

2025年7月10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：美债收益率下跌，全球风险偏好升温

【宏观】海外方面，美国宣布对七个国家加征关税，关税风险短期加剧；但是美联储会议记录引发了市场对美国关税措施带来的通胀压力不会阻碍今年降息的希望，全球风险偏好整体升温。国内方面，中国6月份PMI数据继续回升，经济增长有所加快；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；且短期国外市场回暖以及人民币汇率升值，国内市场情绪持续回暖，国内风险偏好继续升温。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；有色短期大幅上涨，短期谨慎做多；能化短期震荡反弹，谨慎做多；贵金属短期高位震荡，谨慎做多。

【股指】在保险、中船系以及金属等板块的拖累下，国内股市小幅下跌。基本上，中国6月份PMI数据继续回升，经济增长有所加快；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；且短期国外市场回暖以及人民币汇率升值，国内市场情绪持续回暖，国内风险偏好继续升温。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，短期谨慎做多。

【贵金属】贵金属周三继续震荡，沪金主力合约收至771元/克，沪银主力合约收至8870元。关税期限再度延后，当前陆续有国家达成贸易协议，市场解读为乐观预期。7月9日，特朗普继续致信6个国家领导人通知其关税水平。美元涨至两周高点，给贵金属带来上行压力。美联储会议纪要显示仅有少数人支持7月降息，大部分官员担心输入性通胀压力倾向继续观察。就业方面，非农数据超预期使得降息预期有所降温，“大美丽法案”将进一步加剧债务压力，黄金中长期支撑稳健。关税扰动将成为短期影响贵金属走势的主要因素，预计黄金波动率短期回升。

## 黑色金属：需求继续回落，钢材期现货价格整体偏弱

【钢材】周三，国内钢材期现货市场小幅反弹，市场成交量低位运行。33家建筑类联合发出“反内卷”倡议书，“反内卷”影响正在逐步扩大。基本面方面，现实需求继续走弱，钢谷网建筑钢材及热卷库存均延续回升，表观消费量则有不同

程度回升。建筑工地资金到位率处于历史同期低位。供应方面，限产政策效果逐渐显现，钢谷网建筑钢材产量环比回落 14.27 万吨，热卷则小幅回升 1.55 万吨。成本端支撑力度依然偏强。综合来看，钢材市场短期仍以区间震荡思路对待。

【铁矿石】周三，铁矿石期现货价格继续小幅反弹。本轮铁矿石价格反弹主要是宏观逻辑推动。铁矿石基本面边际走弱，铁水日产连续两周回升之后首次下降，表明限产政策效果开始有限显现。后期需进一步关注限产政策执行力度。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 362 万吨，到港量则有小幅回升。周一铁矿石港口库存也环比回落 82 万吨。短期矿石价格震荡偏强，后期关注铁水产量变化，一旦下行趋势确立，矿石则仍有补跌可能。

【硅锰/硅铁】周三，硅铁、硅锰现货价格持平，盘面价格继续小幅反弹。钢谷网建筑钢材产量环比回落 14.27 万吨，铁合金需求有所回落。硅锰 6517 北方市场价格 5480-5530 元/吨，南方市场价格 5500-5550 元/吨。河钢集团 7 月硅锰询盘 5600 元/吨，6 月硅锰定价：5650 元/吨。7 月硅锰采量 14600 吨。6 月采量：11700 吨。锰矿报价及成交均有上行。天津港半碳酸 34-34.5 元/吨度，报价 34.5-35 元/吨度，南非高铁 29-29.5 元/吨度，加蓬 38.5 元/吨度左右，澳块分指标价格报价 39.5-41.5 元/吨度区间。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 40.34%，较上周增 1.13%；日均产量 25730 吨，增 125 吨。硅铁主产区 72 硅铁自然块现金含税出厂 5050-5150 元/吨，75 硅铁价格报 5600-5750 元/吨，目前硅铁企业库存去化速度缓慢，拉涨心态较为谨慎，预计短期内价格窄幅调整，降库尚存放缓预期。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、硅锰市场仍以区间震荡为主。

