

金融期货早评

人民币汇率：中间价逆势再创新高

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1796，较上一交易日下跌 20 个基点，夜盘收报 7.1809。人民币对美元中间价报 7.1461，较上一交易日调升 65 个基点。

【重要资讯】1) 美国国会众议院以 308 票赞成、122 票反对的结果通过了《指导与建立美国稳定币国家创新法案》(Genius Act)，旨在对加密货币监管进行重大立法改革。2) 美国 6 月零售销售环比增长 0.6%，高于市场预期的 0.1%，前值为下降 0.9%。

【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。人民币汇率方面，大概率短期仍以持稳前行为主。

【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。

股指：市场情绪有所好转，阶段性调整或将结束

【市场回顾】

昨日股指偏强运行，中小盘股指走势强于大盘股指。从资金面来看，两市成交额回升 973.31 亿元。期指均放量上涨。

【重要资讯】

1. 美国 6 月零售销售环比增长 0.6%超预期，扭转此前两月跌势。

【核心逻辑】

昨日股指偏强运行，一方面由于英伟达创始人出席第三届链博会开幕式提及“AI 的下一波浪潮将是机器人系统”，利好消息刺激下 TMT 板块领涨；另一方面 GC001 明显下跌，盘中一度跌至 0.5%。领涨板块带动及市场流动性较充裕的情况下昨日中小股指表现较好。展望后市，现货市场放量上涨，期货市场四大期指均明显贴水收敛，可见市场情绪有所好转。因此预计此轮阶段性调整结束，指数整体趋势重回上升。

【南华观点】多头持仓观望

集运：期价震荡回落盘整

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格开盘小幅回落，后回归震荡，临近收盘时震荡上行。

【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 总报价为\$1855，40GP 总报价为\$3110，均与同期前值持平。

【重要资讯】：金十数据 7 月 17 日讯，当地时间 16 日晚，据消息人士称，在卡塔尔首都多哈进行的新一轮加沙停火谈判当天取得了重大进展。这名消息人士透露，以色列与斡旋方卡塔尔和埃及的代表当天举行了会谈，以方提交了一份新的从加沙地带撤军方案。根据该新方案，以色列作出了更多让步，将在拟议的 60 天停火期间从加沙南部的“莫拉格走廊”撤军。他表示，斡旋方认为新方案增加了达成协议的可能性，目前相关方正正在就以色列在拉法地区的军事存在问题展开重点讨论。

【南华观点】：此前期价（特别是近月合约）在基差收敛、现货运价的支撑等因素下基本已

上修至接近当前现舱报价水平的点位，作为淡季合约，10 合约估值相对偏高，故昨日跌幅相对较大。此外，加沙停火谈判有所进展，地缘政治风险下降，小幅利空市场情绪。对于后市而言，期价偏震荡整理的可能性相对较高。

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）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：金银震荡 铂钯强势

【行情回顾】周四贵金属市场整体金银震荡，铂钯涨幅则较大并双双刷新近期高位。美指近期持续反弹后正面临 60 日均线在 99 及整数 100 关键阻力，10Y 美债收益率亦接近 4.5% 分水岭，短期需重点关注其走势并对贵金属的影响，但若美元升值压力对人民币计价贵金属影响或相对有限。周边美股上涨，比特币震荡，原油震荡，南华有色金属金属上涨。最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3345.4 美元/盎司，-0.41%；美白银 2509 合约收报于 38.435 美元/盎司，+0.83%。SHFE 黄金 2510 主力合约 776.28 元/克，-0.03%；SHFE 白银 2510 合约收 9166 元/千克，+0.07%。数据方面，美国 6 月零售销售高于预期，周度初请失业金人数低于预期，数据短暂引发美联储鹰派担忧并引致盘中贵金属回落，但此后很快收复跌幅并上涨。美联储戴利表示，今年降息两次是一个合理的预期。美联储理事沃勒表示，持续 10% 的关税可能导致今年通胀率上升 0.75%至 1%；美联储应在七月会议上将利率下调 25 个基点。

【降息预期与基金持仓】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 46.9%，累计降息 25 个基点的概率为 51.7%，累计降息 50 个基点的概率为 1.3%；美联储 10 月维持利率不变的概率 23.9%，累计降息 25 个基点的概率为 49.4%，累计降息 50 个基点的概率为 26.1%，累计降息 75 个基点的概率为 0.7%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓日度减少 2.29 吨至 948.5 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 124.34 吨至 14694.95 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 4.3 吨至 1217.1 吨；截止 7 月 11 日当周的 SGX 白银库存周增 7.3 吨至 1327.2 吨。

