

华泰期货贵金属与有色策略周报

华泰期货研究院 新能源&有色研究 2025.5.25

陈思捷 F3080232 Z0016047

师 橙 F3046665 Z0014806

封 帆 F03036024 Z0014660

联系人:

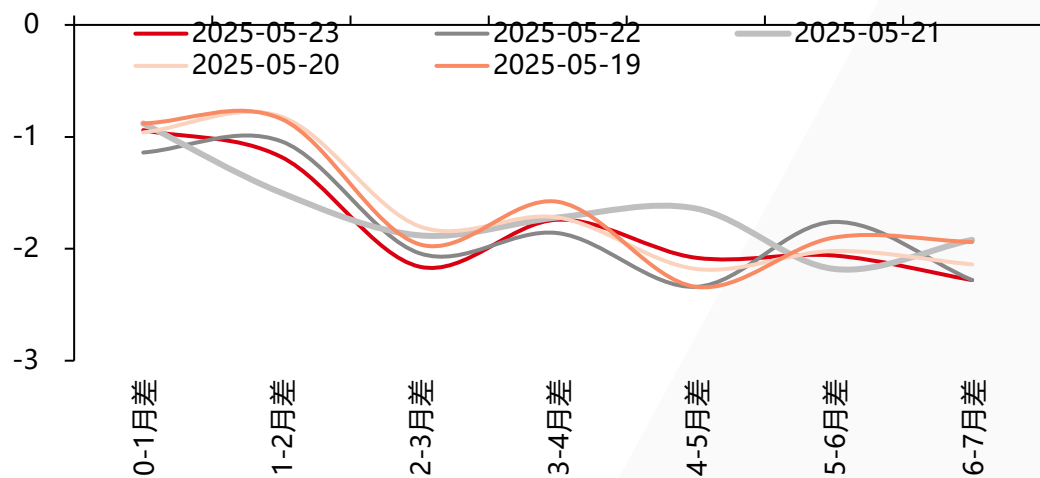
王育武 F03114162

联系方式: 18516275668

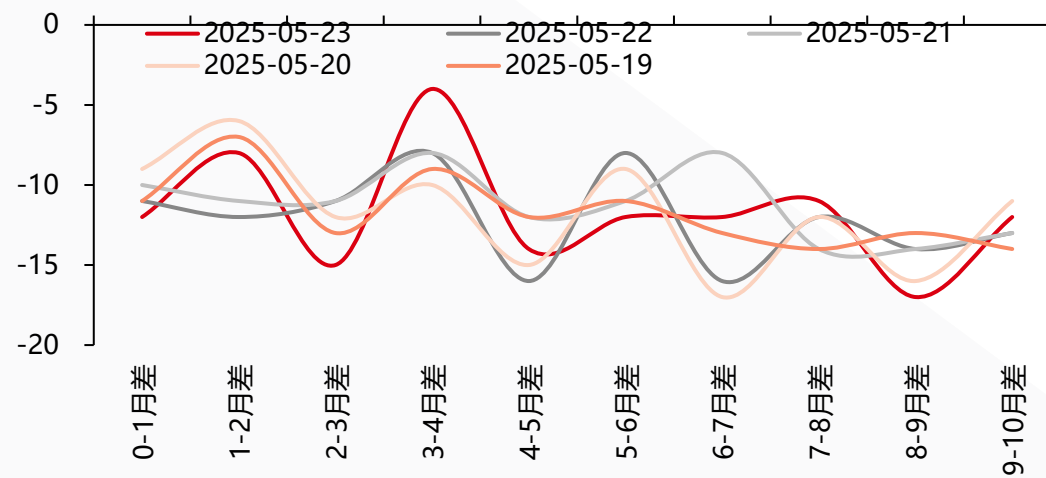


一、内外价差结构及比价

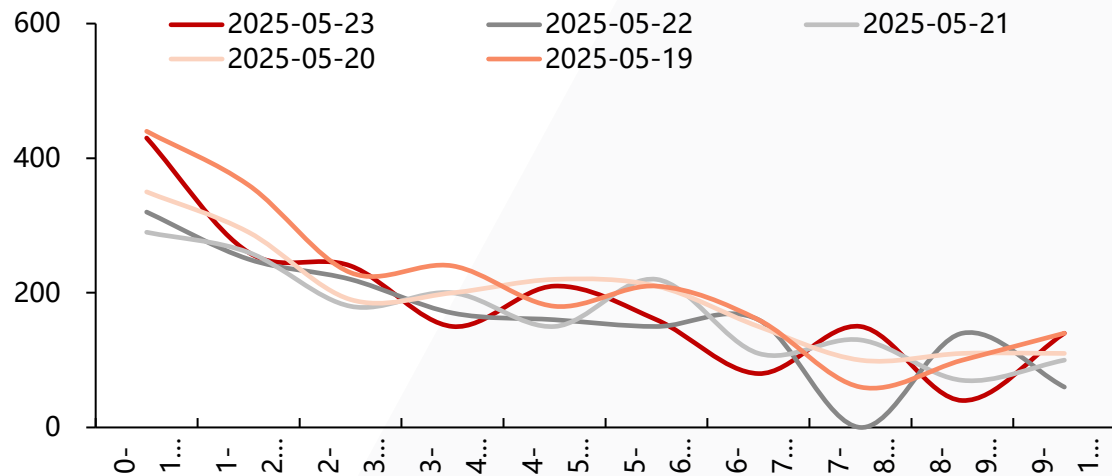
SHFE金价差结构 (元/千克)



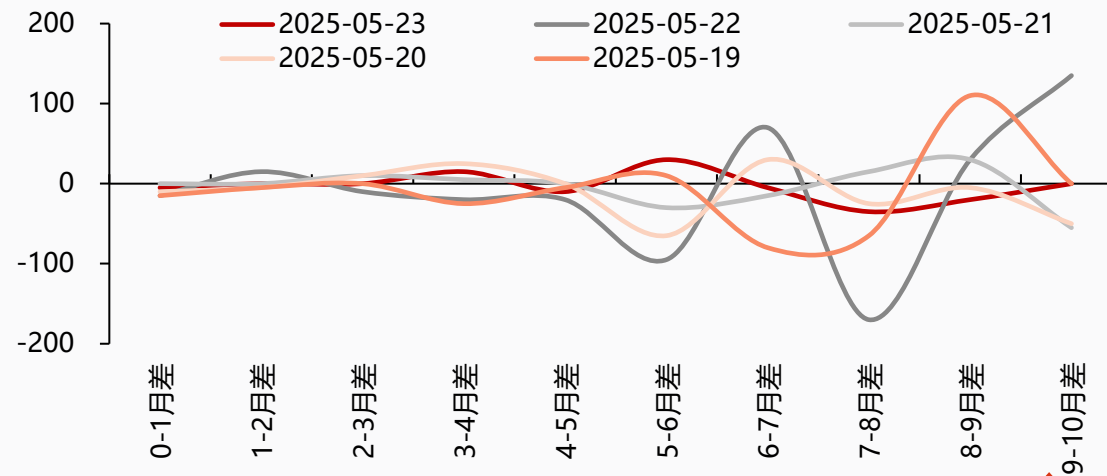
SHFE银价差结构 (元/千克)



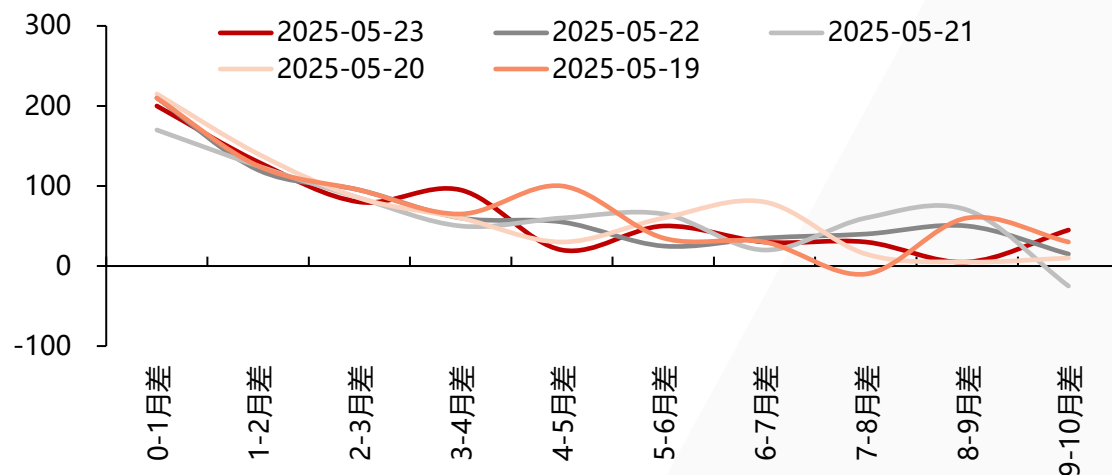
SHFE铜价差结构 (元/吨)



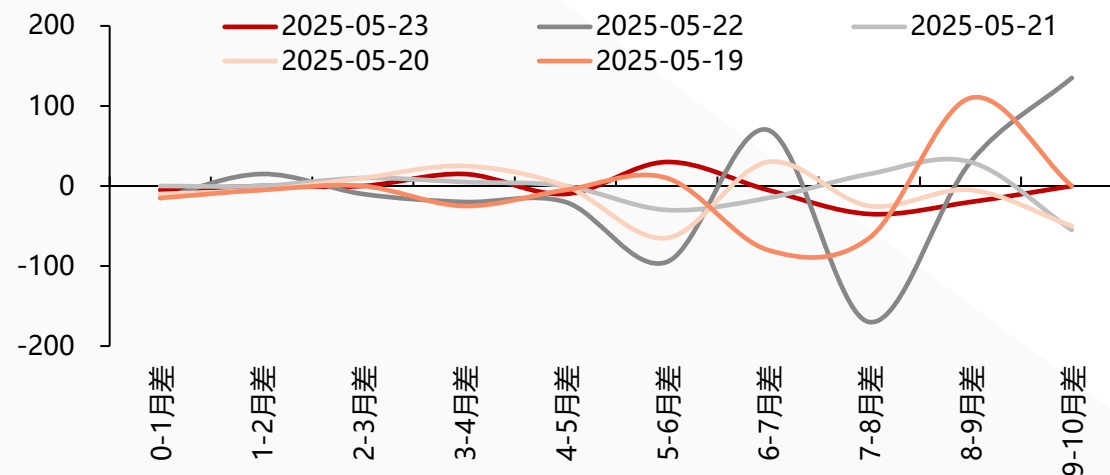
SHFE铝价差结构 (元/吨)



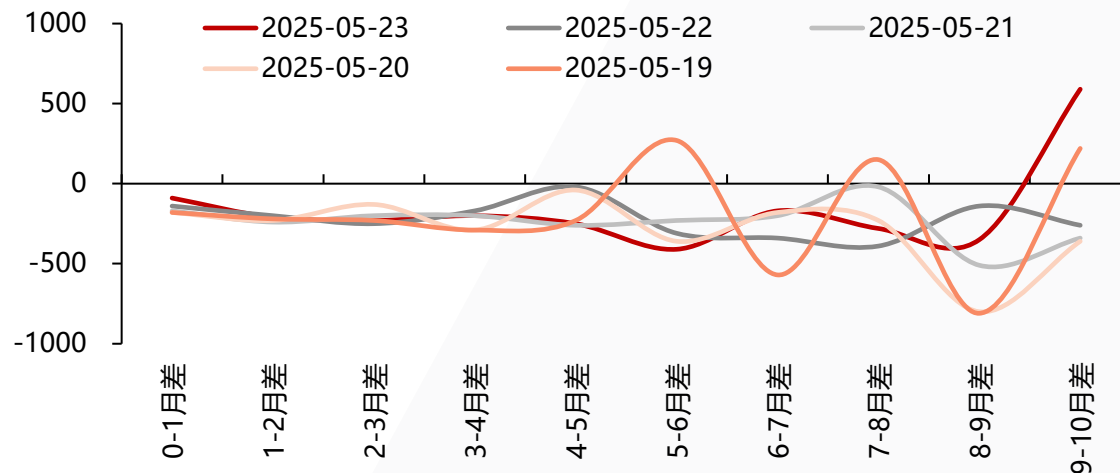
SHFE锌价差结构 (元/吨)



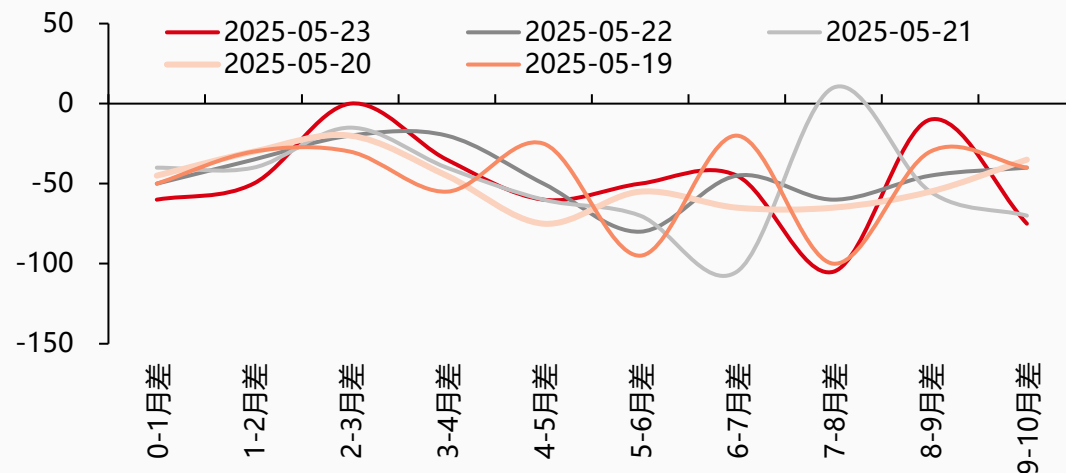
SHFE铅价差结构 (元/吨)



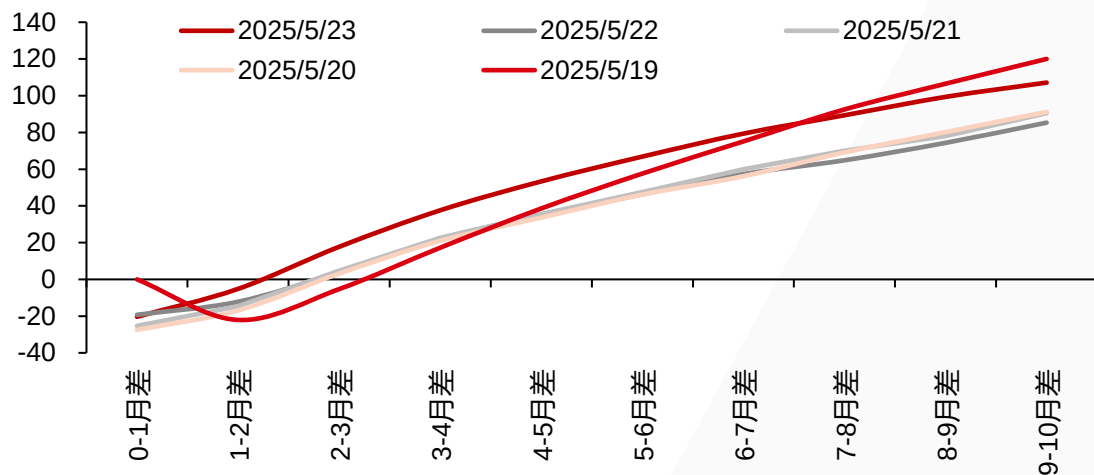
SHFE镍价差结构 (元/吨)



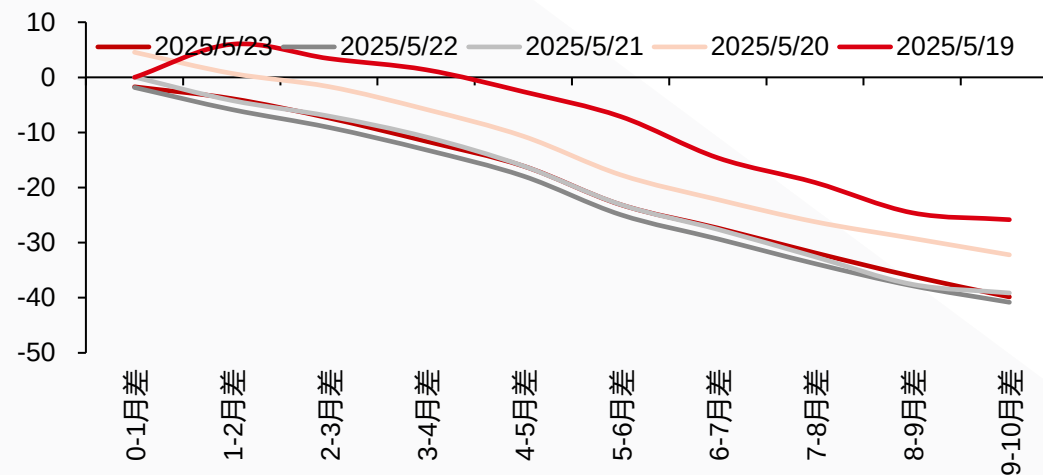
SHFE不锈钢价差结构 (元/吨)



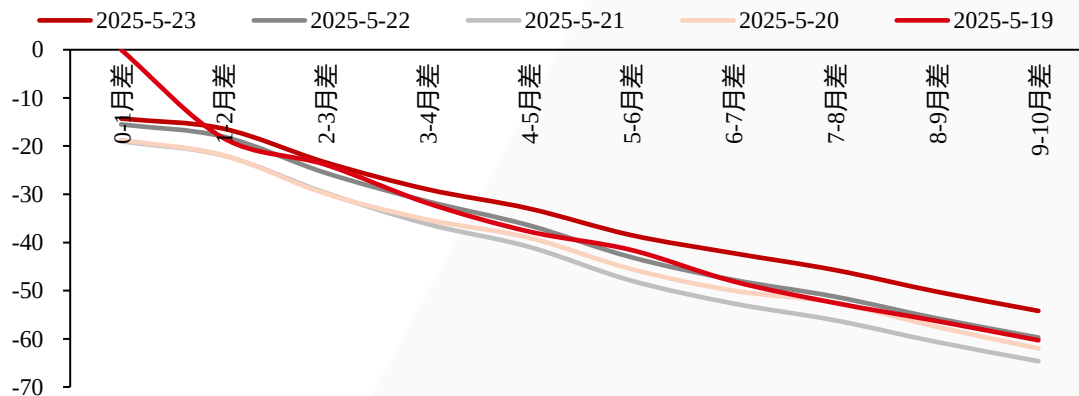
伦铜价差结构 (美元/吨)



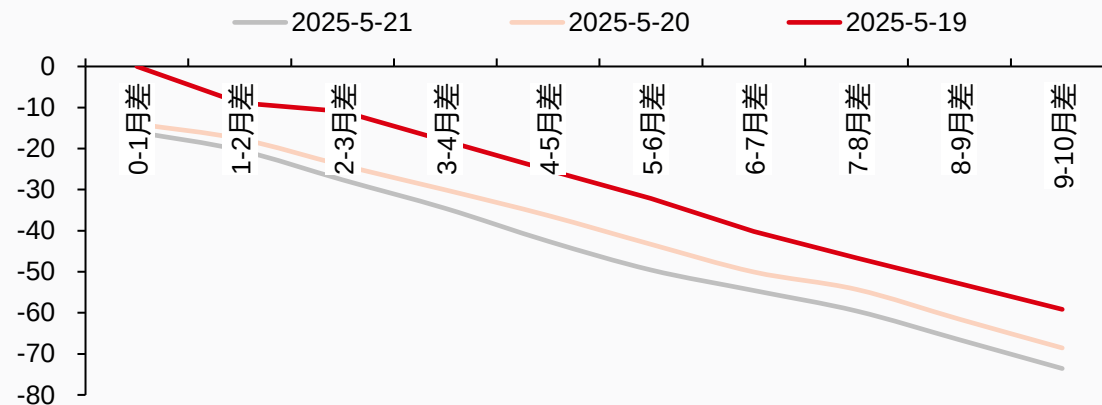
伦铝价差结构 (美元/吨)



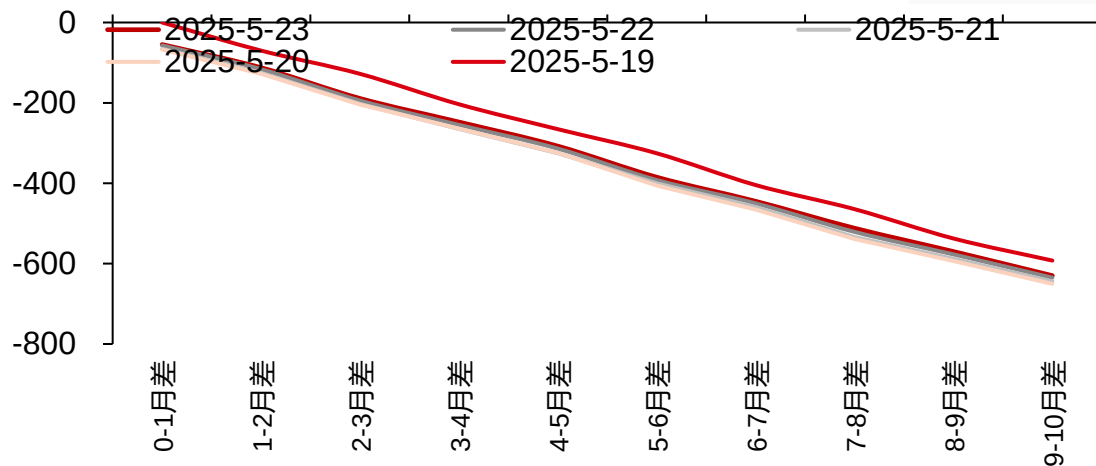
伦锌价差结构 (美元/吨)