【纯碱】周三，纯碱主力合约收在 1194 元/吨，震荡偏强运行。受中央财经委员会关于治理内卷的信号发文的影响，玻璃产业预计减产，市场对纯碱也会产能退出存在担忧，上周的基本面数据来看，供应方面，纯碱开工率下降，纯碱产量周环比减少，由于近期部分装置检修，如湖北双环、重庆湘渝、陕西兴化等，后续仍有装置有检修计划；需求方面，上周下游日熔量略增，纯碱企业订单有所微增，但总体下游仍在底部，以刚需生产为主；利润方面，纯碱利润周环比减少，氨碱法利润转亏，联碱法利润盈亏平衡；长期来看，纯碱供应维持宽松格局难以快速变化，高供应高库存低需求的格局仍存，长期仍以空配为主，但受市场影响短期或底部有所支撑。

【玻璃】周三，玻璃主力合约价格 1035 元/吨，震荡偏强。根据上周基本数据来看，供应方面，玻璃日熔量周环比微增，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，下游深加工订单下滑，比 6 月中旬下滑 0.33 天；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，但整体仍处于低位水平；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，供应端的减产预期预计对玻璃价格有所支撑。

## 有色新能源：铜关税临近实施，铜价下跌

【铜】特朗普要对铜征收 50% 的关税，没有透露新关税生效具体时间，稍后美国商务部长表示铜关税将于 7 月下旬或 8 月 1 日实施，这将导致非美地区供应增加，之前美国已经大量进口铜，COMEX 铜库存已经达到 22 万吨的高位，将透支后期进口需求。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；如果到 9/10 月，两市巨大价差将导致铜继续向美国转移，支撑铜价。

【铝】SMM 铝下游分析，6 月铝加工行业 PMI 环比下降 9.7%，各细分领域普遍承压 淡季难有起色，6 月铝加工行业 PMI 综合指数录得 40.1%，跌至荣枯线以下，环比下降 9.7 个百分点，同比下降 1.5%。近期，电解铝基本面明显转弱，国内社库连续小幅累库，仓库从不足 3 万吨回升至 5 万吨，LME 库存也大幅增加。然而，短期大幅下跌动能不足，偏震荡，下跌需要宏观配合，宏观情绪短期偏暖。

【铝合金】当前已步入需求淡季，制造业订单增长明显乏力，不过废铝供应持续处于偏紧状态，从成本端对铸造铝合金价格形成一定支撑。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连续两周回升，且幅度较大，达到 7.13%，基本恢复至之前水平，虽然受制于加工费低位，仍处于偏低水平，但相较于之前供应回升，缅甸佤邦虽复产进度不及预期，仍矿端仍趋于宽松。需求端，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，光伏玻璃开工已经下降，目前处于季节性淡季，订单边际下降，铅蓄电池需求疲软，镀锡板和锡化工需求平稳，未现超预期增长，随着锡价走高，下游恐高情绪浓厚，现货市场成交冷清，刚需采购为主，库存增加 658 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】周二碳酸锂主力合约结算价 64460 元/吨，小幅上涨 0.19%，加权合约持仓量 58.5 万手，减仓 14648 手。电池级碳酸锂现货报价 62800 元/吨，工业级碳酸锂现货报价 61750 元/吨，现货持续反弹。澳洲锂辉石精矿 CIF 价格 670 美元/吨，小幅上涨。供给端，碳酸锂面临强预期和弱现实的矛盾：“反内卷”提振宏观情绪，碳酸锂价格偏强震荡，原料锂矿价格大幅反弹，但同时因为冶炼亏损缩小，碳酸锂产量保持在高位。从估值来讲，当前价格位于云母一体化成本附近，成本支撑较强。震荡偏强看待。

【工业硅】周二工业硅主力合约结算价 8140 元/吨，加权合约持仓量 64.1 万手，增仓 12261 手，资金关注度高。华东 553# 通氧现货报价 8750 元/吨，421# 现货报价 10000 元/吨，环比持平。上周西南开工提升，但北方新疆、内蒙古、甘肃开炉数量减少，导致周度总产量下降，关注北方是否会有复产迹象。近期焦

