



宏观金融类

股指

宏观消息面：

- 1、习近平主席主持召开中央财经委员会第六次会议强调 纵深推进全国统一大市场建设 推动海洋经济高质量发展。
- 2、两部门印发《支持创新药高质量发展的若干措施》 支持医保数据用于创新药研发。
- 3、7月9日是美国总统特朗普设定的关税谈判最后期限；特朗普称，7月4日起将向尚未达成贸易协议的国家发出新关税税率的通知，税率区间为10%至70%，并计划从8月1日起正式实施。
- 4、6月份全球制造业采购经理指数为49.5%，较上月上升0.3个百分点，连续两个月环比上升。
- 5、四部门：适度超前进行电网建设并及时升级改造 因地制宜配建光伏发电和储能设施。
- 6、央行近日就《人民币跨境支付系统业务规则（征求意见稿）》公开征求意见，《业务规则》明确了CIPS参与者的账户管理、注资、资金结算等详细流程。
- 7、住房城乡建设部调研组近日赴广东、浙江两省调研。调研组要求，要多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳。
- 8、美国6月非农就业人数增加14.7万人，预估为增加11万人，前值为增加13.9万人。
- 9、美国6月失业率报4.1%，市场预估为4.3%，前值为4.2%。

期指基差比例：

IF 当月/下月/当季/隔季：-0.46%/-0.94%/-1.16%/-2.09%；
IC 当月/下月/当季/隔季：-0.63%/-1.53%/-2.47%/-4.55%；
IM 当月/下月/当季/隔季：-0.80%/-1.99%/-3.17%/-6.02%；
IH 当月/下月/当季/隔季：-0.64%/-0.85%/-0.85%/-0.93%。

交易逻辑：海外方面，近期主要关注点在美国对各国征收关税带来的影响。国内方面，重点关注7月份“中央政治局会议”预期。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企稳。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：经济数据在受关税影响下整体仍具韧性，制造业PMI数据显示供需两端均有所回暖，但仍处于荣枯线下且修复力度放缓，以旧换新等政策支撑社零增速。出口方面，关税缓和后整体好转，但从

高频数据看近期外需有所走弱，抢出口的持续性仍有待观察。海外方面，美国众议院表决通过“大而美”法案，利于提振美国经济增长前景，但该法案将美债务上限提高至5万亿美元，CBO预计10年内政府预算赤字增加3.4万亿美元，可能引发对美国债务可持续性和美元信用的担忧。

1、中国6月官方制造业PMI为49.7，前值49.5。非制造业商务活动指数为50.5%，比上月上升0.2个百分点，非制造业总体继续保持扩张。

2、财政部公布2025年第三季度国债发行有关安排，超长期特别国债7月14日首发。

3、6月财新中国制造业采购经理指数（PMI）录得50.4，高于5月2.1个百分点，与4月持平，重回临界点以上。分项数据看，6月供需均不同程度回升，新订单指数反弹至略高于临界点水平，其中新出口订单指数结束了此前连续两个月的下行，生产指数亦重回扩张区间，创近七个月来新高。不过，三大类商品中，仅中间品类需求重现增长，产量上升幅度亦最大。

4、习近平主席主持召开中央财经委员会第六次会议，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。

5、中国商务部：自2025年7月5日起，对原产于欧盟的进口相关白兰地征收反倾销税，实施期限为5年。

6、7月3日，美国国会众议院对总统特朗普的大规模减税及支出法案、即“大而美”法案进行最终表决投票。最终投票结果显示，共有218票支持、214票反对，法案因此得以在众议院通过。

7、特朗普表示，周五开始寄送关于关税的信件，预计将会有10至12个国家收到相关通知。计划对不同国家征收从60%到70%、以及从10%到20%不等的关税。各国将于8月1日开始支付这些关税。

流动性：本周央行进行6522亿元逆回购操作，有20275亿元逆回购到期，本周净回笼13753亿元，DR007利率收于1.47%。

利率：1、最新10Y国债收益率收于1.64%，周环比-0.43BP；30Y国债收益率收于1.85%，周环比-0.15BP；2、最新10Y美债收益率4.35%，周环比+6.00BP。

小结：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，关税缓和后6月PMI数据较前值进一步回升，供需两端均有所回暖，但制造业PMI仍处于荣枯线下。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，跨季后资金利率宽松，预计后续资金面有望延续偏松基调。往后看，下半年政府债净供给压力较上半年有望明显减轻，在内需修复和资金有望延续松背景下预计利率大方向依然向下，逢低介入为主。

贵金属

美国经济数据具备韧性，市场关于美联储的降息预期有所回落：作为联储的政策目标之一，美国6月主要就业数据具备韧性，美国6月新增非农就业人口数为14.7万人，高于预期的11万人以及前值的14.4万人。美国6月失业率为4.1%，低于预期的4.3%以及前值的4.2%。但从细分项来看，新增非农就业中的政府就业分项高达7.3万人，大幅高于前值的七千人。同时，先前公布的美国6月ADP就业人口数下

降 3.3 万人，低于预期的新增 9.5 万人以及前值的新增 2.9 万人，新增非农就业与 ADP 调查的差值高达 18 万人。若不考虑非农就业中的政府就业分项，本次就业数据中仅教育及保健服务（新增 5.1 万人）以及建筑业（新增 1.5 万人）具备韧性，其劳动力市场总体而言仍具有转弱倾向。

美债发行所带来的利息支出是驱动联储进一步实施降息的根本驱动：当地时间 7 月 3 日，美国众议院以 218 票支持，214 票反对表决通过特朗普着力推行的“大而美法案”，法案即将送至特朗普正式签署后颁布。法案内包含多项减税措施，美国国会预算办公室的最新测算显示，“大而美法案”将会在未来十个财年中令美国财政赤字水平上升 2.77 万亿美元。此外，法案同时将美国债务上限提升 5 万亿美元，这意味着下半年美国将会面临较大的债务发行压力。上半年受到债务上限问题的影响，截至五月，美国国债今年累计发行金额仅为 2813 亿美元，较去年同比下降 56.1%。当前美国财政部现金账户余额仅为 3722 亿美元，大幅低于 TBAC 所建议的 8500 亿余额，其中产生的融资需求即接近 5000 亿美元。然而，美联储自去年九月议息会议降息 50 基点后即持续维持政策利率不变，美国财政部数据显示，当前美债的平均利率高达 3.294%，本年度累计利息支出已达到 7760 亿美元，净利息支出是仅次于社保和医保的第三大财政支出项目。若美国财政部在高利率环境下进一步发行较大规模美债，则其利息支出将难以得到控制，在推升赤字规模的同时挤占其他财政支出项目空间。而这也正是特朗普对于现任美联储主席鲍威尔表达强烈不满的原因。

鲍威尔与特朗普政府在货币政策层面的博弈将最终让位于美国财政的持续发展，下半年联储的进一步宽松是具备确定性的，宽财政需要与宽货币紧密配合：我们认为，联储将会在七月份议息会议中维持利率不变，但表态将会边际转鸽派。并在九月份议息会议中进行 25 个基点的降息操作。在美联储货币政策预期转松的背景下，需要重点关注白银的做多机会，而黄金在美国宽财政预期已逐步兑现的影响下表现将会相对偏弱，沪金主力合约参考运行区间 760-801 元/克，沪银主力合约参考运行区间 8638-9300 元/千克。