【本周关注】数据方面关注晚间美国密歇根大学消费者信心指数。

【南华观点】中长线或偏多，短线伦敦金波动持续缩窄，关注 3300 关口支撑，3380 阻力，以及短期方向选择，伦敦银支撑 37.3 附近，阻力 38.4。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】沪铜指数在周四稳定在 7.8 万元/吨下方，成交 11 万手，持仓 49 万手，上海有色现货升水 105 元/吨。

【产业表现】国家统计局发布的数据显示，中国 2025 年 6 月精炼铜（电解铜）产量为 130.2 万吨，5 月份为 125.4 万吨，同比增加 14.2%；1-6 月累计产量为 736.3 万吨，同比增加 9.5%。

【核心逻辑】短期内对铜价影响较大的仍然是特朗普的关税。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】小幅回落。

铝产业链：关注沪铝累库持续性

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20415 元/吨，环比+0.07%，成交量为 10 万手，持仓 27 万手，伦铝收于 2589 美元/吨，环比+0.45%，成交量为 1 万手；氧化铝收于 3089 元/吨，环比-1.59%，成交量为 36 万手，持仓 22 万手；铸造铝合金收于 19845 元/吨，环比+0.18%，成交量为 1825 手，持仓 8279 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震荡调整，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 22130，环比+0.38%。其中成交量为 7.75 万手，而持仓则减少 11088 手至 67223 手。现货端，0#锌锭均价为 22110 元/吨，1#锌锭均价为 22040 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，小幅回弹，低库存仍提供一定支撑。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：短期多空交织，关注底部支撑

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 119880 元/吨，下跌 0.6%。不锈钢主力合约日盘收于 12730 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 121500 元/吨，升水为 2050 元/吨。SMM 电解镍为 120450 元/吨。进口镍均价调整至 119800 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27220 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 4277.27 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-2%。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-6.64%。纯镍上期所库存为 25047 吨，LME 镍库存为 207288 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，近期宏观等情绪趋于平静，反内卷余波也有所削减。基本面方面七月第二期镍矿基准价小幅下调，镍矿方面受菲律宾季节性到港库存有所上升；印尼镍矿产量大幅低于预期，后续供应宽松需求收窄走势延续。镍铁最新八月下旬成交价格小幅上涨，若镍铁端回调趋势明确或带来一定提振。不锈钢方面目前有一定扰动情绪，印度 BIS 放宽原料端限制加强出口预期；现货端低价资源较少，有一定上调。硫酸镍方面整体镍盐短期仍然维持以销定产走势。smm 讯印尼 APNI 提议重新修订 HPM 公式，拟加入铁元素和钴元素进行调整，若实际落地底部支撑将上移，对镍价产生一定提振。

锡：上方压力大于下方支撑

【盘面回顾】沪锡指数在周四小幅回落，报收在 26.2 万元每吨附近，成交 9.3 万手，持仓 5.2 万手。

【产业表现】基本面保持稳定。

【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】小幅回落。

碳酸锂:供给端扰动有限，关注终端需求

【行情回顾】周四碳酸锂期货震荡走强，主力合约收于 67960 元/吨，日环比涨 2.32%。成交量 82.69 万手（日环比增加 72.96%），持仓量 36.36 万手（日环比增加 2.3 万手）。碳酸锂 LC2509-LC2511 月差维持 back 结构，日环比走强 200 元/吨。仓单数量总计 10239 手，日环比减少 416 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 705 美元/吨，环比涨 10 美元/吨。锂盐市场中，电池级碳酸锂价格为 64950 元/吨，日环比持平；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平稳；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，矿端涨价进一步夯实成本支撑，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】供给端减产扰动；需求端超预期改善；仓单数量和持仓量现象被市场交易。

工业硅&多晶硅:泡沫幻影，预期与现实

【行情回顾】周四工业硅期货主力合约宽幅震荡，收于 8745 元/吨，日环比上涨 0.69%。成交量约 103.31 万手（日环比降 7.06%），持仓量约 38.10 万手（日环比增 1200 手）。SI2509-SI2511 月差维持 back 结构，日环比走强 5 元/吨；仓单数量 50357 手，日环比增加 142 手。

