未兑现，钢厂因亏损持续减产，产量和库存双降，基本面在边际改善，但终端消费需求并未出现明显的改善，金九银十的旺季预期仍停留在情绪层面，无法为价格打开上行通道，供应端的收缩托住了底部，需求不足封住了顶部，价格窄幅震荡原料挺价与钢厂利润下降，焦煤受到安监限产支撑价格坚挺，焦炭提涨，成本端对钢价形成刚性支撑，但钢厂已经亏损，对原料价格上涨接受度较低，成本支撑越强，钢厂亏损越严重，减产压力越大，反过来又压制原料需求，钢价被夹在成本推涨与利润亏损倒闭减产之间。

铁矿石：铁矿焦炭跷跷板

【期货盘面】8月25日，铁矿石 01 合约收盘价 713.5 元/吨，回调 2.5 元。成交量 23.33 万手减 6.68 万手，持仓量 55.35 万手增 6024 手。夜盘收至 716，涨 2.5 元。

【现货基差】8月25日青岛港 60.8%PB 粉 687 元/湿吨，减 3 元。01 合约基差-26.5，变化不大。

【估值利润】盘面钢厂利润低位，螺矿比 01 夜盘收盘 4.348，产业链角度铁矿估值小幅修复。8月25日铁矿普氏 61 降 0.1 至 97.05 美元。国际海运费小幅分化，澳洲-青岛运费降 0.03 至 14.47 美元，巴西-青岛运费涨 0.22 至 36.75 美元。

【供需库存】供应端，8月17日-8月23日全球铁矿石发运总量 3298.9 万吨，环比增 40.1 万

吨，澳洲巴西铁矿发运总量 2669.5 万吨，环比减 39.3 万吨，非主流发运 629.4 万吨，环比增 79.3 万吨。8 月 17 日-8 月 23 日中国 45 港到港总量 2639.6 万吨，环比减 67.3 万吨。需求端，上周 Mysteel 日均铁水 237.68 万吨，环比-0.52 万吨。库存端，上周 45 港总库存 16542.77 吨，环比-75.43 万吨，连续 2 周去库。

【市场信息】无

【观点总结】7 月下旬发运逐渐开始低位缓慢回升，考虑船期预计到港在 8 月上行空间不大，下游钢厂复产趋势仍在，铁矿供需 8 月总体趋于好转，库存小幅去化，随着淡季终端需求拐点临近，铁水见底，正反馈将继续驱动价格走强，但基于下半年供应过剩，上行阻力依旧较大。

焦煤&焦炭：双焦高位震荡

【期货盘面】8 月 25 日日盘焦煤主力收盘价 1578.0，环比-0.38%，持仓量 48.70 万手，环比-1.22%；焦炭主力收盘价 2145.0，环比-0.35%，持仓量 6.68 万手，环比-1.06%。夜盘焦煤主力收在 1591.5，焦炭主力收在 2119.5。

【现货基差】安泽低硫主焦煤出厂价 2400，部分炼焦煤竞拍成交价上行。蒙 5 原煤口岸报价 1552，环比增 252。海运煤端，澳煤俄煤价格同步回升。焦炭第一轮提涨落地后准一级干熄焦价格为 1860 元/吨，焦企提出第二轮涨价，涨幅 100-110。

【估值利润】产业链正反馈中，焦煤利润持续扩大，逐渐带动焦炭提涨，焦化利润恢复中，钢厂利润承压，但成材价格有所上行。

【供需库存】焦煤样本矿山开工率微增至 68.19%，周度产量微增至 763.9 万吨，上游库存去库，下游库存微增，整体库存下滑。进口方面，蒙煤需求旺盛，但通关量回落、可售资源有限，海煤港口库存高位回落。焦炭端，焦企平均吨焦利润降至-149 元/吨，亏损倒逼焦企主动限产，本周产能利用率降至 68.71%，周产量同步回落。需求端，本周日均铁水产量 237.68 万吨，环比小幅回落。钢材库存连续两周去化，黑色盘面情绪修复，钢厂采购转向积极，钢厂焦炭可用天数已自 5 月 29 日的 12.95 天一路下滑至 11.27 天，产业链焦炭库存持续偏紧。但钢厂盈利率走弱至 32.47%，盈利收缩或延缓其对焦炭连续提涨的接受时间，焦钢利润博弈加剧。

【南华观点】

双焦延续紧供应的偏强逻辑，现货与盘面同步抬升，核心矛盾在于焦煤供给硬约束，安监停产与进口资源偏紧。焦炭在成本抬升下被动限产、供应收缩，叠加钢厂低库存催货，进入提涨周期，且第二轮提涨幅度扩大，关注钢厂接受度。盘面已处于高位区间，焦煤供应端支撑较强，随着焦炭提涨或带动焦煤需求，预计短期盘面高位震荡。焦炭基差处于升水状态，现货上行后，盘面或仍有上行空间，当前盘面领先现货约 2 轮提涨（按一轮 55 估算）。当前钢价回升，持续关注正反馈传导至终端的情况。焦煤主力波动范围预期 1500-1700，焦炭主力波动范围预期 1990-2265。

