



宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数-0.03%，创业板指-1.40%，上证 50-1.22%，沪深 300-1.08%，中证 500+0.32%，中证 1000+0.62%。

经济与企业盈利：5 月 PMI 环比上行，符合预期，4 月通胀数据偏弱，M2-M1 剪刀差扩大，但降息、化债等多项政策落地有望稳市场稳预期；上市公司年报和一季报披露完成，年报表现偏弱，一季度业绩回升。

利率与信用环境：10Y 国债利率回落，信用债利率下降，信用利差回升；中国 4 月社融弱于预期；DR007 利率下行，流动性宽松。

资金面：偏股型基金发行量边际小幅减少；ETF 基金净申购量边际增加；融资余额增加；重要股东二级市场小幅净减持；IPO 批文数量不变。

宏观消息面：

1、5 月份中国制造业采购经理指数为 49.5%，较上月上升 0.5 个百分点；2、工信部：加大汽车行业“内卷式”竞争整治力度；3、2025 陆家嘴论坛上将发布若干重大金融政策；4、美国切断部分对华半导体技术出口；5、美财长称与中国的贸易谈判“有点停滞”；6、特朗普：包括特斯拉在内的美国汽车制造商必须在美国生产整车和所有零部件，而不是在国外生产。将把美国钢铁进口关税提高至 50%，将于下周生效。

市盈率：沪深 300:12.46，中证 500:28.65，中证 1000:39.26，上证 50:10.86。

市净率：沪深 300:1.30，中证 500:1.77，中证 1000:2.05，上证 50:1.19。

股息率：沪深 300:3.46%，中证 500:1.71%，中证 1000:1.43%，上证 50:4.42%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.46%/-1.42%/-2.30%/-3.26%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.76%/-1.97%/-3.86%/-5.97%；IM 当月/下月/当季/隔季：-1.00%/-2.48%/-5.09%/-7.89%；IH 当月/下月/当季/隔季：-0.43%/-1.70%/-1.83%/-1.88%。

交易逻辑：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”。特朗普关税政策扰动之后，国内出台一系列政策措施稳定经济和股市，股市风险偏好已经逐步修复。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

经济及政策：4 月经济数据在受关税影响下整体仍具韧性，生产端有所走弱，以旧换新等政策支撑社零增速。5 月制造业 PMI 维持韧性，供需有所回暖，但考虑到关税谈判和外需的不确定性，抢出口因素的持续性仍有待观察。海外方面，美国和日本国债拍卖遇冷，引发投资者对发达国家主权债务风险担忧，

对债市市场情绪有一定影响。

1、5月份中国制造业采购经理指数为49.5%，较上月上升0.5个百分点，制造业景气水平有所改善，经济运行有所回稳。从分项指数看，生产指数为50.7%，较上月上升0.9个百分点，升至临界点以上，制造业生产活动有所加快。需求方面，5月份新订单指数为49.8%，较上月上升0.6个百分点。

2、携程发布报告显示，2025年端午假期，国内周边游本地游占比为64%。今年端午假期，出入境游呈现出双向火热的态势，其中入境游订单涨幅近九成，入境游门票GMV同比去年暴涨1.5倍。

3、美国总统特朗普表示，在与欧盟委员会主席冯德莱恩通电话后，他同意将对欧盟征收50%关税的起征时间从6月1日延至7月9日。

4、美国总统特朗普表示，6月4日起将把钢铁和铝的进口关税从25%提高至50%。这一做法引发多方反对。

5、美国5月ISM制造业进口指数录得39.9，为2009年以来最低水平。ISM出口订单指数降至五年最低的40.1。ISM制造业PMI录得48.5，为2024年11月以来新低，低于49.2的预期。

7、美国国际贸易法院裁定特朗普以贸易逆差等为由，援引《国际紧急经济权力法》征收全面关税，属于越权行为。

8、日本财务省标售5000亿日元（约合35亿美元）2065年3月到期的40年期国债。结果显示，此次标售的最高中标利率为3.1350%，超出市场预期区间（3.070%~3.110%），为自2007年11月该品种开始发行以来的最高水平。投标倍数为2.21，也创下自2024年7月以来的最低。

9、美国4月核心PCE物价指数同比增长2.5%，创2021年3月以来新低，市场预期为2.5%，前值为2.6%。美国4月核心PCE物价指数环比增长0.1%，预估为增长0.1%，前值为0%。

流动性：上周央行逆回购投放16026亿，7天期逆回购到期9460亿，净投放6566亿元，DR007利率收于1.66%。

利率：1、最新10Y国债收益率收于1.68%，周环比下降4.20BP；30Y国债收益率收于1.90%，周环比反弹1.00BP；2、最新10Y美债收益率4.41%，周环比下降10.00BP。

小结：5月我国制造业PMI有所改善，在关税缓和背景下供需有所回升。5月大行存款利率调降，可能带来存款流向非银，存单利率短期有一定上行，同样使得债市有所承压。但是，考虑到近期流动性投放呵护态度维持，预计后续资金面有望延续偏松基调。基本面看，4月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，抢出口效应提供支撑，但往后可能边际弱化，内外需是否维持韧性仍有待观察。关税放缓叠加资金面能否继续下行的疑虑，短期债市走势以震荡为主。后续市场主要关注出口数据及资金面能否维持宽松，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，等待回调后的机会，逢低介入为主。

贵金属

特朗普的财政政策将会令美国赤字水平出现大幅上升，而这意味着在债务上限问题得到解决后，美债供

给压力将会显著上升。当前特朗普政府在全球范围内推行“贸易战”，外国主权政府后续进行大规模美债配置的概率较低。若美国政策利率维持在高位，后续进行的美债发行将面临较大的利息支出压力，使得财政赤字水平进一步无序扩张，而在新发行的美债需求端本身，也需要美联储进行配置以缓解供需矛盾，这也能印证特朗普对于鲍威尔领导下美联储的强烈降息诉求。而从联储政策表态来看，鲍威尔及FOMC票委均表达了降息进程的“数据依赖”性，当美国总体经济出现明确走弱，通胀水平出现回落的情况下，美联储才具备进一步降息的动机。特朗普集中推行关税政策的上半年，美国商品进口量出现显著上升，居民的耐用品及非耐用品消费量同比增加，体现出了为避免潜在关税所出现的“抢进口”现象。后续随着关税政策的最终确定，美国居民的绝对消费水平将有所下降，同时总体库存水平将出现上升，构成阶段性的经济衰退现象，而这将令金银价格短期面临较大的回调压力，但在联储进行以经济数据为依据进行降息的过程中，贵金属价格将会出现明显的反弹趋势。

同时，美国经济数据弱于预期，市场对于联储后续边际宽松的货币政策预期加大，白银价格表现强势。美国5月ISM制造业PMI为48.5，低于预期的49.5以及前值的48.7，持续处于荣枯线之下。其中ISM进口指数仅录得39.9，大幅低于4月份的47.1。美国4月营建支出环比值为-0.4%，大幅低于预期的0.3%。与此同时，美联储货币政策表态偏鸽派，芝加哥联储主席古尔斯比表示当前的通胀数据并未体现出关税对于通胀所形成的显著影响，政策利率在未来15个月中有望明显下降。旧金山联储主席洛根表示，美联储当前仍需保持耐心，随时准备好在必要时刻做出反应。

银价在美联储货币政策表态偏鸽派的情况下表现强势，同时美国财政赤字的扩张在中期为黄金价格带来支撑，当前贵金属策略上建议逢低做多，沪金主力合约参考运行区间777-836元/克，沪银主力合约参考运行区间8342-8733元/千克。

