

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数+0.76%，创业板指+1.38%，上证 50+1.22%，沪深 300+1.12%，中证 500-0.10%，中证 1000-0.23%。

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

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

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

宏观消息面：

1、证监会：鼓励私募基金参与上市公司并购重组。对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”，明确私募基金投资期限满 48 个月的，第三方交易中的锁定期限由 12 个月缩短为 6 个月，重组上市中控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的股东的锁定期限由 24 个月缩短为 12 个月；2、商务部召开全国离境退税工作推进会：提高退税商店覆盖面，扩大入境消费；3、多位公募业内人士向记者表示，近日关于公募考核基准导致市场调仓的有关分析不准确、不专业，缺乏基本常识和依据；4、中国 4 月社融增量 1.16 万亿元，新增人民币贷款 2800 亿元，M2-M1 剪刀差扩大；5、俄乌直接谈判结束，乌称“毫无成果”；6、美国密歇根消费者信心创历史第二低，长短期通胀预期再飙升、均创数十年新高。市盈率：沪深 300:12.56，中证 500:28.84，中证 1000:39.34，上证 50:10.94。

市净率：沪深 300:1.31，中证 500:1.78，中证 1000:2.04，上证 50:1.20。

股息率：沪深 300:3.43%，中证 500:1.79%，中证 1000:1.45%，上证 50:4.33%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.06%/-1.11%/-2.81%/-3.80%；IC 当月/下月/当季/隔季：+0.14%/-2.00%/-4.91%/-6.95%；IM 当月/下月/当季/隔季：+0.22%/-2.21%/-5.57%/-8.04%；IH 当月/下月/当季/隔季：-0.11%/-0.79%/-2.03%/-2.15%。

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月社融存量增速录得8.7%，较上月回升0.3个点，结构上看政府债仍是主要支撑，居民中长贷负增但同比多增，企业中长贷继续承压，需求端仍需继续提振。政策端，关税谈判超预期，短期市场风险偏好有所抬升，国内政策重心聚焦于稳外贸与扩内需的协同发力，后续经济数据的进一步确认。

1. 中美日内瓦经贸会谈联合声明指出，中美双方承诺将于5月14日前采取以下举措：美国将修改4月2日规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的90天内暂停实施，同时保留对这些商品加征剩余10%的关税；取消根据4月8日和4月9日行政令对这些商品的加征关税。中国将相应修改对美国商品加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的90天内暂停实施，同时保留对这些商品加征剩余10%的关税，并取消根据税委会公告2025年第5号和第6号对这些商品的加征关税；采取必要措施，暂停或取消自4月2日起针对美国的非关税反制措施。
2. 中共中央办公厅、国务院办公厅发布关于持续推进城市更新行动的意见指出，健全多元化投融资方式。加大中央预算内投资等支持力度，通过超长期特别国债对符合条件的项目给予支持。中央财政要支持实施城市更新行动。地方政府要加大财政投入，推进相关资金整合和统筹使用，在债务风险可控前提下，通过发行地方政府专项债券对符合条件的城市更新项目予以支持，严禁违法违规举债融资。
3. 4月末，社会融资规模存量同比增长8.7%，广义货币供应量（M2）同比增长8%，增速均较上月明显加快；4月末，人民币各项贷款余额同比增长7.2%，还原地方债务置换影响后超过8%。
4. 4月末，广义货币（M2）余额325.17万亿元，同比增长8%。狭义货币（M1）余额109.14万亿元，同比增长1.5%。流通中货币（M0）余额13.14万亿元，同比增长12%。前四个月净投放现金3193亿元。
5. 美国劳工部公布的数据显示，美国至5月10日当周初请失业金人数22.9万人，预期22.9万人，前值从22.8万人修正为22.9万人。
6. 美国4月零售销售环比升0.1%，预期持平，前值从升1.4%修正为升1.5%。美国4月核心零售销售环比升0.1%，预期升0.3%，前值从升0.5%修正为升0.6%。
7. 美国4月末季调CPI同比升2.3%，预期升2.4%，前值升2.4%。美国4月季调后CPI环比升0.2%，预期升0.3%，前值降0.1%。
8. 美联储主席鲍威尔表示，美联储正在调整其总体政策制定框架，以应对2020年疫情后通胀和利率前景的重大变化。

流动性：上周央行逆回购投放4860亿，7天期逆回购到期8361亿，MLF到期1250亿元，净回笼4751亿元，DR007利率收于1.64%。

利率：1、最新10Y国债收益率收于1.68%，周环比反弹4.60BP；30Y国债收益率收于1.88%，周环比反弹4.25BP；2、最新10Y美债收益率4.43%，周环比反弹6.00BP。

小结：4月社融存量增速录得8.7%，较上月回升0.3个点，结构上看政府债仍是主要支撑，居民中长贷负增但同比多增，企业中长贷继续承压，需求端仍需继续提振。关税谈判超预期，短期市场风险偏好抬升，债市面临一定调整压力。但考虑到降准降息落地后，资金利率中枢下移，预计后续资金面有望延续

偏松基调，短端仍具性价比，后续存款利率下调预期也有利于利率下移。预计长端在短期关税变动和供给压力下有调整压力，等待回调后的机会。

贵金属

美国“抢进口”背景下通胀数据仍低于预期，其居民需求潜在弱化倾向显著：特朗普正式就任后，基于其极不确定的关税风险，美国进口额出现大幅度边际上升，二月及三月份美国进口金额同比值分别达到19.7%和27.2%，“抢进口”背景下，不包含石油的进口价格指数出现同比增长，4月份同比值为1.3%。但最新公布的美国消费者及生产者价格指数均表现弱势，美国4月CPI同比值为2.3%，低于预期和前值的2.4%，环比值为0.2%，低于预期的0.3%。美国4月PPI同比值为2.4%，低于预期的2.5%，环比值为-0.5%，大幅低于预期的0.2%及前值的0%。结合连续五个月出现下跌的密歇根大学消费者信心指数（5月份仅为50.8），我们可以判断美国居民消费在特朗普关税政策影响下已经明显弱化，而这正是美国经济增长中最大的占比项，一季度疲软的GDP增长数据将会延续。

特朗普政府减税政策所带来美国居民医保的隐忧：美国共和党控制的众议院正式就特朗普所领导提出的减税法案进行表决，此法案在未来十年内将减税4万亿美元，并削减1.5万亿美元的支出，同时将债务上限提高4万亿美元，该法案将延续多项即将到期的减税政策。减税政策所带来财政收入的下降需要支出端的缩减以弥补，根据美国国会预算办公室的预测，能源及商业委员会所公布草案中的医保条款将会在未来十个财年间减少7150亿美元的联邦政府支出，但会使得超过一千三百万美国人失去医疗保险。特朗普政府延续当前的减税政策并不会对于居民消费形成进一步的利好驱动，但医疗保险补贴的退坡将会对其形成明显的边际负面作用，进而利空其总体经济增长水平。

鲍威尔表态联储货币政策框架将有所转变，但目前的货币政策预期仍十分鹰派：货币政策框架方面，鲍威尔表明需要在新的一轮货币政策框架修订中改变平均通胀目标制，允许通胀在一定时间内高于2%，联储主席发言后贵金属价格出现短线上升。但随后，亚特兰大联储主席博斯蒂克表示美国经济今年将会放缓，但并不会陷入衰退，2025年可能仅降息一次。CME利率观测器显示，市场预期六月份联储议息会议维持利率不变的概率为91.7%，降息25个基点的概率仅为8.3%。同时定价联储在今年仅在九月份以及十二月份议息会议中分别进行25个基点的降息操作，在鲍威尔五月议息会议的鹰派表态之后，市场削减了对于联储本年度降息的预期，这对于金银价格形成较为明显的利空因素。

