

宏观金融类

股指

前一交易日沪指+0.82%，创指+2.63%，科创 50+0.49%，北证 50+2.89%，上证 50+0.69%，沪深 300+1.16%，中证 500+1.26%，中证 1000+1.40%，中证 2000+1.60%，万得微盘+0.95%。两市合计成交 13084 亿，较上一日+1164 亿。

宏观消息面：

- 1、中美各取消了共计 91% 的加征关税，暂停实施 24% 的反制关税。
- 2、交易员削减欧洲央行降息押注，预计年底前降息幅度不到 50 个基点。
- 3、高盛：预计人民币汇率将在一年内升至 1 美元兑 7 元人民币。

资金面：融资额-47.00 亿；隔夜 Shibor 利率+7.50bp 至 1.4970%，流动性较为宽松；3 年期企业债 AA- 级别利率+0.98bp 至 3.0500%，十年期国债利率+2.82bp 至 1.6637%，信用利差-1.84bp 至 139bp；美国 10 年期利率+0.00bp 至 4.37%，中美利差+2.82bp 至 -271bp。

市盈率：沪深 300:12.54，中证 500:29.22，中证 1000:39.84，上证 50:10.89。

市净率：沪深 300:1.31，中证 500:1.80，中证 1000:2.07，上证 50:1.19。

股息率：沪深 300:3.49%，中证 500:1.79%，中证 1000:1.45%，上证 50:4.35%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.14%/-0.97%/-2.67%/-3.62%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.13%/-1.82%/-4.64%/-6.49%；IM 当月/下月/当季/隔季：-0.26%/-2.12%/-5.25%/-7.54%；IH 当月/下月/当季/隔季：+0.04%/-0.59%/-1.83%/-1.98%。

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

行情方面：周一，TL 主力合约下跌 1.31%，收于 118.74；T 主力合约下跌 0.46%，收于 108.53；TF 主力合约下跌 0.20%，收于 105.89；TS 主力合约下跌 0.08%，收于 102.27。

消息方面：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。

流动性：央行周一进行 430 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。因当日有无逆回购到期，实现净投放 430 亿元。

策略：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，资金利率明显下降，预计后续资金面有望延续偏松基调，短端仍具性价比。此外，虽然谈判超预期，但整体关税税率仍有一定幅度抬高，此前的关税冲击往上看对于外需可能依然有压力，后续存款利率下调的预期也有利于利率下移。预计长端在关税变动和供给压力下短期有调整压力，等待回调后的机会。

贵金属

沪金跌 2.52%，报 760.70 元/克，沪银跌 0.75%，报 8122.00 元/千克；COMEX 金涨 0.37%，报 3239.90 美元/盎司，COMEX 银涨 0.48%，报 32.78 美元/盎司；美国 10 年期国债收益率报 4.45%，美元指数报 101.73；

市场展望：

当前对于贵金属，尤其是黄金的价格仍应当维持短空长多的思路，短期来看金价并未出现企稳迹象，但其中期的上涨逻辑愈发明晰。

特朗普政府一意孤行所执行的关税政策大幅增加美国经济的衰退预期，在“对等关税”公布一个多月后，中美贸易谈判取得重大进展，5 月 12 日公布的联合声明显示中美各方取消 91%的关税，同时暂停实施 24%的关税。对于贵金属价格而言，海外衰退风险缓和，金银比价由 5 月 7 日区间高位的 103.7 回落至当前的 99.4，黄金价格相较于白银录得更为明显的下跌。海外地缘政治冲突方面，新德里电视台等媒体称，印巴两国的军事负责人在 12 日进行会谈，双方讨论了停火承诺，并同意互相不采取侵略性行动。印巴局势缓和，黄金价格的避险支撑出现弱化。无论是从海外经济贸易还是地缘政治冲突的角度来看，风险短期均有所释放，对金价形成利空因素，预计其仍具备回调空间。

但从黄金中期逻辑来看，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。因此，美国财政赤字水平在特朗普任期内将持续出现扩张。

