



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

文字早评

2025/04/25 星期五

宏观金融类

股指

前一交易日沪指+0.03%，创指-0.68%，科创 50-0.92%，北证 50-3.44%，上证 50+0.25%，沪深 300-0.07%，中证 500-0.52%，中证 1000-1.07%，中证 2000-1.03%，万得微盘-0.66%。两市合计成交 11090 亿，较上一日-1207 亿。

宏观消息面：

- 1、中国外交部否认中美就关税问题进行磋商谈判。
- 2、央行 25 日将开展 6000 亿元 MLF 操作，实现净投放 5000 亿。
- 3、美联储当红理事沃勒：就业市场若严重下滑，可能令美联储更多、更快降息。

资金面：融资额+20.26 亿；隔夜 Shibor 利率-1.60bp 至 1.6100%，流动性较为宽松；3 年期企业债 AA- 级别利率+0.81bp 至 3.1098%，十年期国债利率+0.35bp 至 1.6653%，信用利差+0.46bp 至 144bp；美国 10 年期利率-1.00bp 至 4.41%，中美利差+1.35bp 至-274bp。

市盈率：沪深 300:12.29，中证 500:27.83，中证 1000:37.18，上证 50:10.77。

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 300:3.52%，中证 500:1.87%，中证 1000:1.53%，上证 50:4.22%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.35%/-1.26%/-2.73%/-3.36%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.74%/-2.28%/-4.55%/-6.22%；IM 当月/下月/当季/隔季：-0.92%/-2.59%/-5.35%/-7.54%；IH 当月/下月/当季/隔季：-0.16%/-0.74%/-1.99%/-2.08%。

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：周四，TL 主力合约下跌 0.08%，收于 119.26；T 主力合约下跌 0.09%，收于 108.68；TF 主力合约下跌 0.11%，收于 105.92；TS 主力合约下跌 0.05%，收于 102.32。

消息方面：1、中国人民银行发布 2025 年 4 月中期借贷便利招标公告称，为保持银行体系流动性充裕，2025 年 4 月 25 日（周五），将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 6000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。2、2025 年超长期特别国债和中央金融机构注资特别国债首发结果出炉。财政部 20 年、30 年期超长期特别国债中标利率分别为 1.98%、1.88%，全场倍数分别为 3.11、3.66，边际倍数分别为 8.42、



3.43。财政部5年期中央金融机构注资特别国债加权中标利率1.45%，边际中标利率1.51%，全场倍数2.67，边际倍数1.97。

流动性：央行周四进行2180亿元7天期逆回购操作，操作利率为1.5%，与此前持平。因当日有2455亿元逆回购到期，实现净回笼275亿元。

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1.02%，报796.46元/克，沪银涨0.33%，报8320.00元/千克；COMEX金涨0.78%，报3374.80美元/盎司，COMEX银涨0.42%，报33.97美元/盎司；美国10年期国债收益率报4.4%，美元指数报99.29；

市场展望：

美国总统特朗普昨夜再度对于美联储货币政策进行批评，特朗普认为美联储应当进行降息操作，联储目前的行动过于迟缓。

同时，对比前期谨慎偏鹰派的货币政策表态，美联储理事沃勒昨夜表态偏鸽派，并谈到了利率下降的可能性。沃勒认为若关税的措施持续，失业率可能出现再度增加的情况，而随着失业率的上升，降息将逐步开启。克利夫兰联储主席哈马克则对于货币政策可能的调整节点有着更为明确的表态。哈马克表示需要密切关注美国股市、债市和美元的下跌。若经济数据显示有必要采取行动，不排除在六月份进行货币政策调整的可能性。哈马克同时提到，特朗普对于联储主席鲍威尔的表态会对经济数据形成影响。

随着特朗普政府逐渐减轻对于联储独立性的威胁，美联储进行进一步宽松的可能性提升。其对于贵金属价格，尤其是白银价格将形成潜在的利多因素，六月份联储议息会议前后将会是其可能的上涨节点。但当前从盘面走势来看，内外盘黄金价格出现明显回调，COMEX黄金持仓量在24日再度下降6681手至45.7万手，预计国际金价短期仍将呈现震荡偏弱走势。白银价格在海外风险驱动缓和，金银比价下跌的背景下表现偏强势，但其仍需一定的横盘周期和联储宽松政策的驱动。金银策略上当前建议暂时观望，等待联储货币政策表态的进一步边际变化，沪金主力合约参考运行区间747-828元/克，沪银主力合约参考运行区间8029-8545元/千克。