铂族金属

铂金期货总持仓量与管理基金净多持仓明显上涨，铂金需求端对价格形成有利支撑：截至5月27日最新报告期，NYMEX铂金管理基金净多持仓增加12440手至18768手，其中管理基金多头持仓量由3.29万手上升至4.18万手。NYMEX铂金主力合约的总持仓量则由5月22日的70592手上升至5月30日的77787手，持仓量增加7195手，达到近五年同期的最高值。铂金期货盘面的持仓变动显示当前多头持仓表现强势，而这也受益于其供给端的相对紧缺以及需求端所产生的增量。LSEG统计范围内全球前十五大矿山的铂金产量预测显示，前十五大矿山2025年第二季度的铂金产量将达到30.72吨，较去年同期的33.28吨下降7.69%。同时，珠宝首饰需求将为铂金总需求带来新的增量。世界黄金协会数据显示，一季度全球首饰用金总量为332.5吨，较去年同期下降23%，中国珠宝用金需求为133吨，同比下降32%，高金价令黄金珠宝需求承压，而令铂金首饰再度呈现较高的购置性价比。我国贵金属饰品市场对于铂金需求的增长也体现在进口数据中，我国4月份铂金进口量为11.54吨，较3月份的7.5吨出现显著上升。2024年全年我国黄金珠宝用金量为511.3吨，以5%的比例估算铂金对于黄金饰品的替代，铂金需求端将产生近25吨的增量，加剧其供不应求的格局，驱动铂金价格出现进一步上涨。

有色金属类

铜

上周铜价小幅冲高后回落，伦铜周跌 1.22% 至 9497 美元/吨，沪铜主力合约收至 77600 元/吨，端午假期间特朗普威胁提高钢铁和铝关税导致美铜走强，贵金属和原油价格亦上涨，伦铜上涨 1.24%。产业层面，上周三大交易所库存环比减少 0.2 万吨，其中上期所库存增加 0.7 至 10.6 万吨，LME 库存减少 1.5 至 15.0 万吨，COMEX 库存增加 0.5 至 16.4 万吨。上海保税区库存减少 0.8 万吨。当周铜现货进口亏损扩大，洋山铜溢价延续下滑。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 由升水转为贴水 20 美元/吨，国内基差报价持稳，周五上海地区现货对期货升水 170 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差扩大至 1140 元/吨，再生原料供应紧张程度有所缓和，当周再生铜制杆企业开工率回升。根据 SMM 调研数据，上周精铜制杆企业开工率回升，需求环比改善。

价格层面，国内商品氛围仍弱，官方制造业 PMI 回升但仍位于收缩区间，财新制造业 PMI 弱于预期，海外贸易局势相对反复，尽管美国提高钢铁关税对美铜形成向上的脉冲刺激，但总体情绪面持续性待观察。产业上看铜原料供应较为紧张，但加工费边际企稳和精废价差扩大使得供应紧张情绪边际缓和，叠加消费端韧性有所减弱，预计铜价上涨阻力较大。本周沪铜主力运行区间参考：76500-79000 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9350-9700 美元/吨。

铝

上周铝价震荡回调，沪铝主力合约收跌 0.42%（截至周五收盘），伦铝收跌 0.74% 至 2448 美元/吨。国内铝锭库存延续去化，社会库存录得 51.1 万吨，周环比减少 4.6 万吨，保税区库存周环比减少 0.1 至 11.6 万吨，货源偏紧国内华东地区现货基差报价坚挺，周五现货升水期货抬升至 110 元/吨。LME 市场铝库存周环比减少 1.2 至 37.3 万吨，Cash/3M 维持贴水。供应方面，根据 SMM 调研数据，截至 5 月底，国内电解铝运行产能约 4391 万吨，无新增产能、置换产能或减产变动，行业开工率环比持平，同比提高 1.0 个百分点至 96.1%。需求方面，上周铝材开工率平稳抬升，铝型材开工率回升，铝板带和铝箔开工率平稳，铝锭出库量环比小幅下滑。

展望后市，国内商品氛围延续偏空，官方制造业 PMI 位于收缩区间，海外贸易局势相对反复，情绪面并不乐观。近期铝锭和铝棒库存持续去化至数年低位对铝价构成了较强支撑，当前铝棒加工费处于中等水平，国内铝库存有望继续去化，并给予铝价一定支持，但美国威胁提高进口铝产品关税导致需求预期承压，短期铝价或震荡偏弱。本周国内主力合约运行区间参考：19600-20400 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2380-2520 美元/吨。

锌

价格回顾：上周锌价冲高回落，截至周五沪锌指数收跌 1.29% 至 22118 元/吨，单边交易总持仓 22.67 万

手。截至周五下午 15:00, 伦锌 3S 较前日同期跌 58.5 至 2658 美元/吨, 总持仓 21.14 万手。

高频数据: SMM0# 锌锭均价 22770 元/吨, 上海基差 170 元/吨, 天津基差 180 元/吨, 广东基差 460 元/吨, 沪粤价差-290 元/吨。

国内结构: 上期所锌锭期货库存录得 0.17 万吨, 根据上海有色数据, 国内社会库存小幅录减至 7.50 万吨。内盘上海地区基差 170 元/吨, 连续合约-连一合约价差 425 元/吨。海外结构: LME 锌锭库存录得 14.14 万吨, LME 锌锭注销仓单录得 6.24 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-22.73 美元/吨, 3-15 价差-45.22 美元/吨。跨市价差: 剔汇后盘面沪伦比价录得 1.151, 锌锭进口盈亏为-198.19 元/吨。

产业数据: 本周锌精矿国产 TC3600 元/金属吨, 进口 TC45 美元/干吨。本周锌精矿港口库存 23.7 万实物吨, 锌精矿工厂库存 59.8 万实物吨。本周镀锌结构件开工率录得 52.17%, 原料库存 1.5 万吨, 成品库存 41.8 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 48.81%, 原料库存 1.0 万吨, 成品库存 1.1 万吨。本周氧化锌开工率录得 60.08%, 原料库存 0.3 万吨, 成品库存 0.6 万吨。

总体来看: 原料端, 锌精矿加工费再度上行, 锌矿过剩预期不改。锌锭端, SMM 数据预计 2025 年 6 月国内精炼锌产量 59.02 万吨, 环比增加 4.08 万吨或环比增加 7.43%, 同比增加 8.13%。终端消费乏力的情形下, 伴随锌锭社会库存累库, 锌价仍有较大的下行风险。

铅

价格回顾: 上周铅价持续下行, 截至周五沪铅指数收跌 0.80% 至 16611 元/吨, 单边交易总持仓 8.59 万手。截至周五下午 15:00, 伦铅 3S 较前日同期跌 34 至 1953.5 美元/吨, 总持仓 14.22 万手。

高频数据: SMM1# 铅锭均价 16400 元/吨, 再生精铅均价 16475 元/吨, 精废价差-75 元/吨, 废电动车电池均价 10200 元/吨。国内结构: 上期所铅锭期货库存录得 3.94 万吨, 据钢联数据, 国内社会库存录增至 4.57 万吨。内盘原生基差-135 元/吨, 连续合约-连一合约价差-85 元/吨。海外结构: LME 铅锭库存录得 28.86 万吨, LME 铅锭注销仓单录得 5.48 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-23.35 美元/吨, 3-15 价差-62.1 美元/吨。跨市价差: 剔汇后盘面沪伦比价录得 1.184, 铅锭进口盈亏为-642.79 元/吨。

产业数据: 原生端, 本周铅精矿港口库存 1.7 万吨, 工厂库存 45.5 万吨, 折 27.3 天。铅精矿进口 TC-35 美元/干吨, 铅精矿国产 TC600 元/金属吨。原生开工率录得 69.00%, 原生锭厂库 2.9 万吨。再生端, 铅废库存 10.3 万吨, 再生铅锭周产 2.8 万吨, 再生锭厂库 3.0 万吨。需求端, 铅蓄电池开工率 70.45%。

总体来看: 下游蓄企降价促销, 终端采买乏力, 铅锭需求偏弱。原生开工再度上行, 供应稳步抬升。再生原料库存有限, 成品库存高企, 再生利润承压, 再生铅企开工持续下行, 再生冶炼收货减少, 若后续再生减产推动废料跌价幅度进一步加大, 或将减弱再生成本支撑, 加深铅价下方空间。

镍

上周镍价偏弱运行。周三市场传闻镍矿配额大幅放宽, 虽消息未经证实, 但引发市场对镍矿供给过剩担忧情绪, 镍价因此跌幅明显。供给方面, 精炼镍单月产量维持高位。需求方面, 精炼镍现货需求表现整体偏弱, 周三镍价大幅下跌后, 市场逢低补库需求释放, 成交明显好转, 但转日交投又明显变淡。成本端, 镍矿价格表现坚挺, 镍铁价格企稳回升, 中间品价格亦维持高位, 短期对镍价形成一定支撑。综上, 精炼镍供需格局过剩格局不改, 库存虽有阶段性去化但难以维持, 短期成本有所支撑但更大矛盾在需求层面, 等待需求转弱后, 镍价或进一步下跌, 可以关注国内现货升贴水及 LME 0-3 月升贴水变化。操作