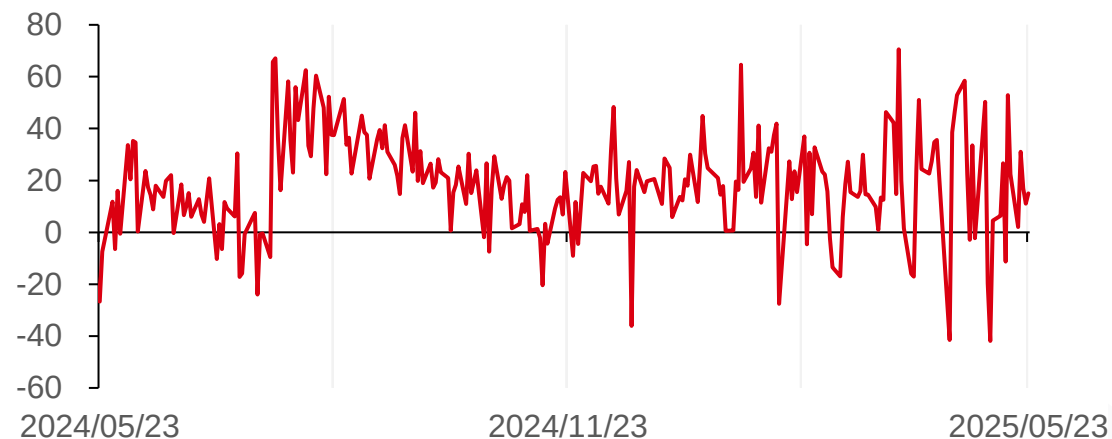
伦铅价差结构 (美元/吨)



伦镍价差结构 (美元/吨)



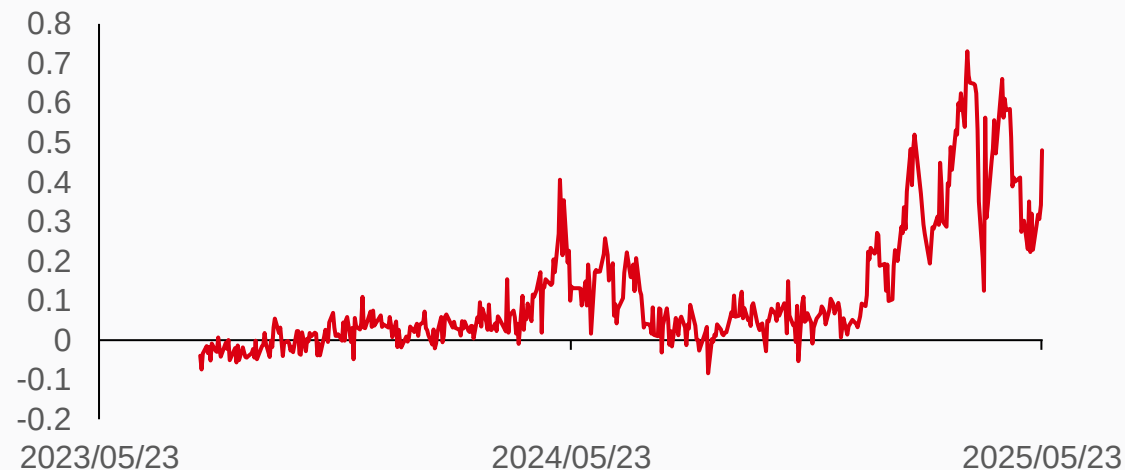
Comex黄金对伦敦金溢价 (美元/盎司)



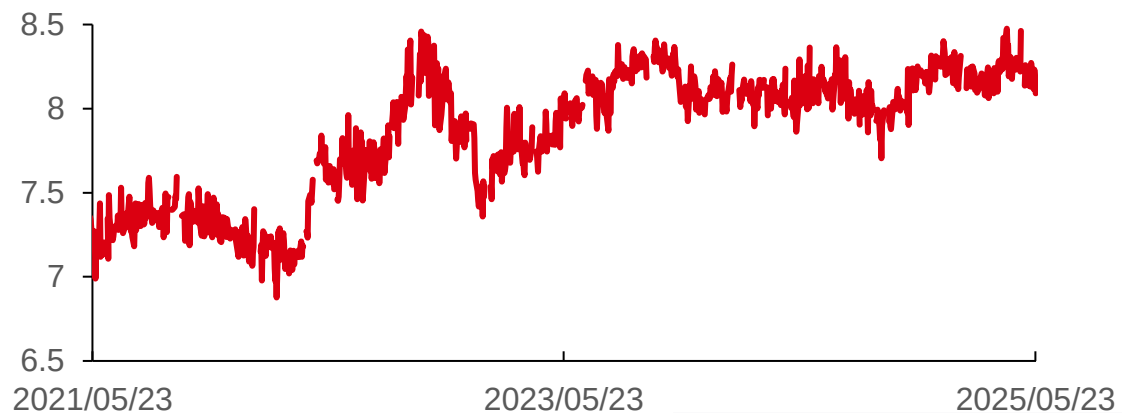
Comex白银对伦敦金溢价 (美元/盎司)



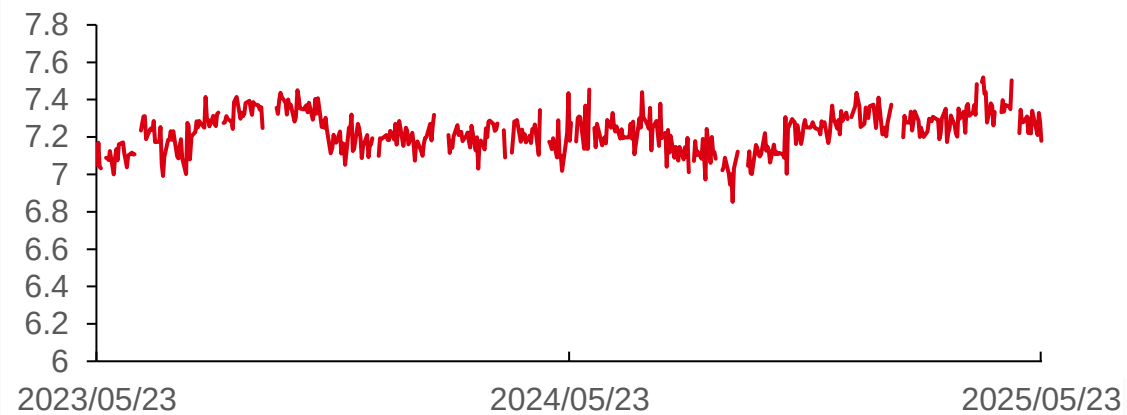
Comex铜价对伦铜溢价 (美元/磅)



沪铜/伦铜 (倍)



国际铜/伦铜 (倍)



沪铝/伦铝 (倍)



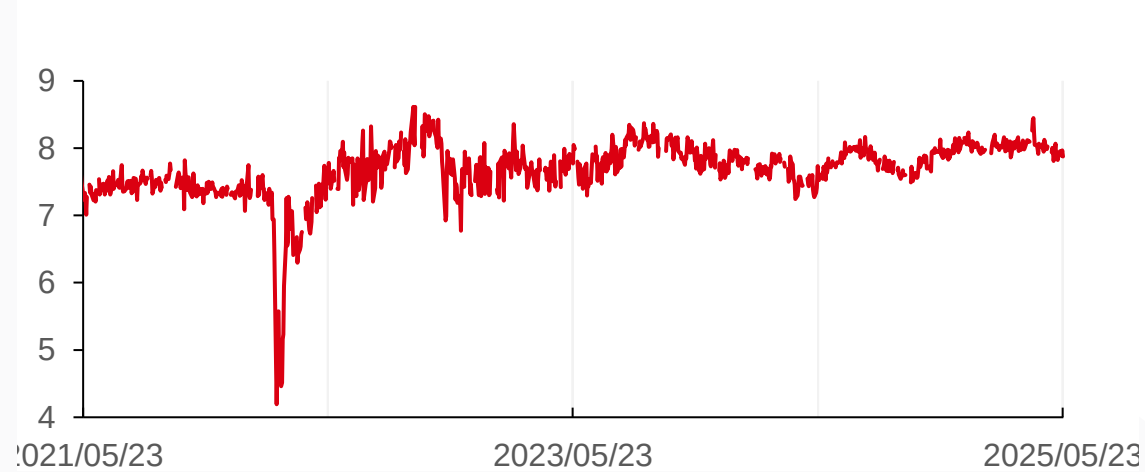
沪铅/伦铅 (倍)



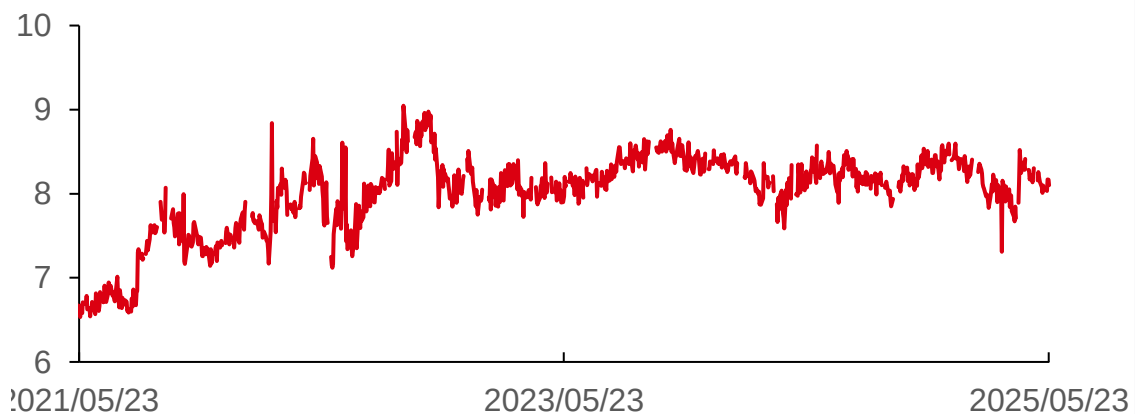
沪锌/伦锌 (倍)



沪镍/伦镍 (倍)



沪锡/伦锡 (倍)



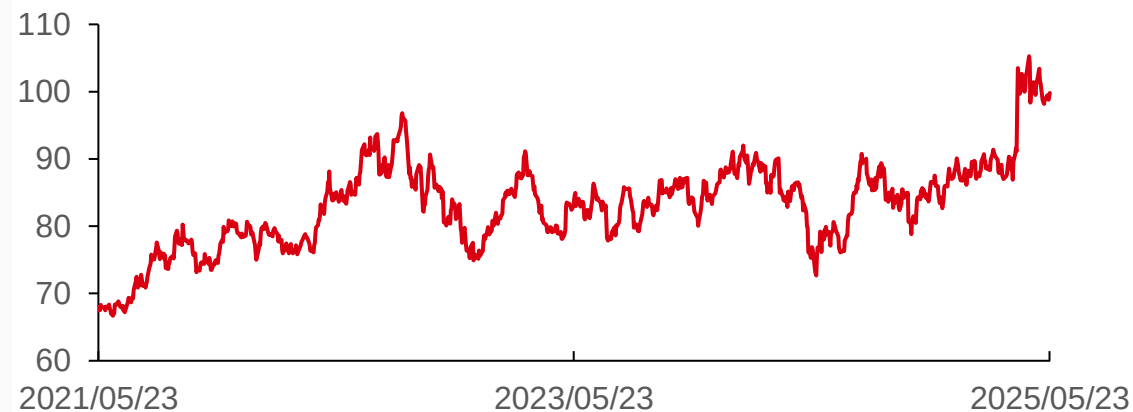
镍/不锈钢 (倍)



内盘金银比价 (倍)



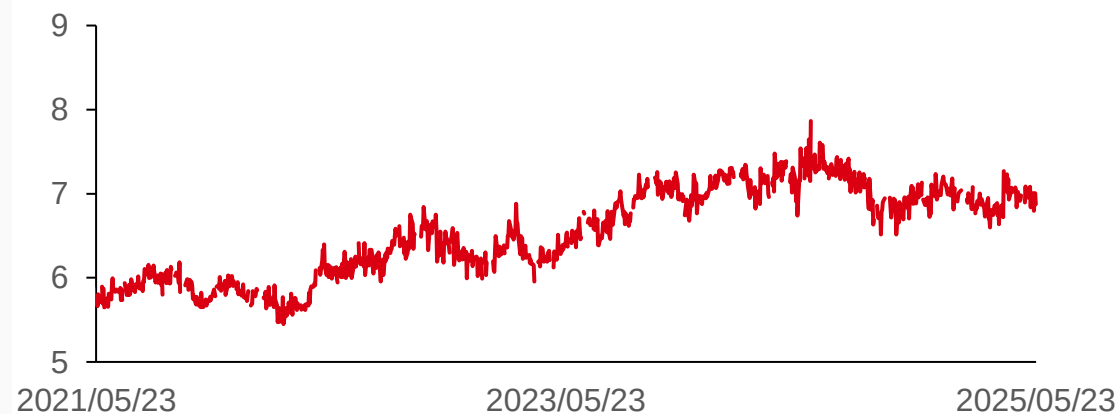
外盘金银比价 (倍)



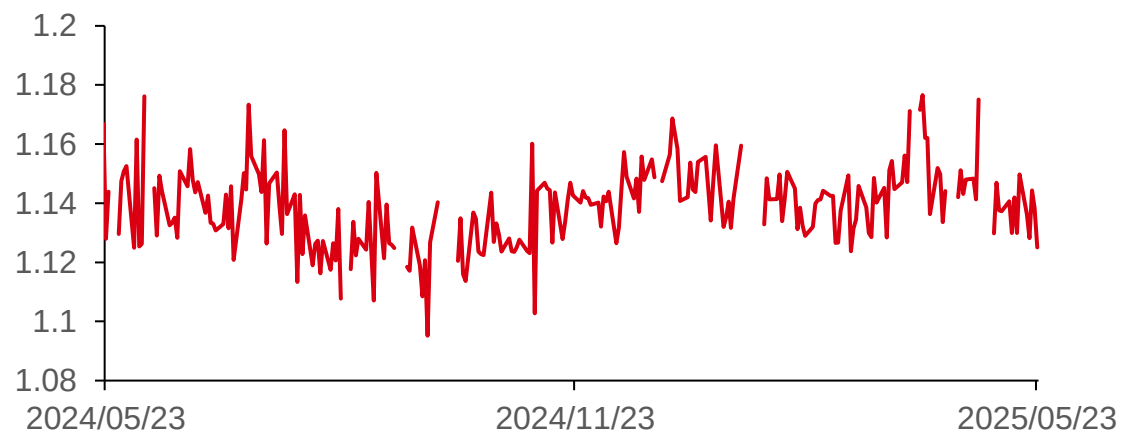
黄金内外盘比价 (倍)



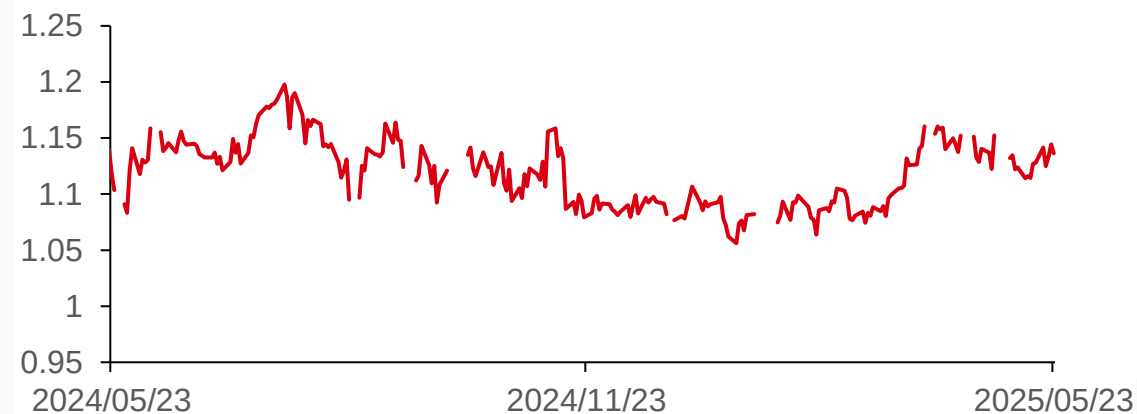
白银内外盘比价 (倍)



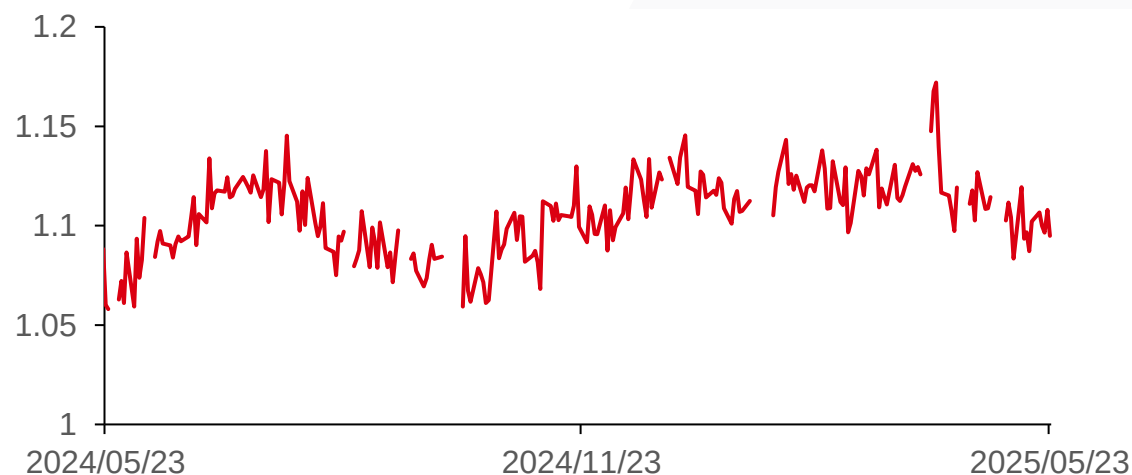
铜除汇比价 (倍)



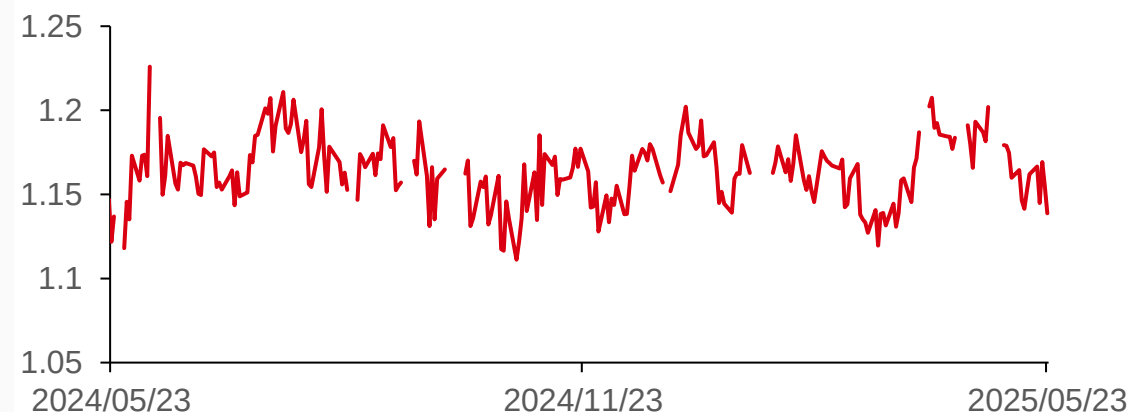
铝除汇比价 (倍)



镍除汇比价 (倍)



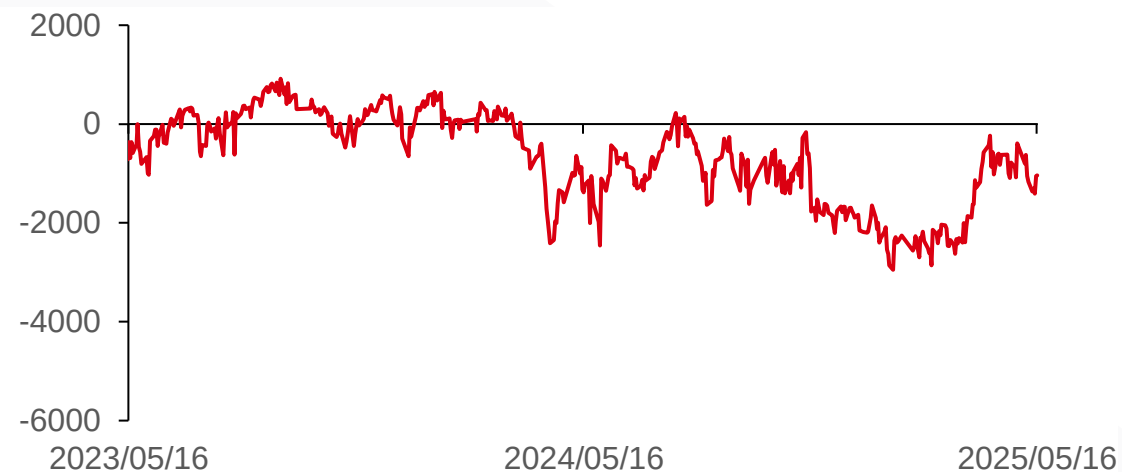
锌除汇比价 (倍)



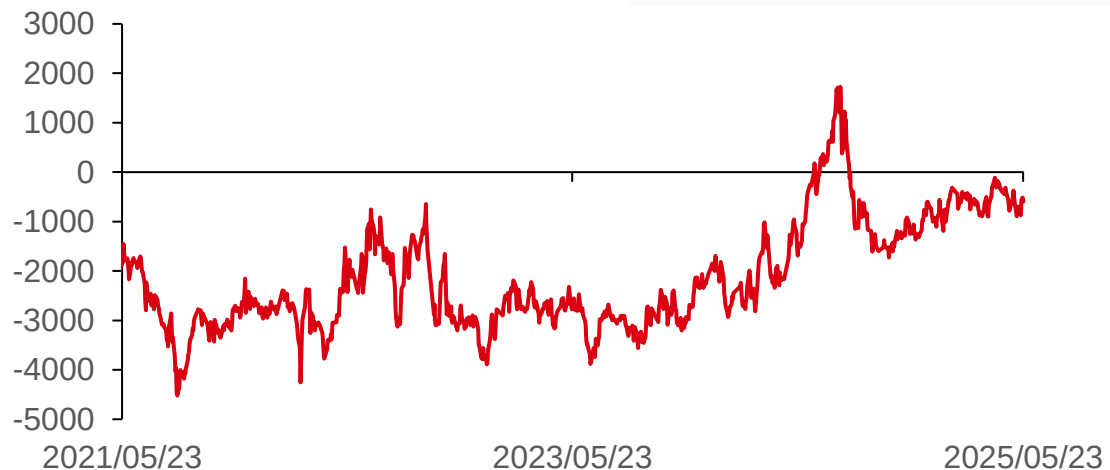
铜现货进口盈亏 (元/吨)



