投资咨询业务资格：
证监许可[2011]1771号

2025年8月4日

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

研究所晨会观点精萃

宏观金融：美国非农就业数据大幅下修，全球风险偏好大幅降温

【宏观】 海外方面，美国 7 月非农录得增长 7.3 万人，远低于预期的 11 万人；前两个月大幅下修 25.8 万个岗位，交易员完全定价年底前美联诸降息两次，美元指数重挫；此外，美国对数十个贸易伙伴征收新关税，且美国就业报告意外疲软，刺激了抛售压力，全球风险偏好大幅降温。国内方面，中国 7 月份制造业 PMI 为 49.3%，比上月下降 0.4 个百分点，7 月经济增长有所放缓；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，中美延长关税休战期 90 天，短期关税风险的不确定性降低，但是由于经济增长不及预期以及海外市场的负面影响，国内风险偏好有所降温。资产上：股指短期震荡回调，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，短期谨慎观望；有色短期震荡，短期谨慎观望；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】 在军工、保险以及金属等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。基本面上，中国 7 月份制造业 PMI 为 49.3%，比上月下降 0.4 个百分点，7 月经济增长有所放缓；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，中美延长关税休战期 90 天，短期关税风险的不确定性降低，但是由于经济增长不及预期以及海外市场的负面影响，国内风险偏好有所降温。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减弱；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，短期谨慎观望。

【贵金属】周五贵金属出现超预期反转，核心驱动转向“避险+降息预期”共振。周五非农数据断崖式爆冷，暴露美国经济内部隐忧，新增 7.3 万远低市场预期且前两月累计下修 25.8 万彻底颠覆市场逻辑，美联储降息概率大幅上升。6 月核心 PCE 通胀反弹至 2.8%，美国经济滞胀特征显性化。数据公布后市场紧急重定价，美元指数显著下行，美股市场同步大跌，VIX 波动率指数跃回升。黄金借避险与宽松预期双驱动单日大幅反弹，截至收盘，COMEX 黄金大涨 2.21%至 3416 美元/盎司，COMEX 白银收涨至 37.11 美元/盎司。当前贵金属市场短期逻辑发生重大改变，8 月 1 日全球关税生效，叠加美联储转向宽松政策路径，黄金短期偏强。白银受工业需求担忧拖累涨势预计明显落后黄金，金银比有望继续回升。

黑色金属：需求偏弱，钢材期现货价格延续调整

【钢材】上周五，国内钢材期现货市场继续延续弱势，市场成交量低位运行。半年度中央政治局召开，内容未超出市场预期；美联储议息会议内容偏鹰派，市场避险情绪再度提升。基本面方面，现实需求继续走弱，本周 Mysteel 五大品种钢材库存回升幅度扩大，表观消费量环比回落 16.1 万吨。供应方面，五大品种钢材产量环比回升 0.45 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，产业链阶段性负反馈概率较高。综合来看，钢材市场近期建议以震荡偏弱思路对待。

【铁矿石】上周五，铁矿石期现货价格均有小幅反弹。铁水日产量连续两周回落，钢材需求走弱，加 8-9 月限产预期增强，铁水产量或转为下行。港口中品粉较为充足，块矿资源较为集中，低品粉资源随着陆续到港有所补充。卖盘方面，贸易商报价积极性尚可，贸易商适价出售。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】上周五，硅铁、硅锰现货价格小幅反弹，盘面价格也延续弱势。上周五大品种钢材产量持平，铁合金需求偏弱。硅锰 6517 北方市场价格 5800-5850 元吨，南方市场价格 5820-5870 元/吨。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。铁合金价格短期以震荡偏弱思路对待。

【纯碱】上周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，政治局会议不及预期，市场情绪有所降温，纯碱价格回调，预计纯碱价格以区间震荡为主。

【玻璃】上周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，产能利用率微增，供应压力较大，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 月底为 9.55 天，环比增加，需求略有好转；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，市场交易政策面，反内卷不断升级，玻璃短期价格不会回到前低，但由于政治局会议不及预期，市场情绪有所降温，玻璃价格回调，预计短期以区间震荡为主。

有色新能源：美元大幅下跌，有色震荡

【铜】宏观上，中美均表示经贸谈判具有建设性，有较大概率延长为期 90 天的关税休战协议；美国与欧盟、韩国达成贸易协议，并对多国宣布关税税率，虽低于 4 月 2 日水平，但仍远高于之前，不利于全球经济增长；美联储 7 月会议维持利率不变，鲍威尔发言偏鹰，但周五非农大幅下修，美元大幅走弱，降息预期抬升；政治局会议删除“低价”，政策纠偏意图明显。即使美国排除精炼铜关税，但是 Comex 铜持续累库，目前超过 25 万短吨，近几年最高水平，透支后期进口需求。

