文字早评 **2025/06/06 星期五**

宏观金融类

股指

前一交易日沪指+0.23%，创指+1.17%，科创 50+1.04%，北证 50-0.29%，上证 50+0.05%，沪深 300+0.23%，中证 500+0.54%，中证 1000+0.72%，中证 2000+0.59%，万得微盘+0.18%。两市合计成交 12904 亿，较上一日+1374 亿。

宏观消息面：

1、中国 5 月财新服务业 PMI 录得 51.1，较 4 月上升 0.4 个百分点，可见服务业经营扩张速度加快。

2、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 6 月 4 日凌晨 00 时 01 分起生效。

3、证监会：深化资本市场科技金融体制机制改革； 不断推动科技创新和产业创新深度融合；切实加强对投资者特别是中小投资者合法权益的保护；更大力度支持服务科技创新和新质生产力发展。

资金面：融资额+22.38 亿；隔夜 Shibor 利率-0.00bp 至 1.4080%，流动性较为宽松；3 年期企业债 AA-级别利率-0.92bp 至 3.0011%，十年期国债利率+0.59bp 至 1.6755%，信用利差-1.51bp 至 133bp；美国 10 年期利率-9.00bp 至 4.37%，中美利差+9.59bp 至-269bp。

市盈率：沪深 300:12.56，中证 500:29.10，中证 1000:40.14，上证 50:10.91。

市净率：沪深 300:1.31，中证 500:1.80，中证 1000:2.10，上证 50:1.20。

股息率：沪深 300:3.44%，中证 500:1.73%，中证 1000:1.44%，上证 50:4.42%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.66%/-1.66%/-2.62%/-3.58%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.80%/-2.05%/-4.15%/-6.43%；IM 当月/下月/当季/隔季：-1.06%/-2.57%/-5.29%/-8.26%；IH 当月/下月/当季/隔季：-0.67%/-1.82%/-2.02%/-2.08%。

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

行情方面：周四，TL 主力合约下跌 0.16%，收于 119.31；T 主力合约下跌 0.01%，收于 108.720；TF 主力合约上涨 0.02%，收于 106.030；TS 主力合约上涨 0.04%，收于 102.430。

消息方面：1、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。2、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）。

流动性：央行周四进行 1265 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。因当日有 2660 亿元逆回购到期，实现净回笼 1395 亿元。

策略：近期流动性投放呵护态度维持，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。中美元首通话新进展短期利于风险偏好提升。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

沪金跌 0.46%，报 780.78 元/克，沪银涨 2.89%，报 8715.00 元/千克；COMEX 金涨 0.17%，报 3380.70 美元/盎司，COMEX 银涨 0.14%，报 35.86 美元/盎司；美国 10 年期国债收益率报 4.4%，美元指数报 98.69；

市场展望：

昨夜公布的美国经济数据进一步弱化，美联储下半年边际宽松的货币政策预期强化，金银比价显著回落，白银价格表现更为强势，沪银价格创下历史新高。

美国至 5 月 31 日当周初请失业金人数为 24.7 万人，高于市场预期的 23.5 万人以及前值的 23.9 万人，为去年十月份以来的最高水平。结合日前公布的大幅低于预期的美国 ADP 就业数据，我们可以看到美国劳动力市场已出现显著边际转弱的迹象。同时，欧洲央行昨日再度进行降息操作，将三大主要利率下调 25 个基点，欧元兑美元汇率在美元指数中权重最高，欧洲的持续降息利于美联储后续货币政策的进一步宽松。今夜将公布美国 5 月新增非农就业人口数以及失业率，当前市场预期新增非农就业人数为 13 万人，低于前值的 17.7 万人，在弱势的 ADP 就业数据以及周度失业金数据的情况下，非农存在较大可能性低于预期。

