

# 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：A 股板块轮动，成交量稳定

#### 【市场情况】

周二，A 股市场风格切换，指数日内震荡分化。上证指数收涨 0.21%，报 3387.57 点。深成指涨 0.44%，创业板指涨 0.83%，沪深 300 涨 0.47%、上证 50 涨 0.43%，中证 500 涨 0.18%、中证 1000 跌 0.23%。个股跌多涨少，当日 1615 只上涨（84 涨停），3604 下跌（3 跌停），171 持平。其中，宁新新材、舒泰神、海辰药业涨幅居前，分别上涨 30.0%、20.02%、20.0%；而旭杰科技、太力科技、路斯股份各跌 14.03%、13.17%、12.68%。

分行业板块看，高股息占优，上涨板块中，贵金属、煤炭、汽车涨幅居前，分别上涨 5.10%、2.62%、1.56%，新能源主题活跃。消费及 TMT 稍有回调，下跌板块中，化纤行业、休闲用品、互联网分别下跌 1.74%、1.58%、1.08%，数字经济题材下挫。

期指方面，四大期指主力合约大部分随指数上涨：IF2506、IH2506 分别收涨 0.43%、0.46%；IC2506、IM2506 分别收涨 0.13%、收跌 0.18%。四大期指主力合约基差全部贴水：IF2506 贴水 35.19 点，IH2506 贴水 15.83 点，IC2506 贴水 102.32 点，IM2506 贴水 131.58 点。

#### 【消息面】

国内要闻方面，据国新办消息，国务院新闻办公室将于 2025 年 5 月 22 日（星期四）下午 3 时举行新闻发布会，请科技部副部长邱勇，中国人民银行副行长、国家外汇局局长朱鹤新和金融监管总局、中国证监会有关负责人介绍科技金融政策有关情况，并答记者问。

海外方面，美日第三轮关税谈判拟于 5 月 23 日举行，日本正考虑接受美国下调关税税率作为妥协方案，而非全面撤销，以打破当前的谈判僵局。

#### 【资金面】

5 月 21 日，A 股交易量环比持平，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 1570 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.40%，当日 920 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 650 亿元。

#### 【操作建议】

当前 IF、IH、IC 与 IM 的主力合约基差率分别为 -0.90%、-0.58%、-1.78%、-2.15%。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：资金面边际转松，期债涨跌不一

#### 【市场表现】

国债期货收盘涨跌不一，30 年期主力合约跌 0.08%，10 年期主力合约持平，5 年期主力合约涨 0.03%，2 年期主力合约涨 0.02%。银行间主要利率债收益率走势分化。截至发稿，30 年期国债“23 付息国债 23”收益率上行 1.30bp 报 1.9160%。10 年期国开债“25 国开 05”收益率上行 0.45bp 报 1.7390%，10 年期国债“24 付息国债 11”收益率上行 1bp 报 1.6760%，3 年期国债“25 付息国债 05”收益率下行 0.45bp 报 1.4940%，2 年期国债“25 付息国债 06”收益率下行 0.5bp 报 1.4725%。

#### 【资金面】

央行公告称，5 月 21 日以固定利率、数量招标方式开展了 1570 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.40%，投标量 1570 亿元，中标量 1570 亿元。当日 920 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 650 亿元。资金面方面，税期将近中国央行公开市场持续净投放，银行间市场资金供给充裕，存款类机构隔夜和七天质押式回购利率继续小降，均下行 1 个 bp 左右。本周来看，央行整体净投放呵护资金面，重回稳中偏松局面。

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 1.69%附近，较上日上行约 2 个 bp。

### 【操作建议】

昨日资金面边际转松，期债涨跌不一，整体处于窄幅震荡格局中。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，LPR 与存款利率双调降，中期广谱利率处于下行周期中，但在关税压力缓释的背景下，当下央行进一步引导资金利率下行的概率也不高，还需要观察政策后效和出口动向，目前整体或以稳为主，从期限利差的角度来看长债目前吸引力也相对有限。本周面临税期和国债发行扰动，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：美日国债需求恶化引发连锁反应 避险资金持续流入推高金银价格

#### 【行情回顾】

消息方面，根据环球时报，日美两国政府计划在本周于加拿大举行的七国集团（G7）财长与央行行长会议后，举行第三轮日美关税谈判。

当地时间周三，美国财政部拍卖 160 亿美元的 20 年期国债，结果几乎为该期限五年前推出以来表现最差的一次，本次拍卖的最终中标利率为 5.047%，第二次突破 5%大关，比 4 月的 4.810%高出 24 个基点，较预发行利率 5.035%高出约 1.2 个基点，创下去年 12 月以来的最大尾部利差。本周日本财务省 20 年期国债拍卖录得灾难性结果，投标倍数仅为 2.5 倍，远低于上月的 2.96 倍，创下自 2012 年以来的最低水平，尾差（即平均价格与最低接受价格之间的差距）从 4 月份的 0.34 飙升至 1.14，为 1987 年以来最高水平，需求较差情况下 30 年期和 40 年期日本国债收益率同样创下历史新高。美国众议院议长约翰逊表示，共和党人已就将州和地方税（SALT）抵扣上限提高至 4 万美元达成协议，意味着阻碍特朗普减税法案通过的一个关键问题得以解决。欧洲央行在其半年度金融稳定评估报告中警告，特朗普推出关税政策后投资者对美国资产风险的担忧加剧，这可能进一步冲击全球金融体系。4 月美国宣布贸易政策后，投资者从美元和美债等传统避险资产转向其他资产的“非典型转变”，可能预示着“基本制度性转变”的到来。这增加了“全球资本流动出现更广泛转变”的风险。