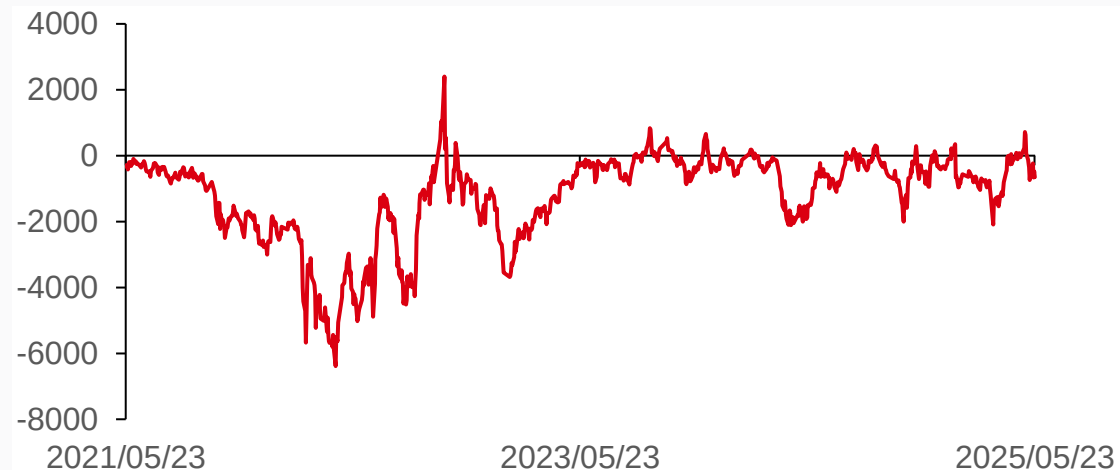
铝现货进口盈亏 (元/吨)



铅现货进口盈亏 (元/吨)



锌现货进口盈亏 (元/吨)





二、各品种观点



各品种库存周期图：

供求平衡
库存见底回升

供大于求
过剩加剧，库存加速积累

供大于求
过剩缓解，库存积累放缓

供求平衡
库存见顶回落

供不应求
短缺扩大，库存加速下降

供不应求
短缺缓和，库存下降放缓

供求平衡
库存见底回升

碳酸锂

镍

不锈钢

锡

铝

工业硅

多晶硅

铅

锌

氧化铝

铜

因子

驱动变化

逻辑观点

利率影响

↑

5月23日当周，1年前美债收益率上涨2个基点至4.15%，10年期美债收益率上涨8个基点至4.51%，20年期美债收益率上涨11个基点至5.03%。周内20年期美债拍卖遇冷后，长端收益率跃升，基准10年期美债收益率周内一度涨至4.63%，为二月中旬以来最高水平。另据外媒报道美联储在5月也存在一定买入长端美债的计划，这样的行为基本可视之为“QE”。

通胀影响

↑

5月23日当周，Breakeven inflation rate（通常用于反映市场对于通货膨胀之预期）较前一周下降1个基点至2.33%。而美联储主席鲍威尔提及的可能会对政策利率制定的框架进行调整则或许会容忍更高的通胀水平，同时原油价格最近也有所回升，叠加关税以及特朗普减税政策的影响，因此未来通胀预期或仍继续走高。

汇率影响

中性

5月23日当周，美元指数下降1.84%至99.12，1年期欧美公债利差上周收于2.3002%，较此前一周上涨2个基点。10年期公债利差收于1.7926%，较此前一周上涨4个基点。由于目前特朗普减税政策令市场对未来美国财政状况进一步担忧，美元预计短期内难有强势表现。

避险需求

↑

当下由于特朗普减税政策以及美债标售相对较差的因素，使得市场对于未来展望担忧加剧。叠加中东地区地缘因素依然多变，因此目前避险需求对于金价的支撑作用同样有所回升。

ETF持仓

中性

5月24日当周（目前最新）黄金SPDR ETF上涨3.73吨至922.46吨，而白银SLV ETF持仓出现302.60吨的上涨至14,217.50吨。此外，中国央行连续第六个月增持黄金储备。不过CFTC投机多头净持仓则是较高位下降了约30%。

金银比价

逢低做多

当下由于特朗普减税政策以及美债标售相对较差的因素，使得市场对于未来展望担忧加剧，预计短小时内黄金价格走势或强于白银。

评价/策略

谨慎偏多

黄金：谨慎偏多
目前特朗普“美丽大法案”通过，但却引发了市场对美国政府债务的进一步担忧。而与此同时，长期美债标售情况的相对惨淡以及外媒所报美联储可能在5月进行了买入长期债券的计划。这些因素都使得黄金受到支撑。目前操作上黄金仍然建议以逢低买入套保为主，买入区间在770元/克-775元/克间。
白银：谨慎偏多
白银价格在黄金走高的情况下同样维持偏强态势，但市场目前对于下半年光伏板块的表现或存疑虑，不过就目前操作上，目前白银同样建议在7,950元/千克至8,000元/千克间逢低买入套保。

因子

驱动变化

逻辑观点

矿端供应



5月23日当周，据 SMM 讯，Antofagasta本周于日本率先进行2025年下半年长单谈判。因海外冶炼厂传出减产消息，铜精矿现货TC短期止跌。而据上海钢联报道，近期市场成交有限，市场整体交易氛围较为平静，市场参与者主要关注安托的半年谈判，BHP的价格也将会影响近期的现货TC价格。周内TC价格小幅下降至44.28美元/吨。

冶炼与进口



5月 23日当周，周内Antofagasta与日本冶炼厂展开年中长单首轮磋商，随后将与中国厂商进行初步接触，此轮谈判主要聚焦基本面信息交换。印尼Freeport旗下Manyar冶炼厂自去年10月火灾后提前复工，计划2025年6月下旬产出首批阴极铜，并于12月实现满产。当前进口铜因前期套利窗口开启，保税区清关量显著增加，但国内冶炼厂出货仍维持低位，导致国产铜供应增长乏力。废铜方面，目前再生铜原料供应持续紧张，持货商反馈再生铜杆及阳极板原料采购困难，高价收购导致销售价格同步上涨。除铜价波动因素外，拆解企业反映废料供应减少，主要因中美贸易摩擦持续、国内经济复苏乏力，居民消费能力下降延长了家电及工业设备报废周期。预计2025年再生铜原料紧缺局面仍将持续。

库存

中性

5月 23日当周，LME 库存变化-1.46 万吨至 16.47万吨，上期所库存变化-0.95万吨至 9.87 万吨。国内社会库存（不含保税区）变化0.07 万吨至 13.99 万吨，保税区库存变化 -0.81 万吨至 6.07 万吨。此前，国内库存出现累高，主要由于交割以及铜价与月差偏高导致下游观望情绪较重所致。

基差



5月 23日当周，SMM1#电解铜平均价格运行于 78035 元/吨至 78460 元/吨，周中呈现冲高回落的态势。SMM 升贴水报价运行于135 至440 元/吨，周内呈现逐步抬升，周度平均升贴水为260元/吨，较上周环比上涨193元/吨。

消费

中性

5月 23日当周，铜价延续高位震荡格局，但在价格回调阶段刺激了部分下游企业补库需求，市场成交氛围有所回暖。现货升水自前期高位明显回落，带动终端用户采购积极性提升，整体消费呈现阶段性改善。不过由于价格仍处相对高位，多数企业仍维持按需采购策略，市场整体交投情绪保持谨慎观望态势。值得注意的是，当前加工企业新增订单虽较前期有所增加，但持续性仍有待观察。

宏观



5月23日当周，美国众议院通过特朗普的“美丽大法案”后，市场对美国政府债务的担忧加剧。另外，在20年期美债拍卖遇冷后，长端收益率跃升，基准10年期美债收益率周内一度涨至4.63%，为二月中旬以来最高水平。另据外媒报道美联储在5月也存在一定买入长端美债的计划，这样的行为基本可视之为“QE”。国内方面，5月20日周二，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，中国1年期贷款市场报价利率（LPR）最新报3.00%，上次为3.10%；5年期LPR报3.50%，上次为3.60%。这是LPR年内首降，将进一步降低企业、居民融资成本，提振市场信心，支持实体经济稳定增长。

评价/策略

谨慎偏多

总体而言，目前宏观因素的多变使得铜这类带有“类黄金”属性的重要资源同样受到市场追捧，同时在矿端供应预期仍然相对偏紧，TC价格持续偏低的情况下，铜价预计维持易涨难跌格局，因此操作仍然建议以逢低买入套保为主，操作区间在77,000元/吨至77,500元/吨。

因子

驱动变化

逻辑观点

供应



5月23日当周，国内铅产业链呈现原料紧缺与生产分化的特征。铅精矿市场持续紧张，进口矿pb60TC加工费持续走低，湖南、内蒙古等地冶炼厂普遍面临加工费下行压力。由于进口矿补给不足叠加再生铅原料短缺，部分冶炼厂已下调pb50TC报价以保障采购。原生铅行业开工率小幅提升至67.75%，主要得益于湖南地区增产，但华北地区即将到来的检修及终端需求疲软制约了进一步增产空间。再生铅领域则出现区域性分化，虽然内蒙古大型企业复产带动当地开工率回升，但整体开工仍下滑至36.71%，安徽地区即将开始的检修预计将进一步拖累产能。当前产业链呈现“矿紧价弱、生产分化”的格局，原料保障问题成为制约行业发展的主要瓶颈。

消费



5月23日当周，五省铅蓄电池企业综合开工率稳定在72.66%。电动自行车及汽车蓄电池市场延续淡季特征，企业维持以销定产模式。其中储能电池表现突出，受益于数据中心、移动基站订单增长，叠加部分合资企业完成财年结算后复产，成为支撑开工率的主要因素。临近月末及端午假期，预计部分企业将因盘库或放假安排导致开工率短期承压。当前市场呈现“储能强、动力弱”的差异化格局。

库存



5月23日当周，国内五地铅锭社会库存降至5.03万吨，较上周减少0.88万吨。本周铅价震荡走弱，原生铅炼厂报价维持在贴水50元至升水100元/吨区间。值得注意的是，由于亏损加剧，再生铅企业普遍惜售，部分暂停出货，导致再生精铅报价贴水收窄至50元/吨以内，甚至出现与原生铅价格倒挂现象。下游企业采购更倾向原生铅货源，加之交割货源回流市场，江浙津等地库存明显下降。虽然再生铅新产能逐步释放，但受蓄电池淡季影响，预计后期库存降速可能放缓。

基差

中性

5月23日当周，电解铅现货报价区间为贴水30元至升水100元/吨出厂，市场交投平稳。再生铅市场呈现两极分化，主流报价贴水140-50元/吨，但个别地区出现50-75元/吨升水。受价格波动影响，下游采购谨慎，以刚需补库为主，区域市场成交略有好转。整体来看，再生铅市场报价混乱，买卖双方博弈持续。

利润



5月23日当周，当前再生精铅行业面临严峻经营压力，生产成本高企叠加销售不畅，导致多数企业被迫减产甚至停产。部分停产企业转而通过外购同行产品来完成长单交付，以此规避经营亏损。最新数据显示，截至5月23日，大型再生铅企业平均每吨亏损达523元，而中小型企业亏损更为严重，达到744元/吨。这种全行业普遍亏损的状况，反映出再生铅市场正面临严峻挑战。

宏观

中性

5月23日当周，美国众议院通过特朗普的“美丽大法案”后，市场对美国政府债务的担忧加剧。另外，在20年期美债拍卖遇冷后，长端收益率跃升，基准10年期美债收益率周内一度涨至4.63%，为二月中旬以来最高水平。另据外媒报道美联储在5月也存在一定买入长端美债的计划，这样的行为基本可视之为“QE”。国内方面，5月20日周二，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，中国1年期贷款市场报价利率（LPR）最新报3.00%，上次为3.10%；5年期LPR报3.50%，上次为3.60%。这是LPR年内首降，将进一步降低企业、居民融资成本，提振市场信心，支持实体经济稳定增长。

评价/策略

谨慎偏空

目前铅品种供应出现小幅回升，不过预计也难有持续性表现。但当下正处铅品种消费淡季，下游需求寡淡，因此目前铅品种建议以逢高卖出套保为主，区间大致在16,920元/吨至16,950元/吨。

因子

驱动变化

逻辑观点

供应

中性

截止5月23日当周，电解铝周度运行产能基本保持平稳，后期将维持平稳小增的状态。电解铝建成产能4518万吨，运行产能4413万吨，周度环比增加1万吨，开工率97.7%。

消费



根据SMM数据显示，国内铝下游铝型材龙头企业开工率较上周下跌-0.5%至56%，铝板带箔开工率较上周下跌-0.67%至70.16%，铝板带箔产量较上周下跌-0.26万吨至37.517万吨，铝线缆平均开工率较上周下跌-0.4%至64.8%。

库存



截至2025-05-22，SMM统计国内电解铝锭社会库存55.7万吨，比上周减少-2.4万吨，铝棒库存13.08万吨，比上周减少-0.74万吨，国内去库表现较为顺畅。截止2025/5/23，LME铝库存38.46万吨，较上周同期减少-1.27万吨。

基差



截至5月16日当周，上海SMM铝锭现货报价集中在对沪铝合约升贴水70~80元/吨，中原地区铝锭现货报价集中在对沪铝合约升贴水0~10元/吨左右，佛山地区铝锭现货报价在对沪铝合约升贴水-50~-25元/吨附近，过去一周现货升贴水走高。

利润

中性

截至2025-05-22，电解铝行业加权生产成本在16950元/吨左右，即时生产利润在3400元/吨左右，边际最高生产成本18500元/吨。

评价/策略

中性

供应端，海内外并无利空因素。消费仍维持强势，强现实难改，社会库存持续快速去库，现货升水表现坚挺。消费的可持续性在5月出现争议，5月份光伏消费大概率下滑的情况下，铝棒和铝板带箔产量均环比出现回落，国内即将进入传统消费淡季，海外抢出口囤货后需求存在边际下滑的可能。当前行业利润丰厚，若无超预期利多刺激，铝价向上突破难度或许将会增加，同时需要警惕成本坍塌的风险，关注社会库存变化。

因子	驱动变化	逻辑观点
供应	↓	截止5月23日当周，根据阿拉丁数据统计，氧化铝全国建成产能11082万吨，运行产能8800万吨，周度环比增加115万吨，开工率79.4%。西南地区前期检修产能已经恢复，后期新增产能将会释放，雨季供应端将会持续增加。
铝土矿	↑	截止5月22日当周，铝土矿网站报价上涨4美元/吨至74美元/吨。进口矿方面，目前受几内亚扰动，矿贸矿商捂货不出。
库存	↑	截止2025-05-23，全国氧化铝库存量381.3万吨较上周减少-3.1万吨。电解铝厂原料库存283.2万吨，周度环比减少-2.6万吨。站台和港口库存86.3万吨，周度环比增加2.1万吨，仓单库存16.4万吨，环比减少4.1万吨。
现货价格	中性	截至2025/5/23当周，氧化铝主力价格周内增加7.61%至3169元/吨。山西地区现货价格3225元/吨，周度环比上涨200元/吨，河南地区现货价格3225元/吨，周度环比上涨175元/吨，山东地区现货价格3175元/吨，周度环比上涨225元/吨，贵州地区现货价格3225元/吨，周度环比上涨175元/吨，广西地区现货价格3200元/吨，周度环比上涨175元/吨，进口氧化铝价格FOB370美元/吨，周度环比持平。
成本、利润	中性	截止2025-05-23，按进口矿74美元/吨计算，边际高成本企业生产完全成本2850元/吨左右，生产盈利170元/吨左右，使用国产矿生产利润100元/吨左右。在进口方面，氧化铝进口亏损80元/吨。
评价/策略	中性	供应端，按照当前铝土矿价格计算行业利润恢复明显，复产积极性提高，前期低价矿到厂生产利润更加丰厚，供应端未来将会环比回升，库存有望止跌回升。成本端，几内亚矿端扰动，矿贸矿商捂货挺价，随着雨季到来，几内亚出矿量的减少，矿价短期有支撑。海漂量依旧高位，雨季国内铝土矿进口量将在8月前维持高位，短期并不会出现因矿短缺而氧化铝减产的局面，随着沿海新增产能的投放，氧化铝供应过剩的预期依旧不改。

因子

驱动变化

逻辑观点

供应



截止5月23日当周，SMM国产锌精矿周度加工费较上周上持稳于3500元/金属吨，进口锌精矿周度加工费较上周持稳于45美元/吨。6月份TC仍将继续上涨，分别上涨至3650元/吨左右和55美元/吨左右。锌矿供应暂无扰动，冶炼厂原料库存充足，继续看涨TC。

消费

中性

镀锌企业开工率较上周增加1.09%至62.03%，压铸锌合金开工率较上周减少-2.67%至56.41%，氧化锌企业开工率较上周减少-0.38%至62.03%。

库存



根据SMM统计，截至2025-05-22，SMM七地锌锭库存总量为8.04万吨，较上周同期减少-0.59万吨；仓单库存较上周同期减少401吨至1774吨；LME锌库存较上周减少10700吨至153500吨。

基差



截止5月25日当周，上海市场0#锌主流报价对沪锌主力合约升贴水200~360元/吨，广东市场0#锌主流报价对主力合约升贴水90~350元/吨左右，天津市场对沪锌合约报升贴水185~350元/吨附近。进口货流入国内冲击国内市场，周初现货升水快速回落。随着社会库存的下滑，下半周升水部分修复。

利润



截至2025-05-22，行业冶炼企业生产利润（不包含副产品收入）为-484元/吨，冶炼利润保持平稳，冶炼积极性依旧较高。5月份虽有检修，但月度预计产量仍维持高位。

评价/策略

中性

过去一周沪锌价格维持震荡走势，现货市场方面，周初受进口锌锭冲击国内市场，现货市场升水快速回落，但随着社会库存持续下滑，贸易商挺价现货升水下半周开始修复。矿端方面，紫金俄罗斯矿山面临停产，但目前供应尚未受到扰动，冶炼厂矿库存充足，依旧看涨后期TC。冶炼利润依旧充足，供给端压力依旧不减，短期尚未看到TC回落的风险。消费端保持相对强势，但消费的韧性需要持续观察，虽然中美关税和谈下调，但抢出口和美国囤货早已发生，消费存在边际下滑的风险，且目前国内库存出现累库迹象，需谨慎对待。

因子	驱动变化	逻辑观点
供应	中性	5月24日当周，5月下旬印尼内贸镍矿格局依旧偏紧，菲律宾发运恢复，印尼镍矿价格居高情况下菲律宾发往印尼镍矿有所增加，镍矿底部坚挺但继续上行动力受限。据Mysteel调研全国20家样本企业统计，2025年4月中国精炼镍产量36450吨，环比减少0.59%，同比增加46.32%；2025年1-4月中国精炼镍累计产量139839吨，累计同比增加44.94%。目前国内精炼镍企业设备产能37600吨，运行产能36750吨，开工率97.74%，产能利用率96.94%。5月各地精炼镍产量预计小幅上涨，增产以西北某大型镍企为主。预计5月国内精炼镍预计总产量37620吨，环比增加3.21%，同比增加46.38%。
消费	中性	5月24日当周，下游三元对高价硫酸镍接受程度不高，不锈钢市场表现平平，社会库存的去化速度较慢，原料采购多以刚需为主，市场中低价货源罕见，贸易商接货价格较前期有明显上涨。
库存	↓	5月24日当周，SMM数据，本周沪镍库存减少787吨至26955吨，LME镍库存增加3414吨至198636吨，上海保税区镍库存减少200吨至5700吨，中国（含保税区）精炼镍库存减少1962吨至48089吨，全球精炼镍显性库存增加1452吨至246725吨，本周全球精炼镍显性库存小幅增加。
基差	中性	5月24日当周，金川镍升水上涨50元/吨至2150元/吨，俄镍升水上涨100元/吨至250元/吨，镍豆升水持平为-450元/吨；LME镍0-3价差上涨5.26美元/吨至-188.34美元/吨。
利润	中性	5月24日当周，目前中国NPI生产企业（NPI价格大幅低于镍价）即期现金成本利润率约在 -1.62 %至 4.46 %之间。本周五中国精炼镍进口亏损3197元/吨，较上周+362元/吨。本周五镍豆自溶硫酸镍利润亏损收窄2091元/吨至-1598 元/吨。
宏观	中性	
评价/策略	中性	综合来看，本周沪镍2506合约下跌1.17%，宏观情绪与供应增量博弈，短期或维持122000-128000元/吨区间震荡。量能方面，沪镍加权的成交量对比上周有较大幅度的下降，持仓量对比上周则有所增加，日线MACD的绿柱面积已有缓慢扩大的迹象，短周期内或许有下跌趋势开始，60分钟线在五一节前的126400附近出现顶背离现象，以及在五一后的123000点位附近出现底背离现象。近期精炼镍现货的交投相对低迷，升贴水的支撑力度减弱，预估近期区间上沿是在126000-128000，预估区间下沿是在122000-123000附近，短期内或许会挑战下方122000支撑，短线操作建议暂缓回避系统性风险，中长线仍然维持逢高卖出套保的思路

供应	中性	5月24日当周，不锈钢企业减产力度有限，市场整体供应依旧充裕。据Mysteel统计，2025年4月国内43家不锈钢厂粗钢产量350.25万吨，月环比减少0.96万吨，减幅0.27%，同比增加8.74%，其中：200系101.23万吨，月环比增加4.74万吨，增幅4.91%，同比增加4.2%；300系182.43万吨，月环比减少7.75万吨，减幅4.08%，同比增加8.38%；400系66.59万吨，月环比增加2.05万吨，增幅3.18%，同比增加17.57%。5月排产348.99万吨，月环比减少0.36%，同比增加5.76%，其中：200系102.33万吨，月环比增加1.09%，同比减少2.47%；300系177.6万吨，月环比减少2.65%，同比增加7.45%；400系69.06万吨，月环比增加3.71%，同比增加15.53%
消费	中性	5月24日当周，面临传统消费旺季结束的冲击，下游需求持续萎靡，市场观望情绪浓厚，贸易商出货压力剧增，整体消费表现一般。
库存	↓	5月24日当周，Mysteel数据显示，本周无锡和佛山300系不锈钢社会库存减少2.87万吨至62.72万吨，对应幅度为-4.38%，其中热轧库存增加0.04万吨至23.84万吨，冷轧库存减少2.91万吨至38.88万吨，本周300系不锈钢社会库存降幅明显。
基差	中性	无锡市场304不锈钢冷轧基差持平为325元/吨，佛山市场304不锈钢冷轧基差持平为425元/吨。
利润	中性	5月24日当周，本周主流外购镍铁的不锈钢厂即期原料利润率约为 -4.72 %，RKEF一体化不锈钢厂即期原料利润率约为 -6.20 %。中国NPI生产企业即期现金成本利润率约在 -1.62 %至 4.46 %之间。
成本	↑	MM报高镍生铁均价较上周上涨9.5元/镍点至951元/镍点（出厂含税均价），内蒙古高碳铬铁均价格较上周下降25元/50基吨至8050 元/50基吨。
宏观	中性	
评价/策略	中性	综合来看，本周不锈钢07合约微跌0.69%，本周成本端拖累叠加消费疲软，短期内或许会延续弱势震荡寻求下方的强支撑位置。预估近期区间上沿是在13000-13100，预估区间下沿是在12500-12600，短线操作建议暂缓回避系统性风险，中长线仍然维持逢高卖出套保的思路

