

## 金融期货早评

### 人民币汇率：关税扰动仍存

【行情回顾】上周五，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1710，较上一交易日上涨 66 个基点，夜盘收报 7.1702。人民币对美元中间价调升 35 个基点，报 7.1475，创 2024 年 11 月 8 日以来最高。

【重要资讯】美国总统特朗普发布致墨西哥和欧盟的信件，宣布自 2025 年 8 月 1 日起，美国将对来自墨西哥和欧盟的输美产品征收 30% 的关税。特朗普在信中表示，如果墨西哥在打击贩毒集团、阻止芬太尼流入方面取得实质性成效，或欧盟愿意向美国开放贸易市场、取消关税、非关税政策及其他贸易壁垒，美国或将考虑对关税政策作出相应调整。

【核心逻辑】站在 2025 年的十字路口，我们认为，TACO 交易不仅是套利工具，更成为观察美元霸权衰落的显微镜。当市场学会与“狼来了”共舞，当对手国看穿“拆屋-开窗”的套路，一个多元货币体系的新秩序，正在旧秩序的裂缝中悄然萌芽。在境内市场运行层面，人民币兑美元基准汇率已突破 7.1510 关键点位，创下 2024 年 11 月 8 日以来新纪录。这一价格发现机制的持续强化，既印证了离在岸市场联动效应下人民币汇率的双向波动弹性，更折射出货币政策框架的优化调整——中国央行通过中间价定价机制释放的渐进升值信号。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持稳前行为主。

【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。

### 集运：部分主流船司报价下调

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货各月合约价格先震荡下行，后震荡略偏上行。截至收盘，EC 各月合约价格均有所回落。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，7 月 24 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1855，较同期前值上涨\$30，40GP 总报价为\$3110，较同期前值上涨\$60。7 月中下旬，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$2085，较同期前值下降\$100，40GP 总报价为\$3745，较同期前值下降\$200。赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的部分船期，20GP 总报价为\$2035，较同期前值下降\$200，40GP 总报价为\$3335，较同期前值下降\$200。赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的另一部分船期，20GP 总报价为\$2485，较同期前值下降\$200，40GP 总报价为\$4235，较同期前值下降\$200。ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$2604，较同期前值下降\$490，40GP 总报价为\$3343，较同期前值下降\$700。

【重要资讯】：欧盟委员会主席冯德莱恩 12 日说，美国对欧盟出口产品征收 30% 的关税将扰乱重要的跨大西洋供应链，损害大西洋两岸企业和消费者的利益。欧盟将采取一切必要措施维护自身利益，包括在必要时对等反制。

【南华观点】：上周五期价有所回落，除了盘面本身偏震荡整理外，包括赫伯罗特、ONE 在内的主流船司下调了 7 月中下旬的欧线现舱也是原因之一。对于后市而言，在 SCFI 止升回落——SCFI 欧线运价指数报于 2099 美元/TEU，环比下降 0.10%，且除马士基外的现舱报价均有所下调的情况下，期价总体走势短期震荡略偏回落的可能性较大，后续可关注中美贸易谈判的结果及船司是否宣涨 8 月运费等。

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）、周骥（Z0017101）提供。

## 大宗商品早评

### 有色早评

#### 黄金&白银：美加征进口矿产关税担忧引发贵金属市场异动

【盘面回顾】上周贵金属价格整体偏强运行，其中白银和钯金涨势显著，同时四大贵金属美国市场贵金属价格较伦敦现货价格溢价大幅走阔，可能主要受特朗普对铜进口超预期加征 50%关税后，引发投资者对其他进口关键矿产加征关税的担忧，这其中包括贵金属，美国对于贵金属进口依赖度高。我们看到美国市场钯金、铂金以及白银价格已经刷出阶段新高。接下来主要关注特朗普对于进口贵金属关税政策的走向。贸易关税方面，尽管诸多关税信函发送，但对等关税实施于 7 月 9 日延期至 8 月 1 日。首批 14 国，8 月 1 日起，美国将对日本、韩国、马来西亚、哈萨克斯坦、突尼斯征收 25%关税；对南非、波黑征收 30%关税；对印度尼西亚征收 32%关税；对塞尔维亚、孟加拉国征收 35%关税；对泰国、柬埔寨征收 36%关税；对老挝、缅甸征收 40%关税。紧接着，特朗普宣布自 8 月 1 日起对巴西商品征收 50%关税，对加拿大商品征收 35%关税；此外，美国还将对菲律宾征收 20%关税，对文莱和摩尔多瓦征收 25%关税，对阿尔及利亚、伊拉克、斯里兰卡和利比亚征收 30%关税。7 月 9 日凌晨，特朗普表示将对所有进口铜加征 50%关税，引发铜市价格和跨市场价差异动。美联储货币政策方面，美联储理事沃勒表示，可以考虑 7 月降息，支持继续缩表，增加短期资产比重。沃勒是美联储当红理事，也是美国总统特朗普考虑提名为下一任美联储主席的候选人之一。特朗普此前曾多次呼吁美联储降息。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周减 0.02 吨至 947.64 吨；iShares 白银 ETF 持仓周减 110.22 吨至 14758.5 吨。短线基金持仓看，根据截至 7 月 8 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周增 988 张至 202968 张，其中多头增加 3054 张，空头增加 2066 张；白银非商业净多减少 4879 张至 58521 张，其中多头减少 1968 张，空头增加 2911 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度减少 1.2 吨至 1143 吨，COMEX 白银库存周减 135.7 吨至 15393.7 吨；SHFE 黄金库存周增 3.13 吨至 24.59 吨，SHFE 白银库存周减 36.15 吨至 1303.6 吨；上海金交所白银库存（截至 7 月 4 日当周）周减 3.33 吨至 1319.9 吨。

【本周关注】本周数据方面重点聚焦周二晚间美 CPI 数据。事件方面，国内，周一 10:00 国新办举行新闻发布会，介绍 2025 年上半年进出口情况；15:00，国新办就 2025 年上半年金融统计数据情况举行新闻发布会；周二 10:00，国新办就 2025 年上半年国民经济运行情况举行新闻发布会。海外，周二 14:45，2025 年 FOMC 票委、波士顿联储主席柯林斯发表讲话；21:45，美联储理事鲍曼在美联储主办的会议致欢迎辞。周三 00:45，美联储理事巴尔在美联储主办的会议上发表讲话；02:45，2025 年 FOMC 票委、波士顿联储主席柯林斯发表讲话；04:00，英国央行行长贝利发表讲话。周四 02:00，美联储公布经济状况褐皮书；05:30，FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯就美国经济和货币政策发表讲话。另外，美国总统特朗普计划周内就俄罗斯问题发表“重大声明”。