铂族金属

需求驱动下铂族金属价格录得较大涨幅，预计其价格将进入高位盘整周期：上周 NYMEX 铂金主力合约价格下跌 2.92%至 1384.9 美元/盎司，NYMEX 钯金主力合约价格小幅上涨 0.13%至 1148.5 美元/盎司。铂金首饰对于金饰的替代是前期驱动铂金价格上涨的主要驱动，钯金价格主要呈现为铂金价格的“补涨”。铂金供应端弹性较小，路透统计口径数据显示，2025 年全年前十五大矿山产量将达到 127.47 吨，较 2024 年全年的 129.95 吨下降 1.9%，铂金的矿端供给在今年具备一定的收缩预期，在此背景下，铂金首饰需求令其国内外铂金现货趋紧，铂金一月期隐含租赁利率在 6 月 13 日达到 22.3%的区间高位，驱动铂价强势上涨。同时，中国 5 月铂金进口量为 12.57 吨，较 4 月份的 11.55 吨出现上升，为近五年同期的最高水平。但目前铂金一月期租赁利率已经出现明显回落，截至 7 月 4 日为 11.04%，现货紧张情况有所缓解。但总体而言铂金需求端的增量仍将令其在今年呈现供不应求的格局，预计铂金价格后续将呈现高位震荡走势。汽车尾气催化剂需求在钯金总需求中的占比远高于铂金，2024 年尾气催化剂需求占钯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，钯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，钯金上涨持续性将弱于铂金。

有色金属类

铜

上周铜价冲高回落，伦铜周跌 0.27% 至 9852 美元/吨，沪铜主力合约收至 79720 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比增加 1.8 万吨，其中上期所库存增加 0.3 至 8.5 万吨，LME 库存增加 0.4 至 9.5 万吨，COMEX 库存增加 1.1 至 20.0 万吨。上海保税区库存增加 0.1 万吨。当周铜现货进口亏损缩窄，洋山铜溢价下滑。现货方面，上周 LME 市场现货供应边际增多，Cash/3M 升水缩窄至 95.4 美元/吨，国内基差报价相对偏稳，周五上海地区现货对期货升水 115 元/吨。废铜方面，周五国内精废价差报 1700 元/吨左右，废铜替代优势尚可，当周再生铜制杆企业开工率小幅反弹。据 SMM 调研数据，上周国内精铜杆企业开工率降幅较大，需求边际偏弱。

价格层面，美国税收和支出法案获得通过，但短期美国就业市场较强使得降息预期延后，市场乐观情绪一定程度上受影响。产业上看，进入 7 月中国精炼铜产量预计维持高位，下游处于淡季需求偏弱，但出口增多或使得库存较为平稳。海外需求预期尚可，不过隐性库存可能进一步显性化，铜价面临阶段性震荡调整压力。本周沪铜主力合约运行区间参考：77500-80800 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9500-10050 美元/吨。

铝

上周铝价冲高回落，伦铝微涨 0.1% 至 2597 美元/吨，沪铝主力合约收至 20545 元/吨。上周沪铝加权合约持仓量 69.1 万手，环比增加 2.0 万手，期货仓单 3.8 万吨。根据 SMM 统计，上周国内铝锭社会库存录得 47.4 万吨，周环比增加 1.1 万吨，铝棒社会库存录得 15.4 万吨，周环比增加 1.1 万吨，铝棒加工费低位运行。现货方面，周五华东现货贴水期货 20 元/吨，周环比下调 120 元/吨，盘面冲高下游消费偏弱。需求方面，据爱择咨询调研，上周国内主要铝材企业开工率继续下滑，铝棒、铝板带、铝箔和铝型材开工均下滑 0.3-0.5%。外盘方面，周五 LME 铝库存 36.4 万吨，周环比增加 0.9 万吨，注销仓单比例降至 2.3%，Cash/3M 由升水转为贴水 3.4 美元/吨。展望后市，近期国内商品市场氛围有所改善，但部分品种价格反弹后可能考验需求的承接力度，多头氛围持续性存疑；海外贸易局势存在不确定性，降息预期有所延后，情绪面不太乐观。产业上看铝锭库存维持低位，但随着铝棒加工费下调，铝水比例预计下降，铝锭供给量有望增多，叠加下游处于淡季，7 月铝锭累库量预计高于去年同期，将对铝价继续向上构成阻力，预期铝价震荡整理为主。本周沪铝主力合约运行区间参考：20200-20800 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2540-2640 美元/吨。

锌

价格回顾：上周锌价波动下行。周五沪锌指数收涨 0.35%至 22365 元/吨，单边交易总持仓 26.27 万手。截至周五下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期跌 2 至 2745.5 美元/吨，总持仓 20.67 万手。SMM0#锌锭均价 22410 元/吨，上海基差 90 元/吨，天津基差 -25 元/吨，广东基差 30 元/吨，沪粤价差 60 元/吨。

国内结构：上期所锌锭期货库存录得 0.72 万吨，据上海有色数据，国内社会库存小幅累库至 8.24 万吨。内盘上海地区基差 90 元/吨，连续合约-连一合约价差 30 元/吨。海外结构：LME 锌锭库存录得 11.27 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 2.86 万吨。外盘 cash-3S 合约基差 -21.99 美元/吨，3-15 价差 -51.01 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.141，锌锭进口盈亏为 -896.89 元/吨。

产业数据：本周锌精矿国产 TC3800 元/金属吨，进口 TC 指数 66 美元/干吨。本周锌精矿港口库存 20.0 万实物吨，锌精矿工厂库存 61.3 万实物吨。本周镀锌结构件开工率录得 56.48%，原料库存 1.3 万吨，成品库存 33.2 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 49.14%，原料库存 0.9 万吨，成品库存 1.1 万吨。本周氧化锌开工率录得 56.14%，原料库存 0.2 万吨，成品库存 0.6 万吨。

总体来看：锌矿供应维持高位，TC 延续上行态势。当前锌锭放量预期较高。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。近期商品氛围较好，有色金属多头氛围较浓，LME 市场锌 Cash-3S 结构快速上行，亦对锌价有所提振。

铅

价格回顾：上周铅价波动上行。周五沪铅指数收涨 0.23%至 17296 元/吨，单边交易总持仓 8.68 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期跌 7 至 2062.5 美元/吨，总持仓 14.93 万手。SMM1#铅锭均价 17025 元/吨，再生精铅均价 16975 元/吨，精废价差 50 元/吨，废电动车电池均价 10300 元/吨。

国内结构：上期所铅锭期货库存录得 4.64 万吨，据钢联数据，国内社会库存微增至 5.31 万吨。内盘原生基差 -195 元/吨，连续合约-连一合约价差 -55 元/吨。海外结构：LME 铅锭库存录得 26.59 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 6.35 万吨。外盘 cash-3S 合约基差 -26.47 美元/吨，3-15 价差 -64 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.172，铅锭进口盈亏为 -783.1 元/吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存 1.1 万吨，工厂库存 44.8 万吨，折 26.8 天。铅精矿进口 TC-55 美元/干吨，铅精矿国产 TC550 元/金属吨。原生开工率录得 68.46%，原生锭厂库 2.0 万吨。再生端，铅废库存 7.5 万吨，再生铅锭周产 3.1 万吨，再生锭厂库 2.1 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 71.83%。

总体来看：原生端供应维持高位，再生端供应延续紧缺，铅蓄电池价格止跌企稳，下游蓄企采买边际转好，冶炼企业成品库存持续去化。近期 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

上周镍价震荡反弹。目前市场交易主线仍集中于火法条线。镍矿端，下游需求端的疲软逐步向上游传导，叠加菲律宾出货量上升，周五火法矿价格环比上周小幅下跌。镍铁方面，钢厂利润亏损减产背景下对镍铁压价心态持续，镍铁价格继续承压运行，最新成交价已跌至 910 元/镍附近。高冰镍则跟随镍价反弹，较镍铁溢价回升至偏高水平，转产预期恢复，对镍价上涨形成拖累。总体而言，在镍铁需求疲软，短期价格难以反弹的背景下，当前镍价已经具备一定试空的性价比，建议逢高沽空。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

上周锡价震荡运行。供给方面，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，国内锡矿供应趋紧，7月部分冶炼企业或将保持停产检修或小幅减产，精炼锡供应进一步收紧。需求方面，光伏抢装机结束后，华东地区光伏锡条订单下滑，部分生产商开工率下降；消费电子、汽车电子终端进入淡季，仅维持刚需采购；镀锡板、化工等领域对锡需求平稳。库存方面，本周锡锭社会库存大幅增加，据Mysteel数据，截止2025年7月4日全国主要市场锡锭社会库存9867吨，较上周五增加601吨。综上，锡矿短期供应紧缺明显，上游企业惜售情绪较强，但终端需求疲软，对高价原料接受度有限，产业链上下游继续僵持，预计锡价短期震荡运行，国内锡价短期运行区间参考250000-280000元/吨，LME锡价参考31000-34000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62077元，周内+1.47%。MMLC电池级碳酸锂报价61100-63500元，工业级碳酸锂报价59800-62000元。LC2509合约收盘价63280元，周内-0.03%，贸易市场电池级碳酸锂升贴水均价为+250元。SMM澳大利亚进口SC6锂精矿CIF报价645-680美元/吨，周内+6.85%。

