

金融期货早评

人民币汇率：中间价连续调升

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1547，较上一交易日上涨 63 个基点，夜盘收报 7.1557。人民币对美元中间价报 7.1385，调升 29 个基点。

【重要资讯】1) 欧洲央行维持三大利率不变，自去年 6 月以来连续 8 次降息后首次按下降息“暂停键”。2) 美国 7 月标普全球制造业 PMI 初值下降至 49.5，创 2024 年 12 月以来新低。但服务业 PMI 初值为 55.2，综合 PMI 初值为 54.6，均创 2024 年 12 月以来新高。3) 欧元区 7 月制造业 PMI 初值录得 49.8，创 2022 年 7 月以来最高值；服务业 PMI 意外升至 51.2，带动综合 PMI 至 51，均高于市场预期。德国、法国 PMI 数据也均有所回升。4) 土耳其央行重启降息周期，将基准利率从 46% 下调至 43%，且降息幅度超出市场预期。

【核心逻辑】展望后市，预计本周美元兑人民币即期汇率仍以持稳前行为主（偏弱）：1) 外部环境方面，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。2) 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，但中间价的表态或在一定程度上表明美元兑人民币即期汇率回落 7 下方的概率正在提升。

【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：市场情绪保持乐观，预计延续偏强

【市场回顾】

昨日股指集体收涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨。从资金面来看，两市成交额减少 198.94 亿元。期指均放量上涨。

【重要资讯】

1. 中国正全面修订实施 27 年的《价格法》。修正草案直指当前市场竞争中备受关注的“内卷”现象。草案内容显示，监管机构将通过完善低价倾销的认定标准、明确禁止利用算法从事不正当价格行为等手段，加大对非理性价格战的治理力度。

【核心逻辑】

昨日股指集体收涨，中证 500、中证 1000 指数经历昨日调整后相对偏强，收盘再创年内新高，两市成交额小幅缩量，但依旧维持在年内较高水平。受海南自贸港将于今年 12 月 18 日启动全岛封关运作的消息影响，自贸区、免税店等相关概念板块领涨。期指基差方面，各品种合约基差均上涨，持仓量也有所上涨，说明多头入场。当前消息面较平淡，市场情绪保持乐观的情况下预计股指延续偏强运行。

【南华观点】多头持仓观望

集运：美欧关税有望维持较低水平？期价低位反弹

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格宽幅震荡。截至收盘，EC 各月合约价格均有所上行。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，8 月 7 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为 \$1815，较同期前值上涨 \$40，40GP 总报价为 \$3050，较同期前值上涨 \$80。

8 月中上旬，赫伯罗特马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为 \$2035，较同期前值下降 \$200，40GP 总报价为 \$3335，较同期前值下降 \$200。

【重要资讯】：当地时间 23 日，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。

【南华观点】：如此前预期，期价在连跌三日及短期低位后，在部分主流船司 8 月报价仍高于 7 月，给予期价以一定支撑的情况下有所回升。此外，美欧关税有望下调，贸易能有所恢复，宏观情绪也对期价有一定的利好。对于后市而言，近月合约存在再度震荡回落的可能，期价整体延续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）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：权益资产表现良好 贵金属略显承压

【行情回顾】周四贵金属市场延续调整回落，美指收涨，10Y 美债收益率亦回升则利空贵金属估值。周边欧美股市涨跌不一，中国股市走强，比特币震荡，原油上涨，南华有色金属指数亦偏强，国内股市近期偏强走势已导致本周国内黄金 ETF 流出和短期重新配置。最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3371.3 美元/盎司，-0.77%；美白银 2509 合约收报于 39.285 美元/盎司，-0.55%。SHFE 黄金 2510 主力合约 778.74 元/克，-1.6%；SHFE 白银 2510 合约收 9386 元/千克，-0.83%。消息面，美联储“装修门”升级，特朗普首次“上门”施压降息，但解雇鲍威尔警报暂停，贝森特指有其他风险。欧洲央行周四如期维持主要利率在 2% 不变，以等待欧盟与美国贸易关系走向的更多明确信号，市场仍押注今年稍晚还有至少一次降息。会后拉加德表示央行处于“观望模式”，市场明显下调 9 月降息预期。关税贸易战方面，墨西哥总统辛鲍姆表示，墨西哥努力避免 8 月美国关税提高。墨西哥向美国提出了减少贸易逆差的计划。如有必要，将与特朗普进行交谈。数据方面，美国 7 月标普全球制造业 PMI 初值 49.5，预期 52.7，前值 52.9；美国 7 月标普全球服务业 PMI 初值 55.2，预期 53，前值 52.9；美国至 7 月 19 日当周初请失业金人数 21.7 万人，预期 22.6 万人，前值 22.1 万人。