【南华观点】中长线或偏多，近期美国市场贵金属价格大涨带动现货价格走高，事件型驱动下短期贵金属价格预计处于偏强状态，但同时需密切关注美国贵金属进口关税政策，如

若关税政策落空可能引发贵金属价格与跨市价差层面回吐。短线黄金支撑 3300-3320，然后 3200；阻力 3365，然后 3400；伦敦银则已突破 37-37.3 区域阻力，上方空间可能打开至 40 区域，操作上仍维持回调做多思路。

## 铜：美国对铜加征关税拉低沪铜价格

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周中回落 1.63%至 7.84 万元每吨，上海有色现货由升水转向贴水，为贴水 25 元每吨，沪铜 back 结构逐渐走平。沪铜库存稳定在 8 万吨附近；LME 库存小幅回升至 10.8 万吨；COMEX 库存继续上涨至 23.1 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；铜铝比大幅回升至 3.76；由于精炼铜价格的回落，精废价差回落至 869 元每吨，小幅偏低。

【产业表现】美国总统特朗普对铜征收 50%进口关税的计划将涵盖所有精炼铜，体现出他正采取大范围措施以提振美国在这一全球广泛应用的材料领域的生产。特朗普表示铜关税将于 8 月 1 日生效，但没有透露太多细节。不过据知情人士透露，精炼铜将被纳入征税范围。因谈及未公开讨论，知情人士要求匿名。

【核心逻辑】此次特朗普对铜下手，其背后的原因可以分为明线和暗线两个部分。明线方面，其目的和钢铁、铝类似，是基于《1962 年贸易扩张法》第 232 条款，对国家安全必需品的商品征收关税。早在今年 2 月，白宫就表示美国拥有充足的铜矿储量，但是冶炼和精炼产能明显落后于全球竞争对手，美国政府需要维持该金属的弹性供应链。这也是特朗普上台后频繁对资本货物下手的原因之一。暗线方面，其目的是为美国制造业回流做好辅助。铜矿冶炼的过程本身也是制造业的一方面。通过对精炼铜加征关税，美国本土冶炼厂会受到贸易保护，其成本相对进口来说更低，进而吸引投资者在美国建设冶炼厂。展望未来一周，上周的收盘价可以被当做短期铜价的参考。可以看到，铜价在下方仍然存在韧性，美国对铜加征关税造成的铜价回落也是实实在在存在的。铜价或仍以震荡为主。

【南华观点】持币观望，周度价格区间 7.78 万-7.88 万元每吨。

## 铝产业链：关注氧化铝仓单

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20645 元/吨，环比+0.12%，成交量为 12 万手，持仓 26 万手，伦铝收于 2602 美元/吨，环比-0.21%，成交量为 1 万手；氧化铝收于 3137 元/吨，环比-2.44%，成交量为 55 万手，持仓 25 万手；铸造铝合金收于 19930 元/吨，环比-0.03%，成交量为 3038 手，持仓 8851 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，铝棒先于铝锭开始累库以确定库存拐点，铝锭由于近期新疆铁路站台各种货类在途积压严重，铁路部门发布 7 月 7 日-11 日停装令影响，上周库存出现去化，本周随着站台积压铝锭发运恢复，预计库存仍将持续积累。宏观方面，特朗普宣布对墨西哥、欧盟输美商品分别征收 30%关税，对加拿大征收 35%的关税，对巴西征收 50%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，关注关税后续具体落地情况。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：有消息表示顺达矿业将于 8 月复产，矿端报价有所下调。基本面方面，随着氧化铝利润修复，企业持续复产陆续发生，氧化铝运行产能持续增加，预计累库将继续。目前氧化铝近月期货持仓仍远大于仓单数量，挤仓风险仍存，但考虑到 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，同时随着新疆发运问题解决各地向新疆交仓或将增加，关注后续交仓量级。总的来说，氧化铝供应过剩预期暂时还未改变，

短期挤仓风险仍存，但随着期现价差拉平，上行动力有所减弱短期或维持高位震荡，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：高位震荡；铸造铝合金：震荡

## 锌:上行空间有限

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22380，环比-0.01%。其中成交量为 12.94 万手，而持仓则减少 5002 手至 10.76 手。现货端，0#锌锭均价为 22430 元/吨，1#锌锭均价为 22360 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌向上运行空间有限，向上驱动不足。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，冶炼端利润修复较好，供给端保持从偏紧过渡至过剩的状态。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，同时锌矿进口处于历年高点。在海外冶炼端方面，还需要观察其供给端扰动。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，市场交投冷淡。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，适当逢高沽空。

【南华观点】宽幅震荡，长期看跌。

## 镍&不锈钢：宏观层面扰动偏多，支撑有所下移

【盘面回顾】

沪镍主力合约整体震荡偏强运行。7 月 7 日价格收于 120540 元/吨，此后周内持续偏强走势，最终收 121390

元/吨。不锈钢主力合约周内宽幅震荡。7 月 7 日价格收于 12640 元/吨，周中一度突破 12800 元/吨，随后回落最终收于 12710 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 123150 元/吨，升水幅度为 2000 元/吨。硫酸镍较镍豆溢价扩大到 5536.36 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润率调整至-1%。库存方面，上期所纯镍库存为 24922 吨，LME 镍库存为 204738 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-7.72%左右。不锈钢社会库存为 990800 吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至 904 元/镍点，镍铁库存为 37534 吨。

【核心逻辑】

沪镍盘面周内维持震荡偏强走势，消息面上主要受反内卷情绪以及宏观层面扰动为主，但是目前需求淡季且

基本面无明显改善，后续持续上行动力不足。近期菲律宾主要矿区降雨量有所好转，国内镍矿到港量呈现季

节性增加，菲律宾矿价有所松动，但是印尼镍矿配额扰动前提下下行空间有限。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。镍铁价格周内受到成本松

动和下游需求疲软等影响再度下跌，目前库存去库缓慢，后续可关注转产高冰镍价值空间。

不锈钢方面周内

基本面改善有限，成本支撑有一定松动，多国反倾销税政反复扰动局面。现货方面基本跟随盘面走势，但是

周中上行期间现货跟涨有限，成交略有好转，后续动能不足再度回落。目前月间基本回归常态 C 结构。宏观层

面周内反内卷条例引爆新能源领域，整体大盘情绪较强；周中美国宣布对铜加征 50%关税对有色整体动向也

起到一定修正；印尼与美国之间关税谈判加深市场美国影响镍矿产业链担忧；韩国与美国关税谈判涉及美方

要求共同限制中方等方向。

【南华观点】

周内镍不锈钢盘面整体偏强震荡，主要为宏观层面消息加强供应担忧，但是需求淡季下后续持续上涨动能有

限。基本面方面镍矿支撑有一定松动，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至 26.4 万元每吨，上海金属网现货升水 600 元每吨。上期所库存稳定在 7000 吨附近，LME 继续小幅回落至 1970 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】锡矿商 Alphamin Resources 公布，公司位于刚果民主共和国的 Bisie 矿第二季度产量为 4,106 吨，出现小幅下滑。受非国家武装组织向矿区方向逼近的影响，导致矿山从三月中旬至四月中旬停产了 28 天，因此第二季度产量环比下降了 3.8%（但与 2024 年第二季度相比则增长了 2.0%）。这一产量低于公司设定的 5,000 吨生产目标。本季度处理的矿石锡品位从第一季度的 3.55%降至 3.16%，而选厂回收率则有所提升，达到 77%，高于公司 75%的目标。得益于公司集中清理了第一季度积压的销售订单，本季度销量大幅上升 18.7%至 4587 吨锡精矿。

