金融期货早评

人民币汇率：市场淡化关税担忧

【行情回顾】7 月 18 日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1766，较上一交易日上涨 30 个基点，夜盘收盘报 7.1758。人民币对美元中间价报 7.1498，调贬 37 个基点。
【重要资讯】1）美国 7 月密歇根大学消费者信心指数初值 61.8，创五个月新高，预期 61.5，前值 60.7。5 年通胀预期初值 3.6%，创五个月新低，预期 3.9%，前值 4%。2）日本 6 月核心 CPI 同比回落至 3.3%，但仍连续第 39 个月超过央行 2%的目标。更受日本央行关注的"核心-核心"CPI 实际上升至 3.4%，显示潜在通胀压力依然存在。
【核心逻辑】展望后市，我们预计，在"对冲需求衰减"与"持仓分散"的组合作用下，美元指数快速贬值阶段大概率已告一段落，但整体偏弱的大趋势仍有望延续。即"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，故美元整体偏弱的大趋势大概率不会发生逆转。从"政策锚"的角度来看，美元兑人民币即期汇率回落 7 下方的概率正在提升，但仍为小概率事件。需特别指出的是，即便在特定时点出现即期汇率短暂升破 7.0 的技术性突破，其本质更可能反映市场微观结构调整或短期资本流动扰动，而非政策框架的根本性转向。央行大概率将继续恪守"底线思维+相机抉择"的调控哲学，在保障汇率弹性与防范系统性风险之间寻求动态平衡。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：市场情绪好转，预计结束调整重回上升

【市场回顾】
上周五股指偏强运行，大盘股指走势强于中小盘股指。从资金面来看，两市成交额上涨 316.74 亿元。期指均放量上涨。
【重要资讯】
1. 美将对中国石墨征重税让美企叫苦，冲击电动汽车，引发多国担忧。
【核心逻辑】
海外关税扰动继续，不过当前市场对贸易摩擦相对脱敏，关注后续经济数据验证。上周股指先调整后回归偏强运行，周五两市成交额小幅放量，大盘股指偏强。从期货指标来看，由于近月合约周五到期基差变动幅度大增，因此抛开近月合约情况，上周五各品种期指合约基差均上涨，市场情绪持续向好。目前市场无明显利空信息，预计此轮阶段性调整结束，指数重回上升趋势。
【南华观点】多头持仓观望

集运：MSK 提涨旺季附加费，期价高开

【盘面回顾】：上周五集运指数（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。8 月初，ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2814，较同期前值上涨$210，40GP 总报价为$3643，较同期前值上涨$300。

【重要资讯】:
1. 马士基调涨 8 月 PSS（旺季附加费）至 250 美金/TEU 和 500 美金/FEU（分别上涨了 200 美金/TEU 和 400 美金/FEU）。
2. 据美国媒体 7 月 17 日援引知情人士的消息报道称，斡旋方卡塔尔、埃及和美国向以色列和哈马斯，提交了一份最新的加沙地带停火协议方案，相关方可能“很快”达成协议。报道称，新方案在以色列从加沙地带撤军、以色列与哈马斯交换被扣押人员的比例问题上相比之前方案有所调整。特别是在以色列撤军问题上，以方作出了“重大让步”。以色列第 12 频道等媒体 17 日援引以色列高级官员的话报道称，根据新方案，以军将从莫拉格军事走廊撤出，同时以色列将沿埃及加沙边境建立 1.5 公里宽的缓冲区，并在加沙地带其他靠近边境的区域设置约 1 公里宽的安全区。
【南华观点】：上周五期价高开最主要的原因应来自于马士基提涨了 8 月的旺季附加费，提升了合约未来的估值，而中午 ONE 提涨了 8 月初的欧线现舱报价再度引领期价上行。对于后市而言，关注其余主流船司是否跟进提涨 8 月运费，期价整体偏震荡整理的可能性相对较高，远月合约存在震荡回落的可能。
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：高位震荡

【盘面回顾】上周贵金属市场整体震荡，周内美指收涨，10Y 美债收益率冲高回落，目前贵金属市场主要聚焦于特朗普关税政策（8 月 1 日前美国与其他国家贸易谈判以及对关键矿产调查）与美联储降息前景（7 月 31 日 FOMC 会议以及特朗普对美联储的施压）两个维度。周二晚间公布的美国 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。周三晚间贵金属波动加剧，因报道称特朗普已起草解雇鲍威尔信函，此后特朗普回应还不打算将其免职，引发贵金属市场先涨后回吐的走势，其他金融资产亦剧烈波动。周四凌晨公布的美联储褐皮书显示，自五月底至七月初，经济活动略有增长，经济前景偏中性至略偏悲观，只有两个地区预期经济活动将增长，其他地区则预计经济活动将持平或略有减弱。周内美联储官员讲话密集，年内降息预期整体平稳，但 26 年降息预期波动较大。美联储巴尔金表示，关税将带来更多的物价压力。美联储永久票委威廉姆斯表示，今年美国经济预计将增长约 1%，失业率预计到年底升至 4.5%。

6 月份整体通胀率可能为 2.5%，核心通胀率可能为 2.75%；关税对经济影响尚处“初期阶段”，关税措施应在 2025 年剩余时间及 2026 年期间推动通胀率上升一个百分点。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周减 4.02 吨至 943.62 吨；iShares 白银 ETF 持仓周减 100.31 吨至 14658.21 吨 。短线基金持仓看，根据截至 7 月 15 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周增 10147 张至 213115 张，其中多头增加 8542 张，空头减少 1605 张；白银非商业净多增加 927 张至 59448 张，其中多头怎该 4243 张，空头增加 3316 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度增加 13.84 吨至 1156.8 吨，COMEX 白银库存周增 72.3 吨至 15466 吨 ；SHFE 黄金库存周增 4.27 吨至 28.86 吨，SHFE 白银库存周减 92.5 吨至 1211.1 吨；上海金交所白银库存（截至 7 月 11 日当周）周增 7.335 吨至 1327.2 吨。

【本周关注】本周数据总体清淡，适当关注周四晚间美国 7 月标普制造业与服务业 PMI 初值以及周度初请失业金人数。事件方面，周二 20：30，美联储主席鲍威尔在一场监管会议上致欢迎辞 。周三 01：00，美联储理事鲍曼主持美联储主办的大型银行资本框架会议的炉边谈话环节。周四 20：15，欧洲央行公布利率决议 ，随后欧洲央行行长拉加德召开货币政策新闻发布会。周内美国总统特朗普在一场名为“赢得人工智能竞赛”的活动上发表讲话。

