金融期货早评

人民币汇率：白宫 VS 美联储继续

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1756，较上一交易日上涨 12 个基点，夜盘收报 7.1695。人民币对美元中间价报 7.1460，调升 62 个基点。

【重要资讯】1）国家外汇局：当前市场对人民币没有明显的升值或贬值预期，外汇市场交易理性有序。2）美国财长贝森特：8 月 1 日对所有国家来说都是一个"较为硬性的最后期限"。欧盟贸易谈判与俄乌制裁谈判分开进行。日本的谈判进展非常顺利。3）特朗普：反正鲍威尔很快就会出局。利率应该降低 3 个百分点，甚至更低。

【核心逻辑】外部环境方面，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，但美联储独立性正在历经"压力测试"，因此整体偏弱的大趋势仍有望延续。内部方面，从"政策锚"的角度来看，我国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，人民币汇率大概率短期仍以持稳前行为主，预计本周运行区间为 7.15-7.20。

【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：各项情绪指标均向好，预计延续上行

【市场回顾】

昨日股指继续走强，以沪深 300 指数为例，收盘上涨。从资金面来看，两市成交额上涨 1930.58 亿元。期指均放量上涨。

【重要资讯】

1. 特朗普"解雇鲍威尔"表态收敛，和贝森特同时施压美联储，要求降息。

【核心逻辑】

昨日股指延续上涨，沪深 300 指数、中证 500 指数皆创年内新高，两市成交额大幅放量接近 1.9 万亿元。受反内卷政策以及雅鲁藏布江下游水电工程开工消息影响，水利、钢铁、建材板块昨日继续领涨。从期货指标来看，各品种期指成交量加权基差均上涨，持仓量放量，表明多头入场。当前消息面相对平淡，各项情绪指标均向好的情况下，股指预计延续走强。

【南华观点】多头持仓观望

国债：大宗全线上行

【行情回顾】国债期货开盘偏强窄幅震荡，盘中跳水翻绿，随着风险资产走强价格持续下跌，午后二次跳水，尾盘明显收跌。结构上短端偏强，TS09 下跌 0.008。10Y 活跃券 250011 当日上行 1.2bp，接近 1.69%。流动性进一步改善，资金利率回到 1.3%的关键水平，开盘前隔夜匿名 1.3%超过 1400 亿大额，DR001 同样下行回到 1.3%附近。

【重要资讯】：1.俄罗斯总统新闻秘书、克宫发言人佩斯科夫表示，俄罗斯总统普京将于 9 月访华，出席中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年纪念活动，俄方正为此次访华行程做筹备。

【核心逻辑】当前风险资产强势，不光是权益市场内部轮动接力，同样体现在风险资产之间的先后上涨提供支撑，风险偏好整体强势，加上国债期货价格下跌破位，交易盘短期建议暂时止损观望，等待重要会议后反内卷政策细节全部落地。

对于当前市场，流动性的充裕是当前债市下跌幅度有限、具备韧性的原因，但火热的风险

偏好下，市场交易重心并不在基本面。待政策落地和情绪释放，预计交易逻辑会有所回归，过热的情绪可能会是债市难得的配置机会。
【投资策略】：交易盘暂时观望
【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：商品情绪影响，马士基新一周报价下跌

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格整体偏震荡下行，盘中受商品情绪影响有所回调，后再度下行。
【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$1895，较同期前值上涨$10，40GP 总报价为$3190，较同期前值上涨$20。8 月 7 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 开舱报价为$1740，较前一周开舱报价下降$105，40GP 总报价为$2900，较前一周开舱报价下降$170，现报价收于 1755 美元/TEU 和 2930 美元/FEU。
8 月中上旬，长荣海运上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2455，较前一周上涨$100，40GP 总报价为$3760，较前一周上涨$200。
【重要资讯】：据法新社报道，当地时间 7 月 21 日，英国、法国等 25 个国家发表联合声明称，加沙战争"必须立即结束"。
【南华观点】：如此前预期，期货标的止升回落，且目前暂无主流船司跟进马士基收取 PSS，马士基 8 月第一周开舱报价又明显下行，意味着现货运价存在在 7 月下旬或 8 月初走出"圆弧顶"的可能，预期引领期价下行。此外，英法等 25 国发表联合声明以推进加沙战争结束进程，在一定程度上利好于地缘政治风险的下行，对期价的下行也有一定的推动作用。对于后市而言，期价整体延续震荡略偏回落可能性相对较高，但也需关注其余船司举措、欧线现舱报价变化等突发因素，以及期价至低位反弹的可能性。
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：反内卷推升有色板块

