

金融期货早评

人民币汇率：波澜不惊

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1882，较上一交易日下跌 14 个基点，夜盘收报 7.1870。人民币对美元中间价报 7.1729，较上一交易日调升 32 个基点。

【重要资讯】香港金管局表示，港元市场和拆息往后走向存在较多变数。倘若套息交易持续，可能会令港元汇率进一步走弱，甚至可能触发“弱方兑换保证”，届时金管局将按照联系制度买入港元沽出美元。

【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：空头情绪仍在，观望下方支撑力量强弱

【市场回顾】昨日股指集体收跌，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.82%。从资金面来看，两市成交额回升 595.57 亿元。期指均放量下跌。

【重要资讯】1、国家主席习近平同俄罗斯总统普京通电话，重点就中东局势交换意见。2、美国总统特朗普已批准了对伊朗的攻击计划，但暂不下达最终命令，以观察伊朗是否会放弃其核计划。3、6 月 19 日上午，伊朗对以色列发动新一轮导弹袭击。

【核心观点】昨日股指走势承压下行基本符合预期，从期指指标来看，整体放量下跌，两市成交额也有所放量，反映当下空头压力仍在，不过，从技术面来看，以沪深 300 指数为例，短期运行至 60 日均线附近，预计会提供一定的支撑。信息空窗下，预计股市会对地缘政治反应较为敏感，在中东局势紧张的局面下，避险情绪升温也会对于股市走势形成压力。短期观望空头情绪释放情况，待量能再度连续回落，空头乏力时，可布局低吸高抛。

【策略建议】观望为主。

集运：马士基、MSC 欧线报价下调

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格低开震荡。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，7 月 3 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1860，较同期前值回落\$180，40GP 总报价为\$3110，较同期前值回落\$290。近两周，MSC 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1580，较同期前值下降\$360，40GP 总报价为\$2640，较同期前值下降\$600。

【重要资讯】：

1. 据 CCTV 国际时讯，路透社 6 月 19 日援引以色列军方发言人的话报道，以色列国防军当

天袭击了伊朗位于布什尔、伊斯法罕和纳坦兹等地的核设施，并仍在继续针对更多伊朗目标发动打击。以军此前还发布消息称，以色列空军当地时间 6 月 18 日夜间至 6 月 19 日凌晨对伊朗境内阿拉克地区数十个军事目标实施了袭击，其中包括一座停运的核反应堆。

2. MSC 跟进宣涨从 7 月 1 日至 7 月 14 日的远东至北欧 FAK 运费，20DV 从 2340 美元上涨至 2580 美元，40DV-HC 从 3900 美元上涨至 4300 美元。

【南华观点】：昨日期价的下行，很大程度上应来源于马士基少见的周内下调了 7 月初的欧线现舱报价，且 MSC 也下调了 6 月中下旬的欧线现舱报价，从现价角度使得期价低开。而 MSC 虽跟进达飞宣涨了 7 月运费，但实际落地成色市场仍存疑虑。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）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：金震银调

【行情回顾】周四贵金属市场金震银调，最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3387.4 美元/盎司，-0.61%；美白银 2507 合约收报于 36.36 美元/盎司，-1.5%。SHFE 黄金 2508 主力合约收报 781.24 元/克，-0.49%；SHFE 白银 2508 合约收 8819 元/千克，-1.91%。目前市场聚焦于中东局势进展，美国接下来是否可能直接军事介入以伊冲突。

【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 持仓维持在 947.37 吨；iShares 白银 ETF 持仓维持在 14763 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 14 吨至 1243 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】周四召开的英国央行议息会议维持基准利率 4.25%不变，但投票委员分歧加大。接下来周内数据和事件清淡。