硅铁&硅锰：硅铁成本支撑，硅锰库存压制

【期货盘面】硅铁主力合约收盘价 6022.0 元/吨，较前一交易日小幅上涨 30.0 元/吨；硅锰主力合约收盘价 5968.0 元/吨，较前一交易日小幅上涨 6.0 元/吨。硅铁主力持仓 3.8 万手，-0.3 万手基本持平，无明显资金进出；硅锰主力持仓 4.6 万手，-0.8 万手基本持平，无明显资金进出。硅铁仓单 4583.0 张，较前一交易日减少 40.0 张；硅锰仓单 59885.0 张，较前一交易日减少 453.0 张。

【现货基差】内蒙硅铁市场价 5750.0 元/吨、宁夏硅铁市场价 5780.0 元/吨；内蒙硅锰市场价 5830.0 元/吨、宁夏硅锰市场价 5750.0 元/吨。

硅铁主力合约基差-82.0 元/吨，较前一交易日走弱；硅锰主力合约基差 66.0 元/吨，较前一交易日走强。

【估值利润】澳洲锰矿汇总价 38.5 美元/吨，加蓬锰矿汇总价 38.5 美元/吨，锰矿原料价格保持稳定。硅铁多数产区陷入亏损但变化不大，硅锰整体盈利，有复产预期

【供需库存】硅铁周度产量 11.38 万吨，环比增加 0.19 万吨；硅锰周度产量 168735.0 吨，环比增加 8295.0 吨；铁水日均产量 237.68 万吨，环比减少 0.52 万吨；锰矿周度港口库存 614.0 万吨，环比增加 35.5 万吨；硅铁企业周度库存 76630.0 吨，环比减少 11200.0 吨；硅锰企业周度库存 459000.0 吨，环比增加 1000.0 吨，库存变动直接约束合金价格上行空间。

【南华观点】铁合金并未延续减产，产量环比增加，硅铁产量增幅有限，但利润并没有恶化的前提下，减产的预期也不高，大概率维持高位震荡。硅锰的利润已经出现明显的好转，产量目前位于同期较低的水平，后续持续增产的可能性较大，在硅锰自身仍是高库存的状态下，后续去库的难度仍较大，锰矿价格倒挂，锰矿港口高库存，持续涨价的驱动不强铁水在钢厂盈利率回升和检修结束后开始回升，但碳元素的挺价，钢厂利润回升有限，铁水回升的规模应该不大。短期低估价值和电价成本上涨的反弹，上方仍有压力。

以上评论由分析师盛明星（Z0024219）、陈敏涛（Z0022731）提供。

【油脂饲料】

油料：关注生柴预期和宏观

【期货盘面】CBOT 大豆上涨，主要受出口需求带动。内盘跟随，加菜籽受宏观影响较大。

【现货基差】8月25日豆粕价格小幅下跌。43%豆粕方面，辽宁 3200 元/吨（-10）、天津 3110 元/吨（-10），山东 3085 元/吨（0）、江苏 3070 元/吨（0）、广东 3090 元/吨（-10）。高蛋白豆粕中，盘锦 45%下跌 10 元/吨，东莞 46%下跌 10 元/吨，日照 46%，天津 46%和南通 46%无涨跌。豆粕基差普遍下跌，辽宁-45（-23）、天津-135（-23）、山东-160（-13）、江苏-175（-13），广东-155（-13）。区域价差中，天津-江苏涨 10 元/吨，山东-江苏无涨跌，广东-江苏涨 10 元/吨。品种价差方面，豆粕-葵粕跌 10 元/吨，豆粕-菜粕无涨跌。

【估值利润】进口大豆压榨利润分析显示，不同来源国成本差异显著。巴西大豆因 CBOT 价格波动及汇率因素，到港成本呈现涨跌不一的情况，带动盘面压榨利润涨跌不一。阿根廷大豆受基差报价影响，现货压榨利润维持相对稳定。美国大豆在 13%关税设定下，进口成本较高，压榨利润持续承压。

【供需库存】成交方面，全国主要油厂豆粕成交 20.11 万吨，较前一交易日增 9.05 万吨，其中现货成交 9.11 万吨，较前一交易日减 0.55 万吨，远月基差成交 11 万吨，较前一交易日增 9.6 万吨。开机方面，今日全国动态全样本油厂开机率为 64.61%，较前一日下降 1.16%。

【市场信息】1. 咨询机构 Agroconsult 表示，巴西 2026/27 年度大豆播种面积为 4920 万公顷，大致持平于上一年度。巴西 2026 年化肥进口料为 3840 万吨，低于去年的 4330 万吨。
(Agroconsult)

【南华观点】后市来看，供应端 ProFarmer 的调查报告预估单产和产量均高于 USDA8 月供需报告，但现实是美国大豆的优良率持续降低，目前已降至 60%，后续关注 USDA9 月报告对大豆的评估。需求方面，由于价格攀升，中国减少了采购；同时原油价格下跌，EPA 计划延长炼油商的合规期限，延长幅度达 30 天至 90 天，拖累豆油，带动大豆需求减弱。