【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：宏观利好促使铜价触底反弹

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周中触底反弹，报收在 7.84 万元每吨，上海有色现货升水 175 元每吨，沪铜 back 结构逐渐走平。沪铜库存小幅回升至 8.4 万元每吨；LME 库存回升至 12.2 万吨；COMEX 库存继续上涨至 24.1 万吨。进阶数据方面，铜现货进口亏损缩窄；铜铝比大幅回升至 3.81；精废价差小幅回升至 965 元每吨，小幅偏低。

【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】铜价在 7 月 17 日及周中此前的走势一度有向下破位的趋势。彼时，沪铜成交量和持仓量都偏低，宏观也保持稳定。在未来需求有回落预期的情况下，价格有下降的压力。然而，7 月 17 日美国零售数据大幅走高，同时 7 月 18 日美国关税又出现利好预期，为铜价起到明显的抬升。金铜比的回落也说明投资者的风险偏好在那一刻发生了巨大的转变。展望未来一周，铜价或延续上周最后两个交易日的强势，小幅偏强，美国和印尼、日本的关税政策也利好需求。7 月 25 日的耐用品订单数据值得关注。

【南华观点】小幅偏强，周度价格区间 7.82 万-7.96 万元每吨。

铝产业链：反内卷提振情绪

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20510 元/吨，环比+0.42%，成交量为 13 万手，持仓 28 万手，伦铝收于 2638 美元/吨，环比+2.33%，成交量为 3 万手；氧化铝收于 3133 元/吨，环比+1.65%，成交量为 34 万手，持仓 21 万手；铸造铝合金收于 19875 元/吨，环比+0.21%，成交量为 2589 手，持仓 8445 手。周五夜盘铝产业链均大幅上涨

【核心观点】铝：宏观方面，美国消费者信心创五个月新高，长短期通胀预期均创五个月新低，现实数据强劲情绪持续修复。国内工业和信息化部总工程师谢少锋在 7 月 18 日国新办新闻发布会上表示，钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，对铝来说，17 年已经进行过供给侧改革，而从能效水平来看，有差不多 10%产能

是低于基准能效水平的，但之前也出过节能降碳专项活动的政策，所以这两年已经陆续在做产能置换和技改，直接就被喊停的概率较低，因此基本面上影响有限，但情绪上对价格抬升的刺激更为显著。基本面反面本周电解铝社会库存小幅下滑，铝棒库存跟随下滑。现货方面，铝价维持高位的情况下，现货采买情绪转弱，但下游采购由买涨变为铝价回落时大量采购，因此铝价难以出现流畅下跌。总的来说，宏观利好提振情绪，且低库存持续托底铝价，沪铝短期高位震荡为主。

氧化铝：铝土矿方面，顺达与几内亚政府签署备忘录，撤销矿权归还，顺达矿业或将将于 8 月复产。基本面方面，现阶段氧化铝运行产能为 9300 万吨，处于较高水平并维持过剩，库存缓慢积累，但厂内库存仍偏低。受期补长单供应、部分超售以及近期部分地区氧化铝厂检修等因素的干扰，市场上现货仍然偏紧，现货价格缓慢上升。上周氧化铝氧化铝价格高位，期现价差出现且新疆发运问题解决，交仓增加，盘面出现大幅回落，但周五受 7 合约接货的注销了仓单且有部分过期仓单流出，氧化铝仓单由 18604 吨大幅下降至 6922 吨，资金软逼仓风险增加，叠加 7 月 18 日反内卷政策扩大化，考虑到氧化铝落后产能较少，目前来看该政策并未对现有氧化铝产能有强制性约束，更多的是对远期新投产能规划有影响，因此短期以情绪炒作为主。总的来说，仓单大幅下降叠加宏观政策，短期氧化铝情绪偏强，预计偏强运行，空单谨慎。

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：偏强运行；铸造铝合金：高位震荡

锌: 受有色板块驱动上行

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22295，环比+0.38%。其中成交量为 15.11 万手，而持仓则增加 11470 手至 11.6 手。现货端，0#锌锭均价为 22320 元/吨，1#锌锭均价为 22250 元/吨。

【产业表现】据 SMM 了解，澳大利亚铜矿商 29Metals 报告称，旗下位于西澳的 GoldenGrove 项目第二季度铜产量为 5,600 吨，低于上年同期的 6,400 吨。与此同时，该项目锌产量为 1.23 万吨，上年同期为 1.53 万吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌偏强运行，在受到前几个交易日的下跌后，震荡回调。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。总体交易逻辑不变，适当逢高沽空。

【南华观点】宽幅震荡，长期看跌。

镍&不锈钢：周内震荡为主，关注底部支撑

【盘面回顾】

沪镍主力合约整体震荡偏强运行。7 月 14 日价格收于 121100 元/吨，此后周内震荡反复，最终收于 120500 元/吨。不锈钢主力合约周内走势偏强。7 月 14 日价格收于 12715 元/吨，周中屡次探涨但是动能不足，最终收于 12725 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 122450 元/吨，升水幅度为 2000 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27230 元/吨，MIHP 生产硫酸镍利润率调整至-0.1%。库存方面，上期所纯镍库存为 25277 吨，LME 镍库存为 207282 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-6.64%左右。不锈钢社会库存为 982700 吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至 900 元/镍点，镍铁库存为 33233 吨。
【核心逻辑】
沪镍盘面周内维持震荡走势。消息面上受出口限制，关税等情绪扰动，基本面方面底部支撑有所松动。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；印尼方面周内公布目前镍矿配额实际产量仅为 1.2 亿吨，部分受印尼雨季持续影响，同步反应下游需求持续较为疲软。周内七月第二期镍矿基准价也有所下移，底部支撑整体有一定松动。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。周内镍铁有反弹成交动向；镍铁整体行业持续亏损，主要受不锈钢行业负反馈以及镍铁过剩影响，目前库存去库缓慢接近低估值区间。不锈钢方面周内基本成本支撑有一定松动，头部大厂减产对情绪方面有一定提振。此外印度 BIS 政策松动使得不锈钢出口预期产生一定好转，现货方面低价资源减少，部分主流规格缺货，但是整体成交仍然以观望为主。消息面据称美国与印尼达成关税协议，美国对印尼产品征税关税税率为 19%低于预期，而美国商品出口印尼将不被加征关税，后续美方与印尼合作加深或对镍产业链构成一定扰动。此外印尼 APN！周内宣称拟重新修订 HPM 公式，拟加入铁、钴等元素更加动态化调整基准价格，若真实落地镍价底部支撑将有所上移。
【南华观点）
周内镍不锈钢盘面整体持续震荡走势，消息面上有一定情绪提振，但是底部支撑松动前提下持续上行动能不足。基本面方面镍矿支撑有一定松动，镍铁方面有止跌企稳动向。新能源方面需求持续疲软，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：随波逐流，上方压力仍存

