

金融期货早评

宏观：政策基调仍是积极有为

【市场资讯】1) 中共中央政治局召开会议，决定召开二十届四中全会，分析研究当前经济形势和经济工作，中共中央总书记习近平主持会议。2) 育儿补贴是新中国成立以来首次大范围、普惠式、直接向群众发放的民生保障现金补贴，初步预算 900 亿元、8 月下旬申领。3) 美联储连续五次会议按兵不动，但两票委支持降息，指出经济增长放缓；鲍威尔未就 9 月降息给指引，强调关税和通胀的不确定性，称就业市场未走弱。特朗普对进口半成品铜等征 50% 关税，但不含阴极铜和精炼铜，纽铜暴跌 20%。4) 美国暂停对低价值货物的最低限度免税待遇。5) 特朗普称美国将对印度施加 25% 关税及“惩罚”，指印方是俄罗斯能源大买家。特朗普宣布与韩国达成全面贸易协议，征收 15% 关税，韩国将向美国提供 3500 亿美元投资，由美国拥有和控制。特朗普签署行政命令，将对巴西征收 50% 关税。6) 美国 Q2 实际 GDP 年化季环比初值 3% 好于预期，PCE 物价指数 2.5%。美国 7 月 ADP 就业人数增加 10.4 万人超预期，但雇主对招聘决策趋于谨慎。欧元区二季度躲过衰退，GDP 超预期增长 0.1%，降息预期回落。7) 当下美债最重要指标：美国财政部季度再融资规模维持稳定，短债比重持续上升，暗示中长期发行规模不变至 2026 年。

【核心逻辑】中美贸易谈判取得阶段性成果，短期贸易冲突风险缓解，但未来临近展期时，需警惕关税冲突风险回潮。中央政治局会议已召开，从通稿可见，决策层正视下半年经济压力，明确经济基调仍为“稳中求进”，政策将“持续发力、适时加力”。会议同时提及加速政府债发行，预计三季度政府债发行节奏将加快，为经济稳步增长提供支撑。消费政策方面，提出“扩大商品消费的同时，培育服务消费新增长点”。当前商品消费增速已处于相对高位，叠加基数效应，下半年增速或有回落，但幅度有限；服务消费相关领域有望成为下半年支撑消费的重要发力点。总体而言，本次政治局会议延续了前期政策基调，同时明确了下半年政策发力方向。尽管经济仍面临一定压力，政策层面将保持积极作为。海外市场方面，6 月美国职位空缺数不及预期，美国经济边际放缓。美联储如期暂停降息，且并未发出 9 月可能降息的信号。相比利率决议，美联储的内部分歧成为本次会议息会议更大的看点。两名美联储官员在本次会议上投出了反对票，都支持降息 25 个基点，联储决策者对关税影响的共识在破裂。而鲍威尔在新闻发布会上的讲话释放了偏“鹰派”的政策信号。

人民币汇率：CNH 贬破 7.20

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1823，较上一交易日下跌 58 个基点，夜盘收报 7.2000。人民币对美元中间价报 7.1441，调升 70 个基点。

【重要资讯】1) 美国二季度经济增长 3%，超出预期，特朗普再次敦促美联储降息。2) 美国 7 月 ADP 就业人数增加 10.4 万人，反弹至 3 月以来最高增长水平。3) 美联储议息——① 维持利率在 4.25%-4.50% 不变，理事沃勒、鲍曼投下反对票并主张降息。② 鲍威尔避免就 9 月降息给出指引，称当前货币政策立场处于有利位置，强调依赖数据、通胀的目标比就业遥远，合理推测是关税对通胀的影响是短暂的。③ 特朗普在美联储决议公布前一刻发声：听说美联储会在 9 月降息。

【核心逻辑】经过两个月左右时间的拉锯，美元兑离岸人民币即期汇率在昨日短短一日内重回 7.2 上方，美元指数也在数日之内逼近 100。这是新一轮拐点的到来？技术上看，只要 7.2 被有效站稳，上方仍有较窄可拓展的区间。但今日以及之后的中间价的“态度”或许是关键。与此同时，政治局会议在“十五五”规划上凸显“稳”字，基调转向战略定力，以稳健的

大方针托举长远。所以，内部基本盘或还是以稳为主的弱复苏，不过较此前的较为悲观的判断，目前有所边际收敛。对于美元指数在近期的走强，或与美国经济数据集体超预期（ADP、Q2 实际 GDP、核心 PCE）以及白宫对鲍威尔施加政治压力、要求降息，但其表态依旧偏鹰有关，符合我们之前《思考系列四：美元指数的反击时刻到来？》中发出美元指数在短期或出现走强的预警判断。但我们认为，亮眼的经济数字虽暂时驱散了市场对美国经济将陷入衰退的阴影，但却难掩美国内需趋冷、通胀复燃、投资乏力的潜在问题。因此，我们对美元指数维持“反弹非反转”的判断，年内大概率仍是一个筑底的过程。

