

金融期货早评

人民币汇率：美联储没有不降息的理由？

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1858，较上一交易日下跌 21 个基点，夜盘收报 7.1772。人民币对美元中间价报 7.1710，调贬 15 个基点。

【重要资讯】美联储理事鲍曼在最新的讲话中表示，如果美国通胀继续保持温和，将支持美联储最早在 7 月降息。与此同时，美国白宫国家经济委员会主任哈塞特也表示，美联储没有理由不降息。

【核心逻辑】近期，受地缘风险事件驱动，美元指数获得一定的上行动力。但我们认为，从基本面的角度来看，美元指数尚未扭转下行趋势。美元兑人民币汇率方面，在缺乏显著驱动因素的情况下，预计短期内仍将维持区间震荡走势。本周需重点关注下述风险点：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：地缘政治紧张，观望为主

【市场回顾】昨日股指整体上涨，以沪深 300 为例，收盘上涨 0.29%。从资金面来看，两市成交额回升 550 亿元。期指方面，IH 放量上涨，其余品种均缩量上涨。

【重要资讯】1、伊朗宣布对美军驻卡塔尔乌代德空军基地实施导弹打击。2、美国 6 月标普全球制造业 PMI 初值持稳于 52，为 2 月以来最高，好于市场预期。

【核心观点】昨日受稳定币、跨境支付概念引领，股市整体出现上涨，此前我们也提示，下方支撑有力，可能面临技术性反弹，不过当下缺乏明显利多，预计股市上行的可持续性有限，同时在中东局势紧张的背景之下，避险情绪会对于股市走势上行空间形成压制。当前量能变动不大，对应着股市上下驱动都不明显，预计股指走势仍以区间震荡为主。

【策略建议】观望为主。

国债：行情无序

【行情回顾】国债期货全天整体呈现“V”字走势，早盘震荡下跌，午后回升尾盘跌幅大幅收窄。现券方面收益率截至盘后当日涨跌基本在 0.3bp 以内，长端小幅回落，中短端回升。公开市场到期 2420 亿 7 天期逆回购和 1000 亿国库定存，央行新做 2205 亿，日内净回笼 1215 亿。

【重要资讯】：1.据央视新闻，伊朗议长 23 日表示，伊朗议会考虑通过法案，暂停同国际原子能机构的合作。

【核心逻辑】其他资产方面，A 股全天震荡上行，午后强势拉升涨幅扩大，全天下来稳定币概念下相关板块明显上涨，另外红利相关股票也明显上涨，二者共振对 A 股形成拉动，市场不太在意伊朗的威胁。大宗商品同样给出反应，金价油价高位回落，带动国内能化板块多数下跌，而黑色整体窄幅震荡。

回到债市，日内表现说明债市价格冲高遇到了明显阻力，但目前仍没有出现足以扭转趋势的增量利空，全天振幅比较有限，行情波动无序。反复震荡后支撑的坚实程度会越来越强，延续之前的操作思路，持仓观望即可。

【投资策略】：持仓观望

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：期价高开低走

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格高开后震荡回落，盘中跳水。截至收盘，EC 各月合约价格均有所下降。

【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\$1710，较同期前值上涨\$5，40GP 总报价为\$2880，较同期前值上涨\$10。7 月 3 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1875，较同期前值上涨\$5，40GP 总报价为\$3130，较同期前值上涨\$10。

【重要资讯】：新华社北京 6 月 23 日电 在核设施遭美国打击后，伊朗 22 日警告，可能封锁国际重要海运航道霍尔木兹海峡。伊朗新闻电视台网站报道，伊朗议会国家安全和外交政策委员会成员伊斯梅尔·库萨里当天说，鉴于美国对伊朗发动打击，伊朗议会一致同意，“应该关闭霍尔木兹海峡”。不过，库萨里同时说，是否关闭霍尔木兹海峡须由伊朗最高国家安全委员会最终决定。

【南华观点】：伊朗警告或封锁霍尔木兹海峡地缘政治风险增加，期价高开。但目前期价主要还是受到 7 月涨价落地预期偏弱影响，期价整体偏震荡下行。对于后市而言，期价短期以震荡的可能性相对较大，后续可继续关注其余船司现舱报价表现，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：中东地缘风险缓和 贵金属略显承压

