

广发早知道-汇总版

广发期货研究所

电话: 020-88830760

E-Mail: zhaoliang@gf.com.cn

投资咨询业务资格:
证监许可【2011】1292 号

组长联系信息:

张晓珍 (投资咨询资格: Z0003135)

电话: 020-88818009

邮箱: zhangxiaozhen@gf.com.cn

刘珂 (投资咨询资格: Z0016336)

电话: 020-88818026

邮箱: qhliuke@gf.com.cn

叶倩宁 (投资咨询资格: Z0016628)

电话: 020-88818017

邮箱: yeqianning@gf.com.cn

周敏波 (投资咨询资格: Z0010559)

电话: 020-81868743

邮箱: zhoumingbo@gf.com.cn

目录:

金融衍生品:

金融期货:

股指期货、国债期货

贵金属:

黄金、白银

集运指数

商品期货:

有色金属:

铜、锌、镍、不锈钢、锡、碳酸锂

黑色金属:

钢材、铁矿石、焦煤、焦炭、铁合金

农产品:

油脂、粕类、玉米、生猪、白糖、棉花、鸡蛋、花生、红枣、苹果

能源化工:

原油、PTA、乙二醇、苯乙烯、短纤、尿素、瓶片、烧碱、PVC、LLDPE、

PP

特殊商品:

橡胶、玻璃纯碱、工业硅、多晶硅

[股指期货]

◆股指期货：LPR 及存款利率随降，消费板块回暖

【市场情况】

周二，A 股早盘高开后日内高走，全线飘红。上证指数收涨 0.38%，报 3380.48 点。深成指涨 0.77%，创业板指涨 0.77%，沪深 300 涨 0.54%、上证 50 涨 0.43%，中证 500 涨 0.46%、中证 1000 涨 0.83%。个股涨多跌少，当日 3837 只上涨（101 涨停），1380 下跌（9 跌停），177 持平。其中，佳合科技、五新隧装、雪榕生物涨幅居前，分别上涨 30.0%、30.0%、30.0%；而国航远洋、七丰精工、凤凰航运各跌 17.92%、15.25%、10.02%。

分行业板块看，内需板块表现较好，上涨板块中，休闲用品、办公用品、生物科技涨幅居前，分别上涨 6.14%、4.67%、2.36%，医药主题活跃。高股息稍有回调，下跌板块中，港口、海运、航天军工分别下跌 2.89%、1.16%、0.90%，军用品题材下挫。

期指方面，四大期指主力合约随指数上涨：IF2506、IH2506 分别收涨 0.63%、0.45%；IC2506、IM2506 分别收涨 0.58%、0.88%。四大期指主力合约基差全部贴水：IF2506 贴水 32.77 点，IH2506 贴水 17.23 点，IC2506 贴水 96.57 点，IM2506 贴水 126.62 点。

【消息面】

国内要闻方面，5 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2025 年 5 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%。两个品种 LPR 均较前值下降 0.1 个百分点。财政部披露，1-4 月，全国政府性基金预算支出 26136 亿元，同比增长 17.7%。分中央和地方看，中央政府性基金预算本级支出 769 亿元，同比增长 75%；地方政府性基金预算支出 25367 亿元，同比增长 16.6%，其中，国有土地使用权出让收入相关支出 13647 亿元，同比下降 8.4%。

海外方面，美国总统特朗普和俄罗斯总统普京 19 日进行通话，共持续 2 个多小时。普京在通话结束后发表声明表示，俄方将提出建议并愿意与乌克兰方面共同就未来可能达成的和平条约起草备忘录。俄总统助理乌沙科夫称，不排除两国元首举行面对面会晤可能性。

【资金面】

5 月 20 日，A 股交易量环比放量，全日合计成交额 1.17 万亿。北向资金当日成交 1296.30 亿元。央行以固定利率、数量招标方式开展了 3570 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.40%，当日 1800 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 1770 亿元。此外，财政部、中国人民银行以利率招标方式进行了 2025 年中央国库现金管理商业银行定期存款（五期）招投标，中标总量 1200 亿元，中标利率 1.82%，起息日 2025 年 5 月 20 日，到期日 2025 年 8 月 19 日。上次开展 3 个月期国库现金定存操作是在 2024 年 8 月 16 日，中标利率为 2.28%。

【操作建议】

当前 IF、IH、IC 与 IM 的主力合约基差率分别为 -0.84%、-0.63%、-1.68%、-2.07%。中美谈判进展良好，双方均同意 90 天内暂缓 4 月以来加征关税，仅保留 10% 基准税率。指数下方支撑较稳定，上方突破压力较大，进入中性震荡。可卖出支撑位看跌期权赚取权利金，或逢回调做多 9 月 IM 合约，逢高卖出 9 月 6400 执行价看涨期权做备兑策略。

[国债期货]

◆国债期货：期债短期或以窄幅震荡为主，等待基本面指引

【市场表现】

国债期货收盘多数下跌，30 年期主力合约跌 0.03%，10 年期主力合约涨 0.03%，5 年期主力合约跌 0.04%，2 年期主力合约跌 0.03%。银行间主要利率债收益率多数上行，幅度均在 1bp 左右。截至 17:00，30 年期国债“23 附息国债 23”收益率上行 1.50bp 报 1.9050%。10 年期国开债“25 国开 05”收益率上行 1.60bp 报 1.7360%，10 年期国债“24 附息国债 11”收益率上行 1.20bp 报 1.6670%，3 年期国债“25 附息国债 05”

收益率上行 0.85bp 报 1.4985%，2 年期国债“25 付息国债 06”收益率上行 1.75bp 报 1.4775%。

【资金面】

央行公告称,5月20日以固定利率、数量招标方式开展了3570亿元7天期逆回购操作,操作利率1.40%,投标量3570亿元,中标量3570亿元。当日1800亿元逆回购到期,据此计算,单日净投放1770亿元。此外,财政部3个月期国库现金定存中标总量1200亿元,中标利率1.82%,上次为2.28%;2个月期国库现金定存中标总量1200亿元,中标利率1.81%,上次为2.05%。存款类机构隔夜和七天质押式回购利率双降,均下行2个bp左右。长期资金方面,全国和主要股份制银行一年期同业存单最新成交在1.67%附近。

最新贷款市场报价利率(LPR)将于5月20日出炉。2025年4月数据显示,1年期LPR为3.1%,5年期以上LPR为3.6%。5月7日,中国人民银行行长潘功胜宣布,下调政策利率0.1个百分点,从目前的1.5%调降至1.4%,预计将带动贷款市场报价利率(LPR)下行约0.1个百分点。符合市场预期,前期央行宣布降低OMO利率下调10BP。同时近期银行开启新一轮存款利率下调,以缓解银行净息差压力。广谱利率处于下行通道中。有助于激发企业和居民融资需求,支持促消费、扩投资。

【操作建议】

昨日存款利率与LPR利率下调符合预期,国债期货窄幅震荡。短期看,期债下跌的风险有限,当前仍处在逆周期政策周期中,资金面持续收紧的可能性小,但在关税压力缓释的背景下,此时央行引导资金利率进一步下行的概率也不高,整体或以稳为主,从期限利差的角度来看长债目前吸引力也相对有限。本周面临税期和政府债发行扰动,DR007可能以1.5%-1.6%区间波动,在此环境下短债利率下行并带动曲线进一步走陡的可能性也受限,整体债市或进入震荡等待方向阶段,等待基本面指引。目前预计,短期10年期国债利率可能在1.6%-1.7%区间波动,30年国债利率可能在1.85%-1.95%区间波动。单边策略上建议观望为主,关注高频经济数据和资金面动态。

[贵金属]

◆ 贵金属：美元资产持续走弱 避险情绪重燃贵金属盘中下探后反弹转涨

【行情回顾】

消息方面,5月20日,日本共同社援引参与谈判的未具名人士的话报道,日本正考虑接受美国下调关税税率,而非坚持要求美国完全取消关税,尤其是在汽车、钢铁和铝产品等重点产品上,以打破当前日美贸易谈判僵局。

包括纽约联储主席威廉姆斯在内的美联储官员最新讲话都暗示,鉴于尚不明朗的经济前景,政策制定者可能在9月前不准降低利率。海关数据显示,中国上月黄金进口总量达到127.5公吨,创下11个月来的新高,环比增幅高达73%。与此同时,铂金进口量也创新一年来最高,4月进口了11.5吨。高盛数据显示,今年3月全球央行购金需求强劲,买了64吨黄金,中国再次成为最大的可识别买家,3月份购买量达30吨。今年迄今全球央行需求月均达94吨,远超此前80吨的预测。

5月19日特朗普分别与俄乌元首通话,普京称与特朗普的通话非常有益,俄罗斯赞成和平解决乌克兰危机,愿与乌方共同起草和平备忘录;泽连斯基称愿与俄签署和平备忘录,愿进行任何形式的谈判但领土妥协、撤军“免谈”。当地时间20日,欧盟理事会批准第17轮对俄罗斯制裁措施。欧盟外交与安全政策高级代表卡拉斯当天表示,制裁目标是近200艘“影子舰队”舰艇,称更多对俄制裁措施正在酝酿中。

隔夜,尽管美联储淡化穆迪公司下调美国的信用评级影响,但市场反应持续发酵,包括美股和美债等资产持续走弱,黄金在强劲的需求预期下,盘中下探后反弹回升避险需求回升。国际金价开盘后早段小幅走低至3204美元随后震荡回升,美盘早段价格快速拉升超50美元,尾盘逼近3300美元关口,收盘价报3289.76美元/盎司涨1.87%;国际银价跟随黄金波动且受到有色板块带动表现更强盘中站上33美元,收盘价报33.088美元/盎司微涨2.32%。

【后市展望】

黄金中长期上涨的驱动去美元化背景下未有改变,全球央行和金融机构持续购金的需求对金价仍有支撑。美联储重新衡量就业和通胀的平衡对降息态度仍较谨慎,美国财政刺激政策仍需时间落地,未来一段

时间美国宏观经济数据弱化可能对市场的影响增加。在弱美元的趋势中，各国和美国贸易谈判进展反复扰动金融市场，多头在价格相对低位时对黄金的配置需求仍较强，金价仍有支撑，但美国信用评级下调且大规模美债到期 6 月市场可能出现流动性风险加大行情波动。短期一方面美国经济仍有韧性且中美贸易冲突缓和叠加地缘风险影响减弱，美股风险偏好修复，黄金形成“双顶”形态在前高位置面临阻力，但另外临近 6 月美债到期在美国信用评级下调的情况下市场波动或增加，关注金价 3300 美元（775 元）附近关口的收复，卖出虚值黄金看涨期权择机止盈。

白银方面，中美贸易谈判取得进展使工业制造业得到提振，在提前备库的情况下相关光伏新能源行业需求有望改善，但美国经济下行和高库存中长期可能影响工业和投资需求，市场扰动因素减弱白银跟随黄金波动区间在 32-33.5 美元（8000-8350 元）短期偏强震荡。

【资金面】

近期随着贸易冲突缓和，美股反弹市场风险偏好改善，短期避险需求减弱使黄金 ETF 持仓回落，白银持仓亦回落。

[集运指数（欧线）]

◆ 集运指数（欧线）：短期震荡盘整，等待市场新驱动

【现货】

截至 5 月 20 日最新报价，马士基 897-1213 美元/TEU, 1500-1709 美元/TEU; CMA 1210-2355 美元/TEU, 1995-3745 美元/TEU; MSC 1409-2355 美元/TEU, 1890-2640 美元/TEU; ONE 1271-3101 美元/TEU, 1637-3237 美元/TEU; EMC 1305-1955 美元/TEU, 2160-3260 美元/TEU。

【集运指数】

截至 5 月 19 日，SCFIS 欧线指数报 1265.3 点，环比下跌 2.86%，美西线指数环比上涨 0.61% 至 1446.36 点。截至 5 月 16 日，SCFI 综合指数报 1479.39 点，较上期涨 9.98%；上海-欧洲运价下跌 0.6% 至 1154 美元/TEU；上海-美西运价 3091 美元/FEU，较上周涨 31.7%；上海-美东运价 4069 美元/FEU，较上周涨 22.01%。

【基本面】

截至 5 月 20 号，全球集装箱总运力为 3230 万 TEU，较上年同期增长 8.8%。需求方面，欧元区 4 月综合 PMI 为 50.4，制造业 PMI 为 49，服务业 PMI 为 50.1；美国 4 月制造业 PMI 指数 48.7，新订单指数 47.2。4 月 OECD 领先指数 G7 集团录得 100.35。

【逻辑】

昨日期货盘面震荡，主力 08 合约收 2263.1 点，下跌 5.23%；06 合约收 1725.9 点，下跌 2.61%，8-6 月差缩小至 537.2。周一盘后 SCFIS 微跌对盘面多头士气有一定影响，目前现货提涨 6 月但盘面并未完全接受，担心是否会出现类似 3-4 月提涨失败的情况。之后需密切关注现货端的价格变动情况，各航司的提涨程度将对盘面的走势有较大影响。预计后续呈现震荡上行趋势。

【操作建议】

考虑 6，8 逢低做多

[有色金属]

◆ 铜：社会库存累库，关注“强现实”持续性

【现货】截至 5 月 20 日，SMM 电解铜平均价 78340 元/吨，SMM 广东电解铜平均价 78180 元/吨，分别较上一工作日+230.00 元/吨、+200.00 元/吨；SMM 电解铜升贴水均价 390 元/吨，SMM 广东电解铜升贴水均价 190 元/吨，分别较上一工作日-50.00 元/吨、-80.00 元/吨。据 SMM，总体来看，高价格及高升水背景下，下游接受程度较低，整体交投较弱。