【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：美联储 7 月按兵不动，股指或将迎来调整

【市场回顾】

昨日股指除上证 50 指数收涨外，其余均收跌。从资金面来看，两市成交额上涨 411.09 亿元。期指方面，IF、IH 放量上涨，IC、IM 放量下跌。

【重要资讯】

1. 美联储连续五次会议按兵不动，但两票委支持降息，指出经济增长放缓；鲍威尔未就 9 月降息给指引，强调关税和通胀的不确定性，称就业市场未走弱。

【核心逻辑】

昨日股指涨跌不一，大盘股指走势相对偏强，红利指数领涨，市场情绪趋于谨慎，两市成交额小幅放量。GC001 上涨，涨幅超 7%，市场边际流动性趋紧的情况下导致昨日中小盘股指走势相对偏弱。午后中央政治局会议召开，股指提前回落，我们认为这是因为在市场提前交易会议利好预期的情况下，会议正式召开市场利好出尽导致股指下行，整体来看本次会议没有超预期信息，因此尾盘股指有所拉升但幅度有限。美联储声明提到经济增长有所放缓，一度强化降息预期，但鲍威尔发布会未就 9 月降息给出明确指引，强调通胀风险，并称就业稳固，打压年内降息预期，不过当前美联储年内降息概率依旧不小，鸽派声明鹰派发言预计对 A 股影响有限。昨日各品种期指成交量加权平均基差小幅下跌，成交量及持仓量上涨。因此预计短期股指将迎来调整，但调整幅度不大，不改整体向好的趋势。

【南华观点】多头持仓观望

国债：右侧已至

【行情回顾】国债期货早盘高开低走，盘中转头回升价格再度走高，午后涨幅扩大，全线大幅收涨。受政治局会议影响，现券在期货收盘后利率继续下行了约 0.5bp。资金利率分化，但流动性总体依旧充裕。银行间和非银隔夜走势分化，DR001 加权 1.31%，隔夜匿名 1.3%，但 GC001 开盘后走高到接近 2%，最终收在 1.78%，反映跨月压力。公开市场央行继续净投放，今日到期 1505 亿，新做 3090 亿，净投放 1585 亿元。

【重要资讯】：1. 中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，决定今年 10 月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

【核心逻辑】中美谈判和政治局会议的落地是全天的主线，意味着海外扰动、内部增量政策以及反内卷等问题在短期内都会有一个阶段性的定调。从结果来看不论是斯德哥尔摩仅延长了关税暂停期，还是政治局会议的增量有限，都基本在之前我们的预期内，因此债市情绪得以改善。

操作上，情绪反转后短期内预计反弹延续，图形上来看双底已经筑成，建议交易盘抓住机

会参与。

【投资策略】：交易盘择机进场

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：中美经贸会谈达成一定共识

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格先震荡上行，后震荡回落至短期低位后再度反弹。截至收盘，除 EC2510 外，其余各月合约价格均略有回升。

【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\$1846，较同期前值上调\$10，40GP 总报价为\$3102，较同期前值上调\$10。8 月 14 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1715，较同期前值上调\$10，40GP 总报价为\$2870，较同期前值上调\$10。

近三周，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1935，较同期前值下降\$100，40GP 总报价为\$3135，较同期前值下降\$200。

【重要资讯】：

1. 当地时间 7 月 28 日至 29 日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及贸易代表格里尔在瑞典斯德哥尔摩举行中美经贸会谈。双方就中美经贸关系、宏观经济政策等双方共同关心的经贸议题开展了坦诚、深入、富有建设性的交流，回顾并肯定了中美日内瓦经贸会谈共识和伦敦框架落实情况。根据会谈共识，双方将继续推动已暂停的美方对等关税 24%部分以及中方反制措施如期展期 90 天。

2. CMA CGM 公布 2025 年第二季度财报，其中集装箱装载量同比下降 0.2%，每 TEU 收入同比下降 1.2%，航运业务 EBITDA 为 16 亿美元，利润率为 19.4%，低于 2024 年同期的 23.8%。

【南华观点】：从盘面走势来看，中美经贸会谈基本延续此前约定的关税水平，对市场情绪影响中性略有偏多。此外，商品情绪也带动了 EC 价格的上行。而基于当前仍有主流船司下调现舱运费，EC 的涨幅仍存一定上限，乃至给市场带来一定的利空因素，使得期价在涨至一定水平后有所回落。对于后市而言，预计 EC 整体震荡略偏回落的可能性相对较大，但仍需警惕商品情绪和资金面带来的影响。

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）、潘响（F03107845）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：降息预期降温 贵金属大幅下跌

【行情回顾】周三贵金属市场明显下挫，美经济就业数据韧性以及鲍威尔会后声明偏鹰推动美指与美债收益率上涨，并利空贵金属。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 3327.9 美元/盎司，-1.59%；美白银 2509 合约收报于 37.175 美元/盎司，-2.9%。SHFE 黄金 2510 主力合

