

宏观金融类

股指

前一交易日沪指-0.22%，创指-0.96%，科创 50-0.48%，北证 50-6.15%，上证 50+0.19%，沪深 300-0.06%，中证 500-0.95%，中证 1000-1.08%，中证 2000-1.23%，万得微盘-1.46%。两市合计成交 11027 亿，较上一日-708 亿。

宏观消息面：

- 1、央行加量续作 5000 亿元 MLF，稳增长信号延续。
- 2、欧元区 5 月 PMI 意外萎缩，服务业创 16 个月来最差表现。
- 3、美联储沃勒：减税法案引发美债抛售，若关税企稳下半年将降息。

资金面：融资额-17.51 亿；隔夜 Shibor 利率-4.40bp 至 1.4650%，流动性较为宽松；3 年期企业债 AA- 级别利率-0.86bp 至 3.0352%，十年期国债利率+1.27bp 至 1.7181%，信用利差-2.13bp 至 132bp；美国 10 年期利率+10.00bp 至 4.58%，中美利差-8.73bp 至-286bp。

市盈率：沪深 300:12.65，中证 500:28.77，中证 1000:39.46，上证 50:11.00。

市净率：沪深 300:1.32，中证 500:1.77，中证 1000:2.05，上证 50:1.21。

股息率：沪深 300:3.42%，中证 500:1.85%，中证 1000:1.49%，上证 50:4.33%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.88%/-1.86%/-2.72%/-3.85%；IC 当月/下月/当季/隔季：-1.55%/-2.90%/-4.86%/-7.08%；IM 当月/下月/当季/隔季：-1.91%/-3.41%/-5.90%/-8.65%；IH 当月/下月/当季/隔季：-0.67%/-1.78%/-2.06%/-2.28%。

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 0.04%，收于 119.52；T 主力合约上涨 0.01%，收于 108.815；TF 主力合约下跌 0.00%，收于 105.980；TS 主力合约下跌 0.00%，收于 102.366。

消息方面：1、央行公告，为保持银行体系流动性充裕，2025 年 5 月 23 日（周五），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 5000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。2、人民银行副行长朱鹤新在国新办新闻发布会上表示，债券市场“科技板”支持发行人灵活分期发行债券、简化信息披露要求、减免债券发行交易的部分手续费。债券市场“科技板”最需要支持的是股权投资机构，因为股权投资机构是投早、投小、投硬科技的主要力量，主要存在轻资产、长投资周期等特点，靠自身发债融资

的话会存在融资期限短、融资成本高的问题，债券市场“科技板”可以解决这些问题；此外，我们还创建科技创新债券风险分担机制，由央行提供低成本再贷款资金。债券市场“科技板”将重点支持排名靠前、投资经验丰富的头部股权投资机构发行债券。

流动性：央行周四进行 1545 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。因当日有 645 亿元逆回购到期，实现净投放 900 亿元。

策略：LPR 调降符合预期，大行存款利率同步调降，有利于缓解净息差压力，存款利率降幅略超预期，可能带来存款流向非银。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。关税谈判超预期，短期债市面临一定调整压力。后续市场主要关注出口数据及资金面能否维持宽松，等待回调后的机会，逢低介入为主。

贵金属

沪金跌 0.71%，报 773.76 元/克，沪银跌 0.52%，报 8251.00 元/千克；COMEX 金涨 0.12%，报 3299.00 美元/盎司，COMEX 银跌 0.09%，报 33.19 美元/盎司；美国 10 年期国债收益率报 4.54%，美元指数报 99.90；

市场展望：

当前，美国财政赤字扩张预期持续对于国际金价构成中期利好提振，但短期来看美国经济数据具备韧性，市场对于联储的降息预期仍偏谨慎。

昨日公布的美国经济数据具备韧性，美国至 5 月 17 日当周初请失业金人数为 22.7 万人，低于市场预期 23 万人，为四周以来的新低。美国 5 月标普全球制造业 PMI 为 52.3，高于预期的 50.1 以及前值的 50.2。全球服务业 PMI 为 52.3，高于预期和前值的 50.8。

美国财政政策方面，特朗普在社交媒体宣布其推行的“美丽大法案”已在众议院获得通过，该法案包含了大规模的减税政策，它的最终施行将令美国财政赤字水平在特朗普任期难以得到控制，对于黄金价格形成中期的利好因素。目前，法案将进入参议院的审核流程。

策略总结：美国财政赤字水平在特朗普任期内将持续扩张，这对于黄金中期价格走势形成利多因素，策略上建议逢低做多，沪金主力合约参考运行区间 756-809 元/克。白银在联储明确鸽派表态的情况下才具备较强的上涨动能，策略上建议暂时观望，沪银主力合约参考运行区间 7944-8380 元/千克。

