

金融期货早评

人民币汇率：仍是稳中有升

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1781，较上一交易日上涨 77 个基点，夜盘收报 7.1712。人民币对美元中间价报 7.1656，较上一交易日调升 54 个基点，触及 2024 年 11 月以来高点。

【重要资讯】美联储主席鲍威尔在国会证词中表示，美联储目前处于有利位置，能够耐心等待，待对经济走向有更清晰的判断后再考虑调整货币政策立场。但他不排除关税对通胀的影响可能没有预期大，不排除提前降息的可能。美国总统特朗普再度喊话鲍威尔称，美联储应降息至少 2 到 3 个百分点。

【核心逻辑】短期来看，美元兑人民币即期汇率或保持相对稳定的运行格局。在 7.19 附近，由于出口商集中性结汇行为形成较为显著的上行阻力。人民币汇率中间价呈现出持续性的升值修正趋势。与此同时，考虑到季节性因素的存在，即伴随二季度末企业海外集中分购汇需求周期结束，外汇市场供需结构或出现边际改善。若未来美元指数延续下行趋势，在外部汇率锚弱化及内部供需格局转变的双重作用下，美元兑人民币即期汇率或将面临一定的下行压力。

【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：情绪助推，警惕高位回调

【市场回顾】昨日股指放量上涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 1.20%。从资金面来看，两市成交额上涨 2919.75 亿元。期指均放量上涨。

【重要资讯】1、国新办举行新闻发布会介绍，9 月 3 日上午，北京天安门广场将举行纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年大会，包括检阅部队。国家主席习近平将出席大会并发表重要讲话。2、央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出 19 项重点举措。3、以色列和伊朗同意全面停火！伊朗最高国家安全委员会发表声明，宣布与“以色列及其支持者”停火。

【核心观点】昨日股市放量上涨，隔夜美股上行，中概股大幅上涨，纳斯达克中国金龙指数上行 3.31%，一方面受中东局势缓和，避险情绪回落助推，另一方面海外金融机构看好 A 股，提振市场信心。短期情绪乐观下，A 股上行或延续，但需警惕情绪面快速反应后的回调，关注量能变化情况，若持续放量给 A 股上行注入动力，股市震荡上行，乐观可延续，但若股市延续快速上涨，且幅度不小，则需警惕。

【策略建议】勿追高，持仓观望为主。

国债：风偏回升

【行情回顾】国债期货全天持续回落，跌幅不断深化，尾盘明显收跌。结构上全天下来长端明显偏弱，但早盘短端跌幅其实更加明显，虽然无法撼动行情，但流动性小作文的影响还是在的。盘后公告，公开市场本月开展 3000 亿 MLF，到期 1820 亿，净投放 1180 亿。

【重要资讯】：1.据央视新闻，当地时间 24 日，记者获悉，美国总统特朗普致电以色列总理内塔尼亚胡，要求他停止攻击伊朗。美国 Axios 新闻网援引以色列官员的话报道称，内塔尼亚胡告诉特朗普，他无法停止，并需要对伊朗违反停火协议的行为做出某种回应。最

终，双方决定大幅缩减袭击规模，并取消了对多个目标的袭击。

【核心逻辑】债市在久冲不上之后终于迎来了一波像样的下跌，直接原因和 A 股强势上涨、一级市场 30Y 特 2 发飞有一定关系，风险资产提振加上本就上行乏力导致市场调整，但从趋势来说，依旧没有决定性的变化，目前还找不到转头做空的理由。

日内小作文不少，且基本围绕流动性与货币政策，但风偏强势之下市场反应有限。早盘市场传 7 月降息，午后传今天下午 MLF 净投放 3000 亿，但前者可靠性较低，后者则是在盘后被直接证伪。——下午 5 点半央行公告，本月开展 3000 亿 MLF，本月到期 1820 亿，净投放 1180 亿。但因为今天 5000 亿特别国债注资四大行到账，MLF 少投放一点也可以理解，资金落地之后银行负债其实是更加稳定了，流动性环境也更好。