策略总结：当前美国总体经济面临潜在的衰退风险，但美联储的货币政策表态仍十分鹰派，贵金属短线来看仍受到联储降息预期减少的压制。预计黄金价格表现将继续偏弱势，沪金主力合约740元/克一线趋势支撑并不稳固，策略上建议暂时观望，后续关注700元/克一线所形成的整数支撑，沪金主力合约参考运行区间719-774元/克。白银价格前期并未如黄金一般大幅上涨至历史新高水平，且当前受到关税风险释放所带来的工业属性修复，预计价格仍将维持区间震荡格局，沪银主力合约参考运行区间7804-8286元/千克。

铂族金属

铂族金属价格受到需求端的“强现实”支撑，但后续难有上涨驱动：中国汽车工业协会公布的产量数据显示，中国4月燃油乘用车产量为225.6万辆，截至4月累计值为876.7万辆，同比去年增长14.6%。中国4月混合动力乘用车产量总和为46.4万辆，累计值为184.2万辆，同比去年增长37.4%。4月燃油

商用车产量为 36.2 万辆，累计值为 141 万辆，同比去年增长 4.11%。汽车尾气净化用催化剂需求的支撑令铂族金属价格本周在贵金属板块表现弱势的情况下价格跌幅有限，NYMEX 铂金主力合约本周价格下跌 1.1%至 989.1 美元/盎司，NYMEX 钯金主力合约价格下跌 1.63%至 967.5 美元/盎司。特朗普政府对于各国实质性地增加进口关税，除部分达成协议的国家外，特朗普对于汽车零部件增加的 25%进口关税已于 5 月 3 日正式生效，而美国国内二手汽车价格也已出现上涨，美国 4 月 Manheim 二手车批发价格指数同比录得 4.9%，大幅高于前值的-0.2%。持仓方面，本周 NYMEX 铂金管理基金净空头持仓增加 1262 手至 3650 手，NYMEX 钯金管理基金净空持仓为 12562 手，铂钯管理基金持仓均持续处于净空格局，预计关税政策对于全球汽车产业的冲击仍将继续压制铂族金属价格。

有色金属类

铜

上周铜价冲高回落，伦铜微涨 0.01%至 9440 美元/吨，沪铜主力合约收至 77670 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比增加 2.4 万吨，其中上期所库存增加 2.7 至 10.8 万吨，LME 库存减少 1.2 至 17.9 万吨，COMEX 库存增加 1.0 至 15.4 万吨。上海保税区库存减少 1.9 万吨。当周铜现货进口亏损边际扩大，洋山铜溢价下滑。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 升水缩窄至 31.5 美元/吨，国内换月前后月差波动较大，换月后基差跳升，周五上海地区现货对期货升水 445 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差扩大至 1660 元/吨，再生原料供应相对偏紧，当周再生铜制杆企业开工率下滑。根据 SMM 调研数据，上周精铜制杆企业开工率回升，需求边际改善。

价格层面，中美贸易谈判进展较好，但关税水平仍高，远期经济忧虑依然存在，美国经济数据有所走弱，宏观情绪相对承压。产业上看铜原料供应维持紧张格局，但铜精矿粗炼费边际止跌使得铜价支撑减弱，同时高基差预计抑制现货需求，短期铜价或震荡调整。本周沪铜主力运行区间参考：76500-78500 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9250-9550 美元/吨。

铝

上周铝价冲高，伦铝周涨 2.78%至 2484 美元/吨，沪铝主力合约收至 20190 元/吨。国内铝锭库存延续去化，铝锭社会库存录得 58.1 万吨，周环比减少 3.8 万吨，保税区库存周环比减少 0.45 至 11.2 万吨；LME 市场铝库存周环比减少 0.9 至 39.5 万吨。随着库存去化，现货市场货源收紧，市场成交尚可，周五国内铝锭现货升水期货扩大至 70 元/吨，LME 市场 Cash/3M 升水 5.8 美元/吨。供应方面，上周国内电解铝产量延续小幅抬升，开工率维持高位。需求方面，上周铝材开工率边际小幅下滑，铝型材、铝板带、铝箔和铝线缆周度开工率均持稳或下滑，主要地区电解铝出库量环比下滑，但仍高于去年同期水平。

展望后市，国内商品氛围延续偏空，海外经济数据边际有所走弱，因此尽管中美贸易谈判好于预期，但关税偏高仍使得经济走弱的忧虑不小。产业上看铝棒加工费偏高有利于铝锭库存继续去化，叠加成本端氧化铝受消息影响价格上涨，铝价支撑偏强，不过当前消费季节性偏淡将限制铝价的反弹空间，更建议关注铝的跨月正套机会。本周国内主力合约运行区间参考：19800-20400 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2430-2530 美元/吨。

锌

价格回顾：上周锌价冲高回落，截至周五沪锌指数收跌 0.51%至 22379 元/吨，单边交易总持仓 22.26 万手。截至周五下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期跌 49 至 2706 美元/吨，总持仓 22.46 万手。

高频数据：SMM0#锌锭均价 22770 元/吨，上海基差 225 元/吨，天津基差 225 元/吨，广东基差 185 元/吨，沪粤价差 40 元/吨。国内结构：上期所锌锭期货库存录得 0.22 万吨，根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至 8.63 万吨。内盘上海地区基差 225 元/吨，连续合约-连一合约价差 145 元/吨。海外结构：LME 锌锭库存录得 16.52 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 8.69 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-22.38 美元/吨，3-15 价差-41.77 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.144，锌锭进口盈亏为-465.88 元/吨。

产业数据：本周锌精矿国产 TC3500 元/金属吨，进口 TC45 美元/干吨。本周锌精矿港口库存 37.1 万实物吨，锌精矿工厂库存 57.4 万实物吨。本周镀锌结构件开工率录得 60.94%，原料库存 1.4 万吨，成品库存 38.4 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 59.08%，原料库存 1.1 万吨，成品库存 1.0 万吨。本周氧化锌开工率录得 62.41%，原料库存 0.3 万吨，成品库存 0.5 万吨。

总体来看：5 月 12 日中美经贸会谈后商品短期情绪短线回暖，SMM 信息显示俄罗斯龙新铅锌矿因资金及监管问题，预计将于 6 月停产（2024 年产出锌精矿约 7.13 万金吨），或将从情绪角度提振锌价。基本盘面角度来看，锌精矿港口库存持续抬升，锌精矿加工费再度上行，锌矿过剩预期不改。锌锭库存小幅累库，月间价差边际下行，近端边际转弱。中期来看，伴随锌锭社会库存累库，锌价仍有一定下行风险。

铅

价格回顾：上周铅价冲高回落，截至周五沪铅指数收跌 0.51%至 16885 元/吨，单边交易总持仓 6.77 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期涨 3.5 至 1988 美元/吨，总持仓 14.61 万手。

高频数据：SMM1#铅锭均价 16775 元/吨，再生精铅均价 16725 元/吨，精废价差 50 元/吨，废电动车电池均价 10300 元/吨。国内结构：上期所铅锭期货库存录得 4.99 万吨，据钢联数据，国内社会库存录增至 5.6 万吨。内盘原生基差-155 元/吨，连续合约-连一合约价差-25 元/吨。海外结构：LME 铅锭库存录得 25.07 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 12.68 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-4.83 美元/吨，3-15 价差-58.5 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.184，铅锭进口盈亏为-721.15 元/吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存 4.6 万吨，工厂库存 48.2 万吨，折 29.0 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 1.8 万吨。再生端，铅废库存 6.9 万吨，再生铅锭周产 2.8 万吨，再生锭厂库 2.1 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 72.66%。