油脂：油脂近期维持调整

【期货盘面】夜盘原油下跌，国内油脂走势分化，因前期接连上涨，多头获利平仓离场，盘面较上周整体回调为主，但豆棕油今日夜盘低开后走高，日线收阳，菜油保持偏弱，小幅收跌为主。

【现货基差】广东地区 24 度棕榈油现货价约 9730 元/吨，较前日上涨+130 元/吨，现货基差约 P01 -430 元/吨，市场成交有所回暖。天津地区棕榈油现货基差报 P01 - 250 元/吨，华东地区约 P01 - 380 元/吨，华南地区约 P01 - 340 元/吨，下游逢低补库，整体成交一般。天津地区一级豆油现货价格约 8920 元/吨，较前日+ 60 元/吨，基差 Y01 +73 元/吨；江苏张家港一级豆油一口价约 9010 元/吨，对应基差 Y01 +163 元/吨。全国一级豆油现货均价约 8930 元/吨，基差 Y01+80 元/吨。江苏地区四级菜油现货价格约 11150 元/吨，较前日上涨+200 元/吨，基差 0111 +468 元/吨，基差维持坚挺；沿海菜油一口价 11150 元/吨，油厂限量提货，可流通货源偏紧，贸易商挺价意愿较强，下游按需采购，成交一般。

【估值利润】国内贸易商进口利润一般，长期限制棕榈油买船，产地报价下调贸易商逢低刚需采购为主，但远月天气升水为远期价格提供较高估值。

【供需库存】国内三大油脂库存依然处于同期较高水平，下游成交偏弱，油脂消费淡季持续，短期缺乏明确提振。三季度棕榈油到港增加，同时大豆与菜籽菜油到港预计也较为充足，国内预计延续供应宽松格局。国际市场来看，Pro Farmer 巡查显示印第安纳州、内布拉斯加州大豆结荚数低于去年及三年均值，大豆单产担忧持续发酵；同时，中东及俄乌局势带来的物流扰动预期，对市场做多情绪形成支撑。品种方面，菜油国内库存偏低、加拿大菜籽成本上升及俄罗斯转基因菜籽审查等预期支撑，短期供给偏紧；豆油受美豆天气和减产预期提振，但国内大豆到港、压榨量较

高，库存压力仍限制涨幅；棕榈油方面，马来西亚独立检验机构 AmSpec 发布 8 月 1-20 日棕榈油出口量为 807592 吨，较上月同期出口的 854823 吨减少了 5.52%，且国内油脂库存高位、现货成交清淡，基本面支撑相对有限。

【市场信息】1. 船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚 8 月 1-25 日棕榈油出口量为 1045204 吨，较上月同期出口的 1307012 吨减少了 20%。

【南华观点】7 月 MPOB 报告棕榈油产地供需双增，但由于产量增长超过出口增幅，库存继续累积。菜油主产地目前均存在部分天气风险，加拿大近期持续高温可能对菜籽生长造成影响，叠加国内沿海油厂开机较为紧张，俄乌冲突导致乌克兰港口受阻，基本面有偏紧张预期。豆油国内供应依旧充足，产地方面美豆产量有下滑预期，近期棕榈油因前期回调幅度较大且远期供给收缩逻辑未破，厄尔尼诺预期下资金推动盘面上行，油脂维持震荡偏强，但因库存压力仍存，需注意上方空间。

豆一：国产大豆减产仍未确认

【期货盘面】昨日黄大豆一号主力合约先跌后涨，整体波动较大，尾盘收于 4987 元/吨下跌 62 元/吨。

【现货基差】今日国内大豆现货均价较前一工作日回落。黑龙江现货价格跟随期货价格小幅上调，但下游走货依然不旺。东北主产区主流价格在 4680-4860 元/吨的区间，西部地区下跌 40 元/吨；皖北报价在 4900-5100 元/吨区间；苏北价格为 5000-5200 元/吨；广东价格在 4960-4980 元/吨，上涨 80 元/吨。

【供需库存】从供应端来看，近期拍卖新闻不断，成交比例逐渐降低，大豆现货市场供应整体较为充足，贸易商余粮消化想较往年偏慢；东北主产区受降雨影响较小，近期主要是黑龙江天气略有好转，天气炒作热度逐渐消退；销区大豆现货价格整体持稳，各主要市场报价区间变动不大。受终端消费乏力影响，豆制品加工企业开机率维持低位，原料采购多遵循按需定量原则，批量备货意愿不强。

【市场信息】1、8 月 25 日九三宝泉岭公司举办国产大豆销售交易会。本次交易会拟销售 25 年产国产大豆 5520.272 吨，成交 2000 吨，成交均价 4500 元/吨。（九三集团大豆交易中心）

