

金融期货早评

人民币汇率：人民币短期依旧偏强

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1656，较上一交易日上涨 34 个基点，创 2024 年 11 月 8 日以来新高，夜盘收报 7.1636。人民币对美元中间价报 7.1586，调升 41 个基点。

【重要资讯】1) 6 月份，我国制造业、非制造业和综合 PMI 分别为 49.7%、50.5%和 50.7%，比上月上升 0.2、0.2 和 0.3 个百分点，三大指数均有所回升。装备制造业、高技术制造业和消费品行业 PMI 均连续两个月位于扩张区间。2) 美联储博斯蒂克重申，他仍预计美联储今年会下调一次利率，同时指出美联储在决定采取行动之前还有时间考虑最新的数据。他预计美联储明年将降息三次。

【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，预计主要波动区间为 7.15-7.19，走势偏弱。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：美元指数连跌，股指能否持续上行需关注盘面信息

【市场回顾】

昨日股指集体收涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.37%。从资金面来看，两市成交额减少 542.44 亿元。期指均缩量上涨。

【重要资讯】

1、距离 7 月 9 日“关税大限”仅剩 10 天之际，特朗普明确表态称，无需延长即将到期的关税期限，将直接向数百个国家发函通知关税税率，不再一一继续进行贸易谈判。

【核心逻辑】

昨日股指整体上行，一方面上午公布最新 PMI 数据，制造业 PMI 虽仍然位于荣枯线以下，但官方制造业与非制造业 PMI 相比前值都保持扩张，一定程度提振市场情绪；另一方面近期人民币汇率保持强劲，美元指数连跌，创三年新低，吸引外资流入。不过两市成交额继续缩量，同时期指算术平均基差除 IH 外均贴水加深，IM 算术平均基差历史分位再度跌至 10%以下的相对低位。因此此轮上涨的持续性有待观察，继续关注量能及期指基差变化，操作上不建议追高。

【南华观点】多头持仓观望

国债：情绪盘整

【行情回顾】国债期货全天震荡下行，午后 A 股涨幅扩大，期债跌幅进一步深化。公开市场方面，到期逆回购 2205 亿，央行新做 3315 亿，当日净投放 1110 亿，但早盘隔夜资金价格上行至 3%以上，资金面情绪指数超过 60，资金面压力明显。

【重要资讯】：1.财政部：境外投资者以中国境内居民企业分配的利润，在 2025 年 1 月 1

日至 2028 年 12 月 31 日期间用于境内直接投资符合条件的，可按照投资额的 10%抵免境外投资者当年的应纳税额，当年不足抵免的准予向以后结转。中华人民共和国政府同外国政府订立的税收协定中关于股息、红利等权益性投资收益适用税率低于 10%的，按照协定税率执行。

【核心逻辑】6 月制造业 PMI 符合预期，非制造业小幅超预期，但仍在荣枯线下方的并不能给债市如此大的压力。其他方面，上周五货币政策例会措辞的修改一定程度会压制预期，但无法改变支持性的政策立场和基本面环境。此外包括邀请特朗普参加阅兵等略显小众的股市“疑似利多”对债市的影响就更加虚无缥缈了。

关注跨季之后的流动性表现，在近期的基本面数据陆续发布后，我们对债市很难悲观。

【投资策略】：等待入场时机

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：EC2506 合约正式交割

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格开盘不久有所回落，后偏震荡。截至收盘，EC 各月合约价格涨跌互现。

【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\$1760，40GP 总报价为\$2940，均与前值持平。

7 月中上旬，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1935，较同期前值回落\$100，40GP 总报价为\$3445，较同期前值回落\$200。7 月中下旬，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$2185，较前一周上涨\$250，40GP 总报价为\$3945，较前一周上涨\$500。赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的部分舱位，20GP 总报价为\$2335，较前一周上涨\$300，40GP 总报价为\$3635，较前一周上涨\$400。ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$3094，较前一周上涨\$490，40GP 总报价为\$4043，较前一周上涨\$700。

