金融期货早评

人民币汇率：美国就业市场仍有隐忧

【行情回顾】上周五，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1847，较上一交易日下跌 9 个基点，夜盘收盘报 7.1947。人民币对美元中间价报 7.1845，较上一交易日调升 20 个基点。
【重要资讯】1）美国总统特朗普表示，美联储主席鲍威尔应当降息。2）美国劳工部统计局发布数据显示，5 月非农就业人口增加 13.9 万（前值下修至 14.7 万），高于市场预期的 13 万人，在贸易政策不确定性影响下就业增长持续放缓，失业率连续第三个月维持在 4.2%，这或许将为美联储推迟降息提供政策空间。
【核心逻辑】在地缘政治博弈与经贸关系演变的双重作用，共同塑造了 2025 年上半年美元兑人民币即期汇率的弱势格局。展望后市，我们预计年内美元兑人民币即期汇率大概率将维持在 7.0 上方波动，除非出现以下突破性情景：中美关系超预期改善或国内经济加速复苏，或推动汇率测试 6 区间：1）政策锚：中国央行未来调控重心仍将聚焦于汇率弹性增强与超调风险防范的动态平衡，但非完全放手。即便在特定时点出现即期汇率短暂升破 7.0 的技术性突破，其本质更可能反映市场微观结构调整或短期资本流动扰动，而非政策框架的根本性转向；2）内部市场锚：从经济周期与金融周期的双重维度考察，当前中国经济正处于周期性筑底阶段，复苏动能的集聚仍需时间窗口的配合，因此或是“宽货币+弱宽信用”下的人民币贬值概率放缓的内部环境；3）外部市场锚：从全球的角度来看，2025 年全球经济增长格局呈现“同步放缓”特征，凸显全球经济在多重约束下的脆弱性。在此宏观环境中，人民币大概率难以维持独立强势行情。从美国的角度来看，美元指数在 2025 年下半年预计将呈现震荡偏弱格局，但美元兑人民币汇率与美元指数的动态脱钩趋势具有持续性特征。因此，美元兑人民币即期汇率的下行力量也将受到一定程度的限制。
【风险提示】海外货币政策调整超预期、地缘政治冲突超预期、特朗普非常规出牌
重要声明：以上内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。

股指：信息层面偏多，为股市下方提供支撑

【市场回顾】上周五股指小幅下跌，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.09%。从资金面来看，两市成交额回落 1384.27 亿元。期指均缩量下跌。
【重要资讯】1、国务院新闻办公室将于 6 月 10 日（星期二）上午 10 时举行新闻发布会，请国家发展改革委副秘书长肖渭明和教育部、民政部、财政部、人力资源社会保障部、国家卫生健康委有关负责人介绍进一步保障和改善民生有关政策情况，并答记者问。2、美国总统特朗普计划最早于 6 月 13 日开始大规模削减对加利福尼亚州的联邦资金拨款。对此，作为全美经济第一大州的加州州长纽森称，如果联邦政府还要继续威胁居住在加州的 4000 万美国人民，或许加州该考虑停止缴纳税款。3、据中国证券报，近日，多家知名外资机构上调中国经济增速预期和股指目标点位，表达对中国经济和中国资产的看好。
【核心观点】尽管公布的美国就业数据一定程度好于预期，美元指数走势仍承压，美国关税政策以及大漂亮法等问题扰动下。短期外资或仍有阶段性流入潜能。除此之外，信息面多偏积极，如外资机构看好 A 股，为股市下方提供支撑。短期预计股市继续维持震荡，行业层面表现为结构性行情居多，短期观望为主，宜静不宜动。
【策略建议】持仓观望。

国债：央行支持流动性

【行情回顾】国债期货早盘高开后全天偏强运行，尾盘全线收涨。今天长端合约补涨明显

强于短端，现券方面长端利率盘中下行有限，但 3 点左右开始可能由于情绪发酵，利率跌幅扩大。

【重要资讯】：1.美国法官当地时间 5 日阻止特朗普禁止哈佛国际学生入境美国的禁令。当地时间 6 月 5 日，美国哈佛大学就特朗普政府禁止其国际学生入境美国的决定提起诉讼。哈佛大学方面表示，特朗普正在回避阻止特朗普政府撤销哈佛大学招收国际学生资格的法院命令。

【核心逻辑】周四晚间中美通话的炒作尘埃落定，结合近期国内市场对中美谈判各种消息反应甚微，可以视作扰动落定。更具影响力的还是央行提前公布买断式逆回购——提前发布能够很有效的提振市场宽松预期和对货币政策的信心。

对于二级市场来说，近期央行降准降息、通过货币政策工具投放中长期流动性等对流动性明牌的支持给出了很明确的呵护流动性的信号。当下对于重启购债的交易思路可以类比之前的降息交易：尽管买断式逆回购和 MLF 合计净投放降低了短期内购债重启的可能，但预期会顺着市场往后递延而不是被证伪，这样趋同且一致的宽松预期能够支撑中期趋势性的上涨。

【投资策略】：多头持有

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：中美新一轮贸易谈判展开

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约高开后震荡回落。截至收盘，除 EC2604 外，其余各月合约价格均有所回落。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，6 月 19 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1690，较同期前值上涨$10，40GP 总报价为$2820，较同期前值上涨$20。6 月第三周，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2235，较同期前值上涨$35，40GP 总报价为$3535，较同期前值上涨$35。

【重要资讯】：北京时间 6 月 7 日凌晨，特朗普在社交媒体发帖表示：美国财政部长斯科特·贝森特、商务部长霍华德·卢特尼克和美国贸易代表贾米森·格里尔将于 2025 年 6 月 9 日星期一在伦敦会见中国代表，讨论贸易协议。

【南华观点】：马士基 6 月第三周终于放出了欧基港报价，与此前至伦敦港的价格持平，需求相对良好，叠加此前中美两国领导人电话所释放的相对偏好的宏观情绪影响，EC 高开。但相对现价而言，期价短期已至高位，叠加资金面影响，故其最终有所回落。对于后市而言，可关注新一轮中美谈判结果，短期期价仍偏震荡的可能性较大。

重要申明：本报告内容及观点仅供学习和参考，不构成任何投资建议。市场有风险，投资需谨慎。

以上评论由分析师俞俊臣（Z0021065）、王映（Z0016367）、周骥（Z0017101）、高翔（Z0016413）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：黄金高位震荡 白银强势突破

【盘面回顾】上周 COMEX 金银走势分化，黄金周线收倒“T”，周一上涨后此后连续回落，反映调整压力，白银则收大阳柱，并刷逾 12 年来新高，反映向上突破且偏强格局。从影响因素看，贸易关税方面，特朗普宣布 6 月 4 日钢铝关税提高至 50%，进口自英国钢铝关税仍维持在 25% 。周初特朗普发“最后通牒”，希望各国周三前提供“最佳贸易方案”，然周四中美领导人通话，则迅速降温市场担忧。数据方面，周二晚间美 Jolts 职位空缺数高于预期，特别是周五晚间美非农就业新增人数高于预期，显示美劳动力市场韧性，叠加时薪增速超预期反映为通胀压力严峻，从而大幅削弱降息预期，并拖累黄金走低。相较之下，白银在良好经济数据支持下的工业需求有利于金银比走缩，且从估值层面看金银比高位下白银投资需求自 5 月下旬来加速流入，以及铂金价格的向上突破亦带动白银走强。但周三晚间公布的美 ADP 小非农仅增 3.7 万人，远低于预期的 11 万，且前值从 6.2 万人下修至 6 万人，反映就业市场走弱；美 ISM 非制造业 PMI 跌至荣枯线之下的 49.9，低于前值和预期，其中新订单指数骤降，物价指数上升，则加剧美经济滞胀风险。 其他方面，欧央行继续降息 25BP，欧洲央行官员预计 7 月会议将暂停降息。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周增 4.01 吨至 934.2 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 405.54 吨至 14709.3 吨 。短线基金持仓看，根据截至 5 月 27 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周增 13721 张至 187905 张，其中多头增加 12895 张，空头减少 826 张；白银非商业净多增加 7758 张至 60770 张，其中多头增加 8741 张，空头增加 983 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度减少 20.9 吨至 1185.6 吨，COMEX 白银库存周减 40.1 吨至 15387.5 吨 ；SHFE 黄金库存增加 0.6 吨至 17.85 吨，SHFE 白银库存周增 82 吨至 1118 吨；上海金交所白银库存（截至 5 月 30 日当周）周减 49.1 吨至 1347.5 吨。

