



宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数-0.28%，创业板指-2.95%，上证 50-0.65%，沪深 300-1.37%，中证 500-1.19%，中证 1000-1.04%。

经济与企业盈利：3 月 PMI 环比回升，2 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；上市公司年报正在披露中，行业龙头表现好于行业平均水平。

利率与信用环境：10Y 国债利率震荡，信用债利率小幅下行，信用利差下行；中国 2 月社融略低于预期；DR007 利率季末上行。

资金面：偏股型基金发行量边际增加；ETF 基金净申购量边际增加；融资余额下降；重要股东净减持金额减少；IPO 批文数量不变。

宏观消息面：

- 1、国务院关税税则委员会：对原产于美国的所有进口商品加征 34%关税。
- 2、人民日报：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。
- 3、美国 3 月非农就业人数增加 22.8 万人，高于预期。
- 4、美股遭遇五年来最惨烈一周，纳指跌入技术性熊市。
- 5、中行、建行、交行、邮储四大银行发布定增预案引入财政部战略投资，总金额 5000 亿元。

市盈率：沪深 300:12.42，中证 500:28.50，中证 1000:37.96，上证 50:10.69。

市净率：沪深 300:1.33，中证 500:1.85，中证 1000:2.11，上证 50:1.20。

股息率：沪深 300:3.43%，中证 500:1.81%，中证 1000:1.45%，上证 50:4.24%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：+0.00%/-0.15%/-0.63%/-1.84%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.40%/-1.13%/-2.28%/-4.47%；IM 当月/下月/当季/隔季：-0.56%/-1.55%/-2.76%/-5.49%；IH 当月/下月/当季/隔季：+0.08%/+0.01%/-0.16%/-1.38%。

交易逻辑：受特朗普关税政策影响，海外股市普遍大跌，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。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：单边建议等待关税影响减弱后择机逢低买入，套利建议短期多 IH 空 IM。

国债

经济及政策：国内经济数据的改善主要集中在政策发力的领域，更多的数据修复仍需时间验证。海外方面，美国部分经济指标近期有走弱迹象。美国对等关税加征力度超预期，美国将对所有贸易伙伴设立 10%

的“最低基准关税”，对华累计关税升至 54%。当前内需恢复力度仍不稳，叠加关税带来的外部冲击，提振国内消费市场必要性进一步强化，宽货币政策对冲关税冲击可期。

1. 美国总统特朗普在白宫签署“对等关税”行政令，宣布美国对贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，将于美国东部时间 4 月 5 日凌晨 0 时 01 分生效。此外，将对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”，对华累计关税升至 54%。
2. 国务院关税税则委员会表示，美方做法不符合国际贸易规则，严重损害中方的正当合法权益。自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税。
3. 人民日报发表评论，美国政府对我国及其他贸易伙伴加征关税，我国采取反制措施。当前我国经济企稳向好，有底气应对美方关税冲击。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。
4. 中国 3 月财新制造业 PMI 录得 51.2，预期 51.1，前值 50.8。随着春节效应等因素的影响基本消退，3 月中国制造业景气度加速扩张，录得近四个月来最佳表现。
5. 三部门印发《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》，支持保险公司发起设立私募证券基金，投资股市并长期持有。
6. 随着关税政策冲击市场，交易员提高了对美联储降息的押注，货币市场现在显示年底前降息 100 个基点，相当于四次 25 个基点的降息幅度，高于宣布加征关税前的约 75 个基点。
7. 英国政府 3 日宣布，将就对美国实施报复性关税启动为期一个月的咨询程序，以回应美方近期对英国出口商品采取的贸易限制措施。
8. 美国亚特兰大联储 GDPNow 指数预计，美国一季度 GDP 将下滑 2.85%，之前预计会萎缩 3.67%。
9. 美国 3 月 ADP 就业人数 15.5 万人，预期 11.5 万人，前值从 7.7 万人修正为 8.4 万人。

流动性：央行逆回购投放 6849 亿，7 天期逆回购到期 11868 亿，净回笼 5019 亿元，此外 3 月央行开展了买断式回购 8000 亿，当月有 7000 亿买断式回购到期，净投放 1000 亿元。总体跨季后资金面有所转松，DR007 利率收于 1.698%。

利率：1、最新 10Y 国债收益率收于 1.72%，周环比回落 9.38BP；30Y 国债收益率收于 1.91%，周环比回落 11.50BP；2、最新 10Y 美债收益率 4.01%，周环比回落 26.00BP。

