

## 宏观金融类

### 股指

前一交易日沪指+0.70%，创指+1.37%，科创 50+1.61%，北证 50+2.73%，上证 50+0.29%，沪深 300+0.59%，中证 500+1.47%，中证 1000+1.76%，中证 2000+1.75%，万得微盘+2.02%。两市合计成交 11854 亿，较上一日+1755 亿。

宏观消息面：

- 1、美国贸易法庭针对特朗普的全球关税作出禁制的裁定，关税措施被叫停后特朗普政府已上诉。
- 2、DeepSeek-R1 更新的官方说明来了：思考更深，推理更强。
- 3、美国一季度 GDP 小幅上修至-0.2%，PCE 物价指数下修至 3.4%。

资金面：融资额+2.87 亿；隔夜 Shibor 利率+0.00bp 至 1.4110%，流动性较为宽松；3 年期企业债 AA- 级别利率+2.59bp 至 3.0537%，十年期国债利率+1.27bp 至 1.6952%，信用利差+1.32bp 至 136bp；美国 10 年期利率+4.00bp 至 4.47%，中美利差-2.73bp 至-277bp。

市盈率：沪深 300:12.49，中证 500:28.88，中证 1000:39.63，上证 50:10.87。

市净率：沪深 300:1.30，中证 500:1.78，中证 1000:2.07，上证 50:1.19。

股息率：沪深 300:3.46%，中证 500:1.78%，中证 1000:1.50%，上证 50:4.40%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.67%/-1.58%/-2.37%/-3.26%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.90%/-2.12%/-3.97%/-6.06%；IM 当月/下月/当季/隔季：-0.96%/-2.43%/-5.00%/-7.74%；IH 当月/下月/当季/隔季：-0.64%/-1.74%/-1.92%/-1.91%。

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 0.65%，收于 118.69；T 主力合约下跌 0.26%，收于 108.475；TF 主力合约下跌 0.15%，收于 105.870；TS 主力合约下跌 0.06%，收于 102.346。

消息方面：1、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。2、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。

流动性：央行周四进行 2660 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。因当日有 1545 亿元逆回购到期，实现净投放 1115 亿元。

策略：美国联邦法院裁定特朗普对贸易逆差国家实施全面进口税的行为越权，消息后美元、股指走高，利率向上调整。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。基本盘面看，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

沪金涨 0.96%，报 773.78 元/克，沪银涨 0.28%，报 8235.00 元/千克；COMEX 金跌 0.17%，报 3338.20 美元/盎司，COMEX 银跌 0.13%，报 33.38 美元/盎司；美国 10 年期国债收益率报 4.43%，美元指数报 99.25；

### 市场展望：

今日凌晨消息显示，继日前美国国际贸易法院裁定特朗普在所谓“解放日”实施的关税无效后，美国上诉法院在上诉期间恢复了特朗普的关税措施，黄金价格收回裁决后跌幅。

但美联储货币政策表态当前仍偏鹰派，当地时间周四，美国总统特朗普在本届任期中首次会见美联储主席鲍威尔，特朗普延续此前看法，对于鲍威尔未能降低借贷成本而表示不满。鲍威尔则坚持谨慎的货币政策表态，表示任何利率决定都不会基于总统要求，美联储的政策路径完全取决于经济数据。这意味着美联储短期来看仍将维持偏紧的货币政策，而这将对金银价格形成持续的压制。CME 利率观测器显示，市场定价美联储本年度将分别在 9 月以及 12 月议息会议中进行 25 个基点的降息操作。美联储戴利今晨的表态也符合市场预期，她表示若劳动力市场维持强劲且通胀率有所回落，联储今年进行两次降息操作是合理的，但潜在风险仍然偏高。

美联储货币政策预期表态偏鹰派，贵金属价格表现短期将偏弱，策略上建议暂时观望或进行日内的逢高抛空操作，沪金主力合约参考运行区间 732-786 元/克，沪银主力合约参考运行区间 7839-8342 元/千克。

