

金融期货早评

股指：上存在压力，突破还需时间

【市场回顾】

上周五股指涨跌不一，大盘股指收涨，中小盘股指收跌。从资金面来看，两市成交额回升 1188.11 亿元。期指方面，IF、H 放量上涨，IC、IM 放量下跌。

【重要资讯】

1. 商务部：欧方一意孤行采取限制措施，中方不得不采取对等限制措施。
2. 贝森特称与欧盟的贸易磋商正在推进，未来两天或宣布重大消息。

【核心逻辑】

上周五两市成交额大幅回升，但股指走势先涨后跌，可以看出指数上方存在不小压力，突破还需时间。美国 6 月就业数据超预期，降息预期有所减弱，或延长美联储观望期，美元指数回升，外围压力增大。后续可关注两个重点信息，一是 7 月下旬召开的中央政治局会议，预计将发布未来政策指引，二是贸易摩擦再起，若出现超预期信息，都会对股指走势产生影响。

【南华观点】持仓观望

集运：美国关税预计于 8 月再度加征，期价午后下行

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货各月合约价格上午偏震荡，午后期价有明显回落。截至收盘，EC 各月合约价格涨跌互现。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，7 月 10 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1785，较同期前值上涨\$15，40GP 总报价为\$2990，较同期前值上涨\$30。

【重要资讯】：

1. 金十数据 7 月 5 日讯，美国总统特朗普周五表示，他已经签署了给 12 个国家的贸易信函，概述了他们进口到美国的商品将面临的不同关税水平，这些信函将于周一发出。他拒绝透露第一批信函中包括哪些国家以及具体的关税税率。特朗普周五表示，他预计在 7 月 9 日之前，大多数国家都会收到信函，届时他暂停 90 天的对等关税将生效。
2. 当地时间 7 月 4 日，哈马斯证实其已就加沙停火提案完成内部磋商以及与巴勒斯坦各派别间的磋商，并向相关斡旋方提交了积极回应。当地时间 5 日上午，以色列公共广播公司援引知情人士的消息称，哈马斯就加沙停火与人员交换协议提出的修改建议将对以色列决策层“构成挑战”。以方预计将在未来两天就此展开密集讨论，以色列安全内阁也计划于 5 日 22 时召开会议，专门审议加沙谈判相关进展。

【南华观点】：上周五期价上午如预期延续震荡走势，中午有消息称，特朗普将在周五发出关税信函，浮动范围在 10%-70%，从宏观情绪角度利空期价走势。对于后市而言，还需关注美国对华在 8 月 1 日后正式增加的关税比例如何，期价整体震荡略偏下行的可能性较大。重要申明：本报告内容及观点仅供学习和参考，不构成任何投资建议。市场有风险，投资需谨慎。

以上评论由分析师俞俊臣（Z0021065）、王梦颖（Z0015429）及助理分析师廖臣悦（F03120676）提供。

大宗商品早评

有色早评

南华期货贵金属周报：美非农超预期 焦点重转 7 月 9 日关税期限

【盘面回顾】上周贵金属市场整体仍小涨，尽管降息预期受美国强劲非农就业报告影响降温，引发美债收益率走高，但美国贸易关税政策不确定性，特别是美经济回归货币财政路径仍削弱美指，并利多贵金属。周四晚间公布的美国 6 月非农就业报告强于预期，新增就业人数录得 14.7 万人，预期 11 万，前值上修 0.5 万至 14.4 万人；失业率录得 4.1%，数据意外下降，预期 4.3%，前值 4.2%。数据后交易员不再押注美联储 7 月降息，9 月降息概率下降。另外，周二晚间公布的美 6 月 ISM 制造业 PMI 小幅回升至 49，高于预期和前值；5 月职位空缺数 776.9，高于预期和前值，一定程度削弱降息预期。美国虽与英国、越南达成贸易协议，但与日本、欧盟与印度等主要经济体谈判仍僵持，且美越协议中携带第三方关税条款。特朗普表示已签署 12 封贸易信函，计划周一发出。“大而美”法案已获通过，将美国联邦政府的法定债务上限提高 5 万亿美元，国会预算办公室（CBO）估计，这可能会让政府预算赤字未来十年内增加 3.4 万亿美元。此后马斯克宣布“美国党”成立。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周减 7.16 吨至 947.66 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 2.55 吨至 14868.74 吨。短线基金持仓看，根据截至 6 月 24 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周减 5644 张至 195004 张，其中多头减少 4509 张，空头增加 1135 张；白银非商业净多减少 4227 张至 62947 张，其中多头减少 4503 张，空头减少 276 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度减少 8.2 吨至 1144.2 吨，COMEX 白银库存周减 23 吨至 15529.4 吨；SHFE 黄金库存周增 3.22 吨至 21.46 吨，SHFE 白银库存周增 44.1 吨至 1339.7 吨；上海金交所白银库存（截至 6 月 27 日当周）周减 34.6 吨至 1323.2 吨。

【本周关注】本周数据方面整体清淡，主要关注 7 月 9 日美国对等关税暂停期结束前，美国对其他国家各项关税税率的敲定。事件方面，周二 12:30，澳洲联储公布利率决议。周四 2:00，美联储公布货币政策会议纪要。21:00，2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆就美国经济和货币政策发表讲话。周五 02:30，2027 年 FOMC 票委、旧金山联储主席戴利就美国经济前景发表讲话。另本周美国国务卿鲁比奥将访问日本。

【南华观点】中长线或偏多，但 4 月下旬来伦敦金仍整体维持区间震荡，短线支撑 3300-3320，然后 3200；阻力 3365，然后 3400；伦敦银支撑 36.4，强支撑 35.3，阻力 37-37.3，操作上仍维持回调做多思路。

铜：关税政策再起波澜，铜价回落

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周中冲高回落，报收在 7.97 万元每吨，上海有色现货升水 115 元每吨，沪铜 back 结构依然存在，逐渐走平。沪铜库存小幅回升至 8.4 万吨；LME 库存止跌，为近几周内首次库存上升；COMEX 库存继续上涨至 22 万吨。进阶数据方面，铜现货进口亏损缩窄；铜矿现货 TC 继续极端表现；铜铝比稳定在 3.83；由于精炼铜价格的上升，精废价差为 1705 元每吨，小幅偏高。

【产业表现】7 月 4 日讯，当地时间周四，秘鲁铜矿运输中断的起因是小型金矿和铜矿开采商的抗议——其中包括设置路障（这阻碍至少两个主要矿山的半成品铜运往装运港口），他们对监管限制和繁琐的手续感到不满。这些抗议活动阻碍了半成品铜从主要矿山运往装

运港口，这种趋势仅仅在过去一年中出现过长，主要原因是金属价格上涨和该国即将到来的选举。非正规采矿活动威胁着新矿床的开发，并增加了全球供应风险，大型矿业公司将小型矿山的临时登记视为非法活动的掩护。

【核心逻辑】铜在周中的冲高回落主要是因为美国关税政策的再调整。美国总统特朗普表示，美政府 7 月 4 日起将向尚未达成贸易协议的国家发出新关税税率的通知，税率区间为 10%至 70%，并计划从 8 月 1 日起正式实施。这一税率上限（70%）远高于其 4 月份宣布的 50%，市场普遍担忧此举将加剧美国经济的通胀风险，并可能引发新一轮的资产抛售。7 月 5 日周五，特朗普在空军一号上向媒体确认，他已签署了将发往“大概 12 个”国家的关税信函，并计划于周一（7 月 8 日）发出。展望未来一周，关税政策对铜价的影响或持续，投资者会等待新的关税政策对市场的影响，这导致铜价的绝对价格难以预期。不过，7.95 万元每吨的价格仍然可以作为参考标准。若有进一步的关税相关政策或者反制措施，铜价将进一步小幅回落，反之则以震荡为主。

