

跟踪地缘和经贸维稳延续性，反内卷和扩内需进入落地阶段

### 前期市场走势回顾与下月配置观点展望

我们在 6 月份年中策略《识局者赢，善破者立-6 月 24 日》中提出：第一、伊以冲突的关键窗口期，霍尔木兹海峡封锁概率很小，重点跟踪大国介入是浅尝辄止还是冲突复杂化，进入三季度，重回协议谈判的概率较大，并关注国内政策的回归；第二，美元弱势震荡和人民币汇率偏强势的基础仍在，股指战略上乐观，战术上跟随伊以局势的变化攻防兼备伺机而动；第三，大宗商品定价压制上游成本端已经触碰到边界，等待政策明朗后的驱动。

在过去的近两个月的时间里，全球的宏观运行呈现以下一些特征：第一，伊以问题扰动后快速平息，在地缘风险问题上并未造成外溢效应，虽然在大国多边的谈判中仍为推进俄乌冲突的彻底停战，但是相对维稳地缘冲突暂不升级仍是主线；第二，市场高度关注中美和中欧之间的双边贸易谈判，以及美国和欧日等盟友对等关税的最终落地情况。就对等关税而言，最终落地的水平虽然也会大幅提高美国的有效关税税率，但由于低于 4 月 2 日落地的对等关税，因此市场并未恐慌。而中美在伦敦声明之后，确立了双方的出口管制放开等问题，并在七月底的谈判中，确立了 24%对等关税暂停以及出口管制放松的延续，整体来看中美在经贸冲突方面维持维稳的姿态；第三，在外部地缘冲突和经贸冲突维稳的背景下，国内政策开始出现一定的变化，“反内卷”政策框架有从预期到落地的迹象，同时财政政策边际上开始发力的信号增强。

表：2024 年 7 月-2025 年 6 月主要宏观经济指标跟踪

| 指标名称                  | 2025-06   | 2025-05   | 2025-04   | 2025-03   | 2025-02   | 2025-01   | 2024-12   | 2024-11  | 2024-10   | 2024-09   | 2024-08   | 2024-07  |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| GDP 不变价当季同比           | 5.20      |           |           | 5.40      |           |           | 5.40      |          |           | 4.60      |           |          |
| 城镇调查失业率               | 5.00      | 5.00      | 5.10      | 5.20      | 5.40      | 5.20      | 5.10      | 5.00     | 5.00      | 5.10      | 5.30      | 5.20     |
| PMI                   | 49.70     | 49.50     | 49.00     | 50.50     | 50.20     | 49.10     | 50.10     | 50.30    | 50.10     | 49.80     | 49.10     | 49.40    |
| 工业增加值当月同比             | 6.80      | 5.80      | 6.10      | 7.70      | 31.02     | -11.11    | 6.20      | 5.40     | 5.30      | 5.40      | 4.50      | 5.10     |
| 工业企业利润总额当月同比          | -4.30     | -9.10     | 3.00      | 2.60      |           |           | 11.00     | -7.30    | -10.00    | -27.10    | -17.80    | 4.10     |
| 固定资产投资完成额累计同比         | 2.80      | 3.70      | 4.00      | 4.20      | 4.10      |           | 3.20      | 3.30     | 3.40      | 3.40      | 3.40      | 3.60     |
| 固定资产投资完成额制造业累计同比      | 7.50      | 8.50      | 8.80      | 9.10      | 9.00      |           | 9.20      | 9.30     | 9.30      | 9.20      | 9.10      | 9.30     |
| 固定资产投资完成额基础设施建设投资累计同比 | 8.90      | 10.42     | 10.85     | 11.50     | 9.95      |           | 9.19      | 9.39     | 9.35      | 9.26      | 7.87      | 8.14     |
| 固定资产投资完成额房地产业累计同比     | -11.50    | -11.10    | -10.60    | -10.00    | -9.10     |           | -10.80    | -10.60   | -10.30    | -9.90     | -9.80     | -9.80    |
| 社会消费品零售总额当月同比         | 4.80      | 6.40      | 5.10      | 5.90      | 4.00      |           | 3.70      | 3.00     | 4.80      | 3.20      | 2.10      | 2.70     |
| 出口金额当月同比              | 5.90      | 4.70      | 8.10      | 12.30     | -3.10     | 5.90      | 10.67     | 6.58     | 12.64     | 2.33      | 8.60      | 6.93     |
| 进口金额当月同比              | 1.10      | -3.40     | -0.30     | -4.40     | 1.50      | -16.30    | 0.84      | -4.03    | -2.38     | 0.13      | 0.03      | 6.63     |
| CPI 当月同比              | 0.10      | -0.10     | -0.10     | -0.10     | -0.70     | 0.50      | 0.10      | 0.20     | 0.30      | 0.40      | 0.60      | 0.50     |
| PPI 全部工业品当月同比         | -3.60     | -3.30     | -2.70     | -2.50     | -2.20     | -2.30     | -2.30     | -2.50    | -2.90     | -2.80     | -1.80     | -0.80    |
| 社会融资规模当月值             | 41,993.00 | 22,870.00 | 11,599.00 | 58,961.00 | 22,331.00 | 70,546.00 | 28,507.00 | #####    | 14,120.00 | 37,635.00 | 30,323.00 | 7,707.00 |
| 金融机构新增人民币贷款当月值        | 22,400.00 | 6,200.00  | 2,800.00  | 36,400.00 | 10,100.00 | 51,300.00 | 9,900.00  | 5,800.00 | 5,000.00  | 15,900.00 | 9,000.00  | 2,600.00 |
| M1 同比                 | 4.62      | 2.33      | 1.52      | 1.56      | 0.11      | 0.39      | 63.56     | 59.25    | 56.35     | 55.56     | 54.46     | 55.31    |
| M2 同比                 | 8.29      | 7.93      | 7.96      | 6.98      | 7.00      | 7.02      | 7.27      | 7.13     | 7.45      | 6.84      | 6.31      | 6.27     |

