

## 金融期货早评

### 人民币汇率：等待破局

【行情回顾】在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1802，较上一交易日上涨 11 个基点，夜盘收报 7.1818。人民币对美元中间价报 7.1789，较上一交易日调贬 17 个基点。

【重要资讯】国家统计局发布最新经济数据显示，5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.8%，社会消费品零售总额增长 6.4%。前 5 个月，全国固定资产投资同比增长 3.7%。高端制造、数字经济等发展新动能持续壮大，5 月份，规模以上高技术制造业增加值同比增长 8.6%，数字产品制造业增加值同比增长 9.1%。

【核心逻辑】展望后市，基于政策调控与市场基本面双锚框架的综合研判，2025 年下半年美元兑人民币即期汇率高概率维持于 7.0 关口上方波动。唯有在以下结构性条件突破的情形下方可能下探 6 区间：中美关系超预期改善或国内经济复苏斜率显著提升。短期来看，在政策锚的强约束条件下，尽管美元指数已突破关键技术支撑位，且从宏观经济数据来看，在美国 6 月后一系列硬数据出现边际弱化的影响下，美元指数或陷入“长期下行趋势确立”与“短期政策博弈支撑”的两难格局。在此背景下，美元兑人民币即期汇率在本周交易窗口内，预计将呈现区间呈现震荡整理、微幅偏弱状态。这一判断既基于美元指数走势的判断，也反映出对人民币汇率的内生驱动因素考察。国内经济运行中通货紧缩压力的持续显现，叠加外部需求疲软导致的出口动能衰减，在一定程度上表明人民币不存在大幅升值的基本面支持。

【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：静待变局

【市场回顾】昨日股指低开高走，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.25%。从资金面来看，两市成交额回落 2521.22 亿元。期指均缩量上涨。

【重要资讯】1、伊朗希望与美国和以色列展开对话，并通过阿拉伯中间人传递信息，寻求结束敌对状态。2、本月内，央行两度出手开展买断式逆回购操作。3、国家统计局发布最新经济数据显示，5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.8%，社会消费品零售总额增长 6.4%。前 5 个月，全国固定资产投资同比增长 3.7%。

【核心观点】昨日股市缩量上涨，从上行行业来看，主要为科技板块与红利相关行业拉动，昨日公布经济数据市场反应相对平淡，短期并没有明显利好拉动，预计上行持续性不强。静待后续 19 日将公布 FOMC6 月议息决议，18-19 日召开陆家嘴论坛涉及金融政策调整，信息面的增加将扩大股市波动幅度，变量对于股市的影响方向有待信息公布确认。短期可继续持有期权双买。

【策略建议】持仓观望。

### 国债：债市内卷

【行情回顾】国债期货高开低走，尾盘 T、TF 合约一度翻绿。早盘在海外地缘冲突催化的避险情绪影响下，债市小幅走强。随后 5 月经济数据发布，其中消费数据超出市场预期，市场转而走弱。公开市场 7 天期逆回购到期 1738 亿，央行新做 2420 亿，净投放 682 亿。税期以及半年末时点的临近导致资金利率边际上行，银存间隔夜加权向上逼近 1.4%，较前几日小幅走高。

【重要资讯】：1.新一轮保险产品预定利率调整启幕。据财联社记者从业内独家获悉，近日，合资险企同方全球人寿上新两款分红险产品，新产品预定利率已从目前市场 2% 的上限下调 50BP 至 1.5%。

2.据环球时报，飞行轨迹数据图显示，有 26 架 KC-135 和 KC-46 加油机从美国境内多地起飞向东穿越大西洋。报道称，这类加油机的主要功能是为参与远离本土基地实施空袭的军用机进行加油，目前跨大西洋飞行的飞机数量仍在上升，数字约在 30 架以上。《以色列时报》认为，这些加油机可能是前往中东地区为空袭伊朗的以色列战机提供辅助。截至目前，美国空军尚未证实这一说法。

【核心逻辑】全天来看长债上行动能明显减弱，并不完全是基本面数据的关系，尽管本月基本面数据有结构上的改善，但依旧可以看到地产增速下行等一些潜在问题，当前并不能认定数据已经趋势转好。因此我们更倾向于认为在前期驱动定价充分后，市场将目光转向赔率或者说性价比。由于缺乏增量信息，债市交易已经卷到了极致，公告本周五发行的 10Y 国开在还没上市的时候就开始影响市场，一级倒卷二级市场提前定价。近期不宜追高，交易盘可离场观望，配置资金保持钝感。

【投资策略】：部分止盈，持仓观望

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

## 集运：巴以暂时停火可能显现？

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格先震荡，午后有所回落。截至收盘，EC 各月合约价格均有所回落。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，6 月 26 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1655，较同期前值上涨\$5，40GP 总报价为\$2770，较同期前值上涨\$10。6 月中旬，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1735，较同期前值下降\$126，40GP 总报价为\$3045，较同期前值下降\$252。6 月底，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1785，较同期前值下降\$76，40GP 总报价为\$3145，较同期前值下降\$152。7 月初，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$2385，较前一周值上涨\$600，40GP 总报价为\$4345，较前一周值上涨\$1200。赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$2635，较前一周值上涨\$800，40GP 总报价为\$4335，较前一周值上涨\$1400。ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$3474，较前一周值上涨\$903，40GP 总报价为\$4043，较前一周值上涨\$1106。

【重要资讯】：金十数据 6 月 16 日讯，据以色列媒体 Mako News 报道，以色列在与哈马斯的人质谈判中提交了修订后的提案，暗示可能为暂时停火打开大门。据悉，新提案为：哈马斯在停火第一天释放 8 名以色列人质，停火 20-30 天释放另外 2 名人质（此前为停火第一天释放 10 名人质，停火 60 天后释放所有人质）。此前哈马斯曾拒绝在 60 天停火后再实施第二阶段的人质释放，因为担心以色列可能在中间阶段恢复行动。以色列的新提案旨在解决这一担忧，尽管目前尚不清楚这是否足以重启正式谈判。截止目前，还没有以色列代表团被派往开罗或多哈，这表明该协议仍处于初步草案阶段。以色列总理内塔尼亚胡周日在福克斯新闻采访中确认“取得了一些进展”，并表示“战争的延长是因为人质。我致力于将他们全部解救出来。”

【南华观点】：如此前预期，以伊冲突对于欧线集运的实际影响相对较小，更多还是来自于情绪面的波动，所以在上周五受影响短期回升后，昨日期价再度受预期（仍未有船司宣涨 7 月运费）和 6 月中下旬部分船司欧线现舱报价有所回落（如达飞）影响而有所回落。午后降幅较大，在一定程度上应受巴以可能暂时停火，地缘政治风险略有降低影响。对于后市而言，期价短期仍以震荡或略偏下行为主的可能性相对较大，关注船司是否发布 7 月涨