【行情回顾】周一贵金属市场维持震荡，最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3384.4 美元/盎司，-0.04%；美白银 2507 合约收报于 36.05 美元/盎司，+0.09%。SHFE 黄金 2508 主力合约收报 781.3 元/克，+0.03%；SHFE 白银 2508 合约收 8770 元/千克，+0.35%。地缘方面，今日亚盘早盘时段，伊朗高级官员确认，德黑兰已同意由卡塔尔斡旋的、美国提出的与以色列的停火协议，引发原油暴跌，贵金属亦快速调整。美联储降息预期方面，美联储理事鲍曼周一晚间暗示或会支持 7 月降息。鲍曼表示：“如果通胀压力得到控制，我将支持在下次会议上尽快降低政策利率，以使其更接近中性水平并维持健康的劳动力市场。”她认为关税带来的价格上涨将是“小幅且一次性”的。她亦援引了脆弱性的证据，包括劳动力市场活力减弱、经济增长放缓和就业增长的狭隘集中，因此认为美联储在未来的决策中应“更加重视就业目标所面临的下行风险”。这是鲍曼自今年春季被特朗普提名并经参议院确认出任美联储监管副主席以来，首次就经济前景发表实质性评论。

【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 200.71 吨至 14950.99 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 7.16 吨至 957.4 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 16.9 吨至 1247.1 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】接下来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，短线在降息仍需等待、地缘风险缓和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：震荡为主，关注持仓情况

【盘面回顾】沪铜指数在周一保持稳定，报收在 7.79 万元每吨，成交 13 万手，持仓 52 万手，上海有色现货升水 90 元每吨。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】铜价在近期基本保持稳定，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。短期来看，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】持币观望。

铝产业链：伊朗接受停火方案

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20365 元/吨，环比-0.24%，成交量为 18 万手，持仓 25 万手，上海有色现货升水 160 元/吨，伦铝收于 2592 美元/吨，环比+1.67%，成交量为 3 万手，持仓 0 手；氧化铝收于 2906 元/吨，环比+0.38%，成交量为 34 万手，持仓 29 万手；铸造铝合金收于 19680 元/吨，环比-0.08%，成交量为 4196 手，持仓 8243 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。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：基本面对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：累库再停，窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 21980 元/吨，环比+0.62%。其中成交量为 9.79 万手，而持仓则减少 8673 手至 67890 手。现货端，0#锌锭均价为 21950 元/吨，1#锌锭均价为 21880 元/吨。

【产业表现】据 SMM 了解，华南地区部分锌冶炼厂周末受大雨天气影响，生产正常但地面积水运输受限，目前正在逐步恢复中。

【核心逻辑】上一交易日，锌价窄幅震荡，小幅去库支撑锌价。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。

镍，不锈钢：产业链整体较为疲软

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 117440 元/吨，下跌 1.13%。不锈钢主力合约日盘收于 12390 元/吨，

下跌 1.16%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 120650 元/吨，升水为 2750 元/吨。SMM 电解镍为 119500 元/吨。进口镍均价调整至 118400 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27400 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 7095.45 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 920 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-8.46%。纯镍上期所库存为 25304 吨，LME 镍库存为 205140 吨。SMM 不锈钢社会库存为 1000600 吨。国内主要地区镍生铁库存为 34610 吨。

【市场分析】

日内盘面再度震荡下行，日盘已经跌破 118 关口。镍矿方面或将成为关键因素，目前六月第二期基准价仅轻微下调，且内贸升水较为稳定，在目前整体产业链亏损局面下底部支撑线仍存，后续可重点关注基准价以及升水是否会因为产业疲软而有所下调。镍铁价日后再进一步下调，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，库存仍有一定累积。贸易商出货压力较大，不断让利出货，整体恐慌情绪仍存。硫酸镍方面日前价格也有一定下调，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。后续可关注绝对价格较低情况下库存和仓单是否好转。

锡：短期触顶

【盘面回顾】沪锡指数在周一基本保持稳定，报收在 26.1 万元每吨，成交 12 万手，持仓 4.75 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，在未来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，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。

