

金融期货早评

人民币汇率：正在经历惊险一跃

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1670，较上一交易日下跌 52 个基点，夜盘收报 7.1622。人民币对美元中间价报 7.1546，调贬 12 个基点。

【重要资讯】美国 6 月 ADP 就业人数意外减少 3.3 万人，自 2023 年 3 月以来首次负增长，预期为增长 9.8 万人，5 月份数据在向下修正后仅增加 2.9 万人。服务业就业在 6 月份减少 6.6 万个就业岗位，遭遇自疫情以来的最大降幅。美国利率期货完全消化美联储 9 月降息预期。

【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：美国就业数据爆冷，短期或刺激股指上行

【市场回顾】

昨日股指涨跌不一，大盘股指收涨，中小盘股指收跌。从资金面来看，两市成交额减少 890.48 亿元。期指方面，IF 放量上涨，IH 缩量上涨，IC、IM 缩量下跌。

【重要资讯】

1、美国 6 月 ADP 就业人数不增反降 3.3 万，三年多来首次月度减少。

【核心逻辑】

昨日两市成交额延续缩量，中小盘指数终结连涨，回落调整，红利指数连续两日领涨，表明市场情绪偏谨慎。如我们之前所言，持续缩量下，指数上行动能减弱，难以维持上行趋势。不过昨日各期指均贴水收敛，尤其 IC、IM 贴水收敛幅度较大，可见市场对指数未来走势不算悲观，下方空间有限。美国 6 月 ADP 就业数据爆冷，美元指数再创三年来新低，降息预期提升，预计短期为股指提供驱动，今日股指或再度转涨。本月重点关注 7 月下旬召开的中央政治局会议，将分析下半年经济形势，部署宏观政策方向，或对股指产生一定影响。

【南华观点】多头持仓观望

国债：涨势延续

【行情回顾】资金面继续改善，尽管今日继续净回笼，但资金价格进一步回落。银行间隔夜匿名全天维持在 1.35% 附近低位，DR001 加权企稳，交易所隔夜价格尾盘持续回落最终收在 1.35%。多头环境最大的支撑仍在。公开市场方面，今日 7 天期逆回购到期 3653 亿，央行新做 985 亿，净回笼 2668 亿元。

【重要资讯】：1. 伊朗国家电视台报道，伊朗总统佩泽希齐扬今天（7 月 2 日）签署了暂停与国际原子能机构合作的法案，使之成为正式法律。

【核心逻辑】资金面继续改善，尽管今日继续净回笼，但资金价格进一步回落。银行间隔夜匿名全天维持在 1.35%附近低位，DR001 加权企稳，交易所隔夜价格尾盘持续回落最终收在 1.35%。多头环境最大的支撑仍在。

国债供给减少可能是日内上行的主要原因，另外风险资产的调整可能也形成了一定支撑。今日 A 股继续回调，中小盘跌幅明显，红利概念、权重相对坚挺，基本面避险逻辑延续。T2509 接近 109.2 附近的震荡区间高点，在缺少新增动能的情况下建议降低部分交易仓位。

【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：7 月中下旬马士基较前一周报价基本平开

【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，除 EC2508 和 2512 外，其余各月合约价格均有所回落。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，7 月 17 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1780，较前一周报价上涨\$10，40GP 总报价为\$2980，较前一周报价上涨\$20。

【重要资讯】：当地时间 7 月 1 日，英国《金融时报》报道，随着 7 月 9 日欧美贸易谈判最后期限临近，欧盟成员国政府对美谈判立场趋于强硬，坚持要求将美国取消对欧盟关税作为任何框架协议的一部分。报道援引欧盟官员的话透露，美国已向欧盟表示，最有可能达成的第一阶段协议类似美英贸易协议，在谈判继续进行期间保留一些关税。鉴于欧盟着眼于推动美方长期取消或大幅削减关税，欧盟成员国已要求本周访问美国的欧盟委员会负责贸易和经济安全等事务的委员谢夫乔维奇，采取更强硬立场，主张任何协议都必须包括从 7 月 9 日起降低目前美国对大部分欧盟出口商品征收的 10%基准关税，同时要求降低较高的行业关税。

【南华观点】：昨日期价延续震荡走势，在一定程度上应和马士基 7 月第三周欧线现舱报价有关——基本与前一周当前报价持平，略超预期，因此，在昨日午后期价有所上行后，维持震荡走势。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：关注周四晚非农