价函，以及欧洲港口拥堵情况。

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：地缘冲突短期主导金价

【行情回顾】周一贵金属市场金跌银震。中东地缘局势的波动是短期影响金价主因，建议密切关注局势进展。最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3404.3 美元/盎司，-1.4%；美白银 2507 合约收报于 36.37 美元/盎司，+0.04%。SHFE 黄金 2508 主力合约收报 792.3 元/克，-0.08%；SHFE 白银 2508 合约收 8858 元/千克，+0.45%。

【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 99.8%，降息 25 个基点的概率为 0.2%；美联储 7 月维持利率不变的概率为 87.5%，累计降息 25 个基点的概率为 12.5%，累计降息 50 个基点的概率为 0%；美联储 9 月维持利率不变的概率 35.3%，累计降息 25 个基点的概率为 57.2%，累计降息 50 个基点的概率为 7.5%，累计降息 75 个基点的概率为 0%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 1.44 吨至 941.93 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 39.58 吨至 14714.94 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 15.1 吨至 1194.3 吨；截止 6 月 6 日当周的 SGX 白银库存周减 28.2 吨至 1319.3 吨。

【本周关注】本周数据方面总体清淡，适当关注周二晚美零售销售数据，重点聚焦于周四凌晨的美联储 6 月 FOMC 会议。事件方面，周二日本央行将公布利率决议；周四 02:00，美联储 FOMC 公布利率决议和经济预期摘要；02:03，美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会。周四 19:00，英国央行将公布利率决议。

【南华观点】中长线或偏多，短线建议投资者密切关注中东地缘局势变化对避险情绪的影响。此外，周内聚焦美联储 6 月 FOMC 会议对通胀、经济与利率前景的表述。操作上，伦敦金短线震荡偏强，阻力上移至 3450，强阻力 3500 区域；支撑 3400，强支撑 3300；伦敦银上周整体震荡调整，但下方买盘亦强劲，短线支撑在 36，35.5，强支撑 34.8-35 区域，上方空间打开至 40 区域，甚至 45 可能。我们仍将短线回调视为中长期做多机会。

#### 铜：低开高走，震荡为主

【盘面回顾】沪铜指数在周一低开高走，报收在 7.81 万元每吨，成交 14 万手，持仓 54 万手，上海有色现货升水 30 元每吨。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】短期来看，最重要的宏观事件莫过于美联储利率决议。虽然利率已经基本兑现到了目前的价格中，但是利率决议后的声明或对铜价产生影响。基本上，高于 7.8 万元每吨的价格仍然会有一定程度上的负反馈，价格高企后会有有价无市的情况出现。值得注意的是，沪铜持仓已经从 58 万手的高位，回落到了 55 万手以下。预计铜价或仍围绕 7.8 万元每吨展开争夺。

【南华观点】震荡为主。

## 铝产业链：关注氧化铝成本线

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20405 元/吨，环比+0.10%，成交量为 16 万手，持仓 20 万手，上海有色现货贴水 10 元/吨，伦铝收于 2517 美元/吨，环比+0.56%，成交量为 1.6 万手，持仓 0 手；氧化铝收于 2852 元/吨，环比-0.73%，成交量为 29 万手，持仓 30 万手；铸造铝合金收于 19470 元/吨，环比+0.31%，成交量为 5526 手，持仓 8673 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，加工环节囤积了部分库存出现成品累库迹象，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，铝棒需求不佳加工费下滑，预计后续铝棒将率先开始累库。现货方面，华东中原地区现货偏紧，华南地区暂无现货问题，由于异地套利窗口打开，部分货源调往华东，但量级不高，对市场冲击有限。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，短期或震荡偏强且 back 结构进一步扩大，中长期偏空看待。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，由于铝土矿本身处于供应宽松的情况，假设矿区停产至年底，其对全年氧化铝供应影响仍然不大，但存在月度阶段性偏紧的可能，助推矿价上涨。本周氧化铝现货价格维稳，部分地区出现小幅回落，利润空间恢复促进了停产企业复产，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，短期参考 2800-2850 元/吨成本线，中长期可逢高沽空。铸造铝合金：基本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减弱对汽车行业的影响，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。上市首日铝合金期货成交集中在开盘后 30 分钟内，后续价格波动较小说明市场一致性较高，对首日价格较为认可。后续交易日铝合金跟随沪铝行情变动，二者相关性较高，当前市场主流交易逻辑可能为沪铝和铝合金的套利交易，在此基础上可以关注二者价差寻找套利机会，但由于铝合金上市时间较短，合理价差区间暂时难以判断，且铝合金持仓量相对沪铝较低，存在交易风险。总的来说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：高位震荡，氧化铝：低位震荡；铸造铝合金：正套

## 锌：宏观避险情绪渐浓，日内波动反复

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 21840 元/吨，环比+0.16%。其中成交量为 16.4 万手，而持仓则减少 6896 手至 11.63 万手。现货端，0#锌锭均价为 22000 元/吨，1#锌锭均价为 21930 元/吨。

【产业表现】今日产业链保持稳定。

【核心逻辑】上一交易日，锌价宽幅震荡，今日锌价主要受宏观情绪和美元指数主导。早盘悲观预期显现，锌价一度下挫至 21660 元/吨，冲破支撑位，午后美元指数走弱，锌价跟随有色板块回涨。从基本面看，近期基本面逻辑不变。供给端，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，积极进货导致库存小幅下降。短期内，以宏观数据和市场情绪为主要关注点，同时仍需关注矿化锭情况如库存等数据。

【南华观点】短期重心下移，宽幅震荡，长期看跌。

## 镍，不锈钢：需求淡季压制上方空间，绝对价格偏低警惕回调

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 119690 元/吨，下跌 0.28%。不锈钢主力合约日盘收于 12550 元/吨，下降 0.08%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 121775 元/吨，升水为 2500 元/吨。SMM 电解镍为 120725 元/吨。进口镍均价调整至 119625 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27815 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 7606.82 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 0.8%。8-12%高镍生铁出厂价为 930 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-7.24%。纯镍上期所库存为 25693 吨，LME 镍库存为 202950 吨。SMM 不锈钢社会库存为 998800 吨。国内主要地区镍生铁库存为 34610 吨。