【盘面回顾】沪铜指数在周二保持高位震荡，报收在 7.97 万元每吨，成交 17 万手，持仓 51 万手，上海有色现货升水 240 元每吨。
【产业表现】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，加快发展生物制造、低空产业，推动人形机器人、元宇宙、脑机接口等未来产业创新发展，超前布局新领域新赛道；将实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，具体工作方案将在近期陆续发布。

【核心逻辑】反内卷对于有色金属整个板块都有影响，原因有以下几个：1. 美元指数保持稳定，有色普涨，说明不是美元指数出的问题；2. 黄金价格保持稳定，金铜比在迅速缩小，说明也不是黄金的问题；3. 整个有色普涨，不是单独某一个品种涨，说明不是供给端的问题而是需求端的问题；4. 提升高质量发展及雅鲁藏布江水电站对于铜、锌的影响应该是比较大的。展望一下此后的走势，铜可能短期小幅偏强，负反馈的来临没有那么明显。不过该轮上涨在中期存在一定的隐患。铜价上涨并没有明显的带动持仓上升，且铜自身供给端并不需要大规模的产能优化。
【南华观点】短期小幅偏强，中期或回落。

铝产业链：短期情绪偏强

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20900 元/吨，环比+0.75%，成交量为 15 万手，持仓 33 万手，伦铝收于 2652 美元/吨，环比+0.21%，成交量为 2 万手；氧化铝收于 3513 元/吨，环比+6.07%，成交量为 99 万手，持仓 21 万手；铸造铝合金收于 20280 元/吨，环比+0.90%，成交量为 4377 手，持仓 1 万手。
【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上涨，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，但上周五受 7 合约接货的注销了仓单且有部分过期仓单流出，氧化铝仓单大幅下降处于低位，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: 情绪正当时，高位震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22945，环比+0.01%。其中成交量为 18.46 万手，而持仓则增加 746 手至 13.41 万手。现货端，0#锌锭均价为 22780 元/吨，1#锌锭

均价为 22710 元/吨。
【产业表现】Boliden 发布 2025 年二季度报，数据显示其该季度锌精矿产量为 9.31 万吨，环比增加 61%，同比增加 147%，其中包括了 Zinkgruvan 和 Somincor 自 2025 年 4 月 16 日以来的锌矿产量。分矿山来看，Tara 矿二季度锌精矿产量为 2.04 万吨，环比降低 5%；Garpenberg 二季度锌精矿产量为 2.33 万吨，受磨机检修影响，二季度锌矿产量同比环比均小幅下滑，Garpenberg 的磨矿量受到现有许可（每年 350 万吨）的限制，目前已提交申请，要求将产量提高到每年 450 万吨；The Boliden Area 二季度锌精矿产量为 1.07 万吨，环比降低 8.9%；Zinkgruvan 二季度锌精矿产量 2.22 万吨，环比增加 4.6%；Somincor 二季度锌精矿产量 2.61 万吨，环比降低 5.7%，主因检修影响了 Somincor 的磨矿量，并且伊比利亚半岛的大规模停电和当地停电也产生了负面影响。【核心逻辑】上一交易日，宏观"反内卷"情绪持续，沪锌高位震荡。但从基本面看，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。值得深究的是，雅江水坝项目或许能够给锌的需求带来一定的增量。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：镍铁成交有所回调，关注宏观情绪发酵