【行情回顾】周三贵金属市场整体偏强。周边资产看，美股、美债、美指、比特币、原油、南华有色金属指数皆有良好表现。最终 COMEX 黄金 2508 合约收报 3368.7 美元/盎司，+0.56%；美白银 2509 合约收报于 36.79 美元/盎司，+1.08%。SHFE 黄金 2508 主力合约收

报 776.04 元/克，+0.7%；SHFE 白银 2508 合约收 8747 元/千克，+0.09%。特朗普“大漂亮”法案众议院受阻，共和党内讧升级，有众议院共和党议员表示，距离法案通过，众议院议长现在“缺超过 20 张”票。美日贸易谈判受阻，但美越贸易关税达成，特朗普称，美国将对越南商品征收 20%的关税，对他国转运越南的商品征收 40%关税；越南将对美商品零关税，对美“完全开放市场”。数据方面，周三晚间公布的美国“小非农”ADP 就业数据意外爆冷，为减少 3.3 万，三年多来首次转负，这略微提升美联储年内降息预期，目前市场聚焦今晚美重磅非农就业报告落地。

【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 74.7%，降息 25 个基点的概率为 25.3%；美联储 9 月维持利率不变的概率为 7.6%，累计降息 25 个基点的概率为 69.7%，累计降息 50 个基点的概率为 22.8%；美联储 10 月维持利率不变的概率 2.7%，累计降息 25 个基点的概率为 29.8%，累计降息 50 个基点的概率为 52.8%，累计降息 75 个基点的概率为 14.6%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓减少 0.57 吨至 947.66 吨；iShares 白银 ETF 持仓 42.4 吨至 14896.01 吨。库存方面，SHFE 银库存日降 0.1 吨至 1338.8 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，接下来关注美国众议院对特朗普政府“大漂亮”法案的投票进展。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，支撑 3330，关键支撑 3300，阻力 3365，然后 3400，伦敦银支撑上移至 36.2，阻力 36.6-36.8，操作上仍维持回调做多思路。

铜：宏观继续推升铜价

【盘面回顾】沪铜指数在周三稳定在 8.03 万元每吨附近，成交 18.6 万手，持仓 60 万手，上海有色现货升水 120 元每吨。

【产业表现】秘鲁主要行业协会 SNMPE 负责人 Julia Torreblanca 表示，秘鲁开采更多巨型铜矿床的最大威胁是非正规和非法采矿活动的增加。秘鲁在全球铜产量排名中跌至第三位，去年产量出现了五年来的首次下降。Torreblanca 表示，今年秘鲁应该能够实现小幅增长，并在本十年末达到创纪录的 340 万吨。但能否控制非正式运营是关键，这些非正式运营正在侵蚀采矿许可证。现在，针对小型和手工业采矿提出的立法（MAPE 法）已被送交国会。然而，行业警告称，目前正在讨论的草案可能会最终合法化非正式活动，并进一步削弱正规化努力。

【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。除此之外，铜还有自身供给端的问题，也小幅推升了价格。

【南华观点】持币观望。

铝产业链：宏观刺激氧化铝大涨

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 20635 元/吨，环比+0.36%，成交量为 15 万手，持仓 28 万手，上海有色现货升水 10 元/吨，伦铝收于 2614.5 美元/吨，环比+0.62%，成交量为 2 万手；氧化铝收于 3071 元/吨，环比+4.42%，成交量为 39 万手，持仓 28 万手；铸造铝合金收于 19885 元/吨，环比+0.45%，成交量为 5305 手，持仓 8930 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：昨日几内亚地矿部长宣布创建几内亚铝土矿指数，引发市场对铝土矿价格抬升担忧，叠加国内反内卷消息刺激，氧化铝空头离场期价大幅上涨。当前氧化铝现货成交价基本集中于 3100 元左右，期价上涨或将促使交仓期价上涨仍承压，考虑到氧化铝现货交割品偏紧，后续仍需关注交仓量级以及挤仓风险。总的来说氧化铝供应过剩预期暂时还未改变，3200 点为氧化铝价格压力位，长期仍可逢高沽空，短期受消息面刺激，氧化铝或将震荡偏强。

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：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 22230 元/吨，环比-0.11%。其中成交量为 12.8 万手，而持仓则减少 4670 手至 12.98 手。现货端，0#锌锭均价为 22290 元/吨，1#锌锭均价为 22220 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌窄幅震荡。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：多空交织维持震荡

