

宏观金融类

股指

前一交易日沪指+0.45%，创指+1.59%，科创 50+1.07%，北证 50+2.63%，上证 50-0.18%，沪深 300+0.33%，中证 500+1.47%，中证 1000+2.07%，中证 2000+2.29%，万得微盘+1.56%。两市合计成交 10414 亿，较上一日+1267 亿。

宏观消息面：

- 1、中国 4 月 LPR 报价出炉：5 年期和 1 年期利率均维持不变。
- 2、上交所召开私募机构座谈会，与会机构：中国资产具备显著估值修复和提升潜力，将坚定持有。
- 3、特朗普欲“罢免”鲍威尔引发市场恐慌，美国股汇债“三杀”，黄金涨破 3420 美元。

资金面：融资额-62.83 亿；隔夜 Shibor 利率-5.60bp 至 1.6600%，流动性较为宽松；3 年期企业债 AA- 级别利率+0.31bp 至 3.0855%，十年期国债利率+1.03bp 至 1.6593%，信用利差-0.72bp 至 143bp；美国 10 年期利率+5.00bp 至 4.34%，中美利差-3.97bp 至 -268bp。

市盈率：沪深 300:12.25，中证 500:27.92，中证 1000:37.44，上证 50:10.71。

市净率：沪深 300:1.31，中证 500:1.78，中证 1000:2.03，上证 50:1.20。

股息率：沪深 300:3.50%，中证 500:1.86%，中证 1000:1.52%，上证 50:4.28%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.67%/-1.37%/-2.87%/-3.30%；IC 当月/下月/当季/隔季：-1.13%/-2.53%/-4.91%/-6.65%；IM 当月/下月/当季/隔季：-1.43%/-3.07%/-5.90%/-8.10%；IH 当月/下月/当季/隔季：-0.35%/-0.81%/-2.00%/-2.07%。

交易逻辑：受特朗普关税政策影响，近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。12 月政治局会议和中央经济工作会议措辞较为积极，政策鼓励中长期资金入市。建议在关税风波影响减弱后，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 IM 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 0.33%，收于 119.33；T 主力合约下跌 0.20%，收于 108.78；TF 主力合约下跌 0.14%，收于 106.08；TS 主力合约下跌 0.05%，收于 102.38。

消息方面：1、中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2025 年 4 月 21 日贷款市场报价利率(LPR)为：1 年期 LPR 为 3.1%（上次为 3.1%），5 年期以上 LPR 为 3.6%（上次为 3.6%）。市场人士表示，银行净息差压力不减，且一季度经济数据偏暖，加之 LPR 锚定的政策利率七天逆回购操作利率持稳，LPR 连续第六个月维持不变符合预期。2、财政部、央行于 4 月 21 日以利率招标方式进行了 2025 年中央国

库现金管理商业银行定期存款（四期）招投标，中标总量 1000 亿元，中标利率 2.05%。

流动性：央行周一进行 1760 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%，与此前持平。因当日有 430 亿元逆回购到期，实现净投放 1330 亿元。

策略：我国一季度经济数据有所转暖，结构上生产仍有韧性，居民消费明显改善。但往后看，二季度由于关税带来的外部冲击，经济增长或有所承压，提振国内消费市场必要性进一步强化。利率当前进入宽货币预期和宽财政带来的冲击之间的博弈阶段，预计短期维持震荡，后续关注四月底重要会议释放政策信号以及经济数据的进一步确认。

贵金属

沪金涨 2.44%，报 817.98 元/克，沪银跌 0.11%，报 8184.00 元/千克；COMEX 金涨 0.74%，报 3450.80 美元/盎司，COMEX 银涨 0.60%，报 33.03 美元/盎司；美国 10 年期国债收益率报 4.42%，美元指数报 98.28；

市场展望：

黄金价格再度刷新历史新高水平，其涨幅集中体现了美元信用的大幅弱化，美国总统特朗普昨日再度抨击现任联储主席鲍威尔，特朗普表明许多人正在期盼“先发制人”的降息，并认为美国的通货膨胀情况已经有所弱化，特朗普称鲍威尔为“太迟先生”，其言论令市场质疑美联储本身所具备的独立性。而芝加哥联储主席古尔斯比则明确表示针对联储的政治干预将导致更高的通胀水平、弱化的经济增长以及更高的失业率。在鲍威尔以及联储官员对于降息表态谨慎的背景下，当前 CME 利率观测器仍显示，市场预期联储将分别在六月、七月、九月以及十二月议息会议中分别进行 25 个基点的降息操作。

联储货币政策之外，多类别美元资产的弱化是黄金价格走强的重要推动因素，美国股市在出现关税暂停导致的短暂反弹后进一步下跌，周一收盘，道琼斯指数跌幅为 2.48%，标普 500 指数跌幅为 2.36%，纳斯达克指数跌幅为 2.55%。但与此同时，“股债跷跷板”的效应却未体现在美国债市中，十年期美债收益率由 4 月 18 日收盘的 4.33% 上升至当前的 4.41%。这体现出市场对于美元资产的全面抛售倾向。4 月 1 日至今，美元指数下跌 5.64% 至 98.28。黄金是美元信用的对标物，美联储独立性受挫、关税威胁持续、美国权益市场的大幅弱化均对于美元信用形成冲击，驱动黄金价格的上涨。当前黄金策略上建议持有在手多单，新建多单的风险较大，沪金主力合约参考运行区间 766-840 元/克，白银本身所具备的避险属性弱于黄金，策略上建议暂时观望，沪银主力合约参考运行区间 7804-8545 元/千克。