【南华观点】持币观望，周度价格区间 7.87 万-8 万元每吨。

铝产业链：等待铝库存继续积累

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20635 元/吨，环比-0.24%，成交量为 11 万手，持仓 27 万手，伦铝收于 2605.5 美元/吨，环比-0.55%，成交量为 2 万手；氧化铝收于 3024 元/吨，环比-0.59%，成交量为 26 万手，持仓 27 万手；铸造铝合金收于 19885 元/吨，环比-0.29%，成交量为 3705 手，持仓 9250 手。

【核心观点】铝：供给方面，电解铝供给接近行业上限变化幅度不大。需求方面，终端工厂订单进入淡季下降明显，且铝价维持高位抑制下游采购，铝棒先于铝锭两周左右开始累库以确定库存拐点，铝锭近期也开始出现小幅积累，是否为拐点尚需观察，考虑到下半年供需紧平衡且行业铝水比例提高的情况下，铝低库存的状态短时难以改变，对价格起到一定托底作用。宏观方面，关税政策仍需持续关注，特朗普宣布美政府 7 月 4 日起将向尚未达成贸易协议的国家发出新关税税率的通知，计划对不同国家征收从 60%到 70%、以及从 10%到 20%不等的关税，各国将于 8 月 1 日开始支付这些关税，此举或将加剧美国经济的通胀风险，将对金属构成压制。总的来说沪铝上方空间有限短期，但低库存的现状维持高位震荡，企业可空头入场对库存进行套保，投机则可尝试期权策略，中长期仍建议偏空看待。

氧化铝：宏观方面，几内亚地矿部长宣布创建几内亚铝土矿指数，引发市场对铝土矿价格抬升担忧，叠加国内反内卷消息刺激，氧化铝空头离场期价大幅上涨。当前氧化铝现货成交价基本集中于 3100 元左右，期价上涨或将促使交仓期价上涨仍承压，考虑到氧化铝现货交割品偏紧，后续仍需关注交仓量级以及挤仓风险。总的来说，考虑到 7 月将有进口氧化铝到港且当前氧化铝仍有生产利润复产与新投产还在继续，因此氧化铝供应过剩预期暂时还未改变，3100 点为氧化铝价格压力位，长期仍可逢高沽空，短期受消息面刺激，氧化铝或将维持震荡，需观察市场情绪延续性。

铸造铝合金：基本面来看，废铝价格维持高位，铝合金成本支撑较强，需求端整体处于淡季，表现不佳且 7 月仍有继续走弱的迹象，压制铝合金上方空间。期货盘面上来看，铸造铝合金期货走势大致跟随沪铝走势而波动，二者价差基本处于 350-500 元/吨之间，价差拉大时可考虑多铝合金空沪铝套利操作，同时铝合金供给过剩需求预期走弱的情况使得铝合金期货合约跨月结构为 BACK 结构，可考虑进行正套。

【南华观点】铝：高位震荡；氧化铝：震荡；铸造铝合金：震荡

锌：基本面不变，偏强震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22410 元/吨，环比+0.38%。其中成交量为

15.36 万手，而持仓则减少 1726 手至 12.63 手。现货端，0#锌锭均价为 22410 元/吨，1#锌锭均价为 22340 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌依然是受到市场的情绪支撑，偏强运行。从基本面看，近期基本面逻辑不变。供给端，从 TC 的上涨和锌锭产量的环比上升可以看出，供给端正在缓慢兑现宽松预期。不过由于产业链结构性上的调整，如锌合金与冶炼厂一体化，导致累库缓慢，其库存依旧处于历年低位。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无法与国内竞争，同时锌矿进口处于历年高点。需求端方面，整体水平保持稳定且符合预期，传统消费淡季表现较为疲软。短期内，以宏观数据和市场情绪为主要关注点，同时关注供给端扰动，策略方面建议逢高沽空。

【南华观点】宽幅震荡，长期看跌。

镍&不锈钢：周内整体偏强

【盘面回顾】

沪镍主力合约整体震荡偏强运行。6 月 30 日价格收于 120830 元/吨，此后周内持续偏强走势，最终收于 121790 元/吨。不锈钢主力合约周内走势强劲。6 月 30 日价格收于 12610 元/吨，此后偏强震荡，最终收于 12730 元/吨。

【产业表现】

现货市场方面，金川镍价格维持升水状态，价格调整至 124550 元/吨，升水幅度为 2100 元/吨。硫酸镍较镍豆溢价扩大到 2590.91 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润率调整至-3.3%。库存方面，上期所纯镍库存为 24718 吨，LME 镍库存为 203628 吨。304/2B 切边不锈钢出厂价均价为 12700 元/吨。304 不锈钢冷轧利润率下降在-8.32%左右。不锈钢社会库存为 978000 吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至 907.5 元/镍点，镍铁库存为 37534 吨。

【核心逻辑】

沪镍盘面周内持续偏强运行，消息面上镍矿以及不锈钢均产生不同层面提振，但是目前需求淡季且基本面过剩局面不改，后续上方空间仍然有一定限制。七月初印尼镍矿基准价以及升水受近期行情影响有一定下移，菲律宾镍矿整体维持坚挺；印尼方面周内发文将把镍矿配额生产许可周期从三年缩短为一年，以加强印尼对资源端的掌控，引发一定矿供应端担忧。硫酸镍方面周内价格企稳运行，现阶段新能源镍盐整体仍然维持以销定产走势，下游需求端整体无明显起色。镍铁价格周内持续阴跌，受到目前镍铁端受高价镍矿，高镍铁库存，低不锈钢需求影响，产业链矛盾较深，后续可关注转产高冰镍，镍铁产量减少影响。不锈钢方面商务部延续对多国进口不锈钢反倾销税政，且周内青山完成对张浦的收购，整体动向和情绪偏强；现货端低价资源受期货盘面影响有所减少，但是整体成交提振有限。现阶段可重点关注青山张浦收购后续动向；新能源产业链提振；以及产业链库存是否有所降低。

【南华观点】

周内镍不锈钢盘面持续偏强震荡，主要为消息面利多提振，但是需求淡季下后续持续上涨动能有限。基本面方面镍矿成本支撑仍存，镍铁持续阴跌。新能源方面关注大盘走势影响，以销定产走势延续。后续预计在【11.7-12.5】万区间震荡运行。

锡：上方压力大于下方支撑

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中小幅下跌，重新回落到 26.7 万元每吨，上海金属网现货升水 400 元每吨。上期所库存小幅回升至 7198 吨，LME 稳定在 2110 吨。进阶数据方面，锡进口依然亏损，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】锡价在近期的表现均属于随波逐流，宏观对其的影响大于基本面。美国总统特朗普表示，美政府 7 月 4 日起将向尚未达成贸易协议的国家发出新关税税率的通知，税率区间为 10%至 70%，并计划从 8 月 1 日起正式实施。这一税率上限（70%）远高于其 4 月份宣布的 50%，市场普遍担忧此举将加剧美国经济的通胀风险，并可能引发新一轮的资产抛售。展望未来一周，宏观仍将是影响锡价走势最大的因素，影响力度在有色金属内部相对较小。若有进一步的关税相关政策或者反制措施，锡价将进一步小幅回落，反之则以震荡为主。

【南华观点】持币观望，周运行区间 26.2 万-26.9 万元每吨。

碳酸锂:矿端情绪上扬，下游暂趋平稳

【行情回顾】本周碳酸锂期货宽幅震荡，碳酸锂加权指数合约周五收盘价 63281 元/吨，周度跌幅 0.04%；成交量 43.11 万手，周环比降幅 45.53%；持仓量 59.28 万手，周环比减少 2.21 万手。广期所仓单数量 21036 手，周环比减少 962 手。

【产业表现】本周锂电产业链上游部分报价有所走强，下游与终端报价平稳，整体呈现上游锂矿与贸易商情绪较好而下游和终端情绪一般的景象。

供给：矿端平均涨幅高达 5%，其中 SMM 澳矿 6%CIF 报价 640 美元/吨，非洲矿报价 622 美元/吨；锂盐市场中碳酸锂报价上涨，氢氧化锂报价走弱；贸易商环节基差报价走弱。本周碳酸锂产量环比减少 3.43%。