基本面：本周SMM国内碳酸锂产量18123吨，环比上周减3.4%。据乘联会，6月全国新能源乘用车厂商批发销量126万辆，同比增长29%，环比增长3%，今年1-6月累计批发647万辆，同比增长38%。6月磷酸铁锂产量环比略减0.2%，上半年磷酸铁锂产量同比增47.8%。7月传统淡季，预计正极材料产量环比略有下降。7月3日，国内碳酸锂周度库存报138347吨，环比上周+1510吨（+1.1%），较六月初增4.5%，旺季前库存压力难以缓解。7月3日，广期所碳酸锂注册仓单22880吨。

观点：近期碳酸锂波动与低位品种呈现共振，前期超跌商品焦煤、多晶硅、玻璃、工业硅等均出现较强的反弹趋势，盘面博弈与基本面关联度较低。碳酸锂供求关系暂未发生明显扭转。下游进入传统年中淡季，国内碳酸锂供过于求延续。当前资源和盐厂利润修复，生产、套保意愿较高，若缺少宏观利多，锂价上方空间有限，反弹高度不宜过度乐观。留意碳酸锂期货在区间震荡后，交易重心或再回归品种基本面。七月建议关注下半年需求预期修正及海外矿企财报披露，同时建议留意商品市场整体氛围变化。本周广期所碳酸锂2509合约参考运行区间61200-65200元/吨。

氧化铝

期货价格：截止7月4日下午3时，氧化铝指数周内上涨1.21%至3011元/吨，持仓减少0.9万手至42.2万手，较上周下滑1.3万手。周内几内亚政府宣布创立铝土矿指数以增加国家税收，该政策实施或将导致几内亚铝土矿价格重心上移。叠加有色板块整体多头氛围较好，氧化铝期货价格小幅上涨。基差方面，山东现货价格报3090元/吨，升水09合约66元/吨。月差方面，连1-连3月差宽幅震荡，录得59元/吨。

现货价格：本周各地区氧化铝现货价格跟随期货价格止跌企稳，广西和新疆地区现货价格分别上涨5元/

吨和 20 元/吨。

库存：周内氧化铝社会总库存累库 2.3 万吨至 388.2 万吨，其中电解铝厂内库存、氧化铝厂内库存、在途库存、港口库存分别累库 1.6 万吨、维持不变、去库 0.3 万吨、累库 1 万吨。周内氧化铝上期所仓单合计去库 0.9 万吨至 2.13 万吨；交割库库存报 6.5 万吨，较上周减少 0.06 万吨。

矿端：国内铝土矿维持缓慢复产的趋势。进口矿方面，几内亚 AXIS 矿区“限产事件”预计将导致 6 月后铝土矿供应减少，但当前矿石到港仍处于高位，港口库存持续走高，短期矿石仍维持宽松。若假设 AXIS 矿区今年内不复产，预计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，但今年前五个月矿石供应大幅过剩，多数氧化铝厂矿石库存较为充裕，氧化铝企业基础生产预计不会受到明显影响。7 月 2 日，几内亚政府宣布创立铝土矿指数以增加国家税收，或将带动矿价重心上移，预计年内几内亚铝土矿 CIF 价格将维持在 70-80 美元/吨。

供应端：高频周度数据上，本周国内氧化铝产量 174.8 万吨，较上周增加 1.9 万吨，增产减产并行，整体周产量恢复至年内高位。

进出口：截止 7 月 4 日，周内澳洲 FOB 价格维持 361 美金/吨，进口盈亏报-85 元/吨，进口窗口关闭。

需求端：2025 年 5 月电解铝运行产能 4413 万吨，较上月增加 10 万吨。开工率方面，5 月电解铝开工率环比增加 0.26%至 96.99%。

总结：矿价短期预计有一定支撑，但氧化铝产能过剩格局仍难改，氧化铝期货价格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 70-80 美元/吨的区间，对应山东地区冶炼成本为 2700-2950 元/吨，对应山西地区冶炼成本为 3000-3300 元/吨，建议结合整体商品市场情绪，逢高择机布局空单。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，07 月 04 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 12700 元/吨，环比+0.00%；山东 7%-10%镍铁出厂价为 915 元/镍，环比+0.00%；废不锈钢均价报 8850 元/吨，环比+0.56%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 12710 元/吨，环比+0.59%。

供给：据 MYSTEEL，06 月国内冷轧不锈钢排产 139.26 万吨。05 月粗钢产量为 301.7 万吨，环比-7.70 万吨，1-05 月累计同比 8.11%。据 MYSTEEL 样本统计，05 月 300 系不锈钢粗钢产量预计达 146.12 万吨，环比-5.09%；05 月 300 系冷轧产量 69.86 万吨，环比-1.22%。

需求：据 WIND 数据，国内 2024 年 1-05 月，商品房销售面积 35315.19 万 m²，同比-2.90%；05 月单月，商品房销售面积为 7053.45 万 m²，同比 4.56%。05 月冰箱/家用冷柜/洗衣机/空调当月同比分别为 0.6/-3.3/1.6/1.6%；05 月燃料加工业累计同比+18.8%。

库存：本周不锈钢社会总库存为 115.68 万吨，环比+0.20%；期货仓单本周库存 11.18 万吨，较上周-672 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 21.70/67.38/26.59 万吨，其中 300 系库存环比-1.64%；本周不锈钢海漂量 7.17 万吨，环比-5.34%，卸货量 9.57 万吨，环比+20.24%。

成本：本周山东 7%-10%镍铁出厂价 915 元/镍，较上周+0 元/镍，福建地区铁厂当前亏损 124 元/镍。

观点：不锈钢市场近期经历了较大波动。随着传统淡季的到来，现货市场销售持续承压，加之市场传闻某大型钢厂前置仓库库存高企，行业预期趋于悲观。6 月 10 日，青山集团突然取消限价政策，导致其代理商集中抛货，引发市场踩踏行情，期货价格应声大跌。虽然次日限价政策即告恢复，但库存消化进度依然缓慢。此后，主要钢厂相继宣布超预期减产计划，市场情绪获得短暂提振，现货交易活跃度有所回升。值得注意的是，7 月份钢厂排产量仍维持较高水平，实际减产效果可能有限。与此同时，镍铁价格持续

走低，印尼铁厂已逼近成本线，压力逐步向原料端传导，镍矿升贴水出现松动迹象。综合来看，若7月终端需求未能明显改善，不锈钢价格或将延续弱勢格局。

铸造铝合金

上周铸造铝合金期货价格冲高回落，AD2511 合约周涨 0.53%至 19870 元/吨（截至周五下午收盘），加权合约持仓 1.1 万手，环比增加 0.1 万手，AD2511 合约与 AL2511 合约价差约 520 元/吨，周环比扩大 45 元/吨。现货方面，据 Mysteel 数据，周五国内主流地区现货平均价约 19590 元/吨，周环比持平，现货涨幅不及期货。成本端，上周主要铸造铝合金原料废铝价格震荡抬升，工业硅价格上涨、铜价微跌，铝合金企业生产利润略有下滑。生产端，根据 SMM 调研数据，上周铝合金企业开工率约 53.6%，环比持平。库存方面，上周国内再生铝合金锭社会库存增加 0.26 至 2.3 万吨，企业厂区库存环比减少 0.4 万吨，加总社库和厂区库存继续增加。总体来看，铸造铝合金在下游处于偏淡季背景下，供需均偏弱，价格更多跟随成本端波动（主要受铝价影响），在铝价震荡整理的预期下，叠加期现价差拉大，铸造铝合金价格回调压力有所加大。