总体来看：5 月 12 日中美经贸会谈后商品短期情绪短线回暖，此外，再生原料库存有限，再生利润承压，再生铅企开工持续下行。蓄企放假结束后，开工重回相对高位。中期预计沪铅指数在 16300-17800 间箱

体震荡，短线铅价呈现偏强震荡。

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，但美联储主席鲍威尔的言论偏鹰派，在降息问题上依然保持谨慎，使得有色板块缺乏明显宏观驱动。从镍自身基本面来看，整体表现依旧偏弱。需求端，海外现货短期承接力度较强，升贴水维持较高水平，但国内下游对高价镍接受度有限，现货成交明显转冷。成本端，镍矿价格出现分化，火法矿价格整体表现坚挺，湿法矿价格已经转为下跌。随着菲律宾镍矿放量及下游硫酸镍、不锈钢排产走弱，预计矿价及中间品价格将有进一步松动，引发镍价的负反馈下跌行情。综合而言，短期宏观交易或从预期转为现实，关税对下游影响将逐步体现，精炼镍预计将重回累库趋势，带动镍价进一步下跌。我们建议可以关注 LME 镍 0-3 月升贴水变化，待升贴水显著回落，可逢高布局空单。本周沪镍主力合约价格运行区间参考 115000-128000 元/吨，伦镍 3M 合约运行区间参考 14500-16500 美元/吨。

锡

上周锡价维持震荡运行。供应端，矿端复产逐步推进但节奏偏慢，冶炼端开工率小幅下滑。云南地区缅甸锡矿进口量持续低于 5000 实物吨/月的行业警戒线，形成基础性供应约束。刚果(金)Bisie 锡矿自 4 月末启动分阶段复产，首批通过陆运输出的锡精矿已进入物流环节，预计 6 月才能传导至冶炼端。原料短缺下，锡精矿加工处理费维持历史低位区间，云南与江西两地精炼锡冶炼企业的开工率保持在较低水平，本周合计开工率达 56.85%。需求端，近期贸易摩擦边际缓和，但下游焊料、电子及家电企业订单未见显著增量，对高价原料接受度有限，仅维持刚需采购。库存端，据 Mysteel 调研统计，截止 2025 年 5 月 16 日全国主要市场锡锭社会库存 10022 吨，较上周五减少 179 吨。综上，锡供给端短期偏紧但有转松预期，目前中美关税暂缓，但对需求端的影响仍有待观察，若下游需求仍维持弱势，锡价重心或有所下移。本周国内主力合约参考运行区间：260000 元-320000 元。海外伦锡参考运行区间：34000 美元-39000 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 64427 元，周内-0.85%。MMLC 电池级碳酸锂报价 63400-65900 元，工业级碳酸锂报价 62900-63600 元，均价较前日-0.47%。LC2507 合约收盘价 61800 元，较前日收盘价-3.62%，周内-1.94%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 2850 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 675-700 美元/吨，周内-2.48%。

基本面：上周 SMM 国内碳酸锂产量 16900 吨，日平均产量较上一统计区间增 3.6%，部分盐厂检修结束，盐湖开始进入全年生产旺季。1-4 月全球新能源汽车销量累计同比增 28.6%。中汽协口径，4 月国内新能源汽车产销分别完成 125.1 万辆和 122.6 万辆，同比分别增长 43.8%和 44.2%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 47.3%。1-4 月，新能源汽车产销分别完成 442.9 万辆和 430 万辆，同比分别增长 48.3%和 46.2%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 42.7%。4 月，我国动力和其他电池合计产量为 118.2GWh，环比下降 0.03%，同比增长 49.0%。1-4 月，我国动力和其他电池累计产量为 444.6GWh，累计

同比增长 67.1%。5 月主要正极材料排产环比微增，市场预期关税窗口期磷酸铁锂和储能电池有订单增量。5 月 15 日，国内碳酸锂周度库存报 131920 吨，环比上周-351 吨（+0.3%），下游备货积极性暂未恢复，高位库存对价格形成压制。截止 5 月 16 日，广期所碳酸锂注册仓单 36624 吨，周内增 0.8%。5 月 16 日，SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 675-700 美元/吨，周内降 2.48%。

观点：上周初中美贸易谈判带动商品市场乐观氛围，空头止盈锂价触底反弹。但近期基本面未发生根本转变，周五合约总持仓增近 7 万手，空头仍主导盘面下跌。5 月国内碳酸锂供需紧平衡，下游补库预期暂未兑现，库存历史高位震荡，盘面或弱势运行以试探产业接受程度。当前价格处于成本密集区，至少 20%的在产资源出现现金亏损，后续需留意矿山盐厂经营扰动、锂盐和正极材料开工率及盘面持仓变化。本周广期所碳酸锂 2507 合约参考运行区间 59000-63000 元/吨。

氧化铝

截止 5 月 16 日夜盘收盘，氧化铝指数周内大幅反弹 11.35%至 3139 元/吨，持仓增加 10.9 万手至 49.5 万手。本周前四天期价大幅上涨，主要包括：一是中美关税谈判超预期带动整体商品氛围转多；二是广西某冶炼厂临时减产新投的 100 万吨年产能；三是现货价格走高带动盘面上涨情绪强烈。因几内亚政府撤销部分矿山采矿许可证问题进一步升级，铝土矿供应不确定性大幅增加，周五夜盘氧化铝期价大幅拉升，07 和 08 合约涨停。基差方面，山东氧化铝现货报 2950 元/吨，价格较 A02507 合约贴水 262 元/吨，基差周中由正转负。月差方面，连 1-连 3 月差由负转正并大幅走阔，录得 71 元/吨，主因是近端检修带动库存大幅去库，叠加几内亚矿石供应问题对近月影响更大，近月合约走强，远月合约则受氧化铝企业远期投产和几内亚矿石发运恢复压制。

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，供需出现阶段性错配，库存持续去化，现货情绪短期较为乐观，带动价格小幅上扬。近日上游铝土矿供应扰动频繁，预计将导致现货价格波动放大，后续仍需观察几内亚当地政策变动。

进出口方面，截止 5 月 16 日，周内澳洲 FOB 价格上涨 21 美元/吨至 370 美金/吨，出口盈亏回升至-403 元/吨，出口窗口维持关闭。

周内氧化铝社会总库存大幅去库 4.7 万吨至 384.4 万吨。主因是短期检修产能较为集中，供应出现阶段性短缺。周内氧化铝上期所仓单合计去库 4.5 万吨至 19.75 万吨；交割库库存报 25.12 万吨，较上周减少 1.9 万吨。

原料端，国产矿方面，晋豫地区维持缓慢复产趋势；进口矿方面，港口库存持续累库，但短期供应不确定性加剧。据 MYSTEEL 调研，近日几内亚政府撤销部分矿山采矿许可证的问题持续升级，Axis 矿区已被列入政府撤销采矿许可证名单并于周五上午停运。据悉，该矿区涵盖顺达矿业等多家矿业公司，涉及产能约 4000 万吨/年，目前恢复开采时间尚未明确。2025 年几内亚铝土矿年产量预计 1.35 亿湿吨，停运产能占总产能 29.63%，短期大面积矿山停运预计将推高铝土矿价格，但具体影响周期和执行力度仍需跟踪。几内亚撤销部分外国矿业公司许可证收回控制权并重新分配，旨在撤销生产效率较低的小矿山和通过谈判建立铝的全产业链以实现效益最大化，而非仅停留在采矿环节。但铝土矿是几内亚政府财政收入的重要来源，预计谈判完成后将恢复生产，长期停运可能性很小，因此对近月矿石供应或有冲击，但远月矿石供应预计影响较小。