据央视新闻报道，当地时间 5 月 20 日有多名美国官员透露说，美国获取的情报显示，以色列可能正在准备对伊朗核设施发动打击。

隔夜，受到美日国债需求疲软带来收益率飙升而价格下跌的冲击，叠加中东地区的紧张局势再度升级，美股市场大跌风险偏好降低，流动性担忧使亚洲等地区避险资金重新流入贵金属市场，驱动金银价格走高。国际金价开盘后延续周二的上涨趋势盘中站上 3300 美元，收盘价报 3315.03 美元/盎司涨幅 0.77%，创一周多新高，日 k 线创“三连阳”；国际银价与黄金走势同步盘中一度达到 33.5 美元的前高阻力但尾盘回落，收盘报 33.36 元/盎司涨 0.85%。

#### 【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美国日本国债流动风险在 6 月可能导致市场出现较大波动。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，若金价企稳 3300 美元（775 元）有望持续摸高，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走强冲击 33.5 美元（8350 元）的前高阻力若突破价格可能进一步上行。

### 【资金面】

5 月以来随着贸易冲突缓和，短期避险需求减弱使黄金 ETF 持仓回落，但近期金融市场避险情绪重燃亚洲市场通过 ETF 增持黄金支撑价格走强，预期中长期投资需求将继续增加。

## [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 21 日最新报价，马士基 963-1500 美元/TEU, 1622-2500 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】

昨日期货盘面震荡下行, 主力 08 合约收 2121.1 点, 下跌 7.18%; 06 合约收 1677.2 点, 下跌 2.76%。收到马士基低开 6 月报价的影响, 盘面多头情绪受到冲击。市场进一步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 月合约逢低做多

## [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 21 日, SMM 电解铜均价 78460 元/吨, SMM 广东电解铜均价 78320 元/吨, 分别较上一工作日+120.00 元/吨、+140.00 元/吨; SMM 电解铜升贴水均价 275 元/吨, SMM 广东电解铜升贴水均价 185 元/吨, 分别较上一工作日-115.00 元/吨、-5.00 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 21 日，LME 铜库存 16.88 万吨，日环比-0.19 万吨；截至 5 月 20 日，COMEX 铜库存 17.16 万吨，日环比+0.12 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，原料端偏紧格局下铜价下方有支撑；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：下游逢低补库，社会库存再次去化

【现货】5 月 21 日，SMM 0#锌锭均价 22760 元/吨，环比+150 元/吨；SMM 0#锌锭广东均价 22700 元/吨，环比+200 元/吨。据 SMM，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 21 日，上海锌锭现货升贴水 205 元/吨，环比-25 元/吨，广东现货升贴水 335 元/吨，环比+30 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：强现实提振锡价，关注供给侧修复节奏，反弹偏空思路对待

【现货】5 月 21 日，SMM 1# 锡 268400 元/吨，环比上涨 3300 元/吨；现货升水 750 元/吨，环比不变。前日夜盘沪锡拉涨突破近期高点，早间锡价延续高位，冶炼厂挺价出货意愿尚可，实际成交有限。贸易商对外报价意愿尚可，但价格拉涨，下游接货情绪低迷，早间几无成交，市场早间成交表现较差。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】4 月份国内锡矿进口量为 0.98 万吨（折合约 4336 金属吨）环比 18.48%，同比-4.22%，较 3 月份增加 519 金属吨（3 月份折合 3817 金属吨）。1-4 月累计进口量为 36.7 万吨，累计同比-47.98%。4 月份国内锡锭进口量为 1128 吨，环比-46.31%，同比 53.68%，1-4 月累计进口量为 7432 吨，累计同比 12.16%。

【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 21 日，LME 库存 2670 吨，环比增加 15 吨，上期所仓单 8070 吨，环比增加 45 吨，社会库存 9959 吨，环比减少 234 吨。

【逻辑】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，但此前缅甸佶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，美元走弱及 Lme 低库存提振锡价，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 区间试空，关注供给侧原料恢复节奏。

【操作建议】265000-270000 区间试空

【近期观点】反弹偏空思路对待

#### ◆镍：盘面窄幅震荡，基本面变化不大

【现货】截至 5 月 21 日，SMM1#电解镍均价 124525 元/吨，日环比下跌 50 元/吨。进口镍均价报 123575 元/吨，日环比持平；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，企业逢低采购，“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，三元材料按需采购，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 21 日，LME 镍库存 201786 吨，周环比增加 3354 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】昨日沪镍盘面窄幅震荡，现货价格基本持稳仅小幅下调。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，昨日现货价偏稳精炼镍成交一般，金川资源升贴水小幅下调。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：盘面窄幅震荡，成本支撑供需矛盾仍存

【现货】据 Mysteel，截至 5 月 21 日，无锡宏旺 304 冷轧价格 13150 元/吨，日环比持平；佛山宏旺 304 冷轧价格 13150 元/吨，日环比持平；基差 450 元/吨，日环比下跌 30 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 21 日不锈钢期货库存 143056 吨，周环比减少 15753 吨。