黑色建材类

钢材

估值：2025 年 6 月，钢厂平均盈利率为 58.98%，盈利情况持续回升。即期利润方面，螺纹钢华东地区长流程利润扩大至 198 元/吨，谷电利润约为-95 元/吨。受原料端价格明显下跌影响，长流程利润表现较好；而由于废钢资源偏紧，电炉原料成本较高，即使近期成材价格有所回升，即期利润仍然偏低。

供应：2025 年 6 月，螺纹钢月度产量为 856.05 万吨，较去年同期减少 84.72 万吨，产量累计同比降幅收窄至-3.87%。热卷本月产量为 1306.9 万吨，较去年同期增加 10 万吨，累计同比增加 1.7%。

6 月铁水日均产量维持在 241.97 万吨，高炉铁水产量持续增加；电炉钢厂受废钢价格处于年内高位影响，铁废价差持续扩大，电炉利润受到较大挤压。传闻 9 月 3 日阅兵前夕，京津冀地区或将执行限产措施，当前已有部分钢厂表示接到相关通知。

需求：2025 年 6 月，螺纹钢表观消费量为 888.1 万吨，较去年同期减少 41.72 万吨，累计同比下降 3.86%；热卷消费量为 1297.74 万吨，较去年同期增加 10.35 万吨，累计同比增长 1.7%。螺纹钢需求环比上月有所回落，淡季特征明显，地产端终端需求尚未明显改善，预计螺纹钢仍将延续弱勢需求走势。热卷方面，需求延续震荡格局，出口量近期小幅回落，临近出口贸易窗口关闭，近端出口或再度承压；另一方面，从当前白色家电企业的排产情况来看，未来三个月排产呈现明显下调趋势，预计热卷需求将出现边际回落。

库存：当前螺纹钢和热卷库存均处于近五年低位，螺纹钢去库速度有所减缓，热卷库存小幅累积，整体行业呈主动去库状态，库存对价格的边际影响正在减弱。

小结：国内方面，中共中央总书记习近平强调，要整治企业低价无序竞争，主动破除“内卷式”竞争，有助于提振市场信心。此次“反内卷”表态虽不及2015年“供给侧改革”力度，但为行业释放了重要信号。目前行业仍主要依靠钢厂自发调节，但若后续有更多政策或文件支持，“反内卷”有望成为行业结构调整的起点。后续仍需重点关注政治局会议相关表态。海外方面，美国时间7月4日凌晨，美国众议院通过“大而美”税收与支出法案。市场已开始交易美联储7月降息预期，叠加临近90天关税审查窗口，美国对中国的进一步关税动向值得持续关注，海外宏观变化仍为7月焦点。从基本面来看，本月螺纹钢供需双降，库存去化速度放缓，整体供需格局变化不大，需求仍延续弱势，后续重点关注政治局会议指引方向。热卷供需基本平衡，库存小幅累积，符合季节性特征。本月钢材出口维持高位震荡，尽管对越南以及韩国出口回落，但部分欧洲及亚洲其他国家出口增速较快，出口韧性依旧。未来仍需持续关注反倾销动向对钢材出口的潜在影响。总体来看，现阶段成材价格呈现底部震荡走势，基本面中性，短期内受到国内限产传闻及海外关税扰动影响，商品价格波动加剧。后续需重点关注出口表现、限产政策是否落地，以及海外宏观政策和关税变化方向。

锰硅硅铁

本周，锰硅盘面价格呈现震荡走势，周度跌幅16元/吨或-0.28%。日线级别，锰硅在向右摆脱今年2月份以来的下行趋势线后持续维持震荡，走势相对松散，K线偏弱，预计短期价格仍将维持震荡状态，继续关注上方5750元/吨至5800元/吨附近压力情况（针对加权指数）以及下方反弹趋势线附近支撑情况。操作上，建议在当前高波动且无明显趋势背景下以观望为主。

硅铁方面，本周，盘面价格呈现宽幅震荡走势，周度跌幅6元/吨或-0.11%，周度振幅达4.5%。日线级别，硅铁盘面价格仍沿旗形通道运行，向右摆脱今年2月份以来的下跌趋势线，进入震荡盘整阶段，短期上方5500元/吨附近存在明显压力。操作层面，我们仍建议以观望为主。

基本面方面，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）。

但短期，盘面仍更多被情绪以及预期所主导。7月份密集的宏观事件以及近期“反内卷”之下市场对于继2015年之后的供给侧改革2.0预期的持续升温将不断对价格形成扰动，在这样的背景下，价格的波动将被明显提高。关于当前市场所聚焦的“推动落后产能有序退出”的政策表态，以及由此派生出的乐观情绪，我们持保留意见。一者，过剩的产能是否就是落后的产能？再者，我们认为当下更大的问题还是在于下游的有效需求不足，该问题如何解决？是否后续有相关的政策出台以做到供需两侧协同发力（2016年价格的上涨很大一部分是伴随“棚改货币化”所催生的大量需求）？这是我们认为需要关注的重点。但即便有，有多少能够直接让黑色板块需求受益，当前的房地产市场还能再完成再一次的“涨价去库存”么？对此，我们同样存疑，需要提示大家在当前行情中保持相对的理性。但客观上，市场乐观的情绪依旧是在的，资金也表现出想要向上拉涨的欲望，但短期继续往上的空间需要更加实质性的政策文件出台，尤其是能够有效带动需求的政策相配合去打开。对此，我们给到的建议是投机头寸观望（缺乏方向且波

动放大），套保头寸寻盘面拉高机会进行操作（结合自身生产安排以及成本情况）。

硅铁方面，基本面角度并未有明显的变化，我们仍维持前期观点，即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。

但短期，现实端并不是盘面交易的重点，情绪及预期的延续情况和未来包括中美7月9日关税豁免到期之后的新进展、美联储的议息会议、国内的zzj会议、“反内卷”后续的政策进展等宏观事件是未来一段时间需要关注的重点（关于市场关注的“推动落后产能有序退出”已在锰硅板块做出我们的观点描述）。对于硅铁当下的价格走势，我们给到的建议同样是投机头寸观望（缺乏方向且波动放大），套保头寸寻盘面拉高机会进行操作（结合自身生产安排以及成本情况）。

铁矿石

供给端，最新一期全球铁矿石发运总量2994.9万吨，环比减少362.7万吨。澳洲巴西铁矿发运总量2465.0万吨，环比减少417.3万吨。澳洲发运量1802.6万吨，环比减少196.4万吨，其中澳洲发往中国的量1453.7万吨，环比减少323.1万吨。巴西发运量662.4万吨，环比减少220.9万吨。中国47港到港总量2535.5万吨，环比增加122.0万吨；中国45港到港总量2483.9万吨，环比增加120.9万吨。日均铁水产量240.85万吨，环比上周减少1.44万吨。库存端，全国47个港口进口铁矿库存总量14485.90万吨，环比增加5.67万吨。

供给方面，最新一期铁矿石发运量环比季节性明显回落，澳洲和巴西发运量下降明显，非主流国家发运量小幅回升。近端到港量有所增加。需求方面，最新一期钢联口径日均铁水产量下降至240.85万吨，除部分高炉进入需求淡季的季节性检修之外，还有个别钢厂停炉减产影响。终端需求方面，五大材表需整体偏中性，无显著矛盾。库存端，港口疏港量微降，港口库存变化平平，钢厂进口矿库存有所增加。往后看，在进入7月后，宏观的预期作用对盘面的影响程度提升，而我们也持续提醒预期差对盘面波动的放大作用，加上前期淡季不低的铁水和近期“反内卷”带来的商品情绪提振，增强了盘面价格的向上弹性。对于铁矿石供需本身而言，还存在唐山限产以及巴西淡水河谷下调球团产量预期的干扰。整体看矿价短期处于宽幅震荡的状态，注意操作风险控制。同时关注宏观和情绪扰动，以及供需变化的进一步演绎。