【本周关注】本周数据方面重点关注周三晚美 CPI 数据。事件方面，周内聚焦于何立峰于 6 月 8 日至 13 日访问英国并举行中美经贸磋商机制首次会议 ；另外美国财长贝森特将于本周在众议院委员会作证，周五 00:00， 美联储公布《美国季度金融账户报告》。本周进入 6 月 19 日美联储 FOMC 会议前一周的美联储官员噤声期。

【南华观点】中长线或偏多，短线金银走势分化，伦敦金预计维持震荡，阻力 3375，3400，强阻力 3440-3500 区域；强支撑 3300，如跌破将回踩 3250，3150；伦敦银则处于强势中，目前已突破 34.5 关键阻力，上方空间可能打开至 40 区域，短线关注 35.3，然后 34.8 支撑，强支撑 34.5，如跌破 34.5 则预示假突破可能。我们仍将短线回调视为中长期做多机会，但近期黄金或维持高位震荡，白银则保持偏强格局。

铜：震荡为主

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周中小幅走强，最终报收在 7.89 元每吨，上海有色现货升水 75 元每吨。沪铜库存稳定在 11 万吨附近；LME 库存继续回落，降低至 13.2 万吨，铜矿港口库存回落明显，降低至 54 万吨。进阶数据方面，铜现货进口亏损扩大；铜矿现货 TC 继续极端表现，为-43.3 美元每吨；铜铝比大幅攀升至 3.91；随着铜价的提高，精废价差抬升至 1422 元每吨。

【产业表现】泰克资源（Teck Resources）位于智利的 Carmen de Andacollo 铜矿因半自磨机机械故障需停产检修约一个月。公司表示将通过调整其他设备维护计划来对冲影响，强调 2025 年铜产量指引保持不变。

【核心逻辑】铜价在上周四的上涨主要因为特朗普宣布把钢铁和铝的进口关税提升至 5.%，加重了投资者对于对铜进口关税提升的担忧。此次对关税政策提高的并非空穴来风。今年

4 月，铜价受到过没过关税政策的影响，美金铜和 LME 铜之间的价差一度扩大至 18%以上。目前暂无进一步消息流出，铜价依然会受到该消息的影响，出现内外价差。展望未来一周，最重要的宏观事件莫过于美国的通胀数据，或对 6 月下旬的利率决议有一定的影响，影响力有限。铜价在美国关税政策没有进展之前，或重新回到 7.8 万元每吨附近，因为高铜价带来的需求负反馈仍然存在。

【南华观点】震荡偏弱，周度价格区间 7.78 万-7.88 万元每吨。

铝产业链：关注中美会谈情况

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 200010 元/吨，环比-1.27%，成交量为 6 万手，伦铝收于 2451.5 美元/吨，环比-1.07%，成交量为 2 万手，氧化铝收于 2898 元/吨，环比-1.26%，成交量为 19 万手。

【核心逻辑】铝： 供给方面，电解铝供给接近行业上限变化幅度不大。需求方面，据调查终端工厂订单进入淡季下降明显，但加工环节开工率相较而言虽略有下降但幅度与速度均较小，加工环节可能囤积了部分库存，因此电解铝需求表现仍维持坚挺，供需矛盾暂时不强，但后续仍有需求走弱压力。上周四中美两国领导人就关税问题进行通话，关税豁免延长至 8 月 31 日。库存方面，部分电解铝厂提高铝水比例，铸锭量下降促进电解铝维持去库状态，但幅度有所减缓。总的来说铝的基本面处于供给充足，需求逐渐走弱的状态，持续去库是短期支撑铝价的核心因素，短期或仍维持震荡走势，中期偏空看待。氧化铝：几内亚 Axis 矿区目前仍未有复产消息，港口库存维持发运但集港逐步受限，政府尚未启动正式谈判，考虑到几内亚 9 月将开始大选，短期（1-3 个月）维持停产概率较高，长期停采风险存疑。利润空间恢复促进了停产企业复产，对未来供应过剩的担忧逐渐成为市场交易的重心，氧化铝库存也已转为累库状态。总的来说，氧化铝转为累库叠加部分地区现货成交价出现回落，氧化铝承压运行，中长期可逢高沽空。

【南华观点】铝：震荡，氧化铝：承压运行

锌: 窄幅震荡，观望宏观与库存为主

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22385 元/吨，环比+0.20%。其中成交量为 173548 手较上一交易日增加 26673 手，而持仓则减少 4939 手至 119647 手。现货端，0#锌锭均价为 22660 元/吨，1#锌锭均价为 22590 元/吨。

【产业表现】今日产业链保持稳定

【核心逻辑】上一交易日，锌价窄幅震荡。从基本面看，供给端在下半年迎来宽松，但是现在的库存水平仍然处于历年的绝对值低位，同时随着沪伦比值的走弱以及进口盈亏近期的负值，锌锭进口窗口暂时关闭。除此之外，锌精矿进口增量较为显眼，同时 6 月 TC 走强至 3600 元每金属吨，某些地区加工费甚至超出该水平，不难看出 6 月的整体供给水平市场上已经有了一个较为宽松的预期，目前其空头逻辑主要需观察锌锭累库状况，目前七地锌锭社库呈缓慢累库趋势。需求端方面，整体水平保持稳定且符合预期。宏观方面，锌价主要受有色金属整体板块波动，主要需关注宏观贸易政策以及消费政策对整体板块的影响。短期内预计锌价将保持偏弱震荡，重心缓慢下移，长期看跌为主，建议逢高沽空。

【南华观点】短期震荡，长期看跌。

镍&不锈钢：周内持续底部震荡，等待明确信号

【盘面回顾】

沪镍主力合约整体震荡运行。6 月 3 日价格收于 121250 元/吨，此后延续震荡走势，最终回调收于 122000 元/吨。不锈钢主力合约周内走势偏弱震荡。6 月 3 日价格收于 12630 元/

吨，此后几日延续震荡，最终收于 12680 元/吨。

【产业表现】

现货市场方面，金川镍价格维持升水状态，价格调整至 124500 元/吨，升水幅度为 2450 元/吨。硫酸镍较镍豆溢价扩大到 4831.32 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润率调整至-1.5%。库存方面，上期所纯镍库存为 25616 吨，LME 镍库存为 200106 吨。304/2B 切边不锈钢出厂价均价为 13050 元/吨。304 不锈钢冷轧利润率下降在-6.84%左右。不锈钢社会库存为 983300 吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至 954 元/镍点，镍铁库存为 31462 吨。

【核心逻辑】

沪镍盘面维持震荡走势，基本面无明显改善，成本支撑一线仍存，但是短期影响有限，周内升水有一定上调。现阶段镍矿供应仍有波动，菲律宾主要矿产区已经逐步走出雨季影响，但是装船量仍受一定影响。印尼内贸镍矿基准价较为坚挺，六月镍矿升贴水定价基本稳定，后续下行空间有限。硫酸镍方面周内价格稳中偏弱，但是六月逢前驱体下游采购周期，后续对镍盐价格或接受度有所上升。不锈钢方面镍铁价格逐渐企稳，目前镍铁商利润仍然承压，受部分钢厂减产影响镍铁开始类库。周内不锈钢走势持续疲软，中国以及印尼有部分厂商已经选择减产过渡，目前尚未扭转供过于求局面，累库情况延续，关注后续减产力度，不锈钢终端需求的弱势仍将压制上方空间。

