



宏观金融类

股指

前一交易日沪指-0.05%，创指-0.80%，科创 50+0.17%，北证 50+1.94%，上证 50-0.46%，沪深 300-0.57%，中证 500+0.29%，中证 1000+0.65%，中证 2000+1.26%，万得微盘+1.26%。两市合计成交 10100 亿，较上一日-1456 亿。

宏观消息面：

1、中办、国办：国有企业要根据功能定位逐步调整优化股权结构；引导企业基于战略导向厘清主责主业，防止盲目多元化扩张、无序扩张。

2、中央汇金：更好履行国有金融资本受托管理职责，推动控参股机构持续当好服务实体经济的“主力军”。

3、哈马斯已同意美特使提出的加沙停火方案。

资金面：融资额-75.29 亿；隔夜 Shibor 利率-4.10bp 至 1.4650%，流动性较为宽松；3 年期企业债 AA-级别利率+0.36bp 至 3.0289%，十年期国债利率+0.03bp 至 1.7185%，信用利差+0.33bp 至 131bp；美国 10 年期利率-3.00bp 至 4.51%，中美利差+3.03bp 至 -279bp。

市盈率：沪深 300:12.49，中证 500:28.61，中证 1000:39.24，上证 50:10.87。

市净率：沪深 300:1.30，中证 500:1.77，中证 1000:2.04，上证 50:1.19。

股息率：沪深 300:3.47%，中证 500:1.77%，中证 1000:1.46%，上证 50:4.39%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.75%/-1.77%/-2.55%/-3.61%；IC 当月/下月/当季/隔季：-1.32%/-2.71%/-4.75%/-7.01%；IM 当月/下月/当季/隔季：-1.72%/-3.24%/-5.95%/-8.85%；IH 当月/下月/当季/隔季：-0.56%/-1.75%/-1.97%/-2.05%。

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：周一，TL 主力合约上涨 0.13%，收于 119.76；T 主力合约上涨 0.00%，收于 108.855；TF 主力合约上涨 0.01%，收于 106.060；TS 主力合约上涨 0.03%，收于 102.430。

消息方面：1、美国总统特朗普表示，在与欧盟委员会主席冯德莱恩通电话后，他同意将对欧盟征收 50% 关税的起征时间从 6 月 1 日延至 7 月 9 日。2、穆迪国际信用评级公司发布报告，决定维持中国主权信用评级“A1”和负面展望不变。财政部有关负责人对此表示，去年四季度以来，中国政府实施一揽子宏

观经济调控政策，经济指标回升向好，市场预期和信心稳定，债务中长期可持续性增强，穆迪作出维持中国主权信用评级稳定的决定，是对中国经济向好前景的正面反映。

流动性：央行周一进行 3820 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。因当日有 1350 亿元逆回购到期，实现净投放 2470 亿元。

策略：5 月 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宽松基调。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。关税放缓后出口高频数据表现强劲，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、政府债净供给节奏可能放缓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

沪金跌 0.23%，报 779.72 元/克，沪银涨 0.29%，报 8294.00 元/千克；COMEX 金涨 0.18%，报 3348.10 美元/盎司，COMEX 银跌 0.16%，报 33.59 美元/盎司；美国 10 年期国债收益率报 4.51%，美元指数报 98.95；

市场展望：

日本央行年会将在今日开幕，当前日本 CPI 数据超预期，市场加大了对日央行后续进一步加息的预期，上周进行的日本国债拍卖结果不及预期，日债收益率出现上升。同时，上周四进行的 20 年期美债拍卖遇冷，投标倍数低于前值，得标利率上升至 5.047%。在美日债券利率高企的背景下，黄金价格依旧维持坚挺，显示出了黄金对于央行信用的对冲作用，其仍是海外主权债券配置的替代品，中期上涨逻辑较为明确。

而从持仓来看，截至 5 月 20 日最新报告期，COMEX 黄金管理基金净多持仓结束了连续九周的下降态势，净多持仓增加 6402 手至 107629 手。COMEX 白银管理基金净多持仓上升 2112 手至 30445 手。

