金融期货早评

人民币汇率：美国通胀仍保持温和

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1858，较上一交易日上涨 11 个基点，夜盘收报 7.1890。人民币对美元中间价报 7.1815，较上一交易日调升 25 个基点。
【重要资讯】美国劳工部数据显示，5 月 CPI 同比增长 2.4%、环比增长 0.1%，剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 2.8%、环比增长 0.1%，均低于预期。
【核心逻辑】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。短期内，人民币相对于美元微幅偏强运行的概率较大。
【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：缩量上涨，上行持续性待观望

【市场回顾】昨日股指集体收涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.75%。从资金面来看，两市成交额回落 1599 亿元。期指方面，IF 放量上涨，其余品种均缩量上涨。
【重要资讯】1、当地时间 6 月 9 日至 10 日，中美经贸磋商机制首次会议在英国伦敦举行。双方进行了坦诚、深入的对话，就各自关心的经贸议题深入交换意见，就落实两国元首 6 月 5 日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展。2、美国最新通胀数据仍保持温和。美国劳工部数据显示，5 月 CPI 同比增长 2.4%、环比增长 0.1%，剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 2.8%、环比增长 0.1%，均低于预期。
【核心观点】中美磋商，目前市场解读有进一步协商空间，预计情绪面不会做过多反应。美国通胀数据低于预期，市场对于年内美联储降息预期升温，短期对于 A 股或形成利好。综合来看，目前信息面便积极，但也利好有效，叠加量能未明显释放，预计股市继续震荡等待月中信息进一步加码。
【策略建议】持仓观望。

集运：美线运费逐步下调，短期情绪略偏悲观

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格整体偏震荡下行，午后有较大幅下行。截至收盘，除 EC2506 和 2508 外，其余各月合约价格仍均有所上涨。
【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$1700，较同期前值上涨$5，40GP 总报价为$2840，较同期前值上涨$10。

6 月中下旬，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1835，较同期前值回落$400，40GP 总报价为$2935，较同期前值回落$600。

【重要资讯】：谈到中美经贸磋商机制首次会议，商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢表示，双方进行了专业、理性、深入、坦诚的沟通。双方原则上就落实两国元首 6 月 5 日通话共识以及日内瓦会谈共识达成了框架。这次伦敦会谈取得的进展有利于中美之间进一步增进信任，进一步推动中美经贸关系稳定健康发展，也为全球经济的发展注入积极的正能量。

【南华观点】：延续此前逻辑，当前盘面情绪整体仍偏观望，还需等待此次中美经贸磋商机制会议结果；昨日赫伯罗特 6 月中下旬欧线报价有所下调，且美线运费从前天开始大幅下降，使得相关情绪略偏悲观，引领近月合约日内走势偏下行。对于后市而言，期价短期以震荡为主的可能性仍相对较大。

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）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：地缘局势升温 黄金受益上涨

【行情回顾】周三贵金属市场黄金收高，白银和钯金震荡调整，铂金则继续大涨。周三晚间公布的美 CPI 略低于预期曾一度助推黄金上涨，因降息预期回升，但很快黄金冲高回落。然中东地缘局势升级担忧为金价上涨提供重要支持，并伴随油价大涨。最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3376 美元/盎司，+0.98%；美白银 2507 合约收报于 36.36 美元/盎司，-0.77%。 SHFE 黄金 2508 主力合约收报 777.54 元/克，+0.56%；SHFE 白银 2508 合约收 8902 元/千克，-0.28%。

【降息预期与基金持仓】据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 6 月维持利率不变的概率为 97.6%，降息 25 个基点的概率为 2.4%；美联储 7 月维持利率不变的概率为 80.5%，累计降息 25 个基点的概率为 19.1%，累计降息 50 个基点的概率为 0.4%；美联储 9 月维持利率不变的概率 30.8%，累计降息 25 个基点的概率为 57%，累计降息 50 个基点的概率为 12%，累计降息 75 个基点的概率为 0.3%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓减少 1.72 吨至 934.19 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 39.6 吨至 14729.1 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 36.1 吨至 1229.8 吨；截止 5 月 30 日当周的 SGX 白银库存周减 28.2 吨至 1319.3 吨。