周内印尼拟增设金属交易所，以动摇 LME 定价权，镍或将成为印尼交易所核心金属，关注后续动向。

【南华观点】

周内镍不锈钢盘面以底部震荡走势为主，基本面方面成本支撑短期影响有限，镍铁不锈钢链路目前仍延续累库，关注减产力度影响。新能源方面六月逢采购周期，后续或有一定提振。周内基本面与宏观均情绪较弱，预计在【11.7-12.7】万区间震荡运行。

锡：缅甸供给恢复量不及预期，锡价上升

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中上涨超过 2%至 26.3 万元每吨，上海金属网现货升水 1000 元每吨。上期所库存小幅回落 735 吨至 7372 吨，LME 回落 240 吨至 2440 吨。进阶数据方面，锡进口依然亏损，40%锡矿加工费小幅回落。

【产业表现】据钢联调研了解，目前缴费办理采矿证的企业不多，目前国内矿贸商对于管理费方案看法不一，持观望态度较多，多数头部矿贸商都并未缴纳管理费和保证金，佤邦锡矿 5 月实际通关量截止 20 日仅通关 21 实物吨，6 月预计锡矿通关或无大幅增量，实际生产或到 7-8 月才能恢复。考虑到实际产量较预期缩水明显，锡价再度回升。

【核心逻辑】锡价在周中的回升主要由于缅甸复产不及预期。同时，投资者对于风险偏好的增加对整个有色金属板块的估值也有所提升。不过锡持仓随着价格降低，说明价格并不坚实，锡价未来回落的风险。展望未来一周，结合锡价这一轮上涨的原因和目前价格和持仓的关系，锡价或触顶。

【南华观点】周内触顶，周运行区间 25.5 万-26.7 万元每吨。

碳酸锂宏观扰动有限，市场反应平淡

【行情回顾】LC2507 合约收于 60400 元/吨，周环比上涨 1.07%，持仓量 21.8 万手，周环比减少约 4.2 万手，持仓量大幅下降。SMM 电碳均价 60200 元/吨，周环比下跌 1300 元/吨；工碳均价 58600 元/吨，周环比下跌 1300 元/吨。SMM 澳洲锂辉石精矿 CIF 价格 607.5 美元/吨，周环比下降 22.5 美元/吨，2%-2.5%锂云母报价 1185 元/吨，周环比下降 50 元/吨；碳酸锂四料综合升贴水均价升水 310 元/吨，周环比持平。本周锂矿及锂盐报价整体环比上周降幅增大，随着锂矿价格不断走低，碳酸锂成本支撑将持续减弱，建议关注本周基差强

弱。

【产业表现】1、供应方面：据 SMM 调研数据，碳酸锂样本企业周度产量环比增加 8917 吨，除回收端的产量有一定降幅之外，其他原料样本企业周度产量环比增加。2、需求方面：下游材料厂样本企业周度产量环比增加 1060 吨，电芯厂样本企业周度产量环比减少 0.52GWh。3、库存方面：本周碳酸锂样本企业库存较上周增加 861 吨。整体来看，基本面仍然处于弱势状态。

【核心逻辑】二季度碳酸锂供应过剩局面不改，供应端压力持续释放，需求端增速难有高增长表现。当下，市场主要矛盾在于锂盐产能出清的压力逐渐向上游矿端传导，矿价的松动将会使锂盐价格成本支撑走弱。因此，需警惕矿价与锂盐价格可能陷入的螺旋式下跌的过程。同时，随着价格重心的不断下移，供给端出现扰动的可能性将会增大，注意持仓风险。

【南华观点】基本面偏弱为主，短期强压力位：63000，建议关注 LC2509 合约。

工业硅&多晶硅:工业硅开炉陆续增加，多晶硅下游压价采购

【行情回顾】上周工业硅震荡，多晶硅整体震荡。SI2507 合约收于 7290 元/吨，周环比上涨 1.82%，持仓量约 16.1 万手，周环比下降约 4.7 万手。PS2507 合约收于 34740 元/吨。持仓量约 6.5 万手，周环比增加，多晶硅仓单 2460 手，仓单增加超预期。

【产业表现】工业硅市场整体供应宽松，开炉预期逐渐落地，大厂电价调整后，后续将逐步增加开炉。下游需求疲软，有机硅市场刚需询盘为主，部分企业降负荷运行；多晶硅市场下游压价采购，终端需求疲软，现货价格走弱，下游采购刚需为主；铝合金市场整体平淡。建议关注本周多晶硅产业动态。

【核心逻辑】工业硅市场依旧处于落后产能出清的产业周期。当前企业复产预期逐渐落地，供给端压力进一步增大，而需求端减产降负荷预期仍存。多晶硅基本面较弱，市场资金博弈有限，短期或有反弹迹象，但全年来看空间较为有限。

【南华观点】工业硅&多晶硅依旧偏弱，工业硅短期压力位：7400，多晶硅短期压力位：36000。

以上评论由分析师戴鸿绪（Z0021819）、夏莹莹（Z0016569）、肖宇非（Z0018441）及助理分析师管城瀚（F03138675）、揭婷（F03114103）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：关注中美会谈

【行情回顾】上周五晚盘面呈现反弹乏力

【信息整理】1. 外交部发言人宣布：应英国政府邀请，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于 6 月 8 日至 13 日访问英国。其间，将与美方举行中美经贸磋商机制首次会议。

2.据钢联，上周钢厂检修建材产线数量明显增加：其中，检修产线 16 条、较上一周增加 9 条，测算因检修和复产影响产量 27.67 万吨，预计本周检修和复产将影响产量 29.63 万吨，周环比增加 1.96 万吨。

【南华观点】上周钢材盘面反弹，主因焦煤端消息炒作、深跌估值修复及中美通话释放利好。展望后市，基本面显现走弱迹象，近期五大材库存去化显著放缓，非五大材库存已现累库，虽受假期扰动，但淡季需求转弱压力逐步显现；近期公布 6-7 月检修钢厂增多，高铁水或有缓慢下移倾向，后续原料需求可能缩减。煤矿未现大幅亏损减产，上游高库存压力持续；铁矿短期矛盾有限，但宽松预期尚存，后续铁水产量下降将缩减其需求，或存让利空间，成材成本支撑下移将带动其继续下行。宏观方面，上周中美通话释放利好，中美会谈在即，市场对美妥协预期较高但结果未定，盘面或反复波动。综合来看，中美会谈不确定性犹存，盘面或随情绪波动，但基本面逐步走弱现实未改，操作上仍建议反弹偏空，螺纹 10 合约压力位参考 3000-3100，热卷 10 合约压力位参考 3100-3200。

铁矿石：上方仍有压力

【南华观点】短期市场情绪有所好转，前期跌的比较多的工业品都出现了不同程度的空头减仓止盈的迹象，下跌出现了抵抗，低位有所反弹。中美元首通电话，美总统将访华，中美关系边际有所缓和。

但是需求端还是整体承压，缺乏想象力。前两周中国往美国运输的集装箱数环比走弱，本周大幅走强，但这是在预期内的。其他主要出口国家如日韩东南亚，对美出口仍偏弱，主要原因还是在于美国自身经济环比走弱，补库需求走弱。关税节奏只是影响了需求的节奏，不影响整体下滑的状态。国内端内需也还是边际回落的状态，地产端二手房成交量环比走弱，土拍市场也边际回落。企业利润也继续维持边际承压的状态。