碳酸锂：供强需弱，逢高布空或卖出看涨

【行情回顾】昨日碳酸锂期货低位震荡，主力合约 LC2509 收于 59120 元/吨，日环比上涨 220 元/吨，持仓量 35.69 万手，日环比增加 2607 手；碳酸锂 LC07-11 月差维持 back 结构，日环比走强 120 元/吨；仓单数量总计 26779 手，日环比减少 1014 手。

昨日，锂矿端价格整体走弱，SMM 澳洲锂辉石 6%CIF 日均报价 610 美元/吨。锂盐市场报价整体再度下挫，SMM 电碳日均报价 59950 元/吨，较昨日下跌 450 元/吨；电氢日均报价 63920 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 3970 元/吨，日环比上涨 200 元/吨；市场基差报价整体走弱，碳酸锂四料综合基差日均报价-50 元/吨，环比下降 100 元/吨。下游材料端磷酸铁锂材料报价走弱，SMM 动力型磷酸铁锂日均报价 30175 元/吨，环比下降 175 元/吨；动力型三元材料 142750/吨；六氟磷酸锂报价 51700 元/吨，较昨日下降 300 元/吨。

【产业表现】锂电产业链现货市场报价整体走弱。供给端，锂矿与碳酸锂价格重回弱势，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，市场基差报价持续走弱，市场表现不佳，下游刚性采买。需求端，下游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。

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

【风险点】宏观扰动；供给端减停产；技术性反弹；持仓量与仓单矛盾

工业硅&多晶硅:双硅供强需弱，逢高步空或卖出看涨

【行情回顾】昨日工业硅期货低位震荡，主力 SI2509 合约收于 7420 元/吨，日环比上涨 30 元/吨，持仓量约 30.31 万手，日环比减少 2437 手；工业硅 SI07-11 月差维持 back 结构，日环比走弱 5 元/吨；仓单数量 54184 手，日环比减少 439 手。

昨日多晶硅期货价格持续走低，主力合约收于 30615 元/吨，日环比下降 1085 元/吨，持仓量大约 7.81 万手，日环比增加 52026 手；多晶硅 PS07-11 月差维持 back 结构，日环比有所走强 430 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，新疆地区通氧 553# 平均报价 7600 元/吨，421# 平均报价 8000 元/吨，99# 硅粉平均报价 8600 元/吨，日环比下降 50 元/吨；下游报价整体平稳，有机硅 DMC 报价 10700 元/吨，铝合金 ADC12 平均报价 20000 元/吨；多晶硅现货价格整体平稳，N 型多晶硅价格指数 34 元/千克。下游市场报价不变，N 型硅片价格指数 0.9 元/片。

【产业表现】硅产业链市场整体供应宽松，丰水期电价优势明显，开炉预期逐渐落地。供给端表现强劲，西南地区工业硅、多晶硅企业复产预期逐渐落地，开工率略有提升。需求端整体走弱，下游多晶硅企业产能置换，补库接近尾声，硅片及电池片市场排产下降，市场情绪走弱，刚需采购为主；有机硅厂家封盘挺价，铝合金企业生产计划下滑明显。

【南华观点】工业硅需求恢复弱势，库存高位压制价格上涨空间，建议逢高布空或关注卖出看涨期权，近期强压力位：7600。多晶硅基本面供强需弱，建议逢高布空或关注卖出看涨期权，短期强阻力位：33000。

【风险点】宏观扰动；供给端减停产；技术性反弹；持仓量与仓单矛盾

铅：供需双弱，窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16920 元/吨，环比+0.65%，其中成交量 26206 手，而持仓量则减少 5834 手至 28273 手。现货端，1# 铅锭均价为 16725 元/吨。

【产业表现】截至 6 月 23 日，SMM 铅锭五地社会库存总量至 5.57 万吨，较 6 月 16 日减少约 700 吨；较 6 月 19 日减少 300 余吨。

【核心逻辑】上一交易日，在供需双弱的格局下，铅价窄幅震荡，由于库存去库，小幅上涨。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：中东冲突或缓和

