金融期货早评

人民币汇率：关键 Deadline 逼近

【行情回顾】昨日，岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1610，较上一交易日上涨 146 个基点，夜盘收报 7.1547。人民币对美元中间价调升 46 个基点，报 7.1414，创 2024 年 11 月 6 日以来最高。

【重要资讯】1）商务部新闻发言人介绍，经中美双方商定，国务院副总理何立峰将于 7 月 27 日至 30 日赴瑞典与美方举行经贸会谈。2）日美关税谈判达成协议。美方对日本实施的"对等关税"税率将从 25%下调至 15%，日本将在现行的"最低准入制度"下增加美国大米的进口量。3）美国总统特朗普表示，将对世界其他大部分国家征收 15%至 50%的简单关税。特朗普还说，美国正在与欧盟进行认真谈判，如果他们同意向美国企业开放，美国将允许他们支付较低的关税。

【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，美元兑人民币汇率大概率短期仍以持稳前行为主（偏弱）。

【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：连涨后或迎来盘整

【市场回顾】

昨日股指涨跌不一，大盘股指收涨，中小盘股指收跌。从资金面来看，两市成交额回落 284.39 亿元。期指方面，IH 缩量上涨，其余品种均放量上涨。

【重要资讯】

1. 12 月 18 日海南自贸港封关！"零关税"商品比例 74%、"一线"口岸 8 个。

【核心逻辑】

昨日股指盘中冲高，四大股指皆创下年内新高，午后回落，大盘股指走势相对偏强。从情绪指标来看，各品种期指基差及期权持仓量 PCR 涨跌不一，没有明显的一致性。当前消息面较平淡，股指整体向好趋势不变。因此我们认为指数午后回落是避免市场情绪过热的一种方式，指数大幅连涨多日后短期或迎来盘整。策略上建议多头继续持有。

【南华观点】多头持仓观望

国债：情绪有所降温

【行情回顾】国债期货低开后跳水,跌幅持续扩大,T2509 最多下跌 0.3 元,市场情绪脆弱。午后风险资产集体调整,债市低位反弹,跌幅收窄。盘前隔夜匿名和 DRO1 都上了 5bp,但利率水平依然不算高。公开市场今天到期 5201 亿。新做 1505 亿 7DOMO，净回笼 3696 亿元。

【重要资讯】：1.最高人民法院今天发布《关于审理执行异议之诉案件适用法律问题的解释》，对于商品房消费者权益保护进行了细化、具体的规定，进一步拓宽了保护范围，更大力度守护买房人的合法权益。该解释自 2025 年 7 月 24 日起施行。

【核心逻辑】日内债市依旧受到风险资产的压制，但日内商品和股市的环境都有些许变化。商品方面，午间有小作文带动价格回落。反内卷逻辑是近期行情的主线,但随着价格持续推高以及行情极端化情绪也到了需要释放的时候。从今天下午开始也陆续有关于价格过度上

涨的,偏理性的声音传出。A 股午后情绪同样降温,建材、建筑、电力等近期热门的概念板块领跌。但后续市场是否企稳仍有较大变数，目前还需要观望。贵券方面依旧以观望为主，尽管午后市场情绪有所修复，但目前很难说已经完成筑底，交易盘建议多看少动，参与的话需要在带好止损的前提下快进快出。配置盘则需要把握下跌带来的机会。

【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：期价整体偏震荡

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格开盘后偏震荡下行，后震荡略有回升。截至收盘，EC 各月合约价格涨跌互现。

【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$1907，较同期前值上涨$12，40GP 总报价为$3214，较同期前值上涨$24。8 月 7 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1775，较同期前值上涨$20，40GP 总报价为$2970，较同期前值上涨$40。8 月中上旬，MSC 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2163，较前一周上涨$103，40GP 总报价为$3646，较前一周上涨$206。8 月中上旬，中远海运上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2875，较前一周上涨$200，40GP 总报价为$4725，较前一周上涨$400。

【重要资讯】：当地时间 22 日，以国防部长卡茨在当天召开的形势评估会议上表示，以色列距离实现军事目标已经非常近，当前还剩下加沙和也门两个战场。卡茨还表示，不排除再次对伊朗发动袭击的可能性。

【南华观点】：如此前预期，期价受马士基欧线现舱报价影响，近月合约震荡回落，但后 MSC8 月报价仍高于 7 月，给予期价以一定支撑，期价至短期低位而有所回升。以防长称不排除再次对伊朗发动袭击的可能性也从市场情绪角度给予期价以小幅利多。对于后市而言，期价整体短暂回归震荡可能性相对较高，可关注后续其余船司举措、欧线现舱报价变化等。