【逻辑】昨日不锈钢盘面整体窄幅震荡，现货市场价格暂稳，下游入市询价意愿不高，商家反馈去库存速度较为缓慢。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：消息面影响盘面小涨，基本面情况未有明显变动

【现货】截至 5 月 21 日，SMM 电池级碳酸锂现货均价 6.31 万元/吨，日环比下跌 200 元/吨，工业级碳酸锂均价 6.15 万元/吨，日环比下跌 150 元/吨；电碳和工碳价差 1600 元/吨。SMM 电池级氢氧化锂均价 6.51 万元/吨，工业级氢氧化锂均价 5.9 万元/吨，日环比均下跌 200 元/吨。昨日现货价格维持小幅下调，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整体维持偏强震荡，截至收盘主力 LC2507 上涨 0.59% 至 61100，主要受消息面带动。昨日市场消息称江西有锂盐企业预计 6 月停产检修 1 个厂，检修时长 4 个月，预计每月影响碳酸锂月产量约 1500 吨。基本盘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，基本面供需矛盾比较明确，原料矿端逐渐松动以及一体化成本降低下方支撑弱化，近期空头资金占优持续突破，在上游出现实质性减停之前底部信号比较难明确。昨日上游减停消息影响量不是很大对盘面带动有限，后续仍需关注盐厂动态，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：冷系钢材表需和库存转差，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 月合约期货升水现货 1 元，华东热卷维稳至 3290 元每吨，主力合约贴水现货 79 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】

钢谷网数据显示，建材和热卷库存维持去库。热卷表需环比上升明显，建材表需稳中有落。当前螺纹钢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。主要跟 4 月中美关税，需求回落导致。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，5 月降低关税后，终端订单有所修复，叠加钢材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：钢厂检修增加，铁水高位回落

#### 【现货】

主流矿粉现货价格：日照港 PB 粉持平至 768 元/吨，巴混粉持平至 788 元/吨。

#### 【期货】

截止昨日收盘，铁矿主力合约+0.76%（+5.5），收于 728.5 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 73.5 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 合约维持震荡态势，主力合约小幅上涨。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】

截至 5 月 21 日收盘，焦炭期货延续震荡下跌走势，焦炭主力 2509 合约下跌 2 (-0.14%) 至 1417.5，焦炭远月 2601 合约下跌 2 (-0.14) 至 1444.5，9-1 价差走强至 -27。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 1280 元/吨，环比 -20，对应港口仓单 1416/吨（对标），基差 -1.5。

#### 【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，5 月 13 日主流钢厂提降新一轮焦炭价格，已于 5 月 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 21 日收盘，焦煤期货延续震荡下跌走势，焦煤主力 2509 合约下跌 2 (-0.36%) 至 842，焦煤远月 2601 合约下跌 0.5 (-0.06%) 至 855.5，9-1 价差走弱至 -15。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 188 元/吨；S1.3 G75 主焦煤（蒙 5）沙河驿仓单 950 元/吨（对标），环比 -5，蒙 5 仓单基差 108 元/吨；S1.3 G75 蒙 3 仓单 978 元，环比持平，蒙 3 仓单基差 136 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 21 日，钢联统计 523 矿样本煤矿产能利用率 86.3%，周环比 -3.0%，原煤日产 193.6 万吨，周环比 -7.0 万吨，原煤库存 624.8 万吨，周环比 +17.9 万吨，精煤日产 78.6 万吨，周环比 -3.1 万吨，精煤库存 447.5 万吨，周环比 +37.1 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: 供需边际改善, 成本持稳

#### 【现货】

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

#### 【期货】

5 月 21 日, 硅铁 07 合约对-0.85% (-48), 收于 5620 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 (-) 元/吨, 青海即期生产成本 5708 (-) 元/吨, 宁夏即期生产成本 5469 (-) 元/吨。内蒙即期利润-118 (-) 元/吨, 宁夏即期利润-119 (-) 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, 成交节奏放缓, 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。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。目前主产区厂家利润分化, 亏损企业维持减产, 下游拿货积极性降低。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，但短期需求端缺乏配合，预计价格震荡运行。

### ◆锰硅：锰矿供应压力仍存，静待钢招定价

#### 【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 21 日，锰硅 09 合约对昨收-0.03% (-2)，收于 5792 元/吨。

#### 【成本】

内蒙成本 5768 (-) 元/吨，广西生产成本 6309 (-) 元/吨，内蒙生产利润-188 (-10) 元/吨。

#### 【锰矿】

Jupiter 公布 2025 年 6 月对华 Mn36.5% (Min36%) 南非半碳酸块价格为 3.85 美元/吨度；南非粉 Mn34.5%Fe5% Fines (Min34%) 报价 3.40 美元/吨度，环比 5 月粉矿成交价格 3.35 上涨 0.05 元/吨度。

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 34-34.5 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 34-34.5 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。基本面来看，锰硅维持减产，近期内蒙前期检修、技改工厂陆续复产，宁夏地区减产速度也有所放缓。南方产区供应压缩空间也相对有限，供应压力依旧集中于北方产区。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，预计价格震荡偏低运行为主。