约 773.78 元/克，+0.42%；SHFE 白银 2510 合约收 9192 元/千克，+0%。美国总统特朗普表示，将从 8 月 1 日起对印度征收 25% 的关税，并暗示将因该国从俄罗斯购买能源而加征额外处罚。数据方面，美国经济数据良好削弱美联储降息理由，美指走升而贵金属下跌。美国 Q2 实际 GDP 年化季环比初值 3%，好于预期 2.4%，主要因消费韧性以及进口下滑影响；Q2PCE 物价指数 2.5%，反映虽美通胀放缓，但高于预期 2.3%；美国 7 月 ADP 就业人数增加 10.4 万人，高于预期 7.6 万人，前值-3.3 万人。周四凌晨美联储利率决议维持基准利率和缩表规模不变，但会后声明有三处变化：在本次 FOMC 会议上投票的 11 名委员中，有两人对暂停降息的决议投了反对票；删除经济不确定性已减弱、重申不确定性仍偏高；称上半年经济增长缓和。但会后新闻发布会上，鲍威尔立场鹰派，扭转 9 月降息可能，鲍威尔未就 9 月降息给出指引，并表示现在就断言美联储是否会像金融市场预期的那样在 9 月下调联邦基金利率还为时过早，给市场对 9 月降息的预期降温；目前政策变化的影响仍具不确定性，目前合理的基本假设是，关税对通胀的影响将是短期的，但也可能让通胀效应会变得更加顽固。今日重点关注晚间美 6 月 PCE 数据。

【降息预期与基金持仓】降息预期降温。据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 9 月维持利率不变的概率为 54.3%，降息 25 个基点的概率为 45.7%；美联储 10 月维持利率不变的概率为 34.6%，累计降息 25 个基点的概率为 48.8%，累计降息 50 个基点的概率为 16.6%；美联储 12 月维持利率不变的概率 11.2%，累计降息 25 个基点的概率为 39.2%，累计降息 50 个基点的概率为 38.4%，累计降息 75 个基点的概率为 11.2%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓减少 0.86 吨至 955.67 吨；iShares 白银 ETF 持仓日度减少 24.02 吨至 15149.9 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 3.2 吨至 1208.1 吨；截止 7 月 25 日当周的 SGX 白银库存周增 56.4 吨至 1368.4 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，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，短线伦敦金银波动加剧，本周重磅事件与数据博弈下，行情波动可能加大，伦敦金已跌破 3300 关口，重点关注 3250 支撑，阻力 3300，3350，3370，3400。伦敦银关注 37 区域支撑有效性，阻力 37.8-38 区域，38.3，38.7，39，39.5。操作上仍维持回调做多思路。

铜：保持稳定，波动或仍存

【盘面回顾】沪铜指数在周三稳定在 7.89 万元每吨附近，成交 11 万手，持仓 49 万手，上海有色现货升水 165 元每吨。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】铜价在周三基本保持稳定，国内的政治局会议和中美关税政策谈判对其影响较小。短期来看，宏观仍然是扰动铜价最大的变数。在超级宏观周没有结束之前，铜价仍有波动的可能性。投资者需控制好仓位，做好对现货敞口的保护。

【南华观点】持币观望。

铝产业链：关注美关税情况

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20625 元/吨，环比+0%，成交量为 13 万手，持仓 26 万手，伦铝收于 2606 美元/吨，环比-0.97%；氧化铝收于 3326 元/吨，环比+1.65%，成交量为 57 万手，持仓 15 万手；铸造铝合金收于 20070 元/吨，环比+0.15%，成交量为 1594

手，持仓 8850 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。政治局会议顺利召开，其中对反内卷表述较此前程度较轻，整体会议内容不及预期。总的来说，反内卷带来的情绪交易有所缓和但本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。25 日交易所发布限仓政策后，氧化铝短时炒作情绪暂时缓和，且政治局会议中对反内卷的表述程度较轻，目前影响氧化铝盘面的核心因素为交易所仓单极低，但有消息称氧化铝新疆地区库容陆续约满，仅准东交割库库容尚余近半，仓单问题或将在 8 月解决，回升速度仍需观察。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：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22670 元/吨，环比+0.07%。其中成交量为 14.14 万手，而持仓则减少 1371 至 11.62 万手。现货端，0#锌锭均价为 22680 元/吨，1#锌锭均价为 22610 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌窄幅震荡，午盘受美元指数压制下行。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，预计下月加工费还将走强。矿端则因为海外矿今年增量颇多，整体呈宽松逻辑。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。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。

【南华观点】宽幅震荡，长期看跌。

镍，不锈钢：短期无明确信号，关注后续中美情绪扰动

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 121720 元/吨，下跌 0.15%。不锈钢主力合约日盘收于 12920 元/吨，上涨 0.31%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 124150 元/吨，升水为 2100 元/吨。SMM 电解镍为 123050 元/吨。进口镍均价调整至 122350 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27370 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 2809.09 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-3.2%。8-12%高镍生铁出厂价为 912.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-4.4%。纯镍上期所库存为 25451 吨，LME 镍库存为 204912 吨。SMM 不锈钢社会库存为 967400 吨。国内主要地区镍生铁库存为 33233 吨。