煤持续反弹，虽未能直接带动硅煤上涨，但情绪上提振作用。受益于“反内卷”题材，震荡偏强。

【多晶硅】周三多晶硅主力合约结算价 39190 元/吨，延续大幅上涨 5.03%，加权合约持仓 29.6 万手，减仓 1.9 万手。本轮行情源自反内卷政策持续发力，资金参与度高推动行情发酵。行情始于 6 月 27 日，之后多晶硅期货在 7 月 2 日、7 月 7 日、7 月 8 日均大幅增仓上行，资金关注度极高。多晶硅现货再度上涨，N 型复投料报价 40000 元/吨，N 型致密料报价 38500 元/吨。下游硅片价格有小幅上调，N 型硅片指数报价 0.88 元/片（+0.01 元/片），关注硅片、组件等环节的价格变动。近期受政策消息扰动，工业硅、多晶硅预期偏强，且预期短期难以证伪，关注市场反馈和资金异动，谨慎多单介入。周四起多晶硅交易保证金从 12% 恢复至 9%，涨跌停板从 10% 恢复为 7%。

### 能源化工：市场权衡美国利空库存和制裁影响，油价持稳

【原油】EIA 数据显示，上周原油库存增加 710 万桶，为 1 月以来最大增幅。与此同时，美国财政部制裁 22 个外国实体，因其协助伊朗出售石油。市场在权衡库存大幅增加的影响，并研判对限制伊朗原油出口的最新举措。市场近期将继续对 70 美金进行测试，高位压力仍然存在。

【沥青】油价保持压力位震荡，沥青价格跟随走高后同样偏稳运行。近期发货量有一定下行，厂库去化幅度虽然偏低但仍在持续，但幅度已经不及前期。另外近期基差重新查回升，社库累积有限。不过需求接近旺季时点，后期关注去化情况，短期或略有不及预期，继续跟随原油高位波动。

【PX】近期 PX 偏强态势有所改变，外盘价格走弱至 847 美金，PXN 价差收缩至 265 美金，产业利润强势程度大幅降低。另外近期 PTA 开工将有一定恢复，将给 PX 带来一定支撑，后期原油价格仍可能受到增产影响走低。不过 PTA 价格近期面临下行压力，有可能对原料价格形成拖累，后期 PX 走弱态势或缓于下游。

【PTA】PTA 基差大幅走弱到 +25 左右，9-1 也持续缩至 30。下半年仍有新投产，以及终端仍有可能保持月余的低位运行，下游减产持续的情况下，后期或仍有过剩预期在，现货或向贴水发展，月差也有转向可能。短期原油抬升驱动已经较为有限，PTA 价格今日跟随盘面反内卷逻辑小幅抬升，后期存在回调风险。

【乙二醇】乙二醇价格受到板块共振影响微涨，4250 左右支撑仍在，但后期开工回升后仍有累库风险，短期港口库存保持 58 万吨左右。后期关注下游减产存续情况，但至少 8 月前下游开工回复概率不高，库存去化驱动有限，后期价格或仍有小幅回落风险。

【短纤】原油价格稳定带动短纤价格区间运行，短纤总体保持跟随聚酯板块偏强震荡格局。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，去化仍然需要需要等到 7 月末至 8 月初的旺季需求备货开始。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】内地检修，同时到港减少，下游烯烃有检修计划，检修落实前现货尚有支撑。国际开工大幅回升，进口预期再次回升，供需预期转差。当前在政策扰动下，小幅反弹，但反弹空间有限，关注做空机会。

【PP】修和新产能投放并存，供应压力略有缓解。下游需求淡季，继续走低。原油价格震荡偏弱，油制成本利润尚可，整体来看供需失衡，基本面压力凸显，随着投产兑现，价格预计进一步下跌。