【市场分析】

日内盘面持续偏弱运行，各产品库存仍有一定累库。矿端菲律宾红土矿价格仍然坚挺，但是高价矿不断挤压中下游产品利润，镍矿和盘面走势有一定偏离。镍铁价日前进一步下调，下游部分钢厂停产对镍铁需求减弱，目前有一定的累库存，镍铁链路矛盾短期难以缓解。不锈钢目前现货端情绪持续低迷，需求方面进入传统消费淡季，库存仍有一定累积。贸易商和出货压力仍存，现货升水不断下调，卖方让利以求减轻库存压力。硫酸镍方面日前价格企稳，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。但是该水平已经接近低估值支撑线，外盘有小幅回调试探。

## 锡：小幅偏强，短期内触顶

【盘面回顾】沪锡指数在周一小幅偏强，报收在 26.4 万元每吨，成交 8.1 万手，持仓 5.1 万手。

【产业表现】印尼贸易部公布的数据显示，该国今年 5 月精炼锡出口量同比大幅增加 65.42%，至 5,458.74 吨，同时也高于上个月的 4,865.87 吨。

【核心逻辑】锡价在近期保持稳定，在宏观和基本面均不出现大变化的预期下，在未来的一周或继续保持稳定。由于库存水平的持续回落、上游缅甸锡矿恢复不及预期、下游需求短期尚可的情况下，锡价或小幅偏强，上方空间短期内有限。

【南华观点】短期触顶。

## 碳酸锂：需求淡季，现货报价再度走低

【行情回顾】昨日碳酸锂期货低位震荡，主力合约 LC2509 收于 59780 元/吨，日环比下跌 0.27%，持仓量 30.04 万手，日环比增加约 3.3 万手。

锂矿端挺价失败，有所走弱，SMM 澳洲锂辉石 6%CIF 日均报价 610 美元/吨，下跌 2.5 美

元/吨。锂盐市场整体下挫，SMM 电碳日均报价 60500 元/吨，日环比下跌 150 元/吨，电氢日均报价 65100 元/吨，日环比下降 350 元/吨；其中工电碳价差 1600 元/吨，电池级碳氢价差-4600 元/吨，日环比下跌 200 元/吨；基差报价整体平稳，碳酸锂四料综合基差日均报价 287.5 元/吨，与昨日相同。下游材料端报价整体下降，SMM 动力型磷酸铁锂日均报价 30405 元/吨，日环比下跌 70 元/吨，动力型三元材料 143550 元/吨，日环比下降 140 元/吨。

【产业表现】锂电产业现货市场整体报价走弱。供给端，锂矿和碳酸锂市场报价下移，6 月份部分锂盐企业停产技改，上游部分锂盐厂挺价，贸易商表示市场需求较弱，下游企业刚性采买，市场看跌情绪浓厚。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，而近期国家出手整改电动车乱象或将对动力电池市场有所影响。进出口方面，日韩市场电氢价格持续下降，市场有所走弱。

【南华观点】宏观影响市场情绪，基本面仍为供强需弱，预计近期将震荡走弱，建议逢高布空或卖出看涨期权。短期震荡区间：57000-62000。

## 工业硅&多晶硅:现货市场未见好转

【行情回顾】工业硅期货震荡走弱，主力合约收于 7370 元/吨，环比上涨 5 元/吨，持仓量约 32.33 万手，环比增加 2.3 万手，仓单数量 56823 手，环比下降 1097 手。多晶硅期货震荡走低，主力合约收于 34320 元/吨，环比上涨 625 元/吨，持仓量大约 5.1 万手，环比下降 5586 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，基差报价整体走弱，华东 553#基差报价 780 元/吨，华东 421#基差报价 1330 元/吨，整体下降 25 元/吨。下游市场报价有所走弱，有机硅 DMC 报价 10800 元/吨，环比下降 200 元/吨；铝合金 ADC12 平均报价 19500 元/吨，环比下降 100 元/吨。多晶硅现货价 N 型致密料平均报价 34.5 元/千克，N 型混包料平均报价 32.5 元/千克，日环比下降 0.5 元/千克，P 型菜花料报价 29.5 元/千克。下游 N 型硅片市场报价 0.9 元/片，下降 0.01 元/片，下游报价有所走弱。

【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。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。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】工业硅基本面供强需弱，建议关注卖出看涨期权，短期震荡区间：6800-7600。多晶硅基本面依然偏弱，关注产业整合进度，谨防剧烈波动，短期震荡区间：32000-35000。

## 铅：下游刚需拿货，供需双弱格局维持

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16980 元/吨，环比+0.21%，其中成交量 30240 手，而持仓量则减少 1547 手至 42057 手。现货端，1#铅锭均价为 16750 元/吨。

【产业表现】缅甸一个部落的居民游行抗议缅甸四星公司与中国合作伙伴在他们的家乡开采铅矿，认为该项目既不透明又会破坏环境。该项目为中缅公司的一个计划，在贝贡镇（Pekon）迪杰格村（Thi Kyeik）的河流上游建设一个大型铅矿开采项目，今年 2 月已开始安装重型机械。当地的巴东族人（Pradawng，缅甸克耶族的一个分支）指出，该项目并未征求他们的意见，他们担心采矿作业产生的有害化学物质会污染环境。数百名抗议的缅甸部落成员走上山坡，来到一个洞穴般的矿场，那里有一家与邻国人合资企业的巨型铣床，

准备在他们祖籍地的岩石上研磨铅矿。他们尝试封锁道路，阻止车辆通行，并威胁要扣押采矿设备。24岁的抗议领袖昆金敏楠（KhunKhone Min Naing）说：“我们没有任何用祖先的遗产换取金钱或财富的计划。”“这片土地是我们部落的尊严。”昆金敏楠说：“我们只是要求我们应该拥有的土著权利。”他要求推迟采矿计划，直到战争结束，由文职政府对其进行审查。除了健康风险，当地人还担心环境破坏，村民们表示，近年来采矿活动的增加导致了更多的洪水和泥石流，摧毁了整栋房屋。

【核心逻辑】上一交易日铅价向上探顶。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。现在主要看再生铅冶炼厂需要铅价涨到什么位置愿意出货和复产，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：消息扰动较多

【行情回顾】震荡盘整

【信息整理】1. 由于有报道称伊朗正寻求结束与以色列的敌对行动，国际油价周一下跌逾1美元。WTI原油最终收跌4.01%，报69.99美元/桶；布伦特原油收跌2.61%，报72.44美元/桶。

