金融期货早评

人民币汇率："大而美"来了？

【行情回顾】6 月 27 日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1690，较上一交易日下跌 6 个基点，夜盘收盘报 7.1740。人民币对美元中间价报 7.1627，较上一交易日调贬 7 个基点。
【重要资讯】据央视新闻记者获悉，当地时间 6 月 28 日，美国参议院以 51 对 49 的票数比通过一项程序性动议，这项动议旨在推进被美国总统特朗普称为"大而美"的大规模税收与支出法案。美国参议院程序性投票通过后，未来几天法案通过的可能性增加。
【核心逻辑】短期来看，美元兑人民币汇率继续下行的可能性增大，预计将在 7.1750 附近展开争夺。主要波动区间为 7.15-7.19。其中，7.19 附近因出口商集中结汇形成较强阻力。同时，人民币汇率中间价持续呈现升值修正态势。此外，考虑到季节性因素，随着二季度末企业海外分红购汇需求高峰结束，外汇市场供需结构可能出现边际改善。而美国《大美丽法案》899 条款的实施，可能加速资本流出美国。不过，也不排除特朗普（或相关政治力量）试图通过推动大美丽法案和 Genius 法案，加速发展稳定币，以此构建新的金融体系。综上，若未来美元指数延续跌势，在外部汇率锚作用减弱与内部供需格局转变的双重影响下，美元兑人民币即期汇率可能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：或继续尝试突破

【市场回顾】上周五股指涨跌不一，大盘股指收跌，中小盘股指收涨。从资金面来看，两市成交额减少 420.50 亿元。期指方面，IF、IH 放量下跌，IC、IM 放量上涨。。
【重要资讯】1、央行货币政策委员会召开二季度例会，建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏。会议指出，要加大存量商品房和存量土地盘活力度，持续巩固房地产市场稳定态势。2、沪深交易所发布征求意见稿，拟将主板风险警示股票价格涨跌幅限制比例由 5%调整为 10%，并同步调整异常波动交易公开信息的披露标准，连续三个交易日内收盘价涨跌幅偏离值的阈值将从±12%调整为±20%，与主板普通股票一致。3、上交所副总经理王泊表示，沪市公司 2024 年现金分红达 1.8 万亿，创历史新高，分红比例达 35.6%，约 500 家次公司推出中期分红，满足投资者现金流需求。4、上交所副总经理王泊表示，将扎实推进"1+6"改革举措和示范案例落实落地；深交所副总经理李辉称，正紧锣密鼓地谋划和落实创业板改革；北交所副总经理周箴表示，将守正创新，赋能中小企业高质量发展；港交所董事总经理徐经纬预计，"A+H"上市趋势二季度越发明显。5、海康威视回应"被加拿大政府命令停止运营"称，强烈反对加拿大政府以所谓的"国家安全担忧"为由，作出海康威视加拿大公司在 120 天内关停的决定。
【核心观点】上周五股市在连续尝试上冲后，由于多头拉动力不足，未能有效站上压力位，同时由于股市缩量下行，部分分头寸选择阶段性止盈离场，加速股市回调，以沪深 300 指数为例，收盘于 5 日均线上方。短期国内信息面各种政策调整偏积极，且对于股市波动扩大包容性提升，在外部扰动不明显的情况下，预计股市仍以震荡为主，或有再度尝试向上突破的可能，但短期利好牵引力有限，预计突破仍存在压力。继续关注量能变化。
【策略建议】持仓观望为主。

集运：期价震荡略有回升

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格整体偏震荡。截至收盘，EC 各月合约价格均略有回升。
【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，7 月 10 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1770，较同期前值上涨$10，40GP 总报价为$2960，较同期前值上涨$20。后两周，ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2604，较同期前值回落$310，40GP 总报价为$3343，与同期前值持平。7 月中上旬，长荣上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2405，较同期前值回落$150，40GP 总报价为$3660，较同期前值回落$200。
【重要资讯】：
1. 特朗普总统在商务部和财政部长陪同下表示："我们刚刚与中国签署了协议"。
2. 美国总统特朗普当地时间 6 月 27 日表示，加沙停火可能"接近"实现，"或许就在未来一周内达成"。特朗普说他与一些相关人员进行了交谈，但没有透露更多细节。总台记者当地时间 28 日获悉，美国已通知斡旋方，当前其正向以色列总理内塔尼亚胡施压，推动其在加沙地带达成一项长期停火协议。
【南华观点】：从部分相关消息来看，中美间应达成了更多贸易协定，从宏观情绪角度给予期价中性略偏多的影响。此外，期价上行应也有期价至短期低位，盘面进入整理阶段的原因。对于后市而言，期价整体偏震荡的可能性延续。
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。

以上评论由分析师王映（**Z0016367**）、周骥（**Z0017101**）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：地缘与贸易关税担忧缓和 贵金属市场承压回落

【盘面回顾】上周贵金属市场金跌银震，地缘局势缓和以及贸易关税期限延后引发贵金属调整，尽管周内降息预期回暖。地缘方面，中东伊以冲突缓和削弱贵金属避险需求，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。 周二亚洲早盘时段，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。贸易关税方面，美财长贝森特假话预示美国同一些贸易伙伴的谈判可能会延长 7 月 9 日截止期至 9 月；他还表示美国已经完成和英国的协议，和中国也达成一致。另外，美联储 9 月降息预期回升，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 。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周增 4.58 吨至 954.82 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 115.91 吨至 14866.18 吨 。短线基金持仓看，根据截至 6 月 24 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周减 5644 张至 195004 张，其中多头减少 4509 张，空头增加 1135 张；白银非商业净多减少 4227 张至 62947 张，其中多头减少 4503 张，空头减少 276 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度减少 16.3 吨至 1152.3 吨，COMEX 白银库存周增 112.7 吨至 15523.5 吨 ；SHFE 黄金库存周增 69 千克至 18.24 吨，SHFE 白银库存周增 65.43 吨至 1295.7 吨；上海金交所白银库存（截至 6 月 20 日当周）周减 21 吨至 1357.8 吨。

