

宏观金融类

股指

前一交易日沪指-0.22%，创指-0.66%，科创 50-0.57%，北证 50-0.91%，上证 50-0.34%，沪深 300-0.35%，中证 500-0.41%，中证 1000-0.45%，中证 2000-0.18%，万得微盘+0.15%。两市合计成交 15832 亿，较上一日-196 亿。

宏观消息面：

- 1、国家发改委：第三批消费品以旧换新资金将于 7 月下达。
- 2、小米汽车：6 月 26 日晚 7 点，小米首款 SUV，小米 YU7 正式发布。
- 3、天风国际证券的证券交易牌照已升级为可提供虚拟资产交易服务。
- 4、特朗普称美国与伊朗将于下周对话，他表示以色列和伊朗之间的冲突可能很快再次爆发。

资金面：融资额+69.18 亿；隔夜 Shibor 利率-0.10bp 至 1.370%，流动性较为宽松；3 年期企业债 AA-级别利率+1.01bp 至 2.8747%，十年期国债利率-0.18bp 至 1.6489%，信用利差+1.19bp 至 125bp；美国 10 年期利率+0.82bp 至 4.29%，中美利差+0.82bp 至-264.11bp。

期指基差比例：

IF 当月/下月/当季/隔季：-0.64%/-0.96%/-1.06%/-1.84%；
IC 当月/下月/当季/隔季：-0.50%/-1.16%/-1.87%/-3.77%；
IM 当月/下月/当季/隔季：-0.58%/-1.46%/-2.40%/-5.03%；
IH 当月/下月/当季/隔季：-0.88%/-1.07%/-1.00%/-1.00%。

交易逻辑：海外方面，中东地缘政治风险降温，市场风险偏好有所回升，外资持续看好中国资产；中美贸易局势趋于缓和，关税政策的情绪性冲击减弱。国内方面，5 月经济数据总体平稳，消费表现亮眼，投资继续放缓，工业生产凸显韧性。4 月政治局会议提到“根据形势变化及时推出增量储备政策”、“持续稳定和活跃资本市场”，金融部门出台“降息降准”等一揽子政策托底。当前国债利率处于低位，股债收益比较高，淤积在金融系统的资金有望流入高收益资产，经济也有望在众多政策的助力下逐步复苏。建议逢低做多与经济高度相关的 IH 或者 IF 股指期货，亦可择机做多与“新质生产力”相关性较高的 IC 或者 IM 期货。

期指交易策略：单边建议逢低买入 IF 股指多单，套利暂无推荐。

国债

行情方面：周四，TL 主力合约上涨 0.10%，收于 120.72；T 主力合约下跌 0.02%，收于 108.950；TF 主力合约下跌 0.00%，收于 106.170；TS 主力合约上涨 0.01%，收于 102.510。

消息方面：1、国家发改委表示，将于今年 7 月份下达今年第三批消费品以旧换新资金，同时，将协调有关方面，坚持更加注重持续性和均衡性原则，分领域制定落实到每个月、每一周的国补资金使用计划，保障消费品以旧换新政策全年有序实施。2、，美国第一季度实际 GDP 年化终值环比降 0.5%，预期降 0.2%，修正值降 0.2%，初值降 0.3%。美国劳工部公布的数据显示，美国至 6 月 21 日当周初请失业金人数 23.6 万人，预期 24.5 万人，前值从 24.5 万人修正为 24.6 万人。

流动性：央行周四进行 5093 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。因当日有 2035 亿元逆回购到期，实现净投放 3058 亿元。

策略：基本面看，近期经济数据整体呈现受加征关税影响存在扰动，结构分化特征，5 月社零数据超预期，以旧换新政策效果持续，工业增加值增速小幅回落。但往后看，抢出口往后可能边际弱化，叠加外需走弱风险，出口或有所承压。资金面看，近期央行流动性投放呵护态度维持，提前预告并开展买断式逆回购，预计后续资金面有望延续偏松基调。本月存单到期量及政府债供给量偏大而央行投放态度宽松，短期债市走势震荡偏强。在内需弱修复和资金有望延续宽松背景下预计利率大方向依然向下，逢低介入为主。

贵金属

沪金涨 0.12%，报 774.06 元/克，沪银涨 0.88%，报 8821.00 元/千克；COMEX 金跌 0.40%，报 3334.50 美元/盎司，COMEX 银跌 0.13%，报 36.88 美元/盎司；美国 10 年期国债收益率报 4.26%，美元指数报 97.33；

市场展望：

昨日公布的美国经济数据具备韧性，美国 5 月耐用品订单环比值为 16.4%，大幅高于预期的 8.5% 和前值的-6.6%。美国 5 月成屋销售签约指数环比值为 1.8%，高于预期的 0.1 %以及前值的-6.3%。

鲍威尔日前在国会参与听证，他对于降息的表态依然谨慎，鲍威尔认为目前美国经济形势存在高度不确定性，他希望利率决定以事实为依据，不愿意提供更多的前瞻指引。特朗普对于鲍威尔所领导下美联储执行的货币政策表达强烈不满，并表示对于下一任美联储主席已有三至四个潜在人选。

即使鲍威尔在参众两院听证会中针对货币政策表态相对谨慎，同时美国经济数据短期来看具备韧性，但后续庞大的美债发行需求仍将驱动美联储最终转向宽松周期，其内涵在于特朗普政府扩张性的财政政策需要宽松的货币政策以配合，在盘面中则体现为金银比价的高位回落。当前策略上建议逢低做多白银，沪金主力合约参考运行区间 747-801 元/克，沪银主力合约参考运行区间 8545-9300 元/千克。

