



宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数+1.13%，创业板指+2.32%，上证 50+0.38%，沪深 300+0.88%，中证 500+1.60%，中证 1000+2.10%。

经济与企业盈利：5 月 PMI 环比上行，符合预期，通胀数据连续 4 个月负增长，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：偏股型基金发行量有所回升；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、1-4 月份规模以上工业企业利润增长 1.4%，较 1-3 月份加快 0.6 个百分点，装备制造业和高技术制造业表现突出；1-4 月服务进出口总额同比增长 8.2%，出口增 14.6%，逆差收窄；2、中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰副总理 6 月 8 日至 13 日访英，将举行中美经贸磋商机制首次会议；3、特朗普宣布将进口钢铁和铝关税从 25%提高至 50%，6 月 4 日起生效。4、美国 5 月 ISM 制造业 PMI48.5 连续四月萎缩，进口分项创 16 年新低，关税政策致不确定性增加；5、美国 5 月非农就业新增 13.9 万人超预期，时薪同比涨 3.9%，市场下调美联储 7 月降息预期。

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月财新中国制造业采购经理指数（PMI）录得48.3，较4月下降2.1个百分点，2024年10月来首次跌至临界点以下。其中生产指数和新订单指数均从扩张区间降至收缩区间，分别录得2022年12月和2022年10月以来最低。

2、国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话。习近平表示，中国人一向言必行、行必果，既然达成了共识，双方都应遵守。日内瓦会谈之后，中方严肃认真执行了协议。美方应实事求是看待取得的进展，撤销对中国实施的消极举措。双方应增进外交、经贸、军队、执法等各领域交流，增进共识、减少误解、加强合作。

3、央行公告，为保持银行体系流动性充裕，2025年6月6日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展1万亿元买断式逆回购操作，期限为3个月（91天）。

4、央行公布数据显示，中国5月末外汇储备为32852.55亿美元，前值32816.6亿美元。外汇局表示，2025年5月，受主要经济体财政政策、货币政策和经济增长前景等因素影响，美元指数小幅震荡，全球金融资产价格涨跌互现。汇率折算和资产价格变化等因素综合作用，当月外汇储备规模上升。我国经济持续回升向好，经济发展质量稳步提升，为外汇储备规模保持基本稳定提供支撑。

5、美国白宫发表声明称，美国总统特朗普宣布将进口钢铁和铝及其衍生制品的关税从25%提高至50%，该关税政策自美国东部时间2025年6月4日凌晨00时01分起生效。声明表示，美国从英国进口的钢铝关税仍将维持在25%。

6、美国劳工部统计局公布的数据显示，美国5月季调后非农就业人口增13.9万人，创2月以来新低，预期增13.0万人，前值从增17.7万人修正为增14.7万人。3月非农就业总人数从增18.5万下调至增12万，下调6.5万。经过这些修正，3月和4月的就业人数加起来比之前的报告减少了9.5万人。

7、美国5月失业率4.2%，预期4.2%，前值4.2%。

流动性：上周央行逆回购投放9309亿，7天期逆回购到期16026亿，净回笼6717亿元，DR007利率收于1.53%。

利率：1、最新10Y国债收益率收于1.66%，周环比下降1.30BP；30Y国债收益率收于1.88%，周环比下降1.40BP；2、最新10Y美债收益率4.51%，周环比上升10.00BP。

小结：近期流动性投放呵护态度维持，在存单到期压力下开展1万亿买断式逆回购，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。关税放缓而宽货币延续，短期债市走势以震荡为主。后续市场主要关注出口表现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，逢低介入为主。

贵金属

美国总体经济数据弱化，同时洛杉矶移民与当局发生冲突。当前美联储货币政策预期与美元信用冲击因素将令金银价格得到支撑。

美国 5 月 ADP 新增就业人数为 3.7 万人，大幅低于预期的 11 万人和前值的 6.2 万人。美国 5 月 ISM 非制造业 PMI 录得 49.9，低于预期的 52 和前值的 51.6，处于荣枯线以下，是去年六月份以来的新低。美国五月新增非农就业人口数为 13.9 万人，小幅超过预期的 13 万人，低于前值的 17.7 万人。但三月新增非农就业人数由 18.5 万人下修至 12 万人，四月新增非农就业人数由 17.7 万下修至 14.7 万人。两月合计下修新增就业 9.5 万人。非农数据虽超预期，但总体新增就业已经明显弱化，进一步支持美联储在下半年步入新一轮的降息周期。当前 CME 利率观测器显示，市场预期今年下半年，美联储将分别在九月以及十二月议息会议中进行 25 个基点的降息操作。

特朗普当地时间 8 日在社交媒体表示洛杉矶已被罪犯和非法移民入侵占领，他将指示相关部门驱逐非法移民、恢复秩序。洛杉矶移民冲突事件体现出了特朗普政府所施行的政策加剧美国社会内部矛盾，进一步冲击美元信用，对金价形成提振。

当前贵金属策略上建议维持多头思路，在联储货币政策预期边际宽松的背景下白银价格表现将会更为强势，沪金主力合约参考运行区间 756-809 元/克，沪银主力合约参考运行区间 8545-9500 元/千克。