多晶硅期货合约震荡走强，主力合约收于 45700 元/吨，日环比涨 6.42%。成交量 41.07 万手（日环比降 8.68%），持仓量约 7.09 万手（日环比减 819 手）。PS2509-PS2511 月差维持 back 结构，日环比走弱 275 元/吨；仓单数量 2780 手，环比持平。

【产业表现】工业硅现货报价平稳，华东地区 553#工业硅报 9200 元/吨（日环平），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价 45.23 元/千克（日环比涨 1.78 元/千克）；下游 N 型硅片报价 1.05 元/片（日环比涨 0.05 元/片），电池片报价小幅上涨。

【南华观点】多晶硅带动工业硅好转，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；多晶硅宏观情绪强劲，警惕“强预期，弱现实”，同时建议关注仓单变化情况。预计市场短期将维持震荡偏强格局，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】供给侧整改效果不及预期；需求端负反馈超预期；多头获利了结；多晶硅仓单数量和持仓量的现状引发市场交易博弈。

铅：偏弱运行，观望关税影响

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16845 元/吨，环比-0.30%，其中成交量 31395 手，而持仓量则减少 1456 手至 51951 手。现货端，1#铅锭均价为 16700 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，同时受高库存和弱需求影响偏弱震荡。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：正反馈

【行情回顾】上涨超近日新高

【信息整理】1. 本周五大钢材品种供应 868.19 万吨，周环比降 4.53 万吨，降幅为 0.5%；总库存 1337.66 万吨，周环比降 1.92 万吨，降幅为 0.1%；表观消费量为 870.11 万吨，环比降 0.3%。

2. 7 月 17 日，河北、山东主流钢厂对焦炭采购价进行首轮上调，干熄焦上调 55 元/吨，湿熄焦上调 50 元/吨。

3. 市场传乌海焦化因亏损和环保问题，出现规模性限产，幅度 30-50%不等。经调研，乌海部分焦企开工长期处于低负荷状态，实际减产幅度有限。且此前生态环境部发文要求区域内涉及焦企整改限产，区域内焦企生产负荷已在要求范围内，近期暂未发现乌海焦企有扩大限产迹象。

4. 247 家日均铁水 242.44（+2.63）。

【南华观点】在海内外宏观均较为乐观，焦煤让利变成支撑逻辑推动下，盘面出现上涨。盘面上涨后，带动下游回补空单、期现拿货等积极性回升，进一步收紧了流动性，钢厂在手订单较好，成材在淡季表现为淡季不淡，矛盾尚未累积，可承接的铁水产量仍在高位，引发钢厂对原料进行补库推涨，近期呈现正反馈上涨，在矛盾尚未累积以及宏观预期仍未消散下，预计盘面仍偏强运行。

铁矿石：持仓季节性偏高

【盘面信息】09 铁矿石的持仓仍在季节性上升（往年同期应该季节性下降）。近远月价差缩小，走正套。近期铁矿比焦煤强，部分多焦煤资金轮动到铁矿石上。铁矿石日线 8 连涨，技术形态上极强。

【信息整理】1. 力拓：西芒杜项目首船铁矿石的发运时间提前至 2025 年 11 月前后，预计

2025 年的发运量将在 50-100 万吨之间（来自 SimFer 持有的 3 号和 4 号区块）。铁矿替代战略持续推进：西坡铁矿项目已在预算内按时投产；荷普山 2 号（Hope Downs 2）项目在第二季度获得了所有政府批准。

2. 本期 mysteel 钢材产量和需求皆下滑，但幅度尚可。

【南华观点】铁矿石近期基本面边际走强，远端可能略走弱但矛盾不大。铁矿石库存超季节性还是比较强的，累库一直没有顺畅的累起来。发运端，最近铁矿石运费又有点起来，可能高矿价刺激发运，对比近期力拓产量同比+5%，发运同比-1%，应该港口有库存，发运潜力较大。需求端，目前钢厂利润尚可，出口利润尚在，不具备负反馈的条件。7 月底会议预期难证伪，持仓量较大。短期仍偏强看待。