资料来源：Wind，国投期货

图：美元继续维持震荡偏弱格局，新兴市场的股指继续走高



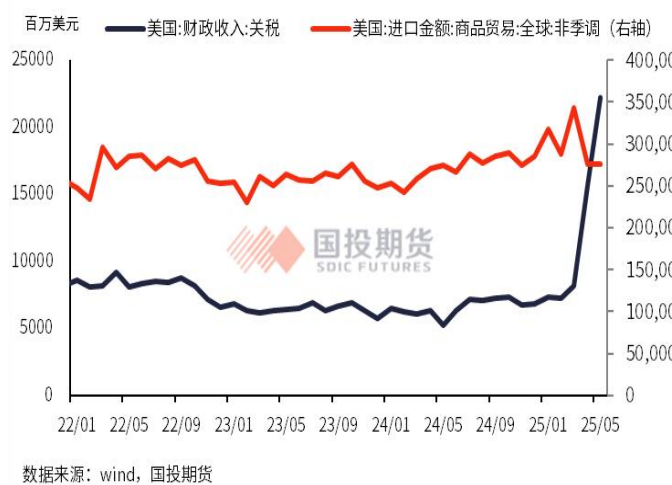
图：中国金融条件维持在非常宽松的水平，宏观流动性积极



相应大类资产运行则呈现出以下几个方面的特征：第一，从 6 月中旬开始，随着伊以冲突的快速平定，全球风险偏好开启了新一轮的修复，风险资产具有普涨的属性，铜金比修复，油金比回落，体现了大类资产定价中对于滞胀担忧的缓解；第二，美元维持震荡弱势状态，但是进一步回落的阻力有所增加。美国财政法案通过，尚未给美债流动性带来直接压力，离岸美元流动性基本稳定，中国的金融条件保持宽松，资金面宽松的背景下，虽然国内股市表现强劲，债

市波动有所放大但并未显著调整；第三，市场结构开始出现明显变化，对于商品市场而言，“反内卷”和“扩内需”相对应的板块表现强势，市场围绕着通缩和资产荒的定价有所松动，而围绕着再通胀和盈利修复的定价预期有所增强。

图：进入到 5 月份后之后美国的关税收入大幅抬升，关税收入抬升是美国财政法案能够顺利通过的基础



图：从国内库存周期运行的领先和同步指标来看，当前库存周期仍然处于底部位置，等待宏观政策的驱动



展望未来 1-2 月，可从以下几个方面把握宏观主要矛盾的演化：

**第一，继续跟踪地缘局势的扰动。**6 月下旬以后，虽然伊以局势的降温锁定了地缘局势外溢的边界，但是是否能够达成更中长期的停战协议尚存在不确定性。一方面俄乌局势当前阶段仍然处于比较焦灼的状态，另一方面进入到 8 月底伊核谈判问题也会面临新的关键时间节点。在这之前，虽然地缘局势基本维稳的大的格局仍然是主要基调，但是在风险偏好水平偏高的阶段，尤其是考虑到在确定最终的经贸协议和长期的关税水平之前，地缘上的博弈和经贸问题的走向息息相关，因此也需要跟踪潜在的风险偏好扰动；

**第二，关注 8 月份美国多边关税落地的情况以及中美关税暂停三个月是否平稳落地。**当前阶段美国已经陆续敲定了和各国的对等关税，和欧盟日本的关税落地受到市场广泛的关注。同时中美的关税以及反制措施继续暂停 90 天应仍然是基准情景，因此总的来看，经贸问题短期的不确定性有所下降，但在

接下来的 90 天是能够推进中长期的经贸合作，还是之后关税博弈会再次升温就仍然存在不确定性，这样的“暂态”虽然不会带来市场的冲击，但是对于企业家信心和投资者风险偏好的修复高度也有一定的压制，后续继续动态跟踪演化路径。

第三，跟踪国内政策对于外需回落的对冲力度和效果。进入到三季度后，关税给外需带来的压力会不断显现，政治局会议明确了宏观经济要“持续发力、适时加力”的基本基调。关注后续政策在“反内卷”和“扩内需”方面带来的对冲效果。”适时加力“或有两方面的理解：首先，国内视角来看，如果出现了外需压力在实体经济运行中显现明显，那么内需政策发力会对冲掉这部分压力，政策的托底预期，有利于全年经济发展目标的实现；其次，从国际视角来看，如果对外经贸谈判和协议比较顺利，外部金融安全不确定性进一步下降，也会有利于国内经济政策更加积极地推进。因此，总的来看，应以中性偏乐观的视角来看待此次政策基调，后续政策的弹性也会根据内外形势的变化动态调整。