【核心逻辑】锡价整体仍呈震荡趋势，其自身基本面并无太大变化，宏观特朗普对铜加征关税，对锡的影响有限。短期来看，考虑到缅甸矿流出在即，锡下游需求并无继续转好的迹象，锡价上方压力大于下方支撑这个观点仍然成立。

【南华观点】持币观望，周运行区间 26 万-26.8 万元每吨。

## 碳酸锂:下游后点价收货，关注仓单情况

【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 64220 元/吨，周度涨幅 1.48%；成交量 50.20 万手，周环比涨幅 16.45%；持仓量 60.09 万手，周环比增加 8134 手，LC09-11 合约月差维持 back 结构。广期所仓单数量 11603 手，周环比减少 9433 手。

【产业表现】本周锂电产业链矿端及上游报价维持走强，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：本周矿端涨幅有所减弱，平均涨幅超 2%，其中 SMM 澳矿 6% CIF 报价 677.5 美元/吨，非洲矿报价 637 美元/吨，整体上涨；锂盐市场报价分化，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。本周样本锂盐工厂周度开工率环比上涨 4.45%，碳酸锂产量周环比增加 3.81%。

需求：本周下游材料厂报价平稳，正极材料价格涨幅 1% 左右，涨幅不及锂盐。其中磷酸铁锂系报价涨幅 150-350 元/吨，三元材料系报价涨幅 140-650 元/吨，电解液端报价走弱。本周磷酸铁锂开工率环比持平，产量环比增加 34 吨；三元材料开工率和产量环比上涨；锰酸锂与钴酸锂企业周度开工率与产量环比下降。

终端：电芯市场报价小幅上涨，涨幅不及 0.5%。本周电芯产量环比下降。

库存：本周国内锂矿库存环比增加，碳酸锂库存环比上涨 1.77%，磷酸铁锂库存环比下降，三元材料、锰酸锂及钴酸锂库存环比上涨。

【核心逻辑】当前锂矿、锂盐和电芯市场均承压于显著的库存压力，去库存进程进展缓慢，中长期供需失衡的格局尚未出现实质性缓解。当前市场存在两个短期逻辑，在价格下行周期中，锂盐产能过剩引发的出清压力正沿着产业链向上游矿端传导，而矿价的松动又会反过来加剧锂盐价格的下行惯性，形成“锂盐跌-矿价松-锂盐再跌”的负反馈循环风险。而宏观预期带动期货反弹时则为锂盐企业创造了一定的套保窗口，并刺激生产积极性释放，进而带动锂矿石的消耗，推动锂矿价格的上涨，形成“期货上涨-产能释放-矿耗增加-矿价跟涨”的阶梯式上涨链条，但弱需求下终将回归过剩基本面，导致价格再度回落。同时，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。

所以综合来看，下半年期货市场预计将分为两段：三季度初的宏观情绪改善、供给扰动和淡季不淡的现象将使期货价格震荡上扬；四季度的技改结束、产量释放将使期货价格震荡下跌。【南华观点】本周锂电产业链市场活跃程度：锂矿 > 锂盐 > 材料厂 > 电芯。当前市场处于“强预期，弱现实”的背景，建议震荡偏空思路对待。

【策略建议】关注 LC2509-LC2511 正套机会；逢高布空 LC2511 机会；关注期权卖方机会。

【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:关注多晶硅仓单情况，工业硅跟随

【行情回顾】本周工业硅期货震荡走强，加权指数合约收于 8424 元/吨，周环比上涨 5.34%；成交量 108.87 万手，周环比增幅 12.35%，持仓量 59.88 万手，周环比减少 3.46 万手；工业硅 SI09-11 月差维持 back 结构；仓单数量 50229 手，周环比下降 1472 手。

本周多晶硅期货震荡走强，加权合约收于 41017 元/吨，周环比上涨 16.43%；成交量 141.04 万手，周环比上涨 100.43%，持仓量大约 31.35 万手，周环比增加 11.15 万手；多晶硅 PS08-11 月差维持 back 结构；仓单数量 2780 手，环比持平。

【产业表现】本周硅产业链现货市场报价平稳。硅石环节报价稳定，工业硅及硅粉市场报价整体上涨，工业硅开工率小幅上扬，产量环比增加 670 吨。下游需求端市场有所差异，有机硅市场开工稳定，当前产量处于高位，工厂意向挺价出货，报价涨幅 3.35%；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，近期基差有所走强。本周工业硅周度库存环比下降 2.7 万吨。

本周光伏产业链供给端表现较为亮眼，多晶硅与下游硅片环节挺价出货，新货报价维持僵持阶段，未见新货成交，终端市场维持弱势。

供给：本周原料端市场有一定好转，硅粉价格周环比上涨，市场成交活跃；多晶硅大厂捂货挺价，本周 N 型多晶硅涨幅超过 25%，但市场尚未有成交情况。工业硅周度产量环比上

涨 670 吨，多晶硅企业产量环比下降 1200 吨。

需求：N 行硅片市场报价提振超过 10%，厂商由于原材料报价上涨开始挺价；电池片和组件市场则传导有些阻碍，市场报价涨跌不一。本周硅片市场周度产量环比下降 0.4GW。

库存：多晶硅库存环比增加 0.4 万吨，硅片库存周环比下降 1.09GW，光伏电池外销厂库存周环比增加 1.33GW。

【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。而下游需求端多晶硅利润改善有望拉动工业硅需求，但需警惕若“反内卷”措施落地后，企业采取限产等生产调整，将对工业硅需求形成压制。

多晶硅处于基本面逻辑与“反内卷”逻辑交替作用的阶段。从基本面看，丰水期临近带来的电价下调预期，有望降低多晶硅的生产成本。同时，七月份排产环比增加，供给端增量不断释放。而下游则受光伏抢装潮的影响提前透支未来需求，导致下半年需求增量预期趋于有限。库存端则延续硅料与下游高库存压力，市场去库进程尚未出现实质性边际好转，库存消耗仍需时间。从“反内卷”逻辑分析，若未来行业内能达成切实有效的整合协议，则有望扭转多晶硅产业的当前困境。当前市场提前炒作供给侧改革预期，推高多晶硅价格，有望提前改善多晶硅生产企业困境，提高企业生产积极性。