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，关注下方趋势线形成的 740 一线支撑，沪金主力合约参考运行区间 740-782 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，沪银主力合约参考运行区间 7553-8380 元/千克。

有色金属类

铜

中美贸易谈判取得进展，关税大幅降低，权益市场走强，贵金属走弱，铜价冲高后有所回落，昨日伦铜收涨 0.67% 至 9502 美元/吨，沪铜主力合约收至 77820 元/吨。产业层面，昨日 LME 库存减少 10253 至 190750 吨，注销仓单比例下滑至 43.1%，Cash/3M 升水 23.9 美元/吨。国内方面，周末社会库存小幅增加，昨日上期所铜仓单增加 0.1 至 2.0 万吨，仓单维持相对低位，上海地区现货由升水期货转为贴水 15 元/吨，临近交割月差较大造成基差报价下调，下游按需采购为主。广东地区库存增加，月差偏大下游买盘依然不佳，现货升水期货下调至 85 元/吨。进出口方面，昨日国内铜现货进口亏损至 500 元/吨以上，洋山铜溢价下滑。废铜方面，昨日精废价差小幅扩大至 1430 元/吨，废铜原料供应略有增加。价格层面，国内“一行一会一局”政策略超预期，中美谈判取得较大进展，但目前关税水平依然偏高，市场情绪乐观程度并不太强。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，短期铜价或震荡调整。今日沪铜主力运行区间参考：77200-78500 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9400-9580 美元/吨。

铝

中美贸易谈判结果好于预期，叠加国内库存去化较快，铝价大幅反弹，昨日伦铝收涨 2.15% 至 2470 美元/吨，沪铝主力合约收至 19935 元/吨。昨日沪铝加权合约持仓量 54.9 万手，环比减少 2.2 万手，空头减仓推升价格，期货仓单 6.2 万吨，环比减少 0.3 万吨，维持偏低水平。根据 SMM 统计，国内铝锭社会库存录得 60.1 万吨，较上周四减少 1.9 万吨，铝棒社会库存录得 15.3 万吨，较上周四减少 0.5 万吨，铝棒加工费环比有所回调。现货方面，昨日华东现货持平于期货，盘面上涨市场交投转弱。外盘方面，昨日 LME 铝库存减少 0.2 至 40.2 万吨，注销仓单比例下滑至 37.7%，Cash/3M 维持贴水。综合而言，国内“一行一局一会”政策略超预期，中美贸易谈判阶段性成果好于预期，情绪面中性偏暖。产业上看国内铝锭接近产能上限，短期库存续降对铝价构成较强支撑，不过由于当前消费季节性偏淡，因此需求改善持续性或面临挑战，并将制约铝价反弹高度，总体预计价格偏震荡运行。今日国内主力合约运行区间参考：19600-20100 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2430-2500 美元/吨。

锌

周一沪锌指数收涨 1.52% 至 22382 元/吨，单边交易总持仓 23.24 万手。截至周一下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期涨 75.5 至 2698 美元/吨，总持仓 21.65 万手。SMM0# 锌锭均价 22720 元/吨，上海基差 430 元/吨，天津基差 400 元/吨，广东基差 430 元/吨，沪粤价差平水。上期所锌锭期货库存录得 0.19 万吨，内盘上海地区基差 430 元/吨，连续合约-连一合约价差 235 元/吨。LME 锌锭库存录得 17.03 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 7.02 万吨。外盘 cash-3S 合约基差 -26.13 美元/吨，3-15 价差 -47.68 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.15，锌锭进口盈亏为 -126.52 元/吨。根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至 8.33 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。5月12日中美经贸会谈超预期，拉动商品市场出现一定反弹，情绪推动下短线商品情绪偏强。预计锌价短期或有一定反弹。

