

2025年7月31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：鲍威尔坚持观望立场，美元指数继续上涨

【宏观】海外方面，美联储议息会议维持利率在 4.25%-4.50% 不变，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，坚持观望立场；此外，美国二季度经济增长 3%，超出预期的 2.4%，7 月 ADP 就业人数增加 10.4 万人，超出预期的 7.5 万人；美国经济数据强劲且鲍威尔坚持观望立场，美元指数持续上涨，全球风险偏好整体升温。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，中国出台国家育儿补贴制，未来或可进一步提振消费；此外，中美开启新一轮贸易会谈，延长关税休战期 90 天，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；有色短期震荡回调，短期谨慎观望；能化短期震荡反弹，谨慎做多；贵金属短期高位震荡，谨慎观望。

【股指】在影视院线、油气开采以及食品饮料等板块的带动下，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，中国出台国家育儿补贴制，未来或可进一步提振消费；此外，中美开启新一轮贸易会谈，延长关税休战期 90 天，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 770.68 元/克，沪银主力合约收至 9090 元/千克。当地时间 7 月 27 日，特朗普宣布美国已经与欧盟达成贸易协定，对欧盟输美商品征收 15% 关税。随贸易协议不断达成，市场风险偏好有所回升，贵金属承压下行。中美谈判结果显示双方将继续展期美方 24% 对等关税和中方反制措施。随美方谈判筹码的增加，中美谈判的难度和复杂性也随之上升。美联储会议维持利率区间 4.25-4.5% 不变，且几乎未标明何时降息。ADP 就业报告显示美国 7 月份民间就业岗位增幅超预期，进一步削弱贵金属避险属性，受此影响贵金属短期承压下行，中长期向上格局未改，关注下方关键支撑位择机配置长期仓位。

黑色金属：宏观事件逐步落地，钢材期现货价格冲高回落

【钢材】周三，国内钢材现货市场小幅反弹，盘面价格冲高回落。中美贸易谈判和半年度中央政治局会议两大宏观事件落地，超预期内容不多。基本面方面，现实需求未见明显好转，本周钢谷网建筑钢材库存及表观消费量同比回落，热卷库

存则小幅回升。供应方面，钢谷网建筑钢材产量环比回落 3.06 万吨，热卷则小幅回升 1.7 万吨。钢厂高利润之下，供应仍将继续维持高位，但阶段性的限产政策也会对供应形成抑制。综合来看，钢材市场近期仍以震荡偏强思路对待。

【铁矿石】周三，铁矿石期现货价格同步回调。上周铁水产量小幅回落，钢厂补库暂告一段落，铁矿石需求继续上涨空间有限。若 8-9 月限产政策推进，铁水产量或转为下行。贸易商对后市预期一般，交投积极性不佳，且现货成交基差持续走弱。供应方面，本周全球铁矿石发运量环比回升 91 万吨，但因前期发货量大幅回落，本周到港量延续回落 130.7 万吨。上周末铁矿石港口库存也小幅回升。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、硅锰现货价格持平，盘面价格走势有所分化，硅铁走势偏强。硅锰 6517 北方市场价格 5800-5850 元/吨，南方市场价格 5820-5870 元/吨。锰矿现货价格相对坚挺，康密劳公布 2025 年 9 月对华锰矿装船加蓬块报价为 4.27 美元/吨度，涨 0.07 美元/吨度。天津港半碳酸 35.5 元/吨度左右，南非高铁 29.8-30 元/吨度左右，加蓬 40.5-41 元/吨度，澳块分指标价格报价 42-45 元/吨度不等。内蒙古工厂生产心态积极，暂无减产情况传出，个别前期检修工厂仍在检修，厂家报价较少，对于市场多持观望态度，个别工厂存在套保。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 41.58%，较上周增 1.05%；日均产量 26640 吨，增 520 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5600-5800 元/吨，75 硅铁价格报 5900-6000 元/吨。兰炭市场持稳运行，神木市场小料价格 535-590 元/吨。下游对硅铁囤货意愿不高，采购偏谨慎。临近月底，个别钢厂开启 8 月份入场采购。出口情况依旧偏缓和。Mysteel 统计全国 136 家独立硅铁企业样本：开工率（产能利用率）全国 33.33%，环比上周增 0.88%；日均产量 14615 吨，环比上周增 2.31%，增 330 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。铁合金价格短期以偏强思路对待。