【南华观点】当前工业硅库存仍在高位，去库进程仍在持续，当前以震荡偏强思路看待。多晶硅：政策预期引发市场炒作热情，在措施尚未落地之前，市场可反复炒作整改预期，期货价格的走高对未来可交割品牌的企业将有实质性的利好；但若措施落地之后，市场将会根据措施进行下一步反应，警惕“强预期，弱现实”的现状。当前建议关注 PS2508 合约持仓量和仓单数量的现状。

## 铅：震荡回调

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17075 元/吨，环比-0.90%，其中成交量 52461 手，而持仓量则增加 945 手至 53479 手。现货端，1#铅锭均价为 16925 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，铅价震荡回调，下方仍有供给弱支撑支撑，不过受需求弱压制。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：预期难证伪

【行情回顾】周五夜盘呈现v型走势，仍站在五日线上方

【信息整理】1. 关税-①特朗普称对墨西哥、欧盟征收 30%关税。②墨称美加征 30%关税是“不公平待遇”，已开始谈判；墨西哥对美国烧碱进口启动倾销调查。③欧盟推迟对美关税反制措施至 8 月初；据悉欧盟计划与更多遭受美国关税打击的国家进一步合作。④哈塞特：除非协议得到完善，否则特朗普最新的关税威胁就会落实。⑤消息人士：特朗普 50%的铜关税将涵盖精炼铜。⑥特朗普：可能在某个时间与巴西就关税问题进行会谈。⑦美国和印度正进行贸易协议磋商，拟将印度关税降至 20%以下。⑧美国本财年关税收入首破千亿大关，单月同比暴增 301%至 270 亿美元。

2. 中汽协：严格防止“内卷外溢”，反内卷治理工作还在不断深入。

【南华观点】上周盘面延续对供给端“反内卷”及唐山、山西等地限产扰动的交易逻辑，需求端则因预期下周可能召开中央城市工作会议，市场开始炒作类似上一轮棚改的政策红利，叠加基本面端五大材库存尚未出现累积、投机锁库需求升温，整体情绪偏向乐观，推动市场呈现上涨态势。展望后市，尽管“反内卷”政策或更多指向汽车、光伏等钢铁下游行业，而非直接针对钢铁、煤炭行业，但当前市场预期暂难证伪，且七月政治局会议临近强化了宏观层面的乐观预期；同时，尽管新一轮棚改推出的可能性较低，但这一预期本身已反映出市场对利多消息的高度敏感。从近端基本面看，淡季刚需表现平淡，但当前市场整体库存处于低位，且盘面拉升后，期现市场陆续进场锁货进一步收紧了流动性，这种状态预计仍将持续。不过需要警惕的是，出口新接单需求已出现缩减，家电、汽车行业排产也确实有所下滑。综合来看，短期内宏观乐观情绪暂难证伪，叠加投机锁库持续进行，盘面仍有上涨动能，螺纹主力在 3050、热卷在 3175 附近支撑较强，但需注意国内宏观乐观预期修正可能带来的回撤压力，特朗普新一轮加征关税的风险。

## 铁矿石：价格强势运行

【南华观点】这一波铁矿石大涨，表面由市场传闻（小作文）驱动，实质是商品低估值、基本面边际改善、多空力量逆转叠加‘反内卷’政策催化共同作用的结果。目前对于铁矿石来说，价格也主要是预期推动的，期货估值也是显著高于现货的。地产棚改预期接棒反内卷预期，铁矿石价格强势继续上行，价格连续突破前期阻力位。目前市场的预期难以证伪，多空力量失衡，多头强势。短期铁矿石基本面尚可，钢厂利润尚可，港口去库，基本面有支撑，铁水产量整体维持在高位，所以价格不好下跌。近期也有省份的钢厂接到了减产通知，市场也有粗钢减产的预期，钢厂利润回升，利好钢厂多采购中高品铁矿石，这是利好合约（对标 61%铁品位）价格的。短期预期不确定较大，空单止损观望。

## 焦煤焦炭：一轮提涨开启

【盘面回顾】本周焦煤现货继续上涨，蒙 5#原煤报价 760-780 元/吨，安泽低硫主焦报价 1200-1210 元/吨，周五焦炭现货开启一轮提涨。本周双焦盘面偏强震荡，周三盘面向上突破后加速上行，双焦月差正套走强，近月 09 强于 01，JM9-1 月差-33(+16)，J9-1 月差-28.5(+11)。

【产业表现】

焦煤：产地矿山陆续复产，国产焦煤供应边际回升。本周蒙煤通关 800-900 车/天，蒙古国庆口岸即将闭关，监管区库存有望维持去库。本周澳煤到港增加，整体到港量同比往年仍然偏紧，近期国内煤炭涨价，海煤进口利润修复，后续发运可能起量。下游方面，即期焦化利润快速收缩，亏损焦企数量增多，焦炭开工率有望继续下滑。焦企连续两周补库，叠加盘面反弹带来的投机需求，焦煤库存结构明显改善，现货价格有一定支撑。

焦炭：因现货焦煤涨价，亏损焦企数量增多，焦炭供应持续收缩。一轮提涨即将落地，本



轮提涨幅度较大，短期焦化利润有望修复，但焦煤现货强势上涨，后续焦企仍有亏损压力，或继续向下游钢厂提涨扩利，后续关注二轮提涨进展。需求端，下游钢厂盈利扩张，高利润下钢厂自主减产意愿不强，焦炭刚需有支撑。近期焦炭盘面加速上涨，集港热情高涨，投机需求旺盛，焦炭库存结构改善，短期产业链矛盾并不突出。

#### 【南华观点】

近期宏观氛围偏暖，双焦盘面强势反弹，投机需求进场锁货，现货流动性收紧，煤企纷纷涨价，焦化利润承压，一轮提涨已经开启，市场预计后续仍有 1-2 轮提涨。成材盘面强势反弹带动钢材期现正反馈，淡季钢厂利润不降反增，现阶段下游钢厂盈利良好，自主压减铁水产量的意愿不足，煤焦短期刚性需求有支撑，短期盘面或延续偏强震荡。中长期来看，前期停产的煤矿陆续复产，焦煤供需缺口收窄，去库斜率放缓。在没有出台需求强刺激政策前，内需仍旧承压，终端对高价钢材的承接能力有限，且高价钢材将影响后续出口接单，高铁水难以为继，一旦宏观情绪消退，投机需求释放将加剧黑链共振下跌。操作层面，套利建议关注期现正套机会，单边建议观望，谨慎追高，注意风险防范。