【盘面回顾】
沪镍主力合约日盘收于 123720 元/吨，上涨 1.52%。不锈钢主力合约日盘收于 12930 元/吨，上涨 0.47%。
【行业表现】
现货市场方面，金川镍现货价格调整为 124550 元/吨，升水为 2000 元/吨。SMM 电解镍为 123550 元/吨。进口镍均价调整至 122900 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27250 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 1763.64 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-4%。8-12%高镍生铁出厂价为 903 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-4.88%。纯镍上期所库存为 25277 吨，LME 镍库存为 208092 吨。SMM 不锈钢社会库存为 982700 吨。国内主要地区镍生铁库存为 33233 吨。
【市场分析】
日内沪镍走势偏强，主要受宏观层面情绪带动，基本面无明显改善。基本面方面镍矿受菲律宾季节性到港库存有所上升；后续供应宽松需求收窄走势延续，近期易跌难涨。镍铁目前成交有小幅回调，原材料镍铁企稳下对后续下游价格将产生一定支撑。不锈钢方面随大盘走势偏强，现货跟涨明显；但是反内卷洪流对不锈钢实际影响有限，需求端疲软以及供应过剩局面仍未扭转导致现货成交仍有一定观望情绪。硫酸镍方面整体镍盐短期仍然维持以销定产走势，下游需求较为薄弱。现阶段宏观层面情绪占据主导，工信部发文钢铁，有色，石化等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，重点优化结构，淘汰落后产能；引爆商品市场，但是镍不锈钢实际关联度不如其他金属，观望后续发酵。

锡：日内 V 字行情，短期随波逐流

【盘面回顾】沪锡指数在周二走出 V 字行情，报收在 26.8 万元每吨附近，成交 10 万手，持仓 5.1 万手。
【产业表现】基本面保持稳定。
【核心逻辑】锡价在周一的上涨主要得益于反内卷对整个有色板块的影响，不过锡自身基

本面并没有发生变化。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】择机库存套保。

碳酸锂:市场情绪较好，短期震荡偏强

【行情回顾】周二碳酸锂期货震荡走强，主力合约收于 72880 元/吨，日环比涨 2.24%。成交量 111.8 万手（日环比增加 31.84%），持仓量 41.16 万手（日环比增加 30453 手）。碳酸锂 LC2509-LC2511 月差维持 back 结构，日环平。仓单数量总计 10089 手，日环比增加 120 手。
【产业表现】锂电产业链现货市场整体走强。矿端报价继续抬升，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 767.5 美元/吨，环比涨 10 美元/吨。锂盐市场中，电池级碳酸锂价格为 69100 元/吨，日环比涨 1100 元/吨；电池级氢氧化锂报价 63870 元/吨，日环比涨 500 元/吨，贸易商基差报价持续走弱，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涨幅 200 元/吨左右；电解液报价平稳。当前，碳酸锂供给端扰动尚未落地，下游厂商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。当前建议持续跟踪江西矿端与仓单情况，预计后市将震荡偏强状态。
【策略建议】关注 LC2509-LC2511 正套机会。
【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:煤火催硅价，情绪逐浪高

【行情回顾】周二工业硅期货主力合约强势涨停，收于 9655 元/吨，日环比上涨 4.27%。成交量约 123.44 万手（日环比降 2.10%），持仓量约 38.09 万手（日环比降 2335 手）。SI2509-SI2511 月差维持 back 结构，日环比走弱 5 元/吨；仓单数量 50053 手，日环比减少 88 手。
多晶硅期货合约强势涨停，主力合约收于 49105 元/吨，日环比涨 7.54%。成交量 75.7 万手（日环比增 21.92%），持仓量约 19.21 万手（日环比增 20122 手）。PS2509-PS2512 月差维持 back 结构，日环比走弱 25 元/吨；仓单数量 2780 手，环比持平。
【产业表现】工业硅现货报价走强，新疆 553#工业硅报 9100 元/吨（日环比涨 250 元/吨），99#硅粉报 9700 元/吨（日环比上涨 200 元/吨）。下游方面，有机硅企业对原材料保持刚需采购，需求稳定性较强，出货报价上涨 1200 元/吨；铝合金市场小幅上涨，ADC12 报价 20250 元/吨（日环上涨 50 元/吨）。
多晶硅环节报价维稳，N 型多晶硅价格指数报价 43.55 元/千克（日环平）；下游 N 型硅片报价 1.1 元/片（日环平），电池片报价持稳。
【南华观点】煤碳扰动推动生产成本上涨，工业硅多晶硅的电力成本占比 30-40%，叠加宏观情绪仍存，双硅双双涨停。后市关注多晶硅仓单情况。
【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：“反内卷”对铅助力有限