策略总结：黄金策略上建议持有在手多单，等待其价格出现显著回调后进行逢低做多操作，沪金主力合约参考运行区间 756-836 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 7804-8545 元/千克。

有色金属类

铜

昨日 LME 休市，美元指数小幅下探，铜价震荡，沪铜主力合约收至 78450 元/吨。产业层面，周末国内社会库存微降，保税区库存延续去化，昨日上期所铜仓单减少 0.06 至 3.3 万吨，仓单维持偏低水平，上海地区现货升水期货上调至 185 元/吨，现货货源维持偏紧，基差报价上调，市场成交一般。广东地区库存微涨，现货升水期货持平于 220 元/吨，下游买盘尚可。废铜方面，昨日精废价差小幅扩大至 970 元/吨，废铜替代优势变化不大。价格层面，海外贸易谈判对情绪面影响偏反复，近期贵金属避险属性提升，并对铜价产生了一定支撑。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收紧加剧了市场的紧张情绪，叠加美铜相对走强，可能带动铜价短线上冲，同时期货近月持仓维持高位可能推动月间价差走扩。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：78000-79000 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9500-9700 美元/吨。

铝

昨日 LME 休市，国内库存延续去化，但受商品整体氛围影响，铝价震荡，昨日沪铝主力合约收至 20170 元/吨。昨日沪铝加权合约持仓量 52.6 万手，环比增加 0.8 万手，期货仓单 5.5 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 53.4 万吨，较上周四减少 2.3 万吨，较上一周减少 5.1 万吨，铝棒社会库存录得 13.0 万吨，较上周四减少 0.06 万吨，较上一周减少 0.2 万吨，昨日铝棒加工费企稳。现货方面，昨日华东现货升水期货 90 元/吨，环比上调 10 元/吨，市场成交延续刚需采购。展望后市，国内商品氛围延续偏空，海外贸易局势偏反复，情绪面并不乐观，铝价支撑更多来自自身基本面。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，并支持铝价在偏高位置震荡，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：20000-20300 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2430-2490 美元/吨。

锌

周一沪锌指数收跌 0.16%至 22177 元/吨，单边交易总持仓 22.82 万手。周一 LME 市场休市。SMM0#锌锭均价 22570 元/吨，上海基差 195 元/吨，天津基差 195 元/吨，广东基差 370 元/吨，沪粤价差-175 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 0.18 万吨，内盘上海地区基差 195 元/吨，连续合约-连一合约价差 220 元/吨。根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至 7.88 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。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

周一沪铅指数收跌 0.39%至 16793 元/吨，单边交易总持仓 6.91 万手。周一 LME 市场休市。SMM1#铅锭均价 16675 元/吨，再生精铅均价 16625 元/吨，精废价差 50 元/吨，废电动车电池均价 10075 元/吨。上

期所铅锭期货库存录得 3.53 万吨，内盘原生基差-140 元/吨，连续合约-连一合约价差-15 元/吨。据钢联数据，国内社会库存录减至 4.01 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，近期废电瓶领跌铅价。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

周一镍价震荡运行。宏观方面，中美关税暂时缓和，但总体税率依旧偏高，短期市场仍面临较大不确定性。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，硫酸镍均价有走强预期。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

周一锡价小幅反弹。从基本面来看，锡锭供需双弱格局维持。供应方面，矿端复产逐步推进但节奏偏慢，1-4 月国内锡矿进口量同比大幅下降 47.98%，云南地区缅甸锡矿进口暂未出现明显增量，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保持在较低水平。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，仅维持刚需采购。库存方面，SMM 三地库存报 10333 吨，较上周增加 374 吨。综上，锡供给端短期偏紧但有转松预期，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：260000 元-320000 元/吨。海外伦锡参考运行区间：30000 美元-35000 美元/吨。