### 硅铁&硅锰：情绪驱动，现实压制

【现货市场】硅铁主产地内蒙 72 硅铁 5300 元/吨 (+70)，宁夏 72 硅铁 5300 元/吨 (+50)；贸易地河北 72 硅铁 5500 元/吨 (+100)，天津 72 硅铁 5550 元/吨 (+100)；硅锰北方产区内蒙硅锰 6517 市场价 5600 元/吨 (+50)，南方产区广西硅锰 6517 市场价 5650 元/吨 (+80)，贸易地江苏硅锰 6517 市场价 5800 元/吨 (+130)。

【核心逻辑】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-261.5 元/吨 (+70)；宁夏产区利润-98 元/吨 (+50)；硅锰北方大区利润-57.9 元/吨 (+100.58)，南方大区利润-393.26 元/吨 (+96.32)。供应端硅铁生产企业周度开工率为 31.2%，环比上周-0.75%，硅铁周度产量为 9.87 万吨，环比-1.5%；硅锰生产企业周度开工率为 40.55%，环比+0.21%；硅锰周度产 18.23 万吨，环比+1.22%。铁合金利润修复，厂家复产驱动相对较大，供应压力将可能有所增加。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 2.02 万吨，环比-1.46%；硅锰五大材需求量 12.49 万吨，环比-1.5%。库存端本周硅铁企业库存 7.02 万吨，环比+4.78%，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 22.08 万吨，环比-0.67%；硅锰仓单 42.52 万吨，环比-4.1%；硅锰总库存 64.6 万吨，环比-2.96%，硅铁目前库存压力较大，上方压力较大，短期内存在回调的可能性。

【南华观点】上周在反内卷情绪驱动下，铁合金维持缓慢上涨趋势，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，硅铁库存有累库趋势，硅锰去库速度放缓。

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。盘面回升后，铁合金利润修复增产的可能性较大，供应压力可能将逐渐增加，硅铁关注上方 5600-5700 压力位，硅锰关注上方 5800-5900 压力位。但黑色板块整体价格重心上移，煤炭价格也逐渐走强，铁合金下方空间也有限，在情绪驱动与现实压制下，铁合金可能将维持震荡趋势。

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

## 能化早评

### 原油：短线维持偏强，上方压力逐渐显现

【盘面动态】国际油价大涨，美油主力合约收涨 3.27%，报 68.75 美元/桶，周涨 2.61%；布伦特原油主力合约涨 2.9%，报 70.63 美元/桶，周涨 3.41%。欧盟拟进一步下调俄油价格上限，叠加沙特 6 月对华原油出口创 2023 年以来最高水平，推动油价上行。

【市场动态】国际能源署（IEA）在月报中表示，今年全球石油供应增速将是需求增速的三倍。IEA 预计，今年和明年的石油供应量将分别增加 210 万桶/日和 130 万桶/日，高于此前估计的 180 万桶/日和 110 万桶/日。IEA 将 2025 年平均石油需求增长预期下调至 70.4 万桶/日（之前预估为 72 万桶/日），将 2026 年平均石油需求增长预期下调至 72.2 万桶/日（之前预估为 74 万桶/日）。

【南华观点】短期来看，原油缓慢向上趋势仍在，盘面对利多因素更加敏感，但基本面约束下，上方空间有限，除非中东再有重大地缘风险事件爆发，原油市场将形成新的交易逻辑，并对盘面带来强支撑，但影响周期偏短，无法改变大势。在没有地缘风险的干扰下，原油盘面上方空间有限，甚至压力将会随着时间而逐步增强。

### PTA-PX：TA 加工效益大幅压缩，关注做扩机会

【PTA 观点】近期 PTA 盘面价格总体持稳，但基差方面受主流供应商排货恢复影响，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 0 附近。供应端，PTA 负荷小幅提高至 79.7% (+2%)，主要受逸盛海南 200wt 提负影响；后续供应端 7 月仍有三房巷一线 160w 新增产能将投放，8 月逸盛海南、嘉兴石化、独山能源存检修计划，关注实际兑现情况。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，逐步进入小幅累库格局，社会库存至 219 万吨 (+2)。效益方面，TA 现金流加工费同样压缩至 148 (-120)；当前 PTA 现金流加工费已降至历史低位，后续或将出现超预期检修量。需求端，瓶片大厂减产计划均已兑现，聚酯负荷下调至 88.8% (-1.4%)。受制于需求不振，长丝产销持续低迷，近期产成品累库叠加加工费大幅压缩，库存水平快速逼近减产压力位，库存与加工费的动态平衡或许将面临被迫减产。终端而言，织机和纱厂负荷继续降低，订单表现低迷下生产企业成品库存持续高企，在预期扭转前预计维持刚需采购为主，预计长丝产销将难见起色。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，上下游错配预期下利润大幅向上游集中，PTA 加工费承压明显。但当前来看 PTA 现金流加工费已一路跌至历史低位，下方支撑预计偏强，低位效益水平若维持或将带来新增检修量，关注加工费逢低做扩机会。

### MEG-瓶片：供需趋弱

【库存】华东港口库至 58 万吨，环比上期增加 3.5 万吨。

【装置】新疆天盈近期重启提负；海外方面，沙特 sharq 三套装置共 170w 近期重启运行。

### 【观点】

近期乙二醇走势以区间震荡为主。基本面方面，供应端油平煤升，总负荷升至 67.57% (+1.06%)；其中，煤制方面天盈重启，红四方、华谊、正达凯提负，煤制负荷升至 73.13% (+3.79%)。效益方面，原料端原油小幅走强，乙烯供需转松价格大幅回落，动力煤价格小幅走强，乙烯制利润大幅修复，煤制利润持稳。库存方面，本周到港计划偏少，港口发货不佳，下周一港口显性库存预计平库附近。需求端，瓶片大厂减产计划均已兑现，聚酯负荷下调至 88.8% (-1.4%)。受制于需求不振，长丝产销持续低迷，近期产成品累库叠加加工费大幅压缩，库存水平快速逼近减产压力位，库存与加工费的动态平衡或许将面临被迫减产。终端而言，织机和纱厂负荷继续降低，订单表现低迷下生产企业成品库存持续高企，在预期扭转前预计维持刚需采购为主，预计长丝产销将难见起色。

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。当前来看，瓶片与短纤均已减产，压力有所缓解；长丝近期传闻存减产 10%-15% 计划，前期低位库存快速累积逼近减产压力位置，目前来看兑现可能性较大，若落实聚酯负荷仍将继续下调 2-3% 左右。后续而言，主要关注宏观与成本端的潜在风险，乙二醇自身供需难见转机，维持偏弱看待。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现金流加工费大幅修复，盘面加工费以区间操作为主。