小结：美国对等关税加征力度超预期，当前内需恢复力度仍不稳，叠加关税带来的外部冲击，提振国内消费市场必要性进一步强化，宽货币政策对冲关税冲击可期，4 月降准及结构性宽松政策配合可能性大。近期股市行情有所承压，债市资金分流缓解，跨季后资金价格有所回落。利率总体维持震荡下行判断，但是在超预期关税冲击下，短期可能导致利率下行较快，需适当关注可能的政策冲击以及止盈风险。

贵金属

清明假期间，外盘贵金属价格录得大幅度下跌，4 月 3 日 15:00 至 4 月 7 日今晨 7:00，COMEX 黄金主力合约价格下跌 3.75% 至 3033.1 美元/盎司，伦敦金价格下跌 3.71% 至 3011.74 美元/盎司。COMEX 白银主力合约价格下跌 13.7% 至 28.8 美元/盎司，伦敦银价格下跌 12.87% 至 28.93 美元/盎司。

本轮贵金属价格的下跌主要受到两方面因素的影响。首先，特朗普政府于北京时间4月3日正式宣布施行“对等关税”，大幅提高美国进口税率。但随后公布的豁免清单显示，黄金及白银却不在对等关税征收的范围内。因此前期贵金属市场对于美国潜在关税的预期交易结束，而这在白银纽伦价差的边际变化中得到集中体现，COMEX 白银相对于伦敦银而言在关税公布前的4月2日存在1.1美元/盎司的溢价，而在关税公布后转为折价，截至4月7日早晨 COMEX 白银主力合约贴水伦敦银0.1美元/盎司。COMEX 黄金相对于伦敦金的溢价则由关税公布前区间高点的54.9美元/盎司回落至4月7日早晨的15.35美元/盎司。纽约金银溢价的下跌显示贵金属市场针对特朗普政府关税政策的交易由“潜在关税预期”转为“未兑现的现实”，驱动金银价格出现明显回落。

美国股市及贵金属价格在鲍威尔上周五发表讲话后进一步出现下跌，而联储的货币政策预期在接下来一段时间仍将维持鹰派。本轮美国权益市场大幅下跌的触发点为特朗普政府施行的关税政策，鲍威尔并不存在传递鸽派货币政策信息以提振权益市场的动机。在美联储鹰派的货币政策表态以及关税交易放缓的背景下，贵金属板块，尤其是白银的价格短期来看仍将表现弱势，贵金属策略上建议暂时观望，沪金主力合约参考运行区间691-735元/克，沪银主力合约参考运行区间7143-8029元/千克。

铂族金属

特朗普政府“对等关税”落地，关税风险对于铂族金属价格驱动减弱：北京时间4月3日凌晨，特朗普政府正式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。美国关税政策风险短期有所缓和，伦敦现货铂金与NYMEX 铂金价差由关税公布前3月31日的34.5美元/盎司下降至15.2美元/盎司，伦敦现货钯金与NYMEX 钯金价差同期由14.7美元/盎司下跌至1.3美元/盎司，美国铂族金属溢价明显下降。同时，NYMEX 铂金三月期隐含存放利率由3月27日高位的10.48%回落至4月2日的8.25%，上述因素显示关税风险对于铂族金属价格的影响已经显著减弱。宏观驱动方面，美联储货币政策表态总体偏鹰派，4月3日美联储理事库格勒表示只要通胀上行的风险存在，在就业市场和经济活动维持稳定的情况下，支持当前利率政策维持不变。4月2日公布的美国3月ADP就业人数为15.5万人，高于预期的11.5万人以及前值的8.4万人。高频周度失业数据方面，截至3月27日，周度初请失业金人数已经连续四周低于预期，这表明4月4日公布的3月非农就业人口变动数将具备韧性。关税预期的交易的缓和以及美联储降息表态的谨慎对于铂族金属价格形成明确的利空因素，预计铂金及钯金短期价格将表现弱势。NYMEX 铂金主力合约参考运行区间878-989美元/盎司，NYMEX 钯金主力合约参考运行区间870-964美元/盎司。

有色金属类

铜

上周美国总统特朗普宣布“对等关税”，风险资产和工业品均明显下挫，国内清明假期间外盘铜价大跌，伦铜跌至 8690 美元/吨，较国内假期前收盘跌 8.9%，单周跌幅达 11.2%。产业层面，上周三大交易所库存环比减少 0.2 万吨，其中上期所库存减少 1.0 至 22.5 万吨，LME 库存减少 0.2 至 21.1 万吨，COMEX 库存增加 0.9 至 9.5 万吨。上海保税区库存增加 1.0 万吨。当周铜现货进口维持亏损，洋山铜溢价环比下滑。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水 51.4 美元/吨，国内盘面走弱基差报价抬升，周五上海地区现货对期货升水 35 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差缩窄至 910 元/吨，废铜替代优势降低，当周再生铜制杆企业开工率继续下滑。根据 SMM 调研数据，上周精铜制杆企业开工率回升，需求边际改善。