铅

周一沪铅指数收涨 1.14%至 16993 元/吨，单边交易总持仓 7.28 万手。截至周一下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期涨 37 至 1997 美元/吨，总持仓 14.89 万手。SMM1#铅锭均价 16750 元/吨，再生精铅均价 16725 元/吨，精废价差 25 元/吨，废电动车电池均价 10275 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 4.1 万吨，内盘原生基差-175 元/吨，连续合约-连一合约价差-40 元/吨。LME 铅锭库存录得 25.34 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 13.28 万吨。外盘 cash-3S 合约基差 4.69 美元/吨，3-15 价差-58.9 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.18，铅锭进口盈亏为-892.67 元/吨。据钢联数据，国内社会库存录得增至 4.76 万吨。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。5月12日中美经贸会谈超预期，拉动商品市场出现一定反弹，情绪推动下短线商品情绪偏强。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

周一镍价大幅下跌，沪镍主力合约收盘价 124180 元/吨，较前日下跌 1.55%，LME 主力合约收盘价 15500 美元/吨，较前日下跌 1.89%。

宏观方面，中美关税谈判取得实质性进展，超出市场预期，经济衰退预期缓和，美元指数上涨超 1%，创四周新高。从镍当前基本面来看，供大于需求的格局未发生改变，近期随着镍铁价格重心下移，下游对镍价的心理价位也有所下降。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。后市来看，不锈钢厂的原料采购清淡，短期镍铁价格承压背景下，预计 5 月中间品排产将有所提升，对镍价形成压制。因此，我们建议继续持有空单。今日沪镍主力合约价格运行区间参考 120000-130000 元/吨，伦镍 3M 合约运行区间参考 15000-16300 美元/吨。

锡

2025 年 5 月 12 日，锡价日内震荡上行，沪锡主力合约收盘价 263200 元/吨，较前日上涨 1.41%。供给方面，受限于原料短缺，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%。但目前缅甸佤邦锡复产正在推进，同时 alphamin 锡矿预计也将于 5 月底逐步恢复生产，预计 6 月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。综上，锡供应端短期紧缺但有转松预期，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。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

周一五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 64,979 元，与前日持平，其中 MMLC 电池级碳酸锂报价 64,000-66,500 元，工业级碳酸锂报价 63,100-64,000 元。LC2507 合约收盘价 64,040 元，较前日收盘价+1.62%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 1,210 元。周末中美贸易谈判“取得实质性进展”，商品市场氛围偏多。碳酸锂合约空头止盈反弹，主力合约减仓近 6 千手。今年美国对我国商品加征关税暂时下调到 30%，储能电池出口存在利润空间。宏观和需求预期转好，但库存压力仍存，短期底部偏强震荡概率较高，后续留意下游磷酸铁锂和储能电池订单变化。今日广期所碳酸锂 2507 合约参考运行区间 63,400-64,800 元/吨。

氧化铝

2025 年 5 月 12 日，截止下午 3 时，氧化铝指数日内上涨 0.5%至 2840 元/吨，单边交易总持仓 38.4 万手，较前一交易日减少 0.2 万手。现货方面，广西、贵州、河南、山东、山西和新疆现货价格分别上涨 10 元/吨、10 元/吨、10 元/吨、15 元/吨、10 元/吨、0 元/吨。基差方面，山东现货价格报 2880 元/吨，升水 07 合约 25 元/吨。海外方面，MYSTEEL 澳洲 FOB 价格维持 349 美元/吨，出口盈亏报-478 元/吨。期货库存方面，周一期货仓单报 22.66 万吨，较前一交易日减少 1.6 万吨。矿端，几内亚 CIF 价格下跌 3 美元/吨至 70 美元/吨，澳大利亚 CIF 价格维持 70 美元/吨。策略方面，供应端扰动持续，新投产能不确定性增加，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。国内主力合约 A02509 参考运行区间：2650-3000 元/吨。