有色金属类

铜

外盘休市，贵金属价格走强，国内库存去化超预期，铜价上涨，昨日沪铜主力合约收涨 1.51% 至 77290 元/吨（截至下午 3 点）。产业层面，周末社会库存环比减逾 3 万吨，昨日上海地区现货升水期货 175 元/吨，货源趋紧基差抬升，市场成交较好。广东地区现货升水期货上调至 185 元/吨，库存下降持货商挺价出货，交投尚可。废铜方面，昨日精废价差扩大至 1270 元/吨，废铜替代优势有所提高。价格层面，特朗普称将与中国达成贸易协议，加之国内政治局会议临近，情绪面或偏暖。产业上看铜原料供应紧张格局维持，中国库存延续下降对价格支撑仍强，而价格压力来自价格抬升后去库速度减慢，短期价格上涨持续性存疑。同时关注美国对铜征收关税对市场情绪的影响。今日沪铜主力运行区间参考：76000-78000 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9150-9450 美元/吨。

铝

昨日外盘因假期休市，贵金属价格上涨带动有色金属偏强运行，沪铝主连收盘涨 0.89% 至 19870 元/吨（截至下午 3 点）。根据钢联数据统计，4 月 21 日国内铝锭社会库存 67.6 万吨，环比减少 1.2 万吨，铝棒库存 20.7 万吨，环比减少 1.5 万吨，华东现货升水 60 元/吨，环比上调 10 元/吨。截至 4 月 20 日的铝锭出库量有所下滑，仍维持偏高水平。总的来看，中美加征关税边际影响已有限，若有关于双方谈判的消息刺激，情绪面有望改善。国内电解铝产能增长幅度较小，电解铝价格跟随需求和需求预期波动为主，当前旺季背景下需求表现较强，虽然内盘相对外盘走强不利于出口，但预计国内铝锭库存延续季节性下降，从而为铝价提供强支撑，月间价差有进一步走扩的机会。今日国内主力合约运行区间参考：19600-20000 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2360-2420 美元/吨。

锌

周一沪锌指数收涨 1.48% 至 22382 元/吨，单边交易总持仓 22.96 万手。SMM0# 锌锭均价 22540 元/吨，上海基差 150 元/吨，天津基差 280 元/吨，广东基差 415 元/吨，沪粤价差 -265 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 0.69 万吨，内盘上海地区基差 150 元/吨，连续合约-连一合约价差 220 元/吨。周一 LME 市场休市。根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至 9.30 万吨。总体来看：锌元素过剩下中期看空剧本维持不变，利润快速回暖刺激锌冶开工维持高位，进口窗口临近或有进口锌锭流入，锌锭供应预期宽松。清明节后锌价跌幅较深，初端企业逢低补库较多，初端原料库存处历年高位，预计金三银四过后下游采购逐步转弱。当前宏观扰动边际退潮，沪锌波动率持续下行，预计短线锌价呈现低位震荡，中期来看伴随锌锭社会库存累库，锌价仍有下行风险。

铅

周一沪铅指数收涨 1.03% 至 17038 元/吨，单边交易总持仓 7.42 万手。SMM1# 铅锭均价 16850 元/吨，再生精铅均价 16775 元/吨，精废价差 75 元/吨，废电动车电池均价 10250 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 4.36 万吨，内盘原生基差 -75 元/吨，连续合约-连一合约价差 -5 元/吨。周一 LME 市场休市。据钢联数据，国内社会库存录减至 5.33 万吨。总体来看：原生供应维持高位，再生原料紧缺供应偏紧，进口

窗口临近或有进口铅锭流入，铅锭供应整体偏松。下游蓄企开工维持高位，需求整体维稳。当前宏观扰动边际退潮，沪铅波动率持续下行，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 1252000 元/吨，较前日上涨 0.75%。宏观方面，特朗普关税政策逐步进入落地阶段，最终结果以及对经济影响有待观察；从美联储表态来看，鲍威尔表示待形势更明确后再考虑降息行动，表明在美国经济“硬数据”暂未出现明显弱化时，其短期或更担忧通胀而非衰退风险。供给端，2025 年 3 月，全国精炼镍产量达到 3.67 万吨，创单月产量新高，4 月预计仍将有小幅提升。需求端，下游对高价镍接受度有限，本周随着镍价走强，现货成交明显转冷。成本端，本周镍矿价格维持强势，中间品成交系数仍在高位运行，短期成本支撑较为坚挺，但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松动。综合而言，宏观层面仍面临较大不确定性，基本面短期成本支撑较强，但有边际转弱预期，我们建议可适当逢高布局空单。本周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

沪锡主力合约报收 263140 元/吨，上涨 2.69%（截止昨日下午三点）。国内，上期所期货注册仓单减少 28 吨，现为 9183 吨。上海现货锡锭报价 259000-263000 元/吨，均价 261000 元/吨，较上一交易日涨 4000 元/吨。上游云南 40%锡精矿报收 247200 元/吨，较前日下跌 2600 元/吨。供给方面，3 月精炼锡产量 15080 吨，环比增加 10.4%，同比减少 3.1%，受原料紧张影响及加工费低位影响，预计 4 月产量 15385 吨，环比减少 8.3%，同比减少 7.0%。需求方面，受家电“以旧换新”政策以及光伏抢装机现象推动，国内中小焊料企业订单明显改善，3 月国内样本企业锡焊料总样本开工率回升至 75.81%，较 2 月显著改善。4 月政策红利或推动焊料企业开工率继续维持高位，但由于美国关税政策对于国内出口企业的不利影响，下游需求复苏的持续性存疑。综上，供应端的紧缺为锡价提供支撑，但需求端的不确定性限制锡价上涨弹性，预计短期锡价呈现高位震荡态势。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