有色金属类

铜

美国 PMI 初值好于预期而欧元区 PMI 初值弱于预期，美元指数反弹，铜价震荡，昨日伦铜收涨 0.34%至 9519 美元/吨，沪铜主力合约收至 77820 元/吨。产业层面，昨日 LME 库存减少 1300 至 166525 吨，注销仓单比例抬升至 41.2%，Cash/3M 升水 14 美元/吨。国内方面，昨日公布的社会库存数据较周一小幅增加，而保税区库存延续去化，上期所铜仓单续减 0.9 至 3.2 万吨，仓单降至偏低水平，上海地区现货升水期货下调至 135 元/吨，持货商出货推动基差报价进一步下调，下游买盘一般。广东地区库存环比减少，现货升水期货上调至 205 元/吨，整体交投环比改善。进出口方面，昨日国内铜现货进口亏损维持 400 元/吨以上，洋山铜溢价环比下滑。废铜方面，昨日精废价差缩窄至 980 元/吨，废铜替代优势降低。价格层面，美国税改法案投票即将进行，市场情绪相对中性，后续仍需留意美国关税政策下远期的经济下滑风险。产业上看铜原料供应维持紧张格局，铜价支撑仍强，而由于消费强度较前期有所下降，预计价格偏震荡。今日沪铜主力运行区间参考：77200-78400 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9400-9600 美元/吨。

铝

国内铝锭库存去化速度加快，美元指数反弹，沪铝表现强于伦铝，昨日伦铝收跌 0.77%至 2456 美元/吨，沪铝主力合约收至 20160 元/吨。昨日沪铝加权合约持仓量 52.0 万手，环比增加 0.4 万手，期货仓单 5.8 万吨，环比减少 0.1 万吨，仍维持偏低水平。根据 SMM 统计，昨天铝锭社会库存录得 55.7 万吨，较周一减少 2.8 万吨，较上周四减少 2.4 万吨，铝棒社会库存录得 13.1 万吨，较周一减少 0.1 万吨，较上周四减少 0.7 万吨，昨日铝棒加工费延续震荡下滑。现货方面，昨日华东现货升水期货 80 元/吨，环比上调 10 元/吨，持货商挺价情绪较浓，下游刚需采购，成交尚可。外盘方面，昨日 LME 铝库存减少 0.2 至 38.7 万吨，注销仓单比例下滑至 16.6%，Cash/3M 小幅贴水。展望后市，国内商品情绪弱稳，海外情绪面偏中性，但关税水平偏高使得远期需求忧虑仍存。产业上看铝棒加工费偏高有利于铝锭库存继续去化，铝价支撑偏强，而消费季节性偏淡将制约铝价反弹空间，短期价格预计偏震荡。今日国内主力合约运行区间参考：20000-20260 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2430-2480 美元/吨。

锌

周四沪锌指数收跌 0.72%至 22256 元/吨，单边交易总持仓 22.75 万手。截至周四下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期跌 54.5 至 2676 美元/吨，总持仓 21.76 万手。SMM0#锌锭均价 22650 元/吨，上海基差 200 元/吨，天津基差 190 元/吨，广东基差 355 元/吨，沪粤价差-155 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 0.14 万吨，内盘上海地区基差 200 元/吨，连续合约-连一合约价差 210 元/吨。LME 锌锭库存录得 15.79 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 7.67 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-28.9 美元/吨，3-15 价差-46.75 美元/吨。剔汇后盘面沪伦比价录得 1.15，锌锭进口盈亏为-480.36 元/吨。根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至 8.38 万吨。总体来看：4 月我国未锻轧锌合金出口量破千，达到 1280.23 吨，环比增长 472.07%，同比增长 365.08%，4 月突发增量中绝大部分流向台湾，或因抢出口导致。基本面角度来看，锌精矿港口库存持续抬升，锌精矿加工费再度上行，锌矿过剩预期不改。锌锭库存小幅累库，月间价差边际下行，近端边际转弱。中期来看，伴随锌锭社会库存累库，锌价仍有一定下行风险。

铅

周四沪铅指数收跌 1.29%至 16681 元/吨，单边交易总持仓 7.3 万手。截至周四下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期跌 30 至 1955 美元/吨，总持仓 14.42 万手。SMM1#铅锭均价 16625 元/吨，再生精铅均价 16575 元/吨，精废价差 50 元/吨，废电动车电池均价 10200 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 3.93 万吨，内盘原生基差-140 元/吨，连续合约-连一合约价差-15 元/吨。LME 铅锭库存录得 28.21 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 6.6 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-26.12 美元/吨，3-15 价差-60.2 美元/吨。剔汇后盘面沪伦比价录得 1.186，铅锭进口盈亏为-515.17 元/吨。据钢联数据，国内社会库存录得增至 5.82 万吨。总体来看：再生原料库存有限，再生利润承压，再生铅企开工持续下行，近期废电瓶领跌铅价。蓄企放假结束后，开工重回相对高位，短线铅价呈现偏弱运行。