铂族金属

金价高企对于黄金首饰需求形成冲击，铂金首饰的购买价值凸显：2025 年以来，受到特朗普政府扩张性财政法案以及其关税政策风险的影响，黄金价格表现强势，持续上涨至历史新高水平。2025 年 1 月 2 日至 6 月 3 日，COMEX 黄金主力合约价格上涨 27.8%至 3376.9 美元/盎司。高金价在凸显黄金金融属性的同时，也令黄金饰品消费持续承压。2025 年一季度，中国首饰用金需求为 125.3 吨，较去年同比下降 32%。在此背景下，同为贵金属饰品的铂金首饰购买价值凸显。近年来铂金首饰需求表现疲软，2024 年，中国铂金首饰需求量仅为 12.8 吨，占全球铂金首饰总需求量的比例为 33%，而全球首饰用铂量在 2024 年仅为 28.9 吨，与 2023 年基本持平，处于近 20 年以来的最低水平。而从价格来看，黄金与铂金的价格比值也已达到 3 以上的历史高位水平。

首饰端铂金对于黄金的替代将大幅加剧铂金的供不应求格局：不同于金银，铂族金属的供应和需求绝对量较少。LSEG 数据显示，统计范围内矿产铂金总量在 2024 年仅为 166.71 吨，矿产钌金供应总量仅为 198.2 吨。供应有限的背景下，铂金需求端若产生持续性的增量，其供需矛盾将会出现显著扩大。铂金策略上建议维持多头思路，关注 NYMEX 铂金主力合约上方 1348.2 美元/盎司一线压力位，NYMEX 铂金主力合约参考运行区间 1104-1531 美元/盎司。

钌金受到燃油汽车行业关税冲击的影响偏大，后续价格表现将弱于铂金：汽车尾气催化剂需求在钌金总需求中的占比远高于铂金，2024 年尾气催化剂需求占钌金总需求的比重达到 86.5%（对比铂金的 48%），因此在美国关税政策对于汽车产量形成不利因素的背景下，钌金需求端所受到的冲击将高于铂金，且其在珠宝首饰领域的应用十分有限。2025 年钌金尾气催化剂需求的减量将大于其供给端的收缩，全球钌金在 2025 年将呈现小幅供过于求的局面，供给余量为 3.2 吨。钌金策略上建议维持观望，NYMEX 钌金主力合约参考运行区间 992-1126 美元/盎司。

有色金属类

铜

美国提高钢铝关税带动美铜上涨，叠加白银价格大幅上涨，铜价冲高，上周伦铜收涨 1.83%至 9670 美元/吨，沪铜主力合约收至 78620 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比减少 0.9 万吨，其中上期所库存增加 0.2 至 10.7 万吨，LME 库存减少 1.7 至 13.2 万吨，COMEX 库存增加 0.7 至 17.0 万吨。上海保税区库存减少 0.3 万吨。当周铜现货进口亏损扩大，现货进料加工出口窗口开启，洋山铜溢价下降。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 升水提高至 69.8 美元/吨，国内基差报价下滑，周五上海地区现货对期货升水 75 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差扩大至 1380 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延续回升。根据 SMM 调研数据，上周精铜制杆企业开工率下滑，需求环比下滑。

价格层面，中美将进行经贸磋商机制首次会议，而国内经济数据预计偏弱，铜情绪面偏中性。产业上看铜原料供应较为紧张，但加工费边际企稳，加之消费端韧性有所减弱，铜价上方压力加大，而支撑来自临近交割近月合约持仓仍高，以及国内出口预期增多，短期铜价预计高位震荡。本周沪铜主力运行区间参考：77200-79200 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9450-9800 美元/吨。

铝

上周铝价下探回升，沪铝主力合约收平（截至周五收盘），伦铝微涨 0.12%至 2451 美元/吨。国内铝锭库存延续去化，社会库存录得 50.4 万吨，周环比减少 0.7 万吨，保税区库存周环比增加 0.3 至 11.9 万吨，临近交割现货基差报价下滑，周五上海地区现货升水期货 80 元/吨。LME 市场铝库存周环比减少 0.9 至 36.4 万吨，Cash/3M 维持贴水。供应方面，上周国内电解铝产量延续小幅抬升，铝厂库存小幅下滑。需求方面，上周铝材开工率整体下滑，终端线缆开工率有所走弱，电解铝出库量亦环比减少。

展望后市，国内商品氛围有所改善，但仍不稳固。近期铝锭和铝棒库存去化继续支撑铝价，当前铝棒加工费处于中等水平，国内铝库存有望继续去化，但美国提高进口铝产品关税导致需求预期承压，加之需求季节性偏淡，预计铝价震荡偏弱运行。本周国内主力合约运行区间参考：19800-20200 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2380-2500 美元/吨。