## 有色金属类

### 铜

美国总统特朗普“解放日”关税政策受阻，铜价一度冲高，但随着关税措施恢复价格回落，昨日伦铜微涨 0.01% 至 9567 美元/吨，沪铜主力合约收至 77850 元/吨。产业层面，昨日 LME 库存减少 1925 至 152375 吨，注销仓单比例提高至 48.9%，Cash/3M 升水 52 美元/吨。国内方面，昨日上期所铜仓单减少 0.3 至 3.2 万吨，维持偏低水平，电解铜社会库存较周一环比小幅下滑，上海地区现货升水期货持平于 150 元/吨，货源偏紧基差报价维持，下游采购需求减弱。广东地区库存环比增加，现货升水期货下调至 65 元/吨，持货商主动降价出货，下游买盘仍较一般。进出口方面，昨日国内铜现货进口亏损扩大至 800 元/吨以上，洋山铜溢价持平。废铜方面，昨日精废价差约 950 元/吨，波动不大，废铜替代优势维持偏低。价格层面，国内商品氛围偏弱，海外贸易谈判对情绪面影响偏反复。产业上看铜原料供应维持紧张格局，短期海外铜矿供应扰动和国内再生原料供应偏紧一定程度上加剧了市场的紧张情绪，铜价仍有支撑，同时期货近月持仓维持高位使得月间价差走扩的风险依然存在。中期来看，贸易局势反复背景下需留意经济走弱风险及其对市场的冲击。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：9450-9650 美元/吨。

### 铝

特朗普关税政策“受阻”市场一度冲高，但随后由于关税措施维持价格回落，昨日伦铝收跌 0.59% 至 2450 美元/吨，沪铝主力合约收至 20110 元/吨。昨日沪铝加权合约持仓量 52.6 万手，环比增加 1.2 万手，期货仓单 5.2 万吨，环比减少 0.2 万吨，仍维持偏低水平。根据 SMM 统计，昨天铝锭社会库存录得 51.1 万吨，较周一减少 2.3 万吨，较上周四减少 4.6 万吨，国内主流铝棒社会库存录得 12.8 万吨，较周一减少 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 110 元/吨，环比上涨 10 元/吨，货源偏紧基差报价抬升，下游按需采购为主。外盘方面，昨日 LME 铝库存减少 0.2 至 37.5 万吨，注销仓单比例下滑至 14.1%，Cash/3M 维持小幅贴水。展望后市，国内商品氛围延续偏空，海外贸易局势偏反复，情绪面难言乐观。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，将支持铝价在偏高位位置震荡，同时期货月间价差可能进一步走扩。今日国内主力合约运行区间参考：20000-20200 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2430-2480 美元/吨。

### 锌

周四沪锌指数收涨 1.11% 至 22407 元/吨，单边交易总持仓 22.8 万手。截至周四下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期涨 32 至 2716.5 美元/吨，总持仓 20.83 万手。SMM0# 锌锭均价 22830 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。上期所锌锭期货库存录得 0.17 万吨，内盘上海地区基差 170 元/吨，连续合约-连一合约价差 285 元/吨。LME 锌锭库存录得 14.35 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 6.4 万吨。外盘 cash-3S 合约基差 -20.27 美元/吨，3-15 价差 -42.43 美元/吨。剔汇后盘面沪伦比价录得 1.141，锌锭进口盈亏为 -529.09 元/吨。根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至 7.50 万吨。总体来看：根据 SMM 信息，华南某地区锌冶炼厂因故延长检修，夜盘锌价一度冲高，随后快速回落。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

周四沪铅指数收涨 0.26% 至 16745 元/吨，单边交易总持仓 7.3 万手。截至周四下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期涨 11.5 至 1987.5 美元/吨，总持仓 13.92 万手。SMM1# 铅锭均价 16575 元/吨，再生精铅均价 16575 元/吨，精废价差维持平水，废电动车电池均价 10225 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 3.73 万吨，内盘原生基差 -200 元/吨，连续合约-连一合约价差 -35 元/吨。LME 铅锭库存录得 29.11 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 5.73 万吨。外盘 cash-3S 合约基差 -17.34 美元/吨，3-15 价差 -59.6 美元/吨。剔汇后盘面沪伦比价录得 1.172，铅锭进口盈亏为 -809.99 元/吨。据钢联数据，国内社会库存录得增至 4.57 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，再生冶炼收货减少，废电瓶售价暴跌后略有回暖。蓄企开工重回相对高位，但终端采买偏弱。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

