

金融期货早评

人民币汇率：美联储还在等什么？

【行情回顾】6月20日，在岸人民币对美元16:30收盘报7.1837，较上一交易日上涨45个基点，夜盘收报7.1820。人民币对美元中间价报7.1695，较上一交易日调升34个基点。

【重要资讯】日本财务省宣布，计划在本财年大幅削减超长期国债发行量，总计将减少3.2万亿日元（约合220亿美元）。这一削减幅度远超此前市场普遍预期的2.3万亿日元。

【核心逻辑】上周，美元兑人民币即期汇率呈现窄幅震荡、区间整理态势。美联储公布的利率决议，符合市场预期，继续维持基准利率不变，但政策指引较为鹰派。相较于中东地缘政治风险溢价的动态演变，货币政策信号对美元指数的驱动效应相对有限。因此，受地缘风险事件驱动，美元指数在上周曾自年内低位附近出现反弹，然而随着紧张局势边际缓和，反弹动能减弱。目前来看，美元指数尚未扭转当前的下行趋势。在缺乏显著驱动因素的情况下，预计美元兑人民币短期内仍将维持区间震荡走势。本周需重点关注两大风险事件：其一，中东地缘政治博弈的态势演变；其二，中美及欧美主要经济体贸易谈判的实质性进展。

【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：避险为主，短期走势仍承压

【市场回顾】上周五股指涨跌不一，大盘股指收涨，中小盘股指收跌。从资金面来看，两市成交额回落1829.38亿元。期指方面，IF、IH缩量上涨，IC、IM缩量下跌。

【重要资讯】1、美国东部时间6月21日22时，美国总统特朗普就袭击伊朗核设施发表讲话称，伊朗关键的核设施已被“彻底摧毁”。

【核心观点】信息层面本周或处于空窗阶段，市场对于中美磋商前景以及中东局势发展的关注度预计提升。美国袭击伊朗，外部地缘政治形势不确定性增加，短期避险情绪偏升的背景之下，股市走势继续承压，但结合我们分析，下方具备资金、预期以及技术面支撑，回调空间有限。

【策略建议】观望为主。

集运：地缘政治风险增加

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货各月合约价格低开后先有所上行，午后震荡回落。截至收盘，除EC2506外，其余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\$1870，较同期前值上涨\$5，40GP总报价为\$3120，较同期前值上涨\$10。7月初，ONE上海离港前往鹿特丹的船期，20GP总报价为\$2914，较同期前值回落\$560，40GP总报价为\$3343，较同期前值回落\$700。

【重要资讯】：

1. 美国总统特朗普当地时间21日晚称，美军已“成功打击”并“彻底清除”伊朗三处核设施。以色列方面表示，美方就此次袭击与以方进行了“充分协调”。伊朗方面回应说，美方行径“令人发指”，伊朗保留一切捍卫主权、利益和人民安全的选项。袭击发生后，以色列升级全国戒备状态。目前，伊朗方面表示尚未发现核污染迹象。
2. 市场消息：伊朗议会批准关闭霍尔木兹海峡，但最高安全机构需要最终决定这一措施。

【南华观点】：美线集运市场逐步达到供需平衡，运费大幅下跌，此前受外溢情绪影响的欧

线运费也因预期落空而有所回落。近期，部分船司 7 月初欧线现舱报价有所下调，可以说是引领期价回落的主因。对于后市而言，因周末中东地区地缘政治风险增加，且伊朗关闭霍尔木兹海峡的可能性显著增加，可能对欧线造成一定的外溢影响，期价短期以震荡上行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：中东局势混乱 美联储依然偏鹰

【盘面回顾】本周贵金属市场价格表现整体偏弱，其中黄金走势弱于白银，尽管动荡的中东地缘政局略微提升避险情绪，但走高的油价以及美联储 FOMC 会议继续释放偏鹰降息信号，推升美指走强，并抑制贵金属价格。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。周末期间中东地缘政局加速升级，美国对伊朗三大核设施发动攻击；伊朗议会则批准关闭霍尔木兹海峡，但最高安全机构需要最终决定这一措施。其他方面，周二晚间公布的美零售销售月率-0.9%，低于预期-0.7%，且前值下修。周二召开的日央行利率决议维持年内第三次按兵不动。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周增 9.75 吨至 950.24 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 74.92 吨至 14750.28 吨。短线基金持仓看，根据截至 6 月 10 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周减 424 张至 187481 张，其中多头减少 987 张，空头减少 563 张；白银非商业净多增加 5880 张至 66650 张，其中多头增加 3211 张，空头减少 2669 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度减少 6.72 吨至 1168.67 吨，COMEX 白银库存周减 85 吨至 15410.76 吨；SHFE 黄金库存周减 9 千克至 18.168 吨，SHFE 白银库存周增 20.178 吨至 1230.23 吨；上海金交所白银库存（截至 6 月 13 日当周）周增 59.55 吨至 1378.9 吨。