五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 69,730 元，较上一工作日-0.32%，其中 MMLC 电池级碳酸锂报价 68,800-71,500 元，均价较上一工作日-300 元（-0.43%），工业级碳酸锂报价 68,400-69,700 元，均价较前日-0.14%。LC2507 合约收盘价 69,000 元，较前日收盘价-1.68%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 1,150 元。碳酸锂基本面缺少反弹动能，供给端出清缓慢，旺季末期消费预期边际转弱。锂精矿报价处于下行趋势，成本估值继续承压。资金面碳酸锂周一大幅增仓下跌，空头主导日内波动，买盘力量偏弱。短期盘面可能继续向下试探产业价格接受度，但需留意大型矿山或盐厂生产扰动引起的修复式反弹。今日广期所碳酸锂 2507 合约参考运行区间 68,000-69,600 元/吨。

氧化铝

2025 年 4 月 21 日，截止下午 3 时，氧化铝指数日内上涨 1%至 2828 元/吨，单边交易总持仓 40.4 万手，较前一交易日减少 0.6 万手。现货方面，山东下跌 10 元/吨，山西上涨 5 元/吨，其余地区价格保持不变。基差方面，山东现货价格报 2830 元/吨，升水 05 合约 24 元/吨。海外方面，MYSTEEL 澳洲 FOB 价格维持 348 美元/吨，出口盈亏报-411 元/吨。期货库存方面，周一期货仓单报 28.8 万吨，较前一交易日变动不大。矿端，几内亚 CIF 价格下跌 2 美元/吨至 86 美元/吨，澳大利亚铝土矿 CIF 价格维持 86 美元/吨。策略方面，供应过剩格局仍未改变，成本支撑持续下移，但近期减产检修企业增多，且盘面估值已经较低，短期建议观望为主。国内主力合约 A02505 参考运行区间：2650-2950 元/吨。

不锈钢

周一下午 15:00 不锈钢主力合约收 12790 元/吨，当日+0.08%(+10)，单边持仓 27.91 万手，较上一交易日+1208 手。现货方面，佛山市场德龙 304 冷轧卷板报 13000 元/吨，较前日-50，无锡市场宏旺 304 冷轧卷板报 13150 元/吨，较前日持平；佛山基差 210(-60)，无锡基差 360(-10)；佛山宏旺 201 报 9000 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 990 元/镍，较前日持平。保定 304 废钢工业料回收价报 9400 元/吨，较前日持平。高碳铬铁北方主产区报价 8400 元/50 基吨，较前日持平。期货库存录得 176485 吨，较前日-3365。据钢联数据，社会库存录得 108.67 万吨，环比增加 0.21%，其中 300 系库存 72.29 万吨，环比减少 1.03%。低价冷轧资源抑制了现货主流产品销售节奏，出货速度明显放缓。市场情绪谨慎，下游以刚需采购为主，成本倒挂状态一定程度上限制了价格下行空间。后续关注原料价格走势以及宏观经济环境变化等因素，预计短期内不锈钢市场价格将继续维持低位震荡态势。

黑色建材类

钢材

螺纹钢主力合约下午收盘价为 3113 元/吨，较上一交易日涨 37 元/吨（1.202%）。当日注册仓单 195718 吨，环比减少 1845 吨。主力合约持仓量为 195.354 万手，环比增加 26798 手。现货市场方面，螺纹钢天津汇总价格为 3190 元/吨，环比增加 30/吨；上海汇总价格为 3180 元/吨，环比增加 40 元/吨。热轧板卷主力合约收盘价为 3209 元/吨，较上一交易日涨 28 元/吨（0.880%）。当日注册仓单 378122 吨，环比增加 12937 吨。主力合约持仓量为 138.7267 万手，环比增加 8224 手。现货方面，热轧板卷乐从汇总价格为 3240 元/吨，环比增加 20 元/吨；上海汇总价格为 3240 元/吨，环比增加 30 元/吨。

昨日商品情绪较好，成材盘面价格呈现震荡偏弱走势。基本面方面，上周螺纹产量微降，表需大幅增加，库存持续去化，本周需求端表现略超市场预期，可能与提前补库有一定关联；热卷方面供需双增，库存加速去化，累库情况稍有缓解。本周五大材的表需超预期走强，库存加速去化，整体表现较好，但盘面价格依旧延续弱势。可能与钢材长期需求结构边际走弱有较强关联。因此，现实数据表现较好，盘面预期较差，回归此前说的“强现实，弱预期”走势。未来还需关注关税情况、政治局会议政策、终端需求是否超预期，成本是否有支撑、以及警惕负反馈风险。

铁矿石

昨日铁矿石主力合约（I2509）收至 715.50 元/吨，涨跌幅+2.36%（+16.50），持仓变化+15768 手，变化至 61.02 万手。铁矿石加权持仓量 99.79 万手。现货青岛港 PB 粉 769 元/湿吨，折盘面基差 101.42 元/吨，基差率 12.41%。

