

金融期货早评

人民币汇率：大道至远

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1713，较上一交易日上涨 68 个基点，夜盘收报 7.1750。人民币对美元中间价报 7.1668，较上一交易日调贬 12 个基点。

【重要资讯】日本央行鹰派审议委员田村直树表示，即使美国关税政策的不确定性持续存在，日本央行也可能需要“果断”加息以应对通胀风险。他指出，通胀正在加速，且速度超过他在 5 月货币政策会议上所预测的水平。

【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：突破待确认

【市场回顾】昨日股指放量上涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 1.44%。从资金面来看，两市成交额上涨 1881.59 亿元。期指均放量上涨。

【重要资讯】1、美国总统特朗普表示，美方将于下周与伊朗就一项潜在的核协议展开会谈，但他多次强调自己并不认为这类协议“有多必要”。2、鲍威尔国会听证次日：重申不急行动，关税史无前例，难预测对通胀影响，消费者可能要承担部分关税，贸易协议可能让美联储考虑降息。3、北约各成员国同意将国防开支目标提高至 GDP 的 5%；西班牙拒绝提高国防开支，特朗普威胁要在贸易协议中让西班牙付出双倍代价。

【核心观点】昨日股市放量大幅上涨，幅度一定程度超预期，因为此前对于中东地缘政治风险，市场在缩量的背景之下，并未明显定价悲观预期。短期除了地缘政治关系缓和外，从影响因素来看，并未看到明显的增量利多入场，但是若乐观情绪支撑量能持续放量为市场注入动力源泉，上行或可持续。后续动力需要关注一是量能支撑情况，缩量则需警惕；二是拉升行业的可持续性。近几日虽整体上行，但领涨行业轮动较为频繁，所以若交易缺乏持续性主线，上行拉动力分散，会相对缩小股市上行空间。以沪深 300 指数为例，再度运行至前期压力位 3955 附近，关注能否实现有效突破。

【策略建议】勿追高，持仓观望为主。

集运：部分船司欧线现舱报价再度下调

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格震荡略偏下行。

【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\$1900，较同期前值上涨\$10，40GP 总报价为\$3180，较同期前值上涨\$20。7 月 10 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1750，较同期前值上涨\$5，40GP 总报价为\$2920，较同期前值上涨\$10。后两周，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$2035，较同期前值回落\$200，40GP 总报价为\$3645，较同期前值回落\$400。赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$2135，较同期前值回落\$300，40GP 总报价为\$3435，较同期前值回落\$400。

【重要资讯】:

1. 美国总统特朗普当地时间 24 日称，以色列和伊朗均违反停火协议。特朗普说，他对以伊两国都不满，尤其是对以色列。他还表示，伊朗的核能力已不复存在。
2. 新华社开罗 6 月 24 日电（记者尹炯）萨那消息：也门胡塞武装政治局成员穆罕默德·布海提 24 日通过社交媒体发表声明，宣布该组织将继续对以色列开展军事行动，但未提及对美军的态度。

【南华观点】：以伊再度冲突，地缘政治风险反复，在一定程度上遏制了期价降速。但从欧线现舱报价来看，7 月开始运费有至高位而有所回落的迹象，如今日达飞和赫伯罗特后二周欧线现舱报价下降，这一方面使得此前 7 月涨价预期（船司宣涨+季节性）落空，另一方面也从现价角度引领期价下行。对于后市而言，期价整体震荡略偏回落的可能性较大，但需警惕期价受地缘政治风险等因素低位反复的可能。

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）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：止跌回稳

【行情回顾】周三贵金属市场止跌回稳，比特币大涨，原油低位震荡，降息预期回暖下美指回落则为贵金属价格提供些许支撑。最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3346.4 美元/盎司，+0.37%；美白银 2507 合约收报于 36.215 美元/盎司，+1.35%。SHFE 黄金 2508 主力合约收报 773.94 元/克，-0.75%；SHFE 白银 2508 合约收 8726 元/千克，-0.44%。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。特朗普表示，以伊冲突或许很快再爆发，以伊停火进展“非常顺利”，不会容忍伊朗继续推进核活动，重申伊核设施被美“摧毁”，下周美国将与伊朗会谈，不放弃对伊施压但暗示制裁或可调整。特朗普称，已有三到四位候选人可能接替鲍威尔任美联储主席。