【市场分析】

日内沪镍延续震荡走势，尾盘有一定下调。基本面方面镍矿无明显改善，八月基准价有小幅上移，但是菲律宾矿到港库存稳定情况下价格仍有松动预期。镍铁目前成交有一定回调，按照镍铁转产冰镍逻辑若后续镍铁回调，冰镍供应或有所减少，或对镍价起到一定支撑，此外镍铁价格上行对矿端消化或有所上升。不锈钢方面日内延续震荡，主要受成本支撑以及库存去库影响。现货方面成交也有所好转。硫酸镍方面近期盐厂有一定挺价情绪，部分前驱体厂需求上升，关注后续实际成交。后续关注中美经贸会谈走势。

锡：保持稳定

【盘面回顾】沪锡指数在周三稳定在 26.7 万元每吨附近，成交 8 万手，持仓 5.1 万手。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】短期来看，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】择机库存套保。

碳酸锂:关注市场转换节奏，注意持仓风险

【行情回顾】周三碳酸锂期货高位震荡，午后下跌。主力合约收于 70600 元/吨，日环比跌 0.34%。成交量 79.29 万手（日环比增 6.55%），持仓量 27.27 万手（日环比减少 2.78 万手）。碳酸锂 LC2509-LC2511 月差维持 back 结构，日环比走强 20 元/吨。仓单数量总计 13131 手，日环比增加 855 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场维稳。矿端报价小幅下降，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 780 美元/吨，环比持平。锂盐市场中，电池级碳酸锂价格为 72950 元/吨，日环比跌 200 元/吨；电池级氢氧化锂报价 70620 元/吨，日环比上涨 50 元/吨，贸易商基差报价平稳，下游正极材料报价小幅走弱，磷酸铁锂报价持续下跌 50-125 元/吨，三元材料报价平稳；电解液报价平稳。

【市场消息】7 月 30 日政治局会议内容表述：纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。坚持“两个毫不动摇”，激发各类经营主体活力。

【南华观点】短期供给端扰动仍存，下游补库进度有待观察。短期预计未来将维持宽幅震荡状态。中长期看，基本面依然偏弱。关注市场转换节奏，注意持仓风险

工业硅&多晶硅:震荡走强，注意风险

【行情回顾】周三工业硅期货窄幅震荡，主力合约收于 9285 元/吨，日环比上涨 0.7%。成交量约 60.51 万手（日环比降低 7.59%），持仓量约 24.26 万手（日环比减少 3.4 万手）。SI2509-SI2511 月差维持 back 结构，日环比走弱 75 元/吨；仓单数量 49846 手，日环比减少 236 手。

多晶硅期货合约尾盘涨停，主力合约收于 54705 元/吨，日环比上涨 7.68%。成交量 56.52

万手，日环比增加 3.52%，持仓量约 16.44 万手（日环比增加 2.38 万手）。PS2509-PS2511 月差维持 contango 结构，日环比走弱 40 元/吨；仓单数量 3070 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 9350 元/吨（日环比上涨 200 元/吨），99#硅粉报 10450 元/吨（日环比上涨 100 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 12450 元/吨；铝合金市场 ADC12 报价 20100 元/吨，日环比持平。

多晶硅环节报价维稳，N 型多晶硅价格指数 44.7 元/千克（日环比持平）；下游 N 型硅片报价 1.2 元/片（日环比上涨 0.05 元/片），电池片报价小幅上涨。

【市场消息】7 月 30 日政治局会议内容表述：纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。坚持“两个毫不动摇”，激发各类经营主体活力。

【南华观点】当前宏观情绪的影响持续，基本面并未发生实质改变。下周召开的工业硅相关会议值得重点关注，预期未来工业硅市场大概率维持震荡偏强的走势。

多晶硅方面，市场仍由宏观情绪主导运行方向。预计未来多晶硅市场维持震荡偏强的走势。

铅：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16890 元/吨，环-0.06%，其中成交量 37318 手，而持仓量则增加 2207 手至 66741 手。现货端，1#铅锭均价为 16750 元/吨。

【产业表现】华北地区一家大型再生铅炼厂近期已恢复生产，并接近满负荷运行，7 月产量环比上月增加约 5 千吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪铅窄幅震荡。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，目前厂家对八月消费仍又期待。再生铅的成本支撑仍能保持。目前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：情绪降温

【行情回顾】政治局会议结束加上特朗普发言后，盘面回落

【信息整理】1. 中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，决定 10 月召开二十届四中全会，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。会议强调，做好下半年经济工作，要保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性。纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。

2. 美联储维持联邦基金利率目标区间在 4.25%至 4.50%不变，符合市场预期，这是美联储连

续第五次决定维持利率不变。

3. 美国将对韩国征收 15%关税；对巴西加征 40%关税，使总关税额达到 50%；对来自印度的商品征收 25%关税。

4. 国家能源局综合司发布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，针对 8 个煤炭主产省区开展生产核查。Mysteel 调研结果显示，目前主产地煤矿收到文件通知的较少，主要集中在山西阳泉、晋城和贵州地区，部分煤矿开启自检查，但生产并未受到影响，总体生产情况基本正常。

5. 上海将制订《上海市城市更新行动方案（2026—2028 年）》，2026 年全面启动城中村整体改造项目，2027 年全面完成小梁薄板房屋改造，继续开展老旧小区改造。

