

2025年7月21日

研究所晨会观点精萃

分析师

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68756925

邮箱：jialj@qh168.com.cn

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758786

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

刘慧峰

从业资格证号：F3033924

投资咨询证号：Z0013026

电话：021-68751490

邮箱：LiuHF@qh168.com.cn

刘兵

从业资格证号：F03091165

投资咨询证号：Z0019876

联系电话：021-58731316

邮箱：liub@qh168.com.cn

王亦路

从业资格证号：F03089928

投资咨询证号：Z0019740

电话：021-68757092

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68757092

邮箱：fengb@qh168.com.cn

李卓雅

从业资格证号：F03144512

投资咨询证号：Z0022217

电话：021-68757827

邮箱：lizy@qh168.com.cn

彭亚勇

从业资格证号：F03142221

投资咨询证号：Z0021750

电话：021-68757827

邮箱：pengyy@qh168.com.cn

宏观金融：国内市场乐观情绪持续发酵，风险偏好持续升温

【宏观】海外方面，受美联储理事沃勒的鸽派言论以及消费者通胀预期降温的影响，美元指数和美债收益率回落，全球风险偏好整体有所降温。国内方面，上半年中国经济增长高于预期，但是6月消费和投资明显放缓；政策方面，中央财经委员会第六次会议强调“反内卷”，以及加力“稳就业”，扩大稳岗扩岗贷款支持范围，短期有助于提振国内风险偏好。资产上：股指短期震荡偏强运行，短期谨慎做多。国债短期高位震荡，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期低位震荡反弹，短期谨慎做多；有色短期震荡反弹，短期谨慎做多；能化短期震荡，谨慎观望；贵金属短期高位震荡，谨慎做多。

【股指】在小金属、能源金属以及贸易等板块的带动下，国内股市小幅上涨。基本面上，上半年中国经济增长高于预期，但是6月消费和投资明显放缓；政策方面，中央财经委员会第六次会议强调“反内卷”，以及加力“稳就业”，扩大稳岗扩岗贷款支持范围，短期有助于提振国内风险偏好。近期市场交易逻辑主要聚焦在国内增量刺激政策以及贸易谈判进展上，短期宏观向上驱动有所增强；后续关注中美贸易谈判进展以及国内增量政策实施情况。操作方面，短期谨慎做多。

【贵金属】上周贵金属受到关税谈判进展和美国经济数据影响高位震荡，沪金主力合约收至778.10元/克，沪银主力合约收至9216元/千克。特朗普周中对欧盟加征30%及后续对日25%关税使得金价来回震荡。美国6月CPI初显关税影响有所抬升，但整体幅度低于预期，后续PPI增速停滞暂缓通胀担忧，叠加6月零售销售环比超预期增加凸显消费韧性，美联储降息预期有所放缓。美元上行一定程度限制金价上行空间。短期来看，黄金处于箱体震荡区间，上有阻力下有支撑，白银技术面补涨逻辑相对偏强。中长期支撑向上格局未改，央行购金需求叠加美元信用下滑趋势不变，黄金战略配置价值凸显。

黑色金属：表观消费量回落，钢材期现货价格延续强势

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场延续反弹，市场成交量继续低位运行。国常会研究做强国内大循环重点政策举措落实，市场对于政策加码预期依然存在。基本面方面，现实需求继续走弱，五大品种钢材表观消费量环比回落2.99万吨，但品种间走势有所分化，螺纹钢表观消费量环比回落15.33万吨，板材表观消费则有不同程度回升。供应方面，五大品种钢材产量环比回落4.53万吨，限产政策

效果逐渐显现。产政策效果逐渐显现。成本端支撑力度依然偏强。综合来看，钢材市场短期建议以震荡偏强思路对待。

【铁矿石】上周五，铁矿石期现货价格同步走强。成材需求淡季，钢材销售压力增加，但因钢厂利润高企，铁水产量本周触底回升。另外，上半年粗钢产量同比下降 1592 万吨，降低了市场对于下半年限产的预期。供应方面，季末冲量过后，发货量有所回落，本周全球铁矿石发运量环比回落 7.8 万吨，为连续第二周回落，到港量则有明显回升。短期来看，铁矿石价格仍以震荡偏强思路对待。