镍

周四镍价窄幅震荡，沪镍主力合约收盘价 122890 元/吨，较前日下跌 0.53%，LME 主力合约收盘价 15490 美元/吨，较前日下跌 0.90%。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，最新成交价涨至 970 元/镍点。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，硫酸镍均价小幅走高。精炼镍方面，现货成交平淡，升贴水持稳运行，金川一号镍的主流现货升水报价区间为 2000-2200 元/吨，平均升水为 2100 元/吨，较上一交易日持平；俄镍的升贴水报价区间则为 100-300 元/吨，平均升水为 200 元/吨，较前日持平；LME 镍库存报 200910 吨，减少 86 吨。整体而言，短期镍铁价格回升给予镍价一定支撑，预计镍价维持震荡，建议关注 LME 镍 0-3 月升贴水变化与硫酸镍需求情况。今日沪镍主力合约价格运行区间参考 120000-130000 元/吨，伦镍 3M 合约运行区间参考 15000-16300 美元/吨。

锡

2025 年 5 月 22 日，沪锡主力合约收盘价 264780 元/吨，较前日下跌 1.10%。国内，上期所期货注册仓单较前日减少 14 吨，现为 8056 吨。LME 库存较前日减少 5 吨，现为 2665 吨。上海现货锡锭成交价格 264500-266500 元/吨，均价 265500 元/吨，较 5 月 21 日跌 3000 元/吨。上游云南 40%锡精矿报收 253400 元/吨，较前日下跌 3000 元/吨。目前矿端正逐步复产，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 月逐步传导至冶炼端，缅甸佤邦复产也正在推进，预计三季度矿端将逐步转松。现货市场，升贴水虽维持高位，但高价抑制下游补库意愿，实际鲜有成交。整体而言，锡供给端短期偏紧但有转松预期，目前中美关税暂缓，但家电、电子行业等终端订单未见显著放量，需求拖累下，锡价重心或有所下移。国内主力合约参考运行区间：250000 元-270000 元/吨，海外伦锡参考运行区间：30000 美元-33000 美元/吨。

碳酸锂

五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 62,657 元，与前日持平，其中 MMLC 电池级碳酸锂报价 62,000-64,000 元，工业级碳酸锂报价 60,200-61,500 元。LC2507 合约收盘价 62,140 元，较前日收盘价+1.70%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 860 元。本周锂辉石冶炼出现明显减量，国内碳酸锂产量环减 3.2%。下游备货表现平平，SMM 周度库存报 131,779 吨，环比上周-141 吨（-0.1%）；其中上游+493 吨，下游和其他环节-634 吨。盘面价格处于成本密集区，偶有盐厂检修扰动，但上方抛压较

大，预计锂价震荡概率较高。后续需留意矿山盐厂经营扰动、锂盐和正极材料开工率及盘面持仓变化。今日广期所碳酸锂 2507 合约参考运行区间 61,100-63,200 元/吨。

氧化铝

2025 年 5 月 22 日，截止下午 3 时，氧化铝指数日内下跌 1.05%至 3207 元/吨，单边交易总持仓 51.1 万手，较前一交易日增加 1.9 万手。现货方面，广西、贵州、河南、山东、山西和新疆现货价格分别上涨 50 元/吨、40 元/吨、45 元/吨、50 元/吨、50 元/吨、25 元/吨。基差方面，山东现货价格报 3145 元/吨，贴水 07 合约 92 元/吨。海外方面，MYSTEEL 澳洲 FOB 价格维持 367 美元/吨，进口盈亏报-95 元/吨。期货库存方面，周四期货仓单报 16.36 万吨，较前一交易日大幅去库 0.99 万吨。矿端，几内亚 CIF 价格上涨 2 美元/吨至 74 美元/吨，澳大利亚 CIF 价格维持 70 美元/吨。策略方面，矿端和供应端扰动持续，几内亚矿山停运短期冲击较大，当地政策不确定性较大，建议短期观望为主。国内主力合约 A02509 参考运行区间：2900-3500 元/吨。

不锈钢

周四下午 15:00 不锈钢主力合约收 12870 元/吨，当日+0.23%(+30)，单边持仓 22.79 万手，较上一交易日-1908 手。现货方面，佛山市场德龙 304 冷轧卷板报 13050 元/吨，较前日持平，无锡市场宏旺 304 冷轧卷板报 13150 元/吨，较前日持平；佛山基差 180(-30)，无锡基差 280(-30)；佛山宏旺 201 报 8700 元/吨，较前日持平，宏旺罩退 430 报 7800 元/吨，较前日持平。原料方面，山东高镍铁出厂价报 945 元/镍，较前日持平。保定 304 废钢工业料回收价报 9400 元/吨，较前日持平。高碳铬铁北方主产区报价 8100 元/50 基吨，较前日持平。期货库存录得 141742 吨，较前日-1314。据钢联数据，社会库存录得 110.83 万吨，环比减少 0.42%，其中 300 系库存 71.75 万吨，环比减少 1.00%。原料端行情表现坚挺，青山集团 2025 年 6 月高碳铬铁长协采购价 8095 元/50 基吨（现金含税到厂价），环比持平；天津港收货价格减 150 元/50 基吨。304 品种凭借钢厂挺价与阶段性刚需，价格具备一定抗跌性，后续重点关注原料价格波动及下游需求复苏节奏。