价格层面，假期间外围市场大跌背景下，国内铜价跌停开盘，盘中打开跌停。当前看由于美国征收关税导致需求担忧加大，叠加前期铜市场多头交易较为拥挤，铜价仍有进一步下探的风险，短期关注美股是否止跌、关税谈判进展和国内政策变化带来的宏观止跌信号，以及需求支撑力度。本周沪铜主力运行区间参考：70000-77000 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：8200-9200 美元/吨。

铝

供应端：据 SMM 统计，2025 年 2 月份（28 天）国内电解铝产量 334.7 万吨，同比增长 0.4%，环比下滑 9.5%。铝水比例环比上涨 1.7 个百分点，同比上涨 6.7 个百分点至 71.0%。截止 2 月份底，SMM 统计国内电解铝建成产能约为 4581 万吨，国内电解铝运行产能约为 4364 万吨左右，行业开工率环比上涨 0.07 个百分点，同比增长 2.26 个百分点至 95.3%。进入 2025 年 3 月份，国内电解铝运行产能随着相关企业启槽达产而再度走高，3 月底国内电解铝年化运行产能持平在 4384 万吨/年。

库存：库存方面，根据钢联数据统计，2025 年 4 月 3 日：铝锭去库 3.2 万吨至 77.4 万吨，铝棒去库 1.1 万吨至 25.05 万吨。

进出口：据中国海关总署，2025 年前 2 月国内未锻轧铝及铝材出口 85.9 万吨，相比去年同期的 96.57 万吨同比累计下降 11%。2025 年 1-2 月，中国原铝进口量总计 36.17 万吨减少 23.20%。白宫表示，进口钢铝将不受对等关税影响，此举至少将为国内买家提供一些缓解。美国已经对所有进口钢铝征收 25% 的关税，这些关键金属用于从汽车到洗碗机等各种产品。

需求端：产业在线最新出炉的关于我国三大白色家电（空调、冰箱、洗衣机）的 4 月份排产数据显示，总排产量达到了 3681 万台，相较于去年同期的生产实绩实现了 16.6% 的增长。详细拆分来看，家用空调 4 月份计划排产 2219 万台，同比增长 22.7%；冰箱排产计划为 820 万台，同比增长 14.2%；洗衣机排产计划为 642 万台，同比微增 2.0%。特朗普关税政策预计对后续国内家电出口有所冲击，后续消费预计走弱。

小结：受特朗普关税政策影响有色普跌。供应端方面电解铝产能利用率维持高位，1-2月铝锭进口维持高位。需求端方面，以旧换新政策延续，消费旺季来临，国内消费预期整体良好，特朗普关税政策预计对后续家电出口有所影响。海外LME库存去化持续，LME升贴水回落；国内库存持续去化，去化速度维持高位。整体而言，特朗普关税政策对于国内出口市场造成显著冲击，后续铝价预计维持低位震荡走势。国内主力合约参考运行区间：19500元-20600元。海外参考运行区间：2100美元-2600美元。

锌

价格回顾：上周锌价持续下行，截至周四节前，沪锌指数收跌0.95%至23110元/吨，单边交易总持仓23.25万手。截至周四下午15:00，伦锌3S较前日同期跌66.5至2748.5美元/吨，总持仓22.48万手。清明节期间，伦锌3S再跌86.5至2670美元/吨。

SMM0#锌锭均价23060元/吨，上海基差65元/吨，天津基差85元/吨，广东基差35元/吨，沪粤价差30元/吨。上期所锌锭期货库存录得1.04万吨，内盘上海地区基差65元/吨，连续合约-连一合约价差45元/吨。LME锌锭库存录得13.64万吨，LME锌锭注销仓单录得8.01万吨。外盘cash-3S合约基差-26美元/吨，3-15价差-22.41美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得1.15，锌锭进口盈亏为-804.97元/吨。根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至10.91万吨。

产业数据：本周锌精矿国产TC3450元/金属吨，进口TC35美元/干吨。本周锌精矿港口库存21.5万实物吨，锌精矿工厂库存60.6万实物吨。本周镀锌结构件开工率录得60.30%，原料库存1.8万吨，成品库存36.5万吨。本周压铸锌合金开工率录得54.10%，原料库存1.4万吨，成品库存0.9万吨。本周氧化锌开工率录得60.65%，原料库存0.3万吨，成品库存0.5万吨。

