金融期货早评

人民币汇率：警惕短期的反弹

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1776，较上一交易日下跌 42 个基点，夜盘收报 7.1771。人民币对美元中间价报 7.1526，较上一交易日调贬 28 个基点。
【重要资讯】1）美国 6 月 PPI 环比持平，5 月数据上修为增长 0.3%。这是自去年 9 月以来最温和的年度涨幅，同比上升 2.3%。剔除食品、能源和贸易服务后的核心 PPI 同样持平，同比上涨 2.5%，创下 2023 年底以来最小增幅。2）美联储发布的经济状况"褐皮书"显示，从 5 月下旬到 7 月初，经济活动略有增加。不确定性仍然很高，导致企业持续保持谨慎。旅游业活动涨跌互现，制造业活动小幅下降，非金融服务业活动平均而言几乎没有变化，但各地区之间存在差异。经济前景呈中性至略微悲观态势。3）英国 6 月 CPI 年率从 5 月的 3.4% 上升至 3.6%，高于预期的 3.4%。
【核心逻辑】从最新美国通胀数据来看，美联储在 7 月降息的概率极低，9 月降息窗口虽被压缩但仍未被彻底关闭，目前我们仍维持全年 1–2 次降息的判断。虽然"对冲需求衰减"降低了美元持续快速贬值的可能性，"持仓分散"则为美元阶段性反弹创造了条件，但这两大因素均未从根本上改变影响美元走势的中长期逻辑。综上，美元指数整体偏弱的大趋势大概率不会发生逆转，但需警惕短期的反弹。
【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：阶段性调整，预计调整幅度不大

【市场回顾】
昨日股指整体震荡，中小盘股指走势强于大盘股指。从资金面来看，两市成交额减少 1700.1 亿元。期指方面，IF、IH 缩量下跌，IC、IM 缩量上涨。
【重要资讯】
1. 报道称特朗普起草解雇鲍威尔信函，特朗普否认免职传闻、但暗示正当理由可行。
2. 关税效应仍未显现，美国 6 月 PPI 同比创近一年新低，环比持平，服务通缩、商品温和上涨。
【核心逻辑】
昨日消息面较平淡，股指整体维持震荡，大盘股指走势稍偏弱。两市成交额继续下降，期货持仓量及成交量也均下降，可见当前市场情绪偏谨慎，从期指算术平均基差来看，各品种均小幅贴水收敛，市场情绪也并没有转为悲观，因此预计调整幅度不大。宏观需求政策托底及"反内卷"政策预期支撑下，指数预计呈现中枢上移的震荡走势，短期内有调整压力，但调整幅度不大。
【南华观点】多头持仓观望

国债：盘整

【行情回顾】国债期货全天窄幅震荡，午后先下后上，尾盘跳水收跌。盘前资金依旧偏紧，DR001 从 1.3%震荡走高到 1.45%附近，隔夜匿名也在 1.45%。但央行也给出了大额净投放来对冲，今天公开市场到期逆回购 755 亿，盘前新做 7 天逆回购 5201 亿，当日净投放 4446 亿。
【重要资讯】：1.据新华社，全方位扩大国内需求调研协商座谈会 7 月 16 日在京召开，就有关民主党派中央、全国工商联和无党派人士开展的重点考察调研成果进行协商。中共中

央政治局常委、全国政协主席王沪宁出席并讲话。
【核心逻辑】周二情绪释放后，今天债市迎来盘整。尽管资金压力明显，但市场并不是因为资金压力下跌，更多是大涨之后的修正。因为从市场结构来看，日内不论是现券还是短债都偏强，现券以及期货价格均收涨，长债普遍收跌。
操作上，有浮盈的仓位继续持有，后续如果继续调整，可以继续网格式加仓。在不断震荡以及向下试探后，震荡区间的底部会越来越坚实。
【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：马士基新一周开舱报价稳中有进，期价如期回归震荡

