金融期货早评

人民币汇率：关注中美贸易磋商进展

【行情回顾】上周五，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1679，较上一交易日下跌 132 个基点，夜盘收报 7.1680。人民币对美元中间价报 7.1419，调贬 34 个基点。

【重要资讯】1）美国总统特朗普称，与欧盟达成协议的可能性为 50%，大多数贸易协议在 8 月前达成，但他没有把与加拿大达成贸易协议作为重点。特朗普还表示，美联储主席鲍威尔是个“非常好的人”，他可能准备降息，仍希望美元强势。2）俄罗斯央行将基准利率从 20%下调至 18%，符合市场预期。俄罗斯央行表示，将维持紧缩的货币政策，直至 2026 年将通胀率恢复至目标水平。

【核心逻辑】近期，美联储的独立性正在遭受挑战。与历史相比，本次美联储遭受独立性丧失的特殊风险在于特朗普非常规施政风格——缺乏确定性却具极端行动意志，使得鲍威尔提前解职风险无法排除。尽管概率有限，但若发生将触发美元贬值，此逻辑已在 7 月 16 日市场反应中验证。因此，我们建议投资者可在当前美元兑人民币的低波动环境中，利用期权针对性对冲该尾部风险。未来一周，需重点关注中美贸易磋商进程。

【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：整体向好趋势不变，关注本周政治局会议

【市场回顾】

上周五股指涨跌不一，大盘股指收跌，中小盘股指收涨。从资金面来看，两市成交额减少 573.69 亿元。期指方面，IM 缩量上涨，其余品种均缩量下跌。

【重要资讯】

1. 中国 6 月规模以上工业企业利润同比降幅收窄至 4.3%，装备制造业支撑作用突出。
2. 国常会：部署逐步推行免费学前教育有关举措。

【核心逻辑】

上周五股指涨跌不一，大盘股指回落，中小盘股指小幅上涨，两市成交额略有缩量。板块方面，前几日受利好消息影响领涨的自贸区、水泥、建材、水利等板块均迎来调整，且调整幅度不小。从期货指标来看，各品种合约基差均回落，成交量及持仓量下跌，市场情绪有所降温，指数或将迎来调整，不过我们认为仅为阶段性调整，股指趋势向好的逻辑不变。本周将召开政治局会议，发布下半年政策指引，若有超预期政策释出，将继续带动指数上行。

【南华观点】多头持仓观望

集运：SCFI 欧线再度回升

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货各月合约价格开盘后大幅下行，后偏震荡。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，8 月 7 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1822，较同期前值上涨$7，40GP 总报价为$3064，较同期前值上涨$14。

8 月中上旬，ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2321，较同期前值下降$493，40GP 总报价为$3143，较同期前值下降$500。

【重要资讯】：巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）25 日凌晨发表声明表示，美国中东问题特使威特科夫就加沙地带停火谈判指责哈马斯的“负面言论”令其“吃惊”，哈马斯渴望与

以色列达成停火协议，以结束以军的侵略和加沙人民的苦难。
【南华观点】：马士基新一周现舱报价下行，上周五 ONE 也跟进下调了 8 月中上旬的欧线现舱报价，降低了当前近月合约期价的估值，故期价有所回落。而美欧关税有望达成相对较低的关税水平，贸易能有所恢复，宏观情绪也对远月期价有一定的利好。对于后市而言，期价底部支撑犹在，SCFI 欧线略有回升——SCFI 欧线运价指数报于 2090 美元/TEU，环比回升 0.53%，近月合约短暂有所回调的可能性相对较高，但预计整体可能仍震荡略偏回落，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：倒 V 反转 剧烈波动

【盘面回顾】上周贵金属市场整体冲高回落，呈现倒 V 走势。COMEX 黄金非商业多头持仓在截至 7 月 22 日当周激增，以及美国黄金白银 ETF 的大量流入，引发价格在前半周激涨，其背景可能是受美国贸易关税谈判于 8 月 1 日截止日前的不确定性，以及美联储方面，政府对美联储干预促使美联储独立性原则下的鹰向鸽转变预期，此外周初日本执政联盟在参议院选举中遭遇历史性失败。 然而周三起盘面逆转，贵金属掉头直下。一方面，美国关税贸易战趋缓提升市场风险偏好，提振美国走高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。 另一方面，国内反内卷政策下，大宗商品与股市普涨，引发资金从传统避险资金流出，国内黄金 ETF 于上周持续流出。 接下来市场焦点聚焦于周四美联储 FOMC 会议，以及周内周四美 7 月 PCE 数据、周五美非农就业报告。
【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周增 13.47 吨至 957.09 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 572.22 吨至 15230.43 吨 。短线基金持仓看，根据截至 7 月 22 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周增 39923 张，其中多头暴增 41722 张，空头微增 1799 张；白银非商业净多增加 1172 张至 60620 张，其中多头微增 656 张，空头减少 516 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度增加 17.7 吨至 1174.5 吨，COMEX 白银库存周增 95.7 吨至 15561.73 吨 ；SHFE 黄金库存周增 1.4 吨至 30.26 吨，SHFE 白银库存周减 23.8 吨至 1187.3 吨；上海金交所白银库存（截至 7 月 18 日当周）周减 15.2 吨至 1312 吨。
【本周关注】本周数据密集，集合月末与月初重磅美 PCE、非农就业报告、ISM 制造业 PMI 等数据。事件方面，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰于 7 月 27 日至 30 日赴瑞典与美方举行经贸会谈。周三 21：45，加拿大央行公布利率决议和货币政策报告 。周四 02：00，美联储 FOMC 公布利率决议 ；02：30，美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会 。周四下午，日本央行公布利率决议和经济前景展望报告。

【南华观点】中长线或偏多，短线伦敦金波动加剧，本周重磅事件与数据博弈下，行情波动可能加大，伦敦金关注 3330，3300 关口支撑，阻力 3370，3400。伦敦银支撑 38，37.5 附近，阻力 38.7，39，39.5。操作上仍维持回调做多思路。