2. 周二亚市早盘，美国总统特朗普呼吁所有人撤离伊朗首都德黑兰，此前数小时他敦促伊朗领导人签署限制其核计划的协议，而以色列则表示将继续进行打击。

3. 统计局：5月份，70个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比下降，同比降幅继续收窄。

4. 1-5月固定资产投资累计同比3.7%（较前值回落0.3个百分点），其中基建、制造业、房地产投资增速全面下滑。

5. 6月16日受环保因素影响，临汾多个地区检查趋严。蒲县多数煤矿暂时正常生产，但部分坑口洗煤厂已经停产，目前涉及坑口洗煤产能870万吨，主产煤种为低硫肥煤、高硫肥煤以及高硫主焦煤，复产时间暂不确定。

【南华观点】近期中东冲突升级推高原油价格，带动具有能源属性的煤炭反弹；同时，煤矿因安全监察与顶库等原因减产，情绪与基本面共振下焦煤表现偏强。然而，传统淡季来临，在钢厂利润较好，铁水高供应下的钢材需求承接能力面临考验。建材端因钢坯出口分流暂无明显压力，但部分地区卷板材已现压力。目前，国内部分省份暂停国补政策，5月固定资产投资数据走弱；美国对家电钢制品加征关税，钢材直接出口端虽仍依靠以价换量支撑，但后续面临反倾销加剧压力，6-7月韩国可能对热卷、越南可能对宽卷加征反倾销

税。淡季钢材在高供应下基本面或承压，焦煤主要用于国内炼钢，情绪消退后仍将回归基本面计价。当前煤矿端库存仍处高位，价格已触及部分焦煤仓单成本之上，套保压力或逐步显现，盘面反弹空间预计有限，操作上维持反弹偏空建议。

## 铁矿石：地产维持弱稳

【盘面信息】09 合约减仓低位震荡。

【信息整理】央行发布数据显示，5 月末，社会融资规模存量同比增长 8.7%，M2 余额同比增长 7.9%，M1 余额同比增长 2.3%；前 5 个月，社会融资规模增量 18.63 万亿元，比上年同期多 3.83 万亿元；人民币贷款增加 10.68 万亿元。

2. 国家统计局表示，5 月份，70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比下降，同比降幅继续收窄。

3. 中国 5 月规模以上工业增加值同比增 5.8%，预期增 5.7%，前值增 6.1%。

4. 中国 5 月社会消费品零售总额 41326 亿元，同比增 6.4%，预期增 4.9%，前值增 5.1%。

5. 中国 1-5 月固定资产投资（不含农户）同比增 3.7%，预期增 4%，前值增 4%。

6. 中国 1-5 月房地产开发投资同比下降 10.7%。5 月份，房地产开发景气指数为 93.72【南华观点】短期铁矿石基本面预计供增需增，价格弹性预计维持在低位。

首先供应端，发运维持在高位。运价仍在季节性高位，且地缘冲突可能带高运价，运价占矿价的比重在高位。发运超季节性已经超过 300 万吨，比往年均值高。今年年初至今的发运缺口已经被补上，并且超过了 100 万吨。发运预计维持偏高水平，供应不缺，港口预计难以维持去库的趋势，开始小幅累库。

需求端，整体没有前期市场预期的那么悲观。钢厂生产利润再次短周期扩张，冷轧利润也开始低位回升，产业链矛盾没有进一步积累。利润和产量短期甚至有点小劈叉，也就是说钢厂短期有增产的空间。低产量下，五大材库存没有快速累积，库存整体走平，维持在低库存的水平。因此，预计铁水产量或维持在 240 万吨附近，短期难以崩塌，没有负反馈的条件继续累积。

黑色产业链内部强弱有所变化。期限结构上，螺纹钢和热卷的基差在走阔，螺纹钢和热卷的期限结构由 contango 转 back。焦煤的期限结构在走平，远月升水在收窄。铁矿石的期限结构在走平，远月贴水略回升。也就是说，前期铁矿一直压制焦煤的情况边际上有所改变，焦煤的供应过剩程度有所放缓，供应端开始有扰动，下跌有抵抗。而铁矿石供应开始增多，前期偏紧的供需基本面开始变松。

因此，在高供应的压力下，预计铁矿石上方空间有限，而需求端有支撑，下方空间可能也不大。短期还是维持区间操作的想法。

## 焦煤焦炭：焦煤供应扰动因素增多

【盘面回顾】双焦盘面偏强震荡

【信息整理】

1. Mysteel 煤焦：受环保因素影响，临汾多个地区检查趋严。据调研了解，蒲县多数煤矿暂时正常生产，但部分坑口洗煤厂已经停产，目前涉及坑口洗煤产能 870 万吨，主产煤种为低硫肥煤、高硫肥煤以及高硫主焦煤，复产时间暂不确定。另有煤矿表示近期同样有停产计划，后期不排除区域内因顶仓及环保因素被动或主动停产的煤矿数量增多，短期内临汾炼焦煤供应小幅缩减。

2. 统计局：5 月份，70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比下降，同比降幅继续收窄。

3. 外交部：中方对以色列袭击伊朗并导致军事冲突骤然升温深感担忧。

### 【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 800-900 车，监管区库存小幅堆积。近期海煤价格有所松动，但进口窗口仍难打开，海煤发运量维持偏低水平。需求端，本周铁水产量变化不大，但传统淡季来临，钢材表需疲软，负反馈或在酝酿。钢厂对焦炭连续提降，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：三轮提降于上周五全面落地，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，美国针对钢制家电的关税政策或压制后续家电出口，钢材间接出口受阻，叠加国内需求淡季，当前的高铁水难以长时间维持，黑色负反馈正在酝酿。钢厂对远月需求悲观，本月保守估计还有一轮提降，部分地区焦化厂厂内库存压力较大，存在暗降出货现象，焦炭尚不具备抄底条件。

### 【南华观点】

以伊冲突升级，市场不确定性增加，煤炭作为基础能源，短期价格波动或加剧。此外，近期国内动力煤坑口价格企稳反弹，考虑到焦煤和动力煤价格相关性较强，需注意坑口挺价对部分交叉煤种的连带影响，建议短期观望，等待风险情绪释放。中长期来看，美方宣布对钢制家电加征关税，或影响后续钢材间接出口，叠加传统淡季来临，钢材内需持续性不足，黑色系负反馈正在酝酿，煤焦下跌周期或仍未结束。操作层面，短期观望为主，前期高位空单可继续持有，关注做缩盘面钢厂利润的机会。

