

宏观金融类

股指

经济与企业盈利：4月PMI环比回落，3月消费、投资等数据稳中有升，降息、化债等多项政策落地有望推动经济进一步复苏，但特朗普关税政策导

致二季度经济不确定性较大；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国债利率小幅回落，信用债利率回落，信用利差变化不大；中国3月社融好于预期；DR007利率下行，流动性宽松。

资金面：偏股型基金发行量边际增加；ETF基金净申购量增加；融资余额减少；重要股东二级市场净减持增加；IPO批文数量偏低。

宏观消息面：

1、商务部：美方主动向中方传递信息希望谈起来，对此，中方正在评估。节日期间离岸人民币大涨。

2、据新华社，“五一”假期全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长6.3%。

3、美国4月非农就业人口增长17.7万人，大幅好于预期。

资金面：融资额-13.51亿；隔夜Shibor利率+21.90bp至1.7600%，流动性较为宽松；3年期企业债AA-级别利率-1.54bp至3.0966%，十年期国债利率+0.03bp至1.6279%，信用利差-1.57bp至147bp；美国10年期利率+8.00bp至4.33%，中美利差-7.97bp至-270bp。

市盈率：沪深300:12.21，中证500:28.27，中证1000:40.06，上证50:10.65。

市净率：沪深300:1.27，中证500:1.74，中证1000:2.01，上证50:1.17。

股息率：沪深300:3.59%，中证500:1.86%，中证1000:1.49%，上证50:4.45%。

期指基差比例：IF当月/下月/当季/隔季：-0.49%/-1.44%/-2.85%/-3.52%；IC当月/下月/当季/隔季：-0.74%/-2.39%/-4.73%/-6.37%；IM当月/下月/当季/隔季：-0.75%/-2.50%/-5.42%/-7.55%；IH当月/下月/当季/隔季：-0.23%/-0.91%/-2.09%/-2.18%。

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IM股指多单，套利暂无推荐。

国债

经济及政策：4月份制造业PMI有所走弱，反映关税冲击的不利影响逐步显现，贸易不确定性增强背景下外需收缩。短期政策重心聚焦于稳外贸与扩内需的协同发力，加快结构性工具落地以对冲外部冲击，同时关注中美关税谈判进展对市场预期的潜在影响。

1. 4 月份，受前期制造业较快增长形成较高基数叠加外部环境急剧变化等因素影响，制造业 PMI 为 49，回落至临界点以下。中国 4 月官方非制造业 PMI 为 50.4，前值为 50.8。
2. 央行副行长邹澜 4 月 28 日在国新办新闻发布会上表示，将根据国内外经济形势和金融市场运行情况，适时降准降息，保持流动性充裕，发挥好货币政策工具箱总量和结构双重功能，创设新的结构性货币政策工具，围绕稳就业、稳增长的重点领域精准发力，做好金融支持。
3. IMF 世界经济展望报告显示，将 2025 年全球贸易增长预期下调 1.5 个百分点至 1.7%，预计 2026 年增长 2.5%；将 2025 年全球经济增长预期从年初的 3.3% 下调至 2.8%，2026 年预计为 3%。
4. 国家发展改革委已印发通知，会同财政部及时向地方追加下达今年第二批 810 亿元超长期特别国债资金，继续大力支持消费品以旧换新。
5. 央行数据显示，2025 年第一季度全国新发放商业性个人住房贷款加权平均利率为 3.11%。3、财政部 5 月 9 日拟续发行 710 亿元超长期特别国债，本次续发行国债票面利率与之前发行的同期国债相同，为 1.88%。
6. 美国 4 月非农就业人数增加 17.7 万，大幅超出预估的 13.8 万增量，前值为增加 22.8 万；美国 4 月失业率报 4.2%，市场预估为 4.2%，前值为 4.2%。
7. 美国 4 月标普全球制造业 PMI 为 50.2，预期 50.5，前值 50.7。
8. 美国总统特朗普表示，授权商务部和美国贸易代表立即启动程序，对所有在国外制作的进入美国的电影征收 100% 的关税。
9. OPEC+ 五位消息人士表示，OPEC+ 将加快提高石油产量，到 11 月可能每天向市场提供多达 220 万桶石油，该组织主导国沙特阿拉伯正寻求惩罚一些生产超过配额的成员国。

流动性：上周央行逆回购投放 11503 亿，7 天期逆回购到期 5045 亿，净投放 6458 亿元，DR007 利率收于 1.80%。

利率：1、最新 10Y 国债收益率收于 1.63%，周环比回落 3.25BP；30Y 国债收益率收于 1.83%，周环比回落 9.75BP；2、最新 10Y 美债收益率 4.33%，周环比反弹 4.00BP。

小结：债市或回归基本面，4 月制造业 PMI 显示供需两端均有所走弱，外需对经济的冲击压力逐步凸显。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。资金面方面，近期央行呵护态度维持，预计后续资金面延续偏松基调。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，短期维持震荡，后续关注关税扰动下经济数据的进一步确认，利率整体有望震荡下行。

贵金属

美国财政政策预期及美国关税政策共同冲击美元信用，驱动国际金价前期达到历史新高水平：从历史规律来看，国际金价与美国财政赤字水平在中期呈现显著的正相关关系。上周，美国财政部公布的再融资会议结果显示，财政部上调了二季度的借款规模预期，预计二季度向市场的净借款规模为 5140 亿美

元，高于二月份预估的 3910 亿美元，美国财政部表示，借款预期的增加主要归因于当季现金余额偏低，同时对于未来现金流入的预期减少。从本届特朗普任期的财政走向来看，美国众议院在四月上旬通过的预算计划为后续提高债务上限以及延期《2017 年减税和就业法案》奠定基础，减税所带来美国政府收入端的下降将难以被关税以及支出控制所填补，美国财政赤字水平在特朗普任期内仍将持续扩大。美国 3 月预算赤字为 1605 亿美元，2025 财年（2024 年 10 月起）累计财政赤字水平则达到 1.3 万亿美元，较去年同期的 1.06 万亿出现明显增加，美国财政赤字的扩大在预期和现实中均有所体现，而这一趋向在特朗普任期内难以得到转变，其对于国际金价形成中期的利好因素。关税风险方面，北京时间 4 月 3 日凌晨，特朗普宣布实施对等关税措施，其中对于美国所有的贸易伙伴实行 10% 的最低税率，同时针对某些贸易伙伴实施更高的关税，总体关税征收水平超预期，美国股市在关税公布后出现较大幅度下跌，纳斯达克指数在 4 月 2 日至 4 月 7 日跌幅达到 9.32%，后随关税风险的逐步释放有所反弹。美元指数则持续表现弱势，4 月 1 日至 30 日，美元指数下跌 4.34% 至 99.6，特朗普政府关税政策对于美元信用的冲击在大类资产价格变动方面，于美元指数集中体现，这同样是驱动国际金价走强的重要因素。

市场短期针对黄金的多头交易有所消退，价格出现回调，但中期逻辑未发生转变：在黄金价格加速上涨的阶段，COMEX 黄金管理基金净多持仓表现趋弱，由 3 月 18 日至今连续七周净多持仓出现回落，由 18.3 万手下降至 10.6 万手，同时黄金 ETF 持仓量大幅增加，路透统计口径下黄金 ETF 总持仓量由 3 月 10 日的 2047.8 吨上升至 4 月 23 日高位的 2443 吨，我国黄金 ETF 的增持是其中最为重要的贡献项，然而在五一节前，国内黄金 ETF 出现大幅申赎净流出，WIND 统计口径下国内主要 14 个黄金 ETF 在 4 月 29 日及 4 月 30 日两日内共计录得 31 亿元的净流出。4 月 30 日至 5 月 2 日收盘，伦敦金价格再度下跌 2.26% 至 3240 美元/盎司。当前黄金价格的下跌，短期来看除受到关税风险弱化的影响外，更主要的原因在于前期大幅增加的交易性多头持仓出现阶段性回落，其主要价格影响因素中的美国财政赤字扩大及美元信用弱化逻辑并未发生改变，因此仍需对金价中期的价格走势维持多头思路，待其回调企稳后择机进行逢低做多操作。