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中基本保持稳定，报收在 26.4 万元每吨，上海金属网现货升水 500 元每吨。上期所库存稳定在 7000 吨附近，LME 库存止跌，回升至 2035 吨。进阶数据方面，锡进口亏损缩窄，40%锡矿加工费保持稳定。
【产业表现】基本面保持稳定。
【核心逻辑】锡价近期整体仍呈震荡趋势，其自身基本面并无太大变化，宏观美国的关税政策改变对锡影响有限。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】震荡偏弱，周运行区间 26 万-26.8 万元每吨。

碳酸锂:宏观情绪与供给端扰动升温，短期价格中枢显上移动能

【行情回顾】本周碳酸锂期货震荡走高，碳酸锂加权指数合约周五收盘价 69404 元/吨，周度涨幅 8.07%；成交量 147 万手，周环比涨幅 193.34%；持仓量 66.07 万手，周环比增加 5.97 万手，LC2509-LC2511 合约月差维持 back 结构。广期所仓单数量 10239 手，周环比减少 2952 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 730 美元/吨，

非洲矿报价 680 美元/吨，整体上涨幅度超 6%；锂盐市场价格小幅上涨，碳酸锂价格上涨幅度 4%，氢氧化锂涨幅不足 1%；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 1.00%，碳酸锂产量周环比增加 1.61%。

需求：本周下游材料厂报价分化，价格涨幅不及锂盐。其中磷酸铁锂系报价涨幅 2%左右，三元材料系报价下跌 1%左右，电解液端报价继续走弱。本周磷酸铁锂产量小幅上涨；三元材料产量环比上涨；锰酸锂产量小幅下降，钴酸锂企业产量环比持平。终端电芯市场报价平稳，本周电芯产量持稳。

库存：本周国内锂矿库存环比减少，碳酸锂库存环比上涨 1.30%，磷酸铁锂和三元材料库存环比下降，锰酸锂及钴酸锂库存环比上涨。

【核心逻辑】当前锂矿、锂盐及电芯市场均面临显著库存压力，去库存进程缓慢，中长期供需失衡格局尚未得到实质性改善，短期市场博弈焦点转向宏观情绪与供给扰动。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。而宏观预期及供给端扰动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，并随着锂盐价格的上涨，企业利润逐渐增加，未来开工率逐渐增多，并最终会回归需求定价的基本面情况。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产能对价格的支撑力度，更通过压缩行业利润空间，成为驱动碳酸锂价格中枢下移的核心力量。

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；四季度随着技改完成、产量集中释放，期货价格预计震荡下跌。

【南华观点】短期看，宏观情绪影响大宗商品，供给端扰动逐渐增强，仓单数量与持仓量现状尚未解决，市场整体偏强运行。中长期看，随着锂盐价格的逐渐上移，企业利润逐渐增加，预计未来开工率逐渐上涨。

【策略建议】企业依据生产计划进行，投机建议短多长空思路对待。短期关注 LC2509-LC2511 正套机会；关注逢低布多 LC2509 机会；卖看跌期权机会。中长期建议关注远月逢高布空机会；卖看涨期权机会。

【风险点】供给端减停产扰动；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，关注持仓量和仓单变化

【行情回顾】本周工业硅期货震荡走强，加权指数合约收于 8705 元/吨，周环比上涨 3.33%；成交量 194.90 万手，周环比增幅 79.01%，持仓量 61.84 万手，周环比增加 1.96 万手；工业硅 SI2509-SI2511 月差维持 back 结构；仓单数量 50393 手，周环比上涨 164 手。

本周多晶硅期货震荡走强，加权指数合约收于 44005 元/吨，周环比上涨 7.28%；成交量 174.21 万手，周环比上涨 23.52%，持仓量大约 34.84 万手，周环比增加 3.48 万手；多晶硅 PS2509-PS2512 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。供给：硅石环节报价稳定，工业硅及硅粉市场报价整体上涨，贸易商表示出货尚可，基差持稳，工业硅开工率小幅上扬，产量环比增加 1455 吨。需求：有机硅市场报价环比上涨 0.46%，开工率稳定，当前产量处于高位；铝合金市场仍处于淡季，下游按需采购。库存：本周工业硅周度库存环比下降 0.5 万吨，铝合金库存环比上涨，再生铝合金库存环比走弱。

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。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 型多晶硅价格指数下降 1.9%。多晶硅企业产量环比上涨 200 吨。需求：N 型硅片市场报价涨幅超 5%，厂商由于原材料报价上涨开始挺价；电池片和组件市场报价也同样有所涨幅。本周硅片市场周度产量环比下降 0.4GW。库存：多晶硅库存环比减少 2.7 万吨，硅片库存周环比下降 2.11GW，光伏电池外销厂库存周环比增加 3.1GW。

【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。因此，下半年工业硅与多晶硅的联动逻辑可划分为两个阶段：第一阶段为整合预期主导期：多晶硅产业整合预期推升市场价格上涨，企业利润修复将带动开工率提升，进而形成“多晶硅价格走高→利润改善→开工率回升→工业硅需求增加→工业硅价格上行”的传导链条；第二阶段为措施落地验证期：若多晶硅整合措施实质性落地且以限产为核心手段，将直接抑制对工业硅的原料需求，触发“多晶硅限产→工业硅需求收缩→工业硅价格承压下行”的连锁反应。所以整体来看，两阶段的核心差异在于产业整合从“预期”到“落地”的性质转变，所以需重点跟踪措施细则与执行力度，以判断逻辑切换的节点。

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。库存端则延续硅料及下游环节高库存压力，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】工业硅：宏观情绪较好，大宗商品整体偏强，当前工业硅供需双增，且随着多晶硅的上涨，将带动工业硅震荡走强，短期工业硅下跌幅度有限，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变化。

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：预期进一步增强

【行情回顾】上涨超近日新高

【信息整理】1．7 月 19 日上午，雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式在西藏自治区林芝市