【硅锰/硅铁】上周五，硅铁、硅锰现货价格持平，盘面价格小幅回升。五大品种钢材产量环比回落 4.53 万吨，铁合金需求有所回落。硅锰 6517 北方市场价格 5600-5650 元/吨，南方市场价格 5620-5670 元/吨。锰矿现货价格延续弱势，天津港半碳酸 34 元/吨度左右，南非高铁 29-29.5 元/吨度，加蓬 38.5-39 元/吨度，报价 39.5-40 元/吨度。Jupiter 公布 2025 年 8 月对华锰矿装船价：Mn36.5%南非半碳酸块为 3.9 美元/吨度，上一轮为 6 月报盘 3.85 美元/吨度。内蒙地区个别前期检修工厂恢复生产，产量逐渐正常，短期工厂开工波动不大，新增产能本月暂无投产预期。Mysteel 统计全国 187 家独立硅锰企业样本：开工率（产能利用率）全国 40.55%，较上周增 0.21%；日均产量 26040 吨，增 310 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5100-5200 元/吨，75 硅铁价格报 5600-5750 元/吨。随着河钢昨日定价 5600 元/吨，各钢厂陆续参考定价，据贸易商反馈市场实际成交表现尚可，积极出货为主。兰炭市场稳中小涨，神木市场中小料主流价格 570-670 元/吨，焦面 420-480 元/吨。短期来看，硅铁、硅锰价格或跟随煤炭价格反弹。

【纯碱】上周，纯碱主力合约收在 1216 元/吨，整体呈区间震荡格局。上周的基本面数据来看，供应方面，本周纯碱产量环比增加，但在新产能投放周期下，纯碱的仍是供应过剩的格局；需求方面，下游日熔量周环比回落，需求走弱，但总体下游仍在底部，以刚需生产为主，整体需求没有实质性变化；利润方面，纯碱利润周环比下降，其中氨碱法亏损，联碱法亏损；受反内卷的影响，市场对产能退出有所担忧，对纯碱底部价格有所支撑，但由于纯碱基本面供需宽松格局仍存，高库存高供应现状仍在，长期纯碱价格有所压制，但短期由于绝对价格相对低位，市场交易政策端，短期纯碱价格有所支撑。

【玻璃】上周，玻璃主力合约价格 1081 元/吨，整体呈区间震荡格局。供应方面，玻璃日熔量周环比持平，由于当前处于淡季，供应压力增大，受宏观反内卷政策信息的影响，玻璃为主要反内卷行业，市场对玻璃产量存在减产预期；需求方面，终端地产行业形势依旧维持弱势，需求难有起色，下游深加工订 7 月中为 9.3 天，环比下降，需求未见好转；利润方面，天然气、煤制、石油焦作为燃料的浮法玻璃利润周环比有所增加，受宏观反内卷政策信息的影响，玻璃为主要反内卷行业，市场对玻璃产量存在减产预期，当前市场交易政策面，玻璃价格有所支撑。

有色新能源：稳增长方案即将出台，走势偏强

【铜】宏观上，美国通胀回升，美国经济任性犹存，零售和失业金人数均好于预期，降息预期回落，美元反弹；工信部表示，有色等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，将推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，提振有色金属。后期铜价走势关键在于关税落地时间，仍存在不确定性，如果8月1日前落地，那铜价将继续走弱，由于已经没有把货物转移到美国的时间窗口，短期稳增长方案从情绪上利好铜价。

【铝】社库虽然小幅回落，但仍处于累库趋势中，累库速度略超预期。近期，电解铝基本面转弱，仓单从不足3万吨回升至近7万吨，LME库存也持续大幅增加。短期铝价在20200-20300一线存在支撑，后期震荡后，重拾跌势，寻找阻力位做空。

【铝合金】废铝供应持续处于偏紧状态，再生铝厂出现原料短缺，生产成本逐步抬升，企业由盈利变为亏损，并且亏损面不断扩大，当前亏损41元/吨，部分再生铝厂甚至出现被动减产。另外，目前已经步入需求淡季，制造业订单增长明显乏力，需求不佳。考虑到成本端支撑，预计短期价格将呈现震荡偏强走势，但受制于需求疲软，上方空间较为有限。

【锡】供应端，云南江西两地合计开工率继续回升，达到54.48%，已经较之前低点回升7.64%，基本恢复至之前水平，虽然受制于加工费低位，仍处于较低水平，但供应减量低于预期，缅甸佤邦虽复产进度不及预期，随着采矿许可证下发，矿端仍趋于宽松，ITA预计未来数月缅甸佤邦的锡发运将恢复。需求端，终端需求疲软，光伏是锡焊料重要下游，后期政策导致的减产，之前抢装也透支后期装机需求，光伏玻璃开工继续下降，目前处于季节性淡季，订单边际下降，镀锡板和锡化工需求平稳，未现超预期增长，下游恐高情绪依然浓厚，现货市场成交冷清，刚需采购为主，库存小幅增加84吨。综上，预计价格短期震荡，但高关税风险、复产预期和需求边际回落，中期将对价格上行空间形成压制。