图：商品和美元指数大趋势的相关性疫情前后逐步由负相关向正相关转变，体现了强势美元伴随了对于全球商品供给端的冲击

图：商品和美元的相关性开发生一定的变化，此前的正相关开始向负相关有所修复，体现了弱势美元开始有提升经济的预期



数据来源：wind，国投期货

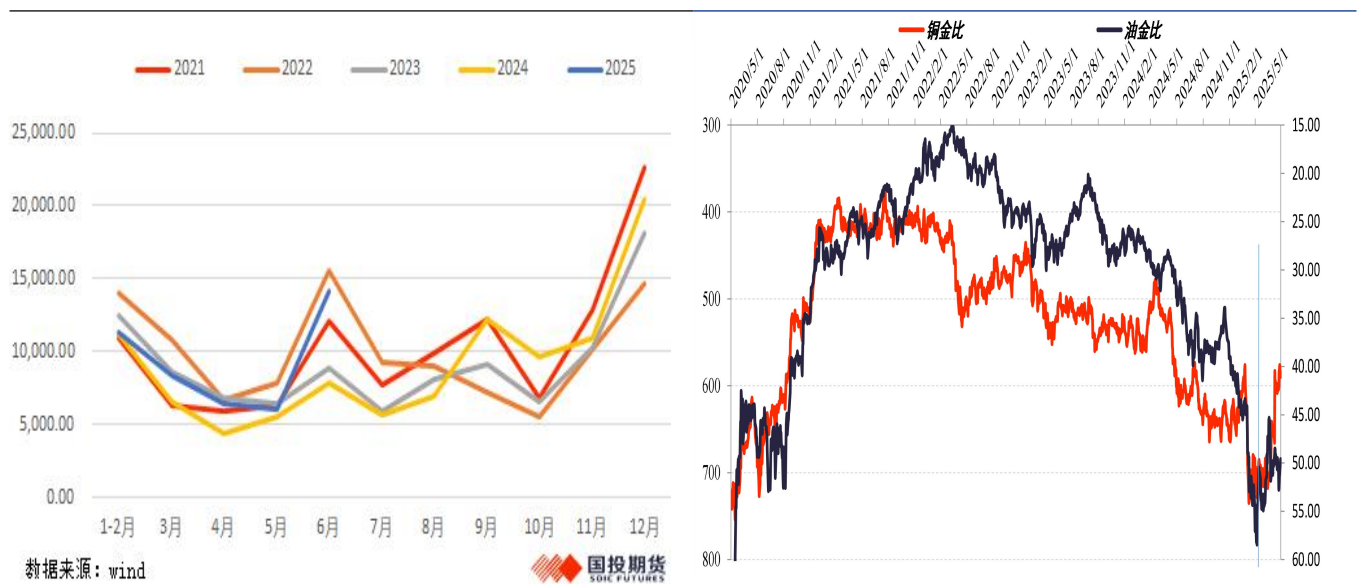


数据来源：wind，国投期货

展望后市，对于金融品而言，宏观流动性稳中向好仍是基本基调，关注政

策结构调整带来的市场结构调整。股指方面，由于地缘和贸易冲突仍然处于维稳的时间窗口，因此风险偏好仍偏积极，金融数据以及险资长周期考核机制的落地，都使得股市的流动性保持活跃，总体来看机遇仍大于风险。但由于市场此前计价了较乐观的预期，在当前基础上，股指仍能关注总量性的偏乐观的机会，但是更重要的是把握结构的转变。上半年红利和微盘股相对强势的基础上，年中后中盘的消费和周期有望迎来一个补涨行情，驱动行情的主要因素或从流动性驱动向 PPI 修复的驱动边际转变。国债而言，7 月份以来波动有所放大，并呈现出一定的“熊陡”特征，8 月份既有流动性投放维稳，但是税期+地方债缴款可能让 R007 再度紧张，因此十债收益率或延续区间震荡，推荐陡峭化策略。

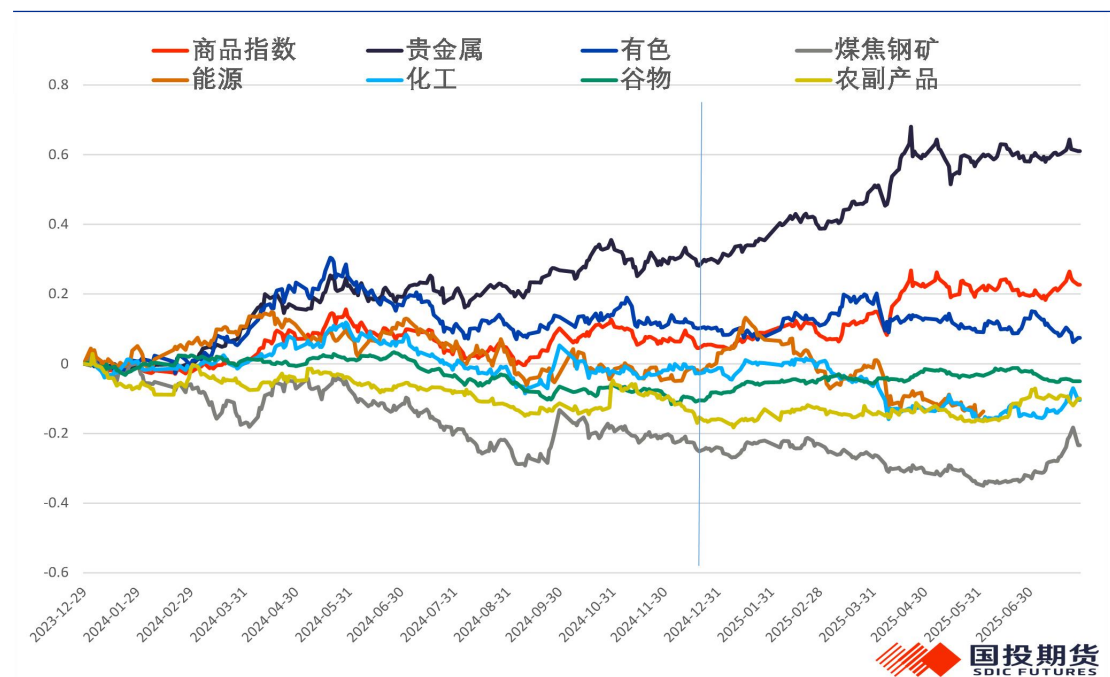
图：国内上半年政府性基金支出水平 4-5 月份并未显著强于前两年，6 月开始显著发力，后续内需发力持续性值得关注  
图：日内瓦声明之后铜金比快速反弹，且铜金比的反弹幅度超过油金比的反弹幅度，体现了对于“滞胀”担忧的缓解



对于大宗商品而言，进入到 7 月份之后，地缘和关税的影响对于市场的定价开始让位于“反内卷”政策的实质性落地，这驱动了商品结构的剧烈变化，后续来看，政治局会议继续明确推进重点行业产能治理，后续相关政策仍然需要密切关注。短期来看，由于价格在前期政策预期下已经有了较大的涨幅，后