碳酸锂

五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 61,527 元，较上一工作日-1.34%，其中 MMLC 电池级碳酸锂报价 60,700-62,800 元，均价较上一工作日-0,900 元（-1.44%），工业级碳酸锂报价 60,000-60,700 元，均价较前日-0.82%。LC2507 合约收盘价 60,100 元，较前日收盘价-1.41%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 1,650 元。近期碳酸锂基本面修复有限，锂价缺乏反转驱动。供给端，盐厂检修开工率有所下调，但国内产量仍维持在高位。需求端，关税调整后，下游补库预期未能充分兑现，国内社会库存处于历史高位，锂价反弹面临较大抛压。此外，海外精矿报价大幅下跌，锂盐成本支撑不断下移。持仓上空头资金主导盘面调整，锂价或弱势运行以试探产业接受程度。当前价格处于成本密集区，约 30%资源处于现金亏损中，需留意矿山盐厂经营扰动。今日广期所碳酸锂 2507 合约参考运行区间 59,400-60,800

元/吨。

氧化铝

2025年5月26日，截止下午3时，氧化铝指数日内下跌3.44%至3056元/吨，单边交易总持仓52.7万手，较前一交易日增加0.6万手。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35元/吨、35元/吨、30元/吨、40元/吨、30元/吨、0元/吨。基差方面，山东现货价格报3235元/吨，升水06合约85元/吨。海外方面，MYSTEEL澳洲FOB价格维持367美元/吨，进口盈亏报5元/吨，由负转正。期货库存方面，周一期货仓单报15.04万吨，较前一交易日大幅去库0.66万吨。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：2850-3400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

周一下午15:00不锈钢主力合约收12875元/吨，当日-0.04%(-5)，单边持仓20.86万手，较上一交易日-14171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175(+5)，无锡基差275(+5)；佛山宏旺201报8700元/吨，较前日持平，宏旺罩退430报7750元/吨，较前日-50。原料方面，山东高镍铁出厂价报955元/镍，较前日+10。保定304废钢工业料回收价报9400元/吨，较前日持平。镍铁和废钢价差缩窄至-202.58元/镍(+10)。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139121吨，较前日-1304。据钢联数据，社会库存录得111.77万吨，环比增加0.85%，其中300系库存69.30万吨，环比减少3.42%。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。原料端镍矿价格偏强，有力支撑镍铁价格，进而对不锈钢成本形成底部支撑。同时，钢厂通过偏高的结算价挺价，并释放减产信号，引发供应收缩预期。多方因素相互交织下，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 3004 元/吨,较上一交易日跌 42 元/吨 (-1.37%)。当日注册仓单 41979 吨,环比持平。主力合约持仓量为 234.9145 万手,环比增加 190924 手。现货市场方面,螺纹钢天津汇总价格为 3190 元/吨,环比减少 20/吨;上海汇总价格为 3150 元/吨,环比减少 30 元/吨。热轧板卷主力合约收盘价为 3138 元/吨,较上一交易日跌 51 元/吨(-1.59%)。当日注册仓单 180831 吨,环比减少 19267 吨。主力合约持仓量为 147.1007 万手,环比增加 102723 手。现货方面,热轧板卷乐从汇总价格为 3280 元/吨,环比减少 40 元/吨;上海汇总价格为 3230 元/吨,环比减少 30 元/吨。

上周商品氛围偏弱,成材价格呈现跌幅明显。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,本周出口小幅回落,但近一个月整体出口表现较强,其中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。总体来看,当前正式进入到淡季,钢材需求弱势逐渐凸显。市场对于未来需求预期较为悲观,虽然近几周出口表现较好,但国内长期需求依旧明显承压,过剩格局难改。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 706.50 元/吨,涨跌幅-1.60% (-11.50),持仓变化-18488 手,变化至 73.17 万手。铁矿石加权持仓量 109.02 万手。现货青岛港 PB 粉 740 元/湿吨,折盘面基差 78.48 元/吨,基差率 10.00%。