【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 31 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 开舱报价为$1845，40GP 开舱报价为$3070，较前一周开舱报价再度小幅上涨，当前报价为 1855 美元/TEU 和 3110 美元/FEU。
【重要资讯】：美国总统特朗普 15 日表示，他计划对包括非洲和加勒比地区国家在内的较小国家征收 10%以上的关税。
【南华观点】：昨日近月合约期价再度上行，很大程度上应来自于马士基新一周开舱报价再度较前一周有所上行，略超市场预期，抬高了市场对于近月合约估值。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今年期价走势。相对于远月合约而言，前日已上涨至相对高位，故昨日开始略有回落，但底部仍有支撑。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

铜：美国对铜加征关税拉低沪铜价格

【盘面回顾】沪铜指数在周三稳定在 7.8 万元每吨下方，成交 11 万手，持仓 49 万手，上海有色现货升水 95 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：铝库存累积

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20435 元/吨，环比+0.34%，成交量为 7 万手，持仓 25 万手，伦铝收于 2575.5 美元/吨，环比-0.19%，成交量为 2 万手；氧化铝收于 3111 元/吨，环比-1.58%，成交量为 36 万手，持仓 24 万手；铸造铝合金收于 19820 元/吨，环比+0.23%，成交量为 1985 手，持仓 8393 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增加，氧化铝挤仓风险降低。总的来说，氧化铝供应过剩预期暂时还未改变，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: 低库存支撑

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22045，环比-0.02%。其中成交量为 8.9 万手，而持仓则减少 5993 手至 89469 手。现货端，0#锌锭均价为 22050 元/吨，1#锌锭均价为 21980 元/吨。
【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌窄幅震荡，受低库存影响，下方有一定支撑。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：日内延续震荡走势

【盘面回顾】
沪镍主力合约日盘收于 120550 元/吨，上涨 0.91%。不锈钢主力合约日盘收于 12670 元/吨，下跌 0.12%。
【行业表现】
现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123100 元/吨，升水为 2000 元/吨。SMM 电解镍为 122100 元/吨。进口镍均价调整至 121450 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27420 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 3077.27 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-3%。8-12%高镍生铁出厂价为 900 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-6.48%。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】
日内沪镍延续震荡，目前基本面无明显改善，重心有一定下移。七月第二期镍矿基准价再度微幅下调，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，下游整体需求较差，价格中枢有所下移。镍铁成交价格日内再度下行，主要受原材料价格下行以及不锈钢负反馈影响，整体行业亏损较为严重。不锈钢方面金海减产已经启动关注后续延续效果，现货端低价资源较少，交投无明显起色；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。印尼与美国达成关税协议，美国对印尼产品加征 19%关税低于预期，而美国产品进入印尼则 0 关税，后续可关注不锈钢下游出口转口走势。

锡：上方压力大于下方支撑

【盘面回顾】沪锡指数在周三稳定在 26.3 万元每吨附近，成交 7.7 万手，持仓 5 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:关注仓单情况，供需博弈等待破局

【行情回顾】周三碳酸锂期货震荡走弱，主力合约收于 66420 元/吨，日环比下跌 0.36%。成交量 47.8 万手（日环比降低 37.42%），持仓量 34.06 万手（日环比减少 1528 手）。碳酸锂 LC2509-LC2511 月差维持 back 结构，日环比走强 20 元/吨。仓单数量总计 10655 手，日环比减少 548 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场整体运行平稳。矿端报价小幅抬升，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 695 美元/吨，环比涨 5 美元/吨。锂盐市场中，电池级碳酸锂价格为 64950 元/吨，日环比上涨 50 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。下游正极材料报价小幅上涨，磷酸铁锂和三元材料报价上涨，涨幅收窄至 10-30 元/吨；电解液报价平稳。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。建议持续关注仓单情况，预计后市将维持震荡状态。

【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:工业硅暂稳，多晶硅关注仓单

【行情回顾】周三工业硅期货主力合约宽幅震荡，收于 8685 元/吨，日环比跌 1.14%。成交量约 111.15 万手（日环比降 21.55%），持仓量约 37.98 万手（日环比减 1.68 万手）。SI2509-SI2511 月差维持 back 结构，日环比走弱 20 元/吨；仓单数量 50215 手，日环比减少 43 手。

