

## 金融期货早评

### 人民币汇率：上半年增长顺利收官

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1734，较上一交易日下跌 41 个基点，夜盘收报 7.1810。人民币对美元中间价报 7.1498，调贬 7 个基点。

【重要资讯】我国经济半年度“成绩单”公布，上半年 GDP 为 66.05 万亿元，同比增长 5.3%。分季度看，一季度 GDP 同比增长 5.4%，二季度增长 5.2%。上半年固定资产投资增长 2.8%，其中房地产开发投资下降 11.2%。6 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.8%，社会消费品零售总额增长 4.8%。国家统计局副局长盛来运指出，中国的政策“工具箱”丰富，也在加强政策储备，会根据市场变化适时推出。

【核心逻辑】展望后市，对等关税 2.0 是影响后期中国出口的核心变量。短期而言，关税豁免延期为转口贸易创造了一个月的政策窗口期，结合企业针对预期关税上行的前置性出口行为，预计三季度初出口增速仍将维持相对高位，7 月份有望延续强劲表现。然而中期下行压力正在加速积聚。因此，基于当前关税谈判节奏、基数效应及外需库存三重变量的综合评估，预计中国出口将呈现“7 月高位、8—9 月回落、四季度低位企稳”的倒 V 型走

势。在如此亮眼的出口数据下，国内银行间美元流动性虽充裕，却形成了“高存量、低周转”的僵局：在岸美元兑人民币即期汇率维持窄幅波动，缺乏方向性突破，出口企业的结汇意愿由“逢高结汇”转为“观望惜结”，而银行端对人民币升值的“兜底”预期亦难以为继。我们认为，短期内，除非出现能够显著重塑汇率预期的超预期事件，否则市场仍将呈现买卖双方在狭窄区间内持续博弈的局面：要么企业集体调整汇率阈值触发集中结汇，要么升值预期弱化导致银行被动放弃单边维稳，从而打破当前的低波动均衡。

【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：期指贴水加深，股指预计继续调整

【市场回顾】

昨日股指除沪深 300 指数收涨外，其余指数均收跌。从资金面来看，两市成交额回落 2533.8 亿元。期指均缩量下跌。

【重要资讯】

1. 美国 6 月核心 CPI 同比上涨 2.9%，环比 0.2%，连续 5 个月低于预期。

【核心逻辑】

昨日上午多项 6 月最新经济数据公布，二季度 GDP 基本符合预期，规模以上工业增加值超预期，消费及投资则低于市场预期。总的来看，经济基本面弱复苏趋势延续，需求及投资疲软，结构性问题仍存。数据公布后，指数有不同程度的下跌，午后有所回升。海外方面，美国 6 月核心 CPI 再度低于预期，但由于关税影响尚未完全显现，美联储或将继续保持谨慎。此前我们提到当前指数上行动能不足，或迎来阶段性调整，从昨日期指算术平均偏差来看，各品种贴水继续加深，因此预计指数短期内继续调整，但在没有明显利空信号下，指数整体向好的趋势不变。

【南华观点】多头持仓观望

### 国债：预期转变与情绪改善

【行情回顾】国债期货小幅高开，在盘中经济数据公布后快速拉升，涨幅扩大。全天偏强

运行，尾盘再次走高，全线收涨。公开市场方面，今日到期 690 亿，央行新做 7 天质押式回购 3425 亿，净投放 2735 亿元。

**【重要资讯】**：1.国家统计局副局长盛来运 15 日在国新办新闻发布会上表示，针对近一个时期部分行业、部分企业“内卷”性竞争加剧的现象，有关部门正在根据会议精神制定相关措施，进一步加大市场秩序的规范治理。这些政策和措施有利于规范市场秩序、推动市场供求关系改善、促进价格合理回升，也有利于企业利润改善、活力增强，进而推动经济结构调整和高质量发展。