续预计进入到从预期高涨到考验现实的阶段，即一方面需要跟踪在需求政策下，当前上游价格向下游价格传导是否顺畅，另一方面也要看去难能以及限产的实际执行情况，品种的波动和分化也会出现，但总体来看，国内上游成本端的抬升回驱动国内商品底部抬升。本期具体商品品种观点如下：

图：进入 6-7 月份之后，国内反内卷政策的预期驱动了商品结构的较大转变



数据来源：wind，国投期货

**能源方面**，近期包括升贴水和海外柴油裂解等指标开始走弱，支撑此前旺季强现实的因素开始走弱，由于市场预期了相对乐观的中外经贸协议前景，因此总的来看，当前贸易潜在的利空可能会大于地缘压力带来的潜在利多，油价震荡承压概率较大；煤炭方面，近期政策端有压缩年内，6 月我们基于动力煤价格临近关键成本支撑、迎峰度夏临近水电同比偏弱引发的电煤补库需求提出煤炭市场中期底部出现，目前电力日耗夏季达峰仍有 1 个月的窗口期，下游库存低于去年同期的情况下上涨行情仍有尾端冲刺期；LPG 方面，欧佩克增产和

美天然气过剩对市场带来的供应过剩压力，后续 PG/原油比价有望被压制在偏低位置；天然气北美市场受供给压力对于顶部构成制约，关注出口空间打开可能的提振，天然气市场夏季利多驱动总体弱于预期，补库季内或偏弱运行；**化工方面**，丙烯上市之后受到反内卷政策预期提振，由于其 20 年以上装置占比较高，引发了淘汰旧产能的强烈预期，目前尚处于政策对于产能的摸底阶段，情绪宣泄后由于处于消费淡季，仍需要横盘震荡，短期缺乏单边机会。苯乙烯处在一个相对窄幅震荡的区间内，上方是贸易战跳空缺口的制约，下方是 23 年以来形成的低点，当然弱需求状态，来自成本端纯苯的支撑有限，预计仍是弱势整理格局；玻璃方面，本轮玻璃纯碱在低估值、成本上涨以及反内卷政策等因素叠加影响下，涨幅较大，玻璃和纯碱存在从能耗角度和淘汰老旧产能角度去产能的预期，但整体长期来看，纯碱的供给压力相对更大，建议关注低位多玻璃空纯碱策略；**有色方面**，硅系方面，7 月份光伏行业“反内卷”政策由口号进入到实操，并升级为制度设计：落后产能强制退出、最低限价、公平招标三大抓手同步推进，行业响应速度空前，工业硅成本抬升，多晶硅由于产业链的垂直度更高，涨幅较大，”涨价去库“的特征显现。后续关注成本导向的市场报价向下游终端的传到节奏，总体来看在政策驱动下，多晶硅短期维持偏强，继续关注政策细节。锂系方面，同样反内卷政策外溢至锂板块，需求端整体平稳，7-8 月份供给缺口显现，社库小幅去化，短期在 8 万出现回调后，仍视为多头补库和政策预期共振下的再次做多机会。基本金属中，氧化铝亦受到提振，但由于氧化铝开工率较高且 20 年老旧产能占比不高，政策预期后警惕高位回落，铜价则表现稳定，倾向铜价上方整数关阻力强；**黑色方面**，钢材方面，淡季需求最差阶段即将过去，且板材仍有韧性，目前成材整体库存较低，钢厂盈

利能力较强，目前减产尚不足，但成本抬升和低库存背景也提升了价格弹性，随着“反内卷”预期增强和雅江集团的基建预期主导市场，后续钢价中枢抬升，关注终端需求的承接能力以及供应端政策实际落地情况。铁矿受益于铁水产量偏强和暂时供应压力不大，跟随黑色系反弹，但高铝特矿石最终依赖进口且反内卷可能利空原料需求，因此偏高位置不建议追涨。焦煤在政策的预期下大涨，后续进一步上涨则需要钢价进一步打开上行空间，短期来看煤炭的供应增量确实不及预期，但中期来看价格走到了终端较难承接的高位，警惕波动，不过中期来看其估值的拐点已经确立。铁合金方面，市场对于其淘汰落后产能的驱动逻辑认可相对较为低迷，锰矿类库可能性仍然较大，锰元素不稀缺，只不过在钢价强势阶段报价相对强势，对于钢价有一定的跟随，硅铁相对于硅锰略好，总体是冲高回落底部抬升；**农产品方面**，油脂方面，近期植物油价格也受到了宏观情绪的提振，但在阶段性高位资金面波动较大，应注意控制波动风险，棕榈油方面，印尼相对于马来滞后的供需数据显示市场相对乐观，考虑到美国和印尼生柴的长期趋势仍然存在，叠加棕榈油进入到四季度将进入到减产周期，对于豆棕油还是逢低多配的思，美豆产区目前 7 月底到 8 月初天气风险偏低，四季度随着棕榈油减产周期到来，可能会阶段性出现油强粕弱的走势；**软商品方面**，棉花方面，近期棉花上涨的逻辑在于库存偏紧和下游纺企后点价，郑棉相对于美棉强势，但是价格涨至高位后，淡季需求不理想，下游开工偏弱，库存累计价格传导不畅，进口也维持在低位，中美经贸前景等待更多指引，郑棉预计高位震荡。

本期各板块详细月度观点如下：

## 金融衍生品

**股指：**7 月以来随着地缘局势影响逐渐减弱，市场的关注焦点重回全球贸易谈判，随着市场对经贸问题的逐步定价，全球风险偏好逐步回暖。再叠加流动性因子驱动，A 股市场 7 月表现亮眼，创业板主要指数领涨宽基指数，成长风格整体要强于价值风格。海外方面，美国陆续与多个国家达成关税协议，与日、欧的协议较之前确定的关税更低，这也体现了此前市场定价的有效性，即特朗普最终确定的对等关税规模仍然低于之前威胁的规模。临近月底市场重点关注美联储会不会释放偏鸽信号。国内方面，金融数据显示信用因子企稳修复延续，另外从货币因子角度证券净投资类资产增速自去年 7 月触底后持续回升，中期对权益市场有所支撑。7 月财政部公布险资长周期考核机制落地，有助于提高保险资金投资积极性，改善资本市场投资者结构，增强市场内在稳定性；另外在“反内卷”相关政策的驱动下，周期板块迎来一轮行情。7 月政治局会议召开，提到落实积极的财政政策加快政府债发行；货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行，用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新，提振消费、小微企业，稳定外贸等，未来仍可关注相关板块机会。展望 8 月，若能持续看到增量资金流入权益市场，权益类资产表现值得期待，结构方面关注板块间轮动，在超配科技成长板块的基础上，关注近期仍处于相对低位的消费板块机会。