【本周关注】本周数据方面主要关注周四晚美非农就业报告。事件方面，美国参议院准备对特朗普政府“大漂亮”法案进行关键性投票，力争于 7 月 4 日前通过 。另外，周一 22:00，2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克就美国经济前景发表讲话。 周二 01:00，2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克就美国经济前景发表讲话。 周二 21:30，全球主要央行行长（美联储主席鲍威尔、欧洲央行行长拉加德、英国央行行长贝利、日本央行行长植田和男、韩国央行行长李昌镛）进行小组会谈。 周五美国因独立节假日，COMEX 贵金属交易提前于北京时间 5 日 01:00 结束 。

【南华观点】中长线或偏多，但 4 月下旬来伦敦金仍整体维持区间震荡，短线技术形态上偏弱承压，关注 3250 支持，若跌破则可能进一步下探 3120 前低。伦敦银关注 35.3 附近支撑，强支撑 34.5-35 区域。操作上仍维持回调做多思路。

铜：宏观利好推升铜价

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周中大幅上涨近 2.5%，逼近 8 万元每吨，上海有色现货升水 110 元每吨，沪铜 back 结构依然存在。沪铜库存明显下降至 8.1 万吨；LME 库存小幅降低至 9.1 万吨；COMEX 库存小幅上升至 20.7 万吨。海外 LME 库存的减量和 COMEX 库存的增量基本吻合。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-43.1 美元每吨；铜铝比大幅回升至 3.84；由于精炼铜价格的上升，精废价差扩大至 1451 元每吨。

【产业表现】Antofagasta 与中国冶炼厂 2025 年中谈判结果 TC/RC 敲定为 0.0 美元/干吨及 0.0 美分/磅。

【核心逻辑】铜价在周中的上涨主要是因为国内外的宏观利好。国内方面，发改委等多部门提出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共 19 项重点举措。国外方面，美国第一季度 GDP 终值不及预期，推升了年内美联储降息 2 次的预期。展望未来一周，宏观利好推升铜价从 7.8 万元每吨至 8 万元每吨，这个变化或许是持久的，而非短期能够修复。基本面短期难有太大能力和宏观相抗衡，至少需要等到 7 月中旬，需求不好向下传导。在库存水平没有抬升的情况下，铜价或小幅偏强，价格中枢可以以 8 万元每吨的新平衡为作为参考。

【南华观点】小幅抬升，周度价格区间 7.95 万-8.1 万元每吨。

铝产业链：注意氧化铝挤仓风险

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20580 元/吨，环比+0.98%，成交量为 20 万手，持仓 27 万手，上海有色现货升水 140 元/吨，伦铝收于 2595 美元/吨，环比+0.45%，成交量为 1 万手；氧化铝收于 2986 元/吨，环比+1.74%，成交量为 37 万手，持仓 29 万手；铸造铝合金收于 19790 元/吨，环比+0.51%，成交量为 6043 手，持仓 8226 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，26 日铝锭社会库存重新转为去库叠加发改委宣布新一轮以旧换新资金将在 7 月下达，铝价反弹回升。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：矿石方面，国产铝土矿复工进度仍十分缓慢，进口矿受 axis 矿区事件及几内亚雨季影响，7 月矿石供应或有所下降但目前短期暂无担忧，供应维持宽松。供应端，氧化铝供应增减产互现，整体产量维持上升趋势。需求端变化不大。库存方面，氧化铝社会库存维持累库，但上周内氧化铝上期所仓单合计去库 1.26 万吨至 3.03 万吨；交割库库存报 9.03 万吨，较上周大幅减少 2.36 万吨，警惕挤仓风险。总的来说，目前氧化铝现货市场供应恢复较慢叠加挤仓风险，短期建议反弹偏多看待，长期逢高沽空。

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，废铝价格易涨难跌，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，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：反弹回升；铸造铝合金：震荡

锌: 有色整体拉动上涨，基本面偏弱压制

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22410 元/吨，环比+0.76%。其中成交量为 22.58 万手，而持仓则增加 6790 手至 14.24 手。现货端，0#锌锭均价为 22570 元/吨，1#锌锭均价为 22500 元/吨。

【产业表现】受国内稳增长政策加码，美国经济数据不佳、市场对美联储政策独立性的担忧美元指数徘徊在 3 年多以来的低点附近，铜原料供应趋紧带来的基本面支撑，地缘政治冲突有所缓和带来的市场风险偏好回升，以及部分市场资金的涌入等因素影响，铜、锡、锌等有色金属价格出现上调，带动了有色金属板块走强。截至 27 日 13:12 分，沪铜、沪铝、沪锌以及沪锡和沪镍均呈现上涨趋势。

【核心逻辑】上一交易日，锌价受有色整体板块拉动，强势运行，盘中美元指数走强压制上冲。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。不过由于产业链结构性上的调整，如锌合金与冶炼厂一体化，导致累库缓慢。进口方面，受国外冶炼厂产能偏弱影响，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。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。

【南华观点】宽幅震荡，长期看跌。

锡：宏观利好推升锡价

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中上升超过 3%至 26.8 万元每吨，上海金属网现货平水。上期所库存小幅稳定在 6900 吨，LME 稳定在 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】基本面保持稳定。
【核心逻辑】锡价在过去一周被动上涨，主要是因为国内外的宏观利好。国内方面，发改委等多部门提出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共 19 项重点举措。国外方面，美国第一季度 GDP 终值不及预期，推升了年内美联储降息 2 次的预期。美元指数的大幅回落推升了整个有色板块的估值。展望未来一周，26.8 万元每吨的高位或难以持续，因为锡本身不是一个和宏观关系特别密切的品种，同时锡自身基本面并不支持其上涨。锡价或小幅回落。
【南华观点】小幅回落，周运行区间 26.2 万-26.9 万元每吨。