总体来看：特朗普政府于4月3日宣布施行“对等关税”，其征收范围及幅度超出预期，高关税背景下全球经济贸易风险加大，清明期间全球市场押注衰退，白银、原油、铜等宏观品种出现较大跌幅。海外注销仓单及冶炼减产扰动过后，市场关注点重回锌元素过剩，预计后续远月锌价仍有进一步下行的空间和风险。近期伴随锌价下跌，下游补库较多，国内社会库存去库明显，沪锌月差边际走强。近期商品市场受宏观扰动较多，日内波动较大，注意单边风险。

铅

价格回顾：上周铅价持续下行，截至周四节前，沪铅指数收跌1.43%至17109元/吨，单边交易总持仓9.59万手。截至周四下午15:00，伦铅3S较前日同期跌35.5至1951.5美元/吨，总持仓14.44万手。清明节期间，伦铅3S再跌40至1911.5美元/吨。

高频数据：SMM1#铅锭均价16975元/吨，再生精铅均价16950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6.16万吨，内盘原生基差-125元/吨，连续合约-连一合约价差-15元/吨。LME铅锭库存录得23.09万吨，LME铅锭注销仓单录得13万吨。外盘cash-3S合约基差-19.5美元/吨，3-15价差-68美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得1.201，铅锭进口盈亏为-283.45元/吨。据钢联数据，国内社会库存录增至6.98万吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存3.4万吨，工厂库存48.3万吨，折31.2天。铅精矿进口TC-20美元/干吨，铅精矿国产TC650元/金属吨。原生开工率录得61.48%，原生锭厂库0.6万吨。再生端，铅废库存10.1万吨，再生铅锭周产4.8万吨，再生锭厂库0.9万吨。需求端，铅蓄电池开工率70.21%。

总体来看：特朗普政府于4月3日宣布施行“对等关税”，其征收范围及幅度超出预期，高关税背景下全球经济贸易风险加大，清明期间全球市场押注衰退，白银、原油、铜等宏观品种出现较大跌幅。国内原生供应维持高位，下游消费相对疲软。前期环保扰动、海外注销等利多逐步消化，外盘领跌后铅锭进口窗口临近，预计后续国内铅价补跌空间较大。近期商品市场受宏观扰动较多，日内波动较大，注意单边风险。

镍

周五镍价受宏观影响大幅下跌，LME主力合约收盘价14640美元/吨，较前日下跌6.84%。宏观方面，美国关税超出市场预期，全球风险资产大幅下跌。有色金属品种虽然大都豁免关税，但大额关税势必会对终端需求产生冲击。从镍基本面来看，湿法矿涨价动能有所弱化，但MHP产量边际增量有限，难以完全对RKEF转产高冰镍部分形成替代，因此短期镍价核心矛盾仍在成本较高的火法条线，精炼镍边际成本支撑依旧存在。但需求端的坍塌预期使得市场提前结束阶段性的正反馈行情，重新回归镍的中长期过剩逻辑。综合来看，短期宏观矛盾成为镍价的主要影响变量，接下来在看到关税政策事件性的拐点前，不宜过早判断底部，操作上也建议谨慎。短期预计镍价弱势震荡为主，沪镍主力合约参考运行区间112000-125000元/吨，伦镍3M合约运行区间参考14000-15500美元/吨。

锡

供给端：供给方面，2月精炼锡产量14050吨，环比减少10.4%，同比增加22.6%，预计3月产量16770吨，环比增加19.4%，同比增加7.8%。

进出口：海关最新数据显示，1-2月锡矿累计进口量为18587吨，累计同比下降50.15%。1-2月份国内锡锭进口量为4203吨，累计同比下降16.61%。1-2月进口精炼锡共计4203吨，累计同比下降16.61%。其中1月进口量较多，2月进口量环比大幅下降。2025年1-2月中国精炼锡净进口量为2195吨。

需求端：产业在线最新出炉的关于我国三大白色家电（空调、冰箱、洗衣机）的4月份排产数据显示，总排产量达到了3681万台，相较于去年同期的生产实绩实现了16.6%的增长。详细拆分来看，家用空调4月份计划排产2219万台，同比增长22.7%；冰箱排产计划为820万台，同比增长14.2%；洗衣机排产计划为642万台，同比微增2.0%。乘联会数据显示，3月1-23日，全国乘用车市场零售115.4万辆，同比去年3月同期增长18%，较上月同期增长25%，今年以来累计零售433万辆，同比增长5%；全国乘用车新能源市场零售62.2万辆，同比去年3月同期增长30%，较上月同期增长40%，今年以来累计零售204.8万辆，同比增长34%。特朗普关税政策预计对后续国内家电出口有所冲击，后续消费预计走弱。