不锈钢

周一下午 15:00 不锈钢主力合约收 12890 元/吨，当日+1.34%(+170)，单边持仓 24.25 万手，较上一交易日-5846 手。现货方面，佛山市场德龙 304 冷轧卷板报 13050 元/吨，较前日+100，无锡市场宏旺 304 冷轧卷板报 13150 元/吨，较前日+100；佛山基差 160(-70)，无锡基差 260(-70)；佛山宏旺 201 报 8700 元/吨，较前日+50，宏旺罩退 430 报 7800 元/吨，较前日持平。原料方面，山东高镍铁出厂价报 950 元/镍，较前日持平。保定 304 废钢工业料回收价报 9400 元/吨，较前日+100。高碳铬铁北方主产区报价 8100 元/50 基吨，较前日-100。期货库存录得 160244 吨，较前日+1388。据钢联数据，社会库存录得 111.30 万吨，环比增加 2.83%，其中 300 系库存 72.48 万吨，环比增加 1.76%。5 月 12 日消息显示，中美贸易会谈取得实质性进展，显著提振市场信心。此外，菲律宾计划自 2025 年 6 月起实施出口禁令，引发市场对供应端的强烈担忧。需求方面持续疲软，市场呈现低价惜售、高价滞销的僵持局面，整体销售氛围清淡。宏观预期改善与原料供应紧张预期形成共振，后续需持续关注菲律宾政策落地进展及国内需求复苏节奏。

黑色建材类

钢材

螺纹钢主力合约下午收盘价为 3082 元/吨, 较上一交易日涨 60 元/吨 (1.985%)。当日注册仓单 168703 吨, 环比增加 11664 吨。主力合约持仓量为 218.04 万手, 环比减少 163860 手。现货市场方面, 螺纹钢天津汇总价格为 3210 元/吨, 环比增加 20/吨; 上海汇总价格为 3200 元/吨, 环比增加 30 元/吨。热轧板卷主力合约收盘价为 3220 元/吨, 较上一交易日涨 63 元/吨 (1.995%)。当日注册仓单 291446 吨, 环比减少 5559 吨。主力合约持仓量为 138.4 万手, 环比减少 37020 手。现货方面, 热轧板卷乐从汇总价格为 3280 元/吨, 环比减少 0 元/吨; 上海汇总价格为 3250 元/吨, 环比增加 30 元/吨。

昨日成材价格呈现震荡偏强走势。宏观方面, 周末期间中美双方在瑞士日内瓦举行会谈。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幅度的边际改善, 且 90 天的窗口期也为部分企业提供了缓冲时间。基本面方面, 上周螺纹钢表观需求大幅回落, 库存开始累积, 单周需求跌幅为年内最大, 略超市场预期。热卷方面, 需求同样较往年五一假期后表现偏弱, 库存出现明显累积, 卷螺差进一步扩大。总体来看, 中美贸易关税的下调或将为市场提供较强信心。板材相关领域(如工程机械设备等)的需求或有边际改善预期。短期来看, 板材需求以及出口可能会边际走强。后续需重点关注关税政策变化、终端需求走势以及成本支撑情况。

铁矿石

昨日铁矿石主力合约(I2509)收至 718.50 元/吨, 涨跌幅+3.23 % (+22.50), 持仓变化+4329 手, 变化至 70.45 万手。铁矿石加权持仓量 106.3 万手。现货青岛港 PB 粉 770 元/湿吨, 折盘面基差 99.52 元/吨, 基差率 12.17%。

昨日受中美谈判取得积极进展影响, 铁矿石价格反弹。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, 强现实或面临拐点。宏观方面, 中美谈判进展释放出强烈的积极信号, 对商品整体有提振作用, 因此矿价在利好消息释出后有明显阶段性反复, 短期震荡看待, 关注后续宏观方面进展情况。

玻璃纯碱

玻璃: 周一现货报价 1160, 环比前日持平, 产销偏弱。周度累库, 截止到 20250508, 全国浮法玻璃样本企业总库存 6756.0 万重箱, 环比+257.1 万重箱, 环比+3.96%, 同比+9.29%。折库存天数 30.8 天, 较上