昨日商品情绪有所修复，铁矿石价格小幅向上。供给方面，最新一期海外矿山发运延续稳态，非主流矿山推高澳洲发运量，巴西发运量回落。近端到港量基本符合前期发运节奏。需求方面，日均铁水产量环比上周微降，维持在 240 万吨左右，部分高炉临时性短暂检修，铁矿石需求后期预计边际转弱。终端需求数据本周有所好转，现实端仍有支撑，等待后续变化。库存端，港口库存延续降势，日耗水平维持同期高位，钢厂进口矿库存在低位水平继续去化。基本面看，短期钢厂利润尚能支持铁水维持高位波动，继续关注终端需求对铁水的承接能力，即高铁水与终端需求的矛盾是否累积。往后看，四月下旬国内重要会议召开，基本面关注铁水见顶，需求拐头叙事。短期继续等待震荡盘整，后期关注宏观兑现和基本面转弱后的价格向下压力。

玻璃纯碱

玻璃：现货报价 1180，现货价格环比前日持平，产销仍偏弱，上游库存去化放缓。截止到 20250417，全国浮法玻璃样本企业总库存 6507.8 万重箱，环比-12.5 万重箱，环比-0.19%，同比+9.94%。折库存天数 29.2 天，较上期持平。净持仓方面，昨日空头减仓、多头小幅增仓，盘面价格估值偏低，缺乏上涨驱动，关注四月下旬国内重要会议召开。

纯碱：现货价格 1300，个别企业价格小幅度调整为主。整体供应回升至高位。截止到 2025 年 4 月 21 日，国内纯碱厂家总库存 169.29 万吨，较上周四降 1.84 万吨，跌幅 1.08%。其中，轻质纯碱 84.77 万吨，环比增加 0.08 万吨，重质纯碱 84.52 万吨，环比下跌 1.92 万吨。光伏玻璃产能投放延续，对纯碱需求有一定支撑。纯碱中期供应宽松、库存压力仍大，去化难度较大。因纯碱进口总量有限，关税对进口纯碱影响较小。昨日净持仓空头减仓，空头持仓相对集中，预计偏弱运行。

锰硅硅铁

4 月 21 日，受周末中美关税可能存在缓和预期影响，商品价格向上有所修复，锰硅主力（SM509 合约）维持底部震荡，小幅走高，日内收涨 0.41%，收盘报 5920 元/吨。现货端，天津 6517 锰硅现货市场报价 5670 元/吨，环比上日上调 30 元/吨，折盘面 5860/吨，贴水盘面 60 元/吨。硅铁主力（SF506 合约）向上小幅反弹，日内收涨 0.77%，收盘报 5726 元/吨。现货端，天津 72#硅铁现货市场报价 5900 元/吨，

环比上日上调 50 元/吨，升水盘面 174 元/吨。

盘面角度，锰硅盘面价格仍维持在低点支撑附近进行弱势横移，后期来看，我们仍需要注意价格进一步走低甚至逼近下方 5600 元/吨的可能，价格的企稳或至少看到价格向右有效摆脱下跌趋势线。短期单边仍缺乏交易性价比，可短线趋势跟随操作，但并不建议着急左侧进行抄底操作，以观望为主。

硅铁方面，当下价格仍处于今年 2 月份以来的下跌趋势之中，近两日价格有所反弹，但在价格向右摆脱下跌趋势线前，我们认为难言企稳。短期建议以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，我们看到的依旧是相对偏强的供给（针对供求结构）以及下游终端疲弱的需求。虽然各产区，包括成本最具优势的内蒙地区，均进入亏损，且亏损已延续一段时间，但我们并未看到大规模的停产检修情况（存在陆续的减产情况），周产规模下滑幅度及斜率仍不及预期，企业或仍在保住市场份额、现金流还是控制亏损中犹豫不决。同时，锰硅下游需求开始出现弱化（或弱化预期）：1）建材需求虽本周出现超预期上升，但在当下旺季尾声背景下，钢厂面对未来的淡季，再度选择主动降低建材生产（本周螺纹产量明显下滑）；2）本周铁水产量环比基本持稳，并未继续走高，弱于市场上周预期，且基于总体今年需求走弱的判断，我们认为当下铁水已然处在高位附近，后续走弱的概率大。即当下锰硅在供给收缩不足的同时，正面临需求端边际走弱的风险，供求结构并不利于价格抬升。

此外，我们看到锰矿端价格近期持续走弱，且在后续澳洲发运回升背景下仍有进一步回落空间，按照测算，我们预计成本端或仍有 150 元/吨-200 元/吨的可压缩空间。按内蒙地区测算成本来看，价格下方空间理论上可以被压缩至 5600 元/吨附近（并非一定能达到），这与我们从图表上看到的空间相一致，短期仍需要注意价格的进一步下跌风险。最后，我们仍强调，对于锰硅行业，仍然需要看到更大幅度、时间更加持续的供给收缩（非短期有限的降幅）来给予价格支撑，即我们反复提及的，过剩产能仍需市场手段出清。

硅铁方面，我们看到本周硅铁产量延续下行，企业努力通过减低供应来稳住价格，这对价格企稳而言，是一个相对好的信号。在需求端，我们看到本周铁水产量环比停止上升，弱于市场上周预期，或阶段性见顶。对此，基于今年钢材需求延续回落的判断，我们认为铁水后续逐步走弱的概率较大，即硅铁需求在后续或将面临边际弱化风险。同时，对于后续将要召开的重要会议，我们认为政策端将延续“两会”的基调，黑色板块相关刺激政策的预期大概率也依旧会落空。因此，价格在减产之下或能够阶段性接近企稳的节点，但价格向上的周期尚未来到，或为时尚早。

