

## 宏观金融类

### 股指

上周指数涨跌幅：上证指数+1.92%，创业板指+3.27%，上证 50+1.93%，沪深 300+2%，中证 500+1.60%，中证 1000+2.22%。

经济与企业盈利：4 月 PMI 环比下降，通胀数据偏弱，降息、化债等多项政策落地有望稳市场稳预期，但特朗普关税政策导致二季度经济不确定性较大；上市公司年报和一季报披露完成，年报表现偏弱，一季度业绩回升。

利率与信用环境：10Y 国债利率小幅上升，信用债利率下降，信用利差下降；中国 3 月社融好于预期；DR007 利率下行，流动性宽松。

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

宏观消息面：

1、中国金融部门出台“降息降准”等一揽子政策，稳市场稳预期；2、即将在瑞士举行的中美经贸高层会谈备受国际社会瞩目，人民日报钟声发文称指望一两次谈判解决问题并不现实；3、中国 4 月 CPI 同比降 0.1%，PPI 同比降幅扩大至 2.7%；4、发改委：正在完善民企参与国家重大项目建设长效机制，今年还将推出总投资规模约 3 万亿元优质项目；5、巴基斯坦努尔汗空军基地遭袭，周边地区全面断电；6、美国财长贝森特警告到 8 月将耗尽债务上限，呼吁国会 7 月中旬之前提高。市盈率：沪深 300:12.26，中证 500:28.04，中证 1000:37.23，上证 50:10.71。

市净率：沪深 300:1.31，中证 500:1.76，中证 1000:2.02，上证 50:1.20。

股息率：沪深 300:3.57%，中证 500:1.85%，中证 1000:1.50%，上证 50:4.36%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.32%/-1.26%/-2.78%/-3.40%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.80%/-2.28%/-4.55%/-6.19%；IM 当月/下月/当季/隔季：-0.92%/-2.57%/-5.30%/-7.40%；IH 当月/下月/当季/隔季：-0.14%/-0.79%/-2.00%/-2.14%。

交易逻辑：受特朗普关税政策影响，前期海外股市波动较大，压制市场风险偏好。但国内降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台；中央汇金等机构再次增持 ETF 稳定市场。4 月政治局会议提到“根据形势变化及时推出增量储备政策”、“持续稳定和活跃资本市场”。当前关税政策的情绪性冲击已经减弱，建议逢低做多与经济高度相关的 IH 或者 IF 股指期货，亦可择机做多与“新质生产力”相关性较高的 IC 或者 IM 期货。

期指交易策略：单边建议逢低买入 IF 股指多单，套利暂无推荐。

### 国债

经济及政策：4 月份我国和全球制造业 PMI 均有所走弱，反映贸易不确定性增强背景下外需收缩。4 月份

进出口数据虽维持韧性，但从集装箱及港口高频数据而言近期明显承压，关税冲击带来的外贸和物价压力后期或逐步显现。政策方面，降准降息落地，资金面有望维持宽松基调。短期政策重心聚焦于稳外贸与扩内需的协同发力，加快结构性工具落地以对冲外部冲击，同时关注中美关税谈判进展对市场预期的潜在影响。

1. 国新办新闻发布会上宣布三大类共 10 项金融支持政策。会上内容主要包括：降低存款准备金率 0.5 个百分点；下调政策利率 0.1 个百分点，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约 0.1 个百分点。下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点。降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年期以上首套房利率由 2.85% 降至 2.6%。设立 5000 亿元服务消费与养老再贷款，加大消费重点领域低成本资金支持。增加支农支小再贷款 3000 亿元。阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从目前的 5% 调降至 0%。合并两项支持资本市场货币政策工具额度，总额度为 8000 亿元。增加 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的 5000 亿元增加至 8000 亿元。

2. 4 月财新中国通用服务业经营活动指数（服务业 PMI）录得 50.7，低于 3 月 1.2 个百分点，在扩张区间降至七个月来最低。

3. 中国 4 月出口（以美元计价）同比增长 8.1%，前值增 12.4%；进口降 0.2%，前值降 4.3%；贸易顺差 961.8 亿美元；前值顺差 1026.4 亿美元。

4. 4 月份，全国居民消费价格（CPI）同比下降 0.1%。其中，城市持平，农村下降 0.3%；食品价格下降 0.2%，非食品价格持平；消费品价格下降 0.3%，服务价格上涨 0.3%。1-4 月平均，全国居民消费价格比上年同期下降 0.1%。

5. 2025 年 4 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.7%，环比下降 0.4%；工业生产者购进价格同比下降 2.7%，环比下降 0.6%。1-4 月平均，工业生产者出厂价格和购进价格比上年同期均下降 2.4%。

6. 5 月 7 日，美联储公布利率决议，维持利率不变。随后，美联储主席鲍威尔表示，美联储不急于行动，可能会出现适合降息或按兵不动的情形。

7. 5 月 8 日，英国央行下调利率，突显出美联储与全球其他央行在应对特朗普关税方面的分歧越来越大。英国央行货币政策委员会周四将利率从 4.5% 下调至 4.25%，符合市场预期。

流动性：上周央行逆回购投放 8361 亿，7 天期逆回购到期 16178 亿，净回笼 7817 亿元，DR007 利率收于 1.54%。

利率：1、最新 10Y 国债收益率收于 1.64%，周环比上升 0.76BP；30Y 国债收益率收于 1.84%，周环比反弹 1.35BP；2、最新 10Y 美债收益率 4.37%，周环比上升 4.00BP。

小结：降准降息落地后，资金利率显著回落。往后看，随着关税冲击对基本面和物价的压力逐步显现，预计后续资金面有望延续偏松基调，短端利好更明确。相较而言，长端利率此前已充分定价降息预期，叠加 5 月份供给压力仍存，预计短期内维持震荡，后续看短端能否进一步牵引长端利率下行。债市整体而言，往后或回归基本面叙事，4 月我国和全球制造业 PMI 显示新订单有所走弱，虽然 4 月份出口数据维持韧性，但从集装箱及港口高频数据而言近期明显承压，外需对经济的冲击压力逐步凸显，后续关注关税谈判进程和经济数据的进一步确认。在基本面和资金宽松背景下，整体利率中枢有望进一步下移。

## 贵金属

周度行情总结: 内盘截至上周五日间收盘, 上周沪金涨 0.42%, 报 788.42 元/克, 沪银跌 0.57%, 报 8168.00 元/千克; COMEX 金涨 2.52%, 报 3329.10 美元/盎司, COMEX 银涨 2.18%, 报 32.88 美元/盎司; 10 年期美债收益率报 4.37%; 美元指数涨 0.38%, 报 100.42;

美联储货币政策表态偏鹰派, 市场对于其宽松节点的预期延后: 上周美联储召开议息会议, 宣布维持联邦基金利率目标在 4.25%-4.50% 的区间不变, 货币政策总体表态偏鹰派。针对利率目标, 鲍威尔认为当前多重不确定性支持联储继续“等待”, 特朗普对于利率下调的要求不会影响到联储的工作。对于通胀, 鲍威尔表明若当前宣布的关税持续, 后续将会出现更高的通胀。对于美国经济, 鲍威尔认为前期所公布弱于预期的 GDP 数据不会改变美联储的政策立场, 经济的下行风险有所增加, 但在实际数据中仍未观察到经济放缓的迹象。从鲍威尔货币政策表态的驱动来看, 月初公布的美国 4 月非农就业数据超预期, 同时美国股指有所反弹, 纳斯达克指数收回到等关税公布后所产生的跌幅, 上述因素促使美联储仍能继续维持偏鹰派的货币政策表态。议息会议后美元指数回升至 100 之上, 金银价格总体走弱。同时, 美国总统特朗普宣布美国将与英国达成一份贸易协议, 取消双方部分领域的关税, 同时扩大了两国之间产品的相互准入范围。此外, 德国政府发言人表示, 德国总统默茨在与特朗普进行的沟通中显示, 双方一致认为需要迅速解决贸易争端, 海外贸易风险出现阶段性的释放。持仓方面, 截至 5 月 6 日当周最新数据, COMEX 黄金管理基金净持仓下降 3804 手至 10.2 万手, COMEX 白银管理基金净持仓下降 856 手至 2.98 万手, COMEX 黄金总持仓量由议息会议前 5 月 7 日的 45.2 万手下降至 9 日的 43.8 万手。不论是从宏观环境还是资金持仓来看, 短期贵金属价格均存在走势偏弱的驱动。