有色金属类

铜

黄金价格暂稳，隔夜美股上涨，铜价震荡上升，昨日伦铜收涨 0.92%至 9455 美元/吨，沪铜主力合约收至 77770 元/吨。产业层面，昨日 LME 库存减少 1825 至 203425 吨，注销仓单比例下滑至 37.4%，Cash/3M 由贴水转为小幅升水。国内方面，上期所仓单环比减少 0.2 至 4.3 万吨，仓单偏低月差维持偏强，上海地区现货升水期货下调至 175 元/吨，盘面上涨对情绪有所压制，下游刚需采购为主。广东地区现货升水期货持平于 225 元/吨，高铜价高升水抑制买盘，交投氛围一般。进出口方面，昨日国内铜现货进口维持小幅亏损，洋山铜溢价环比持平。废铜方面，昨日精废价差缩窄至 1530 元/吨，废铜替代优势略降低。价格层面，近期市场风险偏好回升，但预计贸易局势较为反复。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，而压力来自价格抬升后去库速度减慢，短期铜价或偏震荡。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：76800-78200 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9350-9550 美元/吨。

铝

隔夜美股上涨，库存继续去化铝价偏强运行，昨日伦铝收涨 0.68%至 2459 美元/吨，沪铝主力合约收至 19955 元/吨。昨日沪铝加权合约持仓量 53.7 万手，环比增加 0.8 万手，期货仓单 7.7 万吨，环比减少 0.1 万吨，仓单维持偏低水平。根据 SMM 统计，4 月 24 日国内铝锭社会库存量 65.8 万吨，较周一减少 1.5 万吨，铝棒社会库存量 17.8 万吨，较周一减少 1.9 万吨，铝棒去库速度延续偏快。华东现货升水 10 元/吨，下调 10 元/吨，持货商出货仍较积极，成交尚可。外盘方面，昨日 LME 铝库存减少 0.2 至 42.4 万吨，注销仓单比例下滑至 40.7%，Cash/3M 贴水有所收缩。总的来看，短期贸易紧张局势缓和，但不确定性仍较大。产业面，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，预计国内铝锭库存延续季节性下降，叠加外盘现货企稳，铝价支撑较强，同时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：19800-20100 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2420-2480 美元/吨。

锌

周四沪锌指数收涨 0.52%至 22536 元/吨，单边交易总持仓 23.13 万手。截至周四下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期涨 24.5 至 2666 美元/吨，总持仓 20.17 万手。SMM0# 锌锭均价 22980 元/吨，上海基差 195 元/吨，天津基差 265 元/吨，广东基差 465 元/吨，沪粤价差-270 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 0.36 万吨，内盘上海地区基差 195 元/吨，连续合约-连一合约价差 230 元/吨。LME 锌锭库存录得 18.5 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 2.99 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-40.86 美元/吨，3-15 价差-41.5 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.153，锌锭进口盈亏为-22.26 元/吨。根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至 8.58 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。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买逐步转弱，但目前国内社会库存去库较多，国内月差维持相对高位。此外，Antamina 因事故暂时停工，该项目 24 年产锌 27 万吨，预计 25 年产锌约 50 万吨，仍需观察后续停工时间。中期来看伴随锌锭社会库存累库，锌价仍有下行风险。



铅

周四沪铅指数收涨 0.13% 至 16930 元/吨，单边交易总持仓 7.27 万手。截至周四下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期涨 6 至 1938 美元/吨，总持仓 14.99 万手。SMM1#铅锭均价 16800 元/吨，再生精铅均价 16750 元/吨，精废价差 50 元/吨，废电动车电池均价 10400 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 3.83 万吨，内盘原生基差 -85 元/吨，连续合约-连一合约价差 -10 元/吨。LME 铅锭库存录得 27.71 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 11.34 万吨。外盘 cash-3S 合约基差 -20 美元/吨，3-15 价差 -74 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.199，铅锭进口盈亏为 -314.32 元/吨。据钢联数据，国内社会库存录减至 4.88 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