周四镍价大幅反弹，主要由于市场对印尼 RKAB 配额放松的担忧缓和。宏观方面，美国对外加征关税暂时缓和，但总体税率依旧偏高，国内出口需求面临较大压力。供给端，精炼镍产量处于历史高位。需求端，不锈钢市场疲软，6 月排产显著下滑，下游对高价镍接受度有限，现货成交依旧偏冷。镍矿端，菲律宾方面受降雨影响，矿山出货偏慢，虽然下游镍铁厂采购意愿较弱，但印尼进口需求较好，对矿价形成支撑；印尼火法矿供需双弱局面维持，价格高位震荡，湿法矿价格持稳运行。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，但持续性仍有待观察。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，硫酸镍均价有走强预期。综合而言，目前宏观不确定性较高，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

周四锡价受佤邦锡矿复产预期继续下跌。供应方面，矿端复产逐步推进但节奏偏慢，目前佤邦缴费办理采矿证的企业并不多，且 5 月实际通关量仍维持较低水平，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 月才能传导至冶炼端；短期原料缺口对国内冶炼产能形成制约，云南与江西两地精炼锡冶炼企业的开工率仍保持在较低水平。需求方面，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，锡价下跌后出现逢低补库需求，但仅维持刚需采购。库存方面，上期所期货注册仓单较前日减少 14 吨，现为 7984 吨。LME 库存较前日增加 20 吨，现为 2680 吨。综上，锡供给端短期依旧偏紧但有转松预期，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。短期国内主力合约参考运行区间：240000 元-260000 元/吨。海外伦锡参考运行区间：29000 美元-32000 美元/吨。

## 碳酸锂

五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 60,737 元，较上一工作日-1.62%，其中 MMLC 电池级碳酸锂报价 60,000-62,000 元，均价较上一工作日-1,000 元（-1.61%），工业级碳酸锂报价 58,600-60,100 元，均价较前日-1.66%。LC2507 合约收盘价 58,860 元，较前日收盘价-2.52%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 2,140 元。周四碳酸锂合约增仓下跌，当前基本面无利好驱动。供给端出清缓慢，本周国内碳酸锂产量环增 3.0%至 16,580 吨。国内碳酸锂库存报 131,571 吨，环比上周-208 吨（-0.2%），其中上游-780 吨，下游和其他环节+572 吨，去库力度较弱。若缺少供给扰动，锂价或继续向下试探产业接受度。建议关注合约持仓变化和最新供需排产数据。今日广期所碳酸锂 2507 合约参考运行区间 58,000-59,800 元/吨。

## 氧化铝

2025 年 5 月 29 日，截止下午 3 时，氧化铝指数日内下跌 0.9%至 2958 元/吨，单边交易总持仓 49.3 万手，较前一交易日减少 1.1 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 10 元/吨、10 元/吨、0 元/吨、5 元/吨、5 元/吨、-30 元/吨。基差方面，山东现货价格报 3270 元/吨，升水 06 合约 188 元/吨。海外方面，MYSTEEL 澳洲 FOB 价格维持 367 美元/吨，进口盈亏报 32 元/吨，进口窗口打开。期货库存方面，周四期货仓单报 13.81 万吨，较前一交易日去库 0.21 万吨。矿端，几内亚 CIF 价格维持 74 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 A02509 参考运行区间：2850-3300 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+0.08%(+10)，单边持仓 23.88 万手，较前一交易日+6513 手。现货方面，佛山市场德龙 304 冷轧卷板报 12950 元/吨，较前日-50，无锡市场宏旺 304 冷轧卷板报 13100 元/吨，较前日持平；佛山基差 260(-60)，无锡基差 410(-10)；佛山宏旺 201 报 8650 元/吨，较前日持平，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 9350 元/吨，较前日持平。高碳铬铁北方主产区报价 8000 元/50 基吨，较前日持平。期货库存录得 131555 吨，较前日-1670。据钢联数据，社会库存录得 109.96 万吨，环比减少 1.61%，其中 300 系库存 66.91 万吨，环比减少 3.45%。现货价格持续承压，市场低价资源频现。市场呈现典型的“越跌越难卖”困局。下游终端企业普遍陷入观望。短期来看，在缺乏实质性利好支撑的背景下，304 不锈钢市场或延续弱势下行趋势。