【本周关注】中美谈判方面，商务部国际贸易谈判代表表示，中美原则上达成协议框架。地缘政治方面，中东局势升温，美军方已授权美军家属可自愿从中东各地离开，特朗普对伊朗核谈判“信心减弱”，美官员称美将减少驻伊拉克使团规模；伊朗警告若谈判失败爆发冲突，将打击美在中东军事基地；伊拉克否认美国驻伊使馆准备撤离消息。数据方面，美

国 5 月 CPI 同比增长 2.4%，符合预期，前值为 2.3%；美国 5 月核心 CPI 同比增长 2.8%，低于预期值 2.9%，为连续第四个月低于预期值，前值为 2.8%。本周数据方面重点关注周五密西根大学消费者信心指数，今晚关注美 PPI 数据与周度初请失业金人数。事件方面，周内周内继续关注关税贸易谈判进度 ；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，短线走势分化，黄金延续震荡，伦敦金阻力 3400，3438，3500。伦敦银则维持偏强状态，上方目标位已上移至 40 区域，但日线有调整压力，支撑 35.9-36 区域，关键支撑 34.8-35 区域。我们仍将短线回调视为中长期做多机会。

铜：小幅偏强，持仓指引价格

【盘面回顾】沪铜指数在周三小幅偏强，报收在 7.9 万元每吨，成交 12 万手，持仓 58 万手，上海有色现货升水 95 元每吨。周三晚上由于美国通胀数据不及预期，铜价低开。
【产业表现】智利国家铜业委员会（Cochilco）公布的数据显示，2025 年 4 月份智利国家铜业公司(Codelco)铜产量同比增加 20.5%至 11.46 万吨，得益于部分矿山技改完成，巩固了其全球最大铜生产商的地位；必和必拓旗下的 Escondida 铜矿 4 月份铜产量同比增长 31%至 12.84 万吨，这反映高品位矿石的开采效率提升；由嘉能可和英美资源集团联合经营的另一座大型铜矿 Collahuasi4 月份铜产量同比下降 13.5%至 3.66 万吨，归因于矿石品位下降或运营调整，也凸显全球铜供应格局的分化。
【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 50%，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。除此之外，金铜比的回落说明投资者对于风险的担忧降低，对于需求反而更加看好。短期来看，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，或保持目前的趋势，整个持仓量的上行暗示了多头力量相对较足。
【南华观点】小幅偏强。

铝产业链：关注铝现货供应情况

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 20250 元/吨，环比+0.40%，成交量为 5 万手，伦铝收于 2516.5 美元/吨，环比+0.96%，成交量为 3 万手，氧化铝收于 2886 元/吨，环比-0.21%，成交量为 14 万手，铸造铝合金收于 19395 元/吨，环比 0.21%，成交量为 4624 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。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。今日华东地区现货偏紧，大户于市场高升水收货推动铝价向上突破，中原地区虽无货源紧张问题，但在当前超低库存的情况下，供货商惜售情绪较强，后续关注地区间调货情况。总的来说铝的基本面处于供给充足，需求逐渐走弱的状态，低库存和持续去库是短期支撑铝价的核心因素，短期或震荡偏强，关注中美最新谈话情况和现货情况，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。铸造铝合金：基本面来看原料端当前市场废铝紧张，原料采购较为困难，费率价格易涨难跌，使得铸造铝合金成本支撑较强，供应产能相对过剩，行业难有较高利润，需求端铝合金主要下游需求是汽车，从 4 月份数据来看汽车市场总体表现良好，但考虑到下半年即将进入淡季以及美关税及补贴政策对汽车行业的影响，后续铸造铝合金需求增速或将放缓。铝合金供给过剩需求预期走弱的情况使得铝合金期货合约跨月结构为 BACK 结构。当前市场可能的交易逻辑有两种，一是由于沪铝和铝合金存在较强相关性，目前市场铝合金交易逻辑很可能铝合金和沪铝的套利，在此基础上可以关注二者价差寻找套利机会。二是期现套利逻辑，考虑到当前市场上主流的 ADC12 平均价有两种且存在较大差距，若市场锚定的价格为较高的那个，那么短期内铝合金期价还有上涨空间。总的来说，由于铝合金上市时间较短，市场交易逻辑尚不明晰，短期单边操作需要谨慎，同时考虑到铝合金 back 结构较为明显可考虑进行正套。