**【核心逻辑】**今天债市利空基本出尽：周一盘后央行记者会答疑以及买断式逆回购修复了市场对于监管和资金收紧的担忧；6 月经济数据结构上进一步凸显了供需矛盾，尽管总量较强，但分项数据不及预期，市场对于基本面的判断再次得到验证；午后中央城市工作会议落地，内容侧重现代化、创新、宜居、智慧城市，棚改预期也落空。

当前市场风向扭转，情绪加持下短期内可能继续冲高，但本次下跌最重要的是进一步夯实了震荡区间下沿，而非为上冲蓄势。情绪消化之后，行情或回归震荡。

**【投资策略】**：继续持有

**【风险提示】**：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

## 集运：10、12 合约一度逼近涨停

**【盘面回顾】**：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格先大幅震荡上行，后回归震荡，午后再度震荡上行。

**【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\$1865，40GP 总报价为\$3130，均与同期前值持平。

7 月底，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价均值为\$2185，较同期前值下降\$75，40GP 总报价均值为\$3785，与同期前值持平。长荣海运上海离港前往鹿特丹的部分船期，20GP 总报价为\$2355，较前一周报价下降\$50，40GP 总报价为\$3560，较前一周报价下降\$100。

**【重要资讯】**：德国部分铁路关闭：因桥梁建设，8 月与 10 月关闭汉堡集装箱码头（CTH/CTB）所连铁路，并自 2025 年 8 月至 2026 年 4 月间关闭柏林至北部港口线，将进一步增加铁路与公路运输压力。

**【南华观点】**：昨日期价大涨在一定程度上应来自于资金面的影响——欧线现舱报价相对趋稳，拐点到来的时间晚于市场预期，所以部分投资者认为当前 10、12 合约估值相对偏低，换月后于这两个合约拿下大量多头仓位，使得期价大幅上涨。此外，当前欧洲港口拥挤程度因铁路关闭、停电等种种因素有所增长，从供应，或者说效率角度利好于期价走势。对于后市而言，期价偏震荡整理或震荡上行的可能性相对较高。但需注意的是，除马士基外的其余多家船司已开始下调其 7 月中下旬报价，不建议盲目追多。

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）、周骥（Z0017101）、高翔（Z0016413）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：美 CPI 削弱 9 月降息预期 贵金属承压调整

【行情回顾】周二贵金属市场呈现调整，美指和 10Y 美债收益率大幅走高对其形成利空压力，周边美股和比特币下跌，原油震荡，南华有色金属震荡。最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3330.5 美元/盎司，-0.85%；美白银 2509 合约收报于 37.985 美元/盎司，-1.95%。SHFE 黄金 2510 主力合约 780.4 元/克，+1.06%；SHFE 白银 2510 合约收 9225 元/千克，+0.52%。近期美国贸易关税交易重回焦点。美国 6 月 CPI 同比上涨 2.7%，为 2 月以来最高纪录，预期 2.6%，前值 2.4%；环比 0.3%，符合预期，前值 0.1%，涨幅扩大主要受能源价格上涨影响。核心 CPI 同比上涨 2.9%，符合预期，前值 2.8%；环比涨幅 0.2%，高于前值 0.1%，但低于预期 0.3%，为连续第五个月低于预期。数据整体反映关税对美通胀影响仍处于初步阶段。数据后贵金属承压调整，降息预期整体略有降温。美联储 26 年票委洛根表示，基准预期是货币政策需要继续保持紧缩一段时间，以抑制通胀。美联储巴尔金表示，关税将带来更多的物价压力。