## 黑色建材类

### 钢材

螺纹钢主力合约下午收盘价为 2978 元/吨,较上一交易日涨 14 元/吨 (0.472%)。当日注册仓单 40776 吨,环比减少 1199 吨。主力合约持仓量为 237.732 万手,环比减少 64068 手。现货市场方面,螺纹钢天津汇总价格为 3160 元/吨,环比减少 0/吨;上海汇总价格为 3120 元/吨,环比增加 20 元/吨。热轧板卷主力合约收盘价为 3110 元/吨,较上一交易日涨 10 元/吨 (0.322%)。当日注册仓单 148677 吨,环比减少 4454 吨。主力合约持仓量为 155.2234 万手,环比增加 15120 手。现货方面,热轧板卷乐从汇总价格为 3240 元/吨,环比减少 0 元/吨;上海汇总价格为 3200 元/吨,环比增加 20 元/吨。

昨日商品市场氛围小幅回暖,成材价格整体呈震荡运行态势。宏观方面,美国国际贸易法院裁定支持对特朗普时期实施的关税永久禁令,意味着在与大多数主要贸易伙伴达成“协议”前,将叫停该时期的全球关税措施。该裁定对市场构成较大利好,预计在特朗普相关诉讼期间的 6 至 18 个月内,相关关税将暂停执行,出口预期出现边际改善。基本面来看,螺纹钢表观需求环比小幅回升,供应端明显回落,库存继续下降。尽管需求有所修复,但整体仍偏弱,基本面表现中性偏弱。热卷方面,供需双增格局延续,库存继续去化,绝对值处于五年内低点。出口方面,本周出口量小幅回落,但近一个月整体出口表现仍较强,尤其非洲与南美市场钢材出口增速较快,部分对冲了东南亚地区需求疲弱带来的影响。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。尽管海外市场因关税暂停在一定程度上提升了外部需求预期,但国内中长期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,以研判市场运行节奏与价格波动空间。

### 铁矿石

昨日铁矿石主力合约(I2509)收至 707.00 元/吨,涨跌幅+1.22 % (+8.50),持仓变化-5254 手,变化至 71.63 万手。铁矿石加权持仓量 108.39 万手。现货青岛港 PB 粉 740 元/湿吨,折盘面基差 77.98 元/吨,基差率 9.93%。

昨日商品氛围好转,铁矿石价格有所反弹。供给方面,最新一期铁矿石发运量环比微降,澳洲检修结束后增加至同期高位,巴西发运量高位回落。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,短期宏观影响消化后,矿价或逐步向“弱预期”回归,价格震荡偏弱,后续继续关注终端需求的旺季转淡季走弱情况,以及钢厂利润的变化情况。

### 玻璃纯碱

玻璃:周四沙河现货报价 1125,环比上日持平,现货成交一般,华中现货报价 1050。本周生产企业小幅去库,截止到 20250529,全国浮法玻璃样本企业总库存 6766.2 万重箱,环比-10.7 万重箱,环比-0.16%,同比+14.06%。折库存天数 30.4 天,较上期-0.2 天。净持仓方面,昨日空头小幅减仓,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 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 5 月 29 日，本周国内纯碱厂家总库存 162.43 万吨，较周一增加 2.20 万吨，涨幅 1.37%。其中，轻质纯碱 81.83 万吨，环比增加 0.67 万吨，重质纯碱 80.60 万吨，环比增加 1.53 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。昨日净持仓空头减仓为主，空头持仓相对集中，预计盘面偏弱运行。

## 锰硅铁

5 月 29 日，锰硅主力（SM509 合约）盘中延续下行，跌破前期左侧低点，日内收跌 1.36%，收盘报 5530 元/吨。现货端，天津 6517 锰硅现货市场报价 5450 元/吨，环比上日下调 50 元/吨，折盘面 5640/吨，升水盘面 110 元/吨。硅铁主力（SF507 合约）盘中继续大幅走弱，价格逼近 2020 年以来价格最低水平，持仓继续下降（获利盘持续流出），日内收跌 2.38%，收盘报 5322 元/吨。现货端，天津 72#硅铁现货市场报价 5500 元/吨，环比上日下调 50 元/吨，升水盘面 178 元/吨。

盘面角度，日线级别，当前锰硅价格向下临界 5500 元/吨的区间下沿，若该位置被有效跌破，则向下至 4900 元/吨的空间将被打开，提示注意下跌风险。操作上，单边仍认为缺乏交易性价比，依旧建议观望为主。