碳酸锂:供给端出现扰动，高库存压制价格

【行情回顾】本周碳酸锂期货震荡走高，碳酸锂加权指数合约周五收盘价 63306 元/吨，周度涨幅 7.16%，持仓量 61.50 万手，周环比减少 3.22 万手，期货价格减仓上行。广期所仓单数量 21998 手，周环比减少 5795 手，周度降幅 20.85%。
【产业表现】本周锂电产业链报价有所走强，矿端价格有所上涨，基差报价有所走强。SMM 澳矿 6%CIF 报价 625 美元/吨，非洲矿报价 589 美元/吨，价格整体上涨。锂盐市场中碳酸锂报价上涨，氢氧化锂报价走弱；锂盐周度开工率环比增加 1.66%，周度产量环比增加 305 吨；贸易商环节基差报价有所走强。需求端报价部分稳定，其中磷酸铁锂系价格环比上涨，消费型三元材料价格上涨；磷酸铁锂厂周度产量环比减少 291 吨，三元材料厂周度产量环比增加 135 吨。终端市场，电芯报价平稳，整体产量有所下降。库存端，本周锂矿、碳酸锂和正极材料厂库存继续累库上涨。
【核心逻辑】预计下半年碳酸锂市场供应过剩的格局仍将持续，目前需求端表现一般，金九旺季有待观察。当下，供给端锂矿与锂盐库存均面临较大压力，去库进程缓慢。市场主要矛盾在于锂盐产能出清的压力正逐渐向上游矿端传导，矿价的松动将会进一步带领锂盐价格下跌。因此，需警惕矿价与锂盐价格可能陷入螺旋式循环下跌的过程。
【市场消息】周五收盘后，中矿资源发布《关于投资建设年产 3 万吨高纯锂盐技改项目的公告》，拟对年产 2.5 万吨锂盐生产线进行综合技术升级改造，停产检修及技改时间约 6 个月。
【南华观点】基本面看，下半年依然面临高库存弱需求现状。供给端虽然有企业停产检修，但影响较小；需求端车企大定提振市场预期，但需考虑替代效应带来的影响。建议持续关注近月合约持仓量和仓单数量的表现。
技术面看，主力合约站上 40 日线，并触及布林通道上沿，但需注意本次上涨是减仓上行。综合看，预计近期将处于震荡偏强状态，若依据基本面则建议观望等待高空机会，套利方面建议关注 LC2509-LC2511 正套机会，宽幅震荡区间：58000-66000。

工业硅&多晶硅:供给端扰动推到盘面上涨，高库存压制关注产业先状

【行情回顾】本周工业硅期货震荡走强，工业硅主力合约收于 8030 元/吨，周环比上涨 8.66%，持仓量约 35.15 万手，周环比增加 4.60 万手；仓单数量 52744 手，周环比减少 1879 手。
多晶硅主力合约收于 33315 元/吨，环比上涨 5.04%，持仓量 6.9 万手，环比减少 8070 手；仓单数量 2600 手，暂无改变。

【产业表现】本周工业硅市场表现有所收紧，新疆工业硅大厂突发减产消息，预计影响周度产量 1.1 万吨左右，减产持续时间目前尚不确定。但随着丰水期的到来，西南地区开炉预期仍存，库存压力仍在。工业硅现货市场报价整体平稳，其中天津地区工业硅价格有所上涨。硅粉市场报价整体走弱，421#硅报价 10000 元/吨，环比下降 1.96%。下游需求端有所恢复，主要是西南地区多晶硅企业复产预期，若后续企业进一步落实增产，则对工业硅需求有所提振，多晶硅 N 型价格指数 34 元/千克；有机硅市场开工稳定，当前产量处于高位，价格相对承压；铝合金市场仍处于淡季，下游按需采购。贸易商表示出货一般，近期基差走弱，市场情绪不强。本周工业硅市场产量 4.8 万吨，环比增加 1020 吨；周度库存 77 万吨，环比下降 1.93 万吨。本周多晶硅市场产量环比减少 900 吨至 2.36 万吨；厂商周度库存环比增加 0.8 万吨至 27 万吨。

【核心逻辑】基本面看，工业硅处于落后产能出清的产业周期逻辑，供应过剩压力持续。丰水期临近，西南地区企业陆续增加开炉，复产预期逐渐落地，库存将有进一步累库风险。需求端表现稳定，西南地区多晶硅复产计划提振工业硅需求，但高库存仍压制工业硅涨价空间，供需格局仍然缺乏上行动力，仍需等待库存消化。

多晶硅处于供给端强劲，需求端疲弱的逻辑，光伏抢装潮透支未来需求。当下，供给端产量有所增加，高库存压力仍存。下游市场刚需采购，终端市场表现一般。若未来产业内有产能出清计划，或达成产业整合协议，则有望推动多晶硅产业状况改善。

【南华观点】基本面看，工业硅价格抬升有推高多晶硅生产成本的预期，然而产业较高库存现状一定程度压制价格上涨空间。

技术面看，工业硅主力合约站上 40 日线，增仓上涨触及布林通道上沿，预计近期将处于震荡偏强状态。多晶硅主力合约减仓上行。

操作上，多晶硅建议观望；工业硅若依据基本面思路则建议逢高布空或卖出看涨期权，预计强压力区间：8200-8400。套利方面建议关注空 SI 多 PS 机会。

铅：基本面压制，震荡为主

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17125 元/吨，环比-0.58%，其中成交量 40650 手，而持仓量则增加 618 手至 51800 手。现货端，1#铅锭均价为 17000 元/吨。

【产业表现】据了解，西南地区某原生铅冶炼企业按计划于 6 月检修近一个月，近日设备检修工作即将结束，7 月将恢复正常生产。由于 6 月主要是对粗炼设备进行检修，电解铅生产不受影响，故 6-7 月生产情况并无较大变化。

【核心逻辑】上一交易日，铅价受其基本面供需双弱压制，偏弱运行。铅价虽在周四跟随有色整体板块拉升，但是受其需求过弱，导致高价铅锭无人购买，今日回落。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，逼近旺季，生产备库意愿加强，但价格上涨现货成交一般。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。短期内，受供应与宏观影响，震荡为主。

【南华观点】震荡。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）、肖宇非（Z0018441）及助理分析师揭婷（F03114103）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：盘面利润收缩

【行情回顾】偏强震荡

【信息整理】1. 上周末，唐山迁安普方坯资源出厂含税上调 10 元/吨，报 2920 元/吨。

2. 美参议院开始对“大而美”法案进行辩论，美国国会预算办公室认为该法案将在十年内增赤 3.3 万亿美元。

【南华观点】 因五大材数据好于市场预期，铁水增产背景下其累库幅度较小，叠加焦煤供应偏紧（国内安监减产+进口量低）与海外降息预期升温，驱动盘面交易正反馈逻辑，盘面价格上行。展望后市，长流程钢厂在高利润支撑下维持铁水产量高位，原料成本端的强劲支撑显著制约盘面下行空间；但市场亦面临诸多矛盾，焦煤复产进程开启，国内产量低谷或已度过，焦炭盘面较现货升水三轮，而现货提涨迟迟未落地，钢材需求韧性存疑。当前需求增量主要依赖外需，且外需增长高度依赖价格优势，国内钢材价格上涨将直接削弱出口竞争力。加之近期汽车、家电排产下滑，国补政策退坡，钢厂接单量下滑，钢坯、带钢等表外材累库压力上升，原料价格上涨难以顺畅传导至成材端，现货利润收缩或也无法完全通过涨价转移，正反馈螺旋难以延续。预计盘面反弹动能不足、上行空间有限，短期内钢材市场将维持震荡走势。