铜：宏观热度逐渐消退，铜价回归

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周中冲高回落，报收在 7.92 万元每吨附近，上海有色现货升水 125 元每吨。沪铜库存小幅回落至 7.3 万元每吨；LME 库存回升至 12.8 万吨；COMEX 库存继续上涨至 24.8 万吨。进阶数据方面，铜现货进口亏损扩大；铜铝比稳定在 3.81；精废价差小幅回落至 840 元每吨，小幅偏低。

【产业表现】泰克资源（Teck）周四表示，其位于智利的 Quebrada Blanca 露天矿正面临尾矿储存问题，这需要额外的资金投入，并限制了产量。因而，将该铜矿今年的产量预期从 23 万至 27 万吨下调至 21 万至 23 万吨。泰克已经暂停智利铜矿一个月生产，尾矿库故障接踵而至，此前工厂和地质技术方面的问题已扰乱了该铜矿扩建项目的推进。该项目在重大检修后超出预算 40 亿美元，且工期延误数年。这一系列困境表明，在全球面临铜短缺的严峻形势下，采矿业在扩大供应方面举步维艰。不过泰克预计很快就能解决该矿尾矿问题，维持其 2026 年的产量预期。

【核心逻辑】铜价在周中冲高回落，冲高的原因主要是因为国内反内卷对整个大宗商品带来的积极影响以及雅江水电站建设对铜需求预期的增加。不过仔细来看，两者对铜的短期影响均不应太大。铜供给端并不存在特别需要淘汰的产能，下游的反内卷对于需求是利空大于利多；雅江水电站的施工周期极长，前期对铜需求极低。于是我们可以看到，沪铜持仓在这一轮小幅上涨过程中并没有跟上，更像是其他版块资金溢出带来的铜价被动上升。展望未来一周，随着反内卷热度的消退，铜价或小幅回落。需要注意的是，未来的一周将是宏观超级周，有美国关税政策的最后截止日期，有国内国外的重大宏观事件，这些都会对铜价产生影响。铜价或将在较大的波动中度过 7 月的最后一周。

【南华观点】小幅回落，周度价格区间 7.92 万-7.82 万元每吨。

铝产业链：限仓导致情绪回落

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20760 元/吨，环比+0.12%，成交量为 14 万手，持仓 30 万手，伦铝收于 2631 美元/吨，环比-0.60%；氧化铝收于 3428 元/吨，环比+1.27%，成交量为 91 万手，持仓 19 万手；铸造铝合金收于 20135 元/吨，环比+0.02%，成交量为 2103 手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：宏观方面，8 月 1 日关税暂缓到期日、美联储月底议息会议以及国内重要经济会议临近，关注各项宏观事件结果及对盘面的影响。基本面方面，国内需求进入淡季下游加工铝继续下滑，铝价处于高位，现货成交一般，但下游采购由买涨变为铝价回落时大量采购，使得铝价难以出现流畅下跌。社会库存积累，但幅度并未超出季节性，且绝对库存仍处于低位对价格形成一定支撑。本周受到反内卷政策带来的积极情绪影响，铝价冲高，周五交易所发布限仓通知，短期炒作情绪有所缓和，价格略有回落。总的来说，反内卷带来的情绪交易暂时有所缓和但下周宏观事件频发仍需注意短期波动风险，低库存仍在持续托底铝价，但需求缓慢走弱，预计短期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、部分超售以等因素的影响，过剩产能暂未传导到现货端，市场上现货仍然偏紧，现货价格缓慢上升。氧化铝受 7 合约接货的注销了仓单且有部分过期仓单流出，氧化铝仓单下降，周五小幅回升至 9031 万吨，但仍处于

低位，给予了价格一定支撑。目前来看氧化铝超 20 年产线产能约为 400-500 万吨，占建成产能 2.6%-4.5%，超 10 年产线产能约为 5000 万吨，占建成产能 45%，但氧化铝厂设备更新与技改较及时，落后产能较少。周五交易所限仓，反内卷带来的炒作暂时缓和，氧化铝大幅下跌。总的来说，短期氧化铝资金博弈加剧，投资者注意风险控制，考虑到氧化铝未来复产及新投产能释放，可考虑多近月空远月跨期套利。

铸造铝合金：供给方面，废铝价格维持高位，且受美对铝加征关税但对废铝豁免的影响，美废铝进口增加，叠加泰国暂停对回收工厂发放许可，我国废铝进口量未来或下降，废铝价格仍有上涨空间，对铝合金价格支撑力较强。需求方面，交易所铝合金可交割品牌由于期货上市贸易商进入买货以及本身产品竞争力较强，头部企业产能利用率较高，短期需求表现尚可。总的来说，铸造铝合金基本面方面表现较好，预计维持高位震荡，期货盘面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。

【南华观点】铝：高位震荡；氧化铝：震荡；铸造铝合金：震荡

锌: 高位震荡，夜盘回落

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22885 元/吨，环比-0.56%。其中成交量为 15.2 万手，而持仓则减少 5707 至 12.92 万手。现货端，0#锌锭均价为 22770 元/吨，1#锌锭均价为 22700 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，沪锌日内高位震荡。但夜盘情绪消退，出现了一个回落的现象。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但价格较国内矿没有优势。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。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：周内宏观情绪反复，关注成本支撑

【盘面回顾】

沪镍主力合约整体震荡偏强运行。7 月 21 日价格收于 122550 元/吨，此后周内走势偏强，最终收于 124360 元/吨。

不锈钢主力合约周内走势偏强。7 月 21 日价格收于 12905 元/吨，周中受宏观影响走强，最终收于 13030 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 125650 元/吨，升水幅度为 2000 元/吨。电池级硫酸锦均价为 27280 元/吨，MHP 生产硫酸镍利润率调整至-2.7%。库存方面，上期所纯镍库存为 25451 吨，LME 镍库存为 203922 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-4.74%左右。不锈钢社会库存为 982700 吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至 910 元/镍点，镍铁库存为 33233 吨。