【南华观点】中长线或偏多，短线在降息仍需等待、地缘风险未升级以及贸易关税谈判未进入敏感期等环境下，预计整体仍高位震荡，但我们仍将短线回调视为中长期做多机会。

铜：美联储按兵不动，铜价回落

【盘面回顾】沪铜指数在周四走低，报收在 7.79 万元每吨，成交 12 万手，持仓 53 万手，上海有色现货升水 145 元每吨。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】铜价在周四的回落和美联储利率决议及中国股市的低迷有一定关联。美联储公布 6 月利率决议，以一致同意的方式决定维持利率区间在 5.25%-5.50%。美联储仍然高度关注通胀风险，继 3 月后再次上调预测。对于美联储而言，下一步降息的阻碍源于经济数据走向缺乏一致性。

【南华观点】持币观望。

铝产业链：氧化铝增减产交织

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20585 元/吨，环比-0.24%，成交量为 14 万手，持仓 18 万手，上海有色现货升水 180 元/吨，伦铝收于 2525.5 美元/吨，环比-0.84%，成交量为 1.2 万手，持仓 0 手；氧化铝收于 2901 元/吨，环比-0.10%，成交量为 25 万手，持仓 30 万手；铸造铝合金收于 19780 元/吨，环比+0.61%，成交量为 1 手，持仓 8389 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，短期或高位震荡，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。氧化铝现货出现回落，检修和复产同时存在，北方某万吨级企业因设备检修暂停一条生产线，涉及产能 120 万吨/年，部分地区氧化铝现货偏紧而西南地区某 400 万吨级企业结束检修，广西、云南新投项目逐步达产，复产与检修的博弈使得盘面维持震荡。总的来说，氧化铝总体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

锌：持续累库释放空头信号，美元指数走强下挫金属价格

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 21865 元/吨，环比-0.88%。其中成交量为 11.45 万手，而持仓则减少 9589 手至 87639 万手。现货端，0#锌锭均价为 21990 元/吨，

1#锌锭均价为 21920 元/吨。

【产业表现】据 SMM 沟通了解，截至本周四(6 月 19 日)，SMM 七地锌锭库存总量为 7.96 万吨，较 6 月 12 日增加 0.25 万吨，较 6 月 16 日增加 0.15 万吨，国内库存录增。

【核心逻辑】上一交易日，受近期七地锌锭库存再次开始持续累库，叠加美元指数走强影响，锌价承压运行。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。但目前矿到锭的传导还需要一定时间，从 lme 库存和国内库存可以看出，其实目前矿端的宽松还没有完全兑现到锭端。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，推测运行区间在 21000-22500 元/吨。

【南华观点】短期重心下移，宽幅震荡，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 118890 元/吨，上涨 0.46%。不锈钢主力合约日盘收于 12575 元/吨，上涨 0.68%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 121425 元/吨，升水为 2600 元/吨。SMM 电解镍为 120325 元/吨。进口镍均价调整至 119325 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27585 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 7011.36 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 0.3%。8-12%高镍生铁出厂价为 924 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-7.28%。纯镍上期所库存为 25693 吨，LME 镍库存为 204120 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】

日内盘面维持窄幅震荡，日内翻红，印尼拟对青山工业园区涉嫌环境违规的企业进行审查以及罚款处罚，并对整体园区进行审查，若审计落实，或对镍中间品以及不锈钢产量造成较大影响。镍矿方面预计将延续企稳。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，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，现货成交一般。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打开转产空间。宏观层面关注伊以冲突对避险情绪以及国内政策提振

锡：短期触顶

【盘面回顾】沪锡指数在周四小幅回落，报收在 26.3 万元每吨，成交 7.3 万手，持仓 5 万手。

【产业表现】基本面保持稳定。

【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：需求淡季下游备货有限，库存增加再创历史新高

【行情回顾】昨日碳酸锂期货低位震荡，主力合约 LC2509 收于 60060 元/吨，日环比上涨

180 元/吨，持仓量 30.72 万手，日环比增加 376 手；碳酸锂 LC07-11 月差维持 back 结构，日环比走弱 160 元/吨；仓单数量总计 29957 手，日环比减少 10 手。