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16900 元/吨，环比-0.02%，其中成交量 34982 手，而持仓量则减少 3239 手至 41631 手。现货端，1#铅锭均价为 16725 元/吨。

【产业表现】钠壹新能源近日再次成功获得东南亚市场的钠电池订单，展现了其强劲的市场竞争力。在价格上，该公司推出的钠离子摩托车启动电池定价为 2x 元起，相较于东南亚市场上传统铅酸电池的 30-200 元均价和锂电池的 80-300 元均价，钠壹新能源的产品实现了“用接近铅酸电池的成本，提供与锂电池相媲美的性能”。随着业务的迅猛扩张，钠壹新能源正迎来空前的增长势头，订单激增，出货现场在忙碌中保持着高效有序的状态。
【核心逻辑】上一交易日，沪铅偏弱运行，铅的供给目前来看属于紧平衡，很难与反内卷同频。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，关注海外地方局势与政策问题，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：供需两端均有叙事

【行情回顾】焦煤引爆盘面
【信息整理】1．7 月 22 日一则有关“煤矿生产核查”的通知流传于市：国家能源局综合司近日发布了《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》。《通知》提到，今年以来，部分煤矿企业“以量补价”，超公告产能组织生产，严重扰乱煤炭市场秩序。本次核查范围为山西、内蒙古等 8 省(区)的生产煤矿。从中国煤炭运销协会了解到，该文件内容属实，何时开始核查尚不确定。
2. 7 月 22 日，唐山迁安普方坯资源出厂含税累计上调 70 元/吨，报 3130 元/吨。
【南华观点】昨日午间关于煤矿生产核查的通知流传于市场，强化了反内卷预期，午后煤炭股应声涨停，焦煤开盘亦涨停，带动钢材盘面跟涨。叠加日前雅鲁藏布江下游水电站正式开工，市场对供紧需增的预期升温，利好盘面。基本面看，当前钢材供需暂无突出矛盾；盘面上涨刺激期现投机需求，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。钢厂订单延续性良好，在低库存背景下维持高供应，对原料补库需求旺盛。而近期原料供应宽松程度不及预期，在钢厂高利润与高铁水支撑下，形成正反馈补涨行情。综合来看，供紧需增宏观叙事较强，叠加产业基本面矛盾不显、正反馈持续，预计 7 月政治局会议前盘面将维持偏强运行，但需警惕情绪回落引发的回撤风险。

铁矿石：预期主导行情

【盘面信息】午后焦煤在消息影响下涨停，铁矿石跟涨。09 大幅减仓。
【信息整理】1.市场传国家能源局发布核查通知，超能力生产煤矿一律责令停产整改（未

证实）2. 特朗普在致欧盟委员会主席冯德莱恩的公开信中强调，若欧盟采取报复性关税措施，美方将“叠加关税”，即在 30%基础上进一步上调。这项举措被明确为独立于之前对汽车、钢铁、铝等行业性关税的全面行动，此外同日起美国还将对铜产品征收 50%的单独关税。3. 钢铁 ETF 大涨，多支钢铁股创下近 1 年新高

【南华观点】近期铁矿石的涨幅主要来自于预期行情，基本面变化不大。目前基本面尚可，钢厂有利润，增产正反馈，铁水产量维持在 240 万吨以上，港口库存预期去化。近期涨价后钢材出口接单走弱。目前上涨主要来自于消息和预期，临近会议，预计波动加剧，做好风控。

焦煤焦炭：封板涨停

【盘面回顾】封板涨停

【信息整理】

1.国务院总理日前签署国务院令，公布《农村公路条例》，自 2025 年 9 月 15 日起施行。《条例》旨在推动农村公路高质量发展，适应推进乡村全面振兴、加快农业农村现代化需要。