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 121220 元/吨，下跌 0.69%。不锈钢主力合约日盘收于 12670 元/吨，

上涨 1.08%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123300 元/吨，升水为 2500 元/吨。SMM 电解镍为 122050 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 910 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-8.42%。纯镍上期所库存为 24718 吨，LME 镍库存为 204102 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】

日内沪镍盘面走势震荡偏强，受新能源大盘强势提振，现在基本面和情绪面有一定博弈。基本面方面目前整体仍处于需求淡季。镍矿方面七月新一期基准价轻微下调，主要受到近期基本面偏弱局面影响，昨日印尼方面宣布将镍矿配额许可周期从三年缩短为一年，加深后续矿段供应担忧；镍铁成交价格仍有一定下跌，目前整体底部支撑有所下移。不锈钢方面减产情绪消耗殆尽，现货盘面无明显起色，反倾销税延续带来一定利多情绪，预计整体影响有限，重点关注后续厂商减产力度。硫酸镍方面受刚果禁钴矿出口政策延续，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，后续可关注有色大盘提振以及新能源链路提振。

锡：被动上涨，或小幅回落

【盘面回顾】沪锡指数在周三高开低走，报收在 26.8 万元每吨附近，成交 8.8 万手，持仓 5.6 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：宏观带动盘面上涨，弱现实考验价格高度

【行情回顾】周三碳酸锂期货震荡走强，主力合约收于 63960 元/吨，日环比上涨 1.88%，持仓量 32.55 万手，日环比减少 1102 手，尾盘呈现减仓上涨态势；碳酸锂 LC08-11 月差维持 back 结构，日环比走强 140 元/吨；仓单数量总计 23180 手，日环比增加 240 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场报价整体平稳。锂矿价格延续上涨，贸易商及锂盐企业收货情绪较好，澳洲锂矿 6% CIF 报价 632.5 美元/吨，环比增加 2.5 美元/吨，目前市场高品位货源出货顺利，带动矿价顺势上调。锂盐市场价格小幅上涨，电碳价格 61650 元/吨，日环比上涨 350 元/吨，电氢报价 62870 元/吨，贸易商基差报价小幅调整。需求端整体未见明显好转，下游对高价锂盐存在抵触情绪，多持观望态度；不过终端市场中，7 月储能领域反馈相对较好，形成局部支撑。

【南华观点】当前盘面受宏观情绪提振上涨，需重点关注“强预期，弱现实”的市场现状。基本面看，供过于求格局未改，锂矿产能释放节奏以及锂盐扩产计划仍超过需求增长预期，过剩压力持续存在。技术面看，尾盘减仓上涨，预计近期价格将处于震荡整理阶段。依据

基本面仍建议反弹布空或卖出看涨期权，短期震荡区间：58000-65000 元/吨。

【风险点】宏观情绪；供给端减停产扰动；技术性反弹。

工业硅&多晶硅：“反内卷”提振市场信心，弱现实关注边际变化

【行情回顾】周三工业硅期货合约增仓上涨，主力合约收于 8210 元/吨，日环比上涨 5.73%，持仓量约 38.63 万手，日环比增加 2.52 万手；工业硅 SI09-11 月差维持 back 结构，日环比走强 20 元/吨；仓单数量 51916 手，日环比减少 221 手。

周三多晶硅期货封板涨停，主力合约收于 35050 元/吨，日环比上涨 7.19%，持仓量大约 9.50 万手，日环比增加 3.38 万手；多晶硅 PS08-11 月差维持 back 结构，日环比走强 205 元/吨；仓单数量 2780 手，增加 180 手。

【产业表现】“反内卷”提振市场信心，硅产业链市场整体表现好转，华东 553#报价 8650 元/吨，日环比上涨 150 元/吨。西南地区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。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；多晶硅价格受盘面影响整体上调，N 型价格指数报价 36 元/千克，整体涨幅 1 元/千克，但据了解此价格暂无现货成交。下游 N 型硅片价格指数报价 0.87 元/片，报价走弱。

【南华观点】当前市场受宏观情绪提振，价格呈现上扬态势。需重点关注“强预期、弱现实”的核心现状——当前市场逻辑先行聚焦供给侧整改，预计价格上行一段时间后，需求端的负反馈效应将进一步对价格形成约束，而破解这一困局的关键仍在于需求端的实质性复苏。