锂矿端价格昨日暂稳，SMM 澳洲锂辉石 6%CIF 日均报价 610 美元/吨。锂盐市场氢氧化锂报价再度下挫，SMM 电碳日均报价 60450 元/吨；电氢日均报价 64320 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 3870 元/吨，日环比下跌 250 元/吨；市场基差报价维稳，碳酸锂四料综合基差日均报价 87.5 元/吨。下游材料端三元材料报价再度走弱，SMM 动力型磷酸铁锂日均报价 30370 元/吨；动力型三元材料 142980 元/吨，日环比下降 140 元/吨；六氟磷酸锂报价 52150 元/吨，环比下降 100 元/吨。

【产业表现】锂电产业链现货市场磷酸铁锂系产品报价整体较稳，三元材料系报价再度走弱。供给端，锂矿与碳酸锂价格暂稳，部分锂盐企业停产技改降低成本，贸易商环节表示出货一般，今日碳酸锂拍卖价格分别为 59910 元/吨和 60010 元/吨，市场表现不佳，下游刚性采买。需求端，下游三元材料厂出货价格有所走弱，整体需求未见明显好转迹象。终端市场，储能端有所平稳，而近期车企账期问题以及 0 公里二手车乱象或将对锂电产业和新能源电动车市场有所影响。本周碳酸锂开工率环比上涨 1.84%，产量环比增加 335 吨，周度库存环比上涨 1352 吨，市场库存再创历史新高。

【南华观点】中期基本面仍然偏空，高库存压制价格上涨空间，预计近期将处于震荡偏弱状态，建议逢高布空或卖出看涨期权，短期震荡区间：58000-61000，中期压力位：63000。

工业硅&多晶硅:多晶硅复产预期提振工业硅需求

【行情回顾】昨日工业硅期货震荡走高，主力 SI2509 合约收于 7470 元/吨，日环比上涨 45 元/吨，持仓量约 31.03 万手，日环比减少 7406 手；工业硅 SI07-11 月差维持 back 结构，日环比走弱 20 元/吨；仓单数量 55179 手，日环比减少 441 手。

昨日多晶硅期货再度走低，主力合约收于 32720 元/吨，创历史新低，日环比下降 650 元/吨，持仓量大约 2.76 万手，日环比下降 2822 手；多晶硅 PS07-11 月差维持 back 结构，日环比有所走弱 680 元/吨；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。多晶硅现货价格有所走弱，N 型复投料平均报价 34.5 元/千克，N 型混包料平均报价 31.5 元/千克，P 型复投料报价 31.5 元/千克，整体报价平均下降 1 元/千克。下游硅片市场报价有所走弱，N 型 210 硅片价格 1.26 元/片，日环比下降 0.01 元/片，电池片与组件市场报价整体平稳。

【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，西南地区工业硅企业复产预期逐渐落地，开工率略有提升。需求端表现有所好转，主要是西南地区多晶硅企业复产预期，提前采购原材料，而下游硅片及电池片市场排产下降，市场情绪一般，刚需采购为主；有机硅市场开工率稳定，铝合金市场仍处于淡季。

【南华观点】工业硅需求端有所好转，但库存高位压制价格上涨空间，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。套利方面，可关注 SI2508-PS2508 套利。

铅：原料不解需求不增，价格难有波澜

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16925 元/吨，环比+0.68%，其中成交量 37967 手，而持仓量则减少 6147 手至 33907 手。现货端，1#铅锭均价为 16775 元/吨。

【产业表现】华北地区某大型再生铅炼厂因原料到货量差延迟复产时间，初步计划 7 月底恢复生产。

【核心逻辑】上一交易日，在供需双弱的格局下，铅价偏强震荡。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。近期的核心矛盾在于，再生铅冶炼厂受成本支撑惜价出售，有些甚至只满足长单需求，而其上游铅废料则价格居高不下且供给紧缺。同时需求端压力较大，现货市场交投冷淡，下游企业刚需拿货。短期内，17000 元/吨的压力位还是非常坚挺的，需求端疲软刚需拿货提供了主要的压力，而供给侧则由于铅废料供给不足呈偏紧格局。