**国债：**7 月以来，债市在“股旺债冷”格局下总体偏弱。10 年期国债收益率由月初 1.64% 附近缓步抬升至 7 月 25 日 1.73%，收益率曲线呈“熊陡”。· 银行间质押式回购日均成交量从 7 月 18 日的 7.24 万亿元升至 25 日的 7.70 万亿元，杠杆继续抬升。理财资金一度出现防御性赎回债基。展望 8 月，关税与财政供给等扰动仍在，7 月底逆回购+MLF 合计 1.7 万亿投放已对冲赎回，但 8

月税期+地方债缴款仍可能使 R007 再次紧张。十债收益率或延续区间震荡，波动中枢取决于央行对冲力度与股市虹吸效应的强弱对比。推荐曲线陡峭化策略。

## 能源

**原油：**三季度旺季石油市场延续了上半年的累库趋势，其中原油去库 0.6%、成品油累库 1.7%，OPEC+增产路径下石油市场的供需盈余压力始终存在。7 月原油市场进入伊以冲突剧烈波动后的震荡修复期，近期月差、现货升贴水转弱，海外柴油裂解在东西套利窗口打开后亦有所回落，此前支撑市场的旺季强现实因素转弱。尽管美日协议以利好落地，美国与欧盟、中国的贸易战风险仍令市场面临需求预期冲击，近期相关利空风险大于地缘端利多，油价以震荡承压为主；8 月底、9 月初伊核、俄乌协议面临欧美施压的最后期限，届时地缘扰动有望再度为市场带来支撑。

**动力煤：**7 月 10 日国家能源局发布《关于组织开展煤矿生产情况核查》的通知，政策端变化在于将山西省原要求的年度合理超产幅度 10%下调为 0。从我们梳理的情况看，8 个被检查省区中主要涉及的超产省份为新疆、陕西，2024 年原煤产量分别超产 8853 万吨、553 万吨，上半年超产比例分别为 23.4%、0.3%。新疆发改委已发文在保持产能合理接续、做好迎峰度夏保供的基础上配合对超产煤矿进行分类处置，年内新疆增产空间存在压缩预期。6 月我们基于动力煤价格临近关键成本支撑、迎峰度夏临近水电同比偏弱引发的电煤补库需求提出煤炭市场中期底部出现，目前电力日耗夏季达峰仍有 1 个月的窗口期，下游库存低于去年同期的情况下上涨行情仍有尾端冲刺期。

**LPG：**此前提到的年内油气增产带来海外 PG 过剩的预期在 6 月以来开始落地，此前维持对油比价偏低，近期原油涨势放缓后更是跟随海外市场继续

下行。6 月中东 CP 下调幅度为今年以来最高水平，体现了下半年以来欧佩克增产和美天然气过剩对市场带来的供应过剩压力，我们认为目前这一利空预期仍在落地，后续 PG/原油比价有望被压制在偏低位置。但目前进口成本的先行下跌已推动 PG 化工毛利有所修复，近期开工率回升使得需求端有所支撑，进一步下行或需原油回落以给出空间。

天然气北美市场被超预期增产和高库存未消化所限制，多次上行回落，夏季需求提振有限。顶部制约明显，关注出口需求打开后上行突破的可能。欧洲市场在近期欧盟加强政策制裁俄罗斯后，仍然震荡偏弱，低需求下欧盟情绪稳定，全球 LNG 扩张的预期压制了紧张情绪。天然气市场夏季利多驱动总体弱于预期，补库季内或偏弱运行。

## 化工

丙烯期货首日挂牌价 6350 元/吨，主力 PL06 合约较挂牌价高开 200 点，收于 6613，涨幅 4.14%，能够实现首日大幅度收涨，主要是受到反内卷宏观消息的提振，这一消息引发了市场新一轮“供给侧改革”的预期，激发了市场交投情绪的高涨。丙烯 20 年以上的装置产能占丙烯全部产能的比例为 14.66%。丙烯作为重要的化工原料，发展历程比较久远，老旧装置也相对较多。宏观消息引发市场对于丙烯行业淘汰落后产能的强烈预期，对于市场的提振作用明显，但目前尚在产能摸底阶段，具体的政策并未出台，现实层面，丙烯供需结构失衡，目前处于消费相对淡季，基本面难以跟进。行情由预期向现实层面回归，首日后接下来几个交易日丙烯期货价格呈横盘波动。操作上，缺乏单边操作机会。

苯乙烯呈低位区间整理格局，主力合约运行于 7000-7800 区间范围内，

7800 是前期关税战遗留的跳空缺口上沿，目前是整理区间的上沿，7000 一线是 2023 年形成的低点。目前基本上而言，开工率自 4 月中旬以来持续走高，企业库存和港口库存从 5 月下旬以后进入累库周期，整体而言，苯乙烯供给端压力持续增大。而需求端不温不火，一直呈现弱稳格局。供需基本面难以对苯乙烯形成提振。价格的波动更多的是由成本端推动，目前油价横盘整理。纯苯的价格受到宏观情绪的支撑，但累库预期形成较为明显的压制，成本端来看对苯乙烯也难以形成持续提振。因此，苯乙烯整理格局仍将延续。

