

金融期货早评

人民币汇率：中间价带动人民币偏强走势

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1618，较上一交易日上涨 38 个基点，夜盘收报 7.1650。人民币对美元中间价报 7.1534，较上一交易日调升 52 个基点。

【重要资讯】美国参议院表决结果通过“大而美”税收与支出法案，法案将送交众议院。美国总统特朗普表示，有信心税收法案能在众议院获得通过。

【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：量能缩减下上行持续性有待观察

【市场回顾】

昨日股指震荡偏强，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.17%。从资金面来看，两市成交额减少 208.42 亿元。期指方面，IF 缩量下跌，IH、IC 缩量上涨，IM 放量下跌。

【重要资讯】

1、鲍威尔未排除 7 月降息可能，称若非关税已降息，关税料将对通胀有影响。对于 7 月 FOMC 会议，鲍威尔拒绝做出预测，称未来的经济前景将决定政策走向。

【核心逻辑】

昨日股指延续收涨，两市成交额持续缩量。一方面当前信息面较平淡，缺乏驱动指数上行的利好信息，另一方面，近期持续下行的美元指数已创三年新低，人民币汇率后续能否继续保持强劲为 A 股提供上行动力有待观察。同时从盘面信息来看，红利指数领涨，各期指基差均贴水加深，表明当前市场情绪偏谨慎。总的来说，当前股指缺乏持续上行的驱动，此轮上涨能否延续有待观望，若两市成交额持续缩量、上行动能减弱的情况下，预计短期或将迎来调整。

【南华观点】持仓观望

国债：资金依旧偏紧

【行情回顾】国债期货开盘后窄幅震荡，盘中启动价格走高，午后先下后上最终长端明显收涨。现券方面日内节奏跟期货基本一致，早盘盘中和下午收盘前是利率有所回落，结构上，受资金面影响，日内短债弱于长端。公开市场方面，今日 7 天期逆回购到期 4065 亿，央行新做 1310 亿，净回笼 2755 亿元。

【重要资讯】：1.中央财经委员会第六次会议召开，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。

【核心逻辑】日内资金依旧偏紧，尽管从资金价格来看，DR001 加权回到 1.36%，DR007 下行 37bp 回到 1.54%，交易所资金价格也都明显回落，但盘中经纪商报价隔夜依旧在 1.5%

以上，早盘资金面情绪指数偏高，指向流动性并没有完全回归充裕状态。午后随着投放增加资金面有所改善，本周到期超两万亿，接下来几天还需要继续关注。

A 股日内依旧不弱，但跨季之后节奏有所变化，季末偏弱的红利板块回归，银行在各板块中居于前列，因此权重相对稳健，中小盘有所调整。债市的修复和红利的回归本质上都是对基本面交易的回归。

【投资策略】：持仓观望，不建议追高

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：EC 盘中大涨

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格先偏震荡，盘中大幅上涨。截至收盘，EC 各月合约价格均有所上涨。

【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\$1985，较同期前值回升\$50，40GP 总报价为\$3545，较同期前值回升\$100。7 月中旬，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1785，较同期前值回落\$250，40GP 总报价为\$2735，较同期前值回落\$500。

【重要资讯】：金十数据 7 月 1 日讯，据英国金融时报报道，特朗普的高级贸易官员正在缩减与外国达成全面对等协议的雄心，寻求达成范围更小的协议，以避免美国重新征收关税。四名消息人士表示，美国官员正寻求与参与程度最高的国家达成分阶段协议，他们力争在 7 月 9 日之前达成协议。这份范围更小、零碎的新协议计划，标志着白宫放弃了在总统 4 月 2 日宣布的全面“对等”关税暂停 90 天期间达成 90 项贸易协议的承诺，但也为一些国家提供了一个达成适度协议的机会。知情人士表示，金砖国家寻求在最后期限之前就少数贸易争端达成“原则性协议”。同意这些范围较窄的协议的国家将免于征收更严厉的对等关税，但仍需征收现有的 10%的基本关税，而有关更棘手问题的谈判仍在继续。然而，谈判仍很复杂，美国政府还在考虑对关键行业征收关税。”