有色金属类

铜

美元指数走弱，LME 现货再次走强，铜价涨幅扩大，昨日伦铜收涨 1.74%至 9896 美元/吨，沪铜主力合约收至 79790 元/吨。产业层面，昨日 LME 库存减少 400 至 93075 吨，注册仓单量维持低位，注销仓单比例下滑至 39.2%，Cash/3M 升水扩大至 319.8 美元/吨。国内方面，电解铜社会库存较周一微增，保税区库存小幅增加，昨日上期所铜仓单增加 0.2 至 2.4 万吨，维持偏低水平，上海地区现货升水期货 65 元/吨，市场货源偏紧，基差报价抬升。广东地区库存延续减少，现货升水期货上调至 55 元/吨，持货商转为挺价，交投环比改善。进出口方面，昨日国内铜现货进口亏损缩至 1400 元/吨左右，远月进口亏损稍小，洋山铜溢价下滑。废铜方面，昨日精废价差小幅扩大至 1450 元/吨，废铜替代优势小幅提升。价格层面，美国财政货币政策宽松预期提升风险偏好。产业上看铜原料市场维持紧张格局，叠加 LME 和中国铜库存偏低，可能支持铜价冲高，不过国内消费韧性有所下降将限制价格向上高度，总体单边价格或震荡冲高。套利方面，关注进口亏损变化，如果进口亏损维持较大，后市沪铜期货结构有望走强。今日沪铜主力运行区间参考：78800-80500 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9700-10000 美元/吨。

铝

原油价格反弹，有色金属氛围偏强，铝价震荡上扬，昨日伦铝收涨 0.72%至 2585 美元/吨，沪铝主力合约收至 20660 元/吨。昨日沪铝加权合约持仓量 66.1 万手，环比增加 1.0 万手，期货仓单减少 0.2 至 4.3 万吨，维持偏低水平。根据 SMM 统计，国内铝锭社会库存录得 46.3 万吨，较周一小幅减少 0.1 万吨，主要消费地铝棒库存录得 14.3 万吨，较周一减少 0.2 万吨，昨日铝棒加工费报价继续回调。现货方面，昨日华东现货升水期货 130 元/吨，环比下调 10 元/吨，下游采购积极性不佳。外盘方面，昨日 LME 铝库存 33.7 万吨，环比减少 0.1 万吨，注销仓单比例下滑至 4.2%，Cash/3M 贴水收窄。展望后市，海外地缘局势缓和，铝价成本端推动力减弱，而需求预期有所改善。产业上看国内铝库存依然处于多年低位，LME 铝库存同样处于低位，现货紧张叠加风险情绪边际改善，铝价可能冲高，但价格抬升和淡季效应下，价格上方高度受限。今日国内主力合约运行区间参考：20400-20800 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2540-2620 美元/吨。

锌

周四沪锌指数收涨 0.84%至 22202 元/吨，单边交易总持仓 26.44 万手。截至周四下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期涨 29 至 2729.5 美元/吨，总持仓 21.22 万手。SMM0#锌锭均价 22260 元/吨，上海基差 75 元/吨，天津基差 5 元/吨，广东基差 145 元/吨，沪粤价差-70 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 0.65 万吨，内盘上海地区基差 75 元/吨，连续合约-连一合约价差 125 元/吨。LME 锌锭库存录得 12.29 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 3.3 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-17.39 美元/吨，3-15 价差-39.21 美元/吨。剔汇后盘面沪伦比价录得 1.134，锌锭进口盈亏为-932.87 元/吨。据上海有色数据，国内社会库存小幅累库至 7.95 万吨。总体来看：进出口数据公布后，5 月锌矿进口较好，但锌锭进口不及预期。当前锌产业正

处于过剩锌矿转化为锌锭的过程中，锌锭放量预期较高。但部分锌冶炼厂转产锌合金锭，此外，部分锌锭以直发下游的形式转化为在途库存，无法较好体现在社会库存的累库。6月21日以军对伊朗南部阿巴斯港地区发动空袭，该港口是伊朗非石油货物进出口枢纽，或将一定程度影响伊朗锌矿出口。近期地缘扰动反复，行情波动较大。

铅

周四沪铅指数收涨 0.23%至 17221 元/吨，单边交易总持仓 8.17 万手。截至周四下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期涨 14.5 至 2046.5 美元/吨，总持仓 15.3 万手。SMM1#铅锭均价 17000 元/吨，再生精铅均价 16950 元/吨，精废价差 50 元/吨，废电动车电池均价 10275 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 4.53 万吨，内盘原生基差-200 元/吨，连续合约-连一合约价差-35 元/吨。LME 铅锭库存录得 27.53 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 7.09 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-21.37 美元/吨，3-15 价差-60.4 美元/吨。剔汇后盘面沪伦比价录得 1.177，铅锭进口盈亏为-735.58 元/吨。据钢联数据，国内社会库存微增至 5.03 万吨。总体来看：进出口数据公布后，原先出口流向较多的越南、美国均出现较大减量，虽然马来西亚与沙特阿拉伯近两个月增加了对启动铅蓄电池的进口，但铅酸蓄电池整体出口增速下滑较大，1-5 月累计出口量与去年大体持平，下游消费维持较弱。原生铅冶开工率维持 70%一线的历史高位，再生铅利润维持低位，近两周冶炼企业铅锭成品库存边际去化，国内月差小幅抬升，LME 铅 7 月到期合约多头持仓集中度较高，Cash-3S 结构持续缓慢走强，铅价整体呈现偏强运行。但国内弱消费压制下预计沪铅跟涨幅度相对有限。

镍

周四镍价减仓反弹。镍矿端，下游铁厂成本利润倒挂严重，对过高镍矿价格接受意愿普遍偏低，同时随着雨季影响结束，镍矿格局也有望小幅改善，后市镍矿价格或有所回落，昨日印尼 1.6%品位镍矿价格报 53.91 美元/湿吨，较前日持平。镍铁方面，下游不锈钢行情弱势施压镍铁，钢厂利润亏损减产背景下对镍铁压价心态持续，镍铁价格承压运行，最新成交价已去至 920 元/镍。中间品方面，镍铁产线转产冰镍，中间品偏紧格局或有所好转，中间品价格有所回落。硫酸镍方面，需求端下游三元对高价硫酸镍接受程度不高，需求维持弱势背景下硫酸镍价格跟随中间品回落。精炼镍方面，精炼镍现货成交整体尚可，贸易商出货意愿较高，现货升贴水持稳运行。综合而言，精炼镍供需格局过剩格局不改，库存有重回累库迹象，叠加成本支撑走弱，或引发产业链负反馈带来的下跌行情，后市应关注印尼镍矿价格变动。短期沪镍主力合约价格运行区间参考 115000-128000 元/吨，伦镍 3M 合约运行区间参考 14500-16500 美元/吨。