行情总结：黄金价格上涨的中期驱动未发生转变，对于金价仍需维持多头思路，需关注沪金价格下方 748 一线支撑，沪金主力合约参考运行区间 748-805 元/克。银价在美联储宽松表态集中释放的情况下存在上涨驱动，当前联储对于货币政策边际宽松的表态仍然谨慎，沪银价格总体处于宽幅震荡区间，策略上建议暂时观望，沪银主力合约参考运行区间 7535-8138 元/千克。

铂族金属

贵金属板块总体承压，美国汽车关税对于铂族金属价格形成利空因素：4 月 3 日，特朗普政府针对美国进口全球乘用车以及轻型卡车 25% 的关税生效。标普公司对于 2025 年全球汽车产量的预测由三月份关税宣布前的 8947 万辆下降 1.7% 至四月份的 8791 万辆，对于 2026 年全球汽车产量的预测同期由 9122 万辆下降 2.6% 至 8884 万辆。其中，针对美国汽车在 2025 年及 2026 年的产量分别下调 6.3% 及 5.1%。2024 年数据显示，铂金总需求中汽车尾气净化用催化剂需求占比为 43%，钯金总需求中催化剂占到 84%，燃油汽车生产和销售后续承压的背景下，工业需求将难以为铂钯价格提供支撑。此外，伦敦金价格在 4 月 22 日达到 3499.7 美元/盎司的历史新高后持续回调，同时白银价格表现弱势，贵金属板块价格总体承压。本月，NYMEX 铂金主力合约价格下跌 3.97% 至 966.8 美元/盎司，NYMEX 钯金主力合约价格下跌 4.06% 至 958 美元/盎司。外盘交易性持仓方面，NYMEX 铂金管理基金净持仓由 4 月 1 日当周的净多 3120 手转为 4

月 29 日当周净空 2183 手，NYMEX 钯金管理基金净空持仓同期由 9661 手上升至 13744 手。受到特朗普政府关税政策对于汽车产业形成的冲击以及金银价格回调的影响，铂族金属价格预计仍将维持偏弱震荡的走势。

有色金属类

铜

五一假期间外围大宗商品普遍下探，原油价格跌幅较大，而权益市场和非美货币表现较强，伦铜较假期前微升，同期离岸人民币升值幅度较大。产业层面，假期间 LME 库存减少 0.29 至 19.73 万吨，注销仓单比例反弹，Cash/3M 重回升水 20.2 美元/吨；COMEX 市场铜库存增加 0.48 至 13.55 万吨，COMEX-LME 价差下探后企稳。国内方面，当前进口铜精矿现货 TC 仍未企稳，粗铜加工费边际下滑，供应忧虑依然存在，不过根据 SMM 调研数据，5 月国内精炼铜产量预计环比微升。需求方面，假期前国内主要下游开工率维持偏高水平，五一期间社会库存小幅去化，5 月终端线缆开工率预计进一步提升。总的来看，铜的产业端支撑依然较强，后市若中美贸易局势缓和，铜价可能继续上冲，而压力来自通胀预期承压、价格反弹后供需关系弱化和宏观的反复。本周沪铜主力合约运行区间参考：75000-78500 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9100-9600 美元/吨。

铝

五一假期间铝价跟随宏观情绪下探后回升，但总体价格仍低于假期前，伦铝 3M 合约较假期前下跌，同期美元指数走弱，离岸人民币升值幅度较大。产业层面，假期间 LME 库存续减 0.4 至 41.2 万吨，注销仓单比例下滑，Cash/3M 贴水缩至 22.7 美元/吨。国内方面，假期前社会库存延续下降，不过现货环比走弱，五一期间国内铝锭和铝棒库存均累库，进入 5 月消费预计季节性偏淡。供应方面，4 月国内电解铝运营产能进一步提升，近期铝厂检修略有增多，但对产量影响有限。对于后市，美国关税政策预期对铝价波动影响仍大，若中美关系缓和，铝价有望进一步反弹，而国内制造业景气度走弱对铝需求构成压力，铝价反弹后面临的阻力较大。本周沪铝主力合约运行区间参考：19600-20200 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2360-2480 美元/吨。

锌

假期前，国内沪锌指数收跌 0.58% 至 22330 元/吨，单边交易总持仓 20.24 万手。五一假期期间，伦锌 3S 下跌 1.06% 至 2615 美元/吨，持仓量微升至 20.89 万手。SMM0# 锌锭均价 22910 元/吨，上海基差 160 元/吨，天津基差 200 元/吨，广东基差 450 元/吨，沪粤价差 -290 元/吨。

国内结构：上期所锌锭期货库存录得 0.24 万吨，根据上海有色数据，国内社会库存小幅录增至 8.59 万吨。内盘上海地区基差 160 元/吨，连续合约-连一合约价差 225 元/吨。

海外结构:LME 锌锭库存录得 17.38 万吨,LME 锌锭注销仓单录得 3.19 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-37.09 美元/吨, 3-15 价差降至-45.34 美元/吨。

跨市结构: 剔汇后盘面沪伦比价录得 1.16, 锌锭进口盈亏为-48.94 元/吨。

产业数据: 本周锌精矿国产 TC3450 元/金属吨, 进口 TC40 美元/干吨。本周锌精矿港口库存 28.7 万实物吨, 锌精矿工厂库存 59.6 万实物吨。本周镀锌结构件开工率录得 49.61%, 原料库存 1.7 万吨, 成品库存 40.1 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 49.01%, 原料库存 1.3 万吨, 成品库存 1.1 万吨。本周氧化锌开工率录得 58.57%, 原料库存 0.3 万吨, 成品库存 0.7 万吨。

总体来看: 锌矿库存录增, TC 延续上行, 锌矿过剩预期不改。锌锭库存去库, 月差维持高位, 近端维持相对强势。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, 叠加进口锌锭流入压力, 预计后续伴随锌锭社会库存累库, 锌价仍有一定下行风险。

铅

假期前, 国内沪铅指数收跌 0.26%至 16846 元/吨, 单边交易总持仓 6.63 万手。五一假期期间, 伦铅 3S 下跌 2.03%至 1931.5 美元/吨, 持仓量微降至 14.67 万手。SMM1#铅锭均价 16700 元/吨, 再生精铅均价 16675 元/吨, 精废价差 25 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 3.87 万吨, 据钢联数据, 国内社会库存录减至 4.49 万吨。内盘原生基差-145 元/吨, 连续合约-连一合约价差-40 元/吨。

海外结构: LME 铅锭库存录得 26.41 万吨, LME 铅锭注销仓单录得 14.5 万吨。外盘 cash-3S 合约基差降至-15.21 美元/吨, 3-15 价差微升至-65.10 美元/吨。

跨市结构: 剔汇后盘面沪伦比价录得 1.179, 铅锭进口盈亏为-779.57 元/吨。

产业数据: 原生端, 本周铅精矿港口库存 1.9 万吨, 工厂库存 48.9 万吨, 折 31.6 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 67.42%, 原生锭厂库 1.91 万吨。再生端, 铅废库存 10.5 万吨, 再生铅锭周产 3.6 万吨, 再生锭厂库 1.6 万吨。需求端, 铅蓄电池开工率 55.06%。总体来看: 铅矿库存录增, 原生开工高企, 废料库存有限, 再生利润承压, 部分再生炼厂减产。蓄企五一假期延长放假天数, 铅锭工厂库存累库幅度快于往年。中期预计沪铅指数在 16300-17800 间箱体震荡, 短线铅价呈现偏弱震荡。