【行情回顾】昨晚或因焦煤企稳站上 800，以及铁水排产增加，原料成本支撑或走强，盘面表现偏强

【信息整理】1. 当地时间 6 月 23 日，美国总统特朗普在其社交媒体平台“真实社交”上发文表示，以色列和伊朗已同意全面停火。特朗普发文时间为美国东部时间 23 日 18 时，特朗普称，双方停火将于大约 6 小时后开始，也就是美国东部时间 24 日零时。

2. 当地时间 6 月 23 日，一名伊朗高级官员证实，伊朗已接受卡塔尔参与调解、美国提出的与以色列停火方案。

3. 美联储官员鲍曼、古尔斯比均暗示，若通胀压力得到控制，将支持 7 月降息。

4. 近日，专项债首次投向政府投资基金这一新用途受到市场关注。与此同时，新增专项债务限额重点用于土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等安排也正逐步落地。

5. 6 月 23 日，焦炭市场价格偏弱运行，第四轮降价落地。

6. 受安全因素影响，长治地区部分煤矿收到通知停产自查，据悉停产时限在 3 天左右，其中沁源地区煤矿已经收到停产通知，涉及核定产能 2230 万吨，按最新调研口径影响原煤日均产量 8.22 万吨，影响煤种为瘦煤和瘦主焦煤。长治其他区域也有煤矿零星停产，但尚未完全停产，阶段性来看供应有所收紧，但长期影响有限。

7. 6 月 16 日-22 日，中国 47 港铁矿石到港总量 2772.9 万吨，环比增加 255.4 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 3060.9 万吨，环比增加 218.8 万吨。

【南华观点】特朗普称以伊将停火导致原油大跌，预计将带动前期做多焦煤及工业品的情绪回落，今日盘面或震荡偏弱。不过，近期焦煤上涨确有基本面支撑，受安全检查等影响部分煤矿减产，且本周铁水产量仍有增量倾向，因此在铁水产量显著下降前，预计盘面下行仍遇阻力。钢材方面，近期盘面上涨表现为收基差，反映现货对高价接受度不高，部分钢材品种已显现淡季走弱压力及累库倾向，导致盘面反弹乏力。综合来看，短期因铁水高位运行，盘面下行不畅或呈震荡盘整，但部分钢材淡季走弱趋势已显，操作上建议以逢高套保为主。

铁矿石：上方有压力

【盘面信息】早盘 09 合约冲高后震荡，40 日均线处有压力。

【信息整理】本期全球铁矿石发运量环比增加 136 万吨至 3506 万吨。

【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：四轮提降落地，外盘原油闪崩

【盘面回顾】周一双焦盘面偏强震荡

【信息整理】

1. 伊朗高级官员确认，德黑兰已同意由卡塔尔斡旋的、美国提出的与以色列的停火协议。
2. 国家能源局：截至 5 月底，全国累计发电装机容量 36.1 亿千瓦，同比增长 18.8%。
3. 特朗普呼吁压低油价，同时鼓励美国能源部加大钻探力度。
4. 2025 年 6 月 23 日 0 时起，山东、河北市场主流钢厂对焦炭采购价湿熄下调 50 元/吨，干熄下调 55 元/吨。（第四轮）

【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】

伊以达成停火协议，外盘原油闪崩，或影响大宗商品整体情绪。近期焦煤盘面表现偏强，但此轮反弹并未提振现货市场情绪，下游企业普遍对未来需求缺乏信心，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，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：宏观情绪走弱

【盘面回顾】昨日铁合金震荡行情，硅铁主力收 5316，硅锰主力收 5610，夜盘外盘原油大跌，带动宏观情绪走弱和能化驱动下降，预计铁合金会受此影响小幅低开。

【核心逻辑】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：波动放大

【原油收盘】截至昨日收盘，NYMEX 原油期货换月 08 合约 68.51 跌 5.33 美元桶，环比-7.22%；ICE 布油期货 08 合约 71.48 跌 5.53 美元桶，环比-7.18%。中国 INE 原油期货主力合约 2508 跌 2.9 至 569.9 元/桶，夜盘跌 32.2 至 537.7 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，美国总统特朗普宣布，以色列和伊朗已完全达成一致，将实现全面停火。三是，伊朗革命卫队发文称，伊朗“真实承诺-3”行动第 21 轮打击已展开，打击范围覆盖以色列南北全境的军事目标及后勤支援中心，重点聚焦海法与特拉维夫核心区域。据几位美国官员称，伊朗导弹看起来没有击中位于卡塔尔的美国空军基地。四是，美国总统特朗普发文呼吁低油价。