美国经济衰退风险的加大仍将令美联储在下半年进一步调降政策利率, 美国财政赤字水平在特朗普任期内仍将继续扩张: 在美联储持续鹰派表态的背景下, 市场仍定价其在今年七月、九月以及十二月议息会议中将分别进行 25 个基点的降息操作。我们认为这受到两个主要因素的影响, 首先在于美国关税政策所带来海外衰退驱动, 居民消费是美国 GDP 增长的主要贡献项, 调查指标方面, 密歇根大学消费者信心指数在四月份仅录得 86, 大幅低于特朗普当选前 2024 年 11 月份的 112.8, 已连续第五个月出现回落。美国一季度实际 GDP 年化季度环比值为 -0.3%, 大幅低于预期的 0.3% 以及前值的 2.4%, 特朗普政府就任初期所实行的联邦政府人员调整以及关税政策对其经济的负面影响已逐步显示在美国实际经济数据中, 美国经济的衰退风险在下半年将进一步显现, 驱动联储货币政策转向边际宽松。美国财政方面, 5 月 1 日特朗普宣称正在拟定的支出法案将意味着“美国历史上最大的减税措施”。税收减免所带来收入的减少难以由关税收入的上升所覆盖, 这意味着美国财政赤字水平在特朗普任期内仍将呈现扩大态势。

策略总结: 从历史规律来看, 黄金价格在中期与美国财政赤字水平呈现正相关关系。美联储货币政策在下半年的边际宽松以及美国财政赤字于特朗普任期内的扩大将会驱动黄金价格短线回调后在中期仍维持上涨态势, 而白银价格将在美联储宽松预期集中释放之时出现偏强势表现。黄金策略上建议等待价格出现明显回调后逢低布局多单, 沪金主力合约参考运行区间 767-836 元/克。在联储鹰派货币政策表态的背景下, 白银价格将会表现偏弱, 目前银价仍处于宽幅震荡区间, 策略上建议暂时观望或进行日内的逢高抛空操作, 沪银主力合约参考运行区间 7553-8380 元/千克。

## 铂族金属

美国与英国达成贸易协议，关税风险出现阶段性的释放，驱动铂族金属价格短线走强：5月8日特朗普宣布美国与英国达成新的贸易协议，相关文件显示，每年从英国出口至美国的前十万辆汽车将实施10%的额外关税税率，超过十万辆的部分则将实施25%的额外关税税率。燃油汽车行业是铂族金属需求端最为重要的部分，2024年数据显示，铂金总需求中汽车尾气净化用催化剂需求占比为43%，钯金总需求中催化剂占到84%。美国及英国贸易协议的达成令本周铂族金属价格表现偏强，NYMEX铂金主力合约价格上涨3.44%至1000.1美元/盎司，NYMEX钯金主力合约价格上涨3.42%至983.5美元/盎司。但美国与多国贸易协议的推进当前面临挑战，美英贸易协定达成后，底特律三大汽车集团认为其损害了美国汽车制造业与相关工人的利益。而美国进口汽车零部件加征25%关税的措施在5月3日正式生效，日本首相石破茂在5日表示，虽然美日双方针对关税问题进行了深入磋商，但以汽车为代表的关税日本绝对不能接受。因此，美英贸易协议的达成并不能从本质上改变关税对于全球汽车生产以及贸易所形成的负面影响，同时美联储货币政策表态鹰派影响下金银价格走势偏弱，预计铂族金属本轮价格反弹空间相对有限。NYMEX铂金主力合约参考运行区间953-1026美元/盎司，NYMEX钯金主力合约参考运行区间890-1024美元/盎司。

## 有色金属类

### 铜

上周铜价冲高回落，伦铜周涨0.89%至9439美元/吨，沪铜主力合约收至77780元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比减少0.4万吨，其中上期所库存减少0.9至8.1万吨，LME库存减少0.8至19.2万吨，COMEX库存增加1.3至14.4万吨。上海保税区库存减少0.3万吨。当周铜现货进口窗口一度打开，洋山铜溢价抬升。现货方面，上周LME市场Cash/3M升水扩大至49.2美元/吨，国内货源相对偏紧，期货盘面月差扩大，基差报价先扬后抑，周五上海地区现货对期货升水80元/吨。废铜方面，上周国内精废价差小幅缩窄至1290元/吨，废铜原料供应边际改善，当周再生铜制杆企业开工率回升。根据SMM调研数据，上周精铜制杆企业开工率明显下降，需求边际走弱。

价格层面，国内“一行一会一局”策略超预期，中美贸易谈判推进，但乐观情绪的持续性有待观察。产业上看铜矿和再生铜供应维持紧张格局，而消费存在边际走弱的迹象，随着期货近月逐渐过渡到偏淡季合约，叠加海外通胀预期相对承压，预计铜价震荡调整的压力加大。本周沪铜主力运行区间参考：76000-79000元/吨；伦铜3M运行区间参考：9200-9600美元/吨。

## 铝

上周铝价下探后回升，伦铝周跌 0.66% 至 2417 美元/吨，沪铝主力合约收至 19655 元/吨。上周国内铝锭库存去化，社会库存录得 62 万吨，较五一假期前增加 0.6 万吨，较节后首日减少 1.6 万吨；保税区库存较节前增加 0.7 至 11.6 万吨，LME 市场铝库存减少 1.2 至 40.4 万吨。周五国内铝锭现货升水期货 15 元/吨，LME 市场 Cash/3M 贴水 9.4 美元/吨。需求方面，五一节后铝材开工率边际平稳略降，铝型材、铝板带和铝箔周度开工率下滑，铝线缆周度开工率走强，上周铝价回落后现货市场成交回暖。

综合而言，国内“一行一局一会”政策略超预期，中美经贸谈判释放暖意，但乐观情绪的持续性有待观察。产业上看国内铝锭接近产能上限，而消费边际有所转淡，电解铝端高利润面临挤压可能，不过短期铝价回调后下游需求改善较明显，对铝价支撑较强，总体预计后市价格震荡运行。本周国内主力合约运行区间参考：19500-20100 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2380-2480 美元/吨。

## 锌

价格回顾：上周锌价小幅下行。截至周五沪锌指数收涨 0.05% 至 22048 元/吨，单边交易总持仓 23.02 万手。截至周五下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期涨 23 至 2622.5 美元/吨，总持仓 21.32 万手。

高频数据：SMM0# 锌锭均价 22770 元/吨，上海基差 480 元/吨，天津基差 460 元/吨，广东基差 480 元/吨，沪粤价差平水。国内结构：上期所锌锭期货库存录得 0.19 万吨，根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至 8.33 万吨。内盘上海地区基差 480 元/吨，连续合约-连一合约价差 385 元/吨。海外结构：LME 锌锭库存录得 17.07 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 6.68 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-32.69 美元/吨，3-15 价差-45.47 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.158，锌锭进口盈亏为 66.05 元/吨。

产业数据：本周锌精矿国产 TC3500 元/金属吨，进口 TC40 美元/干吨。本周锌精矿港口库存 37.1 万实物吨，锌精矿工厂库存 58.3 万实物吨。本周镀锌结构件开工率录得 60.87%，原料库存 1.5 万吨，成品库存 37.8 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 54.60%，原料库存 1.3 万吨，成品库存 0.9 万吨。本周氧化锌开工率录得 59.73%，原料库存 0.3 万吨，成品库存 0.6 万吨。

总体来看：锌精矿港口库存持续抬升，锌精矿加工费再度上行，锌矿过剩预期不改。锌锭库存虽小幅累库，但国内仓单维持低位，月间价差进一步上行，短期来看近端维持相对强势。中期来看，下游采买持续性有限，叠加进口锌锭流入压力，预计后续伴随锌锭社会库存累库，锌价仍有一定下行风险。

## 铅

价格回顾：上周铅价下探回升。截至周五沪铅指数收涨 0.17% 至 16802 元/吨，单边交易总持仓 7.12 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期涨 15.5 至 1960 美元/吨，总持仓 14.97 万手。

高频数据：SMM1# 铅锭均价 16625 元/吨，再生精铅均价 16600 元/吨，精废价差 25 元/吨，废电动车电池均价 10250 元/吨。国内结构：上期所铅锭期货库存录得 3.9 万吨，据钢联数据，国内社会库存录得增至 4.76 万吨。内盘原生基差-110 元/吨，连续合约-连一合约价差 20 元/吨。海外结构：LME 铅锭库存录得 25.52 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 13.45 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-9.32 美元/吨，3-15 价差-63.3

美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.183，铅锭进口盈亏为-623.9 元/吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存 5.1 万吨，工厂库存 46.9 万吨，折 29.7 天。铅精矿进口 TC-30 美元/干吨，铅精矿国产 TC650 元/金属吨。原生开工率录得 67.35%，原生锭厂库 2.3 万吨。再生端，铅废库存 8.3 万吨，再生铅锭周产 3.0 万吨，再生锭厂库 2.0 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 64.79%。