【重要资讯】：金十数据 6 月 30 日讯，据美联社 6 月 29 日报道，美国总统特朗普称，他无意将针对多数国家和地区的 90 天关税暂停期延长至 7 月 9 日之后。一旦他设定的谈判期限截止，政府将通知相关国家和地区：除非与美国达成协议，否则贸易惩罚措施将如期生效。他表示，在最后期限临近前，将很快给相关国家和地区发函。特朗普在福克斯新闻频道节目中表示：“我们将评估各个国家和地区对我们的态度：是友好还是不友好。有些国家和地区我们不在乎，就直接发个高额数字过去。”特朗普在采访中表示，这些信函将写明：“恭喜你们获准购买美利坚合众国商品，需支付 25%关税，或 35%、50%、10%关税。”

【南华观点】：昨日 EC2506 合约正式交割，收盘价为 1888.5 点，最终交割价为 1919.3 点，基本相近，平稳交割。而从当前走势来看，如此前预期，整体偏震荡。影响因素应主要来自于现价预期：一方面，达飞 7 月中上旬的欧线现舱报价再度下调，拉低合约估值；另一方面，主流船司 7 月中下旬的欧线现舱报价仍高于上半月，维稳期价走势。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。

以上评论由分析师俞俊臣（Z0021065）、王梦颖（Z0015429）、周骥（Z0017101）、高翔（Z0016413）及助理分析师廖臣悦（F03120676）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：止跌反弹

【行情回顾】周一贵金属市场止跌反弹。周边资产看，美股走高，美债收益率下行，美指下行，比特币震荡。最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3315 美元/盎司，+0.83%；美白银 2509 合约收报于 36.33 美元/盎司，-0.11%。SHFE 黄金 2508 主力合约收报 767.58 元/克，-0.62%；SHFE 白银 2508 合约收 8762 元/千克，-0.54%。贸易关税进展方面，特朗普表示不需延长 7 月 9 日最后期限，将给各国指定税率，日本要付 25%汽车关税；威胁对日本征收关税，因日方不愿进口美国大米。欧盟据称愿接受美国“基准关税”，但寻求关键行业豁免。加拿大让步，取消数字服务税，美加将恢复贸易谈判，以期在 7 月 21 日前达成协议。韩国据称首要任务是获得关税延期许可。

【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 79.8%，降息 25 个基点的概率为 20.2%；美联储 9 月维持利率不变的概率为 5.3%，累计降息 25 个基点的概率为 75.9%，累计降息 50 个基点的概率为 18.8%；美联储 10 月维持利率不变的概率 1.5%，累计降息 25 个基点的概率为 24.6%，累计降息 50 个基点的概率为 60.3%，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 952.53 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 39.58 吨至 14826.61 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 4.1 吨至 1299.8 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】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，但日线收复 3300 关口，关注该支撑有效性，下一支撑 3250，若跌破则可能进一步下探 3120 前低，阻力 3330-3350 区域，伦敦银关注 35.3 附近支撑，强支撑 34.5-35 区域，阻力 36.2，36.8，操作上仍维持回调做多思路。

铜：宏观利好推升铜价，关注持仓情况

【盘面回顾】沪铜指数在周一稳定在 7.96 万元每吨附近，成交 20 万手，持仓 58 万手，上海有色现货升水 130 元每吨。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】铜价在近期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。短期来看，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，需求不好向上传导。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】持币观望。

铝产业链：关注氧化铝库存

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20580 元/吨，环比+0.02%，成交量为 17 万手，持仓 27 万手，上海有色现货升水 70 元/吨，伦铝收于 2597.5 美元/吨，环比+0.10%，成交量为 2 万手；氧化铝收于 2985 元/吨，环比+0.24%，成交量为 25 万手，持仓 29 万手；铸造铝合金收于 19800 元/吨，环比-0.03%，成交量为 2740 手，持仓 8249 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，短期建议反弹关注 3000 元压力线，长期逢高沽空。