工业硅

本周，工业硅盘面价格大幅震荡，周度持平。6月份，工业硅盘面价格一度跌至接近7000元/吨附近水平（针对加权指数，下同），后出现显著反弹，月度累计上涨870元/吨或12.09%。日线级别，大的结构层面，工业硅仍处于2024年11月份以来的下跌趋势中。小的结构层面，价格自底部开启一段反弹趋势，且向上多次尝试突破8200元/吨附近关口，暂时无果。短期形成一段大致以7600元/吨为下边界、

以 8200 元/吨为上边界的宽幅震荡区间，后续预计价格将继续在此区间内运行，直至价格向右摆脱去年 11 月份以来的下跌趋势线且真正站稳 8200 元以上压力区间或者向下跌破反弹趋势线。在此之前，我们建议投资头寸以观望位置，套保头寸可结合自身成本情况在涨出利润时进行。

基本面方面，我们依旧维持前期的观点，即工业硅自身仍持续面临供给过剩（包括仍持续释放的产能、绝对高位的库存以及当前阶段性减产后相对平衡的周度供求结构）且有效需求不足的问题。其中，有效需求不足的问题我们认为是在短期难以有效转变的，且在价格熊市中，这也是限制价格更为关键的因素，对此我们不再赘述。但现实需求不好在近期似乎并不妨碍市场情绪很好（宏观预期+“反内卷”下供给侧改革 2.0 的预期），工业硅盘面价格一度被拉至升水（对 421#）。对此，我们认为更多是资金博弈的结果，属于“超跌反弹”的范畴。一度被打至 7000 元吨附近的“低估值”以及商品市场情绪的回暖给到了进行投机交易的性价比，而近期“…推动落后产能有序退出…”的政策表态更是给多头提供了短期无法被证伪的预期作为叙事驱动。后续来看，在 7 月份大部分时间，我们预计盘面交易的重心仍将落在宏观以及政策预期之上（相关的事件太多，目前情绪偏好），在这样的背景下，价格波动将被放大，建议谨慎参与。但我们认为价格想要继续往上打开空间，需要更加实质性的政策出台，尤其是需要能够有效带动需求的政策相配合，需要继续跟踪关注。

能源化工类

橡胶

NR 和 RU 震荡偏弱。

目前橡胶供应季节性增加，需求平淡。但价格大幅下跌后风险已多数释放，胶价预计震荡整理，筑底的可能性大。

操作建议：

我们判断中期筑底的概率比较大，准备择机做多。

短期建议中性思路，短线操作，快进快出。

关注多 RU2601 空 RU2509 的波段操作机会。

1) 重卡同比小增。

6 月重卡销量约 9.2 万辆，同比增长 28.9%，环比增长 3.6%；1-6 月重卡实现整体销量 53.3 万辆，同比增长 5.8%。

2) 轮胎出口增速较高。

海关数据显示，25 年 5 月份，中国橡胶轮胎出口 86 万吨，同比增长 11.5%，环比增加 7 万吨；出口金额

151.78 亿元，同比增长 11.7%。其中，新的充气橡胶轮胎出口 83 万吨，同比增长 11.3%，环比增加 7 万吨；出口金额 145.62 亿元，同比增长 11.6%。按条数计算为 6182 万条，同比增长 9.7%，环比增加 443 万条。1~5 月，中国橡胶轮胎累计出口 389 万吨，同比增长 7.3%；出口金额 690.56 亿元，增长 7.7%。其中，新的充气橡胶轮胎累计出口 375 万吨，增长 7.0%；出口金额为 662.89 亿元，增长 7.5%。按条数计算，前 5 个月，中国累计出口新的充气橡胶轮胎 2.89 亿条，增长 8.6%。

3) 轮胎厂开工率后期预期平淡中性。

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。

4) 库存小幅下降。

截至 2025 年 6 月 29 日，中国天然橡胶社会库存 129.3 万吨，环比增加 0.7 万吨，增幅 0.6%。中国深色胶社会总库存为 78.9 万吨，环比增加 1.2%。中国浅色胶社会总库存为 50.5 万吨，环比降 0.3%。截至 2025 年 6 月 29 日，青岛天然橡胶库存 50.66 (+1.19) 万吨。

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 主力原油期货收跌 0.18 美元，跌幅 0.27%，报 67 美元；布伦特主力原油期货收跌 0.34 美元，跌幅 0.49%，报 68.51 美元；INE 主力原油期货收跌 2.80 元，跌幅 0.55%，报 503.5 元。

地缘政治： 政治方面继以伊冲突告一段落，预计下周末美伊将开始战后的新一轮谈判。

宏观方面：美国总统特朗普表示，他将于周五开始致函贸易伙伴，设定单边关税税率，各国必须从 8 月 1 日开始支付关税税率。大约“10 到 12 封”信函将于星期五发出，“未来几天”还会有其他信件函出，宏观当前处于极度不稳定状态。

供给方面：美国产量下滑至 13.43 百万桶/日；贝克休斯钻机环比减 7 台至 425 台。OPEC 宣布 8 月增产 55 万桶/日，6 月 OPEC 三方产量数据出炉，较上月增产明显提速，增产约 27 万桶/日；OPEC 下次会议暂定 8 月 3 日，预计增产加快，整体供给进入宽松周期。

需求方面：美国炼厂开工率环比抬升至 94.9%。；中国主营炼厂开工率环比抬升至 81.07%，独立炼厂开

工率环比维持 44.97%；欧洲炼厂开工率抬升至 80.32%。整体全球炼厂开工开始回暖，原油需求端向好。

库存方面：美国原油商业库存环比累库至 418.95 百万桶，总成品油库存环比累库至 403.19 百万桶；中国原油港口库存去库至 208.07 百万桶，总成品油累库至 184.65 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存去库至 40.93 百万桶。全球成品油消费在高开工率下符合预期，但美国出现疲软预期。

策略推荐：据我们高频指标观测，当前短期俄罗斯和战后伊朗的出口下滑带动整体敏感油供给出现减量，全球供给当前仍处紧平衡。但基本面偏紧的情况下，原油的政治预期却极其利空：本周末 OPEC 会议如期举行，此次 OPEC 宣布 55 万桶/日的增产幅度略超预期，预计难以对市场造成较大波幅；下周末美伊战后第一轮谈判，预计仍对原油上方空间压制。基于多空交织的基本面与政治预期，叠加当前原油中性估值，我们认为短期内应耐心观望，等待拐点。

甲醇

上游检修增多，开工高位回落，企业利润依旧较好，海外装置开工重新回到中高位，市场对于海外供应端的干扰逐步反映结束，市场波动开始收窄。需求端港口烯烃降负，传统需求淡季，开工回落，近期甲醇价格回落下游利润有所修复但整体水平依旧偏低，甲醇现货估值依旧偏高，淡季背景下预计上方空间有限。后续国内市场大概率呈现供需双弱格局，在情绪降温之后预计价格难有大幅单边趋势，建议观望为主。

尿素

国内短期开工回落，供应压力有所缓解，企业整体利润处于中低位，成本支撑预计逐步增强。需求端复合肥开工继续回落，后续随着秋季肥预收的展开，预计开工将逐步见底回升。出口集港仍在持续，港口库存明显走高，后续需求集中在复合肥秋季肥以及出口端。整体来看，国内尿素供需尚可，价格下方仍有支撑，但上方空间也受高供应压制。总体来看，尿素估值中性偏低，供需边际预计有所好转，更倾向于逢低关注短多机会。

聚烯烃

政策端：市场等待 OPEC+会议增产决定，原油价格低位横盘。

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

成本端：本周 WTI 原油上涨 3.90%，Brent 原油上涨 2.11%，煤价上涨 0.65%，甲醇下跌-9.42%，乙烯上涨 10.27%，丙烯下跌-1.34%，丙烷下跌-1.89%。成本端价格支撑松动。

供应端：PE 产能利用率 78.20%，环比下降-1.25%，同比去年上涨 0.72%，较 5 年同期上涨 0.42%。PP 产能利用率 77.79%，环比下降-1.09%，同比去年上涨 6.37%，较 5 年同期下降-14.75%。根据投产计划观察，7 月仅存在大榭石化二期油制 PP45 万吨产能投放计划。