【纯碱】周三，纯碱主力合约偏弱运行。上周的基本面数据来看，供应方面，本周纯碱产量环比下滑，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，下游需求支撑依然比较乏力，以刚需生产为主，整体需求没有实质性变化；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，周三会议不及预期，市场情绪有所降温，纯碱价格回调。

【玻璃】周三，玻璃主力合约偏弱运行。上周的基本面数据来看，供应方面，玻璃日熔量周环比有所微增，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，叠加生态环境部公开征求《玻璃工业大气污染防治可行技术指南（征求意见稿）》，市场对玻璃产量存在减产预期，市场交易政策面，反内卷不断升级，玻璃

短期价格有所支撑，但需警惕市场交易逻辑转变后，回归基本面，周三会议不及预期，市场情绪有所降温，玻璃价格回调。

有色新能源：关注中美经贸谈判进展，有色震荡

【铜】美国将对那些没有与华盛顿达成贸易协议的国家征收 15%至 20%的关税，美国将很快向大约 200 个国家发信，通知他们对美国出口的预期关税税率。短期稳增长方案从情绪上利好铜价。目前铜精矿现货 TC 为-42.63 美元/吨，小幅回升。Comex 铜持续累库，目前超过 25 万短吨，近几年最高水平。

【铝】周二铝价小幅下跌，外围其他品种大幅下跌后企稳。从基本面角度，近期还是走弱的，包括国内社库继续累库，累计回升 8 万多吨，还是略超预期，另外 LME 库存继续增加。工信部文件实际影响应该有限，之前政策更多从碳排放角度约束电解铝行业。预计涨幅有限，但暂时不要做空，等待情绪进一步回落，短期情绪或有反复。

【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，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 55.51%，较上周再回升 1.03%，已经较之前低点回升 8.67%，基本恢复至之前水平，精炼锡减产幅度低于预期，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，前期抢装透支后期装机需求，6 月国内新增光伏装机 14.36GW，同比降低 38%，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，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 230 吨，社会库存累库的核心矛盾在于需求萎缩速度远超供应收缩。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】周二碳酸锂主力 09 合约下跌 5.9%，主力 09 合约最新结算价 70300 元/吨，下跌 5.9%，加权合约减仓 7.9 万手，总持仓 72 万手。钢联报价电池级碳酸锂下跌 3000 元至 72000 元/吨，工业级碳酸锂下跌 3000 元至 70950 元/吨。锂矿方面，澳洲矿石价格下跌，澳洲锂辉石 CIF 最新报价 780 美元/吨。外购锂辉石生产利润 2489 元/吨。周三起，碳酸锂 09 及以后合约保证金比例恢复至 10%，涨跌停板恢复至 8%。反内卷的宏观大背景之下，碳酸锂供应端扰动消息较多，短期建议观望，耐心等待回调企稳后的机会。

【工业硅】周二工业硅主力 09 合约上涨 2.35%，加权合约持仓量 53 万手，增仓 1 万手。华东通氧 553# 报价 9800 元/吨，现货升水 450 元/吨；华东 421# 和华东通氧 553# 价差 350 元/吨。最新仓单库存为 25.04 万吨。昨日工业硅跟随多晶硅强势反弹，短期波动较大，建议观望。

【多晶硅】周二多晶硅主力 09 合约结算价 50250 元/吨，大幅上涨 3.76%，加权合约持仓 36 万手，加仓 2.6 万手。最新 N 型复投料报价 47000 元/吨，P 型菜花料报价 30500 元/吨，环比不变。N 型硅片报价 1.15 元/片（环比不变），单晶 Topcon 电池片 (M10) 报价上涨至 0.29 元/瓦（环比不变），N 型组件 (集中式) : 182mm 报价上涨至 0.66 元/瓦（环比不变）。多晶硅仓单数量 3070 张，增加了 50 张，近期仓单多次增加，反映企业套保及交割意愿增强。SMM 预报 7 月份多晶硅产量约 11 万吨，环比增加约 10%。7 月 28 日，工信部召开会议，加强光伏等重点行业治理。昨日多个自媒体传出多晶硅整合方案，由 11 家企业以承债方式收购 7 家同行总计 70 万吨产能；昨日晚间，中国光伏行业协会 CPIA 发布澄清，称“相关内容与实际情况严重不符”。近期消息层面扰动较多，但反内卷的大方向没有变化，直接做空风险较大。