【降息预期与基金持仓】9 月降息预期略有降温。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 97.4%，降息 25 个基点的概率为 2.6%；美联储 9 月维持利率不变的概率为 45.1%，累计降息 25 个基点的概率为 53.5%，累计降息 50 个基点的概率为 1.4%；美联储 10 月维持利率不变的概率 22%，累计降息 25 个基点的概率为 49.2%，累计降息 50 个基点的概率为 28.1%，累计降息 75 个基点的概率为 0.7%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓日度维持在 947.64 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 110.22 吨至 14856.02 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 1 吨至 1223 吨；截止 7 月 4 日当周的 SGX 白银库存周增 7.3 吨至 1327.2 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，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，短线波动加剧，建议控制仓位，伦敦金关注 3300 关口支撑，伦敦银支撑 37.3 附近。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】沪铜指数在周二小幅收跌至 7.79 万元每吨，成交 16 万手，持仓 51 万手，上海有色现货升水 135 元每吨。

【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。短期来看，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。

## 铝产业链：维持震荡格局

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20430 元/吨，环比-0.02%，成交量为 10 万手，持仓 21 万手，伦铝收于 2583 美元/吨，环比-0.35%，成交量为 2 万手；氧化铝收于 3165 元/吨，环比+1.22%，成交量为 38 万手，持仓 23 万手；铸造铝合金收于 19790 元/吨，环比+0%，成交量为 2193 手，持仓 8308 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；同时报道显示美联储主席鲍威尔正在考虑辞职，政策不确定性使得避险情绪上升，对金属构成压制，关注关税后续具体落地情况。周一多头离场导致铝价大幅下跌，但主动做空力量不多。总的来说受宏观影响铝价短期或弱势调整，推荐卖权策略，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。目前氧化铝仓单维持较低，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。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：震荡调整；氧化铝：高位震荡；铸造铝合金：震荡

## 锌：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22085，环比-0.74%。其中成交量为 11.9 万手，而持仓则减少 9873 手至 84304 手。现货端，0#锌锭均价为 22150 元/吨，1#锌锭均价为 22080 元/吨。

【产业表现】据 SMM 了解，华中某锌冶炼厂计划 8 月常规检修半个月，预计影响 1500 吨左右，同时计划 4 季度或明年年初新增 2 万吨产能。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌窄幅震荡，偏弱运行，交易积极性不高。从基本面看，近期基本面逻辑不变。供给端，冶炼端利润修复较好，供给端缓慢从偏紧过渡至过剩。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。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。同时累库数据也能说明其短时间内，下游处观望状态，按需购买，逢低补库。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：基本面无明显改善

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 119380 元/吨，下跌 1.15%。不锈钢主力合约日盘收于 12675 元/吨，下跌 0.2%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 121450 元/吨，升水为 2050 元/吨。SMM 电解镍为 120400 元/吨。进口镍均价调整至 121150 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27420 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 4777.27 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-1.6%。8-12%高镍生铁出厂价为 901.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-7.18%。纯镍上期所库存为 25047 吨，LME 镍库存为 206580 吨。SMM 不锈钢社会库存为 990800 吨。国内主要地区镍生铁库存为 33233 吨。

【市场分析】

日内沪镍盘面偏弱运行，目前基本面无明显改善，重心有一定下移。镍矿方面受菲律宾季节性到港库存有所上升，目前有一定跌幅预期，价格中枢有所下移。镍铁成交价格日内再度下行，主要受下游需求薄弱影响，整体行业亏损较为严重。不锈钢方面成本段有所下移，钢厂减产力度目前仍在观望，现货端低价资源有所减少。目前下游需求淡季基本面无明显好转前提下上行驱动有限。硫酸镍方面整体镍盐短期仍然维持以销定产走势。后续可关注关税政策走势以及基本面支撑改善。

## 锡：上方压力大于下方支撑

【盘面回顾】沪锡指数在周二小幅回落至 26.3 万元每吨附近，成交 12 万手，持仓 5.2 万手。

【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。

## 碳酸锂：情绪驱动短期波动，供需博弈等待破局

【行情回顾】周二碳酸锂期货午后大幅拉升，主力合约收于 66660 元/吨，日环比上涨 0.27%；成交量 76.40 万手，日环比降低 24.69%，持仓量 34.21 万手，日环比减少 1.40 万手；碳酸锂 LC2509-LC2511 月差维持 back 结构，日环比走强 80 元/吨；仓单数量总计 11203 手，日环比减少 1 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场整体运行平稳。矿端报价暂稳，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价

