



宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数-0.57%，创业板指-0.88%，上证50-0.18%，沪深300-0.18%，中证500-1.10%，中证1000-1.29%。

经济与企业盈利：4月PMI环比下降，通胀数据偏弱，M2-M1剪刀差扩大，但降息、化债等多项政策落地有望稳市场稳预期；上市公司年报和一季报披露完成，年报表现偏弱，一季度业绩回升。

利率与信用环境：10Y国债利率上升，信用债利率下降，信用利差下降；中国4月社融弱于预期；DR007利率下行，流动性宽松。

资金面：偏股型基金发行量边际增加；ETF基金净申购量边际小幅增加；融资余额增加但增量不大；重要股东二级市场小幅净减持；IPO批文数量不变。

宏观消息面：

1、贸易争端再度拉响警报：特朗普威胁6月1日起对欧盟征50%关税；2、特朗普威胁称，若iPhone不在美国生产，将对苹果产品征收25%的关税；3、国家网信办持续深入整治网上金融信息乱象；4、央行加量续作5000亿元MLF，稳增长信号延续；5、四大行官宣下调存款利率，最高25基点，5月LPR利率下降10个基点；6、美国5月Markit制造业和服务业PMI均超预期且扩张，价格指数再涨，欧元区5月PMI意外萎缩，服务业创16个月来最差表现。

市盈率：沪深300:12.55，中证500:28.53，中证1000:39.04，上证50:10.90。

市净率：沪深300:1.31，中证500:1.76，中证1000:2.03，上证50:1.20。

股息率：沪深300:3.44%，中证500:1.75%，中证1000:1.45%，上证50:4.37%。

期指基差比例：IF当月/下月/当季/隔季：-0.93%/-1.89%/-2.69%/-3.77%；IC当月/下月/当季/隔季：-1.61%/-2.94%/-4.87%/-7.07%；IM当月/下月/当季/隔季：-1.96%/-3.50%/-5.94%/-8.71%；IH当月/下月/当季/隔季：-0.70%/-1.73%/-2.07%/-2.14%。

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

经济及政策：4月经济数据在受关税影响下整体仍具韧性，生产端有所走弱，以旧换新等政策支撑社零增速。出口方面，从美国方向出口集装箱运价、港口吞吐量等高频指标显示，抢出口或对5月出口有所提振，但考虑到关税谈判和外需的不确定性，抢出口因素的持续性仍有待观察。海外方面，美国和日本

国债拍卖遇冷，引发投资者对发达国家主权债务风险担忧，对债市市场情绪有一定影响。

1、4月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.1%；社会消费品零售总额37174亿元，同比增长5.1%；70个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比持平或略降，同比降幅均持续收窄。1—4月份，全国固定资产投资（不含农户）147024亿元，同比增长4.0%。

2、5月20日，中国—东盟经贸部长特别会议以线上方式举行，双方经贸部长共同宣布全面完成中国—东盟自贸区3.0版谈判。

3、LPR迎来年内首降，1年和5年期以上品种均下调10个基点。中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，5月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.0%（上次为3.1%），5年期以上LPR为3.5%（上次为3.6%）。

4、5月20日，六大行集体宣布下调存款利率，降幅在5BP-25BP之间。六大行整存整取的1年、2年、3年期与5年期利率分别降至0.95%、1.05%、1.25%和1.3%。其中，1年期、2年期调降15个基点；3年期和5年期调降25个基点。

5、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。

6、美国5月标普全球服务业PMI初值为52.3，预期50.8；5月标普全球制造业PMI初值为52.3，预期50.1。

7、美国总统特朗普表示，6月1日起对欧盟征收50%关税，如果在美国建工厂，可以讨论关税延期；对不在美国生产的手机制造商征收25%的关税，将在六月底前对苹果和三星征收关税。

8、美国联邦法官就禁止哈佛大学招收国际学生政策发出临时限制令。

9、美债、日债拍卖预冷，国债收益率上升明显。5月22日凌晨，美国财政部20年期国债拍卖发行的最高中标利率达到了5.047%，较预发行利率5.035%高出约1.2个基点，投标倍数下降至2.46。美国国债收益率持续攀升，10年期美债突破4.5%，30年期美债更是逼近5%大关；日本长期国债则因拍卖遇冷遭遇历史性暴跌，20年期日债收益率创下13年新高。

10、日本4月核心CPI年率为3.5%，预期3.4%，前值3.20%。

流动性：上周央行逆回购投放9460亿，进行2400亿元国库现金定存操作和5000亿元MLF操作，7天期逆回购到期4860亿，净投放12000亿元，DR007利率收于1.59%。

利率：1、最新10Y国债收益率收于1.72%，周环比上升3.67BP；30Y国债收益率收于1.89%，周环比反弹0.45BP；2、最新10Y美债收益率4.51%，周环比上升8.00BP。

小结：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，在内需弱修复和资金有望延续宽松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

特朗普表态税收法案不包含对于医疗及社保支出的缩减，美国财政赤字扩张的预期驱动金价走强：特朗普政府及共和党控制的参众两院着力推动“美丽大法案”（The One Big Beautiful Bill）的通过实施，法案皆在延续特朗普在第一任期中通过的《2017年减税和就业法案》以及进行一系列新的税收减免，根据美国国会预算办公室（CBO）的测算，法案中的税收政策将令美国在未来十个财年间赤字增加3.8万亿美元。同时，针对当前所面临的债务上限问题（美国财政部长贝森特表态政府将在8月份出现潜在债务违约风险），法案将美国债务上限再度提升4万亿美元。此前，民主党人以及共和党内的部分保守派反对这一法案并要求针对医疗补助部分进行预算控制。但对此特朗普明确表态，不会对医疗补助以及社保进行削减，只会遏制医保补助系统中的欺诈和滥用行为，市场对于赤字部分受控的预期消退，特朗普表态后金价短线走强。而在5月23日，特朗普在社交媒体中宣布其推动的“美丽大法案”已经在众议院获得通过。法案将进入美国参议院的审议流程，财长贝森特表示预计参议院将不会对预算法案作出太大修改，美国财政赤字在中期的扩张进一步得到确认。特朗普针对欧洲新一轮的关税表态令海外贸易风险再度上升：5月23日，特朗普表示建议自6月1日开始，对来自欧盟的商品征收50%的关税。同时特朗普在社交媒体中发文称，若苹果公司销售的电子产品不是在美国制造和生产的，苹果需向美国支付至少25%的关税。