黑色建材类

钢材

螺纹钢主力合约下午收盘价为 3061 元/吨，较上一交易日跌 0 元/吨（0%）。当日注册仓单 42287 吨，环比减少 1800 吨。主力合约持仓量为 217.4638 万手，环比增加 5242 手。现货市场方面，螺纹钢天津汇总价格为 3220 元/吨，环比减少 0 元/吨；上海汇总价格为 3190 元/吨，环比减少 0 元/吨。热轧板卷主力合约收盘价为 3210 元/吨，较上一交易日跌 1 元/吨（-0.03%）。当日注册仓单 208455 吨，环比减少 16240 吨。主力合约持仓量为 135.3196 万手，环比增加 3938 手。现货方面，热轧板卷乐从汇总价格为 3350 元/吨，环比减少 0 元/吨；上海汇总价格为 3270 元/吨，环比减少 10 元/吨。

昨日商品氛围偏弱，成材价格呈现弱势震荡走势。基本面方面，螺纹钢表观需求量环比小幅回落，供给小幅增加，库存持续回落。需求虽有回升但整体延续弱势，整体基本面表现中性偏弱。热卷方面，供需双降库存持续去化。出口方面，近几周高频出口数据表现较强，非洲以及南美洲地区钢材出口增速较快部分弥补了东南亚地区钢材需求缺口。叠加钢坯出口同样较好，综合效应之下钢材总出口量延续强势。总体来看，中美贸易关税的下调或虽然市场提供较强信心。板材相关领域（如工程机械设备等）的需求或有边际改善预期。短期来看，板材需求以及出口可能会边际走强，但国内长期需求依旧承压。后续需重点关注关税政策变化、终端需求走势以及成本支撑情况。

铁矿石

昨日铁矿石主力合约（I2509）收至 727.00 元/吨，涨跌幅-0.21 %（-1.50），持仓变化+8668 手，变化至 75.63 万手。铁矿石加权持仓量 110.53 万手。现货青岛港 PB 粉 757 元/湿吨，折盘面基差 76.70 元/吨，基差率 9.54%。

供给方面，最新一期铁矿石发运量增加至同期高位，巴西和非主流国家发运贡献主要增量，关注后续二季度季节性发运提升的验证情况。需求方面，最新一期钢联口径日均铁水产量继续回落，降至 243.6 万吨，铁水此前的阶段性高点基本得到验证。由于中美贸易紧张局势的短期缓和，终端出口需求依旧具备较强的韧性，对下游需求有一定支撑，钢厂利润收缩速度缓慢，使铁水的降幅延缓，进入淡季后预计高炉常规检修增多，铁水缓慢下移。库存端，港口疏港量仍然保持在高位运行，港口和钢厂进口矿库存延续降势。综上所述，矿价短期震荡运行，关注后续宏观方面进展，以及基本面需求的变化情况。

玻璃纯碱

玻璃：周四现货报价 1140，沙河产销转弱。本周生产企业去库，截止到 20250522，全国浮法玻璃样本企业总库存 6776.9 万重箱，环比-31.3 万重箱，环比-0.46%，同比+13.67%。折库存天数 30.6 天，较上期-0.4 天。净持仓方面，昨日多空持仓变化不大，目前盘面价格估值偏低，部分中下游企业补库短期支撑盘面。中期看，地产未有超预期提振，预计期价偏弱运行。

纯碱：现货价格 1310，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 5 月 22 日，国内纯碱厂家总库存 167.68 万吨，较周一减少 1.07 万吨，跌幅 0.63%。其中，轻质纯碱 83.28 万吨，环比增加 1.46 万吨，重质纯碱 84.40 万吨，环比减少 2.53 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。昨日净持仓多空变化不大，空头持仓相对集中，预计盘面偏弱运行。

锰硅硅铁

5 月 22 日，日前，南非内阁正式批准《关键矿产与金属战略》，并决定将《2025 年矿产资源发展法案(MRDB)》向公众征求意见。其中，表示“将铂、锰、铁矿石、煤和铬列为经济发展、创造就业机会、推动工业化和增强国家安全的关键矿产”，今日市场情绪发酵，资金推动锰硅盘面大幅拉涨，伴随成交量大幅增加。锰硅主力（SM509 合约）一度涨逾 4%，后有所回落，最终日内收涨 3.56%，收盘报 5998 元/吨。现货端，天津 6517 锰硅现货市场报价 5770 元/吨，环比上日上调 150 元/吨，折盘面 5960/吨，贴水盘面 38 元/吨。硅铁主力（SF507 合约）盘中一度小幅跟涨，尾盘回落，最终日内收涨 0.04%，收盘报 5622 元/吨。现货端，天津 72#硅铁现货市场报价 5700 元/吨，环比上日继续下调 50 元/吨，升水盘面 78 元/吨。