【南华观点】：昨日期价盘中大幅上行，一方面因是资金面影响，多头力量显著上行，另一方面则可能跟宏观情绪影响有关——美国官员寻求缩小贸易协议范围，力争 7 月 9 日前达成协议，可能将促成 10%关税延续，从宏观情绪角度利好期价走势。此外，欧洲港口存在一定拥堵的情况，也从供应角度对期价产生一定利好。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：维持高位震荡 关注周四晚非农

【行情回顾】周二贵金属市场金涨银震。周边资产看，美股涨跌不一，美债收益率低位震荡，美指震荡偏弱，比特币下跌，原油震荡。最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3349.9 美元/盎司，+1.28%；美白银 2509 合约收报于 36.245 美元/盎司，+0.2%。SHFE 黄金 2508 主力合约收报 776.1 元/克，+1.47%；SHFE 白银 2508 合约收 8810 元/千克，+1.11%。万斯“一票破局”，美国参议院惊险通过“大漂亮”法案，接下来还有众议院投票关；其中美参院终版“大漂亮”法案不含进口相关组件新征。贸易关税方面，美国缩小谈判目标以避免重启关税，不追求“全面、一步到位”的协议；特朗普再发对日本关税警告，35%或更高，不考虑推迟 7 月 9 日“大限”；美印最快本周达成临时贸易协定，秋季前敲定全面协议第一阶段内容。周二晚间鲍威尔在全球主要央行行长会议上表示，未排除 7 月降息可能，称若非关税已降息，关税料将对通胀有影响。数据方面，周二晚间公布的美 6 月 ISM 制造业 PMI 小幅回升至 49，高于预期和前值；5 月职位空缺数 776.9，高于预期和前值，一定程度削弱降息预期。

【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 78.8%，降息 25 个基点的概率为 21.2%；美联储 9 月维持利率不变的概率为 8.9%，累计降息 25 个基点的概率为 72.3%，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 2.9%，累计降息 25 个基点的概率为 29.6%，累计降息 50 个基点的概率为 54.8%，累计降息 75 个基点的概率为 12.6%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓减少 4.3 吨至 948.23 吨；iShares 白银 ETF 持仓 42.4 吨至 14896.01 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 9 吨至 11338.8 吨；截止 6 月 27 日当周的 SGX 白银库存周减 34.6 吨至 1323.2 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，短线有所转强，继续关注 3300 支撑有效性，阻力 3350 区域，然后 3400，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：宏观继续扰动推升铜价

【盘面回顾】沪铜指数在周二日盘大幅上升至 8.03 万元每吨附近，成交 19 万手，持仓 59 万手，上海有色现货升水 200 元每吨。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】铜价在周二的上涨主要得益于宏观利好。国内方面，中央财经委员会第六次会议召开，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。海外方面，ISM 公布的数据显示，由于订单和就业萎缩加剧，美国 6 月 ISM 制造业连续四个月萎缩，美国制造业低迷的局面持续。美联储主席鲍威尔表示，稳定的经济活动让美联储有时间研究关税上调对物价和经济增长的影响，然后再恢复降息。他保留了多种选择。美元指数继续低位徘徊。在这样的背景下，贵金属价格上升。铜作为和宏观最密切的有色金属，价格亦向上抬升。

【南华观点】持币观望。

铝产业链：宏观风险偏好向好

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20635 元/吨，环比+0.41%，成交量为 13 万手，持仓 28 万手，上海有色现货升水 40 元/吨，伦铝收于 2602 美元/吨，环比+0.17%，成交量为 2 万手；氧化铝收于 2945 元/吨，环比+1.41%，成交量为 29 万手，持仓 28 万手；铸造铝合金收于 19825 元/吨，环比+0.25%，成交量为 3098 手，持仓 8539 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，短期低位震荡，反弹建议关注 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：低位震荡；铸造铝合金：震荡