举行。中共中央政治局常委、国务院总理李强出席开工仪式，并宣布工程正式开工。雅鲁藏布江下游水电工程将建设 5 座梯级电站，总投资约 1.2 万亿元。
2. 上周末，多部门密集发声要求“反内卷”：
（1）中钢协召开钢铁工业规划部长会，要求坚持严控增量与畅通退出，研究建立产能治理新机制，防范钢铁行业产能过剩风险持续加剧，着力破除“内卷式”竞争。
（2）工信部等四部门部署进一步规范新能源汽车产业竞争秩序工作，要求深入推进产品价格监测、产品一致性监督检查、缩短供应商货款账期等工作。
（3）中央第四指导组围绕综合整治新能源汽车行业非理性竞争问题开展专题调研座谈。
（4）国家发改委：下大力气防止低空产业领域出现低效重复建设或低端恶性竞争的现象。
3. 上周末，唐山迁安普方坯累涨 40 报 3040 元/吨。
4. 工信部：钢铁、有色、石化等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。还将印发机械、汽车、电力装备等行业稳增长工作方案，以及汽车行业数字化转型实施方案。
【南华观点】上周五工信部表明将推出举措支持钢铁等行业稳增长、优供给、淘汰落后产能，印发机械、汽车、电力装备等行业稳增长工作方案;钢铁工业协会亦建议坚持严控增量与畅通退出;叠加周末雅鲁藏布江下游水电站正式开工的消息，进一步强化了市场对钢铁行业供给收缩与需求扩张的预期，推动钢材上涨动能持续释放，上周五夜盘大幅拉升，周末现货市场同步跟涨。从基本面看，当前钢材供需暂无显著矛盾，盘面上涨带动期现投机需求升温，前期空单回补与下游补库积极性提升共同催生“淡季不淡”效应;钢厂在手订单延续，低库存背景下高供应态势持续，对原料补库需求旺盛，而近期原料供应不及预期宽松，在钢厂高利润与高铁水状态下，形成正反馈补涨行情。综合判断，尽管当前产业端尚未出现实质性供给收缩动作，但“反内卷”带来的预期短期难以证伪，叠加产业基本面无明显矛盾、正反馈持续演绎，预计 7 月政治局会议前盘面仍将维持偏强运行格局，但需警惕情绪回落带来的回撤压力。

铁矿石：强现实

【南华观点】近期铁矿石仍维持强势，基本面和预期皆往上。首先基本面端，本周铁水产量超预期增长，铁水产量超季节性回升。尽管有唐山限产，但南方钢厂提升了产能利用率，因此整体铁水产量不降反增。叠加钢材需求尚可，整体体现了期货升水后期现商选择期现正套，拉动现货需求，目前现货强度尚可，矛盾不突出。钢厂维持高疏港量补库。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。从期限结构上也可以看出，铁矿石近-远月月差在扩大，现货维持紧平衡。值得忧虑的是，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%，应该澳洲港口有库存，发运潜力较大。
近期炉料涨幅大于钢材，市场更多的是在交易强现实而非强预期。对于反内卷的预期，目前无法证伪，但需要尊重盘面。内外宏观共振向上，短期工业品仍偏强看待。不过铁矿石技术面极强，短期不排除超涨回调，但下方空间有限。

焦煤焦炭：关注二轮提涨进展

【盘面回顾】本周焦煤现货继续上涨，蒙 5#原煤报价 790 元/吨，安泽低硫主焦报价 1320 元/吨，产地焦炭一轮提涨落地，港口焦炭跟随盘面反弹，集港利润走扩。周内双焦盘面偏强震荡，煤焦月差反套走强，JM9-1 月差-49.5(-16.5)，J9-1 月差-45(-16.5)。
【产业表现】
焦煤：前期停产的矿山陆续复产，部分矿山因煤矸石处理问题临时停产，整体来看，国产

矿复产速度略慢。本周口岸恢复通关，但通关水平偏低，口岸蒙煤库存大幅去化。海煤进口利润持续扩张，后续焦煤到港有望放量，8 月中下旬大批俄煤到港，警惕集中到港对现货市场的潜在冲击。下游方面，一轮提涨虽已落地，但焦煤现货涨幅过大，即期焦化利润继续收缩，亏损焦企数量增多，焦炭开工率有望下滑。下游焦企连续几周补库，独立焦化厂焦煤平均库存可用天数已超 10 天，补库需求持续性有待观察。盘面反弹带动期现投机需求进场，本周焦煤现货流拍率低，现货成交情况良好。

焦炭：因现货焦煤疯狂涨价，且钢厂对焦企提涨较为抵触，部分地区焦化厂亏损幅度扩大，减产意愿增强，焦炭开工率有望下滑。市场预期下周开启二轮提涨，目前评估落地概率较大，但焦煤现货强势反弹，焦炭涨幅受制于钢厂，后续焦企仍有亏损压力，或继续向下游钢厂提涨扩利。需求端，因成材盘面反弹，以原料库存计算的钢材利润仍在持续改善，高利润刺激前期检修的钢厂复产，本周铁水超预期增产，短期内焦炭刚需有支撑。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，下周周初焦化厂将开启二轮提涨，目前来看落地概率较大。本周铁矿强势反弹，即期钢材利润收缩，但以原料库存计算的钢材利润仍在扩张，钢厂自主压减铁水产量的意愿不强，煤焦采购需求旺盛。投机需求+刚性需求对煤焦盘面和现货价格形成有效支撑，市场对供给侧 2.0 的预期愈演愈烈，短期盘面或延续偏强震荡。中长期来看，炉料强势上涨对钢厂盈利形成潜在威胁，铁矿现货弹性更大，对钢厂利润的影响也更大，高铁水或难以为继。据市场反馈，目前钢坯出口订单下滑明显，唐山钢坯库存加速累库，期现投机库存也将成为后续负反馈的催化剂。操作层面，单边建议观望，不建议追高，套利建议关注煤焦 9-1 反套的机会，近期资金博弈激烈，建议投资者注意风险防范。

硅铁&硅锰：预期加强

【现货市场】硅铁主产地内蒙 72 硅铁 5350 元/吨（+50），宁夏 72 硅铁 5330 元/吨（+30）；贸易地河北 72 硅铁 5500 元/吨（+0），天津 72 硅铁 5500 元/吨（-50）；硅锰北方产区内蒙硅锰 6517 市场价 5630 元/吨（+30），南方产区广西硅锰 6517 市场价 5670 元/吨（+20），贸易地江苏硅锰 6517 市场价 5790 元/吨（-10）。