日线级别，今日锰硅盘面价格向上放量突破 5900 元/吨附近的区间上沿，遇到阻力后有所回落，后续关

注上方 6050 元/吨附近的压力，若继续往上，则看到 6200 元/吨附近压力。对于锰硅今日的大幅上涨，我们倾向于是资金主导的行为，前期 2 月份以来套牢的资金（体现在持仓持续维持高位）借助南非锰矿可能的叙事，在澳矿完全发出前的时间窗口内主动向上推升以寻求“解套”。站在资金行为角度，上方的高度取决于资金的决心（高成交量）以及市场环境，对此，当前无法确定，可通过明后两天的市场表现观察。操作上，我们仍不建议单边参与，若价格向上至 6200 元/吨附近，则存在利润部分现货或可择机参与套保。

硅铁方面，盘面价格仍处于今年 2 月份以来的下跌趋势之中，依旧未摆脱。目前，我们仍无法确认其价格是否见底，建议以价格向右摆脱下跌趋势线为是否阶段性企稳信号。在此之前，仍建议以观望为主，不要盲目左侧抄底。

基本面方面，大的层面的逻辑上，我们依旧认为在价格熊市中，价格方向由需求决定，需求无法抬头则价格难以转势。而对于需求，我们延续前期的观点，即我们对于整体钢材下游终端的需求仍维持相对悲观的看法，房建端仍将继续维持疲态，持续拖累钢材需求，而出口对于板材端需求的影响将会逐步提现到数据之中，且体现的时间越晚，出现断崖式下降的风险概率或越高。虽然中美经贸谈判的结果超预期向好，可能存在阶段性情绪脉冲，但这并不改变大的需求方向，美对中仍存在 30% 的关税加征幅度。这意味着，当下异乎寻常的高铁水将无以为继，粗钢减产（无论是政策因素还是市场行为）将不可避免，铁水未来边际的回落是确定的（本周已经自高点有所回落）。即对于锰硅需求，我们仍未看到边际持续转好的迹象，反而存在较明显的边际趋弱情况。

但我们也确实看到，供给端的缩减仍在持续，本周依旧有接近 1 万吨的单周产量降幅，供给的水平已十分接近需求，这也是我们看到近期价格开始企稳的主要原因（含商品市场情绪的回暖）。但同时，我们仍需要清晰的注意到当前仍处于历史绝对高位的库存以及当价格回升后供给收缩强度的持续性，而这两者将对价格的反弹高度产生明显的压制。此外，就整体行业大周期而言，我们仍认为在行业集中的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。因此，对于当下的锰硅，虽然当前盘面存在止跌的迹象，但我们仍不建议因为其相对低的估值过早介入抄底。

硅铁方面，我们看到本周硅铁方面存在频发的减产检修消息，同时，周度产量上，本周也确实出现了显著的回落，周产来到历史同期低点，这也带动了价格在本周向上的反弹。但我们也注意到，虽然产量明显回落，但价格的反弹却略显吃力，日内冲高回落的情况频频出现。价格疲弱的根源，一方面在于库存同期相对高位背景下，供给压缩的持续性待验证（主动的检修，非外力，如环保等限制性因素导致）；另一方面，即我们近期强调的，价格熊市之下，需求决定价格的方向。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。此外，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，这对与电力相关性极高的硅铁而言，并非好的信号。

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

5 月 22 日，工业硅期货主力（切换至 SI2507 合约）继续维持震荡，午后受情绪带动冲高回落，最终日

内收涨 0.19%，收盘报 7880 元/吨。现货端，华东不通氧 553# 市场报价 8500 元/吨，环比上日继续下调 100 元/吨，升水期货主力合约 620 元/吨；421# 市场报价 9600 元/吨，环比上日下调 100 元/吨，折合盘面价格 8800 元/吨，升水期货主力合约 820 元/吨。

日线级别，工业硅盘面价格跌势延续，我们重新调整趋势线，并以此作为观测盘面二次探底及何时能够暂时企稳的指标，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，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。短期盘面继续向下加速，盘面波动加剧，对此，我们仍建议观望为主，不建议盲目进行抄底。

面对整体商品环境的有所回暖，我们看到工业硅盘面价格的反应依旧显示出弱态，尤其在北方大厂外购电价下调，即将复产等传闻（尚未经证实）下价格续创新低，对此，我们认为其根源在于工业硅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），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，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，但供给端却面临着回升的风险。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

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。利空需求的预期。胶价震荡走弱。

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。宏观预期转差。

行业如何？

轮胎厂开工率边际走低。截至 2025 年 5 月 22 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 64.94%，较上周走低 0.13 个百分点，较去年同期走低 1.14 个百分点。轮胎库存偏高消耗慢。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 77.85%，较上周走低 0.11 个百分点，较去年同期走低 2.59 个百分点。出口市场表现放缓。

截至 2025 年 5 月 11 日，中国天然橡胶社会库存 135.5 万吨，环比增加 0.05 万吨，增幅 0.05%。中国深色胶社会总库存为 83 万吨，环比增加 0.7%。中国浅色胶社会总库存为 52.5 万吨，环比降 1%。截至 2025 年 05 月 13 日，青岛天然橡胶库存 49.07（+0.52）万吨。

现货:

泰标混合胶 14500 (+0) 元。STR20 报 1770 (+0) 美元。STR20 混合 1780 (+0) 美元。

江浙丁二烯 10550 (+200) 元。华北顺丁 12100 (+0) 元。

操作建议:

胶价重新回到震荡区间。

建议目前中性或偏空思路, 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 主力原油期货收跌 0.53 美元, 跌幅 0.86%, 报 60.81 美元; 布伦特主力原油期货收跌 0.55 美元, 跌幅 0.85%, 报 64.03 美元; INE 主力原油期货收跌 16.80 元, 跌幅 3.60%, 报 449.4 元。

数据方面: 新加坡 ESG 油品周度数据出炉, 汽油库存累库 0.32 百万桶至 13.55 百万桶, 环比累库 2.43%; 柴油库存累库 0.40 百万桶至 10.30 百万桶, 环比累库 4.06%; 燃料油库存累库 2.12 百万桶至 21.51 百万桶, 环比累库 10.93%; 总成品油累库 2.84 百万桶至 45.36 百万桶, 环比累库 6.69%。

我们认为当前油价已经处于估值高位区间, 同时我们认为 6 月 1 日 OPEC 增产概率仍在, 当前油价已经进入逢高空配区间。

甲醇

5 月 22 日 09 合约跌 29 元/吨, 报 2241 元/吨, 现货跌 15 元/吨, 基差+64。供应端利好出尽, 市场情绪回落, 现货出现大幅回落, 盘面回到上涨的低点。甲醇当前生产利润高位, 但下游整体表现偏弱, 后续淡季到来, 供需进一步转弱, 高估值仍有一定回落空间, 预计甲醇弱势难改, 当前 09 盘面相对现货仍有一定贴水, 预计后续通过现货下跌来修复, 当前供需转弱背景下依旧建议逢高关注做空机会为主, 月间价差当前处于中低位, 待有冲高之后再关注反套机会。品种套利方面, 09 合约 PP-3MA 价差逢低关注做多机会。

尿素

5 月 22 日 09 合约跌 6 元/吨, 报 1849 元/吨, 现货持平, 基差+31。国内产量维持高位, 企业利润进一步改善, 需求端出口消息落地, 集港货物增多, 国内农需有所好转, 整体呈现供需双旺格局。出口窗口拉长, 短期出口效应开始弱化, 价格波动开始趋缓。短期有出口增量需求且国内农业需求依旧较高, 价格下方空间有限, 但上方也受高供应限制, 且短期出口政策的利好已基本反应在价格当中, 期货盘面仅小幅贴水现货, 盘面估值并不低, 期货单边参与做多的性价比已明显下降。因此后续单边建议观望为主, 待有明显回调再考虑逢低多配, 月间价差预计维持高位运行为主。

PVC

PVC09 合约上涨 20 元, 报 4969 元, 常州 SG-5 现货价 4830 (0) 元/吨, 基差-96 (+43) 元/吨, 9-1 价差-91 (+3) 元/吨。成本端电石乌海报价 2500 (0) 元/吨, 兰炭中料价格 655 (-20) 元/吨, 乙烯 780

(0) 美元/吨, 成本兰炭下跌, 烧碱现货 850 (+10) 元/吨; 本周 PVC 整体开工率 77.7%, 周环比下降 2.6%, 其中电石法 77.7%, 环比下降 3.6%, 乙烯法 77.7%, 环比持平。需求端整体下游开工 46.5%, 环比上升 0.5%。厂内库存 40.6 万吨 (-2), 社会库存 64.2 万吨 (-2)。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, 下游方面同比往年国内表需仍旧疲弱, 出口方面受制于印度反倾销和 BIS 认证, 存在转弱预期, 成本端电石及乙烯持稳。整体而言, 短期虽然库存同比较低, 但供强需弱的趋势下, 出口增长放缓预期将导致基本面承压, 短期预计 PVC 在关税刺激反弹后仍偏弱震荡。

乙二醇

EG09 合约下跌 3 元, 报 4411 元, 华东现货下跌 7 元, 报 4501 元, 基差 96 (+8), 9-1 价差 53 元 (+9)。供给端, 乙二醇负荷 58.25%, 环比下降 2.3%, 其中合成气制 61.3%, 乙烯制 56.5%, 合成气制装置方面, 美锦提负; 油化工方面, 远东联转产, 三江因故停车。海外方面美国 Indorama 因故停车。下游负荷 94.2%, 环比下降 0.8%, 装置方面, 金纶 45 万吨长丝及短纤检修。终端加弹负荷持平至 80%, 织机负荷上升 1% 至 69%。进口到港预报 10.9 万吨, 华东出港 5 月 21 日 1.1 万吨, 出库下降。港口库存 74.3 万吨, 去库 0.8 万吨。估值和成本上, 石脑油制利润为 -368 元, 国内乙烯制利润 -366 元, 煤制利润 1444 元。成本端乙烯持平至 780 美元, 榆林坑口烟煤末价格下跌至 430 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, 到港数量下降, 预期港口库存持续去化。宏观上关税超预期下降, 终端大幅改善, 对原料补库后聚酯库存压力大幅缓解, 负反馈逻辑瓦解, 回归原料基本面逻辑。短期有较大装置意外停车, 或将加大去库幅度, 但由于估值修复幅度较大, 短期需要关注风险。