多晶硅期货合约震荡走强，主力合约收于 42945 元/吨，日环比涨 1.12%。成交量 44.98 万手（日环比降 20.48%），持仓量约 7.17 万手（日环比增 1962 手）。PS2509-PS2511 月差维持 back 结构，日环比走弱 265 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 9200 元/吨（日环比涨 50 元/吨），99#硅粉报 9400 元/吨（日环平）。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 20000 元/吨（日环平）。

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。预计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-PS2512 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：弱供给支撑，观望关税影响

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16895 元/吨，环比-0.01%，其中成交量 32614 手，而持仓量则增加 740 手至 53407 手。现货端，1#铅锭均价为 16750 元/吨。

【产业表现】据悉，2024 年 8 月中旬，海合会国际贸易反损害行为技术秘书局发布公告称，应中东三家企业提交的申请，对原产于或进口自中国或马来西亚的用于启动活塞式发动机的蓄电池（electric accumulators used for starting piston engines）发起反倾销调查。据最新

消息，中东将对涉及相关问题的中国或中资铅酸蓄电池企业征收不同程度的关税，分别将征收 25-40%、50-65%和 55-70%的不同档次的关税。另针对其他有合作的中国企业将征收40-65%的关税。

【核心逻辑】上一交易日，伦铅保持弱势运行，沪铅跟随，不过下方受再生铅成本支撑。l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，同时关注关税问题，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：矛盾尚未体现

【行情回顾】热卷大幅增仓上行，螺纹略减仓，卷螺差继续扩大

【信息整理】1 .针对市场关注的“出口买单”问题，中钢协副会长王颖生表示，五部委已经出台相关整治文件，涉及数据共享和联合执法，虽落地需时，但对此偷税漏税行为一定会给予打击，该现象将逐步消失。预计我国全年钢材出口正常水平将维持在 7000 至 8000 万吨。

2. 美国 6 月 PPI 同比增长 2.3%，预估为 2.5%，前值为 2.6%；6 月 PPI 环比持平，预估为 0.2%，前值为 0.1%。

3. 《江苏省 2025 年大气污染防治工作计划》印发，计划提到，有序引导高炉—转炉长流程炼钢转型为电炉短流程炼钢，2025 年短流程炼钢产量占比力争达 20%以上；2025 年煤炭消费量较 2020 下降 5%左右。

4. 关税-①加拿大将收紧对部分外国国家的钢铁配额。②特朗普：将向 150 多个小国发送普遍关税税率通知，可能对较小国家征收 10%或 15%的关税。

5.据钢谷，建材供增需减，库存累积；热卷供需双增，库存去化。

【南华观点】当前市场核心预期仍聚焦于“反内卷”政策，临近 7 月政治局会议，该预期暂难证伪。基本面来看，钢材供需矛盾尚未体现，整体库存不高，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，钢厂在手订单较好。不过需警惕的是，出口新接订单已现缩减，家电、汽车排产亦有所下滑，淡季刚需确有走弱倾向。综合而言，短期内宏观乐观情绪暂难证伪，叠加投机锁库持续，盘面仍有上涨动能，但需关注宏观乐观预期修正可能带来的回撤压力。

铁矿石：价格重回 100 美元

【盘面信息】09 合约价格继续向上，继续创新高。掉期价格一度回到 100 美元
【信息整理】1.力拓 2025 年二季度皮尔巴拉铁矿石产量 8370 万吨，同比增长 5% 2.力拓官宣，其西芒杜（SimFer 公司）首批矿石的发货时间已提前至 2025 年 11 月前后，预计 2025 年的发货量为 0.5 至 1.0 百万吨（来自区块 3 和 4 的西芒杜铁矿项目）。
【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：焦煤现货投机情绪高涨