【本周关注】本周数据方面主要关注周五晚美 PCE 数据。事件方面，聚焦于中东地缘局势变化与周二晚间美联储主席鲍威尔在众议院金融服务委员会发表半年度货币政策报告证词。周一 22:00，美联储理事鲍曼就货币政策和银行业发表讲话。周二 01:10，2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比参加《密尔沃基商业杂志》2025 年年中展望会议的主持问答环节；02:30，2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比参加《密尔沃基商业杂志》2025 年年中展望会议的主持问答环节；21:15，2026 年 FOMC 票委、克利夫兰联储主席哈玛克就货币政策发表讲话；22:00，美联储主席鲍威尔在众议院金融服务委员会发表半年度

货币政策报告证词。周三 00:30, FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话; 22:00, 美联储主席鲍威尔在参议院委员会就半年度货币政策报告作证词陈述。周五 02:30, 欧洲央行行长拉加德发表讲话; 19:30, FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯在第 24 届国际清算银行年会主持会议。

【南华观点】中长线或偏多, 短线则波动和复杂性可能加剧, 特别在周末中东地缘政局动乱下。伦敦金强支撑 3300, 伦敦银支撑 35.5, 强支撑 34.5-35 区域。操作上仍维持回调做多思路。

铜：震荡为主

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周中在 7.8 万元每吨附近震荡, 上海有色现货升水 120 元每吨, 沪铜 back 结构依然明显。沪铜库存小幅下降至 10 万吨; LME 库存降低 1.5 万吨至 10.8 万吨; COMEX 库存上升 7863 吨至 19.9 万吨。进阶数据方面, 铜现货进口亏损扩大; 铜矿现货 TC 继续极端表现, 为-43.8 美元每吨; 铜铝比大幅回升至 3.81; 精废价差继续偏低表现, 在 919 元每吨。

【产业表现】世界金属统计局(WBMS)公布的最新数据报告显示, 2025 年 4 月, 全球精炼铜产量为 251.75 万吨, 消费量为 232.38 万吨, 供应过剩 19.36 万吨。1-4 月, 全球精炼铜产量为 976.97 万吨, 消费量为 919.23 万吨, 供应过剩 57.74 万吨。4 月, 全球铜精矿产量为 157.56 万吨。1-4 月, 全球铜精矿产量为 608.45 万吨。

【核心逻辑】铜价在周中小幅冲高后回落, 符合预期。美联储公布 6 月利率决议, 以一致同意的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。宏观的稳定决定了铜价难有太大波动。展望未来一周, 7.8 万元每吨仍然是非常重要的参考价格, 多空双方都将围绕改价格展开争夺。首先, 在宏观和基本面均无太大变化的情况下, 震荡很有可能是短期的主旋律。其次, 震荡时间越长, 改变其价格中枢需要的外力越大, 目前尚未发现此外力。然后, 7.8 万元每吨是 6 月均价。因此, 短期来看, 铜价或仍围绕 7.8 万元每吨震荡。考虑到需求逐渐走弱的可能性, 上方压力较大, 下方支撑相对较弱。

【南华观点】震荡为主, 周度价格区间 7.73 万-7.85 万元每吨。

铝产业链：伊以局势升级

【盘面回顾】上一交易日, 沪铝收于 20370 元/吨, 环比-0.51%, 成交量为 10 万手, 持仓 23 万手, 上海有色现货升水 180 元/吨, 伦铝收于 2561.5 美元/吨, 环比+1.59%, 成交量为 1 万手, 持仓 2952 手; 氧化铝收于 2890 元/吨, 环比-0.48%, 成交量为 32 万手, 持仓 29 万手; 铸造铝合金收于 19640 元/吨, 环比-0.53%, 成交量为 5622 手, 持仓 8378 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, 铝棒率先开始累库, 铝锭库存关注 6 月底情况。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。宏观局势方面, 美介入伊以冲突对全球电解铝供给与国内电解铝出口影响有限, 但需关注其对能源成本的抬升情况且伊议会已批准关闭霍尔木兹海峡, 但最终决定权在伊朗最高国家安全委员会手中, 此举或将加剧能源价格的上升以及造成区域性电解铝紧张。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，短期或维持高位震荡，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，氧化铝低位运行，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：金属普跌，锌价承压运行

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 21845 元/吨，环比-0.09%。其中成交量为 10.47 万手，而持仓则减少 11076 手至 76563 手。现货端，0#锌锭均价为 22030 元/吨，1#锌锭均价为 21960 元/吨。

【产业表现】根据海关数据显示，5 月中国精炼锌进口量 2.67 万吨，环比下降 5.36%，同比下降 39.85%，1-5 月中国精炼锌进口量累计 15.59 万吨。根据海关数据显示，5 月中国锌精矿进口 49.15 万吨，环比微降 0.63%，同比增加 84.26%。

【核心逻辑】上一交易日，美元指数走强，悲观预期影响，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。进口方面，受国外冶炼厂产能偏弱不达预期影响，海外精炼锌增量较少无法与国内竞争，同时锌矿进口处于历年高点。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。

锡：短期或见顶

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中小幅回落至 26 万元每吨，上海金属网现货升水 700 元每吨。上期所库存小幅回落至 6965 吨，LME 回落至 2175 吨。进阶数据方面，锡进口依然亏损，40%锡矿加工费保持稳定。

