# 金融期货早评

## 人民币汇率：又是一次狼来了吗？

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1732，较上一交易日上涨 15 个基点，夜盘收报 7.1780。人民币对美元中间价报 7.1534，调贬 28 个基点。
【重要资讯】美国总统特朗普在社交媒体发文表示，关税将于 2025 年 8 月 1 日开始实施，“该日期没有变化，以后也不会改变”。可能未来两天向欧盟发征税函。
【核心逻辑】虽然，美国总统特朗普签署行政命令，将关税谈判截止日推迟至 8 月 1 日，但强调对日本、韩国等国家加征关税，因此全球贸易局势仍具不确定性。目前来看，在美元指数反弹力度较弱的背景下，美元兑人民币汇率大概率仍以稳为主运行。但需要注意的是市场交易的核心逻辑或正在变化，因此我们也看到了在市场资金寻找新的平衡点下的欧元强势。
【风险提示】海外货币政策调整超预期、地缘政治冲突超预期、特朗普非常规出牌
重要声明：以上内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。

## 股指：上行趋势或延续，多头可继续持有

【市场回顾】
昨日股指集体收涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.84%。从资金面来看，两市成交额回升 2452.97 亿元。期指均放量上涨。
【重要资讯】
1. 特朗普称 8 月 1 日起实施对等关税、不会再推迟，警告欧盟征税函将至。
【核心逻辑】
昨日股指放量大涨，中小盘指数涨幅较大。从期指算术平均基差来看，四大期指均有不同程度的贴水收敛，可见市场情绪明显好转。美国最新关税信息引发美国资本市场风险偏好下降，外资流入，对 A 股形成一定支撑。因此我们认为指数经历阶段性调整后或延续此前的上行趋势。7 月下旬召开的中央政治局会议，将发布未来政策指引，若发布超预期利好信息，预计将进一步增强股指上行驱动。
【南华观点】多头持仓观望

## 集运：美国对等关税延期，宏观情绪利好

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格高开震荡回升。截至收盘，EC 各月合约价格均有所回升。
【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$1785，40GP 总报价为$2990，均与同期前值持平。
【重要资讯】：当地时间 7 日，美国总统特朗普签署行政命令，延长所谓“对等关税”暂缓期，将实施时间从 7 月 9 日推迟到 8 月 1 日。
【南华观点】：美国总统特朗普签署行政令，延长所谓“对等关税”暂缓期，将实施时间从 7 月 9 日推迟到 8 月 1 日，从短期宏观情绪利多期价走势；欧线现舱报价近期基本维稳，7 月下旬报价基本延用中旬报价，整体影响偏中性。对于后市而言，短期宏观利好对于近月合约可能仍然存在，但期价总体走势仍随现价走势以震荡为主的可能性较大。
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。

南华期货

**以上评论由分析师俞俊臣（Z0021065）、王梦颖（Z0015429）、周骥（Z0017101）及助理分析师廖臣悦（F03120676）提供。**

# 大宗商品早评

# 有色早评

## 黄金&白银： 金跌银震

【行情回顾】周二贵金属市场金跌银震，关税贸易战在 7 月 9 日最后暂停期到来前版图清晰化，且博弈与反制暂可控，谈判时间窗口继续拉长至 8 月 1 日，削弱黄金避险需求。周边资产看，美指、美股、原油和比特币震荡，美债收益率收涨，南华有色金属上涨。最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3311 美元/盎司，-0.95%；美白银 2509 合约收报于 36.925 美元/盎司，+0.06%。 SHFE 黄金 2510 主力合约收报 776.22 元/克，+0.43%；SHFE 白银 2510 合约收 8953 元/千克，+0.22%。消息面，美国贸易政策引发多国关注与回应。特朗普表示，美国将从 8 月 1 日起实施对等关税，且不会再推迟，同时警告欧盟的征税函即将发出。对此，多国作出不同反应：日本和韩国表示希望继续通过谈判解决问题；南非则辩称其关税水平仍有下调空间；巴西则对美国的做法表示强烈不满，并强调将采取反制措施。与此同时，美国财政部长与日本首席谈判代表进行了电话沟通，且有消息称美国财政部长下周可能访问日本。德国方面则发出警告，如果无法达成公平的贸易协议，欧盟将准备采取报复行动。此外，特朗普还表示对普京“很不满意”，并威胁要对俄罗斯追加制裁措施。