【宏观】关注几条定价主线：美国对等关税政策、美国铜进口关税以及加征关税后的经济基本面情况。

①美国对等关税为 4 月以来资产定价和美联储决策的核心变量，中美日内瓦经贸会谈联合声明发布后，对等关税超预期缓和，铜的“弱预期”压制减弱。②美国针对铜的“232”调查尚在进行中，一季度铜的定价主线为美铜进口关税价差预期，在此背景下美铜库存累库至近年来历史高位，随着电解铜陆续到货美国，多头面临接货压力，美铜-伦铜溢价向上的驱动或走弱。③美国 4 月通胀环比低于预期，通胀继续放缓：4 月末季调 CPI 同比升 2.3%，预期升 2.4%；4 月末季调核心 CPI 同比升 2.8%，预期升 2.8%；通胀放缓主要源于 4 月原油价格大幅下行以及服务业通胀放缓，市场降息预期增加，提振金属价格；但 4 月通胀未显压力或源于 4 月仍处前期库存消耗阶段，关注后续美国经济基本面数据。

【供应】铜矿方面，铜精矿现货 TC 低位企稳，供应受限的预期仍存，截至 5 月 16 日，铜精矿现货 TC 报-43.03 美元/干吨，周环比+0.57 美元/干吨。精铜方面，4 月 SMM 中国电解铜产量环比增加 0.36 万吨，升幅为 0.32%，同比上升 14.27%；1-4 月累计产量同比增加 41.51 万吨，增幅为 10.63%。据 SMM，产量增加主要有以下几方面原因：①华东有新冶炼厂投产，叠加西南某冶炼厂产能利用率持续提升；②4 月进口阳极板的量出现回升，令不用铜精矿冶炼厂的产量上升；③近期硫酸价格虽较前期高位有所回落，但仍处于较高位置，仍能弥补冶炼厂的亏损；虽然 TC 持续创新低，国内主流港口铜精矿库存量却在持续回升，供冶炼厂使用的量增加。SMM 根据各家排产情况，预计 5 月国内电解铜产量环比增加 0.42 万吨升幅为 0.37%，同比增加 12.13 万吨，升幅为 12.03%。

【需求】加工方面，电解铜制杆周度开工率回升，5 月 15 日电解铜制杆周度开工率 73.26%，周环比+10.47 个百分点；5 月 15 日再生铜制杆周度开工率 21.74%，周环比+3.45 个百分点。终端方面，电线电缆企业开工率受假期影响小幅走弱，5 月家电外销排产受加征关税影响步入下行通道，仅空调内销排产保持较高增速，但内销市场的承接是否能达到预期仍存不确定性。

【库存】COMEX 库存持续累库，国内库存累库。截至 5 月 19 日，LME 铜库存 17.43 万吨，日环比-0.50 万吨；截至 5 月 19 日，COMEX 铜库存 17.04 万吨，日环比+0.07 万吨；截至 5 月 16 日，上期所库存 10.81 万吨，周环比+2.74 万吨；截至 5 月 19 日，SMM 全国主流地区铜库存 13.92 万吨，周环比+1.61 万吨；截至 5 月 19 日，保税区库存 6.88 万吨，周环比-0.80 万吨。

【逻辑】（1）宏观方面，对等关税政策超预期缓和，但其作为谈判博弈手段，并未出现直接反转，后续仍有反复不确定性；一季度铜的定价主线为美铜进口关税价差预期，在此背景下美铜库存累库至近年来历史高位，随着电解铜陆续到货美国，多头面临接货压力，美铜-伦铜溢价向上的驱动走弱；（2）基本面方面，供应端原料偏紧格局仍存，国内库存去化至低位；但步入 5 月后，旺季的需求端韧性是否能持续仍存不确定性，从基差走势、社会库存走势以及家电排产来看，需求端存在边际走弱倾向。展望后市，铜基本面呈现“强现实+弱预期”组合，该组合下铜价尚无明确的流畅走势，基本面的强现实限制铜价下跌，关税影响下的弱需求预期限制上行空间，短期价格或以震荡为主，关注 5 月后的强现实基本面是否持续、关税谈判节奏。

【操作建议】主力关注 78000-79000 压力位

【短期观点】震荡

◆锌：上方压力较强，锌价回落后下游逢低补库

【现货】5 月 20 日，SMM 0#锌锭平均价 22610 元/吨，环比-40 元/吨；SMM 0#锌锭广东平均价 22500 元/吨，环比-10 元/吨。据 SMM，锌价下跌后下游企业逢低补库采购，现货升水持稳运行，整体现货交投略有好转。

【供应】锌矿方面，据 SMM，Kyzyl-Tashtyg 矿山因国际制裁升级及中俄金融合作受限等原因面临财务困境，当前矿山未完全停产，预计将于 6 月停产。该矿山在 2024 年共产出锌精矿约 7.13 万金吨，占全球锌矿产量比例约为 0.58%。矿端短期虽存在扰动，但整体而言加工费维持高位，宽松格局不变，截至 5 月 16 日，SMM 国产锌精矿周度加工费 3500 元/金属吨，周环比+0.00 元/金属吨；SMM 进口锌精矿周度加工费 45 美元/干吨，周环比+5.00 美元/干吨。精锌方面，2025 年 4 月 SMM 中国精炼锌产量环比增加 1.6%，同比增加 10%左右，1-4 月累计同比增加 0.3%，低于预期值；据 SMM，增幅不及预期主因随着锌价下跌，广西、湖南等地的超预期检修。据安泰科，5 月锌冶炼厂检修增多，SMM 预计 2025 年 5 月国内精炼锌产量环比增加不到 0.1%，同比增加 3%以上，预计 2025 年 1-5 月产量累计同比增加将近 1%。

【需求】升贴水方面，截至5月20日，上海锌锭现货升贴水230元/吨，环比0元/吨，广东现货升贴水305元/吨，环比+25元/吨。初端消费方面，截至5月16日，SMM镀锌周度开工率60.94%，周环比+0.07个百分点；SMM压铸合金周度开工率59.08%，周环比+4.48个百分点；SMM氧化锌周度开工率62.41%，周环比+2.68个百分点。整体而言，三大初级加工行业订单及开工率周环比因假期复产复工逐步回升，下游终端订单有所好转，但整体仍以刚需逢低备货及消耗库存为主基调。4月三大初级加工行业下游采购经理人指数虽仍位于扩张区间，但较3月明显走弱，预计旺季过后或仍将继续走弱；中美关税虽然缓和，但部分企业对后续终端出口订单的谨慎态度仍未改变，认为宏观不确定性仍旧存在。

【库存】国内社会库存小幅去库，LME库存去库：截至5月19日，SMM七地锌锭周度库存8.38万吨，周环比-0.17万吨；截至5月19日，LME锌库存16.08万吨，环比-0.34万吨。

【逻辑】供应端矿端宽松趋势不变，短期TC增幅偏弱，矿端产量放量不及预期，关注TC后续增幅情况，若TC增速超理论预期，则表明矿端宽松顺利传导至精锌端宽松，整体产业链供给趋宽；冶炼端4月存在超预期检修因素，精炼锌供应不及预期提振价格；需求端下游有所好转，但部分企业对后续终端出口订单的谨慎态度仍未改变，仍以刚需逢低备货及消耗库存为主，旺季过后下游仍存走弱预期。展望后市，短期价格在关税缓和信号下或有所支撑，但中长期来看锌仍处于供应端宽松周期，若矿端增速不及预期，叠加下游消费存在超预期表现，锌价或维持高位震荡格局；悲观情形下，若关税政策导致终端消费不足，锌价重心或将下移。中长期仍以逢高空思路对待，重点关注锌矿产量增速情况及下游需求边际变化。

【操作建议】主力参考21500-23500

【短期观点】震荡

◆锡：关注供给侧修复节奏，反弹偏空思路对待

【现货】5月20日，SMM 1#锡265100元/吨，环比不变；现货升水750元/吨，环比下跌50元/吨。早间沪锡开盘小幅拉涨，冶炼厂挺价出货意愿尚可，实际成交有限。贸易商积极对外报价，反馈下游接货情绪依旧不高，仅少部分下游几吨接货，市场早间成交表现一般。下游反馈当前盘面比较高，终端消费水平疲软，若价格维持高位，或将造成下游消费偏弱运行。

【供应】3月份国内锡矿进口量为0.83万吨，环比-4.83%，同比-63.98%，较2月份增加255金属吨(2月份折合3562金属吨)。1-3月累计进口量为26.9万吨，累计同比-55.44%。3月份国内锡锭进口量为2101吨，环比12.41%，同比146.6%，1-3月累计进口量为6304吨，累计同比6.99%。

【需求及库存】据SMM统计，3月焊锡开工率75.81%，月环比增加16.71%，较2月显著改善。首先是生产天数恢复，3月实际生产天数较2月增加，叠加半导体行业补贴政策、刺激下游提前备货需求。家电政策刺激“以旧换新”政策出台，但白电排产增量集中于头部企业(如格力、美的)，中小焊料厂订单未现明显改善。新能源汽车与光伏高景气，AI算力驱动半导体补库，AI服务器用锡需求激增，支撑头部焊料企业产能利用率攀升至80%以上，短期开工率受政策刺激上涨明显，但持续性仍需观察。截至5月20日，LME库存2655吨，环比减少85吨，上期所仓单8025吨，环比减少94吨，社会库存9959吨，环比减少234吨。

【逻辑】宏观方面，对等关税政策超预期缓和，但其作为谈判博弈手段，并未出现直接反转，后续仍有反复不确定性。供应方面，现实锡矿供应维持紧张，冶炼厂加工费进一步下调500元/吨，但此前缅甸佤邦再次推动曼相矿山复工复产进程，预期原料将于7月左右产出，供给侧修复预期。需求方面，受国内政策提振，焊锡开工率有所改善，但主要集中在头部企业，中小型企业订单改善有限，同时考虑美关税及半导体周期影响，对于后续需求预期偏悲观。综上所述，宏观情绪回暖带动锡价反弹，但考虑到供给侧逐步修复中，以及需求预期悲观，因此对锡价保持逢高空思路，265000-270000区间空单可继续持有，关注供给侧原料恢复节奏。

【操作建议】265000-270000区间空单可继续持有

【近期观点】反弹偏空思路对待

◆镍：盘面维持偏弱震荡，基本面变化不大

【现货】截至5月20日，SMM1#电解镍均价124575元/吨，日环比下跌425元/吨。进口镍均价报123575

元/吨，日环比下跌 475 元/吨；进口现货升贴水 200 元/吨，日环比持平。

【供应】产能扩张周期，精炼镍产量整体偏高位，产量数据继续提升。据 SMM，2025 年 4 月精炼镍产量 36300 吨，同比增长 47.26%，环比增长 6.08%，产量继续释放；5 月排产预计为 35350 吨。

【需求】需求端合电镀下游整体需求较为稳定，后期难有增长；合金需求仍占多数，军工和轮船等合金需求较好，企业逢低采买，“两会”强调国防支出中长期利好。虽然近日国内钢厂有检修减产，部分新产能延迟投产，但 4 月钢厂排产处于高位，对原料的刚性需求仍带动部分采购。硫酸镍方面，受钴影响叠加高冰镍减产，MHP 市场紧俏镍盐产量预计增加，硫酸镍企业维持亏损，产业成本定价模式延续，三元材料按需采买，产业利润修复需等待三元行业进一步修复。

【库存】海外库存维持高位，国内社会库存持稳为主，保税区库存小减。截止 5 月 20 日，LME 镍库存 202098 吨，周环比增加 3582 吨；SMM 国内六地社会库存 44151 吨，周环比增加 63 吨；保税区库存 5900 吨，周环比减少 200 吨。

【逻辑】昨日沪镍盘面维持震荡偏弱，现货价格继续小幅下调。宏观方面，中美关税谈判缓和的预期基本已经反馈消化，后续政策推进结果仍有不确定的空间。产业层面，昨日精炼镍现货成交一般，金川资源升贴水小幅上调，其他品牌资源持稳为主。目前矿端维持挺价心态，菲律宾开始 6 月镍矿资源采购，但降雨影响装船受阻，暂未有成交落地；印尼 5 月二期镍矿内贸升水维持+26-27 不变，部分工厂升水已达 28，内贸基价上涨 0.65-1 美元，整体价格小幅上涨，雨季影响下镍矿供应仍偏紧。镍铁价格维持弱稳，镍铁采购仍以压价为主，主流市场报价多在 960-970 元/镍（舱底含税），国内工厂利润亏损。硫酸镍企业维持亏损，产业成本定价模式延续，产业利润修复需等待三元行业进一步修复。海外库存维持高位，国内社会库存持稳为主，保税区库存小减，库存对基本面仍有施压。总体上，宏观暂稳，镍的下方成本支撑比较强，但中期供给宽松不改制约上方空间。短期宏观仍有不确定性，基本面变化不大，预计盘面震荡调整为主，主力参考 122000-128000。

【操作建议】主力参考 122000-128000

【短期观点】区间震荡

◆不锈钢：盘面维持偏弱震荡，成本支撑供需矛盾仍存

【现货】据 Mysteel，截至 5 月 20 日，无锡宏旺 304 冷轧价格 13150 元/吨，日环比下跌 50 元/吨；佛山宏旺 304 冷轧价格 13150 元/吨，日环比下跌 50 元/吨；基差 480 元/吨，日环比上涨 60 元/吨。

【原料】菲律宾镍矿市场多开始 6 月资源采购，但是受降雨影响装船受阻，暂未有成交落地；印尼 5 月二期镍矿内贸升水维持+26-27 不变，内贸基价上涨 0.65-1 美元，整体价格小幅上涨，雨季影响下镍矿供应仍偏紧。镍铁价格维持弱稳，镍铁采购仍以压价为主，最新成交华南某钢厂高镍铁招标价 940 元/镍（舱底含税），近期主流交报价多在 960-970 元/镍（舱底含税），国内工厂利润亏损。