锡

2025 年 6 月 26 日，沪锡主力合约收盘价 267260 元/吨，较前日上涨 1.57%。供给端，缅甸佤邦锡矿复产缓慢，叠加缅甸南部锡矿借道泰国运输受阻，6 月国内锡矿进口量预计减少 500-1000 吨，国内锡矿短期供应紧缺明显。需求端，终端企业进入季节性淡季，消费电子、汽车电子订单增长乏力，光伏 6 月排产也环比下行，锡价回升至 26 万元/吨附近后，下游采购意愿显著减弱，以“小批量、多批次”采购策

略为主。整体而言，锡矿短期供应紧缺明显，上游企业惜售情绪较强，但终端对高价原料接受度有限，产业链上下游陷入僵持，预计国内锡价短期将于 250000-280000 元/吨区间震荡运行，LME 锡价将于 31000-35000 美元/吨。

碳酸锂

五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 60,477 元，较上一工作日+0.83%，其中 MMLC 电池级碳酸锂报价 59,600-61,800 元，均价较上一工作日+500 元（+0.83%），工业级碳酸锂报价 58,800-59,800 元，均价较前日+0.85%。LC2509 合约收盘价 61,500 元，较前日收盘价+1.02%，贸易市场电池级碳酸锂升贴水均价为+350 元。锂价反弹盐厂利润修复，本周国内碳酸锂产量环增 1.7%至 18767 吨；周度库存报 136,837 吨，环比上周+1,936 吨（+1.4%），其中上游+407 吨，下游和其他环节+1,529 吨。国内碳酸锂产量库存双双创历史新高，锂价上方仍存在较大压力。同时，本周商品氛围偏暖，预计锂价震荡概率较高。今日广期所碳酸锂 2509 合约参考运行区间 60,500-62,100 元/吨。

氧化铝

2025 年 6 月 26 日，截止下午 3 时，氧化铝指数日内上涨 0.96%至 2937 元/吨，单边交易总持仓 43.4 万手，较前一交易日增加 0.7 万手。现货方面，广西、贵州、河南、山东、山西和新疆价格分别下跌 10 元/吨、10 元/吨、10 元/吨、10 元/吨、10 元/吨和 0 元/吨。基差方面，山东现货价格报 3100 元/吨，升水 07 合约 66 元/吨。海外方面，MYSTEEL 澳洲 FOB 价格维持 361 美元/吨，进口盈亏报-80 元/吨，进口窗口关闭。期货库存方面，周四期货仓单报 3.39 万吨，较前一交易日下滑 0.12 万吨。矿端，几内亚 CIF 价格维持 74 美元/吨，澳大利亚 CIF 价格维持 69 美元/吨。策略方面，矿价短期预计有一定支撑，但氧化铝产能过剩格局仍难改，氧化铝价格预计仍将以成本作为锚定，矿价为核心矛盾，预计几内亚铝土矿 CIF 将维持在 70-85 美元/吨的区间，对应山东地区冶炼成本为 2700-3050 元/吨，预计期价将维持偏弱震荡，建议逢高布局空单。国内主力合约 A02509 参考运行区间：2750-3100 元/吨，需关注几内亚政策变动风险、氧化铝厂意外减产风险。

不锈钢

周四下午 15:00 不锈钢主力合约收 12635 元/吨，当日+0.76%(+95)，单边持仓 22.49 万手，较前一交易日-48262 手。现货方面，佛山市场德龙 304 冷轧卷板报 12600 元/吨，较前日+50，无锡市场宏旺 304 冷轧卷板报 12700 元/吨，较前日+50；佛山基差-235(-45)，无锡基差-135(-45)；佛山宏旺 201 报 8400 元/吨，较前日+100，宏旺罩退 430 报 7750 元/吨，较前日持平。原料方面，山东高镍铁出厂价报 915 元/镍，较前日-5。保定 304 废钢工业料回收价报 8850 元/吨，较前日持平。高碳铬铁北方主产区报价 7800 元/50 基吨，较前日持平。期货库存录得 112446 吨，较前日-421。据钢联数据，社会库存下降至 115.44 万吨，环比减少 0.25%，其中 300 系库存 68.50 万吨，环比减少 1.03%。据 51 不锈钢，由于市场需求持续低迷，钢厂成本倒挂，在继 6 月已经大幅减产 10 万吨 400 系炼钢量后，青山钢厂计划 7 月再减炼钢量 15 万左右。减产消息为供需矛盾带来了缓和预期，市场情绪有所回暖，交投氛围有所好转，据统计，全国范围内青山钢厂全系产品接单量超 18 万吨，各家经销商所获货源相当于 3 天的常规分货

量。但市场供大于求、需求疲软的格局仍未改变。预计短期内不锈钢将维持弱势震荡。

黑色建材类

钢材

螺纹钢主力合约下午收盘价为 2973 元/吨,较上一交易日跌 3 元/吨(-0.10%)。当日注册仓单 18221 吨,环比持平。主力合约持仓量为 219.1778 万手,环比增加 19178 手。现货市场方面,螺纹钢天津汇总价格为 3170 元/吨,环比减少 10 元/吨;上海汇总价格为 3060 元/吨,环比减少 10 元/吨。热轧板卷主力合约收盘价为 3103 元/吨,较上一交易日涨 5 元/吨(0.161%)。当日注册仓单 70514 吨,环比减少 1779 吨。主力合约持仓量为 151.0669 万手,环比增加 263 手。现货方面,热轧板卷乐从汇总价格为 3170 元/吨,环比增加 10 元/吨;上海汇总价格为 3180 元/吨,环比持平。