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，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：基本面不变，窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22410 元/吨，环比+0.38%。其中成交量为 16.09 万手，而持仓则减少 2242 手至 14.02 手。现货端，0#锌锭均价为 22490 元/吨，1#锌锭均价为 22420 元/吨。

【产业表现】近期 Sulliden Mining Capital Inc.宣布，通过购买 Ferrite Resources Polska sp. z o.o.的股份，获得了波兰一个镍、锌和铅矿勘探项目 48%的权益。该项目包括两个特许权：位于弗罗茨瓦夫以南约 50 公里的 Szklary 镍红土矿床，以及位于卡托维兹以北 25 公里的 Dabrowka。其中 Szklary 矿床的历史产量记录为 350 万吨，镍品位 0.79%，总计 2.8 万吨。根据 2008 年 7 月提交给澳大利亚证券交易所的 JORC 合规估算，它还拥有 3290 万吨、镍品位 0.70%的历史推断矿产资源。

【核心逻辑】上一交易日，锌价窄幅震荡，盘中美元指数走软驱动上冲。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，其库存依旧处于历年低位支撑价格。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，同时关注供给端扰动，策略方面建议等待其突破短期压力位逢高沽空。

【南华观点】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 120830 元/吨，上涨 0.17%。不锈钢主力合约日盘收于 12610 元/吨，上涨 0.16%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123400 元/吨，升水为 2600 元/吨。SMM 电解镍为 122250 元/吨。进口镍均价调整至 121200 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27400 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 4195.45 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-2.1%。8-12%高镍生铁出厂价为 912.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-8.31%。纯镍上期所库存为 24718 吨，LME 镍库存为 204006 吨。SMM 不锈钢社会库存为 992100 吨。国内主要地区镍生铁库存为 34610 吨。

【市场分析】

日内沪镍盘面震荡为主，基本面过剩局面过剩延续，进一步上行空间有限。镍矿方面目前无明显变动，关注后续镍矿基准价以及升水变化。镍铁成交价格有一定下调，不锈钢近期观望情绪较浓，重点关注厂商减产力度。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。目前整体盘面恢复震荡走势，后续可关注基本面格局是否有所好转。

锡：被动上涨，或小幅回落

【盘面回顾】沪锡指数在周一稳定在 26.8 万元每吨附近，成交 10 万手，持仓 5.5 万手。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】锡价在近期被动上涨，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。短期来看，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。

铅：基本面压制，驱动不足

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17200 元/吨，环比+0.44%，其中成交量 32321 手，而持仓量则减少 392 手至 51408 手。现货端，1#铅锭均价为 16950 元/吨。

【产业表现】据 SMM 了解，截至 6 月 30 日，SMM 铅锭五地社会库存总量至 5.63 万吨，较 6 月 23 日增加 600 余吨；较 6 月 26 日增加 300 余吨。

【核心逻辑】上一交易日，铅价低开，窄幅震荡。受其需求过弱，导致高价铅锭无人购买，从而压制铅价上涨。从基本面来看，供给端冶炼厂受较高铅价驱动，有一定复产意愿，社

库逐步累库进一步压制价格。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，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。短期内，受供需双弱与宏观影响，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）及助理分析师管城瀚（F03138675）、揭婷（F03114103）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：钢坯出口或受阻？

【行情回顾】弱势震荡

【信息整理】1. 据中国钢铁工业协会，2025 年以来我国钢坯出口同比增长过快，年化测算后或将突破 1000 万吨。大量出口钢坯不利于行业节能降碳和绿色转型，建议有关企业要着眼长远，理性看待并慎行钢坯出口。

2. 6 月 30 日 Mysteel 煤焦：据调研反馈，乡宁某停产大矿正在办理复产验收手续，复产时间预计 7 月 3-4 日，该矿于 6 月 1 日因安全因素停产整顿，截至目前累计停产 30 天，影响原煤总产量 62 万吨。