能源化工：美威胁惩罚印度购买俄罗斯油，油价升至一个月高点

【原油】美国总统特朗普威胁要惩罚购买俄罗斯原油的印度，引发投资者对全球供应可能会收紧的担忧。印度或将面临 25% 的关税“外加惩罚”，由于欧盟制裁，印度 Nayara Energy 正在降低其炼厂开工率，引发了对成品油市场供应紧张加剧可能影响油价的担忧。但是 EIA 数据显示上周美国原油库存增加了 770 万桶，为 1 月以来最大增幅，限制了油价涨幅，近期油价将继续保持偏强震荡格局

【沥青】沥青主力价格近期维持稳定，盘面反内卷逻辑趋于弱化，原油价格支撑略有抬升。近期厂库小幅去化，但现货情况一般，成交量中性偏低，整体需求水平较为一般。近期基差基本保持稳定，社库仍旧保持微幅累积态势。旺季过半后，市场对今年需求基本持略不及预期定性，后期关注库存去化情况，短期绝对价继续跟随原油中枢，但库存中性且去化有限的情况下盘面上方空间有限。

【PX】PX 偏紧格局持续，但由于商品共振带来的弱势，外盘价格下降到 851 美金，PX 对石脑油价差则继续保持 293 美金水平。但 PTA 加工费降低至近半年来新低，持续则可能引发头部装置减产，PX 占据过多产业链利润，后期可能引发下游负反馈风险，短期维持震荡，上方空间暂不过分看高。

【PTA】成交情况继续偏弱，基差继续保持 -5 至 -10 水平。近期流通库存的累积速度略有放缓，下游库存大幅去化，但利润仍然没有实质增加，终端开工仍然偏低，导致下游减产持续，继续囤货意愿仍然不高。且反内卷主题发酵告一段落后，终端透支拿货叠加淡季继续，下游仍然面临累库压力。但 PTA 加工费维持 200 不到

的低位，已经有装置开始进行降负调整，叠加油价偏强震荡，PTA 底部支撑仍存，等待 8 月备货节奏变化验证。

【乙二醇】乙二醇盘面回吐前期煤化产能调整逻辑的溢价，接近阶段性盘整。港口库存小幅去化至 52.1 万吨，但工厂隐形库存去化仍然幅度较低。另外后期国内减停工装置恢复仍有预期，短期下游开工也持续保持低位，终端订单淡季未见超预期增量，盘面上破压力位再度乏力，近期将继续保持区间震荡格局。

【短纤】原油价格中性震荡，但板块共振走弱带动短纤价格走低。终端订单仍然一般，开工继续触底但并未有明显反弹。短纤自身库存略有去化，但幅度有限，后期更多的去化仍然需要等到 8 月旺季需求备货开始，短纤中期跟随聚酯端保持或可继续逢高空。

【甲醇】煤矿产能核查政策推动煤炭价格上行，对甲醇支撑走强，同时“反内卷”政策下市场过热，资金撤离后，价格冲高回落。基本面上看，甲醇上行受到装置重启，进口增加和 MTO 利润压缩限制，下方有煤炭成本走高，库存绝对值不高等支撑，预计重回震荡区间，保守者观望。

【PP】“反内卷”“化工装置摸底评估”以及煤炭检查等多政策影响下，对价格仍有一定支撑。基本面上供应宽松，新增产能仍有投放计划，检修量较少，下游淡季需求本就偏弱，且受到高价压制，供需承压，预计震荡偏弱为主。