供应端，高频周度数据上，本周国内氧化铝产量 158 万吨，较上周下滑 0.6 万吨，减产复产并行，本周广西某新建氧化铝厂临时减产 100 万吨年产能，导致周产量进一步下滑。随着利润回暖，叠加当前铝土矿库存仍充足，产量预计后续将有所回升。

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

总体来看，原料端，几内亚短期矿石供应不确定性增加，大面积停运或导致矿石价格走强，具体影响周期和政府执行力度仍需跟踪。供给端，氧化铝企业集中性检修仍存，广西某新建 100 万吨年产能本周临时停产，但随着利润回升叠加当前矿石库存充裕，预计检修企业将逐步回归，但后续矿石保供存不确定性；需求端，电解铝开工维稳。进出口方面，海外氧化铝价格反弹，出口窗口维持关闭。策略方面，矿端和供应端扰动持续，几内亚矿山停运短期冲击较大，当地政策不确定性较大，建议短期观望为主，正套可继续持有。国内主力合约 A02509 参考运行区间：2800-3400 元/吨。

不锈钢

期现市场：据 MYSTEEL，05 月 17 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 13200 元/吨，环比+1.15%；山东 7%-10%镍铁出厂价为 950 元/镍，环比+0.00%；废不锈钢均价报 9450 元/吨，环比+2.15%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 12965 元/吨，环比+1.93%。

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 m²，同比-3.00%；03 月单月，商品房销售面积为 11123.43 万 m²，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+0 元/镍，福建地区铁厂当前亏损 91 元/镍。

库存：本周不锈钢社会总库存为 110.83 万吨，环比-0.42%；期货仓单本周库存 15.79 万吨，较上周-978 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 19.92/71.75/19.16 万吨，其中 300 系库存环比-1.00%；本周不锈钢海漂量 3.27 万吨，环比-48.16%，卸货量 7.31 万吨，环比-29.16%。

观点：受中美经贸高层会谈达成实质性进展影响，本周不锈钢市场迎来价格大幅拉涨行情，后因现货跟进不足有所回落，本质上基本面并未出现实质性改善。供应端，部分钢厂因利润收缩主动减产，300 系库存小幅下降，但整体仍处高位；需求端仍显疲软，传统淡季下终端订单偏弱，但新能源及出口需求提供一定支撑。原材料方面，镍价受印尼政策及新能源预期影响波动较大，铬铁因南非限电维持强势，钢厂成本压力仍存。市场情绪依旧偏谨慎，贸易商多按需采购，观望后市，实质需求并未释放，主要是贸易商间投机性需求改善。短期来看，不锈钢价格或维持窄幅震荡，后续需关注钢厂减产力度、镍价走势及宏观政策动向。若库存持续去化，价格有望企稳回升。

黑色建材类

钢材

供应端：本周螺纹总产量 227 万吨，环比+1.3%，同比-1.8%，累计产量 4216.2 万吨，同比-3.6%。长流程产量 199 万吨，环比+1.0%，同比-1.9%；短流程产量 27 万吨，环比+4.1%，同比-0.5%。

本周热轧板卷产量 312 万吨，较上周环比减少 8.4 万吨，较上年单周同比约-4.0%，累计同比约+1.2%。

本周铁水日均产量为 244.77 万吨，较上周环比下降 0.87 万吨，铁水产量逐渐平稳。成本方面，华东地区螺纹高炉利润维持 77 元/吨附近，利润稍有下降；谷电利润为-44 元/吨，电炉利润持续收缩。钢厂本周即期利润小幅回升，盈利率同样持续上升，当前钢厂盈利水平处于年内相对高点，铁水产量也明显高于历史同期，供应端略有压力。

需求端：本周螺纹表需 261 万吨，前值 214 万吨，环比+22.0%，同比-10.3%，累计需求 3996 万吨，同比-3.5%。

本周热轧板卷消费 330 万吨，较上周环比增加 20.0 万吨，较上年单周同比约+2.0%，累计同比约+2.3%。

本周需求环比回升，相较于前两周平均需求略有转好，但明显弱于去年同期需求水平，现实需求呈现弱势。

进出口：钢坯 3 月进口 13.1 万吨。

库存：本周螺纹社会库存 435 万吨，前值 465 万吨，环比-6.5%，同比-34.2%；厂库 185 万吨，前值 188 万吨，环比-1.7%，同比-16.9%。合计库存 620 万吨，前值 654 万吨，环比-5.2%，同比-29.8%。螺纹钢本周库存持续去化，暂无累库风险。

利润：铁水成本 2685 元/吨，高炉利润 106 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 51 元/吨，基差率 1.6%。

小结：本周商品呈现先涨后跌走势。成材由于需求预期转好，价格小幅回升。宏观方面，上周末中美双方举行会谈。经讨论，美国将暂停 24%关税 90 天，保留 10%关税，并取消原定于 2025 年 4 月 8 日、9 日加征的关税；中国将同步暂停 24%的关税 90 天，同时保留对这些商品加征剩余 10%的关税，并取消 2025 年第 5 号和第 6 号公告中对这些商品的加征关税。中美双方谈判结果略超市场预期，对中国出口需求有较大程度的边际改善，且 90 天的窗口期也为部分企业提供了缓冲时间。

从基本面来看，本周螺纹钢表观消费量环比回升，但整体表现仍显疲态。由于当前产量偏低，库存持续回落。整体基本面表现偏中性，但由于市场对于未来钢材需求预期较差，担忧未来成材需求难以承接高铁水，成材走势较弱。本周热卷产量回落，需求小幅回升，库存加速去化。

本周美国的 90 天出口窗口期刚刚开始，市场信心也有所提升。板材等相关产品的出口即将开始提速，热卷的需求可能会阶段性走强。总体而言，中美谈判结果略超市场预期，短期成材需求预期边际转好，但需求透支难以掩盖长期需求走弱的现实。地产端需求依旧较差，但由于钢厂利润较好，短期钢厂生产意愿较强，预计短期成材会延续震荡走势。未来需关注出口情况、终端需求是否超预期，以及成本支撑力度。

锰硅硅铁

本周，锰硅盘面价格维持震荡整理，周度涨幅 100 元/吨或+1.74%。日线级别，当前价格向右摆脱今年 2 月份以来的下降趋势后维持震荡，横移偏弱，我们仍旧认为该位置直接起 V 型反转，继续大幅向上的概率不大，继续关注上方 5900 元/吨压力及下方低点 5550 元/吨附近的支撑情况（针对加权指数），若向上突破，则进而观察 6000 元/吨一线压力。操作上，单边仍认为缺乏交易性价比，依旧建议观望为主。

硅铁方面，本周盘面价格震荡小幅反弹，周度涨幅 156 元/吨或+2.84%。日线级别，硅铁盘面价格在遇到下方重支撑后震荡向上，但整体反弹力度偏弱，且仍处于今年 2 月份以来的下跌趋势之中，依旧未摆脱。目前，我们仍无法确认其价格是否见底，建议以价格向右摆脱下跌趋势线为是否阶段性企稳信号。在此之前，仍建议以观望为主，不要盲目左侧抄底。

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提现到数据之中，且体现的时间越晚，出现断崖式下降的风险概率或越高。虽然中美经贸谈判的结果超预期向好，可能存在阶段性的情绪脉冲，但这并不改变大的需求方向，美对中仍存在 30% 的关税加征幅度。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（本周已经自高点有所回落）。即对于锰硅需求，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。