【产业表现】根据中国海关公布的数据以及安泰科的折算，2025 年 5 月我国进口锡精矿实物量 13449 吨，折金属 6296.2 吨，环比上涨 43.4%，同比上涨 107.6%。5 月当月，缅甸受

管理费高企、修复巷道进展缓慢等影响，进口量仅 500 余吨，环比大幅下滑 41.0%；刚果（金）、尼日利亚等非洲国家增量明显，二者环比分别增长 26.0%和 168.0%，非洲进口总量达到 3600 余吨，环比增长 62.4%。从澳大利亚进口的量也接近千吨，环比增长 25.6%。截至 2025 年 5 月末，我国共进口锡精矿实物量总计 20.9 万吨，折金属 2.1 万吨，同比小幅增长 2.3%。

【核心逻辑】锡价在过去的一周保持稳定，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，锡价在下方会有一定的支撑，而下游需求转弱，导致锡价上方存在一定的压力。目前这两股力量没有一方有压倒性优势去主导价格走势。

【南华观点】周内触顶，周运行区间 26 万-26.5 万元每吨。

铅：供需双弱，承压运行

【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】据海关数据显示，2025 年 5 月中国铅酸蓄电池进口量为 42.37 万只，环比下滑 14.04%，同比上升 6.66%；2025 年 1-5 月铅酸蓄电池累计进口量为 229.72 万只，同比上升 0.91%。2025 年 5 月中国铅酸蓄电池出口量为 2008.88 万只，环比下滑 1.83%，同比下滑 18.27%；2025 年 1-5 月铅酸蓄电池累计出口量为 9429.84 万只，同比下滑 3.24%。

【核心逻辑】上一交易日，在供需双弱的格局下，铅价偏弱震荡。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）及助理分析师揭婷（F03114103）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：关注中东冲突

【行情回顾】偏强运行

【信息整理】1. 特朗普：美军空袭包括福尔多在内的三大伊朗核设施，伊朗必须立即同意结束这场战争；伊朗外长：核设施遭毁也能重建，技术知识“炸不垮”。

2. 当地时间 6 月 22 日，伊朗议会国家安全委员会委员库萨里表示，伊朗议会已得出结论，认为应关闭霍尔木兹海峡，但最终决定权在伊朗最高国家安全委员会手中。

3. 本周 SMM 口径钢材外贸总出港环比回落（总出港 260.72（-63.68），剔除台湾两港后为

228.75 (-56.77)); 分港口看, 主要是大连/湛江/连云港/上海/罗泾港/董家口等港口出港增加; 京唐/曹妃甸/锦州/鲅鱼圈/张家港/防城/天津/北海等港口出港减少。

4.6 月 23 日, 钢银显示, 建材、中厚板、冷卷均环比累库, 热卷去库, 但总的四大材库存综合表现为累库。

【南华观点】上周五大材市场呈现供需双增、库存持续去化态势, 其中热卷表需表现亮眼, 库存由增转降, 主因在途货物未计入库存致表需虚高, 而型钢、带钢、钢坯等表外材有所承压, 出现环比累库迹象; 当前长流程钢厂利润可观, 减产意愿薄弱, 铁水产量或维持高位震荡, 高供应背景下钢材整体库存低位运行, 强化了市场对“淡季不淡”的预期, 并且前期顺畅演绎的焦煤让利带来的成本崩塌逻辑因煤矿前期减产暂歇, 引发市场分歧加剧、下跌动能不足。市场部分投资者关注当前盘面是否复刻 2023 年行情, 从基本面看, 今年与 2023 年存在显著差异: 2023 年部分制造业需求爆发式增长, 6 月起出口逆季节性环比攀升, 而今年前期需求主要依赖抢出口、抢转口及国补支撑, 近期货物吞吐量下降显示支撑趋弱, 且下半年国补资金缩减、提振效应衰减, 抢出口与国补或均在一定程度透支未来需求, 当前钢材整体去库节奏较 2023 年同期季节性放缓明显, 后续需求缺乏亮点, 淡季季节性走弱难以避免, 叠加今年原料供应较 2023 年更为宽松, 预计难现 2023 年行情。综合来看, 短期在钢材低库存以及高铁水支撑下, 基本面压力暂不大, 中东冲突升级或推升原油上涨, 带动同为能源属性的煤炭上涨, 支撑成材上行, 但上涨过程中钢材基差收缩, 且淡季成材需求走弱难以避免、表外材压力初显, 预计盘面反弹空间受限, 后续重点关注淡季成材累库进度及海外宏观因素扰动。

铁矿石: 基本面好, 但宏观承压

【南华观点】目前铁矿石的基本面尚可, 整体处于供需双旺的状态, 边际上略走弱, 但考虑到现在逐渐进入需求淡季, 所以这种状态是可以接受的。

发运端, 整体发运偏中性, 目前发运量较往年偏多, 年初至今的全球铁矿石发运量的同比缺口已经被补上。中国 6 月份的铁矿石进口量却有望达到今年以来的最高值。据大宗商品分析机构 LSEG 和 Kpler 称, 中国购买全球约 75% 的海运铁矿石, 预计将进口近 1.1 亿吨铁矿石。铁矿石发运本周从高位回落, 显示发运节奏可能边际走弱。