焦煤焦炭：一轮提涨落地

【盘面回顾】偏强震荡

【信息整理】

1. 523 家炼焦煤矿山样本核定产能利用率为 86.1%，环比增 0.6%。原煤日均产量 192.9 万吨，环比增 1.1 万吨，原煤库存 615.3 万吨，环比减 27.6 万吨。
2. 6 月，中国原煤产量为 42107.4 万吨，同比增长 3.0%；1-6 月累计产量 240455.9 万吨，同比增长 5.4%。6 月，中国焦炭产量为 4170.3 万吨，同比下降 0.2%；1-6 月累计产量 24941.2 万吨，同比增长 3.0%。
3. 据中国煤炭工业协会统计与信息部统计，上半年排名前 10 家企业原煤产量合计为 11.8 亿吨，同比增加 4026 万吨，占规模以上企业原煤产量的 49.2%。
4. Mysteel 煤焦：17 日河北、山东等地钢厂对焦炭采购价上调，湿熄涨幅 50 元/吨，干熄涨幅 55 元/吨。

【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。近期海煤到港增加，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。焦企积极补库，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，焦炭供应有望继续收缩。入炉煤强势涨价，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，一轮提涨落地，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。

以上评论由分析师张泫 (Z0022723)、严志妮 (Z0022076)、周甫翰 (Z0020173) 及助理分析师陈敏涛 (F03118345) 提供。

能化早评

原油：宏观情绪带动，原油止跌反弹

【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上涨 1.16 美元, 收于每桶 67.54 美元, 涨幅为 1.75%; 9 月交货的伦敦布伦特原油期货价格上涨 1.00 美元, 收于每桶 69.52 美元, 涨幅为 1.46%。

【市场动态】1. 印度石油部长: 在制裁打击俄罗斯石油供应的情况下, 有信心引导印度。印度从美国的能源进口有望从 150 亿美元增加至 250 亿美元。2. 市场消息: 伊拉克与库尔德人就石油计划达成一致, 朝出口协议迈出一大步。3. 当地时间 16 日晚, 据消息人士称, 在卡塔尔首都多哈进行的新一轮加沙停火谈判当天取得了重大进展。这名消息人士透露, 以色列与斡旋方卡塔尔和埃及的代表当天举行了会谈, 以方提交了一份新的从加沙地带撤军方案。根据该新方案, 以色列作出了更多让步, 将在拟议的 60 天停火期间从加沙南部的“莫拉格走廊”撤军。他表示, 斡旋方认为新方案增加了达成协议的可能性, 目前相关方正正在就以色列在拉法地区的军事存在问题展开重点讨论。

【南华观点】隔夜原油止跌反弹, 整体维持横盘震荡, 成交活跃度一般, 反弹集中于美盘

时段，走势与美股关联度较高。近两个交易日的反弹主要受宏观情绪带动，市场暂无重要消息，交易逻辑未变。

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：供应扰动下反弹，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月将进入累库通道，向上驱动难免影响下，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。

PP：震荡格局预计维持

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7020 (+7)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6960 元/吨，华东现货价格为 7050 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】近日聚烯烃盘面维持震荡格局。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，且本周成交情况有所转好，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：关注现货端近况

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7215 (+1)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7130 元/吨，华东现货价格为 7160 元/吨，华南现货价格为 7280 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】近期聚烯烃盘面震荡格局持续。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 6122 (-44)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5920 (-25)，主力基差-202 (+19)

【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：近端基差继续走弱

【盘面回顾】EB2508 收于 7284（-59）

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7370（-110），主力基差 86（-51）

【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。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。昨日盘面震荡偏弱运行，7 下对 08 合约基差向 100 靠拢。

燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU09 报价 2863 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 3580 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 3628 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3820 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】：周四尿素 09 收盘 1746

【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：产销环比走弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1225，1.41%

【基本面信息】

本周纯碱库存 190.56 万吨，环比周一+2.16 万吨，环比上周四+4.22 万吨；其中，轻碱库存 78.30 万吨，环比周一-0.71 万吨，环比上周四-0.83 万吨，重碱库存 112.26 万吨，环比周一+2.87 万吨，环比上周四+5.05 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 1092，2.06%

【基本面信息】

截止到 20250717，全国浮法玻璃样本企业总库存 6493.9 万重箱，环比-216.3 万重箱，环比-3.22%，同比+0.29。折库存天数 27.9 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：有些意外，但也合理

【盘面】主力合约 lg2509 增仓 9956 手，持仓增长至 34390 手，相比昨日增仓近 40%，盘面大涨 5.11%。收盘于 833 点。lg2511 增仓 50 手，上涨 4.8%。在今日的早评当中有所提示，目前基本面矛盾不明显，但是技术图形上看，有上攻的姿态。