【投资策略】：逢低布局

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：地缘政治风险似有反复，马士基新一周开舱报价下行

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格低开后先震荡，午后震荡回落。

【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\$1890，较同期前值上涨\$15，40GP 总报价为\$3160，较同期前值上涨\$30。7 月 10 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 开舱报价为\$1740，较前一周开舱报价下降\$300，40GP 开舱报价为\$2900，较前一周开舱报价下降\$500，现略有回升至 1745 美元/TEU 和 2910 美元/FEU。6 月 30 日，达飞上海离港前往鹿特丹的部分舱位，20GP 总报价为\$1899，较同期前值回升\$650，40GP 总报价为\$2935，较同期前值回升\$1100。7 月 10 日，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的部分舱位，20GP 总报价为\$1985，较同期前值回落\$650，40GP 总报价为\$2935，较同期前值回落\$1100。

【重要资讯】：

1. 以色列国防军：不久前以色列国防军确认从伊朗向以色列领土发射的导弹。防御系统正在运行以拦截威胁。收到警报后民众必须进入保护区，并留在那里直至另行通知。
2. 金十数据 6 月 24 日讯，以色列国防部长：已指示军方对伊朗违反停火的行为进行强烈回应，针对德黑兰核心地区的目标进行高强度打击。

【南华观点】：特朗普宣布以伊停火生效，地缘政治风险骤减，利空市场情绪，叠加马士基 7 月第二周现舱开价下降，使得期价整体有所回落。对于后市而言，地缘政治风险似再度反复，期价整体偏震荡的可能性较大，需警惕期价低位反复的可能。

重要申明：本报告内容及观点仅供学习和参考，不构成任何投资建议。市场有风险，投资需谨慎。

以上评论由分析师俞俊臣（Z0021065）、王映（Z0016367）、周骥（Z0017101）、高翔（Z0016413）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：地缘风险缓和 PK 降息预期回暖

【行情回顾】周二贵金属市场延续调整，最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3338.5 美元/盎司，-1.66%；美白银 2507 合约收报于 35.88 美元/盎司，+0.41%。SHFE 黄金 2508 主力合约收报 771.86 元/克，-1.26%；SHFE 白银 2508 合约收 8739 元/千克，+0.09%。本轮冲突虽爆发迅速，但总体看美方介入程度有限，且伊朗反应较为克制，因此未引发市场明显恐慌，美股亦总体坚挺。在本轮冲突周期内，伦敦金自 3300 有限上涨至 3450，再回吐至当前 3300 附近。另外美联储年内降息预期回暖，则抑制贵金属回落空间。美联储主席周二晚间在众议院作半年度货币政策证词，在被问及 7 月降息的可能性时，鲍威尔说“很多路径都有可能”，可能通胀会不如预期强劲，通胀下行和劳动力市场疲软可能意味着提前降息。鲍威尔称，6 月 7 月数据会看到关税对通胀影响，至少部分关税将由消费者承担；美联储至今不降息源于通胀升高的前景，关税带来不确定性；若通胀得到控制，将尽快、而非更迟降息，不想指出哪次会议行动，无需急于降息，因为经济仍强劲；美元仍是头号避险货币，4 月美债波动未影响此地位，美元衰退论夸大其词；今年经济会放缓，移民是原因之一，AI 有可能取代大量就业，目前影响尚不可知。“新美联储通讯社”撰文：鲍威尔不排除 7 月降息可能，但暗示更有可能至少等到 9 月。

【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 81.4%，降息 25 个基点的概率为 18.6%；美联储 9 月维持利率不变的概率为 14.8%，累计降息 25 个基点的概率为 70%，累计降息 50 个基点的概率为 15.4%；美联储 10 月维持利率不变的概率 5.3%，累计降息 25 个基点的概率为 34.6%，累计降息 50 个基点的概率为 50.4%，累计降息 75 个基点的概率为 9.8%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 1.7 吨至 955.7 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 73.5 吨至 14877.5 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 16.9 吨至 1247.1 吨；截止 6 月 20 日当周的 SGX 白银库存周减 21 吨至 1357.8 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，接下来聚焦于中东地缘局势变化、贸易关税谈判进展以及美联储降息预期变化。周三 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，关注这些风险短期变化以及降息预期波动，我们仍将短线回调视为中长期做多机会。伦敦金关键支撑 3300，伦敦银关键支撑 34.8-35 区域。