【LLDPE】市场降温，聚乙烯期货合约回调，短期内波动或受政策扰动较多。中长期看供应过剩格局未有明显转变，且在价格上涨过程中下游需求走弱，进口利润显著增长，很可能使得基本面出现超预期恶化。预计短期震荡，中长期价格走弱。

农产品：国产豆油出口预期支撑豆棕价差上涨，棕榈油走弱或继续支撑行情延续

【美豆】隔夜 CBOT 市场 11 月大豆收 996.00 跌 13.50 或 1.34%(结算价 995.75)。阿根廷大豆出口远超 USDA 预期，则美豆出口预期偏高。根据阿根廷农牧渔业国秘处公布的数据显示，截至 7 月 23 日，24-25 年度大豆累计出口销售登记数量为 803.7 万吨，25-26 年度大豆累计出口销售登记数量为 0 万吨。美国农业部(USDA)将在北京时间周四 20:30 发布周度出口销售报告，截至 7 月 24 日当周，美国大豆出口销售料净增 20-90 万吨。其中 2024-25 年度料净增 10-30 万吨，2025-26 年度料净增 10-60 万吨。新季度预售节奏较慢，美豆承压。

【豆菜粕】国内豆粕基差割裂，要不现货被低估，要不就是期货被高估。油厂在预防式累库，8-9 月进口到港月均至少 1000 万以上，压力预期要高于去年。现货不缺、低价认买不多。那现货基差要不修复，那期货就得跌。此外，美豆 8 月 USDA 供需报告预计会有利空，阿根廷大豆出口要上调，美豆出口要下调，单产最低码不会下调；8 月底，丰产逐步确认，集中上市前往往有积极性抛压。由此，对豆粕成本预期也将走弱。

【豆菜油】近期豆棕价差倒挂开始收缩，豆油补涨，虽然基本面缺乏补涨支撑，但我国豆油对周边国家出口成交增多，提振了市场风险偏好。短期豆油市场现货交投清淡，终端消费乏力，虽油厂压榨量有所降低，但库存累积趋势未有明显放缓，各地基差报价延续磨底态势。菜油方面，国内油厂菜籽库存处于偏低水平，市场对后期供应趋紧的担忧升温，继续为菜油价格提供底部支撑。

【棕榈油】美国生物燃料利润下滑以及美国大豆丰产在望，隔夜美豆油承压下行。棕榈油受相关油脂影响或走弱。随着国内进口棕榈油到港增多，淡季现货流通一般，库存累积。马棕方面，增产进展顺利，出口环比走弱，累库预期强。SPPOMA：2025 年 7 月 1-25 日马来西亚棕榈油产量环比增加 5.52%。SGS：马来西亚 2025 年 7 月 1-25 日棕榈油出口环比减少 8.53%。

【生猪】本周以来，猪价跌至年内低位，区别 6 月初的低价环境，肥标价差季节性低位、栏舍利用率高，二育托底再补栏意愿不强。目前淡季、抛压增多，屠宰收购顺利。8 月按正常产能逻辑，出栏或增多，且自上周生猪“反内卷”预期以来，唯一可能兑现的预期就是降重，虽有利于远期“库存”压力释放，但短期必然会承受额外压力。综合看，猪价承压现状至少持续至 8 月下旬，无反弹驱动。期货方面，饲料原料价格预期走弱，实际出栏成本偏低，11 月、01 月合约期货预期利润过高，与现阶段市场产能充足、供需宽松的认知明显背离。原观点不变，基差过低、产业卖出套保锁离安全边际高。

【玉米】玉米期货看技术指标是空头、趋势增强，但是没逻辑驱动。现货如预期稳，一般 8 月现货没太大波动，甚至山东深加工收购还有小幅提涨。本周虽然盘面弱，但是日内主动卖盘并不强。考虑近期市场围绕新作玉米上市行情做的相关风险管理卖压有增强，月间价差也有反弹，不排除远月上 C2511、C2601 合约上被超卖的风险。我们对新作玉米开秤行情稍乐观，一方面政治局会议再提重要农产品要问价，另一方面旧作结转库存也低，8-9 月不会出现去年同期进口集中到港冲击压力，而且 9 月-10 月初不排除有天气升水。

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