锌：基本面不变，冲高回调

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22255 元/吨，环比-1.08%。其中成交量为 17.87 万手，而持仓则减少 5753 手至 13.44 手。现货端，0#锌锭均价为 22280 元/吨，1#锌锭均价为 22210 元/吨。

【产业表现】据 SMM 了解，2025 年 6 月 30 日 Nexa 公司宣布，与工会雇员之间的谈判于上周五晚间成功结束后，Cajamarquilla 冶炼厂的运营已全面恢复，且产能利用率达到正常水平，此次停产持续三天时间，2025 年销售指引保持不变。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌在经历了前几个交易日的上涨后，终于受其基本面压制回落。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，策略方面建议逢高沽空。

【南华观点】宽幅震荡，长期看跌。

镍，不锈钢：短期不锈钢受反倾销影响或偏强震荡

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 120720 元/吨，下跌 0.21%。不锈钢主力合约日盘收于 12560 元/吨，下跌 0.87%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 122750 元/吨，升水为 2600 元/吨。SMM 电解镍为 121450 元/吨。进口镍均价调整至 120550 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 910.5 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 37534 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。目前仍处于整体消费淡季区间，在矿段后续升水以及基准无变动前提下，进一步上行空间有限。镍矿方面目前无明显变动，底部支撑仍存。镍铁成交价格有一定下调，不锈钢近期观望情绪较浓，目前商务部宣布对印尼不锈钢实施反倾销税后续或产生一定提振，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，后续可关注有色大盘提振以及反倾销税走势。

锡：被动上涨，或小幅回落

【盘面回顾】沪锡指数在周二小幅上涨至 26.9 万元每吨附近，成交 8.6 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，中央财经委员会第六次会议召开，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。海外方面，ISM 公布的数据显示，由于订单和就业萎缩加剧，美国 6 月 ISM 制造业连续四个月萎缩，美国制造业低迷的局面持续。美联储主席鲍威尔表示，稳定的经济活动让美联储有时间研究关税上调对物价和经济增长的影响，然后再恢复降息。他保留了多种选择。美元指数继续低位徘徊。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。

碳酸锂：边际改善有限，近期震荡整理

【行情回顾】周二碳酸锂期货先抑后扬，主力合约收于 62780 元/吨，日环比上涨 0.84%，持仓量 32.66 万手，日环比减少 4148 手，尾盘减仓上涨；碳酸锂 LC08-11 月差维持 back 结构；仓单数量总计 22940 手，日环比增加 312 手。

【产业表现】周二锂电产业链现货市场报价整体平稳。锂矿价格继续上涨，受此前盘面上涨影响，部分企业套保点位较好，增加锂矿需求，带动整体价格中枢抬升，SMM 澳洲锂矿 6%CIF 报价 630 美元/吨，环比增加 5 美元/吨。锂盐市场价格稳定，电碳价格 61300 元/吨，电氢报价 62870 元/吨，贸易商基差报价整体平稳，少量报价有所走弱；下游材料端报价平稳。需求未见明显好转迹象，下游月底之前多完成采购，当前现货成交较少。终端市场，七月储能端反馈较好，小米大定提振市场信心。

【南华观点】短期看，基本面出现边际好转，带动市场情绪恢复。但长期看，供过于求格局未变，锂矿产能释放节奏、锂盐扩产计划仍超过需求增长预期，过剩压力持续存在。技

术面达到 40 日线，预计近期将处于震荡整理状态，依据基本面操作建议反弹布空或卖出看涨期权，短期震荡区间：58000-65000。

【风险点】宏观情绪好转；供给端减停产扰动；技术性反弹。

工业硅&多晶硅:双硅震荡整理

【行情回顾】周二工业硅期货合约大幅下跌，主力合约收于 7765 元/吨，日环比下跌 3.66%，持仓量约 36.10 万手，日环比增加 5325 手；工业硅 SI09-11 月差维持 back 结构，日环比走弱 15 元/吨；仓单数量 52137 手，日环比减少 336 手。