【供应】据 Mysteel 统计，5 月国内 43 家不锈钢厂粗钢预计排产 348.99 万吨，月环比减少 0.4%，同比增加 5.8%；其中 300 系 177.6 万吨，环比减少 2.6%，同比增加 7.5%。4 月不锈钢粗钢产量 350.25 万吨，300 系产量 182.43 万吨。

【库存】社会库存周度数据基本持稳，仓单近期一定减少。截至 5 月 16 日，无锡和佛山 300 系社会库存 56.18 万吨，周环比增加 0.18 万吨。5 月 20 日不锈钢期货库存 143780 吨，周环比减少 15452 吨。

【逻辑】昨日不锈钢盘面维持偏弱震荡，佛锡两市贸易商报价小幅下调，下游入市询价意愿不高，出货多集中在刚需，市场交投表现一般。宏观方面，关税暂缓基本已经消化，政策后续仍有不确定的空间。近期矿端价格相对坚挺，铬矿现货资源紧缺，叠加铬铁供应过剩得到明显修复，铬铁价格偏强。菲律宾镍矿市场多开始 6 月资源采购，但是受降雨影响装船受阻，暂未有成交落地；印尼 5 月二期镍矿内贸升水维持+26-27 不变，内贸基价上涨 0.65-1 美元，整体价格小幅上涨，雨季影响下镍矿供应仍偏紧。镍铁价格维持弱稳，镍铁采购仍以压价为主，主流市场报价多在 960-970 元/镍（舱底含税），国内工厂利润亏损。供应端部分钢厂在 5 月削减 300 系产量并增产 200 和 400 系以缓解亏损，但整体供应过剩格局未改。需求具有一定韧性但仍缓慢修复中，制造业订单回暖较慢，采购以刚需补库为主。社会库存周度数据基本持稳，仓单近期一定减少，库存压力稍缓。总体上，矿端对价格有一定支撑，原料镍铁价格弱稳运行，不锈钢产量维持高位，市场去库压力仍存。短期宏观改善市场情绪修复，但供需矛盾之下基本面仍存在一定压力，

预计盘面震荡为主，主力运行区间参考 12600-13200。

【操作建议】主力参考 12600-13200

【短期观点】区间震荡

◆碳酸锂：空头占优基本面消息真空，盘面维持偏弱运行

【现货】截至 5 月 20 日，SMM 电池级碳酸锂现货均价 6.33 万元/吨，工业级碳酸锂均价 6.16 万元/吨，日环比均下跌 450 元/吨；电碳和工碳价差 1650 元/吨。SMM 电池级氢氧化锂均价 6.53 万元/吨，工业级氢氧化锂均价 5.93 万元/吨，日环比均下跌 200 元/吨。昨日市场心态仍比较悲观，现货价格继续下调，电碳货源主流升贴水报价维持窄幅区间，近期碳酸锂现货交投相对平淡。

【供应】根据 SMM，4 月产量 73810 吨，环比减少 5255 吨，同比增长 40%；其中，电池级碳酸锂产量 50397 吨，较上月减少 5318 吨，同比增加 41%；工业级碳酸锂产量 23413 吨，较上月增加 63 吨，同比增加 36%。5 月碳酸锂排产预测值 75500 吨，较 4 月小增，短期供应压力虽边际缓和但仍维持相对高位。截至 5 月 15 日，SMM 碳酸锂周度产量 16630 吨，周环比减少 1719 吨。虽有部分上游在 4 月和 5 月检修减停产，但上游陆续复产后供应整体增加较多，叠加海外矿到港增加，供应压力仍然明确，上周的产量数据高位基本持稳。

【需求】需求整体表现一般，下游仍有一定刚需采买，材料排产数据季节性改善，但除去季节效应后需求表现相对平淡，缺乏进一步驱动，5 月后进入需求淡季压力或将增加，持续关注边际变化。根据 SMM，3 月碳酸锂需求量 86951 吨，较上月增加 11354 吨，环比增 15.02%；4 月需求量预计 88623 吨。3 月碳酸锂月度出口量 220.03 吨，较上月减少 197.1 吨。

【库存】根据 SMM，截至 5 月 15 日，样本周度库存总计 131920 吨，冶炼厂库存 56522 吨，下游库存 41428 吨，其他环节库存 33970 吨。SMM 样 4 月总库存为 96202 吨，其中样本冶炼厂库存为 51033 吨，样本下游库存为 45169 吨。上周全环节库存小增，上游冶炼厂累库，下游库存有所减量，其他环节贸易商库存近期稳中小幅减量。

【逻辑】昨日碳酸锂期货盘面维持偏弱运行，日内触及 6 万附近，截至收盘主力 LC2507 下跌 0.88% 至 60860。近期基本面增量信息不多，市场心态普遍悲观盘面空头资金占优，日内仍有增仓。基本面来看最近矿端港口库存累积量增加，零采价格也逐步松动。虽有部分上游在 4 月和 5 月检修减停产，但上游陆续复产后供应整体增加较多，叠加海外矿到港增加，供应压力仍然明确，周度产量数据高位企稳。需求整体相对平淡，前期旺季表现不及预期，动力订单尚可，关税政策影响下储能出口订单数量面临回落风险，5-6 月份通常需求淡季，后续需求压力或更大。上周全环节库存小增，上游冶炼厂累库，下游库存有所减量，其他环节贸易商库存近期稳中小幅减量，库存整体仍偏高对盘面施压。总体来看，基本面供需矛盾明确，原料矿端逐渐松动以及一体化成本降低下方支撑弱化，目前空头资金占优持续突破，空头或进一步向 6 万附近先试探，在上游出现实质性减停之前底部信号比较难明确。预计短期盘面维持偏弱运行，但也须注意在估值持续下移以及基本面新增利空不多的情况下，盘面若继续下跌至 6 万以后可能对部分企业利润有影响，也将加剧资金博弈，因此也不宜过分看空下方空间，主力参考 5.8-6.2 万区间。

【操作建议】主力参考 5.8-6.2 万运行

【短期观点】短期预计偏弱运行

[黑色金属]

◆钢材：工业材表需和库存转差，关注表需回落幅度

【现货】

现货暂稳。华东螺纹指导价维稳至 3190 元每吨，实际成交价维稳至 3060 元每吨。10 月合约期货贴水现货 2 元，华东热卷维稳至 3290 元每吨，主力合约贴水现货 88 元每吨。

【供给】

铁元素产量高位有回落迹象。日均铁水-0.87 万吨至 244.7 万吨；废钢日耗维稳至 54.5 万吨。本期五

大材产量-5.8 万吨至 868.4 万吨；螺纹钢产量+3 万吨至 226.5 万吨；热卷产量-8.4 万吨至 312 万吨。高频产量数据：1-4 月铁元素产量累计同比增长 1150 万吨，日均增长近 10 万吨。最大增幅在 4 月，单月同比增长 700 万吨。考虑去年 5-6 月高基数，预计上半年铁元素产量同比增长 1600 万吨。分品种材看，4 月五大材周产量 875 万吨，低于周均表需 926 万吨。其中螺纹钢 4 月周均产量 230 万吨，低于表需 250 万吨。热卷周均表需 317 万吨，低于表需 324 万吨。

【需求】

本期表需向上修复，因五一假期因素，前期基数较低，本期表需环比上升。五大材表需+68.7 万吨至 913.8 万吨。螺纹钢表需+46 万吨至 260.3 万吨；热卷表需+20 万吨至 329.5 万吨。1-4 月钢材出口 3789 万吨，同比增长 287 万吨，日均增长 2.4 万吨；1-3 月钢坯出口 256 万吨，同比增长 190 万吨，日均增长 1.6 万吨。钢材+钢坯出口日均增加 4 万吨。钢材直接出口尚维持高位，主要关注制造业出口订单下滑导致钢材下滑幅度。

【库存】

本期钢材库存维持去库走势。五大材环比-45 万吨至 1430.7 万吨；其中螺纹-33.8 万吨至 620 万吨；热卷-17.55 万吨至 347.6 万吨。

【成本和利润】

焦炭调降，钢价低位上涨，利润有所走扩。高炉钢厂螺纹钢维持 50 元每吨利润，热卷维持 100 元每吨利润。电炉钢厂谷电成本 3166 元，螺纹电炉钢厂谷电处于亏损状态。

【观点】

钢银数据显示，钢材维持较好去库，但分结构看，冷轧涂镀库存累库。跟钢联口径库存走势特征一直，螺纹和热卷维持较好去库，但跟制造业需求相关性更高的冷轧涂镀库存累库。临近淡季，更多关注工业材的表需回落幅度。成本端，碳元素持续下跌，拖累钢价表现。供应端，周二 SMM 数据显示本周钢厂检修增多，预计铁水和螺纹、热卷产量有所回落。低产量支撑产量高位运行，预计短期减产幅度不大。产业端呈现高产量+低库存+成本支撑弱+需求预期修复的结构。从需求节奏看即将面临季节性淡季+制造业需求（出口）走弱可能性。技术面价格弱反弹面临 40 均线压制，盘面走势偏弱。但目前需求回落幅度不大，出口维持高位消化产量，预计价格低位震荡走势，关注前低是否有支撑。螺纹钢和热卷分别关注 3000 和 3150 元支撑。操作上，暂观望为主。

◆铁矿石：铁水高位回落，港口小幅下滑

【现货】

主流矿粉现货价格：日照港 PB 粉+6 至 768 元/吨，巴混粉+6 至 788 元/吨。

【期货】

截止昨日收盘，铁矿主力合约+0.28% (+2.5)，收于 725 元/吨。

【基差】

最优交割品为巴混。PB 粉和巴混粉仓单成本分别为 791 元和 786 元。09 合约 PB 粉基差 68 元/吨。

【需求】

日均铁水产量 244.77 万吨，环比-0.87 万吨；高炉开工率 84.15%，环比-0.47%；高炉炼铁产能利用率 91.76%，环比-0.33 个百分点；钢厂盈利率 59.31%，环比+0.45 个百分点。

【供给】

本周全球发运环比小幅回升。全球发运+318.8 万吨至 3347.8 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2706.1 万吨，环比增加 283.6 万吨。澳洲发运量 1827.8 万吨，环比增加 30.5 万其中澳洲发往中国的量 1579.0 万吨，环比减少 14.9 万吨。巴西发运量 878.3 万吨，环比增加 253.1 万吨。45 港口到港量 2271.3 万吨，环比减少 83.3 万吨。

【库存】

截至 5 月 15 日，45 港库存 14166.09 万吨，环比-72.62 万吨；周内钢厂检修数量大于复产，日均疏港量维持高位，叠加到港量环比下滑，港口库存小幅下降。钢厂进口矿库存环比+2.18 至 8961.16 万吨，本周日耗小幅下降，钢厂库存环比基本持平。

【观点】

昨日铁矿 09 合约震荡运行。基本面来看，本周铁矿石全球发运量大幅增长，国内到港量环比下行，后续澳洲部分矿山将进入财年冲量，铁矿石供应仍有增长预期。Smm 预估本周钢厂检修量环比继续增长，铁水产量或小幅下滑，但整体仍有望维持高位。成材数据来看，韧性仍存，热卷及螺纹表需反弹回升，整体延续去库格局，冷轧压力依旧偏大，短期成材低库存及需求韧性维持，矛盾有限。库存方面，铁水产量维持高位下铁矿小幅去库，钢厂库存维持低位。展望后市，成材终端需求决定铁水高位持续性，边际变化在于出口及基建，目前钢坯出口超预期，smm 钢材高频出港数据维持高位。现实层面，高铁水产量下铁矿库存微降，但 5-6 月海外矿山发运冲量，到港高峰尚未来到，后续铁矿供需压力将增强；另外宏观预期的好转或带来情绪修复，预计铁矿短期震荡运行为主。

◆**焦炭**：主流钢厂开启新一轮焦炭价格提降并落地，焦煤弱势，焦炭价格再次进入降价阶段。

【期现】

焦炭期货延续震荡下跌走势，截至 5 月 20 日收盘，焦炭主力 2509 合约下跌 24.5 (-1.71%) 至 1407.5，焦炭远月 2601 合约下跌 22 (-1.51) 至 1437.5，9-1 价差走弱至-30。焦炭现货首轮提涨落地后，钢厂再次提降焦炭价格，并于 5 月 16 日落地。汾渭吕梁准一级冶金焦出厂价格报 1160 元/吨，环比持平，对应厂库仓单 1435 元/吨，基差+27.5；日照准一级冶金焦贸易价格报 1300 元/吨，环比持平，对应港口仓单 1438/吨（对标），基差+30.5。

【利润】

截至 5 月 15 日，全国平均吨焦盈利 7 元/吨；山西准一级焦平均盈利 28 元/吨，山东准一级焦平均盈利 62 元/吨，内蒙二级焦平均盈利-46 元/吨，河北准一级焦平均盈利 64 元/吨。

【供给】

截至 5 月 15 日，全样本独立焦化厂焦炭日均产量 67.1 万吨/日，周环比+0.2，247 家钢厂焦炭日均产量 47.3 万吨/日，周环比持平，总产量为 114.4 万吨/日，周环比+0.2。

【需求】

截至 5 月 15 日，247 家钢厂日均铁水 244.77 万吨/日，周环比-0.87 万吨/日，折算焦炭需求 116.万吨/日，日均供需差环比-0.41 万吨/日。周焦炭需求小幅下降，表需高位回落。

【库存】

截至 5 月 15 日，焦炭总库存 1039.5 万吨，周环比-9.7，其中，全样本独立焦企焦炭库存 94.3 万吨，周环比-0.1，247 家钢厂焦炭库存 663.8 万吨，周环比-7.2，港口库存 281.4 万吨，周环比-2.3。