【降息预期与基金持仓】降息预期总体稳定，据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 7 月维持利率不变的概率为 95.3%，降息 25 个基点的概率为 4.7%；美联储 9 月维持利率不变的概率为 34.3%，累计降息 25 个基点的概率为 62.8%，累计降息 50 个基点的概率为 3%；美联储 10 月维持利率不变的概率 13.7%，累计降息 25 个基点的概率为 45.7%，累计降息 50 个基点的概率为 38.8%，累计降息 75 个基点的概率为 1.8%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓日度减少 1.15 吨至 946.51 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 66.41 吨至 14935.15 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 4 吨至 1334.7 吨；截止 7 月 4 日当周的 SGX 白银库存周减 3.3 吨至 1319.9 吨。

【本周关注】本周数据方面整体清淡。事件方面，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。

【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，短线关注多空 3300 区域争夺，支撑 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：美国关税政策调整压制铜价

【盘面回顾】沪铜指数在周二继续低位徘徊，报收在 7.93 万元每吨附近，成交 12 万手，持仓 57 万手，上海有色现货升水 85 元每吨。

【产业表现】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】铜价在周一回落，一方面是延续了上周美国关税政策的再调整，另一方面是对预期的修正。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。此前，市场对于铜需求的预期并未因为美国关税豁免期临近而降低，这一轮的下跌让投资者对于需求进行修正。另外，美元指数在周一上涨，对有色金属板块起到压制。短期来看，关税政策对铜价的影响在持续，投资者会等待新的关税政策对市场的影响，对铜价造成一定的压力。

【南华观点】持币观望。

## 铝产业链：关注氧化铝挤仓风险

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20525 元/吨，环比+0.12%，成交量为 11 万手，持仓 25 万手，伦铝收于 2577 美元/吨，环比+0.14%，成交量为 2 万手；氧化铝收于 3110 元/吨，环比+2.78%，成交量为 44 万手，持仓 27 万手；铸造铝合金收于 19850 元/吨，环比+0.46%，成交量为 3096 手，持仓 8685 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，对氧化铝形成利好。当前氧化铝现货成交价基本集中于 3100 元附近左右，期价上涨或将促使交仓期价上涨仍承压，目前氧化铝仓单为 18612 吨，而近月期货持仓为 1365 手，换算成吨数为 27300 吨，考虑到氧化铝现货交割品偏紧，挤仓风险加大，推动氧化铝期价大涨。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，短期受消息面及挤仓风险加大原因或维持偏强态势，推荐逢高沽空远月合约。

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：震荡偏强；铸造铝合金：震荡

## 锌: 坠落后修复，下方短期有支撑

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22050 元/吨，环比-0.18%。其中成交量为 15.85 万手，而持仓则减少 7658 手至 11.89 手。现货端，0#锌锭均价为 22040 元/吨，1#锌锭均价为 21970 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌早盘受空头砸盘，坠势下行，而后慢慢修复。下方短期可能还是有一定支撑，不过随时间缓慢下降。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，传统消费淡季表现较为疲软，受近期高锌价影响，整体水平保持偏弱运行。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，目前点位建议观望为主，适当逢高沽空。

【南华观点】宽幅震荡，长期看跌。

## 镍，不锈钢：预计维持宽幅震荡

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 120370 元/吨，下跌 0.67%。不锈钢主力合约日盘收于 12700 元/吨，上涨 0.32%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 122150 元/吨，升水为 2000 元/吨。SMM 电解镍为 121100 元/吨。进口镍均价调整至 120500 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27410 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 4040.91 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-2.2%。8-12%高镍生铁出厂价为 905 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-8.14%。纯镍上期所库存为 24922 吨，LME 镍库存为 202470 吨。SMM 不锈钢社会库存为 978000 吨。国内主要地区镍生铁库存为 37534 吨。

【市场分析】

日内沪镍盘面持续震荡偏弱运行。镍矿方面整体价格较为稳定，菲律宾方面高品味有所下移，但是印尼配额担忧仍存情况下镍矿下行空间有限。镍铁成交价格仍有一定下跌，主要受下游需求薄弱影响，持续下跌后续或打开转产高冰镍空间。不锈钢方面近期减产力度不及预期以及多国反倾销税影响仍在发酵，印尼与美国之间展开关税战，美国拟于 8 月 1 日起对印尼产品加征 32%关税，对镍不锈钢整体下游以及终端走势造成一定担扰。硫酸镍方面受刚果禁钴矿出口政策延续，硫磺价格高企也使得部分贸易商产生挺价情绪，整体镍盐短期仍然维持以销定产走势。目前基本面无明显改善，现阶段宏观层面偏弱压制整体消息面，关注后续宏观层面走势