镍

资源端: 当前镍矿价格表现有所分化, 印尼内贸火法矿供应整体偏紧, 但目前湿法矿供应紧缺现象并不明显。

中间品: 基于印尼高冰镍减量, 市场对 MHP 需求提升, 叠加近期印尼洪水导致 MHP 供应量有所减少, 进一步抬升 MHP 报价系数。后市来看, 中间品现货流通量仍处于较低水平, 但随着 5 月排产提升, 供应紧缺问题或有所缓解, 预计短期价格或逐步走弱。

精炼镍: 本周镍价高位偏弱震荡。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, 现货成交明显转冷。成本端, 本周镍矿价格出现分化, 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, 目前宏观层面仍面临较大不确定性, 但镍基本面边际转弱预期逐步兑现, 镍价上行承压。上周我们就已建议逢高布空, 本周我们认为可以继续持有空单。本周沪镍主力合约价格运行区间参考 120000-128000 元/吨, 伦镍 3M 合约运行区间参考 15000-16300 美元/吨。

锡

上周锡价偏弱震荡。沪锡主力合约节前收盘价 259420 元/吨，周内-0.99%，LME 锡主力合约收盘价 29680 美元/吨，周内-3.42%。

供给方面，国内锡矿及锡锭供应依旧偏紧，但未来几个月随着刚果（金）Bisie 矿、缅甸曼相锡矿恢复运营，锡矿供应压力有望逐步缓解。海关最新数据显示，3 月锡矿进口量为 8323 吨，环比下降 4.8%，同比下降 19.2%。受原料紧张影响及加工费低位影响，预计 4 月锡锭产量 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，4 月开工率维持高位，但随着关税影响逐步落地，锡焊料消费预计有所下滑，锡下游企业补库意愿也将明显减弱。综上，锡供给端短期偏紧但有转松预期，随着关税对需求端的影响逐步体现，锡价重心或有所下移。沪锡主力合约参考运行区间：240000-260000 元/吨，海外伦锡参考运行区间：29000-32000 美元/吨。

碳酸锂

期现市场：4 月 30 日，五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 67051 元，周内-2.57%。MMLC 电池级碳酸锂报价 66200-69200 元，工业级碳酸锂报价 65500-66500 元。LC2507 合约收盘价 65960 元，周内跌 3.26%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 1740 元。

基本面：4.25-4.30，SMM 国内碳酸锂产量 14483 吨，日平均产量与前一周近持平。2025 年 4 月国内碳酸锂产量 73810 吨，环比-6.6%，同比增 39.5%，1-4 月累计同比增 64.7%。5 月开工率调研近持平或略减。4 月 1 日-4 月 20 日新能源车市场零售 47.8 万辆，较去年同期增长 20%，较上月同期下降 11%；今年以来累计零售 289.8 万辆，较去年同期增长 33%。4 月 30 日，国内碳酸锂周度库存报 132033 吨，环比上周+169 吨（+0.1%）。截止 4 月 30 日，广期所碳酸锂注册仓单 33477 吨。

观点：碳酸锂需求预期走弱，国内强制配储政策调整及美国加征关税冲击储能电池消费，4-5 月磷酸铁锂产量预计与 3 月持平或微增，低于市场预期。同时，盐厂利润压力向资源端传导，海外锂精矿报价连续下移，成本估值承压。当前价格处于边际成本密集区，国内锂云母和海外高成本硬岩矿经营面临挑战，但实际触发减量有限，盘面或继续向下试探产业价格接受度。后续需留意矿山盐厂经营扰动、锂精矿成交价格走势和需求表现。本周广期所碳酸锂 2507 合约参考运行区间 64000-66600 元/吨。

氧化铝

截止 4 月 30 日下午 3 时，周内氧化铝指数下跌 3.71%至 2729 元/吨，持仓减少 0.3 万手至 36.8 万手。尽管近期减产检修带动现货价格止跌反弹，但新投产压力仍在，矿价持续下挫，成本支撑下移驱动期价本周大跌。基差方面，山东氧化铝现货价格较 A02507 合约升水 135 元/吨。

本周部分地区氧化铝现货价格小幅反弹，河南、山西地区现货价格上涨 5 元/吨，其余地区报价保持稳定。近期国内氧化铝冶炼厂密集减产检修，产量出现阶段性下降，现货价格短期止跌反弹。后续仍需观察减仓规模和新投产产量释放情况，预计短期现货价格较难出现大幅反弹。

进出口方面，截止 4 月 30 日，周内澳洲 FOB 价格维持 348 美金/吨，出口盈亏回落至-436 元/吨，出口窗口维持关闭。

周内氧化铝社会总库存大幅去库 4.8 万吨至 394.6 万吨，其中电解铝厂内库存、氧化铝厂内库存、在途库存、港口库存分别去库 3 万吨、累库 2 万吨、去库 0.1 万吨、累库 0.9 万吨。主因冶炼厂短期减产检修增多，供应出现阶段性偏紧，后续仍需观察减产持续时间。本周氧化铝上期所仓单合计去库 0.33 万吨至 27.14 万吨；交割库库存报 28.5 万吨，较上周减少 1.26 万吨。盘面持续贴水，仓单逐步流出。

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，海外矿石到港量维持高位。当前几内亚发运维持高位，澳大利亚雨季后发运逐渐恢复，叠加亏损导致内陆氧化铝企业减产增多，铝土矿供应走向宽松，氧化铝厂压价采购意向增强，铝土矿价格或将继续承压。此外，几内亚 GIC 矿石发运已恢复。矿价预计仍将继续承压。

供应端，本周国内氧化铝产量 159 万吨，较上周下滑 0.4 万吨，多地氧化铝冶炼厂因亏损减产检修。按检修计划，预计 4 月底开始有较大产能逐步回归，需持续跟踪复产情况。

需求端，2025 年 3 月电解铝运行产能 4379 万吨，较上月增加 13 万吨。开工率方面，3 月电解铝开工率环比增加 0.27%至 96.23%。

总体来看，原料端，铝土矿供应走向宽松，氧化铝厂压价采购意向增强，几内亚 GIC 矿石发运已恢复，铝土矿价格或将继续承压。供给端，亏损扩大导致氧化铝企业减产增加，新投产能仍未全面释放，短期产量有所下滑，但中长期仍维持过剩格局；需求端，电解铝开工维稳。进出口方面，海外氧化铝价格反弹，但当前出口窗口维持关闭，仍需观察海外价格反弹持续性。策略方面，供应过剩格局仍未改变，成本支撑持续下移，建议逢高布局空单。国内主力合约 A02509 参考运行区间：2650-2950 元/吨。

不锈钢

期现市场：据 MYSTEEL，05 月 05 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 13050 元/吨，环比-0.38%；山东 7%-10%镍铁出厂价为 970 元/镍，环比-1.02%；废不锈钢均价报 9200 元/吨，环比-1.61%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 12670 元/吨，环比-0.94%。

供给：据 MYSTEEL，04 月国内冷轧不锈钢排产 148.2 万吨。03 月粗钢产量为 307.38 万吨，环比+28 万吨，1-03 月累计同比 5.47%。据 MYSTEEL 样本统计，03 月 300 系不锈钢粗钢产量预计达 156.12 万吨，环比+15.70%；04 月 300 系冷轧产量 72.72 万吨，环比+13.09%。