美国债务扩张所带来美元信用的弱化集中体现在美债拍卖中：上周三美国财政部进行160亿美元20年期美债的拍卖，得标利率高达5.047%，显著高于4月份的4.810%。同时，拍卖投标倍数为2.46，低于前值的2.63。减税法案以及债务上限的解决将令美债后续的供给量出现明显上升。当前，美国政府在全球范围内推行“贸易战”，外国央行显著增加美债持有量的概率较低。同时，联储虽停止了美债持有量的收缩，但当前并未表态进行扩表操作。美债的供需格局后续将有所恶化。五月份以来，十年期美债收益率由5月1日的4.22%上升30个基点至5月23日的4.52%。黄金作为美元信用的对标物，是美国国债的替代配置选项，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。SPDR黄金ETF持仓量在5月16日至今上升3.73吨，当前总持仓量为922.46吨。

策略总结：黄金价格与美国财政赤字水平呈现正相关关系，黄金中期上涨逻辑进一步明确，短期来看价格仍存在利空风险，美联储货币政策方面，其表态仍偏谨慎，芝加哥联储主席古尔斯比表示在未来10到16个月期间仍有可能进行降息，但近期的降息门槛偏高。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。

铂族金属

铂金首饰需求的显著增长将驱动其价格出现持续上升：本周铂族金属，尤其是铂金价格表现强势，NYMEX铂金主力合约价格本周上涨10.22%至1090.2美元/盎司，NYMEX钯金主力合约价格上涨3.2%至998.5美元/盎司。2024年，铂金的珠宝制造需求为38吨，占其总需求量的18%。但在当前黄金价格高企的背景下，铂金首饰正成为黄金首饰热门的替代品，国内铂金需求表现强劲，2025年4月，我国铂金进口量为

11.55 吨，显著高于三月份的 7.49 吨。世界黄金协会公布的最新数据显示，中国一季度黄金首饰需求量为 133 吨，而 2024 年全年中国珠宝用金需求为 511.3 吨。2024 年全球铂金的矿产供给仅为 161.05 吨，回收供应量为 37.85 吨，铂金首饰对于黄金珠宝的小比例替代将会在其需求端产生较大增量，令铂金形成更为显著的供不应求格局，驱动其价格进一步上涨。值得注意的是，CME 铂金库存在 4 月 9 日以来持续下降，由 19.6 吨降低至 5 月 23 日的 12.5 吨。而在持仓方面，截至 5 月 20 日最新报告期，NYMEX 铂金管理基金净持仓由净空 3650 手转为净多 6238 手，基金净多持仓单周增加 9888 手，铂金 ETF 总持仓量由 5 月 16 日的 76.2 吨上升至 5 月 23 日的 76.45 吨。不论是从需求端的增量驱动还是期货持仓来看，铂金价格后续都具备进一步的上涨空间。

有色金属类

铜

上周铜价震荡反弹，伦铜收涨 1.84% 至 9614 美元/吨，沪铜主力合约收至 78390 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比减少 2.0 万吨，其中上期所库存减少 1.0 至 9.9 万吨，LME 库存减少 1.5 至 16.5 万吨，COMEX 库存增加 0.5 至 15.8 万吨。上海保税区库存减少 1.1 万吨。当周铜现货进口亏损有所扩大，洋山铜溢价延续下滑。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 升水 31.1 美元/吨，国内持货商出货增多导致基差报价走弱，周五上海地区现货对期货升水 165 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差缩窄至 860 元/吨，再生原料供应维持偏紧，当周再生铜制杆企业开工率小幅抬升。根据 SMM 调研数据，上周精铜制杆企业开工率下滑，需求环比略减弱。消息面，紫金矿业公司公告称，卡莫阿卡库拉的矿震导致部分区域井下作业暂停，该公司预计矿震将会对年度计划产量（52-58 万吨）的达成产生不利影响，不过这一影响仍具有不确定性。

价格层面，海外贸易谈判较为反复，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进一步走扩。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。本周沪铜主力运行区间参考：77200-79500 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9450-9750 美元/吨。

铝

上周内外盘铝价分化，伦铝周跌 0.74% 至 2466 美元/吨，沪铝主力合约收至 20175 元/吨。国内铝锭社会库存录得 55.7 万吨，周环比减少 2.4 万吨，铝棒库存减少 0.9 万吨，保税区库存周环比增加 0.5 至 11.7 万吨，库存续降持货商挺价意愿较强，周五国内铝锭现货升水期货扩大至 80 元/吨。LME 市场铝库存周环比减少 1.0 至 38.5 万吨，Cash/3M 转为贴水 6.6 美元/吨。供应方面，上周国内电解铝产量延续小幅抬升，开工率维持高位。需求方面，上周铝材开工率小幅下滑，铝板带开工率抬升，铝箔、铝型材和铝线缆开工率下滑，铝锭出库量则明显增加，维持好于去年同期的表现。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。本周国内主力合约运行区间参考：20000-20400 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2420-2520 美元/吨。

锌

价格回顾：上周锌价低位震荡，截至周五沪锌指数收跌 0.20%至 22213 元/吨，单边交易总持仓 22.73 万手。截至周五下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期涨 19 至 2695 美元/吨，总持仓 21.21 万手。

高频数据：SMM0#锌锭均价 22710 元/吨，上海基差 195 元/吨，天津基差 185 元/吨，广东基差 350 元/吨，沪粤价差-155 元/吨。国内结构：上期所锌锭期货库存录得 0.18 万吨，根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至 8.38 万吨。内盘上海地区基差 195 元/吨，连续合约-连一合约价差 200 元/吨。海外结构：LME 锌锭库存录得 15.62 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 7.61 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-24.16 美元/吨，3-15 价差-46.58 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-655.4 元/吨。

产业数据：本周锌精矿国产 TC3500 元/金属吨，进口 TC45 美元/干吨。本周锌精矿港口库存 26.2 万实物吨，锌精矿工厂库存 58.7 万实物吨。本周镀锌结构件开工率录得 62.03%，原料库存 1.4 万吨，成品库存 37.0 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 56.41%，原料库存 1.1 万吨，成品库存 1.0 万吨。本周氧化锌开工率录得 62.03%，原料库存 0.3 万吨，成品库存 0.5 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