【核心逻辑】锰矿港口库存累库以及预期澳矿发运恢复，硅铁内蒙产区利润-171 元/（+90.5）；宁夏产区利润-44 元/吨（+54）；硅锰北方大区利润-66.64 元/吨（-8.74），南方大区润-425.2 元/吨（-31.94）。供应端硅铁生产企业周度开工率为 32.45%，环比上周+1.25%，硅铁周度产量为 10 万吨，环比+1.32%；硅锰生产企业周度开工率为 40.53%，环比-0.02%；硅锰周度产量 18.23 万吨，环比+0.27%。铁合金利润修复厂家的复产驱动相对较大，但面对下游的若需求铁合金厂仍维持较低的开工率。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，铁水产量 本周超季节性回升；另一方面五大材去库速度缓慢，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 万吨，环比-0.99%；硅锰五大材需求量 12.34 万吨，环比-1.2%。库存端本周硅铁企业库存 6.35 万吨，环比-9.54%，硅铁仓单库存 10.98 万吨，环比+7.02%；硅铁总库存 17.33 万吨，环比+0.29%。硅锰企业库存 21.63 万吨，环比-2.04%；硅锰仓单 39.97 万吨，环比-6%；硅锰总库存 61.6 万吨，环比-4.64%，硅铁目前库存压力较大，上方压力较大，硅锰去库速度开始加速，库存压力减弱。

【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。周五收盘后工信部宣布出台钢铁等重点行业的稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，进一步加强了市场对供给侧改革的预期。近期黑色板块整体价格重心上移，煤炭价格也逐渐走强， 支撑铁合金价格上涨，短期内铁合金价格偏乐观。铁
合金目前的供需矛盾相对不大，硅锰且处于去库趋势，硅铁的库存较高但煤炭价格对硅铁存在支撑。近期商品市场情绪驱动，对铁合金价格存在支撑，但基本面共振驱动不强，还是需要关注政策预期的落地情况。

以上评论由分析师张泫（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、严志妮（Z0022076）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

原油：基本面支撑弱化，盘面上方压力显现

【盘面动态】国际油价小幅下跌，美油主力合约收跌 0.30%，报 66.03 美元/桶，周跌 3.54%；布伦特原油主力合约跌 0.42%，报 69.23 美元/桶，周跌 1.61%。
【市场动态】伊朗同意与欧洲三国举行新一轮谈判，伊朗同意与伊核协议中的英、法、德三个欧洲国家代表举行新一轮谈判。本次副外长级别的谈判将于周五（25 日）在伊斯坦布尔举行，谈判将围绕伊朗核计划展开。伊朗将派出拉万奇与加里巴巴迪两位副外长。据了解，本届伊朗政府已经与伊核协议三个欧洲成员国分别在纽约、日内瓦和伊斯坦布尔等地举行了四轮谈判。
美国商品期货交易委员会（CFTC）：截至 7 月 15 日当周，WTI 原油期货投机性净多头寸减少 47,748 手至 37,998 手。
【南华观点】上周原油呈现区间震荡格局，前期缩量反弹态势终结，价格波动幅度收窄且中枢小幅下行。从资金面看，外盘原油多头减仓显著，尤其周五冲高回落形成长上影线，反映多头信心弱化。量价结构显示，过去两周市场呈现放量下跌特征，尽管整体成交量处于低位，但局部成交放大后均伴随日线收跌，表明当前多空博弈中，即便分歧强度有限，价格仍倾向于向下调整。支撑端来看，下方支撑主要依赖消费旺季逻辑，但需求端对盘面的支撑力度在时间与空间维度均呈弱化趋势，且市场暂无新增利好驱动。在此背景下，若缺乏新利多因素介入，原油价格存在转向下行的风险。

PTA-PX：宏观主导，偏强运行

【PX-PTA 观点】近期 PX-PTA 基本面驱动有限，PX 部分装置供应下调，盘面价格小幅走强。PX 负荷小幅下调至 81.1%（-0.2%），其中盛虹前道故障 PX 降负（影响产量 1.5wt/月）、中金提负；效益方面，PXN 小幅修复至 258（+6），PX-MX 修复至 110（+17）。
PTA 方面，近期随 PX 小幅走强。供应方面，PTA 近期装置运行平稳，负荷持稳至 79.7%（-）；近期三房巷一线 160w 新增产能投料试运行中，关注出料情况；8 月逸盛海南、嘉兴石化等存检修计划，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 220 万吨（+1）。效益方面，TA 现金流加工费修复至 215（+33）；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，长丝短纤陆续降负，聚酯负荷下调至 88.3%（-0.5%）。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，PX-TA 产业链当下基本面驱动有限，宏观方面"反内卷"政策影响暂时难以评估实质影响，仍需等待进一步政策出台，但情绪推动下短期预计维持偏强运行，后续关注月底政治局会议动态。从运行 20 年以上装置汇总考虑，PX 涉及产能 177 万吨，占国内产能 4.1%，若受波及停车将影响月度产量 13.4 万吨左右；PTA 涉及产能 131.5 万吨，占国内产能 1.5%，但均为长停装置，几乎不产生影响。当下 PX-TA 基本面矛盾不突出，PX 下半年维持对聚酯偏紧格局，近端宏观驱动影响或大于基本面影响，整体预计维持偏强运行。

MEG-瓶片："反内卷"逻辑驱动，偏强运行

【库存】华东港口库至 55.3 万吨，环比上期减少 2.7 万吨。

【装置】内蒙古建元 26w 意外停车；新疆天盈意外停车；海外方面，沙特 sharq 三套装置共 170w 近期重启不顺，恢复待定。

【观点】

近期乙二醇供应端意外频发，走势震荡偏强。基本面方面，供应端油煤双降，总负荷降至 66.2%（-1.37%）；其中，煤制方面建元、天盈意外停车，煤制负荷降至 70.21%（-2.92%）。效益方面，原料端原油小幅走弱，乙烯持稳，动力煤价格小幅走强，各路线利润小幅修复。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小幅去库 1-2 万吨附近。需求端，长丝短纤陆续降负，聚酯负荷下调至 88.3%（-0.5%）。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，但供应端意外频发，宏观"反内卷"情绪带动下整体走势偏强。当下来看需求的弱现实驱动有限，进口端与国内供应的回归延迟推动后续平衡表转强，乙二醇从整体持续累库趋势转为紧平衡，偏低库存水平预计将持续较长时间，短期不建议做空。宏观方面，"反内卷"实质影响暂时难以评估，但当下情绪高涨下建议谨慎观望为主，待实质方案出台进行评估之后再考虑。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：观望