美联储下半年进一步降息的市场预期强化，在经济数据和联储成员表态的双重驱动下，市场虽未定价联储在六月份进行降息，但对于九月份议息会议降息 25 个基点的概率预期由 5 月 1 日的 13.3%上升至当前的 97.5%。贵金属策略上建议逢低做多，白银具备更大的价格上涨空间，沪金主力合约参考运行区间 757-809 元/克，沪银主力合约参考运行区间 8545-9500 元/千克。

有色金属类

铜

白银价格大幅上涨，美铜明显冲高，中美元首通话后美铜回落，昨日伦铜收涨 0.61%至 9707 美元/吨，沪铜主力合约收至 78570 元/吨。产业层面，昨日 LME 库存减少 3350 至 138000 吨，注销仓单比例提高至 60.4%，Cash/3M 升水扩大。国内方面，社会库存较周一小幅下滑，昨日上期所铜仓单微降至 3.2 万吨，维持偏低水平，上海地区现货升水期货下调至 90 元/吨，临近交割近月合约连续减仓，月差收窄，基差报价下滑，市场买卖情绪一般。广东地区库存转降，现货贴水期货缩窄至 15 元/吨，交投环比改善。进出口方面，昨日国内铜现货进口亏损 1000 元/吨以上，洋山铜溢价延续下跌。废铜方面，昨日精废价差缩至 1210 元/吨，废铜替代优势降低。价格层面，国内商品氛围有所改善，尽管美国提高钢铝关税对美铜形成向上的刺激，但情绪面持续性待观察。产业上看铜原料供应较为紧张，但加工费边际企稳使得供应紧张情绪边际缓和，叠加消费端韧性有所减弱，铜价上涨阻力加大。今日沪铜主力运行区间参考：77800-79200 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9580-9780 美元/吨。

铝

中美元首通话后国内黑色系商品反弹，央行将加大货币投放，内盘铝价稍强于外盘，昨日伦铝收跌 0.48%至 2475 美元/吨，沪铝主力合约收至 20075 元/吨。昨日沪铝加权合约持仓量 52.6 万手，环比减少 0.2 万手，期货仓单减少 0.1 至 4.8 万吨，维持偏低水平。根据 SMM 统计，国内铝锭社会库存录得 50.4 万吨，较周初减少 1.5 万吨，较上周四减少 0.7 万吨，国内主流消费地铝棒库存录得 13.0 万吨，较周初增加 0.2 万吨，昨日铝棒加工费震荡下滑。现货方面，昨日华东现货升水期货 90 元/吨，环比下调 10 元/吨，下游消费转谨慎。外盘方面，昨日 LME 铝库存 36.6 万吨，环比减少 0.2 万吨，注销仓单比例下滑至 12.0%，Cash/3M 维持小幅贴水。展望后市，国内商品氛围边际改善，海外情绪面不太乐观。近期铝锭和铝棒库存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，有利于国内铝库存去化，并给予铝价支撑，但美国提高进口铝产品关税导致需求预期相对承压，短期铝价或震荡偏弱运行。今日国内主力合约运行区间参考：19900-20200 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2450-2500 美元/吨。

锌

周四沪锌指数收跌 0.33%至 22257 元/吨，单边交易总持仓 24.09 万手。截至周四下午 15：00，伦锌 3S 较前日同期跌 21.5 至 2701 美元/吨，总持仓 21.26 万手。SMM0#锌锭均价 22850 元/吨，上海基差 455 元/吨，天津基差 365 元/吨，广东基差 375 元/吨，沪粤价差 80 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 0.2 万吨，内盘上海地区基差 455 元/吨，连续合约-连一合约价差 290 元/吨。LME 锌锭库存录得 13.63 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 6.31 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-29.28 美元/吨，3-15 价差-42.77 美元/吨。剔汇后盘面沪伦比价录得 1.147，锌锭进口盈亏为-379.71 元/吨。根据上海有色数据，国内社会库存小幅录增至 7.93 万吨。总体来看：近期临近 6 月 19 日联储议息会议，贵金属及有色金属市场波动加大。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