【碳酸锂】2509合约最新结算价69520元/吨，收盘价69960元/吨，周内大幅上涨8.8%。最新电池级碳酸锂现货价格66000元/吨，周度涨幅4.8%，贴水3960元。碳酸锂周度产量录得19115吨，环比增加1.6%，周度开工率49.57%。锂矿方面，澳、非进口锂矿价格持续反弹，澳洲锂辉石精矿CIF报价730美元/吨，周度环比上涨7.7%。外购锂辉石生产扭亏为盈，生产利润379元/吨。6月碳酸锂进口大幅下降。碳酸锂社会库存142620吨，持续累库。磷酸铁锂价格持续反弹，三元材料价格保持平稳，动力电芯周度产量延续多周下降。虽然基本面暂未改善，但受“反内卷”提振宏观情绪影响，仍以震荡偏强看待，关注宏观扰动。

【工业硅】工业硅主力最新结算价8820元/吨，收盘价8695元/吨，周内上涨3.3%。华东通氧553#报价9350元/吨，现货反弹6%，现货升水655元/吨；华东421#和华东通氧553#价差300元/吨。工业硅最新周度产量71330吨，环比增加0.1%，保持平稳。本周开炉数量总计242，合计减少5台，开炉率30%。其中，四川和云南合计仅增加4台，新疆则大幅减少7台。上周西南开工不及预期，合盛6.26日停炉本周传重启延迟，新疆开炉数量减少，供给端厂家挺价推动现货

大涨。反内卷情绪拉动整个产业链重新定价，存在硅料-光伏-工业硅轮动效应，预期短期难以证伪，关注市场反馈和资金异动，震荡偏强看待。

【多晶硅】多晶硅主力合约最新结算价 44175 元/吨，收盘价 43850 元/吨，周度上涨 6.1%。最新 N 型复投料报价 47000 元/吨，周度上涨 1.1%，现货升水，P 型菜花料报价 30500 元/吨。上周 N 型硅片报价再度上行 5%至 1.05 元/片，电池片和组件报价亦小幅上涨，单晶 Topcon 电池片(M10)报价 0.24 元/瓦(+0.1)，Topcon 组件(分布式):210mm 报价 0.68 元/瓦(+0.1)。上周交易所采取提手续费、提保及限仓等措施，多晶硅周五下跌，但板块强势依旧。预期短期难以证伪，关注市场反馈和资金异动，震荡偏强看待。

能源化工：油市现货成交中性，等待旺季结束后市场变化情况

【原油】短期成交略有放慢，但贴水情况仍然偏高，现货偏紧格局持续，盘面价格下行驱动相对有限。市场近期关注关税影响及 OPEC+实质增产，目前变量不多。旺季需求仍然中性偏高，原油及成品油库存均仍偏低位且有季节性去化，油价中期继续维持震荡格局。

【沥青】沥青价格跟随原油成本维持偏强震荡，但短期需求水平一般，后期若供给侧逻辑调整，则品种自身上行空间有限。近期发货量明显回落，厂库去化结束，有拐头累积迹象。另外近期基差开始出现小幅下行，现货情况一般，社库短期保持微幅累积态势。需求旺季整体表现一般，并未有超出市场预期表现，后期关注库存去化情况，短期或略有不及预期，继续跟随原油中枢高位，但整体偏弱震荡。

【PX】下游 PTA 新装置投产后，PX 维持偏紧格局，外盘价格小幅回升至 839 美金，PX 对石脑油价差也略有反弹到 262 美金。短期板块共振也继续抬升 PX 价格。但短期 PTA 开工仍然受到下游开工影响而小幅走低，流通库存紧缺性也大幅缓解，PX 继续大幅上升空间有限，位置震荡偏强格局。

【PTA】基差下降至+10 左右，成交量略有小幅回升。绝对价受到板块的反内卷共振而有小幅上行，但自身下游需求仍然季节性低位，以及终端开工负反馈持续，持续跟涨幅度相对有限。另外近期加工费降至低位，后期或有减停产风险。短期关注油价成本支撑及板块共振情况，PTA 价格维持震荡。

【乙二醇】港口库存小幅去化至 55 万吨，短期海外装置开工频繁出现计划外下降，叠加近期进口预期持续保持低位，乙二醇显性库存及工厂库存均有小幅去化。但下游开工低位叠加累库也制约了乙二醇后期出货节奏加快，短期维持震荡格局。