【观点】

现货端，焦炭提涨仅一轮落地后，13 日主流钢厂提降新一轮焦炭价格，已于 16 日落地，市场偏弱运行。供应端，由于下游铁水高位，焦企订单较好，开工持续提升，焦煤让利使焦化利润也有所修复；需求端，五月铁水继续保持 244 万吨/日以上，本周小幅下降，有见顶回落迹象。库存端，焦化厂库库存持续走低，港口库存小幅回落，钢厂库存走低，由于市场普遍对于后市谨慎，下游补库需求难有较大增量。策略方面，考虑钢厂提降焦炭价格，盘面走提降预期，基本面仍然偏空，产业方面部分钢厂已经公布后期限产计划，成材基本面好于煤焦，建议单边择机逢高做空焦炭 2509 合约，套利多热卷空焦炭（等货值）策略继续持有，关注焦炭价格阶段性见底信号。

◆**焦煤**：市场竞拍再次走弱，煤矿开工略增，但库存高位仍有下跌可能，煤价可能进入赶底阶段。

【期现】

截至 5 月 20 日收盘，焦煤期货延续震荡下跌走势，焦煤主力 2509 合约下跌 12.5 (-1.47%) 至 838.5，焦煤远月 2601 合约下跌 12.5 (-1.45%) 至 851，9-1 价差走弱至-13。焦煤期货盘面仍有较大套保压力，多头主力接货意愿不大，现货端市场预期仍然偏空，国内焦煤现货市场竞拍再次走弱。S1.3 G75 山西主焦煤（介休）仓单 1030 元/吨，环比持平，基差 191 元/吨；S1.3 G75 主焦煤（蒙 5）沙河驿仓单 955 元/吨（对

标), 环比-11, 蒙 5 仓单基差 116 元/吨; S1.3 G75 蒙 3 仓单 978 元, 环比-10, 蒙 3 仓单基差 139.5 元/吨。山西竞拍继续回落, 补库需求放缓, 蒙煤库存仍处高位, 近期有所去库。

【供给】

截至 5 月 15 日, 汾渭统计样本煤矿 88 家样本煤矿产能利用率 88.69%, 环比+0.27%, 原煤产量 895.81 万吨, 周环比+2.76 万吨, 原煤库存 307.08 万吨, 周环比+16.60 万吨, 精煤产量 459.21 万吨, 周环比+1.93 万吨, 精煤库存 230.29 万吨, 周环比+19.38 万吨。

截至 5 月 14 日, 钢联统计 523 矿样本煤矿产能利用率 89.3%, 周环比-0.7%, 原煤日产 200.6 万吨, 周环比-1.5 万吨, 原煤库存 606.8 万吨, 周环比+27.0 万吨, 精煤日产 81.7 万吨, 周环比+1.1 万吨, 精煤库存 410.5 万吨, 周环比+20.0 万吨。

【需求】

截至 5 月 15 日, 全样本独立焦化厂焦炭日均产量 67.1 万吨/日, 周环比+0.2, 247 家钢厂焦炭日均产量 47.3 万吨/日, 周环比持平, 总产量为 114.4 万吨/日, 周环比+0.2。

截至 5 月 15 日, 247 家钢厂日均铁水 244.77 万吨/日, 周环比-0.87 万吨/日, 折算焦炭需求 116.万吨/日, 日均供需差环比-0.41 万吨/日。周焦炭需求小幅下降, 表需高位回落。

【库存】

截至 5 月 15 日, 焦煤总库存(矿山+洗煤厂+焦化厂+钢厂+16 港+口岸)周环比+36.6 至 3547.5 万吨。其中, 523 家矿山库存环比+36.1 至 724.8 万吨, 110 家洗煤厂环比-1.2 至 107.2 万吨, 全样本焦化厂环比-31.6 至 884.9 万吨, 247 家钢厂环比+4.0 至 791.2 万吨; 沿海 16 港库存环比-2.7 至 699.8 万吨; 甘其毛都口岸库存+32.1 至 339.5 万吨。

【观点】

现货端, 焦煤继续小幅下跌, 期货盘面由于市场预期较悲观, 领先现货下跌出现深贴水结构, 盘面有较大套保压力, 多头主力挺价意愿不强, 仍处偏弱格局。市场竞拍再次遇冷, 各煤种成交价格向下小幅调整, 供需宽松格局仍然短期难以扭转。供应端, 国内煤方面, 煤矿继续复产, 产量处于偏高水平; 进口煤方面, 蒙通关量低位回升, 海运煤进口利润继续倒挂, 价格稳中有降。需求端, 焦化开工继续小幅提升, 下游高炉铁水产量有见顶回落迹象, 下游用户补库仍然以按需采购为主, 五月铁水继续保持 244 万吨/日以上, 随着钢材金三银四旺季接近尾声, 需求端或承压回落。库存端, 煤矿库存高位继续累库, 有降价出货压力, 口岸再次累库, 下游库存偏低水平。策略方面, 考虑到煤炭价格仍处于下跌趋势, 成材基本面好于煤焦, 建议单边择机逢高做空焦煤 2509 合约, 套利多热卷空焦煤(等货值)策略继续持有, 关注煤炭价格阶段性见底的信号。

◆硅铁: 减产范围仍将扩大, 供需边际改善

【现货】

主产区价格变动: 内蒙 5400 (-) 元/吨; 宁夏 5350 (-50) 元/吨; 青海 5450 (-) 元/吨。

【期货】

5 月 20 日, 硅铁 07 合约对-0.14% (-8), 收于 5638 元/吨。

【成本及利润】

兰炭市场整体持稳, 开工率维持低位, 府谷地区兰炭价格维持 605-720 元/吨左右。全国 135 家兰炭企业产能利用率 39.81%, 环比增 2.52 个百分点; 日均产量 14.89 万吨, 环比增 0.94 万吨; 兰炭库存 41.19 万吨, 环比减 0.96 万吨; 原料煤库存 115.87 万吨, 环比增 5.97 万吨。

内蒙即期生产成本 5518 (-3) 元/吨, 青海即期生产成本 5708 (-3) 元/吨, 宁夏即期生产成本 5469 (+3) 元/吨。内蒙即期利润-118 (-3) 元/吨, 宁夏即期利润-119 (-50) 元/吨。

【供给】

本周 Mysteel 统计全国 136 家独立硅铁企业样本开工率全国 31.22%, 较上期降 1.31%; 日均产量 13365 吨, 较上期降 1335 吨。周供应 9.35 万吨。

【需求】

五大钢种硅铁周度需求 20336.3 吨, 环比上周降 2.00%。五大材总产量 868.35 万吨, 环比-5.82 万吨;

总库存 1430.66 万吨，环比-45.41 万吨，其中社会库存 993.67 万吨，环比-39.37 万吨，厂内库存 436.99 万吨，环比-6.04 万吨；表需 913.76 万吨，环比+68.56 万吨。

金属镁平稳运行，市场观望情绪渐起。99.90%镁锭陕西主流出厂现金含税 17400-17500 元/吨左右，主流成交价格维持在 17300-17400 元/吨，其他区域跟随小幅调整，山西闻喜镁锭主流出厂现金含税 17400-17500 元/吨。

【观点】

昨日硅铁期货主力合约震荡运行。近期环保检查将进驻内蒙，内蒙大厂或将停炉，预计日产减少 800 吨。另外，本周新增宁夏主产区大厂日产累计减产 1400 吨左右。基本面来看，硅铁日产环比回落，经过前期减产供应压力继续缓解，厂库延续降库，但整体库存仍处于中高水平。需求端，铁水产量维持高位，钢厂利润修复，成材表需韧性仍存，低库存格局维持，关注后续出口边际变化。非钢需求方面，金属镁受原料影响价格维持强劲，但下游需求承接力度有限，采购谨慎，海外订单不佳，询盘较少。成本端，兰炭价格持稳，低库存叠加供应缩减，供需矛盾有限。电价方面，5 月宁夏不再是电力现货市场结算，电价或有回升可能，短期电价扰动告一段落。展望后市，硅铁供需矛盾已有明显缓解，且供需差持续扩大，短期暂难发生供需错配行情，预计价格震荡运行。

◆锰硅：South32 澳洲矿山恢复销售

【现货】

现货方面，主产区价格变动：6517 锰硅内蒙 5600 (-) 元/吨；广西 5650 (-30) 元/吨；宁夏 5680 (-) 元/吨；贵州 5600 (-30) 元/吨。

【期货】

5 月 20 日，锰硅 09 合约对昨收-0.41% (-24)，收于 5778 元/吨。

【成本】

内蒙成本 5778 (-) 元/吨，广西生产成本 6309 (-38) 元/吨，内蒙生产利润-178 (-48) 元/吨。

【锰矿】

5 月 19 日，South32 发布了一份关于其 Groote Eylandt 采矿公司私人有限公司 (GEMCO) 恢复澳大利亚锰矿石出口销售的声明。根据新闻稿，他们已经恢复了澳大利亚锰矿石的出口销售，第一批货物正在装载中，预计将在未来几天离开 GEMCO 新重建的码头，出口销售额预计将在 2025 年 6 月增加，但在 2026 财年恢复正常。

港口锰矿震荡运行，下游厂家减产增多且采购谨慎。天津港半碳酸 34 元/吨度左右，加蓬 37.5 元/吨度左右，澳块 41.5-42 元/吨度。钦州港半碳酸 33.5-34 元/吨度左右，澳籽 37-37.5 元/吨度，加蓬块价格 39-40 元/吨度。

本期南非锰矿全球发运总量 58.21 万吨，较上周环比上升 64.41%；澳大利亚锰矿发运总量 8.52 万吨，较上周环比上升 82.28%；加蓬锰矿发运总 18.33 万吨，较上周环比上升 78.99%。到港量方面，中国到货来自南非锰矿 34.74 万吨，较上周环比下降 8%；澳大利亚锰矿 0 万吨，较上周环比下降 100%；加蓬锰矿 16.28 万吨，较上周环比上升 442.67%。截至 5 月 15 日，全球主要国家发往中国锰矿的海漂量为 128.85 万吨，南非到中国的海漂量为 53.63 万吨；澳大利亚到中国的海漂量为 8.52 万吨；加蓬到中国的海漂量为 9.08 万吨。

库存方面，截至 5 月 16 日，中国主要港口锰矿库存 418 万吨，环比+23.2 万吨；其中天津港 321.9 万吨，环比+11 万吨，钦州港 95.6 吨，环比+12.2 万吨。

【供给】

Mysteel 统计全国 187 家独立硅锰企业样本开工率 33.6%，较上周减 3.93%；日均产量 23250 吨，减 1325 吨。周度产量 162750 吨，环比上周减 5.39%。

【需求】

五大钢种硅锰周需求 125632 吨，环比上周减 0.18%。日均铁水产量 244.77 万吨，环比-0.87 万吨；高炉开工率 84.15%，环比-0.47%；高炉炼铁产能利用率 91.76%，环比-0.33 个百分点；钢厂盈利率 59.31%，环比+0.45 个百分点。

【观点】

昨日锰硅主力合约震荡运行。消息方面，South32 澳洲矿山恢复销售，预计 6 月开始正常发运，有望于 2026 财年恢复正常水平。基本面来看，锰硅维持减产，近期内蒙及重庆厂家减产范围扩大，产量加速下滑。目前受盘面价格持续下行影响，盘面套保利润逐步亏损，仓单及有效预报开始回落，以厂库累库来体现。需求端，铁水产量维持高位，钢厂利润修复，成材表需韧性仍存，低库存格局维持，关注后续出口边际变化。锰矿方面，本周全球锰矿发运有所回升，海漂库存集中于南非及加纳矿，未来锰矿到港量仍将维持高位。South32 澳洲矿山供应恢复将进一步增加全球锰矿供应量，锰矿价格仍将承压。受海外矿山下调远期报价的影响，港口贸易商进口利润倒挂，锰矿处于锰硅负反馈及潜在供应仍有释放空间的压力下。展望后市，短期锰硅价格延续震荡筑底，减产下锰硅供需差继续收窄，同时成本端锰矿供应压力依旧存在。宏观层面释放利好，但锰硅缺乏上涨基础，预计价格震荡运行为主。

[农产品]

◆粕类：美豆维持震荡行情，到港压力压制豆粕行情

【现货市场】

豆粕：5 月 20 日，国内豆粕现货市场价格涨跌互现，其中天津市场 2950 元/吨，跌 20 元/吨，山东市场 2860 元/吨，跌 10 元/吨，江苏市场 2850 元/吨，跌 10 元/吨，广东市场 2880 元/吨，涨 10 元/吨。成交方面，全国主要油厂豆粕成交 88.95 万吨，较前一交易日增 71.15 万吨，其中现货成交 7.64 万吨，较前一交易日增 2.81 万吨，远月基差成交 81.31 万吨，较前一交易日增 68.34 万吨。开机方面，今日全国动态全样本油厂开机率为 63.77%，较前一日上升 3.10%。

菜粕：5 月 20 日全国主要油厂菜粕成交 2100 吨。全国菜粕市场价格涨 0-20 元/吨，基差报价调整。全国菜粕市场价格涨 0-20 元/吨，基差报价调整。

【基本面消息】

从春播情况看，头号油菜籽产区萨斯喀彻温省过去一周降雨有限，促使农户加快播种步伐，截至 5 月 12 日已完成播种 29%(上周 10%，去年同期 17%);在曼尼托巴省，截至 5 月 13 日，春播工作完成 33%(去年同期 30%，五年均值 25%)，该省油菜籽播种刚刚开始;在阿尔伯塔省，截至 5 月 13 日，油菜籽播种 23.7%，去年同期 14.9%。加拿大统计局 3 月份预测今年加拿大油菜籽种植面积降低 1.7%，市场普遍关注春播进度及后续天气对产量前景的影响，天气不确定性对新作构成潜在支撑。