但我们也确实看到，供给端的缩减仍在持续，本周依旧有接近 1 万吨的单周产量降幅，供给的水平已十分接近需求，这也是我们看到近期价格开始企稳的主要原因（含商品市场情绪的回暖）。但同时，我们仍需要清晰的注意到当前仍处于历史绝对高位的库存以及当价格回升后供给收缩强度的持续性，而这两者将对价格的反弹高度产生明显的压制。此外，就整体行业大周期而言，我们仍认为在行业集中的相对较低的锰硅行业，本轮过剩产能的出清时间或将相对较长，价格的调整或还需要一个相对漫长的周期。因此，对于当下的锰硅，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，我们看到本周硅铁方面存在频发的减产检修消息，同时，周度产量上，本周也确实出现了显著的回落，周产来到历史同期低点，这也带动了价格在本周向上的反弹。但我们也注意到，虽然产量明显回落，但价格的反弹却略显吃力，日内冲高回落的情况频频出现。价格疲弱的根源，一方面在于库存同期相对高位背景下，供给压缩的持续性待验证（主动的检修，非外力，如环保等限制性因素导致）；另一方面，即我们近期强调的，价格熊市之下，需求决定价格的方向。在未来的一段时间内，硅铁与锰硅或者整个黑色板块，都将面临需求边际趋弱的情况，尤其卷板端需求快速走弱的风险（待观察）以及极高位水平铁水因需求无法承接或限产（传闻，待验证）向下快速回落的风险。此外，我们至今未看到今年电力将会紧缺的迹象（动力煤价格已跌至冰点），反倒是风电、光伏等新能源不断发力之下，电价的下沿正出现松动的迹象，这对与电力相关性极高的硅铁而言，并非好的信号。

因此，短期来看，我们认为硅铁价格或依旧难以摆脱压力，若后期需求端出现明显拐点，或电力价格继续向下调整，则仍需要注意价格进一步回落的可能风险。

铁矿石

供给端，最新一期全球铁矿石发运总量 3347.8 万吨，环比增加 318.8 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 30.6 万吨，其中澳洲发往中国的量 1579.0 万吨，环比减少 14.8 万吨。巴西发运量 878.3 万吨，环比增加 253.1 万吨。中国 47 港到港总量 2280.4 万吨，环比减少 289.6 万吨；中国 45 港到港总量 2271.3 万吨，环比减少 83.3 万吨。日均铁水产量 244.77 万吨，环比上周减少 0.87 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存总量 14746.99 万吨，环比下降 17.72 万吨。

供给方面，最新一期铁矿石发运量增加至同期高位，巴西和非主流国家发运贡献主要增量，关注后续二季度季节性发运提升的验证情况。需求方面，最新一期钢联口径日均铁水产量回落，降至 245 万吨以下，基本兑现此前的铁水见顶预期。近期成材价格反弹后，钢厂盈利率仍然保持在相对较高的位置，因此短期还能够支撑铁水在高位波动，等待下游需求进一步转向淡季，再随下游承接能力下降逐步下移。库存端，港口疏港量仍然保持在高位运行，港口库存还未出现明显的向上拐点。基本面看，铁水基本见顶，但是中美关税谈判超预期，贸易紧张局势缓和和对原有节奏产生较大扰乱，终端出口需求或仍具备韧性，下游需求走弱或将有一定时滞。宏观方面，中美谈判进展释放出的积极信号，对商品整体有提振作用，商品氛围有所好转。综上所述，矿价短期震荡运行，关注后续宏观方面进展，以及基本面需求的变化情况。

工业硅

本周，工业硅盘面价格在震荡反弹后再度大幅下跌，周度跌幅 105 元/吨或-1.28%。日线级别，工业硅盘面价格一度摆脱 4 月份以来的加速下跌趋势，但随即又刷出大阴线且向下创出新高，价格企稳失败。我们重新调整趋势线，并以此作为观测盘面二次探底及何时能够暂时企稳的指标，在价格摆脱该加速下跌趋势线前，仍不排除价格继续向下的风险，真正的企稳，或许需要看到价格摆脱去年十一月份以来更长期的下跌趋势线。对此，我们短期仍建议观望为主，不建议盲目进行抄底。

面对整体商品环境的有所回暖，我们看到工业硅盘面价格的反应依旧显示出弱态，尤其在北方大厂外购电价下调，即将复产等传闻（尚未经证实）下价格续创新低，对此，我们认为其根源在于工业硅产业明显的产能过剩以及行业集中度分散背景下产能出清的困难（这需要漫长的时间，类似 2013-2015 年的钢铁行业）。基本面角度，我们仍维持前期的观点，即工业硅自身持续面临供给过剩且有效需求不足的问题，产业集中度分散导致供给对过剩反应相对偏慢，且仍有新增产能在不断投产（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，但在产能分散以及新增产能投产的背景下，供给减量难以长期维持，难以扭转市场对于过剩的预期；反观需求端，下游多晶硅及有机硅行业为稳定价格，积极进行自律性生产，尤其多晶硅端产量较同期几乎砍半，对需求产生显著压力。

当下，工业硅供给过剩以及有效需求不足的情况仍在持续，我们看到多晶硅产量仍维持在同期低位水平，

有机硅产量也维持在过去两年同期水平之下，但供给端却面临着回升的风险。因此，我们仍无法排除价格进一步走低的风险，基于此，建议在价格趋势中的左侧位置，不轻易为了所谓低估值而过早介入抄底。

能源化工类

橡胶

胶价反弹后震荡整理。

泰标混合胶 14550 元。STR20 报 1760 美元。STR20 混合 1780 美元。

江浙丁二烯 10850 元。华北顺丁 12200 元。

操作建议：

胶价重新回到震荡区间。

建议目前中性或偏空思路，短线操作，快进快出。

关注多 RU2601 空 RU2509 的波段操作机会。

1) 商用车数据下降。

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

2) 轮胎出口增速较高。

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。

截至 2025 年 5 月 15 日，山东全钢胎开工负荷为 65.07%，较上周走高 20.32 个百分点，较去年同期走低 2.97 个百分点。全钢轮胎企业库存仍然有压力。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 77.96%，较上周走高 19.98 个百分点，较去年同期走低 2.61 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 13 日，青岛天然橡胶库存 49.07 (+0.52) 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 0.80 美元，涨幅 1.30%，报 62.49 美元；布伦特主力原油期货收涨 1.79 美元，涨幅 2.71%，报 67.85 美元；INE 主力原油期货收跌 7.00 元，跌幅 1.51%，报 456.2 元。

地缘政治：美伊谈判出现缓和预期，但仍未明朗。哈梅内伊称伊朗将消除铀储备，而后伊朗外长表示伊朗尚未收到任何关于解决核争端未决分歧的美国最新提议，只有美国“可验证且有效地”解除制裁，伊朗才会将高浓缩铀运往国外。

宏观方面：美国 4 月零售销售月率 0.1%，预期值 0.0%，前值由 1.4%修正至 1.5%，同时初请失业金人数符合预期，整体美国消费数据仍有韧性。

供给方面：美国产量维持高位震荡走势，本周 EIA 原油产量回升至 13.39 百万桶/日；贝克休斯钻机环比减少 1 台至 473 台。OPEC 宣布 6 月增产 41.1 万桶/日，整体供给进入宽松周期。

需求方面：美国炼厂开工率环比小幅上升至 90.20%。；中国主营炼厂开工率环比大幅回升至 72.46%；欧洲炼厂开工率下滑至 81.90%。整体全球炼厂开工开始回暖，但欧洲地区仍低于预期。

库存方面：美国原油商业库存环比累库至 441.83 百万桶，总成品油库存环比去库至 393.89 百万桶；中国原油港口库存去库至 204.49 百万桶，总成品油去库至 190.49 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存去库至 44.27 百万桶。全球成品油消费符合预期。