为 690 美元/吨，环比微降 2.5 美元/吨。锂盐市场受情绪面带动出现小幅报涨，电池级碳酸锂价格为 64900 元/吨，日环比上涨 250 元/吨；电池级氢氧化锂报价 62570 元/吨，贸易商基差报价小幅回落，下游企业以刚需补库为主。下游商品呈现结构性波动：磷酸铁锂报价上涨，涨幅收窄至 50-60 元/吨；而三元材料与电解液报价下行，整体降幅在 90-250 元/吨。当前，碳酸锂现货市场受期货盘面波动影响较大，下游厂商采买心态谨慎，刚需补库与后点价模式仍是主流交易策略，市场未出现大规模投机性采购。

【南华观点】基本面看，矿端与锂盐端现货市场成交活跃，行业利润端呈现改善迹象，但下游需求端成交相对平淡，显示产业链景气度传导存在阻碍。技术面看，碳酸锂期货呈现减仓上涨态势，显示短期追涨动能不足，市场情绪偏谨慎。综合来看，当前碳酸锂市场短期行情或受情绪推动为主，缺乏基本面强力支撑，后续需关注市场动态。

【策略建议】关注 LC2509-LC2511 正套机会；关注卖看涨期权机会。

【风险点】宏观情绪；供给端减停产扰动；仓单数量和持仓量现象被市场交易。

## 工业硅&多晶硅:期货延续强势，多晶硅关注仓单

【行情回顾】周二工业硅期货主力合约震荡走高，收于 8785 元/吨，日环比涨 1.04%。成交量约 141.68 万手（日环比降 3.87%），持仓量约 39.66 万手（日环比减 6237 手）。SI2509-SI2511 月差维持 back 结构，日环比持平；仓单数量 50258 手，日环比增加 168 手。

多晶硅期货合约震荡走强，主力合约收于 42470 元/吨，日环比涨 1.69%。成交量 56.57 万手（日环比增 20.29%），持仓量约 6.98 万手（日环比减 8507 手）。PS2509-PS2511 月差维持 back 结构，日环比走弱 120 元/吨；仓单数量 2780 手，环比持平。

【产业表现】工业硅现货报价上行，华东地区 553# 工业硅报 9150 元/吨（日环比涨 150 元/吨），99# 硅粉报 9400 元/吨（日环比涨 300 元/吨）。下游方面，有机硅企业开工率维持高位，产量处于较高水平，对原材料保持刚需采购，需求稳定性较强，出货报价整体平稳；铝合金市场略显承压，ADC12 报价 20510 元/吨（日环比涨 40 元/吨）。

多晶硅环节报价维稳，N 型多晶硅价格指数报 43.5 元/千克；下游硅片、电池片价格未现波动，N 型硅片价格指数维持 1 元/片，电池片报价亦保持稳定。

【南华观点】工业硅需求端存在一定支撑，但高位库存对价格上行空间形成压制；多晶硅下游硅片、电池片价格未随其联动，后续需持续跟踪产业整合进展，同时建议关注仓单变化情况。

技术面看，尽管工业硅与多晶硅期货价格同步上涨，但持仓量均环比下降，短期存在资金获利了结迹象。整体来看，短期市场或维持震荡偏强格局，需警惕追涨风险。

【策略建议】关注工业硅逢低布局多单机会；关注 PS2509-PS2511 正套机会。

【风险点】宏观情绪超预期改善；供给侧整改效果不及预期；需求端负反馈超预期；多晶硅仓单数量和持仓量的现状引发市场交易博弈。

## 铅：持续下行

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16930 元/吨，环比-0.91%，其中成交量 33602 手，而持仓量则增加 223 手至 52667 手。现货端，1# 铅锭均价为 16850 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，伦铅保持弱势运行，沪铅跟随。从基本面来看，供给端整体偏紧。原生铅方面，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，仍处于观望状态。同时短期再生铅的成本支撑可能不足。因为目前整体需求不高，原生铅能够更便宜且能一定程度满足需求。短期内，可