上，不建议追空，等待反弹逢高沽空为宜。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

上周锡价大幅下跌，主要系佤邦锡矿复产持续推进，市场对下半年锡矿供给修复预期升温。供应方面，矿端复产逐步推进，刚果（金）Bisie 锡矿自 4 月末启动分阶段复产，首批通过陆运输出的锡精矿已进入物流环节，预计 6 月传导至冶炼端，佤邦锡矿复产 4 月末已获得审批，预计实际生产将在 7 至 8 月恢复；冶炼端由于原料紧缺目前仍旧维持较低开工率。需求方面，近期贸易摩擦边际缓和，但下游焊料、电子及家电企业订单未见显著增量，对高价原料接受度有限，本周锡价跌破 26 万元/吨后，下游逢低补库需求有所释放。库存方面，周五 SMM 三地库存报 9072 吨，较上周减少 1261 吨。综上，锡供给端短期偏紧但有转松预期，目前中美关税暂缓，但终端订单未见显著放量，需求拖累下，锡价重心或有所下移。本周国内主力合约参考运行区间：230000-260000 元/吨，海外伦锡参考运行区间：28000-31000 美元/吨。

碳酸锂

期现市场：周五五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 60737 元，周内-2.61%。MMLC 电池级碳酸锂报价 60000-62000 元，工业级碳酸锂报价 58600-60100 元。LC2507 合约收盘价 59800 元，周内跌 1.90%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 1200 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 605-645 美元/吨，周内-3.47%。

基本面：SMM 国内碳酸锂周度产量 16580 吨，环比增 3.0%。预计 5 月国内碳酸锂产量下降约 2%，其中主要减量为锂辉石冶炼，环比下降约 5%。6 月部分厂商检修，供给或继续减量。乘联会预计 5 月乘用车同比去年增长 8.5%，环比上月增长 5.4%，其中新能源零售预计环比增长 8.3%，渗透率维持在 52.9%左右。6 月电池材料进入传统淡季，第三方调研锂电材料开工率环比略减。5 月 29 日，国内碳酸锂周度库存报 131571 吨，环比上周-208 吨（-0.2%）。5 月 30 日，广期所碳酸锂注册仓单 33884 吨，周内减 6.5%。

观点：碳酸锂基本面弱势，缺少反弹动能，广期所合约指数连续 7 周下跌。下游补库力度偏弱，传统淡季将临近，库存压力较大。现阶段供给出清缓慢，国内锂盐产量维持高位，海外精矿报价持续创新低，成本支撑乏力。预计 6 月国内碳酸锂供需延续紧平衡，盘面或弱势运行进一步试探产业接受程度。同时，当前价格处于成本密集区，近 30%资源处于现金亏损中，需留意矿山盐厂经营扰动。后续关注盘面持仓变化、供给扰动、锂盐和电池材料开工率变化。本周广期所碳酸锂 2507 合约参考运行区间 57400-61400 元/吨。

氧化铝

截止 5 月 30 日下午 3 时，氧化铝指数周内大幅下跌 6.57%至 3165 元/吨，持仓减少 6.7 万手至 45.4 万手。期货价格与现货价格劈叉，主因是利润回升推动氧化铝产能回归，氧化铝供应预计将逐步走向过剩。

基差方面，山东氧化铝现货报 3270 元/吨，价格较 A02507 合约升水 251 元/吨，现货贴水转升水。本周各地区氧化铝现货价格维持反弹，广西、贵州、河南、山东、山西和新疆地区现货价格分别上涨 75 元/吨、80 元/吨、85 元/吨、75 元/吨、65 元/吨、5 元/吨。近期国内氧化铝冶炼厂密集减产检修，供需出现阶段性错配，库存持续去化，现货情绪短期较为乐观，带动现货价格持续走高。随着前期低价矿陆续到港，叠加现货价格持续走高，氧化铝厂冶炼厂利润回升，多数企业已扭亏为盈，预计前期减产产能将陆续回归，现货价格预计将承压。

进出口方面，周内澳洲 FOB 价格下跌 3 美元/吨至 367 美金/吨，叠加国内价格持续反弹和人民币汇率升值，进口盈亏回升至 37 元/吨，进口窗口小幅打开。

周内氧化铝社会总库存大幅去库 1.9 万吨至 379.4 万吨，其中电解铝厂内库存、氧化铝厂内库存、在途库存、港口库存分别去库 1.8 万吨、去库 2 万吨、累库 2.2 万吨、去库 0.3 万吨。主因是短期检修产能较为集中，供应出现阶段性短缺。周内氧化铝上期所仓单合计去库 3.03 万吨至 12.67 万吨；交割库库存报 18.47 万吨，较上周大幅减少 3.51 万吨。

原料端，国产矿方面，晋豫地区维持缓慢复产趋势；进口矿方面，港口库存持续累库，但远期供应不确定性加剧。根据 22 日几内亚新闻发布会表示，几内亚政府诉求为更好地控制许可证的分配，避免投机行为，同时督促矿企在当地拓延铝产业链配套设施，提高当地居民收入及就业，失去许可证的企业未来在矿业特许权投放市场时仍可参与竞标，但需满足相关条件。从几内亚政府发言态度判断，被监管的矿山长期停运的概率较小，但具体影响周期仍难以判断。若年内 Axis 矿山无法复产，今年中国铝土矿进口增量将由原先的 4000 万吨下滑至 2000 万吨，矿石供应预计于 7 月份开始将出现月度动态缺口，但全年仍维持过剩。

供应端，高频周度数据上，本周国内氧化铝产量 166.5 万吨，较上周增加 3 万吨，利润回升带动前期检修产能逐步回归。

需求端，运行产能方面，2025 年 4 月电解铝运行产能 4403 万吨，较上月增加 23.5 万吨。开工率方面，4 月电解铝开工率环比增加 0.5%至 96.73%。

总体来看，原料端，几内亚矿石供应不确定性增加，预计将导致矿石价格重心上移，但氧化铝厂常态生产基本不会受到影响。供给端，周内产量小幅回升，随着利润回升叠加当前矿石库存充裕，预计检修企业将逐步回归；需求端，电解铝开工维稳。进出口方面，因国内价格持续反弹和人民币汇率升值，进口窗口临近打开。策略方面，矿端扰动持续，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，年内矿价重心或将上移，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，建议逢高轻仓布局空单。国内主力合约 A02509 参考运行区间：2800-3300 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

期现市场：据 MYSTEEL，05 月 31 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 13100 元/吨，环比-0.38%；山东 7%-10%镍铁出厂价为 955 元/镍，环比+0.00%；废不锈钢均价报 9350 元/吨，环比-0.53%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 12685 元/吨，环比-1.48%。

供给：据 MYSTEEL，05 月国内冷轧不锈钢排产 140.44 万吨。04 月粗钢产量为 309.4 万吨，环比+2 万吨，1-04 月累计同比 5.39%。据 MYSTEEL 样本统计，04 月 300 系不锈钢粗钢产量预计达 153.95 万吨，环比

-1.39%；04月300系冷轧产量70.72万吨，环比-2.75%。

需求：据WIND数据，国内2024年1-04月，商品房销售面积28261.74万m²，同比-2.80%；04月单月，商品房销售面积为6392.39万m²，同比-2.91%。04月冰箱/家用冷柜/洗衣机/空调当月同比分别为-15.3/-10.7/1.6/2.6%；04月燃料加工业累计同比+18%。

库存：本周不锈钢社会总库存为109.96万吨，环比-1.61%；期货仓单本周库存13.00万吨，较上周-10435吨。本周不锈钢200/300/400系社库分别为18.80/66.91/24.26万吨，其中300系库存环比-3.45%；本周不锈钢海漂量7.93万吨，环比+27.55%，卸货量10.84万吨，环比+95.02%。

成本：本周山东7%-10%镍铁出厂价960元/镍，较上周+0元/镍，福建地区铁厂当前亏损81元/镍。

观点：近期多家钢厂陆续公布减产检修计划，行业整体产能呈现收缩态势。据中联金，6月份钢厂排产总量仍维持在326.4万吨的较高水平。若下游需求端未能同步跟进，市场供需失衡局面恐将持续恶化。