【南华观点】国产大豆盘面多空博弈处于焦灼状态，利多支撑来自产区天气、减产预期以及高位资金持仓；利空来自现货疲弱、期现价差偏大、消费淡季、南方新豆上市压力。后市重点跟踪东北天气实况、储备拍卖等。

玉米&淀粉：现货略有好转

【期货盘面】昨日今日大连玉米主力合约先跌后涨，尾盘收于 2258 元/吨，下跌 4 元/吨。淀粉整体波动较小，收于 2574 元/吨，和前一交易日保持一致。

【现货基差】昨日玉米现货价格基本保持稳定，全国玉米均价是 2240.29 元/吨，较上一工作日上

涨 0.55 元/吨。东北市场价格区间在 2070-2160 元/吨的区间，上涨 5 元/吨；华北市场报价为 2180-2270 元/吨；鲢鱼圈港新季玉米主流收购挂牌价 2245-2255 元/吨；西南地区 2470-2530 元/吨；锦州港新季玉米主流收购挂牌价 2250-2260 元/吨；广东蛇口港口价格在 2400-2420 元/吨。昨日国内玉米淀粉现货市场价格整体平稳运行，其中山东市场价格在 2800-2860 元/吨，货源供应稳定，原料玉米上货量逐步增加。

【供需库存】随着盘面价格持续上涨，现货相对稳定，贸易商产生加速收购东北玉米，近期东北玉米面临干旱、洪涝的威胁，生长情况不容乐观，加之华北降雨影响物流运输，山东到车辆有所下降。南方下游企业对优质货源的关注度略有提升，受小麦等相关替代品影响，玉米饲用需求短期难有改善，产区成本趋稳，低位库存下，销区价格或同步趋稳，优质货源价格存小涨空间。

【南华观点】玉米期价处于震荡阶段，天气炒作与需求疲软持续博弈，重点关注东北玉米减产情况。

以上评论由分析师陈晨（Z0022868）提供。

【农副软商品】

生猪：供需博弈延续，猪价窄幅震荡

【期货盘面】昨日，生猪主力合约 LH2611 收于 11835 元/吨，较前一交易日下跌 195 元/吨，跌幅达 1.62%。

【现货基差】全国生猪均价 11.03 元/公斤，较前一日下跌 0.08 元/公斤。分区域看，河南 11.04 元/公斤（-0.07）、四川 11.06 元/公斤（-0.10）、湖南 10.81 元/公斤（-0.08）、湖北 11.03 元/公斤（-0.09）、安徽 11.21 元/公斤（-0.08）、江西 11.04 元/公斤（-0.07）、山东 11.07 元/公斤（-0.07）、河北 10.91 元/公斤（-0.12）、辽宁 10.71 元/公斤（-0.10）、广东 11.97 元/公斤（-0.00）、广西 10.76 元/公斤（-0.11）、江苏 11.22 元/公斤（-0.14）。基差方面，主力合约基准地基差为-805 元/吨。

【估值利润】截至 7 月 27 日当周，自繁自养头均亏损 138.97 元，外购仔猪头均亏损 233.73 元，主因前期压栏大猪逐步出栏导致生猪价格下跌，全行业亏损格局尚未根本扭转。

【供需库存】从供给端看，压力集中释放。一方面，规模猪企进入月度出栏冲刺阶段，养殖端为应对亏损压力下的资金链紧张，普遍加快出栏节奏；另一方面，前期压栏及二次育肥的大体重猪源仍在持续消化。截至 7 月 23 日，全国出栏均重为 128.15 公斤，其中散户均重高达 147.42 公斤，显著高于往年同期。二育栏舍利用率虽从高点回落至 41.5%，但前期回补猪源尚未完全释放。从需求端看，消费处于传统淡季。高温天气抑制鲜肉消费，学校放假、工地停工进一步削弱团膳需求。屠宰企业订单不足，开工率持续下滑。

【市场信息】1. 二季度能繁母猪去化明显提速，产能收缩信号强化。国家统计局数据显示，2026 年二季度末全国能繁母猪存栏为 3780 万头，较一季度末环比下降 3.18%，降幅明显扩大。

2025 年 7 月至 2026 年 6 月累计去化已达 6.5%。淘汰母猪屠宰量同比增幅超过 120%，绝对水平仍处于高位，反映产能出清正在加速推进。

2. 政策端产能调控持续加码，远期供给收缩预期升温。农业农村部频繁召开生猪产业发展座谈会，产能调控政策持续趋严，政策效果有望持续显现。产能调控方案将能繁母猪正常保有量进一步下调，去产能导向明确。

3. 中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，会议强调，要毫不放松做好“三农”工作，持续巩固拓展脱贫攻坚成果，建立健全高标准农田建设、运营、管护机制，稳定生猪等农畜产品生产和价格，促进农民稳定增收。做好农资保供稳价，抓好农业生产，夺取秋粮和全年粮食丰收。（新华社）