策略推荐：我们认为当前美伊谈判虽未见明确结果，但缓和预期已经显现。但 OPEC 尚未体现出明确的增产数据，叠加页岩油的托底效应，我们认为即使美伊谈判顺利，考虑当前的风险收益比并不适合追空，短期观望为主。

甲醇

海外停车消息以及国内装置检修带动甲醇出现大幅反弹，另外化工板块整体情绪的回暖也助推甲醇价格走高。但随着盘面冲高后并无更多利好出现，现货出现大幅回落，盘面回到上涨的低点。甲醇当前生产利润高位，但下游整体表现偏弱，后续淡季到来，供需进一步转弱，高估值仍有一定回落空间，预计甲醇弱势难改，当前 09 盘面相对现货仍有较一定贴水，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

国内产量维持高位，企业利润进一步改善，需求端出口消息落地，集港货物增多，国内农需有所好转，整体呈现供需双旺格局。出口窗口拉长，短期出口效应开始弱化，价格波动开始趋缓。短期有出口增量需求且国内农业需求依旧较高，价格下方空间有限，但上方也受高供应限制，且短期出口政策的利好已基本反应在价格当中，期货盘面仅小幅贴水现货，盘面估值并不低，期货单边参与做多的性价比已明显下降。因此后续单边建议观望为主，待有明显回调再考虑逢低多配，月间价差预计维持高位运行为主。

聚烯烃

政策端：特朗普访问中东，中东地区支付 6000 亿美金与其合作，伊朗谈判结局偏乐观，原油价格冲高回落。

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

成本端：本周 WTI 原油上涨 2.85%，Brent 原油上涨 2.69%，煤价下跌-3.31%，甲醇上涨 0.83%，乙烯下跌-2.98%，丙烯上涨 1.15%，丙烷下跌-2.34%。成本端原油价格冲高回落。

供应端：PE 产能利用率 81.01%，环比下降-0.55%，同比去年上涨 9.34%，较 5 年同期下降-3.16%。PP 产能利用率 75.39%，环比下降-5.24%，同比去年上涨 6.47%，较 5 年同期下降-12.25%。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-9.88%。进口利润下降，PE 北美地区货源减少，进口端压力减小。3 月 PE 出口 10.82 万吨，环比 2 月上涨 86.94%，同比上涨 6.54%。3 月 PP 出口 28.49 万吨，环比 2 月上涨 34.32%，同比下降-1.66%。关税问题暂时缓解，PP 出口量同期变化不大。

需求端：PE 下游开工率 39.00%，环比上涨 0.80%，同比下降-7.93%。PP 下游开工率 49.83%，环比上涨 0.67%，同比下降-4.08%。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 52.78 万吨，环比去库-8.27%，较去年同期去库-6.52%；PE 贸易商库存 5.58 万吨，较上周去库-7.87%；PP 生产企业库存 60.44 万吨，本周环比去库-10.64%，较去年同期累库 5.08%；PP 贸易商库存 15.88 万吨，较上周累库 11.28%；PP 港口库存 7.54 万吨，较上周去库-3.21%。

小结：特朗普访问中东，中东地区支付 6000 亿美金与其合作，伊朗谈判结局偏乐观，原油价格冲高回落。LL09 合约产能投放压力较小，LL9-1 价差走强可印证此观点。目前由于原油价格维持低位震荡，LL-PP

价差或已筑底，09 合约 LL 计划投放产能 110 万吨，09 合约 PP 计划投放产能 370 万吨，且 6 月投产错配最大，因此预计 5 月底 LL-PP 价差或将加速走阔。

下周预测：聚乙烯(LL2509)：参考震荡区间（7100-7400）；聚丙烯(PP2509)：参考震荡区间（7000-7300）。

推荐策略：逢低做多 LL-PP 价差。

风险提示：原油价格大幅下降，LPG 价格大幅上升，PE 进口大幅上升。

PVC

成本利润：乌海电石价格报 2550 元/吨，周同比持平；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回升，乙烯制利润仍然偏低，目前估值支撑较强。

供应：PVC 产能利用率 77.7%，环比下降 2.6%；其中电石法 77.7%，环比下降 3.6%；乙烯法 77.7%，环比持平。本周供应端负荷下降，主因山东恒通、新疆天业、宁夏金昱元检修。下周预期负荷小幅上升，多套装置检修结束。检修季逐渐进入尾声，后续供应压力将逐渐增大，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；三大下游开工小幅上升，管材负荷 49.1%，环比上升 1%；薄膜负荷 70%，环比上升 1.1%；型材负荷 35.9%，环比持平；整体下游负荷 46.5%，环比上升 0.5%，下游整体表现不及去年同期，国内表需较为一般。本周 PVC 预售量 63.2 万吨，环比上升 11.1 万吨。

库存：本周厂内库存 40.6 万吨，环比去库 2 万吨；社会库存 64.2 万吨，环比去库 2 万吨；整体库存 104.8 万吨，环比去库 4 万吨；仓单数量回升。后续国内供强需弱格局下，叠加出口转弱预期，预计去库放缓。

小结：基本上企业利润压力较大，但检修季逐渐接近尾声，后续产量预期回升，下游方面同比往年国内表需仍旧疲弱，出口方面受制于印度反倾销和 BIS 认证，存在转弱预期，成本端电石及乙烯持稳。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，出口下半年或将下滑。整体而言，短期虽然库存同比较低，但供强需弱的趋势下，出口增长放缓预期将导致基本面承压，短期预计 PVC 在关税刺激反弹后仍偏弱震荡，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：本周大幅上涨，09 合约单周下跌 32 元，报 4160 元。现货端华东价格上涨 242 元，报 4460 元。基差上升 3 元，截至 5 月 16 日为 88 元。9-1 价差上升 42 元，截至 5 月 16 日为 45 元。

供应端：本周 EG 负荷 60.5%，环比下降 8.5%，其中合成气制负荷 60%，环比下降 6.8%；乙烯制负荷 60.8%，环比下降 9.5%。合成气制装置方面，陕西榆林化学、美锦、红四方检修，正达凯一套新装置出料，榆能化学提负；油化工方面，盛虹降负，恒力因故停车。海外方面美国南亚装置重启。整体上，国内仍处于

检修季，但负荷预期已下降至最低水平。到港方面，本周到港预报 5.5 万吨，环比下降 0.4 万吨，3 月进口 69 万吨，高于预期。

需求端：本周聚酯负荷 95%，环比上升 0.8%，其中长丝负荷 93.8%，环比上升 0.8%；短纤负荷 96.2%，环比上升 2.1%；瓶片负荷 84.3%，环比上升 3.1%。装置方面，三房巷 75 万吨瓶片、逸通 50 万吨长丝重启，新装置中鸿 40 万吨长丝投产，据悉长丝大厂存在减产计划。涤纶方面，库存下降至历史低位，利润改善，短期减产压力相对较小；瓶片目前库存偏高，利润较低，短期开工上升至高位水平，后续存在负荷下降预期。终端方面，产成品库存小幅去化，订单上升，加弹负荷 80%，环比上升 3%；织机负荷 68%，环比上升 3%；涤纱负荷 67%，环比上升 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 12 日，港口库存 75.1 万吨，环比去库 3.9 万吨；下游工厂库存天数 13.2 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，本周港口库存预期持续去库。国内仍处于检修季，整体为去库格局。

估值成本端：本周石脑油制利润上升 211 元至-266 元/吨，国内乙烯制利润上升 325 元至-295 元/吨，煤制利润上升 333 至 1444 元/吨。成本端乙烯 780 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 430 元/吨，成本本周煤炭下跌，乙烯持稳，目前整体估值支撑较低。