对于铁矿石来说，目前基本面尚可，但未来隐忧显现。首先供应端，全球发运量环比同比大增。从干散货运费可以看出，全球 BDI 指数构成中，只有铁矿石航线的运价大涨，铁矿石运费大涨，可以推测铁矿石发运未来将继续走高。需求端，目前铁水产量维持在 240 万吨的相对高位，但未来需求忧虑仍在。五大材的产量并未显著下降，但需求季节性下滑，库存去化压力加大。热卷产量又起来了，生产利润承压。热卷产量过高，后期累库压力较大。螺纹现在电炉已经自发减产，后续库存压力不显。冷轧产量还是高，利润还是往下走，有减产的需求。钢厂利润承压运行，后期负反馈的条件在积累。因此，供应增加，需求预期下滑的环境下，预计铁矿石库存去化放缓，边际可能逐渐累库。

估值上，需要注意的是焦煤的大幅上涨对铁矿估值的挤压。前期焦煤持续下跌对铁矿估值形成了强支撑，而目前焦煤的大幅反弹使得铁矿的上方空间受到压制。

因此，预计铁矿石价格上方空间不大，仍需要小心需求回落下跌的风险。

焦煤焦炭：基差回归

【盘面回顾】近期焦煤现货阴跌，焦炭三轮提降落地，即期焦化利润收缩。焦煤盘面周内强势反弹，焦炭跟涨但幅度较弱，双焦基差回落。本周焦煤 9-1 月差走强，焦炭月间价差波动不大，JM9-1 月差-14（+5），J9-1 月差-17（+0.5）。

【产业表现】

焦煤：安全生产月安监趋紧，叠加部分矿山销售不畅存在顶库现象，近期炼焦煤开工率有所下滑。进口方面，本周甘其毛都口岸平均通关 700-800 车，通关压力不大，监管区库存累库放缓。海煤价格坚挺，进口窗口难打开，发运量维持偏低水平。需求端，本周铁水产量变化不大，盘面反弹带动部分焦煤投机需求。整体来看，焦煤供需平衡，基本面矛盾有所缓和，但下游连续提降，焦化利润受损，焦企对涨价煤接受度不高，焦煤现货上涨阻力较强。

焦炭：主流钢厂开启三轮提降，周五全面落地，考虑到本轮提降幅度较大，焦化利润快速收缩，或影响后续焦化开工。当前钢厂利润尚可，铁水不具备大幅减产的条件，焦炭刚性

需求有支撑。但需要注意，近期部分钢厂反馈远月接单有压力，当前的高铁水难以长时间维持，且钢厂控制焦炭到货，部分地区焦化厂厂内库存压力较大，存在暗降出货现象。本月保守估计还有一轮提降，焦炭尚不具备抄底条件。

【南华观点】

中美关系缓和带动市场情绪修复，焦煤因前期盘面超跌，本轮反弹弹性较好，焦炭跟随焦煤反弹，但受制于下游提降，反弹幅度弱于焦煤，盘面焦化利润收缩。目前焦煤最低仓单成本 780-800，焦炭三轮落地后最低湿焦仓单成本 1310-1330，干熄焦仓单成本 1390-1410，双焦盘面基本修复贴水，当前基差处于合理区间。下游钢厂提降扩利，短期内铁水产量大幅下滑的可能性不大，煤焦需求有刚性支撑，考虑到中美关系缓和，盘面可能有进一步上冲的动力，但此轮反弹为盘面超跌后的估值修复，双焦作为黑色过剩最严重的品种，矛盾改善需要煤炭供给侧及进口限制配合 ，目前尚不具备抄底条件。操作层面，建议低位空单离场，前期高位空单可继续持有，产业可关注低基差下的套保机会。

硅铁&硅锰：关注成本下行风险

【核心逻辑】成本端动力煤港口库存高位，煤炭系弱势，铁合金电价成本端有继续下降的空间，本周宁夏铁合金电价跌破 4 毛，达到 0.395 元/度；锰矿港口库存累库以及预期澳矿发运恢复；短期内铁合金成本支撑不足，仍有下移风险。供应端硅铁生产企业周度开工率为 32.78%，环比上周+2.32%，硅铁周度产量为 9.73 万吨，环比 14.61%；硅锰生产企业周度开工率为 35.03%，环比+0.26%；硅锰周度产量 17.18 万吨，环比+1.15%。本周硅铁增量明显，主要原因在于宁夏硅铁企业复产，但目前硅铁生产利润较差，供应增量驱动不足。需求端钢厂利润较好，高铁水对硅铁和硅锰需求形成一定的支撑，但铁水产量预期下滑对铁合金支撑减弱，另一方面去库速度缓慢，限制钢厂进一步生产空间，硅铁和硅锰增长空间有限，5 月金属镁产量 8.02 万吨，环比+10%；长期来看，房地产市场低迷，黑色整体板块回落，市场对钢铁终端需求增长存疑，硅锰需求相对疲弱。库存端铁合金整体库存处于去库状态，硅铁仓单因 6 月有强制注销规则，参考意义不大；硅铁企业库存本周 6.78 万吨，环比上期-9.83%。硅锰库存去库较快，硅锰仓单库存本周 50.51 万吨，环比-5.57%，硅锰企业库存本周 18.66 万吨，环比上期+0.27%，整体库存维持去库状态。

【南华观点】短期市场情绪有所好转，中美元首通话，中美关系边际缓和，以及铁合金受技术性买盘等因素存在一定的反弹情绪，但现货市场受到钢厂压价和成本走弱拖累，在终端用钢需求逐渐进入淡季背景下，铁合金长期走势仍相对较弱。前期铁合金高库存的利空因素正在逐渐减弱，铁合金供应端维持低位，供应压力较小，铁合金将继续维持去库趋势。本周宁夏电价继续下调，以及南方丰水期到来，成本端仍存在下移预期，叠加黑色面临需求淡季交易负反馈预期，预计铁合金仍偏弱运行。

以上评论由分析师袁铭（Z0012648）、严志妮（Z0022076）、周甫翰（Z0020173）及助理分析师张泫（F03118257）、陈敏涛（F03118345）提供。

能化早评

原油：中美关系好转提振油价

【原油收盘】截至 6 月 6 日收盘， 2025 年 7 月 WTI 涨 1.21 报 64.58 美元/桶，涨幅 1.91%；2025 年 8 月布伦特原油涨 1.13 报 66.47 美元/桶，涨幅 1.73%。SC 主力 2507 收涨 3.2 元/桶，至 467.9 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，6 月 5 日讯，特朗普表示十分尊重习近平主席，美中关系十分重要。美方乐见中国经济保持强劲增长。美中合作可以做成很多好事。美方将继续奉行一个中国政策。二是，6 月 4 日讯，据知情人士透露，沙特希望欧佩克+在未来几个月继续加速石油增产，因为沙特更加重视夺回失去的市场份额。知情人士称，沙特欧佩克+中占据越来越大的主导地位，希望该组织在 8 月和可能的 9 月至少增加 41.1 万桶/日的产量。一位知情人士表示，沙特渴望尽快解除减产，以利用北半球夏季的需求高峰。欧佩克+已经同意在 5 月、6 月和 7 月将日产量提高 41.1 万桶，尽管他们最近的会议在这一战略上出现了一些分歧。俄罗斯领导的一派希望暂停增产，但最终沙特的观点占了上风。三是，EIA 报告：05 月 30 日当周，EIA 商业原油库存-430.4 万桶，EIA 战略石油储备库存+50.9 万桶，美国国内原油产量增加 0.7 万桶至 1340.8 万桶/日，炼油厂开工率+3.2%至 93.4%，汽油库存+521.9 万桶，精炼油库存+423 万桶，取暖油库存-28.2 万桶；