本轮玻璃纯碱在低估值、成本上涨以及反内卷政策等因素叠加影响下，涨幅较大。其中玻璃涨幅优于纯碱，价差持续走强。首先玻璃基本面强于纯碱，玻璃在去年已经经历过一波去产能，而纯碱产能在不断扩张中，另外反内卷政策，纯碱除了供给端可能有影响外，下游光伏玻璃也受到实质性的减产影响。玻璃预计未来会从能耗排放方面去淘汰落后产能，纯碱行业存在一些 20 年以上的老旧产能，关注反内卷的实际落地情况。短期预计玻璃纯碱跟随宏观情绪波动。玻璃长期若供给不实际收缩，将再度回归弱需求现实交易。长期纯碱仍有新增产能投放，还是供给压力较大的品种。策略上，我们建议关注低位多玻璃空纯碱策略。

## 有色金属及贵金属

7 月有色金属关注点转向新能源“反内卷”题材，硅系领涨、锂系跟进：

硅系，年初，资金押注光伏自律控产，多晶硅期货一度冲至 4.5 万元；春节后资金撤离，价格回落至 4.3-4.4 万区间震荡。4 月抢装带动下游量价齐升，却因天量库存压制，盘面最低跌至 3 万元。7 月风云突变，“反内卷”政策由口号进入实操：中央财经委明确治理低价无序竞争，工信部、能源局密集

调研，光伏协会带头减产保价，工业硅成本抬升，期价从 3.2 万火箭式拉涨至 4.9 万，月涨幅逾 50%。政策脉络显示，2024 年 7 月政治局首提“防内卷”，2025 年 7 月升级为制度设计：落后产能强制退出、最低限价、公平招标三大抓手同步推进，行业响应速度空前。相较于工业硅，多晶硅产业链的垂直度更高，当前市场交易逻辑主要受光伏“反内卷”预期的主导。从基本面分析，高库存仍是制约多晶硅价格上涨的主要因素，但短期内受政策情绪的推动，市场呈现出“涨价去库”的特征，周度库存环比大幅下降。关于“反内卷”的路径，一方面，落后产能的出清是一项系统性工程，需要持续跟踪。7 月 22 日焦煤相关限产消息使多晶硅市场对该进程节奏的预期有所升温。另一方面，在于“最低限价”预期的兑现节奏：首先，若相关部门推出成本标准模型，需重点锚定；其次，完全成本导向的市场报价能否有效传导至终端也需关注。目前，硅片价格在完全成本核算下已有大幅调涨，多晶硅的成本压力初步向下传导，后续聚焦关注电池片、组件环节的价格跟涨节奏。总体来看，在政策驱动的情绪支撑下，多晶硅短期或维持震荡偏强，后续需进一步关注政策细节。

锂系，6 月初，碳酸锂期现货在上半年过剩抛压下探至本轮低点 5.8 万元/吨后，市场氛围骤变：中美关税战缓和、美国“大美丽法案”财政扩张、全球资金由避险切换至风险资产，带动工业品集体回暖；国内“反内卷”政策迅速升温，中央财经委定调治理低价无序竞争并推动落后产能退出，光伏玻璃、多晶硅、煤炭、钢铁、化工等轮番涨停，情绪外溢至锂板块。产业层面，需求端储能订单保持增量，动力电池略降，整体平稳；供给端高成本回收料、锂云母及海外 Cattlin、国内藏格、中信国安、银锂等相继减产或检修，7—8 月供给缺口显现，社库有望小幅去化。期价 7 月 24 日涨停至 7.7 万元，已逼近

去年成交密集区 7.5—7.8 万元，盘面逻辑从基本面转向空头止损与天量持仓博弈，产业套保盘在 7 万元上方开始加码，技术性推升力量仍强。综合来看，短线目标 8—8.5 万元，出现回调后仍视为多头补库与政策预期共振下的再次做多机会。

基本金属中，多数品种也随工业品整体交投情绪反弹，其中氧化铝短线拉高冲涨快。市场预期“反内卷”题材可能影响限制未来国内氧化铝产能的入市与投产，但海外铝土矿供应题材僵持，价格稳定在 75 美元/吨，对应山西氧化铝成本 3000 元/吨附近。几内亚雨季来临，不过上半年我国铝土矿进口大增、库存回升，矿石并不短缺。阿拉丁统计 7 月下旬氧化铝运行产能增加 30 万吨至 9385 万吨，行业总库存小幅增加，平衡处于过剩状态。因上期所仓单库存极低，期货大幅升水后将吸引仓单流入。整体，氧化铝行业开工率 80%左右明显高于其他过剩严重品种，且运行 20 年以上老旧产能占比不高，政策预期驱动大幅冲高后需警惕回调风险。铜价表现“稳定”，美国 232 行业关税即将再 8 月 1 日落地 50%税率，美盘铜价与伦铜、沪铜劈叉，倾向铜价上方整数关阻力强。

## 黑色

钢材方面，当前供需矛盾并不是太大，淡季建材需求偏弱，不过从时间上看，最差的阶段将逐步过去，板材需求仍有韧性，总体相对平稳。目前螺纹钢和热卷库存均偏低，钢厂维持盈利状态，减产动能不足，铁水产量维持高位，市场此前交易的负反馈担忧明显缓解，成本大幅抬升推动钢价中枢上移，同时低库存也增大了价格弹性。短期来看，市场受乐观情绪主导，由于上行斜率过快，波动有所加剧。拉长时间周期看，随着“反内卷”持续推进，以及雅江工

程带来的大基建预期，钢价下方支撑明显增强。市场在筑底过程中仍有反复，价格中枢有望波动抬升，后期重点关注终端需求承接能力，以及供应端政策实际落地情况。

**铁矿方面**，近期供需相对平衡，一方面需求端在铁水处于高位的情况下存有韧性，另一方面供应端海外发运季节性回落，暂时没有明显增量释放，港口库存保持震荡，短期没有累库压力。近期在反内卷和雅下工程项目公布的情况下，市场情绪明显改善，铁矿跟随黑色系出现反弹，但考虑到铁矿石供应依赖进口，而反内卷最终落地会利空原料需求，所以在目前价格已处于偏高位置的情况下不建议追涨，需要注意盘面波动加剧的风险。