重要申明：本报告内容及观点仅供学习和参考，不构成任何投资建议。市场有风险，投资需谨慎。

以上评论由分析师俞俊臣（Z0021065）、王梦颖（Z0015429）、周骥（Z0017101）、高翔（Z0016413）及助理分析师廖臣悦（F03120676）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银： 贸易关税担忧趋缓削弱避险情绪

【行情回顾】周三贵金属市场有所调整，美指虽延续偏弱，但 10Y 美债收益率走高利空贵金属估值。周边美股再刷新高，比特币和原油震荡，南华有色金属指数调整。最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3397.5 美元/盎司，-1.34%；美白银 2509 合约收报于 39.52 美元/盎司，-0.09%。 SHFE 黄金 2510 主力合约 792.9 元/克，+0.9%；SHFE 白银 2510 合约收

9492 元/千克，+1.16%。随着 8 月 1 日关税落地期限临近，美国关税贸易战趋缓提升市场风险偏好并短期压制贵金属价格，特朗普通过社交媒体宣布美国与日本达成贸易协议，对日关税税率为 15%及日本 5500 亿美元对美投资；媒体称欧美接近达成协议、美将对欧盟征 15%关税，虽此后白宫回应是臆测，但仍引发一定贵金属多头获利了结。美联储方面，政府对美联储干预仍在持续进行，这将促使美联储独立性原则下的鹰向鸽转变，有利于贵金属，下周四美联储将召开 7 月 FOMC 会议。美国财长贝森特表示，可能会在 12 月或明年 1 月宣布新的美联储主席提名人选。此外，近期黄金与白银 ETF 基金流入显著。

【降息预期与基金持仓】降息预期略波动。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 37.2%，累计降息 25 个基点的概率为 61.2%，累计降息 50 个基点的概率为 1.6%；美联储 10 月维持利率不变的概率 18.9%，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 30.9%，累计降息 75 个基点的概率为 0.8%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓日度维持在 954.8 吨；iShares 白银 ETF 持仓日度增加 49.45 吨至 15207.82 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 10.5 吨至 1188.5 吨；截止 7 月 18 日当周的 SGX 白银库存周增 1572 吨至 1312 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，短线伦敦金日线收阳包阴，预示短线调整压力，建议关注 3380-3385 区域支撑有效性，阻力位 3400，3450，3500；伦敦银支撑上移至 39 附近，阻力 39.5，然后 40 区域。操作上仍维持回调做多思路。

铜：小幅回落

【盘面回顾】沪铜指数在周三小幅回落，报收在 7.95 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，铜供给端并不存在特别需要淘汰的产能，且雅鲁藏布江水电站的施工周期极长，前期对铜需求极低。另外，铜价上涨并没有明显的带动持仓上升。
【南华观点】短期小幅偏强，中期或回落。

铝产业链：情绪与基本面博弈

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20790 元/吨，环比-0.34%，成交量为 14 万手，持仓

33 万手，伦铝收于 2638 美元/吨，环比-0.73%，成交量为 2 万手；氧化铝收于 3355 元/吨，环比-2.81%，成交量为 94 万手，持仓 19 万手；铸造铝合金收于 20155 元/吨，环比-0.30%，成交量为 3812 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。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。宏观方面，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，昨日情绪有所减弱，氧化铝价格大幅下跌。总的来说，短期氧化铝处于情绪偏强与基本面预期偏弱的博弈中，期货价格波动放大，投资者注意风险控制。

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：回调下跌；铸造铝合金：高位震荡

锌: 高位震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22975，环比+0.11%。其中成交量为 17.36 万手，而持仓则增加 3831 手至 13.79 万手。现货端，0#锌锭均价为 22820 元/吨，1#锌锭均价为 22750 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【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：基本面逻辑凸显，预计延续震荡

【盘面回顾】
沪镍主力合约日盘收于 123370 元/吨，下跌 0.06%。不锈钢主力合约日盘收于 12900 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 125050 元/吨，升水为 2000 元/吨。SMM 电解镍为 124050 元/吨。进口镍均价调整至 123450 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 907.5 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】
日内沪镍进入震荡走势，宏观层面情绪逐渐淡化。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。镍铁目前成交有所回暖，日内成交有重回 920 一线，可重点关注镍铁支撑趋势，是否延续回调。不锈钢方面日内持续探涨，但是进一步上行动能不足，空头力量凸显。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。目前基本面逻辑重新凸显，重点关注镍铁回调支撑以及大厂减产走势。