需求：本周下游材料厂报价平稳，正极材料价格涨幅小于 1%，涨幅不及锂盐。其中磷酸铁锂系报价涨幅在 200-300 元/吨，三元材料系报价涨幅 40-100 元/吨，电解液端报价不变。本周磷酸铁锂产量环比增加 134 吨，三元材料产量环比增加 109 吨。

终端：电芯市场报价平稳，本周并无变化。本周磷酸铁锂电芯产量下降 0.04GWh，三元电芯产量下降 0.08GWh。

库存：本周国内锂矿库存环比下降，碳酸锂和正极材料厂库存累库上涨。

【市场消息】美国于当地时间 7 月 4 日通过“大美丽”法案，法案自 2025 年 9 月 30 日起取消新能源汽车联邦税收抵免。

【核心逻辑】从供需格局看，供给端的增量释放节奏较快，锂矿投产计划的逐步落地将带来原料供应的持续放量，而四季度锂盐企业检修技改逐渐进入收尾阶段后，产能释放节奏会进一步加快，双重因素叠加下，供过于求的格局将愈发清晰。成本与库存的双重压力则强化了价格下行的确定性。企业通过产线技改升级不断优化生产流程，推动生产成本持续下行，过去因成本差异形成的陡峭成本曲线正逐渐趋于平缓，这种“坍塌式”成本下降不仅削弱了传统高成本对价格的支撑，更成为驱动碳酸锂价格走低的核心力量。

【南华观点】三季度宏观情绪好转、供给扰动因素和淡季不淡的预期将使期货价格震荡上扬，但因库存现状一定程度上会压制上涨高度，所以整体呈现震荡偏强运行特征，最后随着情绪消退而回归基本面。

【策略建议】关注 LC2511 逢高布空机会；LC2509-LC2511 正套机会；期权卖方机会；宽幅震荡区间：61000-66000。

【风险点】宏观政策；供给端停产扰动；技术性反弹

工业硅&多晶硅:"反内卷"与“大美丽”法案

【行情回顾】本周工业硅期货宽幅震荡，工业硅主力合约收于 7980 元/吨，周环比下跌 0.62%；成交量 87.01 万手，环比上涨 12.61%；持仓量约 39.06 万手，周环比增加 3.9 万手；仓单数量 51701 手，周环比减少 1043 手。

多晶硅主力合约收于 33315 元/吨，环比上涨 5.04%，持仓量 6.9 万手，环比减少 8070 手；仓单数量 2600 手，暂无改变。

【产业表现】本周工业硅产业链市场表现有所好转。工业硅现货市场报价有所上涨周环比上涨 150-450 元/吨，硅厂出货增多，硅粉市场报价整体上涨，下游需求端报价稳定，多晶硅价格整体上涨。下游需求端表现有所好转，主要是西南地区多晶硅企业复产预期，若后续企业进一步落实增产，则对工业硅需求有所提振；有机硅市场开工稳定，当前产量处于高位，价格相对承压；铝合金市场仍处于淡季，下游按需采购。贸易商表示出货尚可，近期基差走弱。本周工业硅市场产量 3.88 万吨，环比减少 9260 吨；周度库存 75 万吨，环比下降 1.31 万吨。本周多晶硅市场产量环比增加 400 吨至 2.4 万吨；厂商周度库存环比增加 0.2 万吨至 27.2 万吨。

【核心逻辑】基本面看，工业硅处于落后产能出清的产业周期逻辑，供应过剩压力持续。丰水期临近，西南地区企业陆续增加开炉，复产预期逐渐落地，库存将有进一步累库风险。需求端表现稳定，西南地区多晶硅复产计划提振工业硅需求，但高库存仍压制工业硅涨价空间，供需格局仍然缺乏上行动力，仍需等待库存消化。

多晶硅处于供给端强劲，需求端疲弱的逻辑，光伏抢装潮透支未来需求。当下，供给端产量有所增加，高库存压力仍存。下游市场刚需采购，终端市场表现一般。若未来产业内有产能出清计划，或达成产业整合协议，则有望推动多晶硅产业状况改善。

【南华观点】基本面看，工业硅价格抬升推高多晶硅生产成本的预期，然而产业较高库存现状一定程度压制价格上涨空间。技术面看，工业硅主力合约位于 60 日线压力位，触及布林通道上沿，预计近期将处于震荡状态。

操作上，多晶硅建议观望；工业硅若依据基本面思路则建议逢高布空或卖出看涨期权，高位区间：8300-8400。套利建议关注空工业硅多多晶硅。

铅：短期供给端矛盾推动上行

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17295 元/吨，环比+0.29%，其中成交量 24330 手，而持仓量则减少 1206 手至 51672 手。现货端，1#铅锭均价为 17025 元/吨。

【产业表现】近期，华中地区原生铅冶炼企业的 20 万吨/年新建生产线完成点火投产，预计最快将于下周产出铅锭，初步预期日产量增加 300 吨，若后续原料供应得以保障，新增产线日产量将达到 600 吨。

【核心逻辑】上一交易日，铅受宏观与情绪推动，偏强运行。近期受铅价的偏强运行，冶炼厂复产消息较多。从基本面来看，供给端冶炼厂受较高铅价驱动，有一定复产意愿，社库逐步累库进一步压制价格。原生铅方面，电解铅开工率相对再生铅保持强势，且副产品收益稳定。再生铅方面，受废电瓶原料端供应较紧，冶炼厂信心不足，总体供给端方面偏紧。需求端，逼近旺季，生产备库意愿加强，但价格上涨现货成交一般。短期内，受供需双弱与宏观影响，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：反内卷扰动

【行情回顾】偏强运行

【信息整理】1.据泛询，周末现货，整体成交偏弱，价格较周五持稳或小幅下跌，持续涨价后下游拿货意愿转弱。

2.当地时间7月4日，美国总统特朗普表示，美国政府将从当天起开始致函贸易伙伴，设定新的单边关税税率。特朗普称，新关税“十有八九”从8月1日开始生效。对于将设定的新关税，特朗普说，“关税税率可能从60%、70%到10%、20%不等”。

3.上周末，唐山迁安普方坯降10报2920元/吨。

【南华观点】上周盘面在反内卷、唐山环保限产，以及表需数据表现较好，库存呈现去化的利好提振下，呈现走强。首先，从反内卷来看，预计本轮反内卷与上一轮不一样，钢铁端的过剩产能并不是落后产能，本轮反内卷可能主要针对汽车、光伏等行业，下游反内卷反而对钢材需求形成潜在利空；当前唐山限产主要影响烧结环节，高炉生产暂未受显著冲击，不过不可否认的是，在9月阅兵前，成材及焦煤供应预计将受到一定扰动，有助于缓解供应压力。盘面上涨引发了空单回补和刚需补库，支撑了成材表现，但市场反馈显示现货跟涨乏力、投机囤货需求尚未启动，不过淡季下钢材需求从数据来看并未出现明显走弱迹象。综合来看，反内卷可能给黑色带来的是情绪影响，9月阅兵前成材以及焦煤供应可能会受到一定影响，另外材需求走弱尚未完全体现到数据端，因此盘面下方支撑近期可能较强，不过我们也发现现货材端或面临一定压力，涨幅不及盘面，投机需求尚不佳，出口订单环比转弱，有转内贸倾向，制约盘面上方空间，目前螺纹主力上方压力看3100-3150左右，热卷看3250-3300。展望下周，在盘面快速上涨而现货跟进滞后的背景下，存在回调压力，但下行动能亦不足，本轮上涨未必结束，后续需关注期现联动情况与钢材累库进度，短期建议观望为主。

铁矿石：反内卷预期拉动价格

【南华观点】近日召开的中央财经委员会第六次会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。近期铁矿石价格大幅拉涨，主要原因在于市场炒作“反内卷”，国内偏过剩的工业品都有大幅拉涨。但对于黑色板块来说，目前利润不错，并不需要行政力量介入进行供给侧改革。因此黑色系商品的上涨更多的是预期炒作。因为目前适逢淡季，而下游整体需求尚可，目前的价格空头打不下去，空头止盈/减仓避险形成一波反弹。

