

2025年7月24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：美国关税谈判进展良好，全球风险偏好延续升温

【宏观】海外方面，美日达成贸易协议，对日关税税率为15%，据称美国对欧盟商品的基准关税为15%，随着美国与更多贸易伙伴达成协议，市场避险情绪降温，美元指数依旧疲软，全球风险偏好整体继续升温。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。国债短期高位震荡回调，谨慎观望。商品板块来看，黑色短期波动加大，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、证券保险以及厨卫电器等板块的带动下，国内股市继续上涨。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】贵金属市场周三震荡下行，沪金主力合约收至785.26元/克，沪银主力合约收至9431元/千克。临近8月1日最后期限关税扰动加大，此前日本与美国就关税问题达成一致，美方将向日方收取15%关税。欧盟达成贸易的可能性也有所增加，受此影响市场风险偏好有所回升，贵金属承压下行。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，美联储降息预期有所放缓。随截至时间临近，贵金属波动率有望上行，短期高位偏强震荡。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：反内卷政策预期延续，钢材期现货价格延续反弹

【钢材】周三，国内钢材期现货市场继续延续小幅反弹，市场成交量继续低位运行，部分昨日涨幅较大区域热卷价格小幅回落10-20元/吨。焦炭现货价格第二轮提涨落地，但“反内卷”政策仍在延续，支撑焦煤价格走强，钢材成本端支撑依然较强。现实需求表现尚可，钢谷网建筑钢材及热卷库存均有下降，表观消费量则有所分化。供应方面，钢谷网建筑钢材产量环比回落，热卷产量则回升0.6

万吨。限产支持下，供给短期回升空间有限。综合来看，钢材市场短期建议以震荡偏强思路对待。

【铁矿石】周三，铁矿石期现货价格同步走弱。当下铁水产量处于高位，但继续向上空间有限。钢厂多以刚需补库为主，询盘较为谨慎。当前市场流通较多的品种有混合粉、金布巴粉、卡粉等。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。周一铁矿石港口库存小幅回升 7 万吨。短期来看，铁矿石价格仍以区间震荡思路对待。

【硅锰/硅铁】周三，硅铁、硅锰现货价格不同程度反弹，盘面价格走势则有所分化，硅铁盘面走势偏强。钢谷网建筑钢材产量环比回落，铁合金需求有所下降。硅锰 6517 北方市场价格 5680-5730 元/吨，南方市场价格 5700-5750 元/吨。锰矿现货价格相对坚挺，天津港半碳酸成交 34.5-35 元/吨度，南非高铁 29.5 元/吨度左右，加蓬 39.5-40 元/吨度左右，澳块分指标价格报价 40-41.5 元/吨度区间。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 5400-5600 元/吨，75 硅铁价格报 5700-5800 元/吨。煤价走势偏强提振兰炭价格，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 585-630 元/吨，小料报 590-670 元/吨，焦面报 410-520 元/吨。临近月底，本周钢招价格有所上涨，昨日山钢日照新一轮 75B 硅铁加工块招标含税进厂现汇价 5840，环比 7 月 9 日 5490 上涨 350，数量 420 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】周三，纯碱主力合约收在 1338 元/吨，震荡偏弱。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，反内卷不断升级，短期纯碱价格有所支撑。

【玻璃】周三，玻璃主力合约价格 1211 元/吨，震荡偏弱。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，反内卷不断升级，玻璃价格有所支撑。

有色新能源：宏观情绪带动，有色偏强

【铜】美国总统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。日本方面反映积极，日股上涨，对等关税从 25% 降至 15%，汽车也从 25% 降至 15%，一定程度减缓对日本经济的影响，但高关税依然存在。工信部稳增长方案即将出台，情绪提振有色金属。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，但短期稳增长方案从情绪上利好铜价。

【铝】昨日铝价下跌，跟随氧化铝走势。从基本面角度，近期还是走弱的，包括国内社库小幅累库，已经 LME 库存大幅增加。工信部文件提振市场情绪，我们认为实际影响应该有限，之前政策更多从碳排放角度约束电解铝行业。我们认为涨幅有限，但暂时不要做空，等待情绪进一步回落。