锌

价格回顾：上周锌价止跌企稳，截至周五沪锌指数收涨 0.14% 至 22289 元/吨，单边交易总持仓 23.5 万手。截至周五下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期跌 11 至 2690 美元/吨，总持仓 21.78 万手。SMM0# 锌锭均价 22660 元/吨，上海基差 345 元/吨，天津基差 265 元/吨，广东基差 305 元/吨，沪粤价差 40 元/吨。国内结构：上期所锌锭期货库存录得 0.2 万吨，根据上海有色数据，国内社会库存小幅录增至 7.93 万吨。内盘上海地区基差 345 元/吨，连续合约-连一合约价差 170 元/吨。海外结构：LME 锌锭库存录得 13.72 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 6.21 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-35.51 美元/吨，3-15 价差-43.64 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.153，锌锭进口盈亏为-325.68 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 23.5 万实物吨，锌精矿工厂库存 60.5 万实物吨。本周镀锌结构件开工率录得 59.58%，原料库存 1.3 万吨，成品库存 38.7 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 53.68%，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 59.50%，原料库存 0.3 万吨，成品库存 0.6 万吨。

总体来看：6 月 5 日美联储卡什卡利表态边际转鸽，6 月 6 日美国非农数据略超预期，特朗普表示联储主席应将利率下调 100BP，联储降息预期升温，白银、铂金等稀贵金属强势上行，拉动商品市场氛围边际转暖，或将拉动锌价小幅反弹。但从基本面视角来看，锌矿维持过剩态势，锌冶炼厂利润长期横移后再度抬升，锌锭亦有较大增量预期，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：上周铅价下探回升，截至周五沪铅指数收涨 0.49% 至 16775 元/吨，单边交易总持仓 8.69 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期涨 11 至 1990.5 美元/吨，总持仓 14.55 万手。SMM1# 铅锭均价 16500 元/吨，再生精铅均价 16525 元/吨，精废价差-25 元/吨，废电动车电池均价 10125 元/吨。国内结构：上期所铅锭期货库存录得 4.18 万吨，据钢联数据，国内社会库存录增至 5.08 万吨。内盘原生基差-145 元/吨，连续合约-连一合约价差-45 元/吨。海外结构：LME 铅锭库存录得 28.27 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 4.64 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-23.08 美元/吨，3-15 价差-62.4 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.174，铅锭进口盈亏为-745.19 元/吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存 1.0 万吨，工厂库存 44.7 万吨，折 27.0 天。铅精矿进口 TC-45 美元/干吨，铅精矿国产 TC600 元/金属吨。原生开工率录得 70.46%，原生锭厂库 1.7 万吨。再生端，铅废库存 9.3 万吨，再生铅锭周产 2.6 万吨，再生锭厂库 2.9 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 60.39%。

总体来看：6 月 5 日美联储卡什卡利表态边际转鸽，6 月 6 日美国非农数据略超预期，特朗普表示联储主席应将利率下调 100BP，联储降息预期升温，白银、铂金等稀贵金属强势上行，拉动商品市场氛围边际转暖，或将拉动铅价小幅反弹。但从基本面视角来看，下游蓄企降价促销，终端采买乏力，蓄企开工率骤降至 60% 一线，下游消费持续转弱。银价上行后，原生铅冶利润抬升，原生铅冶开工率再升至 70% 一线。再生铅利润维持低位，但由于原生开工高企、下游收货放缓，再生铅成品库存维持 2.9 万吨的高位，下方支撑乏力，预计铅价维持偏弱运行。

镍

上周镍价震荡运行。镍矿端，菲律宾苏里高矿区降雨频繁，装船出货受阻，印尼镍矿同样受天气影响，供应维持紧缺，虽然下游需求转弱，但镍矿价格依旧坚挺。镍铁方面，冶炼厂普遍面临成本倒挂的情况，部分成本较高的印尼冶炼厂降低生产负荷，推动镍铁价格持稳反弹。中间品方面，5月印尼MHP项目陆续恢复，但MHP流通现货依旧偏紧，短期价格仍在高位运行。硫酸镍方面，部分三元前驱体企业6月排产乐观，对镍盐价格接受度增强，硫酸镍均价有走强预期。综合而言，短期镍基本面略有回暖，但后期仍旧偏空，操作上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

上周缅甸锡矿供应意外缩减，下游补库需求释放支撑锡价触底反弹。供应方面，市场消息称泰国相关部门6月4日起暂停缅甸地区向泰国本地的锡矿石运输，缅甸南部锡矿或无法经由泰国地区周转进入国内，预计6月国内锡矿进口将出现500-1000吨的减量；原料紧缺下，锡精矿加工费维持在历史低位，云南与江西两个重要产锡省份的精炼锡冶炼企业的开工率保持在较低水平，本周总计开工率达53.86%，较年初下滑近10个百分点，且部分冶炼企业计划6月开始实行梯度减产，进一步缩减锡锭供应。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；本周锡价触底25万/吨，多数下游企业订采购意愿有所增加，但随着价格爬升，下游逢低补库意愿降低，现货成交热情下降明显。库存方面，本周SMM三地库存报，较上周减少。综上，锡供给端虽有转松预期但短期仍面临较大不确定性，下游企业库存水平普遍较低，逢低采买需求旺盛，构成价格支撑。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60537元，周内-0.33%。MMLC电池级碳酸锂报价59600-62000元，工业级碳酸锂报价58500-59800元。LC2507合约收盘价60440元，周内涨1.07%，主力合约收盘价贴水MMLC电碳平均报价360元。SMM澳大利亚进口SC6锂精矿CIF报价595-620美元/吨，周内-2.80%。