【南华观点】预计生猪主力合约短期偏弱震荡。

棉花：关税变动或再起

【期货盘面】洲际交易所（ICE）期棉下跌近 0.5%，棉价高位调整，收下影线。隔夜郑棉小幅下跌。

【现货基差】8 月 25 日，新疆方面，奎屯区域纺企采购无主体颜色级双 29 含杂 2.7%以内机采新疆内库 2701 合约基差成交价 1300-1400 元/吨，提货价在 18150-18300 元/吨，较前一日下跌 100-150 元/吨。内地方面，河南省郑州区域的内地库双 29 级新疆棉提货价在 18300-18500 元/吨，较前一日下跌 100 元/吨左右。

【估值利润】8 月 25 日，内地 32s 纯棉纱环锭纺即期纺纱利润为-1866 元/吨，涨 106.70 元/吨，新疆 32s 纯棉纱环锭纺即期纺纱利润为-506.89 元/吨，涨 155.04 元/吨。

【供需库存】8 月 25 日郑商所棉花期货仓单录得 9232 张，较上一交易日减少 40 张，有效预报录得 139 张。据 BCO 调查显示，截至 8 月 15 日，全国棉花工商业库存共 310.68 万吨，较七月底减少 28.05 万吨，同比增加 36.24 万吨，其中商业库存 219.82 万吨，较七月底减少 30.12 万吨，同比增加 37.8 万吨，工业库存 90.86 万吨，较七月底增加 2.07 万吨，同比减少 1.56 万吨。

【市场信息】

1. 8 月 25 日，中国储备棉管理有限公司计划挂牌出库销售储备棉 8035.1390 吨，实际成交 8035.1390 吨，成交率 100%。成交均价 17427.08 元/吨，较 24 日涨 8.40 元/吨，折 3128B 价格 18104.93 元/吨；成交最高价 17930 元/吨，最低价 17120 元/吨。（中储棉）

2. 中国储备棉管理有限公司定于 8 月 26 日通过全国棉花交易市场上市销售中央储备棉重量 8034.8560 吨，共 40 捆。（中储棉）

【南华观点】目前国内下游纱布厂开机率小幅回升，成品库存环比下降，但整体走货尚未有明显回暖，棉纱高库存仍有待去化，对棉花消费的带动暂显偏弱。同时，据彭博社报道，美国计划在中美峰会召开前以中国产能过剩为由，对中国商品加征 7.5%的关税，自此对中国商品的总关税将重新恢复至 20%，在东南亚的竞争之下，未来国内下游出口面临的挑战或再度加大。近日抛储成交

率维持 100%，本周底拍价格为 16998 元/吨，较上周继续上调，关注国储棉日度挂牌量是否调整。新年度来看，疆棉处于裂铃吐絮期，北疆主要受前期低温影响，南疆各产区情况在水资源供应与管理投入的差异下存在区域分化，本周各产区气温或有回升，后续需重点关注产区降水情况，当前预计本周北疆或有零星降水，整体雨量不大；美棉处于花铃期，棉田开始陆续吐絮，但近期得州与中南棉区降水偏少，整体优良率延续下滑态势，预计本周得州仍未有明显降水，干旱指数或进一步回升，关注后续产区降水及弃耕率调整情况；据印度有关机构消息，截至 8 月 14 日，印度新年度棉花播种面积达 1073.3 万公顷，同比增加 0.3%，印度新棉种植面积增速逐渐放缓，但八月以来中部与南部棉区降水有所减少，预计本周北部棉区与马哈拉施特拉邦棉区暂无明显降水，南部棉区与古吉拉特邦棉区降水仍偏少，或不利于新棉生长，后续产量仍有待考证。综上，美国与印度产区天气风险尚未解除，但储备棉轮出对郑棉上方空间形成持续压制，且下游纺织消费仍处于淡旺季过渡阶段，终端订单尚未实质性放量，后续需重点关注主产国实际产量验证、储备棉挂牌量、旺季订单落地节奏以及中美关税调整情况。

白糖：上方压力明显，短期回调为主

【期货盘面】周二糖价内外均走弱，外盘 ICE 原糖收盘 17.25 美分/磅；国内郑糖主力收于 5339 元/吨。

【现货基差】南宁现货价格 5190（-10）元/吨，昆明现货价格 5062.5（-5）元/吨。

【估值利润】白糖加工利润走势震荡回落，以巴西及泰国原糖为原料的配额内外利润均有所下降，并转为负值。

【供需库存】截至 7 月 31 日，广西工业库存 221.34 万吨，同比增加 124.45 万吨。云南工业库存 90.66 万吨，而去年同期仅为 46.74 万吨，同比近乎翻倍。

【市场信息】1、印度外贸总局将关税配额项下 100 万吨原糖进口的截止日期修改为两个月期限。

（泛糖科技）

2、据巴西对外贸易秘书处（Secex）出口数据，巴西 8 月前三周出口糖 169.37 万吨，日均出口量为 11.29 万吨，较上年 8 月全月的日均出口量 17.72 万吨减少 36%。（泛糖科技）