【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】周三碳酸锂主力 09 合约最新结算价 71520 元/吨，大幅下跌 4.07%，加权合约减仓 2.7 万手，总持仓 69 万手。钢联报价电池级碳酸锂下跌 350 元至 70650 元/吨，工业级碳酸锂下跌 350 元至 69600 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 770 美元/吨。外购锂辉石生产利润 1688 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】周三工业硅主力 09 合约最新结算价 9710 元/吨，上涨 0.58%。加权合约持仓量 56 万手，减仓 4.7 万手。华东通氧 553# 报价 10000 元/吨，现货升水 475 元/吨；华东 421# 和华东通氧 553# 价差 250 元/吨。周四起，除近月 08 合约外，工业硅多合约的保证金比例恢复至 8%，涨跌停板恢复至 6%，行情波动较

大，注意风险。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】周三多晶硅主力 09 合约结算价 51130 元/吨，大幅上涨 5.5%。加权合约持仓 33.5 万手，大幅减仓 5.7 万手。最新 N 型复投料报价 47000 元/吨，环比持平，现货转贴水，P 型菜花料报价 30500 元/吨。N 型硅片报价 1.1 元/片（环比持平），单晶 Topcon 电池片 (M10) 报价上涨至 0.27 元/瓦 (+0.2)，N 型组件 (集中式) :182mm 报价上涨至 0.66 元/瓦（环比持平）。周四起，多晶硅多合约的保证金比例恢复至 11%，涨跌停板恢复至 9%，行情波动较大，注意风险。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：贸易利好消息盖过库存数据影响，油价基本持平

【原油】美欧贸易谈判可能取得进展的消息推动股市迈向新高，抵消了现货市场出现疲软迹象的影响。风险资产再有关报道称美欧接近达成贸易协议后普遍走高，推动油价从盘中低点反弹。但 Cushing 原油库存升至 6 月以来的高点，仍然给出部分压力。下周中美将举行第三轮贸易谈判，议题可能包括俄罗斯及伊朗原油购买，油价仍然面临不确定性风险，近期市场继续等待风险落定，保持震荡为主。

【沥青】沥青价格出现明显回调，除去板块共振之外，自身库存去化停滞仍是主要原因。进入旺季后需求水平一般，近期发货量明显回落。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。旺季过半后，市场预期将逐渐回落，后期关注库存去化情况，短期绝对价继续跟随原油中枢高位，但库存情况驱动盘面整体偏弱震荡。

【PX】板块前期强势共振支撑有弱化迹象，PX 跟随小幅下行。PX 自身维持偏紧格局，外盘价格小幅回升至 842 美金，PX 对石脑油价差也继续反弹到 276 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】PTA 成交基差已经下降至平水到 +5，成交量也维持低位，现货给出的驱动仍然较弱，需求淡季也仍然较难给出真正上行驱动。新能源及黑色板块共振驱动出现弱化，带动 PTA 价格小幅回落，且自身下游需求仍然季节性低位，以及终端开工负反馈持续，后续反弹幅度相对有限。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】乙二醇价格保持支撑位震荡，目前显性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】7月23日MA2509合约开盘于2457元/吨，最高价为2457元/吨，最低价为2397元/吨，尾盘收于2411元/吨，较昨日收盘结算下跌14元/吨。截止收盘MA2509合约持仓量为66.66万手，较上一交易日增加0.60万手。太仓甲醇现货回落，基差走强。陕蒙甲醇市场价格上涨，陕北市场价格2040-2045元/吨，涨55-60元/吨；关中市场价格2080-2120元/吨暂稳；内蒙古北线市场价格2020-2055元/吨，涨45-50元/吨；南线2050元/吨，涨60元/吨。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，但近期“反内卷”推升工业品价格，甲醇跟涨，短期偏强，但受基本面压制上涨空间有限。日内期货冲高回落，考验整数关口支撑，关注资金流向。

【PP】PP市场价格窄幅调整，市场报盘调整幅度在+10/+50元/吨。华东拉丝主流在华东拉丝主流在7090-7200元/吨。隆众资讯7月23日报道：两油聚烯烃库存76.5万吨，较前一日降2.5万吨。政策预期利好驱动较强，PP价格跟随上涨，但基本面看，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，上行空间有限，中长期价格承压。关注资金动向，警惕油价波动。

【PL】华东市场丙烯主流价格下跌25元/吨至6475元/吨；宁波出罐价格稳至6500元/吨；苏南送到价格稳至6650元/吨。以价差定价逻辑来看PL2601合约价格中性偏高。主要受到近期盘面多头情绪影响，政策利好推升，工业品普涨，丙烯期货新上市沉淀资金较少，盘面波动可能较大。从基本面上看投产预期和装置重启使得供应压力较大，季节性淡季压制下游开工，以及国际原油价格偏弱等，价格上升驱动有限。