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性检修增多,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。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,后续观察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:周一现货报价 1130,环比上日下跌 10 元,沙河产销平衡。上周生产企业去库,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,周一空头大幅减仓,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 1300,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 26 日,国内纯碱厂家总库存 160.23 万吨,较周四减少 7.45 万吨,跌幅 4.44%。其中,轻质纯碱 81.16 万吨,环比降 2.12 万吨,重质纯碱 79.07 万吨,环比减少 5.33 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 26 日,锰硅主力(SM509 合约)延续回落,日内收跌 0.87%,收盘报 5668 元/吨。现货端,天津 6517 锰硅现货市场报价 5550 元/吨,环比上日下调 100 元/吨,折盘面 5740/吨,升水盘面 72 元/吨。硅铁方面,受盘前减产消息影响,硅铁主力(SF507 合约)开盘高开冲高,后跟随板块震荡回落,最终日内收跌 0.11%,收盘报 5506 元/吨。现货端,天津 72#硅铁现货市场报价 5600 元/吨,环比上日下调 50 元/吨,升水盘面 94 元/吨。

盘面角度,日线级别,当前锰硅价格仍处于 5500-6000 元/吨的区间内宽幅震荡,后续仍以震荡看待,关注下方前低附近支撑,但盘面波动被明显放大,注意价格风险。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。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26日，北方大厂复产预期之下，工业硅期货主力（SI2507 合约）延续跌势，盘中大幅走低，日内收跌3.85%，收盘报7610元/吨。现货端，华东不通氧553#市场报价8450元/吨，环比上日下调50元/吨，升水期货主力合约840元/吨；421#市场报价9400元/吨，环比上日下调100元/吨，折合盘面价格8600元/吨，升水期货主力合约990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

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。5 月 23 日，叠加美国对欧盟加关税的预期，需求预期转空。

胶价破位下跌。

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 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 14300（-50）元。STR20 报 1765（0）美元。STR20 混合 1760（-5）美元。

江浙丁二烯 10000（-400）元。华北顺丁 11600（-200）元。

操作建议：

胶价破位下跌。

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 主力原油期货收涨 0.95 美元，涨幅 1.56%，报 61.76 美元；布伦特主力原油期货收跌 0.22 美元，跌幅 0.34%，报 64.81 美元；INE 主力原油期货收涨 7.90 元，涨幅 1.76%，报 456.3 元。

数据方面：中国原油周度数据出炉，原油到港库存累库 1.91 百万桶至 206.40 百万桶，环比累库 0.94%；汽油商业库存去库 0.91 百万桶至 87.79 百万桶，环比去库 1.03%；柴油商业库存去库 2.52 百万桶至 99.28 百万桶，环比去库 2.47%；总成品油商业库存去库 3.43 百万桶至 187.06 百万桶，环比去库 1.80%。

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 26 日 09 合约涨 2 元/吨，报 2224 元/吨，现货跌 18 元/吨，基差+48。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 26 日 09 合约跌 11 元/吨，报 1816 元/吨，现货跌 20 元/吨，基差+34。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 合约上涨 11 元，报 4865 元，常州 SG-5 现货价 4760（0）元/吨，基差-105（-11）元/吨，9-1 价差-86（-2）元/吨。成本端电石乌海报价 2450（-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 860（+10）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 合约下跌 10 元，报 4393 元，华东现货上涨 15 元，报 4540 元，基差 130（+19），9-1 价差 60 元（+8）。供给端，乙二醇负荷 59.7%，环比下降 0.8%，其中合成气制 61.4%，乙烯制 58.7%，合成气制装置方面，美锦提负，黔希煤化工重启，安徽一套 30 万吨装置降负荷；油化工方面，远东联转产，三江负荷下降。海外方面美国 Indorama 因故停车。下游负荷 93.9%，环比下降 1.1%，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 23-25 日均 1.3 万吨，出库下降。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-243 元，国内乙烯制利润-348 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，需要关注风险。