但目前铁矿石整体估值偏高，价格进一步向上的驱动不强。本期发运整体偏低，在超季节性的低位，本年铁矿石全球发运累计同比也从过剩170万吨转缺180万吨。运价也在低位，受铁矿石需求拖累，BCI跌幅最大。因此短期铁矿石供应压力并不大，港口库存预计持平。需求端，钢厂检修增多，本期铁水产量下降。钢材需求中性，整体呈现淡季不淡的情况。但目前期货价格大幅拉涨后，现货价格滞涨，基差快速缩小。期限结构也在继续走平，近远月的反套在加强。近月合约已经出现了卖方交割利润，期货的估值是显著偏高的。考虑到目前钢厂已经完成了一部分补库，然后面临的限产和检修增多，现货强度恐难以跟上期货预期，后面回落的风险比较大。

海外宏观层面，大美丽法案落地，非农数据超预期，短期美国经济利好出尽，后面也要到强预期兑现的阶段。关税到期日7.9临近，而目前市场情绪偏乐观，因此市场风险层面会更多一点。

因此总结，目前铁矿石基本面尚可，但期货估值已经显著偏高，现货强度跟不上的话，后面回落的风险比较大。目前的位置不建议追涨，还是应该去寻找高点去空。

焦煤焦炭：一轮提涨恐难落地

【盘面回顾】本周焦煤现货市场情绪好转，涨价煤种增多，焦炭现货有提涨传闻，但钢厂接受度不高，预计一轮提涨难以落地。本周双焦盘面偏强震荡，盘面焦化利润收缩，周内双焦月差波动较大，JM9-1月差-49(-6.5)，J9-1月差-39.5(+0.5)。

【产业表现】

焦煤：前期停产的煤矿陆续复产，焦煤产量边际回升。本周蒙煤通关水平偏低，周平均通关600-700车/天，蒙古国庆节后通关有望放量。短期内焦煤到港偏紧，近期国内煤炭涨价，部分煤种进口利润修复，后续发运可能起量。即期焦化利润收缩，焦企开工率小幅下滑，但多数焦企能保持微利，暂不支持焦炭大面积减产。本周焦企有补库动作，焦煤库存向下游转移，盘面反弹带动投机需求，口岸蒙煤库存去化良好。

焦炭：因现货焦煤涨价，部分焦化厂亏损减产，焦炭供应压力缓和。短期来看，多数焦化厂能保持微利，焦炭开工率大幅下滑的可能性低。需求端，下游钢厂盈利稳定，因部分地区环保限产，本周铁水产量下滑，钢厂仅维持刚需采购，市场传言下周焦炭一轮提涨，钢厂对此较为抵触，提涨落地难度较大。整体来看，淡季铁水产量居高不下，钢厂对焦炭有刚性采购需求，焦炭上游环节库存持续去化，产业链矛盾并不突出。

【南华观点】

反内卷政策再次引发市场对供给侧2.0的猜想，双焦盘面受此影响走势偏强。然而，本轮商品过剩的核心原因为有效需求不足，仅凭出清过剩产能无法解决根本问题，且下游行业压减产能对上游原料是潜在利空，建议投资者理性看待本轮反弹，切勿追高。近日，中央生态环保督察组完成督查进驻阶段工作，产地部分煤矿传出复产消息，焦煤供应恢复预期增强，后续关注产地复产进度，产地积极复产或导致焦煤再度过剩，并进一步压制盘面反弹空间。下游钢焦厂盈利良好，铁水产量居高不下，短期内煤焦需求有刚性支撑。因前期盘面上涨带动投机需求，近日焦煤现货成交好转，产地及口岸部分煤种涨价，仓单成本同步抬升，焦煤盘面向下驱动亦有限。操作层面，焦煤单边建议观望，目前焦炭盘面升水湿熄焦仓单170元，升水干熄焦仓单90元，交割利润可观，建议产业关注焦炭期现套利机会。

硅铁&硅锰：库存压力较大

【现货市场】硅铁主产地内蒙72硅铁5230元/吨(-20)，宁夏72硅铁5250元/吨(+20)；贸易地河北72硅铁5400元/吨(-70)，天津72硅铁5450元/吨(-20)；硅锰北方产区内蒙硅锰6517市场价5550元/吨(+0)，南方产区广西硅锰6517市场价5570元/吨(+70)，贸易地江苏硅锰6517市场价5670元/吨(+0)。

【核心逻辑】成本利润端锰矿港口库存累库以及预期澳矿发运恢复，锰矿报价8月报价有所下调。硅铁内蒙产区利润-331.5元/吨(-20)；宁夏产区利润-148元/吨(+140)；硅锰北方大区利润-158.48元/吨(+17.54)，南方大区利润-489.58元/吨(+30.98)。供应端硅铁生产企业周度开工率为31.95%，环比上周+0.25%，硅铁周度产量为10.02万吨，环比+2.77%；硅锰生产企业周度开工率为40.34%，环比+1.13%；硅锰周度产量18.01万吨，环比+0.5%。铁合金利润修复，厂家的复产驱动相对较大，供应压力有所增加。需求端钢厂利润较好，高铁水对硅铁和硅锰需求形成一定的支撑，但铁水产量预期下滑对铁合金支撑减弱；另一方面去五大材库速度缓慢，限制钢厂进一步生产空间，硅铁和硅锰增长空间有限，6月金属镁产量8.55万吨，环比+6.63%；长期来看，房地产市场低迷，黑色整体板块回落，市场对钢铁终端需求增长存疑，硅锰需求相对疲弱。本周硅铁五大材需求量2.05万吨，环比+0.49%；硅锰五大材需求量12.68万吨，环比+0.71%。库存端本周硅铁企业库存6.7万吨，

环比-3.46%，硅铁仓单库存因 6 月注销规则注销后重新注册中，高于历史同期水平；硅锰企业库存 22.23 万吨，环比+0.23%；硅锰仓单 44.34 万吨，环比-3.61%；硅锰总库存 66.57 万吨，环比-2.36%，硅铁目前库存压力较大，上涨压力较大，短期内存在回调的可能性。

【南华观点】铁合金在煤炭价格反弹带动下，以及铁合金受技术性买盘等因素存在一定的反弹情绪，上周维持反弹趋势。但现货市场受到钢厂压价和成本走弱拖累，在终端用钢需求逐渐进入淡季背景下，铁合金长期走势仍相对较弱。铁合金在利润修复下，开工率回升，处于一个超季节性增产状态，铁合金产量微增但下游需求并没有明显改变，库存有累库趋势。锰矿 8 月报价下调以及澳矿发运恢复，叠加黑色面临需求淡季交易负反馈预期，预计铁合金仍偏弱运行。上周受到推动落后产能退出政策消息的影响，铁合金作为过剩产业受益相对较大，但盘面回升后，铁合金利润修复增产的可能性较大，供应压力逐渐增加去库速度变慢，建议反弹逢高布空，硅铁关注上方 5600-5700 压力位，硅锰关注上方 5800-5900 压力位。

以上评论由分析师严志妮（Z0022076）、周甫翰（Z0020173）及助理分析师张泓（F03118257）、陈敏涛（F03118345）提供。

能化早评

原油：OPEC+会议略超预期，油价短线压力

【盘面动态】国际油价全线走低，美油主力合约跌 0.75%报 66.5 美元/桶，周涨 1.5%；布油主力合约跌 0.42%报 68.51 美元/桶，周涨 2.56%。上周欧佩克+增产预期及美国原油库存增加对油价形成压制。

