

宏观金融类

股指

前一交易日沪指+0.00%，创指-0.33%，科创 50+0.00%，北证 50+2.37%，上证 50-0.43%，沪深 300-0.31%，中证 500+0.09%，中证 1000+0.45%，中证 2000+0.86%，万得微盘+1.52%。两市合计成交 10864 亿，较上一日-31 亿。

宏观消息面：

- 1、中国 4 月社会消费品零售总额同比放缓至 5.1%。中国 1-4 月全国房地产开发投资同比下降 10.3%，新建商品房销售面积同比下降 2.8%。
- 2、中国 4 月规模以上工业增加值同比增长 6.1%，工业机器人、新能源汽车产量加速增长。
- 3、“卖出美国”交易抬头，30 年美债收益率升破 5%，美元加剧下跌。

资金面：融资额-18.83 亿；隔夜 Shibor 利率+11.70bp 至 1.6540%，流动性较为宽松；3 年期企业债 AA-级别利率+0.78bp 至 3.0455%，十年期国债利率-0.80bp 至 1.6735%，信用利差+1.58bp 至 137bp；美国 10 年期利率-2.00bp 至 4.43%，中美利差+1.20bp 至 -276bp。

市盈率：沪深 300:12.53，中证 500:28.91，中证 1000:39.56，上证 50:10.90。

市净率：沪深 300:1.31，中证 500:1.78，中证 1000:2.06，上证 50:1.20。

股息率：沪深 300:3.44%，中证 500:1.80%，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：-0.88%/-1.91%/-2.64%/-3.70%；IC 当月/下月/当季/隔季：-1.71%/-2.95%/-4.99%/-7.22%；IM 当月/下月/当季/隔季：-1.97%/-3.34%/-5.68%/-8.31%；IH 当月/下月/当季/隔季：-0.60%/-1.60%/-1.92%/-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 主力合约上涨 0.37%，收于 119.32；T 主力合约上涨 0.13%，收于 108.605；TF 主力合约上涨 0.04%，收于 105.735；TS 主力合约上涨 0.02%，收于 102.384。

消息方面：1、国家统计局公布数据显示，4 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.1%；社会消费品零售总额 37174 亿元，同比增长 5.1%；70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比持平或略降，同比降幅均持续收窄。1—4 月份，全国固定资产投资（不含农户）147024 亿元，同比增长 4.0%。2、

30 年期美国国债收益率突破 5%，创 2023 年 11 月以来高位。穆迪将美国信用评级从 AAA 下调至 AA1，并称评级下调反映政府债务增加，随着经济因应关税而做出调整，GDP 增长可能会放缓。

流动性：央行周一进行 1350 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.4%。因当日有 430 亿元逆回购到期，实现净投放 920 亿元。

策略：4 月经济数据整体呈现受加征关税影响存在扰动，结构分化特征，抢出口效应提供支撑，后续内外需是否维持韧性仍有待观察。关税谈判超预期，短期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，后续存款利率下调预期也有利于利率下移。预计利率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，逢低介入为主。

贵金属

沪金涨 0.97%，报 758.02 元/克，沪银涨 0.25%，报 8111.00 元/千克；COMEX 金跌 0.14%，报 3228.90 美元/盎司，COMEX 银跌 0.01%，报 32.51 美元/盎司；美国 10 年期国债收益率报 4.46%，美元指数报 100.38；

市场展望：

俄罗斯总统普京与美国总统特朗普通电话，俄乌冲突停火谈判出现新的转机，同时美联储维持谨慎货币政策表态，国际金价短期来看仍将出现进一步回调。

克里姆林宫通报表示，普京及特朗普同意就相关问题对话，并有意在未来达成会面安排。特朗普表示本次与普京的通话十分顺利，俄罗斯及乌克兰应当立刻开始停火谈判。同时，谈判的具体条件将由双方各自商议决定。海外地缘冲突风险存在进一步缓和的驱动，这对于国际金价形成利空因素。

联储货币政策方面，鹰派官员卡什卡利表示他认为联储将继续观望，直到获得更多信息。美联储博斯蒂克仍表示他预计今年将降息一次，若贸易谈判顺利，则可能提前采取降息行动。

策略总结：海外地缘政治风险存在进一步释放的预期，美联储的货币政策表态仍偏谨慎，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。