【南华观点】宏观：特朗普关税暂时搁置，中美关系好转提振短期预期；供应端，5 月份 OPEC+产量增加，但产量低于计划产量， OPEC+计划将在 7 月份再次增加 41.1 万桶，沙特有意继续增产，市场对 OPEC 增产的忧虑仍在。在需求端，短期随着消费旺季来临，需求或有提振，本月 OPEC 对需求的预期稳定，IEA 小幅上调需求预期，对需求端的忧虑略有缓和。在库存端，美国库存去库，欧洲库存下降，亚洲库存回升，上周全球原油库存下降。整体来看，旺季来临，原油基本面对油价形成一定支撑，OPEC+增产的阴霾仍在，短期需求的增产盖过增产的担忧，油价震荡上行

PTA-PX：供需矛盾边际缓和，关注 TA 加工费做缩机会

【PTA 观点】本周 PTA 装置开工回升至 81.3%，主要是嘉通、逸盛大化、独山能源装置重启，下游聚酯负荷小幅降低 0.6%至 91.1%，本周由于价格回落，部分聚酯工厂补货，现货端流通偏紧，正套仍继续走强，现货极端走强至升水 09 达 270-280 的水平。利润方面下游变化涤丝短纤变化不大，瓶片的加工差压缩至 236 的低位，库存方面本周库存增加 3-4 天，达到略偏高水平，终端方面，加弹织造和印染分别再次下降 2%、1%和 1%。总体而言，按照当下的开工，PTA 供需缺口几乎抹平，主要关注现货端的流动性，短期正套逐渐了结，本周 PTA 的加工差也一度到 400 以上，可适度做缩加工利润。

【PX 观点】本周 PXN 自上周略有回落后总体在 250-260 一线支撑，石脑油上看，总体价格走弱，中东与亚洲的套利窗口打开，欧亚也有所打开，再加上下游部分装置减停，石脑油的利润有所走弱，这使得成本端对 PX 的支撑有所弱化。供需上 PX 的开工进一步走高，负荷从 82.1%升至 87%，而同样海外也有提负，总体 PX 相对 PTA 的紧缺程度也在缓解，但总体仍有去库。预计暂时 PXN 震荡，谨慎逢高做缩。

MEG-瓶片：供需平衡脆弱，等待宏观落地

【库存】华东港口库至 62.1 万吨，环比上期减少 6.6 万吨。

【装置】卫星石化一条线 90w 近期停车检修，预计持续两个月以上；扬子巴斯夫 34w 近期重启出料；阳煤寿阳 20w 近期停车检修。

【观点】

近期乙二醇价格整体表现以偏弱震荡为主。基本面方面，供应端油降煤升，总负荷升至 60.02%（+0.19%）；其中，乙烯制方面卫星石化一线按计划停车检修，扬子巴斯夫检修结束按计划重启；煤制方面阳煤寿阳提前停车检修，黔希煤化重启，榆林化学提负，煤制负荷

升至 59.76%（+2.57%）。效益方面，原料端原油价格近期反弹，乙烯与动力煤价格持稳，受 EG 现货价格回落影响，各路线利润均有较明显压缩。库存方面，近期到港偏多，但受天气影响仍有较多延期，港口发货不佳，下周一港口显性库存预计小幅累库。需求端，聚酯负荷小幅下调至 91.1%（-0.6%），短纤小幅降负，瓶片部分装置意外停车，预期短期恢复。近期长丝产销偏弱，终端订单难见起色下，生产与备货积极性均略显颓势，多以消化原料库存为主，长丝库存继续累积；长丝产品库存本周继续小幅累积，当前库存压力总体仍处于健康水平，FDY 环节相对压力最大。近期涤丝环节各产品现金流加工费基本持稳。瓶片方面，一方面出口受运费上涨影响接单下滑，一方面内需持续不振，现金流加工费继续压缩至近年最低水平。终端而言，织机与纱厂负荷微幅下滑，订单表现分化明显，总体抢出口表现不及预期，后续宏观若无刺激性利好，预计终端开工将陆续下滑。

总体而言，虽然近端 6 月仍存在供需缺口，但难见向上驱动，而需求悲观预期目前难以证伪，乙二醇价格维持偏弱震荡。虽然上周乙烷风波再起，但短期对供应端预计不造成实质影响。更多的变数仍然来自宏观方面，中美近期释放进一步和谈信号，后续若有实质性刺激政策出台，能够带动需求预期改善，09 合约前相对脆弱的流动性矛盾仍有激化可能。因此，在宏观动态确定之前，近期在操作上更建议以观望为主，主要关注中美后续谈判动态。瓶片方面绝对价格同样随成本端波动为主，近期受订单转弱影响加工费大幅压缩，可关注瓶片盘面加工费逢低布多机会。

甲醇：多配减量

【盘面动态】: 周五甲醇 09 收于 2269

【现货反馈】: 周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 09+45

【库存】: 上周甲醇港口库存如期累库，周期内外轮卸货基本符合预期，显性计入 26.35 万吨。江苏地区虽有重点下游停车及降负，但国产船货供应预期减量，沿江主流库区在下游船发支撑下提货稳健;浙江地区刚需稳定，库存无波动。华南港口库存窄幅累库，主要体现在广东地区，周期内进口及内贸船只均补充供应，主流库区受假期影响提货受限，库存呈现累库。福建地区周内暂无船只抵港，下游消耗稳健支撑提货尚可，库存明显去库。

【南华观点】: 甲醇本周上涨后震荡，上涨主要以自身基本面作为支撑，一是港口方面，江苏海事局明确 25 年船龄禁止停靠，将提高后期甲醇到港成本；二是装置检修，内地新奥、凯越预计六月底七月初进行检修，时长 25-30 天，而西南气头亏损严重，卡贝乐预计 10 号停车，此外内地宝丰再次外采甲醇；三是累库不及预期，从累库情况来看，内地累库略不及预期，内地本周拍卖回暖；四是盘面相关品种止跌反弹，例如 jm、pp、pe，甲醇作为中间品，且格局相比较好。宏观来看，中美元首 6 月 5 日进行电话会议，外交部宣布将与美方举行中美经贸磋商机制首次会议。综上，甲醇基本面来看，利多因素大多已计价，后续基于基本面的上涨仍需等待新的驱动，后续宏观扰动加大，关注中美会议进展，建议多配减量持有。

PP：低位震荡

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 6925（+14）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7000 元/吨（-10），华东现货价格为 7050 元/吨（0），华南现货价格为 7140 元/吨（-10）。

【基本面】本期 PP 开工率为 77.03%（+1.59%），装置检修损失量有所回落。从目前检修计划看，6 月检修量将持续呈下降趋势，集中检修季接近尾声，装置预计将陆续回归。投产方面，端午节中裕龙 2 线已投产兑现，6-8 月预计将有 5 套装置投产，预计新增产能 220 万吨，这将给 PP 供给端带来较大压力。需求端，本期下游平均开工率为 50.01%（-0.28%）。

其中，BOPP 开工率为 60.41%（+0.65%），CPP 开工率为 57.38%（-0.12%），无纺布开工率为 37.03%（-0.07%），塑编开工率为 44.7%（-0.5%）。库存方面，PP 总库存环比上升 8.59%。上游库存中，两油库存环比上升 11.03%，煤化工库存上升 5.96%，地方炼厂库存上升 11.08%。中游库存中，贸易商库存环比上升 18.45%，港口库存上升 2.31%。

【观点】PP 盘面近期偏震荡格局，上周三因受到焦煤的影响盘面短暂上行，而后回归震荡。近期 PP 基本面情况变化不大：供给端，一方面是装置检修预计缩量，一方面是多套装置投产在即，PP 供给压力预计再度增加。需求端，目前下游处于产销淡季，对原材料需求有限，加之在当前行业竞争激烈的环境下，企业持货意愿较低，以按需采购为主，导致需求端暂看不到增量空间。在当前供增需弱的格局下，PP 上行驱动不足。但是又因当前盘面已处于偏低水位，加之 PP 现货价格表现较为强硬，所以下行空间也较为有限。所以总体来说，PP 近期还是以低位震荡的格局为主。