价格回顾：上周铅价下探回升，截至周五沪铅指数收涨 1.07%至 16859 元/吨，单边交易总持仓 7.33 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期涨 29.5 至 1984.5 美元/吨，总持仓 13.92 万手。

高频数据：SMM1#铅锭均价 16650 元/吨，再生精铅均价 16600 元/吨，精废价差 50 元/吨，废电动车电池均价 10075 元/吨。国内结构：上期所铅锭期货库存录得 3.3 万吨，据钢联数据，国内社会库存录增至 5.82 万吨。内盘原生基差-150 元/吨，连续合约-连一合约价差-5 元/吨。海外结构：LME 铅锭库存录得 29.58 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 6.18 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-22.37 美元/吨，3-15 价差-58.4 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.183，铅锭进口盈亏为-593.74 元/吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存 2.3 万吨，工厂库存 46.6 万吨，折 27.8 天。铅精矿进口 TC-35 美元/干吨，铅精矿国产 TC600 元/金属吨。原生开工率录得 67.75%，原生锭厂库 2.1 万吨。再生端，铅废库存 11.3 万吨，再生铅锭周产 2.9 万吨，再生锭厂库 2.4 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 72.66%。

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

资源端：本周镍矿价格持稳运行。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。印尼方面，火法矿供需双弱局面维持，价格高位震荡；湿法矿需求预期回升，价格预计有所走强。5月23日，1.6%品位印尼内贸红土镍矿到厂价报 55.3 美金/湿吨，价格较上周持平，1.2%品位印尼内贸红土镍矿到厂价报 22.0 美金/湿吨，价格较上周持平，菲律宾产 1.5% 品位镍矿 CIF 报价 58.5 美元/湿吨，价格较上周持平。

中间品：目前中间品现货流通量仍处于较低水平，现货报价仍维持坚挺，但随着后续排产提升，供应紧缺问题得到缓解后，预计价格将逐步走弱。截至 5 月 23 日，印尼 MHP FOB 价格报 12725 美元/金属吨，MHP 系数对 LME 镍 0.85，较上周持平；高冰镍报 13434 美元/金属吨，高冰镍系数对 LME 镍 0.885，较上周持平。

硫酸镍：本周中间品价格跟随镍价回落，镍盐厂成本小幅下探，利润水平有所回升。需求端，下游来到传统采购节点，采购意愿显著增强，对镍盐价格的接受度亦有所提高。需求回暖预期下，预计下周硫酸镍价格稳中偏强运行。

精炼镍：上周镍价维持偏弱震荡。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

上周锡锭供需双弱格局维持，锡价延续高位震荡。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。本周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：34000 美元-39000 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 62363 元，周内-3.20%。MMLC 电池级碳酸锂报

价 61800-63500 元，工业级碳酸锂报价 60200-61500 元。LC2507 合约收盘价 60960 元，周内-1.36%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 1690 元。同日 SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 630-665 美元/吨，周内-5.82%。

基本面：5 月 22 日，SMM 国内碳酸锂产量报 16093 吨，环比降 3.2%。6 月部分厂商检修，短期产量难回高点。2025 年 4 月中国进口碳酸锂 28336 吨，环比增加 56.3%，同比增加 33.6%。1-4 月中国碳酸锂进口总量约为 7.89 万吨，同比增加 26.8%。预计 5 月国内进口碳酸锂维持在两万吨以上。1-4 月全球新能源汽车销量累计同比增 28.6%。5 月 22 日，国内碳酸锂周度库存报 131779 吨，环比上周-141 吨（-0.1%），下游备货积极性暂未恢复，高位库存对价格形成压制。截止 5 月 23 日，广期所碳酸锂注册仓单 35773 吨，周内减 2.3%。

观点：美国关税调整后，下游补库预期兑现力度不足，传统淡季将临近，碳酸锂供需双弱。近期库存历史高位震荡，成本端矿价坍塌，上方抛压仍较大。周五合约持仓重回高位，空头资金主导调整，盘面或弱势运行以试探产业接受程度。同时，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。后续关注主要资源国出口、国内锂盐和电池材料开工率及盘面持仓变化。本周广期所碳酸锂 2507 合约参考运行区间 59000-62200 元/吨。

氧化铝

截止 5 月 23 日下午 3 时，氧化铝指数周内大幅上涨 9.55%至 3165 元/吨，持仓增加 4.9 万手至 52.1 万手。主要原因是几内亚“限采事件”持续发酵和现货价格走强。基差方面，山东氧化铝现货报 3195 元/吨，价格较 A02506 合约贴水 31 元/吨，现货贴水收窄。月差方面，连 1-连 3 月差宽幅震荡，录得 49 元/吨。

本周各地区氧化铝现货价格大幅反弹，广西、贵州、河南、山东、山西和新疆地区现货价格分别上涨 235 元/吨、200 元/吨、225 元/吨、245 元/吨、250 元/吨、255 元/吨。近期国内氧化铝冶炼厂密集减产检修，供需出现阶段性错配，库存持续去化，叠加期货价格因几内亚“限采事件”大幅反弹，现货情绪短期较为乐观，带动现货价格持续走高。随着前期低价矿陆续到港，叠加现货价格持续走高，氧化铝厂冶炼厂利润回升，多数企业已扭亏为盈，预计前期减产产能将陆续回归。

进出口方面，截止 5 月 23 日，周内澳洲 FOB 价格下跌 3 美元/吨至 367 美金/吨，叠加国内价格持续反弹和人民币汇率升值，进口盈亏回升至-95 元/吨，进口窗口临近打开。数据方面，2025 年 4 月氧化铝净出口 25.22 万吨，净出口格局形成常态，其中进口量由上个月 1.12 万吨下滑至 1.07 万吨，出口量由 29.67 万吨下滑至 26.29 万吨。2025 年前四个月合计净出口 86.5 万吨。