现货方面，当前钢厂到货量保持稳定，但市场交投持续低迷，库存去化速度不及预期。随着月末结算周期临近，近期代理商提货积极性有所提升。历史数据显示，6月份通常是下游需求周期性回落的起点，短期内需求端难见明显回暖迹象。虽然家电行业表现亮眼，6月空调和冰箱排产分别同比增长11.5%和3.6%，但由于不锈钢在白色家电中的用量有限，其带来的增量难以抵消其他领域的需求萎缩。预计不锈钢价格仍将持续承压，走势偏弱运行。

黑色建材类

钢材

供应端：本周螺纹总产量226万吨，环比-2.6%，同比-4.3%，累计产量4673.2万吨，同比-3.6%。长流程产量200万吨，环比-1.2%，同比-3.0%，短流程产量25万吨，环比-12.1%，同比-13.5%。本周热轧板卷产量320万吨，较上周环比变化+13.9万吨，较上年单周同比约-1.8%，累计同比约+0.7%。

本周铁水日均产量为241.91万吨，较上周环比下降1.69万吨，铁水产量持续回落，降幅略超市场预期。利润方面，华东地区螺纹高炉利润维持84元/吨附近，利润小幅回升；谷电利润为-55元/吨，原料段跌幅较大长流程利润降幅较小。盈利率持续回升，当前已经接近六成钢厂可以盈利，处于年内相对高点。

需求端：本周螺纹表需249万吨，前值247万吨，环比+0.8%，同比+0.0%，累计需求4492万吨，同比-3.7%。本周热轧板卷消费327万吨，较上周环比变化+13.9万吨，较上年单周同比约-0.3%，累计同比约+2.0%。本周螺纹钢需求环比小幅回升，需求延续弱势。

进出口：钢坯04月进口5.8万吨。

库存：本周螺纹社会库存395万吨，前值416万吨，环比-5.2%，同比-32.1%，厂库186万吨，前值188万吨，环比-0.7%，同比-8.1%。合计库存581，前值604，环比-3.8%，同比-25.9%。螺纹钢本周库存持续去化，去库速度加快。本周热卷库存为332.81万吨，由于需求回升迅速，库存去化较快。库存绝对值处于五年内同期低点，当前厂库收缩明显，钢厂生产较为谨慎。

利润：铁水成本2671元/吨，高炉利润89元/吨，独立电弧炉钢厂平均利润-99元/吨。本周钢厂盈利率

较上周上升，钢厂整体盈利情况较好。

小结：本周成材价格整体呈弱势震荡走势。出口方面，出口量小幅回落，但近一个月整体表现依然强劲，尤其非洲和南美市场出口增速较快，部分对冲了东南亚地区需求疲弱带来的负面影响。然而，出口边际走弱令市场对未来整体需求预期有所下调。基本面方面，螺纹钢表观消费量环比小幅回升，但整体需求仍显疲软；产量环比下降，库存加速去化，整体基本面表现偏中性。成本方面，双焦价格本周跌幅较大，显著压低了原料成本，为成材环节提供可观利润空间。目前成本端“坍塌”严重，后续能否止跌仍需关注成本企稳情况。总体来看，成材基本面内部矛盾不大，但房地产端需求仍较疲弱，基建虽维持高速增长，但投资集中于低耗钢领域，对钢材拉动作用有限。下游整体需求维持低迷。短期来看，钢厂利润水平较好，生产意愿较强，若后续增产，则可能对成材价格形成一定压制。预计短期内成材价格将延续弱势震荡走势。后续需重点关注出口变化、终端需求是否超预期改善，以及成本端的支撑力度。

锰硅硅铁

本周，锰硅盘面价格持续回落，周度跌幅 236 元/吨或-4.13%。日线级别，锰硅仍延续跌势，且向下跌幅前低（5532 元/吨），下方至 4900 元/吨-5100 元/吨空间被打开，提示继续关注价格的下跌风险。同时，盘面波动已被明显放大，需注意价格的波动风险。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难有像样的上行行情。

硅铁方面，本周盘面价格持续回落，周度跌幅 252 元/吨或-4.61%。日线级别，硅铁盘面价格仍处于今年 2 月份以来的下跌趋势之中，开始进入加速阶段，波动风险被放大，我们仍提示警惕价格继续走低风险，关注下个 4800 元/吨-5000 元/吨区间支撑。在价格向右摆脱下跌趋势线之前，仍建议以观望为主，勿盲目左侧抄底。

对于当前的持续、大幅下跌（价格已跌至 2016 年 7 月份以来新低），我们认为是多方面因素的叠加。一方面，商品整体仍维持弱势，黑色系本周开始向下反应，螺纹跌破 3000 元/吨关口，重新回到“2”字头时代，这在情绪上助力了合金市场的悲观氛围；另一方面，以工业硅为代表的品种（锰硅、硅铁显然也在此列）上所发生的大幅下挫，其背后反应的是产能的严重过剩（需要通过市场手段挤出部分参与者以达到出清目的，类似 2014-2015 的煤炭、钢铁，实际上走势也十分相近）以及煤炭弱势周期下电力价格松动所带动的成本显著下移预期。对此，我们在往期报告中也有提及，即“就整体行业大周期而言，我们仍认为在行业集中度相对较低的锰硅行业，本轮过剩产能的出清时间或将相对较长，价格的调整或还需要一个相对漫长的周期”。成本端，除了电力之外，锰硅又叠加了锰矿的因素。从 2024 年 4 月份持续叙事的锰矿端终于迎来了澳矿的重新发运，这对于后期整体的锰矿价格以及与之对应的锰硅成本端而言并不是什么向好的消息。

当然，锰硅自身基本面的疲弱也是主因，其至今仍处于供给结构宽松位的状态：虽环比回落但仍处于明显高位的库存（仅显性部分，可能还有更多的隐性库存）、虽然不断主动向需求靠拢但依旧略宽松于需求的产量以及开始季节性走低的需求。以上种种，共同推动了这样一轮的“跌跌不休”。

在大的逻辑层面上，我们并没有发生改变，仍维持前期报告中“在价格熊市中，价格方向由需求决定，需求无法抬头则价格难以转势”的观点。需求端，锰硅下游的螺纹将在房地产拖累下继续疲弱，而处在高位的铁水势必回落（已经开始反应，后续如何发展只是路径问题）。对此，我们认为在需求总量下滑的长期视野之下，短期抢出口“抢”出的需求韧性是对后期需求的提前，即越往后，需求端的压力将越大，也就是我们所认为的“出口对于板材端需求的影响将会逐步体现到数据之中，且体现的时间越晚，出现断崖式下降的风险概率或越高”。

因此，对于当下的锰硅，我们仍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，对于价格如此“触目惊心”的跌幅，我们认为其中煤炭弱势带动的电价走低预期（我们至今未看到今年电力将会紧缺的迹象（动力煤价格已跌至冰点），反倒是风电、光伏等新能源不断发力之下，电价的下沿正出现松动的迹象）以及工业硅持续下跌所带动的硅系品种悲观情绪提供了不可忽视的助力（参照锰硅部分描述）。而基本面角度，我们看到了持续走低的产量，同时看到了持续新低的价格，对此，我们认为其主要的的原因在于我们一直强调的“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。

因此，短期来看，我们认为硅铁价格或依旧难以摆脱压力，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。

铁矿石

供给端，最新一期全球铁矿石发运总量 3431.0 万吨，环比增加 242.3 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2868.8 万吨，环比增加 78.8 万吨。澳洲发运总量 1920.5 万吨，环比减少 92.7 万吨，其中澳洲发往中国的量 1499.8 万吨，环比减少 281.4 万吨。巴西发运量 948.3 万吨，环比增加 171.5 万吨。中国 47 港到港总量 2597.4 万吨，环比增加 253.3 万吨；中国 45 港到港总量 2536.5 万吨，环比增加 385.2 万吨。日均铁水产量 241.91 万吨，环比上周减少 1.69 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存总量 14469.58 万吨，环比下降 122.25 万吨。