## [农产品]

### ◆粕类：市场炒作阿根廷天气，内外盘偏强

#### 【现货市场】



豆粕：5 月 21 日，国内豆粕现货市场价格小幅上调，其中天津市场 2960 元/吨，涨 10 元/吨，山东市场 2890 元/吨，涨 30 元/吨，江苏市场 2860 元/吨，涨 10 元/吨，广东市场 2890 元/吨，涨 10 元/吨。成交方面，全国主要油厂豆粕成交 36.74 万吨，较前一交易日减 52.21 万吨，其中现货成交 12.49 万吨，较前一交易日增 4.85 万吨，远月基差成交 24.25 万吨，较前一交易日减 57.06 万吨。开机方面，今日全国动态全样本油厂开机率为 64.07%，较前一日上升 0.30%。

菜粕：5 月 21 日全国主要油厂菜粕成交 2200 吨。全国菜粕市场价格涨 10-50 元/吨，基差报价调整。开机方面，全国 19 家菜籽压榨厂开机率为 23%。

#### 【基本面消息】

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%。

巴西全国谷物出口商协会(Anec)：巴西 5 月大豆出口料为 1452 万吨，较上周的预估值 1427 万吨增加 1.75%。如果该预估应验，则巴西 5 月大豆出口量较上年同期增加 100 万吨。今年 3 月巴西大豆出口量曾创出 1570 万吨的纪录。5 月是巴西大豆出口最繁忙的一个月之一，此时生产商基本完成收割工作并持有较高的库存。巴西 5 月豆粕出口料达 236 万吨，高于上周预估的 234 万吨，也高于去年同期时的 197 万吨。

阿根廷经济部长路易斯·卡普托：将延长对小麦出口的税收优惠政策，但明确表示不包括大豆和玉米等其他主要农产品。1 月 27 日到 6 月底，大豆出口税将从 33% 降至 26%，豆粕和豆油出口税从 31% 降至 24.5%，玉米和小麦等谷物出口税从 12% 降至 9.5%。

气象专家海因茨：阿根廷 5 月降雨量为历史平均的三到四倍，其中上周四至周六的强降雨最为严重，部分地区降水高达 400 毫米（约 15.75 英寸），相当于几个月的降雨总和。这一极端天气使得本已潮湿的田地雪上加霜。即使在正常年份，仅 150 毫米的降雨都可能造成局部洪水，而本轮降水则完全突破极限。

中国海关数据显示：2025 年 4 月中国大豆进口量为 608 万吨，同比下降约 20%，创下 2015 年以来同期最低水平。4 月份从巴西进口大豆 460 万吨，同比下降 22.2%。进口放缓原因包括巴西收获延迟，物流瓶颈以及海关通关时间延长，共同导致巴西大豆进入中国市场的速度减慢。

#### 【行情展望】

阿根廷未收割大豆面临洪涝影响担忧，美豆上行，国内两粕跟随。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，目前油厂开机回升，但市场供应压力虽在增加，增加强度或低于此前市场预估，需求维持刚需提货，基差企稳。国内供应持续恢复预期，但利空交易相对充分，豆粕在 2900 附近支撑增强。

### ◆生猪：出栏增加，短期期现震荡偏弱

#### 【现货情况】

现货价格震荡偏弱为主。昨日全国均价 14.49 元/公斤，较前一日下跌 0.01 元/公斤。其中河南均价为 14.59 元/公斤，较前一日下跌 0.13 元/吨；辽宁均价为 14.29 元/公斤，较前一日下跌 0.07 元/公斤；四川均价为 14.27 元/公斤，较前一日持平；广东均价为 15.18 元/公斤，较前一日上涨 0.09 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，近期企业出栏积极性有所增强，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。端午前预计需求增量有

限，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：玉米下跌受限，盘面有所反弹

#### 【现货价格】

5 月 21 日，东北三省及内蒙主流报价 2105-2280 元/吨，局部较昨日跌 5-10 元/吨；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 2260-2270 元/吨，较昨日下跌 20 元/吨；锦州港（15%水/容重 680-720）收购价 2260-2270 元/吨，较昨日下跌 10 元/吨；蛇口港散粮玉米成交价 2370 元/吨，较昨日下跌 10 元/吨。一等玉米装箱进港 2320-2340 元/吨，二等玉米平仓价 2300-2320 元/吨，均价较昨日稳定。

#### 【基本面消息】

据 Mysteel 农产品调研显示，截至 2025 年 5 月 16 日，北方四港玉米库存共计 382.1 万吨，周环比减少 39.5 万吨；当周北方四港下海量共计 62 万吨，周环比增加 8.30 万吨。

据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 5 月 16 日，广东港内贸玉米库存共计 130.4 万吨，较上周减少 13.50 万吨；外贸库存 0.7 万吨，较上周减少 0.70 万吨；进口高粱 31.7 万吨，较上周增加 11.20 万吨；进口大麦 48.5 万吨，较上周减少 7.50 万吨。

#### 【行情展望】

基层余粮基本售尽，粮权转移至贸易商，随着前期盘面不断下调和市场情绪减弱，持粮主体出货积极性增加叠加麦收腾库需要，整体市场供应量尚可，价格稳弱运行，但受限于粮源有限，低价挺价情绪仍在，继续下调幅度受限，底部支撑较强。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集中上市替代预期，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。

短期市场供应趋稳，玉米窄幅震荡，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

#### 【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 21 日，郑棉注册仓单 11455 张，较上一交易日减少 46 张；有效预报 316 张，仓单及预报总量 11771 张，折合棉花 47.08 万吨。