小结：产业基本面仍处于去库阶段，海内外装置检修，下游开工偏高，到港数量下降，预期港口库存持续去化。宏观上关税超预期下降，终端大幅改善，对原料补库后聚酯库存压力大幅缓解，负反馈逻辑瓦解，回归原料基本面逻辑。短期有较大装置意外停车，或将加大去库幅度，但由于估值修复幅度较大，短期需要关注风险。

PTA

价格表现：本周大幅上涨，09 合约单周上涨 192 元，报 4774 元。现货端华东价格上涨 275 元，报 4990 元。现货基差上升 43 元，截至 5 月 16 日为 192 元。9-1 价差上升 14 元，截至 5 月 16 日为 86 元。

供应端：PTA 负荷 76.9%，环比上升 4.4%，装置方面，嘉通能源负荷恢复，威联石化负荷提升，百宏负荷周内波动。PTA 仍处于检修季，六月仍将有几套装置检修，PTA 整体负荷将持续偏低。

需求端：本周聚酯负荷 95%，环比上升 0.8%，其中长丝负荷 93.8%，环比上升 0.8%；短纤负荷 96.2%，环比上升 2.1%；瓶片负荷 84.3%，环比上升 3.1%。装置方面，三房巷 75 万吨瓶片、逸通 50 万吨长丝重启，新装置中鸿 40 万吨长丝投产，据悉长丝大厂存在减产计划。涤纶方面，库存下降至历史低位，利润改善，短期减产压力相对较小；瓶片目前库存偏高，利润较低，短期开工上升至高位水平，后续存在负荷下降预期。终端方面，产成品库存小幅去化，订单上升，加弹负荷 80%，环比上升 3%；织机负荷 68%，环比上升 3%；涤纱负荷 67%，环比上升 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 9 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）248.4 万吨，环比去库 5.8 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 4 元，截至 5 月 16 日为 432 元/吨；盘面加工费上升 14 元，截至 5 月 16 日为 350 元/吨。

小结：本周在关税超预期下调后，PXN 大幅走扩，PTA 加工费支撑偏强，价格跟随 PX 大幅上涨。后续来看，供给端仍处于检修季，关税超预期下调，终端纺服订单改善，成品库存有所下降，在 90 天的窗口期内纺服存在抢出口的预期，终端大量备原料下聚酯库存下降至低位水平，聚酯负荷或将持续维持高位，前期负反馈预期瓦解，回归原料去库逻辑，PTA 加工费有支撑。绝对价格方面，短期 PXN 上涨至高位水平，注意风险。

对二甲苯

价格表现：本周大幅上涨，09 合约单周上涨 272 元，报 6744 元。现货端 CFR 中国上涨 53 美元，报 838 美元。现货折算基差上升 153 元，截至 5 月 16 日为 204 元。9-1 价差上升 46 元，截至 5 月 16 日为 144 元。

供应端：本周中国负荷 74.1%，环比下降 4.5%；亚洲负荷 67.5%，环比下降 3.3%。装置方面，九江石化重启，镇海炼化、威联石化负荷提升，中金石化、浙石化、盛虹负荷下降，海外印尼 TPPI、日本 Eneos 一条 19 万吨装置停车。进口方面，5 月上旬韩国 PX 出口中国 9.9 万吨，同比下降 1.46 万吨。整体上，近期意外检修较多，国内外仍处于检修季。

需求端：PTA 负荷 76.9%，环比上升 4.4%，装置方面，嘉通能源负荷恢复，威联石化负荷提升，百宏负荷周内波动。PTA 仍处于检修季，六月仍将有几套装置检修，PTA 整体负荷将持续偏低。

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

估值成本端：本周 PXN 截至 5 月 15 日为 282 美元，同比上升 59 美元；石脑油裂差上升 7 美元，截至 5 月 15 日为 98 美元，原油走势震荡。芳烃调油方面，本周美国汽油裂差走弱，美韩芳烃价差下降，调油相对价值偏弱。

小结：本周在关税超预期下调刺激下，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。关税超预期下调，终端纺服订单改善，成品库存有所下降，在 90 天的窗口期内纺服存在抢出口的预期，终端大量备原料下聚酯库存下降至低位水平，聚酯负荷或将持续维持高位，前期负反馈预期瓦解，回归原料去库逻辑。但随着短期估值上涨至高位，注意风险。

农产品类

生猪

现货端：市场需求平平，对高价接受度一般，养殖端被迫降价走量，屠宰小幅放量，体重增势放缓，同时肥标差继续走弱，二育热度下降；具体看，河南均价周落 0.1 元至 14.96 元/公斤，周内最高 15.08 元/公斤，四川均价周落 0.3 元至 14.4 元/公斤，周内最高 14.6 元/公斤，广东均价周落 0.4 元至 15.08 元/公斤；市场出猪积极性有所增加，未来供压或增大，同时肥标差走弱影响二育入场积极性，反观需求表现始终一般，未来关注跌价后养殖端的惜售情绪，现货或以弱震荡走势为主。

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：现货窄幅波动为主，趋势上有转弱迹象，尽管体重向后积累，但考虑冻品和二育栏位不高，短期或仍难出现明显下跌，近月关注基差回归方式；远期走势偏悲观，市场锚定供应增加、体重积累和成本下降，中期维持反弹抛空思路，但阶段性留意现货和基差的拖拽。

鸡蛋

现货端：下游逢低补库，上周蛋价略微上涨，但新开产持续增多，供应维持充裕，涨价后需求跟进不足，库存积累，部分地区蛋价从高位有所回调；具体看，黑山大码蛋价周涨 0.2 元至 2.9 元/斤，周内最低 2.7 元/斤，馆陶周涨 0.06 元至 2.84 元/斤，周内最高 2.93 元/斤，销区回龙观周涨 0.23 元至 3.39 元/斤，东莞周涨 0.1 元至 2.91 元/斤；供应持续增多，局部地区小码蛋有压力，需求表现一般，但临近端午有转好空间，预计下周蛋价先落后涨，整体调价幅度不大。

补栏和淘汰：成本同比仍处近年偏低水平，尽管开年后利润表现不佳，补栏量仍维持偏高，截止 4 月份的补栏数据为 9397 万只，同比+2.5%，环比+1.4%，去年全年补栏量为 10.6 亿羽，同比+3.9%；老鸡出栏有所增多，淘鸡-白鸡价差从高位略有回落，但仍未看到超淘发生，淘鸡鸡龄仍维持在 534 天左右的偏高水平，下降缓慢。

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

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

小结：新开产等供应持续增多，小蛋价格明显贴水大蛋，市场信心不佳导致备货持续度较差，库存反复积累，现货在震荡中承压，且未来 1-2 个月预期仍较悲观，维持盘面 06、07 等近月反弹抛空思路，月间反套，持仓过大时关注 09 等远月下方支撑。

豆菜粕

国际大豆：本周美豆震荡偏弱，种植进度良好，需求端美国生柴政策利多存疑，且中国对美国大豆相对高额关税仍未解除，打压美豆价格。上周巴西升贴水企稳回升，对冲美豆下跌，国内大豆到港成本稳定，巴西农民大豆销售进度已超过 60%，后期卖压或逐步下降，有利于升贴水企稳，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，预计大豆到港成本稳定为主。USDA25/26 年度新作报告的亮点在于产量，USDA 预计新作巴西、阿根廷的产量将增幅不大，阿根廷会下调种植面积，巴西面积则仍小幅增长，不过巴西 24/25 年度天气较好，单产较高，因此 25/26 年度产量增幅下降，美国大豆因大幅下调面积，在 52.5 蒲/英亩的趋势单产下产量仍小幅下降 70 万吨。因此，后期若有天气因素导致单产下降，25/26 年度大豆产量下调的概率较高，年度级别来看或许进入了震荡磨底过程，不过走出底部区间仍然需要产量、生物柴油需求、全球宏观、贸易战的进一步驱动。