【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 75.2%，降息 25 个基点的概率为 24.8%；美联储 9 月维持利率不变的概率为 10.6%，累计降息 25 个基点的概率为 68.1%，累计降息 50 个基点的概率为 21.3%；美联储 10 月维持利率不变的概率 3.8%，累计降息 25 个基点的概率为 31.2%，累计降息 50 个基点的概率为 51.3%，累计降息 75 个基点的概率为 13.7%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓减少 2.29 吨至 953.39 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 39.58 吨至 14917.07 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 20 吨至 1276.8 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】沪铜指数在周三小幅上涨，报收在 7.84 万元每吨，成交 17 万手，持仓 54 万手，上海有色现货升水 30 元每吨。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】铜价在周三上涨，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：关注铝累库持续性

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20345 元/吨，环比+0.12%，成交量为 12 万手，持仓 25 万手，上海有色现货升水 140 元/吨，伦铝收于 2566.5 美元/吨，环比-0.48%，成交量为 2 万手，持仓 0 手；氧化铝收于 2919 元/吨，环比+0.27%，成交量为 23 万手，持仓 28 万手；铸造铝合金收于 19700 元/吨，环比+0.38%，成交量为 3694 手，持仓 7903 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，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：基本面逻辑不变，库存仍是短期关注重点

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22045 元/吨，环比+0.57%。其中成交量为 15.85 万手，而持仓则增加 8395 手至 12.99 手。现货端，0#锌锭均价为 22200 元/吨，1#锌锭均价为 22130 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，锌价上冲但受基本面压制，力度不足。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，同时关注库存仍是重中之重，近期的几次小幅上涨都有去库的影子在里面，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：情绪有所好转，延续宽幅震荡

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 118600 元/吨，上涨 1.17%。不锈钢主力合约日盘收于 12540 元/吨，上涨 1.25%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 120850 元/吨，升水为 3000 元/吨。SMM 电解镍为 119500 元/吨。进口镍均价调整至 118350 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27400 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 7145.45 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 914 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-9.38%。纯镍上期所库存为 25304 吨，LME 镍库存为 204360 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】

日内沪镍盘面飘红，有色整体依然偏强。镍矿方面目前无明显变动，六月第二期基准价仅轻微下调，且内贸升水报价稳定，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。镍铁成交价格有偏弱企稳趋势，日内青山七月高碳铬铁招标价平盘，不锈钢底部支撑仍存。此外不锈钢日前传出青山不锈钢减产 25 万吨，近期减产带动日内不锈钢现货成交延续火热，目前走势有一定回调动能。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】沪锡指数在周三小幅上升，报收在 26.3 万元每吨，成交 10 万手，持仓 4.9 万手。锡价在夜盘高开。

【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：整体报价平稳，关注产业动态

【行情回顾】昨日碳酸锂期货窄幅震荡，主力合约收于 60880 元/吨，日环比上涨 0.3%，持仓量 35.04 万手，日环比增加 6842 手；碳酸锂 LC07-11 月差维持 back 结构，日环比走弱 80 元/吨；仓单数量总计 22370 手，日环比减少 5 手。

【产业表现】昨日，锂电产业链现货市场报价有所走强。SMM 澳洲锂辉石 6%CIF 日均报价 615 美元/吨，环比上涨。锂盐市场报价有所上涨，SMM 电碳日均报价 60200 元/吨，日环比上涨 300 元/吨；电氢日均报价 63420 元/吨，日环比下降 300 元/吨；其中工电碳价差 1600 元/吨，电池级碳氢价差 3220 元/吨，日环比下跌 600 元/吨；贸易商环节表示出货一般，市场基差报价有所走弱，碳酸锂四料综合基差日均报价-50 元/吨。下游材料端磷酸铁锂材料报价平稳，SMM 动力型磷酸铁锂日均报价 30230 元/吨；动力型三元材料 142690/吨；六氟磷酸锂报价 51700 元/吨。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】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：58800-62300。

【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：工业硅横盘整理，多晶硅关注产业动态

【行情回顾】昨日工业硅期货震荡偏强，主力合约收于 7555 元/吨，日环比上涨 0.94%，持仓量约 30.66 万手，日环比增加 13217 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 53263 手，日环比减少 307 手。

昨日多晶硅期货震荡走低，主力合约收于 30625 元/吨，日环比减少 1.48%，持仓量大约 8.01 万手，日环比增加 7821 手；多晶硅 PS08-11 月差维持 back 结构，日环比走弱 310 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。下游市场报价走弱，N 型硅片价格指数 0.88 元/片，环比走弱。

【产业表现】硅产业链市场整体表现平稳，丰水期电价优势明显，开炉预期逐渐落地。供给端表现强劲，西南地区工业硅复产预期逐渐落地，开工率略有提升。需求端表现平稳，下游多晶硅企业有开工预期，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】工业硅震荡整理，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，震荡区间：6800-7800。多晶硅供强需弱，关注产业整合动态，强压力位：33000。