昨日商品市场整体氛围较好,成材价格延续震荡态势。宏观方面,国家发展改革委政策研究室副主任李超表示,今年超长期特别国债资金对设备更新的支持力度为 2000 亿元,第一批约 1730 亿元资金已按照“地方审核、国家复核”原则安排到 16 个领域约 7500 个项目,第二批资金正在同步开展项目审核和筛选。以旧换新资金正在有序发放和进行,后续机械方面需求仍有提升空间。基本面方面,螺纹钢表观需求与上周基本持平,产量回升导致去库节奏放缓;热轧卷板产量小幅回落,库存由小幅累积。整体来看,淡季需求延续弱势,库存均处于相对健康位置。静态基本面暂无明显矛盾。后续还需关注关税政策对市场情绪的影响,后续需重点关注 7 月政治局会议的政策动向、终端实际需求的修复节奏,以及成本端对成材价格的支撑力度。

铁矿石

昨日铁矿石主力合约(I2509)收至 705.50 元/吨,涨跌幅+0.43 %(+3.00),持仓变化-17723 手,变化至 65.42 万手。铁矿石加权持仓量 107.16 万手。现货青岛港 PB 粉 701 元/湿吨,折盘面基差 36.53 元/吨,基差率 4.92%。

供给方面,最新一期铁矿石发运量环比增加,巴西季末冲量有明显增量,澳洲发运高位小幅增加,非主流国家发运量下滑较多。近端到港量维持同期相对高位。需求方面,最新一期钢联口径日均铁水产量 242.29 万吨,检修及复产高炉均有,为常规性检修以及检修结束后的正常复产。终端需求方面,五大材表需环比微降,整体仍偏中性,更多表现为边际变化,无显著矛盾。库存端,港口疏港量及港口库存双双回升,钢厂进口矿库存小幅回落。往后看,铁水的走势依旧稳健,对于矿价的弱势表达主要在于基差的持续向下收缩,而单边绝对价格则继续在低波动区间内游弋。从供需角度来说,近期到港的增加给予矿价一定的向下压力,但淡季不低的铁水使得价格不足以走出流畅的单边趋势。往后还有煤焦近期表现

出的弹性或给予同为炉料端的铁矿石一定压力。综合看，矿价短期仍处在盘整阶段，等待供需边际转换的进一步演绎，以及后续宏观方面是否出现新的政策变化，同时注意预期差可能带来的盘面短期波动，使波动率有所提升。

玻璃纯碱

玻璃:周四沙河现货报价 1130 元，环比前日持平，华中现货报价 1030 元，环比前日持平，现货产销尚可。截止到 2025 年 6 月 26 日，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。净持仓方面，近远月移仓为主。中期看，地产需求未有超预期提振，预计期价偏弱运行。

纯碱:现货价格 1214 元，环比前日上涨 9 元，个别企业价格小幅度调整为主。装置检修数量较少。截止到 2025 年 6 月 26 日，国内纯碱厂家总库存 176.69 万吨，较周一增加 1.10 万吨，涨幅 0.63%。其中，轻质纯碱 80.52 万吨，环比下跌 0.21 万吨，重质纯碱 96.17 万吨，环比增加 1.31 万吨。下游浮法玻璃开工率略有下降、光伏玻璃产能高位回落，纯碱需求延续回落。纯碱检修有所增加，供需边际略有改善，中期供应宽松、库存压力仍大。净持仓昨日本空单减仓为主，但空单持仓仍相对集中，预计盘面偏弱震荡。

锰硅硅铁

6 月 26 日，现实端需求迟迟未有显著回落，伴随海外降息预期升温，以及海外降息后国内政策窗口的打开，黑色系表现偏强。锰硅方面，价格表现继续相对主动，当前盘面高位持仓加持下，价格延续高波动。锰硅主力（SM509 合约）维持震荡，日内收涨 0.39%，收盘报 5676 元/吨。现货端，天津 6517 锰硅现货市场报价 5620 元/吨，折盘面 5740/吨，环比上日上调 70 元/吨，升水盘面 134 元/吨。硅铁主力（SF509 合约）日内收涨 0.19%，收盘报 5384 元/吨。现货端，天津 72#硅铁现货市场报价 5470 元/吨，环比上日上调 20 元/吨，升水盘面 86 元/吨。

盘面角度，锰硅日线级别仍延续今年 2 月份以来的下跌趋势，当前价格向右临界下降趋势线，短期延续震荡反弹势头。继续关注价格对右侧下跌趋势线以及下方短期的反弹趋势线附近的表现情况。上方关注 5700 元/吨至 5750 元/吨区间附近压力情况，虽然我们仍倾向于继续提示注意价格的下跌风险，但黑色整体氛围下，价格存在阶段性向上脉冲可能。操作上，依旧建议勿轻易基于“低估值”进行左侧抄底，在价格摆脱跌势之前（2024 年 5 月份以来的下跌趋势）难有像样的上升行情。

硅铁方面，日线级别短期价格反弹至右侧下跌趋势线附近，存在向右摆脱迹象。在下跌趋势未被破坏前，我们仍倾向于提示警惕价格继续走低风险，仍建议以观望为主，勿盲目左侧抄底。

近期，由伊以冲突导致的原油强势上涨带动整体商品情绪有所转暖，包括铁合金在内的前期弱势品种皆“得以喘息”，出现不同程度反弹。原油所带来的情绪冲击短期内预计仍将持续，站在这个角度，需要注意盘面的大幅波动风险。同时，锰硅盘面当前依旧累积的巨大的持仓量（我们理解为上方的“套牢盘”），在情绪有所转暖的背景下，不排除资金借机尝试往上拉涨的可能，以及由此带来的价格波动，本周五的盘面我们认为就是典型的案例。

回归到品种基本面，我们在大的逻辑层面依旧延续前期的观点：总结来看，就是过剩的产业格局、未来需求的边际弱化（预计在三季度，对于上半年“抢”出来的需求的向下回补）以及成本端锰矿及电价仍