基本面：SMM国内碳酸锂周度产量17471吨，环比增5.4%。预计5月国内碳酸锂产量环比下降约2%。乘联会初步统计，5月1-31日，全国乘用车新能源市场零售105.6万辆，同比去年5月增长30%，较上月增长14%，全国新能源市场零售渗透率53.5%，今年以来累计零售438万辆，同比增长34%。6月电池材料进入传统淡季，第三方统计锂电材料开工率环比略减。6月4日，国内碳酸锂周度库存报132432吨，环比上周+861吨（+0.7%）。6月5日，广期所碳酸锂注册仓单33309吨，周内减0.4%。

观点：上周商品市场情绪转好，文华工业品指数周内涨0.99%，碳酸锂等弱势品种反弹企稳。但当前锂盐产量位于高位，年中淡季临近，库存压力不减。短期基本面未发生实质转变，反弹高度易受限，底部震荡概率较高。后续关注商品市场氛围、盘面持仓变化和供给扰动。本周广期所碳酸锂2507合约参考运

行区间 58400-62200 元/吨。

氧化铝

截止 6 月 6 日下午 3 时，氧化铝指数周内大幅下跌 1.96%至 2899 元/吨，持仓减少 1.8 万手至 43.6 万手。主因是利润回升推动氧化铝产能回归，氧化铝供应预计将回归过剩。基差方面，山东氧化铝现货报 3275 元/吨，价格较 A02507 合约升水 335 元/吨，现货升水扩大。

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 10 元/吨、10 元/吨、5 元/吨、5 元/吨、-5 元/吨、0 元/吨。随着氧化铝厂冶炼厂利润回升，多数企业已扭亏为盈，前期减产产能陆续回归，现货价格预计将承压。

进出口方面，周内澳洲 FOB 价格维持 367 美元/吨，进口盈亏回升至 47 元/吨，进口窗口小幅打开。

周内氧化铝社会总库存大幅累库 1.1 万吨至 380.5 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 2.2 万吨、去库 2 万吨、累库 1.2 万吨、累库 4.1 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，尽管几内亚政策波动导致远期供应不确定性加剧，但预计全年矿石供应仍将维持过剩，几内亚矿价格重心较前期或有所上移，预计在 70-80 美元/吨区间维持震荡。

供应端，高频周度数据上，本周国内氧化铝产量 170.7 万吨，较上周增加 4.2 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，周内产量持续回升，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，进口窗口小幅打开。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：2800-3100 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

期现市场：据 MYSTEEL，06 月 09 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 13150 元/吨，环比-0.38%；山东 7%-10% 镍铁出厂价为 955 元/镍，环比+0.53%；废不锈钢均价报 9400 元/吨，环比-1.05%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 12875 元/吨，环比-0.69%。

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 111.77 万吨, 环比+0.85%; 期货仓单本周库存 12.31 万吨, 较上周-10103 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 19.66/69.30/22.81 万吨, 其中 300 系库存环比-3.42%; 本周不锈钢海漂量 6.22 万吨, 环比+90.21%, 卸货量 5.56 万吨, 环比-23.96%。

成本: 本周山东 7%-10%镍铁出厂价 965 元/镍, 较上周+5 元/镍, 福建地区铁厂当前亏损 81 元/镍。

观点: 从供需格局来看, 当前行业面临高库存与弱需求的双重挤压, 叠加成本支撑弱化及宏观经济下行压力, 多重利空因素共同制约市场表现。目前市场情绪偏悲观, 价格运行呈现明显的下行压力。不锈钢市场短期内仍将持续承压。

黑色建材类

钢材

螺纹钢 5 月产量为 1140.43 万吨, 较去年同期减少 30.76 万吨。表观消费量为 1261.71 吨, 较去年同期减少 84.64 万吨。库存为 581.05 万吨, 较去年同期减少 192.62 万吨。5 月热卷产量为 1576.89 万吨, 较去年同期减少 39.90 万吨, 热卷消费量为 1611.77 万吨, 较去年同期增加 4.2 万吨。热卷库存为 332.81 万吨, 较去年同期减少 86.43 万吨。

本周铁水日均产量为 241.8 万吨, 较上周环比下降 0.11 万吨, 铁水产量持续回落, 降幅略低市场预期。利润方面, 华东地区螺纹高炉利润维持 83 元/吨附近; 谷电利润为-105 元/吨, 长流程利润降幅较小; 由于成材价格跌幅较大, 废钢价格较为坚挺, 电炉利润下降明显。钢厂盈利率与上周持平, 盈利水平处于年内相对高点。

上周商品市场氛围较好, 成材价格呈现震荡偏强走势。宏观层面, 中美双方进行新一轮电话会谈, 交流氛围融洽, 市场对中美合作预期改善, 带动商品情绪回暖。基本面方面, 螺纹钢表观需求环比减少 19.6 万吨, 但库存继续下降, 反映出需求依旧偏弱, 整体基本面表现中性偏弱。热轧卷板方面, 供给有所增加, 需求延续低迷, 库存出现小幅累积。出口方面, 本周出口量小幅回升, 但出口重心下移趋势明显。总体来看, 当前市场已进入传统淡季, 终端需求走弱迹象愈发明显。关税政策反复, 对市场情绪形成扰动; 叠加国内中长期钢材需求仍面临较大压力, 市场信心不足。后续需重点关注关税政策的最新动向、终端实际需求的恢复情况以及成本端对价格的支撑力度。