工业硅：从基本面来看，工业硅供需格局仍呈现“供强需弱”特征，高位库存对价格上涨空间形成一定压制；技术面角度，工业硅价格已触及 60 日均线，短期内需关注能否突破 8200 元/吨的第一压力位及 8600 元/吨的第二压力位。

多晶硅：近期消息面活跃度较高，强政策预期带动价格上行，但高库存与弱现实的矛盾仍可能限制上涨幅度。技术面显示其呈现增仓上涨态势，短期需观察能否突破 35500 元/吨的第一压力位及 37000 元/吨的第二压力位。

【风险点】宏观情绪；供给侧整改效果不及预期；需求负反馈超预期。

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 17175 元/吨，环比+0.44%，其中成交量 27524 手，而持仓量则减少 157 手至 51254 手。现货端，1#铅锭均价为 16925 元/吨。

【产业表现】西部地区某再生铅炼厂，公开产能 20 万吨，5 月因设备故障投产中断，7 月下旬可完成检修。若设备调试顺利，预计 8 月可正常生产铅。

【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：本轮与上轮去产能可能不一样

【行情回顾】偏强运行

【信息整理】1. 美国总统特朗普宣布与越南达成贸易协议，越南对美出口商品将被征收 20% 关税，任何转运货物将被征收 40% 的关税。另外，越南已同意取消对进口美国商品的所有税费。

2. 关于“唐山 7 月 4-15 日烧结机限产 30%”的传闻，据 Mysteel 调研了解，目前约半数钢厂表示有收到通知，剩余多数钢厂也表示大概率确实有；后续具体执行情况将持续跟踪。

【南华观点】在中央财经委员会第六次会议上，国家领导人提到要推动落后产能有效退出，市场联想到黑色产业或重复 2015 年的供给侧改革，加上唐山环保限产传闻炒作，黑色期货与钢铁股票出现大幅拉升。不过一方面过剩产能不代表落后产能，上一轮有地条钢一刀切，并且还有棚改带来需求增量，而这一轮难有一刀切与快速提振钢铁需求的投资；另一方面，这一轮钢铁下游端也面临较大的过剩、比如汽车和光伏等，若去产能应该是下游先去。因此认为在没有确切文件出来时，黑色行业目前去产能可能都是市场的臆想，本轮拉升需关注是否带来现货市场的投机补库需求好转，若现货需求确实出现好转，在当前钢材整体低库存，铁水高位下，黑色盘面确实还会迎来一波上涨，若是现实投机补库需求仍旧疲软，则这轮上涨驱动很快就结束。

铁矿石：供给侧改革预期推涨

【盘面信息】在“反内卷”的预期下，国内偏过剩的商品集体大涨。多晶硅期货主力合约午后短线拉升涨停，报 35050 元/吨，涨幅 6.99%；工业硅涨超 5%，报 8285 元/吨，逼近涨停。午后钢铁股大涨。钢材期货增仓大涨，焦煤和铁矿期货减仓反弹。铁矿石期限结构继续走平。

【信息整理】1. 美国大美丽法案在参议院通过。2. 7 月 2 日，光伏产业链持续发力，硅料、光伏屋顶方向领涨，通威股份、亚玛顿、福莱特等多股涨停。消息面上，为破除“内卷式”竞争，近日国内头部光伏玻璃企业计划自 7 月开始集体减产 30%，预计 7 月国内玻璃产量将下降至 45GW 左右。

【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。市场交易“反内卷”供给侧改革的预期，但目前钢厂利润尚可，进行供给侧改革的必要性较低。反弹后期货升水现货幅度加大，现货商关注盘面给出的做空套保的机会。

焦煤焦炭：供给侧 2.0 要来了？

【盘面回顾】周三双焦偏强震荡

【信息整理】

1. 特朗普：与越南达成贸易协议，越南市场将对美国全面开放；越南将向美国支付 20% 的关税，且对任何转运货物征收 40% 的关税。
2. 关于“唐山 7 月 4-15 日烧结机限产 30%”的传闻，据 Mysteel 调研了解，目前约半数钢厂表示有收到通知，剩余多数钢厂也表示大概率确实有；后续具体执行情况将持续跟踪。
3. 全国 110 家洗煤厂样本开工率为 59.72%，较上期增 0.62 个百分点；日均产量 50.59 万吨，增 0.45 万吨；原煤库存 312.17 万吨，减 9.11 万吨；精煤库存 214.98 万吨，减 16.89 万吨。