2.7 月 22 日一则有关“煤矿生产核查”的通知流传于市：国家能源局综合司近日发布了《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》。《通知》提到，今年以来，部分煤矿企业“以量补价”，超公告产能组织生产，严重扰乱煤炭市场秩序。本次核查范围为山西、内蒙古等 8 省(区)的生产煤矿。从中国煤炭运销协会了解到，该文件内容属实，何时开始核查尚不确定。

3.因雅鲁藏布江下游水电工程装机容量预计为三峡水电站的 2.7 倍，参考三峡大坝 1600 万吨水泥用量，推算其水泥需求在 4000 万吨以上。砂石骨料方面，工程预计消耗约 1.5 亿吨，相当于三峡大坝砂石骨料用量的三倍。

4.2025 年 7 月 23 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。（第二轮）

【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。周一开启二轮提涨，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，周一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

【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：盘面小幅收跌，警惕地缘冲突升级

【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 99 美分，收于每桶 66.21 美元，跌幅为 1.47%；9 月交货的伦敦布伦特原油期货价格下跌 62 美分，收于每桶 68.59 美元，跌幅为 0.90%。夜盘 SC 原油主力合约收跌 0.55%，报 504 元/桶。
【市场动态】1. 胡塞武装称使用高超音速弹道导弹袭击以色列机场。2. 美国官员表示，美国中东问题特使威特科夫本周将前往欧洲开会，讨论包括加沙在内的相关问题，并将继续

推动实现加沙停火。3. 以色列国防军：总参谋长表示，以色列国防军需要在多个战场上采取进攻行动，同时在战场和边境地区进行必要的防御。我们将继续保持空中优势，并继续开展情报工作。4. 美国至 7 月 18 日当周 API 原油库存-57.7 万桶，预期-64.6 万桶，前值+83.9 万桶。库欣原油库存+31.4 万桶，前值+6.3 万桶。汽油库存-122.8 万桶，预期-100 万桶，前值+193.1 万桶。精炼油库存+348 万桶，预期-108 万桶，前值+82.8 万桶。

【南华观点】隔夜原油继续小幅下行，整体维持横盘窄幅震荡，波动中枢略有下移。从近期表现看，在震荡调整过程中，外盘原油多头减仓显著，市场多头情绪持续降温。过去两周，原油更呈现出放量下跌特征，尽管整体成交量处于低位，但在成交适度放大时，日线均收跌，这表明当前市场多空博弈中，即便博弈强度有限，价格仍倾向于下行，整体呈现震荡偏弱格局。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 53.3 万吨，环比上期减少 2 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，本周到港计划集中，港口发货不佳，下周一港口显性库存预计将大幅累库。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”对乙二醇供应端实质影响预计有限，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】: 周二甲醇 09 收于 2450

【现货反馈】: 周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 09-20

【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：成本端波动带动上涨

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7168（+77）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7070 元/吨，华东现货价格为 7130 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 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】昨日下午在焦煤价格带动下，聚烯烃盘面大幅上涨。从宏观角度看，政策面释放

积极信号，在情绪带动下聚烯烃走势偏强。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 7368（+78）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7220 元/吨，华东现货价格为 7250 元/吨，华南现货价格为 7330 元/吨。
【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 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】昨日下午在焦煤价格带动下，聚烯烃盘面大幅上涨。从宏观角度看，政策面释放积极信号，在情绪带动下聚烯烃走势偏强。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。昨日中午煤炭开始严查超产，情绪再一次被激发，煤炭系连续涨停，pvc 也再度大涨。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，整体建议在限产不明的情况下，暂时避险。

燃料油：弱势调整

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU09 报 2924 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。

低硫燃料油：继续承压

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU09 收于 3581 元/吨

【产业表现】供给端：7 月份科威特出口环比+24 万吨，阿联酋进口+9 万吨，中东供应-3 万吨，巴西-35 万吨，西北欧市场供应-54 万吨，非洲供应环比持-8 万吨，7 月份海外供应缩量；需求端，7 月份中国进口+17 万吨，日韩进口-9 万吨，新加坡+5 万吨，马来西亚进口-5 万吨；库存端，新加坡库存-132 万桶；ARA+5 万吨，舟山+14 万吨；