硅铁方面，日线级别，价格仍处于今年 2 月份以来的下跌趋势之中，在靠近趋势线时表现趋弱，且在关键位置放大阴线，仍以空头思路看待。近期盘面持续新低，同时成交量，持仓开始回退，价格波动进入不稳定加速阶段，提示注意价格波动风险，关注下方 5000 元/吨附近支撑情况。我们仍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，警惕价格继续走低风险，不要盲目左侧抄底。

基本面方面，虽然在南非《关键矿产与金属战略》法案配合之下，周四盘面发生了向上的大幅异动，但正如我们在当日盘后的评论所言，认为这是纯粹的资金行为，前期被“套牢”资金在氧化铝带动的氛围下，赶在澳矿完全发出之前，借助南非相关消息试图向上拔高价格“解套”。实际上，周五随着澳矿发运的传闻以及上方压力位附近的套保压力，价格无力抵抗，迅速向下反包（虽然资金尝试无果，但也向市场提示了低位的波动风险）。在大的逻辑层面上，我们认为并没有发生改变，依旧维持前期报告中认为“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”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（地产数据持续萎靡），而处在高位的铁水也延续回落，后期边际预计将持续弱化。对此，我们仍旧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”。虽然短期受中美超预期的经贸会谈影响，抢出口仍在撑着需求数据与铁水，但后续的回落是相对确定的，不过是时间问题。需求端的边际趋弱，以及供应端的高库存与行业过剩情况将持续在上方压制价格。虽然我们确实看到供给的明显减量，但这并不能直接使得价格向上发生明显的反弹，至少在需求拐头前，主动的检修减产并不是一个十分有力的向上趋势驱动。

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，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，我们维持前期观点，即一方面在于当前库存同期相对高位背景下，供给的阶段性压缩并不足以改变市场信心，供给收缩的持续性有待验证（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29日，工业硅期货主力（SI2507 合约）延续走低，盘中继续维持宽幅波动，日内最终收跌1.70%，收盘报7215元/吨。现货端，华东不通氧553#市场报价8350元/吨，环比上日持稳，升水期货主力合约1135元/吨；421#市场报价9100元/吨，环比上日下调100元/吨，折合盘面价格8300元/吨，升水期货主力合约1085元/吨。

盘面角度，工业硅价格延续下跌，日线级别仍处于下跌趋势中，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。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 大跌后弱势震荡。

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 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。

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%。截至 2025 年 5 月 22 日，青岛天然橡胶库存 48.93 (-0.14) 万吨。

现货：

泰标混合胶 13950 (150) 元。STR20 报 1740 (40) 美元。STR20 混合 1705 (+5) 美元。

江浙丁二烯 9500 (+0) 元。华北顺丁 11400 (+100) 元。

操作建议：

胶价破位下跌。建议顺势而为。建议中性或偏空思路，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 0.94 美元，跌幅 1.52%，报 60.92 美元；布伦特主力原油期货收跌 0.85 美元，跌幅 1.31%，报 64.13 美元；INE 主力原油期货收涨 6.90 元，涨幅 1.53%，报 459.3 元。

数据方面：美国 EIA 周度数据出炉，美国原油商业库存去库 2.80 百万桶至 440.36 百万桶，环比去库 0.63%；SPR 补库 0.82 百万桶至 401.31 百万桶，环比补库 0.20%；汽油库存去库 2.44 百万桶至 223.08 百万桶，环比去库 1.08%；柴油库存去库 0.72 百万桶至 103.41 百万桶，环比去库 0.70%；燃料油库存累库 0.27 百万桶至 23.50 百万桶，环比累库 1.16%；航空煤油库存累库 0.61 百万桶至 42.72 百万桶，环比累库 1.44%。

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29日09合约涨12元/吨，报2218元/吨，现货跌7元/吨，基差+17。