【盘面动态】: 周五甲醇 09 收于 2404

【现货反馈】: 周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 09+10

【库存】: 上周甲醇港口库存继续累库，外轮卸货顺利，周期内显性计入 21.44 万吨。江苏沿江主流社会库提货维持一般,下游需求表现延续平淡，仍有沿江大型终端工厂维持非显性库区管输原料，集中卸货下，江苏库存明显积累;浙江地区刚需稳定，外轮同步补充下，库存小幅积累。华南港口库存窄幅累库。广东地区少量进口及内贸船只补充供应，主流库区提货量略有减少，库存窄幅去库。福建地区进口及内贸船只均有到货，下游需求一般，库存继续增加。

【南华观点】: 周五工业和信息化部表示将推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，周五夜盘大多数品种出现反弹。对能化而言市场传出，国家正在对石化化工行业的老

旧装置概念进行重新定义，使用年限或实际投产运行超过 20 年的生产装置，被定义为“老旧装置”，甲醇投产超过 20 年的装置产能为 540w 吨，目前宏观情绪较强，建议观望对待。甲醇自身基本面来看，淡季累库较为符合预期，目前市场对甲醇基本面的专注点多在于沿海 MTO 能否停车检修，目前来看落地难度较大，即使两套都不停车，8 月累库有限，甲醇矛盾并不大，2350-2400 估值合理，此外需要注意煤炭端利多消息频发，注意成本抬升。综上宏观扰动加剧，建议暂时观望。

PP：宏观情绪带动上涨，自身基本面仍存在压力

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7013（-7）。
【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6940 元/吨，华东现货价格为 7050 元/吨，华南现货价格为 7070 元/吨。
【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 77.29%（+0.68%）。目前处于检修期的装置依然较多，泉州国亨在上周复产后，本周再度进入检修。总体来看，PP 高检修的情况预计持续至 8 月初。投产方面，后续主要关注大榭石化两套装置在 8 月的投产进度。需求端，本期下游平均开工率为 48.52%（-0.12%）。其中，BOPP 开工率为 60.77%（+0.21%），CPP 开工率为 55.13%（-0.25%），无纺布开工率为 35.73%（0%），塑编开工率为 41.4%（-0.6%）。从现货成交情况来看，本周 PP 成交氛围有所转好，成交量上涨。库存方面，PP 总库存环比下降 2.09%。上游库存中，两油库存环比下降 1.13%，煤化工库存下降 5.93%，地方炼厂库存下降 8.39%。中游库存中，贸易商库存环比下降 1.42%，港口库存上升 1.45%。从绝对水平看，PP 当前库存仍维持中位水平。
【观点】周五在"反内卷"政策预期和落后产能淘汰消息刺激下，聚烯烃盘面出现反弹。从宏观角度看，政策面释放积极信号，尤其是产能出清相关消息对聚烯烃形成一定支撑。而从 PP 当前基本面看，其上方压力依然偏大：供给端，6-7 月已有 3 套装置陆续投产，包括裕龙 2 线、4 线和镇海 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，供给压力持续偏大。需求端，虽然本周成交气氛有所回暖，但下游总体仍是处于淡季之中，实质性需求增量有限。所以我们认为 PP 在上涨行情中仍将面临较大阻力。后续需重点关注 PP 下游需求回升节奏和宏观政策推进情况。

PE：“弱现实+强预期”格局持续

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7216（+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 78.19%（+0.41%），装置检修量小幅回落，但绝对水平仍处于高位。从检修计划看，8 月装置检修预计有所减量。投产方面，吉林石化和埃克森美孚投产有所推迟，目前预计将在 8-9 月投产落地。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 38.14%（+0.64%）。其中，农膜开工率为 12.46%（-0.17%），包装膜开工率为 48.59%（+0.52%），管材开工率为 28.83%（+0.83%），注塑开工率为 51.9%（+1.04%），中空开工率为 38.24%（+1.33%），拉丝开工率为 32.49%（+0.34%）。本期 PE 总库存环比上升 5.47%，其中上游石化库存环比上升 7%，煤化工库存下降 8%，社会库存上升 4%。本周 PE 再度出现累库，尤其是 LLDPE 库存累库较为明显，压力逐步显现。
【观点】周五夜盘在"反内卷"政策预期和落后产能淘汰消息刺激下，盘面出现反弹。从宏观角度看，政策面释放积极信号，尤其是产能出清相关消息对聚烯烃形成一定支撑。而从基本面情况来看，PE 弱现实与强预期的博弈逐步显现。在现实端，PE 现货表现疲软，上游持续降价出货，但下游采购意愿相对有限，加之当前库存也出现了较明显的累库趋势。

而在预期端，一方面是 PE 近期产能增量比较有限，4 月以来仅有裕龙的 HDPE 新装置在 6 月投产落地。另一方面是，7 月底至 8 月初 PE 下游将迎来新一轮旺季，需求将逐步进入恢复阶段。所以总体来看，后续 PE 供需情况预计将有所转好。也正是在"弱现实+强预期"格局之下，PE 月差由 back 结构转为 contango 结构。后续预计该格局仍将持续，直至现货端出现正反馈。

PVC:反内卷情绪发酵，PVC 暴力拉涨

供应：本周开工率大体持平，目前评估 7 月产量在 200 万吨附近，8 月由于新投产则可能上升至 205 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 月出口大幅下调后单月表需上调到 173 万吨，仍然比较稳定，没有太多变化的空间。
出口：6 月出口 26 万吨，环比大幅走弱，近期现货商反馈没有走强，整体后续 7-9 月数据预期下调至 25-28 区间。
库存：本周华东库存继续累库加速，累库大约 3 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无风险+40，期现商大量买入正套。
策略观点：周五 PVC 价格大涨，整体交易反内卷和 20 年以上化工装置出清预期，目前还处于政府数据收集阶段，后续是装置改造还是出清目前不太说的清楚，只是对于空头来说确实风险过大，因此周五夜盘出现了异常明显的空单集中离场，且国内品种的避险明显高于国际品种。PVC 近期数据仍然比较糟糕，持续累库，但是参考意义很低了，因为从反内卷的角度，越是基本面差的品种反内卷的价值就越高，弹性就越大，因此需要很辩证的去看待基本面，且目前政策对于商品的定价权远大于产业，下周仍然可能持续的触发避险情绪，整体建议在政策不明的情况下，暂时避险，空单减仓空处理。