周内氧化铝社会总库存大幅去库 3.1 万吨至 381.3 万吨，其中电解铝厂内库存、氧化铝厂内库存、在途库存、港口库存分别去库 2.6 万吨、去库 2 万吨、累库 2.1 万吨、去库 0.6 万吨。主因是短期检修产能较为集中，供应出现阶段性短缺。周内氧化铝上期所仓单合计去库 4.05 万吨至 15.7 万吨；交割库库存报 21.98 万吨，较上周大幅减少 3.14 万吨。

原料端，国产矿方面，晋豫地区维持缓慢复产趋势；进口矿方面，港口库存持续累库，但远期供应不确定性加剧。MYSTEEL 最新调研显示，三家矿企均持续暂停开采，但原有的港口库存仍维持发运，初步估算矿山暂停时间为 1-3 个月，几内亚过渡政府对当地建设氧化铝厂的要求已经相对明确，事态仍有进一步升级的可能。根据 22 日几内亚新闻发布会表示，几内亚政府诉求为更好地控制许可证的分配，避免投机行为，同时督促矿企在当地拓延铝产业链配套设施，提高当地居民收入及就业，失去许可证的企业未

来在矿业特许权投放市场时仍可参与竞标，但需满足相关条件。从几内亚政府发言态度判断，被监管的矿山长期停运的概率较小，但具体影响周期仍难以判断。若年内 Axis 矿山无法复产，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，矿石供应预计于 7 月份开始将出现月度动态缺口，但全年仍维持过剩。

供应端，高频周度数据上，本周国内氧化铝产量 163.5 万吨，较上周增加 3 万吨，减产复产并行，减产复产并行，山东、贵州、河北地区均有复产，山西某中型氧化铝厂本周进入焙烧炉检修阶段。

需求端，运行产能方面，2025 年 4 月电解铝运行产能 4403 万吨，较上月增加 23.5 万吨。开工率方面，4 月电解铝开工率环比增加 0.5%至 96.73%。

总体来看，原料端，几内亚矿石供应不确定性增加，预计将导致矿石价格重心上移，但氧化铝厂常态生产基本不会受到影响。供给端，周内产量小幅回升，随着利润回升叠加当前矿石库存充裕，预计检修企业将逐步回归；需求端，电解铝开工维稳。进出口方面，因国内价格持续反弹和人民币汇率升值，进口窗口临近打开。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

期现市场：据 MYSTEEL，05 月 24 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 13150 元/吨，环比-0.38%；山东 7%-10%镍铁出厂价为 955 元/镍，环比+0.53%；废不锈钢均价报 9400 元/吨，环比-1.05%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 12875 元/吨，环比-0.69%。

供给：据 MYSTEEL，05 月国内冷轧不锈钢排产 140.44 万吨。04 月粗钢产量为 309.4 万吨，环比+2 万吨，1-04 月累计同比 5.39%。据 MYSTEEL 样本统计，04 月 300 系不锈钢粗钢产量预计达 153.95 万吨，环比-1.39%；04 月 300 系冷轧产量 70.72 万吨，环比-2.75%。

需求：据 WIND 数据，国内 2024 年 1-04 月，商品房销售面积 28261.74 万 m²，同比-2.80%；04 月单月，商品房销售面积为 6392.39 万 m²，同比-2.91%。04 月冰箱/家用冷柜/洗衣机/空调当月同比分别为 -15.3/-10.7/1.6/2.6%；04 月燃料加工业累计同比+18%。

库存：本周不锈钢社会总库存为 111.77 万吨，环比+0.85%；期货仓单本周库存 14.04 万吨，较上周-17453 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 19.66/69.30/22.81 万吨，其中 300 系库存环比-3.42%；本周不锈钢海漂量 6.22 万吨，环比+90.21%，卸货量 5.56 万吨，环比-23.96%。

成本：本周山东 7%-10%镍铁出厂价 960 元/镍，较上周+15 元/镍，福建地区铁厂当前亏损 81 元/镍。

观点：本周镍价受宏观情绪及矿端预期转宽松影响，镍铁价格小幅下调；铬铁市场供应宽松，价格稳中偏弱。原料成本支撑有所减弱，钢厂利润承压，部分企业减产检修，供应端压力略有缓解。下游终端采购仍以刚需为主，贸易商补库意愿不强，市场成交偏弱。部分商家为促进出货，小幅让利议价，但整体交投氛围一般。尽管钢厂减产，但社会库存仍处于相对高位，去库速度较慢，市场供应压力仍存。短期不锈钢市场或延续弱稳整理，需关注镍价走势、钢厂排产变化及终端需求恢复情况。若成本端企稳叠加需求改善，市场或有望止跌回稳。

黑色建材类

钢材

供应端:本周螺纹总产量 231 万吨,环比+2.2%,同比-0.9%,累计产量 4447.7 万吨,同比-3.5%。长流程产量 203 万吨,环比+1.7%,同比-1.4%,短流程产量 29 万吨,环比+5.4%,同比+2.7%。本周铁水日均产量为 243.6 万吨,较上周环比下降 1.17 万吨,铁水产量小幅回落。利润方面,华东地区螺纹高炉利润维持 102 元/吨附近,利润小幅回升;谷电利润为-34 元/吨,电炉利润维持低位。钢厂本周即期利润小幅回升,盈利率同样持续上升,当前已经接近六成钢厂可以盈利,处于年内相对高点。

需求端:本周螺纹表需 247 万吨,前值 261 万吨,环比-5.4%,同比-11.2%,累计需求 4243 万吨,同比-3.9%。本周需求小幅回落,处于中性水准。本周热卷需求环比回落,需求延续弱势。本周热轧板卷消费 313 万吨,较上周环比变化-16.5 万吨,较上年单周同比约-5.3%,累计同比约+2.0%。

进出口:钢坯 04 月进口 5.8 万吨。

库存:本周螺纹社会库存 416 万吨,前值 435 万吨,环比-4.2%,同比-32.1%,厂库 188 万吨,前值 185 万吨,环比+1.5%,同比-12.1%。合计库存 604,前值 620,环比-2.5%,同比-26.9%。螺纹钢本周库存持续去化,去库速度放缓。本周热卷库存为 340.19 万吨,由于产量大幅下降,热卷库存持续去化。短期如若需求快速增长,还需警惕是否存在缺货情况。