前期供应端利好逐步兑现，短期国内供应仍将维持高位，后续进口逐步回升，供应压力逐步增大，预计企业生产利润仍有进一步回落空间。需求端港口MTO装置重启，随着甲醇下跌，MTO利润不断改善，需求整体有所好转，产业链利润预计将进一步向下游转移。后续随着进口的回升，市场偏弱情绪难改，甲醇预计仍有一定下行空间，建议逢高关注空配机会为主，月间价差持续偏弱，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29日09合约跌6元/吨，报1784元/吨，现货持平，基差+56。消息层面，5月28日晚，印度NFL发布尿素进口招标，意向量150万吨，发往西海岸港口，最晚船期7月31日。6月12日截标。市场对此表现平淡，29日盘面依旧小幅下跌，整体对国内影响有限。基本面来看，供应回归，国内日产维持历史高位水平，现货走弱，企业利润走低，但当前利润水平下仍有较强生产意愿，预计短期国内产量将持续维持高位。需求端工业需求回落，复合肥成品库存压力相对较大，夏季肥接近尾声，后续开工仍将稳步下行，因此工业需求边际回落为主。出口方面，政策逐渐明朗，集港增多，港口库存逐步走高，短期预计将持续提升。库存方面，企业库存同比中高位，库存压力仍有。短期供增需弱，出口带来部分需求提振，但预计幅度较为有限，当前基差同比低位，盘面继续上涨动力不足，建议观望为主。

## PVC

PVC09合约下跌14元，报4744元，常州SG-5现货价4650(0)元/吨，基差-94(+14)元/吨，9-1价差-50(+32)元/吨。成本端电石乌海报价2350(-50)元/吨，兰炭中料价格655(0)元/吨，乙烯780(0)美元/吨，成本电石下跌，烧碱现货880(0)元/吨；本周PVC整体开工率76.2%，环比下降1.5%；其中电石法74.8%，环比下降2.9%；乙烯法79.8%，环比上升2%。需求端整体下游开工46.9%，环比上升0.5%。厂内库存38.7万吨(-1.9)，社会库存62.3万吨(-1.8)。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表需仍旧疲弱，出口方面虽然近期仍偏强，但受制于印度反倾销和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，核心是出口放缓将导致基本面承压，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合约上涨48元，报4359元，华东现货下跌11元，报4483元，基差151(+7)，9-1价差79元(+14)。供给端，乙二醇负荷59.8%，环比上升0.1%，其中合成气制57.2%，乙烯制61.3%，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。下游负荷 91.8%，环比下降 2.1%，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。终端加弹负荷上升 2%至 82%，织机负荷持平至 69%。进口到港预报 7.6 万吨，华东出港 5 月 28 日 1.1 万吨，出库上升。港口库存 68.7 万吨，去库 5.6 万吨。估值和成本上，石脑油制利润为-286 元，国内乙烯制利润-378 元，煤制利润 1495 元。成本端乙烯持平至 780 美元，榆林坑口烟煤末价格下跌至 400 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。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。短期由于估值修复幅度较大，存在估值回调风险。

## PTA

PTA09 合约上涨 142 元，报 4814 元，华东现货上涨 70 元/吨，报 4950 元，基差 199 元（+15），9-1 价差 198 元（+50）。PTA 负荷 75.7%，环比下降 1.4%，装置方面，台化、能投重启，独山能源检修。下游负荷 91.8%，环比下降 2.1%，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。终端加弹负荷上升 2%至 82%，织机负荷持平至 69%。库存方面，5 月 23 日社会库存（除信用仓单）230.2 万吨，环比去库 9.8 万吨。估值和成本方面，PTA 现货加工费下跌 18 元，至 318 元，盘面加工费上涨 12 元，至 361 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，聚酯负荷短期维持高位，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

PX09 合约上涨 198 元，报 6788 元，PX CFR 上涨 16 美元，报 852 美元，按人民币中间价折算基差 273 元（-64），9-1 价差 248 元（+62）。PX 负荷上看，中国负荷 78%，环比上升 3.9%，亚洲负荷 69.4%，环比上升 1.9%。装置方面，辽阳石化重启，中金石化、盛虹、浙石化负荷提升，海外日本出光一套 40 万吨装置意外停车，中国台湾 FCFC30 万吨装置重启中。PTA 负荷 75.7%，环比下降 1.4%，装置方面，台化、能投重启，独山能源检修。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。库存方面，3 月底库存 468 万吨，月环比持平。估值成本方面，PXN 为 283 美元（+9），石脑油裂差 91 美元（-9）。后续来看 PX 仍处于检修季，预期在二季度国内持续去库。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，聚酯负荷短期维持高位，前期负反馈预期瓦解，回归原料去库逻辑。短期估值回调至中性水平，预期在目前估值高度震荡。