周二多晶硅期货震荡走低，主力合约收于 32700 元/吨，日环比减少 2.49%，持仓量大约 6.11 万手，日环比减少 5137 手；多晶硅 PS08-11 月差维持 back 结构，日环比走弱 270 元/吨；仓单数量 2600 手，暂无新注册仓单。

【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，有效降低边际生产成本。供给端呈现强劲态势，核心驱动力来自西南地区工业硅的复产进程。随着丰水期电价优势释放，西南地区工业硅企业的复产预期逐渐转化为实际产能，7 月开工率略有提升。下游有机硅和铝合金报价平稳；多晶硅产业链现货价格整体平稳，拉晶厂压价明显，叠加下游排产计划下调，整体需求较弱。

【南华观点】基本面看，多晶硅复产预期提振工业硅需求，然而工业硅库存高位一定程度上压制价格上涨空间；技术面看，工业硅回落至 40 日均线之上，预计近期将处于震荡状态，震荡区间：7000-8500。多晶硅供强需弱，技术面触及 40 日线，后续关注产业整合动态，短期震荡区间：30000-34000。

【风险点】宏观扰动；供给端减停产或产能整合；技术性反弹。

铅：供需双弱，窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17100 元/吨，环比-0.58%，其中成交量 31387 手，而持仓量则增加 3 手至 51408 手。现货端，1#铅锭均价为 16925 元/吨。

【产业表现】在面对铅酸蓄电池行业长期存在的“内卷式”竞争，长兴电池产业正以一场“破局行动”重塑市场格局—在响应国家反内卷号召的同时，掀起一轮理性涨价潮。据悉，近日电动自行车蓄电池一线品牌企业通知上调电池售价，计划于 7 月起，单只电池上涨 5 元。

【核心逻辑】上一交易日，铅窄幅震荡。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）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：限产与去产能扰动

【行情回顾】偏强运行

【信息整理】1. 针对“唐山7月4日-15日将减排限产”的消息。Mysteel对唐山全流程钢企进行了跟踪调研，厂家表示已接到通知，受空气质量影响，基本在延续6月下旬的管控，现烧结限产30%，部分高炉未满产状态，整体对产量影响有限。后续情况Mysteel将持续跟踪。

2. 美国总统特朗普表示，不考虑延长7月9日关税谈判截止日期；7月9日之前可能无法与日本达成协议；日本可能面临30%或35%的关税。

3. 国家主席习近平主持召开中央财经委员会第六次会议，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题，强调依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。

【南华观点】昨日受唐山环保限产消息发酵及国家推动落后产能退出政策影响，钢材市场情绪提振，成材价格表现强势；原料需求预期则因限产承压，导致做空盘面利润的头寸减仓避险，形成“材强料弱”格局。需注意的是，当前唐山限产主要集中于烧结环节，高炉是否跟进尚未明确，且现货市场疲软，唐山卷带、钢坯库存已现累积。从供需看，环保减产虽能缓解成材供应压力，但尚未根本扭转平衡，后续需重点观察：在淡季需求走弱背景下，减产是否会引发原料需求下滑，进而通过成本下移拖累钢价？钢铁产能能否有效去化至关重要，若实现则将构成确切利好。综合而言，唐山限产影响尚存变数（其对钢价未必完全利好，需关注淡季累库情况），且需警惕其他地区增产的可能；而产能实质性退出才是决定市场走向的关键因素。若减产成功带动去库，盘面或上涨；反之，若减产仅导致成本坍塌或产能未有效缩减，则利好难现。