利润:铁水成本 2684 元/吨,高炉利润 86 元/吨,独立电弧炉钢厂平均利润-99 元/吨。本周钢厂盈利率较上周上升,钢厂整体盈利情况较好。

小结:本周成材价格呈现弱势震荡走势。宏观方面,房屋新开工面积延续下降,降幅有所收窄,地产端需求延续弱势预期。基建投资增速升至 10.85%,投资方向以水利、电力热力、航空等领域为主,而道路、铁路等高耗钢量领域的投资增速延续弱势。出口方面,本周出口持续走强。按照出口结构来看,东南亚地区的出口仍保持增长,除越南、韩国外,其他国家的出口量近期明显增长;与此同时,南美洲及非洲地区出口增速显著攀升,缓解了当前越南、韩国钢材出口下滑的负面影响。基本面方面,本周螺纹钢表观消费量环比回落,整体表现仍显疲态;产量环比有所上升,库存持续回落。本周热卷供需双降,当前基本面表现中性偏弱,市场对未来钢材需求预期较差,担忧成材需求难以承接高炉铁水增量,成材走势延续弱势。总体来看,地产端需求依旧疲软,基建投资增速虽高,但集中于低耗钢量领域,对钢材需求的拉动作用有限,下游需求整体维持疲态。短期来看,钢厂利润水平较好,生产意愿较强,若后续增产可能对价格形成较大压力。预计成材短期将延续弱势震荡走势,后续需重点关注出口情况、终端需求是否超预期变化以及成本支撑力度。

锰硅硅铁

本周,锰硅价格在周初持续阴跌后大幅冲高回落,周跌幅 132 元/吨或-2.26%。日线级别,我们在前期报告中,认为锰硅直接 V 型反转的概率不大,后续“关注上方 5900 元/吨压力及下方低点 5550 元/吨附近

的支撑情况（针对加权指数），若向上突破，则进而观察 6000 元/吨一线压力”。周中，价格一度快速拉升至 6000 元/吨附近后承压回落，价格向下跌漏短期反弹上升趋势，当前价格仍处于 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，本周盘面价格在持续震荡阴跌后出现向下加速，周度跌幅 190 元/吨或-3.36%。日线级别，硅铁盘面价格仍处于今年 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。

铁矿石

供给端，最新一期全球铁矿石发运总量 3188.7 万吨，环比减少 159.1 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2790.0 万吨，环比增加 14.5 万吨。澳洲发运量 2013.2 万吨，环比增加 124.5 万吨，其中澳洲发往中国的量 1781.2 万吨，环比增加 146.2 万吨。巴西发运量 776.8 万吨，环比减少 110.0 万吨。中国 47 港到港总量 2344.1 万吨，环比增加 63.7 万吨；中国 45 港到港总量 2151.3 万吨，环比减少 120.0 万吨。日均铁水产量 243.6 万吨，环比上周减少 1.17 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存总量 14591.83 万吨，环比下降 155.16 万吨。

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。

工业硅

本周，工业硅盘面价格延续下跌，周度跌幅 230 元/吨或-2.82%。日线级别，工业硅盘面价格仍处于下跌趋势中，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。

现货方面，泰标混合胶 14350 元。STR20 报 1760 美元。STR20 混合 1765 美元。

江浙丁二烯 10400 元。华北顺丁 11800 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。

1) 商用车数据下降。

2025 年 4 月份，我国重卡市场销量 9 万辆左右（批发口径，包含出口和新能源），环比下降 19%，比上年同期的 8.23 万辆增长约 9.4%。今年 1-4 月，我国重卡市场累计销量约为 35.5 万辆，实现了同比持平。

2) 轮胎出口增速较高。

2025 年 4 月，全钢轮胎出口 410.2 千吨，出口量同比 10.11%；累计出口量 1489.69 千吨，累计出口量同比 6.46%。

3) 轮胎厂开工率后期预期中性。

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。

4) 库存或转向增库。

截至 2025 年 05 月 04 日，中国天然橡胶社会库存 135.5 万吨，环比增加 0.17 万吨，增幅 0.12%。中国深色胶社会总库存为 82.5 万吨，环比增加 0.32%。中国浅色胶社会总库存为 53 万吨，环比降 0.2%。截至 2025 年 05 月 13 日，青岛天然橡胶库存 49.07 (+0.52) 万吨。

5) ANRPC 产量累计持平。

4 月全球天胶产量料降 1.4%至 76.7 万吨，较上月下降 3.9%；天胶消费量料降 1.3%至 124.8 万吨，较上月下降 10.4%。

2025 年全球天胶产量料同比增加 0.5%至 1489.2 万吨。其中，泰国增 1.2%、印尼降 9.8%、中国增 6%、印度增 5.6%、越南降 1.3%、马来西亚降 4.2%、柬埔寨增 5.6%、缅甸增 5.3%、其他国家增 3.5%。

2025 年全球天胶消费量料同比增加 1.3%至 1556.5 万吨。

原油

行情方面：截至周五，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涨 1.79 美元，涨幅 2.71%，报 67.85 美元；INE 主力原油期货收跌 1.00 元，跌幅 0.22%，报 448.4 元。

地缘政治：政治方面美伊谈判出现缓和预期，但仍未明朗。美国财政部向蒂诺斯 1 号船只发放与伊朗有关的一般许可证，此举被视为谈判前的示好筹码。伊朗外长阿拉格齐表示，达成协议的方法并不复杂，“零核武器等于我们达成协议，零浓缩等于没有协议”。整体地缘政治方面预期向空。

宏观方面：美国众议院规则委员会批准特朗普的全面减税法案，为众议院就特朗普减税法案进行全院投票奠定基础。美国周三，财政部举行的 200 亿美元 20 年期国债拍卖结果不尽人意，需求疲弱，导致拍卖收益率远高于预期。整体宏观偏空。

供给方面：美国产量维持高位震荡走势，本周 EIA 原油产量回升至 13.39 百万桶/日；贝克休斯钻机环比减少 1 台至 473 台。OPEC 宣 7 月继续增产 41.1 万桶/日，整体供给进入宽松周期。

需求方面：美国炼厂开工率环比小幅上升至 90.70%；中国主营炼厂开工率环比大幅回升至 72.46%，独立炼厂开工率小幅下滑至 47.28%；欧洲炼厂开工率下滑至 81.90%。整体全球炼厂开工开始回暖，但欧洲地区仍低于预期。