周四沪铅指数收涨 0.17%至 16693 元/吨，单边交易总持仓 8.59 万手。截至周四下午 15：00，伦铅 3S 较前日同期跌 9 至 1979.5 美元/吨,总持仓 14.73 万手。SMM1#铅锭均价 16500 元/吨,再生精铅均价 16500 元/吨，精废价差平水，废电动车电池均价 10125 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 4.17 万吨，内盘原生基差-195 元/吨，连续合约-连一合约价差-15 元/吨。LME 铅锭库存录得 28.16 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 4.78 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-21.98 美元/吨，3-15 价差-59.9 美元/吨。剔汇后盘面沪伦比价录得 1.175，铅锭进口盈亏为-713.39 元/吨。据钢联数据，国内社会库存录增至 5.08 万吨。总体来看：近期临近 6 月 19 日联储议息会议，贵金属及有色金属市场波动加大。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

周四镍价偏强震荡。宏观方面，受美国经济数据转弱影响，美联储表态偏鸽，市场降息预期大幅升温，白银价格表现强势，而有色板块受实际需求拖累整体走势相对较弱，夜盘小幅冲高后便逐步回落。供给端，精炼镍产量处于历史高位。需求端，不锈钢市场表现平平，下游对高价镍接受度有限，目前现货成交依旧偏冷。镍矿端，菲律宾红土镍矿价格持稳，印尼火法矿受需求拖累较难上涨，湿法矿价格下跌后持稳运行。镍铁方面，价格连续走弱之后，企业生产负荷下调，镍铁价格企稳回升。中间品方面，5 月印尼 MHP 项目陆续恢复，但 5 月 MHP 到港量依旧受到 4 月减产影响，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，硫酸镍相较纯镍溢价处于高位。综合而言，宏观不确定性较高，镍短期基本面略有回暖但后续依旧偏空，操作上建议逢高沽空为主。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

周四锡价偏强震荡，主要系缅甸复产节奏偏慢，且部分矿山品位下滑明显，市场对后续锡矿供应有所担忧。需求方面，目前下游焊料、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，但普遍库存水平较低，缅甸复产预期降低后，部分企业刚需补库需求释放。综上，缅甸复产节奏虽不及预期，但供应释放趋势难改，同时下游需求并未有显著增量，预计锡价反弹空间有限。操作上，建议逢高沽空。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

五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 60,537 元，与前日持平，其中 MMLC 电池级碳酸锂报价 59,600-62,000 元，工业级碳酸锂报价 58,500-59,800 元。LC2507 合约收盘价 60,100 元，较前日收盘价-1.60%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 700 元。周四商品市场回落，锂价跟随回调。夜盘商品市场氛围偏多，有望带动锂价偏强震荡。但短期基本面未发生实质转变，当前锂盐产量位于高位，库存压力不减，反弹高度易受限。本周国内碳酸锂产量环增 5.4%，国内库存环比上周+861 吨（+0.7%），其中上游+881 吨，下游和其他环节-20 吨。后续关注商品市场氛围、盘面持仓变化和供给扰动。今日广期所碳酸锂 2507 合约参考运行区间 59,700-61,500 元/吨。

氧化铝

2025 年 6 月 5 日，截止下午 3 时，氧化铝指数日内下跌 3.8%至 2939 元/吨，单边交易总持仓 45.6 万手，较前一交易日增加 2.3 万手。现货方面，各地区现货价格维持不变。基差方面，山东现货价格报 3275 元/吨，升水 07 合约 303 元/吨。海外方面，MYSTEEL 澳洲 FOB 价格维持 367 美元/吨，进口盈亏报 43 元/吨，进口窗口打开。期货库存方面，周四期货仓单报 9.64 万吨，较前一交易日去库 0.6 万吨。矿端，几内亚 CIF 价格上涨 1 美元至 75 美元/吨，澳大利亚 CIF 价格维持 70 美元/吨。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 AO2509 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