小结：假期期间受特朗普关税政策影响有色普跌。锡基本面方面，3月28日14时20分缅甸发生强烈地震，后续锡矿复产工作或受到冲击延缓。矿端供应偏紧，1-2月锡矿进口显著下降对锡的价格起到显著支撑作用，后续缅甸复产矿端预计偏宽松，现阶段消费进入旺季，特朗普关税政策预计对后续国内家电出口有所冲击，后续消费预计走弱。锡锭产量维持高位，锡整体呈现供需双强态势。消费旺季来临，国内库存目前处于相对高位，LME库存维持低位，关注后续库存变化情况。沪锡后续预计将维持偏弱走势。

国内主力合约参考运行区间：210000 元-290000 元。海外伦锡参考运行区间：32000 美元-37000 美元。

碳酸锂

期现市场：4月3日，五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 73,213 元，周内跌 0.31%，其中 MMLC 电池级碳酸锂报价 73,100-74,700 元，工业级碳酸锂报价 71,800-72,400 元。LC2505 合约收盘价 73,160 元，周跌 1.14%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 740 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 815-840 美元/吨，周内跌 0.60%。

基本面：4月3日，SMM 国内碳酸锂周产量 17625 吨，较上周增 1.8%。3月国内产量见顶回落，但仍处于高位，预计环比增 24%。后续碳酸锂供给缺少高位增长驱动，四月产量预期小幅走弱，环减约 7%。据乘联会初步数据估算，3月全国乘用车新能源市场批发销量同环比均增长 37%，重新回到百万以上。一季度主流电池材料企业排产环比四季度减约 4%，在传统淡季这一数据显示短期需求十分乐观。市场预期 4 月磷酸铁锂开工率继续上升，产量环比 3 月上浮 3-5%，三元持稳或略增。4月3日，国内碳酸锂周度库存报 129387 吨，环比上周+1.2%。截止 4 月 3 日，广期所碳酸锂注册仓单 24603 吨，4 月第一周注册 6848 吨。

观点：美国关税政策冲击全球商品市场。碳酸锂基本面缺少反弹动力，库存增势未改，上周环增 1.2%接近去年历史高位。市场预期 4 月供给小幅回落，累库幅度有望收缩，但供求矛盾未能修复。成本端，盐厂生产利润压力传导至矿端，海外矿价重回下行通道，成本支撑走弱。周初市场情绪恐慌，承压下跌后建议留意商品市场氛围，碳酸锂社会库存、矿价变化和供应持续性。本周广期所碳酸锂 2505 合约参考运行区间 70000-72500 元/吨。

氧化铝

截止 4 月 3 日下午 3 时，氧化铝指数大幅下跌 5.75%至 2870 元/吨，持仓增加 5.8 万手至 43.8 万手。基差方面，山东氧化铝现货价格较主力合约升水 156 元/吨。月差方面，连 1-连 3 月差窄幅波动，录得 1 元/吨，维持震荡。

本周各地区氧化铝现货价格进一步下探，广西、贵州、河南、山东、山西、新疆地区现货价格分别下跌 80 元/吨、下跌 90 元/吨、下跌 55 元/吨、下跌 50 元/吨、下跌 55 元/吨、下跌 120 元/吨。产量维持高位，出口需求下滑，过剩格局延续，现货价格继续承压。

本周氧化铝社会总库存累库 2.2 万吨至 398 万吨，累库趋势维持，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 1.3 万吨、保持不变、累库 1.2 万吨、累库 2.3 万吨。本周氧化铝上期所仓单录得 29.85 万吨，较上周保持不变；交割库库存报 32.42 万吨，较上周增加 0.04 万吨。

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，虽然铝土矿持货方挺价意愿仍存，但考虑到买方压价意向坚定，预计铝土矿价格短期将震荡下行。

供应端，高频周度数据上，本周国内氧化铝产量 173.4 万吨，较上周下滑 0.2 万吨，仍维持高位。

需求端，运行产能方面，2025 年 2 月电解铝运行产能 4367 万吨，较上月增加 2 万吨。开工率方面，2 月电解铝开工率环比增加 0.19%至 95.96%。