【南华观点】七月政治局会议关于“反内卷”的表述调整为治理企业无序竞争、推动重点行业产能治理，删除了“低价”措辞并限定为“重点行业”，导致市场对全局性整治低价和去产能的预期降温。叠加昨日特朗普宣称 8 月 1 日关税最后期限不会延长，贸易壁垒加深预期升温，海内外宏观乐观情绪均受抑制。基本来看，当前涨价后由期现套利和终端回补承接了部分需求，但出口利润已明显收缩，新接订单走弱；同时涨价显著改善电炉利润，复产动力增强，供应压力边际上升。后续钢价能否再上一台阶，仍需关注需求端的承接力，尤其是海外窗口能否打开。综合而言，政策预期驱动的上漲动能减弱，盘面近期或面临回调。然而，当前基本面矛盾尚不突出，加之煤矿超产检查及后续阅兵限产对供应仍有扰动，预计盘面下行空间有限，近期或以震荡盘整为主，可关注华东电炉平谷电成本区域。后续需密切关注需求的实际承接能力。

铁矿石：会议不及预期

【盘面信息】早盘偏强，午后会议通稿出来后跳水，尾盘有所支撑。

【信息整理】政治局会议顺利召开。会议指出，宏观政策要持续发力、适时加力。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。兜牢基层“三保”底线。货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行。用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。支持经济大省发挥挑大梁作用。强化宏观政策取向一致性。会议强调，要有效释放内需潜力。深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。在保障改善民生中扩大消费需求。高质量推动“两重”建设，激发民间投资活力，扩大有效投资。会议指出，要坚定不移深化改革。坚持以科技创新引领新质生产力发展，加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新深度融合。纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。坚持“两个毫不动摇”，激发各类经营主体活力。

【南华观点】反内卷表述中比 7 月 1 日中央财经委会议略显谨慎，依法依规治理“低价无序竞争”缺了“低价”，“推动落后产能有序退出”变成“推进重点行业产能治理”，程度更轻了，方式可能更偏市场化，整体会议内容不及预期。但商品整体回调力度有限。目前黑色产业链还是能够完成价格从上游向中下游的传导的，铁水产量维持在高位，钢厂利润尚可，钢材淡季库存没有垒起来。整体上仍偏多看待。近期海外宏观事件增多，波动可能增大，注意仓位和风控。

焦煤焦炭：五轮提涨开启

【盘面回顾】宽幅震荡

【信息整理】

1.自7月31日0时起,邢台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。(第五轮)

2.国家发改委:严防地方政府通过政府投资基金变相补贴产能过剩领域防止重复投资和无序竞争。

3.本周,唐山主流样本钢厂平均铁水不含税成本为2097元/吨,平均钢坯含税成本2843元/吨,周环比上调35元/吨,与7月30日当前普方坯出厂价格3180元/吨相比,钢厂平均盈利337元/吨,周环比增加15元/吨。

【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。目前四轮提涨已经落地,8月仍有提涨提涨,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】

上周煤焦主力合约连续封板涨停,短期价格偏离基本面,大商所针对焦煤采取限仓措施,周初市场情绪降温,周三政治局会议内容公布,暂未出台超预期刺激政策,市场情绪遇冷,煤焦盘面阴跌,但整体上行趋势暂未发生转变。“反内卷”政策预期支撑大宗商品价格,叠加阅兵前限产对黑色系起到托底作用,煤焦价格底部有一定支撑,后续关注阅兵、美联储降息博弈及四中全会等海内外宏观事件。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

【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,库存压力减小

【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,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焱（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、严志妮（Z0022076）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

原油：油价连续三日上涨，受美对俄制裁影响

【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79美分，收于每桶70.00美元，涨幅为1.14%；9月交货的伦敦布伦特原油期货价格上涨73美分，收于每桶73.24美元，涨幅为1.01%。夜盘SC原油主力合约收涨1.66%，报533元/桶。

【市场动态】1. 7月美联储会议维持基准利率在4.25%-4.50%不变，连续第五次按兵不动，符合市场预期。鲍威尔发布会表示：利率前景：当前政策立场处于有利位置；尚未就9月会议作出任何决定；无法在六周后依据6月点阵图来做决策，需要依赖数据。通胀前景：6月核心PCE同比涨幅可能为2.7%，整体PCE将同比上涨2.5%；大多数长期通胀预期指标与美联储目标一致；通胀距离我们的目标比就业更远；预计通胀数据将受到更多关税影响。经济前景：经济处于稳固地位，指标显示经济增长放缓；不认为大而美法案特别刺激经济。2. 特朗普宣布与韩国达成贸易协议：15%关税+提供3500亿美元投资。协议内容是，韩国将向美国支付3500亿美元用于由美国拥有和控制的投资项目，这些项目将由我作为总统亲自选定。此外，韩国将购买1000亿美元的液化天然气（LNG）或其他能源产品，并且，韩国还同意投入一大笔资金用于其投资目的。这笔款项将在未来两周内韩国总统李在明访问白宫时宣布。双方还同意，韩国将全面开放与美国的贸易，并接受包括汽车和卡车、农业等在内的美国产品。我们同意，对韩国征收15%的关税。美国不会被征收关税。3. 美国对伊朗实施2018年以来最大规模制裁。美国财政部外国资产控制办公室30日宣布，对伊朗商人穆罕默德·侯赛因·沙姆哈尼控制的航运网络实施制裁，涉及50多个实体和个人以及50多艘运油船和集装箱船。这是自2018年美国政府对伊朗“极限施压”以来实施的最大规模制裁。当天，美国国务院也宣布，将参与伊朗石油和石化产品贸易与运输的20个实体列入制裁名单，将10艘船只列为冻结资产。