## 硅铁&硅锰：利润区间底部，关注减产扰动

【核心逻辑】成本利润端煤炭系继续弱势，铁合金电价成本端有继续下降的预期，锰矿港口库存累库以及预期澳矿发运恢复，上周锰矿报价 7 月报价有所下调；短期内铁合金成本支撑不足，仍有下移风险。硅铁内蒙产区利润-426.5 元/吨（-97.5）；宁夏产区利润-433 元/吨（-103）；硅锰北方大区利润-216.71 元/吨（+38.23），南方大区利润-567.01 元/吨（+51.07）。供应端硅铁生产企业周度开工率为 31.35%，环比上周-1.43%，硅铁周度产量为 9.51 万吨，环比-2.26%；硅锰生产企业周度开工率 35.3%，环比+0.27%；硅锰周度产量 17.34 万吨，环比+0.87%。铁合金产量处于历史同期偏低水平，但铁合金利润较差，尤其是硅铁利润处于利润区间底部，存在减产驱动，盘面存在减产扰动而反弹的可能性，硅锰利润有所好转，减产驱动相对硅铁不强。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；另一方面去五大材库速度缓慢，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。本周硅铁五大材需求量 1.96 万吨，环比-3.45%；硅锰五大材需求量 12.22 万吨，环比-2.86%。库存端本周硅铁企业库存 7 万吨，环比+3.24，硅铁仓单库存因 6 月注销规则逐渐注销中；硅锰企业库存 19.59 万吨，环比+4.98%；硅锰仓单 48.98 万吨，环比-3.03%；硅锰总库存 68.57 万吨，环比-0.87%，硅锰总库存虽仍处于去库趋势，但去库速度相比前期有所放缓。

【南华观点】硅铁利润处于利润区间底部，存在减产驱动，盘面存在减产扰动而反弹的可能性，硅锰利润有所好转，减产驱动相对硅铁不强。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。前期铁合金高库存高供应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小，但去库速度有所放缓。铁合金电价存在下调预期，以及南方丰水期到来，成本端仍存在下移预期；锰矿 7 月报价下调，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。但铁合金持仓量有所下降，部分资金已经离场，在估值过低的情况下易受到消息面的扰动，建议空单部分止盈离场，等待反弹布空的机会。

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

## 能化早评

### 原油：波动放大

【原油收盘】截至昨日收盘，NYMEX 原油期货 07 合约 71.77 跌 1.21 美元/桶，环比-1.66%；ICE 布油期货 08 合约 73.23 跌 1.00 美元/桶，环比-1.35%。中国 INE 原油期货主力合约 2508 涨 14.8 至 529.2 元/桶，夜盘跌 6.2 至 523 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，6 月 15 日讯，据伊朗塔斯尼姆通讯社：伊朗在日间向以色列的特拉维夫、海法及其他地区发射了数十枚导弹（最近几天，伊朗的袭击都发生在夜间或清晨），标志着“真实诺言-3”行动进入新阶段。二是，美“尼米兹”号航母驶向中东，大量加油机前往欧洲，给特朗普选择的空间。华尔街日报援引欧洲和中东官员的话报道称，伊朗寻求与美国和以色列会谈以结束敌对状态。③内塔尼亚胡不排除暗杀哈梅内伊的可能性，并表示杀死他将结束冲突。特朗普：伊朗希望达成协议，伊朗不与以色列签署协议是愚蠢的。会考虑前往中东。伊朗外长表示伊朗从未离开过谈判桌，但目前的重点是应对侵略。三是，贝森特：只要在谈判中表现出“诚意”，特朗普政府愿意将目前的 90 天关税暂停期延长至 7 月 9 日之后。四是，美国至 6 月 6 日当周 EIA 商业原油库存 -364.4 万桶，战略原油库存+23.7 万桶，原油产量增加 2.0 万桶至 1342.8 万桶/日，炼油厂开工率+0.9%至 94.3%，汽油库存+150.4 万桶，精炼油库存+124.6 万桶，取暖油库存+48.7 万桶。五是，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

【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，关税暂停可能继续延长；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。在库存端，美国库存去库，欧洲库存回升，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，短期伊朗和以色列冲突爆发，地缘风险提振，油价上涨波动率放大，近期重点关注伊朗局势。

### PTA-PX：跟随成本端波动为主

【PTA 观点】近期 PTA 装置重启停车交织，逸盛大化 225、独山能源 300 重启，嘉兴石化、台化 120 万吨停车，总体开工小幅提升，聚酯端开工略有小幅下滑至 90.9%，利润方面维持，供需上仍有略走弱。PTA 基差本周货回落在 200-230 附近，随着流动性好转整体期现及 9-1 偏反套。

【PX 观点】近期原油表现强劲，支撑石脑油涨幅明显，PXN 在一方面原料支撑，另一方面自身供需略有走弱的情况下压缩至 233 附近。供应上福海创一条 80 万吨已经开始检修，

月底计划另一条 80 万吨检修，福佳另一条 70 万吨推迟至 9 月。需求端 PTA 的开工提升，因此 PX 端总体供需仍尚可，但是边际去库减少，外加下游心态依旧不佳，PXN 估计震荡偏弱，PX 单边价格成本影响上涨。

## MEG-瓶片：地缘冲突主导，单边暂时观望

【库存】华东港口库至 61.6 万吨，环比上期减少 1.8 万吨。

【装置】天津 sabic42w 近期重启；河南永城两期共 40w 近期重启；海外方面，马来西亚石油 75w 近期重启失败，后续待定。

【观点】

近期乙二醇价格整体表现以宽幅震荡为主。基本面方面，供应端油煤双升，总负荷升至 66.26% (+6.24%)；其中，乙烯制方面天津 sabic 按计划重启；煤制方面河南永城两期按计划重启，部分装置提负，煤制负荷升至 68.43% (+8.67%)。效益方面，原料端原油、乙烯价格近期大幅反弹，动力煤价格小幅走弱，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，聚酯负荷小幅波动 90.9% (-0.2%)，近期传闻瓶片行业开会讨论减产，但暂无明确动态。近期受原料大涨影响，下游投机性备货需求提升，长丝产销良好，长丝库存大幅去化；但效益方面，受制于聚合成本抬升，长丝产品中 POY、FDY 现金流加工费再次压缩。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，后续宏观若无实质性利好，预计终端开工仍将陆续下滑。总体而言，近期绝对价格主要受地缘政治驱动，伊以冲突对乙二醇的影响主要为成本端与进口两方面，成本端原油价格大幅拉升，煤制利润虽有修复，但实际对供应能产生的额外增量较为有限；进口端，伊朗实际对中国市场的月均供应量在 6-8 万吨附近，后续需重点关注伊朗当地的装置运行与港口发运情况，若受地缘冲突波及，7 月之后进口存缩量预期。短期价格走势以地缘冲突驱动为主，单边暂时观望，主要关注后续局势演变。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，低位效益下或存减产计划，可关注瓶片盘面加工费逢低布多机会。