铁矿石：期限结构在走平

【南华观点】近期在地缘缓和、美元下跌、经济数据走弱后降息预期提升的情况下，整体市场情绪边际回暖，市场风险偏好有所回升，股票市场也创新高。工业品在整体供给收缩、需求预期好转的背景下普遍反弹。

铁矿石基本面供需双强，但边际上略走弱。首先供应端，发运仍是偏多的，全球发运量季节性冲量的同时，发运量也在季节性同期高位。7 月份中国铁矿石进口量可能出现一个小高峰，对港口有小幅供给冲击的压力。海岬型船运费继续下行，发运冲量结束后预计发运季节性回落。其次需求端，本期铁水产量环比+0.11 万吨至 242.29 万吨，钢厂现货利润尚可，主要来源于钢材现货的涨价和焦炭的提降。钢厂处于较高产能利用率的生产状态，近期检修情况不多。钢材需求端尚可以接受，进入淡季后累库幅度尚可。钢厂现实利润比较好，但盘面钢厂利润在收缩，产业链矛盾在积累但还没到显著的程度，盘面抢跑基本面，主要来自于煤焦端的盘面提前上涨。库存端，港口去库放缓，逐渐转向累库。

值得注意的是，铁矿石的期限结构近期一直在变平，远月贴水在收缩。如铁矿石连 11 价格-连续价格，20 个交易日收缩了 25.5 元。这说明铁矿石的供应紧缺程度在缓解，逐渐从紧缺转为平衡，未来可能逐渐转向过剩。铁矿石全球发运量的同比缺口已经从一季度最高缺 1500 万吨转为现在过剩 150 万吨。此外，近期焦煤的强势也压制了铁矿石的价格，铁矿石期现接近平水，甚至开始期货升水现货，现货可能逐渐开始有交割利润。

总结，铁矿石近期跟随全球宏观回暖、工业品普涨而反弹，但边际基本面只是维持，没有进一步变好，期限结构也在走平，未来可能上涨会偏乏力一点。

焦煤焦炭：交割利润可观

【信息整理】

1. 特朗普认为无需延长 7 月 9 日关税大限，美财长坦言或难完成全部谈判。

2. 以伊冲突-①伊朗军方：若侵略再次发生，伊朗将予以更强有力的回击。②国际原子能

机构总干事：伊朗仍可能在数月内生产出浓缩铀。
3. 美参议院程序性投票通过“大而美”法案。
4. 1-5 月全国规模以上工业企业利润同比降 1.1%，钢铁行业盈利 316.9 亿元
【南华观点】
焦煤：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。盘面反弹带动期现投机需求，下游焦化厂按需采购，焦煤库存结构明显改善，短期内煤价有一定支撑。安全生产月临近尾声，前期因环保限产和事故停产的煤矿有较强的复产预期。终端需求在淡季面临下行压力，出口虽能部分对冲内需下滑，但中美贸易战为出口市场带来巨大不确定性，叠加长期抢出口、强转口对未来需求的透支，钢材价格的反弹空间被变相压缩。国补等内需刺激政策的效果在边际减弱，内部需求承接不力或引发黑色新一轮负反馈。在没有看到煤炭供给侧结构性改革及强有力扩内需政策出台前，焦煤不具备做多条件。操作上，短期内建议观望，中长期维持反弹布空的思路不变。
焦炭：以伊冲突带动化工品价格整体上移，近期化产利润表现较好，大型矿局针对长协合同熔断，有长协合同的焦企原料采购成本有望下移，但市场化采购的焦企入炉煤成本或进一步抬升。综合来看，焦企内部成本分化，部分企业或因亏损减产，但暂不具备大面积减产的基础。近期市场传言 7 月将开启 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后，当前焦化利润尚可，焦化厂开工稳定，行业矛盾并不突出，因此四轮提降落地后直接开启提涨的概率不高，即便焦化厂提涨，淡季需求背景下，钢厂对提涨接受程度亦有限。当前主力盘面升水湿熄焦仓单三轮，交割利润可观，焦炭盘面估值偏高，不建议抄底。

硅铁&硅锰：短期看反弹

【现货市场】硅铁主产地内蒙 72 硅铁 5250 元/吨（+50），宁夏 72 硅铁 5230 元/吨（+30）；贸易地河北 72 硅铁 5470 元/吨（+70），天津 72 硅铁 5470 元/吨（+70）；硅锰北方产区内蒙硅锰 6517 市场价 5520 元/吨（+20），南方产区广西硅锰 6517 市场价 5500 元/吨（-50），贸易地江苏硅锰 6517 市场价 5670 元/吨（+120）。
【核心逻辑】成本利润端锰矿港口库存累库以及预期澳矿发运恢复，锰矿报价 7 月报价有所下调。硅铁内蒙产区利润-311.5 元/吨（+41）；宁夏产区利润-288 元/吨（+21）；硅锰北方大区利润-168.12 元/吨（+1.76），南方大区利润-526.64 元/吨（-35.7）。供应端硅铁生产企业周度开工率为 31.7%，环比上周-0.99%，硅铁周度产量为 9.75 万吨，环比-0.41%；硅锰生产企业周度开工率为 39.21%，环比+2.82%；硅锰周度产量 17.92 万吨，环比+1.47%。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，但硅铁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 2.04 万吨，环比+2%；硅锰五大材需求量 12.59 万吨，环比+1.78%。库存端本周硅铁企业库存 6.94 万吨，环比+1.47%，硅铁仓单库存因 6 月注销规则注销后重新注册中，高于历史同期水平；硅锰企业库存 22.18 万吨，环比+7.72%；硅锰仓单 46 万吨，环比-3.12%；硅锰总库存 68.18 万吨，环比+0.16%，铁合金利润修复增产后，重现累库趋势。
【南华观点】铁合金在煤炭价格反弹带动下，以及铁合金受技术性买盘等因素存在一定的反弹情绪 ，上周维持反弹趋势。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。 铁合金在利润修复下，部分开工率回升，但仍处于一个相对较低位置，铁合金产量微增但下游需求并没有明显改变，库存有