能还是需要观察宏观以及下游的采买情绪，同时等待旺季的到来，铅价才会有重心上移的表现。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：核心预期仍在反内卷

【行情回顾】盘面回调至5日线下方

【信息整理】1. 7月14日至15日，中央城市工作会议在北京召开。会议强调城市发展已从“大规模增量扩张阶段”进入“存量提质增效阶段”。会议部署7个方面重点任务，包括着力优化现代化城市体系，着力建设富有活力的创新城市、绿色低碳的美丽城市、便捷高效的智慧城市等。

2. 7月15日河北、天津地区部分钢厂对湿熄焦炭上调50元/吨、干熄焦炭上调55元/吨，2025年7月17日零点执行。

3. 关税——①美财长最新放风：无需担忧美中暂停加征部分关税截止日期，双方谈判“态势良好”。

4. 通胀——①美国6月整体CPI年率升至2.7%，为2月以来新高，符合市场预期，月率录得0.3%，为1月以来新高，符合市场预期；核心CPI年率升至2.9%，为2月以来新高，不及预期的3%，但较上月的2.8%小幅上升，月率录得0.2%，不及市场预期的0.3%。

5. 上半年中国经济同比增长5.3%，二季度增长5.2%。

【南华观点】中央城市工作会议落地后市场解读分化，对钢材需求而言，从规模增量转向存量提质增效意味着大规模需求提升预期落空；但当前市场核心预期仍聚焦于“反内卷”政策，且临近7月政治局会议，该预期暂难证伪。基本面看，淡季刚需平淡，然整体库存偏低，盘面拉涨引发的期现锁仓操作进一步收紧流动性，此格局仍在延续。需警惕的是，出口新接订单已现缩减，家电、汽车排产亦有所下滑。综上，短期宏观乐观情绪与投机锁库支撑下，盘面仍有上涨动能，但需关注宏观预期修正可能带来的回调风险。

### 铁矿石：下方空间有限

【盘面信息】二季度GDP增速超预期，政策刺激的预期下降，股市和商品价格回落，但下方价格有支撑，空间或有限

【信息整理】中央城市会议符合市场预期，并没有棚改出现；二季度GDP增速超预期，政策刺激的预期下降，市场价格回落

【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：情绪回落

【盘面回顾】震荡回落

【信息整理】

1. 国家统计局：今年上半年，中国 GDP 同比增长 5.3%；规模以上工业增加值同比增长 6.4%；全国固定资产投资同比增长 2.8%；社会消费品零售总额同比增长 5.0%。
2. 国家统计局副局长盛来运表示，有关部门正在制定相关措施，进一步加大市场秩序的规范治理。这些政策和措施有利于规范市场秩序、推动市场供求关系改善、促进价格合理回升。
3. 1-6 月基础设施投资同比增长 4.6%；制造业投资同比增长 7.5%；房地产开发投资同比下降 11.2%。
4. 2025 年 7 月 17 日零点起，邢台、天津、石家庄、唐山地区部分钢厂对湿熄焦炭上调 50 元/吨、干熄焦炭上调 55 元/吨。
5. 中央城市工作会议：加快构建房地产发展新模式。

【产业表现】

焦煤：产地矿山陆续复产，国产焦煤供应边际回升。蒙古国庆口岸即将恢复通关，后续关注口岸库存变化情况。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

【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）及助理分析师张涪（F03118257）、陈敏涛（F03118345）提供。