有色金属类

铜

中国4月生产端数据好于消费端数据，昨天美元指数走低，贵金属价格回升，铜价震荡反弹，伦铜收涨0.81%至9516美元/吨，沪铜主力合约收至78160元/吨。产业层面，昨日LME库存减少5050至174325吨，注销仓单比例下滑至38.8%，Cash/3M升水15.5美元/吨。国内方面，周末电解铜社会库存延续小幅增加，昨日上期所铜仓单减少0.1至6.2万吨，上海地区现货转为升水期货440元/吨，仓单未流出市场货源偏紧，基差报价维持偏高，市场成交不佳。广东地区下游采买意愿低，现货升水期货下调至270元/吨。进出口方面，昨日国内铜现货进口亏损150元/吨左右，洋山铜溢价持平。废铜方面，昨日精废价差缩窄至1260元/吨，废铜替代优势降低。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，宏观情绪难言乐观。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，短期铜价反弹空间或有限。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：9400-9560美元/吨。

铝

中国4月生产数据好于预期、消费弱于预期，LME注册仓单大增，铝价承压回落，昨日伦铝收跌1.95%至2436美元/吨，沪铝主力合约收至20040元/吨。昨日沪铝加权合约持仓量52.2万手，环比减少1.4万手，期货仓单6.2万吨，环比减少0.03万吨，仍维持偏低水平。根据SMM统计，国内铝锭社会库存录得58.5万吨，较上周四增加0.4万吨，铝棒社会库存录得13.2万吨，较上周减少0.7万吨，加总铝锭铝棒库存降幅变缓，昨日铝棒加工费环比小幅下滑。现货方面，昨日华东现货升水期货70元/吨，环比上调10元/吨，下游按需谨慎采购，成交一般。外盘方面，昨日LME铝库存减少0.2至39.3万吨，注销仓单比例大幅下降至12.8%，因注销仓单重新注册，Cash/3M小幅升水。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和价格回调有利于铝锭库存继续去化，建议关注铝的跨月正套机会。今日国内主力合约运行区间参考：19800-20150元/吨；伦铝3M运行区间参考：2420-2460美元/吨。

锌

周一沪锌指数收跌0.42%至22285元/吨，单边交易总持仓22.26万手。截至周一下午15:00，伦锌3S较前日同期跌13至2693美元/吨，总持仓22.8万手。SMM0#锌锭均价22650元/吨，上海基差230元/吨，天津基差210元/吨，广东基差280元/吨，沪粤价差-50元/吨。上期所锌锭期货库存录得0.17万吨，内盘上海地区基差230元/吨，连续合约一合约价差210元/吨。LME锌锭库存录得16.42万吨，LME锌锭注销仓单录得8.63万吨。外盘cash-3S合约基差-20.95美元/吨，3-15价差-40.95美元/吨。剔汇后盘面沪伦比价录得1.141，锌锭进口盈亏为-386.11元/吨。根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至8.38万吨。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

周一沪铅指数收跌 0.09% 至 16871 元/吨，单边交易总持仓 6.85 万手。截至周一下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期涨 11 至 1999 美元/吨，总持仓 14.99 万手。SMM1# 铅锭均价 16725 元/吨，再生精铅均价 16675 元/吨，精废价差 50 元/吨，废电动车电池均价 10375 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 5 万吨，内盘原生基差 -150 元/吨，连续合约-连一合约价差 -15 元/吨。LME 铅锭库存录得 24.89 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 12.5 万吨。外盘 cash-3S 合约基差 -4.45 美元/吨，3-15 价差 -59.1 美元/吨。剔汇后盘面沪伦比价录得 1.173，铅锭进口盈亏为 -870 元/吨。据钢联数据，国内社会库存录得增至 5.82 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，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