期+1.4天。净持仓方面，昨日空头减仓为主，空头持仓集中，目前盘面价格估值偏低，但也缺乏上涨驱动，地产未有超预期提振，预计期价偏弱运行。

纯碱：现货价格 1300，个别企业价格小幅度调整为主。供应高位小幅下滑，预计后续检修增加。库存高位变化不大，截止到 2025 年 5 月 8 日，国内纯碱厂家总库存 170.13 万吨，较上一周增加 2.91 万吨，涨幅 1.74%。其中，轻质纯碱 82.91 万吨，环比增加 1.40 万吨，重质纯碱 87.22 万吨，环比增加 1.51 万吨。下游建筑玻璃冷修、光伏玻璃产能投放延续，对纯碱需求有一定支撑。纯碱近期计划检修增加，供需边际改善，中期供应宽松、库存压力仍大。昨日净持仓空头小幅减仓，预计盘面偏弱运行。

锰硅硅铁

5 月 12 日，中美经贸会谈超预期，谈判取得实质性进展，带动国内商品出现明显反弹，黑色板块涨幅居前。锰硅主力（SM509 合约）日内一度涨逾 2.6%，触及上方 5920 元/吨附近压力后有所回落，收盘报 5866 元/吨。现货端，天津 6517 锰硅现货市场报价 5700 元/吨，环比上日上调 180 元/吨，折盘面 5890/吨，升水盘面 24 元/吨。硅铁方面，受宁夏地区停产检修增多影响，硅铁主力（转至 SF507 合约）早盘大幅高开后一度涨超 3.3%，打至 2 月份以来下跌趋势线附近有所回落，最终日内收涨 1.66%，收盘报 5636 元/吨。现货端，天津 72#硅铁现货市场报价 5750 元/吨，环比上日上调 50 元/吨，升水盘面 114 元/吨。

盘面走势角度，锰硅日线级别当前向右摆脱下降趋势，下跌趋势被破坏，但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。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。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，盘面价格反弹至今年 2 月份以来的下跌趋势附近后承压回落，尚未得到突破，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（关税的缓和对于黑色更多还是情绪上的影响）。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（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。

工业硅

5月12日，中美经贸会谈超预期，谈判取得实质性进展，带动国内商品出现明显反弹，交投情绪显著好转。工业硅期货主力（SI2506合约）震荡走高，日内收涨1.40%，收盘报8320元/吨。现货端，华东不通氧553#市场报价9000元/吨，环比上日下调50元/吨，升水期货主力合约680元/吨；421#市场报价10000元/吨，环比上日下调50元/吨，折合盘面价格9200元/吨，升水期货主力合约880元/吨。

盘面走势角度，工业硅日线级别仍处于下跌趋势中，走势依旧相对偏弱，在价格摆脱4月份以来下跌趋势线前，仍无法确认价格是否已经企稳。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

中美谈判利好，胶价反弹。5月常有转机。

消息方面，泰国有政策意图推迟割胶一个月，政策核心在于对冲美国关税威胁，泰国选择通过控制供应量重塑定价权。

如果政策能严格执行，橡胶减产预期20-30万吨。但市场隐含后续减产远达不到20万吨的预期。

多空讲述不同的故事。涨因减产预期看多，跌因需求证伪。

天然橡胶 RU 多头认为东南亚尤其是泰国的天气和橡胶林现状和相关政策可能有助于橡胶减产。

天然橡胶空头认为需求平淡，处于季节性淡季。胶价高会刺激全年大量新增供应，减产幅度可能不及预期。宏观预期转差。

行业如何？

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 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。

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。

现货

泰标混合胶 14700（+450）元。STR20 报 1780（+60）美元。STR20 混合 1800（+60）美元。

江浙丁二烯 9550（+300）元。华北顺丁 11600（+300）元。

操作建议：

胶价大幅反弹，因涨幅大，宜谨慎。

建议目前见好就收，短线操作，快进快出。

关注多 RU2601 空 RU2509 的波段操作机会。

原油

行情方面：WTI 主力原油期货收涨 0.90 美元，涨幅 1.47%，报 61.96 美元；布伦特主力原油期货收涨 1.11 美元，涨幅 1.74%，报 64.99 美元；INE 主力原油期货收涨 9.90 元，涨幅 2.10%，报 482.3 元。