**煤焦方面**，全国煤矿查超产的政策精神扭转了市场对于煤炭熊市的预期，配合上反内卷和大基建等政策精神，形成了这一波剧烈共振的大级别上涨行情。从基本面来看，当前盘面情绪高昂主要刺激了期现采购的瞬间释放，导致原本就库存持续下滑的煤焦呈现出期现共振的火热态势，但从真实的终端情况来看，炼钢利润暂时仍尚可可以配合煤焦估值的剧烈反弹，但进一步大幅上涨需要钢价打开上行窗口，目前结合出口情况来看较难实现，需要等待内需提振政策的进一步释放。而供应端，目前国产煤矿在逐步释放增量但的确进度不及预期，进口煤开始放量但短期较难成规模的满足补库诉求。因此短期来看，煤焦的阶段性强势有其暴力情绪修复的合理性，但中期来看，估值逐步走到了终端较难承接的较高位，多单需要更为谨慎，而长期来看，煤焦估值的阶段性拐点已经确立。

**铁合金方面**，从政策可能对供应端发力的角度来看，硅锰和硅铁大部分北方的工厂落后产能几乎在 21 年之后淘汰殆尽。正因为如此，市场对于铁合金行

业政策驱动的预期很低迷，涨价幅度也偏低。目前硅锰基本面并没有什么太大的变动，锰矿持续累库，下半年持续累库可能性较大，不过在硅锰盘面价格上涨以及螺纹价格上涨的时候，锰矿山的报价相对强势，下周面临海外矿山逐渐报 9 月份远期矿价，矿价大概率环比抬升。锰元素肯定是不缺的，south32 停供的时候都不缺，现在它回归市场，锰元素短缺大概率不会短缺。价格的上涨缺乏基本面支持，所以价格回落的幅度很大。硅铁基本面也没有太大的变动，相对硅锰好一些。供应较低有所抬升，铁水产量淡季不淡，出口和金属镁需求维持高位。供需整体基本平衡。电价如果抬升，那么价格大概率跟随上行，但是主产区电价涨跌不一，用电旺季电价抬升的预期有所回落。价格基本跟随成材为主。预计价格走势大概率为冲高回落，底部逐渐抬升为主。

## 农产品

**油脂：**国内主要工业品在去落后产能反内卷的驱动下表现强势，近期植物油价格走势也受到宏观形势的提振，不过在阶段性高位资金波动加大，增减仓变化很快，注意控制波动风险。

虽然短期马来西亚棕榈油供需数据显示偏弱，由于印尼在国际市场上定价权强，印尼滞后的供需数据显示比马来西亚市场乐观，并且近期国际葵油和棕榈仁油及椰子油价格也偏强，对棕榈油也是提振。由于美国和印尼生柴的长期发展趋势仍存在，而棕榈油四季度进入减产周期，因此对豆油棕榈油维持逢低多配的思路。

美豆主产区从 7 月下旬到 8 月初总体天气风险偏低，后续持续关注天气的表现。从趋势角度看，如果美豆今年天气风险偏低，而四季度进入棕榈油减产周期，仍要谨慎阶段性油强粕弱的表现。

## 软商品

**棉花：**近期国内郑棉相较于美棉更加强势，6 月底公布的种植面积超于市场预期，截至目前美棉主产区的天气偏理想。缺少上涨驱动。国内上涨主要逻辑，棉花库存偏紧预期和下游纺企后点价，对于价格支撑和推动；但郑棉涨至相对高位之后，面临一定的压力，淡季需求仍然不理想，进入 7 月份之后，棉花库存去库速度有所放缓；下游开机偏弱，库存缓慢累积，原料价格向下传导不畅。进口方面，6 月进口 3 万吨，再创近 20 年新低，同比降 12.53 万吨，环比降 0.45 万吨；2025 年 1-6 月累计进口 46 万吨，同比降 74.3%，同比降 133 万吨；近期市场也在不断传言发放滑准税配额的消息。中美之间谈判仍在进行，月底中美在瑞典的经贸谈判整体比较积极，但具体细节仍有待落地。郑棉短期或维持高位震荡。