### 甲醇：偏弱对待

【盘面动态】：周五甲醇 09 收于 2376

【现货反馈】：周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 09-5

【库存】：上周甲醇港口库存继续积累，周期内显性外轮卸货 17.72 万吨。江苏主流库区提货依旧一般，部分沿江主要下游开工负荷不高，浙江地区刚需稳定，库存波动有限。华南港口库存继续去库，均无外轮抵港。广东地区内贸环比增量，主流库区提货量在个别船支支撑下依旧稳健，库存继续去库。福建地区下游刚需消耗，库存止增转去。

【南华观点】：甲醇试底 2350 附近，但受反内卷影响，周内大多数品种出现反弹，市场对政策预期再次拉满，其中焦煤焦炭连续强势上涨，而煤化工系明显有些跟不动。整体来看甲醇自身基本面是出现转弱的，一是伊朗恢复速度还算正常，截至周末发运 15w 附近。二是 mto 端兴兴货船转港，下半周传言停车（仍未落地）。三是港口提货自地缘冲突后，持续偏差，随着 7 月港口公共罐区到港增加，库存积累下，存在有胀库风险，库存终点提升。目前来看，港口基差已经走至负数，接下来观察港口提货能否好转，短期偏弱对待。

### PP：供应压力难减，上方空间受限

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7069 (-43)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7050 元/吨，华东现货价格为 7100 元/吨，华南现货价格为 7150 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 76.61% (-0.82%)。本周河北海伟和泉州国亨复产，而浙江石化检修延长，总体装置检修量目前仍处于高位。但 PP 后续的检修计划明显减少，预计开工率将逐步回升。投产方面，裕龙 4 线已在 7 月上旬投产落地，后续主要关注大榭石化两套装置的投产进度。需求端，本期下游平均开工率为 49.05% (-0.14%)。其中，BOPP 开工率为 60.56% (+0.29%)，CPP 开工率为 55.38% (-0.37%)，无纺布开工率为 36.1% (-0.37%)，塑编开工率为 42% (-0.2%)。库存方面，PP 总库存环比上升 1.63%。上游库存中，两油库存环比上升 3.44%，煤化工库存下降 4.64%，地方炼厂库存上升 5.17%。中游库存中，贸易商库存环比上升 3.21%，港口库存下降 4.75%。从绝对水平看，当前 PP 库存尚

能维持中性水位，总体压力不大。

【观点】上周聚烯烃在宏观情绪和焦煤价格的推动下震荡走强，但 PP 相较 PE 而言，其上涨动力相对有限。主要原因是目前 PP 仍处于巨大的供给压力之中：首先是多套装置在年中集中投产，近两个月已先后有 3 套装置投产落地，包括 6 月投产的裕龙 2 线和镇海 4 线，7 月投产的裕龙 4 线，这使得 PP 产量即使在高装置检修量的情况下也依然处于历史高位。其次，虽然近两周有部分 PDH 装置进入检修导致开工率有所回落，但是在前期 PDH 利润明显修复的情况下，可以看到一些较边际的 PDH 装置已有复产的动作，所以后续 PDH 开工率或将回升至偏高水平，导致供应进一步增量。所以从预期角度来看，PP 总体格局偏弱。而从现实端来看，PP 现货价格表现比较坚挺，华东基差维持在 30 元/吨附近，尚未出现走弱的迹象，这对 PP 盘面形成了一定支撑。在上游压力下支撑的情况下，PP 较难走出趋势性行情，预计近期仍将处于震荡格局之中。

## PE：强预期 vs 弱现实

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7291 (-38)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7200 元/吨，华东现货价格为 7230 元/吨，华南现货价格为 7330 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 77.79% (-1.67%)，目前装置检修量依然处于高位，大部分装置预计在 7 月中旬至 7 月底重启。投产方面，近期主要关注埃克森美孚 LDPE 和吉林石化 HDPE 的投产进度。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 38.14% (-0.18%)。其中，农膜开工率为 12.63% (+0.54%)，包装膜开工率为 48.07% (-0.37%)，管材开工率为 28% (0%)，注塑开工率为 50.86% (-0.47%)，中空开工率为 36.91% (-0.59%)，拉丝开工率为 32.15% (+0.44%)。库存方面，本期 PE 总库存环比上升 6.89%，其中上游石化库存环比上升 18%，煤化工库存下降 7%，社会库存上升 2%。

【观点】上周聚烯烃在宏观情绪和焦煤价格的推动下震荡走强。对于 PE 来说，除宏观推动力以外，其自身基本面情况近期同样偏强。在供给端，PE 近期新增产能投放有限，叠加装置集中检修，开工率下滑，PE 供给出现阶段性收缩。在需求端，虽然当前处于下游淡季，但总体需求情况好于预期，需求增速仍保持在 10%以上，使得今年的高供给得以消化。若当前需求增速得以维持，PE 供需结构预计呈现紧平衡状态。但值得注意的是，当前 PE 现货市场表现疲软，基差下滑较为明显，目前华东基差已降至-61 元/吨。当前的弱现实与其偏强的预期形成矛盾，导致 PE 上行承压。后续仍需关注 PE 现货情况与基差变化。

## PVC:基本面与政策端预期持续劈叉

供应：本周开工率继续小幅下降，不过 7 月中下旬仍有一轮不小的检修计划，目前评估 7 月产量在 198 万吨附近，8 月则可能上升至 210 万吨以上。

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：本周华东库存继续累库加速，累库大约 3.12 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，由于本周的持续无风险，整体上游库存向中游转移。

价格（基差）：周内反弹后基差走弱至-40，期现商大量买入正套。

策略观点：近端行情比较折磨，但就 PVC 自身而言，基本面在快速恶化，但是工业品在多晶硅的带动下持续交易反内卷题材，导致价格不跌反涨，基本面和政策持续劈叉下，交易难度大幅增加。回归 PVC 基本面，近一个月 PVC 库存表现持续走差，从持续去库转向累库

甚至大幅累库。出口表现仍然没太大亮点，7-8月新投产密集兑现，整体基本面恶化的比较快，基差和库存也对短期价格的反弹出现了比较明显的抗性，剔除政策扰动外，短期氯碱综合利润大幅上修，甚至有一些装置出现了负荷提升的情况，从供需的维度不可接受，整体偏空处理。

## 纯苯：宏观情绪提振，盘面偏强运行

【盘面回顾】BZ2603 收于 6183 (+16)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5945 (-10)，主力基差-238 (+60)