【核心逻辑】

沪镍盘面周内周内持续偏强，但是周五夜盘受反内卷价格指导以及限制过度抬价等因素回调周内涨幅。消息面上反内卷情绪以及工信部发文持续发酵，基本面方面镍铁成本支撑有所回调。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；印尼方面目前七月第二期镍矿基准价也有所下移，此外印尼方面表示菲律宾镍矿进口预期仍将增加，后续供应宽松局面延续。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。周内镍铁有持续回调趋势。最新成交已经回到 920 一线往上，关注后续成交价是否持续上涨，镍不锈钢底部支撑有所加强。不锈钢方面周内成本支撑有加强预期，头部大厂减产对情绪方面有一定提振。周内受到宏观以及黑色情绪高涨同步上涨，现货跟涨明显，但是市场整体成交仍然以观望为主，周五夜盘同步向下回落。消息面周内持续受反内卷情绪影响走势偏强，工信部发文将出台有色，黑色等十大重点行业稳增长工作方案，市场情绪高涨，镍不锈钢受到大盘影响在周初跟涨，刺激之后上行动力不足并且在周五夜盘引来一波回调。此外现阶段镍铁成本支撑方面有所上行，修正镍不锈钢回调涨幅预期，后续可持续关注国内反内卷以及反内卷修正等趋势。

【南华观点】

周内镍不锈钢盘面整体走势震荡偏强，主要受消息面上情绪提振，与此同时镍铁成本支撑有一定回调。基本面方面镍矿支撑有一定松动，镍铁方面关注后续持续上升动向。新能源方面需求持续疲软，以销定产走势延续。后续预计在【11.8-12.6】万区间震荡运行。不锈钢预计在【1.25-1.31】万区间震荡运行

锡：冲高回落，上方压力仍存

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中冲高回落，报收在 27.1 万元每吨，上海金属网现货升水 700 元每吨。上期所库存稳定在 7000 吨附近，LME 库存大幅回落至 1690 吨。进阶数据方面，锡进口继续亏损，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】锡价在周中的上涨主要得益于反内卷带来的对有色金属板块的抬升，其自身基本面并无太大变化。不过考虑到锡自身上游寡头形势较为明显，对下游的压制存在，锡价本轮的上涨也可以理解。展望未来一周，随着反内卷热度的逐渐褪去，锡价或小幅回落。投资者仍需注意 7 月最后一周这个超级宏观周各类宏观事件对于锡价的影响。

【南华观点】小幅回落，周运行区间 26.2 万-27.2 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 79578 元/吨，周度涨幅 14.66%；成交量 239 万手，周环比涨幅 62.6%；持仓量 90.81 万手，周环比增加 24.74 万手，LC2509-LC2511 合约月差维持 back 结构。广期所仓单数量 11996 手，周环比增加 1757 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：本周矿端涨幅有所增强，平均涨幅超 19%，其中 SMM 澳矿 6%CIF 报价 860 美元/吨，非洲矿报价 801 美元/吨，整体上涨幅度超 17%；锂盐市场价格涨幅小于矿端，碳酸锂价格上涨幅度约 9%，氢氧化锂涨幅约 5%；贸易商环节基差报价持续走弱。本周样本锂盐工厂周度开工率环比下降 1.96%，碳酸锂产量周环比减少 2.54%。

需求：本周下游材料厂报价分化，价格涨幅不及锂盐和锂矿。其中磷酸铁锂系报价涨幅 4%左右，三元材料系报价涨 2%左右，电解液端报价平稳。本周磷酸铁锂开工率环比持平，产量小幅下降；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 0.39%，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。
【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，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。

工业硅&多晶硅:宏观预期与成本推动，整体偏强运行

【行情回顾】本周工业硅期货震荡走强，加权指数合约收于 9709 元/吨，周环比上涨 11.54%；成交量 95.72 万手，周环比降低 50.89%，持仓量 56.83 万手，周环比减少 5 万手；工业硅 SI2509-SI2511 月差维持 back 结构；仓单数量 49710 手，周环比下降 683 手。
本周多晶硅期货震荡走强，加权指数合约收于 51319 元/吨，周环比上涨 16.62%；成交量 123.85 万手，周环比下降 28.91%，持仓量大约 32.27 万手，周环比减少 2.56 万手；多晶硅 PS2509-PS2512 月差维持 back 结构；仓单数量 3020 手，周环比增加 240 手。
【产业表现】本周硅产业链现货市场报价平稳。供给：硅石报价平稳，工业硅及硅粉市场报价整体上涨，周度涨幅超 20%，工业硅开工率小幅上扬，产量环比增加 605 吨。需求：有机硅市场报价环比上涨 14.75%，开工率稳定，当前产量处于高位；铝合金市场仍处于淡季，报价平稳，下游按需采购。库存：本周工业硅周度库存环比下降 0.755 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维持报价。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 型多晶硅价格指数上涨 1.71%。多晶硅企业产量环比上涨。需求：N 行硅片市场报价涨幅 4%左右，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持稳。本周硅片市场周度产量环比上涨 0.1GW。库存：多晶硅库存环比减少 0.6 万吨，硅片库存周环比上周 1.85GW，光伏电池外销厂库存周环比减少 6.02GW。
【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。

铅：震荡为主

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16955 元/吨，环比+0.38%，其中成交量 46763 手，而持仓量则增加 3335 手至 73327 手。现货端，1#铅锭均价为 16750 元/吨。
【产业表现】由于本周安徽地区某炼厂恢复生产，因此地区开工率增加 6.6 个百分点；内蒙古地区某大型再生铅炼厂已经处于烘炉阶段，预计下周可以出铅。
【核心逻辑】上一交易日，沪铅偏弱运行。夜盘出现了一个比较大的震荡，可以归因于反内卷情绪回光返照后逐渐回归基本面。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。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：过热情绪降温