【南华观点】

反内卷政策再次引发市场对供给侧 2.0 的猜想，双焦盘面受此带动走势偏强。然而，本轮商品过剩的核心原因为有效需求不足，仅凭出清过剩产能无法解决根本问题，且下游行业压减产能对上游原料是潜在利空，建议投资者理性看待本轮反弹，切勿追高。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，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：“推动落后产能退出”助推铁合金上涨

【行情回顾】中央财经委员会第六次会议提到“治理无序竞争，推动落后产能有序退出”，市场对供给侧改革政策预期强烈，铁合金作为高耗能产能过剩产业，受此消息提振了铁合金的商品价格。昨日的上涨更多是受政策预期的影响，需重点关注强预期弱现实的市场状况。

【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：短期走势有所改善

【盘面动态】昨日纽约商品交易所 8 月交货的轻质原油期货价格上涨 2.00 美元，收于每桶 67.45 美元，涨幅为 3.06%；9 月交货的伦敦布伦特原油期货价格上涨 2.00 美元，收于每桶 69.11 美元，涨幅为 2.98%。截至夜盘收盘，SC 原油主力合约涨 2.11%。

【市场动态】特朗普宣布与越南达成贸易协议，将对越输美商品征收 20%关税，若涉及“转运”则税率高达 40%。越南承诺取消所有美国进口商品关税，“向美国全面开放市场。美国 6 月“小非农”创 2023 年 3 月以来最大降幅，利率期货几乎完全定价美联储 9 月降息。花旗：如果油价跌至 50 美元/桶，欧佩克+可能会放慢增产节奏。

【南华观点】原油市场在经历持续缩量窄幅震荡后，隔夜出现温和放量上行，成功突破此前的弱势整理区间。技术面显示短期走势有所改善，但受制于基本面因素，中期仍维持承压格局。

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】：周三甲醇 09 收于 2405

【现货反馈】：周三远期部分单边出货利买盘为主，基差 09+50

【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。

PE：宏观情绪带动上涨

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7288 (+39)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7200 元/吨，华东现货价格为 7270 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】昨日在宏观情绪带动下，商品普涨。从 PE 基本面看，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。

苯乙烯：震荡整理

【盘面回顾】EB2508 收于 7262 (-13)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5855 (-)，苯乙烯现货 7555 (-20)，主力基差 293 (-7)

【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，现货跌破 5900 元/吨，买气偏弱。

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（今天早晨的消息美国撤销了许可证要求）。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。昨日苯乙烯盘面震荡整理，近端买气依旧偏弱，7 下基差继续走弱。

燃料油：震荡盘整

【盘面回顾】截止到昨日收盘，FU09 收于 2960 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3596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3571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】：周三尿素09收盘1734

【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：预期发酵

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1205，3.43%

【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】

去产能故事发酵，暂无法证伪，期现正反馈，纯碱低价反弹。基本面看，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。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 1052，7.35%

【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】

光伏行业反对卷预期扩散，玻璃盘面低价大幅反弹，中下游积极备货，或开启正反馈。基本面看，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。

弱势震荡，下方空间有限

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 5900 元/吨，山东俄针报 5120 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4020 元/吨。

【核心逻辑】

供需角度上看，弱势持续。外盘报价下跌，且进口量的高位波动，对于价格的上涨有明显压制。港口库存的高位，以及目前淡季需求，去库较为困难，库存压力大。后续 8 月份以后逐渐迎来需求旺季，有一定的备货需求，目前的时间来看，还尚未启动。但目前的绝对价格已经进入低位，浆价的持续下跌可能触及海外浆厂的成本线区间上沿，对价格继续下行形成一定的阻力。叠加 7 月 1 日中央财经委员会会议提出，依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出的政策影响。短期商品受到一定情绪影响具备向上反弹的动

能。策略上建议短期观望。

烧碱：短期强势

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2391，1.4%

【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】

整体商品市场强势，烧碱继续反弹。基本面，烧碱近端矛盾有限，主要依赖于前期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。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）、杨歆悦（Z0022518）、寿佳露（Z0020569）、宋霁鹏（Z0016598）、戴一帆（Z0015428）、胡紫阳（Z0018822）提供。

农产品早评

生猪：现货情绪高涨

【期货动态】LH2509 收于 14340，日环比+3.43%。

【现货报价】全国生猪均价 15.3（+0.22）元/公斤，其中河南 15.45（+0.16）元/公斤、湖南 15.33（+0.24）元/公斤、辽宁 14.9（+0.13）元/公斤、四川 14.73（+0.26）元/公斤、广东 17.07（+0.37）元/公斤。