锡：窄幅震荡，等待回落机会

【盘面回顾】沪锡指数在周三窄幅震荡，报收在 26.8 万元每吨附近，成交 11 万手，持仓 5.3 万手。周三夜盘因缅甸进口不及预期，锡价再度上升。
【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:矿价涨幅缩小，盘面回落调整

【行情回顾】周三碳酸锂期货震荡回落，主力合约收于 69380 元/吨，日环比跌 4.8%。成交量 133.41 万手（日环比增加 19.31%），持仓量 36.20 万手（日环比减少 4.95 万手）。碳酸锂 LC2509-LC2511 月差维持 back 结构，日环比走弱 210 元/吨。仓单数量总计 10754 手，日环比增加 665 手。
【产业表现】锂电产业链现货市场整体维稳。矿端报价继续小幅抬升，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 770 美元/吨，环比涨 2.5 美元/吨。锂盐市场中，电池级碳酸锂价格为 70450 元/吨，日环比涨 1350 元/吨；电池级氢氧化锂报价 64970 元/吨，日环比涨 1100 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 300 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，盘面回调后，下游厂商点价采买。
【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。
【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:双硅回调，情绪仍存

【行情回顾】周三工业硅期货主力合约高开低走，收于 9525 元/吨，日环比下跌 1.35%。成交量约 168.19 万手（日环比增加 36.26%），持仓量约 33.47 万手（日环比降 4.61 万手）。SI2509-SI2511 月差维持 back 结构，日环比走强 15 元/吨；仓单数量 50106 手，日环比增加 53 手。

多晶硅期货合约高位震荡，主力合约收于 50080 元/吨，日环比涨 1.99%。成交量 124.62 万手（日环比增 64.52%），持仓量约 16.56 万手（日环比换上 2.65 万手）。PS2509-PS2511 月差维持 back 结构，日环比走弱 140 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 9500 元/吨（日环比涨 400 元/吨），99#硅粉报 10000 元/吨（日环比上涨 300 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，出货报价平稳；铝合金市场小幅上涨，ADC12 报价 20250 元/吨。

多晶硅环节报价维稳，N 型多晶硅价格指数报价 44.05 元/千克（日环涨 0.5 元/千克）；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】市场消息影响，双硅回调，情绪仍存。对于后市市场走向，关注光伏新增装机量和下游接受情况。

【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：供需双弱，走势低迷

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16850 元/吨，环比-0.3%，其中成交量 70210 手，而持仓量则增加 15054 手至 62272 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：波动较大

【行情回顾】上涨动能放缓
【信息整理】1．商务部：经中美双方商定，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于 7 月 27 日至 30 日赴瑞典与美方举行经贸会谈。
2. 国家发展改革委主任郑栅洁 7 月 23 日主持召开企业座谈会。郑栅洁表示，将积极采取务实有效措施，健全国企民企协同发展的体制机制，推动整治内卷式竞争、拓展产业链供应链合作。
3. 大商所发布市场风险提示函，近期焦煤等品种价格波动较大。请各会员单位关注市场动态，加强风险管理，引导市场参与者理性合规交易；广期所调整工业硅、多晶硅、碳酸锂期货相关合约的涨跌停板幅度、交易保证金标准、交易手续费标准和交易限额。
【南华观点】近日煤矿生产核查通知强化了“反内卷”预期，推动焦煤连续大涨，并带动黑色板块整体情绪走强。目前，大商所已发布市场风险提示函，可能使市场高涨情绪有所降温，引发盘面回调。基本面来看，当前钢材供需格局暂无突出矛盾。本轮盘面上涨刺激了期现投机需求，叠加前期空单回补与下游补库积极性提升，共同催生了“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，对原料的补库需求旺盛，在钢厂高利润与高铁水产量的支撑下，短期产业链正反馈逻辑仍将延续。综合判断，预计短期市场乐观情绪回落或带动盘面回调。但考虑到月底将召开政治局会议，叠加当前钢材基本面矛盾尚未累积，此轮上涨行情难言结束。