【LLDPE】聚乙烯市场价格调整，LLDPE成交价7130-7500元/吨，华北市场价格20-70元/吨、华东市场上涨30-50元/吨、华南市场上涨20-50元/吨。PE进口套利窗口多数打开，近期伊朗货源部分到港。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。

【尿素】尿素现货市场价格跟涨，山东小颗粒主流出厂成交1800-1850元/吨。关于“老旧装置评估”文件发表后，尿素价格跳空高开，尿素超20年以上产能占比16%左右，且受市场情绪带动拉升价格。基本面看，当前农需接近收尾，复合肥开工虽有触底，但未明显上涨，以及第二批进口配额因指导价偏高，其中小颗粒成交量有限，需求端有转弱迹象，供应持续宽松，年内仍有300万吨左右新增产能，基本面上涨驱动有限。7月23日郑商所尿素主力UR2509开盘1827元/吨，最高1827元/吨，最低1760元/吨，收盘1773元/吨，结算1788元/吨，较上一交易

日下跌 33 元/吨，环比跌幅 1.83%，成交 288336 手，持仓 180800 手，日增-10964 手。日内期货冲高回落，情绪化交易或逐渐向基本面靠拢，尿素预计震荡偏弱。

农产品：短期棕榈油多头市场，但上涨阻力增加

【美豆】隔夜 CBOT 市场 11 月大豆收 1022.50 跌 3.00 或 0.29% (结算价 1022.75)。美国天气情况继续打压价格。前 NOAA 发布高温预警，交易商原本担心美国中西部地区的高温将破坏单产。根据 Commodity Weather Group 最新预测，在本周中期短暂的一波热浪之后，预计将出现阵雨，限制作物压力。

【豆菜粕】美豆 11 合约 1000 以上逢低增仓多，预计暂时不会跌，等看下周中美谈判结果了。我们维持原观点不变，豆粕要大回调可能会在 8 月中后期了，短期依然偏强。目前，美豆产区天气没啥问题，上周高温都避开了核心产区，而且最近有降雨，美豆和玉米单产大家看的都很高。丰产无牛市、巴西大豆结转库存又高，国内油厂四季度都不提前买货了，成本上尤其是对豆粕 01 短线上驱动也没那么强。国内豆粕基差很低了，8-9 月基差还在反弹，现货没人买、油厂催提，现货跟涨不动、基差没可跌空间了，期货上涨空间有限。

【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；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】短期棕榈油多头市场，但上涨阻力增加，建议谨慎追单。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。马棕方面，7 月以来增产进展顺利，据马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据，马来西亚 7 月 1-20 日棕榈油产量环比增加 11.24%；出口环比偏弱但预期偏强，性价比高且主进口国家印度库存低、有补库需。

【生猪】7 月中下旬供应逐步恢复，淡季屠宰量也在主动收缩，猪价开始丝滑回落至今，肥标价差也在季节性收缩、部分地区倒挂，大肥猪出栏压力增加，散户出栏积极性也比较高。供强需弱，今天猪价开始测试年内低位区间支撑 13.8-14 元/kg。本周以来，反内卷政策预期逐步增强，生猪降重、二育销售管理，以及母猪产能调控等政策相关传闻增多，今日远月 11、01 合约更是被拉涨触板！去年秋冬生猪生产稳定，上半年利润周期母猪存栏量持续稳定，下半年出栏量将持续增加，短至 8 月中后期、长至四季度需求季节性增量普遍预计支撑不足，猪价上涨受限。此轮拉涨，生猪 09、11 期货合约盘面利润都过高，基差过低、产业卖出套保时机合适。

【玉米】玉米价格稍显反弹，港库尤其是北港库存不断消化，持续下跌之后，贸易商出货意愿再次减弱，市场供应逐渐向偏紧的状态转变。下游深加工、尤其是

饲料企业玉米库存高，且小麦饲用替代性价比高，南港玉米库存有增加（季节性末期）。7月末到8月进入供需淡季，各环节库存消化环节，玉米受进口玉米及后期稻谷拍卖预期影响，暂不会大的反弹，现货窄幅震荡行情，等8月末期、看新疆新季上市行情及核心产区天气能否有交易空间了。现阶段，主产区雨热充分、日照强，暂无天气风险，但东北、华北过量降雨，后期低洼地块内涝、还有近期江淮阶段性 35-37℃的高温天气对作物生长风险依然存在。今年度末，玉米结转库存不高，9月中下旬还是相对容易出现天气行情的。

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