## 锡：小幅反弹，仍然偏弱

【盘面回顾】沪锡指数在周二小幅回升，报收在 26.5 万元每吨附近，成交 9 万手，持仓 5 万手。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】锡价在周一午后回落的主要原因是宏观方面走弱后，锡自身基本面无法给予其价格一定的支撑。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。锡自身基本面供需双弱的格局在未来几周或都无法改变，导致锡价上方的压力较大，下方的支撑较弱。

【南华观点】小幅回落。

## 碳酸锂:仓单去化明显

【行情回顾】周二碳酸锂期货宽幅震荡，主力合约收于 63880 元/吨，日环比上涨 0.35%；成交量 54.54 万手，日环比增加 155.69%，持仓量 33.80 万手，日环比增加 1.55 万手；碳酸锂 LC09-11 月差维持 back 结构，日环比走强 20 元/吨；仓单数量总计 12655 手，日环比减少 2900 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场报价整体平稳。锂矿市报价整体走强，澳洲锂矿 6%CIF 报价 660 美元/吨。锂盐市场价格小幅分化，电碳价格 62900 元/吨，日环比上涨 350 元/吨，电氢报价 62620 元/吨，环比下降 50 元/吨，贸易商基差报价稳定，部分报价有所走弱。需求端正极材料厂报价有所上涨，整体涨幅 25-100 元/吨。

【南华观点】基本面看，中长期供过于求格局未改，锂矿产能释放节奏以及锂盐扩产计划仍超过需求增长预期，过剩压力持续存在。建议关注 LC2509-LC2511 正套机会；关注期权卖方机会。

【风险点】宏观情绪；供给端减停产扰动；技术性反弹。

## 工业硅&多晶硅:多晶硅再度涨停，带动工业硅走强

【行情回顾】周二工业硅期货主力合约震荡走强，主力合约收于 8215 元/吨，日环比上涨 2.11%；成交量约 170 万手，日环比上涨 176.82%，持仓量约 38.71 万手，日环比增加 2415 手；工业硅 SI09-11 月差维持 back 结构，日环比走弱 25 元/吨；仓单数量 51077 手，日环比减少 272 手。

多晶硅期货合约强势封板，主力合约收于 38385 元/吨，日环比上涨 5.12%；成交量 63.43 万手，日环比增加 44.09%，持仓量大约 11.05 万手，日环比增加 5317 手；多晶硅 PS08-11 月差维持 back 结构，日环比走强 170 元/吨；仓单数量 2780 手，环比持平。

【产业表现】硅产业链现货市场表现平稳，下游多晶硅则呈现强势特征。工业硅方面，华东 553#报价 8750 元/吨。西南地区丰水期电价优势明显，有效降低边际生产成本，供给端呈现强劲态势。随着丰水期电价优势释放，西南地区工业硅企业的复产预期逐渐转化为实际产能。下游有机硅和铝合金报价平稳；多晶硅企业报价强势，N 价格指数 38.7 元/千克，日环比上涨 3.1 元/千克；多晶硅下游硅片厂报价有所上调，N 型硅片价格指数报价 0.88 元/片，日环比上涨 0.01 元/片。

【南华观点】当前资金扰动明显，需重点关注“强预期、弱现实”这一核心矛盾。近期多晶硅价格上涨带动工业硅联动走强，但盘面走势已与基本面出现偏离。预计后续市场仍将维持震荡格局，建议以观望为主。

【风险点】宏观情绪；供给侧整改效果不及预期；需求负反馈超预期。

## 铅：坠落后修复，下方支撑足

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17160 元/吨，环比-0.29%，其中成交量 35649 手，而持仓量则增加 572 手至 51617 手。现货端，1#铅锭均价为 16900 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，早盘空头砸盘，但是受成本支撑与供给端偏紧，铅价下方支撑