【南华观点】铝：震荡偏强，氧化铝：承压运行，铸造铝合金：正套

锌: 下游积极成交，锌上方空间有限

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22140 元/吨，环比+1.35%。其中成交量为 170227 手较上一交易日增加 11596 手，而持仓则减少 9292 手至 125779 手。现货端，0#锌锭均价为 22300 元/吨，1#锌锭均价为 22230 元/吨。

【产业表现】今日产业链保持稳定

【核心逻辑】上一交易日，锌价受下游逢低采买影响，积极成交，再加上前日的空头止盈离场，呈上涨趋势。从基本面看，社库近期开始持续累库，目前七地锌锭库存为 8.17 万吨。从 TC 的上涨和锌锭产量的环比上升可以看出，供给端的宽松已经在缓慢兑现。需求端方面，整体水平保持稳定且符合预期，传统消费淡季表现较为疲软，下游受锌价短期下挫影响，积极进货。短期内，库存仍是关注的重点，如果其能保持累库，那么锌价下方支撑位的判断还需更加激进，同时其基本面维持不了其上涨，但震荡区间以及其短期重心已经下移，逢高布局空头。

【南华观点】短期重心下移，长期看跌。

镍，不锈钢：短期延续震荡走势

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 120350 元/吨，下跌 0.95%。不锈钢主力合约日盘收于 12585 元/吨，上涨 0.48%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123850 元/吨，升水为 2450 元/吨。SMM 电解镍为 122700 元/吨。进口镍均价调整至 121700 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27815 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 5381.82 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-1%。8-12%高镍生铁出厂价为 944 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-7.19%。纯镍上期所库存为 25616 吨，LME 镍库存为 198126 吨。SMM 不锈钢社会库存为 983300 吨。国内主要地区镍生铁库存为 31462 吨。

【市场分析】

日内盘面延续震荡。矿端菲律宾红土矿底部支撑延续，但是现阶段矿价坚挺格难以直接提振至产品端，高价矿不断挤压中下游产品利润，导致减产。镍铁目前偏弱震荡，铁厂利润倒挂较为严重，下游部分钢厂停产对镍铁需求减弱，目前有一定累库，后续或偏弱运行。

不锈钢方面进入传统消费淡季，目前不锈钢去库较为缓慢，叠加日前青山开放限价管控，低价资源不断流出，目前不锈钢市场寻求新的期现平衡，或延续宽幅震荡走势。不锈钢下游需求疲软以及库存的堆积仍然压制上行空间，等待后续减产力度实际反馈以及青山限价管控指导，目前现货端悲观情绪仍存。硫酸镍方面日前价格有一定下调，镍盐仍然维持以销定产走势。短期基本面仍然压制上行空间。

锡：小幅偏强

【盘面回顾】沪锡指数在周三小幅偏强，报收在 26.5 万元每吨，成交 8.5 万手，持仓 5.2 万手。

【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】锡价在近期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。短期来看，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】持币观望。

碳酸锂:震荡调整，关注卖方期权

【行情回顾】昨日碳酸锂期货低开高走，主力合约 LC2507 合约收于 61680 元/吨，日环比上涨 1.51%，持仓量 17.8 万手，日环比减少约 1.6 万手。

锂矿端稳重有升，SMM 澳洲锂辉石 6%CIF 日均报价 612.5 美元/吨，环比上涨 5 美元/吨。锂盐市场整体涨跌不一，SMM 电碳日均报价 60500 元/吨，日环比上涨 150 元/吨，电氢日均报价 66050 元/吨，日环比下降 300 元/吨，其中工电碳价差 1600 元/吨，电池级氢碳价差-5550 元/吨，日环比下跌 50 元/吨。下游材料端磷酸铁锂系部分上涨，三元系部分下降，SMM 动力型磷酸铁锂日均报价 30445 元/吨，日环比上涨 40 元/吨，动力型三元材料 143960 元/吨，日环比下降 140 元/吨。基差报价平稳，碳酸锂四料综合基差日均报价 300 元/吨，与昨日相同。

【产业表现】中美会谈影响市场情绪，锂电现货市场整体表现稳定。供给端，锂矿与碳酸锂市场整体平稳，锂盐复产企业多为技改结束，上游锂盐厂部分挺价，贸易商表示市场需求一般，下游企业刚性采买，市场观望情绪浓厚。需求端，下游材料厂多持观望态势，市场表现平平，整体需求未见明显好转迹象。终端市场中，储能端有所平稳，而近期国家出手整治车企乱象，或将对动力电池市场有所影响。