【铝】上周五铝价整体震荡，夜盘开盘后下跌，但之后收复失地，午盘后拉升，之后再度下跌，收盘价与昨天持平。从基本面角度，近期走弱，包括国内社库继续累库， 累计回升 9 万多吨，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。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大幅回升 3.72%，达到 59.23%，已经较之前低点回升 12.39%，3 月 21 日以来最高水平，矿端现实偏紧，但精炼锡减产幅度低于预期，随着采矿许可证下发，矿端仍趋于宽松，后期关注复产进度。需求端，终端需求疲软，光伏前期抢装透支后期装机需求，6 月国内新增光伏装机同比降低 38%，光伏玻璃开工继续下降，光伏锡条开工率下降；目前处于季节性淡季，整体下游订单边际下降，现货成交有所回暖，仍以刚需采购为主，库存增加 367 吨达到 10325 吨，近期持续累库，需求萎缩速度超供应收缩。综上，预计价格短期震荡偏弱，高关税风险、复产预期和需求偏弱将继续制约反弹空间。

【碳酸锂】7 月碳酸锂月度产量 81530 吨，同比上涨 25.5%，环比上涨 4.4%。其中锂辉石提锂增加较多，锂云母和盐湖产量下降，四川的开工率大幅提升至 67.5%。锂矿方面，澳、非进口锂矿价格快速下跌，澳大利亚锂辉石精矿 CIF 报价从 860 下跌到 745 美元/吨。需求端，磷酸铁锂 8 月排产 31.1 万吨，环比增加 7.12%。

三元材料 8 月排产 70750 吨，环比增加 3.1%。碳酸锂社会库存 141726 吨，小幅累库。碳酸锂最新仓单库存 6605 吨，周环比减少 5391 吨，碳酸锂 7 月集中注销仓单，关注 08 合约交割情况。反内卷情绪回落，短期震荡偏空，关注反弹做空机会。

【工业硅】最新周度产量 73528 吨，环比增加 0.3%。上周开炉数量总计 253，合计减少 1 台，开炉率 31% 。其中，四川和云南合计增加 4 台，新疆则减少 5 台至 96 台。工业硅最新社会库存为 54 万吨，社库维持高位。最新仓单库存为 25.26 万吨，环比增加 0.4 万吨。反内卷情绪回落，交易逻辑逐渐回归基本面，震荡偏弱。市场传言 8 月 4 日协会将在昆明召开反内卷会议，若会议共识超预期，则工业硅价格再度上行，否则便回归弱现实。

【多晶硅】7 月产量预估为 11 万吨，环比增加约 1.5 万吨，开工率提升。头部企业完全成本在 4-4.5 万元/吨。本周多晶硅期货下跌，但现货价格小幅上涨提供支撑，N 型复投料报价 47500 元/吨，期货仍然高升水。N 型硅片价格再度环比上涨 9.1%，电池片价格小幅上涨，组件跟涨乏力。最新周度库存为 29 万吨，周度小幅去库 0.8 万吨。最新仓单 3200 手，环比增加 180 手。光伏是反内卷的重点行业，预期仍存，且下方现货价格提供支撑。下游硅片和电池片顺利跟涨，但组件暂时未能调价。仓单有所增加，市场情绪降温，短期预计高位震荡。

能源化工：超量增产叠加非农数据，油价小幅走低

【原油】在俄罗斯二级制裁风险抬升价格后，周五超预期的非农数据大幅拉低了风险资产价格中枢，油价跟随小幅下行。另外 OPEC+同意 54.8 万桶/天增产也将使得近期价格中枢出现小幅下行。短期欧洲柴油强势程度减退，叠加原油库存短暂增加，使市场开始关注现货趋紧程度是否有所变化。油价继续保持若震荡格局。

【沥青】沥青主力价格近期跟随反内卷情绪回落而持续弱化。厂库小幅仍然略有去化，但现货情况一般，成交量中性偏低，旺季需求水平继续弱于往年。近期基差仍旧有小幅走低，且社库仍旧未见明显去化。旺季过半后，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，沥青继续保持弱震荡格局。

【PX】PTA 加工费持续处于偏低位置的 150 左右，使得后期头部装置减停风险增加，目前已经有大装置出现降负情况。PX 短期虽然仍然处于偏紧格局，但 PXN 价差近期回落至 242 美金，PX 外盘则小幅走低至 846 美金，近期将保持震荡格局，等待后期 PTA 装置变化情况。