总体来看：铅精矿港口库存持续抬升，铅矿显性库存处于历年高位，原生铅企开工高企。废料库存有限，再生利润承压，再生铅企开工下行。下游蓄企五一假期同去年比延长，铅锭工厂成品库存累库幅度较快。中期预计沪铅指数在 16300-17800 间箱体震荡，短线铅价呈现偏弱震荡。

## 镍

上周镍价维持区间震荡。宏观方面，关税问题虽有边际缓解，但鲍威尔发言鹰派，美联储对降息仍保持谨慎态度，有色板块整体缺乏明显宏观驱动。供给端，2025 年 4 月，全国精炼镍产量仍在历史高位水平。需求端，本周下游出现一定买盘，现货升贴水表现持稳。成本端，镍矿价格走势继续分化，但中间品价格表现却与矿价出现明显背离，成本支撑较为坚挺的镍铁走势疲软，而中间品价格却维持高位。我们判断出现这种背离的原因在于需求侧的短暂劈叉，即不锈钢需求受关税及淡季影响已经出现明显走弱，但精炼镍需求仍未有显著变化，甚至一定程度上超出预期。后续随着中间品排产的提升以及精炼镍需求的回归常态，镍价或向镍铁价格进一步回归。综合而言，我们认为镍铁价格的持续疲软仍是镍价下跌的显著驱动，4 月下旬我们就已建议逢高布空，我们认为可以继续持有空单。本周沪镍主力合约价格运行区间参考 115000-130000 元/吨，伦镍 3M 合约运行区间参考 14500-16500 美元/吨。

## 锡

上周锡价维持震荡运行。供给方面，受限原料短缺，云南与江西两个重要产锡省份的精炼锡冶炼企业的开工率保持在较低水平，本周合计开工率达 57.16%。缅甸佤邦锡复产正在推进，同时阿尔法明公司宣布分阶段恢复 Bisie 矿，并储备充足物资以保障复产连续性，预计二季度锡矿的供应紧张将有所缓解。需求方面，受关税影响，电子、家电行业补库意愿低迷，产业链传导阻滞。库存方面，截至 5 月 9 日，SMM 统计锡锭三地社会库存 10193 吨，较 4 月 30 日累库 360 吨。综上，锡供应端短期紧缺但有转松预期，随着关税对需求端的影响逐步体现，锡价重心或有所下移。国内主力合约参考运行区间：250000 元-270000 元。海外伦锡参考运行区间：30000 美元-33000 美元。

## 碳酸锂

期现市场：周五五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 64979 元，周内-4.51%。MMLC 电池级碳酸锂报价 64000-66500 元，工业级碳酸锂报价 63100-64000 元。LC2507 合约收盘价 63020 元，周内-4.89%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 2230 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 690-720 美元/吨，周内-7.84%。

基本面：5.1-5.8，SMM 国内碳酸锂产量 18349 吨，日均产量较上一统计区间降 5%。乘联会口径，4 月份全国新能源乘用车厂商批发销量预估为 114 万辆，同比增长 42%，环比增长 1%。4 月磷酸铁锂产量 26.91

万吨，环比微降 0.7%。4 月正极材料产量略低于预期，主要是多数企业的提产计划受美关税影响，增量未实现。5 月第三方调研排产环增 2.5%，但需留意美国关税政策和强制配储到期对需求兑现的挑战。5 月 9 日，国内碳酸锂周度库存报 131569 吨，环比上周-464 吨（-0.4%），结束了为期 3 个月的连续累库。5 月 9 日，广期所碳酸锂注册仓单 36351 吨，周内增 8.6%。

观点：上周基本面缺少利多驱动，悲观情绪延续。碳酸锂需求预期偏弱，年中淡季临近，历史高位库存去化强度预计有限。成本估值承压，矿价加速下移，上周已跌破去年四季度低点。当前盘面价格处于成本密集区，至少 20%的在产资源出现现金亏损，但实际触发减量有限，特别是大型矿山、盐厂维持高开工以降低单位成本。周末中美贸易谈判“取得实质性进展”，宏观氛围乐观。后续需留意矿山盐厂经营扰动、锂精矿成交价格走势和需求表现，盘面关注持仓变化。本周广期所碳酸锂 2507 合约参考运行区间 62500-65200 元/吨。

## 氧化铝

截止 5 月 9 日下午 3 时，氧化铝指数周内反弹 3.55%至 2826 元/吨，持仓增加 1.8 万手至 38.6 万手。主因是河北某氧化铝厂受调查增加了新产能投产的不确定性以及几内亚 EGA 公司采矿许可证被取消的消息带动所致。基差方面，山东氧化铝现货报 2865 元/吨，价格较 A02507 合约升水 52 元/吨，基差较上周有所缩窄。月差方面，连 1-连 3 月差小幅缩窄，录得-4 元/吨。

本周各地区氧化铝现货价格反弹。近期国内氧化铝冶炼厂密集减产检修，产量出现阶段性下降，叠加本周河北某氧化铝厂被调查，其今年新投产产能落地的不确定性加大，现货情绪短期较为乐观，带动价格小幅上扬。但在矿价持续下跌带动成本支撑下移的背景下，预计短期现货价格仍难出现大幅反弹，后续仍需观察减仓规模和新投产产量释放情况。

截止 5 月 9 日，周内澳洲 FOB 价格上涨 1 美元/吨至 349 美金/吨，但受汇率影响，出口盈亏回落至-463 元/吨，出口窗口维持关闭。

周内氧化铝社会总库存大幅去库 5.5 万吨至 389.1 万吨，其中电解铝厂内库存、氧化铝厂内库存、在途库存、港口库存分别去库 1.3 万吨、去库 2 万吨、去库 1.4 万吨、去库 0.8 万吨。主因是短期检修产能较为集中，供应出现阶段性短缺。周内氧化铝上期所仓单合计去库 2.89 万吨至 24.26 万吨；交割库库存报 27.02 万吨，较上周大幅减少 1.51 万吨。期货价格持续贴水，仓单逐步流出。

原料端，国产矿方面，晋豫地区维持缓慢复产趋势；进口矿方面，港口库存持续累库。当前几内亚发运维持高位，澳大利亚雨季后发运逐渐恢复，叠加亏损导致内陆氧化铝企业减产增多，铝土矿供应走向宽松，氧化铝厂压价采购意向增强，铝土矿价格或将继续承压。最新消息上，几内亚 EGA 公司采矿许可证被取消，该公司发运于 2024 年 10 月受限制，但其余几内亚新增项目增量仍较大，矿石供应增加趋势难改。

供应端，高频周度数据上，本周国内氧化铝产量 158.6 万吨，较上周下滑 0.4 万吨，减产复产并行，随着矿价下跌带动冶炼厂利润回升，预计检修产能就逐步回归，整体产量需观察河北某冶炼厂受调查的影响。

需求端，运行产能方面，2025 年 3 月电解铝运行产能 4379 万吨，较上月增加 13 万吨。开工率方面，3

月电解铝开工率环比增加 0.27%至 96.23%。

总体来看，原料端，铝土矿供应走向宽松，氧化铝厂压价采购意向增强，铝土矿价格或将承压。供给端，氧化铝企业集中检修仍存，河北某冶炼厂受调查事件的影响短期仍存不确定性，但随着矿价下跌带动利润回升，预计检修企业将逐步回归，中长期供应过剩趋势仍难改；需求端，电解铝开工维稳。进出口方面，海外氧化铝价格反弹，但受汇率影响，出口盈亏走低，当前出口窗口维持关闭。策略方面，供应端扰动持续，新投产产能不确定性增加，但成本支撑持续下移，短期建议观望为主，中长期供应过剩趋势仍难改，可关注 7-9 正套机会。国内主力合约 A02509 参考运行区间：2650-3000 元/吨。

## 不锈钢

期现市场：据 MYSTEEL，05 月 10 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 13050 元/吨，环比+0.00%；山东 7%-10%镍铁出厂价为 950 元/镍，环比-2.06%；废不锈钢均价报 9300 元/吨，环比+1.64%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 12720 元/吨，环比+0.00%。

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

需求：据 WIND 数据，国内 2024 年 1-03 月，商品房销售面积 21869.35 万 m<sup>2</sup>，同比-3.00%；03 月单月，商品房销售面积为 11123.43 万 m<sup>2</sup>，同比 1.55%。03 月冰箱/家用冷柜/洗衣机/空调当月同比分别为 -12.1/-4.3/11.9/16.5%；03 月燃料加工业累计同比+25.8%。

成本：本周山东 7%-10%镍铁出厂价 945 元/镍，较上周-20 元/镍，福建地区铁厂当前亏损 83 元/镍。

库存：本周不锈钢社会总库存为 111.30 万吨，环比+2.83%；期货仓单本周库存 15.89 万吨，较上周-4287 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 19.56/72.48/19.26 万吨，其中 300 系库存环比+1.76%；本周不锈钢海漂量 6.31 万吨，环比+35.11%，卸货量 10.32 万吨，环比+27.75%。