供给方面，最新一期铁矿石发运量环比增加，澳洲发运高位回落，巴西发运量显著增加。非主流国家发运有较明显回升。需求方面，最新一期钢联口径日均铁水产量延续降势，降至 241.91 万吨，略超过市场此前预期，主要系部分高炉临时检修以及降负荷生产所致。终端需求短期有一定韧性，但前期持续的高铁水在下游转向淡季后对终端承接能力形成压力，后期随着成材需求逐步走弱，下游压力将进一步向铁水端传导。库存端，港口疏港量小幅回落，港口库存延续降势，钢厂进口矿库存低位消耗。往后看，随着铁水见顶回落，以及下游需求的预期走低，矿价承压。炉料端孱弱的煤焦为铁矿石让渡空间，因此矿价或震荡偏弱运行，后续继续关注终端的淡季需求情况、钢厂利润的变化情况以及宏观消息扰动。

工业硅

本周，工业硅盘面价格持续单边下跌，周度跌幅 755 元/吨或-9.54%。日线级别，工业硅盘面价格仍处于下跌趋势中，向下继续加速，在价格摆脱该加速下跌趋势线前，仍不排除价格继续向下的风险，当前盘面持续放量，持仓开始收窄，注意价格日内盘中的剧烈波动风险。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。对此，我们短期仍建议观望为主，不建议盲目进行抄底。

当前，工业硅盘面价格依旧持续表现低迷，对此，我们认为其根源在于产业明显的产能过剩以及行业集中度分散背景下产能出清的困难（这需要漫长的时间，类似 2013-2015 年的钢铁行业）。基本面角度，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，且仍有新增产能在不断投产（从统计数据来看，过去的四月份仍有 10 万吨产能投产，且近期仍有新装置点火），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。

当下，工业硅供给过剩以及有效需求不足的情况仍在持续：虽然在低价之下，目前工业硅产量已持续回落至接近 2023 年同期水平，但从周度供求结构来看（考虑再生硅及 97 硅），供给依旧略宽松于需求，供给的缩量仍旧不足（还需要面临大厂的复产及西南地区丰水期供应回升压力）。此外，我们看到多晶硅产量仍维持在同期低位水平，有机硅产量也维持在过去两年同期水平之下。因此，我们仍无法排除价格进一步走低的风险。基于此，建议在价格趋势中的左侧位置，不轻易为了所谓低估值而过早介入抄底。

能源化工类

橡胶

5 月 30 日，美国联邦上诉法院批准特朗普政府请求暂时恢复其关税政策，加深衰退预期交易。多个商品大幅下跌，橡胶和 20 号胶跌幅居前。

胶价下跌对加关税敏感。2025 年 5 月 21 日，欧盟对我国的乘用车及轻卡轮胎启动反倾销调查。5 月 23 日，美国对欧盟加关税的预期，需求预期转空。4 月 7 日胶价大跌就是由加关税引发的衰退预期引发。

现货方面，泰标混合胶 13450 元。STR20 报 1670 美元。STR20 混合 1655 美元。

江浙丁二烯 9500 元。华北顺丁 11200 元。

操作建议：

胶价破位下跌。

建议顺势而为，短线中性或偏空操作思路。中期不悲观，因胶价跌幅巨大，抑制供应，未来择机准备翻多。

关注多 RU2601 空 RU2509 的波段操作机会。

1) 重卡同比持平。

2025 年 4 月份，我国重卡市场销量 9 万辆左右（批发口径，包含出口和新能源），环比下降 19%，比上年同期的 8.23 万辆增长约 9.4%。今年 1-4 月，我国重卡市场累计销量约为 35.5 万辆，实现了同比持平。

2) 轮胎出口增速较高。

2025 年 4 月，全钢轮胎出口 410.2 千吨，出口量同比 10.11%；累计出口量 1489.69 千吨，累计出口量同比 6.46%。

3) 轮胎厂开工率后期预期中性。

截至 2025 年 5 月 30 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 64.78%，较上周走低 0.16 个百分点，较去年同期走高 3.91 个百分点。全钢轮胎库存有压力。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 77.88%，较上周走高 0.03 个百分点，较去年同期走低 2.40 个百分点。

4) 库存小幅下降。

截至 2025 年 5 月 18 日，中国天然橡胶社会库存 134.2 万吨，环比下降 1.3 万吨，降幅 0.96%。中国深色胶社会总库存为 81.8 万吨，环比下降 1.5%。中国浅色胶社会总库存为 52.4 万吨，环比降 0.1%。

5) ANRPC 产量小幅波动。

4 月全球天胶产量料降 1.4%至 76.7 万吨，较上月下降 3.9%；天胶消费量料降 1.3%至 124.8 万吨，较上月下降 10.4%。

2025 年全球天胶产量料同比增加 0.5%至 1489.2 万吨。其中，泰国增 1.2%、印尼降 9.8%、中国增 6%、印度增 5.6%、越南降 1.3%、马来西亚降 4.2%、柬埔寨增 5.6%、缅甸增 5.3%、其他国家增 3.5%。

2025 年全球天胶消费量料同比增加 1.3%至 1556.5 万吨。

原油

行情方面：截至周五，WTI 主力原油期货收跌 0.32 美元，跌幅 0.51%，报 62.72 美元；布伦特主力原油期货收涨 1.79 美元，涨幅 2.71%，报 67.85 美元；INE 主力原油期货收跌 15.20 元，跌幅 3.31%，报 444.1 元。

地缘政治： 政治方面伊朗高级官员表示，美国最近几天提交给德黑兰的新核协议不连贯且脱节，美国就核协议的提议是不现实的，提议与谈判不符。随后特朗普在社交平台上表示根据可能达成的伊朗核协

议，我们将不允许任何铀浓缩。本轮美伊谈判宣告失败，短期地缘风险溢价已经计价。

宏观方面：美国 5 月标普全球制造业 PMI 终值 52，预期 52.3，前值 52.3；5 月 ISM 制造业 PMI 录得 48.5，为 2024 年 11 月以来新低。整体美国宏观出现疲软态势。

供给方面：美国产量维持高位震荡走势，本周 EIA 原油产量回升至 13.40 百万桶/日；贝克休斯钻机环比减 4 台至 461 台。OPEC 宣 7 月继续增产 41.1 万桶/日，整体供给进入宽松周期。

需求方面：美国炼厂开工率环比小幅下滑至 90.20%；中国主营炼厂开工率环比小幅下滑至 72.71%，独立炼厂开工率小幅上升至 47.09%；欧洲炼厂开工率下滑至 81.90%。整体全球炼厂开工开始回暖，但欧洲地区仍低于预期。

库存方面：美国原油商业库存环比去库至 440.36 百万桶，总成品油库存环比去库至 392.70 百万桶；中国原油港口库存累库至 206.82 百万桶，总成品油去库至 180.22 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存去库至 42.81 百万桶。全球成品油消费符合预期。

策略推荐：我们认为当前美伊谈判未见明确结果，且 OPEC 尚未体现出明确的增产数据，叠加页岩油的托底效应，我们认为即使美伊谈判顺利，考虑当前的风险收益比并不适合追空，短期观望为主。

甲醇

内地价格走弱叠加煤炭有所企稳，企业利润大幅回落，后续随着前期检修装置的回归，国内供应将再度回到高位，6 月国内进口将显著走高，后续供应压力依旧较大。需求端港口 MT0 装置重启，传统需求继续走弱为主，随着甲醇下跌，下游利润整体持续改善，后续来看，随着甲醇高估值的修复，现货下跌幅度或有所放缓，但后续预计到来，预计整体供需格局依旧偏弱，价格暂无上行驱动，单边建议关注逢高空配置为主。跨品种方面关注 09 合约 PP-3MA 价差的逢低做多的机会。

尿素

供应端国内产量创下历史新高，短期预计高位维持，现货震荡偏弱，企业利润走低，整体利润水平不高。需求端复合肥夏季肥扫尾，成品库存压力较大，后续预计开工延续回落为主。农业需求后续夏季用肥逐步增多，出口方面，政策落地后厂检陆续开展，后续出口预计将所好转，但幅度或相对有限。总体来看，当前供应持续高位，需求不温不火，价格单边预计难有明显趋势，而盘面基差同期低位，做多缺乏安全边际，因此单边建议观望为主。