锰硅硅铁

盘面走势角度, 日线级别上锰硅仍延续 2 月份以来的下跌趋势, 短期在创下新低后缩量向上反提, 关注上方 5700 元/吨以及右侧趋势线处压力位。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升行情。

硅铁方面, 日线级别同样处于今年 2 月份以来的下跌趋势之中, 且盘面表现明显弱于锰硅(在底部横移且仍被压制在加速下跌趋势线之下), 我们仍提示警惕价格继续走低风险, 关注下方 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。

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，我们认为其主要的原因为我们一直强调的“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 3510.4 万吨，环比增加 79.4 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2919.4 万吨，环比增加 50.6 万吨。澳洲发运总量 2169.9 万吨，环比增加 249.3 万吨，其中澳洲发往中国的量 1892.0 万吨，环比增加 392.2 万吨。巴西发运总量 749.6 万吨，环比减少 198.7 万吨。中国 47 港到港总量 2673.9 万吨，环比增加 76.5 万吨；中国 45 港到港总量 2609.3 万吨，环比增加 72.8 万吨。日均铁水产量 241.8 万吨，环比上周减少 0.11 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存总量 14400.31 万吨，环比下降 69.27 万吨。

供给方面，最新一期铁矿石发运量环比继续增加，澳洲发运冲高，巴西发运量高位回落，非主流国家发运小幅增长。需求方面，最新一期钢联口径日均铁水产量下降至 241.8 万吨，检修高炉多于复产高炉数量。终端需求方面，上周螺纹表需降幅明显，总体表需偏弱。库存端，港口疏港量较高位继续回落，港口库存拐点暂未显现，钢厂进口矿库存小幅降低。往后看，铁矿石供需边际转弱，供给增量有所兑现，但铁水大幅下滑的拐点尚需等待，同时炉料端孱弱的煤焦依旧在为铁矿石让渡空间，煤焦触底后对于矿石的压价诉求或将更强。宏观方面，中美会谈近期开始，进展或对市场情绪有一定影响。综合看矿价短期仍偏震荡运行，后续关注供需边际变化以及宏观事件影响。

工业硅

日线级别，工业硅盘面价格仍处于下跌趋势中，但盘面在 6 月 4 日放巨量反弹后持续放量减仓，短期维持底部震荡的概率高，提示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，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

NR 和 RU 震荡整理。目前橡胶供应季节性增加，需求平淡。价格大幅下跌后风险已多数释放，上涨需要等待新的驱动因素。

现货方面，泰标混合胶 13550 元。STR20 报 1680 美元。STR20 混合 1670 美元。

江浙丁二烯 9550 元。华北顺丁 11400 元。

操作建议：

胶价震荡整理。建议短多或者中性思路，短线操作，快进快出。

关注多 RU2601 空 RU2509 的波段操作机会。

1) 重卡同比小增。

2025 年 5 月，重卡销 8.5 万辆（批发口径，包含出口和新能源），环比小降 3%，同比去年 7.82 万辆上涨约 9%。1-5 月，我国重卡市场累计销量约为 43.75 万辆，同比小增约 1%。

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平淡中性。

截至 2025 年 6 月 5 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 63.45%，较上周走低 1.33 个百分点，较去年同期走高 2.56 个百分点。轮胎厂库存消耗慢。国内半钢胎企业开工负荷为 73.49%，较上周走低 4.39 个百分点，较去年同期走低 6.75 个百分点。海外新接订单表现不佳。

4) 库存小幅下降。

截至 2025 年 6 月 1 日，中国天然橡胶社会库存 128 万吨，环比下降 2.8 万吨，降幅 2.1%。中国深色胶社会总库存为 76.3 万吨，环比下降 3.4%。中国浅色胶社会总库存为 51.7 万吨，环比降 0.1%。

5) ANRPC 产量小幅波动。

2025 年 04 月，橡胶产量 565.5 千吨，同比 2.43%，环比 2.46%，累计 2939 千吨，累计同比 3.05%。

2025 年 04 月，泰国产量 105.7 千吨，同比-4.00%，环比-29.16%，累计 1160 千吨，累计同比 4.39%。

2025 年 04 月，印尼产量 194.1 千吨，同比 7.30%，环比-7.26%，累计 800 千吨，累计同比-4.11%。

2025 年 04 月，越南产量 80.9 千吨，同比 1.13%，环比 72.49%，累计 219 千吨，累计同比 2.10%。

原油

行情方面：截至周五，WTI 主力原油期货收涨 1.50 美元，涨幅 2.40%，报 64.77 美元；布伦特主力原油期货收涨 1.36 美元，涨幅 2.08%，报 66.65 美元；INE 主力原油期货收涨 2.40 元，涨幅 0.52%，报 466.1 元。

地缘政治：美国财政部对伊朗实施新一轮制裁，包括 10 名个人和 27 个实体。伊朗方面谴责美国，并称其一系列动作为种族歧视。整体地缘政治方面再度升温。

宏观方面：5 月非农新增 13.9 万人，小幅超过预期 5 月非农新增 13.9 万人。数据公布后市场下调了降息预期，9 月份降息概率下降至 90%。美国 5 月宏观数据仍显韧性。