周四镍价震荡运行，沪镍主力合约收盘价 125880 元/吨，较前日上涨 0.58%，LME 主力合约收盘价 15880 美元/吨，较前日上涨 1.96%。

宏观方面，美联储官员讲话推动降息预期升温，美元指数有所回落，有色板块亦受到提振小幅上行。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不断下移，下游对镍价的心理价位也有所下降，现货成交持续乏力。成本端，由于印尼政府最新的 PNBP 政策暂定于 26 日落地，推高了镍矿成本，但 4 月初镍矿价格对此政策就已经有所反应，短期对价格影响有限。后市来看，不锈钢厂的原料采购清淡，短期镍铁价格承压之下，预计 5 月中间品排产将有所提升，对镍价形成压制。因此，我们建议可以适时逢高布局空单。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

沪锡主力合约报收 259520 元/吨，上涨 0.08%（截止昨日下午三点）。国内，上期所期货注册仓单较前日持平，现为 8977 吨。LME 库存较前日减少 20 吨，现为 2810 吨。上海现货锡锭报价 259000-262000 元/吨，均价 260500 元/吨，较上一交易日涨 1500 元/吨。上游云南 40% 锡精矿报收 248500 元/吨，较前日上涨 2200 元/吨。目前矿端正逐步复产，刚果(金) Bisie 锡矿复产进入第二阶段，日均产量逐步恢复中，缓解前期因武装冲突导致的供应中断，缅甸佤邦复产会议也将召开，对锡价形成压制。但需求端国内刚需坚挺，国内锡矿加工费维持低位，锡价短期下方亦有支撑。预计今日锡价仍以震荡运行为主，国内主力合约参考运行区间：250000 元-265000 元。海外伦锡参考运行区间：29000 美元-33000 美元。

碳酸锂

五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 69,028 元，与前日持平，其中 MMLC 电池级碳酸锂报价 68,200-71,000 元，工业级碳酸锂报价 67,500-68,700 元。LC2507 合约收盘价 68,300 元，较前日收盘



价-0.99%，主力合约收盘价贴水MMLC电碳平均报价1,300元。部分厂商检修影响下，本周国内碳酸锂产量回调2.8%。库存增量进一步收窄，环比增加仅0.2%。当前库存仍位于高位，下游传统淡季临近，若供给持稳，大幅去库难度较高。价格处于边际成本密集区，供需预期双弱缺少有力反弹驱动，底部震荡调整概率偏高。建议后续关注市场氛围、供给扰动、下游排产和国内库存变化。今日广期所碳酸锂2507合约参考运行区间67,500-69,000元/吨。

氧化铝

2025年4月24日，截止下午3时，氧化铝指数日内上涨0.7%至2864元/吨，单边交易总持仓38.1万手，较前一交易日减少1.7万手。现货方面，山东和河南地区均上涨5元/吨，其余地区价格保持不变。基差方面，山东现货价格报2850元/吨，升水05合约3元/吨。海外方面，MYSTEEL澳洲FOB价格维持348美元/吨，出口盈亏报-434元/吨。期货库存方面，周四期货仓单报28.04万吨，较前一交易日减少0.21万吨。矿端，几内亚CIF价格维持84美元/吨，澳大利亚铝土矿CIF价格维持75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，减产检修企业月底逐渐复产，建议逢高布局空单。国内主力合约AO2509参考运行区间：2650-2950元/吨。

不锈钢

周四下午15:00不锈钢主力合约收12780元/吨，当日-0.08%(-10)，单边持仓27.21万手，较上一交易日-2661手。现货方面，佛山市场德龙304冷轧卷板报13000元/吨，较前日持平，无锡市场宏旺304冷轧卷板报13100元/吨，较前日持平；佛山基差220(+10)，无锡基差320(+10)；佛山宏旺201报8850元/吨，较前日-150，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980元/镍，较前日持平。保定304废钢工业料回收价报9200元/吨，较前日-100。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170965吨，较前日-2205。据钢联数据，社会库存录得107.82万吨，环比减少0.78%，其中300系库存70.15万吨，环比减少2.97%。原料端，某钢厂5月高碳铬铁长协采购价8095元/50基吨（现金含税到厂价），环比上涨500元/50基吨，钢厂利润进一步受到挤压。用户采购热度持续降温，供需矛盾突出，价格或进一步承压下行。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3106元/吨，较上一交易日跌31元/吨（-0.98%）。当日注册仓单203303吨，环比增加1506吨。主力合约持仓量为198.0197万手，环比增加12176手。现货市场方面，螺纹钢天津汇总价格为3190元/吨，环比减少0元/吨；上海汇总价格为3180元/吨，环比减少10元/吨。热轧板卷主力合约收盘价为3204元/吨，较上一交易日跌29元/吨（-0.89%）。当日注册仓单358819吨，环比减少6543吨。主力合约持仓量为140.5606万手，环比增加18421手。现货方面，热轧板卷乐从汇总价格为3270元/吨，环比减少10元/吨；上海汇总价格为3240元/吨，环比减少30元/吨。