纯苯：宏观情绪提振，盘面偏强运行

【盘面回顾】BZ2603 收于 6164（+42）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 5935（+15），主力基差-229（-27）
【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，加氢苯受盘锦瑞德、河北荣特、濮阳盛源短停后重启，盛源宏达第二套装置重启影响，负荷回升 2.51%。需求端下游苯酚、苯胺提负明显，苯酚产能利用率由 78%提升至 82%，周内大连恒力酚酮装置提满，扬州实友酚酮装置恢复正常运作；苯胺产能利用率亦提升 5%，主要受福建万华装置重启和新投装置投产影响。其他三大下游开工率有不同程度下滑，其中己内酰胺下滑最为明显，山东鲁西、湖北三宁部分短期降负，行业开工率下滑 4.05%。总体五大下游周度折原料纯苯需求小幅提升。纯苯华东港口连续两周去库，船报看本周预计到港 3 万吨，下周一港口库存预计小幅波动，纯苯库存由累转去。本周受到油煤成本两端影响，盘面总体呈现震荡运行态势，周五夜盘受石化化工行业老旧装置摸底评估通知影响，盘面偏强运行，在 7 月底宏观会议之前，盘面易受宏观情绪带动，短期建议观望为主。

苯乙烯：近端基差快速回落
【盘面回顾】EB2508 收于 7347（+63）
【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7455（+85），主力基差 108（+22）
【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 17 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 20.83 万吨，较上一周期少 0.14 万吨，环比下降 0.66%。

【南华观点】

苯乙烯：供应端本周受淄博俊辰装置故障短停影响，开工率小幅下滑。需求端，本周 EPS 有前期停产装置回归，负荷提升 2.12%，ABS、PS 开工小幅波动，时值终端需求淡季，3S 对原料苯乙烯仅有刚需支撑。本周华东港口明显累库至 13.85 万吨，近端供应明显增多。现货市场本周产业大户开始出 7 下纸货，下游接货意愿不强，7 下基差快速崩塌近 200 元/吨，现货流动性基本恢复。基本面看苯乙烯供需格局转弱，可尝试逢高布空，但短期受宏观情绪扰动较大，空单建议暂且回避或是减仓观望，后续重点关注 7 月底国内宏观会议以及美国关税变动。

燃料油：受原油提振回升

【盘面回顾】截止到夜盘，FU09 报 2938 升水新加坡 4 月纸货-5 美元/吨

【产业表现】供给端：进入 7 月份，俄罗斯高硫出口+39 万吨，伊朗高硫出口-13 万吨，伊拉克-60 万吨，墨西哥出口+12 万吨，委内瑞拉-2 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，7 月份中国+11 万吨，印度+16 万吨，美国+31 万吨，进料需求回升，在发电需求方面，沙特进口+11 万吨，阿联酋+7 万吨，埃及+40 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】7 月份燃料油出口延续紧张，在进料需求方面，中国增加，印度和美国进口增加，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盘整，因现货市场充裕，压制新加坡盘面价格，对于国内 FU 市场来讲，因为仓单充裕，现货市场需求低迷，FU 近期一直贴水新加坡，近期基本面依然处于强势，现货低迷也有所缓解，可以关注做到 FU09-01 月差的机会。

沥青：偏强震荡

【盘面回顾】BU09 收于 3655 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+4.3%至 44.6%，华东-7.1%至 29.7%，中国沥青总的开工率 0.1%至 32.8%，山东沥青产量+2.9 至 23.1 万吨，中国产量 0.6 万吨至 57.2 万吨。需求端，中国沥青出货量-1.22 万吨至 24.9 万吨，山东出货-0.34 万吨至 8.74 万吨；库存端，山东社会库存 0.4 万吨至 13.6 万吨和山东炼厂库存-0.9 万吨为 13.8 万吨，中国社会库存-0.3 万吨至 52.1 万吨，中国企业库存-0.3 万吨至 50.2 万吨。

【南华观点】沥青供需层面依旧持稳，库存结构上厂库去库社库去库偏慢，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。短期受“反内卷 ”淘汰落后产能预期提振，整体市场氛围转暖，后续关注对沥青产业链具体措施的进展情况。

尿素：宏观支撑

【盘面动态】：周五尿素 09 收盘 1745
【现货反馈】：周末国内尿素行情涨后再陷僵持，涨幅 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1660-1810 元/吨。供需、心态持续博弈，国内尿素行情仍在上下震荡。近几日山河四省降雨天气或推动区域农业刚需补货，但中下游恐高情绪仍在。短线国内尿素价格区间窄幅整理，关注期货情绪对现货交易的影响。
【库存】：截至 2025 年 7 月 16 日，中国尿素企业总库存量 89.55 万吨，较上周减少 7.22 万吨，环比减少 7.46%。中国尿素港口样本库存量:54.1 万吨，环比增加 5.2 万吨，环比涨幅 10.63%。
【南华观点】：周五工业和信息化部将推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，“反内卷”及供给侧优化预期驱动大宗商品整体偏强运行。尿素短期或跟随大宗商品偏强运行。中期而言，需求端有贸易商在陆续进行出口提货，库存短期或难以大幅累库。工厂待发订单及库存压力不大，现货报价小幅探涨，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。但农业需求逐渐减弱，下半年基本面继续承压。综上，尿素处在下有支撑上有压制的格局下，09 合约预计震荡偏强。

玻璃纯碱：盘面预期先行

纯碱：
【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1216，-0.73%
【基本面信息】
本周纯碱库存 190.56 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】
反内卷和淘汰落后产能预期进一步发酵，实际影响需等待政策下一步提示。从设备更新的角度看，目前纯碱老旧装置（20 年以上）的比例尚无法明确，我们所看到的投产时间是纯碱厂第一批产能投放甚至成立的时间，期间涉及的问题，一是产能投放本身是一个渐进过程，二是很多装置设备在过去二十年间必然经历过升级改造。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。光伏玻璃处于持续亏损状态，冷修继续增加，预计在产日熔量将继续下降，纯碱刚需进一步走弱，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。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 1081，-1.01%
【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】
反对卷预期进一步扩散，玻璃保持强势，重心继续上移，现货跟涨。需要观察市场情绪进一步改善后投机需求释放的程度。基本面看，供应端保持点火与冷修并存的状态，日熔小幅波动，暂无预期外状况。当前玻璃累计表需下滑 8%，随着 6-7 月整体产销好于预期，表需环比改善，市场处于弱平衡状态。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。后续，进一步关注反内

卷预期是否会照进现实以及短期情绪进一步改善后现货端产业行为的反馈。

原木：平衡之下，攻守兼备

【盘面】主力合约收盘于 828.5（-4.5）
【逻辑】
本以为没啥驱动，结果一根大阳线，惊醒梦中人。

涨的是 sei？--> lg2509。
那交割品是 sei？--> 那个时候的 6 米中 A。
那个时候 6 米中 A 啥价格？--> 看进口成本，它涨了。
现在现货便宜，有套保利润呢 --> 那是现在 07 的事，不是 09 的事。
现在的便宜现货能交到 09 去么 --> 能，但是额外成本很高。