3、埃及在满足国内需求后批准剩余食糖出口。（泛糖科技）

【南华观点】周二郑糖走势回落基本符合预期。我们仍认为基本面方面，弱现实与强预期继续博弈，后续仍大概率轮番主导盘面走势，短期主力 5400 元/吨的压力线较为牢固，预计强预期阶段性表现之后，盘面可能会有回调风险。

橡胶：遇阻回落

【期货盘面】昨夜盘天然橡胶、20 号胶期货价格横盘震荡；合成橡胶期货价格随原油走低，跌幅明显。

【现货基差】截止周一收盘，上海国营全乳胶报价为 17850 元/吨（-50），泰混人民币报价为 17550

元/吨(-50)，印尼标胶港口美金报价为 2310 美元/吨(-15)，越南 SVR10 山东市场价为 17250 元/吨(0)。全乳胶-RU 主力基差为-695 (15)，全乳-泰混价差为 300 (0)。

丁二烯山东市场价为 12825 元/吨(-50)；顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 14600 元/吨(0)，对应主力合约基差为 105 元/吨(225)，华南主流市场价为 14400 元/吨(-50)。

【估值利润】云南全乳胶交割利润(01 合约)参考-297 元/吨(-63)，泰国 STR20 加工利润参考-467 元/吨(-50)；丁二烯氧化脱氢装置加工毛利参考 905 元/吨(215)；顺丁橡胶加工利润毛利参考-775 元/吨(0)。

【供需库存】仓单库存方面，沪胶当日仓单数量为 144800 吨，日度变化-20 吨。20 号胶当日仓单数量为 13003 吨，日度变化 0 吨。合成橡胶当日仓单数量为 24970 吨，日度变化 0 吨。

据隆众资讯统计，截至 2026 年 8 月 23 日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 63.15 万吨，环比上期减少 1.06 万吨，降幅 1.65%。保税区库存 6.99 万吨，降幅 2.70%；一般贸易库存 56.17 万吨，降幅 1.51%。青岛天然橡胶样本保税仓库入率增加 1.20 个百分点，出库率增加 6.67 个百分点；一般贸易仓库入率增加 0.07 个百分点，出库率增加 0.65 个百分点。

【市场消息】

1、QinRex 最新数据显示，2026 年前 7 个月，越南出口天然橡胶合计 31.9 万吨，较去年的 34.9 万吨同比下降 9%。其中，标胶出口 16.8 万吨，同比降 8%，包括 SVR10 出口 5.7 万吨，SVR3L 出口 6 万吨，SVRCV60 出口 3.6 万吨；烟片胶出口 3.2 万吨，同比降 6%；乳胶出口 11.9 万吨，同比降 10%。

1-7 月，越南出口混合橡胶合计 49.6 万吨，较去年的 54 万吨同比下降 8%。其中，SVR3L 混合出口 11.5 万吨，同比降 14%；SVR10 混合出口 37.7 万吨，同比降 6.5%；RSS3 混合出口 0.35 万吨，同比降 13%。

1-7 月，越南天胶出口中国合计 5.4 万吨，较去年的 9.9 万吨同比下降 46%。1-7 月，越南混合橡胶出口中国合计 49.3 万吨，较去年的 54 万吨同比下降 9%。

2、金十数据 8 月 25 日讯，美国国务院正准备让外交官重返在伊朗战争爆发前及战争期间撤离的中东使馆，这表明特朗普政府预计全面敌对行动不会再次爆发。

3、金十数据 8 月 25 日讯，阿拉伯卫星电视台旗下频道曝出巴基斯坦陆军参谋长访伊细节：美国已递出新提议，而伊朗高层据称希望寻求危机的“永久性解决方案”。据《纽约时报》获得的一份美国国务院内部文件，美国驻中东外交机构可能最早于本周开始让外交官返回，并逐步缩减此前采取的紧急措施。

4、金十数据 8 月 26 日讯，据伊朗伊斯兰共和国广播电视台 25 日晚报道，伊朗外交部副部长加里巴巴迪表示，根据伊朗与阿曼就霍尔木兹海峡航线新达成的谅解，进入波斯湾的航线将途经伊朗水域，离开波斯湾的航线将途经阿曼和伊朗水域，任何军舰不得通过该海峡，只允许商船通行。

【南华观点】主产区降雨持续阻碍割胶，原料价格维持高位，叠加港口库存继续去化，对价格存

有支撑；但下游对高价承接不足，限制胶价上方空间；整体市场处于多空博弈阶段，但成本及天气支撑表现偏强。合成橡胶基本面无明显驱动，价格主要随成本端变动，因地缘溢价回落，合成橡胶成本支撑减弱，价格震荡走低，关注后续局势变化。

鸡蛋：期现背离加剧，现货强期货弱格局延续

【期货盘面】昨日，鸡蛋主力合约 JD2610 收于 3762，跌幅达 0.66%

【现货基差】农业农村部监测数据显示，昨日全国农产品批发市场鸡蛋均价为 10.90 元/公斤，较前一日上升 0.8%；生意社基准价为 10.82 元/公斤，较本月初累计上涨 11.55%。全国主产区鸡蛋均价约 5.20 元/斤，主销区鸡蛋均价约 5.34 元/斤。

