



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-08-28

## 行情复盘：本轮反弹为何发生在6月？

陈张滢

黑色研究员

从业资格号：F03098415

交易咨询号：Z0020771

☎ 0755-23375161

✉ chenzy@wkqh.cn

### 报告要点：

我们认为本轮工业品的反弹发生在6月份，可能存在以下几个原因：

- 1) 今年商品行情的主要矛盾之一的煤炭（主线）在6-9月份存在季节性走牛的特征，给到了市场预期空间以及叙事的基础；
- 2) 6月份整体商品的估值来到了显著低位，给到了资金进场博弈的良好性价比；
- 3) 资本及商品市场情绪逐步向好，给到了反弹行情发生及发展的良好土壤。

以上的三点原因给到了6月份价格发生反弹的基础，而7月份的一系列偶发事件则给到了价格向上反弹的十足弹性。同时，我们认为本轮的反弹是能够在一定程度上被预见的，但如此大幅的反弹是市场波动的必然与突发事件这一偶然的结合，这一点我们认为无法被预见。

### 行情复盘：本轮反弹为何发生在6月？

复盘 2025 年年初至今的行情，我们可以看到价格以 6 月 3 日为分界线，呈现出截然不同的表现：6 月 3 日之前，商品整体延续 2024 年以来的下跌趋势，价格呈现弱势，持续震荡走低；6 月 3 日价格见底，随后商品情绪显著好转，开始逐步抬升，并在 7 月 21 日当周正式摆脱 2024 年 5 月底以来的下跌趋势，向上加速反弹（当前价格再度进入震荡状态）。

具体来看，除却贵金属、部分有色金属等强宏观品种以及原油相关的化工品之外，绝大多数工业品价格拐点出现的时间节点或早一些，或稍晚一些，都出现在 6 月份。为此，我们尝试找出为何本轮商品，或者具体来说，工业品价格反弹出现的时间节点在 6 月份的原因，以及回答该轮反弹行情是否能够在一定程度上被预见的问题。

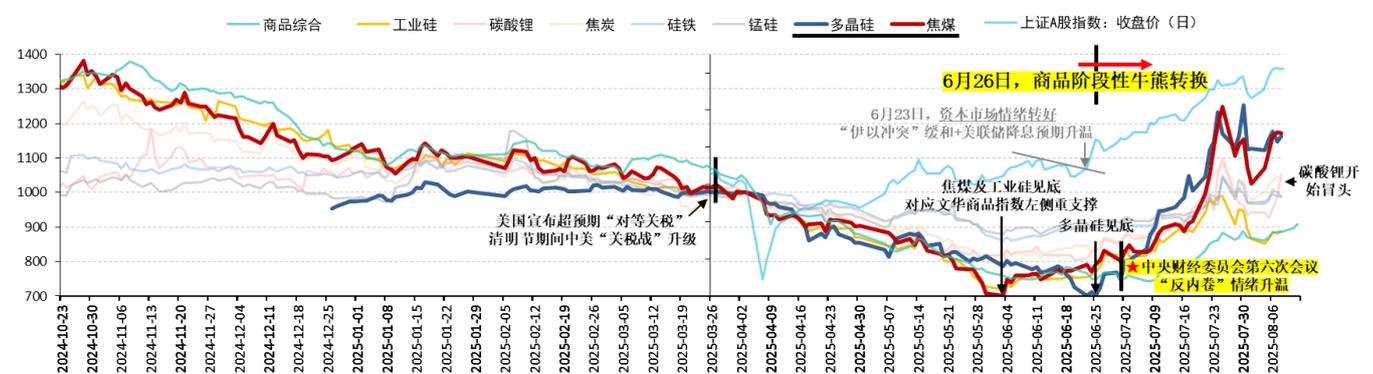
图 1：2025 年年初至今，商品价格以 6 月 3 日为分界线，呈现出截然不同的表现



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

我们截取了 2024 年 10 月底至 2025 年 8 月初部分行情较为突出品种的价格走势情况（后续简称样本品种），包括工业硅、碳酸锂、双焦、铁合金以及多晶硅，并以 2025 年 4 月 3 日为基点，对价格做了指数化处理。

图 2：煤炭是 2025 年贯穿商品行情的主要矛盾之一（元/吨，2025 年 4 月 3 日=1000）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

从上图，我们可以清晰得看到暗红色的线条，即焦煤，贯穿了 2024 年 10 月份以来商品的整段行情，与商品整体走势的涨跌节奏十分契合（对应图中湖蓝色线条，选取商品综合指数，实际与文华商品指数更为拟合，二者均在 6 月 3 日见底）。