累库趋势。锰矿 7 月报价下调以及澳矿发运恢复，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，部分盈利资金已经离场，短期内看反弹，但反弹空间有限，等待反弹布空的机会，硅铁关注上方 5600-5700 压力位，硅锰关注上方 5800-5900 压力位。

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

能化早评

原油：油价震荡盘整

【原油收盘】截至 6 月 27 日收盘，2025 年 8 月 WTI 涨 0.28 报 65.52 美元/桶，涨幅 0.43%；2025 年 8 月布伦特原油涨 0.04 报 67.77 美元/桶，涨幅 0.06%。SC 主力 2508 收跌 3.2 元/桶，至 502.2 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，6 月 27 日讯，据外媒报道，欧佩克+将在下月会议上考虑延长其大规模增产，因领导者沙特正带头努力夺回市场份额。欧佩克+八个主要国家已同意在过去三个月中每天大幅增产 41.1 万桶。几位代表表示，他们的国家已准备好在 7 月 6 日召开会议时考虑在 8 月再次提高产量。二是，美国至 6 月 20 日当周 EIA 商业原油库存-583.6 万桶，战略石油储备库存 23.7 万桶，美国原油产量+0.4 万桶/天，1343.5 万桶/天，炼油厂开工率+1.5%至 94.7%，汽油库存-207.5 万桶，精炼油库存-406.6 万桶/天；三是，①伊朗原子能组织主席：政府已采取措施确保核项目继续。被转移的 900 磅浓缩铀下落不明。②12 天内伊朗逮捕了超 700 名受雇于以色列的间谍。③伊朗外长：伊朗不会放弃核项目。④伊朗议会通过暂停与联合国核查机构合作的法案。⑤伊朗航班将逐步恢复。⑥美联社记者：伊朗外交部发言人表示，其核设施遭美方空袭后严重受损。⑦伊朗 IT 部长：通信已恢复到以前的状态。四是，①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。②美国中央情报局称伊朗几处关键核设施已被摧毁。

【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，市场对降息预期增加；供应端，OPEC 会议临近，市场预期 OPEC+将继续增产 41 万桶，加剧了市场对供应过剩的担忧。在需求端，短期随着消费旺季来临，需求或有提振，OPEC 和 IEA 维持需求预期不变。在库存端，美国库存去库，欧洲库存去库，亚洲库存下降，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，伊以冲突停火，地缘风险溢价大幅回落，OPEC+增产预期压制盘面价格，短期油价依然偏震荡运行

PTA-PX：PXN 与 PTA 基差仍有支撑

【PTA 观点】本周 PTA 负荷从 79.1%调至 77.1%，装置变化不大，主要逸盛 360w 负荷降至 5 成，下游聚酯开工有所下滑至 91.4%，长丝、短纤和瓶片的开工均有所下滑。织厂环节则表现继续一般，织造、加弹、涤纱负荷分别为 66%（+1%）、76%（-1%）和 67%(0%)。PTA

的基差涨而后回落，至周五至 260 一线，PTA 供需上仍有去库，目前的担心仍来自终端，大家有减产的预期，但是减产的力度还是有待进一步证实。在未有明显下滑之前，基差仍有支撑。

【PX 观点】本周 PX 周初价格有所上涨，后随着地缘缓解价格有所下滑，PXN 则偏支撑，至周五升至今年来最高点 298-299 美元/吨，一方面主要是其供需本身偏紧，另一方面地缘风向降低后，石脑油交易重回基本面。PX-MX 也走扩至 119。近期甲苯二甲苯的调油经济性均有走弱，而炼厂的整体开工有所恢复，芳烃的装置提负为主，但本周 PX 国内开工从 85.6%小幅下降至 83.8%，威联一条装置检修七个月，盛虹芳烃提负，亚洲总体开工从 74.3%下降至 73%。与此同时，PTA 的负荷也略有下滑，但后期 PX 供应估计难有提升，而 PTA 开工仍有支撑，估计整体 PXN 仍旧有所支撑。

MEG-瓶片：回归基本面，供需偏弱

【库存】华东港口库至 62.2 万吨，环比上期增加 0.6 万吨。

【装置】浙石化近期一线停车，预计 40 天；广西华谊近期重启出料；海外方面，马来西亚石油近期重启中；伊朗三套装置共 135w 准备重启恢复。

【观点】

近期乙二醇走势随地缘缓和回归基本面，价格回落。基本面方面，供应端油降煤升，总负荷降至 67.27%（-3.06%）；其中，乙烯制方面浙石化提前停车；煤制方面华谊重启出料，煤制负荷升至 71.49%（+1.33%）。效益方面，原料端原油回吐风险溢价大幅回落，乙烯供需偏紧近期大幅走强，动力煤价格小幅走强，乙烯制利润大幅压缩，煤制利润承压，但仍效益良好。库存方面，近期到港偏少，港口发货平平，下周一港口显性库存预计去库 4 万吨左右。需求端，聚酯负荷小幅下调至 91.4%（-0.6%），各产品开工均小幅下调。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。前期原料大涨，下游投机备货行为带动下长丝大幅去库，近期原料价格回落，总体产销不佳，下游以消化原料为主。当前长丝维持库存与加工费的动态平衡，短期减产压力不大。终端而言，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。织机与纱厂负荷暂时持稳，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，近期伊以冲突缓和，乙二醇价格影响回归基本面主导，当前自身供需而言供增需减格局难以扭转，需求端难有超预期表现，向上驱动难觅影响下，持货意愿大幅走弱，整体维持偏弱看待。后续而言，主要关注乙烷许可证动态与宏观关税情况，低库存下预期扰动或可成为变局点。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：不宜过分看空

【盘面动态】: 周五甲醇 09 收于 2391

【现货反馈】: 周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 09+410

【库存】: 上周甲醇港口库存较大幅度累库，外轮卸货正常，国产送到套利放量，致使沿海进口表需大幅走弱。江苏沿江主流库区提货明显减量，部分国产直接送至下游影响社会库提货，另有南京主要终端主力管输非显性码头，最终导致江苏明显累库。浙江地区刚需稳中偏弱，正常外轮补充下库存窄幅减量。华南港口库存呈现累库，主要体现在广东地区，周期内进口及内贸船只均有到港，而主流库区提货量减少，使得库存累积明显。福建地区则暂无船只到货，下游少量刚需消耗下，窄幅去库。