USDA 周度出口检验报告：截至 2025 年 5 月 15 日当周，美国大豆出口检验量为 217,842 吨，此前市场预估为 300,000-550,000 吨，前一周修正后为 439,545 吨，初值为 426,077 吨。当周，对中国大陆的大豆出口检验量为 0 吨。截至 2024 年 5 月 16 日当周，美国大豆出口检验量为 192,232 吨。

USDA 周度作物生长报告：截至 2025 年 5 月 18 日当周，美国大豆种植率为 66%，高于市场预期的 65%，此前一周为 48%，去年同期为 50%，五年均值为 53%。截至当周，美国大豆出苗率为 34%，上一周为 17%，上年同期为 25%，五年均值为 23%。

巴西植物油行业协会(ABIOVE)：将 2024/25 年度巴西大豆产量预期调高 10 万吨，达到创纪录的 1.697 亿吨。ABIOVE 预测 2025 年巴西大豆以及制成品出口收入将达到 544 亿美元，比 4 月份的预测高出 3%，也高于 2024 年的 539 亿美元。ABIOVE 将巴西大豆出口调低到 1.082 亿吨，低于 4 月份预测的 1.085 亿吨。

巴西对外贸易秘书处(Secex)：巴西 5 月前三周出口大豆 7,836,693.24 吨，日均出口量为 712,426.66 吨，较上年 5 月的日均出口量 639,843.92 吨增加 11.34%。

巴西国家商品供应公司(Conab)：截至 2025 年 5 月 17 日，巴西 2024/25 年度大豆收割率为 98.9%，之前一周为 98.5%，去年同期为 97.0%，五年均值为 98.5%。

【行情展望】

当前春播顺利推进，目前暂未出现天气炒作话题，美豆整体播种进度偏快。巴西供应压力仍在继续兑现，当前正值巴西大豆供应高峰，升贴水下跌。国内后期大豆到港充裕，并无明显利多支撑。目前油厂开机回升，后续周度压榨量将快速回升到 200 万吨以上，市场供应压力增加，而需求无明显提振，基差承压。

国内供应持续恢复预期，关注豆粕在 2900 附近表现。

◆ 生猪：关注大猪出栏表现，短期期现震荡偏弱

【现货情况】

现货价格震荡为主。昨日全国均价 14.5 元/公斤，较前一日下跌 0.01 元/公斤。其中河南均价为 14.72 元/公斤，较前一日下跌 0.07 元/吨；辽宁均价为 14.36 元/公斤，较前一日持平；四川均价为 14.27 元/公斤，较前一日持平；广东均价为 15.09 元/公斤，较前一日上涨 0.19 元/公斤。

【市场数据】

涌益监测数据显示，截止 5 月 15 日当周，

自繁自养模式母猪 50 头以下规模出栏肥猪利润为 179 元/头，较上周降低 19.46 元/头；5000-10000 头规模出栏利润为 169.92 元/头，较上周降低 19.46 元/头。外购仔猪育肥出栏利润为 118.04 元/头，较上周降低 14.26 元/头。

出栏均重 129.71 公斤，较上周持平，月环比增幅 0.89%，年同比增幅 3.52%。集团出栏均重 126.91 公斤，较上周增加 0.05 公斤，散户出栏均重 138.31 公斤，较上周增加 0.10 公斤；出栏权重方面，本周散户出栏权重 24.60%，较上周下降 0.50%。

【行情展望】

生猪现货价格稳定，供需关系变化不大。目前肥标差持续收窄，肥猪压力在持续增大，5 月集团供应增量不大，但体重预计稳定，不具备下调空间，二次育肥或有一波出栏需求。需求端依旧平淡，未有实际消费增量支撑，猪价预计依旧维持震荡格局。

09 合约目前重回 14000 以下，养殖利润仍在，但市场产能扩张谨慎，行情不存在大幅下挫基础，但上行驱动同样不强，关注近期大猪出栏表现。

◆ 玉米：现货价格稳固，玉米震荡回调

【现货价格】

5 月 20 日，东北三省及内蒙主流报价 2110-2280 元/吨，整体较昨日弱稳运行；华北黄淮主流报价 2330-2380 元/吨，整体较昨日持稳。港口价格方面，鲅鱼圈（容重 680-730/15%水）收购价 2260-2280 元/吨，较昨日下跌 20 元/吨；锦州港（15%水/容重 680-720）收购价 2260-2280 元/吨，较昨日下跌 20 元/吨；蛇口港散粮玉米成交价 2380 元/吨，较昨日稳定。一等玉米装箱进港 2320-2340 元/吨，二等玉米平仓价 2300-2320 元/吨，均价较昨日下跌 10 元/吨。

【基本面消息】

中国粮油商务网监测数据显示，截止到 2025 年第 20 周末，广州港口谷物库存量为 208.90 万吨，较上周的 217.70 万吨减少 8.8 万吨，环比下降 4.04%，较去年同期的 253.60 万吨减少 44.7 万吨，同比下降 17.63%。其中：玉米库存量为 126.10 万吨，较上周的 138.20 万吨减少 12.1 万吨，环比下降 8.76%，较去年同期的 105.20 万吨增加 20.9 万吨，同比增加 19.87%；高粱库存量为 32.90 万吨，较上周的 22.30 万吨增加 10.6 万吨，环比增加 47.53%，较去年同期的 50.50 万吨减少 17.6 万吨，同比下降 34.85%；大麦库存量为 49.90 万吨，较上周的 57.20 万吨减少 7.3 万吨，环比下降 12.76%，较去年同期的 97.90 万吨减少 48.0 万吨，同比下降 49.03%。

【行情展望】

基层余粮基本售尽，粮权转移至贸易商，随着期货价格回调，市场情绪减弱，持粮主体出货积极性增加叠加华北麦收腾库需要，整体供应尚可，价格稳固运行，但受限于粮源有限，继续下调幅度也受限。下游深加工持续亏损补库积极性一般，养殖端随买随用刚性消费为主，玉米价差走缩及小麦上市替代预期，对玉米有所承压。中长期来看，玉米供应收紧叠加进口及替代大幅减弱，养殖需求增加，将支撑玉米上行。

短期市场购销清淡，玉米震荡运行，中长期偏强态势不变，逢低做多。关注市场情绪变化、小麦替代及政策端情况。

◆ 白糖：原糖价格震荡走弱，国内价格跟随走弱

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎

【行情分析】

中南部地区 4 月下半月糖产量同比下降 53.8%，至 856,160 吨，此期间的降雨影响了甘蔗加工速度。但尽管收获初期缓慢，但不改 25/26 榨季巴西丰产前景，预计短期原糖在 17-20 美分/磅区间宽幅震荡。全国共生产食糖 1110.72 万吨，同比增加 115.33 万吨，供应宽松预期得以验证，销售表现强劲，4 月销糖进度维持偏快，另外，考虑到原糖还未大量进入国内市场，仍会继续支撑糖价。市场关注焦点在未来进口节奏，国内供需整体趋松，糖价上方空间仍有限，预计糖价维持震荡偏弱。参考区间 5750-5900。

【基本面消息】

国际方面：

UNICA：4 月上半月巴西中南部地区压榨甘蔗 1659.8 万吨，同比增加 2.99%；产糖 73.1 万吨，同比增加 1.25%；乙醇产量同比增加 11.54%，至 9.18 亿升。糖厂使用 44.77% 的甘蔗比例产糖，上榨季同期为 44.08%。不过，甘蔗 ATR 同比下降 3.19%，仅为 103.22 千克/吨。

根据印度全国合作糖厂联合会(NFCSF)发布的数据，2024/25 榨季截至 2025 年 4 月 30 日，全国还剩 19 家糖厂正在进行食糖生产工作，较去年同期的 23 家同比减少 4 家；入榨甘蔗 27585.7 万吨，较去年同期的 31151.2 万吨减少 3565.5 万吨，降幅 11.44%；产糖 2569.5 万吨，较去年同期的 3146.5 万吨减少 577 万吨，降幅 18.33%。

国内方面：

海关总署公布的数据显示，2025 年 4 月份我国进口食糖 13 万吨，同比增加 8 万吨。2025 年 1-4 月我国累计进口食糖 28 万吨，同比减少 97 万吨。

【操作建议】维持反弹偏空思路

【评级】震荡

◆ 棉花：美棉底部震荡磨底，国内需求无明显增量

【行情分析】

宏观边际好转，不过相对 3 月底而言，美国仍对中国多征加 10% 的对等关税，仍有较多棉纺织品、棉质服装的累计关税高达 50% 甚至 60% 以上，税率明显高于 2024 年底，若非该部分关税大部分由美方承担，则对国内出口型企业仍相对不利。产业方面目前传导仍不明显，且部分好转为投机性好转，仍需关注后期棉纱、坯布情况。综上，短期国内棉价上涨后或区间震荡，继续上涨需下游进一步的好转。参考区间 13200-13700。

【基本面消息】

USDA：截止 5 月 11 日，美棉 15 个棉花主要种植州棉花种植率为 28%，较去年同期慢 4%；近五年同期平均水平在 31%，较近五年同期平均水平慢 3 个百分点。美棉种植进度同比偏慢，德州种植进度同比持平。

USDA：截止 5 月 8 日当周，2024/25 美陆地棉周度签约 2.77 万吨，周增 86%，较前四周平均水平增 2%；其中越南签约 2.17 万吨，孟加拉签约 0.59 万吨；2025/26 年度美陆地棉周度签约 0.78 万吨，其中洪都拉斯 0.58 万吨；2024/25 美陆地棉周度装运 7.47 万吨，周降 17%，较前四周平均水平降 5%，其中越南装运 2.74 万吨，巴基斯坦装运 1.5 万吨，土耳其 1.18 万吨。

国内方面：

截至 5 月 20 日，郑棉注册仓单 11501 张，较上一交易日减少 54 张；有效预报 311 张，仓单及预报总量 11812 张，折合棉花 47.25 万吨。

05 月 20 日，全国 3128 皮棉到厂均价 14621 元/吨，平；全国 32s 纯棉纱环锭纺价格 20951 元/吨，平；纺纱利润为 -1132.1 元/吨，平；原料棉花价格稳定，纺企纺纱即期利润无变化。

◆ 鸡蛋：蛋价底部震荡，关注后市库存需求情况

【现货市场】

5 月 20 日，全国鸡蛋价格有稳有跌，主产区鸡蛋均价为 3.10 元/斤，较昨日价格下跌 0.03 元/斤。货源供应稳定，贸易商采购积极性一般，走货平平。

【供应方面】

鸡蛋供应量继续增加，部分市场小鸡蛋供应压力增大，供应端对蛋价存利空影响。

【需求方面】

目前多数主销区鸡蛋销量有限，后期受端午节需求拉动，部分市场有增加可能。

【价格展望】

全国鸡蛋供应量较充足，对蛋价有一定利空影响，需求量或先少后多，是影响蛋价波动的主因。本周全国鸡蛋价格或先跌后涨，调价幅度较小。

◆ 油脂：马来下调出口关税，利多盘面上行

连豆油小幅上涨，盘面在日线中轨 7770 元受到支撑，且 BMD 棕油上涨（令吉疲软），提振国内油脂市场，不过，CBOT 豆类电子盘近几日窄幅震荡，抑制了连豆油的涨幅。主力 9 月合约报收在 7820 元，较昨日收盘价上涨 44 元。现货多小幅上涨，基差报价稳中下跌。江苏张家港地区贸易商一级豆油现货价 8170 元/吨，较昨日上涨 30 元/吨，江苏地区工厂豆油 5 月现货基差最低报 2509+350。广东广州港地区 24 度棕榈油现货价格 8910 元/吨，较前一日上涨 110 元/吨，广东地区工厂 5 月基差最低报 2509+650。

【基本面消息】

独立检验机构 AmSpec 公布数据显示，马来西亚 5 月 1-20 日棕榈油出口量为 720422 吨，较 4 月 1-20 日出口的 709397 吨增加 1.6%。

马来西亚南部棕果厂商公会（SPPOMA）数据显示，5 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量环比增加 8.5%，其中鲜果串（FFB）单产环比增加 6.34%，出油率（OER）环比下降 0.41%。

海关公布的数据显示，2025 年 4 月棕榈油进口总量为 22.37 万吨，较上年同期的 21.88 万吨增加了 0.49 万吨。1-4 月棕榈油累计进口总量为 77.34 万吨，较上年同期累计进口总量的 97.47 万吨，减少 20.12 万吨，减少了 20.65%。

监测数据显示，截止到 2025 年第 20 周末，国内三大食用油库存总量为 196.96 万吨，周度增加 5.16 万吨，环比增加 2.69%，同比增加 8.73%。

监测数据显示 5 月 20 日，马来西亚 24 度报 985 涨 12.5 美元，理论进口成本在 8780-8866 元之间，进口成本上涨了 178 元。和当日现货对比来看，进口亏损幅度扩大了 70 元。其中天津进口亏损 10 元，而广州亏损 154 元。

【行情展望】

棕榈油方面，马来西亚 BMD 毛棕榈油期货维持震荡反弹上涨走势，主要是受 SPPOMA 公布的前 15 日产量增幅放缓和马来西亚下调出口关税的利多支撑所致。短线仍有进一步向上震荡上涨并寻求突破 4000 令吉大关。国内方面，大连棕榈油期货市场受马棕走势提振而大幅上涨，短线向上突破了年线阻力后仍有进一步惯性冲高的机会，预期会向上寻求突破 8200 元的前期高点位置。豆油方面，近之前生物柴油政策的影响已经被市场消化完毕，美国生物柴油政策方面的消息短期内不会出现，CBOT 豆油容易受到其他因素的影响。国际豆油价格优势不高，不利美国豆油出口，CBOT 大豆窄幅震荡，影响 CBOT 豆油走势。国内方面，因海关缩减了大豆检验时间，巴西大豆通关时间缩短，5、6 月大豆进口量在 1000 吨左右，因此工厂开机率将会继续上升，不排除升至 60% 的可能。端午假期将至，市场备货很快结束，之后市场需求将继续转淡，工厂豆油库存将快速增加。现货基本面后期利空可能性大，基差报价有望展开震荡下跌的走势。