05 月 21 日，全国 3128 皮棉到厂均价 14671 元/吨，涨 50.00 元/吨；全国 32s 纯棉纱环锭纺价格 20951 元/吨，平；纺纱利润为 -1187.1 元/吨，跌 55.00 元/吨；原料棉花价格上涨，纺企纺纱即期利润减少。

◆ 鸡蛋：蛋价底部震荡，关注后市库存需求情况

【现货市场】

5 月 21 日，全国鸡蛋价格有稳有跌，主产区鸡蛋均价为 3.08 元/斤，较昨日价格下跌 0.02 元/斤。货源供应充足，贸易商按需采购，走货一般。

【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：出口改善，棕榈油维持强势

连豆油窄幅震荡，虽然 CBOT 豆类电子盘与 NYMEX 原油电子盘上涨（美元疲软、以色列与伊朗冲突），提振国内油脂，但是大豆大量到港，市场对于未来不乐观，导致盘面震荡。主力 9 月合约报收在 7814 元，较昨日收盘价下跌 6 元。现货小幅下跌，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 8150 元/吨，较昨日下跌 20 元/吨，江苏地区工厂豆油 5 月现货基差最低报 2509+340。广东广州港地区 24 度棕榈油现货价格 8850 元/吨，较前一日下跌 60 元/吨，广东地区工厂 5 月基差最低报 2509+550。

【基本面消息】

马来西亚南部棕果厂商公会（SPPOMA）数据显示，5 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比增加 3.72%，其中鲜果串（FFB）单产环比增加 1.72%，出油率（OER）环比增加 0.38%。

船运调查机构 SGS 公布数据显示，马来西亚 5 月 1-20 日棕榈油出口量为 651381 吨，较 4 月 1-20 日出口的 572729 吨增加 13.7%。其中对中国出口 5.69 万吨，较上月同期的 3.42 万吨增加 2.27 万吨。

马来西亚棕榈油局（MPOB）网站发布的海关通知称，马来西亚已将 6 月毛棕榈油的出口税定为 9.5%，

低于 5 月份的 10%。6 月份毛棕榈油的参考价格定为每吨 3,926.59 令吉/吨 (914.9 美元)，低于 5 月的参考价格 4,449.35 令吉/吨 (1008.2 美元，当时汇率为 1 美元兑换 4.413 令吉)。

马来西亚棕榈油理事会 (MPOC) 表示，5 月毛棕榈油价格预计将在 3750 马币至 4050 马币之间波动，之后逐步回升。贸易紧张局势以及欧佩克 (OPEC) 增加原油产量的决定加剧市场波动。预计 6 月至 9 月的全球植物油需求将有利于棕榈油，从而限制价格进一步下行。

#### 【行情展望】

棕榈油方面，受马来西亚下调出口关税以及出口改善等利多提振和影响，毛棕榈油期货短线经过震荡后仍有向 4000 令吉附近逐步靠近的预期。关注后市能否在此获得支撑而逐步止跌企稳。国内方面，大连棕榈油期货市场维持区间震荡整理走势，短线窄幅波动整理且不排除有短暂向上冲高 8200 的可能。豆油方面，阿根廷洪涝可能使大豆减产 (该国是全球最大的豆油出口国)、美国降雨可能拖延美豆播种进度 (CBOT 大豆上涨在成本端提振美国豆油)，利好 CBOT 豆油。另外，美联储官员对于经济的谨慎看法促使美元下行，支撑整体商品市场。短线来看 CBOT 豆油受到提振，不过上方空间有限，盘面上方压力在 50-51 美分，因美国生物柴油政策不确定，短期内盘面不会持续上涨。国内方面，工厂豆油供应正在增加，市场备货很快结束，端午之后进入需求最为清淡的时节，豆油的基本面变差。巴西大豆大量供应格局不变，市场也不愿大量采购，在等待基差报价下跌，这对行情有拖累。现货豆油基差报价将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：基本面变化不大，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 21 日，河北崔尔庄市场停车区到货 15 车，到货多为成品等外少量，到货质量不一价格悬殊，参考到货特级 7.50-10.00 元/公斤，市场成交清淡，棚区出摊率下降。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 元/公斤，一级 9.00 元/公斤，客商按需采购早市成交清淡。

#### 【行情展望】

销区市场货源供应持续，端午备货处于尾声市场成交清淡，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 22 日，美国商业原油库存增长，且地缘局势暂无激化迹象，国际油价下跌。NYMEX 原油期货换月 07 合约 61.57 跌 0.46 美元/桶，环比-0.74%；ICE 布油期货 07 合约 64.91 跌 0.47 美元/桶，环比-0.72%。中国 INE 原油期货主力合约 2507 涨 3.6 至 468.2 元/桶，夜盘跌 5.1 至 463.1 元/桶。

#### 【重要资讯】

亚洲炼油商近期达成多笔原油采购交易，日本与韩国炼厂以每桶较迪拜基准价溢价 30 至 40 美分的价格购入 7 月装船的伊拉克 Das 原油，卖方为中国某大型石油企业，具体交易量未披露。此外，道达尔能源向韩国炼厂出售约 100 万桶 7 月装船的阿联酋 Umm Lulu 原油，挪威 Equinor 则向台湾炼厂供应 8 月到货的 Upper Zakum 原油，后两笔交易价格细节尚未公开。