## 能化早评

### 原油：API原油去库不及预期

【盘面动态】截至当天收盘，纽约商品交易所8月交货的轻质原油期货价格下跌46美分，收于每桶66.52美元，跌幅为0.69%；9月交货的伦敦布伦特原油期货价格下跌50美分，收于每桶68.71美元，跌幅为0.72%。夜盘SC原油主力合约跌1.26%。

【市场动态】美国至7月11日当周API原油库存83.9万桶，预期-163.7万桶，前值712.8万桶；API库欣原油库存6.3万桶，前值12万桶。原油进口40.4万桶，前值-60.9万桶。美国至7月11日当周API投产原油量23.5万桶/日，前值-18.7万桶/日；API成品油进口12.2万桶/日，前值-3.8万桶/日。

【南华观点】由于特朗普政府对乌克兰的军事支持及对俄制裁政策的实际成效未达预期，市场对于供应端收紧及俄乌局势升级的忧虑显著缓解，国际油价应声下行。从需求端看，现实需求强势，美国炼厂开工率等指标及中国主营炼厂开工负荷均处高位。中国的原油进口需求旺盛，中国6月原油进口4,988.8万吨，1-6月累计原油进口同比+1.4%，这使得Dubai价格表现强势，也对当前油价提供了支撑。需要注意的是，中美需求已达峰值，未来增量有限且

将面临季节性回落，“现实与预期”存在矛盾，时间对多头不利。供应方面，即便OPEC+10月可能暂停增产，9月美国需求将迎拐点，叠加前期增产落地的“长尾效应”，原油基本面将逐步转弱，盘面上方空间有限，压力随时间增强。潜在变量中，中东重大地缘事件或形

成新交易逻辑，但影响周期短且爆发前难成多头抓手；贸易谈判若不顺重启关税战，可能引发金融市场资金避险，对市场形成情绪冲击。总体而言，原油盘面短线偏强但上方空间有限，压力随时间增强，需求增量空间无几，供应端长尾效应将主导基本面转弱。

## PTA-PX：TA 加工效益大幅压缩，关注做扩机会

【PTA 观点】近期 PTA 盘面价格总体窄幅震荡，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 的高位快速回落至平水附近。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 55.3 万吨，环比上期减少 2.7 万吨。

【装置】新疆天盈近期重启提负；海外方面，沙特三套装置共 180w 近期因故降负或停车。

【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，本周到港计划较少，港口发货预计不佳，下周一港口显性库存预计去库 3-4 万吨附近。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预计在下月将进入累库通道，向上驱动难觅影响下，持货意愿大幅走弱，整体维持震荡看待。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% 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，维持震荡看待。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】：周三甲醇 09 收于 2376

【现货反馈】：周三远期部分单边出货利买盘为主，基差 09-0

【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发支撑下依旧稳健，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，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：自身驱动较弱

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7015 (-52)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6990 元/吨，华东现货价格为 7060 元/吨，华南现货价格为 7100 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】今日受宏观因素影响，化工品普跌。单从 PP 方面看，其基本面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，相较 PE，PP 基差的走弱并不明显，这对其盘面形成了一定支撑。在上有压力下下有支撑的情况下，PP 自身较难走出趋势性行情。

## PE：强预期 vs 弱现实

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7221 (-63)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7150 元/吨，华东现货价格为 7220 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 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】昨日受宏观情绪影响，化工品普跌。从 PE 自身情况来看，近期 PE 的现货表现持续偏弱，上游持续降价出货，基差下滑较为明显。但从基本面预期角度来看，PE 并没有那么弱：首先在供给端，PE 近期新增产能投放有限，叠加 PE 装置目前仍处于集中检修季中，开工率处于低位，供给呈现阶段性收缩。同时在需求端，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。所以 PE 当前存在弱现实与强预期的矛盾，导致了月差由 back 结构转为 contango 结构。后续需持续关注 PE 现货情况，待到 PE 现货端出现正反馈，预计 L09 上的压力才能够得以释放。