【南华观点】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：焦煤复产支撑矿价

【盘面信息】09 铁矿冲高回落。焦煤价格跳水

【信息整理】中国钢铁工业协会党委副书记、副会长兼秘书长姜维：2025 年前 4 个月的钢坯出口量已超过 2023 年全年，一定程度上拉升了矿价。钢坯作为半成品，出口的激增，浪费了国内丰富的深加工能力，付出了国内不可再生能源和物资的消耗，留下了污染物和碳排放，阻碍了钢铁产业的升级，加剧了低水平的市场竞争。协会已向国家有关部委提出对钢坯出口进行限制的建议。

【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：现货成交好转，持续性有待观察

【盘面回顾】周一双焦盘面日内震荡走弱，尾盘跳水

【信息整理】

1. 国家统计局数据显示，6 月份，我国制造业、非制造业和综合 PMI 分别为 49.7%、50.5% 和 50.7%，比上月上升 0.2、0.2 和 0.3 个百分点，三大指数均有所回升。
2. 中指院最新数据显示，2025 年 1-6 月，TOP100 房企销售总额为 18364.1 亿元，同比下降 11.8%。
3. 据中国钢铁工业协会，2025 年以来我国钢坯出口同比增长过快，年化测算后或将突破 1000 万吨。大量出口钢坯不利于行业节能降碳和绿色转型，建议有关企业要着眼长远，理性看待并慎行钢坯出口。
4. 6 月 30 日 Mysteel 煤焦：据调研反馈，乡宁某停产大矿正在办理复产验收手续，复产时间预计 7 月 3-4 日，该矿于 6 月 1 日因安全因素停产整顿，截至目前累计停产 30 天，影响原煤总产量 62 万吨。

【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。安全生产月接近尾声，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，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：逢高布空

【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，建议反弹逢高布空。

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

能化早评

原油：油价震荡盘整

【原油收盘】截至昨日收盘，NYMEX 原油期货 08 合约 65.11 跌 0.41 美元/桶，环比-0.63%；ICE 布油期货 08 合约 67.61 跌 0.16 美元/桶，环比-0.24%。中国 INE 原油期货主力合约 2508 跌 6.1 至 496.1 元/桶；夜盘涨 1.5 至 497.6 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，美国总统特朗普：我并未向伊朗提供任何东西。未与伊朗进行会谈。

【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，短期油价震荡运行。

PTA-PX：TA 流动性放松，基差回落

【PTA 观点】近期 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%)。近期 PTA 供应商合约恢复，现货流动性紧张程度有所缓解，基差大幅回落，至周一跌至 09+210。PTA 供需上仍有去库，目前的担心仍来自终端，市场存在减产预期，但是力度还是有待进一步证实。

【PX 观点】近期 PX 价格随地缘缓解回落后，整体走势震荡偏强，PXN 相对坚挺，至上周五升至今年来最高点近 300 美元/吨，一方面由于 PX 自身供需偏紧，另一方面石脑油回吐地缘溢价，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 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 仍将高位维持。

MEG-瓶片：回归基本面，供需偏弱

【库存】华东港口库至 54.5 万吨，环比上期减少 7.7 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，本周到港计划集中，港口发货预计平平，下周一港口显性库存预计累库 6 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需格局难以扭转，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】：周一甲醇 09 收于 2372

【现货反馈】：周一远期部分单边出货利买盘为主，基差 09+105

【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 7070（-33）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7150 元/吨，华东现货价格为 7170 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。从基本面上看，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 7261 (-41)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7200 元/吨，华东现货价格为 7280 元/吨，华南现货价格为 7380 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。

苯乙烯：震荡整理

【盘面回顾】EB2508 收于 7287 (-11)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5955 (-)，苯乙烯现货 7665 (-260)，主力基差 378 (-249)