铁矿石：日内波动加剧

【盘面信息】焦煤涨停炸板后再封板。09 铁矿石冲高回落
【信息整理】1.7 月 22 日下午，一则国家能源局综合司发布的促进煤炭供应平稳有序的通知在网上流传。通知显示，今年以来，全国煤炭供需形势总体宽松，价格持续下行，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。为规范煤矿企业生产行为，促进煤炭供应平稳有序，国家能源局拟于近期在重点产煤省(区)组织开展煤矿生产情况核查工作。23 日上午，从国家能源局的多个渠道确认，该通知属实。据知情人士介绍，该文件是由煤炭司主导负责。（央广网） 2.特朗普宣布与日本达成贸易协议：关税 15%+5500 亿美元对美投资。美国总统特朗普发文表示，我们刚刚与日本达成了一项大规模协议，这可能是有史以来最大的一笔协议。按照我的指示，日本将向美国投资 5500 亿美元，美国将获得 90%的利润。这项协议将创造成千上万的就业机会——这是前所未有的。也许最重要的是，日本将开放其国家的贸易，包括汽车和卡车，大米和某些其他农产品，以及其他东西。日本将向美国支付 15%的对等关税。对于美国来说，这是一个非常激动人心的时刻，特别是我们将继续与日本保持良好的关系。
【南华观点】部分反内卷品种出现多头筹码松动的情况，空头割肉离场后部分多头选择止盈。铁矿石基本面尚可，供需紧平衡，钢厂利润不错，维持高铁水生产。但目前商品估值偏高，注意回落风险。

焦煤焦炭：关注三轮提涨进展

【盘面回顾】强势上涨
【信息整理】
1. 2025 年 7 月 23 日 0 时起，河北市场主导钢厂对焦炭采购价上调，湿熄涨幅 50 元/吨，干熄涨幅 55 元/吨。第二轮提涨全面落地。
2. 大商所：近期焦煤等品种价格波动较大。请各会员单位关注市场动态，加强风险管理，

引导市场参与者理性合规交易。
3. 据央视新闻，美国总统特朗普当地时间 23 日表示，将对世界其他大部分国家征收 15%至 50%的简单关税。特朗普还说，美国正在与欧盟进行认真谈判，如果他们同意向美国企业开放，美国将允许他们支付较低的关税。
4. 7 月 23 日，商务部新闻发言人就中美瑞典经贸会谈答记者问：经中美双方商定，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于 7 月 27 日至 30 日赴瑞典与美方举行经贸会谈。
【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，二轮提涨虽已落地，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，周三正式落地，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，周一焦化厂开启二轮提涨，周三正式落地。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：盘面微跌，美欧接近达成关税协议

【盘面动态】截至当天收盘，纽约商品交易所 9 月交货的轻质原油期货价格下跌 6 美分，收于每桶 65.25 美元，跌幅为 0.09%；9 月交货的伦敦布伦特原油期货价格下跌 8 美分，收于每桶 68.51 美元，跌幅为 0.12%。夜盘 SC 原油主力合约收涨 0.42%，报 506 元/桶。

【市场动态】1.因进港规定变动，俄罗斯黑海石油运输受阻。据报道，俄罗斯黑海两个主要码头的石油装载已经暂停，原因与进港安全新规定的文书工作有关。两名业内人士称，此次暂停影响了新罗西斯克港和里海管道联盟的出口设施 Yuzhnaya Ozereevka 码头。其中一人表示，他预计情况将在一两天内得到解决。在最近几个月发生了一系列神秘的油轮爆炸事件后，进入俄罗斯海港的规则发生了变化。本周早些时候，俄罗斯总统普京签署了一项法令，要求从外国码头抵达的船只必须获得驻埠船长的许可，并得到俄罗斯联邦安全局的同意。2. 美国至 7 月 18 日当周国内原油产量降幅录得 2025 年 4 月 4 日当周以来最大；美国至 7 月 18 日当周国内原油产量为 2025 年 1 月 24 日当周以来最低。3.欧盟和美国即将达成一项贸易协议，将对欧洲进口商品征收 15%的关税，类似于特朗普本周与日本达成的协议。

【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。隔夜美盘时段，原油从日内低点反弹回升，主要受英媒报道影响——美欧接近达成 15%关税协议。受此消息带动，美股与原油同步走强，美股刷新新高的同时，原油也逐步收复了日内跌幅。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】：周四甲醇 09 收于 2470

【现货反馈】: 周四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：宏观情绪带来较大扰动

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7096（-72）。
【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7070 元/吨，华东现货价格为 7070 元/吨，华南现货价格为 7060 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】从宏观角度看，近期政策面释放积极信号，在情绪带动下聚烯烃波动较大。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：现实端持续偏弱

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7288（-80）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7180 元/吨，华东现货价格为 7230 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】从宏观角度看，近期政策面释放积极信号，在情绪带动下聚烯烃盘面波动较大。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。