【库存情况】截至 7 月 7 日，江苏纯苯港口库存 17.4 万吨，较上期环比下降 1.69%。

【南华观点】

纯苯：供应端石油苯开工率小幅波动，加氢苯负荷下调明显，开工率 61.95%，较上周下降 9.32%。盘锦瑞德和河北荣特短停，唐山旭阳停车，周内暂无装置重启，故本周国内苯加氢开工率下降。港口库存受部分到船延期影响稍稍去库 0.3 万吨，船报看本周期华东主港预计到港 4 万吨左右，预计周一港口仍将累库。需求端五大下游开工涨跌互显，周度折原料纯苯需求较上一周期基本持平，仍在年内高位。基本面看近端纯苯过剩格局不变。本周下游新投产消息强化纯苯未来需求改善的预期；周三开始炒作宏观情绪，商品普涨，纯苯盘面估值相对偏低，加上上市初期持仓还偏少，盘面增仓上行，纯苯盘面上涨较为明显。现货端受盘面带动价格走强，成交放量，但总体涨幅不及盘面。上市初期盘面仍未稳定，多空博弈下波动较大，单边建议观望；跨品种上仍考虑逢高做缩纯苯-苯乙烯价差。

苯乙烯：现货流动性逐渐恢复

【盘面回顾】EB2508 收于 7416 (-104)

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7675 (-110)，主力基差 259 (-6)

【库存情况】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 10 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 20.97 万吨，较上一周期增加 1.57 万吨，环比增加 8.12%。

【南华观点】

苯乙烯：供应端开工率基本不变，周产量维持在历史高位。需求端，本周 3S 开工率继续下滑，尤其是 EPS 季节性降负明显，3S 综合需求较上一周期继续走弱。苯乙烯周供需差来看，供应过剩加剧。3S 逐渐进入需求淡季，苯乙烯供应回升且 8 月有投产预期，苯乙烯进入累库通道，现货流动性逐渐恢复。基本面看苯乙烯供需格局转弱，可尝试逢高布空。短期受宏观情绪影响以及成本端支撑，盘面偏强运行，建议控制仓位，后续持续关注原油价格走向以及美国关税变动。

## 燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，FU09 报价 2923 元/吨，升水新加坡-5.6 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，不过新加坡市场开始从紧张转为过剩，现货贴水大幅下滑，裂解开始大幅下跌

## 低硫燃料油：受原油推动上涨

【盘面回顾】截止夜盘收盘，LU09 报 3684 升水新加坡 14.2 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，短期驱动主要来源于原油，自身行情驱动不大

## 沥青：跟随成本端震荡

【盘面回顾】BU09 收于 3606 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3810 元/吨

【基本面情况】钢联口径供给端，国内稀释沥青库存维持在低位；山东开工率+2.7%至 40.3%，华东-0.7%至 36.8%，中国沥青总的开工率+1%至 32.7%，山东沥青产量+0.8 至 20.2 万吨，中国产量+1.3 万吨至 56.6 万吨。需求端，中国沥青出货量+2.57 万吨至 26.12 万吨，山东出货+1.63 万吨至 9.08 万吨；库存端，山东社会库存-0.1 万吨至 13.2 万吨和山东炼厂库存-1.1 万吨为 14.7 万吨，中国社会库存-0.8 万吨至 52.4 万吨，中国企业库存+0 万吨至 50.5 万吨。

【南华观点】沥青供需结构有走弱趋势，周度产量同比增加 28%，需求同比增长 10%，库存结构上厂库累库社库去库，投机需求走弱，贸易商开始主动降库存，山东华东基差因开工率增加而走弱，裂解价差仍然维持高位；目前看供应端的增量略超预期，同时需求端仍受降雨影响处于淡季，整体基本面环比转弱，单边上因成本端原油表现偏强所以绝对价格震荡走势，月差基差裂解均有一定程度走弱。中长期看，需求端将随着 8 月份南北方施工条件转好，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。短期需关注下货流通情况，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：震荡对待

【盘面动态】：周五尿素 09 收盘 1773

【现货反馈】：周末国内尿素行情涨后僵持，工厂价格基本稳定，市场价格窄幅松动，下调幅度 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1700-1830 元/吨。中下游高价抵触，新单成交乏力，业内多观望本周一期货。短线国内尿素行情稳中偏弱，局部价格开始松动，关注市场情绪及供需变动。

【库存】：截至 2025 年 7 月 9 日，中国尿素企业总库存量 96.77 万吨，较上周减少 5.08 万吨，环比减少 4.99%。中国尿毒港口样本库存量:48.9 万吨，环比增加 4.9 万吨，环比涨幅 11.14%。

【南华观点】：短期震荡运行为主，暂无明显驱动。中期而言，额外出口配额量级略不及市场预期，市场投机性或有所减弱，另一方面，国内农业需求进入尾声，基本面压力逐步增加，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。国内需求弱势局面难改，内贸压力仍将持续，但下方空间来看，需要多关注配额消息及尿素期货波动对市场情绪的

影响，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：关注下游反馈

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1217，-1.14%

【基本面信息】

本周纯碱库存 186.34 万吨，环比周一+1.53 万吨，环比上周四+5.39 万吨；其中，轻碱库存 79.13 万吨，环比周一-1.45 万吨，环比上周四-1.35 万吨，重碱库存 107.21 万吨，环比周一+2.98 万吨，环比上周四+6.74 万吨。

【南华观点】

预期扰动叠加基本面限制，纯碱震荡走高。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，冷修开始增加，预计在产日熔量将继续下降。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 1086，0.28%

【基本面信息】

截止到 20250710，全国浮法玻璃样本企业总库存 6710.2 万重箱，环比-198.3 万重箱，环比-2.87%，同比+5.54%。折库存天数 28.9 天，较上期-1.0 天。

【南华观点】

反对卷预期继续，玻璃保持强势，重心上移，需要观察市场情绪改善后能否进一步带动投机需求以及下游的真实承接力。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%，不过 6-7 月整体产销好于预期，累库有限。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。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或减产预期，现货端则关注投机需求的反馈。

## 原木：多空交织

【盘面】主力合约收盘于 786 (-1)。

【现货】过去一周，岚山，太仓两地 4/6 米中小规格辐射松价格下调 10-20 不等。

【逻辑】CFR 报价方面，据了解最高报价达到 117 美金，且有一定成交。CFR 的报价目前来看主要波动来自海运费的上。海运价格的波动几乎直接叠加到 CFR 报价本身。而观察往年 TBI 的海运数据来看，接下来有季节性走弱的可能。且国内的现货价格目前受到交割品的影响开始走弱，较高的 CFR 报价预计难以持续。现货端，随时 07 合约交割的稳步进行，交割品开始逐步流入现货市场。下游加工厂的接货能力在逐步走弱，后续可能会进一步带动现货价格下调。但与此同时，随着上周市场上关于“城市更新”相关会议的预期，使得期货上建材相关的品种出现较大的反弹，整体情绪有明显好转。不过，预期归预期，是否能按预期或者超预期落地，是存疑的。原木上周的表现也相对平淡。库存上跟去年同期差异