【南华观点】: 地缘冲突暂告段落，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。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”，伊朗几乎所有工厂影响了大约三周的产量，且自身库存大量消耗。展望后市，矛盾伴随着 MTO 检修（诚志计划 7 月下检修）逐步缓和，但是 6 月伊朗发运已经缩量（6 月发运 66.7 万吨，环比上个月减少 20+万吨），7 月的发船一定是不及预期的，6 下港口基差顶到 400+。在甲醇淡季无法有效去库的背景下，甲醇定价占据比较明显的优势，MTO 利润会压得比较低。综上甲醇因为地缘风险溢价褪去跌幅较大，但这种跌幅并不可持续，回归供需面后，甲醇供应损失量仍是实打实的，不宜太过看空。

PP：预计回归弱势

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7103（-5）。
【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7100 元/吨，华东现货价格为 7160 元/吨，华南现货价格为 7180 元/吨。
【基本面】供给端，本期 PP 开工率为 79.3%（-0.28%）。本周 PP 装置检修量有所增加，开工率下滑。投产方面，裕龙 2 线于端午节投产，镇海 4 线于上周末投产，9 月前仍有 3 套装置待投产，6-8 月新增产能预计达到 220 万吨。
需求端，本期下游平均开工率为 49.05%（-0.59%）。其中，BOPP 开工率为 60.41%（0%），CPP 开工率为 56.38%（-0.62%），无纺布开工率为 36.28%（-0.37%），塑编开工率为 43.2%（-0.36%）。当前下游处于传统产销淡季中，开工率下滑，进而导致工厂原材料采购意愿有限。
库存方面，PP 总库存环比下降 4.23%。上游库存中，两油库存环比下降 1.27%，煤化工库存下降 10.26%，地方炼厂库存下降 7.29%。中游库存中，贸易商库存环比下降 9.21%，港口库存上升 2.5%。
【观点】在宏观情绪会落后，PP 进入震荡整理阶段。本轮以伊冲突的爆发虽然导致 PP 原材料甲醇和丙烷的发运有所延迟，但对 PP 装置的开工情况并未造成实质影响。从基本面来看，PP 近期呈现供增需弱的格局：供给端，6-8 月新装置投产计划较多，预计新增产能达到 220 万吨，导致供给端压力大幅增加。而在需求端，当前仍处于下游产销淡季之中，企业以刚需补库为主，需求缺乏增量驱动。所以在当前的供需格局下，PP 存在较大压力。但是由于近期丙烯价格偏高，有企业也出现了短停 PP 装置外卖丙烯的情况，这对 PP 形成了一定的支撑，但是预计丙烯的高价难以持续，后续 PP 仍将回归弱势。对比 PE 来看，当前 L-P 价差走扩逻辑具备一定支持，后续需关注装置投产进度和中美关税政策变化。

PE：短期供给端压力不大

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7302（+2）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7250 元/吨，华东现货价格为 7310 元/吨，华南现货价格为 7400 元/吨。
【基本面】供给端，本期 PE 开工率为 76.44%（-2.25%）。本周装置检修较多，开工率下滑，7 月多套煤化工装置仍存在检修计划，预计 PE 装置检修量将持续偏高。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 38.14%（-0.55%）。其中，农膜开工率为 12.35%（+0.23%），包装膜开工率为 47.96%（-1.19%），管材开工率为 28.33%（-0.34%），注塑开工率为 52.05%（-0.96%），中空开工率为 38.38%（+0.44%），拉丝开工率为 31.77%（-0.17%）。本周农膜开工率和订单情况有小幅回升，但同时成品库存有所累积，从往年趋势来看，农膜旺季的开启要待到 7 月下旬。库存方面，本期 PE 总库存环比下降 5.78%，其中上游石化库存环比下降 12%，煤

化工库存下降 4%，贸易商库存上升 2%。
【观点】目前宏观情绪已基本消退，聚烯烃重回基本面逻辑。在 PE 方面，近期供给端压力有所缩减，主要分为三个方面：1）当前 PE 装置检修依然较多，预计集中检修季将持续至 7 月中旬；2）由于 HDPE-LLDPE 的价差持续处于高位，部分全密度装置由 LLDPE 转产 HDPE，给标品 LLDPE 供给带来边际缩量，与此同时，虽然 HDPE 供给量有所增加，但由于其当前但供需情况较好，库存处于极低水平，短期内 HDPE 市场尚能够消化转产所带来的供给压力；3）以伊冲突导致伊朗聚烯烃装置出现了大规模停工的情况，虽然目前已在逐步恢复当中，但预计 7-8 月的 PE 进口仍将受到一定影响，出现小幅缩量。综合三点来看，我们认为 PE 供给近期有所收缩。虽然当前 PE 下游依然处于淡季之中，需求增量比较有限，但总体供需压力不算太大，使得 PE 下方存在一定的托举力。对比 PP，PE 短期基本面情况相对较好，L-P 价差走扩逻辑有一定支撑。

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：本周华东库存小幅积累，累库大约 0.4 万吨，华南库存持平，厂库库存小幅去化，待发小幅走强，总库存去库，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：整体逻辑变化不大，目前看 PVC 的需求端已经比较稳定，大约 175 万吨/月的国内需求量，下滑空间也比较有限。出口我们相对乐观（市场大部分人将后续月出口量下调至 30 万吨以下，极端的有 28 万吨甚至 25 以下），认为上半年的出口规模在下半年大体可以维持。即大约 210 万吨/月左右的国产量是 PVC 供需的平衡线，虽然会考虑到下半年的装置投产增量，但是由于乙烯法的亏损缩量以及季节性检修，整体 PVC 的过剩压力仍然没有那么大，年度级别供需仍然是改善的状态，整体我们对后市的 PVC 行情并没有那么悲观，更倾向于底部震荡。