观点：本周部分钢厂检修结束，产量小幅回升，但社会库存仍处高位，印尼资源回流压力仍存，对国内市场形成压制。终端采购以刚需为主，下游家电、建筑行业订单不足，市场成交偏弱，贸易商补库意愿低，多持观望态度。原料端，镍铁持续回落，钢厂招标价下调，成本支撑减弱；废不锈钢价格跟跌，经济性优势减弱，部分钢厂转向镍铁采购。总体来说，本周行情受成本与需求双弱压制，价格承压下行，盘面多空双方均持观望态度，短期需警惕原料端波动及库存消化进度。

## 黑色建材类

### 钢材

供应端：本周螺纹总产量 224 万吨，环比-4.2%，同比-3.6%，累计产量 3989.7 万吨，同比-3.6%。长流程产量 197 万吨，环比-3.2%，同比-3.5%，短流程产量 26 万吨，环比-11.0%，同比-4.3%。本周铁水日均产量为 244.35 万吨，较上周环比上升 0.22 万吨，回升速度放缓。本周热轧板卷产量 320 万吨，较上周环比变化+1.1 万吨，较上年单周同比约+0.4%，累计同比约+1.5%。成本方面，华东地区螺纹高炉利润维持 83 元/吨附近，利润稍有回升；谷电利润为-18 元/吨。钢厂本周即期利润小幅回升，盈利率上升 2.59%，整体盈利情况较好。当前铁水产量远高于历史同期，随着进入到传统淡季，当前供应端压力较强。

需求端：本周螺纹表需 214 万吨，前值 291 万吨，环比-26.5%，同比-18.3%，累计需求 3735 万吨，同比-2.9%。本周热轧板卷消费 310 万吨，较上周环比变化-23.2 万吨，累计同比约+2.5%。本周需求明显回落，尽管上周因五一假期即期补库导致需求数据短期走高，但综合两周数据来看，当前螺纹需求仍弱于往年五一后同期水平，现实需求呈现明显走弱趋势。

进出口：钢坯 03 月进口 13.1 万吨。

库存：本周螺纹社会库存 465 万吨，前值 471 万吨，环比-1.2%，同比-31.6%，厂库 188 万吨，前值 173 万吨，环比+8.7%，同比-19.6%。合计库存 654，前值 644，环比+1.5%，同比-28.5%。螺纹钢本周结束了为期九周的去库趋势，本周开始出现累库现象。

利润：铁水成本 2685 元/吨，高炉利润 101 元/吨，独立电弧炉钢厂平均利润-99 元/吨。本周钢厂盈利率较上周上升，钢厂整体盈利情况较好。

基差：最低仓单基差 77 元/吨，基差率 2.4%。

小结：五一假期结束后，商品呈现弱势震荡走势。成材由于现实需求较差，呈现震荡探底走势。宏观方面，5 月 7 日，央行、金融监管总局、证监会在国新办发布会上宣布一揽子金融政策，其中涉及房地产的增量政策，主要包括降准降息、公积金贷款和结构性货币政策工具利率下调等，与 4 月中央政治局会议的基调基本一致。本次会议提出，将科技创新和技术改造再贷款额度增加 3000 亿元，由目前的 5000 亿元 提升至 8000 亿元，持续支持“两新”政策实施，对板材需求有一定提振，但相较于出口量的减少，提振效果仍相对有限。从基本面来看，本周螺纹钢表需大幅回落，库存小幅累积，单周需求跌幅为年内最大，略超出市场预期。随着旺季结束，螺纹现实需求走弱的拐点可能已经来临。本周热卷表观需求明显回落，并出现显著累库现象。当前热卷尚存部分存量出口订单，五月需求或仍具一定韧性。并且由于铁水产量较高，成材端或难以承接高位铁水产量。总体而言，中美贸易谈判即将开始，还需关注宏观是否会有消息催化。成材需求高点已现，未来减产还需配合钢厂利润以及节奏，预计成材会延续弱势震荡走势。未来需关注关税情况、国内应对政策、终端需求是否超预期，以及成本支撑力度，同时警惕负反馈风险。

## 锰硅硅铁

本周，锰硅盘面价格在周初快速下探至下方 5550 元/吨附近重支撑后出现明显反弹，周度涨幅 8 元/吨或 +0.14%。在前几期的报告中，我们反复提示注意价格加速下行的风险，该风险得到兑现且认为在本周四的大阳线将价格拉回下降楔形态内后暂时得到解除。日线级别，当前价格向右略有摆脱下降趋势，但仍需要未来几个工作日对摆脱进行确认。即使确认摆脱，我们认为该位置直接起 V 型反转，大幅向上的概率不大，仍旧需要一段时间底部盘整去消化前期的大幅下跌势头，盘面价格有望止跌进入震荡阶段。关注上方 5900 元/吨压力及下方低点 5550 元/吨附近的支撑情况。操作上，单边仍认为缺乏交易性价比，依旧建议观望为主。

硅铁方面，盘面价格延续回落，周度跌幅 138 元/吨或-2.45%。日线级别，价格周初快速下跌触及下方重支撑后小幅反弹，但当下仍处于今年 2 月份以来的下跌趋势之中，目前依旧无法确认其价格是否见底，我们仍认为在价格向右摆脱下跌趋势线前，恐难言企稳。短期建议仍以日内短线趋势跟踪或观望为主，不建议盲目左侧抄底。

基本面方面，大的层面的逻辑上，我们依旧认为在价格熊市中，价格方向由需求决定，需求无法抬头则价格难以转势。而对于需求，我们延续前期的观点，即我们对于整体钢材下游终端的需求仍维持相对悲观的看法，房建端仍将继续维持疲态，持续拖累钢材需求，而出口对于板材端需求的影响将会逐步体现到数据之中，且体现的时间越晚，出现断崖式下降的风险概率或越高。这意味着，当下异乎寻常的高铁水将无以为继，粗钢减产（无论是政策因素还是市场行为）将不可避免，铁水未来边际的回落是确定的。即对于锰硅需求端，我们仍未看到边际持续转好的迹象，反而存在较明显的边际趋弱情况。

但我们看到，供给端的缩减速率开始提速，本周出现超1万吨的单周产量降幅，我们认为这对于价格企稳而言是相对好的迹象。虽然如此，当前仍维持在17万吨左右的周产在我们看来仍高于需求的承接水平，依旧需要进一步的压缩去改善整体宽松的结构，以此达到真正稳定价格的目的。但就整体行业大周期而言，我们认为在行业集中的相对较低的锰硅行业，本轮过剩产能的出清时间或将相对较长，价格的调整或还需要一个相对漫长的周期（不包含期间的阶段性反弹）。因此，对于当下的锰硅，虽然当前盘面存在止跌的迹象，但我们仍不建议因为其相对低的估值过早介入抄底。

硅铁方面，我们依旧维持前期观点，即在未来的一段时间内，认为主要矛盾依旧聚焦在需求端：硅铁与锰硅或者整个黑色板块，都将面临需求边际趋弱的情况，尤其卷板端需求快速走弱的风险（待观察）以及极高位水平铁水因需求无法承接或限产（传闻，待验证）向下快速回落的风险。而供给端，我们看到硅铁本周产量开始环比有所回升，并未进一步收缩，这对于价格想要企稳而言可能并非好的迹象。短期来看，我们认为硅铁价格依旧难以摆脱压力，仍需要注意价格进一步回落的可能风险。

## 铁矿石

供给端，最新一期全球铁矿石发运总量3029.0万吨，环比减少21.5万吨。澳洲巴西铁矿发运总量2422.5万吨，环比减少117.9万吨。澳洲发运量1797.2万吨，环比增加28.0万吨，其中澳洲发往中国的量1593.8万吨，环比增加75.4万吨。巴西发运量625.2万吨，环比减少146.0万吨。中国47港到港总量2570.0万吨，环比减少64.4万吨；中国45港到港总量2354.6万吨，环比减少95.1万吨。日均铁水产量245.64万吨，环比上周增加0.22万吨。库存端，全国47个港口进口铁矿库存总量14764.71万吨，环比下降83.56万吨。

供给方面，最新一期铁矿石发运量微降，澳洲发运有所恢复，巴西发运量高位回落。近端到港量延续同期高位运行。需求方面，最新一期钢联口径日均铁水产量维持在245万吨以上，处于近年来同期水平的最高值，5月后下游终端需求逐步由旺季向淡季切换，对铁水的支撑预期转弱，铁矿石需求或将见顶回落。库存端，港口疏港量高位回落，港口库存小幅去化。钢厂日耗水平维持高位，钢厂进口矿库存明显走低。基本面看，铁水往后增量已十分有限，当前钢厂利润驱动铁水在高位波动，而终端需求出现边际走弱迹象，等待后续向铁水端逐步传导。同时，宏观方面四月国内重要会议召开，基本符合市场此前预期，强现实或面临拐点。综合来看，近期中美谈判进展释放积极信号，对商品整体有提振作用，因此价格在利好消息释出后或有反复，短期震荡看待，关注后续宏观方面进展情况。