【行情回顾】周五夜盘焦煤跌停，黑色品种跟随下跌
【信息整理】1.国家统计局数据显示，1-6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 34365 亿元，同比下降 1.8%。其中，黑色金属冶炼和压延加工业利润同比增长 13.7 倍。
2. 7 月 27 日潍坊、滨州、德州、济宁、枣庄、菏泽、日照、泰安、临沂等市场焦炭价格计划提涨，捣固湿熄焦上调 50 元/吨，捣固干熄焦上调 55 元/吨，顶装焦上调 75 元/吨，自 7 月 28 日 0 时起执行。
3. 上周末，唐山迁安普方坯资源出厂含税累计下调 40 元/吨，报 3120 元/吨。
4. 大商所公告，7 月 29 日交易时起，非期货公司会员或者客户在焦煤期货 JM2509 合约上单日开仓量不得超过 500 手，在焦煤期货其他合约上单日开仓量不得超过 2000 手。
【南华观点】上周盘面上涨主要受“稳增长+反内卷”政策预期驱动。尽管出口新接单走弱，但空单回补、下游期现采购及补库情绪回暖有效承接需求，钢材供需矛盾尚未显现。同时，原料端焦煤遭下游及贸易商抢购，叠加钢厂在高铁水、高利润驱动下的积极补库，共同推涨原料价格，强化了成材成本支撑。展望后市，周五焦煤限仓消息引发盘面由涨转跌停，显示过热炒作情绪降温，可能导致短期回调。然而，考虑到临近政治局会议“反内卷”预期犹存，叠加煤矿查超产通知及九月阅兵前限产炒作题材扰动，且当前钢厂在手订单良好、原料刚需支撑强劲、供需矛盾未显，本轮上涨未必就此终结。后续需重点跟踪钢材实际需求承接力度及新一轮关税政策动向，短期操作上建议多单减仓止盈。

铁矿石：矛盾在积累

【南华观点】近期黑色系商品价格有所分化，焦煤维持强势上涨，铁矿价格有所回调。主要原因在于焦煤有供给收缩“反内卷”的现实和预期，同时也有需求端改善的故事。而铁矿石目前支撑上涨的主因在于铁水产量维持在高位，需求改善的故事。
铁矿石基本面尚可，但比目前更好的可能性不大。供应端，全球发运量处于季节性高位。同时干散货运费上涨，反映了未来两周发运上升的概率较大。需求端，铁水产量维持在 240 万吨以上。下游钢材整体供需尚可，库存没有累起来。但目前主要由投机需求支撑，且涨价后向下游终端传导力度存疑。目前反内卷政策主要集中在供给侧，特别是上游商品。但商业商品价格大涨后，要向下游提涨传导，但目前需求端谨慎、缺钱，预计传导是不畅的。所以后面会议需要观察有没有需求端的政策的更上。
因此，目前铁矿石基本面尚可，价格有支撑，但估值偏高了，产业链矛盾在积累。近期会议马上要召开了，需要关注有没有需求端的政策。价格仍主要是预期主导的行情，风控观望为主，谨慎参与。

焦煤焦炭：回归理性

【盘面回顾】本周焦煤现货继续上涨，蒙 5#原煤报价 1050-1100 元/吨，安泽低硫主焦报价 1400-1450 元/吨，周内焦炭现货三轮提涨落地，周日焦化厂开启四轮提涨，预计下周一正式落地。周内双焦盘面经历暴涨爆跌，价格波动极大，煤焦月差价差波动较大，JM9-1 月

差-59.5(-10)，J9-1 月差-48(-3)。
【产业表现】
焦煤：国内方面，前期因环保、顶库等原因减停产的煤矿陆续复产，但复产速度偏慢。进口方面，本周口岸蒙煤通关量 900-1100 车/天，通关已恢复正常。海煤进口利润持续改善，预计将体现在 1-2 月后的到港量上。需求方面，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：因现货焦煤疯狂涨价，焦化厂亏损幅度扩大，焦炭生产积极性一般。目前三轮提涨已经落地，焦企正在争取第四轮提涨，现阶段钢材现货利润相当可观，焦炭现货具备继续涨价的基础。需求端，近期钢价大幅上涨，钢材现货利润良好，铁水产量居高不下，钢厂对焦炭有刚性采购需求，盘面反弹带动期现贸易商进场采购，焦炭投机需求旺盛。总体来看，焦炭库销比持续走低，产业链矛盾并不突出，现货具备继续涨价的基础。
【南华观点】
周五夜盘前大商所发布公告，对焦煤期货单日开仓量进行限制，套保的开仓数量不受影响。夜盘焦煤成交快速放量，开盘短暂上涨后急速下跌，相关工业品期货纷纷暴跌。动态来看，前期进场的投机需求一旦解套，表外库存流出将对现货市场造成冲击，且焦化厂平均原料库存可用天数已增加至 10 天以上，盘面转跌后焦化厂持观望态度，继续补库的动力不足。此次暴跌给过热的市场浇了一盆冷水，煤焦市场参与者也将逐渐回归理性，继续上涨需要看到超预期宏观政策出台，关注月底政治局会议及中美贸易谈判进展。操作层面，资金博弈剧烈，单边建议观望，套利建议关注焦煤 9-1 反套。

硅铁&硅锰：注意风险

【现货市场】硅铁主产地内蒙 72 硅铁 5600 元/吨（+250），宁夏 72 硅铁 5600 元/吨（+270）；贸易地河北 72 硅铁 5900 元/吨（+400），天津 72 硅铁 5900 元/吨（+400）；硅锰北方产区内蒙硅锰 6517 市场价 5700 元/吨（+70），南方产区广西硅锰 6517 市场价 5720 元/吨（+50），贸易地江苏硅锰 6517 市场价 6090 元/吨（+100）。
【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+79 元/吨（+250）；宁夏产区利润 226 元/吨（+270）；硅锰北方大区利润-66.74 元/吨（-0.1），南方大区利润-430.33 元/吨（-5.13）。供应端硅铁生产企业周度开工率为 33.33%，环比上周+0.88%，硅铁周度产量为 10.23 万吨，环比+2.3%；硅锰生产企业周度开工率为 41.58%，环比+1.05%；硅锰周度产量 18.65 万吨，环比+2.02%。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；另一方面去五大材库速度缓慢，限制钢厂进一步生产空间，硅铁和硅锰增长空间有限，6 月金属镁产量 8.55 万吨，环比+6.63%；长期来看，房地产市场低迷，黑色整体板块回落，市场对钢铁终端需求增长存疑，硅锰需求相对疲弱。本周硅铁五大材需求量 2.01 万吨，环比+0.5%；硅锰五大材需求量 12.37 万吨，环比+0.24%。库存端本周硅铁企业库存 6.21 万吨，环比-2.2%，硅铁仓单库存 11.06 万吨，环比+0.73%；硅铁总库存 17.28 万吨，环比-0.29%。硅锰企业库存 20.5 万吨，环比-5.22%；硅锰仓单 38.83 万吨，环比-2.85%；硅锰总库存 59.33 万吨，环比-3.69%，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】铁合金近期上涨的原因还是在于政策端的强预期和煤系价格的支撑，上周五受到铁合金企业内部反内卷会议的消息影响，铁合金双双涨停。宏观情绪的带动和资金的博弈，短期内铁合金追高的风险较大，尤其是周五夜盘焦煤期货的大幅下跌，对铁合金也存在回调的压力。铁合金目前的供需矛盾相对不大，开工率维持在较低的水平，硅铁的库