数据方面：中国原油周度数据出炉，原油到港库存累库 0.21 百万桶至 205.67 百万桶，环比累库 0.10%；汽油商业库存去库 4.14 百万桶至 88.99 百万桶，环比去库 4.44%；柴油商业库存去库 4.34 百万桶至 102.51 百万桶，环比去库 4.06%；总成品油商业库存去库 8.47 百万桶至 191.50 百万桶，环比去库 4.24%。

我们认为当前油价已经处于估值高位区间，同时我们认为 6 月 1 日 OPEC 增产概率仍在，当前油价已经进入逢高空配区间。

甲醇

5 月 12 日 09 合约涨 43 元/吨，报 2270 元/吨，现货涨 22 元/吨，基差+152。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

5 月 12 日 09 合约涨 43 元/吨，报 2270 元/吨，现货涨 22 元/吨，基差+152。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。

苯乙烯

5 月 12 日 06 合约收盘价 7320 (+341) 元/吨，江苏现货 7335 (+200) 元/吨，基差+15 (-115) 元/吨。成本端山东纯苯 5585 (+210) 元/吨，华东纯苯 5975 (+325) 元/吨。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；中美联合声明释放积极信号，超市场预期，提振市场信心。苯乙烯自身来讲，供给端当前维持偏低水平，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。但当前苯乙烯的港口绝对库存处于低位，且宏观边际好转，带动苯乙烯反弹。操作建议：反弹对待。

PVC

PVC09 合约上涨 31 元，报 4836 元，常州 SG-5 现货价 4660 (0) 元/吨，基差-176 (-31) 元/吨。成本端电石乌海报价 2550 (0) 元/吨，兰炭中料价格 675 (0) 元/吨，乙烯 780 (0) 美元/吨，成本持稳，烧碱现货 830 (+10) 元/吨；本周 PVC 整体开工率 80.3%，周环比上升 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%。需求端整体下游开工 46%，环比上升 2%。厂内库存 42.6 万吨 (+1.5)，社会库存 64 万吨 (0)。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。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，短期受关税利好刺激预期反弹，中期预计 PVC 偏弱震荡。

乙二醇

EG09 合约上涨 84 元，报 4302 元，华东现货上涨 99 元，报 4400 元，基差 127 元（+42），9-1 价差 23 元（+20）。供给端，乙二醇负荷 69%，环比上升 0.6%，其中合成气制 66.8%，乙烯制 70.3%，合成气制装置方面，天业、陕西延长重启；油化工方面，中海壳牌检修，海南炼化、三江石化降负。下游负荷 94.2%，环比上升 0.8%，装置方面，部分装置产量恢复。终端加弹负荷上升 5%至 77%，织机负荷上升 11%至 65%。进口到港预报 5.9 万吨，华东出港 5 月 9-11 日均 1.7 万吨，出库上升。港口库存 75.1 万吨，去库 3.9 万吨。估值和成本上，石脑油制利润为-535 元，国内乙烯制利润-582 元，煤制利润 1111 元。成本端乙烯下跌至 780 美元，榆林坑口烟煤末价格下跌至 450 元。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。关税超预期下降，终端存在改善预期。供给端开工下滑的背景下，关注港口去库落地情况下逢低做多的机会。

PTA

PTA09 合约上涨 128 元，报 4710 元，华东现货上涨 125 元，报 4840 元，基差 175 元（+26），9-1 价差 68 元（-4）。PTA 负荷 72.5%，环比下降 5.2%，装置方面，嘉通能源重启，台化 2#、虹港检修。下游负荷 94.2%，环比上升 0.8%，装置方面，部分装置产量恢复。终端加弹负荷上升 5%至 77%，织机负荷上升 11%至 65%。库存方面，5 月 6 日社会库存（除信用仓单）254.2 万吨，环比去库 14.7 万吨。估值和成本方面，PTA 现货加工费上涨 61 元，至 436 元，盘面加工费上涨 9 元，至 345 元。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，但关税超预期下降，终端存在改善预期，PTA 加工费有支撑。绝对价格方面，PXN 仍然有小幅走扩预期，关注单边逢低做多及月间正套机会。