## 工业硅

本周，工业硅盘面价格延续下跌，周度跌幅 335 元/吨或-3.92%。日线级别，当前盘面价格仍处于下跌趋势中，走势依旧偏弱，在价格摆脱 4 月份以来下跌趋势线前，仍需要警惕价格出现向下最后“绝望杀”的风险。短期仍建议观望或日内趋势短线跟随，不建议盲目进行抄底。

基本面角度，我们维持前期对于工业硅的观点，即工业硅自身基本面供求结构上持续面临供给过剩且有效需求不足的问题，产业自身集中度较低背景下导致供给对过剩反应相对偏慢，且仍有产能在不断投产（从统计数据来看，过去的四月份仍有 10 万吨产能投产），虽有阶段性减产情况出现，但供给减量相对需求有限；反观需求端，下游多晶硅及有机硅行业为稳定价格，积极进行自律性生产，尤其多晶硅端产量较同期几乎砍半，对需求产生显著压力。

当下，不论是工业硅基本面层面供给过剩以及有效需求不足的情况，还是商品整体的空头氛围仍在持续当中。我们看到当前多晶硅产量仍维持在同期低位水平，而有机硅产量进一步回落，已回落至过去两年同期水平之下。除此之外，当下整体工业品氛围依旧疲弱，仍持续给价格提供空头氛围。这意味着价格的压力或仍未释放完毕。因此，我们仍旧提示警惕价格阶段性继续向下的风险，在价格趋势中的左侧位置，不建议为低估值过早介入抄底。

## 能源化工类

### 橡胶

中美谈判进展胶价反弹

中美谈判利好，胶价反弹。5 月常有转机。

现货：泰标混合胶 14250 元，STR20 报 1720 美元，STR20 混合 1740 美元。  
江浙丁二烯 9250 元，华北顺丁 11300 元。

操作建议：

建议目前中性思路，短线操作，快进快出。  
关注多 RU2601 空 RU2509 的波段操作机会。

1) 商用车数据小幅波动。

2025 年 3 月货车销量达 39.42 万辆，环比增长 41.26%，同比下降 2.69%；1~3 月累计销售 92.63 万辆，累计增幅为 0.78%。其中，重卡 3 月销量为 11.15 万辆，环比增长 37.02%，同比下降 3.69%；1~3 月累计销售 26.5 万辆，累计同比下降 2.81%。

2) 轮胎出口增速较高预期边际减弱。

3 月份, 中国橡胶轮胎出口 86 万吨, 同比(下同)增长 11.1%;其中, 新的充气橡胶轮胎出口 83 万吨, 增长 10.5%;按条数计算为 6229 万条, 增长 12.4%。

1~3 月, 中国橡胶轮胎累计出口 224 万吨, 增长 6.2%;其中, 新的充气橡胶轮胎累计出口 215 万吨, 增长 5.9%;按条数计算, 前 3 个月, 中国累计出口新的充气橡胶轮胎 1.6942 亿条, 增长 9.3%。

3) 轮胎厂开工率后期预期中性。

轮胎厂开工率边际走低。截至 2025 年 05 月 08 日, 山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 44.75%, 较上周走低 9.59 个百分点, 较去年同期走低 4.44 个百分点。全钢订单支撑弱, 开工继续下滑。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 57.98%, 较上周走低 11.14 个百分点, 较去年同期走低 18.11 个百分点。

4) 库存或转向增库。

截至 2025 年 05 月 04 日, 中国天然橡胶社会库存 135.5 万吨, 环比增加 0.17 万吨, 增幅 0.12%。中国深色胶社会总库存为 82.5 万吨, 环比增加 0.32%。中国浅色胶社会总库存为 53 万吨, 环比降 0.2%。截至 2025 年 05 月 06 日, 青岛天然橡胶库存 48.55(+0.75)万吨。

5) ANRPC 产量累计持平。

2025 年 03 月, 橡胶产量 540.3 千吨, 同比 4.08%, 环比-28.62%, 累计 2369 千吨, 累计同比 2.99%。

2025 年 03 月, 橡胶出口 768.5 千吨, 同比 3.61%, 环比-6.05%, 累计 2414 千吨, 累计同比 5.10%。

2025 年 03 月, 橡胶消费 983.2 千吨, 同比 1.08%, 环比 19.03%, 累计 2748 千吨, 累计同比 2.33%。

## 原油

行情方面: 截至周五, WTI 主力原油期货收涨 0.78 美元, 涨幅 1.29%, 报 61.06 美元; 布伦特主力原油期货收涨 0.76 美元, 涨幅 1.20%, 报 63.88 美元; INE 主力原油期货收涨 11.40 元, 涨幅 2.47%, 报 472.4 元。

地缘政治: 第四轮美伊谈判在阿曼结束, 伊朗外长表示与美国的会谈比之前几轮更为认真, 现在双方对彼此的观点有了更好的理解。整体地缘方面显示宽松预期。

宏观方面: 宏观方面 5 月议息会议美联储货币政策表态偏鹰派, 符合市场预期, 鲍威尔维持“等待”观点。受到鹰派发言影响, 交易员预期 6 月降息可能性大幅度降低至 19.83%。

供给方面: 美国产量维持高位震荡走势, 本周 EIA 原油产量下滑至 13.37 百万桶/日; 贝克休斯钻机环比减少 4 台至 479 台。OPEC 宣布增产 41.1 万桶/日, 整体供给进入宽松周期。

需求方面: 美国炼厂开工率环比小幅上升至 89.00%; 中国主营炼厂开工率小幅下滑至 71.81%; 欧洲炼厂开工率下滑至 77.02%。整体全球炼厂开工低于预期。

库存方面: 美国原油商业库存环比累库至 438.38 百万桶, 总成品油库存环比去库至 397.61 百万桶; 中

国原油港口库存累库至 205.677 百万桶，总成品油去库至 191.50 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存去库至 44.62 百万桶。全球成品油消费符合预期。

策略推荐：我们认为短期内 OPEC 增产已经如期兑现，短期不宜过分悲观。在当前静态低库存情境下，逢低短多正套仍为较好头寸。原油单边行情仍需等待驱动，震荡观望为主。

## 甲醇

国内开工回到历史高位，进口到港逐步回升，供应压力逐步显现，企业生产利润虽有回落但依旧处于相对高位，后续利润仍将有一定压缩空间。需求端烯烃负荷回落，MTO 持续修复，传统需求步入淡季且多数利润处于中低位，终端需求依旧较差。后续国内甲醇整体呈现供增需弱格局，价格预计仍有回落空间。受前期低库存，当前 09 盘面仍有较大幅度贴水，预计后续通过现货下跌来修复，当前供需转弱背景下依旧建议逢高关注做空机会为主，月间价差当前处于中低位，待有冲高之后再关注反套机会。品种套利方面，09 合约 PP-3MA 价差逢低关注做多机会。

## 尿素

从目前市场传的各类消息以及盘面表现来看，后续逐步放开部分出口是大概率事件，但力度预计会较为克制，一旦价格波动加剧可能会再度受到政策影响。因此预计尿素下方有一定支撑，价格预计会表现偏强为主。基本面来看，供应逐步回升，后续夏季追肥需求，国内依旧处于旺季。出口消息落地后预计市场波动率将会逐步回落，国内尿素供应依旧较为宽松，价格持续上行空间也较为有限，因此目前价格并不适合继续追多，建议前期多单可以部分止盈离场，无持仓的交易者建议暂时观望为主，等盘面有回调之后再考虑逢低多配。月间价差仍以逢低关注正套为主。

## 聚烯烃

政策端：FOMC 会议召开，鲍威尔对于降息决定偏鹰，6 月美联储降息概率下降；印巴冲突升级，原油需求存向上空间。

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

成本端：本周 WTI 原油上涨 1.13%，Brent 原油上涨 1.14%，煤价下跌-2.91%，甲醇下跌-2.31%，乙烯下跌-3.40%，丙烯上涨 1.24%，丙烷无变动 0.00%。成本端原油价格低位震荡。

供应端：PE 产能利用率 81.46%，环比下降-2.52%，同比去年上涨 1.19%，较 5 年同期下降-2.98%。PP 产能利用率 78.22%，环比下降-1.26%，同比去年上涨 3.71%，较 5 年同期下降-9.74%。根据投产计划观察，5 月聚烯烃供给端仅聚乙烯存在 50 万吨产能投放计划。