需求端, 目前铁水产量维持在高位。螺纹利润近半年新高, 高炉螺纹钢利润超过了 150 元/吨, 且钢价已经超过了电炉谷电利润, 近 2 个月来首次。因此目前钢厂利润较好, 钢厂有较好的增产驱动。目前钢材是产销皆旺, 淡季不淡的状态。因此预计未来半个月铁水产量仍维持在 240 万吨附近的水平, 市场之前预期的需求崩塌、钢厂减产负反馈的情形暂未出现。

库存端, 港口目前维持小幅去库, 但去库幅度在放缓。可能库存从去库逐渐转为累库。钢厂有一波小补库行为, 这应该和 6 月份的高发运对上。但这一波补库完成后, 后面的买盘支撑可能减弱。

此外, 黑色品种内部品种强弱也发生了变化。从五月底开始, 焦煤的涨幅超过了铁矿石, 焦煤的强势挤占了铁矿石的价格空间。近期铁矿石基差都有所走弱, 现货紧张情况缓解。港口库存的超季节性走势在走平, 意味着去库趋势在走缓, 可能逐渐转向累库。铁矿石的 back 期限结构走平, 意味着现货没有之前那么紧张了。螺纹和焦煤的 contango 结构都在走平, 意味着现货过剩的程度在缓解, 近月接货意愿加强。

因此, 综上所述, 近期铁矿石, 宏观上逐渐承压、乏善可陈, 但基本面尚可, 因此价格可能仍偏震荡, 趋势性不显。后面需要关注宏观上的变盘点。

焦煤焦炭: 中东冲突升级

【盘面回顾】本周双焦盘面偏强震荡，现货市场涨跌互现，焦炭四轮提降于周五开启，预计下周一落地。双焦基差继续收缩，月间反套走强。

【产业表现】

焦煤：本周钢联和汾渭样本煤矿开工数据出现分歧，整体来看，安监影响仍在持续，短期内开工率或继续波动，安全生产月结束后，焦煤提产预期较强。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，后续关注蒙煤三季度长协定价。本周海煤报价继续下跌，部分煤种进口利润转正，进口窗口有望打开，但路透煤炭发运仍偏紧，短期内焦煤到港量难有明显增量。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，焦化厂对焦煤按需采购，盘面反弹带动部分投机需求进场，焦煤上游累库幅度放缓。

焦炭：周五钢厂开启四轮提降，焦化利润短期承压，但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，焦企原料采购成本有望下移，短期内焦化厂生产稳定，暂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。盘面反弹带动焦炭期现投机需求，焦化厂内库存向港口转移。现阶段，钢材淡季特征尚未显现，焦炭供需双旺，基本面矛盾并不突出，若高铁水持续，焦炭去库速度或加快。后续关注淡季钢材需求持续性，警惕淡季不淡风险。

【南华观点】

焦煤供需矛盾缓和，叠加地缘冲突对能源品类的支撑作用，短期内盘面有继续上冲的可能。需要注意的是，下游企业普遍对未来需求缺乏信心，此轮反弹并未提振现货市场情绪，焦煤上游矿山库存持续累积，现货销售压力仍然较大。回顾过往行情可以发现，焦化厂提涨往往发生在焦化行业大面积亏损减产，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。操作层面，单边建议观望，近期双焦盘面反弹基差明显收缩，产业可关注低基差下的套保机会。

硅铁&硅锰：短期看反弹

【核心逻辑】现货市场硅铁主产地内蒙 72 硅铁 5200 元/吨 (+50)，宁夏 72 硅铁 5200 元/吨 (+100)；贸易地河北 72 硅铁 5400 元/吨 (+150)，天津 72 硅铁 5400 元/吨 (+100)；硅锰北方产区内蒙硅锰 6517 市场价 5500 元/吨 (+30)，南方产区广西硅锰 6517 市场价 5550 元/吨 (+100)，贸易地江苏硅锰 6517 市场价 5550 元/吨 (+100)。成本端煤炭系继续弱势，铁合金电价成本端有继续下降的预期，澳矿发运恢复，锰矿报价 7 月报价有所下调；短期内铁合金成本支撑不足。硅铁内蒙产区利润-352.5 元/吨 (+74)；宁夏产区利润-309 元/吨 (+124)；硅锰北方大区利润-169.88 元/吨 (+46.83)，南方大区利润-490.94 元/吨 (+76.07)。供应端硅铁生产企业周度开工率为 32.69%，环比上周+1.34%，硅铁周度产量为 9.79 万吨，环比+2.94%；硅锰生产企业周度开工率为 36.39%，环比+1.09%；硅锰周度产量 17.66 万吨，环比+1.85%。铁合金供应矛盾相对不大，产量处于历史同期相对较低水平，但本周利润修复存在增产的可能性。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 2 万吨，环比+2.04%；硅锰五大材需求量 12.37 万吨，环比+1.23%。库存端本周硅铁企业库存 6.81 万吨，环比-2.71%，硅铁仓单库存因 6 月注销规则逐渐注销中；硅锰企业库存 20.59 万吨，环比+5.1%；硅锰仓单 47.48 万吨，环比-3.06%；硅锰总库存 68.07 万吨，环比-0.73%，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】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较小，铁合金将继续维持去库趋势，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，短期内看反弹，但反弹空间有限，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：伊以冲突升级，油价将继续上行