那唠明白了。
聪明的资金，新的平衡点，攻守兼备。

纸浆：关注宏观扰动

【盘面】主力合约收盘于 5326（+34）。
【南华观点】
本周浆纸市场延续淡季颓势，终端需求疲软致使原纸出货承压，价格低位运行。原纸企业利润微薄，生产积极性不足，对木浆需求形成压制，预计 8 月中旬前浆价难有反弹。

下游原纸市场 "以价换量" 特征显著：文化纸出货缓慢，部分降价促销；包装纸新产能冲击下供需矛盾加剧；生活用纸供应宽松，价格走弱。截至 7 月 17 日，双胶纸、双铜纸、白卡纸、生活用纸均价较月初分别下跌 0.49%、0.37%、0.98%、0.88%。

原纸行业盈利承压，主要纸种加工毛利率下滑明显，开工率受限，原料补库意愿低迷，进一步施压木浆价格。供应端国外浆厂生产稳定，国内进口量平稳，港口库存虽小幅下降但仍处高位，未来去库节奏缓慢，浆市供需矛盾突出。

不过，当前宏观层面扰动因素正显著增加。近期，反内卷趋势有在多个行业扩散延伸的迹象，企业经营策略、市场竞争格局及产业链合作模式或面临调整。这一宏观动向虽暂未直接作用于纸浆市场，但随着反内卷效应的深化，可能从需求结构、成本传导、产业协同等维度对纸浆行业产生间接影响，相关企业及投资者需密切关注这一趋势演变，警惕潜在的市场波动风险。

策略上，关注主力合约的压力位，基本面偏弱，但宏观较强，若能有效突破，可谨慎追多。

烧碱：政策预期进一步发酵

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2469，-0.6%
【基本面信息】
据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 26.75 万吨（折百），环比上周增加 2.45%，同比增加 23.06%。本周华东、华北地区液碱库存增加，下游需求情况一般，其中山东地区企业订单交付接近尾声，企业出货较上周效率放缓，库存升温，其他区域液碱价格低位，厂家库

存压力有所缓解。
【南华观点】
整体商品市场强势，共振上涨，烧碱价格保持高位。基本面，烧碱近端矛盾有限，略好于预期。下游铝厂送货量增加，碱厂略累库，预期上现货涨价持续性不高。山东液碱库存同比偏低，现货压力不大，市场或对旺季补库有所期待。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。变量上，市场开始交易旧老装置问题，整体情绪亢奋，实际影响尚无法证伪，盘面预期先动。

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 14135，日环比+0.53%。
【现货报价】全国生猪均价 14.39（+0.2）元/公斤，其中河南 14.48（+0.1）元/公斤、湖南 14.1（+0.2）元/公斤、辽宁 14.61（+0.2）元/公斤、四川 13.61（+0.1）元/公斤、广东 15.67（+0.2）元/公斤。
【现货情况】
北方周末整体偏强,一是高位回落后养殖端有压栏情绪出现,二是标肥价差再次走阔口，二育进场意愿增强,三是季节性习俗对消费有一定支撑。部分中部区域顺势增量,体现至竞价结果小幅下调,短期市场缺失持续性上冲动力。南方周末价格先稳后强,多个区域受“台风”影响,加之部分低价区域的惜售情绪支撑整体出栏量级减少;叠加低价二育入场表现积极性,支撑价格上涨。
【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】外盘美豆天气变化下反弹，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：窄幅震荡

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收高，预计美国玉米带气温下周开始升高。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 2670 元/吨，-20 元/吨；山东潍坊报价 2870/吨，+0 元/吨。
【市场分析】东北目前市场整体购销气氛平淡。华北地区多阴雨天气，在粮源不多的情况下，玉米价格稳定偏强运行。销区市场玉米价格继续下跌，下游饲料企业对玉米多持观望心态。淀粉方面：跟随华北玉米价格，山东局部深加工企业试探性提涨淀粉 10-20 元/吨，需求端淀粉开工率偏低。
【南华观点】区域间玉米价格分化，短期震荡运行。

棉花：近月博弈增强

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅收跌，关注美国对外贸易协议达成情况。上周五夜盘郑棉下跌近 0.5%。
【外棉信息】美国 5 月棉制品进口量为 12.88 亿平方米，环比反季节性连续下滑，同比减少 7.88%，处于近五年低位，其中仅从中国进口棉制品 1.79 亿平方米，占比 13.92%，同比减少 8.52 个百分点，美国显著增加了东南亚国家的棉制品进口量以替代中国的市场份额。
【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，对新年度产量暂维持乐观预期，近期新疆整体气温或偏高，关注高温对蕾铃生长的影响。下游纱布厂延续降负态势但幅度放缓，纱线价格随着棉价上涨，布厂小幅补库但坯布库存累积，终端走货仍显不畅。
【南华观点】近期美国对外关税谈判与他国陆续达成协议，中国上半年 GDP 稳步增长，“反内卷”政策持续发酵，市场得到提振，短期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，近月合约在资金流入下表现偏强，但在淡季需求下，终端成品库存压力仍在累积，或限制上方空间，谨防冲高回落，同时远月还存丰产预期，继续关注国内政策、中美贸易协议调整情况以及持仓变化。

白糖：保持偏强格局

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五收高，受全球糖需求增强的迹象升高。
周五夜盘，郑糖震荡上涨，近期维持震荡偏强格局。
【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 6 月份我国进口食糖 42 万吨，同比大幅增长。
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】短期糖价震荡走强。

苹果：维持震荡走强

【期货动态】苹果期货昨日价格略有上涨，短期价格维持震荡走强格局。
【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 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，但枣园供水多较为充足，枣农管理积极性较高，由于七月初高温不及预期且七月上旬温度适宜，二茬果整体坐果情况良好，个别枣园因管理不当空吊偏多，当前三茬果尚小，近期新疆气温或偏高，关注三茬坐果情况。
【销区动态】上周五广州如意坊市场到货 3 车，河北崔尔庄市场到货 3 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 18 日郑商所红枣期货仓单录得 8971 张，较上一交易日减少 1 张。据统计，截至 7 月 17 日，36 家样本点物理库存在 10320 吨，周环比减少 110 吨，同比增加 74.89%。
【南华观点】下游处于消费淡季，购销氛围较为清淡，陈枣供应充足，当前二茬坐果情况好于预期，三茬尚处于坐果关键期，关注近期高温对三茬坐果的影响，短期红枣价格或以小幅震荡为主。

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。