昨日商品氛围较差，成材价格呈现震荡偏弱走势。宏观方面，临近政治局会议，还需关注会议是否会对地产端有超预期刺激以及对于提振内需或持续对“两重两新”方面给与政策力度。基本面方面，本周螺纹需求明显回落，产量与上周基本持平，去库放缓。螺纹需求还是比较弱的，供需方面没有太大矛盾。热卷产量回升，表需与上周基本持平，去库速度放缓。静态基本面虽然没有矛盾，但是需求表现还是比较弱的。整体成材基本面中性，但盘面走势较弱。临近会议，还需重点关注会议是否会有超预期刺激。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720.50元/吨，涨跌幅-0.96%（-7.00），持仓变化-5826手，变化至62.08万手。铁矿石加权持仓量99.58万手。现货青岛港PB粉767元/湿吨，折盘面基差94.21元/吨，基差率11.56%。

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，钢联口径日均铁水产量上升至244万吨，铁水见顶预期增强。库存端，港口库存止跌回升，港口疏港量和钢厂日耗水平继续增加至同期高位，钢厂进口矿库存保持在低位水平。基本面看，铁水产量当前已接近近五年同期最高水平，铁矿石需求见顶预期愈发增强。同时，二季度作为海外矿山发运传统旺季，供给存在增量预期，供需格局后期边际弱化。往后看，四月下旬国内重要会议召开，矿价短期震荡波动，后期等待国内宏观兑现，以及基本面弱化拐点。

玻璃纯碱

玻璃：现货报价1180，现货价格环比前日持平，产销尚可。本周小幅累库，截止到20250424，全国浮法玻璃样本企业总库存6547.33万重箱，环比+39.5万重箱，环比+0.61%，同比+9.25%。折库存天数29.4天，较上期+0.2天。净持仓方面，昨日空头增仓为主，目前盘面价格估值偏低，但也缺乏上涨驱动，关注四月下旬国内重要会议召开。

纯碱：现货价格1340，个别企业价格小幅度调整为主。供应位于高位，计划检修增加。库存变化不大，截止到2025年4月24日，国内纯碱厂家总库存169.10万吨，较周一减少0.19万吨，跌幅0.11%。其



中，轻质纯碱 85.05 万吨，环比增加 0.28 万吨，重质纯碱 84.05 万吨，环比下跌 0.47 万吨。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。昨日净持仓变化不大，预计盘面偏弱运行。

锰硅硅铁

4月24日，关税问题仍持续扰动，外交部否认中美就关税问题进行磋商谈判，同时叠加今日建材需求数据再度较显著拐头向下，商品及黑色系价格今日再度较明显回落。锰硅主力（SM509 合约）盘中一度跌近 1.8%，再度来到下降楔形下沿，尾盘跟随商品有所反弹，最终日内收跌 1.19%，收盘报 5822 元/吨。现货端，天津 6517 锰硅现货市场报价 5550 元/吨，环比上日下调 50 元/吨，折盘面 5740/吨，贴水盘面 -82 元/吨。硅铁主力（SF506 合约）同样继续震荡下行，日内收跌 0.81%，收盘报 5658 元/吨。现货端，天津 72# 硅铁现货市场报价 5830 元/吨，环比上日下调 20 元/吨，升水盘面 172 元/吨。

盘面角度，今日价格再度向下反包昨日阳线，并一度在日内创出新低，再度来到下降楔形态下沿，价格表现弱但波动大。后期来看，我们仍无法排除价格进一步走低甚至逼近下方 5600 元/吨（针对加权指数）的可能，除非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，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，弱于市场上周的预期，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到来，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24日，工业硅期货主力（转为SI2506合约）延续底部震荡，日内收跌0.62%，收盘报8875元/吨。现货端，华东不通氧553#市场报价9500元/吨，环比上日下调100元/吨，升水期货主力合约625元/吨；421#市场报价10450元/吨，环比上日下调100元/吨，折合盘面价格9650元/吨，升水期货主力合约775元/吨。

盘面方面，价格开始横移，走势仍旧偏弱，关注小时线横移后的方向选择，短期无法排除进一步下跌的情况，提示注意下跌风险。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和橡胶林现状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。