对二甲苯

PX09 合约上涨 182 元，报 6654 元，PX CFR 休市，报 785 美元，按人民币中间价折算基差 51 元（-8），9-1 价差 82 元（-16）。PX 负荷上看，中国负荷 78.6%，亚洲负荷 70.8%，装置方面，中化泉州、威联石化、海南炼化负荷提升，中金石化、盛虹负荷下降，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。PTA 负荷 72.5%，环比下降 5.2%，装置方面，嘉通能源重启，台化 2#、虹港检修。进口方面，4 月韩国 PX 出口中国 39 万吨，环比上升 9 万吨。库存方面，3 月底库存 468 万吨，月环比持平。估值成本方面，PXN 为 216 美元（-8），石脑油裂差 101 美元（+9）。后续来看 PX 仍处于检修季，预期在二季度国内持续去库，虽然终端纺服订单偏弱，并且成品库存较高，但关税超预期下降，终端存在大幅改善预期。短期估值仍然有支撑，关注单边逢低做多及月间正套机会。

聚乙烯 PE

中美在日内瓦举行会谈，会议结果取得重大实质性进展，关税将大幅下降，聚乙烯现货价格下跌，PE 估值向上空间有限。二季度供应端新增产能较大，供应端或将承压。上中游库存去库，对价格支撑有限；季节性淡季来临，需求端农膜订单边际递减，整体开工率震荡下行。短期矛盾从成本端主导下跌行情转移至供应端投产落地主导下跌，中长期预计 5 月仅 50 万吨埃克森美孚 3#装置投产，聚乙烯价格或将维

持震荡。

基本面看主力合约收盘价 7090 元/吨，上涨 114 元/吨，现货 7270 元/吨，下跌 30 元/吨，基差 180 元/吨，走弱 144 元/吨。上游开工 81.46%，环比下降 3.07 %。周度库存方面，生产企业库存 57.54 万吨，环比累库 16.14 万吨，贸易商库存 6.06 万吨，环比累库 0.75 万吨。下游平均开工率 39%，环比上涨 0.11 %。LL9-1 价差 64 元/吨，环比缩小 1 元/吨。

聚丙烯 PP

中美在日内瓦举行会谈，会议结果取得重大实际性进展，关税将大幅下降，现货价格虽然无变动，但是跌幅较 PE 甚小； 5 月供应端无新增产能且检修高位。需求端，下游开工率伴随塑编订单阶段性见顶，后期或将季节性震荡下行。季节性淡季来临，预计 5 月聚丙烯价格维持震荡偏空。

基本面看主力合约收盘价 7030 元/吨，上涨 63 元/吨，现货 7260 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 230 元/吨，走弱 63 元/吨。上游开工 78.22%，环比下降 1.34%。周度库存方面，生产企业库存 67.64 万吨，环比累库 11.16 万吨，贸易商库存 14.27 万吨，环比累库 1.32 万吨，港口库存 7.79 万吨，环比累库 0.17 万吨。下游平均开工率 49.5%，环比下降 0.19%。LL-PP 价差 60 元/吨，环比扩大 51 元/吨，建议跟踪 LL-PP 价差筑底。

农产品类

生猪

昨日国内猪价主流稳定，局部偏弱，河南均价持平于 15.11 元/公斤，四川均价落 0.1 元至 14.57 元/公斤，养殖场反馈生猪走货速度相对缓慢，涨价难度颇大，但上游对降价的接受度亦偏低，屠宰端压价难度较大，今日猪价或主线稳定，个别微跌。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

昨日全国鸡蛋价格多数上涨，个别稳定，主产区鸡蛋均价为 3.17 元/斤，黑山涨 0.1 元至 2.9 元/斤，馆陶涨 0.11 元至 2.93 元/斤，供应量增幅有限，下游消化多见好转，多数贸易商对后市信心提升，少数稍有库存，下游拿货积极性正常，今日蛋价或多数上涨，少数或稳定。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