铁矿石：波动率创新低

【盘面信息】09合约遇阻回落，715附近仍有压力。铁矿石波动率继续下降，创下近期新低，铁矿石VIX指数收在20以下。

【信息整理】1. 本月，各地电价有所变动，江苏电价上浮。其他区域均有尖峰电价时段，较峰电上浮20%左右（较平电上浮80%）。所以尖峰期基本不太可能生产，成本过高。四川方面，生产时间被尖峰电价框在12小时之内（但谷电平电价格有所下移）。

2. 近期，针对当前汽车市场存在的愈演愈烈的“内卷式”竞争现象，上海市汽车销售行业协会、江苏省工商联汽车销售商会、浙江省汽车流通协会、安徽省汽车经销商商会分别对辖区内汽车经销商的经营状况开展了市场调研。调查显示，长三角地区汽车经销企业普遍面临库存高企、市场竞争失序、企业资金链断裂风险加剧等严峻挑战，部分主机厂变相强制经销商按照其定价规则，以低于成本的价格销售新车，已经涉嫌违反《中华人民共和国反不正当竞争法》。

3. 中央财经委员会强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出；规范政府采购和招标投标，加强对中标结果的公平性审查；规范地方招商引资，加强招商引资信息披露；着力推动内外贸一体化发展，畅通出口转内销路径，培育一批内外贸优质企业；持续开展规范涉企执法专项行动，健全有利于市场统一的财税体制、统计核算制度和信用体系；引导干部树立和践行正确政绩观，完善高质量发展考核体系和干部政绩考核评价体系。

【南华观点】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：关注煤焦 9-1 反套

【盘面回顾】周二双焦偏弱震荡

【信息整理】

1. 6 月财新中国制造业 PMI 录得 50.4，较前月上升 2.1 个百分点并重回扩张区间。这也是该指数过去 9 个月中第 8 次高于荣枯线，制造业景气度微改善。
2. 据 Mysteel 不完全统计，6 月以来国内 16 家钢厂发布检修信息。其中，山西晋南钢铁集团计划于 7 月 1 日开始检修 1 座 1860 $\square$ 高炉，日均影响铁水产量 0.7 万吨，复产时间待定。
3. 第三轮第四批 8 个中央生态环境保护督察组 5 月 26 日-28 日陆续进驻山西、内蒙古、山东、陕西、宁夏 5 省（区），以及中国华能集团有限公司、中国大唐集团有限公司、国家电力投资集团有限公司 3 家中央企业，于近日全面完成督察进驻阶段工作。

【南华观点】

近日，中央生态环保督察组完成督查进驻阶段工作，产地部分煤矿传出复产消息，焦煤供应恢复预期增强，双焦盘面高位回落。后续关注产地复产进度，产地积极复产或导致焦煤再度过剩，进一步压制盘面反弹空间。不过，下游钢焦厂盈利良好，淡季钢材需求特征暂未显现，铁水产量居高不下，短期内煤焦需求有刚性支撑，因前期盘面上涨带动投机需求，近日焦煤现货成交好转，产地及口岸部分煤种涨价，仓单成本同步抬升，双焦盘面向下驱动亦有限，预计盘面维持区间震荡格局。操作层面，单边建议观望，套利建议关注煤焦 9-1 反套，09 合约有套保盘压制，唐山限产消息对近月合约的扰动更大，建议逢高做空煤焦 9-1 月差。

硅铁&硅锰：反弹逢高布空

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

能化早评

原油：地缘因素减弱，短期震荡运行

【盘面动态】截至昨日收盘，NYMEX 原油期货 08 合约 65.45，涨 0.34 美元/桶，环比+0.52%；ICE 布油期货 09 合约 67.28 涨 0.54 美元/桶，环比+0.81%。中国 INE 原油期货主力合约 2508 昨日收盘涨 3.3 至 499.4 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 28 日当周 API 投产原油量 2.4 万桶/日，前值 2.2 万桶/日。API 原油进口 78 万桶，前值 36.5 万桶。美国至 6 月 28 日当周 API 库欣原油库存 -141.7 万桶，前值-7.5 万桶；三是，美国总统特朗普 1 日说，以色列已同意与哈马斯达成 60 天停火协议的必要条件，并呼吁哈马斯也接受这项协议。据美国媒体报道，特朗普将于 7 日在白宫会见到访的以色列总理内塔尼亚胡，讨论加沙地带局势和伊朗核问题。这将是内塔尼亚胡自特朗普今年 1 月重返白宫后第三次访问美国。