周一镍价震荡运行，沪镍主力合约收盘价 123520 元/吨，较前日下跌 0.13%，LME 主力合约收盘价 15500 美元/吨，较前日下跌 0.67%。镍矿端，菲律宾红土镍矿价格持稳，成交价格延续上周价格小幅下跌后的位置；印尼火法矿挺价现象仍较为明显，湿法矿价格走势维持偏弱。镍铁方面，受到前期不锈钢亏损持续带来的部分钢厂粗钢有所减量，对高镍生铁的需求有所走弱，叠加废不锈钢经济性优势仍存，高镍生铁市场成交价格连续走弱，近期价格有企稳迹象，持续性仍有待观察。中间品方面，5 月印尼 MHP 项目陆续恢复，但 5 月 MHP 到港量依旧受到 4 月减产影响，短期价格仍在高位运行。精炼镍方面，现货成交一般，升贴水持稳运行，金川一号镍的主流现货升水报价区间为 2100-2200 元/吨，平均升水为 2100 元/吨，较上一交易日持平；俄镍的升贴水报价区间则为 100-300 元/吨，平均升水为 200 元/吨，较前日持平；LME 镍库存报 202008 吨，增加 6786 吨。整体而言，镍成本端有转松预期，叠加现货需求表现疲软，库存或重回累库趋势，镍价延续偏空思路，建议关注 LME 镍 0-3 月升贴水变化。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 19 日，沪锡主力合约收盘价 264860 元/吨，较前日上涨 0.04%。国内，上期所期货注册仓单较前日减少 64 吨，现为 8119 吨。LME 库存较前日增加 5 吨，现为 2750 吨。上海现货锡锭成交价格 264500-266500 元/吨，均价 265500 元/吨，较上一交易日持平。上游云南 40% 锡精矿报收 252100 元/吨，较前日下跌 400 元/吨。目前矿端正逐步复产，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 月逐步传导至冶炼端，缅甸佤邦复产也正在推进，预计三季度矿端将逐步转松。现货市场，部分冶炼厂出货捂货惜售，但下游接货情绪有限，观望情绪愈发浓厚，日内成交维持刚需。整体而言，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。国内主力合约参考运行区间：250000 元-270000 元/吨，海外伦锡参考运行区间：30000 美元-33000 美元/吨。

碳酸锂

五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 63,627 元，较上一工作日-1.24%，其中 MMLC 电池级碳酸锂报价 62,600-65,100 元，均价较上一工作日-800 元（-1.24%），工业级碳酸锂报价 61,900-63,000 元，均价较前日-1.26%。LC2507 合约收盘价 61,180 元，较前日收盘价-1.00%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 2,670 元。基本面暂缺少有利驱动，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。今日广期所碳酸锂 2507 合约参考运行区间 60,000-62,000 元/吨。

氧化铝

2025 年 5 月 19 日，截止下午 3 时，氧化铝指数日内上涨 8.1% 至 3123 元/吨，单边交易总持仓 44.3 万手，较前一交易日减少 2.9 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 30 元/吨、30 元/吨、30 元/吨、30 元/吨、30 元/吨、90 元/吨。基差方面，山东现货价格报 2980 元/吨，贴水 07 合约 177 元/吨。海外方面，MYSTEEL 澳洲 FOB 价格维持 370 美元/吨，出口盈亏报-430 元/吨。期货库存方面，周一期货仓单报 19.57 万吨，较前一交易日减少 0.18 万吨。矿端，几内亚 CIF 价格维持 70 美元/吨，澳大利亚 CIF 价格维持 70 美元/吨。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。国内主力合约 A02509 参考运行区间：2800-3400 元/吨。

不锈钢

周五下午 15:00 不锈钢主力合约收 12965 元/吨，当日-0.23% (-30)，单边持仓 23.04 万手，较上一交易日-8349 手。现货方面，佛山市场德龙 304 冷轧卷板报 13150 元/吨，较前日持平，无锡市场宏旺 304 冷轧卷板报 13200 元/吨，较前日-100；佛山基差 185 (+30)，无锡基差 235 (-70)；佛山宏旺 201 报 8850 元/吨，较前日持平，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 9450 元/吨，较前日持平。高碳铬铁北方主产区报价 8100 元/50 基吨，较前日持平。期货库存录得 157878 吨，较前日-837。据钢联数据，社会库存录得 110.83 万吨，环比减少 0.42%，其中 300 系库存 71.75 万吨，环比减少 1.00%。周五不锈钢现货价格持稳为主，部分规格小幅探涨。镍价反弹叠加铬铁价格坚挺，成本支撑增强，但终端采购仍偏谨慎，成交以刚需为主。300 系因钢厂减产预期跌幅收窄，200/400 系价格平稳。市场观望情绪浓厚，短期或维持窄幅震荡，后续需关注原料走势及库存变化。受期货市场冲高乏力、价格走弱影响，市场悲观情绪蔓延。采购方普遍持观望态度，追高意愿显著减弱。卖家主动让利促销，带动实际成交价小幅下探。在缺乏显著利多因素的情况下，期货价格难以快速回升，进而影响现货市场信心。当前现货市场供应充足而需求增长乏力，价格可能继续走低。