供应	中性	据百川盈孚统计，目前金属硅总炉数 802 台，本周金属硅开炉数量与上周相比减少，截至 5 月 22 日，中国金属硅开工炉数 209 台，整体开炉率 26.06%。西北仍有减少，西南有所增加。整体5月份的供应量或小幅降低。
消费	中性	5月24日当周，5 月份多晶硅行业对于金属硅需求量相对较弱，目前来看西南多晶硅企业开工意愿相对不强，后续预计 7 月开工，可能出现等量代换或者减量代换情况，对工业硅需求的拉动能力较小，预计 5 月多晶硅行业需求金属硅 10-11 万吨之间，有机硅行业开工有小幅恢复，山东及浙江有机硅厂检修完毕，增加产量，预计月曾需求量 2000 吨左右。目前有机硅市场价格低位，近期处于价格磨底状态，预计后期对金属硅需求相对稳定。据海关数据，2025 年 4 月中国金属硅出口 6.05 万吨，环比增加 1.64%，同比减少 9.19%。2025 年 1-4 月中国金属硅出口共计 21.67 万吨，同比减少 6.54%。出口方面需求薄弱。
库存	↓	据SMM统计，截至5月24日，金属硅行业统计库存81.6万吨（含注册仓单），库存降低约3万吨，港口库存13.0万吨，交割库存库45.2万吨；样本企业厂库库存23.4万吨。截止到5月23日，注册仓单65568手，折合成实物有327840吨。仓单小幅降低，但整体仍处于高位。
基差	中性	据SMM统计，据SMM统计，当前华东通氧553现货价格为8650元/吨，较上周下跌450元/吨；华东421现货价格为9500元/吨，较上周下跌500元/吨。根据SMM报价，目前华东通氧553升水770元/吨。
利润	中性	5月24日当周，五月西南个别地区进入平水期，电价将有所下调。预计金属硅平均生产成本将有所下调，但金属硅价格下跌，目前除自备电企业基本均处于亏损现金流情况。
宏观	中性	
评价/策略	中性	综合来看，短期内需求方向带动不足，后续西南地区开炉对整体供需格局影响较大，若西南多数硅炉保持正常开工，预计第二季度行业依旧以库存累积为主，市场成交价格仍有较大压力。

因子

驱动变化

逻辑观点

供应

中性

当前多晶硅所有厂家均处于降负荷运行状态，价格连续回落，预计产量增加相对有限，本月多晶硅产出预计在9.35万吨附近。

消费

中性

根据SMM调研数据，5月硅片企业环比下滑4GW左右，专业化企业减产较为普遍，部分一体化企业提产。5月国内硅片受季度配额调整影响有小幅下调预期，头部厂家多家下调开工。5月光伏电池排产量达60-61GW，较4月减产约7.20%，5月组件订单数量有所减少，多数企业有减产计划，预计5月组件排产或明显减少。企业对后市判断相对比较悲观，采购意愿有所降低。

库存



据SMM统计，多晶硅厂家库存降低，硅片库存增加，最新统计多晶硅库存26.00，环比变化3.88%，硅片库存18.95GW，环比-2.50%，多晶硅周度产量21500.00吨，环比变化0.40%，硅片产量13.30GW，环比变化7.10%。

基差

中性

根据SMM报价，多晶硅复投料报价32.00-35.00元/千克；多晶硅致密料30.00-34.00元/千克；多晶硅菜花料报价29.00-31.00元/千克；颗粒硅32.00-33.00 (0.00) 元/千克，N型料35.00-38.00 (0.00) 元/千克，n型颗粒硅33.00-35.00元/千克。近期现货成交较少，价格回落较多，目前基差不大。

利润



多晶硅成本小幅下移，预计颗粒硅现金成本能控制在2.5万元/吨，棒状硅每家企业电费及能耗有一定差异，现金成本在3.1-4.5万元/吨，供需平衡位置现金成本约3.5万元/吨。

宏观

评价/策略

中性

综合来看，整体来看，消费端有转弱迹象，下游硅片、电池片及组件产量均环比下滑，供应端有联合减产消息，但预计短期较难实现。近几日仓单注册量增加，但总量仍不多，目前总仓单量460手，需关注后续增加数量，目前仍有一定博弈。短期盘面预计宽幅震荡运行，区间操作为主。



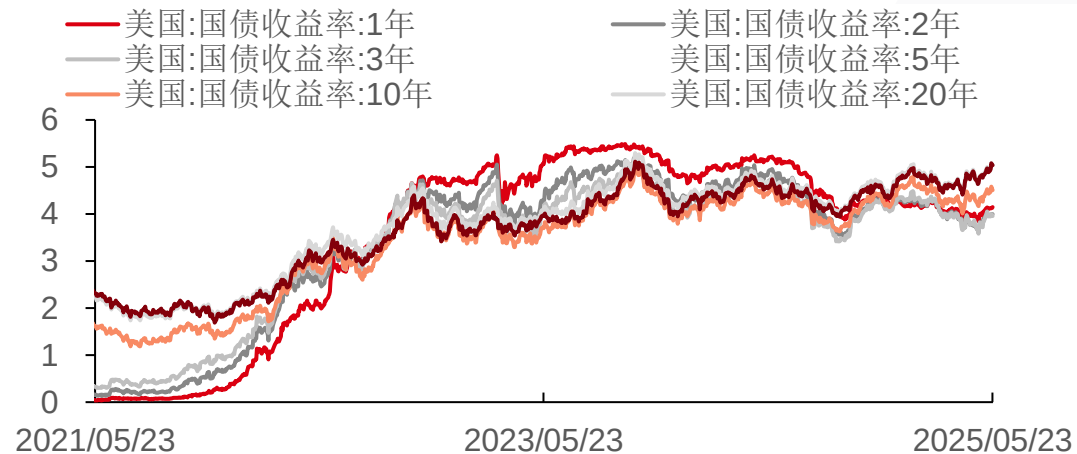
供应	中性	5月23日当周，据百川盈孚统计，当周中国碳酸锂总产量约1.57万吨，较前一周降低1.01%，本周碳酸锂产量略有下降，近期供应减停产预期增加，四川某大厂停产，6月四川某厂家有检修计划，江西某厂家计划技改，部分代工企业接到订单重新开工。
消费	中性	5月23日当周，磷酸铁锂产量环比增加0.03%，三元材料环比增加1.54%。正极材料端产量维持高位，六氟磷酸锂有检修减量。下游采购仍以长协及客供为主，长协折扣多99折或无折扣，周内散单需求低迷，仅少数刚需买货。
库存	↓	5月23日当周，整体库存有所增加，据百川统计，当周碳酸锂总库存约3.48万吨，库存环比增加0.05%。百川统计氢氧化锂库存2.17万吨，库存环比增加0.77%。现货库存为13.18万吨，其中冶炼厂库存为5.70万吨，下游库存为4.09万吨，其他库存为3.39万吨。较上周减少141吨。
基差	中性	截至5月23日收盘，主力合约2505本周五收于60960元/吨，本周跌幅为1.38%，持仓量为318506手。根据SMM数据，周五电池级现货均价6.18万元/吨，较前一周下跌4.56%，工业级现货均价6.08万元/吨，较上周下跌4.17%，目前期货贴水电碳2090元/吨。
利润	中性	锂矿价格延续下行，市场 620-640 美元/吨精矿成交频传，但多为贸易套保出货。近期碳酸锂下跌较快，国外矿山尚无减产信号。当前价格跌至部分自有矿成本线以下，部分厂家出现减产计划，盐湖提锂尚能盈利，但利润缩窄。外采锂矿企业多数亏损，若套保位置合适，或能保本生产。回收料厂家持续承压，部分厂家已停产。
宏观	中性	
评价/策略	中性	近期价格持续回落，目前到了6万元关口，下游接仓单意愿或增加，短期盘面或有反复，若出现反弹，可逢高卖出套保。



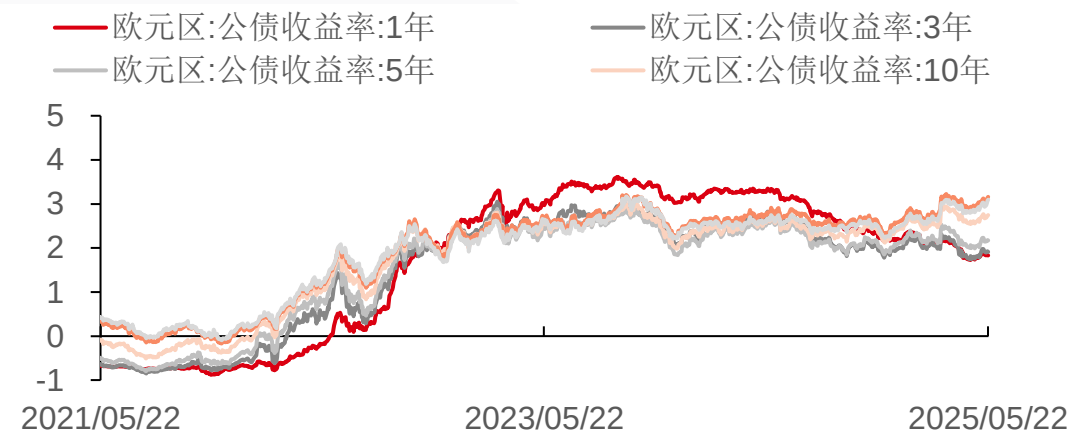
三、相关数据跟踪



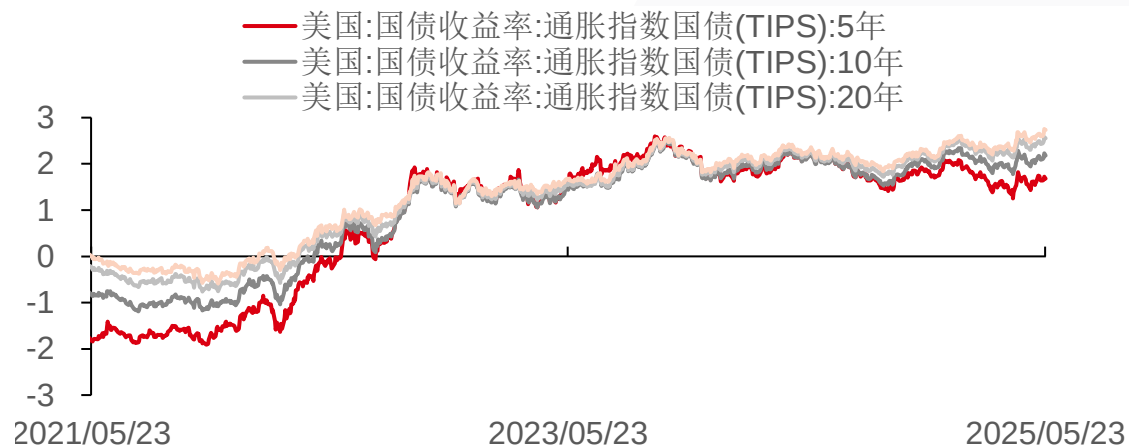
美债收益率 (%)



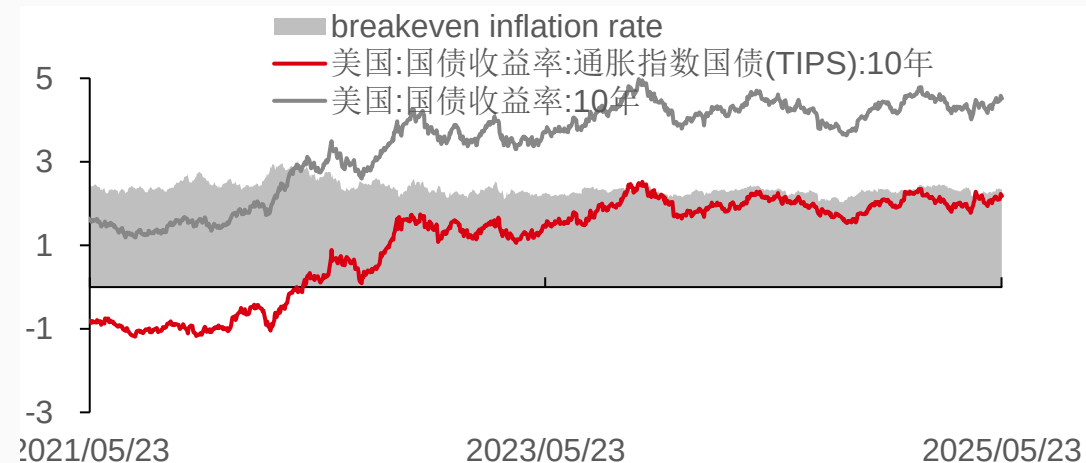
欧债收益率 (%)



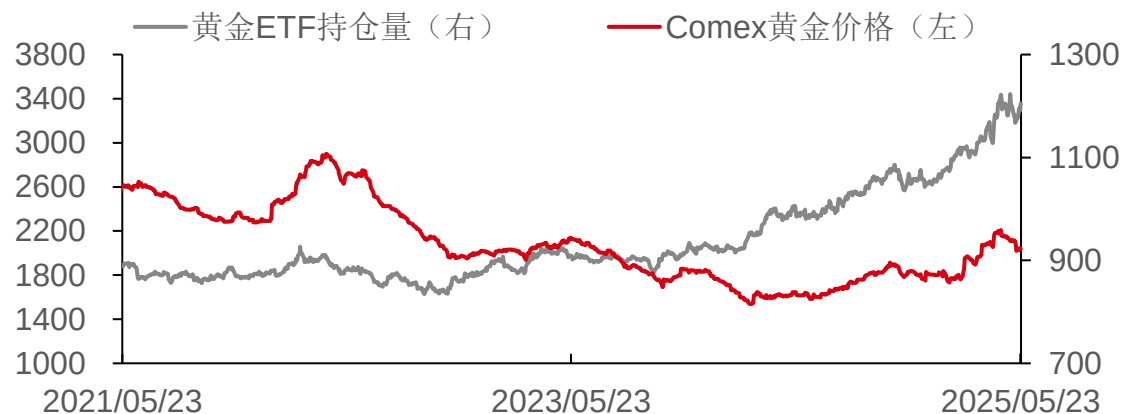
TIPS收益率 (%)



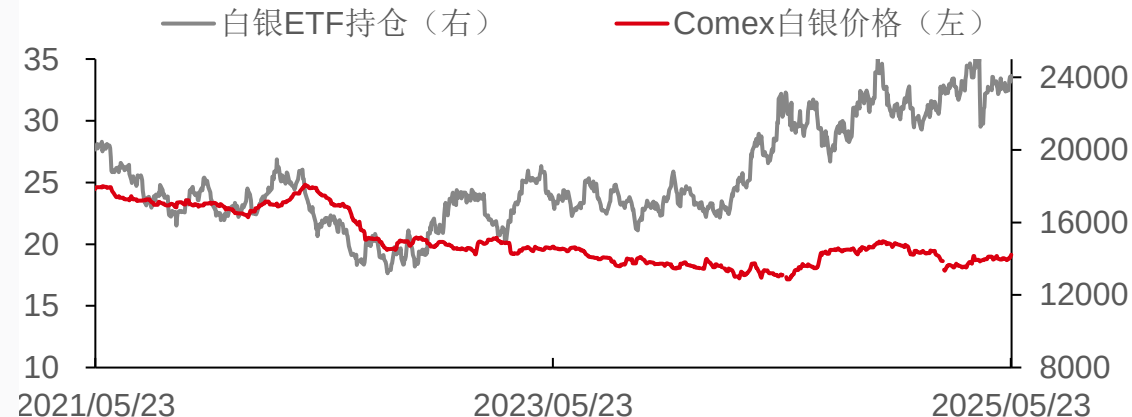
Breakeven inflation rate (%)



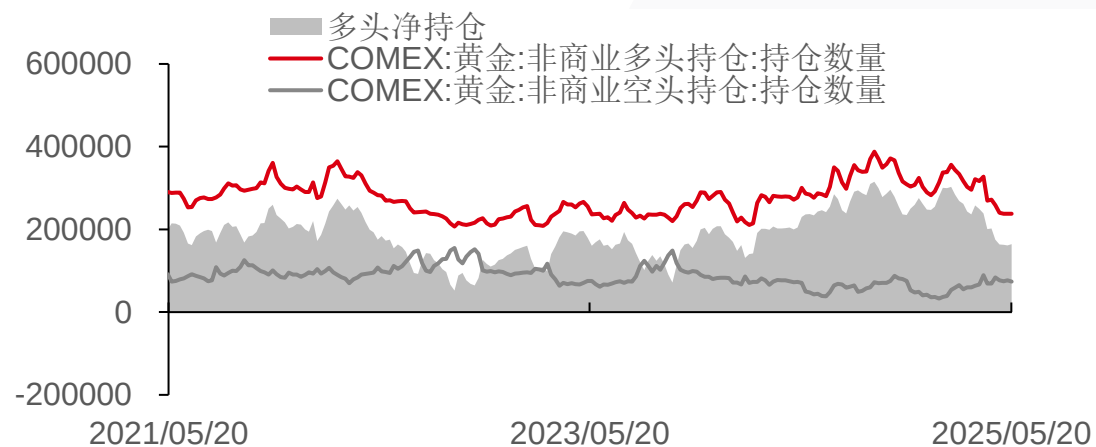
黄金ETF持仓 (吨)



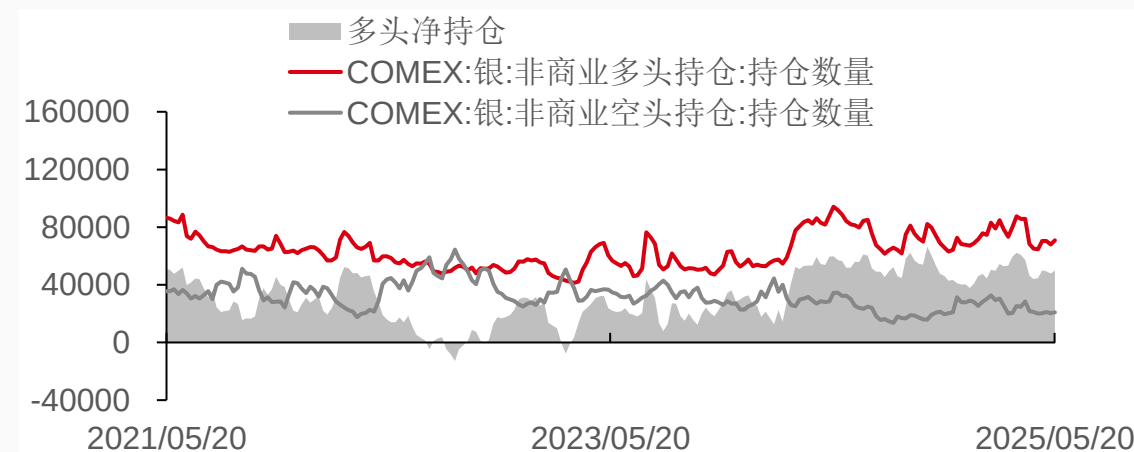
白银ETF持仓 (吨)



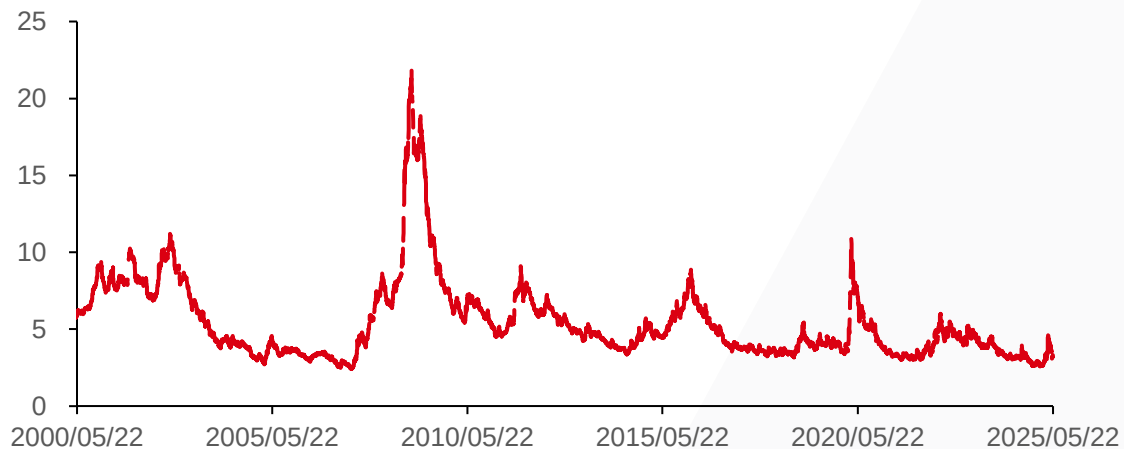
黄金CFTC持仓 (张)



白银CFTC持仓 (张)



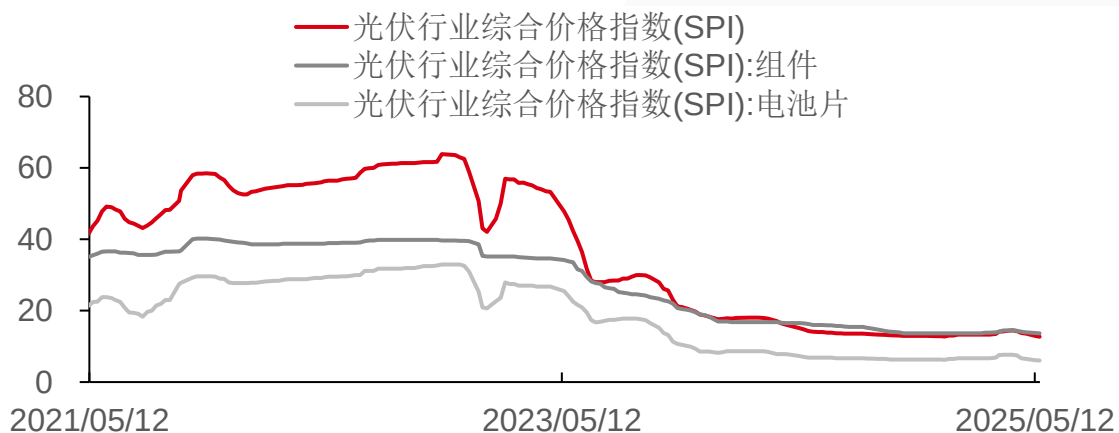
美国高收益债券利差 (%)