存在下调空间（为价格下行打开下方空间），即基本面的指向依旧向下（详见过往报告及相关专题文章）。因此，对于当下的锰硅，我们仍倾向于提示注意价格的下方风险，不建议因为其“低估值”过早介入抄底，风险往往在“主观认为再跌也跌不了多少”之中。

硅铁方面，基本面角度我们仍旧强调“价格熊市之下，需求决定价格的方向”，供给是基于需求存在，需求端的持续弱预期显著削弱了供给端的收缩所能够带动的价格向上动力。在未来的一段时间内，硅铁与锰硅或者整个黑色板块，都将面临需求边际趋弱的情况，尤其卷板端需求快速走弱的风险（待观察）以及极高位水平铁水因需求无法承接或限产（传闻，待验证）向下快速回落的风险。虽然就当下高频数据来看，卷板的需求以及铁水产量仍具备韧性，但我们认为这一情况并不会持续存在（基于全年总需求以及钢铁总产量的判断），需求的弱化以及铁水的明显向下将在未来的某个时间到来。

短期来看，原油给到商品的情绪仍在蔓延，带来硅铁等前期弱势品种价格的反弹，持续周期尚不明朗（来自于伊以冲突以及原油的不可预测性），提示注意盘面价格的高波动性。但较长周期来看，我们认为硅铁价格依旧难以摆脱压力，若后期需求端出现明显拐点，或电力价格继续向下调整，则仍需要注意价格进一步回落的可能风险。

工业硅

6月26日，商品情绪继续向好，关于大厂外购电炉子全停的小作文在市场流传，工业硅期货主力（SI2509合约）盘中显著反弹，日内收涨2.18%，收盘报7720元/吨。现货端，华东不通氧553#市场报价8100元/吨，环比上日持稳，升水期货主力合约380元/吨；421#市场报价8700元/吨，环比上日持稳，折合盘面价格7900元/吨，升水期货主力合约180元/吨。

日线级别，工业硅盘面价格仍处于大的下跌趋势中，短期向右摆脱今年4月份以来下跌趋势线，整体反弹周期被延长。对于反弹高度，暂时向上关注7700元/吨以及7900元/吨两处上方压力位。我们仍维持认为“价格真正的企稳，或许需要看到价格摆脱去年十一月份以来更长期的下跌趋势线”的观点。对此，我们短期仍建议观望为主，不建议盲目进行抄底。

近期，由伊以冲突导致的原油强势上涨带动整体商品情绪有所转暖，包括工业硅在内的前期弱势品种皆“得以喘息”，出现不同程度反弹。原油所带来的情绪冲击短期内预计仍将持续，站在这个角度，需要注意盘面的大幅波动风险。回归到工业硅基本面，我们仍维持前期的观点，即工业硅自身持续面临供给过剩且有效需求不足的问题，产业集中度分散导致供给对过剩反应相对偏慢（产能的出清需要漫长的时间，类似2013-2015年的钢铁行业），且仍有新增产能在不断投产，虽有阶段性减产情况出现，但在产能分散以及新增产能投产的背景下，供给减量难以长期维持，难以扭转市场对于过剩的预期；反观需求端，下游多晶硅及有机硅行业为稳定价格，积极进行自律性生产，尤其多晶硅端产量较同期几乎砍半，对需求产生显著压力。

从高频数据来看，我们看到本周工业硅产量继续回升，且增速有所加速，主要体现在新疆地区增量明显。需求端，多晶硅价格延续回落、产量维持低位；有机硅供给小幅回落（几乎持稳），但价格延续显著回落，带动企业亏损加剧（对应产量未来下调预期）。整体供求结构边际仍偏向恶化。因此，我们仍无法

排除价格进一步走低的风险。基于此，建议在当前左侧位置，不轻易为了所谓低估值而过早介入抄底。

能源化工类

橡胶

宏观做多情绪好。领头品种焦煤大涨。NR 和 RU 大幅反弹。

多空讲述不同的故事。涨因减产预期看多，跌因需求证伪。

天然橡胶 RU 多头认为东南亚尤其是泰国的天气和橡胶林现状和相关政策可能有助于橡胶减产。橡胶的季节性通常在下半年转涨。

天然橡胶空头认为宏观预期转差。需求处于季节性淡季。供应的减产幅度可能不及预期。

行业如何？

轮胎开工率环比走高同比走高。截至 2025 年 6 月 27 日，本周山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 65.62%，较上周走高 0.16 个百分点，较去年同期走高 3.18 百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 77.68%，较上周走低 0.24 个百分点，较去年同期走低 1.30 个百分点。

截至 2025 年 6 月 15 日，中国天然橡胶社会库存 127.8 万吨，环比增加 0.3 万吨，增幅 0.26%。中国深色胶社会总库存为 76.97 万吨，环比增加 1%。中国浅色胶社会总库存为 50.8 万吨，环比降 0.8%。截至 2025 年 6 月 22 日，青岛天然橡胶库存 49.47 (+0.99) 万吨。

现货方面：

泰标混合胶 13850 (+200) 元。STR20 报 1700 (+30) 美元。STR20 混合 1710 (+30) 美元。

江浙丁二烯 9250 (-100) 元。华北顺丁 11200 (-100) 元。

操作建议：

目前胶价震荡反弹。建议中性思路，短线操作，快进快出。

关注多 RU2601 空 RU2509 的波段操作机会。

原油

行情方面：WTI 主力原油期货收涨 0.28 美元，涨幅 0.43%，报 65.22 美元；布伦特主力原油期货收涨 0.21 美元，涨幅 0.31%，报 67.82 美元；INE 主力原油期货收跌 15.00 元，跌幅 2.91%，报 500.7 元。

数据方面：新加坡 ESG 油品周度数据出炉，汽油库存累库 0.72 百万桶至 13.33 百万桶，环比累库 5.67%；柴油库存去库 0.86 百万桶至 10.36 百万桶，环比去库 7.64%；燃料油库存累库 1.00 百万桶至 22.50 百

万桶，环比累库 4.64%；总成品油累库 0.85 百万桶至 46.19 百万桶，环比累库 1.89%。

我们认为当前地缘风险已经逐步释放，油价已经极度偏离宏观与基本面指引。伊朗已展现出缓解状态，但油价单日跌幅过大，我们认为当前油价已经来到合理区间，空单仍可持有但已不宜追空。