【逻辑】

盘面走的逻辑是针对 09 合约的 CFR 报价上升而进行的估值修复。

先看看库存，目前库存本身矛盾并不大，跟去年几乎持平。全国日均出库量上来看，同比好于去年。7 月预计到港量为 140 万方，相较 6 月少了 14 万方。

现货端，7 合约的交割尚未结束，盘面还有 800 多手的持仓。交割品对于现货端的价格压力尚未解除，多种规格的辐射松现货近几日接连下调。这是目前的主要利空因素。但核心问题是，这批交割品要消化到什么时候。倘若这些货，能在 9 月前消化完毕，那么就意味着市场上这些低成本的现货消失。后续外盘的 CFR 报价在 113-117 美金之间，那是否意味着交割成本的抬升？那盘面走的逻辑就是针对 09 合约的 CFR 报价上升而进行的估值修复。倘若目前的适合做交割品的货（库存 + 07 的交割品）在接下来的很长一段时间，都难以消化。且目前的价格接货，持有到 09 合约交割不会出现因质量下降，而折价明显的情况下，那就说明盘面给出来了套保的空间。这里面的成本是，买货的运输成本 or 仓储成本和资金成本。所以矛盾集中在三个点上。第一，需求到底怎么样？这一块在半年报中有所提及，

口料是差的，但是托盘跟家具是超预期的。总体可能没有想象的那么差。但是，目前是淡季。第二，外盘的 CFR 报价能不能顶得住？这一点目前看不了太远，我的分析是，CFR 报价的高低，是跟着海运费的价格走的。从 7 月底的欧线报价上来看，海运的价格是环比走弱的。那是否意味着 7 月底的原木 CFR 报价也会走弱？如果是，现在盘面高估了么？第三，到了九月份，能有多少的货，是适合交割的？

策略上建议看涨备兑策略。

纸浆：观察是否有效突破

【盘面】主力合约昨日收盘于 5264 (+22)，变化 +0.42%。

【现货】现货端各品牌报价无变化。

【逻辑】

纸浆昨夜盘开始增仓上行，虽然自身基本面变化不大，但宏观上的偏暖态势仍在。“反内卷”是否会从新能源行业向其他行业扩散，对于最低销售价格不能低于完全成本的限制，值得考虑。

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。但是需求的旺季，随着时间的推移将逐步临近。盘面上，主力合约价格已经来到了前期的成交密集区，若能有效突破，可尝试追多。

烧碱：高位震荡

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2484，0.73%

【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 14060，日环比+0.36%。

【现货报价】全国生猪均价 14.28 (-0.15) 元/公斤，其中河南 14.4 (-0.15) 元/公斤、湖南 13.99 (-0.15) 元/公斤、辽宁 14.21 (-0.1) 元/公斤、四川 13.61 (-0.1) 元/公斤、广东 15.67 (-0.37) 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，内盘近月在出现 FULL CARRY 机会后走正套逻辑。

【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】外盘在中美和谈预期下反弹，而内盘跟随走正套逻辑，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：震荡偏弱

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收低。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，+0 元/吨。

【市场分析】进口玉米继续拍卖，东北目前市场整体购销气氛暂难有明显好转。山东深加工玉米到货量继续减少，华北现货偏少，玉米价格偏强运行。销区市场玉米价格继续下跌，下游饲料企业对价格下跌多持观望心态。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，区域间价格分化，华北玉米偏强。

棉花：增仓上行

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨近 0.5%，关注美国对外贸易协议的谈判情况。隔夜郑棉上涨超 1%。

【外棉信息】6 月孟加拉棉花进口约 12.3 万吨，环比减少 15.4%，同比减少 19.6%，其中西非棉占 38%，巴西棉占 28%，印度棉及美棉均占 13%。

【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：保持震荡

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周四收高，受可口可乐改用蔗糖的消息影响。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.美国总统特朗普表示，在他与可口可乐公司沟通后，后者同意在美国市场重新使用蔗糖。

【南华观点】短期糖价承压震荡。

苹果：保持均势

【期货动态】苹果期货昨日价格变化不大，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 16 日，全国主产区苹果冷库库存量为 80.6 万吨，环比上周减少 10.89 万吨，走货较上周增加，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 7 车，河北崔尔庄市场到货 4 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 17 日郑商所红枣期货仓单录得 8972 张，较上一交易日减少 56 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。

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。