印度 5 月自俄罗斯原油进口量预计创 10 个月新高，Kpler 数据显示当月前 21 天日均进口量达 198 万桶，主要品种为乌拉尔原油。美国全面制裁导致 2 月进口量跌至 14 个月低位后，印度通过引入非制裁油轮及加强与贸易商、船运中介合作重建供应链。4 月起恢复进口俄远东 Sokol 原油，5 月经东部港口（含 ESPO）的原油日均到货量环比增长 60%至 22.5 万桶，6 月已有 10 批 ESPO 原油预定发往印度，接近历史峰值。

中国石油集团首席地质学家窦立荣在北京世界天然气大会期间表示，若油价维持在每桶 60-70 美元的“舒适区间”，国内天然气产量将在 2035 年前后达峰。预测显示，2030-2035 年间年产量将达 2800-3400 亿立方米，主要驱动力来自致密气、页岩气及煤层气等非常规资源开发。能源结构转型方面，随着原油产量趋稳与煤炭逐步减产，天然气在化石能源中的占比将持续提升。窦立荣指出，未来五年地质勘探新发现将支撑产能扩张，但 2040 年国内产量预计为 3200 亿立方米，仅能满足 6400 亿立方米需求量的 50%。中石油强调将进口依存度控制在 50%以内，以保障能源安全底线。

根据彭博对美国总统特朗普在社交媒体上发布的帖子的分析，特朗普暗示他偏好油价在 40 美元水平，考虑到这一点，OPEC+增产可能会获得白宫的欢迎。在美国讨论解除对叙利亚的制裁以及继续与伊朗进行核谈判的情况下，油价可能会下跌。

#### 【主要逻辑】

国际油价宽幅震荡，市场多空僵持。主要逻辑仍在于宏观和地缘对供应边际预期的影响。具体来看，地缘风险溢价对原油市场构成支撑，CNN 报道以色列筹备打击伊朗核设施后油价短暂冲高，凸显区域冲突升级可能中断原油流通的担忧。此前市场预计伊朗拥有 160 万桶/日的闲置产能，若美伊核协议达成解除制裁，额外供应恐加剧市场过剩，目前谈判陷入僵局，短期风险有所增加。基本面方面，IEA 已将年内剩余时间需求增长预期下调至 65 万桶/日，OPEC+逐步复产预期压制上行空间，夏季需求旺季临近交替影响多空情绪，短期市场在消息面影响后，回归观望心态，盘面维持区间宽幅震荡概率较大。

#### 【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，美国加大对伊朗俄罗斯施加制裁，美联储超预期降息等。

## ◆尿素：上游库存反弹，后市需关注夏季农需启动时点与强度的预期差

### 【现货价格更新】

国内尿素小颗粒现货价格，河南市场主流价 1890(-10)，基差 35(-16)；山东市场主流价 1880(0)，基差 25(-6)；山西市场主流价 1760(0)，基差 -95(-6)；河北市场主流价 1880(-20)，基差 25(-26)；江苏市场主流价 1910(0)，基差 55(-6)；

### 【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，供给端压力持续释放，多数产区装置运行稳定，山东、山西、新疆等地工厂日产量维持在较高水平，叠加新疆新冀能源新产能投产调试，市场供应宽松格局未改。且 5-6 月计划检修企业数量较少，期间多半以企业短时故障为主，日产大概率在 19 万吨以上，或者 20 万吨上下做波动运行。尿素行业日产 20.48 万吨，尿素产能利用率为 89.05%。

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，国内尿素企业总库存量 91.74 万吨，较上周增加 10.02 万吨，环比增加 12.26%。本周期尿素企业库存有所增加。近期尿素价格多受政策调控，市场交易情绪有所降温，下游采购积极性不高，局部工厂出货量减少。

4. 外盘方面，中国尿素出口供应商的目标价格仍为小颗粒 360 美元/吨 FOB，大颗粒尿素 370 美元/吨 FOB，在埃塞俄比亚 EABC 最近的尿素进口标购中，中标 5 船货物，其中三船货物将于 6-7 月份从中国装运。在印度尼西亚，至少有一家贸易商从印尼购买了 4 万吨大颗粒尿素，价格大约 370 美元/吨 FOB，另一家贸易商公司于 5 月 19 日以 370 美元/吨 FOB 的价格为印度进口了 3 万吨尿素，5 月底装船，安云思了解到本周二印尼 Bontang 港 FOB 报价已经高达 380 美元/吨。在中东地区：卡塔尔能源公司 2.5-4.5 万吨的大颗粒尿素出口标售中，最高的报价为 370 美元/吨 FOB 中位，可能已达成交易，生产商或相关部门未回应，之前市场的预期价格为 370 美元/吨 FOB。

### 【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. 国内尿素工厂库存压力逐渐显性化，上周库存增加，叠加新单成交持续疲软暗示需求真空期临近。当前主力合约 2509 基差已基本平水，期货盘面定价已隐含“日产高位+出口受限”的弱现实预期。随着山东、河南等主产区工厂预收订单逐步消化，现货市场或进入降价换量阶段，但期货市场可能提前计价农需备货的脉冲式反弹预期。华北夏季追肥周期临近，农业经销商当前低库存状态下的集中补库可能引发期现共振反弹，需警惕期货提前 1-2 周计价该预期。