【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：地缘缓和，随成本端回落

【PTA 观点】近期 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。目前中东局势初步缓和，原油回落，TA 价格跟随成本端为主，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】近期 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 近期在供需相对尚可的情况下，PXN 恢复至 250 一线。供需上，PX 近期国内开工变化不大，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。目前地缘初步缓和，预计价格随成本端回落，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 有所支撑。

MEG-瓶片：地缘初步缓和，回吐风险溢价

【库存】华东港口库至 62.2 万吨，环比上期增加 0.6 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，本周到港偏少，绝对价格高位下备货以刚需为主，港口预期发货不佳，下周一港口显性库存预计去库 3-5 万吨。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，织机与纱厂负荷微幅下滑，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，目前冲突初步缓和，乙二醇价格预计大幅回落，主要关注后续局势进一步动态。瓶片方面绝对价格同样随成本端波动为主，近期受订单转弱影响加工费大幅压缩，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。

PP：宏观因素扰动较大

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7262 (+20)。

【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】由于当前局势尚未明朗，盘面不确定性较大。昨日关于伊朗石化装置即将复工复产的传闻较多导致盘面高开低走。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 7444 (+29)。

【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】由于当前局势尚未明朗，盘面不确定性较大。昨日关于伊朗石化装置即将复工复产的传闻较多导致盘面高开低走。排除中东战局的影响，基本面维持供需双弱格局。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，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，后续仍需关注中东战局变化。

苯乙烯：冲高回落

【盘面回顾】EB2507 收于 7692 (-42)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6395 (-50)，苯乙烯现货 8115 (-95)，主力基差 423 (-53)

【库存情况】截至 6 月 23 日，江苏纯苯港口库存 17.1 万吨，较上期环比增加 11.76%。截至 2025 年 6 月 23 日，江苏苯乙烯港口库存 8.5 万吨，较上周期增 1.87 万吨，幅度 +28.21%；截至 2025 年 6 月 19 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 18.88 万吨，较上一周期增加 0.41 万吨，环比增加 2.25。

【南华观点】

纯苯：供应端石油苯、加氢苯开工率持续回升。需求方面，五大下游中仅有苯酚受扬州实友停车影响开工率下降，其他四大下游受装置重启、提负影响，开工率有不同程度提升，总体对纯苯需求较上周明显提升，周产量供需差走扩。华东港口库存小幅累库，船报来看本周期到港量较多，昨日最新数据显示港口明显累库。检修计划看未来半月仍有纯苯检修装置将要回归，而原定于 7 月初检修的福佳、浙石化等装置推迟了其检修计划，近端供应持续增量，需求端近期虽然也稍有增量但仍无法改变 6-7 月纯苯过剩格局。中东局势升温，原油上涨带动下游纯苯绝对价格继续上涨，中石化调整挂牌价至 6400 元/吨，下游维持刚需采购为主，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：供应端盛虹、恒力装置回归，开工率上升至 79%。需求端，EPS 开工率下降，ABS、PS 开工率小幅波动，3S 综合需求较上一周期基本持平。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。近两周港口提货积极，现货流动性偏紧。临近 6 下纸货交割，流动性偏紧的情况下即使盘面价格跟随原油拉涨，月下基差依然持续走强，截至周五夜盘，月下基差报价已达 500。中东冲突导致苯乙烯近端绝对价格拉涨且下游需求已进入季节性淡季，3S 难以承受高价原料，后续重点关注下游是否出现停工负反馈。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，中东局势反复，短期观望为主，等宏观局势稳定后再进空单更为稳妥。

燃料油：跟随原油波动，警惕回调

【盘面回顾】截止到昨日收盘，FU09 收于 3385 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：尝试空配