供给方面：美国产量持续回升至 13.41 百万桶/日；贝克休斯钻机环比减 4 台至 461 台。OPEC 宣布 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大幅抬升至 93.40%。；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 436.06 百万桶，总成品油库存环比累库至 402.86 百万桶；中国原油港口库存去库至 204.55 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 42.19 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

供应端随着前期检修装置回归开工开始见底回升，处于同期高位，企业利润高位持续回落，预计短期供应仍将维持高位。需求端港口 MTO 装置开工回到高位，传统需求本周开工整体有所回升，需求小幅好转，港口整体累库速度偏慢，价格表现偏强。内地供增需弱，价格走低，港口与内地价差持续扩大。整体来看，后续国内供应依旧较为充裕且宏观环境偏弱，甲醇或有进一步回落可能，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

周四盘面大幅下跌 52 元/吨，现货跌幅较小，基差继续走阔。基本面来看，供应维持高位，日产持续走高，而需求端复合肥夏季肥逐步结束，企业开工快速回落，对尿素需求减少，尿素企业预收订单持续回落。供增需减格局下企业库存累至同期高位，加上前期利好刺激下盘面基差回落至同期低位，盘面估值相对较高，因此在当前基本面走弱背景下盘面价格开始持续下跌。后续来看供应持续高位，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：加拿大阿尔伯塔油砂发生野火，其损失量已可以覆盖 OPEC+7 月增产量。

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

成本端：本周 WTI 原油上涨 3.99%，Brent 原油上涨 1.86%，煤价下跌-0.33%，甲醇上涨 2.52%，乙烯上涨 1.16%，丙烯下跌-0.35%，丙烷下跌-0.84%。成本端价格反弹。

供应端：PE 产能利用率 76.84%，环比下降-3.14%，同比去年下降-2.21%，较 5 年同期下降-6.72%。PP 产能利用率 78.14%，环比上涨 3.17%，同比去年上涨 8.09%，较 5 年同期下降-13.63%。根据投产计划观察，6 月聚烯烃供给端聚丙烯存 220 万吨计划产能，为全年单月最大量。

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 39.14%，环比下降-0.41%，同比下降-4.86%。PP 下游开工率 50.01%，环比下降-0.56%，同比下降-1.94%。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 51.77 万吨，环比累库 7.41%，较去年同期累库 10.55%；PE 贸易商库存 5.83 万吨，较上周累库 0.25%；PP 生产企业库存 60.51 万吨，本周环比累库 9.36%，较去年同期累库 14.56%；PP 贸易商库存 14.76 万吨，较上周累库 8.45%；PP 港口库存 6.64 万吨，较上周累库 2.31%。

小结：加拿大阿尔伯塔油砂发生野火，其损失量已可以覆盖 OPEC+7 月增产量。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(6800-7100)。

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 2250 元/吨，周同比下跌 100 元/吨；山东电石价格报 2830 元/吨，周同比下跌 100 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 80.7%，环比上升 2.5%；其中电石法 82.3%，环比上升 4.1%；乙烯法 76.5%，环比下降 1.6%。本周供应端负荷上升，主因金泰、伊利南岗、新疆天业、宜化提升负荷，下周预期负荷小幅下降。检修季结束，供应压力逐渐增大，新装置方面 6-7 月投产压力较大，其中金泰化学新装置已投产。

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；三大下游开工小幅上升，管材负荷 44.4%，环比上

升 1%；薄膜负荷 74.4%，环比上升 0.6%；型材负荷 38.1%，环比下降 1.2%；整体下游负荷 46.3%，环比上升 0.1%，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 62.6 万吨，环比上升 8.6 万吨。

库存：本周厂内库存 39.8 万吨，环比累库 1.4 万吨；社会库存 58.9 万吨，环比去库 0.9 万吨；整体库存 98.7 万吨，环比累库 0.5 万吨；仓单数量小幅上升。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好转，检修季结束，后续产量预期回升，并且近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，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，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：本周震荡下跌，09 合约单周下跌 98 元，报 4261 元。现货端华东价格下跌 87 元，报 4408 元。基差下降 31 元，截至 6 月 6 日为 123 元。9-1 价差下降 58 元，截至 6 月 6 日为 21 元。

供应端：本周 EG 负荷 59.9%，环比持平，其中合成气制负荷 59.8%，环比上升 2.6%；乙烯制负荷 60.2%，环比下降 1.1%。合成气制装置方面，内蒙古兖矿、阳煤检修，陕西榆林重启；油化工方面，扬子巴斯夫重启，卫星石化检修。海外方面美国 Indorama、乐天重启。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 10.8 万吨，环比上升 3.2 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 91.1%，环比下降 0.6%，其中长丝负荷 89.8%，环比上升 0.2%；短纤负荷 92.1%，环比下降 1.1%；瓶片负荷 79.9%，环比下降 2%。装置方面，三房巷 50 万吨瓶片减产，荣盛 50 万吨长丝、盛虹 6 万吨长丝重启。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，后续存在负荷持续下降预期。终端方面，产成品库存小幅上升，订单下降，加弹负荷 80%，环比下降 2%；织机负荷 68%，环比下降 1%；涤纱负荷 68.5%，环比下降 0.5%。纺服零售 4 月国内零售同比+2.2%，出口同比+2.4%。