甲醇

6 月 26 日 09 合约涨 26 元/吨，报 2417 元/吨，现货涨 115 元/吨，基差+348。地缘局势开始降温，甲醇开始回归自身基本面，现实依旧是低库存，现货表现偏强。甲醇的上涨使得其估值大幅抬升，下游利润被大幅压缩，受海外因素影响，预计国内 8 月份进口相对有限，09 合约前港口难以大幅累库，盘面基差维持强势。总体来看，国内供应维持高位，需求短期尚可，后续需求仍有走弱风险，整体矛盾有限，单边参与难度较大，建议观望为主。

尿素

6 月 26 日 09 合约跌 16 元/吨，报 1724 元/吨，现货涨 20 元/吨，基差+46。地缘情绪开始降温，随着能化品种大幅下跌，尿素跟随小幅走弱。前期低价受出口以及国内需求利好影响短期快速反弹，但国内供应仍处高位，企业库存同比偏高，整体供需依旧偏宽松，基差走势偏弱，盘面缺乏支撑，价格因此再度走弱。当前绝对价格并不高，向下有出口以及成本支撑，向上受制于国内高供应，因此预计短期难有单边趋势行情，单边参与价值不高，建议观望为主。

苯乙烯

现货价格上涨，期货价格上涨，基差走强。分析如下：伊以冲突暂告段落，原油大幅回落后企稳。成本端纯苯开工回升，供应量偏宽。供应端乙苯脱氢利润上涨，苯乙烯开工持续上行。苯乙烯港口库存累库；季节性淡季，需求端三 S 整体开工率下降。短期地缘影响消退，BZN 或将修复，预计苯乙烯价格或将震荡偏空。

基本面方面，成本端华东纯苯 5970 元/吨，下跌 85 元/吨；苯乙烯现货 7900 元/吨，上涨 100 元/吨；苯乙烯活跃合约收盘价 7316 元/吨，上涨 18 元/吨；基差 584 元/吨，走强 82 元/吨；BZN 价差 168.75 元/吨，上涨 8 元/吨；EB 非一体化装置利润 261.7 元/吨，上涨 192.15 元/吨；EB9-1 价差 187 元/吨，扩大 8 元/吨；供应端上游开工率 79%，上涨 5.19 %；江苏港口库存 8.50 万吨，累库 1.87 万吨；需求端三 S 加权开工率 41.40 %，下降 0.26 %；PS 开工率 58.70 %，上涨 0.40 %，EPS 开工率 53.63 %，下降 1.84 %，ABS 开工率 63.97 %，下降 0.11 %。

PVC

PVC09 合约上涨 1 元，报 4872 元，常州 SG-5 现货价 4750 (0) 元/吨，基差-122 (-1) 元/吨，9-1 价差 -74 (-1) 元/吨。成本端电石乌海报价 2350 (0) 元/吨，兰炭中料价格 630 (0) 元/吨，乙烯 850 (0)

美元/吨，成本端持稳，烧碱现货 780（0）元/吨；本周 PVC 整体开工率 78.6%，环比下降 0.6%；其中电石法 80.4%，环比下降 1.3%；乙烯法 73.8%，环比上升 1.2%。需求端整体下游开工 44.3%，环比下降 1.3%。厂内库存 40.2 万吨（+0.5），社会库存 56.9 万吨（-0.4）。基本上企业利润压力上升，近期检修增多，但产量维持高位，并且短期存在多套装置投产的预期，下游方面同比往年国内开工仍旧疲弱，且逐渐转淡季，出口方面印度 BIS 政策延期，但 7 月上旬反倾销政策预期落地，存在转弱预期。整体而言，供强需弱的预期下，盘面主要逻辑仍为去库转弱，核心是产能投放和印度政策带来出口放缓导致基本面承压，后续在地缘缓和背景下，预计将持续震荡下行。

乙二醇

EG09 合约下跌 30 元/吨，报 4293 元，华东现货下跌 19 元，报 4379 元，基差 71（-6），9-1 价差-34 元（-20）。供给端，乙二醇负荷 67.3%，环比下降 2.3%，其中合成气制 71.5%，环比上升 3.2%；乙烯制负荷 64.7%，环比下滑 5.7%。合成气制装置方面，华谊重启；油化工方面，浙石化检修；海外方面，伊朗三套共 135 万吨装置计划重启。下游负荷 91.6%，环比下降 0.4%，装置方面，吉兴 20 万吨短纤检修，华润瓶片减产 20%。终端加弹负荷下降 1%至 76%，织机负荷上升 1%至 66%。进口到港预报 6.2 万吨，华东出港 6 月 25 日 1.1 万吨，出库上升。港口库存 62.2 万吨，累库 0.6 万吨。估值和成本上，石脑油制利润为-476 元，国内乙烯制利润-808 元，煤制利润 1308 元。成本端乙烯持平至 850 美元，榆林坑口烟煤末价格上涨至 480 元。产业基本上，海内外检修装置逐渐开启，下游开工预期高位下降，预期港口库存去化将逐渐放缓。估值同比偏高，检修季将逐渐结束，基本面较弱，但短期因地缘及原油偏强，关注逢高空配的机会，但需谨防乙烷进口风险。

PTA

PTA09 合约下跌 20 元/吨，报 4770 元，华东现货下跌 30 元，报 5020 元，基差 259 元（-10），9-1 价差 174 元（-4）。PTA 负荷 77.7%，环比下降 1.4%，装置方面，逸盛新材降负。下游负荷 91.6%，环比下降 0.4%，装置方面，吉兴 20 万吨短纤检修，华润瓶片减产 20%。终端加弹负荷下降 1%至 76%，织机负荷上升 1%至 66%。库存方面，6 月 20 日社会库存（除信用仓单）212 万吨，环比去库 2.7 万吨。估值和成本方面，PTA 现货加工费下跌 48 元，至 401 元，盘面加工费上涨 3 元，至 360 元。后续来看，供给端检修季结束，PTA 去库放缓，PTA 加工费承压。需求端聚酯化纤库存压力较低，预期不会大幅减产，但瓶片后续计划大幅减产，需求端承压。估值方面，PXN 在 PTA 投产带来的格局改善预期下有支撑，地缘缓和释放风险后，关注跟随 PX 逢低做多机会。