PE：反弹空间有限

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7066（+32）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7070 元/吨（+30），华东现货价格为 7120 元/吨（+10），华南现货价格为 7250 元/吨（0）。

【基本面】供给端，本期 PE 开工率为 77.41%（+0.64%）。近期装置检修量阶段性回落，预计在 7 月仍会有一轮较集中的装置检修，但 7 月检修总量预计较 6 月有所下降。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 39.3%（-0.16%）。其中，农膜开工率为 12.89%（-0.09%），包装膜开工率为 48.89%（+0.3%），管材开工率为 30.83%（-0.67%），注塑开工率为 54.05%（-0.95%），中空开工率为 38.09%（-0.59%），拉丝开工率为 31.77%（+0.23%）。本周 PE 大部分下游开工率再度出现小幅下滑。由于下游正处于产销淡季，总体需求持续偏弱。库存方面，本期 PE 总库存环比上升 0.42%，其中上游石化库存环比上升 7%，煤化工库存上升 10%，贸易商库存变化不大。

【观点】自身基本面情况变化不大。在当前的需求淡季中，PE 供强需弱的格局仍在持续。供给端，在今年的高产能增速下 PE 产量一直处于高位，加之年中仍有多套 HDPE 装置计划投产，供给压力持续累积。需求端，今年下游情况弱于往年同期，加之当前正处于下游产销淡季，企业持货意愿偏弱。在本周盘面底部回升的趋势中，下游并未展现出明显的投机性补库意愿。由于当前下游需求尚看不到反转驱动，而上游供给不断加压，PE 的弱势较难改变。所以我们认为短期 PE 反弹的空间比较有限。

PVC:继续关注电费变化

供应：本周开工率有一定提升，整体检修高峰结束，后续供应逐步抬升，目前评估 6 月产量在 200 万吨附近，7 月在 205 万吨附近。

需求：目前看 1-5 月表需比较一般，基本没什么增速，在-1%左右，目前的去库更多是靠出口在发力。

出口：4 月出口 36.02 万吨，数据很强，5 月-6 月现货反馈上有一定转弱，但是待发数据下滑不算很明显，且类似张家港外服等库区待发量仍然较大，整体预计有小幅下滑，但是不会太明显。

库存：本周去库速度小幅放缓，可能有端午假期的因素，华东大约去库 0.62 万吨，华南小幅去库，厂库库存则有一定幅度的去化，待发走强，总库存去化，绝对值已经去化到比较中性的水平。

价格（基差）：前期下跌后，基差月差不断同步走强，上涨后反弹可维持。

策略观点：近期交易比较难，一是宏观对化工和建材板块干扰比较大，而是有大量我们并

不熟悉的新逻辑冲击。节后上半周 PVC 价格较弱，主要是市场注意到了整体山东电费价格下滑较大，且由于近期大量的光伏装机上线，市场化定价的逐步放开，最悲观的行程了后续山东电费会下调至 0.35 的预期，导致高耗能的氯碱成本大幅下滑，我们本周修正了 PVC 的成本公式，考虑了电价下调后，近月 PVC 的氯碱综合利润确实有比较明显的修复，重新打开了下方空间，但是另一方面 PVC 的供需表现仍然不差，即使有假期扰动去库仍在持续，月间和基差也都表现较强，持仓矛盾也仍然较大，对于近期的行情，个人的理解是电费的逻辑目前过于模糊，远月直接据此定价过于偏激，且 V 持续去库，并非一定要锚定成本，盘面还是有些过于悲观了，暂时震荡看待，不宜过分看空。

苯乙烯：宏观扰动，震荡运行

【盘面回顾】EB2507 收于 7078（-7）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 5855（—），苯乙烯现货 7420（-45），主力基差 342（-38）
【库存情况】截至 6 月 3 日，江苏纯苯港口库存 14.5 万吨，较上期环比增加 1.4%。截至 2025 年 6 月 3 日，江苏苯乙烯港口库存 8.91 万吨，较上周期增加 1.45 万吨，幅度+19.44%；截至 2025 年 6 月 5 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 19.14 万吨，较上一周期增加 2.08 万吨，环比增加 12.16%。
【南华观点】
纯苯：供应端受前期检修装置重启影响，石油苯、加氢苯开工率继续回升。需求方面，五大下游中苯乙烯、苯酚以及己二酸开工率有不同程度提升；己内酰胺受巴陵恒逸、天辰耀隆、福建永荣等装置降负影响开工率下滑 1.6%，苯胺受福建万华、南京化学等装置检修影响开工率明显下降，总体对纯苯需求较上周基本持平，周产量供需差明显缩小。华东港口库存小幅增加。后续看纯苯检修装置陆续回归，供应逐渐增量，需求端暂时看不到支撑，平衡表看 6 月纯苯是明显的累库格局，后续可关注调油需求是否能为纯苯带来供需变化。
苯乙烯：供应端装置仍在陆续重启，苯乙烯本阶段检修高峰期已过，后续供应逐渐增加。需求端，本周 EPS、PS 有部分装置在端午假期减产，开工率下降，ABS 开工率小幅提升，受制于高价原料 3S 综合需求明显下滑。3S 逐渐进入需求淡季，后续对于苯乙烯的需求支撑可能要关注 3 季度几套 PS、ABS 新装置的投产情况。华东港口连续两周明显累库。本周现货以及 6 下基差受供应增加预期影响继续回落但与 7 下依然维持一定差距，苯乙烯维持近强远弱格局，近端矛盾有所缓解。近期盘面价格走向受宏观扰动较大，震荡运行；中长期来看苯乙烯价格预计受纯苯拖累向下运行。

燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，FU07 报价 2946 元/吨，升水新加坡-4.6 美元/吨
【产业表现】供给端：进入 5 月份，俄罗斯高硫出口-20 万吨，伊朗高硫出口-8 万吨，伊拉克-18 万吨，墨西哥出口-3 万吨，委内瑞拉+17 万吨，供应依然紧张；需求端，在船加注市场，新加坡和马来西亚进口依然高位，加注市场供应充裕；在进料加工方面，5 月份中国-67 万吨，印度+33 万吨，美国+12 万吨，进料需求减弱，在发电需求方面，沙特进口+16 万吨，阿联酋+33 万吨，埃及+15 万吨，发电需求提振。；库存端，新加坡浮仓库存高位回落，马来西亚高硫浮仓库存高位盘整，中东浮仓高位库存回落

【南华观点】5 月份燃料油出口延续紧张，在进料需求方面，印度和美国进口增加，中国进口缩量，整体进料需求走弱，埃及、沙特和阿联酋进口增加，提振发电需求预期，新加坡和马来西亚浮仓库存高位回落，新加坡市场供应端紧张的格局缓和，短期交割品依然偏

少，可关注做空高硫裂解机会

低硫燃料油：低硫裂解强势难以为继

【盘面回顾】截止夜盘收盘，LU07 报 3622 升水新加坡 20 美元/吨

【产业表现】供给端：5 月份科威特出口环比-10 万吨，阿联酋进口-1.6 万吨，中东供应-16 万吨，巴西-0.6 万吨，西北欧市场供应+23 万吨，非洲供应环比持+2.2 万吨，5 月份海外供应环比变化不大；需求端，5 月份中国进口+5.6 万吨，日韩进口-9 万吨，新加坡+45 万吨，马来西亚进口+32 万吨，新加坡进口增加；库存端，新加坡库存+24.3 万桶；ARA-7.4 万吨，舟山+19 万吨

【南华观点】5 月份短期海外市场，供应低位，整体出口萎靡，国内因短期炼厂检修，国内低硫供应缩量，提振低硫裂解，由于上周海外低硫供应增加，且国内 6 月份国内排产计划增加，低硫裂解后期压力会增大，关注做空裂解机会