库存：截至 6 月 3 日，港口库存 62.1 万吨，环比去库 6.6 万吨；下游工厂库存天数 11.5 天，环比下降 0.7 天。短期看，到港量本周上升，出港量下降，本周港口库存预期持稳。国内仍处于检修季，整体为去库格局。

估值成本端：本周石脑油制利润上升 26 元至-318 元/吨，国内乙烯制利润下降 56 元至-446 元/吨，煤制利润上升 41 至 1218 元/吨。成本端乙烯 780 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 450 元/吨，成本本周煤炭下跌，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，但海内外检修装置逐渐开启，下游开工高位下降，预期港口库存去化将逐渐放缓。终端上关税窗口期内出口表现持续偏强，聚酯化纤库存压力中性，短期难以形成负反馈压力。与此同时由于估值修复幅度较大，检修季将逐渐结束，存在估值回调风险。

PTA

价格表现：本周走势震荡下跌，09 合约单周下跌 162 元，报 4652 元。现货端华东价格下跌 50 元，报 4895 元。现货基差上升 6 元，截至 6 月 6 日为 225 元。9-1 价差下跌 62 元，截至 6 月 6 日为 136 元。

供应端：PTA 负荷 81.3%，环比上升 4.9%，装置方面，嘉通能源、逸盛大化、独山能源重启，台化重启推后。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 91.1%，环比下降 0.6%，其中长丝负荷 89.8%，环比上升 0.2%；短纤负荷 92.1%，环比下降 1.1%；瓶片负荷 79.9%，环比下降 2%。装置方面，三房巷 50 万吨瓶片减产，荣盛 50 万吨长丝、盛虹 6 万吨长丝重启。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，后续存在负荷持续下降预期。终端方面，产成品库存小幅上升，订单下降，加弹负荷 80%，环比下降 2%；织机负荷 68%，环比下降 1%；涤纱负荷 68.5%，环比下降 0.5%。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 30 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）220.8 万吨，环比去库 9.4 万吨，延续去库趋势。下游负荷仍然偏高，PTA 检修季延续，PTA 库存仍将持续去化。

利润端：本周现货加工费上升 81 元，截至 6 月 6 日为 451 元/吨；盘面加工费下跌 7 元，截至 6 月 6 日为 351 元/吨。

小结：本周受石脑油及 PX 估值压缩影响，震荡下跌，加工费变化较小。后续来看，供给端仍处于检修季，需求端聚酯化纤库存压力中性，预期不会大幅减产，负反馈压力较小，PTA 将持续去库，PTA 加工费有支撑。估值方面，PXN 在 PTA 投产带来的格局改善预期下难以大幅下跌，PTA 将在目前估值高度震荡。

对二甲苯

价格表现：本周走势震荡下跌，09 合约单周下跌 232 元，报 6556 元。现货端 CFR 中国下跌 24 美元，报 818 美元。现货折算基差下跌 137 元，截至 6 月 6 日为 218 元。9-1 价差下跌 68 元，截至 6 月 6 日为 180 元。

供应端：本周中国负荷 87%，环比上升 4.9%；亚洲负荷 75.1%，环比上升 3.1%。装置方面，中海油惠州重启，青岛丽东负荷提升，海外印尼 TPPI 重启中，日本出光 40 万吨装置重启、27 万吨装置检修。进口方面，5 月韩国 PX 出口中国 30.3 万吨，同比下降 8.7 万吨。整体上，国内检修季结束，后续检修量将逐渐减少。

需求端：PTA 负荷 81.3%，环比上升 4.9%，装置方面，嘉通能源、逸盛大化、独山能源重启，台化重启推后。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：4 月底社会库存 451 万吨，环比去库 17 万吨，根据平衡表 6 月去库放缓。

估值成本端：本周 PXN 截至 6 月 5 日为 263 美元，同比下降 19 美元；石脑油裂差下降 27 美元，截至 6 月 5 日为 79 美元，原油震荡向上。芳烃调油方面，本周美国汽油裂差走弱，美韩芳烃价差震荡，调油相对价值偏弱。

小结：本周原油走强背景下，石脑油裂差及 PXN 压缩带动 PX 下跌。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，聚酯库存中性，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：周末国内猪价主流下跌，局部上涨，河南均价涨 0.03 元至 13.99 元/公斤，四川均价落 0.13 元至 13.74 元/公斤，养殖集团出栏较多，生猪供应充沛，但气温上升，终端需求欠佳，导致猪价下降，预计短期仍偏弱。

供应端：3 月官方母猪存栏 4039 万头，环比小幅回落 0.7%，仍比正常母猪量多 3.6%，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：天热后养殖端降重积极，同时二育入场者寥寥，散户栏位下降，市场累库告一段落，现货偏弱背景下近月跟跌，但贴水背景下或跌幅有限，弱震荡为主；近端释放产能有助于远端企稳，但后期新一轮矛盾有待积累，远月等待逢高抛空。