【风险点】宏观扰动；供给端减停产或产能整合；技术性反弹。

铅：短期震荡，难言多空方向

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17165 元/吨，环比+1.24%，其中成交量 36222 手，而持仓量则减少 4407 手至 15153 手。现货端，1#铅锭均价为 16925 元/吨。

【产业表现】据工信部数据显示，截至 5 月末，5G 基站总数达 448.6 万个，比上年末净增 23.5 万个，占移动基站总数的 35.3%，占比较前 4 个月提高 0.4 个百分点。

【核心逻辑】上一交易日，铅价强势运行，来源更多来自于供应端紧俏，再生铅不出货不生产。回顾上两个月，其实上涨的苗头在月初就已经显现，消息面再生铅冶炼厂停产减产检修频繁出现。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，仍处于电瓶消费淡季，下游采买意愿偏弱，同时价格上涨现货成交更加一般。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，受基本面偏弱影响，上方空间比较有限，价格可能保持 16000-17500 元/吨内震荡，短期内强压力位 17400-17600 元/吨。

【南华观点】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：短期成本端有支撑

【行情回顾】震荡盘整

【信息整理】1. 据百年建筑调研，截至 6 月 24 日，样本建筑工地资金到位率为 59.11%，周环比上升 0.06 个百分点。其中，非房建项目资金到位率为 61.02%，周环比上升 0.05 个百分点；房建项目资金到位率为 49.59%，周环比上升 0.08 个百分点。本期资金到位小幅改善。主要原因是季节性的资金到位好转，但改善幅度相比往年来说偏小。从企业性质看，央国企是此轮资金改善的主力，新开工项目也集中于央国企；民企资金到位偏慢，部分有资金继续变差的趋势。

2. Mysteel 煤焦：本周统计 523 座炼焦煤样本矿山数据，原煤日产 185.0 万吨，环比减少 4.5 万吨。其中山西原煤日产 101.9 万吨，环比减少 4.3 吨。本周新增吉宁、华宁等停产煤矿 11 座，涉及产能 1445 万吨，影响原煤日产 4.58 万吨；新增复产煤矿 1 座，涉及产能 150 万吨，影响原煤日产 0.4 万吨。本周山西长治沁源、临汾等地煤矿因安全原因出现区域性、集团性煤矿减产停产，产量下滑明显，影响瘦煤、瘦焦煤等资源短缺，在下游焦钢企业刚需补库需求带动之下，煤价快速反弹。预计下周长治、临汾等地停产煤矿将陆续复

产，环保安全等因素扰动减少，库存压力减轻之后，煤矿产量将有明显回升。

3. 据钢谷，本周螺纹、热卷均呈现增产累库，表需走弱。

【南华观点】受安全因素影响，本周煤矿减产停产叠加蒙煤通关偏低，而钢厂在高利润驱动下排产积极，焦煤基本面偏紧支撑短期价格坚挺，成材成本端支撑走强。然而，近期停产煤矿陆续复产，前期因顶库减产的煤矿也可能随库存下降而恢复生产，煤矿总库存仍处高位；同时钢材需求淡季走弱迹象显现，钢谷网数据显示本周螺纹、热卷表需下滑并开始累库，表外材如钢坯、带钢亦呈累库态势，高供应下需求走弱压力逐步显现。此外，当前市场反馈正常出口已无利润，钢材价格继续上行阻力加大。综上，短期铁水高位运行使盘面下行受阻或呈震荡盘整，但鉴于钢材高价接受度低，仍建议逢高套保为主。

铁矿石：煤强矿弱

【盘面信息】09 低位震荡。

【信息整理】国家发展改革委定于 2025 年 6 月 26 日（星期四）上午 10:00 召开国家发展改革委 6 月份新闻发布会

【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：上游减产去库，供需矛盾缓和

【盘面回顾】周三双焦盘面偏强震荡

【信息整理】

1. 全国 110 家洗煤厂样本：开工率 59.10%较上期减 2.23%；日均产量 50.15 万吨减 0.84 万吨；原煤库存 321.28 万吨减 5.08 万吨；精煤库存 231.87 万吨减 5.52 万吨。
2. 乘联分会：6 月 1 日-22 日，全国乘用车市场零售 126.9 万辆，同比增长 24%；全国乘用车新能源市场零售 69.1 万辆，同比增长 38%。
3. Mysteel 煤焦：截至 6 月 25 日下午，乡宁地区停产的 3 家煤矿中，2 家已复产，1 家仍