进出口：5 月国内 PE 进口为 106.82 万吨，环比 4 月下降-15.21%，同比去年上涨 4.84%。5 月国内 PP 进口 16.74 万吨，环比 4 月下降-6.70%，同比去年下降-12.60%。进口利润下降，PE 北美地区货源减少，

进口端压力减小。5月PE出口10.51万吨，环比4月上涨12.67%，同比上涨40.53%。5月PP出口27.66万吨，环比4月上涨9.33%，同比上涨35.89%。美国对越南转口关税征收40%，作为中国PP出口最大去处，PP出口或将受阻。

需求端：PE下游开工率38.00%，环比下降-0.37%，同比下降-7.20%。PP下游开工率48.80%，环比下降-0.51%，同比下降-1.63%。季节性淡季，下游按需采购，开工率低位震荡。

库存：PE生产企业库存43.84万吨，环比去库-2.19%，较去年同期累库5.46%；PE贸易商库存6.14万吨，较上周累库7.19%；PP生产企业库存57.01万吨，本周环比去库-2.55%，较去年同期累库10.70%；PP贸易商库存14.97万吨，较上周累库10.81%；PP港口库存6.53万吨，较上周去库-0.61%。

小结：市场等待OPEC+会议增产决定，原油价格低位横盘。美国对越南转口关税征收40%，作为中国PP出口最大去处，PP出口或将受阻。目前由于原油价格低位震荡，6月大量产能落地，下半年PP产能投放压力较大，待山东地炼开工低位反弹后，大量丙稀释放，压制聚丙烯盘面后，预计7月中旬起LL-PP价差或将震荡走阔。

下周预测：聚乙烯(LL2509)：参考震荡区间(7200-7500)；聚丙烯(PP2509)：参考震荡区间(7000-7300)。

推荐策略：等待山东地炼开工上行释放丙烯后，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。

苯乙烯

政策端：市场期待周末OPEC+会议增产决定，原油价格低位震荡。

估值：苯乙烯周度跌幅(成本>现货>期货)，基差走弱，BZN裂差下降，EB非一体化装置利润下降。

成本端：本周华东纯苯价格下跌-1.34%，纯苯开工中性偏高。

供应端：EB产能利用率80%，环比下降-0.12%，同比去年上涨20.48%，较5年同期下降-0.99%。根据投产计划观察，三季度投产计划较少，全年最大投产压力在四季度。

进出口：5月国内纯苯进口量为405.61万吨，环比4月下降-9.49%，同比去年上涨53.49%，主要为中东地区货源。5月EB进口量26.18万吨，环比4月下降-6.11%，同比上涨29.44%。中东地缘冲突扰动，进口量有所下降。

需求端：下游三S加权开工率40.13%，环比下降-5.66%；PS开工率52.40%，环比下降-8.71%，同比下降-11.43%；EPS开工率55.88%，环比下降-6.42%，同比下降-2.44%；ABS开工率67.00%，环比上涨1.52%，同比下降-4.29%。季节性淡季，开工率低位震荡。

库存：EB厂内库存19.40万吨，环比去库-2.99%，较去年同期累库40.91%；EB江苏港口库存9.88万吨，环比累库16.24%，较去年同期累库101.63%。港口累库明显，盘面支撑松动。

小结：市场期待周末OPEC+会议增产决定，原油价格低位震荡。纯苯-石脑油(BZN裂差)下降，EB非一体化装置利润下降，整体估值中性偏高。纯苯供应偏宽格局下，苯乙烯开工上行，下游三S需求淡季，供需双弱背景下，厂库及港口累库明显，向上支撑较弱，短期预计震荡偏空。

下周预测：苯乙烯(EB2507)：参考震荡区间(7200-7500)。

推荐策略：建议空单持有。

风险提示：石脑油、纯苯价格大幅上涨，下游三S开工大幅上升。

PVC

成本利润：乌海电石价格报 2350 元/吨，月同比上涨 100 元/吨；山东电石价格报 2880 元/吨，月同比下跌 5 元/吨；兰炭陕西中料 630 元/吨，月同比下跌 25 元/吨。利润方面，氯碱综合一体化利润大幅走弱，乙烯制利润延续低位，估值支撑较强。

供应：PVC 产能利用率 77.4%，月同比下降 0.8%；其中电石法 80.8%，月同比上升 2.6%；乙烯法 68.5%，月同比下降 9.6%。本月检修量偏低，平均产能利用率高于 5 月，供应压力偏大。下个月检修力度大于本月，但进入了投产高峰阶段，因此整体产量仍然处于高位水平。

需求：出口方面前五个月有较高的出口增速，六月随着东南亚雨季以及对印度出口政策预期的不确定，整体出口预期有所回落，目前印度 BIS 政策已经延期，但 7 月仍然有反倾销政策落地的预期，整体下半年的出口增速有回落压力；三大下游开工下滑，管材负荷 39.5%，月同比下降 3.9%；薄膜负荷 72.2%，月同比下降 1.7%；型材负荷 34.8%，月同比下降 4.5%；整体下游负荷 42.9%，月同比下降 3.3%，下游整体表现不及去年同期，整体需求偏弱，主要增量需要关注出口情况。

库存：月底厂内库存 38.6 万吨，月同比累库 0.2 万吨；社会库存 59.2 万吨，月同比去库 0.6 万吨；整体库存 97.8 万吨，月同比去库 0.4 万吨；仓单持续回升，但小于去年同期。目前去库逐渐放缓，社库开始出现累库，在近月供给转强而内需转弱的情况下，出口存在降速压力，预期进入 7 月后库存转累。

小结：本月在烧碱下跌、黑色建材反弹以及 BIS 延期等因素共同推动下，PVC 震荡反弹。基本上企业利润压力进一步上升，近期检修增多，但产量仍居高位，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 7 月印度反倾销预计落地，存在转弱预期，成本端电石限产缓解，预期成本支撑走弱。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，短期在黑色建材板块反弹、估值支撑增强以及 BIS 延期共同推动下反弹，后续基本面偏弱预期压力下 PVC 仍将承压，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

行情回顾：本月冲高回落，截至 7 月 3 日，09 合约收盘价 4277 元，月同比上涨 16 元；华东现货价格 4370 元，同比下跌 55 元。基差和价差方面，截至 7 月 3 日，基差 76 元，月同比下降 71 元；9-1 价差-36 元，同比下降 57 元。

供应端：EG 月底负荷 66.5%，月同比上升 6.7%；其中合成气制负荷 69.3%，同比上升 12.2%；乙烯制负荷 64.8%，同比上升 3.5%。6 月乙二醇整体负荷上升，7 月预期负荷进一步上升，近期合成气制装置方面，榆能化学检修，红四方重启中；油化方面，装置变动不大；海外方面，伊朗装置陆续重启，沙特朱拜勒地区多套装置因电力因素停车，Sharq 装置预计 1-2 周内陆续恢复。到港方面，6 月进口预计 60 万吨，

同比预期持平，进口量因外盘检修而偏低，7月随着海外检修装置回归，预期进口量上升。

需求端：月底聚酯负荷 90.2%，同比下降 1.5%，其中长丝负荷 90.8%，上升 1.2%；短纤负荷 93%，下降 0.2%；瓶片负荷 75.9%，下降 6%。涤纶方面，库存压力较小，长丝利润良好，短纤利润上升，短期减产压力较小；瓶片目前库存偏高，利润较差，后续存在负荷持续下降预期。终端方面，产成品库存累库，订单仍然偏弱，月底加弹负荷 69%，织机负荷 62%，涤纱负荷 66%，远弱于往年同期。纺服零售 5 月国内零售同比+4%，出口同比-2%。整体而言，聚酯端目前处于淡季，叠加抢出口结束，整体负荷高位回落。

库存：截至 6 月 30 日，港口库存 54.5 万吨，月同比去库 14.2 万吨；下游工厂库存天数 12 天，同比下降 0.2 天，港口库存量下降至低位，下游库存天数下降。进入七月随着国内外检修装置回归，国内供需平衡走弱。