国内双粕：上周国内豆粕现货回落，华东约收 2940 元/吨，国内豆粕成交较弱，提货恢复。截止 5 月 13 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 1357 万吨，4 月 1057 万吨，5 月 1150 万吨，6 月 1054 万吨，7 月 600 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 5.14 天。随着大豆到港恢复，下游预期油厂库存充足刚需购买，油厂累库压力也会逐渐增大，据 MYSTEEL 预估本周压榨大豆 190 万吨，下周预计压榨 224 万吨，国内供应恢复。

观点：09 等远月豆粕目前成本区间为 2850-3000 元/吨，近期跌至成本下沿后迅速修复但仍然偏弱。USDA 月报中性略利多，因产量下降，出口及国内消费预估稳定。美豆油生柴政策仍然需要较长时间确定，目前市场认为可能不及预期，施压美豆。总体来看，近期国内大豆短期供应偏大，不过估值也偏低，美豆产区降雨过多或影响播种，预计美豆、豆粕短期震荡偏弱为主，美豆进一步向上突破仍需生物柴油、产量的额外刺激。

油脂

市场综述：本周油脂震荡为主，前期因美豆油预期较好带动油脂板块跟涨，但市场对美豆油的 RVO 规则预期过高，外文报道 EPA 提交的 RVO 可能大幅低于预期，美豆油跌停，油脂跟随下探，周尾有所反弹，市场讨论棕榈油近期可能有补库支撑价格，且印尼、印度的油脂库存偏低。MPOB 报告显示 4 月马来西亚棕榈油大幅累库至 186.55 万吨，产量上升至 168.6 万吨的历年同期高位。高频数据显示马棕 5 月前 10 日产量环比上升 22.31%，前 15 日出口增加 6.63%，高频数据仍然预示马棕或继续累库。豆油方面，美豆端因美豆油反复震荡为主，巴西升贴水本周挺价，大豆到港成本支撑国内豆油价格。菜油因外盘菜籽回落有所下跌，虽国内库存较高，但对远期菜籽进口量不足的担忧仍然给予菜油估值支撑。整体来看，油脂正处于预期供应充沛节点，但去年的菜籽、棕榈油减产导致产地、印度以及中国的结构性库存仍偏低，支撑油脂短期震荡。

国际油脂：本周 EPA 向白宫提交了 RVO 规则供审查，且同时提交了涉及到纤维素豁免的方案。此外，EPA 署长表示正在进行 160 多家小规模炼油厂的豁免申请处理。美豆油跌停反映了市场预期 RVO 不及预期且

EPA 可能提供一定规模的豁免，此前对豆、菜油的需求预估可能偏高，如果按 46.5 亿加仑 RVO 叠加豁免的情景，可能 2026 年美国生物柴油对美豆油、加拿大菜油的需求没有增量。

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

观点小结：利空方面，原油中枢下行将明显抑制油脂估值，目前棕榈油产量恢复明显，美国生柴政策可能低于预期，不过政策还需要几个月的时间确定。利多方面，印尼及印度棕榈油、加拿大菜籽库存仍偏低，产地报价存一定支撑，不过若中期产量维持恢复趋势，油脂上行空间有限，因此预期油脂震荡偏弱为主。

白糖

国际市场回顾：上周原糖价格下跌，截至上周五 ICE 原糖 7 月合约收盘价报 17.56 美分/磅，较之前一周下跌 0.26 美分/磅，或 1.46%。消息方面，据 Williams 发布的数据显示，截至 5 月 14 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 86 艘，此前一周为 64 艘港口等待装运的食糖数量为 351.95 万吨，此前一周为 248.48 万吨。据 Unica 数据显示，截至 4 月下半月巴西中南部地区累计压榨甘蔗 3426 万吨，同比上榨季减少 1686 万吨，或 32.98%；累计产糖 158 万吨，同比上榨季减少 100 万吨，或 38.62%。累计甘蔗制糖比例 45.27%，同比上榨季减少 1.71 个百分点。巴西产量同比下滑主要原因是 4 月下半月期间的大量降雨影响甘蔗砍收。4 月下半月巴西中南部地区压榨甘蔗仅 1772 万吨，同比上榨季减少 49.35%；产糖 85.6 万吨，同比减少 53.79%。

国内市场回顾：上周郑糖价格延续震荡，截至上周五郑糖 9 月合约收盘价报 5855 元/吨，较之前一周上涨 16 元/吨，或 0.27%。据航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 5 月 14 日当周，巴西对中国食糖出口待运量为 19.27 万吨，较去年同期增加 5.72 万吨；在途量为 7 万吨，较去年同期减少 5.94 万吨；预计 5 月港口数量为 6.92 万吨，较去年同期增加 6.92 万吨，待运加在途加到港合计 33.2 万吨，同比去年增加 6.67 万吨。据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，2024/25 榨季截至 4 月底我国累计进口食糖 174 万吨，同比减少 137 万吨。

观点及策略：原糖 5 月合约在交割前大幅下跌，叠加巴西中南部开始新榨季生产，外盘价差结构开始走弱，或意味着国际市场供应最紧张的阶段已经过去。国内方面，虽然当前产销情况良好，但随着盘面价格下跌，价格更具竞争力的基差糖流入市场。另一方面，外盘价格下跌后进口利润窗口打开，未来进口供应将陆续增加，后市糖价走弱的可能性偏大。

棉花

国际市场回顾：上周美棉花期货价格下跌，截至上周五美棉花期货 7 月合约收盘价报 65.14 美分/磅，较之前一周下跌 1.58 美分/磅，或 2.37%。消息方面，上周 USDA 公布 5 月月度供需报告，5 月供需报告预估 2025/26 年度美国棉花收割面积为 837 万英亩，高于 2024/25 年度的 781 万英亩，预估美国产量略增 2 万吨至 316 万吨。但从全球来看，产量预估是下调 71 万吨至 2565 万吨，主要减产来自于中国和澳大利亚，预估中国 2025/26 年度棉花产量将减产 65 万吨至 631 万吨。

国内市场回顾：上周郑棉价格大幅反弹，截至上周五郑棉 9 月合约收盘价报 13390 元/吨，较之前一周上涨 440 元/吨，或 3.4%。据商务部新闻发言人发表谈话，中美经贸高层会谈取得实质性进展，大幅降低双边关税水平，美方取消了共计 91% 的加征关税，中方相应取消了 91% 的反制关税；美方暂停实施 24% 的“对等关税”，中方也相应暂停实施 24% 的反制关税。据 Mysteel 数据显示，截至 5 月 16 日当周纺纱厂开机率为 74.6%，环比前一周增加 0.2 个百分点；织布厂开机率为 42.3%，环比前一周增加 0.5 个百分点；全国棉花周度商业库存 366 万吨，同比去年增加 10 万吨。据海关总署公布的数据显示，2025 年 4 月份我国进口棉花 6 万吨，同比减少 28 万吨。2025 年 1-4 月我国累计进口棉花 40 万吨，同比减少 99 万吨。

观点及策略：从宏观层面来看，中美谈判取得实质性进展，超出市场预期，对市场信心有明显提振。从基本面来看，虽然旺季已过，但上周下游开机率环比前一周小幅提高。供应方面，进口窗口基本关闭，使得棉花库存去化小幅加速，郑棉 9-1 合约月间价差走出明显的正套。预计短线棉价偏强震荡，有回补上方缺口的可能。

免责声明

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

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

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

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

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn

研究中心团队

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