【南华观点】窄幅震荡。

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：高供应持续

【行情回顾】震荡盘整

【信息整理】1. 本周五大品种钢材产量 868.51 万吨，周环比增加 9.66 万吨，增幅 1.1%；总库存量 1338.89 万吨，周环比减少 15.67 万吨，降幅 1.2%；周消费量为 884.18 万吨，增 1.9%。

2. 本周 247 家日均铁水产量为 242.18 (+0.57)。

【南华观点】本周五大材呈现供需双增、库存加速去化的现象，其中主要是热卷表需较好，库存由累转降，但是本周热卷表需因在途资源未入库而虚高，实际需求未达此水平。本周表外材（型钢、带钢）库存累积，体现出一定淡季流动性走弱的压力。供应端来看，钢厂利润尚可，铁水与废钢日耗预计高位震荡，主动减产动力不足。当前高供应下总库存仍在去化，引发部分“淡季不淡”预期，不可否认当前钢材基本面在低库存下暂无矛盾，但是目前淡季压力或处于刚刚体现的阶段，高供应虽短期强化成本支撑，却持续加大下游承接难度，市场高价接受度低，叠加市场信心不足与预期悲观，市场投机与持货意愿偏低；下游汽车、光伏行业反内卷亦将压制钢材需求，而出口依赖低价，难以驱动上涨。宏观层面，国内 7 月政治局会议前处真空期，海外美联储降息预期暗示放缓，宏观情绪不算乐观。综上，盘面反弹驱动弱，短期原料让利不畅，或呈现震荡盘整，但若高供应下淡季压力持续兑现，盘面终将走弱，后续需紧密跟踪淡季累库情况以及海外宏观扰动。

铁矿石：下方需求亦有支撑

【盘面信息】09 合约小幅反弹，但上方 700 附近仍有压力。

【信息整理】根据钢联，本期五大材产量和需求皆增加，需求增加的比产量多。

【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：现实矛盾边际缓和

【盘面回顾】双焦盘面偏强震荡

【信息整理】

1. 本周，523 家炼焦煤矿山样本核定产能利用率为 84.5%，环比增 0.8%。原煤日均产量 189.5 万吨，环比增 1.8 万吨，原煤库存 701.4 万吨，环比增 16.5 万吨。
2. 6 月 19 日，国家统计局公布最新数据，5 月中国钢筋产量为 1688.4 万吨，同比下降 6.0%；1-5 月累计产量为 8228.3 万吨，同比下降 1.6%。
3. 奥维云网推总数据显示，2025 年 7 月家用空调排产 1431 万台，同比减少 3.8%；其中内销排产 882 万台，同比增长 7.4%；出口排产 549 万台，同比下降 17.7%。

【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 600-700 车，通关水平偏低。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，本周铁水产量环比微增，焦化利润承压但化产利润较好，本周焦炭产量小幅下滑，焦化厂对焦煤按需采购，刚需维持但投机需求一般，上游矿山库存压力不减。

焦炭：本周五开启四轮提降，以伊冲突带动化工品价格整体上移，化产利润表现较好，上周部分矿局针对长协合同熔断，焦企原料采购价格有望下移，焦化厂生产相对稳定，短期内不具备大面积减产的基础。需求端，当前钢厂利润尚可，本周铁水继续增产，焦炭刚性需求有支撑。本周钢材表需较好，淡季特征尚未显现，需注意下游对高铁水的承接能力，一旦终端需求走弱，黑色负反馈或卷土重来。