较足，缓慢修复。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：市场风险偏好提升

【行情回顾】震荡盘整
【信息整理】1. 中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平近日在山西考察时指出，要在扛牢国家电煤保供责任前提下，推动煤炭产业由低端向高端、煤炭产品由初级燃料向高价值产品攀升，同时着眼于高水平打造我国重要能源原材料基地，配套发展风电、光伏发电、氢能等能源，构建新型能源体系。
2.从国务院国资委获悉，33 家建筑类企业联合发出建筑行业“反内卷”倡议书，共同推动行业转型，摒弃“内卷式”竞争。
3. 中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平近日在山西考察时指出，要在扛牢国家电煤保供责任前提下，推动煤炭产业由低端向高端、煤炭产品由初级燃料向高价值产品攀升，同时着眼于高水平打造我国重要能源原材料基地，配套发展风电、光伏发电、氢能等能源，构建新型能源体系。
4.从国务院国资委获悉，33 家建筑类企业联合发出建筑行业“反内卷”倡议书，共同推动行业转型，摒弃“内卷式”竞争。
5. 2025 年 6 月，全国各地共开工 673 个项目，总投资额约 4366.97 亿元。6 月开工投资排名前三的省份为河南、广东、浙江。
【南华观点】市场再次传出反内卷，加上唐山环保限产确实造成一定影响，因此黑色市场跟随上涨。从基本面上来看，上两周钢联数据均表现出超预期，尚未显现明显淡季走弱迹象，叠加成材整体库存偏低，需警惕期现锁库或下游补库意愿提升可能引发的期现联动。当前乐观预期尚未证伪，市场风险偏好抬升，短期价格下行阻力较大。然而，需关注反内卷落实效应，钢价上涨对出口需求的潜在抑制，以及国内汽车、光伏等下游行业反内卷对钢材消费的减量效应，短期仍建议观望为主。

## 铁矿石: 反内卷预期再起

【盘面信息】反内卷预期再起，多晶硅主力合约涨停，光伏、钢铁股大涨。09 合约高位运行，成交量萎缩。
【信息整理】1. 外交部发言人毛宁 7 月 8 日主持例行记者会。澳大利亚总理阿尔巴尼斯将于 7 月 12 日至 18 日对中国进行正式访问。有记者提问，发言人能否介绍此访背景情况和

中方期待？毛宁表示，阿尔巴尼斯总理此访正值中澳全面战略伙伴关系开启第二个 10 年，在两国领导人的引领和双方共同努力下，中澳关系不断改善发展。中方愿同澳方一道以此访为契机，加强沟通，增进互信，拓展务实合作，推动中澳全面战略伙伴关系向前发展。2. 美国总统特朗普 7 日表示，将从 8 月 1 日起分别对来自日本、韩国等 14 个国家的进口产品征收 25%至 40%不等的关税。外交部发言人毛宁表示，在关税问题上，中方的立场是一贯的，也是非常明确的，关税战、贸易战没有赢家，搞保护主义损害各方利益。3. 央视新闻报道，7 月 7 日，国务院国资委透露，33 家建筑类企业联合发出建筑行业“反内卷”倡议书，共同推动行业转型，摒弃“内卷式”竞争。《倡议书》旨在凝聚行业共识，维护公平竞争，推动形成良好行业生态，坚决抵制“内卷式”竞争。同时提出以科技创新加快转型升级，追求内在价值、长期价值，不拼凑规模、盲目扩张、过度负债，不设“空壳架构”虚耗资源，共同维护市场秩序。

【南华观点】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：高位震荡

【盘面回顾】高位震荡

【信息整理】

1. 7 日从国务院国资委获悉，33 家建筑类企业联合发出建筑行业“反内卷”倡议书，共同推动行业转型，摒弃“内卷式”竞争。

2. 特朗普：8 月 1 日起关税正式生效，无延期可能。

3. 习近平：着眼于高水平打造我国重要能源原材料基地。

【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，焦炭盘面估值较高，产业可关注焦炭期现套利机会。

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

# 能化早评

## 原油：API 原油库存超预期累库，油价短线冲高回落

【盘面动态】WTI 主力原油期货收涨 0.4 美元，涨幅 0.59%,报 68.33 美元/桶；布伦特主力原油期货收涨 0.57 美元，涨幅 0.82%，报 70.15 美元/桶；INE 原油期货收涨 1.26%，报 516.3 元。

【市场动态】库存方面，美国至 7 月 4 日当周 API 原油库存变化值录得 712.8 万桶，为 2025 年 2 月 7 日当周以来最大增幅。库存数据公布后，油价短线回落，回吐了当日大部分涨幅。另外，EIA 上调今年美、布两油价格预期，预计 WTI 原油今明两年均价分别为 65.22 美元/桶和 54.82 美元/桶，此前分别为 62.33 美元/桶和 55.58 美元/桶。预计布伦特原油今明两年均价分别为 68.89 美元/桶和 58.48 美元/桶，此前分别为 65.97 美元/桶和 59.24 美元/桶。