【南华观点】隔夜国际原油期货连续三日放量上涨，主要受到特朗普对俄施压的影响，地缘政治再度紧张，市场对俄原油供应担忧。特朗普极限施压或为推动俄乌停火，封锁俄油意图弱，对原油市场影响有限。今年1月拜登政府加深对俄油制裁，曾使原油盘面短期上涨，1周后影响消退，其走势对近期有参考意义。地缘风险事件对原油盘面的影响周期较短，无法扭转整体趋势。宏观超级周结束后，随着宏观层面主要不确定性逐步消除，市场的逻辑将更多转向基本面。本周重点关注8月3日OPEC+会议，以及后续原油市场的反应。

LPG：成本驱动盘面上行

【盘面动态】FEI M1 收于530美元/吨（+2），CP M1 收于530美元/吨（+8），LPG2509 盘面收于4052（+24），LPG2510 盘面收于4471（+43）

【现货反馈】华东均价4413（0），山东均价4580（-20），最便宜交割品价格4430（0）

【基本面】供应端本期依然保持宽松，主营炼厂开工率 81.21% (0%)，独立炼厂开工率 48.16% (+0.85%)，不含大炼化利用率为 44.90% (+0.95%)，齐润石化、东营石化提负导致；液化气商品量 52.49 万吨 (-0.04)，本周海科瑞林已经重启；醚后碳四商品量 17.58 (+0.46)，属于季节性偏高位；此外，进口端 4 周均值来看，到港依然在高位。需求端本期小幅好转，主要在 PDH 端。PDH 本期开工率回升到 75.30% (+1.91%)，8 月江苏瑞恒、辽宁金发、山东天弘有重启计划，开工率还将进一步抬升。MTBE 及烷基化油端变动不大，夏季存在相对支撑。库存端，厂内库存 18.43 万吨 (+0.4)，厂库一处于缓慢累库中，港口库存 304.08 万吨 (-16.59)，高位震荡。

【观点】原油端受地缘影响偏强运行，此外旺季对需求也有一定支撑。外盘丙烷上涨，但相对原油偏弱。国内炼厂整体开工保持高位，进口量近几周同样集中到港，供应端维持宽松格局；化工需求方面，PDH 装置开工提升，支撑 PG 需求，MTBE 及烷基化开工变化不大，民用气仍处淡季，整体需求偏弱；库存端港口库存高位、厂内库存持续小幅累积。综合来看，LPG 供需结构仍偏宽松，化工需求边际回升但难以扭转整体压力局面。

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：价格随情绪回落

【库存】华东港口库至 52.1 万吨，环比上期减少 1.2 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】

周三政治局会议内容公布，“反内卷”情绪略微降温，乙二醇价格随之走弱。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实际累库幅度有限。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，纱厂负荷小幅下调，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”逻辑难以证伪，价格走势脱离基本面多以市场情绪节奏主导。目前政治局会议对“反内卷”内容提及有限，相关逻辑是否就此结束仍需时间验证。但总体来看，“反内卷”逻辑对乙二醇价格的影响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，若“反内卷”逻辑就此告一段落，价格将迎来回调。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。

PP：基本面变化不大

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7145 (-15)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7030 元/吨，华东现货价格为 7100 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 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】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 即使在装置集中检修季，产量也依然处于高位。在需求端，由于当前下游仍处于淡季之中，需求总体偏弱。综合来看，PP 供需压力并未得到根本性缓解，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：基本面预期偏暖

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7387 (+2)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7250 元/吨，华东现货价格为 7280 元/吨，华南现货价格为 7380 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】从现实端来看，PE 近端压力依然偏大，现货总体成交情况偏弱，基差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，虽然先前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。所以目前在近端的 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 PE 继续下行的空间也将比较有限。

苯乙烯：会议落地

BZ:

【盘面回顾】BZ2603 收于 6307 (+11)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6105 (+60)，主力基差-202 (+49)

【库存情况】截至 7 月 28 日，江苏纯苯港口库存 17.0 万吨，较上期环比下降 0.58%。

【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难去库。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。上周市场继续交易反内卷，盘面总体震荡偏强运行，本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 7387 (+13)

【现货反馈】下午华东苯乙烯现货 7395 (+15)，主力基差 8 (+2)

【库存情况】截至 2025 年 7 月 28 日，江苏苯乙烯港口库存 16.4 万吨，较上周期增加 1.33 万吨，幅度+8.83%；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：供应端近期无新增检修装置，开工率小幅波动。需求端，淡季低负荷下上周 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 16.4 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，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需增减格局，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，待本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：逢高布空