此外，就是我们反复提及的，即对于硅铁，我们认为其主要的行情驱动来自供给的矛盾及电力方面的叙事。在煤炭供应充足的背景下，电力端的矛盾暂时难以看到。但今年作为“十四五”的收官之年，关于“降碳”的话题我们认为值得留意，仍需要警惕相关政策的突然出台或加严对于价格的带动作用。这或许才是真正能够带动价格明显向上的驱动力量（在未来，并非现阶段），届时或能看到价格的底部反转，但当下我们并未看到具体的政策，同样需要继续等待观察。

工业硅

4 月 21 日，周末美总统暗示不想继续提高对华关税，并声称一个月内会与中国达成协议，关税问题存在缓和预期，商品向上修复。工业硅期货主力（SI2505 合约）盘中一度反弹逾 2.4%，随后有所回落，最终日内收涨 1.61%，收盘报 8860 元/吨。现货端，华东不通氧 553#市场报价 9600 元/吨，环比上日继续

下调 100 元/吨，升水期货主力合约 740 元/吨；421#市场报价 10550 元/吨，环比上日继续下调 100 元/吨，折合盘面价格 9750 元/吨，升水期货主力合约 890 元/吨。

盘面方面，今日小时线级别向右临界加速下跌趋势线，尚未摆脱，我们仍认为至少在价格摆脱右侧今年 4 月份以及 2024 年 12 月份以来的两条下跌趋势线前难以断定价格企稳，短期仍是建议观望为主或日内趋势短线跟随。

基本面方面，当前仍维持我们前期观点，即工业硅持续面临供给过剩且有效需求不足的问题。一方面，在下游行业（多晶硅、有机硅）同样面临供给过剩的背景下，下游企业纷纷采取自律性生产的方式试图企稳价格，从而带来对于上游工业硅需求的显著压力，该情况仍在持续当中。另一方面，当下工业硅仍处于产能持续扩张的周期中，我们看到 3 月份工业硅仍有 18 万吨的新增产能（百川盈孚口径数据）点火投产，虽有阶段性减产情况出现，但在工业硅企业面临现金流的压力下收缩幅度相对有限，市场迟迟看不到供应持续、明显压缩的情况，当下的减产幅度并不足以改变当下过剩的局面（行业相对分散，出清需要更长的周期）。高频数据上，本周工业硅产量环比继续基本持稳，且丰水期临近，四川地区产量出现小幅抬升。而下游需求端，多晶硅、有机硅产量环比均延续回落且价格均进一步走低，需求仍表现低迷。

我们仍然认为，解决供给问题，即压减产量能够帮助价格逐步企稳，但并不足以改变趋势，价格的再度上升需要看到需求的明显回暖（不包括限产等突发性干扰因素情况下），何况当下供给的压减始终以“挤牙膏”方式进行，并不足以给予价格企稳抬升的信心。叠加整体宏观经济环境受到关税问题的持续扰动，表现疲弱，仍需要警惕价格阶段性继续向下的风险。

能源化工类

橡胶

胶价的下跌释放了多数风险，酝酿修复。

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可能有助于橡胶减产。市场对 4 月中旬收储或有预期。

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。

行业如何？

截至 2025 年 4 月 17 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 65.41%，较上周走低 0.72 个百分点，较去年同期走高 3.35 个百分点。全钢胎厂商库存偏高。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.07%，较上周走低 0.08 个百分点，较去年同期走高 2.34 个百分点。

截至 2025 年 4 月 13 日，中国天然橡胶社会库存 138.29 万吨，环比增加 0.78 万吨，增幅 0.57%。中国深色胶社会总库存为 84.04 万吨，环比增 1.94%。中国浅色胶社会总库存为 54.25 万吨，环比降 1.49%。截至 2025 年 4 月 13 日，青岛保税区天然橡胶库存 48.04（-0.13）万吨。

现货

泰标混合胶 14550（+150）元。STR20 报 1745（+25）美元。STR20 混合 1765（+25）美元。

江浙丁二烯 8650（+300）元。华北顺丁 11100（+100）元。

操作建议：

目前宏观风险多数释放。但恢复需要时间。预期震荡。

建议目前短线操作，快进快出。RU 卖出看跌期权也可适当考虑。

关注多 RU2601 空 RU2509 的波段操作机会。

原油

行情方面：WTI 主力原油期货收跌 1.07 美元，跌幅 1.66%，报 63.38 美元；布伦特主力原油期货收跌 1.38 美元，跌幅 2.03%，报 66.47 美元；INE 主力原油期货收涨 0.90 元，涨幅 0.18%，报 495 元。

数据方面：中国原油周度数据出炉，原油到港库存去库 0.31 百万桶至 197.51 百万桶，环比去库 0.16%；汽油商业库存去库 2.25 百万桶至 92.09 百万桶，环比去库 2.38%；柴油商业库存去库 3.21 百万桶至 109.04 百万桶，环比去库 2.86%；总成品油商业库存去库 5.46 百万桶至 201.13 百万桶，环比去库 2.64%。