【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 95.9%，降息 25 个基点的概率为 4.1%；美联储 9 月维持利率不变的概率为 39.2%，累计降息 25 个基点的概率为 58.4%，累计降息 50 个基点的概率为 2.4%；美联储 10 月维持利率不变的概率 21.6%，累计降息 25 个基点的概率为 49.8%，累计降息 50 个基点的概率为 27.5%，累计降息 75 个基点的概率为 1.1%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓日度增加 2.29 吨至 957.09 吨；iShares 白银 ETF 持仓日度维持在 15207.82 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 0.2 吨至 1188.7 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，周五晚间 20:30 适当关注美 6 月耐用品订单数。

【南华观点】中长线或偏多，短线伦敦金日线收高位阴包阳，预示短线调整压力，支撑下移至 3350，强支撑 3330 区域，阻力位 3400，3450，3500；伦敦银支撑 38.7 附近，阻力 39.5，然后 40 区域。操作上仍维持回调做多思路。

铜：高位震荡

【盘面回顾】沪铜指数在周四高位震荡，报收在 7.98 万元每吨，成交 15 万手，持仓 51 万手，上海有色现货升水 145 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：等待氧化铝基本面改善

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20760 元/吨，环比-0.41%，成交量为 15 万手，持仓 31 万手，伦铝收于 2646 美元/吨，环比-0.19%；氧化铝收于 3427 元/吨，环比+0.23%，成交量为 79 万手，持仓 20 万手；铸造铝合金收于 20135 元/吨，环比-0.37%，成交量为 2731 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，现货采购情绪转弱，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产能规划有影响，因此短期以情绪炒作为主。周三部分多头获利了结叠加山西氧化铝厂结束压产回复产量至 280 万吨氧化铝大幅回踩，但考虑到紧现货低库存的基本面尚未改变，空头资金较为谨慎。总的来说，我们认为氧化铝盘面想要继续走高主要依赖流动资金的持续推动，短期或维持震荡走势，但在市场出现利空消息或现货及仓单情况改善时可能会出现大幅回调。宏观情绪与基本面的博弈使得氧化铝近期波动放大，空头建议在仓单数据明显改善后再入场，多头投资者可持有至数据改善后止盈，注意回调风险，未入场的投资者不建议现在盲目追高，建议观望。

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：震荡偏强；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 23015 元/吨，环比+0.17%。其中成交量为 15.2 万手，而持仓则减少 2956 手至 13.49 万手。现货端，0#锌锭均价为 22880 元/吨，1#锌锭均价为 22810 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 124360 元/吨，上涨 0.56%。不锈钢主力合约日盘收于 12935 元/吨，上涨 0.12%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 125650 元/吨，升水为 1950 元/吨。SMM 电解镍为 124700 元/吨。进口镍均价调整至 124100 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27260 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-4.9%。8-12%高镍生铁出厂价为 909 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-4.74%。纯镍上期所库存为 25277 吨，LME 镍库存为 204456 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】

日内沪镍延续震荡。基本面方面镍矿受菲律宾季节性到港库存有所上升；后续供应宽松且需求收窄走势延续，近期易跌难涨。镍铁目前成交有所回暖，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，关注后续成本支撑。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：小幅走强，等待回落机会

【盘面回顾】沪锡指数在周四小幅走强，报收在 27.4 万元每吨附近，成交 20 万手，持 6.1 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:期货市场情绪活跃，注意风险

【行情回顾】周四碳酸锂期货涨停，主力合约收于 76680 元/吨，日环比涨 10.52%。成交量 177.02 万手（日环比增加 32.69%），持仓量 43.67 万手（日环比增加 7.46 万手）。碳酸锂 LC2509-LC2511 月差维持 back 结构，日环比走强 760 元/吨。仓单数量总计 11654 手，日环比增加 900 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 790 美元/吨，环比涨 20 美元/吨。锂盐市场中，电池级碳酸锂价格为 70550 元/吨，日环比涨 100 元/吨；电池级氢氧化锂报价 65670 元/吨，日环比涨 700 元/吨，贸易商基差报价平稳，下游正极材料报价小幅上涨，三元材料报价涨幅 300 元/吨左右；电解液报价平稳。