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 965 元/镍，较上周-10 元/镍，福建地区铁厂当前亏损 68 元/镍。

库存：本周不锈钢社会总库存为 108.24 万吨，环比+0.39%；期货仓单本周库存 16.43 万吨，较上周-8878 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 18.34/71.22/18.68 万吨，其中 300 系库存环比+1.53%；本周不锈钢海漂量 4.67 万吨，环比-37.64%，卸货量 8.08 万吨，环比+46.95%。

观点：4 月受特朗普超预期关税冲击，不锈钢盘面中枢大幅下移，再次失守 1.3 万元/吨价格区间。供给方面，300 系产量 189.94 万吨，同比增幅达 12.8%，对价格的稳定造成较大压力。尽管部分钢厂传出检修减产消息，但影响量级有限，整体供应压力不减。4 月本应是传统的需求旺季，但实际表现却不佳。

新增订单平淡，下游采购需求难以放量，市场成交多以刚需采购为主，难以对价格形成有力支撑。受价格走弱及原料价格坚挺影响，钢厂情况持续恶化，300系不锈钢销售不畅情况尤其严重，据了解部分钢厂将300系产线转至200系，只为减少账面亏损。总体而言，4月不锈钢产业链成本倒挂严重，虽有部分钢厂计划采取减产措施，但影响量级有限，不锈钢整体供需格局未变。后续需关注钢厂生产动态、宏观政策变化以及市场需求情况。

黑色建材类

钢材

估值：本月钢厂平均盈利率为55.41%，盈利情况较上月小幅回升。即期利润方面，螺纹钢华东地区长流程利润收缩至62元/吨，谷电利润在-40元/吨左右。长流程利润与上月持平，电炉利润明显缩窄。

供应：本月，螺纹钢本月产量为919.35万吨，较去年同期增加56.85万吨，产量累计同比降幅收窄至-3.93%；热卷本月产量为1267.9万吨，较去年同期减少17.77万吨，累计同比增加1.7%。4月铁水日均产量维持在240.85万吨，本月高炉铁水产量持续增加；电炉钢厂因废钢价格较高、利润较低，产量与去年同期基本持平。电炉厂仍面临废钢成本高企的问题，本月铁废价差虽有收缩，但仍处于相对高位，电炉利润受挤压，产量增速较缓。近期有传闻称将对粗钢进行压产，目前尚未收到官方文件证实，但多地钢厂反馈已收到限产指标。未来是否会执行，以及执行的具体方式仍有待观察。若消息属实，可能会加速缩减粗钢供应，使成材呈现紧平衡状态。

需求：本月，螺纹钢表观消费量为1036.13万吨，较去年同期减少95.97万吨，累计同比下降2.7%；热卷消费量为1296.17万吨，较去年同期减少10.8万吨，累计同比增加2.6%。螺纹钢需求环比上月稍有回升，主要受阶段性补库影响，但同比仍偏弱。上半年旺季已结束，即将进入梅雨季，房屋新开工需求可能进一步减弱。热卷需求较上月有所下降，一方面受出口订单减少影响，近端出口承压；另一方面，美国加征关税对制造业需求造成一定打击，叠加东南亚地区反倾销影响，当前出口增速明显放缓。尽管仍有存量订单支撑至6月，但随着订单减少，预计未来出口需求将呈现边际回落趋势。

库存：螺纹钢、热卷库存持续去化，去库速度较上月加快，短期库存矛盾不明显。但近期五大材中，冷轧及中厚板库存去化缓慢，出现轻微累库现象，粗钢库存已接近去年同期水平。因此，尽管螺纹、热卷静态基本面矛盾较小，但从粗钢库存角度看，当前成材需求难以承接铁水产量。

小结：从宏观角度来看：国内方面，4月制造业采购经理指数为49%，较上月下降1.5个百分点；高技术制造业等相关行业继续保持扩张，新订单指数环比上月下降2.6个百分点，制造业市场需求有所回落。政治局会议中提出“加大资金支持力度，扩围提质实施‘两新’政策，加力实施‘两重’建设”。其中，“两新”“两重”或将持续支撑国内制造业需求，为板材需求提振增加一定预期。但当前的发展方向仍聚焦于“新质生产力”方面。海外方面，中美贸易摩擦仍处于白热化阶段，美国对中国加征关税对国内机械设备、船舶等商品出口有较大程度影响，间接影响了成材需求的边际效应，板材受影响较为严重。钢材出口或将承受间接冲击。从基本面来看，旺季接近尾声，螺纹钢供给、需求均逐步回升，螺纹提前补库行为使得

表需超预期走强，库存去化速度加快。螺纹整体基本面变化不大，当前房地产库存依旧处于高位，新开工面积同比下降 18.73%，依旧延续弱势，建筑型钢材需求低迷。热卷方面，供需双降，库存顺利去化，本月钢材出口依旧坚挺，但增速明显放缓，未来还需持续跟踪反倾销对钢材出口的影响。总体而言，现阶段成材价格走势呈现弱势震荡运行，成材基本面整体中性，短期受到海外关税扰动影响，商品价格走势不确定性较强，叠加限产传闻再起，当前成材走势尚不明朗。未来需关注出口情况、限产传闻是否属实以及海外关税进一步走势情况。

锰硅硅铁

4 月份，锰硅盘面价格持续回落，月度跌幅 352 元/吨或-5.78%。日线级别，盘面依旧处于今年 2 月份以来的下跌趋势之中，尚未摆脱，且当前仍处在下降楔的弱势形态之中，向下临界，我们依旧提示注意价格的继续下行风险。未来价格的企稳需至少看到价格向右有效摆脱下跌趋势线。短期单边认为缺乏交易性价比，可日内短线趋势跟随操作或观望，依旧不建议着急左侧进行抄底操作。

硅铁方面，4 月份，硅铁盘面价格在月初小幅反弹冲高后持续走低，月度跌幅 314 元/吨或-5.27%。日线级别，当下价格仍处于今年 2 月份以来的下跌趋势之中，虽然节前最后一个交易日收出长下阴，但仍无法确认其价格是否见底，我们仍认为在价格向右摆脱下跌趋势线前，恐难言企稳。短期建议以日内短线趋势跟踪或观望为主，不建议盲目左侧抄底。

在过去的一个月中，市场基本处在现实需求验证及重要会议预期博弈的节奏之中。上周，重要会议落地且未出现超预期刺激政策，市场预期再度落空，情绪回落带动价格再度下行。而现实需求端，四月份整体表现较预期偏强，建材需求在节前补库带动下连续创下今年新高，而板材需求表现也持续保有韧性，出口端影响仍未体现在需求之中。随着时间进入 5 月份，现实需求也将跟随进入淡季，需求的情况，尤其是板材端是否如预期出现明显回落是需要重点关注的因素。对此，我们依旧对需求保持相对悲观的看法，建材端房建端仍旧存在压制，而板材端预计出口影响将逐步体现，且体现的时间越晚，出现断崖式下降的风险概率或越高。此外，对于铁水端，当下诡异的高铁水（已经创下同期历史新高）我们认为在终端需求承压的背景下是极为不健康的表现，短期抢出口等带动的高出口或能勉强对冲高产量的压力，但随着后期时间进入淡季以及出口的压力开始显现，高铁水将不得不向下快速回落以维持钢厂利润。站在这个角度（对标需求），我们认为粗钢减产是势在必行的，至于是否如传闻出现行政性的限产，这更多是影响节奏和情绪，而不会改变减产的结果。即需求端，我们往后看到的仍是边际趋弱的表现。