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU08 收于 4032 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 3781 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】：周一尿素 09 收盘 1711

【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：窄幅震荡

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1173，0%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 175.59 万吨，环比上周四+2.92 万吨；其中，轻碱库存 80.73 万吨，环比上周四-0.53 万吨，重碱库存 94.86 万吨，环比上周四+3.45 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%

【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。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：远月支撑

【盘面回顾】截至 6 月 23 日：纸浆期货 SP2509 主力合约收盘上涨 158 元至 5278 元/吨。夜盘下跌 114 元至 5164 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6090 元/吨，河北俄针报 5325 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4100 元/吨。

【核心逻辑】昨日纸浆期货 09 主力合约价格冲高回落，持仓量减少，以空头减仓占优，夜盘增仓下行。技术上看，日 K 线收阳线实体，上影线较长，布林带上下轨收敛，盘面动能犹豫。昨日交割品牌调整情绪淡化，盘面价格回落。从期限结构来看，01 合约及之后的远月合约价格相对坚挺，近月合约价格相对偏弱，月间走反套。今年 12 月末老仓单集中注销，后续新仓单的最低可交割品数量减少或品质提升，纸浆价格底部上移，反套逻辑持续。昨日山东针叶浆意向成交价格区间为 5300-6750 元/吨，低端报价较上一工作日价格涨 100 元/吨；阔叶浆价格较上一工作日收盘价格稳定。

烧碱：暂无明显驱动

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2272，0.71%

【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 13980，日环比+0.61%。

【现货报价】全国生猪均价 14.41 元/公斤，+0.12 元/公斤，其中河南、湖南、辽宁、四川、广东五省生猪均价分别为 14.75、14.04、14.21、13.77、15.67 元/公斤，分别+0.03、+0.08、+0.14、+0.17、+0.30 元/公斤

【现货情况】

养殖端整体呈小幅缩量趋势，市场供应相对缩减，叠加二育补栏较前期相比略有增加，支撑国内行情，今日价格涨势明显。整体来看月末之前受供应收紧的影响价格或延续稳中偏强趋势，中长期受高温消费淡季及出栏压力的影响价格仍有下跌风险，重点关注集团场出栏情况及二育补栏情况。

【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】外盘原油带动美豆油回落，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。

棉花：关注淡季需求

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨超 1%，截至 6 月 22 日当周，美棉优良率环比下降 1%至 47%，本周美国或迎来高温天气。隔夜郑棉小幅收跌。

【外棉信息】2025 年 4 月，美国批发商服装及服装面料销售额为 136.39 亿美元，环比增加 1.2%，同比增加 3.83%，库存额为 286.58 亿美元，环比增加 1.49%，同比减少 1.11%，库存销售比为 2.1，环比持平，同比下降 0.11%。

【郑棉信息】近期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，由于近期温度偏高，部分棉田存在旺长现象，病虫害现象提前发生，当前农户已采取措施进行有效管理，本周各产区气温或维持偏高水平，周末或有降温，但下周或再出现明显升温，关注后续持续高温下棉田病虫害情况。据 BCO 统计，截至 6 月 15 日，中国棉花工商业库存共 405.7 万吨，较 5 月底减少 34.28 万吨。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，在需求淡季之下，棉价反弹动力不足，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：弱势徘徊

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周一收跌，但远月合约小幅上涨昨夜夜盘，郑糖横盘震荡，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 月前三周出口糖 210.3 万吨，日均出口 15.2 万吨，较上年 6 月减少 6%。

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】苹果期货昨日下跌，短期价格反复。

【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】目前新疆产区首轮环割进入尾声，由于 24/25 年度枣树挂果量较多，树木养分耗费较多，叠加近期新疆高温持续，头茬果数量不多，但天气产生的实质影响尚有限，二茬果才为坐果主力，还需关注后续高温对新季二茬坐果产生的实质影响，目前来看本周各产区气温或维持偏高水平，周末或有降温，但下周或再出现明显升温，新季产量或存挑战。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 7 车，河北崔尔庄市场到货 3 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 23 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，购销氛围较为清淡，陈枣供应充足，随着关键坐果期的到来，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，后续或仍存天气端炒作的可能。

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。