铜：震荡为主，关注持仓情况

【盘面回顾】沪铜指数在周二小幅上涨，报收在 7.83 万元每吨，成交 15 万手，持仓 53 万手，上海有色现货升水 40 元每吨。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】铜价在周二上涨，主要因为美元指数的持续回落，已经从近期 99.3 的高位回落至 98.1 附近。对于铜价而言，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】持币观望。

铝产业链：铝锭出现累库迹象

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20315 元/吨，环比-0.51%，成交量为 14 万手，持仓 25 万手，上海有色现货升水 150 元/吨，伦铝收于 2568 美元/吨，环比-0.79%，成交量为 3 万手，持仓 0 手；氧化铝收于 2903 元/吨，环比-0.14%，成交量为 25 万手，持仓 28 万手；铸造铝合金收于 19625 元/吨，环比-0.36%，成交量为 4706 手，持仓 8063 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，铝棒在上周出现累库，23 日铝锭社会库存也开始增加，但此次增加是否就是铝库存的拐点仍需后续观察。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，铝合金仍有上涨空间，但受制于沪铝运行情况，总的来说短期铝合金或将高位震荡，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

锌：美元走软，基本面偏弱压制

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 21920 元/吨，环比+0.64%。其中成交量为 18.6 万手，而持仓则增加 10602 手至 12.15 手。现货端，0#锌锭均价为 22150 元/吨，1#锌锭均价为 22080 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，美元指数走软，锌价上冲但受基本面压制，力度不足。从基本面对，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：短期或延续震荡

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 117450 元/吨，下跌 0.44%。不锈钢主力合约日盘收于 12440 元/吨，下跌 0.28%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 120250 元/吨，升水为 3000 元/吨。SMM 电解镍为 119000 元/吨。进口镍均价调整至 117750 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27400 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 7745.45 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 915 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 203928 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】

日内盘面呈现震荡走势，日内伊以冲突走势以及美国宏观层面扰动对整体有色盘面起到小幅提振。镍矿方面或将延续趋紧状态，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。此外镍铁成交价格进一步下调，镍铁链路矛盾短期难以缓解。不锈钢日前传出青山不锈钢减产 25 万吨，若减产延续，后续或对供过于求局面起到一定改善。日内现货端有一定起色，但是库存堆积仍然严重。硫酸镍方面受刚果禁钴矿出口政策延续部分盐商有一定挺价驱动，下游采购周期对价格接受度或小幅上升。整体镍盐短期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。后续可关注宏观层面影响以及库存走势。

锡：短期触顶

【盘面回顾】沪锡指数在周二小幅上升，报收在 26.3 万元每吨，成交 8 万手，持仓 4.9 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:关注消息影响带来的价格波动

【行情回顾】昨日碳酸锂期货盘中反弹回落，主力合约 LC2509 收于 60700 元/吨，日环比上涨 3.06%，持仓量 34.35 万手，日环比减少 1.3 万手；碳酸锂 LC07-11 月差维持 back 结构；仓单数量总计 22375 手，日环比减少 4404 手。

昨日锂矿价格暂稳，SMM 澳洲锂辉石 6%CIF 日均报价 610 美元/吨。锂盐市场报价走弱，SMM 电碳日均报价 59900 元/吨，较昨日下跌 50 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；市场基差报价暂稳，碳酸锂四料综合基差日均报价-50 元/吨。下游磷酸铁锂材料报价走弱，SMM 动