【南华观点】7 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，库存端新加坡小幅去库，短期低硫裂解下跌后企稳，有小幅走强驱动，短期观望为主

沥青：跟随成本端弱势调整

【盘面回顾】BU09 收于 3609 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3845 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】：周二尿素 09 收盘 1810

【现货反馈】：周二国内尿素行情坚挺向上运行，涨幅 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1680-1830 元/吨，外围新疆、东北、内蒙等区域行情依旧偏弱。宏观面影响尿素期货频繁震荡，上游心态坚挺价格惯性上调，但涨后高价成交阻力较大。

【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：维持强势

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1375，6.18%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 188.42 万吨，环比上周四-2.14 万吨；其中，轻碱库存 75.71 万吨，环比上周四-2.59 万吨，重碱库存 112.71 万吨，环比上周四+0.45 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 1249，6.48%

【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：动如脱兔，静如处子

【盘面】主力合约收盘于 838（-4），减仓 2264 手。持续 3 天资金净流出。
【逻辑】商品宏观扰动加剧，今日午后，股票市场的煤炭板块瞬间拉涨。主要因素是，市场传言：1、国家能源局将在山西、内蒙古等 8 个重点产煤省区开展煤矿生产情况核查，以规范生产、稳定煤炭供应；2、核查内容包括煤矿 2024 年是否超公告产能生产、2025 年生产计划是否合理等问题。3、对 2025 年 1-6 月单月原煤产量超过公告产能 10% 的煤矿，将一律责令停产整改。随后期货市场开盘，带动煤炭，煤化工，建材等板块快速拉升。在这种背景之下，原木走出了相对独立的行情，静若寒蝉。归结原因，也确实跟它关系不大，有操守，不硬蹭。

现货市场价格稳定，盘面的拉涨目前还未见到现货端价格正反馈出现。按照 CFR114 美金的进口价格来估算盘面，目前价格估值偏高。若后续的 CFR 报价持续走高，则会对估值进行修正。若走低，则高估加剧，出现较好的空头套保空间。所以目前处于一个估值略微偏高，上下波动都可能的一种状态当中。向下有进口成本的支撑，套保无利润。需求波动不大的背景之下，大幅向上又会拉出来较大的套保空间。期货盘面较小，资金的话语权较大。

纸浆：突破临界点

【盘面】主力合约今日收盘于 5368（+40），涨幅 0.75%。
【观点】
现货端，山东银星报价 5920 元/吨（+0），山东俄针报价 5300 元/吨（+0），山东金鱼报价 4100 元/吨（+0）
根据卓创资讯统计，进口针叶浆现货市场中，贸易商前期提价后出货情况未有改善，因此对继续跟涨持观望态度，加之下游询盘意愿不强，市场交投活跃度较低，价格保持稳定；进口阔叶浆市场上，贸易商虽有惜售心理，但下游采浆积极性欠佳，偏高价位的成交难度较大，市场价格暂时维持盘整；进口本色浆及化机浆市场的动销节奏较为迟缓，下游纸厂询盘热情不高，价格主要在区间内进行盘整。
近期纸浆期货受宏观氛围提振持续上涨，尽管基本面偏弱、追涨信心不足，但宏观因素成价格上行主因。目前需求旺季尚未来临，国内反内卷涉及到的行业，也尚未触及造纸相关行业，盘面上涨较为疲弱。目前盘面处于突破的临界点，宏观主导之下，商品近几日整体较为强势。若能有效突破，可顺势谨慎追多。

烧碱：高位共振

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2658，3.46%
【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，现货开始松动，保持观察。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：现货博弈增强

【期货动态】LH2509 收于 14380，日环比+0.1%。
【现货报价】全国生猪均价 14.35（-0.05）元/公斤，其中河南 14.48（-0.05）元/公斤、湖南 14.19（-0.00）元/公斤、辽宁 14.31（-0.13）元/公斤、四川 13.57（-0.00）元/公斤、广东 15.87（-0.00）元/公斤。
【现货情况】
南北猪价均呈现不同程度重心下移。北方散户成交一般，报价主流稳定，集团场出栏积极性有所增加，出栏量小幅增加；需求承接能力较差，下游市场白条购销不佳，开工率偏低运行。
【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，适当布局反套。