库存方面：美国原油商业库存环比累库至 443.16 百万桶，总成品油库存环比累库至 394.99 百万桶；中国原油港口库存累库至 206.40 百万桶，总成品油去库至 190.49 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存去库至 43.46 百万桶。全球成品油消费符合预期。

策略推荐：我们认为当前美伊谈判虽未见明确结果，但缓和预期已经显现，油价受此预计承压。但 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

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

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。

聚烯烃

政策端：OPEC+讨论7月连续第三个月执行每日41.1万桶的增产计划，原油价格应声下跌。

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

成本端：本周WTI原油下跌-2.50%，Brent原油下跌-1.79%，煤价下跌-0.97%，甲醇下跌-4.00%，乙烯上涨1.27%，丙烯下跌-0.53%，丙烷下跌-4.92%。成本端原油价格大幅下落。

供应端：PE产能利用率76.01%，环比下降-5.00%，同比去年下降-3.53%，较5年同期下降-12.52%。

PP产能利用率76.63%，环比下降-0.94%，同比去年上涨4.26%，较5年同期下降-16.90%。根据投产计划观察，5月聚烯烃供给端仅聚乙烯存在50万吨产能投放计划。

进出口：4月国内PE进口为125.98万吨，环比3月上涨14.42%，同比去年上涨15.23%，主要为中东地区货源。4月国内PP进口17.94万吨，环比3月下降-6.99%，同比去年下降-5.46%。进口利润下降，PE北美地区货源减少，进口端压力减小。4月PE出口9.33万吨，环比3月下降-13.73%，同比上涨3.02%。4月PP出口25.30万吨，环比3月下降-11.19%，同比上涨11.64%。关税问题暂时缓解，PP出口量同期变化不大。

需求端：PE下游开工率39.39%，环比上涨0.33%，同比下降-5.49%。PP下游开工率49.90%，环比上涨0.14%，同比下降-3.91%。季节性淡季，下游订单见顶，开工率低位震荡。

库存：PE生产企业库存49.84万吨，环比去库-5.57%，较去年同期去库-4.28%；PE贸易商库存5.71万吨，较上周累库2.28%；PP生产企业库存59.32万吨，本周环比去库-1.85%，较去年同期累库3.47%；PP贸易商库存15.30万吨，较上周去库-3.65%；PP港口库存7.05万吨，较上周去库-6.50%。

小结：OPEC+讨论7月连续第三个月执行每日41.1万桶的增产计划，原油价格应声下跌。LL09合约产能投放压力较小，LL9-1价差走强可印证此观点。目前由于原油价格维持低位震荡，LL-PP价差或已筑底，09合约LL计划投放产能110万吨，09合约PP计划投放产能370万吨，且6月投产错配最大，因此预计5月底LL-PP价差或将加速走阔。

下周预测：聚乙烯(LL2509)：参考震荡区间(7100-7400)；聚丙烯(PP2509)：参考震荡区间(6900-7200)。

推荐策略：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。

PVC

成本利润：乌海电石价格报2500元/吨，周同比下跌50元/吨；山东电石价格报2980元/吨，周同比持平；兰炭陕西中料655元/吨，周同比下跌20元/吨。利润方面，氯碱综合一体化利润小幅下降，乙烯制利润仍然偏低，目前估值支撑较强。

供应：PVC 产能利用率 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%。本周供应端负荷下降，主因天业重启延迟，以及信发和宜化停车检修。下周预期负荷大幅上升，多套装置检修结束。检修季逐渐进入尾声，后续供应压力将逐渐增大，且新装置方面二季度投产压力较大。

需求：出口方面目前签单量仍然偏高，但印度反倾销和 6 月 BIS 认证压力下，出口存在转弱预期；三大下游开工小幅上升，管材负荷 45.3%，环比下降 3.8%；薄膜负荷 73.9%，环比上升 3.9%；型材负荷 39.6%，环比上升 3.7%；整体下游负荷 46.9%，环比上升 0.5%，下游整体表现不及去年同期，国内表需较为一般。本周 PVC 预售量 60.3 万吨，环比下降 2.9 万吨。

库存：本周厂内库存 38.7 万吨，环比去库 1.9 万吨；社会库存 62.3 万吨，环比去库 1.8 万吨；整体库存 101 万吨，环比去库 3.8 万吨；仓单数量回升。后续国内供强需弱格局下，叠加出口转弱预期，预计去库放缓。

小结：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。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。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，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

价格表现：本周小幅回调，09 合约单周下跌 57 元，报 4403 元。现货端华东价格下跌 45 元，报 4525 元。基差上升 23 元，截至 5 月 23 日为 111 元。9-1 价差上升 7 元，截至 5 月 23 日为 52 元。

供应端：本周 EG 负荷 59.7%，环比下降 0.8%，其中合成气制负荷 61.4%，环比上升 1.4%；乙烯制负荷 58.7%，环比下降 2.1%。合成气制装置方面，美锦提负；油化工方面，远东联转产，三江因故短停。海外方面美国 Indorama 因故停车。整体上，国内仍处于检修季，预期 6 月负荷持续维持低位水平。到港方面，本周到港预报 10.9 万吨，环比上升 5.4 万吨，4 月进口 66 万吨，进口数量仍然较高。

需求端：本周聚酯负荷 93.9%，环比下降 1.1%，其中长丝负荷 92.2%，环比下降 1.6%；短纤负荷 93.2%，环比下降 3%；瓶片负荷 84.3%，环比持平。装置方面，金纶 45 万吨长丝及短纤检修。涤纶方面，库存下降至历史低位，利润改善，短期减产压力相对较小；瓶片目前库存偏高，利润较低，短期开工上升至高位水平，后续存在负荷下降预期。终端方面，产成品库存小幅上升，订单持稳，加弹负荷 80%，环比持平；织机负荷 69%，环比上升 1%；涤纱负荷 69%，环比上升 2%。纺服零售 3 月国内零售同比+2.2%，出口同比+2.4%。

库存：截至5月19日，港口库存74.3万吨，环比去库0.8万吨；下游工厂库存天数13天，环比下降0.2天。短期看，到港量本周上升，出港量中性，本周港口库存预期持续去库。国内仍处于检修季，整体为去库格局。