进出口：3 月国内 PE 进口为 110.10 万吨，环比 2 月下降-16.92%，同比去年下降-8.94%，主要为中东地区货源。3 月国内 PP 进口 19.29 万吨，环比 2 月上涨 0.25%，同比去年下降-9.86%。进口利润压缩，PE 北美地区货源增多，进口端或存一定压力。3 月 PE 出口 10.82 万吨，环比 2 月上涨 86.94%，同比上涨 6.47%。3 月 PP 出口 28.49 万吨，环比 2 月上涨 34.32%，同比下降-1.53%。由于关税问题，PE 进口关税豁免或将再次打开进口窗口，而 PP 出口或将受阻。

需求端：PE 下游开工率 39.00% ，环比上涨 0.28%，同比下降-10.22%。PP 下游开工率 49.50% ，环比下降-0.38%，同比下降-4.00%。季节性淡季，下游订单见顶，开工率低位震荡。

库存：PE 生产企业库存 57.54 万吨，环比累库 38.99%，较去年同期累库 6.08%；PE 贸易商库存 6.06 万吨，较上周累库 14.12%；PP 生产企业库存 67.64 万吨，本周环比累库 19.76%，较去年同期累库 16.02%；PP 贸易商库存 14.27 万吨，较上周累库 10.19%；PP 港口库存 7.79 万吨，较上周累库 2.23%。

小结：FOMC 会议召开，鲍威尔对于降息决定偏鹰，6 月美联储降息概率下降；印巴冲突升级，原油需求存向上空间。09 合约产能投放压力较小，LL9-1 价差走强可印证此观点。目前由于原油价格大幅下挫后，LL-PP 低位震荡，关注 09 合约价差向上突破做多价差的机会。

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

推荐策略：关注聚烯烃 5 月投产落地情况，LL-PP 价差或将在 0 元/吨附近筑底震荡，等待 09 合约价差做多机会。

风险提示：原油价格大幅下降，PE 进口大幅上升。

## 苯乙烯

成本：纯苯价格整体重心下移，BZN 裂差走低。预计 5 月新增检修装置或后延至 6 月，且有主营炼厂检修重启，纯苯供给回升；需求端除过苯乙烯小幅回升，其他需求一般，尤其是己内酰胺超季节性累库导致需求疲软；虽纯苯 5 月进口或下降至 43 万吨左右，但预估纯苯整体仍旧累库，在纯苯港口库存逆季节性累库的背景下，预估纯苯价格后市承压。

供应：苯乙烯本周受成本影响止跌，价格震荡为主。5 月苯乙烯前期检修装置进入重启阶段，当前开工仍然处于绝对低位，白色家电需求进入季节性相对高点，后市排产计划边际走弱。供需双弱背景下，苯乙烯仍旧跟随纯苯波动。

需求：苯乙烯三大下游受中美关税战影响，导致其成品库存处于高位，尤其是 EPS。整体来讲下游需求开工均呈现不同程度下降，PS 和 ABS 库存位于绝对高位，EPS 逆季节性大累库，拖累苯乙烯需求。进入到 5 月考虑到终端三大家电排产计划边际下行，故需求依旧疲软。

库存：苯乙烯工厂和港口 4 月双双季节性去库，然工厂库存位于历史同期高位令市场承压。值得注意的是苯乙烯的港口库存当前来到绝对中低位水平，这或将制约后市苯乙烯的下跌幅度，并以苯乙烯的基差和月差的走强来体现。

小结：原油当前 OPEC 增产利空在短期内已被充分计价，哈萨克斯坦表示将竭尽所能遵守配额，大大减少了次月继续增产的预期。苯乙烯自身来讲，供给端检修结束进入重启阶段，需求端弱势难改，三大下游开工边际下行，白色家电后市排产计划边际走弱，均令苯乙烯价格承压，但要留意苯乙烯的港口绝对库存处于低位且本周去库或影响苯乙烯价格下跌幅度。短期原油利空兑现的背景下，盘面震荡。操作建议：震荡观望。

## PVC

成本利润：乌海电石价格报 2550 元/吨，周同比上涨 50 元/吨；山东电石价格报 2980 元/吨，周同比持平；兰炭陕西中料 675 元/吨，周同比持平。利润方面，氯碱综合一体化利润小幅上升，乙烯制利润持续偏弱，目前估值支撑较强。

供应：PVC 产能利用率 80.3%，环比上升 1%；其中电石法 81.3%，环比上升 2.3%；乙烯法 77.8%，环比下降 2.4%。本周供应端负荷小幅回升，主因安徽华塑、河南宇航、青海宜化负荷提升。下周预期负荷下降，多套装置停车检修。5 月检修计划仍然偏多，但新装置方面二季度投产压力较大。

需求：出口方面目前接单量仍然偏高，但印度反倾销和 6 月 BIS 认证压力下，出口存在转弱预期，且关税对下游制品造成压力；三大下游开工小幅上升，管材负荷 48.1%，环比上升 5%；薄膜负荷 68.9%，环比上升 3.3%；型材负荷 35.9%，环比上升 2.5%；整体下游负荷 46%，环比上升 2%，下游整体表现不及去年同期，国内表需较为一般。本周 PVC 预售量 52.1 万吨，环比下降 6.3 万吨。

库存：本周厂内库存 42.6 万吨，环比累库 1.5 万吨；社会库存 64 万吨，环比持平；整体库存 106.6 万吨，环比累库 1.5 万吨；仓单数量回升。目前去库放缓，后续国内供需双弱格局下，去库依赖检修落实程度以及出口情况。

小结：基本上企业利润压力较大，5 月装置检修计划仍然较多，但整体产量仍然高于往年同期，下游方面负荷回升，但同比国内表需仍旧疲弱，出口方面受制于印度反倾销和 BIS 认证，存在转弱预期，成本端电石及乙烯偏弱。中期方面，持续受到产能大幅增长，以及房地产需求持续下滑的双重压制，行业格局恶化，此外关税导致制品出口需求受到小幅抑制，出口下半年或将下滑。整体而言，短期虽然库存同比较低，但供需双弱的趋势下，需要依赖检修和出口才能支撑进一步的去库，而今年产量同比维持高位，出口预期边际转弱，短期预计 PVC 偏弱震荡，中期弱宏观和恶化的供需格局将导致估值中枢持续下移。

## 乙二醇

价格表现：本周震荡偏强，09 合约单周下跌 32 元，报 4160 元。现货端华东价格上涨 31 元，报 4218 元。基差上升 42 元，截至 5 月 9 日为 85 元。9-1 价差上升 21 元，截至 5 月 9 日为 3 元。

供应端：本周 EG 负荷 69%，环比上升 0.6%，其中合成气制负荷 66.8%，环比上升 4.5%；乙烯制负荷 70.3%，环比下降 1.7%。合成气制装置方面，天业、陕西延长重启；煤化工方面，中海壳牌检修，海南炼化、三江石化降负。整体上，国内仍处于检修季，后续负荷预期下降。到港方面，本周到港预报 5.9 万吨，环比下降 6.3 万吨，3 月进口 69 万吨，高于预期。

需求端：本周聚酯负荷 94.2%，环比上升 0.8%，其中长丝负荷 93%，环比上升 3%；短纤负荷 94.1%，环比上升 2.8%；瓶片负荷 81.2%，环比持平。装置方面，部分装置产量恢复。涤纶方面，库存高位下降，

但利润恶化，短期减产压力相对较小，后续产销或将下滑，进入淡季后预期负荷从高位回落；瓶片目前库存偏高，利润较低，短期开工上升至高位水平，后续在剩余检修装置重启后也存在负荷下降预期。终端方面，产成品库存小幅去化，订单上升但仍然偏弱，加弹负荷 77%，环比上升 5%；织机负荷 65%，环比上升 11%；涤纱负荷 66.5%，环比下降 0.5%。纺服零售 3 月国内零售同比+3.6%，出口同比+4.7%。

库存：截至 5 月 6 日，港口库存 79 万吨，环比去库 1 万吨；下游工厂库存天数 13.5 天，环比下降 0.3 天。短期看，到港量本周下降，出港量中性偏低，本周港口库存预期去库。短期国内仍处于检修季，整体偏去库格局，但由于隐库偏高，显性库存依赖港口实际到港情况。

估值成本端：本周石脑油制利润上升 160 元至-477 元/吨，国内乙烯制利润上升 93 元至-620 元/吨，煤制利润上升 145 至 1111 元/吨。成本端乙烯 780 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 450 元/吨，成本本周乙烯、煤炭均下跌，目前整体估值支撑偏弱。

小结：产业基本面短期仍处于去库阶段，海内外装置检修，下游开工偏高，但隐库偏高的情况下，表现在显性库存的去化程度也将相对有限。目前在关税的影响下，终端出口订单数量减少，产业链中期存在负反馈风险，供给端进口美国数量预期 5 月下旬前后才受到影响，乙烷存在进口豁免可能，但需求端纺服存在税率降低的可能性。供给端开工下滑的背景下，短期因终端补库导致负反馈风险后移，关注港口去库落地情况下逢低做多的机会。