【现货情况】

全国猪价持续震荡上行，养殖端多缩量挺价操作，市场生猪实际供应减少；下游被迫抬价收购，带动生猪价格上行。市场整体供需博弈态势较为明显，抄底标猪现象增多。

【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:关注美豆天气为主

【盘面回顾】美豆油政策推动走强，美豆跟随反弹，内盘弱势震荡。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，巴西报价不断走升，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1100万吨，9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，三季度国内大豆原料供应充裕，油厂面临的原料胀库压力不断增加，被迫保持高开机来缓解库容压力，由此豆粕库存同样表现为季节性累库趋势，现货供应压力持续压制豆粕现货价格；远月豆粕期货一方面存在巴西升贴水抬升后的成本支撑，另一方面叠加6月底种植面积调整后7、8月美豆天气市炒作升水预期，将使得豆粕基差以期货较现货走势偏强的趋势下走缩。

菜粕端来看，多头逻辑仍在于去年9月中方宣布对于加拿大菜籽进行反倾销调查关税未落地，今年3月对原产于加拿大的菜子油、油渣饼加征100%关税影响后续菜系供应总量。空头逻辑在于现货供应压力较大，消费端菜粕现货较豆粕缺乏性价比，且下游水产刚需消费力度较弱，故后续库存去化幅度偏慢，三季度预计表现为缓慢去库，且在中加多次协商谈判过程中多头预期被不断消磨，菜粕自身价格预计将表现弱势，而四季度后去库斜率在豆粕价格走扩后预计小幅加速，跟随豆粕走势表现企稳。

【后市展望】三季度蛋白粕的价格将继续受制于原料的绝对供应量而表现为区间弱势震荡运行。在美豆新作种植顺利背景下，国内豆粕盘面大幅上行驱动有限。但当前看豆粕近月盘面价格基本充分挤出贸易战升水并处于逐渐计价三季度供应压力过程中。后续四季度买船缺口仍存，三季度交易到港量与库存压力后或将迎来年内拐点，同时需求端饲料厂物理库存持续低位埋下另一潜在利多。估值看成本端美豆下行空间有限，巴西贴水保持韧性的预期下，远月盘面价格有望迎来边际上行驱动。

【策略观点】远月多配。

玉米&淀粉：盘整震荡

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收高，因逢低买入和技术性买盘。

大连玉米淀粉震荡。

【现货报价】玉米：锦州港：2370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】进口玉米拍卖多溢价成交对东北产区玉米价格暂无明显影响；华北地区玉米到货量增加，基层贸易商挺价能力较强，销区价格稳定，拍卖价格稳定。

淀粉方面：震荡，企业执行前期订单为主，原料价格松动，企业稳定观望，短期坚挺运行。

【南华观点】现货价格坚挺，短期盘整运行。

棉花：关注关税政策变化

【期货动态】洲际交易所(ICE)期棉上涨1%，受到谷物及原油上涨带动。隔夜郑棉小幅收涨。

【外棉信息】2025年3月，欧盟服装进口额为176.03亿美元，环比增加12.72%，同比增加9.76%，其中孟加拉国超越中国成为欧盟最大的服装进口国，占比15.46%，而中国占比14.71%，环比下降1.47个百分点。

【郑棉信息】目前新疆棉花进入盛花期，个别棉田出现虫害现象，但在农户的有效管理下，影响尚有限，整体长势良好，南疆棉田已陆续开始打顶，时间较往年有所提前，本周末气温仍有上升，需继续关注高温持续时间及对新疆棉生长的实际影响。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。

特朗普称与越南达成协议，越南将对任何转运货物征收 40%关税，不利于中国的转口贸易，外销市场挑战加剧。

【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，且未来外销市场或有走弱，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及关税政策调整情况。

白糖：维持内强外弱格局

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三收跌，盘中触及四年低点。

昨日夜盘，郑糖受外盘下跌影响低开，但整体走势强于外盘。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6120 元/吨。昆明中间商报价 5830-5940 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】近期走势仍显示内强外弱格局。

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。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，但及时浇水可对其有一定的缓解作用，且高温影响可随着枣果长大逐渐弱化。本周末南疆或再遇高温天气，新枣坐果或面临挑战，但当前尚难定产，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 7 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 2 日郑商所红枣期货仓单录得 8584 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）、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。