进出口方面，截止4月3日，周内澳洲FOB价格下跌5美元/吨至373美金/吨，出口盈亏回落至-419元/吨，出口窗口关闭。

总体来看，原料端，氧化铝冶炼厂低利润导致对铝土矿的采购热情一再降低，矿价后续预计将逐步回落；供给端，新建产能开工进展顺利，氧化铝供应仍将持续宽松；需求端，电解铝开工仍维稳。进出口方面，海外氧化铝价格大幅回落，出口窗口关闭，出口需求或将大幅缩减。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A02505参考运行区间：2650-2900元/吨。

不锈钢

期现市场：截至3月30日无锡不锈钢冷轧卷板均价报13600元/吨，环比+3.42%；山东7%-10%镍铁出厂价为1025元/镍，环比+5.67%；废不锈钢均价报9750元/吨，环比+4.89%。不锈钢主力合约周五下午收盘价13440元/吨，环比+1.59%。

供给：据MYSTEEL，03月国内冷轧不锈钢排产142.03万吨。02月粗钢产量为279.07万吨，环比+35万吨，1-2月累计同比5.45%。02月300系不锈钢粗钢产量预计达134.94万吨，环比+14.33%；02月300系冷轧产量64.3万吨，环比+6.62%。

需求：据WIND数据，国内2024年1-02月，商品房销售面积10745.92万m²，同比-5.10%。02月汽车销量212.86万台，环比-12.17%，同比+34.42%。

库存：截至3月30日，不锈钢社会总库存为109.94万吨，环比-2.49%；期货仓单本周库存20.02万吨，环比+4573吨。不锈钢200/300/400系社库分别为17.64/74.01/18.29万吨，其中300系库存环比-0.33%；本周不锈钢海漂量8.89万吨，环比+53.39%，卸货量10.75万吨，环比+41.03%。

成本：据WIND数据，02月镍矿进口量为114.61万湿吨，环比+25.68%，同比-6.81%；目前镍矿报价Ni:1.5%镍矿58.0美元/湿吨，港口库存735.20万湿吨，环比-21.82%。山东7%-10%镍铁出厂价1030元/镍，环比+40元/镍，福建地区铁厂当前亏损2元/镍。

观点：3月以来镍元素供应持续偏紧，铬矿惜售，对不锈钢成本形成较强支撑。受成本上移影响，钢厂挺价坚决，市场对钢厂原料采购价上调预期较为乐观，因此现货交投氛围转暖，佛山基差由负转正，现货价格偏强。而盘面上，多空双方则较为谨慎，月初经历一轮增仓后盘面资金持续流出。不锈钢未来行情存在较大的不确定性，一方面成本支撑不断上行，现货价格持续走高；另一方面下游未见起色，地产端消费依旧悲观，叠加宏观层面美国的超预期对等关税落地，市场并不看好不锈钢的未来走势，整体呈现强现实弱预期的局面。尽管分歧较大，不锈钢价格中枢仍在拉扯中逐渐抬高，原料偏紧依旧是当下市场的主线，预计不锈钢未来呈震荡偏强走势运行，建议关注社库去化速度及原料价格走势。

黑色建材类

钢材

估值：本月钢厂盈利率为 53.68%，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 67 元/吨，谷电利润在 20 元/吨左右。长流程利润收缩明显，导致成材估值有所下降。

供应：2025 年 3 月，螺纹钢产量为 897.55 万吨，较去年同期增加 37 万吨，但累计同比仍下降 7.16%；热卷产量为 1279.28 万吨，较去年同期增加 8.16 万吨，累计同比增加 2.7%。3 月铁水日均产量维持在 233.66 万吨，高炉铁水产量回升速度逐渐加快；电炉钢厂因利润微薄，生产意愿不强。月初受两会环保限产及下游需求恢复缓慢影响，铁水复产节奏较慢，但随着会议结束及旺季来临，3 月下旬产量开始提速。电炉厂仍面临废钢成本高企的问题，当前铁废价差处于一年来高位，利润受挤压，产量增速较缓。

需求：2025 年 3 月，螺纹钢表观消费量为 941.88 万吨，同比增加 22.92 万吨，累计同比微增 0.29%；热卷消费量为 1318.72 万吨，同比增加 43.17 万吨，累计同比增加 3.7%。螺纹钢日均需求高点回升至 245.32 万吨，但同比表现仍偏弱。上半年地产端需求持续低迷，房企拿地意愿及新开工面积承压，螺纹需求难有起色，预计延续弱势运行。热卷需求增速较上月提升，尽管关税政策对钢材出口造成一定影响，但近期出口利润尚可，企业出口意愿较强，后续出口需求或保持韧性。制造业方面，家电排产维持高增速，叠加工程机械进入以旧换新周期，热卷需求有望延续偏强走势。