聚烯烃

政策端：美国联邦法院一致裁定特朗普加征关税越权，命令特朗普停止“对等关税”计划，全球资本市场应声反弹。

估值：聚乙烯周度跌幅（现货>期货>成本），聚丙烯周度跌幅（期货>现货>成本）。

成本端：本周 WTI 原油上涨 0.44%，Brent 原油下跌-0.02%，煤价无变动 0.00%，甲醇下跌-2.88%，乙烯下跌-3.95%，丙烯下跌-2.06%，丙烷上涨 0.50%。成本端价格大幅下落。

供应端：PE 产能利用率 77.41%，环比上涨 1.07%，同比去年下降-3.77%，较 5 年同期下降-10.68%。PP 产能利用率 75.75%，环比下降-1.37%，同比去年上涨 3.10%，较 5 年同期下降-12.20%。根据投产计划观察，5 月聚烯烃供给端仅聚乙烯存在 50 万吨产能投放计划。

进出口：4 月国内 PE 进口为 125.98 万吨，环比 3 月上涨 14.42%，同比去年上涨 15.23%，主要为中东地区货源。4 月国内 PP 进口 17.94 万吨，环比 3 月下降-6.99%，同比去年下降-5.46%。进口利润下降，PE 北美地区货源减少，进口端压力减小。4 月 PE 出口 9.33 万吨，环比 3 月下降-13.73%，同比上涨 3.02%。4 月 PP 出口 25.30 万吨，环比 3 月下降-11.19%，同比上涨 11.64%。关税问题暂时缓解，PP 出口量同期变化不大。

需求端：PE 下游开工率 39.00%，环比下降-0.99%，同比下降-6.16%。PP 下游开工率 49.80%，环比下降-1.81%，同比下降-3.66%。季节性淡季，下游订单见顶，开工率低位震荡。

库存：PE 生产企业库存 48.2 万吨，环比去库-3.29%，较去年同期去库-0.78%；PE 贸易商库存 5.82 万吨，较上周累库 1.94%；PP 生产企业库存 55.33 万吨，本周环比去库-6.73%，较去年同期累库 6.57%；PP 贸易商库存 13.61 万吨，较上周去库-11.05%；PP 港口库存 6.49 万吨，较上周去库-7.94%。

小结：美国联邦法院一致裁定特朗普加征关税越权，命令特朗普停止“对等关税”计划，全球资本市场应声反弹。目前由于原油价格维持低位震荡，LL-PP 价差或已筑底，09 合约 LL 计划投放产能 110 万吨，09 合约 PP 计划投放产能 370 万吨（6 月计划投产 220 万吨），因此 6 月投产错配最大，预计 6 月 LL-PP 价差或将加速走阔。

下周预测：聚乙烯(LL2509)：参考震荡区间（7000-7300）；聚丙烯(PP2509)：参考震荡区间（6900-7200）。

推荐策略：逢低做多 LL-PP 价差。

风险提示：原油价格大幅下降，LPG 价格大幅上升，PE 进口大幅上升。

PVC

成本利润：乌海电石价格报 2350 元/吨，周同比下跌 150 元/吨；山东电石价格报 2930 元/吨，周同比下跌 50 元/吨；兰炭陕西中料 655 元/吨，周同比持平。利润方面，氯碱综合一体化利润小幅上升，乙烯制利润仍然偏低，目前估值支撑偏强。

供应：PVC 产能利用率 78.2%，环比上升 2%；其中电石法 78.2%，环比上升 3.4%；乙烯法 78.1%，环比下降 1.7%。本周供应端负荷上升，主因天业、信发、济源方升、伊犁南岗等负荷提升，下周预期负荷持续提升。检修季逐渐进入尾声，后续供应压力将逐渐增大，且新装置方面 6-7 月投产压力较大。

需求：出口方面目前由于印度政策不确定，买家对中国货源谨慎采购，出口签单量下滑，印度 6 月雨季叠加反倾销和 BIS 认证压力下，出口存在转弱预期；三大下游开工小幅下降，管材负荷 43.4%，环比下降 1.9%；薄膜负荷 73.9%，环比持平；型材负荷 39.3%，环比下降 0.4%；整体下游负荷 46.2%，环比下降 0.8%，下游整体开工不及去年同期，国内表需较为一般。本周 PVC 预售量 54 万吨，环比下降 6.2 万

吨。

库存：本周厂内库存 38.5 万吨，环比去库 0.2 万吨；社会库存 59.8 万吨，环比去库 2.6 万吨；整体库存 98.2 万吨，环比去库 2.8 万吨；仓单数量小幅下降。后续国内供强需弱格局下，叠加出口转弱预期，预期累库。

小结：基本上企业利润压力较大，但检修季逐渐接近尾声，后续产量预期回升，并且近期存在装置投产的预期，下游方面同比往年国内开工仍旧疲弱，且逐渐转淡季，出口方面签单转弱，受制于印度预计以及反倾销和 BIS 认证，存在转弱预期，成本端电石下跌，估值支撑减弱。中期方面，持续受到产能大幅增长，以及房地产需求持续下滑的双重压制，行业格局恶化，需要依赖出口增长消耗国内过剩产能。整体而言，短期虽然库存下滑速度较快，但供强需弱的预期下，盘面主要逻辑仍为去库转弱，核心是产能投放和出口放缓导致基本面承压，短期预计 PVC 仍偏弱震荡，但谨防出口弱预期没兑现导致的反弹，中期弱宏观和恶化的供需格局将导致估值中枢持续下移。

乙二醇

价格表现：本周震荡回调，09 合约单周下跌 54 元，报 4349 元。现货端华东价格下跌 30 元，报 4495 元。基差上升 43 元，截至 5 月 30 日为 154 元。9-1 价差上升 18 元，截至 5 月 30 日为 70 元。

供应端：本周 EG 负荷 59.8%，环比上升 0.1%，其中合成气制负荷 57.2%，环比下降 4.3%；乙烯制负荷 61.3%，环比上升 2.6%。合成气制装置方面，黔希煤化工重启，昊源、榆能化学降负荷，河南煤业检修，正达凯出料并提负；油化工方面，三江、盛虹负荷下降，中海壳牌重启。海外方面美国 GCGV 重启，加拿大两套装置停车。整体上，国内仍处于检修季，但目前负荷已至底部，后续将逐渐上升。到港方面，本周到港预报 7.6 万吨，环比下降 3.3 万吨，4 月进口 66 万吨，进口数量仍然较高。

需求端：本周聚酯负荷 91.7%，环比下降 2.2%，其中长丝负荷 89.6%，环比下降 2.6%；短纤负荷 93.2%，环比持平；瓶片负荷 81.9%，环比下降 2.4%。装置方面，三房巷 20 万吨瓶片检修，盛虹 20 万吨长丝重启，部分长丝和切片工厂减产。涤纶方面，压力较小，长丝利润较好，短纤利润较差，短期大幅减产压力较小；瓶片目前库存偏高，利润较低，后续存在负荷下降预期。终端方面，产成品库存小幅上升，订单下降，加弹负荷 82%，环比上升 2%；织机负荷 69%，环比持平；涤纱负荷 69%，环比持平。纺服零售 4 月国内零售同比+2.2%，出口同比+2.4%。

库存：截至 5 月 26 日，港口库存 68.7 万吨，环比去库 5.6 万吨；下游工厂库存天数 12.2 天，环比下降 0.8 天。短期看，到港量本周下降，出港量中性，本周港口库存预期持续去库。国内仍处于检修季，整体为去库格局。

估值成本端：本周石脑油制利润下降 59 元至-344 元/吨，国内乙烯制利润下降 18 元至-390 元/吨，煤制利润下降 318 至 1177 元/吨。成本端乙烯 780 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 490 元/吨，成本本周煤炭

反弹，乙烯持稳，目前整体估值支撑较低。

小结：产业基本面仍处于去库阶段，海内外装置检修，下游开工偏高，到港数量偏低，预期港口库存持续去化。终端上关税窗口期内出口表现持续偏强，聚酯化纤库存压力较小，难以形成负反馈压力。但与此同时由于估值修复幅度较大，并且供给端检修季将逐渐结束，存在估值回调风险。

PTA

价格表现：本周走势震荡，09 合约单周下跌 16 元，报 4700 元。现货端华东价格上涨 70 元，报 4945 元。现货基差上升 68 元，截至 5 月 30 日为 219 元。9-1 价差上升 38 元，截至 5 月 30 日为 186 元。