【市场动态】周六 OPEC+会议召开，达成协议 8 月增产 54.8 万桶/日，较 5-7 月 41.1 万桶/日的增幅明显提速。按照当前增产节奏，OPEC+可能在 9 月就提前完成原定明年 9 月达到的 3288 万桶/日产量目标（仅剩 54.7 万桶/日增产空间）。这意味着该组织有望提前一年完成现阶段全部增产计划。宏观方面，周末美国贸易谈判方面也有一定进展。泰国据悉将向美国提供更多让步，以避免 36%的关税。印度与美国小型贸易协议谈判已经完成，平均关税税率可能为 10%，并可能在未来 24-48 小时内就该贸易协议做出最终决定，更大规模贸易协定的谈判将在 7 月 9 日之后开始。地缘政治方面，关注加沙停火谈判。本周内塔尼亚胡访美，特朗普近期表示本周很有可能促成加沙停火谈判，具体情况有待观察。

【南华观点】OPEC+会议结果带来短期压力，基本面持续弱化形成中长期压制。宏观面不确定性延续（贸易谈判延期），整体维持中性偏空判断。地缘风险仍是主要潜在利好，但 6 月后冲突对油价刺激效应料将减弱。需警惕油价重心逐步下移风险，上方空间受限。

PTA-PX：TA 流动性放松，基差回落

【PTA 观点】近期 PTA 负荷维持 77.7%，逸盛海南 200 短期降负 4 天，威联化学停车，恒力、逸盛新材料重启，装置以计划内变动为主；后续供应端 7 月仍有三房巷 320w 新增产能将投放，库存方面，装置集中检修进入尾声，供增需减下去库趋势转缓，后续将逐步进入小幅累库格局。效益方面，近期主流供应商排货恢复，现货流动性大幅放松下，现货基差从前期 255 的高位快速回落至 100 以下，TA 现金流加工费同样压缩至 282（-60）。需求

端，短纤瓶片减产计划陆续兑现，聚酯负荷下调至 90.2% (-1.2%)。瓶片方面，逸盛减产计划尚未完全兑现，万凯周末起减产计划将落地，下周聚酯负荷预计将继续下调至 89%附近。前期原料大涨，下游投机备货行为带动下长丝大幅去库，近期原料价格回落，总体产销不佳，下游以消化原料为主。当前长丝仍维持库存与加工费的动态平衡，减产压力随库存累积逐步扩大，终端订单短期难见起色，备货情绪消极下长丝产销预计将维持冷淡，下旬起预计将面临较大减产压力。终端而言，目前维持季节性走弱，织机与纱厂继续降负，订单表现不佳，后续宏观若无实质性利好，预计终端开工仍将继续下滑。总体来看，PTA 供需格局近期边际转弱，后续需求端预计延续季节性下滑，上游 PX 维持相对聚酯偏紧格局，上下游错配下预计利润向上游集中，PTA 加工费预计承压。

MEG-瓶片：供需转弱格局难改

【库存】华东港口库至 54.5 万吨，环比上期减少 7.7 万吨。

【装置】榆能化学近期一线停车检修，预计持续 20 天；红四方近期升温重启，预计短期出料；海外方面，沙特 sharq 四套装置共 215w 近期临时停车；伊朗四套装置共 180w 近期陆续重启恢复。

【观点】

近期乙二醇走势以区间震荡为主。基本面方面，供应端油平煤降，总负荷降至 66.51% (-0.76%)；其中，煤制方面榆能一线停车检修，部分装置负荷波动，煤制负荷降至 69.34% (-2.15%)。效益方面，原料端原油小幅走强，乙烯供需偏紧高位维持，动力煤价格小幅走强，各路线利润小幅修复。库存方面，本周到港计划集中，港口发货不佳，下周一港口显性库存预计大幅累库 6 万吨左右。需求端，短纤瓶片减产计划陆续兑现，聚酯负荷下调至 90.2% (-1.2%)。瓶片方面，逸盛减产计划尚未完全兑现，万凯周末起减产计划将落地，下周聚酯负荷预计将继续下调至 89%附近。前期原料大涨，下游投机备货行为带动下长丝大幅去库，近期原料价格回落，总体产销不佳，下游以消化原料为主。当前长丝仍维持库存与加工费的动态平衡，减产压力随库存累积逐步扩大，终端订单短期难见起色，备货情绪消极下长丝产销预计将维持冷淡，下旬起预计将面临较大减产压力。终端而言，目前维持季节性走弱，织机与纱厂继续降负，订单表现不佳，后续宏观若无实质性利好，预计终端开工仍将继续下滑。

总体而言，乙二醇需求端难有超预期表现，供需转弱格局难以扭转，显性库存与社会库存均将进入累库通道，向上驱动难觅影响下，持货意愿大幅走弱，整体维持偏弱看待。后续而言，主要关注宏观关税动态与供应端扰动，近期高温天气下装置意外频发，低库存下若情绪扭转价格向上弹性增大，预期扰动或可成为变局点。瓶片方面绝对价格同样随成本端波动为主，近期受原料端基差崩塌影响现金流加工费大幅修复，后续减产计划兑现概率较高，可关注瓶片盘面加工费逢低做扩机会。

甲醇：短期震荡

【盘面动态】：周五甲醇 09 收于 2401

【现货反馈】：周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 09+35

【库存】：上周甲醇港口库存窄幅波动，周期内外轮显性卸入 15.50 万吨。江苏地区国产送到继续冲击，沿江主流库区提货维持低位，因此进口表需明显弱势；浙江地区外轮补充较多，并有同步国产船货补充，因此累库明显。华南港口库存窄幅去库。广东地区周内内贸船只环比减少，另有部分在卸外轮已计入库存，主流库区提货量在个别船发支撑下尚算稳健，库存小幅去库。福建地区内贸及进口均有补充，下游刚需消耗下，库存小幅累积。

【南华观点】：甲醇内地表现强于港口，主要由于内地近期装置检修，同时内地 CTO 工厂

外采，以及港口 MTO 工厂采购内地。下半周反内卷的会议后，商品和金融市场普涨，盘面带动下产厂竞拍明显溢价成交。港口方面，6 下逼仓退潮后，外盘供应逐步恢复，基差持续走弱。自身基本面来看，现实低库存，港口累库偏慢，伊朗产量实打实损失，但 7 月发运分歧较大，对于伊朗库存暂无定论。目前伊朗装置逐渐恢复，截至周末发运 3 船，速度尚可。7 月底诚志大装置计划检修 1-2 个月，中原乙烯 6.27 检修 1-2 个月。此外 7 月太仓预报 23w 附近，近期太仓基差高企，提货持续偏弱，不排除后期有回调。目前看 2400 左右合理，现实低库存下回到伊朗战前 2300 附近难度较大，需要看到 MTO 继续停车或发运持续增加，后期关注伊朗实际发运，综上甲醇短期震荡看待。

PP：短期偏震荡格局

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7078 (+4)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7050 元/吨，华东现货价格为 7110 元/吨，华南现货价格为 7140 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 77.43% (-1.87%)。本周 PP 装置检修量有所增加，开工率下滑。从当前检修计划来看，7 月检修预计环比缩量。投产方面，裕龙 4 线本周进入试车阶段，6-8 月新增产能预计达到 220 万吨。需求端，本期下游平均开工率为 49.05% (-0.27%)。其中，BOPP 开工率为 60.41% (-0.14%)，CPP 开工率为 56.38% (-0.63%)，无纺布开工率为 36.28% (-0.18%)，塑编开工率为 43.2% (-1%)。本周 PP 下游开工率均呈现下滑趋势。由于当前下游仍处于传统产销淡季中，工厂原材料采购意愿相对有限。库存方面，PP 总库存环比下降 0.09%。上游库存中，两油库存环比下降 9.63%，煤化工库存下降 0.55%，地方炼厂库存上升 8.93%。中游库存中，贸易商库存环比上升 10.81%，港口库存下降 0.61%。从绝对值水平来看，当前库存尚处于中性水平，压力不大。

【观点】：聚烯烃基本延续震荡整理格局。从 PP 基本面情况来看，其供增需弱的格局逐步显现。供给端，新装置基本如预期投产，产能增量压力不断累积。加之 7 月 PP 装置逐步从检修状态中回归，尤其是 PDH 装置，由于利润的恢复，装置陆续重启，当前开工率已回归至 70%以上，使得 PP 供给压力进一步增加。而在需求端，当前仍处于淡季之中，总体补库需求比较有限，但是在价格低位时仍能看到一些投机需求，说明下游需求仍有一定弹性，给 PP 下方带来一定支持。所以综合来看，PP 目前处于上下方均存在限制的状态，短期预计以震荡行情为主。