PTA

PTA09 合约下跌 86 元, 报 4702 元, 华东现货下跌 35 元, 报 4860 元, 基差 127 元 (+1), 9-1 价差 132 元 (0)。PTA 负荷 77.1%, 环比上升 0.2%, 装置方面, 新疆中泰、虹港重启, 嘉通能源检修。下游负荷 94.2%, 环比下降 0.8%, 装置方面, 金纶 45 万吨长丝及短纤检修。终端加弹负荷持平至 80%, 织机负荷上升 1% 至 69%。库存方面, 5 月 16 日社会库存 (除信用仓单) 240 万吨, 环比去库 8.4 万吨。估值和成本方面, PTA 现货加工费上涨 38 元, 至 386 元, 盘面加工费上涨 14 元, 至 363 元。后续来看, 供给端仍处于检修季, 关税超预期下调, 终端纺服订单改善, 成品库存有所下降, 在 90 天的窗口期内纺服存在抢出口的预期, 终端大量备原料下聚酯库存下降至低位水平, 聚酯负荷或将持续维持高位, 前期负反馈预期瓦解, 回归原料去库逻辑, PTA 加工费有支撑。绝对价格方面, 短期 PXN 回调至中性水平, 预期在目前估值高度震荡。

对二甲苯

5 月 22 日 09 合约跌 6 元/吨, 报 1849 元/吨, 现货持平, 基差 +31。国内产量维持高位, 企业利润进一步改善, 需求端出口消息落地, 集港货物增多, 国内农需有所好转, 整体呈现供需双旺格局。出口窗口拉长, 短期出口效应开始弱化, 价格波动开始趋缓。短期有出口增量需求且国内农业需求依旧较高, 价格下方空间有限, 但上方也受高供应限制, 且短期出口政策的利好已基本反应在价格当中, 期货盘面仅小幅贴水现货, 盘面估值并不低, 期货单边参与做多的性价比已明显下降。因此后续单边建议观望为主, 待有明显回调再考虑逢低多配, 月间价差预计维持高位运行为主。

聚乙烯 PE

中美在日内瓦举行会谈, 会议结果取得重大实质性进展, 关税将大幅下降, 聚乙烯现货价格下跌, 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，中长期预计 5 月仅 50 万吨埃克森美孚 3#装置投产，聚乙烯价格或将维持震荡。

基本面看主力合约收盘价 7159 元/吨，下跌 62 元/吨，现货 7375 元/吨，下跌 25 元/吨，基差 216 元/吨，走强 37 元/吨。上游开工 76.01%，环比下降 0.58%。周度库存方面，生产企业库存 49.84 万吨，环比去库 2.94 万吨，贸易商库存 5.71 万吨，环比累库 0.13 万吨。下游平均开工率 39.39%，环比上涨 0.13%。LL9-1 价差 71 元/吨，环比扩大 8 元/吨。

聚丙烯 PP

中美在日内瓦举行会谈，会议结果取得重大实质性进展，关税将大幅下降，现货价格虽然下跌，但是跌幅较 PE 甚小；5 月供应端无新增产能且检修高位。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 5 月聚丙烯价格维持震荡偏空。

基本面看主力合约收盘价 7001 元/吨，下跌 53 元/吨，现货 7220 元/吨，下跌 20 元/吨，基差 219 元/吨，走强 33 元/吨。上游开工 76.63%，环比下降 0.17%。周度库存方面，生产企业库存 59.32 万吨，环比去库 1.12 万吨，贸易商库存 15.30 万吨，环比去库 0.58 万吨，港口库存 7.05 万吨，环比去库 0.49 万吨。下游平均开工率 49.9%，环比上涨 0.07%。LL-PP 价差 158 元/吨，环比缩小 9 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 0.24 元至 14.35 元/公斤，四川均价落 0.13 元至 14.14 元/公斤，养殖场出栏积极性偏高，下游跟进乏力，今日国生猪价格或北方继续下滑，南方稳中偏弱。现货窄幅波动为主，趋势上有转弱迹象，尽管体重向后积累，但考虑冻品和二育栏位不高，短期或仍难出现明显下跌，近月关注基差回归方式；远期走势偏悲观，市场锚定供应增加、体重积累和成本下降，中期维持反弹抛空思路，但阶段性留意现货和基差的拖拽。

鸡蛋

昨日全国鸡蛋价格有稳有跌，主产区均价落 0.04 元至 3.04 元/斤，黑山落 0.1 元至 2.7 元/斤，馆陶落 0.05 元至 2.62 元/斤，新开产货源陆续增加，鸡蛋供应量相对充足，下游采购心态仍偏谨慎，生产、流通环节部分库存水平不减，今日或部分延续弱势行情，部分稳定。新开产等供应持续增多，小蛋价格明显贴水大蛋，市场信心不佳导致备货持续度较差，库存反复积累，现货在震荡中承压，且未来 1-2 个月预期仍较悲观，维持盘面 06、07 等近月反弹抛空思路，月间反套，持仓过大时关注 09 等远月下方支撑。