【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。焦炭四轮提降在即，现货市场依旧承压，回顾过往行情可以发现，焦化厂提涨的前提是产业发生大面积亏损减产，当前焦化利润尚可，四轮提降落地后直接开启提涨的概率不高，近期焦炭盘面反弹基差收缩，产业可关注低基差下的套保机会。

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) 及助理分析师张弦 (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 原油期货因美国六月节假期休市一天、无结算价:ICE 原油期货 08 合约 78.85 涨 2.15 美元/桶，环比+2.80%。中国 INE 原油期货主力合约 2508 涨 13.9 至 559 元桶，夜盘涨 15.5 至 574.5 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，伊以冲突继续。以色列预计美国将在 24 至 48 小时内就打击伊朗作出决定。二是，美“尼米兹”号航母驶向中东，美军已向中东派遣战斗机。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】：周四甲醇 09 收于 2569

【现货反馈】：周四远期部分单边出货利买盘为主，基差 09+195

【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 7274（+60）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7220 元/吨，华东现货价格为 7280 元/吨，华南现货价格为 7290 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 7462 (+44)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7420 元/吨，华东现货价格为 7450 元/吨，华南现货价格为 7600 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。但值得注意的是，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。

苯乙烯：地缘动荡，偏强运行

【盘面回顾】EB2507 收于 7759 (+66)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6420 (+20)，苯乙烯现货 8135 (+65)，主力基差 376 (-1)

【库存情况】截至 6 月 16 日，江苏纯苯港口库存 15.3 万吨，较上期环比增加 2.68%。截至 2025 年 6 月 16 日，江苏苯乙烯港口库存 6.63 万吨，较上周期减少 1.37 万吨，幅度-17.13%；截至 2025 年 6 月 12 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 18.46 万吨，较上一周期减少 0.68 万吨，环比下降 3.55%。

【南华观点】

纯苯：供应端受前期检修装置重启影响，石油苯、加氢苯开工率持续回升。需求方面，五大下游中苯乙烯、苯酚开工率均提升 1.5%；己内酰胺受神马装置临时故障影响开工率大幅下滑 9.9%，苯胺以及己二酸开工也有不同程度下滑，总体对纯苯需求较上周下降，周产量供需差持续缩小。华东港口库存小幅波动。检修计划看纯苯开工率仍有提升空间，供应持续增量，到港预报看 6 月中下旬欧洲货源抵达华东主港，后续船货到港较多，总体供应充足。需求端上周山东地区下游阶段性补库，成交较之前明显好转，本周成交再次回落。原油大涨，纯苯绝对价格明显上涨，中石化调整挂牌价至 6400 元/吨。但从基本面看纯苯远没到去库的时间点，当前的大幅拉涨主要还是受到原油的带动而非供需格局的改善。

苯乙烯：供应端装置仍在陆续重启，供应逐渐增加。需求端，EPS 受部分装置端午节后复产提负影响，开工率明显提升，ABS、PS 开工率小幅波动，3S 综合需求较上一周期有所回升。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。上周期华东港口去库，前半周 6 下纸货商谈活跃，基差走强至 400 以上。后半周中东地缘冲突加剧，原油拉涨带动下游化工品走强，冲突引发的避险情绪进一步压制中下游补库意愿，刚需成交为主。基本面看苯乙烯近强远弱格局不变，但近期盘面价格走向受宏观扰动较大，建议观望为主，等宏观局势稳定后再做空更为稳妥。昨日伊以冲突

延续，盘面偏强运行。现货市场近端买货活跃，6下基差持续走强。

燃料油：受原油提振回升

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU09 报价 3369 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：受原油提振大涨

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU08 报价 3998 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 3738 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。