### 【策略】

建议单边观望为主，等待信号进一步明确。主力合约波动调整到 [1820, 1920] 附近，期权端建议等待波动率放大，做扩波动率为主，仅供参考。

### 【风险提示】

天气异常导致农业需求断档，若主产区持续强降雨延误施肥窗口，库存压力可能加速价格重心下移；装置突发故障形成供给冲击，目前行业开工率处于高位，部分高龄装置非计划停车可能引发区域性供需错配

## ◆PX：油价上涨乏力且下游存减产预期，PX 反弹承压

### 【现货方面】

5 月 21 日，亚洲 PX 价格反弹。原料价格受地缘风险支撑跳涨，也带动早间 PX 商谈水平上行。PX 供需面来看，国内个别 PX 大厂负荷恢复时间提前，预期供应增加，但下游 PTA 期货上涨，加之美金现货市场买气仍较强，窗口内买家接货挺价积极，PX 价格反弹上行，现货浮动水平同样较强，日内 7 月浮动在 +10 递盘，8 月在 +6/+7 商谈。尾盘实货 7 月在 832/842 商谈，8 月在 830.5/832 商谈，7/8 换月在 +15 有卖盘。五单 7 月亚洲现货分别在 837(嘉能可卖给 GS)、836(恒力卖给中基)、836(三井卖给中基)、837.5(OQ 卖给中基)、837.5(嘉能可卖给中基)成交。(单位：美元/吨)



### 【成本方面】

5 月 21 日，亚洲 PX 上涨 8 美元/吨至 836 美元/吨，折合人民币现货价格 6932 元/吨；PXN 至 259 美元/吨附近。

### 【供需方面】

供应：上周亚洲及国内 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 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。EIA 周报显示美国原油及成品油超预期累库，油价有所承压，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 反弹承压。策略上，短期供需偏紧格局且油价不大跌前提下 PX 下方空间有限，关注 6600 附近支撑；PX9-1 价差仍偏正套；PX-SC 价差短期压缩。

## ◆PTA：油价上涨乏力且下游存减产预期，PTA 反弹承压

### 【现货方面】

5 月 21 日，PTA 期货震荡上行，现货市场商谈氛围一般，现货基差企稳。贸易商商谈为主，5 月货在 09 升水 120~130 附近成交，个别略高，价格商谈区间在 4855~4935 附近。6 月主港在 09 升水 120~140 有成交。主流现货基差在 09+126。

### 【成本方面】

5 月 21 日，PTA 现货加工费至 355 元/吨附近，TA2509 盘面加工费 356 元/吨。

### 【供需方面】

供应：上周 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 21 日，涤丝价格重心涨跌互现，产销整体偏弱。涤丝工厂目前库存相对较低，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，本周基差回落明显。然而昨日随着华东一 PTA 装置检修兑现，基差有所企稳。但短期油价上行乏力且下游聚酯工厂存减产意向，PTA 反弹承压。策略上，供需偏紧格局且油价不大跌前提下 TA 下方空间有限，关注 4600 附近支撑；TA9-1 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 21 日，受原料反弹支撑，直纺涤短期货偏强震荡。现货工厂报价下调 100，成交优惠商谈。贸易商方面部分维稳，部分优惠仍有适度放大。直纺涤短成交较昨日好转，截止下午 3:00 附近，平均产销 69%。

### 【成本方面】

5 月 21 日，短纤现货加工费至 928 元/吨附近，PF2506 盘面加工费至 864 元/吨，PF2507 盘面加工费至 894 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。但受中东地缘提振，油价走势偏强，对短纤价格有所提振。短期短纤驱动仍偏弱，价格随原料波动。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 21 日，内盘方面，聚酯原料期货小幅收涨，聚酯瓶片工厂报价多稳。日内聚酯瓶片市场交投一般。5-7 月订单多成交在 6000-6060 元/吨出厂附近，局部略高 6100-6170 元/吨出厂附近不等，局部略高或略低，品牌不同价格略有差异。出口方面，聚酯瓶片工厂出口报价多稳。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 328 元/吨附近，PR2507 盘面加工费 379 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 21 日，乙二醇价格重心窄幅调整，市场商谈尚可，午后起现货基差略有走强。日内乙二醇盘面震荡调整，现货主流商谈在 09 合约升水 83-92 元/吨附近，午后场内买盘有所增加，基差商谈重心抬升。近期市场情绪受聚酯减产消息扰动明显。美金方面，乙二醇外盘重心窄幅调整，场内报盘偏少，近期船货递盘在 525-527 美元/吨，少量远洋船货 523 美元/吨提单成交。

##### 【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】

日国内液碱市场成交尚可，多地价格持稳为主。山东地区受氧化铝采购液碱价格上涨带动，且氯碱企



业库存不多，多数企业 32%液碱价格上调，为市场价区间内调整，32%液碱市场主流成交区间未动，50%液碱出货平稳，价格持稳。河北地区下游和贸易商接货尚可，价格持稳。其他多数地区供需情况变动不多，价格持稳。山东 32%离子膜碱市场主流价格 820-905 元/吨，50%离子膜碱市场主流价格 1380-1420 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近期连续四次提涨，当前已涨至 800 元/湿吨，支撑现货价格。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 粉市场现货价格窄幅整理，PVC 期货区间震荡，贸易商报盘变化不大，局部地区实单价格稳定，部分地区价格小幅走低，整体下游采购积极性较低，观望为主，市场内现货成交偏淡。5 型电石料，华东主流现汇自提 4740-4870 元/吨，华南主流现汇自提 4850-4890 元/吨，河北现汇送到 4570-4710 元/吨，山东现汇送到 4730-4780 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：盘面震荡回落，关注现货及库存变化