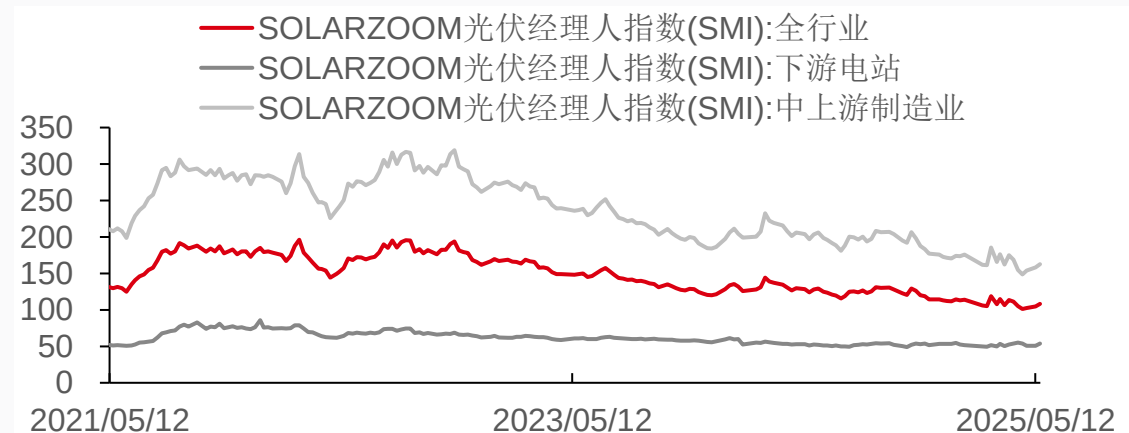
VIX指数 (点)



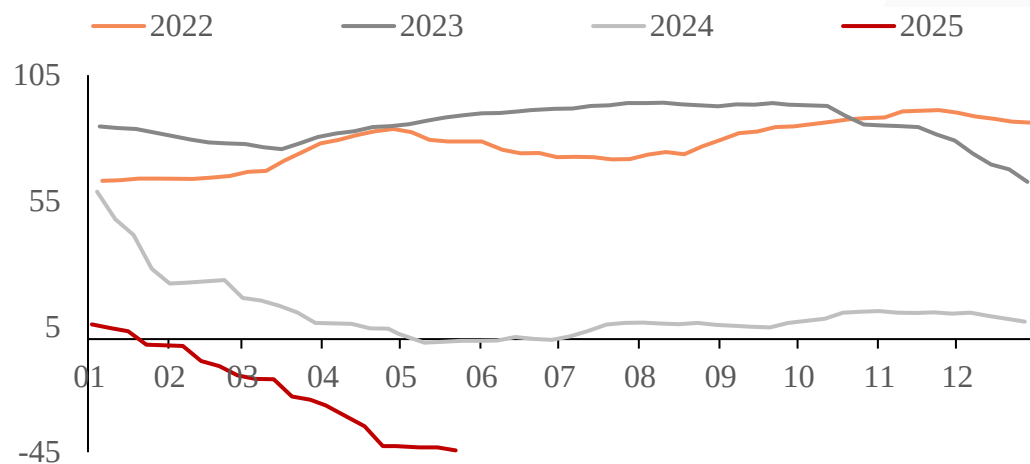
光伏价格指数 (点)



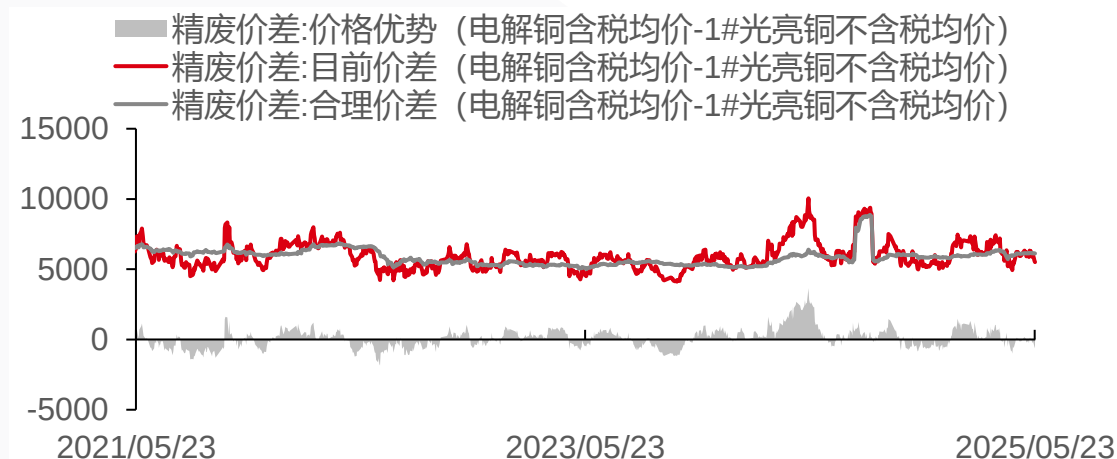
光伏经理人指数 (点)



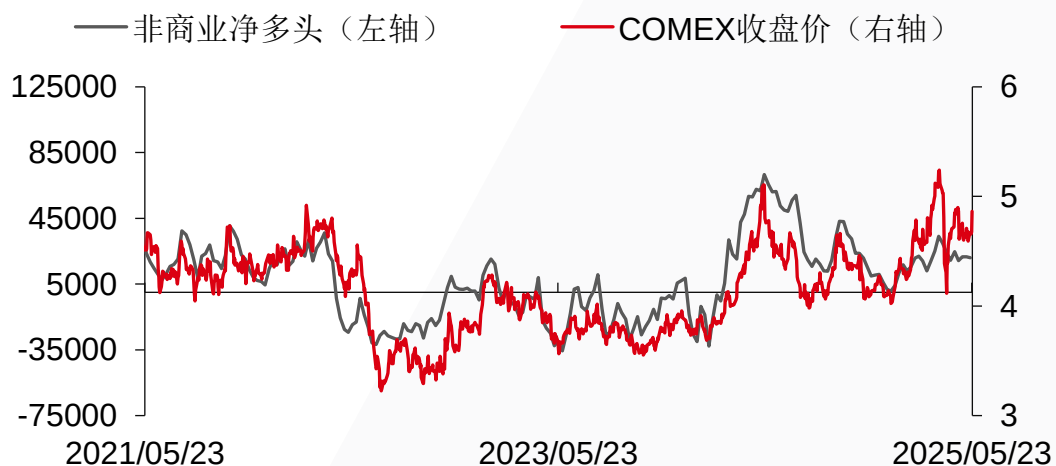
TC价格指数 (点)



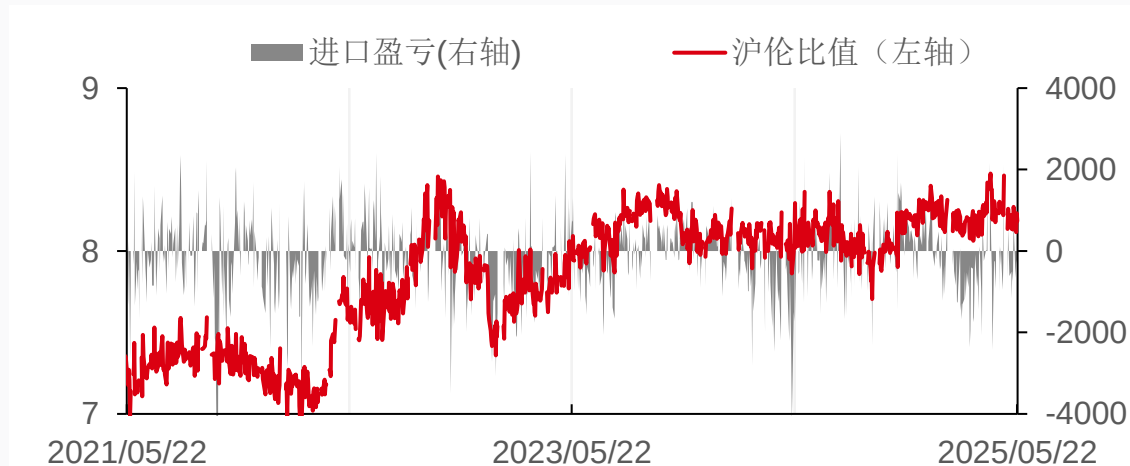
精废价差 (元/吨)



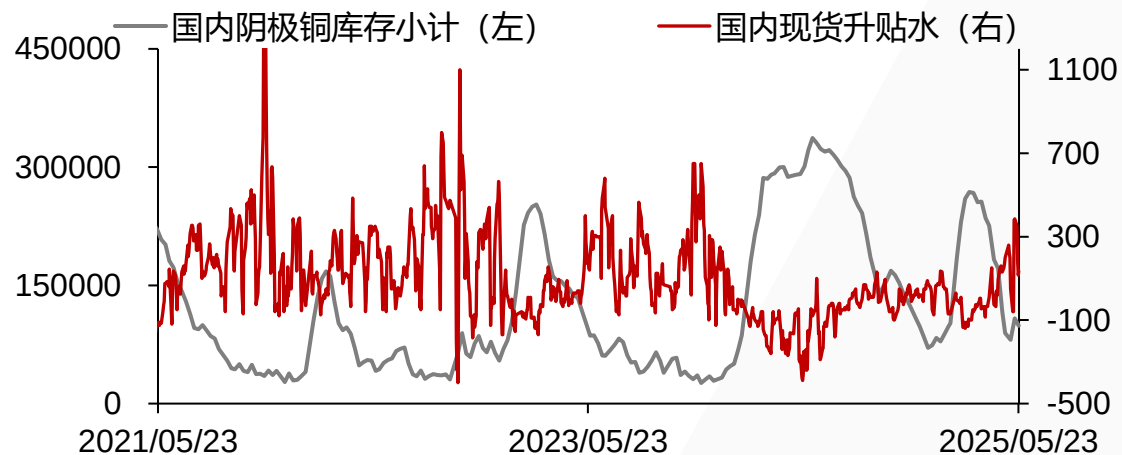
CFTC铜持仓 (张)



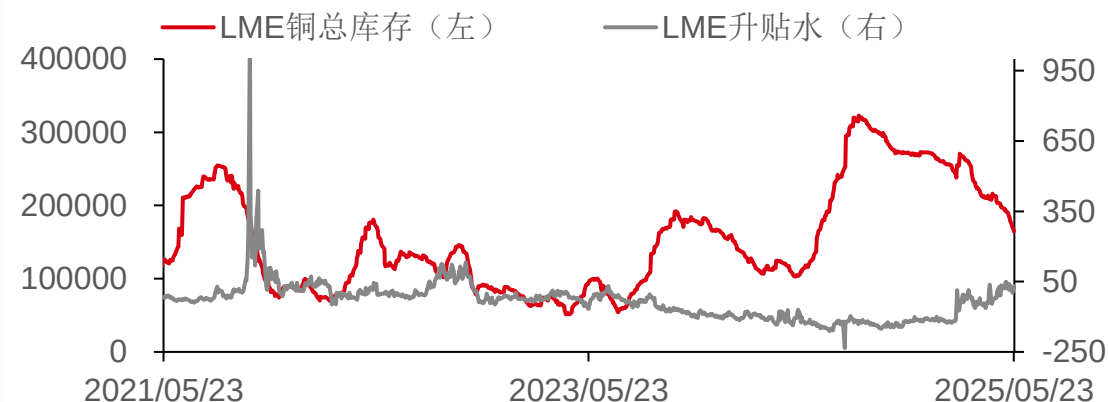
进口盈亏 (元/吨)



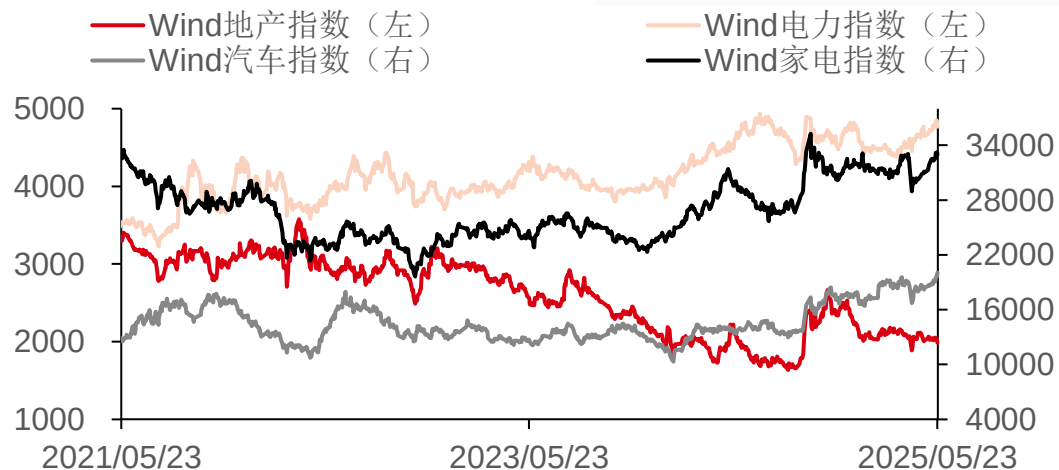
国内库存及升贴水 (吨, 元/吨)



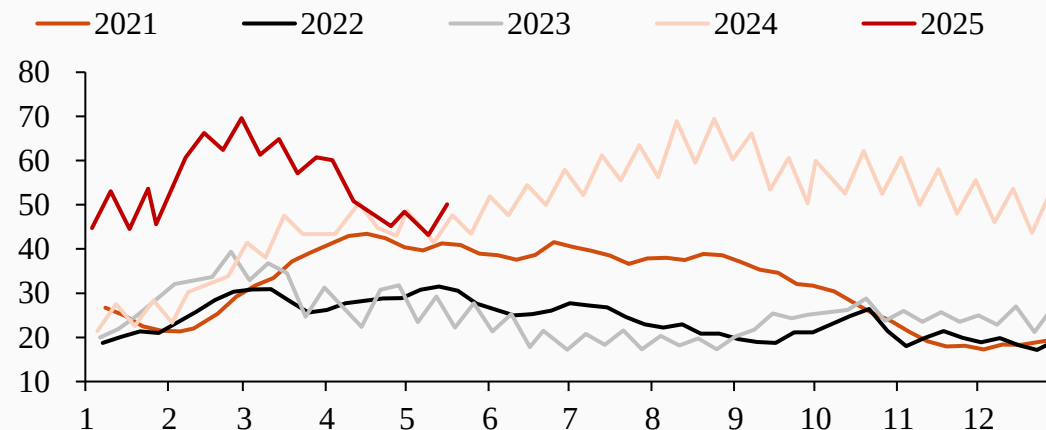
伦铜库存与升贴水 (吨, 美元/吨)



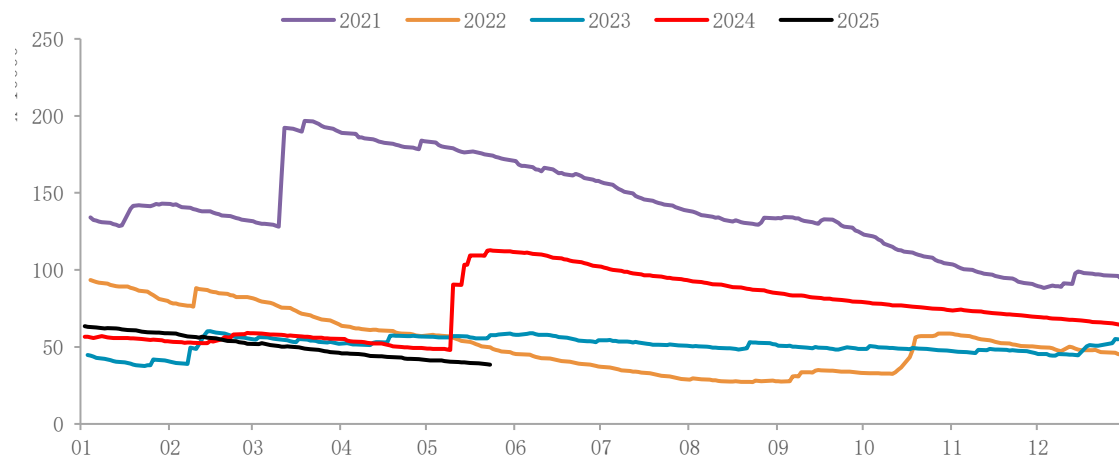
下游板块指数 (点)



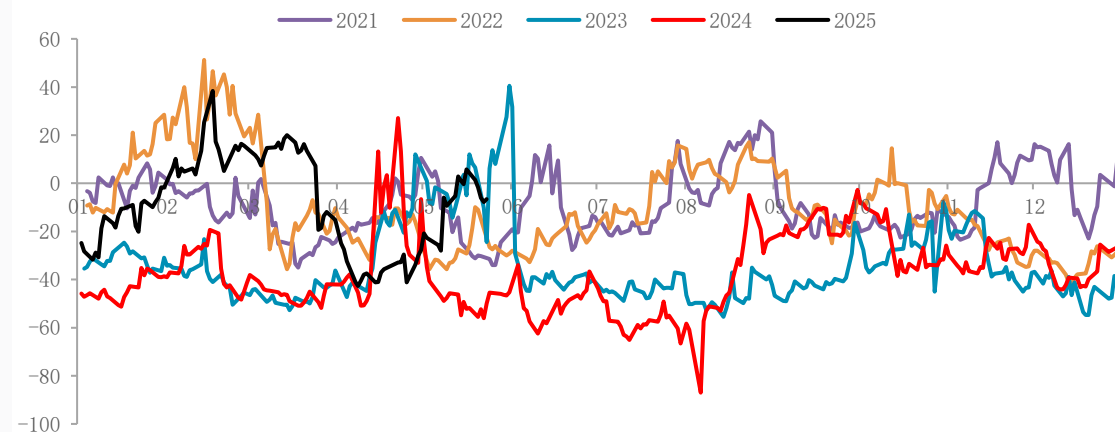
铜全球含上海保税区库存 (万吨)



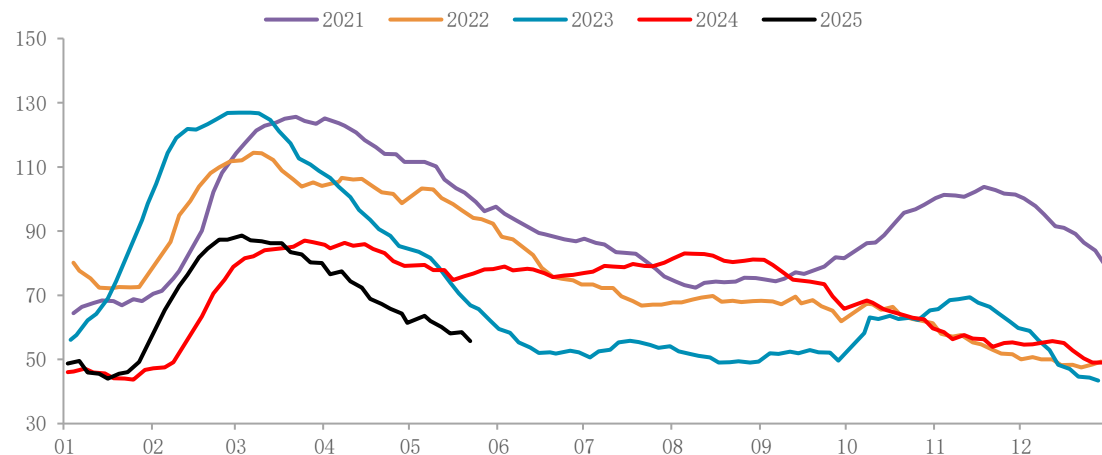
伦铝季节性库存 (万吨)



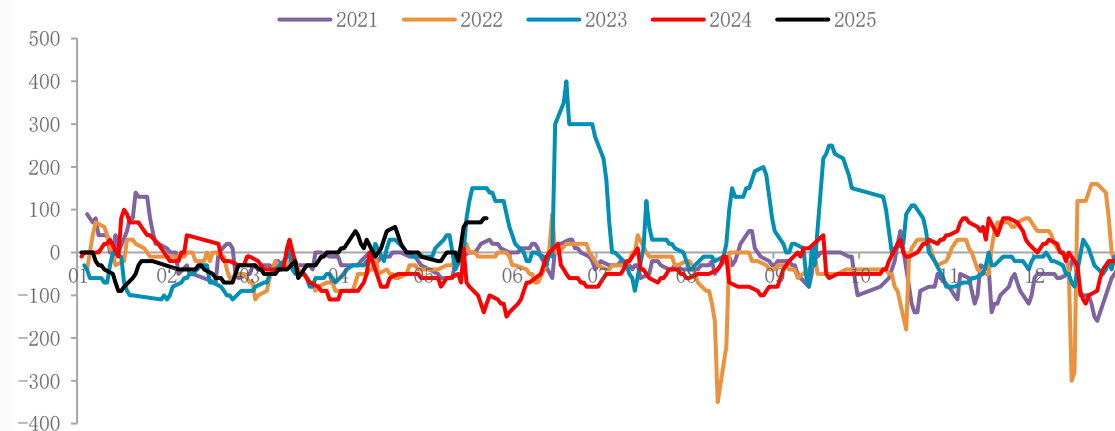
伦铝(0-3)升贴水 (美元/吨)



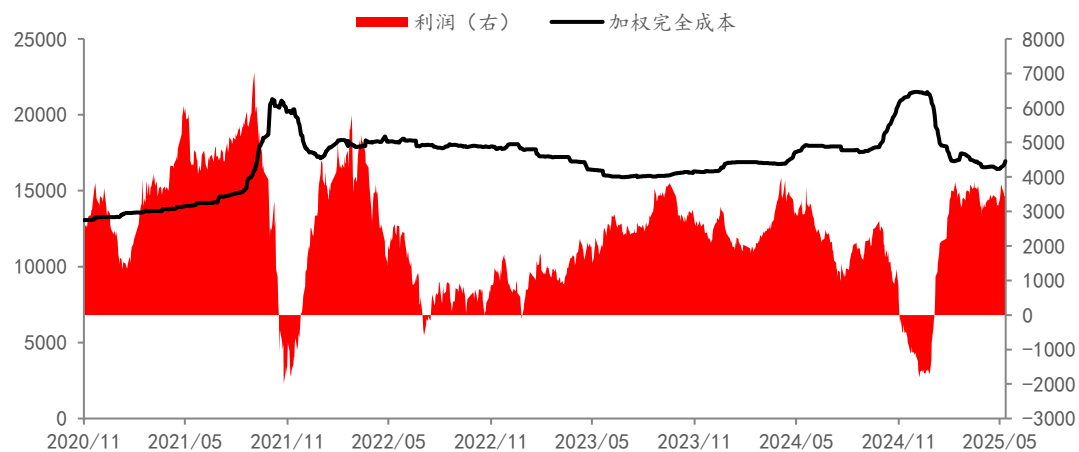
中国铝季节性社会库存 (万吨)