PE：下行驱动有限

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7282 (-2)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7200 元/吨，华东现货价格为 7270 元/吨，华南现货价格为 7380 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 79.46% (+3.02%)。本周装置检修阶段性回落，但从检修计划来看，7 月检修依然较多，主要集中在煤化工装置。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 38.14% (-0.09%)。其中，农膜开工率为 12.09% (-0.26%)，包装膜开工率为 48.44% (+0.48%)，管材开工率为 28% (-0.33%)，注塑开工率为 51.33% (-0.72%)，中空开工率为 37.5% (-0.88%)，拉丝开工率为 31.71% (-0.06%)。PE 下游总体依然处于淡季之中，补库需求相对有限。预计 7 月下旬，农膜旺季会逐步开启。库存方面，PE 总库存环比上升 3.57%，其中上游石化库存环比下降 5%，煤化工库存上升 9%，贸易商库存上升 7%。

【观点】聚烯烃基本延续震荡整理格局。从基本面情况来看，近期 PE 供给端压力有所缓解：1) 当前 PE 装置检修依然较多，预计集中检修季将持续至 7 月中旬；2) 由于 HDPE-LLDPE 的价差持续处于高位，部分全密度装置由 LLDPE 转产 HDPE，给标品 LLDPE 供给带

来边际缩量，与此同时，虽然 HDPE 供给量有所增加，但由于其当前供需情况较好，库存处于极低水平，短期内 HDPE 市场尚能够消化转产所带来的供给压力；3）以伊冲突导致伊朗聚烯烃装置出现了短暂停工的情况，全面恢复尚需要时间，所以预计 7-8 月的 PE 进口仍将受到一定影响，出现小幅缩量。虽然当前 PE 下游依然处于淡季之中，需求增量有限，但 PE 总体供需平衡改善明显，使得其上方压力有所缓解，所以预计接下来 PE 继续下行的驱动将比较有限。

PVC:注意观察累库持续性

供应：本周开工率变化不大，整体检修高峰结束，不过 8 月中下旬仍有一轮不小的检修计划，目前评估 7 月-8 月产量均在 198 万吨附近。

需求：目前看 1-6 月表需比较一般，基本没什么增速，在 -1% 左右，6 月单月表需不到 170 万吨，反馈比较糟糕，目前的去库更多是靠出口在发力。

出口：5 月出口 36 万吨，数据仍然很强，BIS 延期，近期由于东南亚雨季来临，整体出口有小幅走弱。

库存：本周华东库存累库加速，累库大约 1.43 万吨，华南库存持平，厂库库存小幅去化，待发小幅走强，总库存转累库，绝对值已经去化到比较中性的水平。

价格（基差）：反弹后基差有走弱，出厂价格有压力难跟涨，维持无风险附近。

策略观点：整体逻辑变化不大，目前看 PVC 的需求端已经比较稳定，大约 175 万吨/月的国内需求量，下滑空间也比较有限。出口我们相对乐观（市场大部分人将后续月出口量下调至 30 万吨以下，极端的有 28 万吨甚至 25 以下），认为上半年的出口规模在下半年大体可以维持。即大约 200-210 万吨/月左右的国产量是 PVC 供需的平衡线，虽然会考虑到下半年的装置投产增量，但是由于乙烯法的亏损缩量以及季节性检修，整体 PVC 的过剩压力仍然没有那么大，年度级别供需仍然是改善的状态，整体我们对后市的 PVC 行情并没有那么悲观，更倾向于底部震荡。

苯乙烯：苯乙烯近月基差坚挺

【盘面回顾】EB2508 收于 7340（+43）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5845（-），苯乙烯现货 7645（+65），主力基差 305（+22）

【库存情况】截至 6 月 30 日，江苏纯苯港口库存 17.7 万吨，较上期环比增加 3.51%。截至 2025 年 6 月 30 日，江苏苯乙烯港口库存 9.88 万吨，较上周期增加 1.38 万吨，幅度 +16.24%；截至 2025 年 7 月 3 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 19.4 万吨，较上一周期减少 0.6 万吨，环比减少 2.99%。

【南华观点】

纯苯：供应端，周期内石油苯开工率小幅波动、加氢苯开工率持续提升，濮阳盛源、内蒙古榕鑫装置重启，盛源宏达开一条线，当前加氢苯开工率已至历史高位。需求方面，己内酰胺受永荣一期恢复、神马恢复等持续影响开工率继续回升，其他四大下游受装置停车、重启，开工率小幅波动，总体对纯苯需求继续回升，需求已回到二季度检修季开始前水平。本周华东港口累库，船报看下期到港量仍多，下周一港口预计仍将累库。本周市场传言裕龙纯苯装置或提前投产，消息出来后纯苯近端价格跌破 5900 元/吨，纯苯苯乙烯再度走扩。进入三季度纯苯面临供需双增，下游有几套大装置预计投产，可关注上下游投产错配带来的做缩价差机会。

苯乙烯：供应端开工率基本不变，周产量攀升至历史高位。需求端，本周 3S 开工率有不同程度下滑，尤其是 PS 本周有明显的减停产表现，3S 综合需求较上一周期走弱。3S 逐渐进入需求淡季，最新的三大白色家电排产数据较上一期明显下修，终端对于三季度消费需求

预期偏悲观。本周期华东港口明显累库，当前船报看周一港口大概率延续累库，6 下纸货交割结束，现货流动性逐渐恢复，苯乙烯进入累库通道。基本面看苯乙烯供需格局转弱，但近端由于产业大户持续囤货，7 下基差迟迟未回落至正常水平，后续持续关注近端基差变动以及裕龙歧化投产情况。当前消息看美国乙烷出口限制已解，市场重新回归基本面主导，可尝试逢高布空。

燃料油：小幅下跌

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，FU09 报价 2951 元/吨，升水新加坡 0.5 美元/吨

【产业表现】供给端：进入 6 月份，俄罗斯高硫出口-41 万吨，伊朗高硫出口-10 万吨，伊拉克+26 万吨，墨西哥出口-29 万吨，委内瑞拉-36 万吨，供应依然紧张；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，6 月份中国+47 万吨，印度-25 万吨，美国-0.7 万吨，进料需求回升，在发电需求方面，沙特进口-55 万吨，阿联酋+45 万吨，埃及+26 万吨，有小幅提振；库存端，新加坡浮仓库存高位盘整，马来西亚高硫浮仓库存小幅回落，中东浮仓高位库存回升

【南华观点】6 月份燃料油出口延续紧张，在进料需求方面，中国增加，印度和美国进口缩量，整体进料需求走强，埃及和阿联酋进口增加，提振发电需求预期，新加坡和马来西亚浮仓库存高位回落，新加坡市场供应端紧张的格局缓和，短期交割品依然偏少，裂解有小幅走弱迹象

低硫燃料油：小幅下跌

【盘面回顾】截止夜盘收盘，LU09 报 3627 升水新加坡 17.6 美元/吨

【产业表现】供给端：6 月份科威特出口环比-30 万吨，阿联酋进口-3.7 万吨，中东供应-8 万吨，巴西-34 万吨，西北欧市场供应-62 万吨，非洲供应环比持-2 万吨，6 月份海外供应缩量；需求端，6 月份中国进口-9 万吨，日韩进口+4 万吨，新加坡-39 万吨，马来西亚进口-13.5 万吨；库存端，新加坡库存+88 万桶；ARA-9 万吨，舟山-22 万吨

【南华观点】6 月份短期因欧洲供应大幅减少，供应低位，整体出口萎靡，支撑低硫价格，在需求端方面，整体需求略微改善，库存端新加坡小幅累库，短期低硫裂解受海外汽柴油裂解支撑，短期有小幅走强行情