## 甲醇：地缘升温，甲醇偏强

【盘面动态】：周一甲醇 09 收于 2417

【现货反馈】：周一远期部分单边出货利买盘为主，基差 09+120

【库存】：上周甲醇港口如期票库，进口外轮卸货顺利，显性计入 26.53 万吨。江苏沿江主流区域社会库区提货略有减里，江浙整体下游刚需消耗稳健，外轮供应补充下库存积累。华南港口库存继续累库。广东地区主流库区提货里略有缩减，周内进口及内贸船只均有补充，集中到货下库存呈现累库。福建地区周内进口船只补充供应，下游消耗力度一般，库存止降转增。

【南华观点】：甲醇受地缘政治影响，上涨超出产业基本面，13 日凌晨以来，以色列大规模空袭伊朗，轰炸核设施和军事目标，造成大量人员伤亡。伊朗当晚动用弹道导弹、无人机发起反击，截至目前双方继续相互空袭。考虑到中国作为全球最大的甲醇消费国，年甲醇进口量达 1000 万吨以上。以 2024 年为例，甲醇进口量约 1350 万吨，约 60%来自伊朗地区。此次地缘冲突，对甲醇有两大利多因素，一是市场对伊朗甲醇供应量的担忧；二是原油暴涨带来甲醇下游的成本上移，进而抬高甲醇估值。具体来说伊朗地缘风险会影响伊朗甲醇供应，具体来看，一是此次冲突波及到伊朗甲醇主产区（Marjan、ZPC1#2#、Busher、Kimiya、Salaban），即阿萨鲁耶工业园区。二是双方交战过程中袭击到伊朗南帕尔斯气田，

即伊朗境内最主要的天然气供应地区。三是伊朗政府考虑限制海峡（伊朗霍尔木兹海峡）。截止目前伊朗甲醇发运量为 30 万吨（6 月船期多集中在下旬），后续高度关注伊朗发运进度。剔除突发事件影响外，甲醇基本面向上驱动阶段性走弱，西南气头供应恢复或取消检修，6 月进口到港高位，下游对高价抵触，但目前交易地缘风险为主。综上此次地缘冲突对甲醇影响较大，且后续有反复发酵的可能，建议观望为主。

## PP：关注中东局势带来的成本端扰动

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 733（+44）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7130 元/吨，华东现货价格为 7170 元/吨，华南现货价格为 7160 元/吨。

【基本面】供给端，本期 PP 开工率为 78.64%（+1.6%）。近期 PP 装置检修量有所回落，从检修计划看，未来几周检修量将延续下滑趋势，装置陆续回归。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，预计新增产能将达到 220 万吨。需求端，本期下游平均开工率为 50.01%（-0.4%）。其中，BOPP 开工率为 60.41%（0%），CPP 开工率为 57.63%（+0.25%），无纺布开工率为 37.15%（+0.12%），塑编开工率为 44.4%（-0.3%）。下游总体变化不大，企业补库仍偏谨慎，但是在较大宏观波动出现时，下游有一定的投机性补库意愿显现。库存方面，PP 总库存环比下降 3.89%。上游库存中，两油库存环比下降 3.01%，煤化工库存下降 8.51%，地方炼厂库存下降 1.18%。中游库存中，贸易商库存环比下降 4.27%，港口库存下降 2.71%。

【观点】近期以伊冲突给聚烯烃盘面带来较大不确定性。从基本面情况看，在不考虑地缘政治的情况下，PP 将呈现供增需弱格局：供给端多套装置预计投产带来供给的大幅增量，而需求端在传统淡季中下游以刚需补库为主，暂看不到需求增量的驱动。然而，若是中东局势持续恶化，将对 PP 的成本端造成多重冲击：除油价上涨强化 PP 成本支撑以外，甲醇和丙烷进口或将受阻。MTO 与 PDH 装置对原材料价格波动均较为敏感，若是在中东紧张局势下，原材料采购成本高出上线，装置停车的可能性将显著上升，从而导致 PP 供给的边际收缩。因此，若以伊冲突短期无法得到解决，PP 成本端以及开工情况或将受到较大影响，所以后续需重点关注中东局势对能源以及化工原料供应链的影响，尤其是甲醇及丙烷的价格波动以及其实际到港情况。

## PE：近期偏强，但上方压力依然存在

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7338（+80）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7290 元/吨，华东现货价格为 7350 元/吨，华南现货价格为 7480 元/吨。

【基本面】供给端，本期 PE 开工率为 79.17%（+1.76%）。近期装置检修量有所回落，但绝对值水平依然处于较高位，PE 集中检修期预计延续至 7 月中下旬。投产方面，LLDPE 新装置大部分已投产落地，下半年投产计划以 HDPE 和 LDPE 装置为主。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 39.3%（-0.39%）。其中，农膜开工率为 12.37%（-0.52%），包装膜开工率为 48.44%（-0.45%），管材开工率为 29.5%（-1.33%），注塑开工率为 53.33%（-0.72%），中空开工率为 38.68%（+0.59%），拉丝开工率为 32.43%（+0.66%）。在下游传统淡季中，企业仍是以刚需补库为主，但是在较大宏观波动出现时，可以看到下游有一定的投机性补库意愿。库存方面，本期 PE 总库存环比下降 0.52%，其中上游石化库存环比上升 2%，煤化工库存下降 18%，社会库存上升 1%。

【观点】近期以伊冲突给聚烯烃盘面带来较大不确定性。但从 PE 基本面情况来看，当前变化有限。虽然 PE 仍处于装置集中检修期中，但由于产量显著高于往年同期，叠加下游需求

处于传统淡季，供强需弱格局未见改善。但值得注意但是，目前 HD-LL 价差仍维持高位，且 HDPE 当前供需情况较好，库存持续低位，所以后续仍需关注是否有更多全密度装置发生转产，从而使 LLDPE 的供给压力得到边际缓解。此外，在中东局势持续紧张的情况下，除了油价上涨对 PE 形成较强的成本支持以外，PE 进口情况也可能受到扰动。中东是我国 PE 进口主要来源地之一，其中伊朗占比 9%。若冲突升级，一方面是源自伊朗的 PE 进口或将减少，另一方面是若战局导致航运受阻，中东货源的到港时间将存在较大不确定性。所以短期 PE 或将维持偏强运行，但在供给过剩压力未实质性缓解前，价格上行空间可能受限。