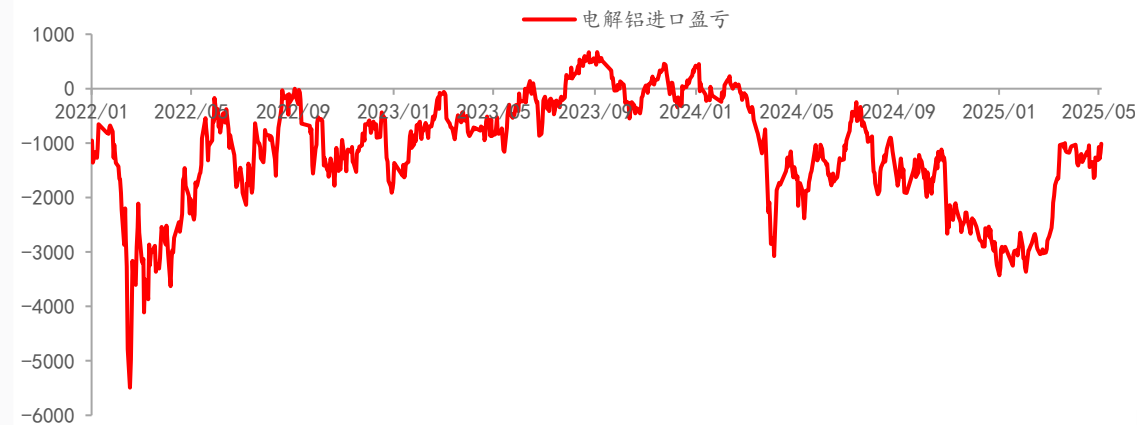
SMM铝锭季节性升贴水 (元/吨)



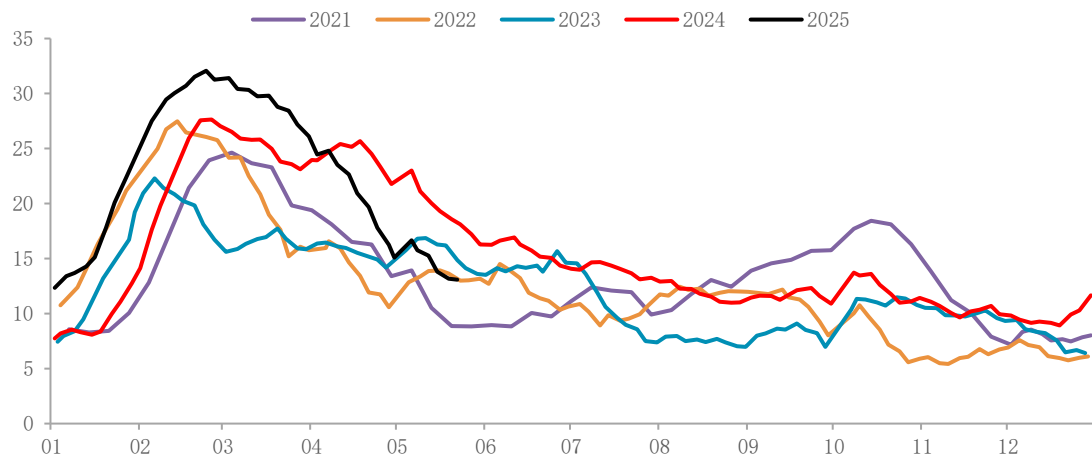
电解铝成本利润 (元/吨)



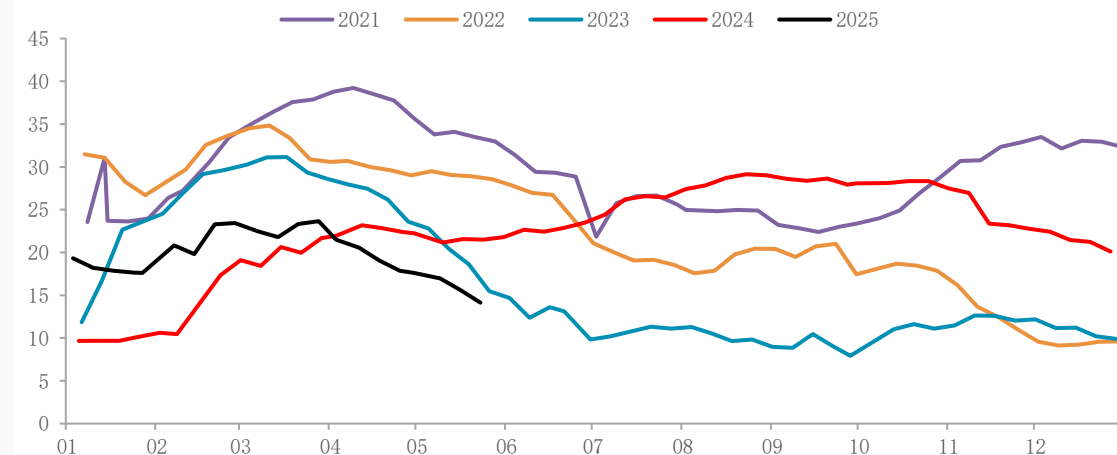
电解铝进口盈亏 (元/吨)



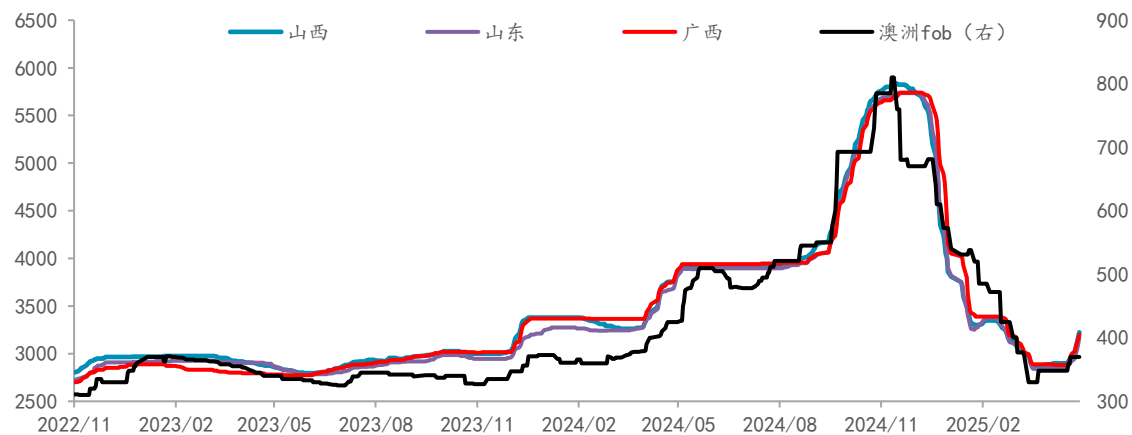
铝棒库存 (万吨)



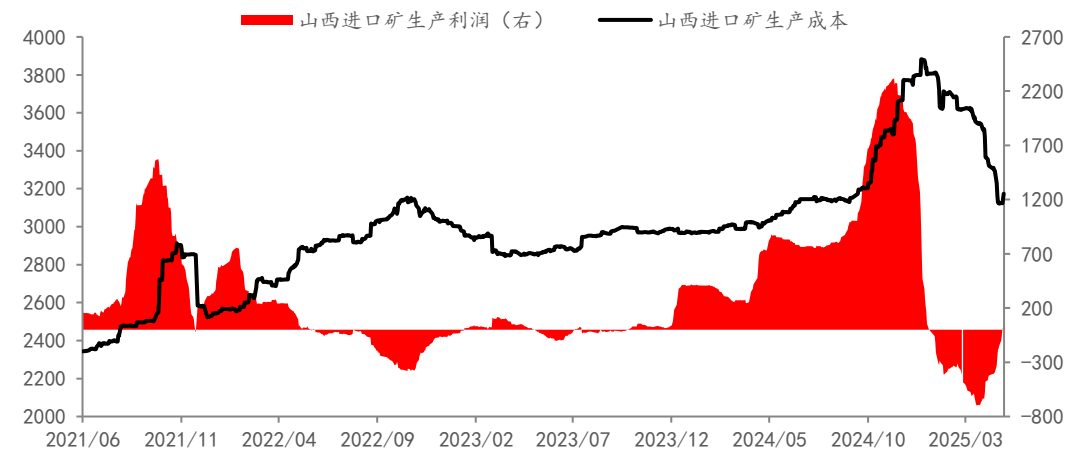
电解铝交易所库存 (万吨)



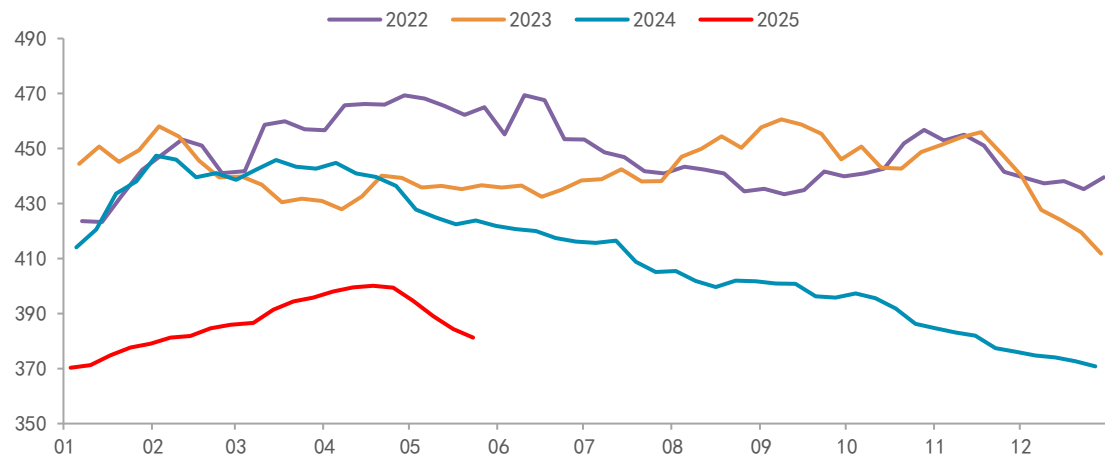
氧化铝价格 (元/吨, 美元/吨)



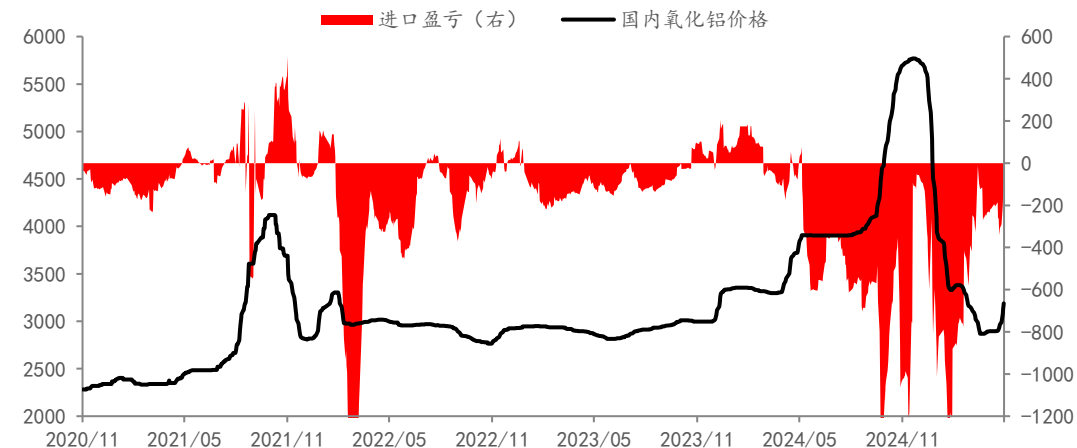
山西进口矿生产成本利润 (元/吨)



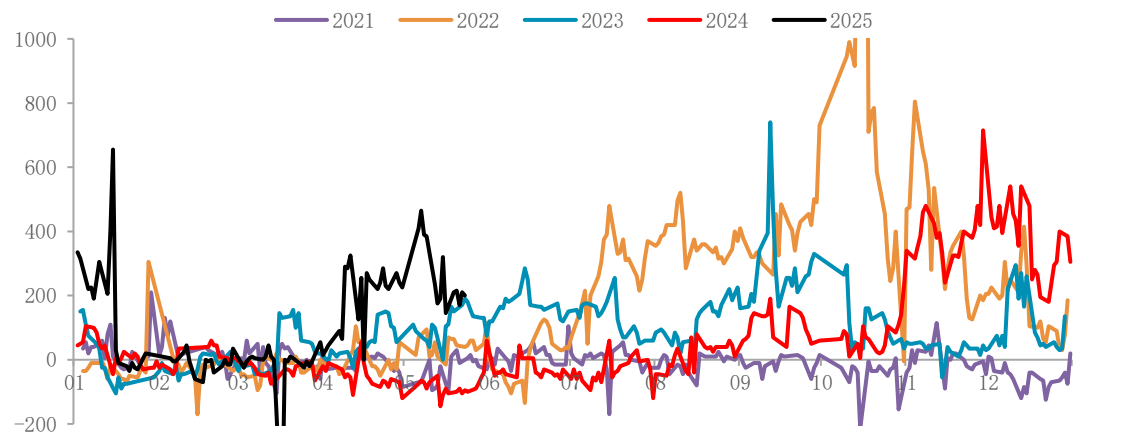
氧化铝总库存 (万吨)



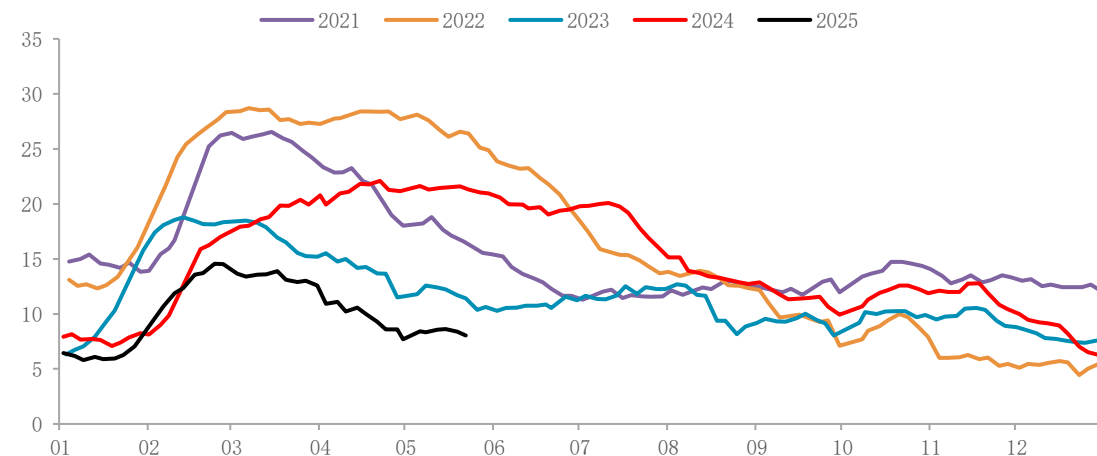
进口盈亏 (元/吨)



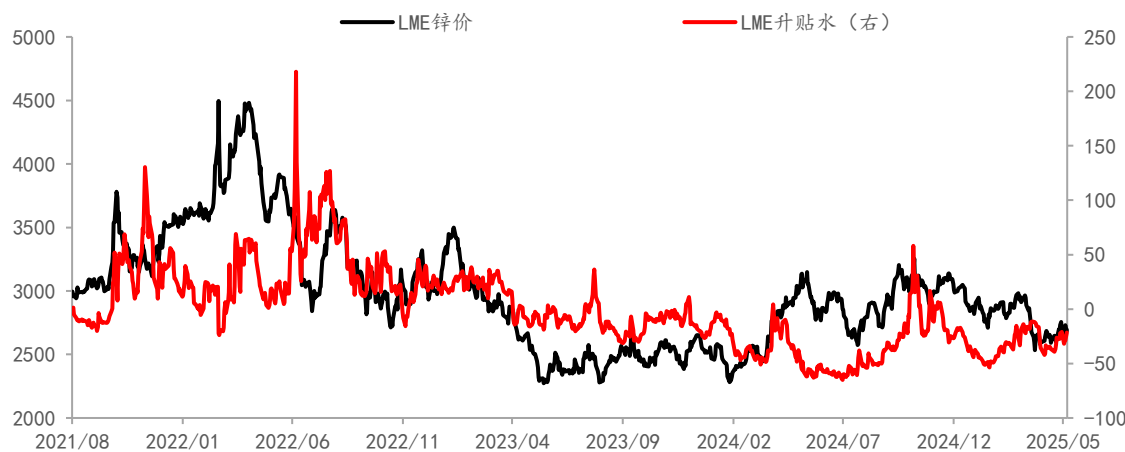
沪锌价差 (当月-连1, 元/吨)



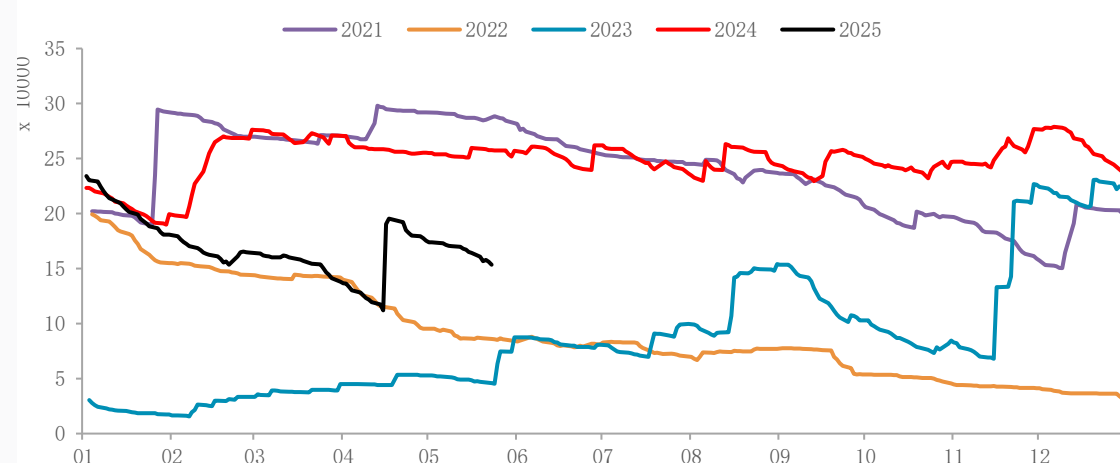
SMM锌七地库存 (万吨)



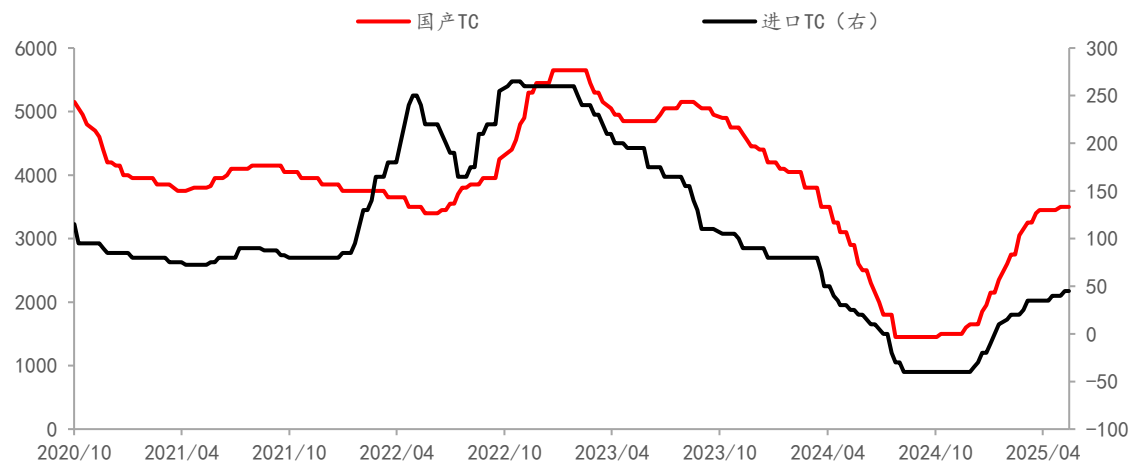
LME锌 (0-3) 升贴水 (美元/吨)



LME锌季节性库存 (吨)



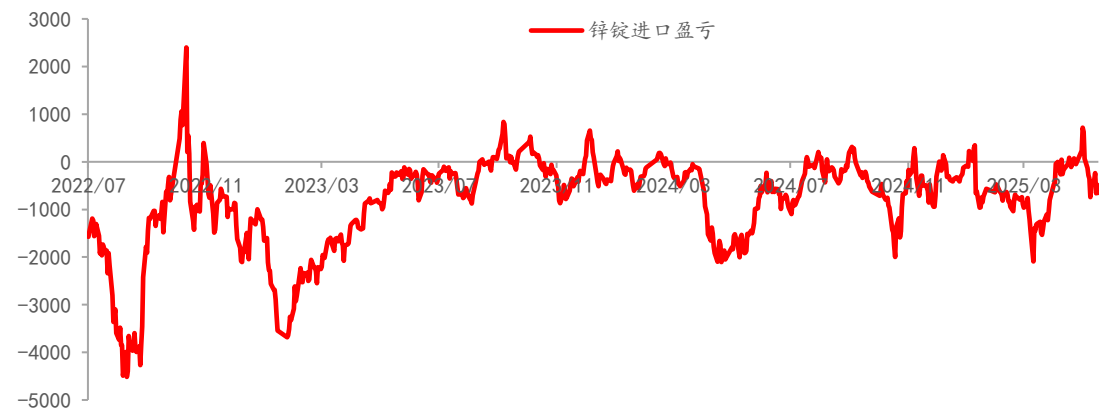
锌矿加工费 (元/吨, 美元/千吨)