【短纤】原油价格中性震荡带动短纤价格略有走低，短纤总体保持跟随聚酯板块偏弱震荡格局。终端订单仍然一般，开工继续下行。短纤自身库存呈持续保持高位，去化仍然需要等到 7 月末旺季需求备货开始。另外近期成本支撑下行，短纤中期跟随聚酯端保持弱震荡格局。

【甲醇】内地装置检修支撑，传统下游需求小幅走弱，港口到港增加，国际开工

回升至同比偏高水平。整体库存上涨，港口累库明显压制现货价格。现实端供需增需减，预期内地装置重启，进口回归压力较大，产业供需恶化，预计价格震荡偏弱。关注下游装置投产进度。

【PP】周度产量预计略有提升，新产能稳定释放，供应端压力逐渐增加，下游需求淡季偏弱，开工继续下降，原料库存偏低，预计产业进入累库进程，叠加原油价格震荡偏弱，PP 价格重心预计继续下移。警惕油价波动。

【LLDPE】需求淡季，下游开工持续走弱，虽然短期内检修有所增加，但整体产业库存仍在上涨。基本面驱动向下，短期受到宏观等利好拉动，或有反弹，但空间有限，可做空配，中长期价格重心仍有下移空间。

农产品：美豆产区高温造成减产风险增加

【美豆】NOAA 发布高温预警，美豆中西部及南部产区极端高温天气如果持续几天，对目前整除关键生长期的大豆或造成开花授粉受阻、结荚与籽粒发育不良等影响，减产风险高，需要警惕。此外，美印尼谈判达成够没美农产品协议，对等关税豁免期后期，不排除美国会继续促进其他经济体扩大购买农产品等相关协议。市场对美豆及谷物出口前景担忧有所缓解。从资金情绪看，截至 7 月 15 日美豆基金净空持仓大幅增加，美豆油净多持仓增加。近日美豆多头技术性反弹，暂未对天气等风险有过多计价。短期或延至 8 月生长末期，美豆 1000 一线大关支撑或相对稳固，且不排除有阶段性反弹风险。

【豆菜粕】豆粕 09 合约周期内累库、弱基差行情预期不变；菜粕方面，豆菜粕价差缩小，豆粕替代性价比高，菜粕旺季消费远不预期，港口库存去化慢。此外，菜籽及替代蛋白进口渠道逐步扩宽，菜粕关税风险溢价支撑减弱。现阶段，豆粕依然是蛋白行情主导标的，且受美豆反弹及多头风险引导影响，豆粕期货盘面走强，现货同步上涨、基差无进一步走弱，由此看基本面拖累但利空计价充分，而且远月豆粕成本稍增多，对未来供应收缩计价也在提振市场风险偏好。后期美豆市场依然是连粕主要参考，短期美豆天气风险有利多计价空间，尽管豆粕持续反弹压力偏大，但高位震荡行情或暂且稳定，区间逢低可多。

【豆菜油】豆油库存压力凸显，而终端消费淡季状态延续，加之盘面继续明显走强，各地基差报价继续走弱。菜油国内港口库存高、流通缓慢，基本面也没有支撑；此外，中国允许澳大利亚供应商向中国试运油菜籽，国内菜籽及菜油供应链或愈发稳定，菜油政策风险溢价支撑也在走弱。宏观及资金情绪成商品市场主导，油脂生柴及贸易等利多炒作预期升温，豆菜油也随棕榈油走强，菜棕、豆棕价差偏弱。后期棕榈油依然是豆菜油市场主导，如果棕榈油回调，尤其是菜油预计同步下行风险颇高；豆油受成本走强支撑，豆棕价差区间行情或有走高行情。

【棕榈油】商品市场反弹，国内外油脂除油料反弹影响外，生柴相关消息进一步扩大了油脂盘中风险偏好。马棕方面，MPOB 大幅度上调马来西亚 8 月毛棕榈油参

考价格，出口税也将从 7 月的 8.5% 提升至 9%。主进口国家印度油脂库存低、补库需求仍在，且国际豆棕价差高，棕榈油进口依然具备良好性价比。尽管 7 月以来马棕出口环比走弱，但在 7 月低关税窗口，预计后期出口或有改善。国内外棕榈油多头行情可能因此再获支撑。国内方面，随进口棕榈油到港增多，且豆棕价差倒挂、淡季现货流通一般，期货持续走高，且已临近进口成本线，预计逢高卖出套保压力或有增加。综合看，短期棕榈油多头市场，但上涨阻力增加，建议谨慎追单。

以上文中涉及数据来自：Wind、iFind、彭博、路透、百川盈孚、Mysteel、SMM，东海期货研究所整理

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68756925

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn