

金融期货早评

人民币汇率：以不变应万变

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1868，较上一交易日下跌 30 个基点，夜盘收报 7.1900；人民币对美元中间价报 7.1761，较上一交易日调贬 15 个基点。

【重要资讯】1) 2025 陆家嘴论坛在上海举行，央行、金融监管总局、证监会、外汇局等部门发布多项金融举措，助力高水平开放。央行将推出 8 项政策举措支持上海国际金融中心建设，包括设立数字人民币国际运营中心、“先行先试”结构性货币政策工具创新等。金融监管总局将支持外资机构参与更多金融业务试点。证监会将在科创板设置科创成长层，同时推出 6 项更具包容性、适应性的改革措施。外汇局将在全国实施支持科研机构吸引利用外资、扩大科技型企业跨境融资便利等政策。2) 美联储公布 6 月利率决议，将基准利率维持在 4.25%-4.50% 不变，连续第四次会议按兵不动，符合市场预期。

【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，窄幅运行的状况较难在短期内出现改变。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：美联储偏鹰，市场走势承压

【市场回顾】昨日股指除沪深 300 指数收涨外，其余股指均收跌。从资金面来看，两市成交额减少 161.46 亿元。期指方面，IF、IC 放量上涨，IH、IM 缩量上涨。

【重要资讯】1、央行将推出 8 项政策举措支持上海国际金融中心建设，包括设立数字人民币国际运营中心、“先行先试”结构性货币政策工具创新等。金融监管总局将支持外资机构参与更多金融业务试点。证监会将在科创板设置科创成长层，同时推出 6 项更具包容性、适应性的改革措施。外汇局将在全国实施支持科研机构吸引利用外资、扩大科技型企业跨境融资便利等政策。2、今日凌晨，美联储公布 6 月利率决议，将基准利率维持在 4.25%-4.50% 不变，连续第四次会议按兵不动，符合市场预期。美联储表示，对前景的不确定性已减弱，但仍然处于较高水平。美联储将 2025 年 GDP 预估下调至 1.4%，同时将通胀预期上调至 3%。另外，美联储点阵图显示，2025 年预计将降息两次共 50 个基点，与三月份预期一致，但 2026 年预计仅将降息 25 个基点，而此前预测为降息 50 个基点。3、美联储主席鲍威尔表示，维持当前利率水平是适当的；当前的货币政策已略微收紧，仍适度具有限制性；加息并非基本预期；当有信心通胀正在下降时会降息。4、美国总统特朗普就当前伊以冲突表示，美国不是在寻求停火，美国寻求的是“彻底的胜利”，也就是“伊朗没有核武器”。

【核心观点】凌晨公布的美联储议息决议，保持当下利率不变基本符合预期，但点阵图显示调降 2026 年降息次数，同时，鲍威尔发言偏鹰派，美股回落，美元指数上涨，叠加中东紧张局势带来避险情绪升温，预计今日股市走势承压。本周重磅信息基本落地，在市场今

日反应 FOMC 决议“偏鹰”之后，预计股市重回震荡格局，短期股市破局仍待超预期增量信息入场。

【策略建议】持仓观望。

国债：小作文证伪

【行情回顾】国债期货开盘冲高，但随着陆家嘴论坛开幕转头回落，随后偏弱运行，午后价格震荡走升，尾盘 TS、TL 收涨，TF、T 小幅收跌。公开市场到期 1640 亿 7 天期逆回购，央行新做 1563 亿，日内净回笼 97 亿。

【重要资讯】：1.2025 年陆家嘴论坛开幕式上，央行行长潘功胜宣布将在上海设立数字人民币国际运营中心。推进数字人民币的国际化运营与金融市场业务发展，服务数字金融创新。

【核心逻辑】潘行长在论坛开幕致辞中宣布了包括设立银行间市场交易报告库、推进外汇期货等创新政策举措，同时也意味着小作文的落空，债市盘中因此走弱。但正如我们此前的观点，当下对于货币政策加码的交易可以类比以往的降息交易，只要没落地，永远可以往后预期，直到流动性收紧。因此市场整体并不沮丧，下午随着地缘矛盾的消息不断流传，避险情绪下多头再次蠢蠢欲动。

具体操作上，近期宽松趋势不改，但逻辑上也缺少足以推动利率突破下台阶的增量，更多需要依靠市场力量。从期货长端价格来看已经突破此前的震荡区间，支压转换位可以作为新的试多机会。

【投资策略】：轻仓试多

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：地缘政治风险抬升小幅利多市场情绪

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格高开后至高位震荡回落。截至收盘，EC 各月合约价格均涨跌互现。

【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\$1705，较同期前值上涨\$25，40GP 总报价为\$2870，较同期前值上涨\$50。7 月初，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$2235，较同期前值回落\$300，40GP 总报价为\$4045，较同期前值回落\$600。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。7 月初，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$2435，较同期前值上涨\$300，40GP 总报价为\$3835，较同期前值回升\$400。

【重要资讯】：当地时间 17 日，以伊冲突扩大化的风险进一步加剧。两国都向对方平民发出警告，以色列国防部长卡茨威胁对伊朗首都德黑兰发起“重大”打击，警告当地平民撤离“以保生命安全”；伊朗武装部队总参谋长穆萨维敦促以色列民众、特别是特拉维夫市和海法市居民撤离以保证安全。也门胡塞武装表示，将出手支援伊朗。美军继续向中东增兵。特朗普在白宫召集国家安全团队，讨论一系列选项，包括加入以色列对伊朗的空袭。

【南华观点】：如此前预期，马士基 7 月初开舱报价上行，叠加以伊冲突升级，导致地缘政治风险增加，利多市场情绪，昨日近月合约价格有所回升。后有所震荡回落，一方面在于部分船司欧线现舱报价的回落，另一方面可能来自于 7 月船司宣涨落地的不确定性。对于后市而言，期价短期以震荡为主的可能性相对较大，后续可继续关注其余船司是否跟进发布 7 月涨价函，以及以伊冲突的后续发展。

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：美联储维持利率不变 贵金属高位震荡

【行情回顾】周三贵金属市场整体震荡整理，周边美指与 10Y 美债收益率震荡偏强，美股与比特币震荡，南华有色金属指数上涨。美联储利率决议后贵金属市场先小涨后下跌，因降息前景仍缺乏时间信号且降息节奏预期趋缓。最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3386.4 美元/盎司，-0.6%；美白银 2507 合约收报于 36.76 美元/盎司，-1.05%。SHFE 黄金 2508 主力合约收报 785.42 元/克，-0.21%；SHFE 白银 2508 合约收 9045 元/千克，+2.35%。

【降息预期与基金持仓】据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 7 月维持利率不变的概率为 89.7%，降息 25 个基点的概率为 10.3%；美联储 9 月维持利率不变的概率为 31.7%，累计降息 25 个基点的概率为 61.7%，累计降息 50 个基点的概率为 6.7%；美联储 10 月维持利率不变的概率 15.4%，累计降息 25 个基点的概率为 46.3%，累计降息 50 个基点的概率为 34.9%，累计降息 75 个基点的概率为 3.4%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 1.43 吨至 947.37 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 87.64 吨至 14763 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 14 吨至 1229 吨；截止 6 月 13 日当周的 SGX 白银库存周增 59.6 吨至 1378.9 吨。

【本周关注】周四凌晨召开的美联储 6 月 FOMC 会议，连续第四次维持为 4.25%-4.5%基准利率不变，点阵图利率中值仍预计美联储年内将降息 2 次，但上调 26 年和 27 年利率中值，且 7/19 官员认为 25 年维持利率不变；鲍威尔讲话则仍然维持了继续等待观望的态度，主要基于对通胀前景的不确定性，而经济上尚无迫切降息需求。事件方面，接下来关注周四 19:00，英国央行将公布利率决议。

【南华观点】中长线或偏多，短线整体高位震荡，我们仍将短线回调视为中长期做多机会。

铜：震荡为主

【盘面回顾】沪铜指数在周三稳定在 7.85 万元每吨，成交 11 万手，持仓 54 万手，上海有色现货升水 180 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。基本面上，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：美联储公布利率决议

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20680 元/吨，环比+1.35%，成交量为 14 万手，持仓 20 万手，上海有色现货升水 190 元/吨，伦铝收于 2546.5 美元/吨，环比-0.16%，成交量为 61.7 万手，持仓 0 手；氧化铝收于 2920 元/吨，环比+2.31%，成交量为 46 万手，持仓 30 万手；铸造铝合金收于 19730 元/吨，环比+0.95%，成交量为 7319 手，持仓 9124 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，持货商惜售情绪较强，下游畏高维持刚需采购，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，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，长期停产风险存疑，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。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。绝对价格方面，考虑到目前可交割的铝合金品牌均为业内头部厂商，开工率较高，销售情况尚可，当前价格虽已超过保太价格但厂商来说仍偏低交割意愿不强。总的来说短期铝合金或将震荡偏强，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：震荡偏强

镍，不锈钢：维持宽幅震荡走势

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 118480 元/吨，下跌 0.42%。不锈钢主力合约日盘收于 12525 元/吨，上涨 0.12%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 120925 元/吨，升水为 2600 元/吨。SMM 电解镍为 119825 元/吨。进口镍均价调整至 1188255 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27615 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 7647.73 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 925 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-7.45%。纯镍上期所库存为 25693 吨，LME 镍库存为 204936 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，11.8 试探驻底，日内空头资金仍有加仓，博弈仍存。印尼矿端基准价动态调整有一定下调，主要受整体镍产业链疲软走势影响，关注后续升贴水是否上调。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，镍铁链路矛盾短期难以缓解，后续或导致部分铁厂减产缓解压力。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，不断有低价询价趋势，成交一般。硫酸镍方面日前价格偏低企稳，镍盐仍然维持以销定产走势，目前硫酸镍和纯镍价差在不断扩大，后续或打开纯镍转产硫酸镍空间。目前镍价绝对价格偏低，可适当卖看跌。宏观层面关注伊以冲突对避险情绪的影响和美英关税协议对终端需求的影响。

锡：短期触顶

【盘面回顾】沪锡指数在周三小幅回落，报收在 26.4 万元每吨，成交 8.5 万手，持仓 5 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，在短期内或继续保持稳定。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:交割月临近，仓单大幅流出

【行情回顾】昨日碳酸锂期货震荡走低，主力合约 LC2509 收于 59880 元/吨，日环比上涨 0.03%，持仓量 30.68 万手，日环比减少 450 手；LC07-09 合约月差再度走强，继续维持 back 结构；仓单数量总计 29967 手，日环比减少 1746 手。

锂矿端价格今日暂稳，SMM 澳洲锂辉石 6%CIF 日均报价 610 美元/吨。锂盐市场报价平稳，SMM 电碳日均报价 60450 元/吨，与昨日相同；电氢日均报价 64570 元/吨，日环比下降 250 元/吨；其中工电碳价差 1600 元/吨，电池级碳氢价差 4120 元/吨，日环比下跌 250 元/吨；市场基差报价整体维稳，碳酸锂四料综合基差日均报价 87.5 元/吨，与昨日环平。下游材料端三元材料报价走弱，SMM 动力型磷酸铁锂日均报价 30370 元/吨，与昨日相同；动力型三元材料 143120 元/吨，日环比下降 180 元/吨；六氟磷酸锂报价 52250 元/吨，较昨日下降 100 元/吨。

【产业表现】锂电产业链现货市场报价整体较稳，价格未出现显著下降。供给端，锂矿与碳酸锂价格暂稳，6 月份部分锂盐企业停产技改降低成本，贸易商环节表现一般，市场情绪不佳。需求端，下游材料厂刚需采购碳酸锂，产品出货价格有所走弱，整体需求未见明显好转迹象。终端市场，储能端有所平稳，而近期国家出手整改车企乱象或将对新能源汽车及动力电池市场有所影响。

【南华观点】中长期基本面仍然偏空，然而仓单数量大幅减少和 LC2507 合约高持仓量成为焦点，预计近期将处于震荡状态，建议逢高布空或卖出看涨期权。短期震荡区间：59000-63000。

工业硅&多晶硅:工业硅出货有所增加，多晶硅较弱

【行情回顾】昨日工业硅期货高位震荡，主力 SI2509 合约收于 7425 元/吨，日环比上涨 65 元/吨，持仓量约 31.77 万手，日环比减少 1130 手；工业硅月差呈 back 结构，日环比相同；仓单数量 55620 手，日环比减少 448 手。

昨日多晶硅期货午后下杀，主力合约收于 33370 元/吨，日环比下降 640 元/吨，持仓量大约 3.04 万手，日环比下降 1.3 万手；多晶硅月差呈 back 结构，日环比有所走弱，仓单数量 2600 手，暂无新注册仓单。

现货市场报价整体较为平稳，新疆地区出厂价报通氧 553# 平均报价 7600 元/吨，421# 平均报价 8000 元/吨。下游有机硅 DMC 报价 10700 元/吨，报价平稳；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 34.5 元/千克，N 型混包料平均报价 32.5 元/千克，P 型菜花料报价 29.5 元/千克。下游硅片市场平稳，N 型 G12-210 硅片价格 1.25 元/片，电池片与组件市场整体平稳。

【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。需求端表现有所好转，贸易商出货量有所起色，有机硅市场开工率仍维持高位，铝合金市场仍处于淡季。多晶硅市场产量有所增加，下游硅片及电池片市场排产下降，刚需采购为主。

【南华观点】工业硅需求端有所好转，但库存高位有所压制，预计后市高度有限，建议关注卖方期权，近期震荡区间：7200-7650。多晶硅基本面供强需弱，但需要关注上游产业自律情况，建议关注卖看涨期权，短期强阻力位：34000。

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：煤矿复产

【行情回顾】震荡盘整

【信息整理】1. Mysteel 统计 523 座炼焦煤矿山周度产销情况，本期样本煤矿原煤日产环比增加 1.8 万吨，煤矿产量经过数周减产之后，本周开始拐头向上，山西吕梁、晋中等地复产最为明显。本周精煤库存 499.1 万吨，环比增加 13.1 万吨。本周煤价虽然依旧延续下跌，但随着煤价低位，市场成交有所回暖，煤矿签单有所好转，但由于焦炭第四轮提降预期较强，成交改善有限，整体库存依旧上移。预计下周煤矿产量延续复产惯性，小幅增加，库存依旧维持高位。

2. 本周，全国 110 家洗煤厂开工率为 61.34%，较上期增 3.95 个百分点；日均产量 50.99 万吨，增 3.2 万吨；原煤库存 326.36 万吨，减 9.77 万吨；精煤库存 237.39 万吨，减 14.08 万吨。

3. 美联储 6 月议息-连续第四次维持利率不变，点阵图显示今年降息两次，但预计今年不降息的官员人数升至 7 位，明年的降息预期被削减至 1 次。鲍威尔继续高呼不确定性，目前的经济情况适合观望。他还预计未来几个月会有关税驱动的通胀上升。

4. 特朗普称伊朗已与美国取得联系

【南华观点】从基本面看，近期钢材在高供应下仍维持去库状态，自身矛盾尚不显著。上半年因焦煤端持续让利，市场走成本崩塌逻辑，叠加整体预期悲观，钢价下行。前段时间煤矿减产，叠加同为能源属性的原油因地缘冲突（中东局势）上涨形成共振，焦煤端顺畅让利的逻辑暂停。当前钢厂利润较好，钢材整体库存不高，高铁水有望维系一段时间，原

料成本端或有一定支撑，故黑色系整体矛盾未显，下跌遇阻，但上涨亦缺乏明显驱动。盘面上涨后钢材表现为收基差，下游对钢材高价接受度不足。宏观层面，昨日陆家嘴论坛未释放超预期利好，海外美联储维持利率不变，暗示降息预期放缓，整体宏观氛围不算乐观。综合来看，近期黑色市场矛盾不突出，或以震荡盘整为主，后续关注淡季钢材累库情况，操作上暂不建议抄底，仍以逢高套保为主。