主销区方面，北京各大市场鸡蛋价格上涨 5 元/箱，44 斤规格主流参考价涨至 245 元（约 5.57 元/斤），石门、新发地、回龙观等主流批发价均报 245 元/44 斤。上海褐壳鸡蛋价格维持稳定，27.5 斤规格接货价 150 元（约 5.45 元/斤）。广东市场 45 斤规格报价 255 元（约 5.67 元/斤），与昨日持平。

主产区方面，山东 45 斤规格报价 233 元（约 5.18 元/斤），与昨日持平；河北 45 斤规格报价 240 元（约 5.33 元/斤），较昨日上涨 5 元；河南 30 斤规格报价 156 元（约 5.20 元/斤），与昨日持平；辽宁 45 斤规格报价 239 元（约 5.31 元/斤），较昨日上涨 5 元；湖北粉蛋价格也有所上涨。其他地区方面，吉林 30 斤规格报价 159 元（约 5.30 元/斤），山西、甘肃等地价格亦有小幅上调。

【供需库存】库存与供需格局方面，截至 8 月 19 日，全国生产环节库存 0.47 天，流通环节库存 0.73 天。

供需基本面方面，三伏天高温天气持续抑制蛋鸡产蛋率，每日鲜蛋产出被动减少

【市场信息】新开产持续增量：6-7 月新开产蛋鸡对应今年 2-3 月补栏鸡苗，2 月补栏环比增加约 13.80%，3 月补栏量进一步达到历史补栏高位。

【南华观点】鸡蛋主力合约将震荡偏弱运行

苹果：当前节点，或进入盘整

【期货盘面】周二苹果走势回落，主力下跌 2.48%，AP2610 收于 7390 元/吨，整体持仓下降。

【现货基差】陕西延安洛川产区早熟嘎啦好货剩余不多，好货 70# 以上主流价格 3.8-4.2 元/斤，倒框货源 3.2-3.6 元/斤带轻微冰雹点，多以质论价。山东招远毕郭市场纸袋嘎啦 65# 以上主流 2.0 元/斤附近，好货 2.4-2.5 元/斤，膜袋嘎啦 65# 以上主流 0.8-1 元/斤；美八 2.7-2.8 元/斤。陕西洛川 70# 以上客商半商品成交 3.0-3.8 元/斤。山东栖霞产区晚富士 80# 一二级片红 2.5-3.6 元/斤，80# 果农统货 1.5-2.0 元/斤。

【估值利润】以山东栖霞 80# 一二级片红价格 2.5-3.6 元/斤（折合盘面约 500-7200 元/吨）估算，结合当前期货主力合约价格，盘面利润空间有限，暂时不存在套利机会。

【供需库存】1、根据上海钢联数据，截至 2026 年 8 月 19 日，全国主产区苹果冷库库存量为 41.18 万吨，环比上周减少 4.43 万吨，走货速度同比去年同期略显缓慢。

2、根据卓创资讯数据，截止到 2026 年 8 月 20 日全国冷库库容率约为 3.85%，较去年同期（20250821）高 0.79 个百分点。近一周（20260813-20260820）全国冷库库容率下降 0.36 个百分点。

【现货动态】新季苹果来看，山东早熟品种整体偏弱运行，随上货量价格小幅波动。西部早熟嘎啦剩余好货不多，多以前期订购货源装货为主，白水、铜川等产区早熟富士等待上色，少量订购价格 4.0-4.2 元/斤。苹果库存果来看，西部产区剩余陕北客商货源着急清库，交易不快。山东产区整体走货减缓，电商及出口调货减少，好货库内剩余不多，部分客商自留发自有渠道。

【南华观点】周二苹果走势再度大幅回落，我们分析认为后续进一步回落动力或逐步收窄。目前主力运行至短期支撑位附近，且持仓量下降，反映主要为多头减仓为主，预计进一步大幅下行的可能性下降，需要等待新季苹果收获期天气进行进一步预期驱动，决定后市运行方向。

花生：观望新花生上货情况

【期货盘面】上个交易日，花生 PK2611 合约下跌，收盘 8042 元/吨，持仓量 252691 手，较上一交易日增加 15178 手，成交量约 19.08 万手。11-01 月差为-54 元/吨，跌 6 元/吨。

【现货基差】新米继续降价，基差偏弱调整。驻马店白沙花生现货价格 8350 元/吨，基差 308 元/吨；南阳白沙花生现货价格 8500 元/吨，基差 458 元/吨；河南大杂米通货现货价格 7750 元/吨，基差-292/吨；辽宁白沙现货价 8300 元/吨，基差 258 元/吨；兴城小日本现货价格 8150 元/吨，基差 108 元/吨。