【LLDPE】装置检修增加，但整体产量同比偏高，下游需求淡季，仍在走弱，平衡表显示预期累库，价格承压，且成本利润尚可，仍有压缩空间。

## 农产品：美国与主要贸易伙伴的贸易争端可能会损害美国农作物的出口需求

【美豆】隔夜 CBOT 市场 11 月大豆收 1007.25 跌 10.25 或 1.01% (结算价 1007.25)。美国与主要贸易伙伴的政策贸易争端可能会损害美国农作物的出口需求。现阶段，美豆种植面积计价尘埃落地，7-8 月关键生长期天气成为关键。目前美豆主产区湿热环境利于作物生长，且极端干旱风险发生概率偏低，市场对丰产预期暂无修正。周六凌晨将公布的月度供需报告，调查显示，分析师平均预计美国 2025/26 年度大豆产量料为 43.34 亿蒲式耳，单产料为 52.5 蒲式耳/英亩。此外，天气大体有利于美国大豆和玉米作物生长，在竞争对手巴西大丰收的背景下，产量巨大将令全球供应再填一笔。分析师平均预计全球 2025/26 年度大豆年末库存料为 1.2631 亿吨；全球 2025/26 年度玉米年末库存料为 2.7746 亿吨。

【豆菜粕】美豆因生柴政策而利好压榨消费，但丰产及出口疲软造成拖累。国内豆粕比美豆有相对偏强支撑，巴西对中国出口大豆升贴水报价走高，国内进口大豆成本稳定。国内 7-9 月进口大豆月均到港量或在 1100 万吨左右，供给压力在 09 合约周期内很难缓解，弱基差行情预期不变。若美豆疲软并跌破关键支撑，预计盘面仍有进一步下行可能。菜粕方面，以库存消化为主，补库意愿明显不足，贸易环节采购情绪谨慎。主要关注中国和加拿大贸易政策变化。

【豆菜油】菜油港口持续高库存流通增加、小幅去库，受政策溢价风险支撑仍在；豆油随油厂搞开机稳定供应，终端消费表现较弱，现货基差报价窄幅调整。现阶段，豆菜油自身基本面缺乏独立行情基础，短期受棕榈油阶段性支撑影响仍在，且对其有一定拖累，豆棕倒挂但随着棕榈油上涨乏力，价差有阶段性上涨风险。

【棕榈油】毛棕榈油期货连续第三日上涨，创下近三个月来最高值，受到大连食用油期货上涨以及令吉汇率疲软的双重支持。但是芝加哥豆油疲软，限制了棕榈油涨幅。市场预估，马棕 6 月库存或收缩至 200 万吨以内，基本面利多行情等待 6 月 MPOB 供需报告进一步验证。7 月以后，马棕良好的出口数据进一步提振市场多头风险偏好，上方中周期内增产大逻辑及原油承压是主要限制。

【玉米】进口玉米拍卖成交率有所降低，多以底价成交，对市场整体的情绪仍有

一定不利影响。东北产区玉米价格仍有所下调。今年进口玉米大量拍卖提前，去年自 9 月前后才开始放量，也是导致四季度玉米价格持续下跌的主要原因。今年进口玉米乐观预估也就 500 万吨左右，如果如预期周拍卖 50 万吨，应该不会影响新季玉米行情。然而 8 月要注意稻谷拍卖风险拍卖去年没有成交的稻谷。尽管去年稻谷拍卖折饲料粮价格高，但今年可能会因为质量问题而价格低，对玉米有持续冲击。

【生猪】目前头部企业增量降重出栏意愿不高，出口环比后缩、挺价意愿偏强。市场整体受春节仔猪腹泻影响导致 7 月预计出栏供应环比收缩，供需双淡、却未来 8-9 月旺季盈利预期降低，逢高出栏意愿会强。目前，二次育肥整体成本提高相对明显，尽管肥标价差搞，但再补栏十分谨慎，且从 6 月中旬开始补栏，预计 7 月底 8 月底将迎来一波二育大体重集中出栏，会限制猪价上涨空间。

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