周四下午 15：00 不锈钢主力合约收 12690 元/吨，当日-0.24%(-30)，单边持仓 23.21 万手，较上一交易日+84 手。现货方面，佛山市场德龙 304 冷轧卷板报 12950 元/吨，较前日持平，无锡市场宏旺 304 冷轧卷板报 13050 元/吨，较前日-50；佛山基差 260(+30)，无锡基差 360(-20)；佛山宏旺 201 报 8600 元/吨，较前日-50，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 955 元/镍，较前日持平。保定 304 废钢工业料回收价报 9200 元/吨，较前日持平。高碳铬铁北方主产区报价 7900 元/50 基吨，较前日持平。期货库存录得 123122 吨，较前日-1269。据钢联数据，社会库存录得 112.23 万吨，环比增加 2.06%，其中 300 系库存 68.06 万吨，环比增加 1.71%。目前不锈钢行业信心低迷。终端需求持续低萎靡，下游采购谨慎，难以形成有效行情支撑。原料价格下行，成本支撑减弱，预计短期不锈钢市场将延续震荡偏弱格局

黑色建材类

钢材

螺纹钢主力合约下午收盘价为 2959 元/吨,较上一交易日跌 15 元/吨（-0.50%）。当日注册仓单 40167 吨,环比持平。主力合约持仓量为 225.7013 万手，环比减少 23378 手。现货市场方面,螺纹钢天津汇总价格为 3180 元/吨,环比增加 10/吨;上海汇总价格为 3100 元/吨,环比减少 10 元/吨。热轧板卷主力合约收盘价为 3077 元/吨,较上一交易日跌 20 元/吨（-0.64%）。当日注册仓单 135401 吨,环比减少 900 吨。主力合约持仓量为 157.9049 万手，环比增加 2936 手。现货方面,热轧板卷乐从汇总价格为 3220 元/吨,环比减少 20 元/吨;上海汇总价格为 3180 元/吨,环比减少 20 元/吨。

昨日商品氛围较弱，成材价格呈现震荡偏弱走势。宏观方面，墨西哥将在周五要求像英国一样排除在美国 50%的钢铁关税之外，我国 2024 年全年对墨西哥钢材出口量为 216 万吨，如若豁免成功，可能会打开一部分出口窗口。基本面来看，螺纹钢表观需求环比回落 19.6 万吨，库存继续下降。需求延续弱势，

基本面表现中性偏弱。热卷方面，供给增加，需求延续弱势，库存小幅累积。出口方面，本周出口量小幅回升，整体重心下降明显。总体来看，当前市场已进入传统淡季，钢材终端需求走弱迹象愈发明显。关税政策反复，对商品情绪有一定程度影响；国内中长期钢材需求仍面临较大压力。 后续需重点关注关税政策变化、终端实际需求走势及成本端支撑情况。

铁矿石

昨日铁矿石主力合约（I2509）收至 701.00 元/吨，涨跌幅-0.50 %（-3.50），持仓变化+2193 手，变化至 71.85 万手。铁矿石加权持仓量 112.07 万手。现货青岛港 PB 粉 728 元/湿吨，折盘面基差 70.76 元/吨，基差率 9.17%。

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，本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，铁矿石供需边际有所转弱，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，宏观方面，中美高层通话，或对市场情绪有积极影响。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。

玻璃纯碱

玻璃：周四沙河现货报价 1110，环比前日上涨 10 元，现货产销尚可，华中现货报价 1030。本周生产企业累库，截止到 20250605，全国浮法玻璃样本企业总库存 6975.4 万重箱，环比+209.2 万重箱，环比+3.09%，同比+20.15%。折库存天数 31.3 天，较上期+0.9 天。净持仓方面，昨日多空均有增仓，目前盘面价格估值偏低，中美关系阶段缓和的预期带动盘面反弹。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 1230，个别企业价格小幅度调整为主。因夏季检修供应回落，预计后续检修持续至 6 月中下旬。截止到 2025 年 6 月 5 日，国内纯碱厂家总库存 162.70 万吨，较上周四增加 0.27 万吨，涨幅 0.17%。其中，轻质纯碱 79 万吨，环比减少 2.83 万吨，重质纯碱 83.7 万吨，环比增加 3.10 万吨。下游建筑玻璃冷修、光伏玻璃产能高位承压，纯碱需求存在回落预期。纯碱近期检修增加，供需边际有改善，中期供应宽松、库存压力仍大。昨日多空均有增仓，空头持仓相对集中，预计盘面偏弱运行。