供应端：PTA 负荷 76.4%，环比下降 0.7%，装置方面，台化、能投重启，独山能源检修。PTA 仍处于检修季，六月仍将有几套装置检修，PTA 整体负荷将持续偏低。

需求端：本周聚酯负荷 91.7%，环比下降 2.2%，其中长丝负荷 89.6%，环比下降 2.6%；短纤负荷 93.2%，环比持平；瓶片负荷 81.9%，环比下降 2.4%。装置方面，三房巷 20 万吨瓶片检修，盛虹 20 万吨长丝重启，部分长丝和切片工厂减产。涤纶方面，压力较小，长丝利润较好，短纤利润较差，短期大幅减产压力较小；瓶片目前库存偏高，利润较低，后续存在负荷下降预期。终端方面，产成品库存小幅上升，订单下降，加弹负荷 82%，环比上升 2%；织机负荷 69%，环比持平；涤纱负荷 69%，环比持平。纺服零售 4 月国内零售同比+2.2%，出口同比+2.4%。

库存：截至 5 月 23 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）230.2 万吨，环比去库 9.8 万吨，延续去库趋势。下游负荷维持高位，PTA 检修季延续，PTA 库存仍将持续去化。

利润端：本周现货加工费下降 12 元，截至 5 月 30 日为 371 元/吨；盘面加工费上升 6 元，截至 5 月 30 日为 359 元/吨。

小结：本周在 PX 较好的供需格局预期下，单边跟随 PX 震荡。后续来看，供给端仍处于检修季，需求端聚酯化纤库存压力较小，预期不会大幅减产，前期负反馈预期瓦解，PTA 将持续去库，PTA 加工费有支撑。绝对价格方面，短期 PXN 在 PTA 投产带来的格局改善预期下仍将偏强，PTA 将在目前估值高度震荡。

对二甲苯

价格表现：本周走势震荡，09 合约单周下跌 34 元，报 6618 元。现货端 CFR 中国上涨 16 美元，报 842 美元。现货折算基差上涨 160 元，截至 5 月 30 日为 355 元。9-1 价差上升 46 元，截至 5 月 30 日为 230 元。

供应端：本周中国负荷 82.1%，环比上升 4.1%；亚洲负荷 72%，环比上升 2.6%。装置方面，辽阳石化重启，浙石化负荷提升，海外中国台湾 FCFC30 万吨装置重启。进口方面，5 月中上旬韩国 PX 出口中国 20.08

万吨，同比下降 4.6 万吨。整体上，国内仍处于检修季，但后续检修量将逐渐减少。

需求端：PTA 负荷 76.4%，环比下降 0.7%，装置方面，台化、能投重启，独山能源检修。PTA 仍处于检修季，六月仍将有几套装置检修，PTA 整体负荷将持续偏低。

库存：3 月底社会库存 468 万吨，环比持平，根据平衡表 6 月去库放缓。

估值成本端：本周 PXN 截至 5 月 29 日为 283 美元，同比上升 23 美元；石脑油裂差上升 11 美元，截至 5 月 29 日为 105 美元，原油走势震荡。芳烃调油方面，本周美国汽油裂差走弱，美韩芳烃价差下降，调油相对价值偏弱。

小结：本周在 PX 较强的基本面预期下，PXN 持续走强。后续来看 PX 检修季逐渐结束，预期在 6 月去库放缓，但三季度因 PTA 新装置投产，重新进入去库周期。终端纺服在 90 天的关税窗口期内预期出口持续偏强，聚酯库存仍然偏低，聚酯负荷短期难以大幅下滑，原料端负反馈压力较小。短期估值上升至中性偏高水平，预期在目前估值高度震荡。

农产品类

生猪

现货端：上周国内猪价先涨后落，前期养殖端出栏积极，猪价承压，临近端午市场走货转好支撑情绪，但随着备货期结束，价格再度转弱，周内肥标价差震荡为主，二育积极性一般，体重小幅下滑；具体看，河南均价周涨 0.26 元至 14.62 元/公斤，周内最高 14.78 元/公斤，四川均价周涨 0.06 元至 14.16 元/公斤，周内最高 14.4 元/公斤，广东均价周涨 0.12 元至 15.38 元/公斤；端午节后消费式微，供应端仍起主导作用，考虑月初供应增量有限，下周初期价格仍存支撑，但随着供应陆续恢复，预计猪价震荡走跌为主，期间留意二育等因素的支撑作用。

供应端：4 月官方母猪存栏 4038 万头，环比小幅回落，仍比正常母猪量多 3.5%，去年以来母猪产能延续增加，或导致 25 年基本面弱于 24 年；仔猪端，考虑配种和存活率的季节性恢复，由仔猪数据推导得到的理论出栏量或在 25 年三季度前或延续偏大格局，当中要留意出栏节奏以及市场情绪变化对供应端的影响；从近端数据看，屠宰需求缓慢恢复，但因供应积压叠加二育和压栏分流，体重明显积累，侧面印证标猪供应量依旧偏大，只是结构性问题仍存，如肥-标价差偏高，散户二育栏位偏低、冻品库存偏低等问题，或阶段性支撑压栏情绪。

需求端：整体消费环境偏弱，且消费习惯改变不利猪肉消费，同比看猪肉消费逐年回落，但环比看需要留意节日消费对猪价的脉冲影响。

小结：短期现货表现偏弱，但市场未来进一步累库的窗口期仍未完全关闭，短期转为恐慌性去库的概率较小，这就决定了近后期现货往下的空间相对受限；在长期供压积累出的背景下，建议不做多，但近期亦无追空必要，后期仍以反弹抛空思路为主，等待更好的价位。

鸡蛋

现货端：上周国内蛋价小幅冲高后震荡走跌，周内鸡蛋供应充足，库存小幅回升，需求亮点不多，养殖亏损扩大，淘鸡走量增多，鸡龄大幅下滑；具体看，黑山大码蛋价周落 0.1 元至 2.6 元/斤，周内最高 2.7 元/斤，馆陶周持平于 2.58 元/斤，周内最高 2.64 元/斤，销区回龙观周落 0.03 元至 3.09 元/斤，东莞周涨 0.26 元至 2.79 元/斤；新开产持续增多，小蛋占比较大，整体供应充裕，需求方面端午节备货结束，下游采购积极性降低，走货速度减慢，供强需弱，下周蛋价或以下行为主。

补栏和淘汰：成本同比仍处近年偏低水平，尽管开年后利润表现不佳，补栏量仍维持偏高，截止 4 月份的补栏数据为 9397 万只，同比+2.5%，环比+1.4%，去年全年补栏量为 10.6 亿羽，同比+3.9%；老鸡出栏开始明显增多，淘鸡-白鸡价差从高位大幅回落，局部或有超淘发生，淘鸡鸡龄大幅下降至 521 天，仍偏高，后续关注淘鸡持续时间和力度。

存栏及趋势：截止 4 月底，样本点在产蛋鸡存栏量为 13.29 亿只，环比 3 月上升 0.11 亿只，同比去年的 12.4 亿只增加了 7.2%，受蛋价回暖影响，存栏回升幅度超过此前预期；按此推算，考虑正常淘鸡的情况下，未来存栏逐月增加，高峰为今年 9 月的 13.48 亿只，环比目前仍有 1.4% 的上升空间，供应端未来大的方向仍指向过剩。

需求端：上半年属于需求淡季，需求缓慢恢复但空间有限，阶段性留意学校开学、食品厂备货，以及五一、端午等备货的脉冲影响。

小结：淘鸡小幅放量，节日叠加下游逢低入市，盘面和局部地区现货出现反弹，但当前阶段老鸡淘汰仍处于初始阶段，较难对冲新开产以及消费淡季的压力，未来仍需关注淘汰的持续度以及力度，决定产能是否有效去化；现货驱动向下，近月升水格局下仍维持逢高抛空思路，中远月合约有产能去化和旺季涨价的预期，但估值角度看操作空间暂时有限，需等待矛盾积累。