我们认为当前油价已经阶段触底，建议投资者逢低止盈，等待拐点。

甲醇

4 月 21 日 09 合约涨 9 元/吨，报 2275 元/吨，现货涨 2 元/吨，基差+135。近端库存低位，国内与海外开工回归，供应后续预计持续走高，内地供需较好带动价格走强以及库存去化，煤制利润再度走高。需求端港口 MT0 装置停车，开工高位回落，传统需求开工涨跌互相，整体刚需维持但后续传统需求淡季到来。整体来看 09 合约面临供应回归以及需求走弱的风险，且下游需求对应淡季，因此预计后续甲醇价格仍有进一步回落的压力，单边建议逢高空配为主。月间价差 9-1 倾向于反套，09 合约 PP-3MA 价差逢低关注做多机会。

尿素

4 月 21 日 09 合约跌 13 元/吨，报 1760 元/吨，现货持平，基差+80。供应端预计将持续维持高位，需求端后续复合肥开工阶段性回落仍将回归到高位水平，短期需求空档期，但后续旺季农业需求有保障，企业库存后续有望进一步去化，后续国内预计维持供需双旺格局，因此总体来看尿素下方空间相对有限，适合逢低多配，但不适合追高，月间价差以逢低正套为主，随着主力逐步移仓到 09 合约，因此逐步关

注 9-1 月间正套。另外，整体商品情绪偏弱，需要注意宏观层面带来的利空影响。

苯乙烯

4 月 21 日 06 合约收盘价 7315 (+49) 元/吨，江苏现货 7525 (0) 元/吨，基差+210 (-49) 元/吨。成本端山东纯苯 6360 (+85) 元/吨，华东纯苯 6240 (+15) 元/吨。纯苯自身基本面小幅去库但下游受关税影响整体承压，BZN 裂差二次探底走弱。苯乙烯下周进入到检修季的尾声，前期检修装置陆续在 5 月底到 6 月初之间重启，预估下周持续小幅去库。下游需求在“对等关税”的影响下表现疲软。短期因成本端原油受地缘及政治局会议影响存在不确定性，中长期来讲，关注下周检修结束后期逢高抛空的机会。本周迎来五一长假前的最后 8 个交易日，考虑长假存在的不确定性，建议节前观望为主。

PVC

PVC09 合约上涨 13 元，报 5045 元，常州 SG-5 现货价 4810 (-10) 元/吨，基差-235 (-23) 元/吨。成本端电石乌海报价 2450 (0) 元/吨，兰炭中料价格 675 (0) 元/吨，乙烯 790 (0) 美元/吨，成本端持稳，烧碱现货 830 (+10) 元/吨；本周 PVC 整体开工率 77.4%，周环比上升 0.7%，其中电石法 79.4%，环比上升 0.1%，乙烯法 72.1%，环比上升 2.1%。厂内库存 41.1 万吨 (-4)，社会库存 72.5 万吨 (-2.8)。基本面上一体化企业利润压力较大，电石制装置检修计划较多，下游方面负荷下滑，国内表需较去年同期下滑，出口方面关税压力或将导致表现趋弱，出口季节性走弱趋势。成本端电石及乙烯偏弱，且烧碱走强令成本支撑进一步下降。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抑制，出口印度下半年有下滑预期。整体而言，短期虽然库存加速去化，但供需双弱的趋势下，需要依赖检修的力度才能支撑进一步的去库，成本支撑较弱，短期预计偏弱震荡，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

EG09 合约上涨 28 元，报 4220 元，华东现货上涨 53 元，报 4225 元，基差 56 元 (-1)，5-9 价差-15 元 (+49)。供给端，乙二醇负荷 65.3%，环比下降 1.7%，其中合成气制 49.9%，乙烯制 74.1%，合成气制装置方面，陕西沃能负荷提升，内蒙古建元、兖矿重启，中昆降负荷；油化方面，中石化武汉、天津石化、茂名石化检修，中科炼化、镇海炼化、三江石化降负荷。海外方面，美国乐天、GCGV、南亚检修，韩华道达尔检修，沙特拉比格炼化、JUPC1 检修。下游负荷 93.8%，环比上升 0.5%，装置方面，万凯 55 万吨瓶片、经纬 25 万吨短纤重启，萧山 50 万吨长丝检修。终端加弹负荷下降 5%至 73%，织机负荷下降 2%至 61%。进口到港预报 16.1 万吨，华东出港 4 月 18-20 日均 1.29 万吨，出库下降。港口库存 77.5 万吨，累库 0.4 万吨。估值和成本上，石脑油制利润为-634 元，国内乙烯制利润-739 元，煤制利润 854 元。成本端乙烯下跌至 790 美元，榆林坑口烟煤末价格下跌至 490 元。产业基本面 4 月进入去库阶段，海内外装置逐渐检修，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，产业链存在负反馈风险，而供给端进口美国数量预期 5 月后才受到影响，而乙烷制装置或存替代方案，整体需求影响大于供给。供给开工显著下滑的背景下，进口仍然超预期偏高，港口出库偏低，库存没有出现预期的去化幅度，前期的库存去化预期存在证伪风