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU09 收于 2956 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】截止昨日收盘，LU10 报 3710 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。建议观望为主。

沥青：跟随成本端震荡偏强

【盘面回顾】BU09 收于 3650 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】：周三尿素 09 收盘 1742

【现货反馈】：周三国内尿素行情继续偏弱下行，跌幅 10-50 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1620-1810 元/吨。山东、河南低价降至 1700-1720 元/吨后收单见好，但市场到货量充足，行情反弹向上动力依旧欠缺。短线区域低价企稳局部或有上探，高价继续下调。

【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。

玻璃纯碱烧碱：弱现实强预期

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1311，-0.53%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 178.36 万吨，环比上周四-8.10 万吨；其中，轻碱库存 69.51 万吨，环比上周四-4.71 万吨，重碱库存 108.85 万吨，环比上周四-3.39 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。上中游库存处于历史高位。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 1191，0.25%

【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。

烧碱：

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2613，-1.1%

【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。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。

纸浆：逐步回归基本面定价

【盘面】主力合约收盘于 5326 (-48)

【核心矛盾】

主力合约收盘于 5326 (-48)。技术图形上看，属于突破后的回踩。

现货端，山东银星报价 5920 元/吨 (+0)，山东俄针报价 5450 元/吨 (+0)，山东金鱼报价 4150 元/吨 (+0)。

经济工作会议落地，短期之内宏观影响将走弱，基本面定价影响将走强。

目前纸浆自身的基本面并没有很乐观，供应高位，库存高位。四大用纸综合来看，生产利润偏低，开工率偏低，且还有新增产能投产。短期过剩压力较大。从需求端来看，目前也无法预见长期大幅的增量。季节性来看，进入 8 月后，逐渐来到了下游消费旺季，对于纸浆的需求有一定的季节性提振。但目前下游采购意愿未见积极。本轮商品情绪的上涨带动了期货上涨，同时也一定程度的带动了现货端的上涨。后续将迎来一定的政策空窗期，具体的政策落地，尚需时日。基本面相对偏弱，会一定程度的抑制本轮的反弹高度。建议观望。

现货小幅上涨，盘面窄幅震荡

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6570 (-3)，PL2602 盘面收于 6627 (-14)。

【现货反馈】华东均价 6350 (-75)，山东均价 6250 (+30)，最便宜交割品价格 6250 (+30)

【基本面】供应端，本期丙烯整体开工率小幅上行至 73.83% (0.72%)，产量 117.74 万吨 (+1.15 万吨)；细分来看，炼厂方面主营炼厂开工率 81.21% (0%)，山东独立炼厂开工率 48.16% (+0.85%)，蒸汽裂解开工率 80.18% (-0.76%)；PDH 开工率 75.3% (+1.91%)，7 月底 8 月初，辽宁金发、山东天弘、江苏瑞恒仍存重启计划，开工率将进一步抬升；MTO 开工率 84.95% (-0.15%)，江浙地区部分装置降负，南京诚志、兴兴能源存检修计划。本周新增东明石化全厂检修，包括 9.6 万吨 MDH、10 万吨催化裂化及 21 万吨轻烃裂解，丙烯外放量减少。需求端本期变动不大，PP 粒料开工率 76.97% (-0.33%)，产量 77.36 万吨 (-0.33 万吨)，本周新增泉州国亨、国能宁煤、浙石化、东明石化检修，暂无复产产线；PP 粉料开工率 38.99% (+1.15%)，产量 7.03 万吨 (+0.27 万吨)，680 元/吨左右的 PP 粉料跟丙烯价差对开工相对有支撑；环氧丙烷开工率 73.31% (-0.05%)，产量 11.95 万吨 (-0.05 万吨)，变动不大；其他需求端，恒力停车导致酚酮本期开工相对下滑较多，综合开工率 78% (-3%)。辽宁金发丙烯腈复产中。整体供需端偏宽松，现货价格承压。

【观点】原油价格因地缘问题连续三日放量上涨；外盘丙烷价格受原油影响上涨，且远月 0102 为丙烷相对旺季；甲醇及煤端波动加大，政治局会议弱化反内卷相关表述，成本端扰动较大。供应端，本周依然偏宽松，主营炼厂开工高位，地方炼厂负荷提升，MTO 装置开工持稳，PDH 因部分装置复产开工提升。需求端，整体变化不大，PP 粒料产量维持高位，PP 粉料开工较前提回升，环氧丙烷因利润改善开工提升，酚酮受恒力检修开工下滑，其他下游变动不大。整体而言，丙烯依然偏宽松，拿目前 01 丙烷的价格去推算 01 成本预计在 6400-6500 元/吨，逢高可空配。

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 14075 环比-0.53%

【现货报价】全国生猪均价 13.93（-0.01）元/公斤，其中河南 13.98（+0.04）元/公斤、湖南 13.91（-0.00）元/公斤、辽宁 13.73（-0.07）元/公斤、四川 13.24（+0.00）元/公斤、广东 15.47（-0.00）元/公斤。