## 聚乙烯 PE

6 月 1 日 OPEC+或将宣布 7 月维持增产 41.1 万桶计划不变。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 7025 元/吨，上涨 53 元/吨，现货 7125 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 100 元/吨，走弱 53 元/吨。上游开工 77.41%，环比上涨 1.03 %。周度库存方面，生产企业库存 48.2 万吨，环比去库 1.64 万吨，贸易商库存 5.82 万吨，环比累库 0.11 万吨。下游平均开工率 39%，环比下降 0.39 %。LL9-1 价差 40 元/吨，环比扩大 12 元/吨。

## 聚丙烯 PP

6月1日 OPEC+或将宣布7月维持增产 41.1 万桶计划不变。现货价格虽然无变动，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 6918 元/吨，上涨 25 元/吨，现货 7140 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 222 元/吨，走弱 25 元/吨。上游开工 75.75%，环比上涨 0.22%。周度库存方面，生产企业库存 55.33 万吨，环比去库 3.99 万吨，贸易商库存 13.61 万吨，环比去库 1.69 万吨，港口库存 6.49 万吨，环比去库 0.56 万吨。下游平均开工率 49.8%，环比下降 0.92%。LL-PP 价差 107 元/吨，环比扩大 28 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 0.07 元至 14.61 元/公斤，四川均价落 0.17 元至 14.24 元/公斤，临近月底，养殖端出栏或相对有限，但需求无明显起色，供需或僵持，猪价或稳定为主，北方局部或仍有下滑可能。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，主产区均价持平于 2.99 元/斤，黑山落 0.1 元至 2.6 元/斤，馆陶持平于 2.58 元/斤，供应较为充足，养殖单位多积极出货，贸易商采购积极性下降，市场整体消化趋缓，业者多谨慎观望，今日蛋价或有稳有落。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 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】

周四美豆先抑后扬小幅收涨。国内豆粕期货震荡偏强，9月后买船成本或上升的担忧提振盘面，下游补库亦有所支撑。周四国内豆粕现货跌20-30，华东低价报2830元/吨，豆粕成交9.13万吨，提货18.34万吨，油厂开机率63.44%。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。

美豆产区未来一周南部降雨较多，中部及北部降雨小幅恢复，天气暂无明显问题。巴西升贴水弱稳，国内大豆到港成本小幅下行。巴西后期卖压或逐步下降，下半年升贴水或逐步上升。上周局部天气扰动驱使美豆反弹，主要仍在于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%，前25日增加0.73%。高频出口数据显示，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%，前25日预计增加11.6%。

2、国家粮油信息中心船期监测显示，近月我国菜籽进口买船仍较多，预期6月到港量20万吨，7月份13万吨，8月份后进口菜籽将明显减少。尽管国内菜油库存高企，但企业采购俄罗斯、阿联酋等地菜油积极性依然较高，预期6月份菜油进口量20万吨，7月份18万吨。

3、马来西亚种植与商品部部长：马来西亚将把地面运输车辆的生物柴油掺混比例从B10提升至B20。

马棕4月大幅累库，产量大幅增加，5月预计继续小幅累库，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。国内现货基差震荡小幅回落。广州24度棕榈油基差09+420(-30)元/吨，江苏一级豆油基差09+320(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，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5795元/吨，较前一交易日下跌12元/吨，或0.21%。现货方面，广西制糖集团报价6100-6170元/吨，报价上涨0-10元/吨；云南制糖集团报价5890-5930元/吨，较上个交易日持平；加工糖厂主流报价区间6360-6420元/吨，报价涨跌不一；广西现货-郑糖主力合约（sr2509）基差305元/吨。

消息方面，据巴西甘蔗行业协会(Unica)公布最新双周报数据显示，5月上半月巴西中南部地区糖产量共计240.8万吨，较之前一年同期下滑6.8%。5月上半月巴西中南部甘蔗压量下滑6.09%，至4231万吨。5月上半月，甘蔗制糖比例为51.14%。

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13320元/吨，较前一交易日下跌10元/吨，或0.08%。现货方面，中国棉花价格指数(CCIIndex)3128B新疆机采提货价14340元/吨，较上个交易日上涨20元/吨，3128B新疆机采提货价-郑棉主力合约（CF2509）基差1020元/吨。

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。

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。报告的撰写并未顾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