【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。近期波动增大，注意风险。

【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:情绪仍存，注意持仓风险

【行情回顾】周四工业硅期货主力合约震荡走高，收于 9690 元/吨，日环比上周 1.73%。成交量约 117.28 万手（日环比减少 30.27%），持仓量约 33.6 万手（日环比增 1498 手）。SI2509-SI2511 月差维持 back 结构，日环比走弱 50 元/吨；仓单数量 49776 手，日环比减少 330 手。

多晶硅期货合约高位震荡，主力合约收于 53765 元/吨，日环比涨 7.36%。成交量 112.37 万手（日环比减少 9.83%），持仓量约 17.25 万手（日环比增 6923 手）。PS2509-PS2511 月差维持 back 结构，日环比走强 10 元/吨；仓单数量 3020 手，环比增 240 手。

【产业表现】工业硅现货报价走强，新疆 553#工业硅报 9500 元/吨（日环比持平），99#硅粉报 10150 元/吨（日环比上涨 150 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，出货报价涨 400 元/吨至 12450 元/吨；铝合金市场 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（日环持平）；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】近期市场情绪较为火热，工业硅和多晶硅期货价格均出现大幅震荡走势。在此情形下，投资者需密切关注持仓风险。

【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：在需求改善前震荡为主

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16890 元/吨，环比+0.24%，其中成交量 46419 手，而持仓量则增加 7720 手至 69992 手。现货端，1#铅锭均价为 16700 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，沪铅偏弱运行。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。再生铅的成本支撑仍能保持，反内卷如果能够对原料进行支撑，以及为铅的定价造成一定影响的话，那么铅回调的可能性还是比较大的。目前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：抵制内卷消息愈发增多

【行情回顾】偏强震荡

【信息整理】1. 国家发展改革委、市场监管总局就《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》公开征求意见，其中提出，完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争；完善价格串通、哄抬价格、价格歧视等不正当价格行为认定标准。

2. 国务院国资委：要带头抵制“内卷式”竞争，加强重组整合，推动国有资本优化配置，形成新的国有资本布局结构。

3. 国家发改委：2025 年 7350 亿元中央预算内投资基本下达完毕，重点支持现代化产业体系、现代化基础设施体系、新型城镇化和乡村全面振兴等领域项目建设。

4. 7 月 24 日，多地焦企提涨焦炭第 3 轮，下游部分钢厂已经接涨，主流钢厂 25 日招标，幅度 50-55 元/吨，执行时间 7 月 25 日零点。

5. 本周 247 家日均铁水 242.23，-0.21。

【南华观点】近期煤矿生产核查通知强化“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，叠加雅鲁藏布江水电站开工、前期农村公路建设消息及“大美丽法案”落地，市场对需求端扩张预期强烈；从基本面看，本周五大材供需略减但库存持续去化，钢材矛盾尚未累积，且钢厂在手订单良好，在高利润、高铁水支撑下对原料补库形成正反馈上涨行情，综合来看，钢材供需矛盾尚未累积，供需两端乐观预期延续，盘面上涨动能尚未结束。

铁矿石：反内卷继续

【盘面信息】日盘焦煤继续涨停。09 铁矿石多空皆减仓，波动缩小

【信息整理】1.国家发展改革委、市场监管总局发布关于《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》公开征求意见的公告。其中提到，进一步明确不正当价格行为认定标准。一是完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争。二是完善价格串通、哄抬价格、价格歧视等不正当价格行为认定标准。三是公用企事业单位、行业协会等不得利用影响力、行业优势地位等，强制或捆绑销售商品、提供服务并收取价款。四是强化对经营场所经营者价格行为的规范。