存较高但开始慢慢去库，硅锰的去库速度较快。铁合金市场情绪驱动，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和控制风险。

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：美欧达成贸易协定，关注宏观情绪变化

【盘面动态】投机减仓库存增压制油价，美油主力合约收跌 1.45%，报 65.07 美元/桶，周跌 1.48%；布伦特原油主力合约跌 1.11%，报 67.60 美元/桶，周跌 2.42%。国际油价下跌主要受投机性净多头持仓减少影响。夜盘 SC 原油主力合约收跌 1.32%，报 502 元/桶。

【市场动态】1. 特朗普宣布美欧达成贸易协议：15%关税+6000 亿美元对美投资。当地时间 7 月 27 日，美国总统特朗普表示，美国已与欧盟达成贸易协议，对欧盟输美商品征收 15%的关税。特朗普表示，欧盟将比此前增加对美国投资 6000 亿美元，欧盟将购买美国军事装备，并将购买价值 7500 亿美元的美国能源产品。特朗普表示，有关钢铁和铝的关税将保持现状，能源是这份协议的关键部分，协议将有利于汽车行业，对农业也将产生重大影响，美国将在芯片领域投入大量精力，英国首相对这份协议感到高兴。美国商务部长卢特尼克表示，美国将在两周之内确定有关芯片的关税政策。2.胡塞武装升级海上封锁 将袭击所有与以合作公司船只。当地时间 27 日晚间，也门胡塞武装军事发言人叶海亚·萨雷亚发表声明称，胡塞武装将升级其海上封锁行动，并展开第四阶段海上封锁。胡塞武装表示将对所有同以色列港口有合作的航运公司的所有船只进行袭击，无论地点和该船国籍。胡塞武装警告所有航运公司在该声明发出后，应立即停止同以色列的航运合作，否则相关公司的所有船只无论在什么地方航行，都有可能遭到胡塞武装的导弹或无人机袭击。

【南华观点】上周盘面整体震荡偏弱，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，本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：逢低做扩 TA 加工费

【PX-PTA 观点】近期 PX-PTA 在商品情绪带动与聚酯需求边际改善下整体偏强。PX 天津石化按计划停车检修，负荷下调至 79.9%（-1.2%）；后续近端关注威联重启进度，8 月 PX 供应存上调预期。效益方面，近期成本端石脑油供需偏弱，PX 环节效益进一步修复，PXN 修

复至 280（+18），PX-MX 修复至 129（+19）。
PTA 方面，近期随 PX 小幅走强，但链条利润继续向上游集中。供应方面，PTA 近期装置运行平稳，负荷持稳至 79.9%（+0.2%）；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 月市场传闻逸盛海南、逸盛大化、嘉兴石化等均存检修计划，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 222 万吨（+2）。效益方面，TA 现金流加工费再次压缩至 198（-19）；当前 PTA 现金流加工费已降至历史低位，后续或将出现计划外检修量及大厂联合挺价行为。需求端，长丝短纤负荷小幅上调，聚酯负荷回升至 88.7%（+0.4%）。本周受原料价格抬升影响，下游投机情绪叠加补货节奏下，长丝产销良好，长丝产成品库存压力大幅缓解；后续进入 8 月部分秋冬季订单启动，旺季预期下预计仍有望拉动一波订单释放，长丝短期或难见进一步实质性减产。终端而言，织机负荷小幅回升，纱厂负荷微幅下调，终端现实订单暂未见改善，关注进入 8 月之后秋冬订单表现。
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。当前炒作情绪初步降温，后续关注具体政策出台。关于老旧产能部分，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。PX-TA 近端供需上矛盾不大，趋势上产业链利润仍维持向上集中格局，短期或出现 PTA 减产挺价行为，逢低做扩加工费。

MEG-瓶片：让子弹飞一会儿

【库存】华东港口库至 53.3 万吨，环比上期减少 2 万吨。
【装置】神华榆林近期降负检修；建元近期重启提负；榆能近期重启提负；阳煤寿阳近期重启提负；中化学升温重启中，暂未出料。海外方面，沙特前期临时停产的共 215 万吨产能 4 套装置近期均已重启恢复；美国乐天一套 70 万吨装置近期停车。
【观点】
近期宏观“反内卷”情绪持续发酵，乙二醇价格偏强运行。基本面方面，供应端油煤双升，总负荷升至 68.35%（+2.15%）；其中，乙烯制方面，EO 销售压力增大，部分装置回切上调 EG 负荷；煤制方面神华榆林降负，建元、榆能、阳煤寿阳重启恢复，煤制负荷升至 74.36%（+2.15%）。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，各路线利润大幅修复；EO-1.3EG 比价大幅走弱。库存方面，本周到港计划偏多，但受台风影响部分船只到港延迟，下周一港口显性库存预计累库 3 万吨附近。需求端，长丝短纤负荷小幅上调，聚酯负荷回升至 88.7%（+0.4%）。本周受原料价格抬升影响，下游投机情绪叠加补货节奏下，长丝产销良好，长丝产成品库存压力大幅缓解；后续进入 8 月部分秋冬季订单启动，旺季预期下预计仍有望拉动一波订单释放，长丝短期或难见进一步实质性减产。终端而言，织机负荷小幅回升，纱厂负荷微幅下调，终端现实订单暂未见改善，关注进入 8 月之后秋冬订单表现。
总体而言，近期“反内卷”逻辑下聚酯板块整体偏强运行，但实质影响评估更多集中于成本端煤价反弹，供应端无论从利润还是老旧产能清退考虑预计均影响有限。乙二醇自身基本面而言三季度累库幅度有较明显缩小，近端供需边际改善，累库预期继续后置，在“反内卷”实质性政策落地之前，建议仍维持观望为主。瓶片方面绝对价格同样随成本端波动为主，近期受原料端走强影响现金流加工费小幅压缩，盘面加工费以区间操作为主。