库存：螺纹钢库存持续去化，但去库速度有所放缓；热卷库存得益于产量收缩以及需求恢复，库存去化顺畅。短期成材库存处于相对低位，累库矛盾阶段性缓解。

小结：从宏观角度来看：国内方面，3 月 PMI 回升至 51.8 超出此前预期，经济表现稳中向好。3 月固定资产投资增速为 9.55%，基建方面仍保持较高增速，从细分向来看水利、水上运输、电热仍是目前的主要发展方向。铁路方面增速仅为 0.2%，道路方面为-3.2%，可见当前虽然基建方面投资增速较快，但与成材端需求的关联性较低，基建方面耗钢量同样较低。海外方面，4 月 3 日特朗普在白宫宣布了迄今为止最广泛的关税措施，其中对于中国商品关税达 34%，可能会对中国商品出口或有不小打击。钢材的出口或将承受间接影响。从基本面来看，随着旺季的开启，螺纹钢供给、需求均逐步回升，但由于终端需求疲软，库存去化速度依旧较慢。虽然当前实际需求数据不差，但市场对于长期需求依旧比较悲观，呈现“强预期，弱现实”的局面。热卷本月实现供需错配，库存顺利去化，本月的出口与制造业方面需求坚挺，使得钢价具有一定韧性。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偏弱，短期成材需求高点已现，叠加出口关税以及查出口买单的影响，短期成材库存流转速度可能会逐步放缓。需警惕需求恢复不及预期，价格向下负反馈的情况。未来还需关注出口市场表现、原料价格支撑力度，终端需求会否超预期释放。

锰硅硅铁

清明节假日期间，外盘原油、股市、白银、铜等均出现大幅回落，新加坡铁矿掉期跌逾 3.8%，整体市场交投氛围惨淡，警惕节后开盘对于价格的冲击。

盘面走势角度，锰硅价格向右摆脱短期下跌趋势，进入到盘整当中。从近期的日 K 走势来看，下方 6050 元/吨附近存在较强的支撑，但同时，价格向上的动力也仍显不足。因此，短期我们建议以上方 6300 元/

吨以及下方 6000 元/吨为边界，观察价格在区间内的运行情况，依旧延续锰硅盘面价格处于多空均感到扎手的“鸡肋”时刻的观点，短期以观望为主。

硅铁方面，周线级别持续收阴线或阴星，且近期价格不断尝试上冲均无功而返，价格表现持续偏弱，短期仍需要警惕价格进一步走低风险，且我们始终无法排除市场环境进一步恶化背景下向下加速“绝望杀”的情况。短期关注价格能否逐步扭转当前弱势表现（以出现较有力度的阳线为标准），操作上延续观望建议。

基本面方面，我们看到的依旧是锰硅偏强的供给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，至少周产的数据是在表达这样一个情况，周产规模下滑幅度及斜率均不及预期，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。在供给挺在相对高位的同时，下游的建材需求季节性回升几乎已经达到高点，向上的力度已经十分乏力，背后仍是地产以及基建的疲软。此外，我们看到热卷需求数据在持续超预期后，本周似乎迎来了拐点，表需掉头向下，持续性有待观察，但可以明确的，关税以及“出口买单”的政策对于出口的压力正在逐步体现，这也是我们在前期报告中所提及的重要观察指标。即“后续来看，螺纹需求将在未来几周内见顶，同时，我们需要观察关税对于出口的影响何时兑现到板材的需求上，需求的受限或将限制铁水恢复的高度，以及整体黑色价格的力度。对此，我们预计的时间节点在 4 月中旬附近，届时价格或将面临现实端的另一轮压力”，目前来看，我们预期的剧本正在逐步发生，而整个板块的压力之下，锰硅虽然已经处在低位，但仍难有独立行情。

抛开板块的压力，就品种自身而言，虽然锰硅利润持续恶化，但我们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”。此外，成本端锰矿价格延续走弱，我们在前期报告中提到“市场（资金）对于锰矿端频繁的叙事存在脱敏迹象”，这一现象仍在持续，但短期锰矿端的扰动并没有完全消除，仍需要继续保持警惕。