【核心逻辑】二季度碳酸锂市场供应过剩的格局预计仍将持续，需求端暂无明显好转。供给端锂矿与锂盐库存均面临较大压力，去库进程缓慢。当下，市场主要矛盾在于锂盐产能出清的压力正逐渐向上游矿端传导，矿价的松动将会进一步带领锂盐价格下跌。因此，需警惕矿价与锂盐价格可能陷入螺旋式循环下跌的过程。

【南华观点】宏观影响市场情绪，基本面仍偏空，预计近期将维持震荡阶段，建议关注 LC2509 合约以及卖看涨期权。短期震荡区间：58000-63000。

工业硅&多晶硅；宏观影响，震荡调整

【行情回顾】昨日工业硅期货低开高走，主力 SI2509 合约收于 7515 元/吨，日环比上涨 105 元/吨，持仓量约 29 万手，日环比上涨 4686 手。多晶硅期货低开高走，主力合约收于

34255 元/吨，日环比上涨 300 元/吨，持仓量大约 6.万手，日环比下降 2509 手。
现货市场价格整体较为平稳，华东通氧 553#平均报价 8150 元/吨，华东通氧 421#平均报价 8700 元/吨。下游有机硅 DMC 报价 11400 元/吨；铝合金 ADC12 平均报价 20000 元/吨。多晶硅现货价格平稳，N 型致密料平均报价 35.5 元/千克，N 型混包料平均报价 33.5 元/千克，P 型菜花料报价 30 元/千克。下游硅片市场整体平稳，N 型硅片价格指数 1.2025 元/片。
【产业表现】硅产业链市场整体供应宽松，开炉预期逐渐落地。供给端表现略微宽松，随着丰水期的到来，西南地区开炉企业陆续增加，开工率略有提升。最近市场传出新疆地区电价可能出现优惠补贴，这将进一步降低硅厂生产成本。需求端表现较为平稳，有机硅市场开工率仍维持高位，铝合金市场仍处于淡季，市场表现不佳，等待铝合金期货进一步表现。多晶硅市场表现一般，供给端硅厂平稳，下游硅片及电池片市场表现冷清，刚需采购为主。
【核心逻辑】工业硅处于落后产能出清的产业周期逻辑，供应过剩压力持续。丰水期临近，西南地区企业陆续增加开炉，复产预期逐渐落地，库存将有进一步累库风险。需求端整体偏弱，下游企业压价采购，多晶硅、有机硅作为下游消费主力，整体需求欠佳。所以，供需格局仍然缺乏上行动力。多晶硅处于基本面需求疲弱的逻辑，光伏抢装潮透支未来需求。当下，供给端产量维持稳定，高库存压力仍存。若未来产业内有产能出清计划，或达成产业整合协议，则有望推动多晶硅产业状况改善。
【南华观点】宏观影响情绪，工业硅基本面依然偏弱，近期震荡调整，建议关注 SI2509 合约以及卖出看涨期权，短期阻力位：7600。多晶硅基本面依然偏弱，但需要关注上游产业自律情况，短期阻力位：35000。

铅：供需双弱，窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16845 元/吨，环比-0.21%，其中成交量减少 14490 手相较昨日增加 8676 手，而持仓量则增加 21 手至 43989 手。现货端，1#铅锭均价为 16625 元/吨。
【产业表现】据悉，6 月 10 日晚，中国一汽、东风汽车、广汽集团、赛力斯集团、长安汽车和吉利汽车等车企先后宣布，将严格按照国务院修订后的《保障中小企业款项支付条例》要求，自即日起将对供应商支付账期统一压缩至 60 天以内，以实际行动推动产业链资金高效流转，助力中小企业发展。
【核心逻辑】上一交易日铅价窄幅震荡，终止了近期的上涨趋势。从基本面来看，近期基本面逻辑维持不变。原生铅方面，电解铅开工率相对再生铅保持强势，且副产品收益稳定。再生铅方面，受废电瓶原料端供应较紧，冶炼厂信心不足，开工率持续下行，总体供给端方面偏紧。需求端，6 月处于电瓶消费淡季，下游采买意愿偏弱。近期的每日的小幅上涨多来自于再生铅冶炼厂惜价出售带来的供给端偏紧问题，而需求疲软则是造成其上涨力度偏小的原因，同时现货市场交投冷淡，下游企业刚需拿货。在再生铅冶炼厂强烈的减停产意愿下，供给可能进一步走弱，建议观望其上方压力位以及冶炼厂的出货意愿。
【南华观点】短期维持震荡，建议观望上方压力。