【现货情况】

猪价整体止跌趋稳，局部散户补跌，月末养殖端控量稳价，部分区域实际成交小幅偏强；需求端基本不变，二次育肥入场积极性略增。

【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】外盘美豆缺乏中美贸易谈判消息而继续走弱，内盘菜粕由于仓单压力缓解而带领豆粕反弹。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，外盘走弱后巴西升贴水报价反弹，国内买船进度略微减缓，继续以巴西和阿根廷为主，远月虽有阿根廷豆粕买船，但补充量级有限。到港方面看 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，基差经过盘面单方面反弹又回落后回归原位，现货价格继续表现疲软，月差回归原位，09 期现回归下方空间有限。进口大豆原料供应继续表现宽裕，油厂压榨维持高位，豆粕延续季节性累库趋势。需求端来看，下游维持刚需水平，物理库存季节性回升，区域低价继续吸引饲用添加。

菜粕端来看，菜粕整体跟随豆粕走势为主，缺乏更多自身行情指引，但近月仓单注销问题使得近月表现较豆粕偏强；国际市场加拿大天气小幅修复，国内关注后续菜系供应恢复情况。

【后市展望】外盘中美会谈中缺乏对于农产品采购信息，美豆种植天气依旧维持顺利，后续关注关键点位支撑情况；内盘豆系前期下跌空间有限，近月受仓单影响小幅反弹；菜系自身仓单压力缓解而走强。

【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)玉米期货上涨，空头回补。大连玉米淀粉震荡。

【现货报价】玉米：锦州港：2330 元/吨，+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 2700 元/吨, +30 元/吨; 山东潍坊报价 2970 元/吨, +50 元/吨。

【市场分析】中美双方将继续推动已暂停的美方对等关税 24%部分以及中方反制措施如期展期 90 天, 关税较前期暂无变化。东北产区下游购销活跃度较差。山东现货价稳中偏强, 深加工企业早间剩余车辆继续减少, 部分企业价格窄幅上调 10-20 元/吨。下游饲料企业部分采用湖北春玉米, 价格较低。淀粉方面: 华北玉米淀粉价格稳中有涨, 由于利润亏损时间头较长, 部企业涨价意愿强烈。

【南华观点】震荡, 中美关税与进口政策无新变化, 预计短期玉米暂稳。

棉花: 关注去库情况

【期货动态】洲际交易所 (ICE) 期棉小幅下跌, 美联储 FOMC 声明, 维持基准利率在 4.25%-4.50%不变, 美元走强。隔夜郑棉下跌超 0.5%。

【外棉信息】2025 年 6 月, 日本服装进口额为 2418.43 亿日元, 环比增加 2.62%, 同比增加 6.86%, 进口量为 6.34 万吨, 环比增加 0.02%, 同比增加 16.91%。

【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, 对新年度产量暂维持乐观预期, 本周产区气温或有回落, 整体降雨量不大但阿克苏地区与喀什地区降雨频率或有提高, 关注产区阴雨天气对花铃的影响, 谨防烂铃及黄萎病等现象的发生。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】在价格重心抬升下, 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, 棉价上方空间有限, 但新棉上市前, 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, 同时关注中美贸易协议调整情况。

白糖: 关键承压

【期货动态】国际方面, ICE 原糖期货周三收低, 受到巴西产量强劲打压。

昨日夜盘, 郑糖横向盘整, 近期承压回落。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6070 元/吨。昆明中间商报价 5850-5980 元/吨。

【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示, 7 月前四周出口糖 317.57 万吨, 日均出口 16.71 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】近期市场承压, 短期跟随外盘表现。

鸡蛋: 分歧增大

【期货动态】JD2509 收于 3570, 日环比-0.17%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.2 (-0.00) 元/斤; 主销区鸡蛋均价为 3.19 (+0.01) 元/斤。

【现货情况】

新开产继续增加，市场小码蛋增加明显，需求端暂无明显利好，市场观望情绪浓厚，顺势出货，今日产区蛋价稳定为主，湖北，西南局部市场小幅下调。销区北京、上海市场走货正常，价格暂稳。广东市场出货尚可，价格继续上行。

【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：小幅回落

【期货动态】苹果期货昨日下跌，短期价格承压明显。

【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，秦阳等苹果开秤价格与去年持平，近期价格开始不同程度回落。

【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】短期保持宽幅震荡思路对待。

红枣：关注产区天气

【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，新季减产预期有所修复，目前新季灰枣正处于果实成熟期，本周南疆整体气温有所回落，产区总体降雨量不大但降雨频率或有提高，近日阿拉尔附近风速偏大，近期光照欠佳及阴雨的天气或不利于灰枣的成长，关注后续枣果发育情况。

【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 4 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 30 日郑商所红枣期货仓单录得 8739 张，较上一交易日持平。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】一师果业协会发布的反内卷申明及农业农村部等十部门印发的《促进农产品消费实施方案》对盘面存在短期情绪提振影响，近期产区天气变化较快，红枣价格或暂以震荡为主，但新季坐果情况好于预期，且陈枣供应充足，在未来产区天气不出现大问题下，红枣价格仍有所承压。

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。