◆ 花生：市场价格震荡平稳运行

【现货市场】

国内花生市场报价震荡偏强，部分地区基层余货见底，市场炒作氛围的影响，持货商持货待涨心理增强。目前河南皇路店白沙通货米报价 4.20-4.25 元/斤，山东临沂莒南海花通货米报价 3.90-4.00 元/斤左右。辽宁昌图 308 通货米报价 4.00-4.10 元/斤；兴城花育 23 通货米报价 4.18-4.22 元/斤，吉林产区 308 通货米收购价 4.05-4.15 元/斤。

国内一级普通花生油报价 15000 元/吨，实际成交可议价；小榨浓香型花生油市场主流报价为 16900 元/吨左右。

目前来看，国内花生市场价格稳中偏强运行，需求方被动接受高价货源，供应阶段性收紧，助推产地炒作氛围升温。预计花生价格或维持震荡偏强格局。

◆ 红枣：现货价格变动不大，红枣低位震荡

【现货市场】

新疆灰枣主产区枣树生长正常，枣农积极进行田园管理摸芽、浇水等工作，主产区枣树已进入初花期，为避免后期高温干旱对坐果的影响，多数枣农在摸芽过程中适当保存新枝条，关注产区生长情况及天气变化。

5月20日，河北崔尔庄市场停车区到货10车，到货多为成品等外少量，市场好货偏紧小级别价格小幅上调0.10-0.20元/公斤，陷入有价无市状态，端午备货尾声成交下滑。广东如意坊市场到货4车，市场价格暂稳运行，参考特级10.50-11.00元/公斤，一级8.50-9.00元/公斤，二级7.50-8.00元/公斤，客商按需采购早市成交1车。

【行情展望】

销区市场货源供应持续，端午备货处于尾声，预计短期内现货价格暂稳运行。端午支撑减弱，红枣供应压力仍存，盘面低位震荡。

◆ 苹果：受农忙影响，交易量不大

【现货市场】

栖霞产区冷库中交易相对一般，部分补货客商少量采购果农货源，包装现象不多，价格趋于稳定。库存纸袋晚富士80#价格在3.80-4.00元/斤（片红，一二级）；纸袋晚富士80#以上价格3.00-3.50元/斤（片红，统货），纸袋晚富士80#以上三级价格2.50-2.80元/斤，库存条纹80#一二级价格4.10-4.50元/斤。沂源产区冷库走货相对一般，果农以及存货商卖货积极性尚可，行情平稳，买卖议价成交。纸袋75#起步晚富士果农库存统货价格2.40-2.80元/斤，纸袋75#起步晚富士客商统货价格3.00-3.50元/斤。

洛川产区冷库交易略显清淡，农忙影响人工价格上涨，包装现象不多，基本以发前期包好的货源为主，价格趋稳。渭南产区冷库中客商余货较少，存货商观望，少量出货交易，行情稳硬。当前晚富士75#起步统货价格在4.00元/斤左右。

【行情展望】

受农忙影响，产区人工成本增加，冷库包装发货现象不多，基本以客商少量发前期包装好的货源为主。部分补货客商在山东产区挑拣合适果农货源，产地卖货心态稍有松动，买卖议价成交，行情变动不大。

[能源化工]

◆ 原油：宏观和地缘风险扰动市场情绪，后市需关注6月OPEC+产量政策情况

【行情回顾】

截至5月21日，。

【重要资讯】

伊朗最高领袖哈梅内伊在电视讲话中明确表示，不认为近期与美国的间接谈判会取得成果，并批评美方在对话中提出不切实际的要求。他援引前总统莱希任内类似谈判的失败先例，指出美方一方面寻求接触，另一方面仍坚持禁止伊朗进行铀浓缩的立场“荒谬至极”。

亚洲炼油利润率近期显著回升，主要受区域性炼厂关闭潮导致的供应收缩推动，但原油价格年内颓势未改。中国4月汽油产量同比下滑8.6%至1216万吨，柴油产量下降9.2%至1560万吨，反映国内炼厂在低利润环境下调整产出结构。轻质馏分油市场，石脑油贴水扩大至每桶-1.64美元，汽油裂解价差微降至9.25美元，现货招标活动保持活跃。

截至5月16日当周，国内成品油收率达到55.16%，自上期历史低点反弹。预计5月底国内成品油收率有望提升至56.6%，汽油收率、柴油收率或将较当前水平提升0.55-0.85个百分点不等。6月份国内一

次装置检修损失量或将环比下降 29%，夏季汽油车出行油耗增加提振消费量，柴油电商年中大促将提振运输领域需求，消费提升反向传导至生产端，成品油收率或存在进一步回升趋势。

据俄罗斯卫星社 5 月 19 日报道，俄罗斯副总理诺瓦克对媒体表示，中方提出将俄罗斯对华石油年供应量增加 250 万吨，俄方愿意予以保障。为此，俄罗斯石油管道运输公司需要制订出通过哈萨克斯坦扩大出口的技术方案清单。报道称，根据俄罗斯政府 5 月初发布的政令，面向中国西部炼油厂的石油供应上限可从 1000 万吨提升至 1250 万吨，供应期限最长延至 2034 年。

【主要逻辑】

油价波动不大，整体区间震荡走势，没有强驱动引导。目前市场主要逻辑还围绕着伊核协议谈判以及美俄在俄乌问题谈判的进展展开。目前基本上陷入停滞，哈梅内伊指责美方谈判立场不切实际，强调德黑兰不会在核计划关键问题上妥协，此番表态削弱了市场对伊朗原油重返国际市场的预期。美俄元首对话后，没有最新的成果体现，倾向于分歧较大。此外，基本面来看，临近 OPEC7 月产量决策会议，后续市场仍会验证 OPEC 实际落地产量，短期产量政策对油价负反馈难以逆转。从利润来看，近期亚洲炼油利润显著回升，主要受区域性炼厂关闭潮导致的供应收缩推动，一定程度上给与油价支撑。预计在 OPEC 宽松政策格局下，短期地缘风险、宏观和基本面多空僵持，油价区间震荡趋势延续。

【展望】

单边建议波段思路为主。WTI 波动区间给到 [59, 69]，布伦特 [61, 71]，SC [450, 510]；期权端可在区间震荡期间捕捉波动放大机会，建议做多波动率为主，仅供参考。

风险提示：OPEC 政策突然转向，美国继续对伊朗俄罗斯施加制裁，美联储超预期降息等。

◆尿素：市场需求活跃度不高，短期盘面仍偏震荡整理

【现货价格更新】

国内尿素小颗粒现货价格，河南市场主流价 1910(-10)，基差 63(20)；山东市场主流价 1900(-30)，基差 53(0)；山西市场主流价 1770(-50)，基差 -77(-20)；河北市场主流价 1900(-30)，基差 53(0)；江苏市场主流价 1930(-10)，基差 83(20)；

【本周市场主要动态】

综合安云思和隆众的统计：1. 从供应端来看，主产区企业装置运行整体稳定，山东、河北等地工厂日产规模维持在较高水平，仅有个别装置处于检修状态，短期供应压力未现明显缓解迹象。近期国内尿素日产大约 20.04 万吨，开工率大约 84.89%。

2. 从需求端来看，短期呈现结构性分化特征，工业领域刚需保持稳定支撑，但农业季节性备货尚未形成规模性释放。经销商当前备货策略偏向谨慎，反映出市场对高价尿素的接受度存疑，这一观望态度可能延缓库存向下游转移速度。

3. 库存方面，上周尿素企业总库存量 81.72 万吨，较上周减少 24.84 万吨，环比减少 23.31%。本周期尿素企业库存大幅下降，近期受出口消息的不断发酵，下游接货积极性提升明显，部分国内下游工农业增加采购，部分货源流向港口，助力工厂库存逐渐下降。

4. 外盘方面，埃及因天然气供应问题导致大颗粒尿素产能停摆，推动离岸价格攀升至 400 美元/吨，这为国内出口窗口打开创造潜在条件，但需警惕政策层面是否会对出口配额进行动态调整。印度尿素进口市场因中国出口禁令面临供应格局调整，6 月 12 日前无新招标计划。当前印度主要依赖阿拉伯湾及俄罗斯货源，中国禁止对印出口尿素导致供应商竞争减弱，市场预计下次招标价格将抬升。

【核心观点】

1. 目前国内尿素矛盾的结构在于：库存去化斜率变缓+交投氛围谨慎+出口政策明朗；2. 后市来看，尿素市场交易逻辑可能在两方面，首先是国内农业需求的启动节奏，夏季用肥周期临近但经销商补库进度滞后，若六月初出现集中采购则可能形成短期价格脉冲。其次是国际市场传导效应，埃及供应缺口若持续至三季度，或支持国内承储企业货源出口，届时内外价差修复将成为重要驱动。

【策略】

短期主力合约震荡整理概率较大，建议单边观望为主。主力合约波动调整到 [1820, 1920] 附近，期权端建议捕捉波动率放大机会，仅供参考。

【风险提示】

若出口配额执行不及预期或价格异动触发保供稳价干预，将压制涨幅。

◆PX：油价上涨乏力且下游存减产预期，PX 短期承压

【现货方面】

5 月 20 日，亚洲 PX 价格下跌。原料走势僵持，不过 PX 供需面预期略有转弱，下游聚酯工厂减产意愿较强，尽管尚未对聚酯负荷造成影响，但情绪面以及多头获利离场对盘面打压明显，日内 PTA 期货下跌，带动 PX 价格走弱。不过目前 PX 供应仍较紧张，美金现货买气尚可，现货浮动水平仍偏强，日内 7 月浮动在 +10/+13 商谈。尾盘实货 7 月在 828/845 商谈，8 月在 819/832 商谈，7/8 换月在 +5 有买盘。四单 7 月亚洲现货分别在 828（三井卖给 GS）、827（恒力卖给中基）、829（中化卖给中基）、830（BP 卖给 TOTAL）成交，两单 8 月亚洲现货分别在 821（摩科瑞卖给 GS）、822（摩科瑞卖给恒力）成交。（单位：美元/吨）

【成本方面】

5 月 20 日，亚洲 PX 下跌 13 美元/吨至 828 美元/吨，折合人民币现货价格 6865 元/吨；PXN 至 259 美元/吨附近。

【供需方面】

供应：上周中海油惠州装置重启推迟，中金以及浙石化计划外降负，亚洲及国内 PX 负荷环比下降。其中亚洲 PX 负荷下降至 67.5%（-3.1%），国内 PX 负荷至 74.1%（-4.5%）。

需求：上周嘉通 300 万吨恢复，山东威联 250 万吨装置提负，百宏 250 周内 PTA 负荷波动，至周四 PTA 负荷提升至 76.9%（+4.4%）。

【行情展望】

近期油价交易逻辑在宏观和地缘上反复切换，短期无明显方向指引，布油维持在 65 美元/桶附近震荡，短期关注美伊核谈和俄乌谈判进展。PX 来看，近期计划外检修损失量明显，且部分 PTA 检修推迟以及前期检修装置逐步重启支撑短期 PX 需求，短期 PX 供需面良好。但短期油价上行乏力且下游聚酯工厂存减产意向，PX 短期承压。策略上，PX09 短期关注 6600 附近支撑，供需偏紧格局且油价不大跌前提下 PX 下方空间有限；PX9-1 价格短期或有调整；PX-SC 价差短期压缩。

◆PTA：油价上涨乏力且下游存减产预期，PTA 短期承压

【现货方面】

5 月 20 日，PTA 期货震荡下跌，现货市场商谈氛围有所转弱，现货基差快速回落。贸易商商谈为主，5 月货基差从 09+150~160 降至 09+100~110 成交，价格商谈区间在 4805~4895 附近。6 月主港少量在 09 升水 120~150 有成交。主流现货基差在 09+126。

【成本方面】

5 月 20 日，PTA 现货加工费至 364 元/吨附近，TA2509 盘面加工费 364 元/吨。

【供需方面】

供应：上周嘉通 300 万吨恢复，山东威联 250 万吨装置提负，百宏 250 周内 PTA 负荷波动，至周四 PTA 负荷提升至 76.9%（+4.4%）。

需求：上周聚酯综合负荷进一步上升至 95%（+0.8%）。虽然因高价原料有减产预报，可能要体现在本周。5 月 20 日，涤丝价格重心零星调整，产销整体清淡。目前涤丝工厂库存相对较低，原料价格回落情况下，涤丝价格维稳，加工差会有所修复。下游上周初有所集中备货，目前原料充足，近期以消化原料备货为主。

【行情展望】

5 月下旬 PTA 装置陆续重启，而后期 PTA 检修计划尚未明确，且随着原料端大涨，下游聚酯产品亏损扩大，且终端经过低位集中备货后进入观望状态，涤丝产销持续偏弱，部分聚酯工厂有减产意向，PTA 供需存转弱预期，基差回落明显。叠加成本端油价支撑有限，PTA 绝对价格承压，但原料 PX 和 PTA 供需驱动仍偏强，关注原料价格回调后下游聚酯减产执行情况，TA09 关注 4600 附近支撑。策略上，TA09 短期关注 4600 附近支撑，油价不大跌前提下 TA 下方空间有限；TA9-1 正套离场，关注反套机会。