## PVC:去库延续

供应：本周开工率有一定提升，整体检修高峰结束，不过 6 月中下旬仍有一轮不小的检修计划，目前评估 6 月产量在 195 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：本周去库速度尚可，华东大约去库 1.2 万吨，华南小幅去库，厂库库存基本走平，待发小幅走强，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，二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，换言之，近端 PVC 较强的供需反馈其实修正了产业链利润，虽然绝对价格没有反弹，但是其估值已经有了明显的提升，暂时来看短期可以维持，后续注意观测出口的持续性已经投产兑现情况。

## 燃料油：受原油提振回升

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU09 报价 3276 元/吨。

【产业表现】供给端：进入 6 月份，俄罗斯高硫出口-122 万吨，伊朗高硫出口-41 万吨，在船加注市场，新加坡进口依然高位，加注市场供应充裕；在进料加工方面，6 月份中国+37 万吨，印度-6 万吨，美国+10 万吨，进料需求回升，在发电需求方面，沙特进口-23 万吨，阿联酋+24 万吨，埃及+14 万吨，有小幅提振。伊拉克-60 万吨，墨西哥出口-25 万吨，委内瑞拉+44 万吨，供应依然紧张；库存端，新加坡浮仓库存高位盘整，马来西亚高硫浮仓库存高位盘整，中东浮仓高位库存回升。

【南华观点】6 月份燃料油出口延续紧张，在进料需求方面，中国和美国进口增加，印度进口缩量，整体进料需求走强，埃及和阿联酋进口增加，提振发电需求预期，新加坡和马来西亚浮仓库存高位，新加坡市场供应端紧张的格局缓和，短期交割品依然偏少，裂解依然强势。

## 低硫燃料油：裂解偏弱

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU08 报价 3874 元/吨。

【产业表现】供给端：6 月份科威特出口环比-33 万吨，阿联酋进口-25 万吨，中东供应+4 万吨，巴西-70 万吨，西北欧市场供应-47 万吨，非洲供应环比持-14 万吨，6 月份海外供应缩量；需求端，6 月份中国进口-3 万吨，日韩进口+6 万吨，新加坡-64 万吨，马来西亚进口-15 万吨；库存端，新加坡库存+113 万桶；ARA-1 万吨，舟山+4 万吨。

【南华观点】6 月份短期海外市场供应低位，整体出口萎靡，市场整体需求表现不佳，6 月份国内低硫供应略有增加，目前内外价差依然高位，低硫裂解略微疲软，短期裂解驱动依然向下。

## 沥青：跟随成本，震荡偏强

【盘面回顾】BU09 收于 3667 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3800 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-5.4%至 27.7%，华东+7.8%至 46.3%，中国沥青总的开工率+0.2%至 31.5%，山东沥青产量-2.5 至 14.4 万吨，中国产量+1 万吨至 54.9 万吨。需求端，中国沥青出货量-2.36 万吨至 27.2 万吨，山东出货-1 万吨至 7.4 万吨；库存端，山东社会库存+0 万吨至 13.8 万吨和山东炼厂库存-0.1 万吨为 17.4 万吨，中国社会库存+0.8 万吨至 53.5 万吨，中国企业库存+0.6 万吨至 52.6 万吨。

【南华观点】沥青供需端稍显颓势，产量同比增长 30.4%，需求同比增长 28.6%，库存端环比变动不大，需求体现出一定的梅雨季节特征。最大的变量是伊以冲突引起的地缘溢价，油价大幅上涨沥青裂解走弱，基差走弱，盘面大幅修复贴水，绝对价格高位。市场理解伊朗报复的烈度有限，盘中随着原油价格回落沥青涨幅收窄，目前尚难给出冲突结束的结论，后续需持续关注双方军事进展。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，目前初步有一些苗头，短期建议月差正套离场；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。

## 尿素：现货好转

【盘面动态】：周一尿素 09 收盘 1721

【现货反馈】：周末国内尿素行情转向，主产区价格稳中上探，涨幅 10-20 元/吨，大颗粒情绪好于小颗粒，主流区域中小颗粒价格参考 1600-1720 元/吨。情绪带动，农需跟进。短线国内尿素行情稳中偏强。

【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：短期尚无明显驱动

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1174，1.56%

【基本面信息】

本周纯碱库存 168.63 吨，环比周一+0.80 万吨，环比上周四+5.93 万吨；其中，轻碱库存 81.13 万吨，环比周一-1.62 万吨，环比上周四+2.13 万吨，重碱库存 87.50 万吨，环比周一+2.42 万吨，环比上周四 3.80 万吨。

### 【南华观点】

随着检修影响的减弱，纯碱产量逐步恢复至 70 万吨上方，虽然 6 月-7 月检修预期尚存，但影响偏小，供应端预计高位徘徊。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，光伏玻璃自身价格下降，处于持续亏损状态，有堵窑口预期，预计在产日熔量下降，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。目前检修对盘面的影响非常弱，且成本下行同样支撑不足。盘面价格逐步下行至 1160 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减产或库存的进一步累积。此外，虽然地缘政治风险对玻璃纯碱产业链影响弱，但警惕整体大宗盘面波动性增加的风险。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 980，0.41%

### 【基本面信息】

截止到 20250612，全国浮法玻璃样本企业总库存 6968.5 万重箱，环比-6.9 万重箱，环比-0.10%，同比+19.86%。折库存天数 30.8 天，较上期-0.5 天。

### 【南华观点】

供应端保持点火与冷修并存的状态，虽然低价之下冷修传闻增加，但未得到证实，且随着 5 月底 6 月初点火产能的释放，7 月初浮法玻璃日熔有回升至 16 万吨以上的预期。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。目前 09 盘面价格平水湖北低价现货，煤制气产线尚有利润，市场或等待现货继续降价。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，尚无明确驱动。

## 纸浆：弱势震荡

【盘面回顾】截至 6 月 16 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘上涨 32 元至 5274 元/吨。夜盘下跌 78 元至 5196 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6135 元/吨，河北俄针报 5275 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4110 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。技术上看，夜盘期间小级别均线系统向下发散，价格重心偏下倾斜。昨日山东木浆市场针叶浆意向成交价格区间为 5250-6750 元/吨，进口针叶浆贸易商疲于调价，实际成交氛围清淡。阔叶浆意向成交价格区间为 4080-4200 元/吨，进口阔叶浆市场供应尚可，下游逢低询盘延续。从盘面持仓变化来看，07 合约持仓量减少，09 合约持仓量增加，主力合约面临更替。从近几年统计来看，主力合约更替期间，盘面价格维持震荡的概率较高。纸浆短期基本面需求端偏淡，供应端信息驱动乏力，预计短期价格弱势震荡为主。