至于锰硅的供给端：首先，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，压缩供给更多是起到下跌减速器的作用；其次，虽然我们看到各产区当下均出现不同程度的停产检修，但我们认为产量下滑的速率依旧不够，仍不足以改变供求结构的宽松问题；最后，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，我们并不建议因为其相对低的估值过早介入抄底，等待右侧位置或更为安全。

硅铁方面，在未来的一段时间内，我们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。

而供给端，我们看到硅铁同锰硅一般，都在主动缩减供给以求稳定价格。对此，我们认为有利于价格在底部趋稳，但并不足以带动价格发生逆转，至少在当下的产量程度下。

因此，短期来看，我们认为硅铁价格依旧难以摆脱压力，仍缺乏有效的提振驱动。

铁矿石

五一假期期间（4月30日15:00至5月5日08:00），新加坡铁矿石价格由96.8美元/吨跌至96.15美元/吨，涨跌幅-0.67%。供给端，最新一期全球铁矿石发运总量3050.5万吨，环比减少137.7万吨。澳洲巴西铁矿发运总量2540.4万吨，环比减少218.0万吨。澳洲发运量1769.2万吨，环比减少226.0万吨，其中澳洲发往中国的量1518.4万吨，环比减少128.8万吨。巴西发运量771.2万吨，环比增加8.0万吨。中国47港到港总量2634.4万吨，环比减少45.2万吨；中国45港到港总量2449.7万吨，环比减少63.1万吨。日均铁水产量245.42万吨，环比上周增加1.07万吨。库存端，全国47个港口进口铁矿库存总量14848.27万吨，环比增加67.27万吨。

供给方面，最新一期铁矿石发运量微降，主要系澳洲泊位检修影响，发运量回落明显所致。巴西和非主流国家发运量均有所增加。近端到港量同期高位运行。需求方面，钢联口径日均铁水产量突破245万吨，达到近年来同期水平的最高值，见顶预期不断增强，且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，前期由于港口疏港量和钢厂日耗水平均持续在同期高位运行，港口库存整体维持去库趋势，钢厂进口矿库存节前有所补库，整体继续保持在低位水平。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对近端现实有一定支撑，要看到终端需求边际弱化，以及后续传导至铁水端或还需要一定周期。同时，宏观方面四月国内重要会议召开，基本符合市场此前预期，因此结合来看，对于主力09合约而言，弱预期的格局尚未改变，价格或仍旧偏弱运行。此外，关于粗钢限产消息，对成材和原料走势存在分化影响，关注后续变化。

工业硅

4月份，工业硅盘面持续、大幅下跌，月度跌幅1255元/吨或-12.81%。日线级别，当前盘面价格仍处于下跌趋势中，走势依旧偏弱，在价格摆脱4月份以来下跌趋势线前，仍需要警惕价格出现向下最后“绝望杀”的风险。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。

对于工业硅4月份的下跌，我们认为一方面是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，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。另一方面，4月份以

来，尤其是清明节前后商品环境急剧转弱，给价格的快速、大幅回落提供了相当的空头氛围。

当下，不论是工业硅基本么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。我们看到多晶硅及有机硅的产量仍在不断回落，而工业硅产量收缩则开始出现停滞。同时，五一假期期间，外盘原油价格继续下挫，拖累整体商品氛围。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

胶价酝酿修复。5月常有转机。

现货

泰标混合胶 14150 元。STR20 报 1700 美元。STR20 混合 1720 美元。

江浙丁二烯 8900 元。华北顺丁 11300 元。

操作建议：

胶价风险释放。预期后期修复。

建议目前中性偏多思路，短线操作，快进快出。

关注多 RU2601 空 RU2509 的波段操作机会。

1) 商用车数据小幅波动。

2025 年 3 月货车销量达 39.42 万辆，环比增长 41.26%，同比下降 2.69%；1~3 月累计销售 92.63 万辆，累计增幅为 0.78%。其中，重卡 3 月销量为 11.15 万辆，环比增长 37.02%，同比下降 3.69%；1~3 月累计销售 26.5 万辆，累计同比下降 2.81%。

2) 轮胎出口增速较高预期边际减弱。

2025 年前两个月，中国轮胎出口市场表现稳健，与去年同期相比基本持平。具体来看，新充气橡胶轮胎出口量达到 1.07 亿条，同比增长 7.5%，出口金额为 238.2 亿元，增长 5.2%，出口重量为 132 万吨，同比增加 3.3%。

3) 轮胎厂开工率后期预期中性。

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。

4) 库存或转向增库。

截至 2025 年 4 月 20 日，中国天然橡胶社会库存 136.9 万吨，环比下降 1.4 万吨，降幅 1%。中国深色胶社会总库存为 83 万吨，环比下降 1.2%。中国浅色胶社会总库存为 53.8 万吨，环比降 0.7%。截至 2025 年 4 月 27 日，青岛天然橡胶库存 47.8 (+0.57) 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，泰国出口 352.2 千吨，同比 3.01%，环比-8.47%，累计 1102 千吨，累计同比 10.40%。

2025 年 03 月，印尼出口 146.9 千吨，同比 6.06%，环比-0.74%，累计 445 千吨，累计同比 9.83%。

2025 年 03 月，越南出口 113.3 千吨，同比 1.61%，环比 2.26%，累计 371 千吨，累计同比-5.58%。

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：假期期间，WTI 主力原油期货收跌 3.63 美元，跌幅 6.09%，报 55.94 美元；布伦特主力原油期货收跌 3.49 美元，跌幅 5.59%，报 58.99 美元。

地缘政治：伊朗表示对美方参与核谈判的诚意“深表怀疑”，第四轮谈判仍在进行；佩斯科夫称俄方期望乌在停火期间采取行动缓和局势。

宏观方面：美国 4 月非农就业人数增加 17.7 万，预估为增加 13.8 万，前值为增加 22.8 万，整体宏观仍有韧性；美国加州州长公开表示将继续对中国敞开贸易大门。

供给方面：美国产量维持高位震荡走势，本周 EIA 原油产量维持相对低位约 13.46 百万桶/日；贝克休斯钻机环比减少 4 台至 479 台。OPEC 宣布 6 月增产 41.1 万桶/日，考虑到补偿减产因素，6 月份实际增产约为 35.9 万桶/日。下一次制定 7 月政策的 OPEC 会议暂定于 6 月 1 日举行。

需求方面：美国炼厂开工率环比小幅上升至 88.60%。；中国主营炼厂开工率小幅下滑至 71.93%；欧洲炼厂开工率下滑至 77.02%。整体全球炼厂开工仍低于预期。

库存方面：美国原油商业库存环比去库至 440.41 百万桶，总成品油库存环比去库至 398.23 百万桶；中国原油港口库存累库至 200.79 百万桶，总成品油累库至 199.98 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存累库至 45.61

百万桶。全球成品油消费基本符合预期。

策略推荐：我们认为短期内 OPEC 增产已经如期兑现，建议投资者陆续逢低止盈，短期不宜过度追空。在当前静态低库存情境下，逢低短多正套仍为较好头寸。

甲醇

国内企业开工逐步回升，产量处于历史高位水平，企业利润受现货走弱影响有所回落但整体依旧处于高位。后续来看，国内供应继续回升，进口逐步走高，需求端传统需求逐步转淡，国内甲醇供需格局逐步转弱，价格仍有回落压力。当前甲醇产业链利润集中在甲醇生产企业，后续利润有望向下游转移，甲醇生产利润预计将进一步压缩。另外，原油等能源价格的持续回落也将进一步打压市场情绪。策略方面，单边关注逢高空配为主。月间结构来看，随着社会库存的逐步见底，9-1 依旧以逢高关注反套为主。套利方面，09 合约 PP-3MA 价差逢低关注做多机会。