2.欧洲央行维持利率不变 观望美欧贸易谈判进展 欧洲央行周四如期维持主要利率在 2%不变，以等待欧盟与美国贸易关系走向的更多明确信号。当前通胀已回落至 2%的目标水平，自去年 6 月以来利率也从 4%下调至 2%，欧洲央行面临的政策压力已大为缓解。欧洲央行称继续坚持“逐次会议”的方针，不会预设利率路径，所有决策将以最新数据为依据。声明称，最新信息大体与此前对通胀前景的判断一致，国内价格压力持续缓解，薪资增速放缓。市场仍押注今年稍晚还有至少一次降息。市场焦点转向行长拉加德稍后的新闻发布会，预计她将面临关于未来是否继续降息、欧元汇率强弱以及关税影响的密集提问。3.本期 mysteel 供应和需求皆减少，矛盾不大。

【南华观点】反内卷举措有加码的趋势，焦煤价格继续涨停。而铁矿石作为进口依赖度高的商品，供应端没有反内卷的必要，因此铁矿石价格继续向上略显乏力。目前铁矿石基本面尚可，钢厂有利润，铁水产量维持在高位，但目前估值偏高，需要需求进一步向上才能消化估值。预计价格偏强运行，但涨幅可能放缓。

焦煤焦炭：三轮提涨开启

【盘面回顾】连续涨停

【信息整理】

1. Mysteel 煤焦事业部调研全国 30 家独立焦化厂吨焦盈利情况，全国平均吨焦盈利-54 元/吨；山西准一级焦平均盈利-43 元/吨，山东准一级焦平均盈利 5 元/吨，内蒙二级焦平均盈利-125 元/吨，河北准一级焦平均盈利 11 元/吨。
2. 国家发改委、市监总局发布关于《中华人民共和国价格法修正草案(征求意见稿)》公开征求意见的公告。其中提到，进一步明确不正当价格行为认定标准。完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争。
3. 7 月 24 日，多地焦企提涨焦炭第 3 轮，下游部分钢厂已经接涨，主流钢厂 25 日招标，幅度 50-55 元/吨，执行时间 7 月 25 日零点。
4. 本周，钢材总库存量 1336.50 万吨，环比降 1.16 万吨。其中，钢厂库存量 409.42 万吨，环比降 6.13 万吨；社会库存量 927.08 万吨，环比增 4.97 万吨。
5. 本周，钢材总库存量 1336.50 万吨，环比降 1.16 万吨。其中，钢厂库存量 409.42 万吨，环比降 6.13 万吨；社会库存量 927.08 万吨，环比增 4.97 万吨。

【产业表现】

焦煤：近期，因环保、顶库等原因减停产的煤矿陆续复产，但国产炼焦煤开工率暂未恢复至 5 月高点。盘面反弹带动期现投机需求，焦煤现货快速涨价，刺激下游焦化厂补充原料库存。期现锁货+刚需采购提振煤焦短期需求，部分显性库存转移至表外，焦煤现货流动性收紧，库存结构明显改善。

焦炭：因产地焦煤现货价格暴涨，焦化厂亏损幅度扩大，减产意愿增强，焦炭开工率有望下滑。下游铁水产量高企，焦炭炼钢需求旺盛，供给缺口扩大，库存结构改善，考虑到目前钢材现货利润相当可观，焦炭现货具备继续涨价的基础。

【南华观点】

国家能源局针对超产煤矿的核查通知强化了市场对“反内卷”的预期，“反内卷”的风正式吹

到了煤炭行业。近期煤焦盘面暴力拉涨，带动投机锁货和刚需补库，煤焦上游库存快速去化，部分煤种资源紧张，矿山出现惜售情绪。成材期现投机需求叠加前期空单集中回补，强化了黑色“淡季不淡”效应，钢材现货利润不降反增，钢厂对涨价炉料的接受度提高，黑色产业链正反馈仍在持续，短期内煤焦盘面易涨难跌。中长期来看，煤焦钢等基础原料价格暴涨并不利于终端制造业平稳发展，需谨慎评估下游对涨价原料的承接能力。操作层面，政策敏感期避免逆势沽空，单边建议观望，套利可关注煤焦 9-1 月间反套。

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）提供。

能化早评

原油：盘面窄幅震荡，关注下周宏观会议

【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上涨 78 美分，收于每桶 66.03 美元，涨幅为 1.2%；9 月交货的伦敦布伦特原油期货价格上涨 67 美分，收于每桶 69.18 美元，涨幅为 0.98%。夜盘 SC 原油主力合约收涨 0.56%，报 507 元/桶。

【市场动态】1. 据透露，美国政府正在考虑对委内瑞拉国家石油公司（PDVSA）的外国石油合作伙伴，包括雪佛龙公司（Chevron）提供有限的授权。2. 5 月沙特非石油出口增长