## PTA

价格表现：本周震荡偏强，09 合约单周上涨 142 元，报 4582 元。现货端华东价格上涨 160 元，报 4715 元。现货基差上升 24 元，截至 5 月 9 日为 149 元。9-1 价差上升 76 元，截至 5 月 9 日为 72 元。

供应端：PTA 负荷 72.5%，环比下降 5.2%，装置方面，嘉通能源重启，台化、虹港检修。PTA 仍处于检修季，未来仍将有多套装置检修，PTA 整体负荷将持续偏低。

需求端：本周聚酯负荷 94.2%，环比上升 0.8%，其中长丝负荷 93%，环比上升 3%；短纤负荷 94.1%，环比上升 2.8%；瓶片负荷 81.2%，环比持平。装置方面，部分装置产量恢复。涤纶方面，库存高位下降，但利润恶化，短期减产压力相对较小，后续产销或将下滑，进入淡季后预期负荷从高位回落；瓶片目前库存偏高，利润较低，短期开工上升至高位水平，后续在剩余检修装置重启后也存在负荷下降预期。终端方面，产成品库存小幅去化，订单上升但仍然偏弱，加弹负荷 77%，环比上升 5%；织机负荷 65%，环比上升 11%；涤纱负荷 66.5%，环比下降 0.5%。纺服零售 3 月国内零售同比+3.6%，出口同比+4.7%。

库存：截至 5 月 6 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）254.2 万吨，环比去库 14.7 万吨，延续去库趋势。下游负荷维持高位，PTA 检修季延续，PTA 库存仍将持续去化。

利润端：本周现货加工费下降 63 元，截至 5 月 9 日为 436 元/吨；盘面加工费下降 23 元，截至 5 月 9

日为 336 元/吨。

小结：本周在持续去库及负反馈预期减弱的背景下，加工费仍然偏强，单边跟随 PXN 走扩而上涨。后续来看，供给端仍处于检修季，终端纺服目前订单及库存数据偏差，且受关税压制，行业中期存在负反馈的压力，但短期因终端补库聚酯库存压力大幅减小，预期负反馈风险后移，因此 PTA 短期估值仍有支撑。绝对价格方面，PXN 仍然有小幅走扩预期，纺织品关税存在下降可能性，关注单边逢低做多及月间正套机会。

## 对二甲苯

价格表现：本周震荡偏强，09 合约单周上涨 266 元，报 6472 元。现货端 CFR 中国上涨 40 美元，报 785 美元。现货折算基差上升 79 元，截至 5 月 9 日为 51 元。9-1 价差上升 96 元，截至 5 月 9 日为 98 元。

供应端：本周中国负荷 78.6%，环比上升 5.6%；亚洲负荷 70.8%，环比上升 2.9%。装置方面，中化泉州、威联石化、海南炼化负荷提升，中金石化负荷下降，海外韩华负荷下降，日本 Eneos 一条 19 万吨装置计划停车，出光 21 万吨装置意外停车。进口方面，4 月韩国 PX 出口中国 39 万吨，环比上升 9 万吨。整体上，国内外仍处于检修季，但国内负荷中枢将逐步抬升。

需求端：PTA 负荷 72.5%，环比下降 5.2%，装置方面，嘉通能源重启，台化、虹港检修。PTA 仍处于检修季，未来仍将有多套装置检修，PTA 整体负荷将持续偏低。

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

估值成本端：本周 PXN 截至 5 月 8 日为 223 美元，同比上升 39 美元；石脑油裂差下降 19 美元，截至 5 月 8 日为 92 美元，原油走势震荡。芳烃调油方面，本周美国汽油裂差偏强，美韩芳烃价差震荡，调油相对价值偏强。

小结：本周在负反馈减弱叠加去库预期下，PXN 大幅走扩。后续来看 PX 仍处于检修季，预期在二季度国内持续去库，终端纺服订单持续偏弱，成品库存较高，且受关税压制，产业链中期存在负反馈压力，但因终端补库缓解了聚酯库存压力，负反馈的风险后移。短期估值仍然有支撑，纺织品关税存在下降预期，关注单边逢低做多及月间正套机会。

## 农产品类

### 生猪

现货端：节后现货窄幅震荡为主，周内供应正常，屠宰量略有恢复，需求表现一般，体重继续积累，肥标价差小幅回落，二育热情略有降温；具体看，河南均价周涨 0.02 元至 15.02 元/公斤，周内最高 15.06 元/公斤，四川均价周涨 0.14 元至 14.6 元/公斤，周内最高 14.7 元/公斤，广东均价周落 0.4 元至 15.28 元/公斤；未来猪价或仍以频繁震荡为主，一方面供应正常，部分养殖端有卡价现象，但持续度一般，需求平淡，二育以逢低入场为主，缺乏追涨动作，因此短时价格仍无明确方向。

供应端：3 月官方母猪存栏 4039 万头，环比小幅回落 0.7%，仍比正常母猪量多 3.6%，去年以来母猪产能延续增加，或导致 25 年基本面弱于 24 年；仔猪端，考虑配种和存活率的季节性恢复，由仔猪数据推导得到的理论出栏量或在 25 年三季度前或延续偏大格局，当中要留意出栏节奏以及市场情绪变化对供应端的影响；从近端数据看，屠宰需求缓慢恢复，但因供应积压叠加二育和压栏分流，体重明显积累，侧面印证标猪供应量依旧偏大，只是结构性问题仍存，如肥-标价差偏高，散户二育栏位偏低、冻品库存偏低等问题，或阶段性支撑压栏情绪。

需求端：整体消费环境偏弱，且消费习惯改变不利猪肉消费，同比看猪肉消费逐年回落，但环比看需要留意节日消费对猪价的脉冲影响。

小结：现货短期波动有限，但体重增加背景下压力向后积累，盘面部分反应了市场看跌未来的预期，但贴水格局下往下空间也受到限制；震荡思路下，建议更多关注因惜售、二育和备货等脉冲情绪导致期现货反弹后的短空，矛盾深度积累前观望或短线为主。

### 鸡蛋

现货端：受库存下降不及预期影响，节后蛋价明显下跌，周内供应充足，需求未出现明显提振，老鸡走货量略微上升，鸡龄小幅下跌；具体看，黑山大码蛋价周跌 0.2 元至 2.7 元/斤，周内最高 2.9 元/斤，馆陶周跌 0.05 元至 2.82 元/斤，周内最低 2.73 元/斤，销区回龙观周跌 0.23 元至 3.16 元/斤，东莞周跌 0.19 元至 2.81 元/斤；新开产持续增多，多数地区供应有压力，需求平稳为主，跌至低位后有小幅抄底行为，预计本周蛋价小跌后走稳，局部地区略涨。

补栏和淘汰：成本同比仍处近年偏低水平，尽管开年后利润表现不佳，补栏量仍维持偏高，截止 4 月份的补栏数据为 9397 万只，同比+2.5%，环比+1.4%，去年全年补栏量为 10.6 亿羽，同比+3.9%；老鸡出栏有所增多，淘鸡-白鸡价差明显回落至正常水平，但淘鸡鸡龄仍维持 535 天左右的偏高水平。

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

向仍指向过剩。

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

小结：节后去库不及预期，供应压力偏大，鸡蛋期现货明显下跌，临近周末受下游备货以及局部淘汰加快影响，现货跌势暂缓，局部小幅反弹，持续度仍待观察，考虑当前持仓并不极端，矛盾尚需酝酿，中期看低价明显逼淘老鸡前，仍维持反弹抛空思路不变。

## 豆菜粕

国际大豆：本周美豆震荡偏弱，种植进度良好，需求端贸易战及生物柴油政策未定均施压。上周巴西升贴水略有回落企稳趋势，巴西农民大豆销售进度已接近 60%，后期卖压或逐步下降，有利于升贴水企稳，另一方面，巴西也有对中美关系恢复的担忧，有利润的情况下当地也会积极出货，因此巴西升贴水重点仍然关注供需基本面，当前预计稳定为主。下周市场将面临第一份 USDA25/26 年度新作报告，其中美国大豆的平衡表或因趋势单产较高、贸易战导致的出口下调等显示为库存升高，偏空的报告可能会为当前豆类带来一定压力。不过考虑到巴西升贴水上调空间大，可能会抵消部分美豆下跌，此外，美豆当前已经低于成本逾 10%，盘面或许已经有一定计价。中期来看，报告利空出尽后或许会面临单产的不断下调以及出口、需求端的向上调整，因此，本次报告可能有利空出尽的契机。