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。

南华期货

黑色早评

螺纹钢热卷：关注中美会谈结果

【行情回顾】震荡反复

【信息整理】1. 特朗普昨日发了条社交媒体，内容是："我们与中国的协议已经达成，有待我和中国领导人最终批准。中国将预先供应全部磁体和所需的稀土材料。同样，我们也将履行对中国的承诺，包括允许中国学生使用我们的学院和大学（这一点我一直都支持！）。我们将获得总计 55%的关税，中国获得 10%的关税。双方关系非常好！感谢你们对此事的关注！"

2. 美国 5 月 CPI 数据全线低于预期，核心 CPI 仅增长 0.1%。随后特朗普再次呼吁美联储降息 100 个基点。

3. 中国商务部国际贸易谈判代表李成钢：中美就落实两国元首通话共识及日内瓦会谈共识达成框架。

4. Mysteel 煤焦：本周统计 523 座炼焦煤样本矿山数据，原煤日产 187.8 万吨，环比减少 2.1 万吨。其中山西原煤日产 104.4 万吨，环比减少 1.5 万吨。本周新增豹子沟、黄家沟等停产煤矿 10 座，涉及产能 1860 万吨，影响原煤日产 3.58 万吨；新增雪坪、蓝宝等复产煤矿 7 座，涉及产能 1030 万吨，影响原煤日产 1.53 万吨。本周煤矿过断层、构造、陷落柱等地质问题减产煤矿增多，产量继续下滑。受安全生产月及行情下跌影响，煤矿生产积极性不佳，产量延续下降趋势。下周随着部分事故煤矿开始复产，产量将有所恢复，但顶仓压力仍压制产量持续增长。

【南华观点】当前中美会谈结果未有详细报道出来，盘面跟随市场捕风捉影的消息反复波动。从基本面看，传统淡季来临，钢材部分需求走弱：建材受高温降雨影响明显下滑，杭州建材出库量显著减少；热卷多地累库，集散地乐从累库较快；上周五大材去库放缓，非五大材则呈累库态势，淡季压力初显。铁水排产方面，钢厂因在手订单及利润尚可，通过品种切换维持生产，暂未大幅减产。然而，铁矿发运增量显著，煤矿端虽因顶库及工作面问题略有减产，但整体库存仍处高位，焦煤流拍率居高不下，原料供应依然充裕，盘面反弹基本面驱动不强。综合来看，市场宏观情绪波动或致盘面行情震荡反复，但淡季基本面走弱压力逐步显现，盘面反弹动力或有限，螺纹 10 合约压力位参考 3000-3100（热卷+100 左右）。

铁矿石：情绪反复

【盘面信息】伦敦会议好于市场预期，黑色系普遍反弹。09 合约增仓上行，到 20 日均线处有压力。

【信息整理】1. 已有 16 家车企承诺将供应商支付账期统一至 60 日内；2. 商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢表示，双方进行了专业、理性、深入、坦诚的沟通。双方原则上就落实两国元首 6 月 5 日通话共识以及日内瓦会谈共识达成了框架。这次伦敦会谈取得的进展有利于中美之间进一步增进信任，进一步推动中美经贸关系稳定健康发展，也为全球经济的发展注入积极的正能量。

【南华观点】铁矿石目前基本面尚可，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，关注反弹上方压力。

焦煤焦炭：现货价格疲软，限制盘面反弹空间

【盘面回顾】周三双焦震荡运行
【信息整理】
1. 李成钢：中美就落实两国元首通话共识及日内瓦会谈共识达成框架。
2. 外交部：中方将对 53 个非洲建交国实施 100%税目产品零关税。
3. 美国 5 月 CPI 同比增长 2.4%，前值为 2.3%；环比增长 0.1%，前值为 0.2%。美国 5 月核心 CPI 同比增长 2.8%，前值为 2.8%；环比增长 0.1%，前值为 0.2%。
4. 全国 110 家洗煤厂样本开工率 57.36%，较上期降 3.23%；日均产量 47.79 万吨减 3.67 万吨。
【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，上周五全面落地，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：关注成本变化