【南华观点】季节性需求支撑削减增产压力，油价上扬。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。俄罗斯 6 月原油产量仍低于 OPEC+目标，叠加投机者 NYMEX 原油净多头头寸创三周新高，推动油价逆势走高。短期油价震荡运行，中期承压。

## 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 58 万吨，环比上期增加 3.5 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，各路线利润微幅修复。库存方面，本周到港计划较少，港口发货不佳，下周一港口显性库存预计小幅去库 2 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，本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。

## PP：短期偏震荡格局

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7045（-12）。
【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7020 元/吨，华东现货价格为 7070 元/吨，华南现货价格为 7130 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】昨日聚烯烃受原油波动的影响下跌。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 7245（-2）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7170 元/吨，华东现货价格为 7200 元/吨，华南现货价格为 7300 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】昨日聚烯烃受原油波动的影响下跌。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，但由于其当前但供需情况较好，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。所以当下 PE 继续下行的驱动有限，但在当前下游需求依然偏弱的环境下，看到反弹的前提是现货端价格出现明显的企稳信号。

## 苯乙烯：盘面震荡下行

【盘面回顾】BZ2603 收于 5931，EB2508 收于 7276（-61）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 5855（+10），主力基差-76；苯乙烯现货 7560（-100），主力基差 323284（-39）
【库存情况】截至 7 月 7 日，江苏纯苯港口库存 17.7 万吨，较上期环比增 1.69%。截至 2025 年 7 月 7 日，江苏苯乙烯港口库存 11.15 万吨，较上周期增加 1.27 万吨，幅度+12.85%；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、加氢苯开工率继续提升，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。本周华东港口小幅累库。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。纯苯上市首日市场情绪较为平稳，

首日集合竞价后盘面窄幅震荡，整体波动幅度较小，月间呈现 Back 结构，合约月份较远，盘面价格找不到合适的锚，市场观望为主，还是以参与近月纸货为主。
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。本周华东港口明显累库，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。昨日最新消息京博或于 7 月底开裂解装置，年产 67 万吨苯乙烯装置或于 8 月中上旬产出产品；国恩化学（东明）20 万吨/年苯乙烯装置计划 8 月份开车，后准备长期生产，受投产消息影响，苯乙烯期现均有所走弱，纯苯-苯乙烯价差走扩。

## 燃料油：震荡

【盘面回顾】截止昨日，FU09 报价 2972 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：走势偏强

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU09 报 3663 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 3589 元/吨
【现货表现】山东地炼沥青价格 3825 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。

## 尿素：跟随情绪波动

【盘面动态】：周三尿素 09 收盘 1763

【现货反馈】：周末国内尿素行情稳中偏弱，局部跌幅 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1660-1780 元/吨。国内供需矛盾依旧突出，消息面、情绪面并未见利好支撑，部分工厂报价开始下调。短线国内尿素行情稳中局部松动。

【库存】：截至 2025 年 6 月 25 日，中国尿素企业总库存量 109 万吨，较上周减少 4.11 万吨，中国主要港口尿素库存统计 38.1 万吨，较上周增加 9 万吨。

【南华观点】：受出口消息扰动，使得市场投机性增加，现货成交较好，在出口信息扰动较多的背景下，出口配额需要等待验证，中期而言，供应压力及内需偏弱仍是主要矛盾，在国内基本面与政策共同抑制下，尿素上方空间较为有限。预计现货后续呈现震荡承压的状态。但下方空间来看，出口通道的放开或阶段性缓解基本面压力，对尿素价格形成支撑，尤其是伴随出口通道的逐步放开，或有阶段性的反弹。综上，尿素处在上有压制下有支撑的格局下，09 合约预计震荡。

## 玻璃纯碱：等待新驱动

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1178，0.86%

【基本面信息】

国内纯碱厂家总库存 184.81 万吨，较上周四增加 3.86 万吨，涨幅 2.13%。其中，轻质纯碱 80.58 万吨，环比增加 0.10 万吨，重质纯碱 104.23 万吨，环比增加 3.76 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 1025，0.59%

【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。基本面看，供应端保持点火与冷修并存的状态，且随着前期点火产能的释放，浮法玻璃日熔小幅回升。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：震荡偏弱

盘面：主力合约收盘于 785.5（-1.5）。
现货：各地各规格辐射松现货价格稳定。
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。
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，海运费的走高，对于 CFR 的报价有一定的支撑。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%。一二三线城市的二手房成交面积总和，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 材的消费。
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。
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。

## 烧碱：继续震荡对待

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2408，0%
【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，烧碱低位反弹。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。