【原油收盘】截至 6 月 20 日收盘，2025 年 7 月 WTI 跌 0.21 报 74.93 美元/桶，跌幅 0.28%；2025 年 8 月布伦特跌 1.84 报 77.01 美元/桶，跌幅 2.33%。SC 主力 2508 收涨 13.8 元/桶，至 572.8 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，市场消息：伊朗议会批准关闭霍尔木兹海峡，但最高安全机构需要最终决定这一措施。二是，美国总统特朗普在社交媒体最新发文：“我们已成功对伊朗的三个核设施发动攻击，包括福尔多、纳坦兹和伊斯法罕。所有战机目前已撤离伊朗领空。主目标福尔多核设施遭到满载炸弹的轰炸。所有战机正安全返航。现在是追求和平的时候了！”。三是，伊朗议会外交政策委员会负责人表示，根据《不扩散核武器条约》第十条，伊朗目前有权合法退出该条约。《不扩散核武器条约》第 10 条规定，如果缔约国断定与本条约主题有关的非常事件已危及其国家的最高利益，为行使其国家主权，有权退出本条约。该国应在退出前三个月将此事通知所有其他缔约国和联合国安全理事会。

【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，OPEC 维持需求预期不变。在库存端，美国库存去库，欧洲库存去库，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+增产的阴霾被地缘淡化，短期伊朗和以色列冲突爆发，美国袭击伊朗核设施，地缘风险加剧，市场情绪紧跟以伊局势，近期重点关注伊朗局势。

PTA-PX：随地缘驱动上行

【PTA 观点】本周 PTA 负荷从 83%调至 79.1%，近期逸盛新材料 360 万吨降负，嘉兴石化 150 万吨重启，福海创 450 万吨和恒力大连 220 万吨停车，下游聚酯开工回升至 92%，供需上近期仍延续去库。织厂环节则表现继续一般，织造、加弹、涤纱负荷分别为 65%（-2%）、77%（-2%）和 67%（0%）。近期 PTA 利润先跌后涨，PX 表现强势，PTA 被动跟涨，基差方面，表现跟利润相反，由于聚酯厂补货，期现冲破 300，但绝对价格高了之后观望情绪变浓。总体基差回落至 260-270 一线。目前中东局势依旧不稳，原油仍偏强，TA 价格依

旧上行为主，基差方面，近期仓单注销较多，现货流动性可能略有缓解，但是整体供需仍偏紧，在聚酯大幅降负前，预计总体还是逢低正套为主。

【PX 观点】本周 PX 在原油上涨影响下单边上涨，成本端，石脑油随成本上涨，但跟涨相对不利，石脑油-BRENT 价差缩至 60 出头，相对较低位置；PX 本周在供需相对尚可的情况下，PXN 恢复至 250 一线。供需上，PX 本周国内开工变化不大，开工从 85.8%小幅下降至 85.6%，盛虹提负但金陵等有所降负，亚洲总体开工从 75.6%下降至 74.3%，GS40 万吨重启，但 Eneos50 万吨检修，另外伊朗 190 万吨检修，以色列 GADIV10 万吨检修，地缘影响了 PX 的开工。现货浮动水平也有所上涨。周末地缘再次风起，估计下周周初价格仍有上涨，PXN 方面，目前部分计划外检修以及聚酯负荷仍在高位，本身供需偏紧，估计 PXN 也有所支撑。

MEG-瓶片：地缘冲突主导，EG 偏强运行

【库存】华东港口库至 61.6 万吨，环比上期减少 1.8 万吨。

【装置】恒力近期两线重启恢复运行；新疆天盈近期停车；榆能近期重启运行；海外方面，沙特两套共 140w 装置近期重启；伊朗装置受地缘影响近期全部停车；加拿大两套共 90w 装置近期重启。

【观点】

近期乙二醇价格在地缘驱动下走势偏强。基本面方面，供应端油煤双升，总负荷升至 70.33% (+4.07%)；其中，乙烯制方面恒力重启恢复运行；煤制方面榆能按计划重启，天盈停车，煤制负荷升至 70.16% (+1.73%)。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，乙烯制利润有所压缩，煤制利润延续高位增长。库存方面，近期到港偏多，绝对价格高位下备货以刚需为主，港口发货不佳，下周一港口显性库存预计小幅累库。需求端，聚酯负荷小幅上调至 92% (+1.1%)，各产品开工均有所上调。后续瓶片、短纤均存减产计划，加工费受强势原料影响低位维持，逻辑上存在减产合理性，但仍需观察实质兑现情况。长丝前期产销放量下库存已降到偏低水平，后续长丝回归库存与加工费的动态平衡，短期减产压力不大。前期受原料大涨影响，终端投机性备货需求提升，但目前需求未见好转，维持季节性走弱，后续产销预计延续冷淡。终端而言，织机与纱厂负荷小幅下滑，订单表现不佳，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 8-10 万吨附近，目前虽然工厂已经停车但港口装船仍正常运行，实际进口缩量预计在 8 月之后方可看到。短期价格走势以地缘冲突驱动为主，在事件缓和之前乙二醇价格预计维持偏强运行，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，低位效益下减产计划兑现概率较高，可关注瓶片盘面加工费逢低布多机会。