国内双粕：上周国内豆粕现货稳定，华东约收 3100 元/吨。截止 5 月 6 日 12 月机构统计大豆买船 512 万吨，1 月买船 268 万吨，2 月买 920 万吨，3 月买船 1313 万吨，4 月 1026 万吨，5 月 1110 万吨，6 月 889 万吨，7 月 462 万吨，因此未来 5 个月大豆供应较充足。据 MYSTEEL 统计饲企物理库存天数 5.03 天。随着大豆到港恢复，下游预期油厂库存充足刚需购买，油厂累库压力也会逐渐增大，据 MYSTEEL 本周压榨大豆 185 万吨，下周预计压榨 191 万吨，国内供应恢复。

观点：09 等远月豆粕目前成本区间为 2850-3000 元/吨，下周美豆 USDA 月报或偏空，不排除豆粕受美豆偏弱影响跌至成本下沿。不过本次月报可能会因趋势单产最大化供应、因贸易战最小化需求，从而有利空出尽的契机。考虑到当前美豆、豆粕估值较低，若受偏空报告影响下跌，利空出尽后或因后期可能的天气、贸易缓和以及美国生物柴油政策预期有一定反弹空间。总体来看，近期美豆产区天气较好，美豆供应偏大，生物柴油政策对美豆需求端的支撑还需等待近两周政策公布后再加定论，预计美豆、豆粕短期震荡偏弱为主，但估值偏低，中期存一定支撑。

## 油脂

马棕：本周棕榈油偏弱震荡，因市场预期 4 月份马棕库存大幅累积，不过期间原油反弹及需求端偏低的库存提供一定支撑。ITS 及 AMSPEC 预计马棕 4 月前 10 日出口增加约 20%-50%，预计 4 月前 15 日环增 13.5%-17%，前 20 日出口环增 11.9%，前 30 日出口环增 3.6%-5.1%。SPPOMA 高频数据显示马棕 4 月前 15 日产量环增 3.97%，前 20 日产量环增 9.11%，UOB 及 MPOA 则给出前 20 日环增 16%以上预估，前 30 日 SPPOMA

预估产量环增 17.03%，按此预估马棕 4 月底库存可能接近 175 万吨，若此数据兑现棕榈油估值可能会继续下移。

国际油脂：美生柴政策预期美豆油形成每年接近增加 50 万吨需求的利多，因而美豆油仍维持高位震荡趋势。2026 年的可再生燃料掺混义务规则已经延期，本周 EPA 署长表示会在两周内公告，近期需要关注其对油脂的影响，考虑到生柴价差较高，国际棕榈油产量恢复，美豆油出口回归国内，美豆油或仍有足够供应，不过陷入紧平衡状态，会对油脂整体带来情绪上的利多。

国内油脂：上周油脂成交较弱，国内油脂总库存略高于去年，油脂供应较充足。其中菜油库存高于去年，棕榈油、豆油库存低于去年。未来三个月，大豆压榨量将随大豆到港而增加，棕榈油产量上升后出口意愿也将增加，菜油库存高位，后期虽有去库预期，但其高价差及消费较弱预计也会导致去库缓慢。

观点小结：原油中枢下行将明显抑制油脂估值，且目前棕榈油产量恢复明显，两者叠加油脂中期有回落压力，关注后续产地供需情况。不过两周内美国将发布新的 RVO 规则，预计对美豆油的利多会提振油脂板块情绪，短期震荡或略多。

## 白糖

国际市场回顾：上周原糖价格反弹，截至上周五 ICE 原糖 7 月合约收盘价报 17.82 美分/磅，较之前一周上涨 0.55 美分/磅，或 3.18%。消息方面，据巴西对外贸易秘书处公布的数据显示，巴西 4 月出口糖 155.58 万吨，同比去年减少 33.34 万吨，环比今年 3 月减少 27.9 万吨；其中 4 月巴西对中国出口糖 15.6 万吨，同比去年增加 15.1 万吨，环比今年 3 月减少 1.4 万吨。据航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 5 月 7 日巴西港口等待装运食糖的船数量为 64 艘，较前一周增加 5 艘；港口等待装运的食糖数量为 248.48 万吨，较前一周增加 2 万吨，较去年同期减少 218.41 万吨。

国内市场回顾：上周郑糖价格震荡下跌，截至上周五郑糖 9 月合约收盘价报 5839 元/吨，较之前一周下跌 48 元/吨，或 0.82%。据中国糖业协会数据显示，4 月份全国单月产糖 35.93 万吨，同比减少 2.15 万吨；单月销糖 124.88 万吨，同比增加 23.68 万吨；工业库存 386.26 万吨，同比减少 34.48 万吨；累计销糖率 65.22%，同比加快 7.49 个百分点。据航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 5 月 7 日当周，巴西对中国食糖出口待运量为 18.3 万吨，较前一周减少 3.9 万吨，在途量为 13.9 万吨，较前一周增加 7 万吨。目前待运加上在途共有 28 万吨，较去年同期增加 5 万吨。

观点及策略：原糖 5 月合约以相对低价大量交割，叠加巴西中南部开始新榨季生产，供应紧张情况得到缓解，二、三季度原糖价格有可能创出新低。国内方面由于进口大幅减少，现阶段国内产销情况良好，糖价还能维持高位震荡。但随着外盘价格下跌，进口利润窗口重新打开，后市郑糖价格走弱的可能性偏大。

## 棉花

国际市场回顾：上周美棉花期货价格下跌，截至上周五美棉花期货 7 月合约收盘价报 66.72 美分/磅，较之前一周下跌 1.64 美分/磅，或 2.78%。消息方面，据 USDA 每周作物生长报告数据显示，截至 2025 年 5 月 4 日当周，美国棉花种植率为 21%，较之前一周提升 6 个百分点，略低于去年同期的 23%，但较五年均值高出 1 个百分点。据美国农业部 (USDA) 周度出口销售报告数据显示，4 月 24 至 5 月 1 日当周，美国当前市场年度棉花出口销售净增 2.11 万吨，较之前一周减少 0.65 万吨，较去年同期减少 2.77 万吨；美国下一市场年度棉花出口销售净增 0.85 万吨；美国棉花出口装船为 9.28 万吨，较之前一周增加 0.89 万吨。美国农业部将于 5 月 12 日公布月度作物供需报告，将首次提供 2025/26 作物年度的官方预测。

国内市场回顾：上周郑棉价格反弹，截至上周五郑棉 9 月合约收盘价报 12950 元/吨，较之前一周上涨 200 元/吨，或 1.57%。据巴西对外贸易秘书处公布的数据显示，4 月巴西对中国出口原棉 1.1 万吨，同比去年减少 6.1 万吨，环比今年 3 月减少 0.5 万吨。据 Mysteel 数据显示，截至 5 月 9 日当周纺纱厂开机率为 74.4%，同比去年下降 5 个百分点；织布厂开机率为 41.8%，同比去年下降 12.6 个百分点；全国棉花周度商业库存 382 万吨，同比去年增加 13 万吨。

观点及策略：从宏观来看，中美谈判传出利好，对短线棉价有所提振，但还需要看具体谈判结果落地。从基本面来看，国内棉纺行业消费旺季结束，下游开机率开始下滑，且同比降幅明显，消费偏弱。但由于进口维持在低位，棉花库存反而延续小幅去库状态，整体呈现供需双弱的格局，矛盾并不突出。预计短线棉价延续震荡走势，关注未来中美双方谈判结果，以及进入淡季后国内库存边际变化。

## 免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未顾及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn

## 研究中心团队

【五矿期货分析师团队】			
姓名	职务	组别	研究方向
孟远	总经理		主持研究中心工作
吴坤金	高级分析师、组长	有色金属组6人	有色、铜、铝、锡
曾宇轲	分析师		碳酸锂、镍
张世骄	分析师		铅、锌
王梓铎	分析师		氧化铝、烧碱
刘显杰	分析师		碳酸锂、镍
陈逸	分析师		不锈钢
蒋文斌	投研经理、组长	宏观金融组4人	宏观、国债
夏佳栋	分析师		股指
钟俊轩	分析师		贵金属、海外宏观
程靖茹	分析师		国内宏观
石头	首席分析师	黑色建材组5人	黑色
郎志杰	分析师		玻璃、纯碱
陈张滢	分析师		铁合金、双焦、工业硅
万林新	分析师		铁矿、多晶硅、铁合金
赵航	分析师		钢材
李晶	首席分析师、组长	能源化工组5人	能化
张正华	高级分析师		橡胶、20号胶
刘洁文	分析师		甲醇、尿素
徐绍祖	分析师		塑料、PP
马桂炎	分析师		PX、PTA、MEG
王俊	高级分析师、组长	农产品组3人	农产品、生猪、鸡蛋
杨泽元	分析师		白糖、棉花
斯小伟	分析师		豆粕、油脂
郑丽	研究助理		研究支持、研究服务和合规管理