纯苯：震荡整理

【盘面回顾】BZ2603 收于 6196（-82）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 5975（-50），主力基差-221（+32）
【库存情况】截至 7 月 21 日，江苏纯苯港口库存 17.1 万吨，较上期环比上升 4.27%。
【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，周一港口库存小幅波动。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：盘面震荡偏弱，月内补空活跃
【盘面回顾】EB2508 收于 7440（-65）
【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7440（-60），主力基差 0（+5）
【库存情况】截至 7 月 21 日，江苏苯乙烯港口库存 15.07 万吨，较上周期增加 1.22 万吨，幅度+8.81；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：供应端受淄博俊辰装置故障短停影响，开工率小幅下滑。需求端，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。本周华东港口继续累库至 15.07 万吨，近端供应明显增多。现货市场本周产业大户继续出 7 下纸货，近端基差持续走弱，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：震荡收跌

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU09 报 2879 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：跟随成本波动为主

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU09 收于 3565 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：跟随成本端弱势震荡

【盘面回顾】BU09 收于 3594 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。

玻璃纯碱：高位震荡

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1338，-2.69%

【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尚在，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 1211，-3.04%
【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】
玻璃保持高位强势，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：资金撤退

【盘面】主力合约收盘于 823（-15），减仓 3300 手。持续 4 天资金净流出。
【逻辑】商品火热的背景之下，原木缺乏热度。资金持续流出。基本面上面没有明显的变化。昨日现货价格保持平稳。盘面减仓下跌，将偏高的估值一定程度修复。盘面体量较小，若资金持续流出，后续将会返回到低波动震荡的行情之中。目前需要关注的点是下次的 CFR 报价，以及现货价格反馈情况。

烧碱：高位震荡，等待指引

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2644，-0.53%
【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 14590，日环比+1.46%。
【现货报价】全国生猪均价 14.22（-0.13）元/公斤，其中河南 14.33（-0.15）元/公斤、湖南 14.07（-0.12）元/公斤、辽宁 14.17（-0.14）元/公斤、四川 13.47（-0.10）元/公斤、广东 15.67（-0.20）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：政策影响

【盘面回顾】外盘美豆在反弹后缺乏持续动力而转震荡，内盘由于豆粕减量政策而大跌。
【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，近月较远月偏强；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：稳中偏强

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货继续收低，天气利于美国玉米生长。大连玉米淀粉震荡偏强。
【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，+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】东北玉米价格反弹后稍显稳定，但购销比较平淡。华北地区整体价格稳定偏强，深加工企业价格普遍上涨 10-20 元/吨。销区市场玉米价格小幅反弹，价格易涨难跌。淀粉方面：整体稳定，北方走货情况好于南方。
【南华观点】震荡偏强，货源偏少，关注新作玉米生长情况。

棉花：近月博弈持续

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅上涨，关注美棉出口情况。隔夜郑棉下跌超 0.5%。
【外棉信息】2025 年 6 月，越南纺织服装出口额达 35.97 亿美元，环比增加 9.45%，同比增加 13.86%，纱线出口量为 154.63 万吨，环比下降 0.32%，同比增加 9.27%。
【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，后续需关注中美贸易政策调整情况。

白糖：内强外弱

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三收低，受供应前景改善压制。
昨日夜盘，郑糖小幅上涨，近期走势强于外盘。
【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】近期内强外弱格局明显。

鸡蛋：分歧增大

【期货动态】JD2509 收于 3637，日环比+0.44%
【现货报价】昨日主产区鸡蛋均价为 3.23（+0.08）元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.32（+0.11）

元/斤。
【现货情况】
蛋价连续上涨后，下游各环节消化尚需时日，走货有所放缓，情绪面仍有支撑，产区蛋价有稳有涨。销区北京、广东到车正常，走货偏好，价格继续上涨。上海需求好转，价格上行。
【南华观点】中长周期鸡蛋产能依旧处于偏宽松状态，产业链还需要进一步去产能。短期蛋价偏强，且远月贴水已对预期有所计价，预期充分的情况下，可适当布局反套。

苹果：关注 8000 整数关

【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，期价逼近 8000 点。
【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】短期保持震荡偏强思路对待。

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暂未到货，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 23 日郑商所红枣期货仓单录得 8912 张，较上一交易日持平。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，短期红枣价格或以震荡为主。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、戴鸿绪（Z0021819）、靳晚冬（Z0022725）、陈嘉宁（Z0020097）及助理分析师朱天择（F03143224）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。