【估值利润】上游花生种植毛利较去年偏低，在于地租成本上涨，而现货价格偏低。下游，花生油和食品花生消费不振，利润同样低迷，加工厂大多按订单采购。

【供需库存】河南产区局部新花生整体上货缓慢增加；辽宁、吉林有部分陈米库存。江西、湖北本周上货缓慢增加。广西、广东市场近期少量到货，陈米及新米均有采购，西南、华中市场到货不多，部分小市场少量到货河南新米。油厂整体到货量不多，新花生普遍未开收，观望产地上货情况以及水份好转速度。青岛工厂日均少量到货。兖州工厂基本扫尾。石家庄工厂扫尾。开封工厂少量有到货。盘锦工厂少量到货。费县中粮收购暂停。金胜粮油少量到货，玉皇粮油暂停收购。兴泉油脂日均合同米到货几车。

【市场信息】

【南华观点】当前盘面价格已跌至成本位附近，今年花生种植成本普遍上涨。后续下跌空间有限。预计期价窄幅震荡，月差小幅震荡。

红枣：关注产区降水

【期货盘面】昨日红枣主力合约收于 8160 元/吨，跌幅 1.21%。

【现货基差】8月25日河北特级灰枣基差为-375元/吨，较上一日上涨75元/吨。

【估值利润】据钢联统计，截至8月20日，河北销区市场一级成品理论毛利润折合-0.05元/公斤，处于亏损状态。

【供需库存】8月25日郑商所红枣期货仓单录得8049张，较上一交易日减少64张，有效预报录得279张。据钢联统计，截至8月20日，36家样本点物理库存在10069吨，周环比减少146吨，同比增加3.95%。

【市场信息】昨日河北崔尔庄市场到货8车，参考特级7.80-9.50元/公斤，一级6.90-7.50元/公斤，广东如意坊市场到货3车，参考特级8.50-10.50元/公斤，一级7.50-9.00元/公斤。（钢联）

【南华观点】近日下游现货价格小幅下调，客商按需采购为主。今年新疆整体气温偏高，枣树发芽时间有所提前，枣农积极田间管理，枣树生长情况平稳，头茬坐果较好，后续在七月高温天气下，部分枣丁掉落，出现少量焦花现象，但整体挂果情况尚可，目前红枣逐渐进入上色上糖期，本周预计各产区或重新升温并保持干燥天气，在国内整体供需宽松下，红枣价格或暂维持稳中偏弱运行，关注中秋节前下游走货情况。

原木：注意保证金变动

【期货盘面】昨日原木期货（LG）价格走势偏震荡，LG2611收于833.0元/m³。09-11合约月差为-6元/m³。

【现货基差】根据钢联数据，5.9米中A810（0）元/方，6米中A价格810（0）元/方。根据原木通数据，新西兰3米木方价格1130（0）元/m³。基差相对维稳，成交热情略有下降。

【估值利润】仓单成本约843.95（0）元/立方米（长三角，最低仓单成本为6米大A，因大A较少，当前锚定6米中A），846.95（0）元/立方米（山东地区，最低仓单成本锚定5.9米中A）。据木联调研，截至2026年8月7日，新西兰TOP4外商已全部报盘。8月新西兰辐射松原木外盘（CFR）报价区间为125-130美元/JAS方，最低价和最高价均较上月上涨2美元/JAS方。从单价外商报价情况来看，有无节材配比的外商本轮外盘报价涨幅较大，最高单期涨幅达4美金/JAS方，最低单期涨幅为2美金/JAS方。

【供需库存】从木联数据来看，供应预期持续收紧，压力小幅缓解——8月24日至8月30日，13港新西兰针叶原木预到船11条，较上周减少1条，周环比减少7%；到港总量约38万方，较上周减少4.2万方，周环比减少10%。需求状态相对好转——据木联调研，截至8月17日到8月23日，中国7省13港针叶原木日均出库量为5.79万方，较上周增加2.30%。此前受天气及港口影响，库存空虚，当前部分到货，库存有所增长——截至8月21日，根据钢联数据，辐射松原木库存为181万立方米（+1），针叶原木整体库存为241万立方米（+2）。总体来看，基本面有所好转。

【市场信息】1. 2026年7月中国进口原木及锯材470.5万立方米，1-7月累计进口3123.8万立

方米，同比降 6.7%。2026 年 7 月，中国出口木及其制品 141 万吨，同比下降 1.3%。（海关总署）

2. 一场强劲的冬季风暴预计将在本周中期袭击新西兰南岛，暴雨和大雪可能对多条主要公路造成明显影响。（木联）

3. 自 2026 年 8 月 27 日（星期四）结算时起，原木期货合约涨跌停板幅度由 6%调整为 5%，交易保证金水平由 8%调整为 6%。（大连商品交易所）

【南华观点】受此前台风与港口海关检查趋严影响，港口放货偏少，而在到货比例中品质较高的货物较低，使得相应原木价格有所上调，下游也逐步进入传统备货季，需求增加，对当前价格适应良好，因此近期行情偏上行。预计期价短中期震荡略偏上行的趋势。保证金比例有所下调，注意随之有可能带来的波动率风险。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、陈嘉宁（Z0020097）、王映（Z0016367）、俞俊臣（Z0021065）、陈晨（Z0022868）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。