◆短纤：短期驱动偏弱，价格跟随原料波动，关注减产兑现情况

【现货方面】

5 月 20 日，短纤期货下跌调整，工厂报价维稳，成交优惠商谈。贸易商优惠幅度加大，价格进一步回落。下游多观望消化前期囤货，成交刚需为主，截止下午 3:00 附近，平均产销 55%，部分工厂产销：50%、60%、40%、40%、50%、100%、40%、30%、30%、25%、80%。

【成本方面】

5 月 20 日，短纤现货加工费至 973 元/吨附近，PF2506 盘面加工费至 885 元/吨，PF2507 盘面加工费至 908 元/吨。

【供需方面】

供应：短纤工厂负荷小幅回落至 94%附近，因福建某直纺涤短工厂 25 万吨装置停车检修 20 天，日产量降至 600 吨/天。

需求：下游涤纱维稳走货，销售一般，库存微增。

【行情展望】

随着短纤加工费压缩，部分短纤工厂存减产意愿，且原料 PTA 检修装置逐步回归，原料 PTA 供需边际有所转弱，价格高位承压，短期对短纤走势有所拖累。后期关注短纤工厂减产执行情况，如果减产落地，短纤加工费将存修复预期。策略上，PF 单边同 PTA；PF 盘面加工费低位做扩为主。

◆瓶片：供需双增之下，短期供需矛盾不突出，绝对价格跟随成本波动

【现货方面】

5 月 20 日，内盘方面，聚酯原料期货下跌，聚酯瓶片工厂报价多下调 30-120 元不等。日内聚酯瓶片市场交投气氛略有好转。5-7 月订单多成交在 5980-6100 元/吨出厂附近，局部少量略高 6150-6260 元/吨出厂，局部略高或略低，品牌不同价格略有差异。出口方面，受上游聚酯原料影响，聚酯瓶片工厂出口报价多下调 10 美元。华东主流瓶片工厂商谈区间至 790-810 美元/吨 FOB 上海港不等，局部略高或略低，品牌不同略有差异；华南商谈区间至 785-795 美元/吨 FOB 主港不等，局部略高或略低，整体视量商谈优惠。

【成本方面】

5 月 20 日，瓶片现货加工费 340 元/吨附近，PR2507 盘面加工费 392 元/吨。

【供需方面】

供应：周度开工率（按最高产量计算）为 84.3%，环比上期+3.1%。

库存：上周国内瓶片厂内库存可用天数为 15.75 天，较上期-0.2 天。

需求：2025 年 1-3 月软饮料产量 1675 万吨，同比-6.2%；2025 年 1-3 月瓶片表需 234 万吨，同比-0.3%；中国瓶片出口量 149.6 万吨，同比增长 16%。

【行情展望】

三房巷一套 75 万吨新装置投产已出产品，另一套 75 万吨检修装置重启中，供应端仍有增量预期，预计瓶片产量高位运行，但进入 5 月后，终端消费旺季来临，下游软饮料行业开工预计稳步提升，供需双增下，短期供需矛盾不突出，瓶片绝对价格跟随原料波动，另外由于原料价格高位，压缩瓶片加工费，需关注低加工费下瓶片装置开工情况。策略上，PR 单边同 PTA；PR 主力盘面加工费预计在 350-550 元/吨区间波动，关注区间下沿做扩机会。

◆乙二醇：下游存减产预期，MEG 回落

【现货方面】

5 月 20 日，乙二醇价格重心弱势下行，基差同步走弱。夜盘乙二醇低开调整，现货成交在 09 合约升水 100-105 元/吨附近。早间乙二醇盘面延续弱势，受聚酯减产意向影响，需求环节存下修预期。午后现货基差进一步走弱，至尾盘现货成交至 09 合约升水 85 元/吨附近。美金方面，乙二醇外盘重心弱势下行，近期船货主流商谈在 522-528 美元/吨附近，日内近期船货 527 美元/吨附近成交，场内买气偏弱。

【供需方面】

供应：截至 5 月 15 日，MEG 综合开工率和煤制 MEG 开工率为 60.51%（-8.48%）和 60.04%（-6.71%）。

库存：截止 5 月 19 日，华东主港地区 MEG 港口库存预估约在 74.3 万吨附近，环比上期（5.12）-0.8 万吨。

需求：同 PTA 需求。

【行情展望】

5 月乙二醇行业检修与装置重启并存，预计合成气制负荷有效回升将体现在 5 月下旬，但恒力石化 180 万吨/年的 MEG 装置 5 月中旬临时停车，预计停车时长在一个月以上，且由于沙特两套大装置检修，进口量预期下调，近期海外船货到港偏少，5-6 月乙二醇预期去库，且近期去库也在港口库存上体现，然而，受聚酯工厂减产消息影响，乙二醇上行空间受到压制。策略上，单边观望；EG9-1 逢低正套。

◆烧碱：氧化铝采买价连续提涨驱动现货，短期检修集中下可正套尝试

【烧碱现货】

国内液碱市场成交尚可，多地价格持稳为主，山东 32%、50%液碱价格稳中有涨。山东地区受氧化铝采购液碱价格上调影响，部分氯碱企业价格上涨，但贸易商和下游接货积极性仍一般，氯碱企业多出货平淡，32%液碱价格稳中有涨，50%液碱局部因前期价格偏低，出货尚可，价格上涨，市场成交重心上移。其他多数地区供需情况基本稳定，价格持稳。山东 32%离子膜碱市场主流价格 820-885 元/吨，50%离子膜碱市场主流价格 1380-1400 元/吨。

【烧碱开工、库存】

开工：截至 5 月 15 日，全国主要地区样本企业周度加权平均开工负荷率 85.78%，较上周-1.69%。山东地区样本周度加权平均开工率在 86.29%，环比-2.95%。

库存：截至 5 月 15 日，华东样本企业 32%液碱库存 19.42 万吨，较 5.6 日的 19.36 万吨+0.3%。山东样本企业 32%液碱库存 8.17 万吨，较 5.6 日的 8.09 万吨+0.9%。

【烧碱行情展望】

短期看烧碱检修集中阶段供应压力有限，需求端，氧化铝伴随近期利润好转部分存复产预期，叠加新产线支撑需求。山东主流厂采买价上周周内两次提涨，周末再度提涨，当前已涨至 780 元/湿吨，成为支撑现货进一步上涨的主要驱动力。且当前看仓单较少或反映当前供需面仍强。故盘面仍有进一步走高可能，但非铝端压力增加以及烧碱成本下降后估值逐步走高形成风险，单边仍维持观望。激进者可关注现货及库存变化谨慎正套尝试。

◆PVC：宏观叠加供需面支撑小幅反弹，现货略疲弱关注后续表现

【PVC 现货】

国内 PVC 粉市场现货价格上涨，贸易商一口价报盘跟涨，基差报盘变化不大，点价成交暂无明显价格优势，整体下游采购积极性较低，暂无追涨意向，市场内现货成交偏淡。5 型电石料，华东主流现汇自提 4810-4940 元/吨，华南主流现汇自提 4900-4960 元/吨，河北现汇送到 4580-4750 元/吨，山东现汇送到 4750-4850 元/吨。

【PVC 开工、库存】

开工：截至 5 月 15 日，PVC 粉整体开工负荷率为 74.01%，环比下降 3.84 个百分点；其中电石法 PVC 粉开工负荷率为 75.52%，乙烯法 PVC 粉开工负荷率为 70.06%。

库存：截至 5 月 15 日，PVC 社会库存样本统计环比-3.23%至 63 万吨，同比-28.27%；其中华东地区在 57.23 万吨，环比-4.30%，同比-28.29%；华南地区在 5.77 万吨，环比+8.86%，同比-28.09%。

【PVC 行情展望】

近期 PVC 反弹主要基于中美关税缓和带来的宏观刺激、BIS 政策延期至 6 月下后出口维持积极以及 PVC 自身检修集中及库存同比压力有限的供需面支撑。但中长线 PVC 在地产难见有效提振下仍表现出明显的过剩压力，而印度 BIS 及反倾销税始终作为潜在利空存在。且伴随期现反弹，本周现货市场反映偏淡，或制约上方空间。预计短期 PVC 震荡对待，09 上方阻力位看 5100 附近。

◆苯乙烯：低库存叠加装置检修支撑价格，关注原料及需求端压力

【苯乙烯现货】

华东市场苯乙烯市场走势坚挺，至至收盘现货 8020-8070，5 月下 8000-8060，6 月下 7860-7960，7 月下 7690-7770，单位：元/吨。美金市场小幅走稳，在装置检修带动下，欧美苯乙烯价格偏坚挺，内外盘价格维持倒挂，随着国内价格的走稳，主流报盘偏少。

【纯苯现货】

纯苯市场价格小幅上涨，截至收盘江苏港口纯苯 5 下商谈参考 6150 / 6170 元/吨，6 月下商谈 6160 / 6180 元/吨，7 月下商谈 6170 / 6190 元/吨。

【苯乙烯链供需、库存】

纯苯供应：截至 5 月 15 日，纯苯产能利用率在 70.7%，环比-2.55 个百分点；周产量 38.98 万吨。

纯苯库存：截至 5 月 19 日，江苏纯苯港口样本商业库存总量：12.8 万吨，环比累库 0.5 万吨，+4.07%；同比上升 8.03 万吨，同比+168.34%。

苯乙烯供应：截至 5 月 15 日，苯乙烯工厂整体产量在 32.65 万吨，较上期降 0.42 万吨，环比-1.27%；工厂产能利用率 71.27%，环比-0.93%。

苯乙烯库存：截至 5 月 19 日，江苏苯乙烯港口样本库存总量：5.21 万吨，较上周期减少 0.46 万吨，幅度-8.11%。华南苯乙烯主流库区目前总库存量 3.6 万吨，较上期+0.7 万吨，环比+24.14%。

苯乙烯下游：截至 5 月 15 日，EPS 产能利用率 62.34%，环比+14.96%；PS 产能利用率 57.1%，环比+0.8%；ABS 产能利用率 67.39%，环比-1.61%。

【苯乙烯行情展望】

本轮反弹苯乙烯表现亮眼，关税缓和使得苯乙烯需求预期修正，现货市场持续火爆支撑做多情绪。新一周期库存数据再度去库当前已至明显低位支撑，叠加华东部分装置停车进一步驱动现货挺价。但当前价格追涨亦有风险：其一在于 3S 自身高产下高库存的问题或反映向终端的传导并不十分流畅，利润仍面临考验，且部分下游企业在本轮已有补库动作后续高价承接意愿有待商榷。其二在于原料端纯苯供需仍未有明显好转，国内检修回归负荷提升，叠加韩国持续高供货导致去库压力较大。故预计苯乙烯短期震荡，中期偏空看待，关注近月 7800-7900 上方阻力。套利上可关注 EB-BZ 价差走阔机会。

◆合成橡胶：丁二烯偏弱整理，BR 延续回调

【原料及现货】

截至 5 月 20 日，丁二烯山东市场价 11000 (-225) 元/吨；丁二烯 CIF 中国价格 1220 (+0) 美元/吨；顺丁橡胶 (BR9000) 山东齐鲁石化市场价 12450 (-50) 元/吨，顺丁橡胶-泰混价差-2150 (+0) 元/吨，基差 380 (+120) 元/吨。

【产量与开工率】

4 月，我国丁二烯产量为 44.31 万吨，环比-3.8%；我国顺丁橡胶产量为 12.15 万吨，环比-5.2%；我国半钢胎产量 5539 万条，环比-7.2%，1-4 月同比-0.77%；我国全钢胎产量为 1308 万条，环比-4.5%，1-4 月同比-3.4%。

截至 5 月 15 日，顺丁橡胶产业上、中游与下游开工率表现分化，其中，丁二烯行业开工率为 68%，环比-1.9%；高顺顺丁橡胶行业开工率为 79.2%，环比+6%；半钢胎样本厂家开工率为 71.21%，环比+52.5%；全钢胎样本厂家开工率 59.9%，环比+43.6%。

【库存】

截至 5 月 15 日，丁二烯港口库存 30870 吨，环比-6030 吨；顺丁橡胶厂内库存为 26650 吨，较上期-1000 吨，环比-3.6%；贸易商库存为 5470 吨，较上期-430 吨，环比-7.3%。

【资讯】

隆众资讯 5 月 20 日报道：齐翔腾达 9 万吨/年高顺顺丁橡胶装置周末起降负运行。

【分析】

5 月 20 日，丁二烯偏弱整理，BR 延续回调，合成橡胶主力合约 BR2506 尾盘报收 12070 元/吨，涨幅 -1.51% (较前一日结算价)。近期丁二烯市场高价成交遇阻，且中石化连续两日下调丁二烯价格，降幅达

400 元/吨，丁二烯价格偏弱整理。中美关税问题缓和，但针对汽车和汽车零部件的第 232 条关税仍未得到较大缓和，这仍将引致需求下滑，且顺丁橡胶 5 月供应提升明显，供需宽松，同时成本端丁二烯供需格局难言紧平衡，因为国内装置检修与投产并存，国内供应收缩不明显，且尽管 5 月亚洲乙烯装置检修较多，但关税问题或使得日韩汽车与轮胎制造业面临订单下滑的严峻挑战，即影响日韩丁二烯终端需求下滑，日韩丁二烯或面临过剩局面，将导致加大对中国的进口或亚洲丁二烯价格下跌，因此，成本端对 BR 提振有限。天然橡胶方面，泰国开割推迟至 6 月，但国内产区开割顺利推动供应端季节性弱势兑现，天胶上方承压。总体来看，短期成本端偏弱整理，中期上涨驱动有限，顺丁橡胶供需偏弱，但 BR 仓单数量较低，预计 BR 短期震荡运行。

【操作建议】

BR2507-BR2509 正套持有

【短期观点】

震荡运行

◆LLDPE:可现货情绪转弱，成交明显转差

【现货方面】

华北 7300-7350 (+0) /09+60 (+0)，华东 7400-7500 (+0) /09+160 (+0)，华南 7580 (-20) /09+340 (-20) 周一整体成交偏弱。