尿素

当前市场供高需弱，企业库存同比高位，节后预计将迎来国内农业需求的释放，短期主要矛盾集中在出口端，在经历一整年出口受限后市场开始传出出口放松的消息，当前内外价差仍在，若出口放松无疑能大大提振国内整体市场情绪，不排除后续消息继续发酵的可能性，但节前盘面单日上涨幅度过大，直接追高仍有一定风险，若有前期低位多单仍可继续持有，未进场的交易者建议关注市场情绪逐步回落之后再关注多单进场机会，月间价差仍以逢低关注正套为主。

聚烯烃

估值：聚烯烃月度跌幅（期货>成本>现货）。

◆成本端：WTI 原油本月下跌-11.26%，Brent 原油本月下跌-11.04%，煤价本月下跌-3.17%，甲醇本月下跌-5.20%，乙烯本月

下跌-9.59%，丙烯本月下跌-2.03%，丙烷本月上涨 0.47%。油价大幅下跌，成本端支撑松动，本月盘面交易逻辑成本端影

响增强。

◆供应端：PE 产能利用率 85.37%，环比上涨 5.02%，同比去年上涨 8.82%，较 5 年同期平均下降-6.87%。PP 产能利用率 71.62%，

环比下降-6.37%，同比去年下降-4.24%，较 5 年同期平均下降-19.15%，二季度投产压力较大，4 月份仍有大量计划产能推

迟至 5 月投产。

◆进出口：3 月国内 PE 进口为 110.10 万吨，环比 2 月下降-16.92%，同比下降-8.94%。3 月国内 PP 进口 19.29 万吨，环比 2 月下降

-9.86%，同比下降-9.86%。出口端淡季回落，3 月 PE 出口 10.82 万吨，环比 2 月上涨 86.94%，同比上涨 6.47%。PP 出口 28.49

万吨，环比2月上涨34.32%，同比下降-1.53%。二季度为出口季节性淡季，PP出口量或将季节性下降。

◆需求端：PE下游开工率40.21%，环比下降-1.74%，同比下降-10.39%。PP下游开工率50.06%，环比下降-0.73%，同比下降-

4.03%。季节性淡季来临，整体开工不及往年同期。相较之下，PP强于PE。

◆库存：PE生产企业库存51.8万吨，本月累库18.16%，较去年同期累库7.71%；PE贸易商库存5.26万吨，较上月累库3.20%，

较去年同期去库-0.88%；PP生产企业库存60.44万吨，本月去库-5.81%，较去年同期累库8.18%；PP贸易商库存13.85万吨，

较上月去库-5.85%，较去年同期去库-1.42%；PP港口库存7.67万吨，较上月累库9.89%，较去年同期累库25.53%。

◆小结：中央政治局会议顺利召开，资本市场较为平稳。目前成本端LPG受“对等关税”政策影响，PP价格或将受到原油向

下（美国降低通胀）和LPG向上（中国进口美国LPG关税上升）的双重影响。聚烯烃基本面主要矛盾集中在供应端大量投产

计划落地节奏，如果5月底前二季度计划产能落地完成较好，由于后半年聚乙烯计划产能较小，供应端压力将明显得到缓

解，预计6月起LL-PP价差将会持续走扩。

◆下月预测：聚乙烯(L2509)：参考震荡区间(7000-7300)；聚丙烯(PP2509)：参考震荡区间(6900-7200)。

◆策略推荐：待5月大量投产计划落地后，等待LL-PP价差平台突破，逢低做多。

◆风险提示：PE进口大幅上升，PP出口大幅上升。

苯乙烯

◆成本：4月纯苯价格整体重心下移，BZN裂差走低。4月上旬跟随原油大幅下跌，中旬受下游刚需低价采购支撑价格止跌，下旬因终端表现疲软拖累纯苯反弹高度，且最终快速下跌，纯苯裂差快速压缩走低，下游利润均转为亏损。预计5月新增检修装置或后延至6月，且有主营炼厂检修重启，纯苯供给回升；需求端除过苯乙烯小幅回升，其他需求一般，尤其是己内酰胺超季节性累库导致需求疲软；虽纯苯5月进口或下降至43万吨左右，但预估纯苯整体仍旧累库，在纯苯港口库存逆季节性累库的背景下，预估纯苯价格后市承压。

◆供应：苯乙烯4月因大检修季节性去库，但仍然难敌成本下移及需求疲软影响。4月初受中美关税影响，国内能化品跟随原油价格大幅走弱，苯乙烯自身因检修带动港口去库，由于需求疲软，苯乙烯月初和月底价格重心下移。5月苯乙烯前期检修装置进入重启阶段，当前开工仍然处于绝对低位，白色家电需求进入季节性相对高点，后市排产计划边际走弱。供需双弱背景下，苯乙烯仍旧跟随纯苯波动。

◆需求：4月苯乙烯三大下游受中美关税战影响，导致其成品库存处于高位，尤其是EPS。整体来讲4月下游需求开工均呈现不同程度下降，PS和ABS库存位于绝对高位，EPS逆季节性大累库，拖累苯乙烯需求。进入到5月考虑到终端三大家电排产计划边际下行，故需求依旧疲软。

◆库存：苯乙烯工厂和港口4月双双季节性去库，然工厂库存位于历史同期高位令市场承压。值得注意的是苯乙烯的港口库存当前来到绝对中低位，或将限制苯乙烯的下跌幅度。

◆小结：原油端5月3日OPEC+提前2日举行会议，并决议于6月份石油供给增加41.1万桶/日令原油价格承压，这将让原本疲弱的纯苯价格进一步承压重心下移；苯乙烯自身来讲，供给端检修结束进入重启阶段，需求端弱势难改，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，同时也要留意苯乙烯的港口绝对库存处于低位或影响苯乙烯价格下跌幅度。五一节前我们观点偏空，节后我们仍旧推荐低位水平，这或将制约后市苯乙烯的下跌幅度，并以苯乙烯的基差和月差的走强来体现。空单继续持有，谨慎者可选择止盈看跌期权及部分空头头寸。

PVC

成本利润：乌海电石价格报2500元/吨，月同比下跌200元/吨；山东电石价格报2980元/吨，月同比下跌105元/吨；兰炭陕西中料675元/吨，月同比持平。利润方面，氯碱综合一体化利润走弱，乙烯制利润低位，估值支撑较强。

供应：PVC产能利用率79.3%，月同比下降0.5%；其中电石法79%，月同比下降2.9%；乙烯法80.2%，月同比上升5.8%。本月供应相对3月下降，利润较差的情况下，电石法装置按计划检修，乙烯法开工低位回升。下个月在利润偏弱的情况下，电石法装置检修预期能落地，整体检修量仍然较高，但在产能方面，二季度投产压力较大。

需求：出口方面一季度出口同比大幅增长，带动国内较快去库，目前印度反倾销延期和6月存在BIS认证风险压力下，5月预期出口状况依然较好；三大下游开工下滑，管材负荷43.1%，月同比下降4.4%；薄膜负荷65.6%，月同比下降5%；型材负荷33.4%，月同比下降9.3%；整体下游负荷43.9%，月同比下降5%，下游整体表现不及去年同期，整体需求偏弱，主要依赖出口消耗今年的高开工。

库存：月底厂内库存41万吨，月同比去库2.9万吨；社会库存64万吨，月同比去库16.5万吨；整体库存105.1万吨，月同比去库19.5万吨；仓单集中注销后回升。目前去库斜率较好，尤其社会库存方面，在今年高开工和新投产的背景下，出口强劲引领去库，后续库存去化依赖检修落地情况及出口是否延续。