估值成本端：本周石脑油制利润下降19元至-285元/吨，国内乙烯制利润下降77元至-372元/吨，煤制利润上升51至1495元/吨。成本端乙烯780美元/吨，榆林坑口烟煤末价格400元/吨，成本本周煤炭下跌，乙烯持稳，目前整体估值支撑较低。

小结：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

价格表现：本周小幅回调，09合约单周下跌58元，报4716元。现货端华东价格下跌115元，报4875元。现货基差下跌41元，截至5月23日为151元。9-1价差上升62元，截至5月23日为148元。

供应端：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。PTA仍处于检修季，六月仍将有几套装置检修，PTA整体负荷将持续偏低。

需求端：本周聚酯负荷93.9%，环比下降1.1%，其中长丝负荷92.2%，环比下降1.6%；短纤负荷93.2%，环比下降3%；瓶片负荷84.3%，环比持平。装置方面，金纶45万吨长丝及短纤检修。涤纶方面，库存下降至历史低位，利润改善，短期减产压力相对较小；瓶片目前库存偏高，利润较低，短期开工上升至高位水平，后续存在负荷下降预期。终端方面，产成品库存小幅上升，订单持稳，加弹负荷80%，环比持平；织机负荷69%，环比上升1%；涤纱负荷69%，环比上升2%。纺服零售3月国内零售同比+2.2%，出口同比+2.4%。

库存：截至5月16日，PTA整体社会库存（除信用仓单）240万吨，环比去库8.4万吨，延续去库趋势。下游负荷维持高位，PTA检修季延续，PTA库存仍将持续去化。

利润端：本周现货加工费下降49元，截至5月23日为383元/吨；盘面加工费上升2元，截至5月23日为352元/吨。

小结：本周跟随成本小幅回调，加工费小幅压缩。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

价格表现：本周小幅回调，09 合约单周下跌 92 元，报 6652 元。现货端 CFR 中国下跌 12 美元，报 826 美元。现货折算基差下降 9 元，截至 5 月 23 日为 195 元。9-1 价差上升 40 元，截至 5 月 23 日为 184 元。

供应端：本周中国负荷 78%，环比上升 3.9%；亚洲负荷 69.4%，环比上升 1.9%。装置方面，辽阳石化检修，中金石化、盛虹负荷提升，海外日本出光一套 40 万吨装置意外停车。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。整体上，国内仍处于检修季，但后续检修量将逐渐减少。

需求端：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。PTA 仍处于检修季，六月仍将有几套装置检修，PTA 整体负荷将持续偏低。

库存：3 月底社会库存 468 万吨，环比持平，根据平衡表二季度将持续去库。

估值成本端：本周 PXN 截至 5 月 22 日为 259 美元，同比下降 23 美元；石脑油裂差下降 4 美元，截至 5 月 22 日为 94 美元，原油走势震荡。芳烃调油方面，本周美国汽油裂差走弱，美韩芳烃价差下降，调油相对价值偏弱。

小结：本周跟随原油小幅回调，PXN 小幅压缩。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。

农产品类

生猪

现货端：市场需求仍一般，规模场计划完成度滞后，同时散户出栏积极性增加，集团场被迫降重出猪，周内现货价格继续疲弱下滑，同时肥-标价差回落，二育热度一般，出栏均重高位滞涨；具体看，河南均价周落 0.52 元至 14.36 元/公斤，周内最高 14.88 元/公斤，四川均价周落 0.2 元至 14.1 元/公斤，周内最高 14.2 元/公斤，广东均价周涨 0.2 元至 15.26 元/公斤；市场出栏节奏有所加快，集团场亦减少压栏动作，整体供应较为充沛，需求整体一般，仅临近端午或短时走好，预计下周猪价重心继续下移，但幅度有所收窄。

供应端：3 月官方母猪存栏 4039 万头，环比小幅回落 0.7%，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，考虑配种和存活率的季节性恢复，由仔猪数据推

导得到的理论出栏量或在 25 年三季度前或延续偏大格局，当中要留意出栏节奏以及市场情绪变化对供应端的影响；从近端数据看，屠宰需求缓慢恢复，但因供应积压叠加二育和压栏分流，体重明显积累，侧面印证标猪供应量依旧偏大，只是结构性问题仍存，如肥-标价差偏高，散户二育栏位偏低、冻品库存偏低等问题，或阶段性支撑压栏情绪。

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：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，这就决定了近后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

现货端：上周国内鸡蛋产业链供需宽松，价格传导顺畅，周内市场供应充足，需求表现不温不火，库存平稳中回升，产销区价格均明显回落，周内鸡龄继续回落，淘鸡价格小幅下跌；具体看，黑山大码蛋价周落 0.3 元至 2.6 元/斤，周内最高 2.9 元/斤，馆陶周落 0.26 元至 2.58 元/斤，周内最高 2.84 元/斤，销区回龙观周落 0.27 元至 3.12 元/斤，东莞周落 0.29 元至 2.43 元/斤；供应端新开产蛋鸡继续增多，需求多数表现平稳增幅不大，局部区域高温高湿存放不易，市场心态较谨慎，下周蛋价或先落后稳，整体表现仍弱势。

补栏和淘汰：成本同比仍处近年偏低水平，尽管开年后利润表现不佳，补栏量仍维持偏高，截止 4 月份的补栏数据为 9397 万只，同比+2.5%，环比+1.4%，去年全年补栏量为 10.6 亿羽，同比+3.9%；老鸡出栏有所增多，淘鸡-白鸡价差从高位略有回落，但仍未看到超淘发生，淘鸡鸡龄仍维持在 532 天左右的偏高水平，下降缓慢。

存栏及趋势：截止 4 月底，样本点在产蛋鸡存栏量为 13.29 亿只，环比 3 月上升 0.11 亿只，同比去年的 12.4 亿只增加了 7.2%，受蛋价回暖影响，存栏回升幅度超过此前预期；按此推算，考虑正常淘鸡的情况下，未来存栏逐月增加，高峰为今年 9 月的 13.48 亿只，环比目前仍有 1.4% 的上升空间，供应端未来大的方向仍指向过剩。