沥青：需求或阶段性转弱

【盘面回顾】BU07 收于 3509 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3695 元/吨

【基本面情况】供给端，国内稀释沥青库存维持在低位；山东开工率+0.9%至 33.1%，华东+11.7%至 38.5%，中国沥青总的开工率+3.6%至 31.3%，山东沥青产量+0.1 至 16.9 万吨，中国产量+6.1 万吨至 53.9 万吨。需求端，中国沥青出货量+3.7 万吨至 29.56 万吨，山东出货-0.13 万吨至 8.4 万吨；库存端，山东社会库存+0.9 万吨至 13.8 万吨和山东炼厂库存+0.2 万吨为 17.5 万吨，中国社会库存+0.9 万吨至 13.8 万吨，中国企业库存-1.7 万吨至 52 万吨。

【南华观点】沥青继续维持需求增速强于供应增速的格局，产量同比增长 22.5%，需求同比增长 27.5%，库存维持小幅去 化，整体压力不大，库存结构良好，厂库社库均有所去化，厂库去库更明显；估值上看基差环比走强，盘面持平现货走强，现实端支持尚可，盘面显示出对雨季需求的担忧，同时盘面裂解价差环比走弱，原油整 体表现强势，下游产品利润被动走弱，整体估值还是在高位；短期（6 月中下旬-8 月初）看进入雨季造成的需求增速下滑能否匹配高利润下产量增速的抬升，中长期看十四五最后一年带来的需求端的增量预期仍然存在，旺季表现仍然可期，多头配置为主。

尿素：盘面走弱

【盘面动态】：周五尿素 09 收盘 1720

【现货反馈】：周末国内尿素价格加速下滑，区域跌幅 30-80 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1690-1770 元/吨。高供应利空持续存在，目前复合肥开工进一步下滑，农需释放相对零散，价格支撑不足，内贸情绪偏弱。短线国内尿素行情维持弱势松动格局。

【库存】：截至 2025 年 6 月 4 日，中国尿素企业总库存量 103.54 万吨，较上周增加 5.48 万吨，中国主要港口尿素库存统计 20.5 万吨，环比持平。

【南华观点】：尿素近期现货表现较为平淡，后续尿素农业需求有季节性走弱，在煤炭走弱格局下，尿素期货下跌给予贴水。在国内基本面与政策共同抑制下，尿素上方空间较为有限。预计现货后续呈现震荡承压的状态。但下方空间来看，出口通道的放开或阶段性缓解基本面压力，对尿素价格形成支撑，尤其是伴随出口通道的逐步放开，或有阶段性的反弹。综上，尿素处在上有压制下有支撑的格局下，09 合约预计震荡。

玻璃纯碱：基本面格局不变

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1212，0.75%
【基本面信息】
本周国内纯碱厂家总库存 162.70 万吨，较上周四增加 0.27 万吨，涨幅 0.17%。其中，轻质纯碱 79 万吨，环比减少 2.83 万吨，重质纯碱 83.7 万吨，环比增加 3.10 万吨。去年同期库存量为 80.99 万吨，同比+81.71 万吨，涨幅 100.89%。
【南华观点】
随着前期部分检修的恢复，纯碱产量预计逐步恢复至 70 万吨上方，虽然 6 月检修预期尚存，但影响或不及 5 月。从刚需倒推的重碱平衡继续保持过剩。大格局上，我们仍然维持即使有短期检修会对产量造成阶段性波动，但尚不影响整体供需格局，市场仍处于中长期过剩预期不变的共识中，库存处于历史高位。需求端，整体刚需持稳，光伏端有重回过剩格局的趋势。新投产能逐步释放产量，远期也仍有投产预期。检修未能提供短暂的支撑，且随着成本下移产业链利润尚存。目前盘面价格逐步下行至 1200 元/吨附近，进一步下挫需要现货端降价，驱动则来自需求端再次开启冷修或库存的累积。

玻璃：
【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 997，3.53%
【基本面信息】
截止到 20250605，全国浮法玻璃样本企业总库存 6975.4 万重箱，环比+209.2 万重箱，环比+3.09，同比+20.15%。
折库存天数 31.3 天，较上期+0.9 天。
【南华观点】
供应端保持点火与冷修并存的状态，低价之下暂无预期外产线波动。当前玻璃累计表需下滑近 10%，简单线性外推的情况下，要使得下半年玻璃维持供需平衡的话，日熔需下滑至 15.4 万吨，淡季下或去库下则需要更低的日熔。目前盘面价格逐步接近全产业链亏损的程度，继续等待现货降价预期兑现。玻璃如果低价持续，关注冷修预期的增加幅度。虽然玻璃估值已经处于相对低位，但短期基本面和成本支撑仍然较弱，尚无明显驱动。

纸浆：驱动僵持

【盘面回顾】截至 6 月 6 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘价与前一交易日持平于 5280 元/吨。夜盘上涨 4 元至 5284 元/吨。
【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6160 元/吨，河北俄针报 5315 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4100 元/吨。
【核心逻辑】基本面来看，供应端 4 月份全球发运至中国纸浆量环比减少，预计 6 月份国内纸浆到港量减少。5 月份智利发运至中国纸浆量环比减少，巴西发运至中国阔叶浆量环比增加，预计 7 月份针阔叶浆到港量将有所区分，针叶浆价格的底部空间相对更小。需求端下游产量来看，铜版纸与白卡纸周度产量提升，双胶纸与生活纸周度产量下降，整体产量小幅变化。周度成品纸价格持平，成品纸利润小幅增加。综合看来，后期浆厂检修减少发运等因素使针叶供应偏紧；需求端淡季，成品纸价格压力较大，木浆原料采购积极性偏低，短期供需驱动偏僵持。

烧碱：近端矛盾有限

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2335，0.13%
【基本面信息】
华北地区液碱市场成交重心稳定，山东地区近日有企业高浓度液碱价格下滑，内贸需求一

般，且省内有低价货源，有企业价格为保证出货价格下滑；低浓度企业有氧化铝订单支撑且省内氧化铝接货情况尚好，价格多维持高位维稳，但其中聊城地区有企业暂停高浓度液碱外销，低浓度液碱货源充足，当地有低价液碱。

【南华观点】

上周烧碱跌的比较猛，第一是现货走弱叠加 50-32 价差走弱，整体 7 月后格局转差的预期强化，第二受到电费的影响。周五金岭大幅调降，整体是基于销售策略调整，而非基于真实山东现货压力，降价后成交非常好，短期来看整体现货压力不明显，6 月目前看整体矛盾不大，后续检修仍然不少，现货不具备继续下挫基础。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）、张博（Z0021070）、寿佳露（Z0020569）、宋霁鹏（Z0016598）、褚旭（Z0019081）、戴一帆（Z0015428）、胡紫阳（Z0018822）提供。

农产品早评

生猪：破位下行

【期货动态】LH2509 收于 13605，日环比-0.26%。

【现货报价】节后全国生猪均价 13.91 元/公斤，-0.16 元/公斤，其中河南、湖南、辽宁、四川、广东五省生猪均价分别为 13.99、13.77、13.69、13.74、15.07 元/公斤，分别+0.03、-0.11、-0.25、-0.13、+0.00 元/公斤

【现货分析】

1.供应端：国内生猪出栏均重依然高企，近期猪价波动有限，规场未有明显降重出猪操作。中小场来看，南方标肥价差仍存，养殖户多意向出栏大体重猪源。

2.需求端：终端需求下降，白条走货速度欠佳，屠宰厂开工率下降。

3.从现货来看：北方二育利润转负后，山东也迎来转负，全国出栏均重增速也开始放缓出现僵持，二育销售数据占比也有下滑，都反映出当下二育行为有所降温，而一降温原本稳定的猪价就出现松动，有摇摇欲坠的表现，从本周的调研来看，端午的需求其实已经提前启动（屠宰猪肉），所以本质还是供应偏多。