此外，从选取的样本品种间的关联性来看，焦煤，或者更为宽泛一些的煤炭，或是其余样本品种的上游直接原材料，或是其主要成本构成——电力的主要原材料。

从以上两点，我们至少可以得出这样一个结论：即**煤炭是 2024 年 10 月下旬至今贯穿商品行情的主要矛盾之一，或者说，是行情的主线之一。**

站在煤炭这条主线上，商品今年概括起来交易了：1) 过剩，或者部分人所说的“通缩”交易；2) “反内卷”情绪带动的供给侧 2.0 预期交易。

期间，美国 4 月初超预期幅度的全球“对等关税”以及中美间在清明节的关税“互掐”加剧了市场的悲观氛围，从而带动空头投机资金加大对于价格的打压力度，对应 4 月底至 6 月初的加速下跌段，同时伴随悲观情绪的充分释放（该阶段行情，我们认为是情绪以及资金行为主导）。

过剩阶段市场的主线为焦煤、工业硅（4 月之后加上多晶硅），“反内卷”阶段市场主线为多晶硅、焦煤（碳酸锂阶段性表现突出），由于不是讨论重点，因此具体内容不在此展开。

图 3： 焦煤在 6-9 月份存在季节性走牛特征，尤其在前期估值已经明显下跌以及商品情绪转暖的配合下（元/吨）



数据来源：MYSTEEL、WIND、五矿期货研究中心

顺着煤炭这条主线，6 月份以及此后紧接着的三季度（7-9 月份）能够成为商品行情发展的关键时期以及价格的潜在转折点便相对容易理解。

6 月份是煤炭传统的安全生产月（注：安全生产月，又称安全月，源于煤炭、冶金等行业，是经国务院批准，自 1980 年起在全国开展的安全生产宣传教育活动，活动时间为每年 6 月。旨在增强全民安全意识和应急意识，提升公众安全素质，提高防灾减灾救灾能力...），此后 7-9 月份是煤炭的传统需求旺季。

在该时间内（6-9 月份），市场可以讲预期故事至少包括：供给端因安全生产出现检修，对应供给端边际收缩（影响幅度取决于检修力度，未知）；需求端受夏季高温带动，电厂日耗显著

提升，需求端边际改善（改善幅度取决于具体高温情况以及水电释放情况，未知）。即站在未来供求结构边际变化的角度来看，存在季节性供给收缩、需求扩张的边际变化情况。商品由边际定价，因此，不难推断出6-9月份煤炭应当存在季节性走牛的特征，而实际上也确实如此。

我们看到（图3），自2013年上市交易以来，焦煤期货在每年的6-9月期间经常性地爆发出阶段性上涨行情，尤其是在前期已经经历过一段时间的回调（估值压低的过程）之后。同时，情绪向好的商品市场环境（对应到图3中黄线的上扬）也是季节性走牛行情是否发生的重要条件，这与我们一直强调的市场的统一、共振相一致。

焦煤（或者煤炭）的行情主线地位、煤炭6-9月份存在走牛倾向的季节性特征赋予了商品在6月份出现价格拐点的可能性，这是我们认为这轮工业品价格反弹发生在6月份的原因之一。

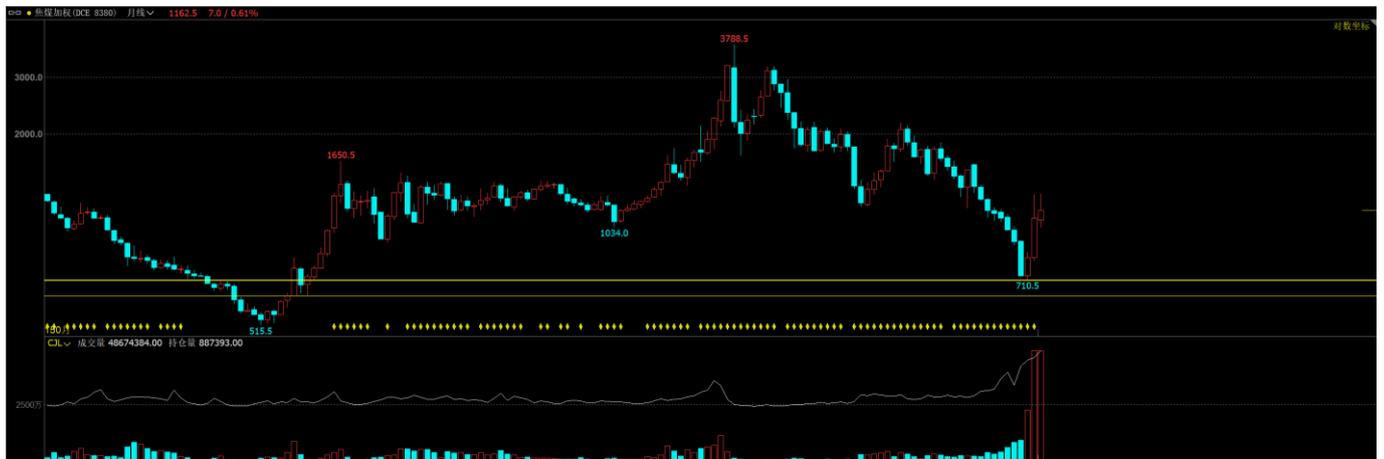
但只是煤炭季节性存在走牛特征这一点原因来看，我们认为并不充分。

图4： 文华商品指数在6月3日打到左侧重支撑（周K，截取部分）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