## 【分析师团队】

| 【国投期货研发团队】 |                               |                        |                                             |           |          |
|------------|-------------------------------|------------------------|---------------------------------------------|-----------|----------|
| 姓名         | 职务                            | 研究方向                   |                                             | 从业资格      | 投资咨询     |
| 丁 丁        | 研究院院长<br>投资咨询部负责人             | 大宗商品及金融期货；投资咨询；研究院质控管理 |                                             | F3014828  | Z0011531 |
| 郑若金        | 研究院副院长<br>大宗商品研究中心负责人         | 大宗商品研究；数据投研平台构建        |                                             | F3013471  | Z0011388 |
| 曹 颖        | 研究院院长助理                       | 煤炭及钢（含期权）、铁矿（含期权）      |                                             | F3003925  | Z0012043 |
| 李雨实        | 金融衍生品中心负责人                    | 宏观经济、大类资产配置            |                                             | F3057070  | Z0016176 |
| 李雨实        | 金融衍生品中心负责人<br>宏观金融首席分析师       | 金融衍生品研究中心              | 大类资产配置                                      | F3057070  | Z0016176 |
| 胡静怡        | 高级分析师                         |                        | 大类资产配置、基本面量化                                | F03090299 | Z0019749 |
| 朱 赫        | 金融期货组组长                       |                        | 国债期货、宏观经济、大类资产配置                            | F3071059  | Z0015192 |
| 郁弘佳        | 高级分析师                         |                        | 股指期货、金融期货策略工具使用                             | F03098473 | Z0017641 |
| 靳顺柔子       | 高级分析师                         |                        | 国债期货（B角）、宏观经济、大类资产配置                        | F3025620  | Z0014424 |
| 王 楷        | 金融工程组组长                       |                        | 金融工程、对冲策略、商品及金融CTA策略、资产配置                   | F03091361 | Z0016943 |
| 张婧媛        | 分析师                           |                        | 金融工程、FOF研究、资产配置                             | F03116832 |          |
| 沈卓飞        | 期权研究组组长                       |                        | 场内期权品种：商品、股指、ETF期权投资套保应用及策略分析               | F3035508  | Z0014628 |
| 范丽军        | 高级分析师                         |                        | 场内商品期权投资套保应用及策略分析                           | F03097698 | Z0018336 |
| 高明宇        | 能源组组长<br>能源首席分析师              | 大宗商品研究中心               | 原油（含期权）、油品、动力煤（含期权）、 <b>电力、碳排放</b>          | F0302201  | Z0012038 |
| 李祖智        | 中级分析师                         |                        | 液化石油气（含期权）、 <b>天然气</b>                      | F3063857  | Z0016599 |
| 王益敏        | 中级分析师                         |                        | 沥青、燃料油&低硫燃料油                                | F3066912  | Z0016785 |
| 李海群        | 中级分析师                         |                        | 集装箱船运输、 <b>干散货、油轮</b>                       | F03107558 | Z0021515 |
| 庞春艳        | 化工组组长<br>化工首席分析师              |                        | PTA（含期权）、短纤（含期权）、乙二醇（含期权）、PX（含期权）、碱片        | F3011557  | Z0011355 |
| 牛 卉        | 高级分析师                         |                        | 塑料（含期权）、聚氯乙烯（含期权）、聚丙烯（含期权）、烧碱（含期权）          | F3003295  | Z0011425 |
| 周小燕        | 高级分析师                         |                        | 玻璃（含期权）、纯碱（含期权）                             | F03089068 | Z0016691 |
| 王雪忆        | 分析师                           |                        | 甲醇（含期权）、尿素（含期权）、基本面量化                       | F03125010 |          |
| 肖 静        | 有色组组长<br>有色金属首席分析师            |                        | 铜（含期权）、锡（含期权）                               | F3047773  | Z0014087 |
| 刘冬博        | 高级分析师                         |                        | 铝（含期权）、氧化铝（含期权）、黄金（含期权）                     | F3062795  | Z0015311 |
| 吴 江        | 高级分析师                         | 大宗商品研究中心               | 白银（含期权）、锂（含期权）、镍及不锈钢（含期权）                   | F3085524  | Z0016394 |
| 孙芳芳        | 中级分析师                         |                        | 铅（含期权）、锌（含期权）                               | F03111330 | Z0018905 |
| 曹 颖        | 研究院院长助理<br>黑色组组长<br>黑色金属首席分析师 |                        | 煤炭及钢（含期权）、铁矿（含期权）                           | F3003925  | Z0012043 |
| 何建辉        | 高级分析师                         |                        | 螺纹钢（含期权）、热卷                                 | F0242190  | Z0000586 |
| 韩 俊        | 高级分析师                         |                        | 铁矿（含期权）、 <b>废钢</b>                          | F03086835 | Z0016553 |
| 李啸尘        | 高级分析师                         |                        | 硅锰（含期权）、硅铁（含期权）、焦煤、焦炭                       | F3054140  | Z0016022 |
| 杨蕊霞        | 农产品组组长<br>高级分析师               |                        | 生猪（含期权）、鸡蛋（含期权）、粳米、 <b>鸡肉</b>               | F0285733  | Z0011333 |
| 吴小明        | 农产品首席分析师                      |                        | 豆一（含期权）、豆油（含期权）、豆粕（含期权）、棕榈油（含期权）、 <b>高粱</b> | F3078401  | Z0015853 |
| 董甜甜        | 高级分析师                         |                        | 菜油（含期权）、菜粕（含期权）、红枣（含期权）、 <b>糯米</b>          | F3032203  | Z0012037 |
| 宋 鹏        | 中级分析师                         |                        | 玉米（含期权）、玉米淀粉（含期权）                           | F03135787 | Z0021166 |
| 曹 凯        | 软商品组组长<br>软商品首席分析师            | 大宗商品研究中心               | 棉花（含期权）、白糖（含期权）、纸浆、 <b>咖啡</b>               | F03095462 | Z0017365 |
| 胡华轩        | 高级分析师                         |                        | 天然橡胶（含期权）、20号胶、丁二烯橡胶（含期权）                   | F0285606  | Z0003096 |
| 黄 维        | 高级分析师                         |                        | 白糖（含期权）、苹果（含期权）、原木、 <b>干辣椒</b>              | F03096483 | Z0017474 |
| 刘慧文        | 综合、合规组长                       | 综合合规                   | 研究支持、研究服务及研究院合规管理                           | F0285772  | Z0018872 |
| 丁 丁        | 研究院院长<br>投资咨询部负责人             | 投资咨询部                  | 大宗商品及金融期货；投资咨询                              | F3014828  | Z0011531 |
| 丁沛舟        | 高级分析师                         |                        | 贵金属、有色金属、金融期货及大类资产运行等方向策略研究                 | F3002969  | Z0012005 |
| 关 迪        | 高级分析师                         |                        | 能源、化工等方向策略研究、场外期权应用                         | F3036000  | Z0016090 |
| 黄恬         | 中级分析师                         |                        | 海外宏观、汇率、贵金属及小麦等方向策略研究                       | F03100883 | Z0021089 |
| 张秀睿        | 中级分析师                         |                        | 工业硅（含期权）、 <b>多晶硅</b>                        | F03099436 | Z0021022 |

## 免责声明

本文由国投期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。

文章根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证文章所述信息的准确性和完整性。

本文不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。

国投期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。

对于本文所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本文版权仅为国投期货有限公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。

如引用发布,需注明出处为国投期货有限公司,且不得对本文进行有悖原意的引用、删节和修改。

国投期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。