豆菜粕

国际大豆：本周美豆震荡为主，种植进度良好，需求端美国生柴政策利多存疑，且中国对美国大豆相对高额关税仍未解除，不过美豆本身估值偏低，且因面积下降美豆产量容易边际下调，美豆总体仍然处于震荡局面。本周国内大豆到港成本小幅下跌，巴西升贴水小幅上涨，对冲美豆下跌。美豆天气近期暂无明显问题，偏干的中部近期或迎来降雨。后市对美豆的观点仍为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，毕竟当下天气较好、宏观偏空、贸易战未解除，国内豆粕则因贸易战预期能够提供底部支撑，容易在交易国内供应过剩后出现底部反弹，相对美豆偏强看待。

国内双粕：本周国内豆粕现货下跌，基差下跌，华东约收 2830 元/吨，国内豆粕成交回落，提货较好。截至 5 月 27 日机构统计 12 月大豆买船 512 万吨，1 月买船 268 万吨，2 月买 920 万吨，3 月买船 1357 万吨，4 月 1057 万吨，5 月 1206 万吨，6 月 1114 万吨，7 月 766 万吨，因此未来 5 个月大豆供应较充足。据 MYSTEEL 统计饲企物理库存天数 5.99 天。随着大豆到港恢复，下游预期油厂库存充足刚需购买，油厂累库压力也会逐渐增大，据 MYSTEEL 预估本周压榨大豆 226.82 万吨，下周预计压榨 233.09 万吨，国内供应恢复。

观点：09 等远月豆粕目前成本区间为 2850-3000 元/吨，近期跌至成本下沿后迅速修复。USDA 月报出口及国内消费预估稳定，虽出口量在贸易战形势下仅小幅下调存疑，但目前美豆交易节奏重点仍在产量，后期美豆产量因面积下降容易边际下调，形成利多支撑。国内豆粕供应压力逐步增大，不过豆粕库存因前期开机延迟处于低位，供应压力还未充分兑现。总体来看，近期豆粕处于外盘成本易涨难跌、国内压力逐步增大局面，多空交织，建议 09 合约在成本区间低位时关注外盘可能的天气刺激，高位时关注国内压力及利多是否被充分交易的可能。

油脂

市场综述：本周油脂偏弱为主，美豆油仍然在利空传言中震荡偏弱，马来西亚棕榈油因增产累库趋势同样偏弱为主，市场讨论棕榈油近期可能有补库支撑价格，且印尼、印度的油脂库存偏低，叠加外盘菜籽及国内菜油价格强势，国内油脂走势稍强。高频数据显示马棕 5 月前 25 日产量环比上升 0.73%，前 31 日出口预计增加 17.9%，高频数据预示马棕 5 月小幅累库。豆油方面，美豆端因美豆油走弱小幅回落，国内豆油受外盘成本影响及粕类较强走弱。菜油震荡为主，虽国内库存较高，但对远期菜籽进口量不足的担忧仍然给予菜油估值支撑。整体来看，油脂正处于预期供应充沛节点，但去年的菜籽、棕榈油减产导致产地、印度以及中国的结构性库存仍偏低，支撑油脂短期震荡。

国际油脂：美豆油大幅回落反映了市场推测 RVO 不及预期且 EPA 可能提供一定规模的豁免，此前对豆、菜油的需求预估可能偏高，如果按 46.5 亿加仑 RVO 叠加豁免的情景，可能 2026 年美国生物柴油对美豆油、加拿大菜油的需求没有增量。目前仍然需要等待政策明朗，去年 EPA 提交白宫后明确公告出现在 35 天之后，那么今年或许在 6 月 20 号附近。加拿大菜籽仍然维持高位震荡趋势，按 AAFC 口径其去年减产约 140 万吨，不过按 USDA 口径仅减产 40 万吨，其商业库存量与去年几乎持平，目前每周发货量也高于去年，国内菜籽供应暂时较充足。远期若按 AAFC 的减产口径，可能会陷入紧缺局面，也是目前菜油在高位僵持不下的原因。

国内油脂：上周油脂成交较弱，国内油脂总库存略高于去年，油脂供应较充足。其中菜油库存高于去年，棕榈油、豆油库存低于去年。未来三个月，大豆压榨量将随大豆到港而增加，棕榈油产量上升后出口意

愿也将增加，菜油库存高位，后期虽有去库预期，但其高价差及消费较弱预计也会导致去库缓慢。

观点小结：利空方面，原油中枢下行将明显抑制油脂估值，目前棕榈油产量恢复明显，美国生柴政策可能低于预期，不过政策还需要几个月的时间确定。利多方面，印尼及印度棕榈油、加拿大菜籽库存仍偏低，产地报价存一定支撑，不过若中期产量维持恢复趋势，油脂上行空间有限，因此预期油脂震荡为主。

白糖

国际市场回顾：上周原糖价格延续下跌，截至上周五 ICE 原糖 7 月合约收盘价报 17.1 美分/磅，较之前一周下跌 0.21 美分/磅，或 1.21%。消息方面，据 Williams 最新发布的数据显示，截至 5 月 28 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 90 艘，此前一周为 79 艘。港口等待装运的食糖数量为 338.66 万吨，此前一周为 314.74 万吨。据 UNICA 最新发布的数据显示，5 月上半月，巴西中南部地区甘蔗入榨量为 4231.9 万吨，较去年同期减少 274.6 万吨，减幅 6.09%；制糖比为 51.14%，较去年同期的 48.24% 增加 2.9%；产糖量为 240.8 万吨，较去年同期减少 17.6 万吨，减幅 6.8%。

国内市场回顾：上周郑糖价格延续下跌，截至上周五郑糖 9 月合约收盘价报 5763 元/吨，较之前一周下跌 70 元/吨，或 1.2%。现货方面，截至上周五，广西制糖集团报价 6090-6170 元/吨，较之前一周下跌 0-30 元/吨，广西现货-郑糖主力合约（sr2509）基差 327 元/吨，较之前一周上涨 40 元/吨。消息方面，据航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 5 月 28 日当周，巴西对中国食糖出口待运量为 0 万吨，环比前一周减少 12.4 万吨；在途量为 28.71 万吨，环比前一周增加 12.4 万吨。

观点及策略：原糖 5 月合约在交割前大幅下跌，叠加巴西中南部开始新榨季生产，外盘价差结构开始走弱，或意味着国际市场供应最紧张的阶段已经过去。国内方面，虽然当前产销情况良好，但随着盘面价格下跌，价格更具竞争力的基差糖流入市场。另一方面，外盘价格下跌后进口利润窗口打开，未来进口供应将陆续增加，后市糖价走弱的可能性偏大。

棉花

国际市场回顾：上周美棉花期货价格小幅下跌，截至上周五美棉花期货 7 月合约收盘价报 65.09 美分/磅，较之前一周下跌 0.97 美分/磅，或 1.47%。消息方面，据美国农业部 (USDA) 周度作物生长报告公布数据显示，截至 2025 年 5 月 25 日，美国棉花种植率为 52%，较之前一周提升 12 个百分点，仍慢于正常水平。当周美国棉花现蕾率为 3%，较去年同期及五年平均水平低 1 个百分点。据美国农业部 (USDA) 的出口销售报告数据显示，截至 5 月 22 日当周，美国 2024/25 市场年度棉花出口销售净增 2.65 万吨，较之前一周减少 16%，较前四周均值增加 8%。据巴西对外贸易秘书处 (Secex) 最新公布的出口数据显示，巴西 5 月前四周出口棉花 15.77 万吨，日均出口量为 0.98 万吨，较去年 5 月全月的日均出口量 1.09 万吨减少 10%。上年 5 月全月出口量为 22.94 万吨。

国内市场回顾：上周郑棉价格小幅下跌，截至上周五郑棉 9 月合约收盘价报 13275 元/吨，较之前一周下

跌 135 元/吨，或 1.01%。据 Mysteel 数据显示，截至 5 月 30 日当周纺纱厂开机率为 74.3%，环比前一周减少 0.2 个百分点；织布厂开机率为 42.3%，环比上周持平；全国棉花周度商业库存 334 万吨，同比去年持平（前一周同比增加 5 万吨）。

观点及策略：从基本面来看，虽然旺季已过，但下游开机率环比下跌幅度不大。供应方面，进口窗口基本关闭，使得棉花库存去化小幅加速，基本面边际略有好转。但从整体商品市场来看，情绪偏空，文华商品指数再次跌至前低附近，不利于棉价。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