黑色建材类

钢材

螺纹钢主力合约下午收盘价为 3069 元/吨,较上一交易日跌 13 元/吨 (-0.42%)。当日注册仓单 141067 吨,环比减少 2134 吨。主力合约持仓量为 211.3045 万手,环比增加 40018 手。现货市场方面,螺纹钢天津汇总价格为 3220 元/吨,环比持平;上海汇总价格为 3190 元/吨,环比减少 20 元/吨。热轧板卷主力合约收盘价为 3207 元/吨,较上一交易日跌 19 元/吨 (-0.58%)。当日注册仓单 270939 吨,环比减少 879 吨。主力合约持仓量为 134.4111 万手,环比减少 13896 手。现货方面,热轧板卷乐从汇总价格为 3340 元/吨,环比减少 20 元/吨;上海汇总价格为 3280 元/吨,环比减少 10 元/吨。

昨日商品氛围偏弱,成材价格呈现弱势震荡走势。基本面方面,螺纹钢表观需求量环比有所回升,但较节前表现稍有回落,供给方面小幅增加,库存持续回落。需求虽有回升但整体延续弱势,整体基本面表现中性。热卷方面,产量回落,需求小幅回升,库存加速去化。本周美国的 90 天出口窗口期才刚刚开始,市场信心也有所提升。板材相关等产品的出口即将开始提速,热卷的需求会阶段性走强,叠加当前钢厂利润较好,库存中性偏低,短期热卷可能会呈现震荡偏强走势。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,但长期需求依旧承压。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 722.50 元/吨,涨跌幅-0.76 % (-5.50),持仓变化-5818 手,变化至 73.77 万手。铁矿石加权持仓量 110.2 万手。现货青岛港 PB 粉 762 元/湿吨,折盘面基差 86.71 元/吨,基差率 10.72%。

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。

玻璃纯碱

玻璃:周一现货报价 1130,沙河产销好转,市场成交尚可。上周生产企业库存累库,截止到 20250515,全国浮法玻璃样本企业总库存 6808.2 万重箱,环比+52.2 万重箱,环比+0.77%,同比+14.45%。折库存

天数 31 天，较上期+0.2 天。净持仓方面，昨日空头减仓，目前盘面价格估值偏低，部分中下游企业补库短期支撑盘面。中期看，地产未有超预期提振，预计期价偏弱运行。

纯碱：现货价格 1320，个别企业价格小幅度调整为主。供应有所回落，预计后续检修增加。截止到 2025 年 5 月 19 日，国内纯碱厂家总库存 168.75 万吨，较上周四降 2.45 万吨，降幅 1.43%。其中，轻质纯碱 81.82 万吨，环比降 1.05 万吨，重质纯碱 86.93 万吨，环比降 1.40 万吨。下游建筑玻璃冷修、光伏玻璃产能高位承压，纯碱需求存在回落预期。纯碱近期计划检修增加，供需边际有改善，中期供应宽松、库存压力仍大。昨日净持仓多空均有增仓，空头持仓更加集中，预计盘面偏弱运行。

锰硅硅铁

5 月 19 日，受锰矿发运港口库存提升以及黑链板块走弱影响，锰硅主力（SM509 合约）开盘快速、大幅回落，一度跌近 1.7%，后向上反弹，收复今日大部分跌幅，最终日内收跌 0.24%，收盘报 5844 元/吨。现货端，天津 6517 锰硅现货市场报价 5620 元/吨，环比上日下调 80 元/吨，折盘面 5810/吨，转为贴水盘面 34 元/吨。硅铁主力（SF507 合约）早盘同样显著回落，一度跌逾 1.5%，尾盘跟随板块回升，收复今日大部分跌幅，最终日内收跌 0.25%，收盘报 5690 元/吨。现货端，天津 72#硅铁现货市场报价 5850 元/吨，环比上日持稳，升水盘面 160 元/吨。

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，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。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。