在停产，复产产能 420 万吨，未复产产能 750 万吨。复产煤矿原煤总日产 1 万吨左右，其中 1 家因井下换工作面产量尚未完全恢复，原煤日产较正常情况减半。待复产煤矿计划 7 月初生产，具体日期待跟进。

4. 国务院国资委日前召开中央企业迎峰度夏能源电力保供工作推进会。会议要求，各中央企业要带头做好迎峰度夏能源电力保供工作。

【产业表现】

焦煤：本周钢联口径矿山和洗煤厂开工率环比下滑，上游环节库存去化。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。

焦炭：上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。

【南华观点】

近期，因环保、事故和顶库减产的煤矿数量增多，焦煤供应有所收紧，焦煤盘面表现偏强。安全生产月结束后，焦煤供应恢复预期较强，考虑到当前钢厂盈利率良好，铁水减产空间较为有限，届时焦煤或呈现供需双旺格局。近期市场传言 7 月焦企将开启 1-2 轮提涨，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。综上，短期内煤焦供需矛盾缓和，盘面或维持高位震荡。操作层面，双焦基差明显收缩，产业可关注低基差下的套保机会。中东地缘局势不确定性仍存，警惕宏观情绪波动风险。后续关注淡季钢材需求表现及煤矿复产进度。

硅铁&硅锰：短期看反弹

【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。

以上评论由分析师严志妮（Z0022076）、周甫翰（Z0020173）及助理分析师张洵（F03118257）、陈敏涛（F03118345）提供。

能化早评

原油：需求旺季难言转势

【原油收盘】截至昨日收盘，NYMEX 原油期货 08 合约 64.92 涨 0.55 美元/桶，环比+0.85%；ICE 布油期货 08 合约 67.68 涨 0.54 美元/桶，环比+0.80%。中国 INE 原油期货主力合约 2508 跌 44.9 至 508.7 元/桶，夜盘跌 3.9 至 504.8 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，EIA 最新数据显示截至 6 月 21 日当周，美国原油库存减少 580 万桶，远超市场预期的降幅 79.7 万桶；汽油库存下降 210 万桶，创近 3 年最大周度汽油需求。二是，特朗普：下周美方将与伊朗会谈。若伊朗重启核计划，美国将再度实施打击。认为伊朗与以色列之间的战争已经结束。不会放弃对伊朗的制裁；没有必要与伊朗达成协议；以色列-伊朗冲突或许会再次爆发。三是，伊朗外长：伊朗不会放弃核项目。

【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。

甲醇：冲突缓解

【盘面动态】：周三甲醇 09 收于 2295

【现货反馈】：周三远期部分单边出货利买盘为主，基差 09+245

【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】：中东地缘冲突缓和，带来“地缘风险溢价”的快速消退，其中甲醇作为受伊朗影响最大的品种，价格较前期快速回落。展望后市，我们认为此次伊以冲突虽然得以缓和，但是相关甲醇装置的供应损失量仍是实打实的，因此在对伊朗甲醇供应中断的担忧大幅缓解后，甲醇的快速下跌更多体现为“地缘溢价消退”，而非基本面转弱，特别是在当前的季节性淡季，内地维持高开工的背景下，港口与内地双双无法累库，甲醇下游需求韧性仍在。综上所述，我们仍需对伊朗发运量保持关注，尤其是 7 月的发运进度，若伊朗供应收缩持续性得到验证，叠加季节性需求回暖，甲醇格局尚可，但是后市仍需警惕地缘冲突反复带来能源价格的剧烈波动。

PP：预计回归弱势

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7084（+10）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7110 元/吨，华东现货价格为 7160 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】昨日盘面震荡整理，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，其供增需弱的格局明显：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 7271（+21）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7260 元/吨，华东现货价格为 7320 元/吨，华南现货价格为 7420 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】昨日盘面震荡整理，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，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。

苯乙烯：基差走强

【盘面回顾】EB2508 收于 7298 (+72)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6055 (-20)，苯乙烯现货 7920 (+165)，主力基差 622 (+93)

【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。昨日现货市场价格弱势盘整，近月贸易商出货积极，远月价差买盘为主。

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，原油价格大幅回落至事件开始前的价格水平，油系化工品随之大幅下挫，昨日苯乙烯跌后整理。现货市场近月基差再度走高，买盘报价积极，多头谨慎出货。

燃料油：跟随成本波动

【盘面回顾】截止到昨日收盘，FU09 收于 3015 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 3716 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 3574 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3815 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】：周三尿素 09 收盘 1750

【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：格局持稳

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1166，0.43%

【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。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 1017，0.2%