对二甲苯

PX09 合约下跌 36 元，报 6722 元，PX CFR 上涨 4 美元，报 853 美元，按人民币中间价折算基差 319 元（+64），9-1 价差 198 元（-8）。PX 负荷上看，中国负荷 85.6%，环比下降 0.2%；亚洲负荷 74.3%，环比下降 1.3%。装置方面，盛虹负荷提升，中金石化、金陵石化降负，威联石化检修，海外日本 Eneos 一套 50 万吨装置因故停车，韩国 GS40 万吨装置重启，伊朗、以色列装置停车，沙特装置推迟重启，越南装置降负。PTA 负荷 77.7%，环比下降 1.4%，装置方面，逸盛新材降负。进口方面，6 月中上韩国 PX 出

口中国 24.3 万吨，同比上升 4.2 万吨。库存方面，4 月底库存 451 万吨，月环比下降 17 万吨。估值成本方面，PXN 为 270 美元（-3），石脑油裂差 92 美元（-4）。目前 PX 检修季结束，负荷维持高位，但短期在流动性紧缩以及供给减产预期下 PXN 走扩，三季度因 PTA 新装置投产，PX 有望持续去库。估值目前中性水平，地缘缓和释放风险后，关注跟随原油逢低做多机会。

聚乙烯 PE

伊以冲突暂告段落，原油价格回落企稳。聚乙烯现货价格无变动，PE 估值向下空间有限。6 月供应端新增产能较小，供应端压力或将缓解。贸易商库存高位出现边际去化，对价格存在一定支撑；季节性淡季，需求端农膜订单边际递减，整体开工率震荡下行。短期矛盾从成本端主导下跌行情转移至高检修助推库存去化，6 月无新增产能投产计划，聚乙烯价格或将维持震荡。

基本面看主力合约收盘价 7300 元/吨，上涨 29 元/吨，现货 7335 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 35 元/吨，走弱 29 元/吨。上游开工 79.72%，环比上涨 0.53 %。周度库存方面，生产企业库存 44.82 万吨，环比去库 5.12 万吨，贸易商库存 5.73 万吨，环比累库 0.09 万吨。下游平均开工率 38.14%，环比下降 0.55 %。LL9-1 价差 51 元/吨，环比扩大 4 元/吨。

聚丙烯 PP

山东地炼利润止跌反弹，开工率或将逐渐回升，丙烯供应边际回归；6 月供应端存在 220 万吨计划产能投放，为全年最集中投放月，上游生产企业出现大幅累库。需求端，下游开工率伴随塑编订单阶段性见顶，后期或将季节性震荡下行。季节性淡季，预计 6 月聚丙烯价格偏空。

基本面看主力合约收盘价 7108 元/吨，上涨 24 元/吨，现货 7240 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 132 元/吨，走弱 24 元/吨。上游开工 78.65%，环比上涨 0.4%。周度库存方面，生产企业库存 58.5 万吨，环比去库 2.26 万吨，贸易商库存 13.51 万吨，环比去库 1.37 万吨，港口库存 6.57 万吨，环比累库 0.16 万吨。下游平均开工率 49.2%，环比下降 0.43%。LL-PP 价差 192 元/吨，环比扩大 5 元/吨，LL-PP 底部已形成，下半年或将逐渐走阔。

农产品类

生猪

昨日国内猪价普遍收涨，河南均价涨 0.16 元至 14.96 元/公斤，四川均价涨 0.06 元至 13.77 元/公斤，北方生猪市场走货速度仍然较快，养殖端普遍涨价出猪，目前养殖端仍有涨价意愿，南方市场涨价略显乏力，今日猪价或北涨南稳。现货试探性下跌后再度回稳，各合约对现货普遍贴水较深，基于未来几个月累库仍将进行但季节性反弹空间不大的判断，07、09 等近端合约建议交割前适当逢低短多；下半年合约如 11、01 等，估值角度看仍在成本线之上，且大概率经历由累库向去库转变的驱动过程，上方空间或有限，等待后期逢高抛空。

鸡蛋

全国鸡蛋价格多数稳定，少数下跌，主产区均价落 0.01 元至 2.76 元/斤，黑山落 0.1 元至 2.4 元/斤，馆陶维持 2.56 元/斤不变，供应量多数较充足，消化速度普遍一般，个别略慢，业者心态多数偏弱，今日蛋价或多地弱势稳定，少数下跌。现货因短时备货反弹，但梅雨季需求持续性或较差，现阶段主要矛盾仍在供应端；考虑前期补栏量偏大，当前虽有加速淘汰但鸡龄看力度仍未达到超淘，而现货脉冲式上涨导致产能去化延迟，季节性反弹出现的时点存在偏晚可能，进而导致现货上涨无法完全覆盖旺季合约，限制未来潜力，盘面仍关注上方压力，反弹抛空思路。

豆菜粕

【重要资讯】

周四美豆小幅回落，交易天气较好及贸易战担忧，不过美豆估值略低，可能存在一定支撑。国内豆粕期货大幅回落，现货压榨量本周或创新高，累库压力增大，传饲料厂尝试采购阿根廷豆粕，内外盘豆粕估值差收敛，周四国内豆粕现货跌 30 元/吨左右，华东报 2790 元/吨。据 MYSTEEL 统计周四国内豆粕成交尚可，提货一般。

美豆产区未来两周降雨偏好，覆盖大部分产区，前期偏干区域迎来降雨。前期我们预判美豆年度级别进入了震荡磨底过程，不过走出底部区间仍然需要产量、生物柴油需求、全球宏观、贸易战的进一步驱动。当前美豆端生物柴油政策提供利好，意味着需求端压榨量的预测边际向好，美豆的库销比水平可能支撑其估值，但考虑到全球蛋白供应过剩，美豆可能仍将低于成本。