工业硅

5月19日，工业硅期货主力（切换至SI2507合约）早盘下探后回升，日内维持震荡，最终收跌0.18%，收盘报8130元/吨。现货端，华东不通氧553#市场报价8850元/吨，环比上日下调150元/吨，升水期货主力合约720元/吨；421#市场报价9850元/吨，折合盘面价格9050元/吨，升水期货主力合约920元/吨。

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低，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

市场存在收储不到 10 万吨烟片胶预期。胶价震荡反弹。

消息方面，泰国有政策意图推迟割胶一个月，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 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。

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。

现货

泰标混合胶 14600（+50）元。STR20 报 1785（+20）美元。STR20 混合 1790（+10）美元。

江浙丁二烯 10750（-100）元。华北顺丁 12200（+0）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。

原油

行情方面：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 0.71 美元，涨幅 1.10%，报 65.33 美元；INE 主力原油期货收跌 7.00 元，跌幅 1.51%，报 456.2 元。

数据方面：富查伊拉港口油品周度数据出炉，汽油库存去库 1.44 百万桶至 7.47 百万桶，环比去库 16.17%；柴油库存去库 0.09 百万桶至 2.06 百万桶，环比去库 4.25%；燃料油库存去库 2.34 百万桶至 8.97 百万桶，环比去库 20.65%；总成品油去库 3.87 百万桶至 18.51 百万桶，环比去库 17.29%。

我们认为当前原油已经接近估值中高位，中期以逢高空配思路为主。

甲醇

5月19日09合约跌12元/吨，报2272元/吨，现货跌38元/吨，基差+65。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

5月19日09合约跌30元/吨，报1847元/吨，现货跌40元/吨，基差+43。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。

PVC

PVC09合约上涨12元，报4959元，常州SG-5现货价4840（0）元/吨，基差-119（-12）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840（+10）元/吨；本周PVC整体开工率77.7%，周环比下降2.6%，其中电石法77.7%，环比下降3.6%，乙烯法77.7%，环比持平。需求端整体下游开工46.5%，环比上升0.5%。厂内库存40.6万吨（-2），社会库存64.2万吨（-2）。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。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。

乙二醇

EG09合约上涨15元，报4475元，华东现货下跌4元，报4566元，基差92（+4），9-1价差77元（+32）。供给端，乙二醇负荷60.5%，环比下降8.5%，其中合成气制60%，乙烯制60.8%，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，乐天重启推迟。下游负荷95%，环比上升0.8%，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。终端加弹负荷上升 3%至 80%，织机负荷上升 3%至 68%。进口到港预报 5.5 万吨，华东出港 5 月 16-18 日均 1.55 万吨，出库上升。港口库存 74.3 万吨，去库 0.8 万吨。估值和成本上，石脑油制利润为-232 元，国内乙烯制利润-304 元，煤制利润 1444 元。成本端乙烯持平至 780 美元，榆林坑口烟煤末价格下跌至 430 元。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

PTA09 合约上涨 2 元，报 4776 元，华东现货上涨 5 元，报 4995 元，基差 198 元（+6），9-1 价差 116 元（+30）。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。下游负荷 95%，环比上升 0.8%，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。终端加弹负荷上升 3%至 80%，织机负荷上升 3%至 68%。库存方面，5 月 9 日社会库存（除信用仓单）248.4 万吨，环比去库 5.8 万吨。估值和成本方面，PTA 现货加工费下跌 10 元，至 422 元，盘面加工费下跌 3 元，至 347 元。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

PX09 合约上涨 8 元，报 6752 元，PX CFR 上涨 3 美元，报 841 美元，按人民币中间价折算基差 219 元（+15），9-1 价差 168 元（+24）。PX 负荷上看，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、中金石化负荷提升，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，5 月 19 日日本一套 40 万吨装置意外停车。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。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。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 273 美元（-7），石脑油裂差 87 美元（-11）。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。