【PTA】现货成交继续保持相对偏低位置，基差走低至贴水 10 块左右。另外下游开工继续走低至 88.1%，进货节奏继续放缓，8 月中中下旬之前可能都难有明显的囤库起色。终端订单也仍然保持偏低水平，负反馈持续，叠加近期板块反内卷情绪小腿，共振走弱，PTA 将继续保持偏弱震荡格局。

【乙二醇】港口库存小幅去化至 52.1 万吨，进口水平也仍然偏低，但 8 月后乙二醇气制装置将逐渐回归，供应压力将缓慢增加，而下游在前期的反内卷情绪中得

到库存缓解后，近期将继续陷入累库压力，囤货需求将继续保持低位，乙二醇去库驱动将有所减弱，近期维持震荡为主。

【短纤】板块共振走弱带动短纤价格走低。终端订单仍然一般，短纤开工略有反弹，但终端负反馈持续，短纤库存再度出现有限累积，后期更多的去化仍然需要需要等到 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】“反内卷”降温，工业品回调。基本面上看，煤炭价格上涨对甲醇有一定支撑，但受到装置重启，进口增加和 MTO 利润压缩限制，供需承压，2509 合约临近交割月贴近现货逻辑，预计价格震荡偏弱。

【PP】 “反内卷”“降温，多头离场，价格回归基本面。当前原油价格偏强，对 PP 成本有一定支撑，供应端产量持续释放，新增投产压制价格，需求端处于淡季，8 月下或开工逐渐提升，供强需弱，预计价格震荡偏弱。

【LLDPE】情绪溢价回吐，回看基本面，供应端装置重启，产量有所增加，需求端偏弱，暂未有起色，库存偏低以及原油价格坚挺对 PE 有一定支撑。预计价格震荡偏弱。

农产品：非农爆冷、美元走弱，CBOT 大豆或获得短暂支撑

【美豆】美国高温高湿天气整体利好作物生长，作物优良率高。此外，尽管美豆出口装运尚可，但新作销售遇冷，新关税政策落地之后，贸易不确定性及南美市场冲击对农产品出口影响依然存在。关注 8 月 USDA 供需报告指引，美豆出口或下调，库需比改善，价格预期承压。值得注意的是，短期美非农爆冷、降息预期抬升，三大作物低估值受美元走弱支撑增强。

【豆菜粕】国内油厂大豆及豆粕持续累库、催提增多，贸易报价疲软，现货端情绪始终被近期集中到港冲击预期影响而偏弱。四季度虽美豆暂无采购，但大豆储备库存高、直接进口蛋白粕来源增多，后期可能出现的缺口担忧持续消退。近期豆粕受成本支撑明显，现货行情稳定、基差过于低、相对提振期货端低估值认定情绪，豆粕相比美豆盘面有较强表现。菜粕基本面无明显变化，港库去化缓慢、菜籽库存低是支撑，豆菜粕价差维持低位。

【豆菜油】中美或延长“对等关税”暂时期，短期美国农产品进口窗口打开可能性降低。豆粕受美豆承压影响支撑虽然，但逢高卖压大，豆油短期获跷跷板支撑，且受相关油脂行情及直接出口消息提振偏强。国内豆油 10-1 月基差成交增多，低估值买盘支撑增强。菜油基本面无明显变化，港口库存高、流通缓慢，且随着菜籽及油粕直接进口渠道增加，未来供应担忧也在消退，多头资金偏好不高，区间偏弱行情或持续。

【棕榈油】7 月以来马棕增产进展顺利，出口环比走弱，累库预期强。国内进口

棕榈油到港增多，淡季现货流通一般，库存累积、逢高卖大。短期国内外宏观通道走弱，且 OPEC+原则同意 9 月再大幅增产，原油或延续承压，油料及相关油脂支撑也不强，棕榈油多头风险偏弱或减弱，豆棕价差或延续上涨。

【玉米】玉米购销不太活跃，现货稳定、山东深加工企业库存持续下降之后，收购价格重心略上移。现阶段，产地余量不足，且港口库存也在去化，市场粮源供应维持偏紧的状态，然贸易商对后市看涨预期不强，仍维持缓慢出货的节奏。下游饲用企业随用随采，深加工企业下游产品需求不佳，开工维持低位，建库意愿也不强。8 月玉米整体供需弱平衡，关注后期新季玉米行情题材指引。

【生猪】月初周末消费提振有限，企业及社会猪源出栏增多，淡季屠宰量稳中有缩，猪价偏弱运行，基准地河南地区出栏价 14-14.3 元/kg。短期出栏降重导致阶段性供应压力增加，且二育栏舍利用率高、出栏环比预计也会增多，不排除猪价有进一步承压的可能。

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