**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。**

南华期货

# 农产品早评

## 生猪：博弈程度增加

【期货动态】LH2509 收于 14275，日环比+0.14%。
【现货报价】全国生猪均价 14.89（+0.02）元/公斤，其中河南 15.15（+0.08）元/公斤、湖南 14.44（+0.00）元/公斤、辽宁 14.78（+0.07）元/公斤、四川 14.41（+0.00）元/公斤、广东 16.44（-0.2）元/公斤。
【现货情况】
猪价持续震荡上行，养殖端多缩量挺价操作，市场生猪实际供应减少；下游被迫抬价收购，带动生猪价格上行。市场整体供需博弈态势较为明显，抄底标猪现象增多。
【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：关注美国产区天气

【盘面回顾】外盘缺乏中美和谈信息而表现预期回吐，良好天气压制盘面，内盘现货压力延续，跟随外盘走弱。
【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，由于巴西汇率升值叠加美豆盘面走弱，巴西升贴水报价不断上行，但逐渐进入四季度买船周期后，缺乏有效买船利润。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，供应端压力依旧是压制现货的主要逻辑，豆粕 07 合约已经处于交割月，现货压力将继续通过仓单注册形式体现在近月盘面，预计将带领豆粕 09 开启表现弱势。大豆原料供应较为宽裕，油厂开机率不断回升，压榨环比增加，部分地区开始催提。需求端来看，前期豆粕提货情况表现较好，中游与下游以执行前期合同为主，但从实际下游物理库存来看，豆粕并未实现终端转移，表观消费最终落在中游贸易商为主，故预计后续基差现货仍将表现承压。
菜粕端来看，菜粕库存去化依旧缓慢，下游整体对菜粕添比缺乏性价比；近期传出关于世贸组织成立调查中加关税问题小组，市场对此信息反复计价缺乏弹性，后续大逻辑跟随豆粕为主，自身行情预计偏弱。
【后市展望】7、8 月在外盘不出现极端天气与中美和谈背景下，内盘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。但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，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】近月空配，远月多配。

## 玉米&淀粉：震荡偏弱

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收低，美国天气持续有利于玉米生长，交

易商对关税争端导致需求的减少存在普遍担忧，预计美国玉米供应量增加。大连玉米淀粉震荡偏弱。

【现货报价】玉米：锦州港：2360 元/吨，-10 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 2870/吨，-20 元/吨。

【市场分析】东北玉米现货价格继续下调，华北贸易商出货心态增加，普遍下调 20 元/吨。销区玉米价格偏弱，由于进口玉米连续拍卖，弥补市场供应，价格小幅下跌。

淀粉方面：玉米淀粉震荡偏弱，华北区现货价下滑，下游需求一般，走货压力增加。

【南华观点】市场预期减弱，短期震荡偏弱。

## 棉花：关注关税政策变化

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 0.5%，美元走强，棉价回落。隔夜郑棉小幅下跌。

【外棉信息】6 月越南棉花进口量 15.9 万吨，环比减少 2.7%，同比增加 81.5%，其中美棉占比约 64.7%，巴西棉占比约 19.5%，澳棉占比约 4.0%。

【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。从气象预报来看，本周新疆整体降水或较少，各产区气温或有回落，或至下周再度回升。据中国棉花信息网数据显示，截至 6 月底，全国棉花工商业库存为 383.28 万吨，环比减少 66.7 万吨，同比减少 37.82 万吨，其中商业库存为 292.98 万吨，工业库存为 90.3 万吨。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：维持内强外弱格局

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二下跌，因印度泰国产量可能增加。

昨日夜盘，郑糖小幅反弹，短期变化不大。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6080 元/吨。昆明中间商报价 5810-5920 元/吨。

【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，6 月出口糖 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】近期维持内强外弱格局。

## 苹果：震荡走弱

【期货动态】苹果期货昨日价格下跌，短期维持震荡偏弱格局。

【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，极早熟藤木、秦阳等苹果开秤价格与去年持平，由于供应量偏少，对市场影响有限。

【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。从气象预报来看，近期南疆灰枣产区风速多有放缓，整体降雨量不大，但自本周末起，大多产区降雨频率或有提高，同时本周产区气温或有回落，或至下周再度回升。

【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 2 车，下游客商按需拿货，成交一般，河北灰枣价格继续小幅回调，而广东灰枣现货价格小幅上调。

【库存动态】7 月 8 日郑商所红枣期货仓单录得 8684 张，较上一交易日减少 15 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。**

南华期货

## 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。