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 7238 元/吨，上涨 2 元/吨，现货 7400 元/吨，下跌 75 元/吨，基差 162 元/吨，走弱 77 元/吨。上游开工 81.01%，环比上涨 1.00 %。周度库存方面，生产企业库存 52.78 万吨，环比去库 4.76 万吨，贸易商库存 5.58 万吨，环比去库 0.48 万吨。下游平均开工率 39%，环比上涨 0.31 %。LL9-1 价差 66 元/吨，环比扩大 4 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 7078 元/吨，下跌 15 元/吨，现货 7290 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 212 元/吨，走强 15 元/吨。上游开工 75.39%，环比下降 0.74%。周度库存方面，生产企业库存 60.44 万吨，环比去库 7.2 万吨，贸易商库存 15.88 万吨，环比累库 1.61 万吨，港口库存 7.54 万吨，环比去库 0.25 万吨。下游平均开工率 49.83%，环比上涨 0.33%。LL-PP 价差 160 元/吨，环比扩大 17 元/吨，LL-PP 底部已形成，6 月投产错配或将支撑价差走阔加速。

农产品类

生猪

昨日国内猪价主流稳定，局部小幅下跌，河南均价落 0.03 元至 14.79 元/公斤，四川均价持平于 14.27 元/公斤，养殖端大猪消化乏力，但标猪仍有挺价意愿，屠企亏损，压缩成本积极性较高，供需博弈，今日猪价或北方小幅下滑，南方基本稳定。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

昨日全国鸡蛋价格多地显弱，部分稳定，主产区均价落 0.09 元至 3.13 元/斤，黑山落 0.1 元至 2.8 元/斤，馆陶落 0.04 元至 2.76 元/斤，供应量充足，下游消化一般，部分心态仍偏谨慎，今日全国鸡蛋价格或部分弱势调整，部分企稳。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

【重要资讯】

周一美豆震荡为主，美豆新作平衡表在贸易战缓和及产量不增情景下有偏紧趋势，提供一定支撑。周一国内豆粕现货下跌，因开机率提升，华东低价报 2860 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。据 MYSTEEL 预估本周大豆压榨量预计来到 220 万吨高位，国内供应压力增大。上周港口大豆库存继续增加，同比偏高约 120 万吨，油厂豆粕库存偏低报 12 万吨左右。

美豆产区未来两周中部降雨较多，可能对播种有所影响。巴西农民大豆销售进度已超过 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，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，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。

【交易策略】

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

【重要资讯】

1、贸易机构消息显示，印度 4 月植物油进口量为 891558 吨，而 3 月为 100 万吨。其中，棕榈油进口量为 321446 吨，而 3 月为 424599 吨；葵花籽油进口量为 180128 吨，而 3 月为 190645 吨；豆油进口量为 360984 吨，而 3 月为 355358 吨。其植物油库存回落至 133 万吨。

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%，前 10 日产量环比增加约 22.31%，前 15 日增加 8.5%。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%，前 15 日预计增加 6.63%。

马棕 4 月大幅累库，产量大幅增加，不过印尼、印度、中国棕榈油库存均较低，导致棕榈油有一定支撑。中期来看若棕榈油产量仍保持快速恢复，油脂价格仍然承压。美豆油方面因提交的规则或低于市场预期大幅下跌。国内现货基差震荡。广州 24 度棕榈油基差 09+540 (0) 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】

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

周一郑州白糖期货价格震荡，郑糖9月合约收盘价报5853元/吨，较前一交易日下跌2元/吨，或0.03%。现货方面，广西制糖集团报价6140-6190元/吨，较上个交易日持平；云南制糖集团报价5920-5960元/吨，较上个交易日持平；加工糖厂主流报价区间6380-6460元/吨，较上个交易日持平；广西现货-郑糖主力合约（sr2509）基差287元/吨。

消息方面，据ISMA（印度糖协）公布的最新数据显示，截至5月15日印度2024/25榨季累计产糖2574万吨，同比去年同期减少589万吨；目前只剩两家糖厂仍在生产。全球食糖贸易商Alvean（雅韦安）最新预测，2025/26榨季全球食糖产量将仅超过需求40万吨，这与两个月前估计的150万吨左右的过剩相比大幅下调。该公司还预测，本年度将出现550万吨的供应缺口。

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

周一郑州棉花期货价格延续震荡，郑棉9月合约收盘价报13390元/吨，较前一交易日持平。现货方面，中国棉花价格指数（CCIndex）3128B新疆机采提货价14330元/吨，较上个交易日下跌10元/吨，3128B新疆机采提货价-郑棉主力合约（CF2509）基差940元/吨。

消息方面，据Mysteel最新数据显示，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。

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，但本周下游开机率环比上周小幅提高。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