油料：远月多配

【盘面回顾】外盘美豆在反弹后缺乏持续动力而转震荡，内盘近月在正套资金推动下表现强势，远月同样跟涨。
【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，外盘小幅反弹后巴西升贴水报价走弱，榨利小幅修复后买船加快，今年四季度与明年 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，10 月 900 万吨，后续大豆到港预计将在 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，盘面期现回归需关注近月多头资金离场情况。基本面方面变化程度有限，国内进口大豆原料供应较为宽裕，油厂压榨维持高位，豆粕库存累库至百万吨。需求端来看，生猪价格反弹而使得养殖利润走升，整体对于豆粕提货需求存在中性支撑。
菜粕端来看，菜粕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；近期印度菜粕问题影响进一步上行动力，叠加中加、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】外盘在关键整数点口获得支撑，但中美会谈与天气情况无法继续驱动盘面反弹，后续需关注中国采购与美豆产区天气情况；内盘豆系由于近月在出现 FULL CARRY 机会后盘面接货成本被覆盖，在本仓单周期内或可实现转月提货，预计将继续走正套逻辑；菜系由于短期内仓单供需错配而表现偏强。短期内矛盾情况无法持续驱动盘面大幅走强，远月供需缺口仍是布局重点。

【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)玉米期货收低，天气利于美国玉米生长。大连玉米淀粉震荡。

【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 2200 元/吨，+20 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】商品总体情绪较为积极，玉米价格稳定。进口玉米拍卖成交率下滑，对东北玉米的影响减弱，东北玉米价格有一定反弹，但成交活跃度一般。华北地区阴雨天气影响山东深加工企业玉米到车量有，整体价格稳定偏强。销区市场玉米价格小幅反弹，下游饲料企业多用小麦替代，玉米购销平淡。淀粉方面：整体稳定，伴随检修行业库存有一定去化。

【南华观点】窄幅震荡，关注拍卖成交率。

棉花：关注持仓变化

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅上涨，美元指数回落。隔夜郑棉上涨近 0.5%。

【外棉信息】根据统计，巴基斯坦 2025 年 6 月份的纺织品服装出口额达 15.22 亿美元，同比增加 7.59%，环比下降 0.6%；出口棉纱 2.49 万吨，同比增加 52.32%，环比增加 55.43%；出口棉布 2.27 亿吨，同比减少 8.34%，环比减少 11.09%。

【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。据中国棉花信息网调查显示，截至 7 月 15 日，国内棉花工商业库存共 342.45 万吨，较六月底减少 30.83 万吨，降速继续小幅放缓，但整体库存水平偏低，仍对棉价形成支撑。近期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，在新棉上市前，国内的低库存现状仍会对棉价形成有力支撑，需关注近期进口配额政策能否落地及后续棉花去库情况，但当前在淡季需求下，终端成品库存压力仍在累积，或限制棉价上方空间，同时远月还存丰产预期，后续需关注 8 月 1 日后中美关税如何变化。

白糖：维持均势

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二收低，因有迹象表明全球食糖供应过剩。

昨日夜盘，郑糖维持震荡，短期存在压力。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6080 元/吨。昆明中间商报价 5860-5980 元/吨。

【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，7 月前三周出口糖 234.47 万吨，日均出口 16.75 万吨，较上年 6 月增加 2%。

2.印度计划允许在 10 月开始的新榨季出口食糖，因种种迹象表明，印度甘蔗作物将获得丰收。

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】短期糖价进一步上行存在压力。

苹果：小幅抬升

【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，二三茬果整体坐果情况尚可，个别枣园因管理不当空吊偏多，近期新疆气温或偏高，关注末茬补量情况。
【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 2 车，河北崔尔庄市场到货 5 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 22 日郑商所红枣期货仓单录得 8912 张，较上一交易日减少 35 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，当前二三茬坐果情况好于预期，关注近期高温下末茬情况，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。