甲醇：行情非产业主导

【盘面动态】: 周五甲醇 09 收于 2430

【现货反馈】：周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 09-30
【库存】：上周甲醇港口库存计划外去库，卸货速度大幅不及预期，周期内外轮显性卸货仅 9.20 万吨，浙江进船速度缓慢拖拽卸货情况。江浙一带提货及消费情况淡稳，卸货不及预期下华东明显去库。华南港口库存继续累库。广东地区进口及内贸船只均有到货，下游需求平淡，主流库区提货维持一般，库存亦有累库。福建地区在卸船只已全部计入库存，当地提货变化不大，库存窄幅增加。
【南华观点】：近期甲醇波动加剧，但行情非产业为主导，超出基本面分析，投机情绪加剧，等待宏观政策落地。基本面来看，伊朗发运加速，截至目前发运 61w，7-8 月进口预期为 125 附近，近期跟随煤炭情绪冲高又回落，但甲醇煤制利润仍维持高位。从反内卷角度来看，甲醇装置利润与老旧程度均维持较好状态，价格高度相较于过剩产品有限。从盘面 mto 利润头寸来看，01 上的 pp-3ma 价差已经来到较低位置，以远月角度来看也很难下手，甲醇下游利润也在进一步压缩。综上从产业角度来看，甲醇不适合向上去做，但近期主线为宏观主导，建议暂时观望。

PP：基本面变化不大

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7221（+40）。
【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7100 元/吨，华东现货价格为 7150 元/吨，华南现货价格为 7180 元/吨。
【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 76.97%（-0.33%）。近期 PP 装置意外检修偏多，预计装置检修量将维持高位直至 8 月中旬。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 48.37%（-0.07%）。其中，BOPP 开工率为 60.8%（+0.03%），CPP 开工率为 54.5%（-0.63%），无纺布开工率为 35.43%（-0.3%），塑编开工率为 41.2%（-0.2%），下游开工情况总体变化不大。库存方面，PP 总库存环比上升 4.25%。上游库存中，两油库存环比上升 2.15%，煤化工库存上升 1.76%，地方炼厂库存上升 3.98%。中游库存中，贸易商库存环比上升 9.39%，港口库存上升 6.5%。
【观点】上周聚烯烃因为受到宏观情绪和焦煤价格的带动总体呈现偏强走势，直至周五夜盘情绪有所回落。从当前的“反内卷”政策来看，对聚烯烃的影响较小，所以本轮上涨更多事是受外界因素推动。因此聚烯烃基差出现了明显的走弱，其中 PP 华北基差由上周的-73 元/吨降至本周的-121 元/吨。从 PP 基本面来看，近期格局变化不大，虽然当前 PP 装置检修依然较高带来边际减量，但同时由于新装置投产较多，产能释放带来新的供给增量，所以 PP 总体供应压力依然偏大。在需求端，周一周二的上涨情绪带来短暂的投机性布库需求，但总体来看，PP 当前需求依然偏淡。所以综合来看，PP 供需压力并为得到根本性环境，上涨空间依然相对有限。后续继续关注 PP 下游需求情况及宏观政策变化。

PE：宏观情绪带动上涨，基本面近端压力偏大

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7456（+71）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7310 元/吨，华东现货价格为 7350 元/吨，华南现货价格为 7400 元/吨。
【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 79.38%（+1.19%）。大部分在处于检修状态的装置预计在 7 月底至 8 月初重启，后续装置检修量预计将有较明显的回落，供给将有所增量。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 38.41%（-0.1%）。其中，农膜开工率为 12.66%（+0.2%），包装膜开工率为 48.07%（-0.52%），管材开工率为 28.83%（0%），注塑开工率为 52.5%（+0.6%），中空开工率为 38.54%（+0.3%），拉丝开工率为 32.39%（-0.1%）。库存方面，本期 PE 总库

存环比下降 0.43%，其中上游石化库存环比下降 5%，煤化工库存下降 5%，社会库存上升 4%。PE 总体延续累库趋势，其中 LLDPE 累库幅度较大，近端压力显现。

【观点】上周聚烯烃因为受到宏观情绪和焦煤价格的带动总体呈现偏强走势，直至周五夜盘情绪有所回落。从当前的"反内卷"政策来看，对聚烯烃的影响较小，所以本轮上涨更多事是受外界因素推动。因此聚烯烃基差出现了明显的走弱，其中 PE 华北基差由上周的-86 元/吨降至本周的-146 元/吨。从 PE 基本面来看，其近端压力持续偏大，当前基差已接近无风险套利水平。并且，近期 PE 库存呈现出较明显的累库趋势，虽然周一周二在上涨情绪带动下有部分投机性补库需求显现，但持续时间较短，无法彻底改变当前需求偏弱，库存累积的格局。所以在近端的 L09 合约上依然存在较大压力。而从预期来看，新增的下行驱动比较有限，首先是近期的装置投产不多，供给增量相对有限，其次是后续 PE 下游将逐步进入旺季，预计需求将有所回升。另外叠加下半年宏观情绪有所回暖，所以后续 L01 继续下行的空间或将比较有限。

PVC:反内卷情绪飘忽，短期观望为主

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 2 万吨，华南小幅累库，厂库库存小幅去化，待发继续走强，总库存持续累库，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：上周 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。回归产业数据，这周除了氯碱综合利润短期大幅上涨了基本面没什么变化，美金 FOB 涨了一丢丢，成交一般。氯碱协会反馈下来兑现减产挺难的，出口还是没有起色，持续累库，PVC 的交割库容量基本已经被全部预约满了，基本处于明牌状态，但是 PVC 的仓单抛压是可以通过月差解决问题的，没有那么无解，绝对价格还是跟着预期走，目前暂时没有锚，交易难度很大。