【供需库存数据】

供应：截止 2025 年 5 月 20 日，产能利用率 77.57% (-1.03%)。5 月检修偏多，进口大幅减少。

需求：截止 2025 年 5 月 15 日，PE 下游平均开工率 39.26% (+0.57%)。

库存：截止到 5 月 16 日，两油微去，煤化工累，社库微去，整体库存持平

【观点】：5-6 月检修仍偏高，且部分全密度装置转产 HD，LLD 压力减小，56 月到港有大幅减量预期。需求受关税下调影响，短期有改善预期，不过中期需求仍受关税冲击影响偏弱。库存同样呈现去化趋势，静态基本面有所好转。

【策略】震荡

◆PP:供需双弱，关注后续边际装置复产情况

【现货方面】

拉丝价格：华东 7140 (-10)，基差 09+120 (+30)，华北 7150 (-)，基差 09+120 (+30)，华南 7200 (-)，基差 09+160 (+30)。

【供需库存数据】

供应：截止 2025 年 5 月 20 日，产能利用率 76.79% (-0.59%)。

需求：截止 2025 年 5 月 15 日，PP 下游平均开工率 49.83% (+0.33%)。

库存：截止 2025 年 5 月 14 日，上游去 7.2wt，贸易商累 1.61wt

【观点】

5 月下旬 PP 检修达峰后供应压力渐显，PDH 装置检修预期落空加剧过剩担忧。短期受关税利好驱动，终端订单回暖带动 BOPP 需求回升，但中期消费疲软压制反弹空间，当前库存维持去化。套利方面，LP 偏扩。

【策略】逢高偏空

◆甲醇:库存拐点已现，港口基差走弱较快

【现货方面】

现货及月中成交：华东 2290-2315 (09+43 到+40,)，华南 2325-2350 (09+70 到+85) 今日甲醇期货震荡偏弱，出货积极，基差迅速走弱 15。

【供需库存数据】

供应：全国开工 75.5% (-0.15%)，非一体化开工 71.53% (+2.67%)，西北开工 82.42% (-1.15%)

需求：MT0 开工率 77.52% (+1.53%)，盛虹重启中，阳煤检修，诚志、渤化维持降负；传统下游加权开工率 47.1% (-0.91%)，甲醛、mtbe 开工继续下降，醋酸开工提升

库存：内地累库 5.1，港口累库 1，mto 去库 2.2

【观点】

基本面看，港口库存拐点显现，进口增量预期施压，累库压力加剧致基差走弱较多。海外开工回落但伊朗装船快，非伊增量善加内地供应新高，下游低利润压制需求，CTO 外卖预期强化 09 过剩格局。内地让利替代进口难抵港口累库，基差或加速走弱，现货存共振风险。09 短期贴现货震荡下行，2350 可加仓，目标 2050-2100:69 反套逢低减。

【策略】2100-2300，逢高偏空，MT0：0-500 区间操作

[特殊商品]

◆天然橡胶：收储消息提振，胶价小幅上行

【原料及现货】截至 5 月 20 日，杯胶 54.00 (-0.15) 泰铢/千克，胶乳 62.75 (+0.25) 泰铢/千克。云南胶水收购价 14000 (+100) 元/吨，海南新鲜胶乳 14400 (+100) 元/吨，全乳胶上海市场 14900 (-50) 元/吨，青岛保税区泰标 1790 (-10) 美元/吨，泰混 14600 (-50) 元/吨。

【轮胎开工率及库存】截至 5 月 15 日，中国半钢胎样本企业产能利用率为 71.21%，环比+24.50 个百分点，同比-7.98 个百分点。“五一”假期过后，企业多按计划复工复产，目前多数半钢胎企业已恢复至常规水平。然整体出货偏慢，库存延续增长态势。中国全钢胎样本企业产能利用率为 59.88%，环比+18.19 个百分点，同比-5.40 个百分点。周内样本企业按计划复工，产能利用率处于恢复性提升态势，然部分企业因出货压力增加，订单不足，整体排产低于节前平均水平。周内整体出货缓慢，部分企业针对个别规格降价，但对整体出货带动有限，企业成品库存延续增势。

山东轮胎样本企业成品库存环比上涨。截止到 5 月 15 日，半钢胎样本企业平均库存周转天数在 45.78 天，环比+0.69 天，同比+15.52 天；全钢胎样本企业平均库存周转天数在 42.77 天，环比+0.25 天，同比-1.20 天。

【资讯】QinRex 据中国海关总署 5 月 18 日公布的数据显示，2025 年前 4 个月中国橡胶轮胎出口量达 303 万吨，同比增长 6.2%；出口金额为 539 亿元，同比增长 6.6%。其中，新的充气橡胶轮胎出口量达 292 万吨，同比增长 5.9%；出口金额为 517 亿元，同比增长 6.4%。按条数计算，出口量达 22681 万条，同比增长 8.3%。1-4 月汽车轮胎出口量为 257.1 万吨，同比增长 5.6%；出口金额为 442 亿元，同比增长 6.2%。

【逻辑】供应方面，此前泰国开割季时间延后 1 个月，同时国内外产区雨水增多扰动割胶工作，原料产出偏少，原料价格高位。需求方面，随着假期结束轮胎厂复工，轮胎厂库存再度转为累库，库存压力较大。综上，受收储消息提振胶价小幅上行，但需求偏弱预期仍存，同时旺产期原料上量预期对胶价上方形成压制，预计胶价延续宽幅震荡为主，运行区间参考 14500-15500，可考虑区间上沿轻仓试空。

【操作建议】运行区间参考 14500-15500，可考虑区间上沿轻仓试空

◆多晶硅：多晶硅期货震荡走低

【现货价格】5 月 20 日，据 SMM 统计，N 型复投料均价 37500 元/吨，P 型菜花料均价 31000 元/吨。据硅业分会 14 日公布信息，n 型复投料成交价格区间为 3.60-4.10 万元/吨，成交均价为 3.86 万元/吨，环比下降 1.53%；n 型颗粒硅成交价格区间为 3.50-3.70 万元/吨，成交均价为 3.60 万元/吨，环比持平；p 型多晶硅成交价格区间为 3.00-3.50 万元/吨，成交均价为 3.13 万元/吨，环比下降 3.10%。

【供应】从供应角度来看，多晶硅 4 月产量环比下降至 9.54 万吨，环比 3 月 9.61 万吨下降 0.07 万吨。截至 5 月 15 日，周度产量有所回落至 2.14 万吨。推算 5 月产量或将进一步下降至 9.4 万吨左右。根据硅业分会，5 月份国内多晶硅产量将减少至 9.6 万吨左右，环比下降约 3%。行业远期有整合预期，但短期内减产不确定性增加。

【需求】从需求角度来看，5 月需求有所释放，装机订单成交增加，下游产品降价幅度收窄，有望逐

步企稳。硅片周度产量小幅回升至 12.42GW，库存回升至 19.44GW，5 月排产约 55GW（国内），较 4 月下滑 5%，全球可达 58GW。全球光伏电池排产量达 60-61GW，较 4 月减产约 7.20%。整体来看，虽然排产均在下降，但产业链仍有望小幅去库。

【库存】5 月 15 日库存再次回落，多晶硅库存下降 0.7 万吨至 25 万吨。仓单增加 70 手至 90 手，随着首次交割临近，预计后期仓单将逐步增加。

【逻辑】仓单逐步增加 50 手至 140 手，PS2507 回落 425 元/吨至 35625 元/吨。从供需基本面的角度来看，5 月需求下滑确定性高，需注意供应不减导致的累库预期。原本预计 5 月生产企业将增加检修减产降低产量并搁置复产计划，根据行业自律情况推算，预计后期将保持缓慢去库。但据了解联合减产不确定性增加，多晶硅产量有望随着部分企业的复产而增加。逐步进入 5 月中旬，6 月即将迎来首次交割，仓单预计将逐步增加。现货价格持续下跌，期货也跟随承压下跌。虽然期货盘面交易的仓单生产品质更高，专门生产交割品需要提前规划生产线，且将增加还原电耗，成本更高，所以企业预期的可交割品价格也会较普通现货有明显升水，可以参考现货报价的复投料价格并加一定升水，但是整体现货价格的下行也将拉低期货价格的预期。预计期货价格主要波动区间下移至【34000-40000 元/吨】，多单平仓，基本面转弱。

【操作建议】基本面转弱，多单平仓

◆工业硅：弱需求之下，供应端持续增长，工业硅破位下跌

【现货价格】5 月 20 日，据 SMM 统计，华东地区通氧 Si5530 工业硅市场均价 8800 元/吨，Si4210 工业硅市场均价 9700 元/吨。新疆 99 硅均价 8100 元/吨，环比下跌 100-150 元/吨。

【供应】从供应角度来看，2025 年 4 月工业硅产量为 30.08 万吨，环比下降 12%，同比下降 16%。2025 年 1-4 月工业硅累计产量为 123.66 万吨，同比减少 12.6%。本周四地区总产量为 3.62 万吨，产量环比减少 2440 吨，主要依赖新疆地区减产带来产量下降，仅四川地区开工率有小幅增加。云南开工率下降主因样本内保山某厂在周内有部分硅炉停产，老产能关停的同时，云南保山及昭通工业硅新项目在 5-6 月份按序投产。

【需求】从需求角度来看，未来需求仍不容乐观，光伏产业链价格仍持续下跌，关税的影响暂未传导，但有机硅需求有望随着关税下降而恢复，价格有望企稳，但因目前库存仍待消化，因此价格仍将低位震荡。铝合金需求预计维稳影响较小。关注国内价格低位的情况下，内外价格差较大，出口是否会有所增加。

【库存】库存增加，仓单下降，据 SMM，工业硅期货仓单下降至 33.19 万吨，社会库存共计 59.9 万吨，环比有所回升。

【逻辑】工业硅价格在低位破位后仍持续承压下跌，目前已跌破 8000 元/吨，大部分企业亏损，但价格依旧持续承压。主因价格低位之下，供应依旧有增长预期，需求端则维持疲软。从供应角度来看，即便新疆大型企业减产，月度产量降至 30 万吨左右，但新增产能持续投放给市场带来进一步的压力，现货价格持续下跌。一方面，新增产能增加导致产量难以下降，通威四川和内蒙的产能持续释放叠加云南地区新产能投放，导致产量逐步增长；另一方面，丰水期四川、云南电价有下降预期，企业或将在全年成本低位复产导致产量进一步增长。下游两大主要需求多晶硅和有机硅持续疲软，难以消化工业硅供应，库存积累价格向下压力积累。目前基本面未见好转迹象，价格或持续承压。目前基本面未见好转迹象，价格或持续承压。价格波动区间下调至 7500-9500 元/吨。在需求端难有明显增量，产量端无进一步收缩预期的情况下，价格或仍将承压。但若价格持续下跌，可关注产能出清方式，如淘汰落后产能。

【操作建议】观望，价格波动区间下调至 7500-9500 元/吨

纯碱：5-6 月检修预期较多，月间可考虑正套参与

玻璃：市场情绪悲观，关注 1000 点位支撑情况

【玻璃和纯碱现货行情】

纯碱：重碱主流成交价 1350-1400 元/吨上下。

玻璃：沙河成交均价 1150 元/吨上下。

【供需】

纯碱:

国内纯碱产量 67.77 万吨, 环比下跌 6.31 万吨, 跌幅 8.52%。其中, 轻质碱产量 30.78 万吨, 环比下跌 2.51 万吨。重质碱产量 36.99 万吨, 环比下跌 3.80 万吨。

截止到 2025 年 5 月 15 日, 国内纯碱厂家总库存 171.20 万吨, 较周一增加 1.13 万吨, 涨幅 0.66%。其中, 轻质纯碱 82.87 万吨, 环比增加 0.76 万吨, 重质纯碱 88.33 万吨, 环比增加 0.37 万吨。

玻璃:

截至 2025 年 5 月 15 日, 全国浮法玻璃日产量为 15.67 万吨, 比 8 日+1.03%。本周 (20250509-0515) 全国浮法玻璃产量 109.17 万吨, 环比-0.02%, 同比-9.73%。

截止到 20250515, 全国浮法玻璃样本企业总库存 6808.2 万重箱, 环比+52.2 万重箱, 环比+0.77%, 同比+14.45%。折库存天数 31 天, 较上期+0.2 天。

【分析】

纯碱: 连云港碱业投产出产品, 供应端新增压力, 不过上周因检修产量降幅明显, 市场 5-6 月检修的预期较强, 预计短期库存继续走平概率较大。基本面来看, 近期光伏复产带来一定纯碱需求, 不过浮法有减量趋势因此整体需求未有明显增长。中长期来看检修结束后进一步累库压力仍在。5-6 月可跟踪有关检修的兑现情况, 若检修落地利好 6-7 月合约, 单边远月反弹高空短线操作, 月间可考虑 79 正套。

玻璃: 现货市场表现一般, 市场情绪依然悲观弥漫。近日玻璃现货价格进一步走弱为主, 各地区市场价格普遍下调。盘面下跌期现商卖出为主, 影响厂家产销率。4-5 月下游深加工订单逐步好转, 加工厂需求季节性回升, 玻璃供需阶段性改善。但市场预期较差, 6 月以后有夏季梅雨淡季预期, 需求进度将放缓。因此现实基本面边际改善但预期及情绪面中性偏弱。预计短期玻璃价格继续承压, 震荡偏弱运行, 09 暂观测 1000 点位能否支撑。

【操作建议】

纯碱: 反弹空, 月间 69 或 79 正套

玻璃: 09 观测 1000 点位置支撑情况

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货研究所

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620

数据来源：Wind、Mysteel、SMM、彭博、同花顺、广发期货研究所