豆菜粕

【重要资讯】

周四美豆震荡小幅收涨，美豆新作平衡表在贸易战缓和及产量不增情景下有偏紧趋势，阿根廷局部产量受损及本周美豆产区降雨过多或推迟播种提供一定支撑。不过已播种区域降雨偏好限制涨幅。周四国内豆粕现货涨跌互现 10-60 元/吨左右，华东低价报 2880 元/吨。据 MYSTEEL 预估 5 月大豆预计到港 919.75 万吨，6 月 1100 万吨，7 月 1050 万吨。昨日油厂开机率 63.87%，成交 34.09 万吨。

美豆产区未来两周中部降雨较多，可能对播种有所影响。巴西农民大豆销售进度已超过 60%，后期卖压或逐步下降，另一方面，巴西也有对中美关系恢复的担忧，有利润的情况下当地也会积极出货，巴西升贴水重点仍然关注供需基本面，预计大豆到港成本稳定为主。USDA25/26 年度新作报告的亮点在于产量，USDA 预计新作巴西、阿根廷的产量将增幅不大，美国大豆因大幅下调面积，在 52.5 蒲/英亩的趋势单产下产量仍小幅下降 70 万吨。因此，后期若有天气因素导致单产下降，25/26 年度大豆产量下调的概率较高，年度级别来看或许进入了震荡磨底过程。

【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 月报中性略利多，因产量下降，出口及国内消费预估稳定。美豆油生柴政策仍然需要较长时间确定，目前市场认为可能不及预期，施压美豆。总体来看，近期国内大豆短期供应偏大，不过估值也偏低，美豆产区降雨过多或影响播种，预计美豆、豆粕短期震荡偏弱为主，美豆进一步向上突破仍需生物柴油、产量的额外刺激。

油脂

【重要资讯】

1、南部半岛棕榈油压榨商协会(SPPOMA)数据显示,2025 年 5 月 1-5 日马来西亚棕榈油产量增加 60.17%,前 10 日产量环比增加约 22.31%,前 15 日增加 8.5%,前 20 日增加约 3.72%。船运调查机构 ITS 数据显示,马来西亚 5 月 1-10 日棕榈油出口量为 293991 吨,较上月同期出口的 323160 吨减少 9%,前 15 日预计增加 6.63%,前 20 日预计增加 1.55%-5.25%。

2、加拿大谷物委员会(Canadian Grain Commission)发布的数据显示,截至 05 月 18 日当周,加拿大油菜籽出口量较前周增加 37.38%至 17.86 万吨,之前一周为 13.0 万吨。

3、传 EPA 否认昨日关于大规模豁免小型炼油厂的传闻。

马棕 4 月大幅累库,产量大幅增加,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。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。广州 24 度棕榈油基差 09+500(0)元/吨,江苏一级豆油基差 09+380(0)元/吨,华东菜油基差 09+120(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，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，因此预期油脂震荡偏弱为主。

白糖

周四郑州白糖期货价格冲高回落，郑糖9月合约收盘价报5885元/吨，较前一交易日下跌8元/吨，或0.14%。现货方面，广西制糖集团报价6120-6170元/吨，较上个交易日下调10元/吨；云南制糖集团报价5900-5950元/吨，较上个交易日下调0-10元/吨；加工糖厂主流报价区间6370-6440元/吨，较上个交易日下调0-10元/吨；广西现货-郑糖主力合约（sr2509）基差235元/吨。

消息方面，根据Williams最新发布的数据显示，截至5月21日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为79艘，此前一周为86艘。港口等待装运的食糖数量为314.74万吨，此前一周为351.95万吨。

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窄幅震荡，郑棉9月合约收盘价报13430元/吨，较前一交易日下跌10元/吨，或0.07%。现货方面，中国棉花价格指数(CCIindex)3128B新疆机采提货价14380元/吨，较上个交易日上涨40元/吨，3128B新疆机采提货价-郑棉主力合约（CF2509）基差950元/吨。

消息方面，据巴西对外贸易秘书处（Secex）公布的出口数据显示，巴西5月前三周出口棉花10.16万吨，日均出口量为0.92万吨，较上年5月的日均出口量减少15.44%。据美国农业部(USDA)公布的周度作物生长报告数据显示，截至2025年5月18日，美国棉花种植率为40%，前一周为28%，去年同期为42%，五年均值为43%。

从宏观层面来看，中美谈判取得实质性进展，超出市场预期，对市场信心有明显提振。从基本面来看，虽然旺季已过，但上周下游开机率环比前一周小幅提高。供应方面，进口窗口基本关闭，使得棉花库存去化小幅加速，郑棉9-1合约月间价差走出正套。预计短线棉价偏强震荡，有回补上方缺口的可能。

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