#### 【苯乙烯现货】

华东市场苯乙烯市场小幅震荡，至收盘现货 7830-7870，5 月下 7840-7870，6 月下 7710-7760，7 月下 7550-7580，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】

纯苯市场价格窄幅整理，截至收盘江苏港口纯苯 5 下商谈参考 6080 / 6130 元/吨，6 月下商谈 6100 / 6150 元/吨，7 月下商谈 6100 / 6150 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】

苯乙烯近一轮反弹主要基于关税缓和使得苯乙烯需求预期修正以及低库存下市场火爆支撑做多情绪。但当前价格本周已显露一定疲态。从基本面看苯乙烯下游 3S 自身高库存问题或反映向终端的传导并不十分流畅，加之利润仍面临考验，抢出口阶段未见到订单的大幅新增导致对后续高价苯乙烯有负反馈预期。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 延续下跌

### 【原料及现货】

截至 5 月 21 日，丁二烯山东市场价 10700（-300）元/吨；丁二烯 CIF 中国价格 1200（+0）美元/吨；顺丁橡胶（BR9000）山东齐鲁石化市场价 12200（-200）元/吨，顺丁橡胶-泰混价差-2350（-150）元/吨，基差 300（-30）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 21 日报道：截止 2025 年 5 月 21 日（第 21 周），中国高顺顺丁橡胶样本企业库存量：3.28 万吨，较上期（20250521）+0.07 万吨，环比+2.12%。本周期受成本面因素影响，华北地区多数民营顺丁橡胶装置存在不同程度降负，然临近结算周期末，下游观望丁二烯行情走弱后，等跌情绪明显导致出货压力持续，整体成交跟进不佳，样本生产企业库存及样本贸易企业库存均有增加。

### 【分析】

5 月 21 日，丁二烯偏弱整理，BR 延续下跌，合成橡胶主力合约 BR2506 尾盘报收 12015 元/吨，涨幅-1.52%（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，顺丁橡胶供增需弱，但 BR 仓单数量较低，预计 BR 短期震荡偏弱。

### 【操作建议】

BR2507-BR2509 正套离场；BR2507 在 12000 以上逢高做空

### 【短期观点】

震荡偏弱



◆LLDPE:可现货情绪转弱, 成交明显转差

【现货方面】

华北 7260-7280 (-20) /09+40 (-20), 华东 7400 (+0) /09+180 (+0), 华南 7500 (-80) /09+280 (-80)  
现货继续走弱, 成交偏差

【供需库存数据】

供应: 截止 2025 年 5 月 21 日, 产能利用率 76.59% (-98%)。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 21 日, 两油去 2.9wt, 煤化工去 2.1wt

【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 21 日, 产能利用率 76.8% (-0.01%)。

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 21 日, 上游去 1.12wt, 贸易商去 0.58wt

【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 2310-2320 (09+47 到+45), 华南 2340-2350 (09+70 到+80) 今日甲醇期货震荡, 整体出货一般, 基差维持。

【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: 截止 2025 年 5 月 21 日, 上游去 0.2wt, 港口累 0.6wt

【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, CT0 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：基本面偏弱，胶价下跌

【原料及现货】截至 5 月 21 日，杯胶 54.20 (+0.20) 泰铢/千克，胶乳 62.75 (0) 泰铢/千克。云南胶水收购价 14100 (+100) 元/吨，海南新鲜胶乳 14300 (-100) 元/吨，全乳胶上海市场 14750 (-150) 元/吨，青岛保税区泰标 1780 (-10) 美元/吨，泰混 14550 (-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】2025 年 5 月 21 日，欧盟委员会发布公告 (C/2025/2778)，正式对进口自中华人民共和国的新乘用车及轻卡充气橡胶轮胎（以下简称“被调查产品”）启动反倾销调查。本案被调查产品为原产于中华人民共和国的新充气橡胶轮胎，用于小型汽车（包括旅行车和赛车）以及载重指数不超过 121 的公共汽车或卡车（“被调查产品”）。参考欧盟 HS 编码：40111000, 40112010 (HS 编码仅供参考，以产品描述为准)。

【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，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，区间内高抛为主。

【操作建议】运行区间参考 14500-15500，区间内高抛为主

### ◆多晶硅：多晶硅仓单增加，现货下跌，期货低位震荡

【现货价格】5 月 21 日，据 SMM 统计，N 型复投料均价 36500 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】SMM 报价 N 型复投料下跌 1000 元/吨至 36500 元/吨。PS2507 回升 235 元/吨至 35860 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，仓单大幅增加 310 手至 450 手，关注盘面的消化能力。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】，基本面转弱。

【操作建议】观望，价格主要波动区间下移至 34000-40000 元/吨

#### ◆工业硅：工业硅价格持续走弱

【现货价格】5 月 21 日，据 SMM 统计，华东地区通氧 Si5530 工业硅市场均价 8700 元/吨，Si4210 工业硅市场均价 9600 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，工业硅期货仓单下降至 32.83 万吨，据 SMM，社会库存共计 59.9 万吨，环比有所回升。

【逻辑】华东现货价格继续下跌 100 元/吨，工业硅期货价格继续承压下跌，SI2507 下跌 75 元/吨至 7865 元/吨。价格持续下跌，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 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