沥青：跟随成本，震荡偏强

【盘面回顾】BU09 收于 3576 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3820 元/吨

【基本面情况】供给端，国内稀释沥青库存维持在低位；山东开工率+1.2%至 37.6%，华东-1.2%至 37.5%，中国沥青总的开工率+0.2%至 31.7%，山东沥青产量+0.8 至 19.4 万吨，中国产量+0.6 万吨至 55.3 万吨。需求端，中国沥青出货量-5.4 万吨至 23.55 万吨，山东出货-1.25 万吨至 7.45 万吨；库存端，山东社会库存-0.3 万吨至 13.3 万吨和山东炼厂库存+1.3 万吨为 15.8 万吨，中国社会库存-0.1 万吨至 53.2 万吨，中国企业库存+3.8 万吨至 50.5 万吨。

【南华观点】沥青供需仍显韧性，本周产量环比小幅下滑，需求端因北方降雨影响使得沥青消耗变缓。库存结构上整体库存去化不明显，主要因炼厂复产且降雨较多应影响发货，社会库存变动不大。受原油波动收窄影响，沥青基差震荡，裂解仍然是处于高位区间。往前看，供应端整体在季节性的复产，但是受制于成品油利润不佳，地炼盈利情况有限，难有大的提升；需求端 8 月开始南北方施工条件良好，整体施工进入旺季，25 年地方政府化

债进度提速，资金方面有所缓解，正值“十四五”收尾阶段，项目数量上有一定保证，旺季仍然可期。短期需关注 OPEC 增产后原油成本大幅波动，以及山东地区燃料油消费退返政策的具体细节和真实性。

玻璃纯碱：低价波动

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1174，-0.76%

【基本面信息】

本周纯碱库存 180.95 万吨，环比周一+4.07 万吨，环比上周四+4.26 万吨；其中，轻碱库存 80.48 万吨，环比周一+0.38 万吨，环比上周四-0.04 万吨，重碱库存 100.47 万吨，环比周一+3.69 万吨，环比上周四+4.30 万吨。

【南华观点】

预期扰动叠加基本面限制，纯碱低价波动。基本面看，供应处于窄幅波动状态，其中预期内检修继续，阶段性影响产量。从刚需倒推的重碱平衡继续保持过剩。大格局上，我们仍然维持即使有短期检修也不影响整体供需格局，市场仍处于中长期过剩预期不变的共识中，库存处于历史高位。盘面上涨期现和碱厂套保持续。需求端，光伏玻璃处于持续亏损状态，堵窑口现象持续增加，预计在产日熔量近期将继续下降，光伏端重回过剩格局。纯碱供强需弱格局不变，警惕预期外或政策性因素的扰动。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 1026，-1.25%

【基本面信息】

截止到 20250703，全国浮法玻璃样本企业总库存 6908.5 万重箱，环比-13.1 万重箱，环比-0.19%，同比+10.57%。折库存天数 29.9 天，较上期-0.6 天。

【南华观点】

光伏行业反对卷预期扰动，玻璃盘面低价反弹，重心上移，中游积极备货，开启一波正反馈。基本面看，供应端保持点火与冷修并存的状态，且随着 5 月底 6 月初点火产能的释放，7 月初浮法玻璃日熔有回升至 15.9 万吨附近的预期。当前玻璃累计表需下滑近 10%。目前 09 盘面价格开始升水湖北现货，煤制气产线也尚有利润。库存看，整体社库仍处于高位，沙河中游库存偏低，库存结构偏健康，不排除投机需求继续改善；湖北厂家库存高位，中游库存中性，压力尚存。供应端继续关注冷修预期的增加幅度以及湖北现货的反馈。

原木：区间震荡

现货：

上周五现货市场各种规格辐射松价格稳定无变化。

核心逻辑：

根据木联数据调研统计，6 月最后一周（6.23-6.29），新西兰原木离港总船数 13 条，较上期船数持平。直发家具的内需较好，截止 5 月底今年累计销售额 757 亿元，同比增速 20%。一二三线城市二手房成交面积总对应着 09 合约来看，前期低点近期的支撑相对较强。消费端虽然有一定的旺季预期，但估计高度有限。07 合约的消费。约的交割之后的现货压力是否会传导至现货端，带动 09 合约的重心下移还需验证，预计短期震荡运行。新西兰 6 月 AWG 报价与 5 月相同，A 材报价为 116 纽币/JASm³。7 月中国船舶到港价预计 113-115 美金/JASm³，略有上涨。海运费方面，北岛的两个港口装载一艘原木船到中国的平均运费

为 30 美金/JASm³。美元走弱，和，相对高位。叠加国补范围覆盖家具，对于家具的需求起到支撑作用。从而带动无节材，集成材，以及大 A 中国的船数 10 条，运量为 37 万 JASm³，较上期持平，运量减少 1 万 JASm³。海运费的走高，对于 CFR 的报价有一定的支撑。策略上，09 合约的底部价格，短期存在较强的支撑。可逢 lg2509 价格走低，卖出 lg2509P750 合约。

纸浆: 低位震荡,短期观望。

【盘面回顾】上周五夜盘收盘，主力合约收于 5076，窄幅震荡。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 5900 元/吨，山东俄针报 5120 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4020 元/吨。

【核心逻辑】

截止 7 月 4 日，港口库存上升至 221.3 万吨，环比 + 5 万吨，库存在高位继续累库。美金盘针叶浆价格下调，最低报价为 700 美元，阔叶浆美金盘报价最低 500 美金，进口成本在走弱。下游纸厂需求一般，进口针叶浆成交未见改善。产能利用率来看，白卡纸开工有所提升，生活用纸，双胶纸，铜版纸变化不大。目前淡季需求，去库较为困难，库存压力大。后续 8 月份以后逐渐迎来需求旺季，有一定的备货需求，目前的时间来看，还尚未启动。当前基本面格局仍然偏弱。本周商品收到国内宏观影响，整体出现反弹，但纸浆盘面却相对偏弱，也这侧面一定程度上印证了当前的基本面格局。但现在的绝对价格已经来到了相对低位的区间，并不建议追空，盈亏比较差。短期建议观望为主。

烧碱：关注下游备货意愿

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2380，0%

【基本面信息】

据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 27.22 万吨（折百），环比上周增加 2.1%，同比增加 19.01%。本周华中地区液碱涨库明显，河南地区氧化铝需求情况一般，因本月订单商谈，下游拿货积极性一般；两湖地区因下游新能源需求不佳，且周边外围市场趋弱运行，液碱库存持续升温。西北、华北等地液碱库存亦有增量，因下游需求情况不佳，企业库存压力增加。山东地区本周液碱库存有所下降，因价格逐步触底，中间商有抄底行为，且有大厂本周处于全停检修，市场库存压力缓解。西南地区液碱出货情况相对顺畅，市场库存压力不大。

【南华观点】

整体商品市场强势，烧碱地位反弹。基本面，烧碱近端矛盾有限，主要依赖于前期检修支撑以及碱厂库存转移，但并不意味着下游需求有实质性增加。山东液碱库存同比偏低，现货有逐步企稳的预期。短期或关注投机需求改善情况以及下游备货意愿；中期看，供强需弱格局不变，在于检修集中复产+新产能逐步投放，供应端压力将逐步增加，即使需求有增量，也难以扭转过剩格局。

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：现货走弱

【期货动态】LH2509 收于 14305，日环比-0.45%。

【现货报价】全国生猪均价 14.94（-0.43）元/公斤，其中河南 15.00（-0.32）元/公斤、湖南 14.64（-0.79）元/公斤、辽宁 14.67（-0.26）元/公斤、四川 14.41（-0.4）元/公斤、广东 16.84（-0.57）元/公斤。

【现货情况】

北方区域周末猪价持续走低，降幅不一。集团企业降幅高低均现，出栏量级有所恢复；社会猪源担心后期行情，出栏意愿有所提升，价格走弱。然当前天热消费弱，屠企宰量维持低位，部分屠企缩量，对猪价走势不利。短期来看，猪价走势或延续弱势运行。