【南华观点】

北方市场周末猪价延续弱势，虽个别地区企业稍有止跌动作,但屠企端反馈市场供应充足。南方市场猪价多数偏弱，个别区域趋稳。养殖端出栏积极性偏高,市场猪源充足。消费端走货疲软,处于季节性淡季。

当前高温天气的来临，猪肉消费进入传统季节性淡季，进一步压制价格上涨空间，目生猪市场整体交投清淡，节后市场日度出栏小幅增加，供应压力较大，需求端下游屠宰企业开工走低，终端需求支撑乏力。

油料：远月多配

【盘面回顾】外盘在中美和谈预期下收涨，内盘跟随走强。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，外盘表现弱势，巴西贴水小幅修复，内盘表现较为坚挺，远月榨利得到修复，但四季度仍未有产地报价。到港方面看，6 月 1150 万吨，7 月 1150 万吨，8 月 950 万吨，二、三季度供应仍偏充裕，但四季度买船缺口仍存。

对于国内豆粕，二季度结转及三季度供应压力较大，将使得现货基差持续表现弱势，而盘面在天气市炒作来临前表现偏强；目前油厂大豆供应逐渐恢复，原料库存不断回升，豆粕库存由于下游提货较多而表现底部维稳，但后续大豆集中到港压力仍对三季度豆粕价格形成压制。从需求端来看，节后下游继续以执行前期合同为主，随用随买情绪延续，叠加东北地区二育入场受限，备货积极性不佳，基差将继续走弱。

菜粕端来看，现货供应压力仍存，水产投产未出现明显增量背景下，后续库存去化表现艰难；远月供应端多头逻辑存在中加缓和预期，盘面率先表现弱势，后续关注中加贸易关系为主。

【后市展望】外盘主线逻辑仍在于美豆种植天气炒作，中美和谈预期下表现偏强；内盘由于现实供应压力持续压制粕类近月及现货价格，而远月盘面多头天气市炒作与贸易战供应缺口预期无法证伪，整体看盘面跟随外盘为主。

【策略观点】远月多配。

玉米&淀粉：小幅上涨

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货小幅收高，美国中部天气存在风险，宏观存在一定乐观情绪。

大连玉米淀粉小幅上涨。

【现货报价】玉米：锦州港：2290 元/吨，+0 元/吨；蛇口港：2460 元/吨，+0 元/吨；哈尔滨报价 2150 元/吨，+0 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2650 元/吨，+0 元/吨；山东枣庄报价 2830 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】东北产区余粮较少，贸易商出货意愿有限。华北地区深加工企业早间剩余车辆一般，东北货源陆续被消耗，本地粮源麦收前的出货也基本结束。下游饲料厂继续提货前期订单，小麦替代比例继续增加，玉米采购刚需为主，玉米相比小麦性价比较低，下游需求一般。

淀粉方面：下游采购观望情绪较浓，木薯淀粉及小麦淀粉维持替代效用，下游开机继续下滑，支撑短期销区价格。

【南华观点】市场货源偏少，小麦消费替代，短期震荡运行。

棉花：淡季订单欠佳

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨近 0.5%，原油反弹，关注本周即将发布的 USDA 供需预测报告。隔夜郑棉上涨超 0.5%。

【外棉信息】印度气象部门发布第二次季风预测，预计今年西南季风季降雨量为 50 年均值 87 厘米的 106%左右，较首次预测有所增加，整体降雨量偏高，目前西南季风处于中部棉区，北部棉区播种工作即将完成。

【郑棉信息】近期新疆气温有所回升，新棉多处于第八、九真叶期，大部分棉田均已陆续现蕾，进入盛蕾期，预计下周气温或有进一步回升，南疆风速或增大。当前中美关税问题仍存较大的不确定性，中美谈话带来阶段性情绪波动，但下游正处于传统的消费淡季，纱布厂新增订单不足，负荷开始下调，成品库存小幅增加，原料采购积极性不高，观望情绪较重。

【南华观点】当前中美关税政策预期扰动持续，但国内下游淡季特征逐渐显现，棉价反弹驱动不足，短期棉价或维持震荡偏弱运行，上方关注 13500 附近压力情况，关注美国对外关税的调整情况。

白糖：持续弱势

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五跌至四年低点，因亚洲生产前景改善。昨日夜盘，郑糖跟随先涨后跌，整体维持弱势下跌。
【现货报价】南宁中间商站台报价 6160 元/吨。昆明中间商报价 5820-6000 元/吨。
【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，5 月前两四周出口糖 157.23 万吨，日均出口 9.83 万吨，较上年 5 月减少 26%。
2、近期干燥的天气令巴西料提振巴西收成，一家机构预估，巴西 25/26 榨季产量将在 6.65 亿吨，与上次预估持平。
3、印度迎来最早季风雨，比往年提前两周左右，为 1950 年以来最早季风雨。但最近季风停滞不前，预计未来一周多时间维持较低降雨，预计 6 月 11 日以后降雨恢复。
4.Unica 数据显示，5 月上半月巴西中南部甘蔗压榨量下滑 6.1%至 4231.9 万吨，糖产量下滑 6.8%至 240.8 万吨，制糖比 51.14%高于去年同期的 48.61%。
5.印度合作社全国糖厂联合会预估印度 25/26 榨季糖产量为 3500 万吨。
6.截至 5 月底，广西累计销糖 464.53 万吨，同比增加 53.71 万吨；产销率 71.85%，同比提高 5.39 个百分点。云南省累计销糖 155.58 万吨（去年同期销糖 117. 15 万吨）。销糖率 64.32%（去年同期销糖率 57.65%）。
【南华观点】短期郑糖价格跟随外盘，整体走势弱于外盘。

苹果：反弹承压

【期货动态】苹果期货昨日下跌，近期承压依旧明显。
【现货价格】新晚富士栖霞 80#一二级片红 3.9 元/斤，80#一二级条纹 4.3 元/斤，招远 80#统货 3.1 元/斤，洛川 70#以上半商品 4.8 元/斤，白水 70#以上客商统货 3.8 元/斤，静宁 75#以上半商品 6 元/斤。
【现货动态】端午节备货表现不佳，时令水果冲击下，走货速度有限。山东农忙影响下包装数量有限，陕西货源集中在陕北，副产区基本清库。新季苹果方面，进入套袋期，山东套袋数量略多于去年，估计西部地区套袋量少于去年同期，整体减产幅度估计在 5%-8%，关注套袋数量。
【库存分析】钢联数据显示，截至 2025 年 6 月 4 日，全国主产区苹果冷库库存量为 138.2 万吨，环比上周减少 13.77 万吨，走货较上周放缓，处于近五年低位。
【南华观点】短期保持弱势，继续维持反弹承压态势。

红枣：关注产区升温

【产区动态】目前南疆灰枣枣树逐渐进入盛花期，整体生长情况良好，花期对高温较为敏感，本周南疆气温或进一步回升，关注后续温度变化对枣花的影响，预计六月上旬进入集中环割坐果阶段。
【销区动态】上周五广州如意坊市场到货 5 车，河北崔尔庄市场到货 4 车，下游客商以刚需补库为主，采购积极性一般，现货价格暂稳。
【库存动态】6 月 6 日郑商所红枣期货仓单录得 8383 张，较上一交易日减少 11 张。据统计，截至 6 月 5 日，36 家样本点物理库存在 10708 吨，周环比减少 45 吨，同比增加 72.38%。
【南华观点】当前新季红枣长势良好，下游销区供应充足，走货平平，预计红枣价格或低位震荡，关注短期南疆温度回升对新枣生长的影响。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、戴鸿绪（Z0021819）、陈嘉宁（Z0020097）及助理分析师朱天择（F03143224）、靳晚冬（F03118199）提供。

南华期货

南华期货

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。