【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：中东局势再次紧张，抬升原油风险溢价

【原油收盘】截至昨日收盘，NYMEX 原油期货 07 合约 68.15 涨 3.17 美元/桶，环比+4.88%;ICE 布油期货 08 合约 69.77 涨 2.90 美元/桶，环比+4.34%。中国 INE 原油期货主力合约 2507 涨 2.3 至 481.2 元/桶，夜盘涨 16.2 至 497.4 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，中美贸易磋商机制完成会谈，两国谈判框架已经完成。二是，特朗普表示对达成伊核协议信心减弱，仍决心不让伊朗获得核武器。此前伊朗国防部长称若与美国发生冲突，将打击该地区的美军基地。伊朗总统称正在与美国和欧洲进行会谈，但不会向武力屈服。 两名美国官员星期三表示，由于与伊朗的紧张局势加剧，美国军方已经授权美军家属可自愿从中东各地离开。 伊拉克外交部官员：美国驻伊大使馆工作人员的“部分撤离”已经得到确认。三是，EIA 报告：06 月 6 日当周，除却战略储备的商业原油库存减少 364.4 万桶至 4.32 亿桶，降幅 0.84%；06 月 06 日当周美国战略石油储备（SPR）库存增加 23.7 万桶至 4.021 亿桶，增幅 0.06%。

【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。同时美伊谈判陷入僵局，美方撤离部分在伊人员，局势紧张升级。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，短期需求的复苏盖过增产的担忧，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】近期 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%，近期由于价格回落，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，近期 PTA 的加工差也一度到 400 以上，可适度做缩加工利润。

【PX 观点】PXN 自前期略有回落后总体在 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。估计暂时 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 63.4 万吨，环比上期增加 1.3 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 3-4 万吨左右。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】: 周三甲醇 09 收于 2289

【现货反馈】: 周三远期部分单边出货利买盘为主，基差 09+95

【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 6960（+19）。

【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】近期 PP 盘面受宏观信息扰动较多，但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 7102（-4）。

【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】近日盘面受宏观情绪扰动较大，但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，现货成交情况偏弱。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。

苯乙烯：近端基差再次走强

【盘面回顾】EB2507 收于 7349（+3）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 6055（-30），苯乙烯现货 7790（+55），主力基差 441（+52）
【库存情况】截至 6 月 9 日，江苏纯苯港口库存 14.9 万吨，较上期环比增加 2.76%。截至 2025 年 6 月 9 日，江苏苯乙烯港口库存 8 万吨，较上周期减少 0.91 万吨，幅度-10.21%；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，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。昨日纯苯价格震荡，贸易商出货，价差买盘为主。
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，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。上周现货以及 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，但近端矛盾有所缓解。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。周一华东港口去库加上中美开始第二轮经贸磋商，宏观情绪较好，盘面偏强运行，昨日 6 下基差再次走强，近端纯苯-苯乙烯价差走扩。

燃料油：跟随成本，警惕冲高回落

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU07 报价 2939 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：跟随成本，警惕冲高回落

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU08 收于 3563 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：跟随成本波动，需求或阶段性承压

【盘面回顾】BU09 收于 3461 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3720 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】：周三尿素 09 收盘 1670

【现货反馈】：周三国内尿素行情弱势松动，局部继续下跌 10-20 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1620-1750 元/吨。农需缓慢推进，集港有序进行，但国内供需矛盾依旧突出，短线国内尿素行情维持僵持松动格局。

【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：基本面格局持续

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于，1202，-0.5%
【基本面信息】
本周一纯碱库存 167.83 万吨，环比上周四+5.13 万吨；其中，轻碱库存 82.75 万吨，环比上周四+3.75 万吨，重碱库存 85.08 万吨，环比上周四+1.38 万吨。
【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 998，0.3%
【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：价格小幅变化