甲醇：冲突延续，甲醇偏强

【盘面动态】：周五甲醇 09 收于 2535

【现货反馈】：周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 09+265

【库存】：上周甲醇港口库存如期去库，周期内阶段性抵港偏少，显性外轮卸入 14.2 万吨，个别在靠船货尚未计入在内。库存基数偏低以及国产汽运送到补充，使得江苏沿江部分主流库区提货有所减量，外轮补充有限以及刚需消耗下，江苏同步去库。华南港口库存明显去库。广东地区周内仅部分内贸船只补充供应，主流库区提货量尚算稳健，库存明显去库。福建地区周内一船进口货源补充供应，下游刚需消耗下，库存亦有去库。

【南华观点】：甲醇继续受地缘影响，行情分析超出产业面，周末美国总统特朗普在其社交媒体“真实社交”上发文称，美国已完成对伊朗福尔多、纳坦兹和伊斯法至三处核设施的袭击，伊以冲突仍在延续，在美国下场的背景下，后续走势更加扑朔迷离，建议观望。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）。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，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 7242（-32）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7210 元/吨，华东现货价格为 7260 元/吨，华南现货价格为 7290 元/吨。

【基本面】供给端，本本期 PP 开工率为 79.58%（+0.95%）。近期 PP 装置检修量有所回落，目前 PP 集中检修季已接近尾声，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，预计新增产能将达到 220 万吨。需求端，本期下游平均开工率为 49.64%（-0.33%）。其中，BOPP 开工率为 60.41%（0%），CPP 开工率为 57%（-0.63%），无纺布开工率为 36.65%（-0.5%），塑编开工率为 43.56%（-0.84%）。当前下游处于传统产销淡季中，开工率有所下滑。库存方面，PP 总库存环比上升 4.23%。上游库存中，两油库存环比上升 9.93%，煤化工库存下降 4.81%，地方炼厂库存上升 1.93%。中游库存中，贸易商库存环比上升 5.31%，港口库存下降 0.77%。

【观点】上周聚烯烃盘面在以伊冲突的影响下总体呈现上行趋势，直至周五出现小幅回落。由于当前局势尚未明朗，盘面不确定性较大。从 PP 供需情况看，目前其供需格局不变：供给端，裕龙 4 线和镇海 4 线预计将在近期投产，叠加当前 PP 集中检修季已接近尾声，供给预计出现明显增量。而需求端，在当前淡季之中工厂补库需求有限，暂看不到足以改变格局的增量驱动。从成本端情况看，以伊局势恶化导致甲醇与丙烷价格抬升，MTO 与 PDH 装置利润压缩。由于 MTO 与 PDH 装置对利润较为敏感，在低利润环境下较容易出现负反馈情况，从而导致 PP 供给出现边际收缩。由于当前中东局势仍存在较大不确定性，所以需重点关注近期甲醇与丙烷的价格波动和供应情况，以及 MTO 与 PDH 装置的开工情况。

PE：地缘局势主导波动

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7415（-47）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7400 元/吨，华东现货价格为 7440 元/吨，华南现货价格为 7520 元/吨。

【基本面】供给端，本期 PE 开工率为 78.69%（-0.47%）。本周装置检修量小幅回升，当前 PE 装置检修依然较多，集中检修期预计延续至 7 月中下旬。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 39.3%（-0.06%）。其中，农膜开工率为 12.12%（-0.25%），包装膜开工率为 49.15%（+0.71%），管材开工率为 28.67%（-0.83%），注塑开工率为 53%（-0.33%），中空开工率为 37.94%（-0.74%），拉丝开工率为 31.94%（-0.49%）。由于当前正处于 PE 下游产销淡季，本周除包装膜以外，其他下游开工率均出现小幅下滑。从现货成交情况看，在周一过后下游

投机性补库需求明显缩减，总体需求情况偏弱。库存方面，本期 PE 总库存环比下降 3.29%，其中上游石化库存环比下降 6%，煤化工库存上升 22%，社会库存下降 5%。

【观点】上周聚烯烃盘面在以伊冲突的影响下总体呈现上行趋势，直至周五出现小幅回落。由于当前局势尚未明朗，盘面不确定性较大。从 PE 基本面看，其供需双弱的格局持续。在供给端，当前装置检修依然较多，PE 总产量有所缩减，加之由于先前 HD-LL 价差持续处于高位，部分全密度装置向 HDPE 转产，标品供给边际减量。另外，由于伊朗战局的恶化，聚烯烃装置已出现大规模停车的情况，若伊朗货源完全中断，或将导致国内 PE 进口量缩减约 10-15 万吨每月（其中以 HDPE 和 LDPE 为主）。而需求端，目前下游仍处于传统淡季之中，下游补库需求比较有限。综合来说。供给端的缩量给 PE 提供了一定的支撑，但同时由于下游需求暂看不到增量驱动，限制 PE 上涨空间。由于当前宏观局势仍存在较大，后续仍需重点关注中东战局变化。