铁矿石：宏观利好不足

【盘面信息】09 合约在陆家嘴会议通稿出来后跳水，后缓慢回升。07 合约期权到期，结算价为 722.5。

【信息整理】1. 有记者提问，据报道，欧盟委员会主席 16 日在 G7 峰会期间指责中国无视全球贸易规则，提供大量补贴扶持本国企业，表示中国将稀土主导地位“武器化”，并向全球市场转移“过剩产能”。“我们注意到有关报道，对有关言论罔顾事实、充满偏见和双重标准，表示强烈不满和坚决反对。”郭嘉昆表示，中国的产业补贴政策坚持开放、公平、合规的原则，严格遵守世贸组织规则。2. 海关总署最新数据显示，2025 年 5 月，中国钢铁板材出口量为 633 万吨，同比下降 1.0%；1-5 月累计出口量为 3039 万吨，同比下降 0.5%。5 月，中国钢铁棒材出口量为 180 万吨，同比增长 53.5%；1-5 月累计出口量为 751 万吨，同比增长 49.3%。

【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。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。

焦煤焦炭：上游矿山增产累库

【盘面回顾】双焦盘面震荡运行

【信息整理】

1. 2025 陆家嘴论坛开幕，央行宣布八项重磅金融开放举措。
2. 潘功胜：未来可增加常态化 SDR 发行并扩大发行规模。
3. 上期所、大商所：扩大合格境外投资者参与商品期货、期权交易范围，自 2025 年 6 月 20 日起生效。
4. 中国 4 月份减持美债，英国、日本增持。外国投资者的美国国债持有量接近纪录高位。
5. 海关总署最新数据显示，2025 年 5 月，中国进口煤及褐煤 3604 万吨，同比下降 17.7%；

1-5 月累计进口 18867 万吨，同比下降 7.9%。

【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）及助理分析师张浚（F03118257）、陈敏涛（F03118345）提供。

能化早评

原油：冲突继续，波动放大

【原油收盘】截至昨日收盘，NYMEX 原油期货 07 合约 75.14 涨 0.30 美元/桶，环比+0.40%；ICE 布油期货 08 合约 76.70 涨 0.25 美元/桶，环比+0.33%。中国 INE 原油期货主力合约 2508 涨 24.5 至 545.1 元/桶夜盘涨 19.2 至 564.3 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，伊以冲突继续，伊朗高级官员表示，如果美国介入对抗，伊朗将可以选择攻击海上目标和敌人阵地。美国直接介入意味着真主党将采取行动。美国对前线的任何直接干预都将对敌舰造成前所未有的威胁。二是，美“尼米兹”号航母驶向中东，美军将向中东派遣战斗机。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 日除却战略储备的商业原油库存减少 1147.3 万桶至 4.21 亿桶，降幅 2.65%，美国战略石油储备（SPR）库存增加 23.0 万桶至 4.023 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，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随地缘驱动上行为主。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供应端两方面，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 7-10 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，操作上单边暂时观望，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】：周三甲醇 09 收于 2522

【现货反馈】：周三远期部分单边出货利买盘为主，基差 09+265

【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 7214 (+89)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7180 元/吨，华东现货价格为 7240 元/吨，华南现货价格为 7250 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：关注地缘局势对进口端的影响

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7418 (+101)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7350 元/吨，华东现货价格为 7420 元/吨，华南现货价格为 7550 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%。目前据传伊朗的聚烯烃装置已出现大规模停

工，未来进口量预计缩减，带来 PE 供给端的边际减量。

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 3333 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：跟随成本波动

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU08 报价 3921 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 3695 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】：周三尿素 09 收盘 1772

【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】：受地缘政治影响，国际尿素价格大幅上涨，市场对于中国出口形成一定预期，对市场投机情绪带来一定提振，因此下半周尿素现货成交有所好转，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。预计现货后续早现震荡承压的状态。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：陷入震荡

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1170，0.95%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 170.95 万吨，环比上周四+2.32 万吨；其中，轻碱库存 81.88 万吨，环比上周四+0.75 万吨，重碱库存 89.07 万吨，环比上周四+1.57 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 980，0.62%