【盘面回顾】震荡运行
【信息整理】
1. 针对市场关注的“出口买单”问题，中钢协副会长王颖生表示，五部委已经出台相关整治文件，涉及数据共享和联合执法，虽落地需时，但对此偷税漏税行为一定会给予打击，该现象将逐步消失。预计我国全年钢材出口正常水平将维持在 7000 至 8000 万吨。
2. 据国家能源局，2025 年 7 月 16 日，全国最大电力负荷再次刷新历史纪录，首次突破 15 亿千瓦，最大达到 15.06 亿千瓦，较去年最大负荷增加 0.55 亿千瓦。
3. 美国总统特朗普在谈及美联储主席鲍威尔时表示，目前没有计划采取任何行动，也没有起草解雇信件。
4. 美国 6 月 PPI 同比增长 2.3%，预估为 2.5%，前值为 2.6%；6 月 PPI 环比持平，预估为 0.2%，前值为 0.1%。
【产业表现】
焦煤：产地矿山陆续复产，国产焦煤供应边际回升。蒙古国庆口岸恢复通关，后续关注口岸库存变化情况。近期澳煤到港增加，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。

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：EIA 原油库存去化，产量微降

【盘面动态】国际油价窄幅震荡，美油主力合约收涨 0.18%，报 66.64 美元/桶；布伦特原油主力合约跌 0.03%，报 68.69 美元/桶。夜盘 SC 原油主力合约收跌 0.00%，报 517 元/桶。
【市场动态】
美国至 7 月 11 日当周 EIA 原油库存-385.9 万桶，预期-55.2 万桶，前值+707 万桶。战略石油储备库存-30 万桶，前值+23.8 万桶。库欣原油库存+21.3 万桶，前值+46.4 万桶。汽油库存+339.9 万桶，预期-95.2 万桶，前值-265.8 万桶。精炼油库存+417.3 万桶，预期+19.9 万桶，前值-82.5 万桶。原油产量减少 1.0 万桶至 1337.5 万桶/日。商业原油进口 637.9 万桶/日，较前一周增加 36.6 万桶/日。原油出口增加 76.1 万桶/日至 351.8 万桶/日。炼厂开工率 93.9%，预期 94.5%，前值 94.7%。
伊拉克库尔德斯坦的油田本周第三次遭到无人机袭击。伊拉克能源官员：无人机袭击导致伊拉克库尔德斯坦的石油产量减少 14-15 万桶/日。沙特采用了一种新的计量标准来报告 6 月原油产量，使其与配额要求相符。根据欧佩克最新月度报告，该国上月的“市场供应量”为每日 936 万桶，而实际原油产量为每日 975 万桶。沙特改变了其供应报告方式，采用向市场的供应量而非实际产量数据。若不做此调整，沙特 6 月的每日原油产量将超出其生产目标 38.5 万桶。
【南华观点】昨夜 EIA 数据公布后，美、布两油短线暂时波动不大，盘面震荡偏弱。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：供应扰动下小幅反弹，观望为主

【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旬将进入累库通道，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迫近减产压力位置，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 2361

【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 7013（-2）。
【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6970 元/吨，华东现货价格为 7060 元/吨，华南现货价格为 7080 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】近日受宏观因素影响，聚烯烃盘面呈现震荡偏弱趋势。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 7214（-7）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7150 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 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】近期受宏观情绪影响，聚烯烃盘面呈现震荡偏弱趋势。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：震荡整理

【盘面回顾】BZ2603 收于 6166（+22）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 5945（-），主力基差-221（-22）
【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。商品整体情绪回落，纯苯震荡整理。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：检修消息扰动
【盘面回顾】EB2508 收于 7343（+3）
【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7480（+10），主力基差 137（+7）
【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。本周港口明显累库，周一近端大户开始出货，近月基差快速走弱。昨日市场传闻浙石化 POSM 装置故障，影响 1 万吨苯乙烯损失量；揭阳石化苯乙烯装置将于 8 月底开始检修，预计检修半个月，受装置检修消息带动盘面冲高后又回落。华东现货市场卖近买远换货积极，近端基差继续走弱。

燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU09 报价 2880 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 3630 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 3623 元/吨
【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3815 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】：周三尿素 09 收盘 1735
【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：关注产销持续情况

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1208，-0.49%

【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 1070，-0.09%

【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。

原木：先扶我起来

【盘面】09 合约昨日收盘于 797（+7.5），增仓 2549 手，涨幅 0.95%。

【逻辑】

主力合约：增仓 2500 手，对于一个持仓量只有 2.4 万手的合约来说，不算小。近几日，价格重心逐步上移，前期的压力位，成交密集区在 800 附近。短均线粘连，长均线还是上方压制，斜率向下还未改变。但看图有点要支棱的意思。