图5： 焦煤加权指数同样在6月3日打到左侧重支撑，且价格创过去9年新低（月K，元/吨）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

我们看到，在6月3日文华商品指数以及焦煤见底这一天，二者均打到了盘面价格走势技术分

析层面左侧的重支撑位置，多数商品在当时创下了过去数年的新低，焦煤价格更是回到了2016年7月份附近水平。这对应着当时整体商品的估值处在显著低位的情况，尤其焦煤。显著低位的估值给予了市场多头力量进场博弈的良好性价比。就焦煤而言，当时盘面700元/吨左右的价格，向下存在100元/吨左右空间，向上则面对400元/吨到500元/吨的可能空间（按照左侧上方重压位观测），性价比达到4:1甚至5:1。

6月份商品体现出的显著低估值，以及其所带来的良好的博弈性价比，这是我们认为这轮工业品价格反弹发生在6月份的另一个原因。

图6：资本市场情绪在6月底伴随着“伊以冲突”缓和及美联储降息预期升温显著好转（上证指数日K）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

此外，6月下旬，资本市场情绪的显著好转与商品市场情绪发生共振，向好的市场情绪给反弹行情提供了良好的发展土壤，我们认为这也是这轮工业品价格在6月份发生反弹的原因之一。

当然，后续市场在进入7月份之后还发生了诸如[中央财经委员会第六次会议](#)（7月1日，“反内卷”）、[习近平总书记第五次山西考察](#)（7月8日，过去四次基本每次去都对盘面阶段性低点和起涨点，带动市场“安全生产”情绪）、[国家能源局综合司发布《关于组织开展煤炭生产情况核查促进煤炭供应平衡有序的通知》](#)（7月22日，“查超产”）等事件，这些偶发的事件成为了助推本轮多头行情的强有力驱动。

综合来看，我们认为本轮工业品的反弹发生在6月份，可能存在以下几个原因：1）今年商品行情的主要矛盾之一的煤炭（主线）在6-9月份存在季节性走牛的特征，给到了市场预期的空间以及叙事的基础；2）6月份整体商品的估值来到了显著低位，给到了资金进场博弈的良好性价比；3）资本及商品市场情绪逐步向好，给到了反弹行情发生及发展的良好土壤。

以上的三点原因给到了6月份价格发生反弹的基础，而7月份的一系列偶发事件则给到了价格向上反弹的十足弹性。

如果没有偶发事件的发生，我们认为本轮的反弹行情依旧会发生，但可能就只是普通的超跌反弹，而“反内卷”这一强驱动的介入使得本轮的反弹行情显得格外“耀眼”。这也是我们对于“该轮反弹行情是否能够在一定程度上被预见”这一问题的答案，即本轮的反弹是能够被预见

的，但如此大幅的反弹是市场波动的必然与突发事件这一偶然的结合，这一点我们认为无法被预见。

图 7：焦煤指数在“反内卷”之后持续上行，且在 7 月 21 日当周走出加速（元/吨）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

最后，我们认为复盘的意义在于不断总结、反思，以便在下一个相似的“历史重演”中保持理性，做出相对正确的选择。而做正确的事，或者说顺势，获得回报的概率将大大增加。

如果重新站在当时的时点之上，对应到交易的操作上，我们应当能够在 6 月份的位置做出“空头头寸阶段性平仓获利离场”的投资建议（基于以上总结的三点原因），但进场大规模做多的建议我们认为需要发生在 7 月 1 日中央财经委员会第六次会议的“反内卷”之后，且能够对会议的级别以及所凸显的强大政策意图做出准确确定性的情况下才能给出（当时趋势未发生改变，且后续的偶发事件无法预测）。

实际上，6 月份的位置仍有大量的资金选择继续进行大规模的空头操作，这是“顺势”交易的必然，也是无可厚非的操作。但这一操作应当在 7 月 1 日后终止，无论后续是否做多，空头应当阶段性结束，因为站在行情主线——焦煤（煤炭）的角度，阶段性的下跌趋势已经在 7 月初结束，对应价格向右摆脱 2024 年 10 月份以来的下跌趋势。

但我们看到的是空头的不断加码，焦煤持仓从 7 月 2 日的 72.9 万手一度攀升至 7 月 17 日最高 85.1 万手，以及其在最后加速过程中的巨幅亏损，甚至爆仓出场。当然，其中也有部分机构“船大难掉头”的原因。

空头无法预测后来发生的一系列事件（虽然，我们一直认为行情才是产生消息的根源），但显然，他们站在了客观优势条件的另一侧，没有清楚地意识到事态的客观发展正朝着与之相背的方向前行。

## 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，并鼓励交易者征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、18 层

电话：400-888-5398

网址：[www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)