【盘面回顾】截至 6 月 11 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘下跌 30 元至 5346 元/吨。夜盘下跌 34 元至 5312 元/吨。
【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6160 元/吨，河北俄针报 5375 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4150 元/吨。
【核心逻辑】昨日纸浆期货 07 主力合约价格震荡走势，持仓量减少，以多头减仓占优。技术上看，日 K 线收阴线实体，实体部分较小，盘面动力不强。昨日进口木浆现货价格跌多涨少，山东、江浙沪地区部分针叶浆牌号市场价格下行 20-50 元/吨；进口阔叶浆价格下调 20-50 元/吨，下游对于高价浆的接受意愿较弱。河北地区个别价格略上探，与当地贸易商成本压力下低价惜售有关。短期期货盘面主力合约持仓移仓远月，纸浆整体持仓量下滑，盘面方向性不强。需求端弱稳状态持续，下游成品纸价格波动有限，纸厂利润持稳，对原料按需采购。国内纸浆港口库存高位小幅变化，纸浆基本面驱动僵持，预计短期震荡走势为主。

烧碱：关注现货走弱情况

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2332，0.34%
【基本面信息】
华北山东、河北地区液碱价格零星有降，局部地区因下游对高价接受力一般，企业出货存

在压力，适度让利走货，其中山东地区主要为东营及滨州个别企业价格下调，济宁地区有企业处于检修状态，受此利好支撑，区域内有厂家价格适度上涨；其他地区液碱市场暂稳整理。山西地区液碱成交氛围维稳，氧化铝需求情况温和，省内有停车企业仍未复工，企业出货压力不大。天津地区液碱市场交易氛围尚可，报价维持稳定。

【南华观点】

前期烧碱跌的比较猛，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。上周五金岭大幅调降，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。关注后续现货走弱的幅度。

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

油料：等待报告指引

【盘面回顾】外盘在 USDA6 月报告公布数据前回调。

【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：冲高回落

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收低，因美国天气预报良好。

大连玉米淀粉小幅收高。

【现货报价】玉米：锦州港：2320 元/吨，+0 元/吨；蛇口港：2490 元/吨，+10 元/吨；哈尔滨报价 2210 元/吨，+40 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2650 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2870 元/吨，+10 元/吨。

【市场分析】玉米售粮进度偏快，东北现货市场表现也较强，近两日已连续上涨 20-40 元/

吨，市场心态普遍向好。华北玉米价格继续维持偏强运行，山东深加工早间玉米到货车辆有所增加，但依然维持低位。销区近两天受小麦政策利好，玉米现货市场跟涨，港口贸易商挺价心态较浓，但高价玉米成交一般。
淀粉方面：库存下降，下游签单提货好转，短期暂稳运行。

棉花：关注政策调整

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅收涨，关注本周即将发布的 USDA 供需预测报告。隔夜郑棉小幅下跌。
【外棉信息】2025 年 5 月份越南纺织服装出口额达 32.86 亿美元，环比增加 7.14%，同比增加 18.99%；纱线出口量为 15.51 万吨，环比下降 4.16%，同比下降 2%。
【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，整体长势良好，本周新疆气温或有进一步回升，可促进新棉现蕾速度，但若高温持续，需谨防蕾铃脱落现象的发生。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，中美伦敦经贸磋商机制首次会议结束，暂未涉及对等关税或纺服相关板块的政策调整，在需求淡季下，棉价上方空间受限，短期或有回落，下方关注 13000 附近支撑情况，关注后续中美政策进一步调整情况。

白糖：弱势徘徊

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三小幅收低，但仍位于四年低点上方交投，市场从能源价格跳涨中获得一些支撑。
昨日夜盘，郑糖横盘震荡，整体仍维持弱势下跌。
【现货报价】南宁中间商站台报价 6120 元/吨。昆明中间商报价 5790-5960 元/吨。
【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，6 月前第一周出口糖 78.32 万吨，日均出口 15.66 万吨，较上年 5 月减少 2%。
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：反弹乏力

【期货动态】苹果期货昨日小幅反弹，但近期价格明显走弱。
【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，价格恐有进一步下跌可能性。

红枣：关注产区气温

【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，预计六月上旬根据生长情况进入集中环割坐果阶段，但花期及坐果期均对高温较为敏感，本周南疆气温或进一步回升，持续高温易导致落花，但红枣属于无限花序，当前影响尚有限，还需关注后续坐果期温度情况。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 3 车，河北崔尔庄市场到货 3 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 11 日郑商所红枣期货仓单录得 8371 张，较上一交易日减少 7 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，短期下游销区供应充足，走货平平，红枣价格或维持低位震荡，但需关注南疆升温对新枣生长的影响，谨防天气端的炒作。

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

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。