【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，至上周五升至今年以来最高点近 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】：周二甲醇 09 收于 2391

【现货反馈】：周二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 7044（-26）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7030 元/吨，华东现货价格为 7100 元/吨，华南现货价格为 7150 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】当前 PP 处于震荡整理的行情之中。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：上游降价出货，支撑偏弱

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7249（-12）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7150 元/吨，华东现货价格为 7280 元/吨，华南现货价格为 7350 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。但是从需求端来看，当前下游补库需求依然偏弱，上游持续降价出货，但总体成交情况比较平淡。所以 PE 当前处于供需双弱的格局之中，后续还需持续关注上游出货情况和基差变化。

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：基差回落

【盘面回顾】EB2508 收于 7275（-12）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5855（-100），苯乙烯现货 7575（-90），主力基差 300（-78）

【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 6000 元/吨，受投产传言影响现货市场价格继续下探 100，现货跌破 5900 元/吨，买气偏弱，贸易商高出，总体商谈僵持。

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。昨日苯乙烯盘面弱势震荡，近端买气偏弱，月内基差有所松动，走弱 20-30。

燃料油：震荡盘整

【盘面回顾】截止到昨日收盘，FU09 收于 2979 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 3590 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 3562 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 万吨至 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。

玻璃纯碱：基本面格局偏弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1165，-1.35%

【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 980，-2.58%

【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%。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：关注现货反馈

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2358，1.68%

【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。

以上评论由分析师张博（Z0021070）、杨歆悦（Z0022518）、寿佳露（Z0020569）、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 13870，日环比-0.96%。

【现货报价】全国生猪均价 14.08（+0.19）元/公斤，其中河南 15.29（+0.2）元/公斤、湖南 15.09（+0.3）元/公斤、辽宁 14.77（+0.08）元/公斤、四川 14.47（+0.1）元/公斤、广东 16.7（+0.4）元/公斤。

【现货情况】

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/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：弱势震荡

【盘面回顾】外盘美豆在种植面积与库存报告公布后走低，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多远月。

【策略观点】远月逢低多配。

玉米&淀粉：盘整运行

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收跌，玉米优良率强劲。

大连玉米淀粉震荡。

【现货报价】玉米：锦州港：2370 元/吨，+10 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】进口玉米拍卖对东北市场的影响不大，深加工继续上调收购价，市场货源较少；华北东北货源继续补充华北市场，市场短期供应宽松，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，在原料坚挺及开机偏低利好下坚挺运行。

【南华观点】现货价格坚挺，短期盘整运行。

棉花：关注天气变化

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅收跌，美棉实播面积高于预期且优良率环比上升，供应担忧弱化。隔夜郑棉小幅上涨。

【外棉信息】2025 年 5 月，日本服装进口量为 6.34 万吨，同比增加 4.84%，环比下降 22.83%。

【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，昨日阿克苏地区出现冰雹天气，部分棉田有叶片及花蕾击落，但整体影响或有限，对新年度产量暂持乐观态度，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：大幅下挫

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二继续下跌，近月极低的交割量强化了下跌势头。

昨日夜盘，郑糖受外盘下跌影响低开低走，整体跌幅超过 1%。

【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】短期走势转弱，或进一步向前低试探。

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：关注枣果生长情况

【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，昨日阿克苏地区出现冰雹天气，但对灰枣影响不大，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 5 车，河北崔尔庄市场到货 3 车，下游客商按需拿货，成交一般，好货现货价格随盘面小幅上调。

【库存动态】7 月 1 日郑商所红枣期货仓单录得 8584 张，较上一交易日增加 41 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）、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。