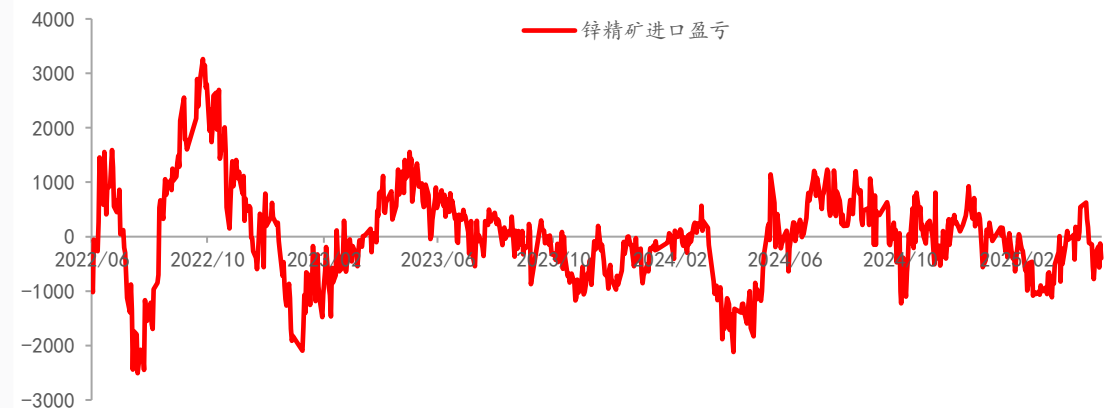
锌矿生产利润 (元/吨)



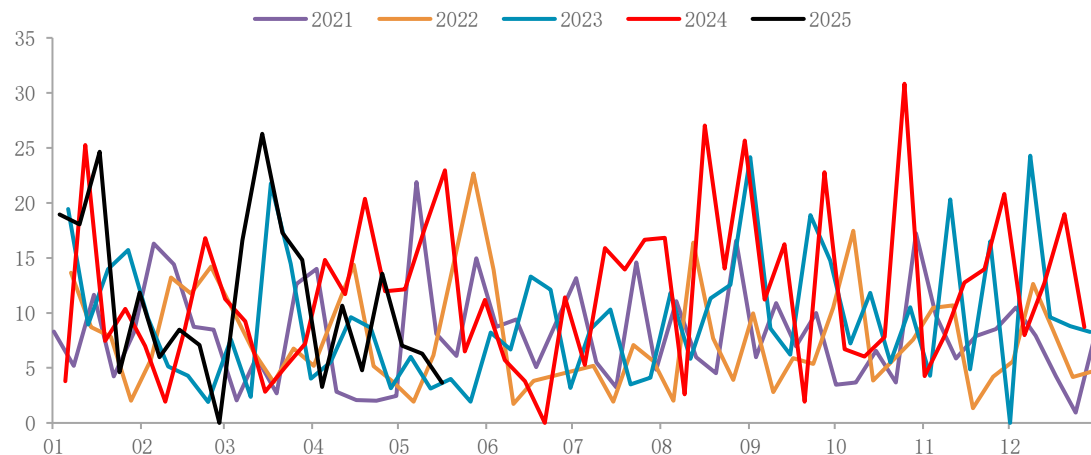
锌锭进口盈亏 (元/吨)



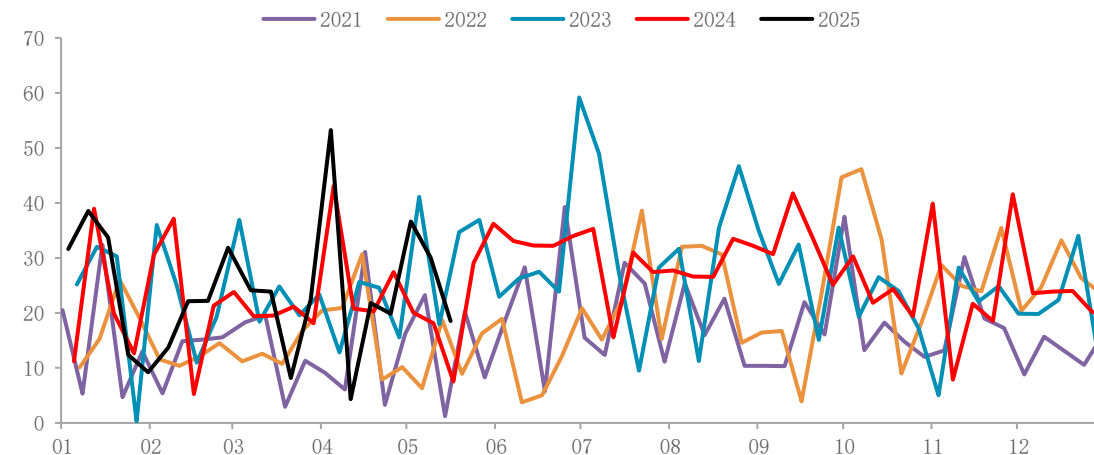
锌矿进口盈亏 (元/吨)



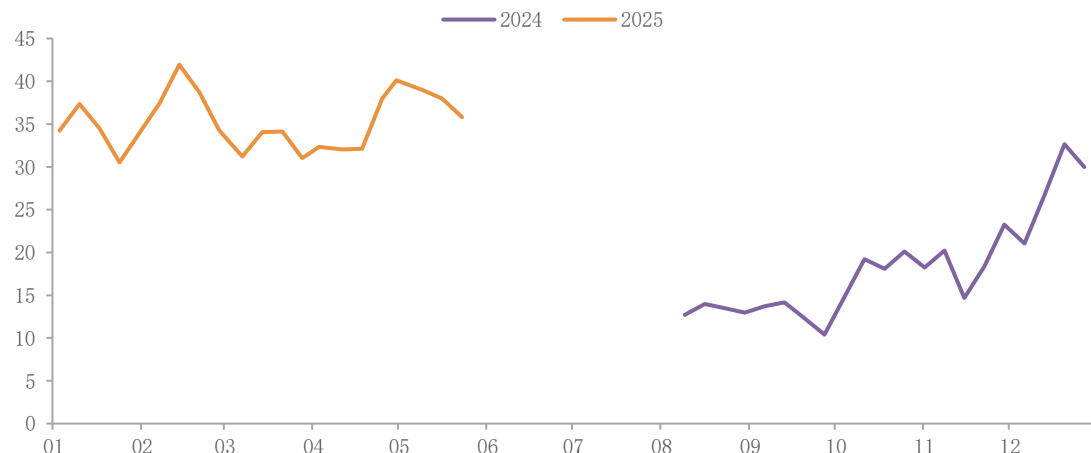
进口矿中国到港数据 (万吨)



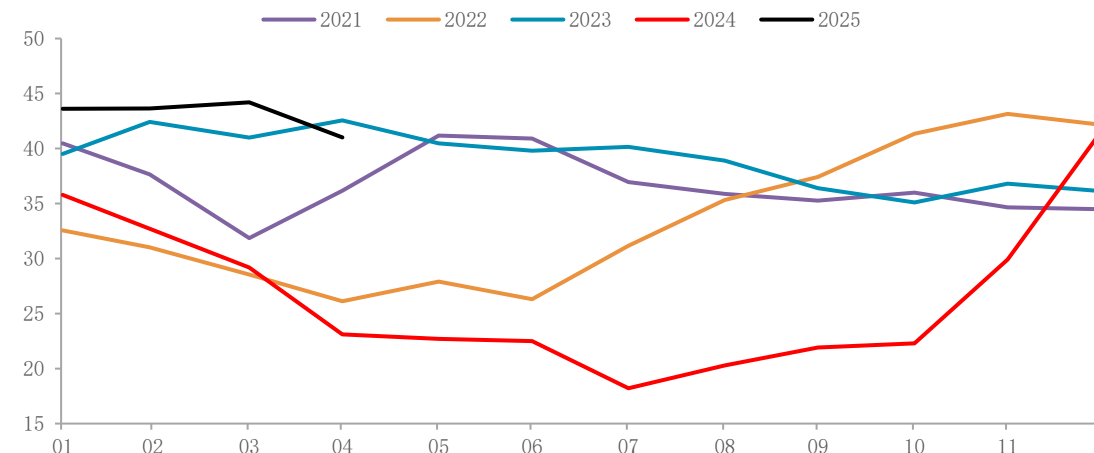
进口矿海外离港数据 (万吨)



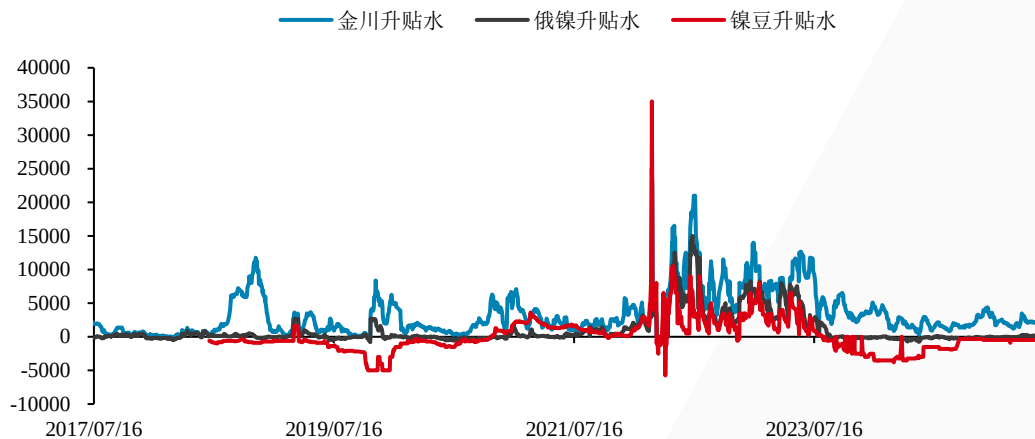
锌矿七个港口库存 (万吨)



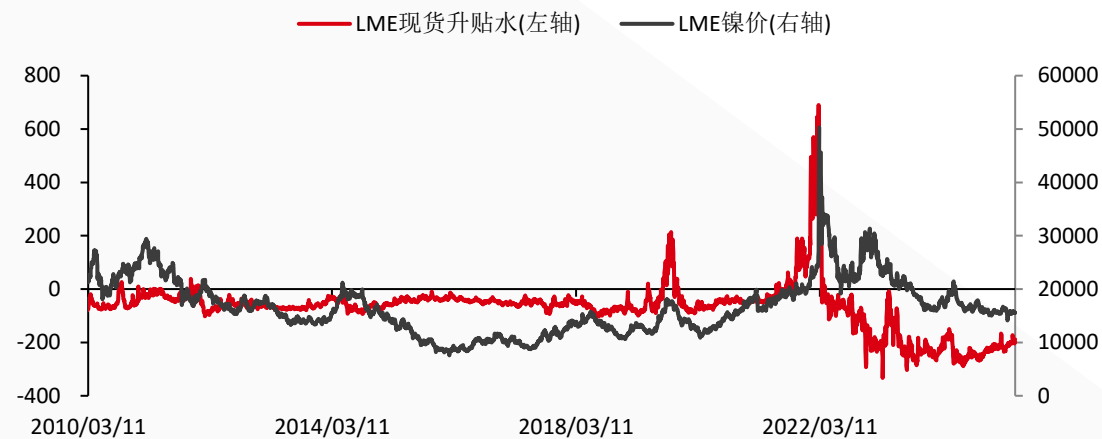
冶炼厂原料库存 (万金属吨)



国内精炼镍升贴水 (元/吨)



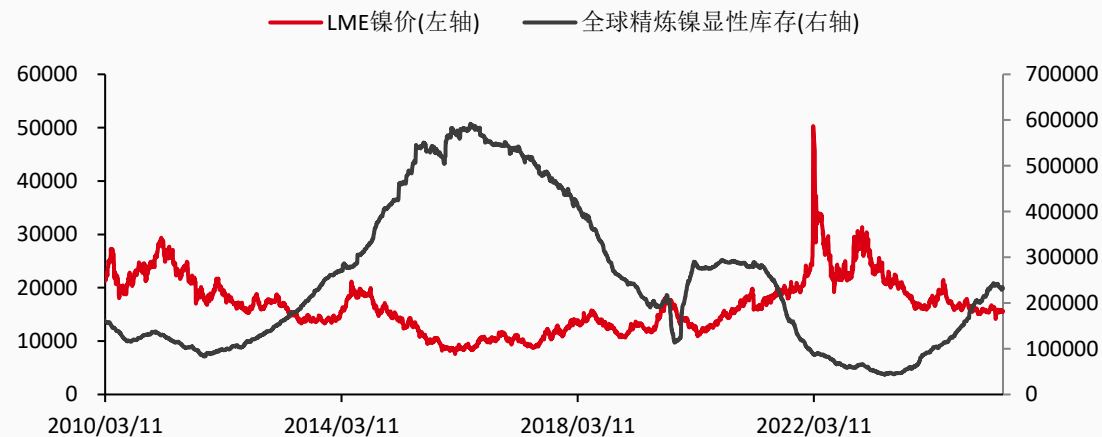
伦镍价格及升贴水 (美元/吨, 美元/吨)



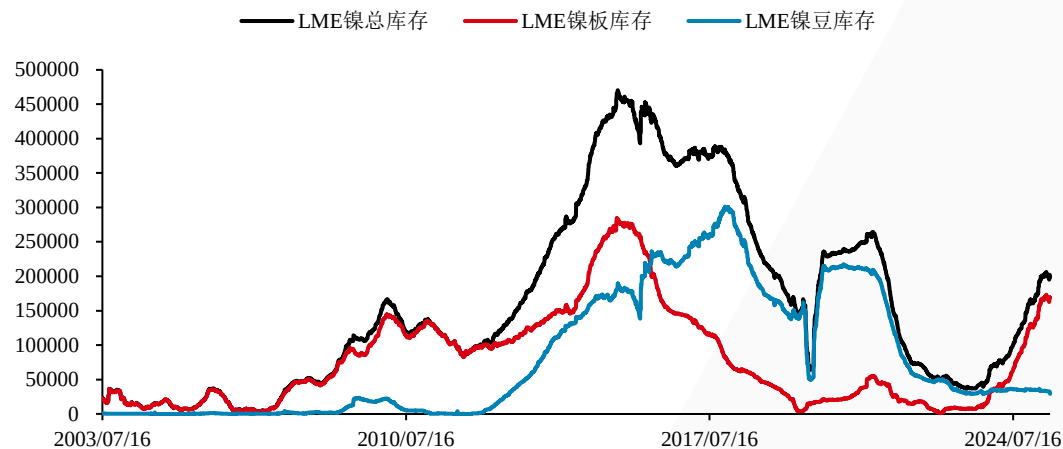
俄镍进口盈亏 (元/吨)



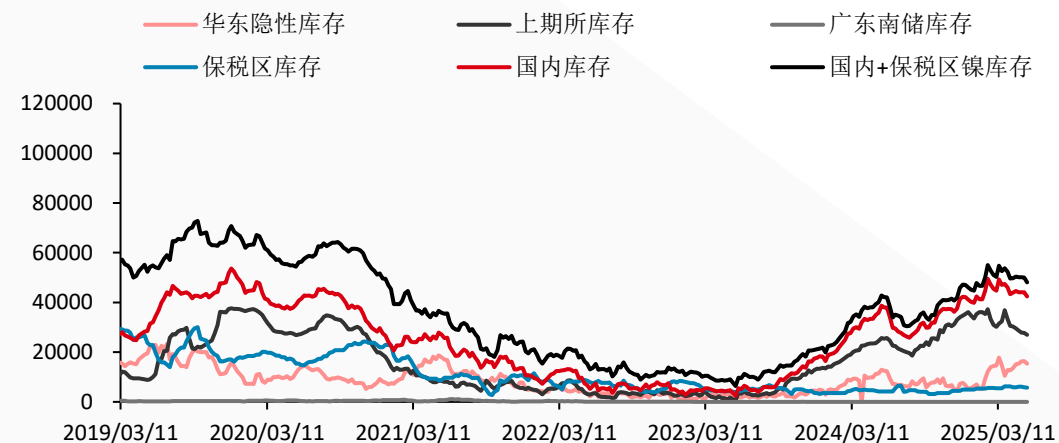
全球精炼镍显性库存 (美元/吨, 吨)



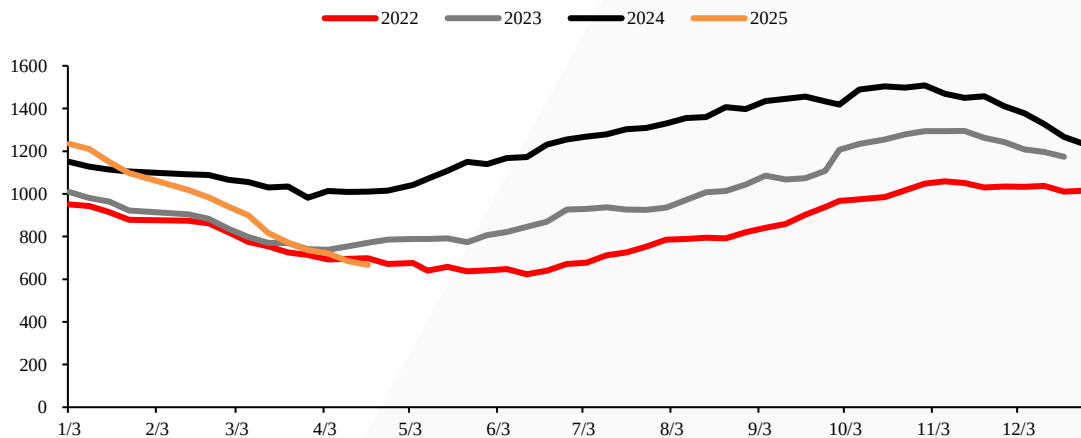
LME精炼镍库存 (吨)



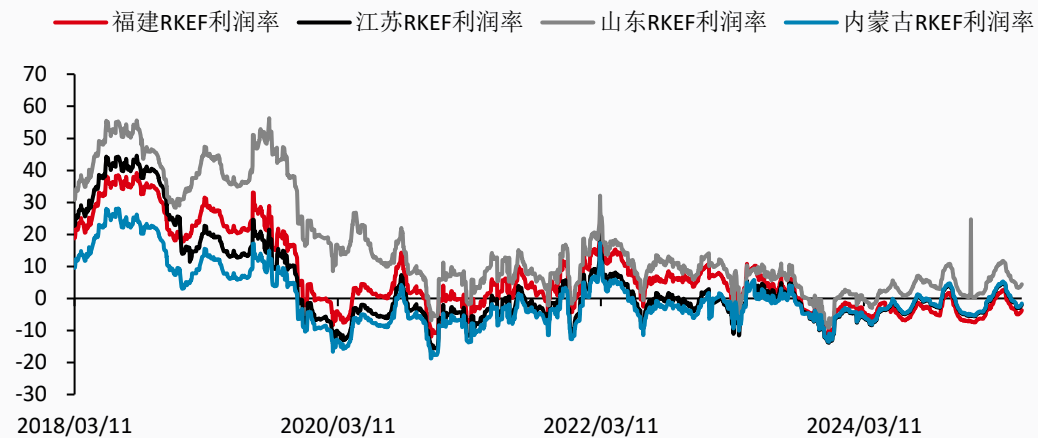
中国精炼镍库存 (吨)



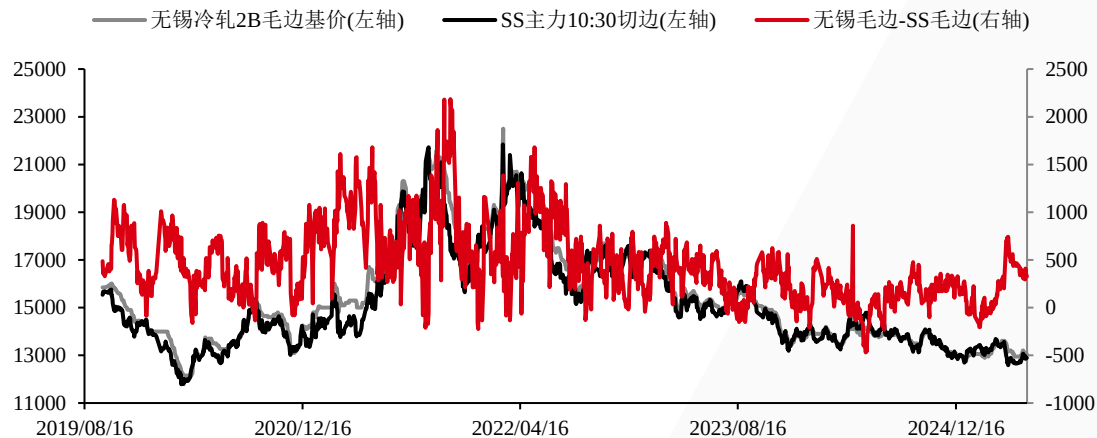
镍矿港口库存 (万吨)



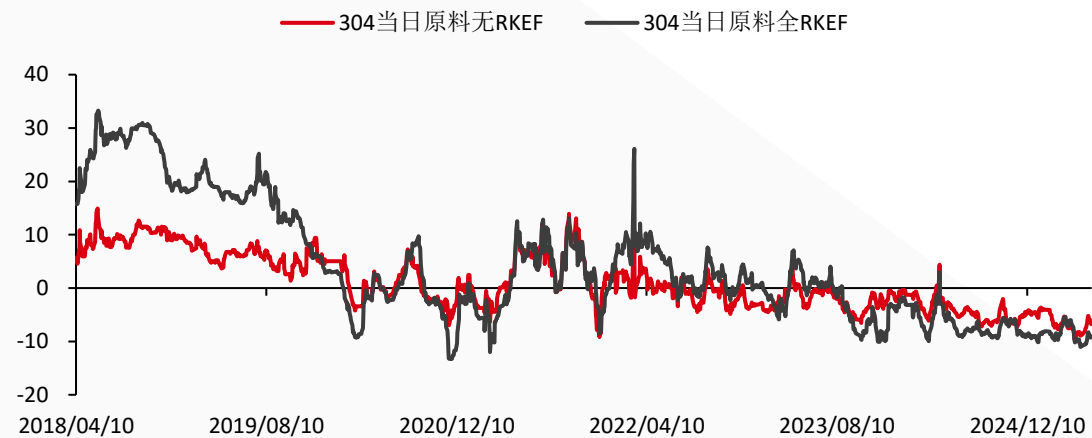
中国高镍生铁利润率 (%)



