

2025年7月22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：国内市场乐观情绪发酵，风险资产持续偏强

【宏观】海外方面，欧美贸易协议前景堪忧，欧盟酝酿动用“核选项”反制美国；但美财长称不会仓促达成贸易协议，将很快与中国会谈，贸易风险整体降低；此外股市走强减少了对美元的流动性需求，以及日元大幅反弹，美元指数和美债收益率回落，全球风险偏好整体有所升温。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”，以及国内十大行业稳增长政策出台，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】在雅下水电、工程机械以及民爆水泥等板块的带动下，国内股市大幅上涨。基本上，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”，以及国内十大行业稳增长政策出台，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】周一贵金属市场上行，沪金主力合约涨至785.76元/克，沪银主力合约收至9420元/千克。临近8月1日关税最后期限，不确定性使得美元和美债收益率走软，支撑贵金属走强。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。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。CME FedWatch显示当前9月降息可能性为59%。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。黄金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，战略配置价值凸显。

黑色金属：宏观情绪继续好转，钢材期现货价格延续强势

【钢材】周一，国内钢材期现货市场涨幅扩大，市场成交量有所回升。工信部将出台十大产业稳增长工作方案，叠加雅江水电站开工消息刺激，市场风险偏好有明显提升。基本面方面，现实需求短期依旧偏弱，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。同时，因价格上涨，投机性需求近期有所回升。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】周一，铁矿石期现货价格反弹明显，目前钢材市场虽处于需求淡季，但钢厂利润高企，铁水产量上周环比回升 2.63 万吨。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，本周全球铁矿石发运量环比回升 122 万吨，但澳洲巴西矿石发货量小幅回落，非主流矿回升明显。同时，因前期发运量回落，本周到港量环比回落 290.9 万吨。短期来看，铁矿石价格仍以震荡偏强思路对待。

【硅锰/硅铁】周一，硅铁、硅锰现货价格小幅反弹。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。锰矿价格小幅上涨，天津港半碳酸成交 34.2-34.5 元/吨度，南非高铁 29.5 元/吨度左右，加蓬报价 40 元/吨度左右，澳块分指标价格报价 40-41.5 元/吨度区间。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。南方工厂仍以观望态度为主，目前位置并未达到南方工厂成本线，生产基本无利润空间。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 40.53%，较上周减 0.02%；日均产量 26120 吨/日，增 80 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5200-5300 元/吨，75 硅铁价格报 5650-5750 元/吨。成本端兰炭价格小幅上行，神木市场中小料主流价格 535-630 元/吨，焦面 420-470 元/吨；府谷市场现中料报 620-650 元/吨，小料报 590-700 元/吨，焦面报 410-520 元/吨。主产区厂内生产节奏较平稳，目前商家心态较为积极，挺价拉涨情绪转浓，出库情况尚可。短期来看，硅铁、硅锰价格或跟随煤炭价格反弹。

【纯碱】周一，纯碱主力合约收在 1295 元/吨，大幅上涨。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】周一，玻璃主力合约价格 1173 元/吨，大幅拉涨，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：稳增长方案情绪带动，有色上涨

【铜】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，但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。铝价在情绪带动下大幅走高，但预计涨幅有限。

【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】周一碳酸锂主力 09 合约最新结算价 70960 元/吨，大幅上涨 2.53%，加权合约增仓 1.7 万手，总持仓 67.8 万手。钢联报价电池级碳酸锂上涨 3000 元至 69000 元/吨，工业级碳酸锂上涨 3000 元至 67950 元/吨。锂矿方面，澳洲矿石价格再度上涨，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 757.5 美元/吨。外购锂辉石生产利润 473 元/吨。碳酸锂周度产量录得 19115 吨，环比增加 1.6%，周度开工率 49.57%。碳酸锂社会库存 142620 吨，持续累库。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】周一工业硅主力 09 合约最新结算价 9110 元/吨，大幅上涨 4.99%，加权合约持仓量 60.8 万手，减仓 10090 手。华东通氧 553# 报价 9500 元/吨，现货升水 240 元/吨；华东 421# 和华东通氧 553# 价差 250 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】周一多晶硅主力 09 合约结算价 45055 元/吨，大幅上涨 3.36%，加权合约持仓 37.2 万手，加仓 2.4 万手。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。N 型硅片报价再度上涨至 1.1 元/片（+0.5），单晶 Topcon 电池片（M10）报价上涨至 0.25 元/瓦（+0.1），N 型组件（集中式）：182mm 报价上涨至 0.66 元/瓦（+0.1）。上周交易所采取提手续费、提保及限仓等措施，多晶硅上周五下跌，但板块强势依旧，本周一调整后增仓上行。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：市场聚焦谈判前景和俄油出口，油价小幅下跌

【原油】因为美国贸易谈判缺乏进展以及欧盟最新制裁尚未削弱俄罗斯能源出口，导致市场对原油需求的担忧挥之不去，油价小幅走低。欧盟上周通过一揽子对俄制裁措施，包括进一步下调俄罗斯原油的价格上限，但对俄罗斯柴油的限制要到明年 1 月才会全面生效。近期油价将继续偏弱震荡。

【沥青】沥青价格跟随板块产能调整逻辑偏强震荡。但进入旺季后需求水平一般，后期若供给侧逻辑调整，则品种自身缺乏明确上行驱动。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】PX 跟随上游原料保持区间震荡，板块共振给出小幅支撑。PX 自身维持偏紧格局，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】基差下降至平水水平，成交量也维持低位。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 54.4 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，以及国内装置开工同样有部分下行，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：美豆作物优良率下跌，警惕持续高温风险

【美豆】隔夜 CBOT 市场 11 月大豆收 1026.75 跌 9.00 或 0.87%(结算价 1026.00)。据美国农业部 (USDA) 在每周作物生长报告中公布称，截至 2025 年 7 月 13 日当周，美国大豆优良率为 68%，市场预估为 71%，之前一周为 70%，上年同期为 68%；大豆开花率为 62%，之前一周为 47%，去年同期为 63%。五年均值为 63%；大豆结荚率为 26%，之前一周为 15%，上年同期为 27%，五年均值为 26%。此前 NOAA 发布高温预警如果，美豆中西部及南部产区极端高温天气持续几天，对目前整除关键生长期的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。

【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，库存去化慢。据 [Mysteel](#) 调研显示，截至 7 月 18 日，全国主要地区油厂大豆库存 642.24 万吨，较上周减少 15.25 万吨，减幅 2.32%，同比去年增加 31.04 万吨，增幅 5.08%；豆粕库存 99.84 万吨，较上周增加 11.22 万吨，增幅 12.66%，同比去年减少 26.22 万吨，减幅 20.80%。全国主要地区菜粕库存总计 72.39 万吨，较上周增加 2.54 万吨。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】据 [Mysteel](#) 调研显示，截至 2025 年 7 月 18 日，全国重点地区豆油商业库存 109.18 万吨，环比上周增加 4.24 万吨，增幅 4.04%。同比增加 2.56 万吨，涨幅 2.40%。华东地区主要油厂菜油商业库存约 58.45 万吨，环比上周减少 0.82 万吨，环比减少 1.38%。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；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】据 [Mysteel](#) 调研显示，截至 2025 年 7 月 18 日（第 29 周），全国重点地区棕榈油商业库存 59.14 万吨，环比上周增加 2.84 万吨，增幅 5.04%；同比

去年 47.89 万吨增加 11.25 万吨，增幅 23.49%。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，库存增加，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。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。

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