锰硅硅铁

6 月 5 日，双焦带动的反弹情绪回落，商品大部分回吐昨日尾盘涨幅。锰硅主力（SM509 合约）日内震荡走低，尾盘减仓反弹，最终收跌 0.36%，收盘报 5482 元/吨。现货端，天津 6517 锰硅现货市场报价 5450 元/吨，环比上日持稳，折盘面 5640/吨，升水盘面 158 元/吨。硅铁主力（SF507 合约）震荡走低，盘中一度跌逾 1.5%，日内最终收跌 1.18%，收盘报 5196 元/吨。现货端，天津 72#硅铁现货市场报价 5500 元/吨，环比上日持稳，升水盘面 304 元/吨。

盘面走势角度，日线级别，锰硅仍延续跌势，且向下跌漏前低（5532 元/吨），下方至 4900 元/吨-5100 元/吨空间被打开，提示继续注意价格的下跌风险。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升行情。

硅铁方面，日线级别仍处于今年 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。

工业硅

6 月 5 日，工业硅期货主力（SI2507 合约）低开后维持震荡，日内收跌 1.99%，收盘报 7135 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 965 元/吨；421#市场报价 8800 元/吨，环比上日下调 50 元/吨，折合盘面价格 8000 元/吨，升水期货主力合约 865 元/吨。

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，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 偏强震荡。

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。
天然橡胶空头认为宏观预期转差。需求平淡，处于季节性淡季。胶价高会刺激全年大量新增供应，减产幅度可能不及预期。

行业如何？
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。
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%。

现货方面：

泰标混合胶 13500（-50）元。STR20 报 1670（+0）美元。STR20 混合 1660（-10）美元。
江浙丁二烯 9400（0）元。华北顺丁 11000（-100）元。

操作建议：
胶价超跌反弹后震荡。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。

原油

行情方面：WTI 主力原油期货收涨 0.51 美元，涨幅 0.81%，报 63.25 美元；布伦特主力原油期货收涨 0.38 美元，涨幅 0.59%，报 65.29 美元；INE 主力原油期货收跌 4.50 元，跌幅 0.96%，报 463.7 元。

数据方面：新加坡 ESG 油品周度数据出炉，汽油库存累库 0.08 百万桶至 13.10 百万桶，环比累库 0.62%；柴油库存去库 0.69 百万桶至 9.24 百万桶，环比去库 6.91%；燃料油库存累库 0.24 百万桶至 22.58 百万桶，环比累库 1.09%；总成品油去库 0.36 百万桶至 44.92 百万桶，环比去库 0.80%。

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

6 月 5 日 09 合约跌 11 元/吨，报 2259 元/吨，现货涨 8 元/吨，基差+51。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

6 月 5 日 09 合约跌 52 元/吨，报 1722 元/吨，现货跌 10 元/吨，基差+111。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。

PVC

PVC09 合约下跌 87 元，报 4747 元，常州 SG-5 现货价 4680（0）元/吨，基差-67（+87）元/吨，9-1 价差-67（-30）元/吨。成本端电石乌海报价 2250（0）元/吨，兰炭中料价格 655（0）元/吨，乙烯 780（0）美元/吨，成本持稳，烧碱现货 880（0）元/吨；本周 PVC 整体开工率 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%。需求端整体下游开工 46.2%，环比下降 0.8%。厂内库存 38.5 万吨（-0.2），社会库存 59.8 万吨（-2.6）。基本面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。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。