6.0%，原油出口额同比下跌 21.8%，商品出口同比下跌 14.0%。3. 伊朗总统：对伊以停火能否持续并不乐观。当地时间 23 日，卡塔尔半岛电视台播出了一段对伊朗总统佩泽希齐扬的专访。在采访中，佩泽希齐扬表示，伊朗对与以色列的停火前景并不乐观，伊朗已做好应对任何情况的准备。

【南华观点】隔夜原油止跌反弹，整体维持横盘窄幅震荡，波动中心下移，市场活跃度偏低。原油盘面下方仍有支撑，这在很大程度上源于消费旺季的影响。但从需求端来看，无论是从时间维度还是空间维度，其对盘面的支撑力度都呈现出弱化的趋势。原油市场的运行逻辑未出现新变化，盘面仍处于地缘事件引发剧烈波动后的调整阶段。不过，当前市场有旺季需求形成支撑，且近期美国与多个国家及经济体陆续达成贸易协议，进一步提振了宏观情绪。近期原油市场消息面缺乏明确指引，而下周将迎来宏观超级周，多项重要宏观会议集中召开。其中包括：7 月 27 日至 30 日的中美经贸谈判、7 月底的中央政治局会议、7 月 31 日凌晨的美联储议息会议；此外，8 月 1 日美国关税大限即将到期，8 月 3 日还将召开 OPEC+8 国会议。主要关注中美经贸谈判出利好的可能以及 OPEC+9 月增产后原油市场的反应。总的来说，当前原油盘面处于窄幅震荡调整的阶段，波动中心下移，下方支撑来自于需求端且随着季节性回落需求增量空间受限，下周关注宏观面情况，可能给原油盘面带来新的指引。

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”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 2495

【现货反馈】：周四远期部分单边出货利买盘为主, 基差 09-15

【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, 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

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7181 (+85)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7050 元/吨, 华东现货价格为 7120 元/吨, 华南现货价格为 7130 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：宏观带动上涨，现货持续偏弱

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7385 (+97)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7230 元/吨，华东现货价格为 7280 元/吨，华南现货价格为 7350 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，现货价格跟涨乏力，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 逼近 5300

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，累库大约万吨，华南小幅累库，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）：周内反弹后基差维持无风险，期现商大量买入正套。

策略观点：本周 PVC 价格持续大涨，整体交易反内卷进一步发酵和 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，因此周内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。周二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。

纯苯：换月活跃

【盘面回顾】BZ2603 收于 6226 (+30)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6025 (+50)，主力基差-201 (+20)

【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：宏观扰动，偏强运行

【盘面回顾】EB2509 收于 7440 (+43)

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7460 (+20)，主力基差 20 (+20)

【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，后续重点关注 7 月底国内宏观会议以及中美第二次经贸会谈。

燃料油：受原油提振回升

【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：受原油提振回升

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU09 收于 3591 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：跟随成本端震荡

【盘面回顾】BU09 收于 3602 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3785 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 万吨至 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：保持强势

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1408，+5.23%

【基本面信息】

本周纯碱库存 186.46 吨，环比周一-1.96 万吨，环比上周四-4.10 万吨；其中，轻碱库存 74.22 万吨，环比周一-1.49 万吨，环比上周四-4.08 万吨，重碱库存 112.24 万吨，环比周一-0.47 万吨，环比上周四-0.02 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。整体库存处于历史高位。盘面上涨，期现和碱厂套保持续，现货跟涨。关注成本端煤炭和原盐。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 1307，+7.93%

【基本面信息】

截止到 20250724，全国浮法玻璃样本企业总库存 6189.6 万重箱，环比-304.3 万重箱，环比-4.69%，同比-7.74%。折库存天数 26.6 天，较上期-1.3 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：沉默是金

【盘面】主力合约收盘于 827.5 (-1.5)，减仓 604 手，持仓还剩 2.4 万手。

【逻辑】

5 连减，没错，连续 5 天的减仓行情。商品行情波动较大，原木很沉默。嗯，沉默是金。但我是木。

根据千里目数据统计，今日现货市场太仓 6 米中，4 米小 A 上涨 10 元/立方米。岚山 5.9 米小 A 下跌 10 元/立方米。

07 的交割接近尾声，太仓的交割品现货价格提涨 10 元。出此之外基本面没有太大变化。前几日有新增注册仓单，但根据交易所规则，到 7 月底，没有撮合交割的仓单，将全部注销。此时仓单，并不会太大的影响。后续关注 8 月份的新注册仓单情况。该品种本身矛盾不大，叠加资金的持续减仓，后续可能波动率继续走低。按照 CFR114 美金来估算，目前估值略微偏高。预期后续低波震荡。