玻璃纯碱：驱动不显

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1176，0.51%

【基本面信息】

碱厂库存：

（较周一）

总库存：172.67 万吨（+1.72）

轻碱库存：81.26 万吨（-0.62）

重碱库存：91.41 万吨（+2.34）

（较上周四）

总库存：172.67 万吨（+4.04）

轻碱库存：81.26 万吨（+0.13）

重碱库存：91.41 万吨（+3.91）

【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 998，1.84%

【基本面信息】

截止到 20250619，全国浮法玻璃样本企业总库存 6988.7 万重箱，环比+20.2 万重箱，环比+0.29%，同比+16.82%。折库存天数 30.8 天，较上期持平。

【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：动能犹豫

【盘面回顾】截至 6 月 19 日：纸浆期货 SP2509 主力合约收盘上涨 26 元至 5254 元/吨。夜盘下跌 18 元至 5236 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。技术上看，日 K 线收阳线实体，影线较长实体较短，盘面动能犹豫。昨日进口木浆现货市场价格稳定，现货成交节奏缓慢，进口针叶浆贸易商疲于调价；进口阔叶浆市场供应较为宽松，现货价格驱动偏弱。据国家统计局，2025 年 5 月我国机制纸及纸板产量 1371.5 万吨，环比+1.7%，同比+3.2%，累计 6536.7 万吨，累计同比+3.1%。从纸制品整体产量来看，季

节性产量数据稳步提高。而短期以箱板纸及瓦楞纸为需求引领的价格下行，表现纸品终端需求仍弱，对白纸价格形成情绪影响，从而纸浆原料价格的上行驱动不足。

烧碱：弱勢预期不变

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2288，-0.44%

【基本面信息】

据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 26.29 万吨（折百），环比上周增加 2.4%，同比增加 13.94%。本周多地液碱库存涨势不改，华南广东地区下游陶瓷、印染需求都差劲，液碱库存增长较多；西北近期片碱行情不好，液碱下游拿货也是比较谨慎，市场库存升温；华中两湖地区因为外围低价液碱影响，加之新能源需求一般，库存增加；华东整体需求也是一般，外围液碱价格下调，下游有观望情绪；山东地区氧化铝卸车效率放缓，叠加非铝下游需求清淡，市场虽有企业检修但液碱库存依旧有增加情况。

【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 13760，日环比-0.54%。

【现货报价】全国生猪均价 14.19 元/公斤，较昨日下跌-0.03 元/公斤，其中河南 14.38、湖南 13.84、辽宁 14.01、四川 13.77、广东 15.37 元/公斤，分别+0.00、-0.1、-0.03、-0.10、-0.17 元/公斤

【南华观点】

供应方面来看，当前企业出栏节奏按部就班，出栏量暂无明显提升，且因部分省份台风雨天影响，社会场出栏受阻，养户灵活调整出栏，当前市场供应相对平稳。需求方面，季节性消费淡季特征依旧明显，终端走货偏弱，不过低价刺激二次育肥需求增加。总体而言，当前供需基本面未有实质性改善，养殖端出栏平稳，但消费支撑不足。

油料：高位震荡

【盘面回顾】外盘休市，内盘震荡走强。

【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：窄幅震荡

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收高，受大豆、小麦等期货提振。

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，+0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：短期暂稳运行，近期减产检修企业增多。

【南华观点】小麦饲料替代，暂无新亮点，短期震荡偏强。

棉花：关注淡季需求

【期货动态】洲际交易所(ICE)期棉因美国六月节休市一天。隔夜郑棉小幅收跌。

【外棉信息】2025年5月份孟加拉服装出口额达39.19亿美元，环比季节性增加63.72%，同比增加11.85%。

【郑棉信息】近期新疆气温适宜，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。

红枣：关注后续坐果

【产区动态】目前新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19日郑商所红枣期货仓单录得8228张，较上一交易日持平。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】当前下游处于消费淡季，陈枣供应充足，近期新疆产区高温持续，市场对新一季灰枣产量的担忧情绪逐渐增加，红枣价格走势偏强，关注上方9500附近压力情况，当前尚处于集中环割期，还需关注后续高温对红枣坐果产生的实质影响。

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。

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。