估值成本端：本月石脑油制利润下降 165 元至-483 元/吨，国内乙烯制利润下降 382 元至-828 元/吨，煤制利润下降 149 元至 1028 元/吨。成本端乙烯上升 70 美元至 850 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格下跌持平至 490 元/吨，国内利润位于高位水平，估值偏高。

小结：本月前期估值持续压缩，后跟随原油冲高回落，近期在下游转淡季且上游供应回归下，整体走势震荡偏弱。产业基本面上，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。估值同比中性，检修季将逐渐结束，基本面较弱，短期因沙特装置意外或偏强，后续关注逢高空配的机会。

PTA

行情回顾：本月价格上涨后下跌，截至 7 月 3 日，09 合约收盘价 4710 元，月同比上涨 58 元；华东现货价格 4890 元，同比上涨 45 元。基差和价差方面，截至 7 月 3 日，基差 127 元，月同比下降 80 元；9-1 价差 60 元，同比下降 76 元。

供应端：月底 PTA 负荷 78.2%，月环比上升 1.8%。6 月检修季结束，整体负荷大于 5 月。7 月计划检修装置增加，进入 7 月负荷将从高位再度下移。

需求端：月底聚酯负荷 90.2%，同比下降 1.5%，其中长丝负荷 90.8%，上升 1.2%；短纤负荷 93%，下降 0.2%；瓶片负荷 75.9%，下降 6%。涤纶方面，库存压力较小，长丝利润良好，短纤利润上升，短期减产压力较小；瓶片目前库存偏高，利润较差，后续存在负荷持续下降预期。终端方面，产成品库存累库，订单仍然偏弱，月底加弹负荷 69%，织机负荷 62%，涤纱负荷 66%，远弱于往年同期。纺服零售 5 月国内零售同比+4%，出口同比-2%。整体而言，聚酯端目前处于淡季，叠加抢出口结束，整体负荷高位回落。

库存：截至 6 月 27 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）211.7 万吨，月同比去库 9 万吨，其中在库在港库存为 42.2 万吨，同比累库 14.2 万吨，仓单 17.5 万吨，同比去库 10.5 万吨。7 月随着检修计划增

加，预期重新进入去库阶段。

利润端：本月现货加工费下降 91 元，截至 7 月 3 日为 299 元/吨；盘面加工费下降 29 元，截至 7 月 3 日为 325 元/吨。

小结：本月前期跟随 PX 估值走弱，月中原油因地缘风险导致冲高回落，PTA 跟随，近期因亚洲 PX 供应回归，PXN 压缩导致 PTA 跟随下跌。后续来看，供给端 7 月检修量预期增加，PTA 仍将小幅去库，PTA 加工费有支撑。需求端聚酯化纤库存压力较低，预期不会大幅减产，但瓶片后续计划减产，综合看需求端小幅承压。估值方面，PXN 后续在 PTA 投产带来的格局改善预期下有支撑，关注跟随 PX 逢低做多机会。

对二甲苯

行情回顾：本月价格上涨后下跌，截至 7 月 3 日，09 合约收盘价 6672 元，月同比上涨 116 元；PX CFR 价格 849 美元，同比上涨 29 美元。基差和价差方面，截至 7 月 3 日，折算基差 259 元，月同比下降 43 元；9-1 价差 90 元，同比下降 90 元。

供应端：月末中国负荷 81%，同比下降 1.1%；亚洲负荷 74.1%，同比上升 2.1%。国内装置方面，六月检修季结束，整体开工负荷上升。后续来看，七月计划检修装置仍然偏少，但综合负荷低于六月。进口方面，6 月韩国 PX 出口中国 34 万吨，环比上升 3.7 万吨。

需求端：月底 PTA 负荷 78.2%，月环比上升 1.8%。6 月检修季结束，整体负荷大于 5 月。7 月计划检修装置增加，进入 7 月负荷将从高位再度下移。

库存：5 月底社会库存 442 万吨，同比去库 17 万吨，根据 6 月平衡表将去库 6 万吨左右，7 月因 PX 检修计划减少，但 PTA 检修增加，预期国内库存偏累。

估值成本端：本月 PXN 上升 8 美元，截至 7 月 3 日为 271 美元，本月估值冲高回落；石脑油裂差下降 6 美元，截至 7 月 3 日为 73 美元，原油端冲高回落。芳烃调油方面，美国汽油表现偏差，汽油裂解价差走弱，美亚芳烃价差上升。

小结：本月初在原油上涨的背景下估值持续压缩，后续跟随原油大幅反弹后回落，近期亚洲供应回归导致估值进一步承压。目前 PX 检修季结束，负荷维持高位，短期在亚洲供应回归以及聚酯负荷进入淡季后估值压缩，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，关注跟随原油逢低做多机会。

农产品类

生猪

现货端：6 月份国内猪价呈落后震荡再持续上涨走势，月初节后需求下滑，市场出栏节奏恢复，猪价明显承压，但价格走低后养殖端惜售情绪增强，叠加局部二育入场，价格止跌走稳，下旬可供出栏规模下降，屠宰明显缩量，猪价延续走高；具体看，河南均价月涨 0.64 元至 15.26 元/公斤，月内最低 13.94 元/公斤，四川均价月涨 0.64 元至 14.8 元/公斤，月内最低 13.66 元/公斤，广东均价月涨 2.1 元至 17.48 元/公斤；7 月份供应或下降，一方面多数企业降重空间有限，计划出栏或下降，另外受春季仔猪疫病影响，7、8 月份理论出栏量亦有减量空间，需求端对高价接受度较差，但价格下跌后二育仍有托底作用，供需博弈，价格或以偏强震荡为主。

供应端：5 月官方母猪存栏 4042 万头，环比小升 0.1%，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。仔猪端滞后 6 个月得到的理论出栏量，一是相比减量显著的 22、24 年，以及减量不显著的 23 年，今年年中供应断档极不明显，说明年初受仔猪疫病较少；二是尽管该数据更多反应的是规模厂的情况，但数据的同比大增，尤其下半年的明显增加，也预示着对未来价格不宜过分期待。从近端数据看，屠宰数据明显下滑，叠加近期天热后增重速度减慢，显示近期现货涨价整体较为健康。

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：6 月下旬以来现货明显反弹，伴随着屠宰缩量和体重下滑，显示市场开始集中体现年中的季节性供应减量，且在当前散户占比偏低的以及肥标差偏大的背景下，二育栏位仍有上升空间，侧面起到托底的作用；考虑现货易涨难跌的背景，盘面尤其近月在贴水背景下，下方空间受到限制，短多或仍有空间，但中期需要考虑供应后置以及上方套保盘的压力。

鸡蛋

现货端：6 月份国内蛋价呈震荡探底走势，月内尽管淘鸡有所放量，鸡龄下降，但受前期补栏量偏大的影响，新开产供应持续增多，而端午节后缺乏节日支撑，终端需求始终平淡，湿热天气下养殖单位积极出货为主，备货心态较谨慎；具体看，黑山大码蛋价月落 0.3 元至 2.2 元/斤，月内最高 2.6 元/斤，馆陶月落 0.09 元至 2.49 元/斤，月内最高 2.62 元/斤，销区回龙观月落 0.29 元至 2.71 元/斤，东莞月落 0.28 元至 2.51 元/斤；持续亏损程度增大，淘鸡走量依旧有限，市场供应维持偏大，且受闰六月影响出梅和需求启动推迟，预计 7 月上半月蛋价依旧低位整理为主，后期随着夏季产蛋率下降以及需求逐步启动，蛋价在下半月有望逐步走出颓势。

补栏和淘汰：因成本偏低，去年下半年以来补栏量持续偏高，不过随着养殖亏损加剧，叠加季节性因素，5 月份开始补栏量环比有所减少，6 月份进一步下降至 8150 万只，同比+1.9%，环比-9.4%；市场老鸡淘