反内卷情绪高涨，盘面易涨难跌

BZ：

【盘面回顾】BZ2603 收于 6387（+161）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6125（+100），主力基差-262（-61）

【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、加氢苯供应双减，总供应较上一周期减少约 1.5 万吨。需求端下游苯酚降负明显，受大连恒力酚酮装置停车检修影响，苯酚产能利用率下降 4 个百分点；其他四大下游开工率小幅波动，总体五大下游周度折原料纯苯需求小幅下滑。库存方面，提货转差，因此即使到港量不高的情况下华东港口依然小幅累库。近期纯苯自身以及下游均有新投产兑现，总体呈现为供需双增，8 月下游仍有大装置待投，平衡表看 7-8 月纯苯小

累转为小去，供需格局有所好转，然隐性库存高企加上终端需求不佳之下，基本面改善有限。本周市场继续交易反内卷，盘面总体震荡偏强运行，下周关注国内宏观会议以及中美第二轮经贸会谈结果，短期盘面易受宏观情绪带动，单边上建议观望为主。

苯乙烯：
【盘面回顾】EB2509 收于 7587（+147）
【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7585（+125），主力基差-2（-22）
【库存情况】截至 2025 年 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 24 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 20.53 万吨，较上一周期少 0.3 万吨，环比下降 1.46%。
【南华观点】
苯乙烯：供应端本周无新增检修装置，开工率小幅波动。需求端，淡季低负荷下本周 3S 开工均有所提升，3S 折原料苯乙烯需求较上一周期有所回升，然而时值终端需求淡季，3S 对原料苯乙烯仅有刚需支撑，下游无囤货意愿。本周华东港口继续累库至 15.07 万吨，近端供应继续增多。现货市场产业大户继续出 7 下纸货，下游接货意愿不强，7 下纸货报价跌至对 09 合约-10 元/吨，宏观情绪与苯乙烯基本面背离之下，基差明显走弱。苯乙烯 8 月有大装置投产预期，基本面看苯乙烯面临供增需减格局，可尝试逢高布空，但短期受宏观情绪扰动较大，盘面偏强运行，空单建议暂且回避，待下周重要宏观会议结束后评估政策对产业供需两端的影响后再做考量。

燃料油：依然疲

【盘面回顾】截止到夜盘，FU09 报 2836 升水新加坡 4 月纸货-10 美元/吨
【产业表现】供给端：进入 7 月份，俄罗斯高硫出口+48 万吨，伊朗高硫出口 38 万吨，伊拉克-54 万吨，墨西哥出口+19 万吨，委内瑞拉+10 万吨，供应明显改善；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-10 万吨，印度+13 万吨，美国+20 万吨，进料需求回升，在发电需求方面，沙特进口-13 万吨，阿联酋+14 万吨，埃及+2 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 月份燃料油出口缓和，在进料需求方面，中国小幅缩量，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回落，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，短期驱动向下。

低硫燃料油：冲高回落

【盘面回顾】截止到夜盘，LU09 报 3550 元/吨，升水新加坡 9 月纸货 9 美元/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+1 万吨，巴西-35 万吨，西北欧市场供应-52 万吨，非洲供应环比持-3 万吨，7 月份海外供应缩量；需求端，7 月份中国进口+14 万吨，日韩进口-3 万吨，新加坡+16 万吨，马来西亚进口-18 万吨；库存端，新加坡库存+31.4 万桶；ARA-2.6 万吨，舟山+20 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，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，有由于现货较为充裕，裂解低迷，压制盘面价格。暂时观望。

沥青：跟随成本端震荡

【盘面回顾】BU09 收于 3615 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-9.5%至 35.1%，华东-5.2%至 24.5%，中国沥青总的开工率-4%至 28.8%，山东沥青产量-4.8 至 18.3 万吨，中国产量-5.6 万吨至 51.6 万吨。需求端，中国沥青出货量+2 万吨至 26.9 万吨，山东出货-0.25 万吨至 8.49 万吨；库存端，山东社会库存 0.1 万吨至 13.7 万吨和山东炼厂库存-0.3 万吨为 13.5 万吨，中国社会库存+0.6 万吨至 52.7 万吨，中国企业库存-4.1 万吨至 46.1 万吨。
【南华观点】沥青供给端，因部分炼厂停产及转产渣油而小幅下滑，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预期提升而走弱，裂解价差仍然维持高位；目前看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“反内卷”对沥青成本端影响不大，后续关注对沥青产业链具体措施的进展情况。

尿素：震荡偏弱

【盘面动态】：周五尿素 09 收盘 1803
【现货反馈】：周末国内尿素行情继续稳中下滑，跌幅 10-50 元/吨，山东个别反弹但整体影响有限，主流区域中小颗粒价格参考 1640-1810 元/吨。需求端延续疲软，另上周五期货品种夜盘集体跳水，引发尿素多头担忧，影响现货交易心态，短线国内尿素行情弱势松动。
【库存】：截至 2025 年 7 月 23 日，中国尿素企业总库存量 85.88 万吨，较上周减少 3.67 万吨，环比减少 4.10%。中国尿素港口样本库存量：54.3 万吨，环比增加 0.2 万吨，环比涨幅 0.37%。
【南华观点】：周五夜盘大量投机资金离场，预计尿素期货将跟随回调，带来期现货源的释放，尿素现货市场将承压。中期而言，尿素二批次出口对需求端形成一定支撑，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，现货报价小幅波动，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 合约预计震荡偏弱。

玻璃纯碱：盘面反复

纯碱：
【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1440，+2.27%
【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持续，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，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。库存处于历史高位。盘面上涨，期现和碱厂套保持续。基本面纯碱供强需弱格局不变，同时关注成本端煤炭和原盐价格波动。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 1362，+4.21%

【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】

反对卷预期或在持续与降温中反复，市场情绪亦有反复，盘面也预计在现实与预期中继续博弈，我们仍需要继续关注更多政策的落地情况或下一步指示。基本面看，供应端日熔小幅回升，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，正反馈下，厂家连续去库，中游则快速累库，整体社库仍处于高位。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的快速变化，随着时间步入 8 月，09 合约也将走向交割逻辑。