周末阶段南方猪价持续走低，有省份出栏均价较周五降幅高达 0.80 元/公斤，部分省份反馈出栏有所增量，供应压力增加，消费端承接能力有限，目前来看，明天市场价格或仍有继续偏弱可能，需关注养殖端出栏节奏变化。

【南华观点】

7、8、9 月生猪出栏量或为全年低位，标肥价差始终保持一定养大猪的利润，市场存在压栏情绪。在供应量依旧保持高位的情况下，建议以逢高沽空思路为主，价格下跌较快时以正套保护利润。

油料：关注美豆天气为主

【盘面回顾】中美和谈预期叠加大美丽法案通过使得盘走强，内盘跟随反弹。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，巴西报价不断走升，商业买船继续集中在近月巴西、阿根廷和明年巴西为主，逐渐进入四季度买船周期，同比买船进度已经偏慢。到港方面看，7 月 1150 万吨，8 月 1100 万吨，9 月 950 万吨，三季度供应仍偏宽裕，四季度缺口关注中美关系。

对于国内豆粕，三季度国内大豆原料供应充裕，油厂面临的原料胀库压力不断增加，被迫保持高开机来缓解库容压力，由此豆粕库存同样表现为季节性累库趋势，现货供应压力持续压制豆粕现货价格；远月豆粕期货一方面存在巴西升贴水抬升后的成本支程，另一方面叠加 6 月底种植面积调整后 7、8 月美豆天气市炒作升水预期，将使得豆粕基差以期货较现货走势偏强的趋势下走缩。

菜粕端来看，多头逻辑仍在于去年 9 月中方宣布对于加拿大菜籽进行反倾销调查关税未落地，今年 3 月对原产于加拿大的菜子油、油渣饼加征 100%关税影响后续菜系供应总量。空头逻辑在于现货供应压力较大，消费端菜粕现货较豆粕缺乏性价比，且下游水产刚需消费力度较弱，故后续库存去化幅度偏慢，三季度预计表现为缓慢去库，且在中加多次协商谈判过程中多头预期被不断消磨，菜粕自身价格预计将表现弱势，而四季度后去库斜率在豆粕基差走扩后预计小幅加速，跟随豆粕走势表现企稳。

【后市展望】三季度蛋白粕的价格将继续受制于原料的绝对供应量而表现为区间弱势震荡运行。在美豆新作种植顺利背景下，国内豆粕盘面大幅上行驱动有限。但当前看豆粕近月盘面价格基本充分挤出贸易战升水并处于逐渐计价三季度供应压力过程中。后续四季度买船缺口仍存，三季度交易到港量与库存压力后或将迎来年内拐点，同时需求端饲料厂物理库存持续低位埋下另一潜在利多。估值看成本端美豆下行空间有限，巴西贴水保持韧性的预期下，远月盘面价格有望迎来边际上行驱动。

【策略观点】远月多配。

玉米&淀粉：窄幅震荡

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收高，欧洲持续高温天气，加快谷物类收割。

大连玉米淀粉震荡。

【现货报价】玉米：锦州港：2370 元/吨，+0 元/吨；蛇口港：2530 元/吨，+0 元/吨；哈尔滨报价 2230 元/吨，+0 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2700 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2900 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】受进口玉米拍卖影响，贸易商心态略有松动，东北玉米深加工收购价格有所下调，东北货源持续补给华北，销区玉米价格继续坚挺运行，中储粮于 7 月 8 日继续进行进口玉米拍卖。

淀粉方面：震荡，供需相对宽松，下游提货较慢。

【南华观点】政策性拍卖开启，市场预期减弱，短期盘整运行。

棉花：关注关税政策变化

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉因美国独立日休市一天。上周五夜盘郑棉上涨近 0.5%。

【外棉信息】当前印度西南季风已提前覆盖印度全境，截至 7 月 2 日，印度全境累计降雨量较长期平均值高 11%，除南部马哈拉施特拉邦部分地区外，其余产区降雨量大多高于正常水平。

【郑棉信息】目前新疆新棉进入盛花期，整体生长进度有所提前，其中南疆生长进程较快，各棉田已陆续开始打顶，部分棉田受高温影响出现虫害现象，但在农户的有效管理下，影响可控，整体长势尚且良好。当前下游仍处于传统的需求淡季，纱布厂负荷进一步下调，原料采购积极性较低，成品维持累库态势。

【南华观点】本年度国内棉花去库较快，低库存对棉价形成支撑，棉价估值得到修复，但下游消费负反馈正在逐渐累积，成品库存压力逐步显现，棉价上方承压，短期或在 13600-13900 区间震荡，关注配额政策能否落地以及中美贸易协议进一步调整情况。

白糖：价格维持

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五因美国独立日假期休市。

周五夜盘，郑糖横向盘整，短期变化不大。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6110 元/吨。昆明中间商报 5830-5940 元/吨。

【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，6 月前三周出口糖 336.18 万吨，日均出口 16.81 万吨，较上年 6 月增加 5%。

2.印度合作社全国糖厂联合会预估印度 25/26 榨季糖产量为 3500 万吨。

3.Unica 数据显示，巴西中南部 6 月上旬压榨甘蔗 3878 万吨，同比减少 21.5%，产糖 245 万吨，同比下降 21.22%，制糖比 51.54%，去年同期为 49.68%。

4.5 月份我国进口糖浆、预混粉合计 6.42 万吨，同比减少 15.07 万吨。

6.海关总署公布的数据显示，2025 年 5 月份我国进口食糖 35 万吨，同比增加 33 万吨。

7.巴西矿业和能源部将汽油中强制乙醇掺混比例从 27%提高至 30%，同时将生物柴油在柴油中的比例从 14%增加至 15%。

【南华观点】近期内盘价格偏强运行。

苹果：维持震荡

【期货动态】苹果期货周五横盘震荡，短期价格反复。

【现货价格】新晚富士栖霞 80#一二级片红 3.9 元/斤，80#一二级条纹 4.3 元/斤，招远 80#统货 3.1 元/斤，洛川 70#以上半商品 4.8 元/斤，白水 70#以上客商统货 3.8 元/斤，静

宁 75#以上半商品 6 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，进入套袋期，山东套袋数量略多于去年，估计西部地区套袋量少于去年同期，整体减产幅度估计在 5%-8%，关注套袋数量。

【库存分析】钢联数据显示，截至 2025 年 6 月 26 日，全国主产区苹果冷库库存量为 106.91 万吨，环比上周减少 9.58 万吨，走货较上周放缓，处于近五年低位。

【南华观点】短期保持震荡思路对待。

红枣：关注新枣坐果情况

【产区动态】由于 24/25 年度枣树挂果量较多，树木养分耗费较多，叠加高温与沙尘天气的影响，新年度灰枣头茬果数量不多，但今年产区多未出现明显缺水现象，目前南疆产区正处于二茬坐果关键期，同时也处于灰枣生理落果阶段，当前尚难定产，需关注枣果生长情况。目前来看，本周气温或有回落，而后或再缓慢升温。

【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 2 车，下游客商按需拿货，成交一般，河北特级灰枣价格小幅下调但三级灰枣价格小幅上调。

【库存动态】7 月 4 日郑商所红枣期货仓单录得 8699 张，较上一交易日增加 49 张。据统计，截至 7 月 3 日，36 家样本点物理库存在 10520 吨，周环比减少 168 吨，同比增加 71.08%。

【南华观点】当前下游处于消费淡季，购销氛围较为清淡，陈枣供应充足，随着关键坐果期的到来，市场焦点逐渐向新季红枣转移，七月上旬正处于灰枣生理落果阶段，需关注新枣坐果情况，或仍存在天气炒作的可能，但同时陈枣的高库存或压制盘面，若价格中枢上移，红枣仓单或加速注册，使得红枣价格承压运行。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、戴鸿绪（Z0021819）、陈嘉宁（Z0020097）及助理分析师朱天择（F03143224）、靳晚冬（F03118199）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。