行业如何？

轮胎厂开工率边际走低。截至 2025 年 4 月 24 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 62.44%，较上周走低 2.97 个百分点，较去年同期走低 1.03 个百分点。轮胎企业出货慢，库存水平偏高。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 77.74%，较上周走低 0.33 个百分点，较去年同期走低 3.13 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 22 日，青岛保税区天然橡胶库存 47.2 (-0.81) 万吨。

现货

泰标混合胶 14450 (-50) 元。STR20 报 1710 (-20) 美元。STR20 混合 1745 (+0) 美元。

江浙丁二烯 8650 (+50) 元。华北顺丁 11200 (+0) 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 主力原油期货收涨 0.49 美元，涨幅 0.79%，报 62.77 美元；布伦特主力原油期货收涨 0.36 美元，涨幅 0.54%，报 66.5 美元；INE 主力原油期货收跌 12.50 元，跌幅 2.48%，报 491 元。

数据方面：新加坡 ESG 油品周度数据出炉，汽油库存累库 1.13 百万桶至 15.62 百万桶，环比累库 7.78%；柴油库存去库 1.14 百万桶至 8.58 百万桶，环比去库 11.72%；燃料油库存累库 1.24 百万桶至 24.13 百万桶，环比累库 5.41%；总成品油累库 1.23 百万桶至 48.32 百万桶，环比累库 2.61%。

我们认为当前油价已经阶段触底，建议投资者逢低止盈。



甲醇

4月24日09合约跌11元/吨，报2289元/吨，现货跌8元/吨，基差+121。本周港口与企业库存继续去化，整体库存水平低位，近端价格受支撑。但后续进口回升以及下游需求回落背景下，预计库存拐点将至。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24日09合约跌4元/吨，报1758元/吨，现货持平，基差+58。节前企业开始预收订单，下游节前有补库需求，但目前整体市场情绪依旧偏弱，企业库存再度走高。后续来看，供应端预计将维持高位，需求端后续复合肥开工阶段性回落后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24日06合约收盘价7248(-30)元/吨，江苏现货7415(-75)元/吨，基差+167(-59)元/吨。成本端山东纯苯6225(-15)元/吨，华东纯苯6140(-80)元/吨。本周纯苯港口大幅去库，但下游受关税影响整体承压，BNZ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，港口库存来到绝对相对低位水平。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，等待装置检修结束重启之际的抛空机会。本周迎来五一长假前的最后4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合约下跌38元，报4968元，常州SG-5现货价4780(0)元/吨，基差-188(+38)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810(-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，成本支撑下降。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 合约下跌 71 元，报 4179 元，华东现货下跌 4 元，报 4221 元，基差 21 元 (0) , 5-9 价差 6 元 (+22)。供给端，乙二醇负荷 68.5%，环比上升 2.3%，其中合成气制 63.9%，乙烯制 71.1%，合成气制装置方面，内蒙古、中昆负荷提升；油化工方面，天津石化、茂名石化检修，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 93.9%，环比上升 0.1%，装置方面，兴邦 20 万吨短纤重启，三房巷 20 万吨长丝检修。终端加弹负荷下降 2% 至 71%，织机负荷下降 2% 至 59%。进口到港预报 19.6 万吨，华东出港 4 月 23 日 0.7 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 -745 元，国内乙烯制利润 -709 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。产业基本面预期进入去库阶段，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，乙烷存在进口豁免可能，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 合约下跌 38 元，报 4370 元，华东现货上涨 10 元，报 4350 元，基差 16 元 (+2) , 5-9 价差 -16 元 (0) 。PTA 负荷 82.4%，环比上升 7%，装置方面，逸盛大连、福建百宏重启。下游负荷 93.9%，环比上升 0.1%，装置方面，兴邦 20 万吨短纤重启，三房巷 20 万吨长丝检修。终端加弹负荷下降 2% 至 71%，织机负荷下降 2% 至 59%。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 44 元，至 294 元，盘面加工费持平，至 325 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 合约下跌 58 元，报 6166 元，PX CFR 下跌 6 美元，报 744 美元，按人民币中间价折算基差 17 元 (+7) , 5-9 价差 4 元 (+34) 。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、韩国 SK 检修。PTA 负荷 82.4%，环比上升 7%，装置方面，逸盛大连、福建百宏重启。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 162 美元 (+1) ，石脑油裂差 104 美元 (+25) 。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。