基本面上，没啥变化，昨天复制粘贴：

现在的格局就是，位置很尴尬，方向很迷茫，操盘很伤脑。先看看现货，交割在持续进行，效率也在逐步提升。7 月过半，07 合约还有不到 900 手的持仓。交割品对于下游短期来看，造成了一定程度的价格下行压力。无论是岚山还是太仓，无论是长材还是短材，无论是中径还是小径，最近这些天价格都被锤了一遍。那然后呢，还能再往下锤么？有可能，但也未必能锤多少了。后面有个旺季预期撑着，真旺假旺不知道，反正先预期着也不要紧。还有，后面进口成本也抬升了，总不能让人家亏太多钱去卖货吧。所以当前的价格下行的主要驱动是交割品的处理，这些货多久能消化完，现在难以判断。消化完了，那新货的成本也上来了，低价买货也难了。那现在动手去重庆锤 09 合约么？好像也还早了点。所以，策

略就是休息，观望，避暑。

纸浆：压力为受阻，震荡整理

【盘面】主力合约昨日收盘于 5242（-20），跌幅 -0.38%。
【现货】现货端各品牌报价无变化。
【逻辑】
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：驱动有限

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2466，-1.83%
【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，前期烧碱近端有所走强，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。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 14010，日环比-1.68%。
【现货报价】全国生猪均价 14.43（-0.11）元/公斤，其中河南 14.55（-0.06）元/公斤、湖南 14.14（-0.15）元/公斤、辽宁 14.31（-0.1）元/公斤、四川 13.71（-0.1）元/公斤、广东 16.04（-0.17）元/公斤。
【现货情况】
猪价近日下行，养殖端持续放量，部分区域猪价贴近 14.00 元/公斤，低价区二育散户少量入场；需求端仍处消费淡季，实质性利好支撑有限，因此市场供需博弈态势较为明显。由于连日猪价走低，市场成交一般。

【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】外盘美豆反弹，内盘近月在主力换月背景下跟随。
【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：继续下跌

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货继续收高，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，+0 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 2870/吨，+20 元/吨。
【市场分析】进口玉米拍卖，对市场心态仍有不利。东北深加工厂家玉米收购价格继续下调。山东深加工玉米到货量继续减少，东北粮源继续进入华北。销区市场玉米价格继续下跌。饲料厂小麦为主。淀粉方面：华北原料价格反弹，成本支撑下玉米淀粉企业挺价为主。
【南华观点】进口拍卖后贸易商心态变化，华北粮源偏少，对价格形成一定支撑。

棉花：上破万四关口

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅收跌，关注美棉周度出口情况。隔夜郑棉上涨超 1.5%。
【外棉信息】截至 7 月 11 日，印度新年度棉花播种面积达 930 万公顷，同比减少约 2.1%。
【郑棉信息】目前新疆新棉处于结铃期，生长进度较快，整体长势良好。2025 年 6 月，中国棉纺织行业采购经理人指数为 47.71%，较上月下滑 2.07 个百分点。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】当前进口配额政策尚未落地，国内棉花在纺企后点价及低库存的支撑下走势偏强，09 持仓增幅明显，9-1 价差延续正套走势，短期棉价在资金流入下或偏强运行，但在淡季需求下，下游成品库存压力持续累积，或限制上方空间，继续关注国内政策及中美贸易协议调整情况。

白糖：维持震荡承压

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三持平，供应过剩担忧挥之不去。
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 6090 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：回撤震荡

【期货动态】苹果期货昨日价格下跌，短期价格维持震荡。
【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：关注产区坐果情况

【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，目前南疆产区正处于新枣坐果关键期，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 5 车，河北崔尔庄市场到货 6 车，下游客商按需拿货，成交一般，现货价格基本持稳。
【库存动态】7 月 16 日郑商所红枣期货仓单录得 9028 张，较上一交易日减少 94 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新枣坐果情况。

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。

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。