力型磷酸铁锂日均报价 30160 元/吨，环比下降 15 元/吨；动力型三元材料 142760/吨；六氟磷酸锂报价 51700 元/吨。

【产业表现】昨日市场消息频出，部分消息为旧事重提。影响锂电产业链现货市场报价整体走弱。供给端，锂矿与碳酸锂价格暂稳，贸易商环节表示出货压力较大，基差报价持续走弱，市场表现不佳。需求端，下游材料厂价格有所走弱，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汽车市场有所影响。

【南华观点】盘面易受消息影响，把握消息影响带来的价格波动。基本面未见好转，高库存压制价格上涨空间，预计本周将处于震荡状态，建议逢高布空或关注卖方看涨期权，LC2509 短期强压力位：62000。

【风险点】宏观扰动；供给端减停产；技术性反弹；LC2507 持仓量与仓单矛盾

工业硅&多晶硅:关注消息影响带来的价格波动

【行情回顾】昨日工业硅期货冲高回落，尾盘上扬，主力 SI2509 合约收于 7485 元/吨，日环比上涨 1.08%，持仓量约 29.34 万手，日环比减少 9692 手；工业硅 SI07-11 月差维持 back 结构，日环比走强 10 元/吨；仓单数量 53570 手，日环比减少 614 手。

昨日多晶硅期货冲高回落，主力合约收于 31085 元/吨，日环比上涨 0.48%，持仓量大约 7.22 万手，日环比减少 5897 手；多晶硅 PS08-11 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；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】昨日市场消息频出，市场观望增多。硅产业链市场供应整体宽松，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】把握消息影响带来的价格波动。双硅供强需弱，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，SI2509 本周强压力位：7600；PS2508 本周强阻力位：33000。

【风险点】宏观扰动；供给端减停产或产能整合；技术性反弹；PS2507 持仓量与仓单矛盾

铅：上方空间有限，窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16955 元/吨，环比+0.38%，其中成交量 34403 手，而持仓量则减少 8713 手至 19560 手。现货端，1# 铅锭均价为 16750 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，在供需双弱的格局下，铅价窄幅震荡，由于美元走软，小幅上涨。隔夜铅价突破近期压力位，原因有可能是供给端短期太过于疲软，短期去库，而需求不变造成的。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，重心可能小幅上移，由于铅持仓较小，加上移仓换月的影响，出现了小幅波动，但是上方空间受基本面偏弱影响较为有限。

【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：关注成本端焦煤演绎

【行情回顾】夜盘增仓下行

【信息整理】1. 中东局势-①特朗普认为伊以双方都违反了停火协议，但又表示伊以违反协议都不会面临后果。特朗普还改口称不希望伊朗政权更迭。②自 6 月 13 日以色列袭击伊朗以来的油价涨幅已被完全抹平。③美媒援引美国初步的情报评估报道，其对伊朗的打击并没有摧毁核设施，白宫否认该报道。④美以领导人通话后，以停止对伊朗进一步军事打击。⑤伊朗总统：伊方已准备在谈判桌上进行对话。

2. 鲍威尔：目前政策处于有利位置，可以观望等待再考虑利率调整。

3. 特朗普再喊话鲍威尔：应降息至少 2 到 3 个百分点。

4. 特朗普要求尽快将美丽大法案送到他的办公桌前，并表示本周完成协议。

5. 商务部：组织开展 2025 年千县万镇新能源汽车消费季活动。

【南华观点】受特朗普宣称以伊停火导致原油下跌拖累，同为能源的煤炭随之下行，叠加前期工业品做多情绪回落，盘面整体下跌。不过，当前焦煤供应并不宽松，国内部分矿山仍因安检减产，蒙煤通关量偏低；且从排产看，本周铁水产量或上升，短期原料成本仍有支撑，致使下跌不畅。在淡季需求走弱背景下，钢材维持高供应，部分品种如带钢、型钢、中板及唐山钢坯已现累库压力，且钢材上涨受到出口价格压制，目前市场反馈按照正常出口已无利润。综上，短期因铁水高位运行，盘面下行受阻或呈震荡盘整，但是钢材端高价接受度较低，仍建议逢高套保为主。