苯乙烯：地缘溢价消退，交易回归基本面

【盘面回顾】EB2508 收于 7298（-18）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 5955（-），苯乙烯现货 7925（-110），主力基差 627（-92）
【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，较上周期增加 1.87 万吨，幅度+28.21%；截至 2025 年 6 月 26 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 19.99 万吨，较上一周期增加 1.11 万吨，环比增加 5.90%。
【南华观点】
纯苯：供应端，周期内浙石化裂解，福海创重整等装置停车石油苯开工率下滑、加氢苯开工率小幅波动。需求方面，五大下游中仅有苯胺受江苏富强、华泰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，尤其是己内酰胺开工率大幅提升 7.9%，总体对纯苯需求继续回升，周产量供需差继续走扩。本周华东港口明显累库，船报看下期到港量 2 万吨左右，下周一港口预计变动不大。检修计划看原定于 7 月初检修的福佳装置推迟了其检修至 9 月，近端检修损失减少，需求端近期虽然也持续有装置回归

但仍无法改变 6-7 月纯苯过剩格局。中东局势基本稳定，原油回吐战争溢价，带动下游化工品价格下跌。本周中石化调整挂牌价至 6100 元/吨，现货市场价格基本回到伊以冲突前，下游维持刚需采购为主。

苯乙烯：供应端开工率持续上升，周产量攀升至历史高位。需求端，本周 EPS、ABS 均有检修装置回归，开工率提升，PS 受雅士德、连云港石化减停产影响，开工率下滑，3S 综合需求较上一周期有所提升。3S 逐渐进入需求淡季，最新的三大白色家电排产数据较上一期明显下修，终端对于三季度消费需求预期偏悲观。本周期华东港口明显累库，当前船报看周一港口大概率延续累库，6 下纸货交割结束，现货流动性逐渐恢复，苯乙烯进入累库通道。基本面看苯乙烯供需格局转弱，后续重点关注乙烷进口问题，当前消息看装载乙烷的货船在向中国靠拢但仍未获得卸货许可。当前看地缘溢价快速消退，市场重新回归基本面主导，可尝试逢高布空。

燃料油：震荡盘整

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，FU09 报价 3004 元/吨，升水新加坡 12 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：裂解回升

【盘面回顾】截止夜盘收盘，LU08 报 3636 升水新加坡 18.5 美元/吨

【产业表现】供给端：进入 6 月份，俄罗斯高硫出口-67 万吨，伊朗高硫出口+8 万吨，伊拉克+28 万吨，墨西哥出口-25 万吨，委内瑞拉+30 万吨，供应依然紧张；需求端，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+47 万吨，印度-14 万吨，美国+12 万吨，进料需求回升，在发电需求方面，沙特进口-41 万吨，阿联酋+64 万吨，埃及+23 万吨，有小幅提振。库存端，新加坡浮仓库存高位盘整，马来西亚高硫浮仓库存高位盘整，中东浮仓高位库存回升

【南华观点】6 月份燃料油出口延续紧张，在进料需求方面，中国和美国进口增加，印度进口缩量，整体进料需求走强，埃及和阿联酋进口增加，提振发电需求预期，新加坡和马来西亚浮仓库存高位，新加坡市场供应端紧张的格局缓和，短期交割品依然偏少，裂解依然强势

沥青：跟随成本，震荡偏强

【盘面回顾】BU09 收于 3561 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3805 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+2.1%至 36.4%，华东+4.3%至 38.7%，中国沥青总的开工率+1.1%至 31.5%，山东沥青产量+0.9 至 18.6 万吨，中国产量+1.0 万吨至 54.7 万吨。需求端，中国沥青出货量+0.12 万吨至 28.95 万吨，山东出货-0.6 万吨至 8.7 万吨；库存端，山东社会库存-0.2 万吨至 13.6 万吨和山东炼厂库存-0.6

万吨为 14.5 万吨，中国社会库存-0.2 万吨至 53.3 万吨，中国企业库存-2.7 万吨至 46.7 万吨。
【南华观点】供需仍显韧性，本周产量 54.7 万吨同比增长 20.5%，需求 58.1 万吨，同比增长 19%，样本库存下降 3.4 万吨，库存结构上厂库去库比较明显，社会库存变动不大；受原油风险溢价回落，沥青基差走强，裂解走强，仍然是处于高位区间；往前看，供应端整体在季节性的复产，但是受制于成品油利润不佳，地炼盈利情况有限，难有大的提升；需求端 8 月开始南北方施工条件良好，整体施工进入旺季，25 年地方政府化债进度提速，资金方面有所缓解，正值“十四五”收尾阶段，项目数量上有一定保证，旺季仍然可期。

尿素：跟随情绪波动

【盘面动态】：周五尿素 09 收盘 1717
【现货反馈】：周末国内尿素行情稳中偏弱，局部跌幅 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1660-1780 元/吨。国内供需矛盾依旧突出，消息面、情绪面并未见利好支撑，部分工厂报价开始下调。短线国内尿素行情稳中局部松动。
【库存】：截至 2025 年 6 月 25 日，中国尿素企业总库存量 109 万吨，较上周减少 4.11 万吨，中国主要港口尿素库存统计 38.1 万吨，较上周增加 9 万吨。
【南华观点】：受出口消息扰动，使得市场投机性增加，周三及周四现货成交较好，但下半周整体成交回归清淡。在出口信息扰动较多的背景下，出口配额需要等待验证，中期而言，供应压力及内需偏弱仍是主要矛盾，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：情绪反弹

纯碱：
【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1196，1.36%
【基本面信息】
本周纯碱库存 176.69 吨，环比周一+1.10 万吨，环比上周四+4.02 万吨；其中，轻碱库存 80.52 万吨，环比周一-0.21 万吨，环比上周四-0.74 万吨，重碱库存 96.17 万吨，环比周一+1.31 万吨，环比上周四+4.76 万吨。
【南华观点】
供应处于窄幅波动状态，其中个别企业陆续检修叠加装置波动等，阶段性影响产量。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也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，堵窑口现象持续增加，预计在产日熔量近期将继续下降，光伏端重回过剩格局。基本面驱动有限，关注现货反馈情况。

玻璃：
【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 1019，0.3%
【基本面信息】
截止到 20250626，全国浮法玻璃样本企业总库存 6921.6 万重箱，环比-67.1 万重箱，环比-0.96%，同比+12.39%。折库存天数 30.5 天，较上期-0.3 天。
【南华观点】
供应端保持点火与冷修并存的状态，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 盘面价格开始升水湖北低价现货，煤制气产线也尚有利润。库存看，整体社库仍处于高位，沙河中游库存偏低，库存结构偏健康，不排除投机需求继续改善；湖北厂家库存高位，中游库存中性，压力尚存。供应端继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，但短期基本面并无明显驱动。