乙二醇

EG09 合约下跌 9 元，报 4283 元，华东现货上涨 8 元，报 4425 元，基差 130（+2），9-1 价差 31 元（+1）。供给端，乙二醇负荷 60%，环比上升 0.2%，其中合成气制 59.8%，乙烯制 60.2%，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。下游负荷 91.3%，环比下降 0.4%，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。终端加弹负荷下降 2%至 80%，织机负荷下降 1%至 68%。进口到港预报 10.8 万吨，华东出港 6 月 4 日 0.77 万吨，出库下降。港口库存 62.1 万吨，去库 6.6 万吨。估值和成本上，石脑油制利润为-362 元，国内乙烯制利润-455 元，煤制利润 1177 元。成本端乙烯持平至 780 美元，榆林坑口烟煤末价格上涨至 490 元。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

PTA09 合约下跌 26 元，报 4644 元，华东现货下跌 20 元/吨，报 4845 元，基差 216 元（+19），9-1 价差 138 元（0）。PTA 负荷 79.7%，环比上升 3.3%，装置方面，嘉通能源、逸盛大化重启，台化重启推后。下游负荷 91.3%，环比下降 0.4%，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。终端加弹负荷下降 2%至 80%，织机负荷下降 1%至 68%。库存方面，5 月 30 日社会库存（除信用仓单）220.8 万吨，环比去库 9.4 万吨。估值和成本方面，PTA 现货加工费上涨 8 元，至 389 元，盘面加工费下跌 1 元，至 354 元。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

PX09 合约下跌 38 元，报 6540 元，PX CFR 下跌 5 美元，报 820 美元，按人民币中间价折算基差 252 元（-6），9-1 价差 182 元（+2）。PX 负荷上看，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、中海油惠州重启，浙石化负荷提升，海外中国台湾 FCFC30 万吨装置重启，日本出光 40 万吨装置重启、27 万吨装置检修。PTA 负荷 79.7%，环比上升 3.3%，装置方面，嘉通能源、逸盛大化重启，台化重启推后。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。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 263 美元（+1），石脑油裂差 87 美元（+6）。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。

聚乙烯 PE

加拿大阿尔伯塔大火导致原油损失量弥补 OPEC+7 月增产 41.1 万桶计划量。聚乙烯现货价格无变动，PE 估值向上空间有限。二季度供应端新增产能较大，供应端或将承压。上中游库存去库，对价格支撑有限；季节性淡季来临，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供应端投产落地主导下跌，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 7034 元/吨，下跌 15 元/吨，现货 7125 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 91 元/吨，走强 15 元/吨。上游开工 76.52%，环比下降 1.10%。周度库存方面，生产企业库存 51.77 万吨，环比累库 3.57 万吨，贸易商库存 5.83 万吨，环比累库 0.01 万吨。下游平均开工率 39.2%，环比下降 0.10%。LL9-1 价差 29 元/吨，环比缩小 2 元/吨。

聚丙烯 PP

加拿大阿尔伯塔大火导致原油损失量弥补 OPEC+7 月增产 41.1 万桶计划量。现货价格虽然上涨，但是跌幅较 PE 甚小；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。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。季节性淡季来临，预计 6 月聚丙烯价格偏空。

基本面看主力合约收盘价 6911 元/吨，下跌 37 元/吨，现货 7120 元/吨，上涨 5 元/吨，基差 209 元/吨，走强 42 元/吨。上游开工 78.31%，环比上涨 0.65%。周度库存方面，生产企业库存 60.51 万吨，环比累库 5.18 万吨，贸易商库存 14.76 万吨，环比累库 1.15 万吨，港口库存 6.64 万吨，环比累库 0.15 万吨。下游平均开工率 50.29%，环比下降 0.43%。LL-PP 价差 123 元/吨，环比扩大 22 元/吨，LL-PP 底部已形成，6 月投产错配或将支撑价差走阔加速。