## 纯苯：震荡偏弱

【盘面回顾】BZ2603 收于 6144 (-45)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5945 (-50)，主力基差-199 (-5)

【库存情况】截至 7 月 14 日，江苏纯苯港口库存 16.4 万吨，较上期环比下降 5.75%。

【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，故国内苯加氢开工率下降。港口提货积极加上部分到港延期，周一港口去库。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。下游新投产消息强化纯苯未来需求改善的预期；近期宏观情绪偏强，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。昨日商品整体走弱，纯苯震荡下行。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：流动性恢复，基差月差均走弱

【盘面回顾】EB2508 收于 7340 (-138)

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7470 (-230)，主力基差 130 (-97)

【库存情况】截至 2025 年 7 月 14 日，江苏苯乙烯港口库存 13.85 万吨，较上周期增加 2.7 万吨，幅度+24.22%；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，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，盘面震荡运行，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。本周港口明显累库，周一夜盘开始近端大户开始出货，近月基差快速走弱，周二仍积极出货，7 下基差与 7/8 月差迅速走弱。

## 燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU09 报价 2940 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：受原油拖累下跌

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU09 收于 3639 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 3617 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 万吨至 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。

## 玻璃纯碱：产销略有走弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1214，-2.18%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 188.40 万吨，环比上周四+2.06 万吨；其中，轻碱库存 79.01 万吨，环比

上周四-0.12 万吨，重碱库存 109.39 万吨，环比上周四+2.18 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 1071，-2.81%

#### 【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】

玻璃重心上移，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 盘面价格升水湖北低价现货，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。

## 纸浆：关注压力位

【盘面】主力合约今日收盘于 5262 (+30)，涨幅 0.57%。

#### 【逻辑】

今日（7 月 15 日），国家统计局发布的宏观经济数据，上半年 GDP 达 660536 亿元，同比增 5.3%。社会消费品零售总额上半年 245458 亿元，同比增 5.0%。上半年的 GDP 增速超预期，下半年的刺激政策是否还能加码或维持值得思考。基本面上看，国内宏观预期较强。外盘的报价为见拐头向上的迹象。现货市场观望情绪较强，高供应高库存之下，现货调整上行阻力较大。需求旺季也还尚未到来。盘面上，主力合约价格已经来到了前期的成交密集区，阻力较大。短期建议观望为主。

## 烧碱：基本面矛盾有限

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2512，-0.79%

#### 【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，烧碱重心上移。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：现货博弈增强

【期货动态】LH2509 收于 14250，日环比-0.25%。

【现货报价】全国生猪均价 14.54（-0.07）元/公斤，其中河南 14.61（-0.04）元/公斤、湖南 14.29（-0.00）元/公斤、辽宁 14.41（-0.1）元/公斤、四川 13.81（-0.03）元/公斤、广东 16.21（+0.00）元/公斤。

【现货情况】

生猪价格整体维持弱势调整，现阶段集团场出栏节奏偏慢，叠加天气高温或促出栏加速，供应压力增强，同时二育支撑不足，需求持续疲软，屠企订单有限，短时生猪市场价格反弹无力。

【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：远月多配

【盘面回顾】外盘美豆产区良好天气压制盘面，内盘近月在主力换月背景下坚挺。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，外盘走弱但中国采购支撑下巴西贴水走强，近月船期运费上涨，整体进口成本支撑较强，内盘回升下榨利小幅修复；今年 9 月与明年 2 月后买船仍以巴西、阿根廷为主，今年 10 月后买船缺口关注中美关系。到港方面看，7 月 1150 万吨，8 月 1100 万吨，9 月 1000 万吨，整体看近月到港宽裕，后续 12 月后迎来缺口。对于国内豆粕，现货端供应压力更多体现在基差上，盘面在套保主力移仓换月下缺乏更多空头主力压制价格。当前大豆原料供应较为宽裕，油厂压榨不断回升，豆粕库存累库趋势延续。需求端来看，饲料养殖利润由于生猪价格反弹而转好，整体对于豆粕提货需求存在中性支撑，情绪较前期边际转好。