需求端：上半年属于需求淡季，需求缓慢恢复但空间有限，阶段性留意学校开学、食品厂备货，以及五一、端午等备货的脉冲影响。

小结：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

国际大豆：本周美豆震荡为主，种植进度良好，需求端美国生柴政策利多存疑，且中国对美国大豆相对高额关税仍未解除，不过美豆部分区域降雨过多及阿根廷洪水局部损失提供了一定支撑，美豆周中略强势，周尾因特朗普拟对欧盟加征高额关税回落。上周巴西升贴水稳定，国内大豆到港成本小幅上涨，巴西农民大豆销售进度已超过 60%，后期卖压或逐步下降，有利于升贴水企稳，下半年升贴水或逐步上升。上周局部的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。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，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。

国内双粕：上周国内豆粕现货跟随期货小幅上涨，基差小幅回升，华东约收 2900 元/吨，国内豆粕成交好转，主要是远月合约成交较多，提货小幅恢复。截至 5 月 20 日机构统计 12 月大豆买船 512 万吨，1 月买船 268 万吨，2 月买 920 万吨，3 月买船 1357 万吨，4 月 1057 万吨，5 月 1150 万吨，6 月 1093 万吨，7 月 706 万吨，因此未来 5 个月大豆供应较充足。据 MYSTEEL 统计饲企物理库存天数 5.73 天。随着大豆到港恢复，下游预期油厂库存充足刚需购买，油厂累库压力也会逐渐增大，据 MYSTEEL 预估本周压榨大豆 221 万吨，下周预计压榨 225 万吨，国内供应恢复。

观点：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

市场综述：本周油脂震荡为主，美豆油仍然在利空与利空被证伪的传言中震荡偏弱，马来西亚棕榈油因增产累库趋势同样偏弱为主，市场讨论棕榈油近期可能有补库支撑价格，且印尼、印度的油脂库存偏低，叠加大盘菜籽及国内菜油价格强势，国内油脂走势稍强。高频数据显示马棕 5 月前 20 日产量环比上升 3.72%，前 20 日出口预计增加 1.55%-5.25%，高频数据仍然预示马棕继续累库。豆油方面，美豆端因美豆油反复震荡为主，国内豆油因库存偏低及外盘成本支撑基本面暂无明显强弱驱动。菜油震荡为主，虽国内库存较高，但对远期菜籽进口量不足的担忧仍然给予菜油估值支撑。整体来看，油脂正处于预期供应充沛节点，但去年的菜籽、棕榈油减产导致产地、印度以及中国的结构性库存仍偏低，支撑油脂短期震荡。

国际油脂：美豆油震荡偏弱反映了市场推测 RVO 不及预期且 EPA 可能提供一定规模的豁免，此前对豆、菜油的需求预估可能偏高，如果按 46.5 亿加仑 RVO 叠加豁免的情景，可能 2026 年美国生物柴油对美豆油、加拿大菜油的需求没有增量。不过目前仍然需要等待政策明朗。加拿大菜籽仍然维持高位震荡趋势，

按 AAFC 口径其去年减产约 140 万吨，按 USDA 口径仅减产 40 万吨，其商业库存量与去年几乎持平，目前每周发货量也高于去年，国内菜籽供应暂时较充足，不过远期若按 AAFC 的减产口径，可能会陷入紧缺局面，也是目前菜油在高位僵持不下的原因。

国内油脂：上周油脂成交较弱，国内油脂总库存略高于去年，油脂供应较充足。其中菜油库存高于去年，棕榈油、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，后期虽有去库预期，但其高价差及消费较弱预计也会导致去库缓慢。

观点小结：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

国际市场回顾：上周原糖价格延续下跌，截至上周五 ICE 原糖 7 月合约收盘价报 17.31 美分/磅，较之前一周下跌 0.25 美分/磅，或 1.42%。消息方面，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，环比减少 37.21 万吨，降幅 10.57%。据 ISMA 公布的最新数据显示，截至 5 月 15 日印度 2024/25 榨季累计产糖 2574 万吨，同比去年同期减少 589 万吨；目前只剩两家糖厂仍在生产。全球食糖贸易商 Alvean 最新预测，2025/26 榨季全球食糖产量将仅超过需求 40 万吨，这与两个月前估计的 150 万吨左右的过剩相比大幅下调。该公司还预测，本年度将出现 550 万吨的供应缺口。

国内市场回顾：上周郑糖价格震荡下跌，截至上周五郑糖 9 月合约收盘价报 5833 元/吨，较之前一周下跌 22 元/吨，或 0.38%。据航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 5 月 21 日当周，巴西对中国食糖出口待运量为 12.4 万吨，环比上周减少 6.87 万吨；在途量为 16.31 万吨，环比上周增加 9.3 万吨。据海关总署数据公布数据显示，2025 年 4 月份我国进口糖浆和预混粉(含税则号 1702.90、2106.906)合计 8.54 万吨，同比减少 10.60 万吨，其中 2106.90 项下糖浆、预混粉进口 4.19 万吨。

观点及策略：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

国际市场回顾：上周美棉花期货价格小幅上涨，截至上周五美棉花期货 7 月合约收盘价报 66.06 美分/磅，较之前一周上涨 0.92 美分/磅，或 1.41%。消息方面，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%。据美国农业部(USDA)的出口销售报告数据显示，截至 5 月 15 日当周，美国 2024/25 市场年度

棉花出口销售净增 3.42 万吨，较之前一周增加 16%，较前四周均值增加 41%。当周，美国 2025/26 年度棉花出口销售净增 0.17 万吨。

国内市场回顾：上周郑棉价格窄幅震荡，截至上周五郑棉 9 月合约收盘价报 13410 元/吨，较之前一周上涨 20 元/吨，或 0.15%。据 Mysteel 数据显示，截至 5 月 23 日当周纺纱厂开机率为 74.5%，环比前一周减少 0.1 个百分点；织布厂开机率为 42.3%，环比前一周持平；全国棉花周度商业库存 349 万吨，同比去年增加 5 万吨（前一周同比增加 10 万吨）。

观点及策略：从宏观层面来看，中美谈判取得实质性进展，超出市场预期，对市场信心有提振。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，郑棉 9-1 合约月间价差走出正套。预计短线棉价延续震荡，若商品市场情绪回暖，郑棉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	