PVC:关注乙烯端潜在减产

供应：本周开工率有一定提升，整体检修高峰结束，不过 7 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 200 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-2%左右，目前的去库更多是靠出口在发力。

出口：5 月出口 36 万吨，数据仍然很强，BIS 延期，短期成交有一小轮新的放量，且类似张家港外服等库区待发量仍然较大，整体预期强度可维持。

库存：本周去库放缓，华东大约去库 0.35 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）：反弹后基差有走弱，出厂价格有压力难跟涨，本周再度出现无风险。

策略观点：本周 PVC 出现了一个新的交易点，即伊朗问题爆发后，乙烯面临较大的上行压力，一是因为伊朗的甲醇物流中断导致国内沿海 MTO 可能大量停车，二来美国乙烷已经超过 20 天没有放行，三者由于石脑油的涨价，油头乙烯裂解的估值也被压到了极低的水平，因此衍生出的担忧乙烯法亏损的炒作，但是周内现实端看仍然是现货压力较大，基差走弱，去库斜率放缓的。在整体现实端看不到实际减产的背景下，炒作还是有一些乏力，不宜过度乐观。

燃料油：受原油提振回升

【盘面回顾】截止夜盘收盘，FU09 报价 3342 元/吨，升水新加坡 1.4 美元/吨

【产业表现】供给端：进入 6 月份，俄罗斯高硫出口-103 万吨，伊朗高硫出口-16 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+46 万吨，印度-6 万吨，美国+40 万吨，进料需求回升，在发电需求方面，沙特进口+2 万吨，阿联酋+35 万吨，埃及+14 万吨，有小幅提振。库存端，新加坡浮仓库存回升，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】截止夜盘收盘，LU08 报 3970 升水新加坡 10.4 美元/吨

【产业表现】供给端：6 月份科威特出口环比-15 万吨，阿联酋进口-18 吨，中东供应+12

万吨，巴西-39万吨，西北欧市场供应-51万吨，非洲供应环比持-18万吨，6月份海外供应缩量；需求端，6月份中国进口-4万吨，日韩进口+2万吨，新加坡-54万吨，马来西亚进口-27万吨；库存端，新加坡库存-72万桶；ARA-2万吨，舟山+5万吨

【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 3747 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+6.6%至 34.3%，华东-11.9%至 34.4%，中国沥青总的开工率-1.1%至 30.4%，山东沥青产量+3.3 至 17.7 万吨，中国产量-1.2 万吨至 53.7 万吨。需求端，中国沥青出货量+1.63 万吨至 28.83 万吨，山东出货+1.9 万吨至 9.3 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-2.3 万吨为 15.1 万吨，中国社会库存+0 万吨至 53.5 万吨，中国企业库存-3.2 万吨至 49.4 万吨。

【南华观点】供需端呈现供减虚增格局，供给端因华南炼厂开工率减低而小幅收缩，库存端环比变动不大，需求体现出一定的梅雨季节特征。最大的变量依然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程度有限，短期沥青盘面波动完全跟随成本端原油的走势，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：震荡运行

【盘面动态】：周五尿素 09 收盘 1730

【现货反馈】：周末国内尿素行情稳中下跌，部分价格下调 10-50 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1680-1800 元/吨。业内心态谨慎，高位成交阻力较大，贸易商急于变现，市场价格明显松动。短线尿素价格继续稳中下滑，关注中东局势。

【库存】：截至 2025 年 6 月 18 日，中国尿素企业总库存量 113.60 万吨，较上周减少 4.11 万吨，环比减少 3.49%，中国主要港口尿素库存统计 29.5 万吨，较上周增加 5 万吨。

【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，国内尿素触底反弹，原本低位尿素受伊以地缘冲突影响，国际价格大涨，利好情绪传导至国内，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：陷入震荡

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1173，-0.26%

【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,光伏玻璃处于持续亏损状态,堵窑口现象开始增加,预计在产日熔量近期将继续下降,光伏端重回过剩格局。纯碱远期仍有投产预期。目前检修对盘面的影响非常弱,且成本偏弱运行同样支撑不足。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 1007, 0.9%

【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 15.9 万吨附近的预期。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 万吨以下。目前 09 盘面价格基本处于湖北低价现货附近,煤制气产线尚有利润。周内沙河投机情绪略有改善,叠加中游库存低,小板出货带动沙河整体产销有所好转,关注持续性。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:交割品牌调整