险，而关税的影响暂时以利空为主，预期短期震荡偏弱。

PTA

PTA09 合约上涨 20 元，报 4350 元，华东现货上涨 30 元，报 4340 元，基差 17 元（-8），5-9 价差-24 元（-6）。PTA 负荷 75.4%，环比下降 1%，装置方面，逸盛大连、福建百宏重启，四川能投检修。下游负荷 93.8%，环比上升 0.5%，装置方面，万凯 55 万吨瓶片、经纬 25 万吨短纤重启，萧山 50 万吨长丝检修。终端加弹负荷下降 5%至 73%，织机负荷下降 2%至 61%。库存方面，4 月 11 日社会库存（除信用仓单）297.7 万吨，环比去库 7.3 万吨。估值和成本方面，PTA 现货加工费上涨 25 元，至 303 元，盘面加工费上涨 10 元，至 342 元。后续来看，供给端仍处于检修季，但聚酯化纤存在减产压力，终端纺服目前订单及库存数据偏差，且受关税压制，行业持续存在负反馈的压力，PTA 即使在大幅去库的格局下，预期仍将受下游影响而导致加工费承压，绝对价格方面，PXN 承压，因此整体上估值改善空间有限，主要跟随原油。短期原油和关税存在反复风险，建议观望。

对二甲苯

PX09 合约上涨 16 元，报 6110 元，PX CFR 上涨 1 美元，报 741 美元，按人民币中间价折算基差 44 元（-9），5-9 价差-40 元（-18）。PX 负荷上看，中国负荷 73.4%，亚洲负荷 69.1%，装置方面，镇海炼化、青岛丽东负荷下降，彭州石化负荷恢复，海外沙特 Rabigh 检修。PTA 负荷 75.4%，环比下降 1%，装置方面，逸盛大连、福建百宏重启，四川能投检修。进口方面，4 月中上旬韩国 PX 出口中国 24.7 万吨，环比上升 8.4 万吨。库存方面，2 月底库存 468 万吨，去库 9 万吨。估值成本方面，PXN 为 169 美元（-3），石脑油裂差 70 美元（+1）。后续来看 PX 仍处于检修季，预期在未来一个月国内持续去库，但由于聚酯存在减产压力，终端纺服订单持续偏弱，成品库存较高，受关税预期压制，产业链持续存在负反馈压力，且 PTA 检修同样较多，PX 去库相对有限，今年汽油表现较为一般，估值将持续维持低位，目前主要跟随成本原油。短期原油和关税存在反复风险，建议观望。

聚乙烯 PE

特朗普宣布“对等关税”后，事件又出现回转，中国部分商品免征 125%关税，全球资产巨幅震荡，聚乙烯现货价格无变动，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；“金三银四”小旺季进入尾声，需求端农膜订单边际递减，整体开工率阶段性见顶。短期成本端主导下跌行情，中长期预计 4 月伴随大量新增产能落地，聚乙烯价格或将持续下行。

基本面的主力合约收盘价 7183 元/吨，上涨 40 元/吨，现货 7500 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 317 元/吨，走弱 40 元/吨。上游开工 85.37%，环比上涨 1.74 %。周度库存方面，生产企业库存 49.7 万吨，环比累库 1.64 万吨，贸易商库存 5.39 万吨，环比累库 0.24 万吨。下游平均开工率 41%，环比下降 0.07 %。LL5-9 价差 178 元/吨，环比扩大 10 元/吨。

聚丙烯 PP

特朗普宣布“对等关税”后，事件又出现回转，中国部分商品免征 125%关税，全球资产巨幅震荡，中国自美国进口 LPG 占比接近 50%，因此对 PP 价格形成一定支撑，成本端支撑尚存。现货价格虽然无变动，但是跌幅较 PE 甚小；4 月供应端新增产能较多，供应端或将承压。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。“金三银四”小旺季尾声，预计 4 月聚丙烯价格维持震荡偏空。

基本面的主力合约收盘价 7112 元/吨，下跌 12 元/吨，现货 7315 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 203 元/吨，走强 12 元/吨。上游开工 77.4%，环比下降 0.51%。周度库存方面，生产企业库存 61.91 万吨，环比去库 1.8 万吨，贸易商库存 14.38 万吨，环比去库 0.64 万吨，港口库存 7.60 万吨，环比去库 0.02 万吨。下游平均开工率 50.2%，环比下降 0.15%。LL-PP 价差 71 元/吨，环比扩大 52 元/吨，建议跟踪 LL-PP 价差筑底。

农产品类

生猪

昨日国内猪价跌多涨少，河南均价落 0.04 元至 14.86 元/公斤，四川均价落 0.15 元至 14.7 元/公斤，供需博弈，市场稳价居多，东北养殖端出栏情况尚好，挺价积极，今日东北猪价或有偏强表现，其他地区稳定居多。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

全国鸡蛋价格多数稳定，主产区均价 3.53 元/斤，黑山 3.2 元/斤不变，馆陶落 0.02 元至 3.27 元/斤，供应稳定，下游按需采购为主，市场整体消化尚可，今日蛋价或多数稳定，少数上涨。偏高持仓造成盘面结构不稳定，饲料涨价后下游备货预期改变，各环节库存明显下降，期现货联袂反弹，短期情绪转好；但当前这个季节利好支撑少且偏短，现货中期涨价的持续性或不足，后市偏空的矛盾仍有重新积累可能，待持仓风险继续下降后，关注上方压力，等待后期做空信号出现。

豆粕

【重要资讯】

周一国内豆粕现货上涨，南弱北强局面延续，MYSTEEL 统计上周港口大豆累库约 70 万吨至 470.5 万吨，油厂豆粕库存去库 16.5 万吨至 12.55 万吨，现货豆粕库存紧张，局部地区传到港延迟及检修等，开机

率提升较慢，不过市场预期未来三个月豆粕及大豆有累库趋势，下游谨慎提货。周一开机率 35.42%，豆粕成交 26.82 万吨，提货较弱，本周预计恢复至 39.02%，压榨 138.83 万吨。