小结：本月清明后随着关税发酵，整体商品下跌背景下PVC跟随下跌，后因基本面有支撑走势震荡。基本面上一体化企业利润压力较大，电石制装置检修计划仍然较多，整体产量仍然高于往年同期，下游方面负荷大幅下滑，国内表需疲弱，出口方面在印度BIS认证和反倾销落地前预期仍然表现较好。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小幅抑制，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和出口才能支撑进一步的去库，成本支撑较弱，短期预计PVC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

行情回顾：本月大幅下跌，截至 4 月 30 日，09 合约收盘价 4155 元，月同比下跌 434 元；华东现货价格 4216 元，同比下跌 334 元。基差和价差方面，截至 4 月 30 日，基差 43 元，月同比下降 3 元；9-1 价差 -16 元，同比上升 27 元。

供应端：EG 月底负荷 68.4%，月同比下降 3.7%；其中合成气制负荷 62.2%，同比下降 4.6%；乙烯制负荷 72%，同比下降 3.2%。4 月乙二醇整体负荷下降，但仍然偏高，5 月预期负荷进一步下滑，近期合成气制装置方面，天业一条线重启，黔希煤化工检修；油化工方面，中石化武汉重启，海南炼化、三江石化降负，上海石化重启但未出料。到港方面，4 月进口预计 59 万吨，同比下降 10 万吨，但进口量仍然偏高，5 月随着海外检修持续高位，预期进口量下滑。

需求端：月底聚酯负荷 93.4%，同比上升 0.5%，其中长丝负荷 90%，下降 5.1%；短纤负荷 91.3%，下降 0.6%；瓶片负荷 81.2%，上升 8.5%。目前瓶片库存及利润压力偏小，预计短期负荷仍然能维持。涤纶方面，因终端补库库存压力较前期下滑，负反馈的风险后移，关注进入淡季后聚酯库存压力。终端方面，产成品库存累库，订单仍然偏弱，月底加弹负荷 72%，织机负荷 54%，涤纱负荷 67%，远弱于往年同期。纺服零售 3 月国内零售同比+3.6%，出口同比+4.7%。本月美国宣布关税政策，整体而言，我国纺服出口和转口贸易都存在较大压力，需求端持续存在负反馈风险。

库存：截至 4 月 28 日，港口库存 80 万吨，月同比累库 1.5 万吨；下游工厂库存天数 14 天，同比上升 1 天，港口库存量震荡，下游库存天数上升。进入五月随着国内负荷进一步下降，叠加进口量预期下行，国内供需平衡整体偏强。

估值成本端：本月石脑油制利润上升 145 元至 -637 元/吨，国内乙烯制利润下降 24 元至 -712 元/吨，煤制利润下降 40 元至 966 元/吨。成本端乙烯下降 65 美元至 795 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格下跌 90 元至 460 元/吨，国内利润位于高位水平，估值偏高。

小结：本月在原油大幅下跌，叠加关税带来的纺服需求承压背景下，节后乙二醇大幅下跌，反弹后因去库预期始终不兑现，关税对供给端的冲击预期下行，导致盘面震荡偏弱。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。目前在关税的影响下，终端出口订单数量减少，产业链中期存在负反馈风险，供给端进口美国数量预期 5 月下旬前后才受到影响，乙烷存在进口豁免可能，整体需求影响预期大于供给。供给开工下滑的背景下，库存没有出现预期的去化幅度，库存去化存在证伪风险，关税的影响暂时以利空为主，即使短期因终端补库导致负反馈风险后移，去库不兑现的条件下依旧对估值难有较强的支撑，预期短期震荡偏弱。

PTA

行情回顾：本月价格大幅下跌，截至 4 月 30 日，09 合约收盘价 4434 元，月同比下跌 490 元；华东现货价格 4555 元，同比下跌 345 元。基差和价差方面，截至 4 月 30 日，基差 125 元，月同比上升 128 元；

9-1 价差-4 元，同比上升 22 元。

供应端：月底 PTA 负荷 77.7%，月环比下降 2.2%。4 月负荷前低后高，但整体负荷仍然较低。5 月计划检修装置仍然偏多，进入五月负荷将从高位再度下移。

需求端：月底聚酯负荷 93.4%，同比上升 0.5%，其中长丝负荷 90%，下降 5.1%；短纤负荷 91.3%，下降 0.6%；瓶片负荷 81.2%，上升 8.5%。目前瓶片库存及利润压力偏小，预计短期负荷仍然能维持。涤纶方面，因终端补库库存压力较前期下滑，负反馈的风险后移，关注进入淡季后聚酯库存压力。终端方面，产成品库存累库，订单仍然偏弱，月底加弹负荷 72%，织机负荷 54%，涤纱负荷 67%，远弱于往年同期。纺服零售 3 月国内零售同比+3.6%，出口同比+4.7%。本月美国宣布关税政策，整体而言，我国纺服出口和转口贸易都存在较大压力，需求端持续存在负反馈风险。

库存：截至 4 月 25 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）268.9 万吨，月同比去库 40.9 万吨，其中在库在港库存为 50.4 万吨，同比累库 0.3 万吨，仓单 55.9 万吨，同比去库 32.7 万吨。5 月随着检修季的延续，PTA 预期持续大幅去库。

利润端：本月现货加工费上升 213 元，截至 4 月 30 日为 498 元/吨；盘面加工费上升 10 元，截至 4 月 30 日为 359 元/吨。

小结：本月在清明原油大幅下跌的背景下，叠加关税对纺织服装出口需求的压制，节后 PX 及 PTA 大幅下跌，但 PTA 加工费因去库格局维持而偏强，后续在聚酯开工持续偏强和 PTA 现货流动性偏紧的刺激下，大幅反弹。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，且受关税压制，行业中期存在负反馈的压力，但短期因终端补库聚酯库存压力大幅减小，预期负反馈风险后移，因此 PTA 短期估值仍有支撑向上的驱动。但绝对价格方面，因 PXN 上方空间有限，原油偏弱，因此关注跟随原油逢高空配的机会。

对二甲苯

行情回顾：本月价格大幅下跌，截至 4 月 30 日，09 合约收盘价 6212 元，月同比下跌 828 元；PX CFR 价格 745 美元，同比下跌 105 美元。基差和价差方面，截至 4 月 30 日，折算基差-28 元，月同比下降 178 元；9-1 价差 2 元，同比下降 10 元。

供应端：月末中国负荷 73%，同比下降 4.8%；亚洲负荷 67.9%，同比下降 4.6%。国内装置方面，本月进入检修季，负荷持续下降。后续来看，五月计划检修装置逐渐减少，预期负荷低位回升。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。

需求端：月底 PTA 负荷 77.7%，月环比下降 2.2%。4 月负荷前低后高，但整体负荷仍然较低。5 月计划检修装置仍然偏多，进入五月负荷将从高位再度下移。

库存：3月底社会库存468万吨，同比持平，根据4月平衡表将去库32万吨左右，5月因PX检修计划减少，但PTA检修仍然偏多，预期国内整体去库幅度相对4月减小。

估值成本端：本月PXN下降26美元，截至4月29日为184美元，本月震荡偏弱；石脑油裂差上升12美元，截至4月29日为110美元，原油端大幅下跌。芳烃调油方面，汽油裂解价差走强，美亚芳烃价差上升。

小结：本月PX在清明原油大幅下跌的背景下，叠加关税对纺织服装出口需求的压制，成本端和估值端双杀，导致节后价格大幅下跌，后续在估值见底、聚酯开工持续偏强和PTA现货流动性偏紧的刺激下，原料反弹。后续来看PX仍处于检修季，预期在二季度国内持续去库，终端纺服订单持续偏弱，成品库存较高，受关税预期压制，产业链中期存在负反馈压力，但短期因终端补库缓解了聚酯库存压力，负反馈的风险后移。短期预计估值仍然有支撑，但绝对价格方面，由于原油偏弱，且PXN上方空间有限，关注跟随原油逢高做空的机会。