【盘面回顾】截至 6 月 20 日:纸浆期货 SP2509 主力合约收盘下跌 134 元至 5120 元/吨。夜盘上涨 224 元至 5344 元/吨。

【产业资讯】针叶浆:山东银星报 6090 元/吨,河北俄针报 5225 元/吨。阔叶浆:山东金鱼报 4100 元/吨。

【核心逻辑】上周五日盘收盘后,上海期货交易所调整了俄罗斯浆厂生产的“布针”交割制度,周五夜盘纸浆主力合约价格高开高走。受制于交割品牌限制,纸浆最低可交割品供给量预计减少 4.2-7 万吨/月,后期最低可交割品品质提升,价格上调。上周国内白卡纸产量小幅下滑,文化纸及生活纸产量提高,成品纸种间表现分化,整体产量连续三周提高。短期可交割品牌调整利多纸浆期货价格,期货端前期对标的俄针价格底部相对清晰,下游淡季成品纸价格持稳,纸厂原料补库积极性一般,港口去库缓慢压制纸浆价格上方空间,预

计短期纸浆价格呈底部上移的震荡格局。

烧碱：低位震荡

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2256，-1.4%

【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，基差有所修复。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：低位反弹

【期货动态】LH2509 收于 13895，日环比+0.98%。

【现货报价】全国生猪均价 14.29 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 14.72、13.96、14.07、13.6、15.37 元/公斤，分别+0.33、+0.15、+0.06、-0.07、+0.00 元/公斤

【现货情况】

周末北方区域偏强上涨,首先来自于供给端出栏节奏主、被动收缩,其次部分区域二育进场积极性仍存,加之部分头部企业内转量级增强,猪源竞标激烈,终端消费虽未见明显起色。屠企为保销售订单,被动提涨;短期来看,情绪仍或支撑。南方行情大稳小动,部分区域供需节奏正常,养殖主体对高价提涨预期不足,多维持稳定观望,部分西南地区受制于自身出栏压力先行走低,降后走货好转。

【南华观点】

7、8、9 月生猪出栏量或为全年低位，标肥价差始终保持一定养大猪的利润，市场存在压栏情绪。在供应量依旧保持高位的情况下，建议以逢高沽空思路为主，价格下跌较快时以正套保护利润。

油料：关注月底种植面积报告

【盘面回顾】外盘美豆油小幅回落，美豆炒作情绪走弱，内盘跟随回调。

【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)玉米期货收低，美国中西部天气对玉米生长有利。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，深加工收购积极性尚可；玉米供应量不多。。华北玉米稳中偏弱，贸易商出货积极性增加，门前到货车辆有所恢复。销区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：油价波动扰动

【期货动态】洲际交易所(ICE)期棉冲高回落，小幅上涨，当周美棉 25/26 年度签约量大幅增加。上周五郑棉小幅收涨。

【外棉信息】据美国农业部，6.6-6.12 日一周美国 2024/25 年度陆地棉净签约 18869 吨，环比增加 38%，较近四周平均减少 23%。装运陆地棉 46425 吨，环比减少 13%，较近四周平均减少 24%。净签约本年度皮马棉-431 吨；装运皮马棉 680 吨，较前一周减少 48%。周内签约新年度陆地棉 62346 吨，较之前显著增加，签约新年度皮马棉 1474 吨。

【郑棉信息】上周新疆气温维持偏高水平，全疆棉花处于盛蕾期，整体长势良好，部分棉田存在旺长现象，目前来看预计至本周周初，新疆将维持高温态势，尤其是南疆地区，周中温度或有回落，但后续或重新升温，关注持续高温下棉田病虫害情况。当前下游处于传统的消费淡季，工厂负荷逐步下调，成品延续累库态势，纱厂库存压力尚且不大，但织厂淡季特征逐渐凸显。

【南华观点】近日中美政策暂为稳定，但油价波动较大，棉价受其影响，但在需求淡季之下，棉价反弹动力或偏弱，但在进口棉数量偏少下，疆棉去库速度较快，预期年度末供需或趋紧，棉价下方空间缩窄，短期棉价上方关注 13600 附近的压力情况，下方关注 13000 附近支撑情况，关注棉花淡季去库速度。

白糖：低位反弹

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五收高，周线持稳。

周五夜盘，郑糖上涨，5600 支撑显著。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6070 元/吨。昆明中间商报价 5790-5920 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%。

4.5 月份我国进口糖浆、预混粉合计 6.42 万吨，同比减少 15.07 万吨。

6.海关总署公布的数据显示，2025 年 5 月份我国进口食糖 35 万吨，同比增加 33 万吨。

【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：价格反复

【期货动态】苹果期货昨日上涨，短期走势反复。

【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】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 19 日，全国主产区苹果冷库库存量为 116.49 万吨，环比上周减少 10.97 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：关注后续坐果

【产区动态】目前新疆产区正处于集中环割期，喀什地区已进入环割末期，近期新疆高温持续，但天气产生的实质影响尚有限，还需关注后续高温对新季二茬坐果产生的实质影响，目前来看本月底或仍有高温天气，新季产量或存挑战。

【销区动态】上周五广州如意坊市场未有到货，河北崔尔庄市场到货 4 车，下游购销氛围清淡，零星成交，现货价格整体暂稳。

【库存动态】6 月 20 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 19 日，36 家样本点物理库存在 10680 吨，周环比减少 13 吨，同比增加 67.35%。

【南华观点】当前下游处于消费淡季，陈枣供应充足，但市场焦点逐渐向新季红枣转移，近期新疆产区高温持续，当前天气影响尚有限，还需关注后续天气变化，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。