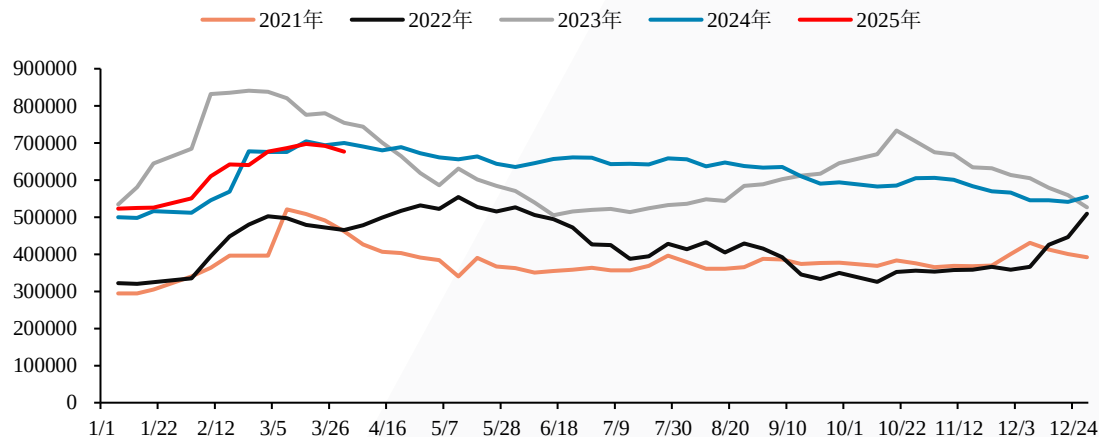
不锈钢期货现货价格与基差 (元/吨, 元/吨)



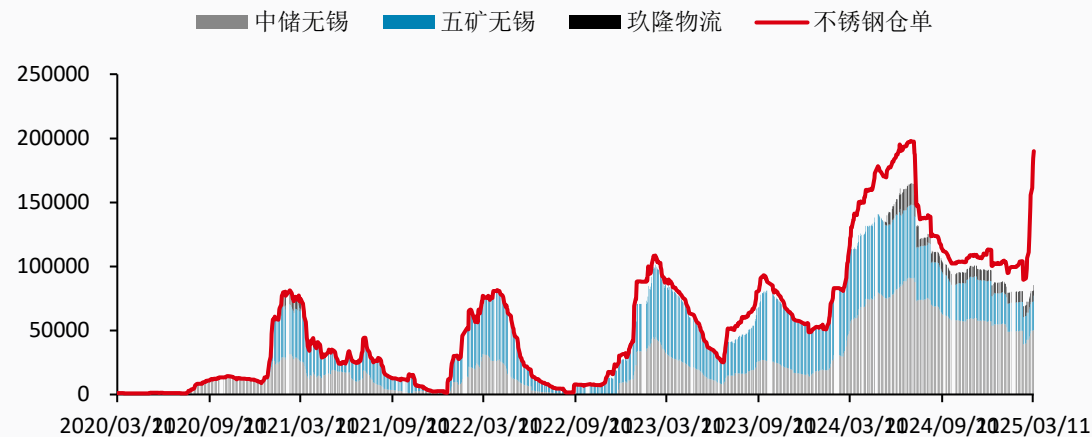
304不锈钢利润率 (%)



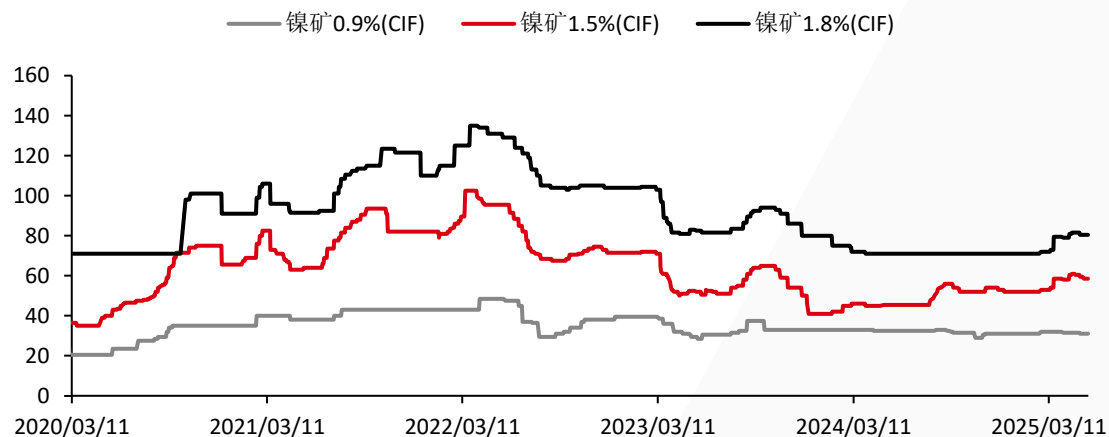
300系不锈钢库存 (吨)



不锈钢期货仓单 (吨)



镍矿价格 (美元/湿吨)



镍铁价格 (元/镍点)



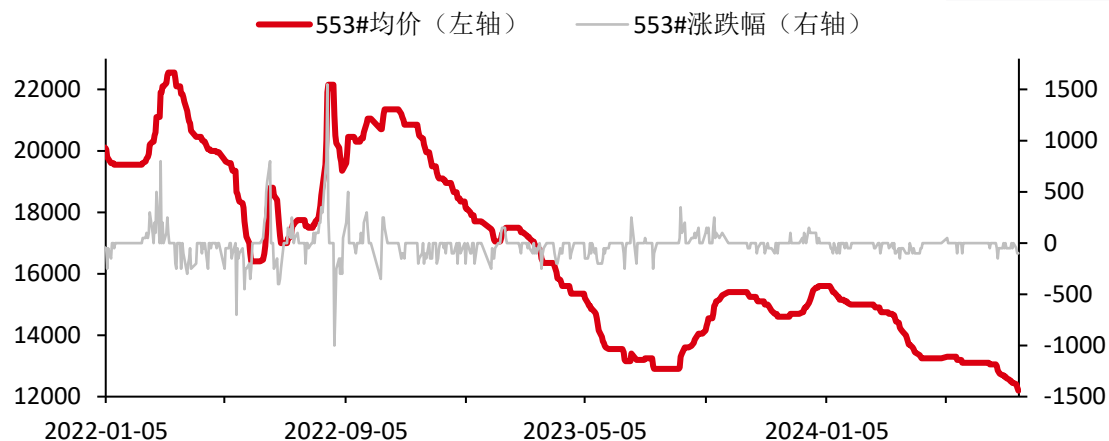
高碳铬铁价格 (元/基吨)



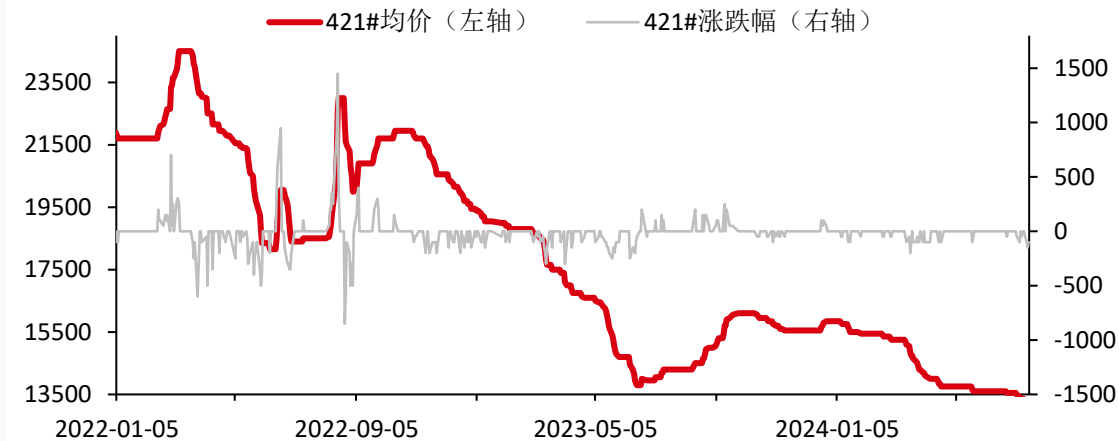
镍不锈钢比值 (元/吨)



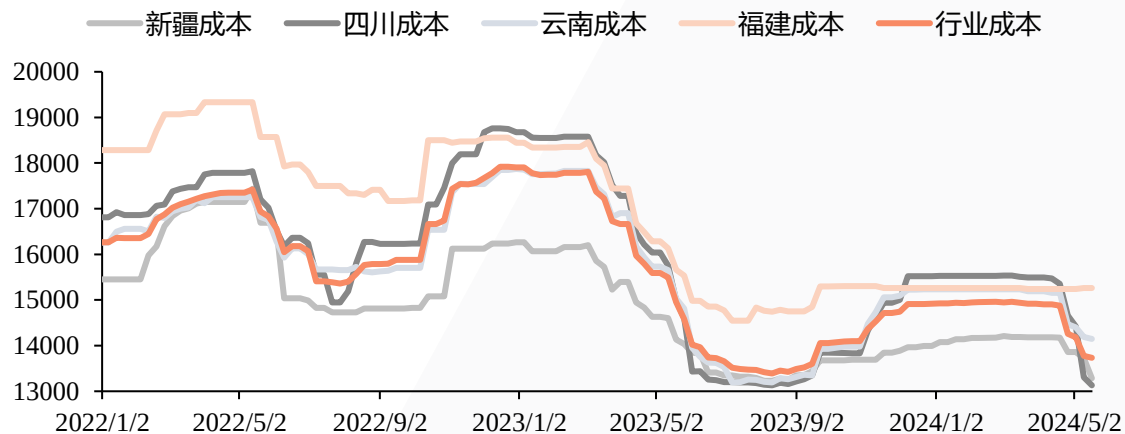
华东553#价格走势 (元/吨)



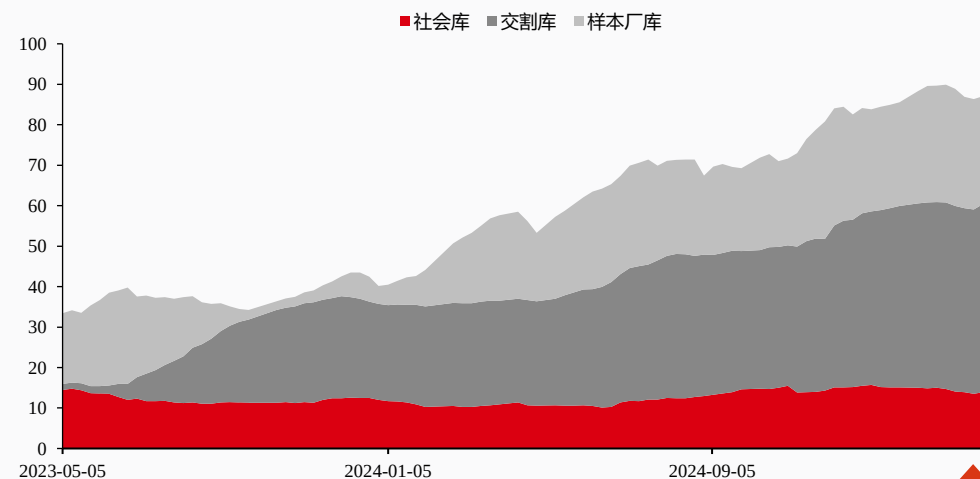
华东421#价格走势 (元/吨)



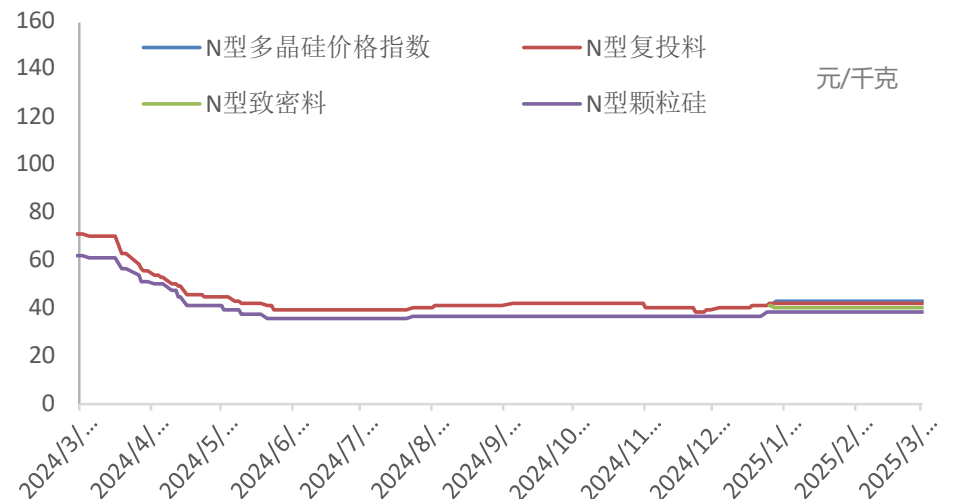
工业硅周度生产成本 (元/吨)



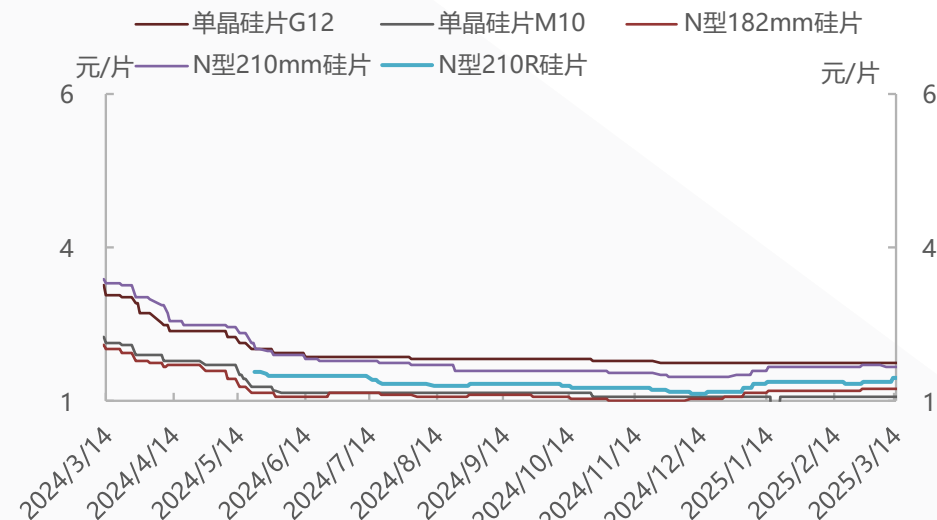
中国工业硅含交割库周度社会库存 (万吨)



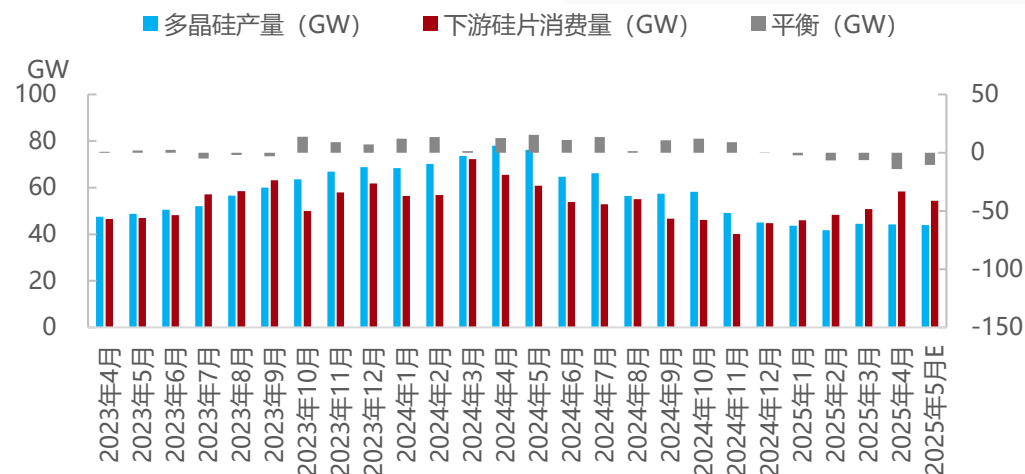
多晶硅价格走势 (元/千克)



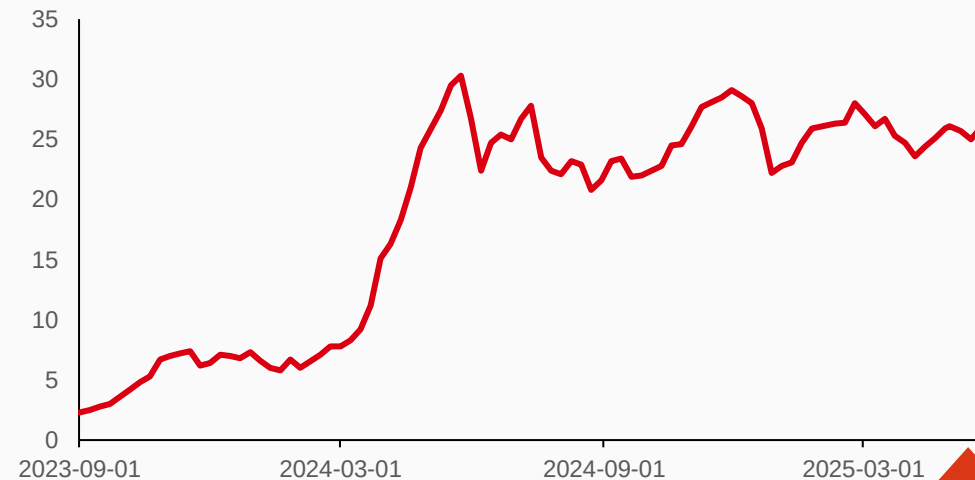
硅片价格走势 (元/片)



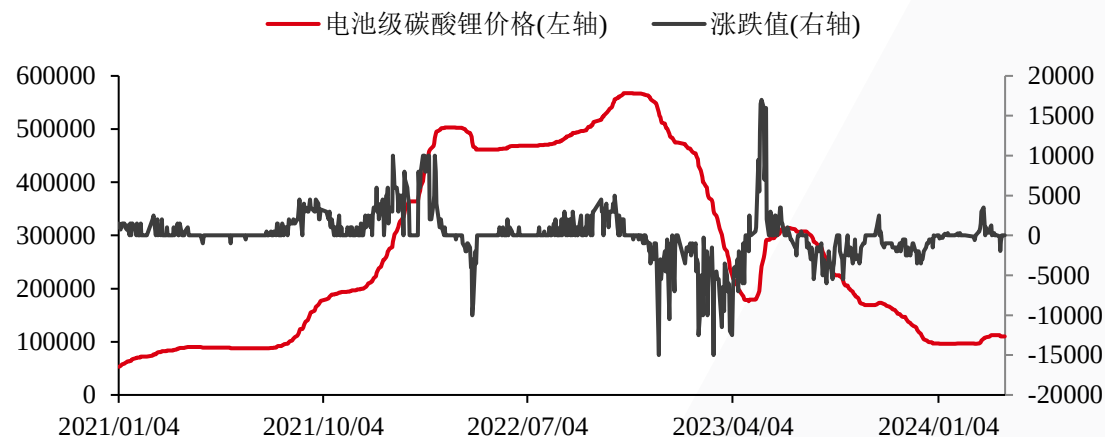
多晶硅供需平衡 (元/吨)



中国多晶硅库存 (万吨)



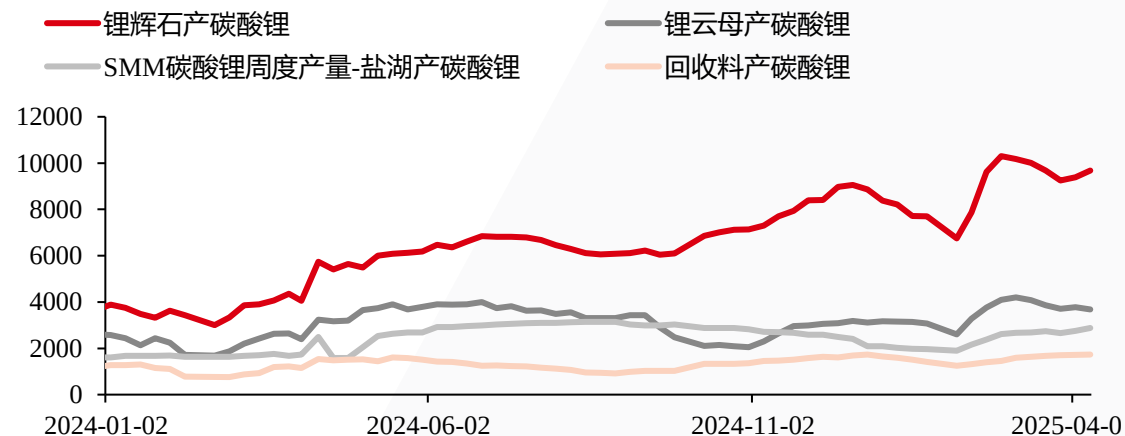
电池级碳酸锂(99.5%电池级/国产) 价格走势 (元/吨)



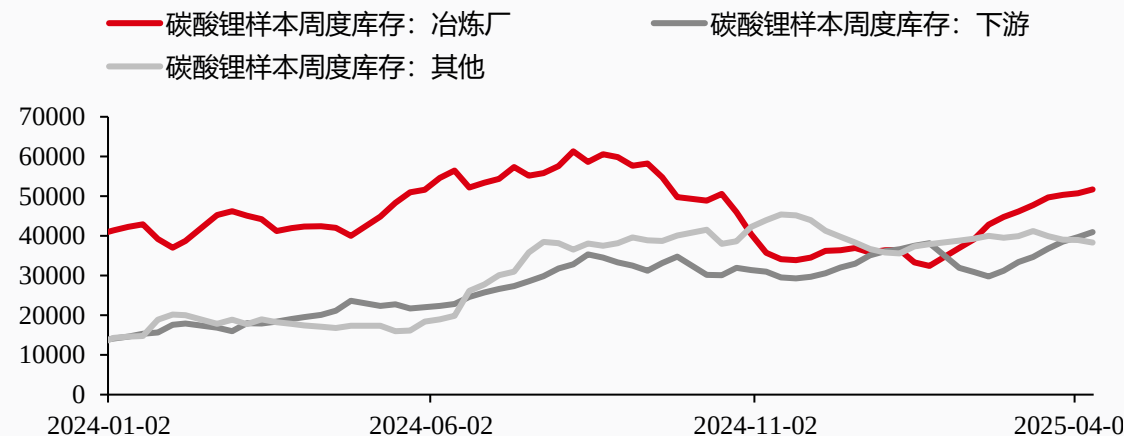
56.5% 电池级粗颗粒氢氧化锂价格走势 (元/吨)



碳酸锂周度产量 (吨)



SMM统计中国碳酸锂库存 (吨)



本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。



THANKS



期赢天下APP



华泰期货研究院

公司总部：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

全国热线：400-628-0888

网址：www.htfc.com