原木：我有酒，你有故事？

【策略观点】:

过去一周，整个商品行情波澜起伏，主要受到宏观“反内卷”的持续发酵影响。对比之下，我们的原木样子很文静。

目前基本面本身矛盾并不大。库存小幅回升，同时日均出库量也在提升。07 的交割已经接近了尾声,虽然 07 合约的交割买方折价卖给了加工厂。但现货价格并未持续下行，上周还略微上涨，07 的交割压力随着时间的推移即将消化完毕。接下来盘面将以最新的进口成本来计价。最新的 CFR 报价显示 114 美金，相比之前无变化。按照该价格折算成仓单成本来看，目前盘面略微高估。短期之内没有看到驱动。交易的锚点基本围绕着估值来进行。该品种过去一周资金持续流出，目前没热度，没预期，没故事。基本面上看，预计后续低波震荡运行。但该品种持仓量较小，资金的影响较强，操作需注意风控

纸浆：宏观带动期价上行

【盘面回顾】

本周纸浆上涨，主力合约周线收盘于 5520（+228），涨幅 4.31%。

【核心逻辑】

上周纸浆主力期货受宏观情绪带动走出五连阳。截至上周五收盘，收盘于 5520 元/吨（+228），涨幅 4.31%。周五夜盘商品受焦煤限仓影响，整体减仓回落。纸浆主力合约同样减仓回调。

库存方面，本周港口库存最新数据录得 214.3 万吨（-3.8）。开始小幅去库。现货价格受到期货价格带动开始跟涨。但根据卓创资讯调研，下游接受度一般，观望情绪较浓。目前港口库存仍处于近年来的相对高位，供应较为宽松。下游原纸行业对市场信心不足，需求端恐难有明显提振。然而目前反内卷之风已涉及到 10 大行业，虽然还不涉及到造纸业，但从反内卷的延伸的态势来看，也不乏具有想象空间。所以本轮行情为宏观主导，策略上突破之后谨慎追多。

烧碱：关注近月仓单

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2637，-1.42%
【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】
即将步入 8 月，09 合约或开始走交割逻辑，关注仓单压力。基本面，近端开始跌价累库，山东液碱价格开始小幅下滑，供应端产量有继续回升预期。成本端维持，不过随着液氯价格上调，氯碱利润有所回升。非铝下游处于淡季，不过山东液碱库存同比仍偏低。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，需要关注市场是否持续交易旧老装置问题以及政策的实际落地情况。

以上评论由分析师张博（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 14385，日环比+0.14%。
【现货报价】全国生猪均价 14.39（+0.2）元/公斤，其中河南 14.12（-0.01）元/公斤、湖南 13.96（+0.00）元/公斤、辽宁 14.07（+0.00）元/公斤、四川 13.31（-0.01）元/公斤、广东 15.47（+0.00）元/公斤。
【现货情况】
北方猪价小幅回暖后持续动力不足，近期供应端表现仍显充裕,缺乏对价格连续支持效果;需求端表现一般,未有明显提量动作,周末仅个别省份受出栏量缩减影响，其余市场渐显弱势。南方猪价多稳定为主，个别市场窄幅微调,因月中前期各地区出栏进度偏慢,月底猪源供应相对充足,消费市场表现低迷。
【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：关注中美谈判

【盘面回顾】外盘美豆继续走弱，内盘豆粕跟随不断下挫。
【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，后续需关注中美谈判与美豆产天气情况；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)玉米期货收跌，天气有利于玉米生长。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 2890/吨，+20 元/吨。

【市场分析】进口玉米拍卖成交率 28%，关注度一般，对市场利空逐步变小。东北玉米价格暂较为平稳，市场购销活跃度稍显一般。华北虽然基层余粮较去年同期明显偏少，但市场看涨预期并不强销区市场购销氛围清淡，下游继续刚需补库为主。淀粉方面：华北开机率逐步回升，价格方面受到玉米支撑暂稳运行。

【南华观点】震荡，暂无明显利好，关注新作玉米生长情况。

棉花：关注中美关税调整

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 0.5%，美元走强，原油回落。上周五夜盘郑棉下跌超 0.5%。

【外棉信息】截至 7 月 19 日当周，巴西棉花采摘进度约 16.7%，其中巴伊亚州进展较快，巴西相关行业协会预期新年度巴西棉总产同比增加 7%至 396 万吨。

【郑棉信息】目前新疆新棉处于花铃盛期，受高温影响，新年度虫害较去年有所加剧，但总体可控，新棉整体发育进度较快，长势良好，本周新疆气温或有回落，对新年度产量暂维持乐观预期。当前内地纺企在纺纱利润的挤压下，整体负荷进一步下调，但新疆纺企开机坚挺，支撑着棉花的刚性消费，近期下游成品库存小幅去化，但仍存一定压力。

【南华观点】新棉上市前，国内棉花库存偏紧的现状仍会对棉价形成强支撑，需关注国内进口配额政策落地情况及淡季棉花去库速度，近月合约或稳中偏强，但随着价格重心的抬升，部分高成本陈棉资源逐渐流入市场，且下游走货欠佳，远月仍存丰产预期，棉价上方空间或受限，近日中美贸易或进行第三轮谈判，关注中美贸易协议调整情况。

白糖：承压回落

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五原糖收低，受累于供应增加忧虑。

周五夜盘，郑糖小幅回落，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 5850-5990 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。

苹果：关注 8000 去留

【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：减产预期修复

【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，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，本周新疆气温或逐渐回落，新季减产预期有所修复。
【销区动态】上周五广州如意坊市场到货 4 车，河北崔尔庄市场到货 2 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 25 日郑商所红枣期货仓单录得 8813 张，较上一交易日减少 80 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】当前下游走货平平，陈枣供应充足，新季产量同比下降但坐果情况好于预期，但同时一师果业协会发布了反内卷申明，农业农村部等十部门印发了《促进农产品消费实施方案》，或对盘面存在短期情绪影响，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。