汰速度加快，淘鸡出栏明显放量，淘鸡-白鸡价差从高位大幅回落，局部有超淘发生，但相比偏高的存栏规模依旧不够，当前淘鸡出量鸡龄回落至 506 天，较高点回落约 30 天，依旧偏高。

存栏及趋势：截止 6 月底，样本点在产蛋鸡存栏量为 13.4 亿只，环比 5 月上升 0.06 亿只，同比去年的 12.55 亿只增加了 6.8%，存栏数据符合预期；按此推算，考虑正常淘鸡的情况下，未来存栏依旧有增加空间，高峰为今年 11 月的 13.55 亿只，环比目前仍有 1.1% 的上升空间，供应端未来大的方向仍指向过剩。

需求端：端午过后紧接着是梅雨淡季，市场需求跌入谷底，但随着市场逐步出梅以及预期转好，加上中秋备货等因素，下半年需求存在一个逐步转好的过程。

小结：供应规模偏大叠加需求表现谨慎，现货季节性涨价推迟，但市场有待涨心理，导致淘鸡进度趋于停滞，短期在现货虽涨价无望但下跌空间也有限的背景下，旺季合约受预期支撑以偏强整理为主；中期随着现货涨价的逐步兑现，盘面焦点有望重回供应水平以及盘面升水偏大的逻辑上，短期宜观望或短线操作为主，中线节后合约等待反弹抛空。

豆菜粕

国际大豆：本月美豆宽幅震荡，美豆管理基金大豆净持仓较少，暗示美豆行情暂无亮点，维持区间震荡趋势。一方面，美豆面积并未大幅下调，且近期天气维持较好趋势，美豆产量预计仍然处于偏高位置。南美旧作大豆也处于丰产状态，全球大豆供应仍然超出需求，压制粕类价格中枢。另一方面，美豆、豆粕估值也处于较低位置，美国生物柴油政策对美豆油的大量消费预期也支撑着其大豆价格，巴西大豆价格则受到中国买船的支撑，因中美大豆关税仍未解除，巴西升贴水仍待价而沽。总体来看，外盘大豆价格处于低估值、供大于求状态，暂未出现明确的方向性驱动，国内大豆进口成本也跟随处于季节性震荡小幅上涨状态。

国内双粕：本月国内豆粕现货弱势震荡为主，期间因交易美豆面积、9-1 月买船较少等有所反弹，给出较好进口利润，但全球大豆供大于求及国内大豆累库的现实压制盘面反弹。买船方面，截至 7 月 1 日机构统计 3 月买船 1379 万吨，4 月 1029 万吨，5 月 1172 万吨，6 月 1173 万吨，7 月 1010 万吨，8 月 792 万吨，9 月 264 万吨。9 月买船窗口还有两个月，期间需要关注中美谈判、巴西升贴水信息，目前买船可能支撑国内大豆到 11 月的用量。

观点：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。国内豆粕市场则处于低估值、短期高供应、下游提货积极、饲企库存天数中性偏高但远期采购因中美关税存在不确定性局面。因此豆粕市场多空交织，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，等待中美关税进展及供应端新的驱动为主。

油脂

市场综述：本月三大油脂宽幅震荡为主，前期原油大涨及 EPA 政策利多带动油脂走强，后期因原油回落、棕榈油增产及估值偏高等因素有所回落。菜油因菜籽进口成本较高仍高位震荡。路透调查显示，预计马来西亚 2025 年 6 月棕榈油库存为 199 万吨，比 5 月下降 0.24%；产量预计为 170 万吨，比 5 月下降 4.04%；出口量预计为 145 万吨，比 5 月增长 4.16%。马来西亚、印尼棕榈油上半年同比大幅增产趋势压制油脂价格。

国际油脂：EPA 的 RVO 草案预计 2026 年美国生物燃料豆油需求量在 750 万吨，菜油需求量在 320 万吨，这相比于 2024 年补贴存在时期，同比增加分别约 150、80 万吨，考虑到或有最大达 10%的 SRE，最终进口油脂需求增量如菜油、UCO 等生柴原料都有一定幅度的折扣。RVO 草案将在 7 月 8-9 日举行听证会，关注进一步走向。加拿大菜籽发货量仍较高，出口也处于季节性较高水平，商业库存出现累库迹象。印度方面 6 月购买了大量植物油，可能开启了补库进程，对后续棕榈油出口需求形成支撑。

国内油脂：6 月豆油成交一般，棕榈油成交有所转好，国内油脂总库存高于去年约 40 万吨，油脂供应较充足。其中菜油库存高于去年 30 万吨，棕榈油库存高于去年约 10 万吨，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，不过菜油高价差及消费较弱导致其去库缓慢，加拿大菜籽每周出口也较高，国内油脂总库存见顶下降趋势暂时难现。

观点小结：美国生物柴油政策草案超预期支撑油脂中枢，不过目前估值相对较高，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

国际市场回顾：上周原糖价格探底回升，截至周四（周五休市）ICE 原糖 10 月合约收盘价报 16.37 美分/磅，较之前一周下跌 0.32 美分/磅，或 1.92%。消息方面，据洲际交易所(ICE)数据显示，到期的 7 月原糖合约交割量总计为 888 手，或约为 45110 吨，这是自 2014 年以来 7 月合约最小交割数量。据巴西航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 7 月 2 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 80 艘，此前一周为 74 艘。港口等待装运的食糖数量为 320 万吨，此前一周为 270 万吨。

国内市场回顾：上周郑糖价格冲高回落，截至周五郑糖 9 月合约收盘价报 5769 元/吨，较之前一周下跌 23 元/吨，或 0.4%。据巴西商务部数据显示，6 月巴西对中国出口食糖 76 万吨，环比 5 月增加 24 万吨，同比去年增加 31 万吨。据广西糖业协会公布的数据显示，2024/25 榨季截至 6 月底，广西累计销糖 514.06 万吨，同比增加 61.44 万吨；产销率 79.51%，同比增加 6.29 个百分点。其中 5 月份单月销糖 49.53 万吨，同比增加 7.73 万吨；工业库存 132.44 万吨，同比减少 33.08 万吨。

观点及策略：原糖 7 月合约交割，价格低且数量少，现实需求差。国内方面，7-9 月间价差走弱，9-1

月间价差走强，1-5 月间价差震荡，整体月差结构混乱。叠加外盘价格下跌后，配额外进口利润维持在近五年以来的高位水平，后市糖价在短线形态整理后，有可能延续跌势。

棉花

国际市场回顾：上周美棉花期货价格冲高回落，截至周四（周五休市）美棉花期货 12 月合约收盘价报 68.43 美分/磅，较之前一周下跌 0.89 美分/磅，或 1.28%。消息方面，据美国农业部(USDA)公布的种植意向报告显示，美国 2025 年所有棉花种植面积预计为 1012 万英亩，此前市场预估为 973.5 万英亩。美国 2024 年所有棉花实际种植面积为 1118.3 万英亩。

国内市场回顾：上周郑棉价格偏强震荡，截至周五郑棉 9 月合约收盘价报 13780 元/吨，较之前一周上涨 20 元/吨，或 0.15%。据 Mysteel 数据显示，截至 7 月 4 日当周纺纱厂开机率为 71.1%，环比前一周减少 0.1 个百分点，同比去年减少 0.3 个百分点；织布厂开机率为 40.8%，环比上周减少 0.3 个百分点，同比去年增加 0.5 个百分点；全国棉花周度商业库存 275 万吨，同比去年减少 2 万吨（上周同比增加 2 万吨）。中国商务部新闻发言人 7 月 4 日表示，中方正依法依规审批符合条件的管制物项出口许可申请。美方也采取相应行动，取消对华采取的一系列限制性措施，有关情况已向中方作了通报。

观点及策略：6 月美棉种植意向报告利空，USDA 预估的 2025 年美国棉花种植面积高于市场预期。国内方面，6 月底中美谈判预期利好支撑着棉价。但从基本面来看，基差快速走强，不利于下游消费，去库速度有所放缓，并且未来有可能发放进口配额。总体而言，短线棉价或延续震荡，重点关注中美谈判结果落地。

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	