鸡蛋

现货：周末国内蛋价主流稳定，局部偏弱，北京现货落 0.06 元至 2.87 元/斤，黑山落 0.1 元至 2.4 元/斤，馆陶持平于 2.58 元/斤，供应量仍较充足，小蛋压力略大，下游受高温天气影响，鲜品拿货较谨慎，储备冷库蛋现象随着蛋价走低而逐渐增多，预计本周蛋价稳弱为主，波动空间或不大。

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%；老鸡出栏有所增多，淘鸡-白鸡价差从高位略有回落，但仍未看到超淘发生，淘鸡鸡龄仍维持在 532 天左右的偏高水平，下降缓慢。

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：淘鸡持续放量，鸡龄继续下滑，但大幅淘汰仍处初始阶段，且老鸡占比不高，较难对冲新增开产的压力，导致理论供应仍处增势；消费端随着全国湿热增多，下游快速走货为主，囤货情绪减弱；考虑现货弱稳仍将持续，盘面近月仍为挤升水的逻辑，逢高抛空为主，持仓过大时留意远月下方支撑。

豆菜粕

美豆产区未来两周降雨偏好，覆盖大部分产区，不过爱荷华州及以北降雨偏少。巴西升贴水近期有所上调，大豆到港成本小幅上涨，后期升贴水可能仍有上行，因巴西雷亚尔近期有升值迹象，不过会受到今年巴西大豆销售进度缓慢抑制。25/26 年度美豆面积下降，单产的扰动使得总产量容易下调，美豆如果没有宏观走弱的驱动，新年度可能是震荡筑底的过程。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。周末国内豆粕现货稳定或略涨，因压榨量处于高位，供应宽松，华东低价报 2820 元/吨，国内豆粕成交较弱，开机率较高。后续大豆、豆粕库存预计仍然维持累库趋势，不过由于前期开机延迟等，下游目前积极补库，油厂库存压力相对后移。策略上，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

马棕 5 月高频数据预示库存小幅累积，不过印尼、印度、中国棕榈油库存均较低，导致棕榈油有一定支撑，上周印度降低棕榈油进口关税，短期也有利于棕榈油出口。中期来看若棕榈油产量仍保持快速恢复，油脂价格仍然承压。美豆油方面因提交的规则或低于市场预期大幅下跌。国内现货基差震荡小幅回落。广州 24 度棕榈油基差 09+400 (0) 元/吨，江苏一级豆油基差 09+280 (0) 元/吨，华东菜油基差 09+150 (0) 元/吨。策略上，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，印度降低食用油进口关税利于棕榈油出口，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，截至周五 ICE 原糖 7 月合约收盘价报 16.51 美分/磅，较之前一周下跌 0.59 美分/磅，或 3.45%。消息方面，据巴西对外贸易秘书处最新数据显示，5 月巴西出口食糖 255 万吨，同比减少 55 万吨。据巴西航运机构 Williams 最新发布的数据显示，截至 6 月 4 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 90 艘。港口等待装运的食糖数量为 324.7 万吨，较此前一周的 338.66 万吨下降 4%。

国内市场回顾：上周郑糖价格偏弱震荡，截至周五郑糖 9 月合约收盘价报 5735 元/吨，较之前一周下跌 28 元/吨，或 0.49%。消息方面，据巴西航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 6 月 4 日当周，巴西对中国食糖出口待运量为 0 万吨，环比前一周持平；在途量为 28.71 万吨，环比前一周持平。据中国糖业协会公布的最新数据显示，5 月全国单月销糖 86.92 万吨，同比增加 2.29 万吨；全国工业库存为 304.83 万吨，同比减少 32.21 万吨；累计产销率 72.69%，同比加快 6.52 个百分点。

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延续震荡，截至周五美棉花期货 7 月合约收盘价报 65.58 美分/磅，较之前一周上涨 0.49 美分/磅，或 0.75%。消息方面，据美国农业部 (USDA) 最新公布的出口销售报告数据显示，截至 5 月 29 日当周，美国棉花出口装船 7.42 万吨。较之前一周增加 15%，较前四周均值增加

1%。美国当前市场年度棉花出口销售净增 2.64 万吨，较之前一周减少 8%，较前四周均值减少 2%；下一年度棉花出口销售净增 0.91 万吨。

国内市场回顾：上周郑棉价格止跌反弹，截至周五郑棉 9 月合约收盘价报 13360 元/吨，较之前一周上涨 85 元/吨，或 0.64%。据 Mysteel 数据显示，截至 6 月 6 日当周纺纱厂开机率为 74%，环比前一周减少 0.3 个百分点；织布厂开机率为 42.1%，环比前一周减少 0.2 个百分点；全国棉花周度商业库存 321 万吨，同比去年减少 4 万吨（前一周同比持平）。据新华社报道，6 月 5 日晚国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话。两国元首同意双方团队继续落实好日内瓦共识，尽快举行新一轮会谈。

观点及策略：从基本面来看，虽然旺季已过，但下游开机率跌幅不大。供应方面，进口窗口基本关闭，使得棉花库存持续去化，基本面边际有好转。从整体商品市场来看，受中美双方元首通话影响，短线文华商品指数有所反弹，但仍未摆脱下行趋势。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