农产品类

生猪

昨日国内猪价主流下跌，河南均价落 0.12 元至 14.17 元/公斤，四川均价落 0.1 元至 14.01 元/公斤，市场供应能力尚可，猪价持续弱势导致部分养殖端存稳价情绪，下游需求支撑一般，供需博弈，预计今日猪价或多数趋稳，少数下调。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，这就决定了近期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

全国鸡蛋价格多数稳定，个别微调，主产区均价持平于 2.84 元/斤，黑山 2.5 元/斤，馆陶维持 2.58 元/斤不变，供应维持稳定，下游部分市场消化速度略减慢，多数地区库存压力不大，业者心态较谨慎，今日全国鸡蛋价格或弱势稳定。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

【重要资讯】

周四美豆小幅上涨，中美元首通话提供贸易乐观情绪，美豆种植及天气情况偏好限制涨幅。国内豆粕现货稳定，因压榨量处于高位，供应宽松，华东低价报 2790 元/吨，国内豆粕成交较弱，开机率较高。MYSTEEL 统计上周港口大豆库存达 700 万吨，油厂豆粕库存稍低为 29 万吨，后续豆粕、大豆预计仍然维持累库局面，因前期到港开机延迟，近期下游在油厂开机后补库，表观消费较好，预计油厂库存压力延迟到 6 月中下旬或 7 月显现。

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，对冲美豆跌幅，大豆到港成本稳定。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。

【交易策略】

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

【重要资讯】

1、SPPOMA 数据显示，2025 年 5 月 31 日马来西亚棕榈油产量增加 3.53%。高频出口数据显示，马来西亚 5 月前 31 日棕榈油出口量预计增加 17.9%。

2、一大宗商品研究机构称，印尼 2024/25 年度棕榈油产量料为 4880 万吨，较上次预估持平，预估区间为 4380-5380 万吨。马来西亚 2024/25 年度棕榈油产量料为 1900 万吨，较上次预估持平，预估区间为 1850-1950 万吨。

3、5 月 6 日公布的一项调查显示，全美大豆单产料为每英亩 52.5 蒲式耳，产量为 43.4 亿蒲式耳（区间为 43-44 亿蒲式耳），而该机构的预估中值为 43.1 亿蒲式耳。目前估计种植面积为 8400 万英亩，较上一年度减少 3.4%，比美国农业部 3 月 31 日种植意向报告估计的 8350 万英亩多 50 万英亩。美国农业部将在 6 月 30 日的种植面积报告中公布下一份基于调查的面积预估。

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。

【交易策略】

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

周四郑州白糖期货价格小幅下跌，郑糖 9 月合约收盘价报 5730 元/吨，较前一交易日下跌 18 元/吨，或 0.31%。现货方面，广西制糖集团报价 6090-6160 元/吨，报价较上个交易日持平；云南制糖集团报价 5860-5900 元/吨，报价较上个交易日持平；加工糖厂主流报价区间 6340-6400 元/吨，报价下跌 0-10 元/吨；广西现货-郑糖主力合约（sr2509）基差 360 元/吨。

消息方面，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。

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

周四郑州棉花期货价格偏弱震荡，郑棉 9 月合约收盘价报 13245 元/吨，较前一交易日下跌 20 元/吨，或 0.15%。现货方面，中国棉花价格指数(CCIndex)3128B 新疆机采提货价 14340 元/吨，较上个交易日上涨跌 10 元/吨，3128B 新疆机采提货价-郑棉主力合约（CF2509）基差 1095 元/吨。

消息方面，据 USDA 最新周度作物生长报告数据显示，截至 2025 年 6 月 1 日当周，美国棉花种植率为 66%，较之前一周提升 14 个百分点，略低于去年同期及五年平均水平。当周美国棉花现蕾率为 8%，较之前一周提升 5 个百分点，基本维持正常水平。

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，文华商品指数跌破前低，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。不经许可，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
王梓铧	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	