美豆近期降雨偏多，可能推迟播种，但最终影响种植面积还是要看是否大规模连续降雨，短期影响不大，截至 4 月 20 日美豆种植进度 8%，去年同期 7%，上周 2%。由于对美大豆的高额关税导致我国大豆进口仅依赖巴西，巴西大豆升贴水后期有走强动力，近期下跌空间也不会太大，而美豆目前低于其种植成本较多，适逢其种植季节种植面积及天气都有交易空间，在宏观环境没有明显走弱的前提下，我国大豆到港成本具有稳中偏涨的趋势。但若贸易战引发宏观进一步走弱，美豆种植成本、巴西升贴水以及国内需求的下降都会抑制豆系价格，因此这也成为豆系上涨的压力。

【交易策略】

05 豆粕合约成本区间 2750-2850 元/吨，09 等远月豆粕目前成本区间为 2850-3000 元/吨。短期美豆因贸易战承压，但估值偏低叠加种植面积下降、美豆油需求大幅增加预期有较强支撑。巴西大豆卖压及宏观走弱压制近期巴西升贴水，但高额关税及中期卖压缓解亦有所支撑，大豆到港成本趋于稳定，中期有看涨趋势。国内豆粕因有累库趋势及宏观风险暂未解除等承压，但中期受到港成本稳中偏涨预期影响，预计区间震荡回落买思路为主。

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%。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%。
- 2、据外媒报道，鉴于美国关税挑战，马来西亚必须多元化其棕榈油市场，以减少对任何单一出口目的地的依赖。马来西亚棕榈油局（MPOB）主席 Mohamad Helmy Othman Basha 表示，美国对马来西亚棕榈油出口征收的 24%关税给该行业带来了重大挑战，可能影响该国的出口量以及众多利益相关者的生活。

原油中枢下行抑制植物油中枢。马棕受美国关税、产量增加影响走势低迷，但受到库存仍偏低、4 月高频出口转好的支撑。国内现货基差震荡。广州 24 度棕榈油基差 05+380（-20）元/吨，江苏一级豆油基差 05+380（0）元/吨，华东菜油基差 05+50（0）元/吨。

【交易策略】

原油中枢下行将明显抑制油脂估值，若棕榈油产量恢复明显，两者叠加油脂将偏空。数据显示马来西亚棕榈油产量同环比均恢复，但受到 4 月马棕高频出口转好及库存仍偏低的支撑，不过在油脂总体供应季节性增加的背景下，油脂未来可能仍有回落压力，关注后续产地供需情况。中期由于美国相关利益团体一致要求提高 RVO，提振市场信心，若宏观企稳，油脂或受此支撑。

白糖

周一郑州白糖期货价格延续反弹，郑糖 9 月合约收盘价报 6005 元/吨，较前一交易日上涨 53 元/吨，或 0.89%。现货方面，广西制糖集团主流报价区间为 6170-6240 元/吨，上调 20-30 元/吨；云南制糖集团报价区间为 5990-6040 元/吨，上调 20-50 元/吨；加工糖厂主流报价区间 6420-6900 元/吨，上调 20 元

/吨。广西现货-郑糖主力合约（sr2509）基差 165 元/吨。

消息方面，据海关总署数据显示，2025 年 3 月份我国进口糖浆和预混粉合计 13.28 万吨，同比减少 2.46 万吨；2024/25 榨季截至 3 月底我国进口糖浆、预混粉合计 88.11 万吨，同比增加 14.02 万吨。2025 年 1-3 月份我国进口糖浆、预混粉合计 24.2 万吨，同比减少 8.37 万吨。

受宏观市场走弱，短线原糖价格下跌，国内供需紧平衡，郑糖价格相对抗跌，内外价差收窄。从基本面来看，北半球产量不及预期，叠加巴西库存和发运量仍处于低位，短期供应依然偏紧。国内方面，在进口大幅减少后，国内产销情况良好，因此短线糖价可能有反复。中长期要看天气情况，因为主要产糖国种植面积都处于增长态势，若 2025 年天气好转，则 2025/26 榨季将会有较大幅度的增产，糖价有从高位下跌的风险。

棉花

周一郑州棉花期货价格延续窄幅震荡，郑棉 9 月合约收盘价报 12910 元/吨，较前一交易日上涨 25 元/吨，或 0.19%。现货方面，中国棉花价格指数(CCIIndex)3128B 新疆机采提货价 13790 元/吨，较上个交易日持平，3128B 新疆机采提货价-郑棉主力合约（CF2509）基差 880 元/吨。期货价格偏弱运行，纺企仍担忧市场波动的风险，观望氛围较浓，原料采购偏谨慎。

消息方面，据 Mysteel 数据显示，截至 4 月 18 日当周纺纱厂开机率为 74.8%，环比上周下降 0.7 个百分点，同比去年下降 6.4 个百分点；织布厂开机率为 42.5%，环比上周下降 0.8 个百分点，同比去年下降 17.3 个百分点；全国棉花周度商业库存 420 万吨，同比增加 16 万吨（上周同比增加 19 万吨）。

在美国暂缓关税征收后，美棉价格明显反弹，但我国对美出口仍受阻，使得短线内外棉价走势割裂。从基本面而言，在进口大幅减少后，目前国内供需紧平衡，后续观察消费，如果下游边际受加税影响明显走弱，则棉价后续会走弱现实的下跌行情。但如果下游边际没有变弱反而好转，则存在预期差，存在反弹的机会。

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	