农产品类

生猪

现货端：4月份二育与供应释放并行，价格先涨后落，整体以震荡为主，月内屠宰小幅放量，冻品库存先涨后落，体重明显积累，肥标价差从高位回落；具体看，河南均价月涨0.12元至15元/公斤，月内最高15.16元/公斤，四川均价周持平于14.46元/公斤，月内最高14.86元/公斤，广东均价月涨0.6元至15.68元/公斤；从驱动看，5月份猪价或仍以频繁震荡为主，月内二育积极性或仍较高，分流供应且支撑猪价，但另一方面，理论和计划供应量呈增加趋势，且肥标价差回落叠加天气转热，前期压栏供应有逐步兑现的动力，因此预计月内猪价仍无明显趋势。

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

现货端：受需求季节性变化影响，4月份国内蛋价先涨后落，月初处于清明备货期，各环节库存较低，下游逢低补货，蛋价从低位反弹，但涨价后需求承接不力，叠加供应充裕，五一备货弱于预期，库存再度积累，蛋价从高位回落，截止当前表现疲弱；具体看，黑山大码蛋价月涨0.1元至2.9元/斤，月内最高3.2元/斤，馆陶月涨0.07元至2.87元/斤，月内最高3.29元/斤，销区回龙观月涨0.19元至3.39元/斤，东莞月涨0.04元至3元/斤；供应持续增多，5月份蛋价或依旧偏弱，当中节后有小幅补库需求或导致蛋价小涨，但供应压制，且随着气温升高和需求回落，蛋价整体趋势或维持向下。

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-白鸡价差明显回落至正常水平，但淘鸡鸡龄仍维持536天左右的偏高水平。

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：假期鸡蛋走货尚可，但库存偏稳定，价格持平或小落，整体新开产的压力大过需求备货的支撑，印证供应依旧主导当前蛋价，随着气温升高和新开产压力的持续增加，蛋价上方压力有增无减，盘面虽较前期有所回落，但远月仍有较高升水，维持逢高抛空思路不变。

豆菜粕

国际大豆：4月美豆维持震荡趋势，节前受中国豆粕下跌拖累收跌，节后因市场氛围转好及美豆本身基本面不弱回升。美豆前期因交易贸易战及全球大豆丰产压力回落到1000美分/蒲以下，不过低于成本较多的估值以及种植面积削减、美豆油预期需求增加、国内库存较低、与许多国家关税进入谈判等给予支撑。上周巴西升贴水回落，传中国因库存压力放缓买船节奏，叠加其国内运费下跌，巴西在高于往年季节性的升贴水背景下以兑现利润为主积极出货。中期来看，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反弹动力，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。

国内双粕：假日期间，国内豆粕现货回落，华南低价接近 3000 元/吨。截止 4 月 22 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 1313 万吨，4 月 1022 万吨，5 月 1085 万吨，6 月 797 万吨，7 月 389 万吨，因此未来 5 个月大豆供应较充足。4 月国内豆粕成交低迷、提货一般，下游饲料企业库存天数同比往年偏低，据 MYSTEEL 统计饲企物理库存天数下滑至 4.35 天。不过中期随着大豆到港恢复，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。

观点：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。国内豆粕现货近期拉涨后，因未来几个月库存及到港充足，高额榨利回落概率大，进入累库周期，预计现货逐步回落带动远月豆粕下跌，此外外盘远期存一定支撑，豆粕相对美豆震荡偏弱为主，注重交易节奏。

油脂

马棕：4 月马棕受原油大跌及马棕增产双重利空大幅下跌约 12%。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 30 日出口环增 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 SPPOMA 预估产量环增 17.03%，按此预估马棕 4 月底库存可能接近 175 万吨，若此数据兑现棕榈油估值可能会大幅下移。

国际油脂：美生柴政策预期美豆油形成每年接近增加 50-100 万吨需求的利多，因而美豆油仍维持高位震荡趋势。2026 年的可再生燃料掺混义务规则已经延期，预计会在 2025 年某个时间点完成，届时需要关注对全球油脂的需求影响。同时，4 月初特朗普全球对等关税实施，对经济的担忧导致原油大跌，为棕榈油高估值埋下阴影，之前预期要进一步经济预期驱动或累库预期才能打破当前库存紧高估值的现实，当前马棕 4 月产量及库存增加幅度或已经打开了棕榈油下行空间。

国内油脂：从 MYSTEEL 统计数据来看，4 月国内棕榈油现货成交较弱，豆油成交放量，棕榈油前 3 月表观消费同比偏低，菜油消费略弱，豆油消费较好，或因性价比原因替代了其他油脂消费，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：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，两者叠加油脂延续回落压力较大，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

国际市场回顾：上周原糖价格下跌，因 ICE 原糖 5 月合约到期交割以及巴西开始 2025/26 榨季生产。截至周五 ICE 原糖 7 月合约收盘价报 17.27 美分/磅，较之前一周下跌 0.89 美分/磅，或 4.9%。消息方面，ICE 原糖 5 月合约到期交割，交割量为 2.9 万手，或 148 万吨。路易达孚是唯一的接货商，而中粮国际、苏克敦、维特拉、丰益国际是主要交货商。据巴西甘蔗行业协会(Unica)数据显示，4 月上半月巴西中南部地区压榨甘蔗 1659.8 万吨，同比增加 2.99%；产糖 73.1 万吨，同比增加 1.25%，也是自 2020/21 榨季以来最高产量，甘蔗制糖比例为 44.77%，同比增加 0.69 个百分点；累计有 178 家糖厂开榨，同比增加 3 家。

国内市场回顾：上周郑糖价格下跌，受外盘价格下跌带动。截至五一节前郑糖 9 月合约收盘价报 5887 元/吨，较之前一周下跌 87 元/吨，或 1.46%。消息方面，据 Williams 数据显示截至 4 月 30 日当周，巴西对中国食糖出口待运量为 18.3 万吨，较上周持平，在途量为 6.9 万吨，较上周持平。

观点及策略：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

国际市场回顾：上周美棉花期货价格先下跌后反弹，截至周五美棉花期货 7 月合约收盘价报 68.36 美分/磅，较之前一周下跌 0.34 美分/磅，或 0.49%。消息方面，美棉种植顺利，据 USDA 数据显示，截至 2025 年 4 月 27 日，美国棉花种植率为 15%，较前一周提升 4 个百分点，较去年同期提升 1 个百分点。出口方面，据 USDA 数据显示，4 月 17 至 4 月 24 日当周，美棉本年度出口签约量净增 2.76 万吨，环比上周增加 0.27 万吨；累计签约量达 257.97 万吨，同比略减 7.18 万吨。

国内市场回顾：上周郑棉价格小幅下跌，截至五一节前郑棉 9 月合约收盘价报 12750 元/吨，较之前一周下跌 240 元/吨，或 1.85%。消息方面，据央视新闻 5 月 2 日报道，商务部新闻发言人就中美经贸对话磋商情况答记者问：“中方注意到美方高层多次表态，表示愿与中方就关税问题进行谈判。同时，美方近期通过相关方面多次主动向中方传递信息，希望与中方谈起来。对此，中方正在进行评估。”

观点及策略：从宏观层面来看，受中美双方相互加征高额关税影响，市场情绪偏悲观，郑棉价格维持低位震荡。从基本面来看，国内棉纺织行业消费旺季结束，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。预计短线棉价延续震荡走势，关注未来中美双方是否谈判及进程，以及进入淡季后国内库存边际变化。

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，并鼓励交易者寻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	