【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：主力合约更替

【盘面回顾】截至 6 月 18 日：纸浆期货 SP2509 主力合约收盘上涨 14 元至 5228 元/吨。夜盘上涨 40 元至 5268 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6100 元/吨，河北俄针报 5270 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4110 元/吨。

【核心逻辑】昨日纸浆期货 09 主力合约价格震荡走势，持仓量增加，以多头增仓占优，主力合约完成 07 至 09 的替换。技术上看，09 合约日 K 线收阳线实体，布林带上下轨收窄，中轨平移，价格重心持平。昨日进口木浆现货市场价格稳定，个别牌号货源价格略有下行，下游签单积极性欠佳，进口针叶浆贸易商疲于调价；进口阔叶浆市场需求依旧偏弱，下游原纸企业逢低询单，需求端难有明显放量。短期纸浆基本面供需驱动僵持，供应端浆厂停机检修等利多情绪释放，外盘报价相对稳定，欧洲纸浆库存小幅调降。需求端淡季偏弱驱动，成品纸价格稳定，纸厂主动原料补库意愿不足，预计短期纸浆价格持稳为主。

烧碱：格局不变

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2298，1.1%

【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。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)、胡紫阳(Z0018822)提供。

农产品早评

生猪:低位震荡

[期货动态]LH2509 收于 13835，日环比+0.14%。

[现货报价]全国生猪均价 14.22 元/公斤，-0.01 元/公斤，其中河南、湖南、辽宁、四川、广东五省生猪均价分别为 14.38、13.94、14.04、13.87、15.54/公斤，分别+0.07、+0.00、-0.04、-0.10、+0.00 元/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：情绪走强

【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，内盘高位震荡。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，巴西贴水表现坚挺，内盘较外盘情绪偏强，远月榨利小幅走强，远月巴西贴水较美豆偏高。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，近期豆粕北方现货基差有所企稳，但整体开机率偏高背景下供应压力仍存；国内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，同时生猪存栏需求走弱，预计后续基差将继续维持弱势。

菜粕端来看，6 月现货供应压力仍存，预计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。盘面近期跟随豆粕表现修复，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，部分多头布局天气炒作使得盘面超预期走强，但认为近月供应压力仍将在后续压制盘面上涨幅度；而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。

玉米&淀粉：震荡偏强

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收高，受大豆等期货提振。

大连玉米淀粉收涨。

【现货报价】玉米：锦州港：2340 元/吨，+0 元/吨；蛇口港：2530 元/吨，+10 元/吨；哈尔滨报价 2220 元/吨，+0 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2700 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2900 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】玉米东北现货价格偏强，产区贸易商库存偏低。华北玉米价格继续维持偏强运行，华北玉米深加工企业早间到货量维持低位，部分企业继续提价收购，但主流价格保

持稳定。销区港口贸易商挺价心态较浓，但玉米仍刚需采购为主。

淀粉方面：开机与库存下降，短期暂稳运行。

【南华观点】售粮进度偏快，小麦饲料替代，短期震荡偏强。

棉花：外围市场扰动

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉 12 合约下跌超 1.5%，受到原油价格波动影响，关注 USDA 即将发布的美棉实播面积报告。隔夜郑棉下跌超 0.5%。

【外棉信息】据印度农业部数据显示，截至 6 月 13 日，印度新年度棉花播种面积达 131.9 万公顷，同比下降约 0.7%。

【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，本周温度将继续回升。在进口配额紧张和美国关税提升下，2025 年 5 月我国棉花进口量仅 4 万吨，维持低位。目前下游正处于传统的消费淡季，纱布厂新增订单不足，纱布厂整体负荷稳中有降，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，短期棉价还受油价波动影响，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：保持弱势

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三跌至四年低点，因市场预期印度和泰国产量增加可能导致供应过剩。

昨日夜盘，郑糖横盘震荡，整体走势疲软。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6080 元/吨。昆明中间商报价 5800-5930 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】苹果期货昨日上涨，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 4 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 18 日郑商所红枣期货仓单录得 8228 张，较上一交易日增加 64 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红枣生长的影响，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）及助理分析师朱天择（F03143224）、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。