基本面看主力合约收盘价 7149 元/吨，下跌 65 元/吨，现货 7500 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 351 元/吨，走强 65 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 221 元/吨，环比扩大 51 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。

基本面看主力合约收盘价 7092 元/吨，下跌 45 元/吨，现货 7315 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 223 元/吨，走强 45 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 57 元/吨，环比缩小 20 元/吨，建议跟踪 LL-PP 价差筑底。

农产品类

生猪

昨日国内猪价多数下跌，河南均价落 0.06 元至 14.91 元/公斤，四川均价落 0.11 元至 14.69 元/公斤，屠宰端订单量有限，并且部分地区二育补栏有降温，养殖端挺价压力较大，猪价或承压下滑，今日猪价多数地区继续下滑，少数地区价格有稳有涨。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走低，主产区均价落 0.08 元至 3.37 元/斤，供应较为充足，市场需求疲软，下游入市采购心态谨慎，整体走货不快，今日蛋价或部分稳定，部分走低。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。

豆菜粕

【重要资讯】

周四国内豆粕冲高回落，国内现货继续大幅提涨，全国最低报价触及 3930 元/吨高位，豆粕 05 持仓量也处于历史高位，盘面博弈激烈。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。周四大豆油厂开机率 40.82% 有所下滑，豆粕成交 11.26 万吨，提货较弱，本周预计恢复至 39.02%，压榨 138.83 万吨。

隔夜美豆油大涨，传先进燃料行业协会再次敦促 EPA 大幅提高 RVO，带动美豆收涨。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等因素有较强支撑。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%。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。
- 2、隔夜美豆油大涨，新闻报道先进生物燃料协会与 EPA 官员会面，敦促 EPA 将 2026 年的 RVO 提高至 57.5 亿加仑，而目前的义务量为 33.5 亿加仑。2024 年美国生产了近 49 亿加仑先进生物燃料。

马棕受美国关税影响出口、产量增加等因素影响走势低迷，但受到库存仍偏低、4 月高频出口转好的支



撑。美豆油方面库存同比偏低，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。国内现货基差震荡。广州 24 度棕榈油基差 05+340 (-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，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，油脂未来可能反弹乏力，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

周四郑州白糖期货价格下跌，郑糖 9 月合约收盘价报 5945 元/吨，较前一交易日下跌 41 元/吨，或 0.68%。现货方面，广西制糖集团报价 6140-6250 元/吨，下调 20 元/吨；云南制糖集团报价 5980-6010 元/吨，下调 20 元/吨；加工糖厂主流报价区间 6400-6880 元/吨，下调 10-20 元/吨；广西现货-郑糖主力合约(sr2509) 基差 195 元/吨。

消息方面，据巴西航运机构 Williams 数据显示，截至 4 月 23 日巴西港口等待装运食糖的船只数量为 44 艘，此前一周为 42 艘。港口等待装运的食糖数量为 187.11 万吨，此前一周为 169.35 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

周四郑州棉花期货价格窄幅震荡，郑棉 9 月合约收盘价报 12990 元/吨，较前一交易日持平。现货方面，中国棉花价格指数(CCIIndex)3128B 新疆机采提货价 13850 元/吨，较上个交易日上涨 50 元/吨，3128B 新疆机采提货价-郑棉主力合约(CF2509) 基差 860 元/吨。

消息方面，据中新网报道，美国总统特朗普表示，将“大幅降低”对中国的高额关税。据《卫报》报道，特朗普的言论是对美国财长贝森特 22 日早些时候言论的回应。贝森特表示，高关税是不可持续的，他预计“世界上两大经济体之间的‘贸易战’将会缓和”。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。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	有色金属组6人	主持研究中心工作
吴坤金	高级分析师、组长		有色、铜、铝、锡
曾宇轲	分析师		碳酸锂、镍
张世骄	分析师		铅、锌
王梓铧	分析师		氧化铝、烧碱
刘显杰	分析师		碳酸锂、镍
陈逸	分析师	宏观金融组4人	不锈钢
蒋文斌	投研经理、组长		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	黑色建材组5人	国内宏观
石头	首席分析师		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	能源化工组5人	钢材
李晶	首席分析师、组长		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	农产品组3人	PX、PTA、MEG
王俊	高级分析师、组长		农产品、生猪、鸡蛋
杨泽元	分析师		白糖、棉花
斯小伟	分析师	研究支持、研究服务和合规管理	豆粕、油脂
郑丽	研究助理		研究支持、研究服务和合规管理