## 烧碱：近端矛盾有限

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2276，0.57%

### 【基本面信息】

本周烧碱产量 79.05 万吨，环比-2.4 万吨，环比-2.95%，产能利用率 80.93%，环比-2.54%；本周烧碱损失量 319 万吨，检修企业主要集中于华北、华南、东北地区。全国 20 万吨及以上固定液碱样本企业厂库库存 40.53 万吨(湿吨)，环比+6.07%，同比+6.11%。

### 【南华观点】

烧碱近端矛盾有限，主要依赖于检修支撑以及碱厂库存转移，但并不意味着下游需求有实质性增加。周内二轮降低采购价，现货处于下跌通道，但盘面仍处于大贴水状态。中期看，偏弱预期持续，在于检修集中复产+新产能逐步投放，供应端压力将明显增加，即使需求有增量，也难以扭转过剩格局。

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）提供。

## 农产品早评

### 生猪:低位震荡

[期货动态]LH2509 收于 137980，日环比-0.07%。

[现货报价]全国生猪均价 14.12 元/公斤，+0.1 元/公斤，其中河南、湖南、辽宁、四川、广东五省生猪均价分别为 14.3、13.94、14.08、13.89、15.54/公斤，分别 +0.11、+0.05、+0.07、+0.03、+0.14/公斤[现货情况]

北方区域窄幅走强。集团企业猪价有稳有强,幅度有限。社会猪整体变动有限，部分低位略涨，二育情绪稍有增多，补栏积极性尚可，短时支撑猪价。屠企反馈近期收储，部分企业有少量分割增量。南方市场价格走势偏强,部分市场反馈近几日二次育肥进场情绪有所提升;也有因天气原因出栏量减少,周末消费稍好转,支撑价格上调。

### 油料：外盘修复

【盘面回顾】外盘美豆油延续炒作走强，但油粕比走强限制美豆涨幅，内盘跟随震荡。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，巴西贴水表现坚挺，内盘跟随外盘走强，远月榨利小幅走弱，远月巴西贴水较高。到港方面看，6 月后续预估 1100 万吨，7 月 1150 万吨，8 月 950 万吨，二、三季度供应仍偏充裕，四季度关注中美谈判情况。

对于国内豆粕，近期中美和谈预期下国内豆粕跟随外盘走强，逻辑在于即使和谈后四季度缺口被填补，但美豆出口预期走强下美豆将带领国内盘面从估值角度走升；国内自身情况基本明牌，目前油厂大豆原料库存不断回升，豆粕库存同样在稳定开机预期中不断修复，后续大豆集中到港压力对三季度豆粕价格形成压制。从需求端来看，下游继续以执行前期合同为主，备货积极性不佳，基差继续维持弱势。

菜粕端来看，6 月现货供应压力仍存，下游需求不及预期，后续库存去化表现艰难；远月供应端虽存在部分缺口，但需求刚性有限，叠加近期中加持续会面，盘面表现弱势，后续关注中加贸易关系为主。

【后市展望】外盘供应端随着逐渐进入美豆种植关键期，市场对于天气影响敏感度增强。需求端由于生柴政策支撑美豆油需求，美豆将提升自身年度压榨需求增量，新作库存有望进一步走低；内盘处于弱现实强预期格局中，近月供应压力使得 M09 盘面反弹缺乏持续动力，但外盘走强背景下难以单独空配近月，故在远月多头逻辑未证伪前提下，选择多配远月合约更为合适。

【策略观点】远月多配。

### 棉花：承压运行

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅收涨，美元偏弱。隔夜郑棉小幅下跌。

【外棉信息】4月泰国棉花进口量约1.0万吨，环比略减5.7%，同比增加13.6%。

【郑棉信息】上周新疆气温适宜，新棉生长进度加快，全疆棉花基本均已现蕾，整体长势良好，短期在本周末的小幅降温后，本周或有进一步的升温。5月份，服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额为1225亿元，同比增长4.0%，环比增长12.59%。目前下游正处于传统的消费淡季，纱布厂新增订单不足，上周纱布厂整体负荷略有回升，但对原料的采购积极性不高，成品维持累库状态。

【南华观点】当前棉价受中美政策变动影响较大，短期棉价受油价影响小幅反弹，但在需求淡季下，随着政策预期暂时减弱，棉价反弹驱动或随之弱化，上方关注13600附近的压力情况，但本年度由于棉花进口配额发放量偏少，疆棉去库速度较快，棉价下方空间暂有缩窄，关注13000附近支撑情况，继续关注后续中美政策进一步的调整情况。

## 白糖：关注5600一带支撑

【期货动态】国际方面，ICE原糖期货周一收高逾2%，从四年低位反弹。

昨日夜盘，郑糖横盘震荡，整体变化不大。

【现货报价】南宁中间商站台报价6080元/吨。昆明中间商报价5750-5920元/吨。

【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，6月前两周出口糖153万吨，日均出口15.3万吨，较上年6月减少4%。

2.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。

3.Unica数据显示，巴西中南部5月下旬压榨甘蔗4785万吨，同比增加5.47%，产糖295万吨，同比增加8.86%，制糖比51.85%，去年同期为48.2%。

【南华观点】短期郑糖价格跟随外盘，不过短期受前低支撑，关注5600支撑力度。

## 苹果：维持震荡

【期货动态】苹果期货昨日震荡，短期走势挣扎。

【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12日，全国主产区苹果冷库库存量为127.46万吨，环比上周减少10.74万吨，走货较上周放缓，处于近五年低位。

【南华观点】短期保持震荡思路对待。

## 红枣：环割工作展开

【产区动态】目前南疆灰枣枣树处于盛花期，高温易引起落花现象，但红枣属于无限花序，当前影响尚有限，近日枣农根据开花进度陆续展开环割工作，枣树将逐步进入坐果期，后续若出现持续的高温天气，易导致落果现象的发生，将影响最终产量，需重点关注坐果期高温天气情况。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货1车，河北崔尔庄市场到货4车，下游购销氛围清淡，零星成交，现货价格暂稳。

【库存动态】6月16日郑商所红枣期货仓单录得8179张，较上一交易日减少70张。据统

计，截至 6 月 12 日，36 家样本点物理库存在 10693 吨，周环比减少 15 吨，同比增加 69.51%。

【南华观点】当前下游销区供应充足，处于消费淡季，产区天气影响暂有限，短期红枣价格或维持低位震荡，关注后续南疆气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）、戴鸿绪（Z0021819）、陈嘉宁（Z0020097）及助理分析师靳晚冬（F03118199）提供。

## 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。