【交易策略】

09 等远月豆粕目前成本区间为 2850-3020 元/吨，当前油厂压榨量历史同期新高，下游买兴下降，累库节奏加快，叠加饲料厂购买阿根廷豆粕传闻，国内豆粕估值受到打压。外盘大豆进口成本目前受估值偏低、EPA 政策利多及 9-1 月大豆由巴西单独供应影响震荡运行，但总体大豆或蛋白供应仍过剩，需要看到原料端的减产才能有向上动力。因此豆粕市场处于多空交织局面，建议在豆粕成本区间低位逢低试多，高位关注榨利、供应压力，短期关注下周一夜间 USDA 的面积报告。

油脂

【重要资讯】

- 1、高频出口数据显示，马来西亚 6 月前 10 日棕榈油出口量预计增加 8.07%-26.4%，前 15 日预计增加 17%-26.3%，前 20 日出口环增 10.88%-14.31%，前 25 日出口环增 6.63%-6.84%。SPPOMA 预计 6 月前 10 日马棕产量环减 17.06%，前 15 日环减 4%，前 20 日产量环增 2.5%，前 25 日产量环增 3.83%。
- 2、截至 6 月 19 日当周，美国 2024/2025 年度大豆出口净销售为 40.3 万吨，前一周为 54 万吨。
- 3、据外媒报道，马来西亚种植和原产业部表示，马来西亚已成立一个特别委员会，以加强该国对欧盟零毁林法案的回应。欧盟零毁林法案定于 12 月生效。该法要求进口大豆、牛肉、可可、咖啡、棕榈油、木材、橡胶和相关产品的企业和贸易商证明其供应链不破坏全球森林，否则将面临巨额罚款。

周四国内油脂震荡调整，巴西生柴政策利好有所提振，不过近期全球油脂进口数据一般打压价格。EPA 政策利多提升年度油脂运行中枢，但考虑到上涨过快且油脂价格偏高下游买兴不足，印度洗船，且印尼公布 4 月供需数据显示印尼产量同比偏高，油脂利空仍存，后续油脂需关注 7 月 8、9 日美国生物柴油政策听证会及产地产量情况。国内现货基差震荡回落。广州 24 度棕榈油基差 09+140（0）元/吨，江苏一级豆油基差 09+240（0）元/吨，华东菜油基差 09+180（0）元/吨。

【交易策略】

美国生物柴油政策草案超预期，马来西亚最新高频数据较好，支撑油脂，不过上方空间受到年度级别增产预期、RVO 规则仍未定稿、宏观及主要需求国食用需求偏弱等因素抑制，震荡看待。

白糖

周四郑州白糖期货价格延续反弹，郑糖 9 月合约收盘价报 5790 元/吨，较前一交易日上涨 33 元/吨，或 0.57%。现货方面，广西制糖集团报价 6030-6110 元/吨，报价较上个交易日上涨 20-30 元/吨；云南制糖集团报价 5810-5850 元/吨，报价较上个交易日上涨 20 元/吨；加工糖厂主流报价区间 6240-6320 元/吨，报价较上个交易日上涨 0-30 元/吨；广西现货-郑糖主力合约（sr2509）基差 240 元/吨。

消息方面，据巴西航运机构 Wiliams 周四发布的数据显示，截至 6 月 25 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 74 艘，此前一周为 76 艘。港口等待装运的食糖数量为 270.42 万吨，此前一周为 285.39 万吨。

随着外盘下跌，进口利润窗口打开，并且是近五年最佳的进口窗口。虽然目前国内产销进度同比加快，但随着下半年进口供应将陆续增加，后市糖价延续震荡下跌的可能性偏大。而下一轮反弹需要看到巴西产量出现较大问题。

棉花

周四郑州棉花期货价格延续上涨，郑棉9月合约收盘价报13720元/吨，较前一交易日上涨75元/吨，或0.55%。现货方面，中国棉花价格指数(CCIIndex)3128B新疆机采提货价14850元/吨，较上个交易日上涨80元/吨，3128B新疆机采提货价-郑棉主力合约(CF2509)基差1130元/吨。

消息方面，美国农业部(USDA)将在6月30日发布种植面积报告，当前机构平均预测2025年美国棉花种植面积为973.5万英亩，较2024年减幅12.94%；预估区间介于880-998.5万英亩。

今年以来进口窗口基本关闭，二季度以后棉花库存持续加速去库，叠加近期新疆高温天气，市场对棉花单产担忧有所提高，短线郑棉反弹。但目前市场处于需求淡季，且高基差影响消费，棉价缺乏持续反弹的强驱动，预计短线棉价延续震荡走势。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn

研究中心团队

【五矿期货分析师团队】			
姓名	职务	组别	研究方向
孟远	总经理	主持研究中心工作	
吴坤金	分析师、组长	有色金属组6人	铜、铝
曾宇轲	分析师		碳酸锂
张世骄	分析师		铅、锌
王梓铎	分析师		氧化铝、烧碱
刘显杰	分析师		镍、锡
陈逸	分析师		不锈钢
蒋文斌	高级投资经理、组长	宏观金融组3人	宏观
钟俊轩	分析师		贵金属、海外宏观
程靖茹	分析师		国债、国内宏观
陈张滢	分析师、组长	黑色建材组4人	煤炭、铁合金
朗志杰	分析师		玻璃、纯碱
万林新	分析师		铁矿、多晶硅、工业硅
赵航	分析师		钢材
刘洁文	分析师、组长	能源化工组4人	甲醇、尿素
张正华	分析师		橡胶、20号胶、BR橡胶
徐绍祖	分析师		塑料、PP、苯乙烯
马桂炎	分析师		PX、PTA、MEG、PVC
王俊	分析师、组长	农产品组3人	生猪、鸡蛋
杨泽元	分析师		白糖、棉花
斯小伟	分析师		豆粕、油脂
郑丽	研究助理	研究支持、研究服务和合规管理	