不大，维持着季节性去库的态势。出库量上看，也维持的中性水平。最近的出库量上升，应该跟交割相关，本月交割完成之后，预计出库量数据会走弱。因为下游工厂的库存需要时间来消化。估值上看，重庆的6米中A目前有40多块的套利空间，但重庆的交割情况目前尚未具体了解，其交割成本可能需要后续进行修正。且从时间上看，目前谈套利还为时尚早。策略上，建议以区间震荡的思路去操作，高抛低吸为主。

## 纸浆：震荡反弹

【盘面】周五夜盘收盘于5250(+16)

【南华观点】阔叶浆外盘CFR报价明星为500美金/吨(+0)，小鸟为503.75美金/吨(-1.25)。针叶浆报价无变化，本色浆金星报价为590美金/吨(-30)。港口库存217.9(-3.4)。国内纸浆产量47.45万吨，变化不大。

本周宏观预期扰动较强，商品普涨。主要来自2个因素，一个是“反内卷”引发的新能源板块的估值向上修复以及此概念可能对版块外品种的延伸问题，一个是对“城市更新”会议的预期。针叶浆现货提涨，对于该价格的下游接受程度还有待观察。纸浆的基本面未发生明显变化，库存高位震荡，下游需求淡季，补库时间尚未触及等等因素目前都没有发生边际改变。所以本次价格变动以反弹的眼光来看待，恐不具备持续的动能。若下周会议落地不及预期，可能会恢复到相对偏弱的格局。策略上，建议震荡思路操作，短期观望。

## 烧碱：基本面环比改善

【盘面动态】烧碱2509合约昨日收于2496，-0.44%

【基本面信息】

据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计26.12万吨(折百)，环比上周增加4.05%，同比增加19.08%。本周华南地区因下游需求情况依旧欠佳，个别企业库存升温，其他区域液碱库存均有下行，价格逐步触底，下游及中间商拿货情绪好转，企业出货压力有不同程度缓解，库存水平下降。

【南华观点】

整体商品市场强势，共振上涨，烧碱低位持续反弹。基本面，烧碱近端有所走强，下游铝厂主动补库，同时液氯下跌导致成本抬升。山东液碱库存同比偏低，现货压力不大，市场或对旺季有所期待。短期或关注下游需求改善程度以及下游备货积极性；中长期看，复产+新产能逐步投放，供应端压力或逐步显现。

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：市场博弈增强

【期货动态】LH2509收于14345，日环比-0.21%。

【现货报价】全国生猪均价14.69(+0.01)元/公斤，其中河南14.73(-0.07)元/公斤、湖南14.38(-0.06)元/公斤、辽宁14.65(+0.21)元/公斤、四川14.1(-0.1)元/公斤、广东



16.21 (+0.00) 元/公斤。

#### 【现货情况】

北方区域周末涨跌均现,东北、华北地区养殖企业缩量出栏,散户惜售,价格向上调整屠宰厂采购难度大。河南养殖集团出栏量稍有增加,价格呈现弱势。南方市场整体稳中偏弱,华南地区养殖场整体走货尚可,需求端无明显波动,价格多维持稳定。西南地区受需求拖累,猪价下滑。两湖及江西地区多受外围市场走势影响,价格稳中有降。

#### 【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：报告中性偏空

【盘面回顾】外盘在公布 7 月 USDA 报告后短线回落。报告数据来看,供应端沿用 6 月底种植面积数据,单产不变,供应小幅调减;需求端调增国内压榨同时调减出口,总体期末库存小幅调增,报告数据中性偏空。内盘走势因四季度缺口而表现偏强。

【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 1000 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,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,表现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;近期传出关于中加会面消息,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】逢低远月多配。

### 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,美国天气对玉米生长有利。大连玉米淀粉震荡偏弱。

【现货报价】玉米:锦州港:2330 元/吨,-10 元/吨;蛇口港:2530 元/吨,+0 元/吨;哈尔滨报价 2210 元/吨,-20 元/吨。淀粉:黑龙江绥化报价 2690 元/吨,-10 元/吨;山东潍坊报价 2850/吨,-20 元/吨。

【市场分析】东北玉米价格整体仍偏弱运行,市场气氛偏淡,现货价格继续走低。市场供应阶段性过剩,深加工企业价格偏弱运行。销区多数底价成交,且成交率逐步下降。

淀粉方面:供需均无明显利好,短期偏弱运行

【南华观点】进口拍卖后贸易商心态变化,震荡偏弱

### 棉花：美棉产量上调

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌 0.5%，USDA 环比上调了美棉产量。上周五郑棉收于前一日结算价。

【外棉信息】据巴西国家商品供应公司最新预测，24/25 年度巴西全国植棉面积预期环比小幅上调至 208.4 万公顷，同比增加 7.2%，单产预期环比小幅上调至 126.0 公斤/亩，同比减少 0.7%，总产预期随之上调至 393.8 万吨，同比增加 6.4%。

【郑棉信息】目前新疆新棉进入结铃期，棉田打顶工作陆续进入尾声，生长进度较快，打顶时间较往年有所提前，整体长势良好。本年度在新疆纺纱产能提升下，下游棉花刚性消费量提高，六月棉花去库量环比略有下滑，但仍处于较高水平，对棉价形成有力支撑，但当前下游内地纺织企业纺纱利润持续受到挤压，工厂开机率继续下调，成品维持累库态势，负反馈由终端逐渐向上累积。

【南华观点】当前国内棉花的低库存现状仍会对棉价形成强支撑，但淡季需求下，成品的库存压力使得棉价上方承压，短期郑棉或维持窄幅区间震荡，关注进口配额政策落地情况及中美贸易协议调整情况。

## 白糖：走势偏强

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五攀升近 2%，原糖并未理会特朗普对巴西加征关税的影响，因巴西并未对美国销售太多糖。

昨日夜盘，郑糖继续上涨，短期糖价逐步走强。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6110 元/吨。昆明中间商报价 5840-5970 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】短期市场支撑显著，走势略有增强。

## 苹果：维持偏强震荡

【期货动态】苹果期货昨日价格上涨，短期价格维持震荡偏强格局。

【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 7 月 9 日，全国主产区苹果冷库库存量为 91.49 万吨，环比上周减少 7.81 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：关注产区气温变化

【产区动态】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，目前新疆

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，本周产区气温将再度回升，或有持续高温天气。

【销区动态】上周五广州如意坊市场到货 5 车，河北崔尔庄市场暂未到货，下游客商按需拿货，成交一般，河北特级灰枣价格略有上调。

【库存动态】7 月 11 日郑商所红枣期货仓单录得 9007 张，较上一交易日增加 126 张。据统计，截至 7 月 10 日，36 家样本点物理库存在 10430 吨，周环比减少 90 吨，同比增加 72.28%。

【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，目前灰枣尚处于生理落果阶段，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。