【重要资讯】

隔夜美豆收涨，贸易战缓和情绪带动，USDA 月报预估 25/26 年度美豆新作产量同比小幅减产，压榨量持平，出口小幅下降，最终库存同比小幅去库，报告中性略利多，传两周内 EPA 将公布 RVO 方案。周一国内豆粕现货下跌，因开机率提升，华东报 3000 元/吨。据 MYSTEEL 预估 5 月大豆预计到港 919.75 万吨，6 月 1100 万吨，7 月 1050 万吨。本周油厂预计压榨大豆 190.85 万吨，上周压榨 184.6 万吨。国内未来三个月豆粕及大豆累库趋势较强。

美豆产区未来两周南部降雨较多，中部零星降雨，预计种植进度正常，截至上周美豆种植进度已达 48%。巴西农民大豆销售进度已接近 60%，后期卖压或逐步下降，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，因此当前中美缓和下巴西升贴水报价又有所下跌，关注何时起稳。

【交易策略】

09 等远月豆粕目前成本区间为 2850-3000 元/吨，周一跌至成本下沿后迅速修复。USDA 月报中性略利多，因产量下降，出口及国内消费预估稳定。考虑到当前美豆、豆粕估值较低，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、国内大豆短期供应均预计偏大，但估值也偏低，预计美豆、豆粕短期震荡为主，美豆进一步向上突破仍需生物柴油、产量的额外刺激。

油脂

【重要资讯】

1、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 25 日预计环增 14.75%，前 30 日预计环增 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 日预计增加 17.03%。5 月 13 日 12:30，马来西亚棕榈油局（MPOB）公布 4 月棕榈油供需报告，市场关注库存是否连续第三个月回升。

2、南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2025 年 5 月 1-5 日马来西亚棕榈油单产增加 61.58%，出油率增加 0.59%，产量增加 60.17%。船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚 5 月 1-10 日棕榈油出口量为 293991 吨，较上月同期出口的 323160 吨减少 9%。

马棕受美国关税影响出口、产量增加等因素影响走势低迷，且最新高频数据显示预示 4 月或大幅累库。美豆油方面行业协会要求大幅提高 RVO，将利于美豆油需求，尤其在其库存偏低的背景下，提振美豆油估值。国内现货基差震荡。广州 24 度棕榈油基差 09+540（-20）元/吨，江苏一级豆油基差 09+380（0）元/吨，华东菜油基差 09+120（0）元/吨。

【交易策略】

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

周一郑州白糖期货价小幅反弹，郑糖9月合约收盘价报5885元/吨，较前一交易日上涨46元/吨，或0.79%。现货方面，广西制糖集团报价6140-6210元/吨，较上个交易日上涨10-30元/吨；云南制糖集团报价5920-5960元/吨，较上个交易日上涨10元/吨；加工糖厂主流报价区间6350-6470元/吨，较上个交易日上涨10元/吨；广西现货-郑糖主力合约（sr2509）基差255元/吨。

消息方面，据广西和云南糖业协会数据显示，广西4月份单月销糖65.73万吨，同比减少0.88万吨；产销率63.96%，同比提高6.03个百分点；工业库存232.97万吨，同比减少27.07万吨。云南4月单月销糖28.04万吨，同比增加9.09万吨；产销率55.71%，同比提高9.18个百分点；工业库存104.70万吨，同比减少3.47万吨。

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

周一郑州棉花期货价格大幅反弹，郑棉9月合约收盘价报13240元/吨，较前一交易日上涨290元/吨，或2.24%。现货方面，中国棉花价格指数(CCIIndex)3128B新疆机采提货价13960元/吨，较上个交易日上涨90元/吨，3128B新疆机采提货价-郑棉主力合约（CF2509）基差720元/吨。

消息方面，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。

从宏观层面来看，中美谈判取得实质性进展，超出市场预期，对短线棉价会有明显提振。从当前基本面来看，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，后市重点关注库存边际变化。

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 | 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 | |