【库存情况】截至 6 月 30 日，江苏纯苯港口库存 17.7 万吨，较上期环比增加 3.51%。截至 2025 年 6 月 30 日，江苏苯乙烯港口库存 9.88 万吨，较上周期增加 1.38 万吨，幅度 +16.24%；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。周一港口库存变动不大。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。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，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。周一港口延续累库，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】截止到昨日收盘，FU09 收于 2990 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】截止昨日收盘，LU0 收于 3581 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 3564 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+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】：周一尿素 09 收盘 1712

【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：重回基本面

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1181，-1.25%

【基本面信息】

截止到 2025 年 6 月 30 日，国内纯碱厂家总库存 176.88 万吨，较上周四涨 0.19 万吨，涨幅 0.11%。其中，轻质纯碱 80.10 万吨，环比下跌 0.42 万吨，重质纯碱 96.78 万吨，环比增加 0.61 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。基本面偏弱，关注现货反馈情况。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 1006，-1.28%

【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。

烧碱：驱动不足

【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）、戴一帆（Z0015428）、胡紫阳（Z0018822）提供。

农产品早评

油料：报告数据偏空

【盘面回顾】外盘美豆在种植面积与库存报告公布后走低，种植面积环比小幅调减，略低于市场预期，而季度库存高于市场预期，报告来看数据中性偏空，空头资金回归打压盘面。

【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，美豆种植面积变动不大，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局远月。

【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】进口玉米拍卖消息已出，但报价暂未受影响；华北近期阴雨天气较多，部分深加工企业玉米价格上行，销区港口贸易商报价坚挺，港口库存仍有压力。
淀粉方面：震荡，受成本端华北原料连续上涨情况下，部分企业上调玉米淀粉价格，下游观望情绪较浓。

【南华观点】现货价格坚挺，短期窄幅震荡。

棉花：美棉实播面积上调

【期货动态】洲际交易所(ICE)期棉下跌超 1.5%，美棉种植意向面积高于市场预期，棉价大幅回落。隔夜郑棉下跌超 0.5%。

【外棉信息】美国农业部(USDA)公布的种植意向报告显示，美棉新年度实播面积在 1012.0 万英亩，同比减少 9.5%，但高于前期的意向种植面积。

【郑棉信息】目前新疆整体气温持续偏高，全疆棉花进入花铃期，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，但本周末气温仍有上升，需继续关注高温持续时间及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，棉价估值向上修复，但下游正处于需求淡季，消费端反弹驱动稍弱，短期或重回震荡走势，关注后续进口配额政策落地情况。

白糖：外盘近月大跌

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周一重挫，因预期主产区产量前景强劲昨日夜盘，郑糖受外盘下跌影响低开，整体仍呈现外弱内强格局。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6120 元/吨。昆明中间商报价 5840-5950 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 6 月上旬压榨甘蔗 3878 万吨，同比减少 21.5%，产糖 245 万吨，同比下降 21.22%，制糖比 51.54%，去年同期为 49.68%。

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】内强外弱格局持续，关注 5800 压力。

苹果：保持震荡

【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：关注枣果大小

【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，叠加高温与沙尘天气的影响，新年度灰枣头茬果数量不多，但各产区未出现明显缺水现象，本周末南疆气温或再度上升，目前南疆产区正处于二茬坐果关键期，当前枣果尚小，高温易造成落果现象的发生，但若枣果已长至花生米大小，高温对其影响将逐渐减弱，因此还需关注枣果生长情况。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 1 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 30 日郑商所红枣期货仓单录得 8543 张，较上一交易日持平。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，七月上旬南疆仍将面临高温挑战，天气端仍存炒作的可能，但受枣果大小影响，高温对二茬果坐果的实际影响尚难定量，且陈枣的高库存或压制盘面，若价格中枢上移，红枣仓单或加速注册，上方关注 9900 附近压力情况。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、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。