铁矿石：矛盾不显

【盘面信息】09 增仓回落，大宗商品在以伊停火后回调。

【信息整理】大商所取消了铁矿石提货单交割；鲍威尔：等信号明确后再调整政策

【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：区间震荡

【盘面回顾】周二双焦盘面震荡下行

【信息整理】

1. 特朗普认为伊以双方都违反了停火协议，但又表示伊以违反协议都不会面临后果。特朗普还改口称不希望伊朗政权更迭。
2. 央行：6 月 25 日开展 3000 亿元 MLF 操作 期限为 1 年期。
3. 截至 6 月 21 日，国家能源集团焦化公司年累计生产商品煤 138.38 万吨，超计划 0.88 万吨，提前实现任务过半，为完成全年生产任务奠定坚实基础。

【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】

中东局势缓和，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：反弹有限

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

能化早评

原油：溢价回吐，难言转势

【原油收盘】截至昨日收盘，NYMEX 原油期货 08 合约 64.37 跌 4.14 美元/桶，环比-6.04%；ICE 布油期货 08 合约 67.14 跌 4.34 美元/桶，环比-6.07%。中国 INE 原油期货主力合约 2508 跌 16.3 至 553.6 元/桶，夜盘跌 51.3 至 502.3 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，截至 6 月 20 日 API 数据显示，当周 API 原油库存 -427.7 万桶，预期-18.3 万桶，前值-1013.3 万桶。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，据伊朗努尔新闻报道，伊朗空域将在当地时间今晚重新开放。

【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缓和，地缘风险溢价回吐，近期重点关注伊朗局势是否有反复，原油重回自身基本面主导的逻辑运行。

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缓和影响下价格回落。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，实际进口缩量预计以 8 月进口损失为主。短期价格走势以地缘冲突驱动为主，目前冲突初步缓和，乙二醇回吐风险溢价，价格后续预计回归基本面，短期驱动有限。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：预计回归弱势

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7074 (-188)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7130 元/吨，华东现货价格为 7150 元/吨，华南现货价格为 7240 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】昨日以伊达成停战，原油开盘跌停，化工品普跌。聚烯烃受宏观情绪的影响预计减弱，并回归基本面逻辑。从 PP 供需情况看，其供需格局明显：供给端，近期裕龙 2 线和镇海 4 线先后投产，叠加当前装置集中检修季已接近尾声，装置逐步回归，PP 供给预计出现增量。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。另外，先前以伊冲突或导致 PP 原材料端的丙烷和甲醇发运延迟一周，但总体影响不大。综合来说，PP09 合约上供给压力较大，预计维持偏弱格局。

PE：短期供给端压力不大

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7250 (-194)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7250 元/吨，华东现货价格为 7350 元/吨，华南现货价格为 7450 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】昨日以伊达成停战，原油开盘跌停，化工品普跌。聚烯烃受宏观情绪的影响预计减弱，并回归基本面逻辑。PE 当前维持供需双弱格局。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。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。对比 PP 来看，PE 供需压力不算太大，支撑 L-P 走扩。

PVC：震荡对待

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：伊以矛盾淡化，PVC 乙烯法亏损的炒作热点退散，价格有所回落，周内现实端看仍然是现货压力较大，基差走弱至无风险，去库斜率放缓，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。

苯乙烯：伊以停战，盘面重挫下行

【盘面回顾】EB2507 收于 7339（-353）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6075（-320），苯乙烯现货 7755（-360），主力基差 416（-7）

【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，船报来看近期到港量较多，本周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。伊以停战，战争溢价快速回吐，中石化调整挂牌价至 6200 元/吨，纯苯近月补空活跃。

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，刚需成交为主。基本面看苯乙烯近强远弱格局不变。地缘矛盾缓和，昨日夜间开始原油价格大幅回落，截至下午收盘布伦特原油已下跌至 68 附近，回到事件开始前的价格水平，油系化工品随之大幅下挫，苯乙烯主力合约跌幅超 4%。