【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 盘面价格升水湖北低价现货，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，尚无明显驱动。

纸浆：下行有限

【盘面回顾】截至 6 月 25 日：纸浆期货 SP2509 主力合约收盘下跌 66 元至 5070 元/吨。夜盘上涨 2 元至 5072 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6000 元/吨，河北俄针报 5125 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4065 元/吨。

【核心逻辑】昨日纸浆期货 09 主力合约价格震荡下行，持仓量增加，以空头增仓占优。技术上看，日 K 线收阴线实体，均线系统向下发散，短线盘面重心下移。昨日山东针叶浆意向成交价格区间为 5100-6750 元/吨，低端报价较上一工作日收盘价格跌 50 元/吨，进口针叶浆货源价格随盘调价，下游观望心态浓厚；阔叶浆意向成交价格区间为 4030-4200 元/吨，低端报价较上一工作日收盘价格跌 30 元/吨，进口针叶浆货源价格随盘调价，下游观望心态浓厚。布针剔除交割品后，市场担心现有仓单注销对年内现货市场冲击，本周 09 合约持仓量大幅增加，虚盘幅度增加。从 4 月份全球纸浆发运量推算，预计 6-7 月国内进口针叶浆量将减少，短期纸浆价格下行空间有限。

烧碱：短期反弹

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2279，0.22%

【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）及助理分析师江雪（F03118536）提供。

农产品早评

生猪：低位反弹

【期货动态】LH2509 收于 14000，日环比+0.43%。

【现货报价】全国生猪均价 14.48 元/公斤，+0.02 元/公斤，其中河南、湖南、辽宁、四川、广东五省生猪均价分别为 14.8、14.14、14.28、13.71、15.67 元/公斤，分别+0.06、+0.00、+0.07、-0.06、+0.00 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：等待月底种植面积报告指引

【盘面回顾】外盘豆油拉升豆粕回落，美豆整体继续走低，内盘跟随下跌。

【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，表观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，下游整体对菜粕添加缺乏性价比；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】远月逢低多配。

玉米&淀粉：窄幅震荡

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收低，天气对玉米生长有利。

大连玉米淀粉暂稳。

【现货报价】玉米：锦州港：2360 元/吨，+0 元/吨；蛇口港：2530 元/吨，+0 元/吨；哈尔滨报价 2230 元/吨，+0 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2700 元/吨，+20 元/吨；山东潍坊报价 2900 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】玉米价格出现分化：东北深加工收购积极性尚可，玉米供应量不多；部分地区东北货源继续补充华北市场，华北深加工企业玉米收购价格整体稳定，个别窄幅调整。销区玉米价格暂稳，小麦替代优势仍较明显。

淀粉方面：短期暂稳运行，供需结构逐步改善。

【南华观点】小麦饲料替代，短期窄幅震荡。

棉花：关注淡季需求

【期货动态】洲际交易所(ICE)期棉上涨超 0.5%，关注本月底 USDA 即将发布的实播面积报告。隔夜郑棉上涨超 0.5%。

【外棉信息】5 月越南棉纺织品产量为 0.92 亿平方米，环比下降 0.97%，同比增加 3.87%；服装产量 5.15 亿件，环比增加 4.57%，同比下降 14.73%。

【郑棉信息】近期新疆气温维持偏高水平，新疆新棉进入初花期，整体进度较快且长势较好，个别棉田因高温出现虫害及黄萎病，但影响有限，对新季产量预期仍保持乐观态度，当前新疆整体气温仍偏高，本周或略有降温但七月初将再现高温天气，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，负反馈现象逐步累积。

【南华观点】本年度在进口棉数量偏少下，疆棉去库速度较快，库存处于近年低位，但下游正处于需求淡季，消费端反弹驱动稍弱，关注后续进口配额及抛储政策落地情况，短期关注郑棉 13800 附近压力效果。

白糖：巴西强制乙醇掺混比例提高至 30%

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三上涨，受巴西部分蔗区霜冻天气影响以及巴西批准提高乙醇掺混比例至 30%。

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】短期糖价反弹持续，关注 5800 一带压力。

苹果：震荡延续

【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：关注高温影响

【产区动态】目前南疆产区首轮环割基本结束，陆续进入坐果关键期，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，需关注二茬果坐果情况，当前来看南疆整体气温仍偏高，本周或略有降温但七月初南疆将再现高温天气，或不利于新枣的坐果。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 3 车，河北崔尔庄市场到货 1 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 25 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，后续南疆仍将面临高温挑战，天气端仍存炒作的可能，短期红枣价格或偏强运行，上方关注 9900 附近压力情况。

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。