菜粕端来看，菜粕整体库存小幅加快，且近期盘面近月仓单压力不断缓解，现货供应短期出现节奏问题，盘面有所反弹；近期中加、中澳存在会面和谈迹象，市场对此信息反复计价缺乏弹性，关注后续菜系供应恢复情况。

【后市展望】外盘在不出现极端天气与中美和谈背景下将继续表现弱势震荡，而内盘近月价格将在三季度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，菜系由于短期内供需错配而表现偏强。后续四季度买船缺口仍存，整体粕类价格将迎来年内拐点，从估值角度看成本端美豆下行空间有限，且在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：继续走弱

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收高，为技术性反弹。大连玉米淀粉走势偏弱。

【现货报价】玉米：锦州港：2310 元/吨，+10 元/吨；蛇口港：2530 元/吨，+0 元/吨；哈尔滨报价 2180 元/吨，+0 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2690 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2850/吨，+0 元/吨。

【市场分析】进口玉米继续拍卖，成交率较低，对市场仍有不利。东北深加工厂家玉米收购价格继续下调。山东深加工企业门前到货量开始下降，深加工企业玉米价格止跌企稳。销区港口贸易商报价小幅下探，观望为主，成交率有限。淀粉方面：华北地区议价成交为主，竞价签单明显。东北玉米淀粉企业检修陆续开始，供应端出现减量，但价格难见起色。

【南华观点】进口拍卖后贸易商心态变化，继续偏弱

## 棉花：关注美国对外关税谈判

【期货动态】洲际交易所(ICE)期棉上涨超 0.5%，短期得州降雨或有减少，买盘进场支撑。隔夜郑棉上涨超 0.5%。

【外棉信息】2025 年 5 月，美国批发商服装及服装面料销售额为 140.05 亿美元，环比增加 1.94%，同比增加 8.11%；库存额为 286.36 亿美元，环比增加 0.49%，同比减少 0.73%；库存销售比为 2.04，环比持平，同比下降 0.19。

【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。海关总署最新数据显示，2025 年 6 月，我国出口纺织品服装 273.15 亿美元，环比增加 4.22%，同比下降 0.29%。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：维持震荡

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二收高，但仍徘徊于近四年低点附近。昨日夜盘，郑糖横盘震荡，整体变化不大。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6100 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，7 月前两周出口糖 136.99 万吨，日均出口 15.22 万吨，较上年 6 月减少 7.44%。

2.7 月上旬，印度季风雨量为 143.5 毫米，较平均降雨增长 11.3%，自 6 月 1 日以来，较平均降雨增长 10%。不过印度降水分布不均，其中南部地区较平均值低了 22.6%。

3.Unica 数据显示，巴西中南部 6 月下旬压榨甘蔗 4270.6 万吨，同比减少 12.86%，产糖 284.5 万吨，同比下降 12.98%，制糖比 51.02%，去年同期为 48.69%。

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】短期糖价承压震荡。

## 苹果：震荡偏强

【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：关注产区温度变化

【产区动态】新年度灰枣头茬果数量不多，今年产区多未出现明显缺水现象，目前新疆产区正处于红枣坐果关键期，上周温度适宜，枣果有所长大，未出现集中落果现象，本周部分产区降雨频率或有增加，整体气温或小幅回升。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 4 车，河北崔尔庄市场到货 2 车，下游客商按需拿货，成交一般，现货价格持稳。

【库存动态】7 月 15 日郑商所红枣期货仓单录得 9122 张，较上一交易日增加 115 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，同时随着枣果的生长，产区减产预期或有修复，红枣价格或震荡偏弱，关注后续气温变化及红枣坐果情况。

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。