燃料油：跟随成本波动

【盘面回顾】截止到昨日收盘，FU09 收于 3065 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：驱动向下

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU08 收于 3692 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：受成本拖累

【盘面回顾】BU09 收于 3580 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3760 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】：周二尿素 09 收盘 1699

【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：驱动偏弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1161，-1.02%

【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 1015，0.79%

【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，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，尚无明确驱动。

纸浆：偏弱表现

【盘面回顾】截至 6 月 24 日：纸浆期货 SP2509 主力合约收盘下跌 142 元至 5136 元/吨。夜盘下跌 60 元至 5076 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6050 元/吨，河北俄针报 5175 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4090 元/吨。

【核心逻辑】昨日纸浆期货 09 主力合约价格下跌走势，持仓量增加，以空头增仓占优。技术上看，日 K 线收阴线实体，小级别均线系统向下发散，盘面动能偏弱。昨日进口木浆现货价格由强转弱，木浆业者跟随盘面下调部分牌号纸浆价格，山东、江浙沪地区部分牌

号价格下跌 20-150 元/吨；进口阔叶浆部分牌号价格下调 20 元/吨左右，下游纸厂对于备库多显谨慎，采浆意愿不强。交割品牌调整后的情绪释放，木浆成品纸价格下滑，短期纸浆需求端仍偏弱表现。周度国内纸浆港口库存环比下降，但绝对值仍处近几年同期高位，对纸浆价格的短期压力仍在。

烧碱：驱动有限

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2274，0.09%

【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

油料：等待月底种植面积报告指引

【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，巴西亚尔继续升值使得巴西报价走强，商业买船继续集中在近月巴西、阿根廷和明年巴西为主，逐渐进入四季度买船周期，同比买船进度已经偏慢。到港方面看，7 月 1150 万吨，8 月 950 万吨，三季度供应仍偏宽裕，四季度缺口关注中美关系。

对于国内豆粕，供应端压力依旧是压制现货的主要逻辑，随着豆粕 07 合约逐渐进入交割月，现货压力将继续通过仓单注册形式体现在近月盘面，预计将带领豆粕 09 开启表现弱势。大豆原料供应较为宽裕，油厂开机率不断回升，压榨环比增加，部分地区开始催提。需求端来看，前期豆粕提货情况表现较好，中游与下游以执行前期合同为主，但从实际下游物理库存来看，豆粕并未实现终端转移，表现消费最终落在中游贸易商为主，故预计后续基差现货仍将表现承压。

菜粕端来看，菜粕库存去化依旧缓慢，下游整体对菜粕添比缺乏性价比；近期传出关于世贸组织成立调查中加关税问题小组，市场对此信息反复计价缺乏弹性，后续大逻辑跟随豆粕为主，自身行情预计偏弱。

【后市展望】外盘前期交易油脂逻辑随着原油回落而表现炒作情绪减弱，美豆临近确认种

植面积时间节点，公布后继续关注产区天气情况；内盘现实压力将继续压制近月现货以及盘面上涨空间，而远月供应缺口与天气炒作逻辑仍存，故适合反套与逢低布多远月。

【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）期棉冲高回落，小幅上涨，关注本月底 USDA 即将发布的实播面积报告。隔夜郑棉震荡回落，小幅收涨。

【外棉信息】据商务部数据显示，印度 2025 年 5 月的服装出口额为 15.11 亿美元，环比增加 10.21%，同比增加 11.35%。

【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。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：外盘持续疲软

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二近月合约创 4 年新低，因产量前景良好及原油下挫。

昨日夜盘，郑糖横盘震荡，5600 支撑显著。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6060 元/吨。昆明中间商报价 5790-5930 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。

7.巴西矿业和能源部讨论将汽油中强制乙醇掺混比例从 27%提高至 30%，同时将生物柴油在柴油中的比例从 14%增加至 15%。

【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未有到货，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 24 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）、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。