纸浆：5 连阳

【盘面】主力合约今日收盘于 5456 (+32)，涨幅 0.59%。

【观点】

现货端，山东银星报价 5920 元/吨 (-30)，山东俄针报价 5420 元/吨 (-60)，山东金鱼报价 4150 元/吨 (+0)。

主力合约连续收阳，走势跟整个商品的走势相近。现货下调。卓创咨询数据：进口木浆现货市场价格多数企稳，个别浆种高价成交乏力，略有下探。上海期货交易所主力合约价格先跌后涨，进口针叶浆现货市场贸易商疲于调整报盘，下游跟单积极性未见明显提升，市场价格企稳整理；进口阔叶浆市场贸易商虽存惜售心理，但下游纸厂观望心理较浓，高价成交匮乏，山东、江浙沪、河北、河南、东北部分牌号价格下探 10-50 元/吨；进口本色浆以及化机浆市场供需两弱，下游纸厂询盘积极性不高，价格区间内盘整为主。

目前还是盘面还是宏观主导，突破回踩可谨慎追多。

烧碱：跟随上涨

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2675，1.17%

【基本面信息】

据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 26.41 万吨（折百），环比上周减少 1.26%，同比增加 4.55%。本周华东、华南、西南部分地区液碱库存增加，下游需求情况一般，其中江苏、浙江等地下游采购需求一般，碱厂出货不畅，库存有升温迹象，山东地区市场出货节奏尚可，且部分厂家有检修安排，部分企业库存下降。

【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。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 14365 环比-1.54%

【现货报价】全国生猪均价 14.11（-0.11）元/公斤，其中河南 14.17（-0.16）元/公斤、湖南 13.96（-0.11）元/公斤、辽宁 14.14（-0.03）元/公斤、四川 13.34（-0.13）元/公斤、广东 15.47（-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天气情况；内盘豆系由于豆粕饲用减量替代方案导致盘面大幅下跌，同时远月基差报价走弱，近月仓单压力回归，盘面回落开始修复基差；菜系跟随豆粕走弱。短期内矛盾情况回归现实，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：震荡

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收涨，空头回补。大连玉米淀粉震荡。

【现货报价】玉米：锦州港：2330 元/吨，+20 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】产区贸易商稍显观望，市场整体购销活跃度一般。华北地区深加工到货量维持低位，基层粮源购销相对清淡。销区市场购销氛围清淡，下游饲用玉米采购积极性一般。淀粉方面：华北玉米淀粉价格暂稳运行，目前行业开机有限，原料价格坚挺

【南华观点】震荡，暂无明显利好，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)期棉上涨超 0.5%，原油小幅反弹，新年度美棉签约量环比增加。隔夜郑棉上涨近 0.5%。

【外棉信息】据美国商业部，2025 年 6 月，美国服装及服装配饰零售额(季调)为 263.42 亿美元，环比增加 0.94%，同比增加 3.88%，库存(季调)为 580.56 亿美元，环比减少 0.49%，同比增加 0.98%，库销比(季调)为 2.22，环比下降 0.02，同比下降 0.06。

【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：保持内强外弱格局

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周四原糖期货收高 2%，收益于全球需求改善。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 6070 元/吨。昆明中间商报价 5840-5980 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】主产区鸡蛋均价为 3.34 (+0.01) 元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.36 (+0.04) 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：冲上 8000

【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，期价冲破 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 23 日，全国主产区苹果冷库库存量为 70.45 万吨，环比上周减少 10.15 万吨，走货较上周减少，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到货 3 车，河北崔尔庄市场到货 6 车，下游客商按需拿货，成交一般，现货价格基本持稳。

【库存动态】7 月 24 日郑商所红枣期货仓单录得 9337 张，较上一交易日减少 45 张。据统计，截至 7 月 24 日，36 家样本点物理库存在 10090 吨，周环比减少 230 吨，同比增加 73.07%。

【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。

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。