PTA

PTA09 合约上涨 8 元，报 4724 元，华东现货上涨 35 元，报 4910 元，基差 168 元（+17），9-1 价差 146 元（-2）。PTA 负荷 77.1%，环比上升 0.2%，装置方面，新疆中泰、虹港、能投重启，嘉通能源检修。下游负荷 93.9%，环比下降 1.1%，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 现货加工费下跌 3 元，至 380 元，盘面加工费下跌 6 元，至 346 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 22 元，报 6674 元，PX CFR 上涨 8 美元，报 834 美元，按人民币中间价折算基差 231 元（+36），9-1 价差 188 元（+4）。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。PTA 负荷 77.1%，环比上升 0.2%，装置方面，新疆中泰、虹港、能投重启，嘉通能源检修。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 266 美元（+7），石脑油裂差 84 美元（-10）。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

美伊谈判取得较大进展，OPEC+宣布 7 月维持增产 41.1 万桶计划不变。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 7080 元/吨，下跌 5 元/吨，现货 7250 元/吨，下跌 25 元/吨，基差 170 元/吨，走弱 20 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 61 元/吨，环比缩小 4 元/吨。

聚丙烯 PP

美伊谈判取得较大进展，OPEC+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；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 6929 元/吨，下跌 19 元/吨，现货 7215 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 286 元/吨，走强 19 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 151 元/吨，环比扩大 14 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

昨日国内猪价普遍上涨，河南均价涨 0.17 元至 14.52 元/公斤，四川均价涨 0.19 元至 14.32 元/公斤，二次育肥支撑尚可，养殖端有惜售心态，下游屠宰企业有端午节前备货需求，北方市场或延续上涨走势，南方供应相对平稳，需求无明显变化，猪价或稳定为主。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

昨日全国鸡蛋价格多数上涨，少数稳定，主产区均价涨 0.06 元至 2.93 元/斤，黑山涨 0.1 元至 2.6 元/斤，馆陶持平于 2.64 元/斤，供应基本正常，养殖单位多积极出货，贸易商采购积极性尚可，市场整体需求略有好转，业者多顺势出货，今日全国蛋价或有稳有涨。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】

周一美豆休市，国内豆粕期货震荡偏强，前期美豆产区生长期天气扰动及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。周一国内豆粕现货跌40元/吨左右，华东低价报2850元/吨。今日豆粕成交11.46万吨，提货19.01万吨，油厂开机率66.73%。上周油厂豆粕累库12万吨，港口大豆去库8万吨，大豆库存同比高约80万吨，豆粕库存同比低约56万吨，蛋白供应量与去年几乎持平，后续豆粕、大豆仍然维持累库局面，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，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、上周国内棕榈油、豆油维持累库趋势，菜油去库偏慢，4月底至今仅去库2-3万吨，表观消费下滑，后续菜籽进口偏紧叙事有待验证，国内油脂整体库存同比增16万吨，供应量较充足，国内基本面暂无亮点，关注外盘驱动。

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。国内现货基差震荡小幅回落。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，因此预期油脂震荡为主。

白糖

周一郑州白糖期货价格偏弱震荡，郑糖9月合约收盘价报5835元/吨，较前一交易日上涨2元/吨，或0.03%。现货方面，广西制糖集团报价6110-6170元/吨，较上个交易日下调0-10元/元；云南制糖集团报价5890-5930元/吨，较上个交易日下调10-20元/吨；加工糖厂主流报价区间6360-6420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275元/吨。

消息方面，2025年5月26日(周一)为美国“阵亡将士纪念日”，纽约ICE原糖市场休市一天，同时欧洲ICE白糖市场也因“春季银行假日”休市一天，周二恢复正常交易。

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

周一郑州棉花期货价格下跌，郑棉9月合约收盘价报13385元/吨，较前一交易日下跌25元/吨，或0.19%。现货方面，中国棉花价格指数(CCIIndex)3128B新疆机采提货价14370元/吨，较上个交易日持平，3128B新疆机采提货价-郑棉主力合约（CF2509）基差985元/吨。

消息方面，消息方面，2025年5月26日(周一)为美国“阵亡将士纪念日”，纽约ICE美棉市场休市一天。

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	