纸浆：压力仍在

【盘面回顾】截至 6 月 27 日：纸浆期货 SP2509 主力合约收盘上涨 30 元至 5096 元/吨。夜盘下跌 14 元至 5082 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 5990 元/吨，河北俄针报 5125 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4040 元/吨。

【核心逻辑】上周纸浆 09-01 合约近远月价差维持震荡，价差处于去年 6 月份以来偏低位置，基本面情绪降温月间驱动弱化，底部存在支撑。上周纸浆基差以及银星与俄针品牌价差维持震荡走势，针阔叶价差走弱，阔叶浆价格变化减缓针叶浆下行动能。5 月份世界 20 主要产浆国发运至中国针叶浆环比增加，而绝对值处近五年同期低位，预计 7 月份针叶浆到港量偏低，供应端支撑针叶浆价格底部。上周国内双胶纸产量增加，生活纸及白卡纸产量小幅下滑，双铜纸产量持平，成品纸价格整体下滑，需求端仍弱稳表现。周度国内纸浆港口库存小幅下降，整体维持偏高位置，纸浆价格上方压力仍在。

烧碱：关注现货反馈

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2319，0.35%

【基本面信息】

据百川盈孚统计，全国液碱工厂库存共计 26.66 万吨（折百），环比上周增加 1.4%，同比增加 12.59%。本周华北、西南地区液碱库存略有下滑，其中华北山东地区液碱库存减少较多，因当地企业检修较为集中，出货压力缓解，但鲁西南地区走货情况一般，有企业库存有所升温；西南地区近期氧化铝需求尚好，高温天气下游企业对液碱拿货情况稍有好转，库存下降。但其他西北、华东、华南等地区液碱库存表现升温，华南广东地区下游需求较差，市场库存不断增长；西北及华东地区下游液碱多刚需拿货，其中华东一带下游对高价液碱不愿接受，在买涨不买跌心态下多刚需采购，碱厂为促进成交多降价走货，但好转情况有限。

【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。基差修复，山东液碱库存同比偏低，现货有逐步企稳的预期。短期或关注投机需求改善情况；中期看，供强需弱格局不变，在于检修集中复产+新产能逐步投放，供应端压力将逐步增加，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）、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 14005，日环比-0.25%。
【现货报价】全国生猪均价 14.74（+0.08）元/公斤，其中河南 15.02（+0.03）元/公斤、湖南 14.54（+0.20）元/公斤、辽宁 14.58（+0.12）元/公斤、四川 14.07（+0.2）元/公斤、广东 16.03（+0.16）元/公斤。
【现货情况】
周末阶段北方市场有高点窄调状态，局部省份仍保持明显强势出栏水平持续缩量。多数市场目前处于月末出栏量，社会猪场有高价认价态度,造成主线稳中调整个别供应决定方向的局面。
南方猪价普涨 0.1-0.2 元 1 公斤，市场反馈，月底出栏收紧,市场供给量减少，导致猪价走高，但高猪价或对需求有抑制作用，消费端整体成交一般。
【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：等待种植面积报告指引

【盘面回顾】外盘美豆在报告公布前避险企稳，内盘跟随止跌。
【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】远月逢低多配。

玉米&淀粉：小幅下跌

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货小幅收高，空头回补。
大连玉米淀粉小幅下跌。
【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，+0 元/吨；山东潍坊报价 2900 元/吨，+0 元/吨。
【市场分析】东北关于进口玉米拍卖的消息仍处鉴定阶段，贸易商对此消息关注，但今日

报价暂未受影响；华北近期阴雨天气较多，部分深加工企业玉米价格继续上行，销区下游提货速度一般，港口库存仍有压力
淀粉方面：震荡，本周行业开机偏低情况下库存继续下滑，下游刚需采购为主，
【南华观点】余粮偏少，短期窄幅震荡。

棉花：低库存与弱需求

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨超 0.5%，关注美国对外关税进一步调整情况。上周五郑棉上涨超 0.5%。
【外棉信息】近日印度西南季风继续北上，截至 6 月 25 日，季风已覆盖印度大部分区域，拉贾斯坦邦、旁遮普邦和哈里亚纳邦尚有部分区域未全部覆盖，印度棉主产区累计降雨量为 142.7mm，相对正常水平高 30.8mm，其中西北地区与中部地区累计降雨量较往年均值明显增加，南部地区与东北部地区累计降雨量稍偏少，预期后续仍有强降雨天气，需关注连续降雨对新棉生长的影响。
【郑棉信息】目前新疆整体气温持续偏高，全疆棉花进入初花期，个别棉田因高温出现虫害及黄萎病，但在农户的有效管理下，影响尚有限，整体长势良好，对新年度产量暂持乐观态度，但预计七月初新疆气温仍有上升，尤其是南疆地区，需继续关注高温天气对新棉生长的实际影响。目前下游处于需求淡季，纱布厂负荷进一步下调，原料采购积极性较低，成品维持累库态势，淡季特征逐渐凸显。
【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，棉价估值或向上修复，但下游正处于需求淡季，消费端反弹驱动稍弱，关注后续进口配额政策落地情况。

白糖：关注巴西产量

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五收高，脱离近四年低位。
周五夜盘，郑糖高开低走，整体重心上移。
【现货报价】南宁中间商站台报价 6110 元/吨。昆明中间商报价 5830-5950 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 整数关的去留。

苹果：短期价格反复

【期货动态】苹果期货昨日横盘震荡，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 26 日，全国主产区苹果冷库库存量为 106.91 万吨，环比上周减少 9.58 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】由于 24/25 年度枣树挂果量较多，树木养分耗费较多，叠加高温及沙尘天气影响，新年度灰枣头茬果坐果情况欠佳，目前南疆灰枣产区正处于二茬坐果关键期，当前来看本周南疆或存在高温天气，或不利于新枣的坐果。
【销区动态】上周五广州如意坊市场到货 4 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 27 日郑商所红枣期货仓单录得 8543 张，较上一交易日减少 17 张。据统计，截至 6 月 26 日，36 家样本点物理库存在 10688 吨，周环比增加 8 吨，同比增加 71.86%。
【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，七月初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，但陈枣的高库存或压制盘面，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。