硅铁方面，当前硅铁供给仍处于相对偏高的水平（今年产量截至当前累计增约 8%）。同时，下游终端需求，尤其建材端恢复仍旧偏慢，卷板需求前期虽持续表现超预期，但本周出现拐头向下，虽然是否为阶段性见顶信号仍有待观察，但关税以及“出口买单”的影响终将兑现到数据上，不过是时间问题。需求的疲弱限制市场对于铁水向上高度的想象空间以及与此相对应的上游原材料的需求力度。此外，我们从 1-2 月的硅铁出口情况以及 1-3 月的金属镁产量情况可以看出，硅铁的非钢需求端表现也不尽如人意。虽然当下，硅铁产区利润全面转负，但由此带来的短期减产检修并不足以马上扭转市场的情绪与预期（减产属于被动跟随的行为），我们需要看到由此带来的供给进一步回落以及更长时间周期的供给收缩来支撑价格。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，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。

最后，我们认为硅铁估值端进一步打压的空间十分有限，同时成本端煤炭价格也有逐步磨底的迹象，因此，我们认为虽然价格或继续维持偏弱的状态，但下方的空间或将有限（不排除偏空环境下最后一轮绝望杀的可能），但基于顺势而为的思想，我们并不建议草率提前左侧抄底。

铁矿石

上周，铁矿石主力合约(I2505)价格收至 788.5 元/吨，较 3 月 31 日开盘价变化-0.5 元/吨，涨跌幅-0.06%。供给端，最新一期全球铁矿石发运总量 2921.9 万吨，环比减少 265.9 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2393.0 万吨，环比减少 254.8 万吨。澳洲发运量 1659.2 万吨，环比减少 327.2 万吨，其中澳洲发往中国的量 1453.1 万吨，环比减少 73.9 万吨。巴西发运量 733.9 万吨，环比增加 72.5 万吨。中国 47 港到港总量 2359.1 万吨，环比减少 13.2 万吨；中国 45 港到港总量 2188.7 万吨，环比减少 54.9 万吨。日均铁水产量 238.73 万吨，环比上周增加 1.45 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存为 14943.41 万吨，环比降 35.99 万吨。

供给方面，最新一期澳洲及巴西发运量走势分化，澳洲季末冲量结束小幅回落，巴西发运量延续增势，全球发运环比减少。近端到港量有所下降。需求方面，节前高炉复产趋势延续，最新一期铁水产量上升至 238.73 万吨。库存端，二、三月天气对发运扰动以及高炉集中性复产带动港口库存快速去化，节前钢厂厂内库存有所增加，整体维持偏低水平。基本面看，核心矛盾点在于终端需求对于高铁水的承接，钢厂有利润情况下铁水支撑较强，远月预期偏弱，压制估值高度，5-9 价差偏强运行。宏观方面，特朗普加征关税落地以及中国出台反制政策，全球经济贸易不确定性显著增强，假期期间海外市场普跌。节后首日海外波动影响于盘面兑现，铁矿石价格跌幅显著，当前宏观层面对商品价格扰动程度显著增强，市场波动较大，短期偏弱看待，注意仓位控制。

工业硅

清明节假日期间，外盘原油、股市、白银、铜等均出现大幅回落，整体市场交投氛围惨淡，警惕节后开盘对于价格的冲击。

盘面走势来看，工业硅仍处于下跌趋势中，但近两周价格开始出现底部横移，且不再创下新低，盘口表现开始有所走强。截至当前，价格向右临界下跌趋势线，观察对于短期趋势线的摆脱情况，若顺利摆脱，价格或能阶段性进行盘整，但向上的空间及力度短期相对一般。我们仍维持“在价格有效摆脱左侧第一根趋势线前难言企稳，而行情若想发生反转可能，则必须摆脱去年 6 月份以来的更右侧趋势线”的观点，未来一周将是价格的关键时期，需要警惕整体偏弱的商品氛围对于价格的影响。当前位置我们仍认为单边参与缺乏性价比，面对如此大幅的下跌，当前的底部时间显著不足，继续建议观望为主或短线日内趋势跟随。

基本面方面，当前工业硅最大的矛盾在于产能持续扩张周期下虽有阶段性减产，但总供应仍较需求端有明显过剩，供给过剩及需求不足的问题同时存在。我们认为解决供给问题，即压减产量能够帮助价格见底，但不足以改变趋势，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)。对此,我们看到,本周新疆的产量终于有所回落,供给边际略有改善,这阶段性减弱了价格继续下行的压力,本周价格不再新低,后续观察供应能否有更大幅度以及持续更久的减产发生帮助价格进一步企稳。但需求端问题仍没有丝毫改变,多晶硅产量维持低位,周产口径下产量累计同比降幅仍有约48%,虽然有机硅方面在产能投放背景下录得累计25%的增幅,但这仍不足以弥补多晶硅方面导致的需求缺失,这意味着价格的向上周期仍为时尚早。

能源化工类

橡胶

特朗普对等关税引发美股主要指数大幅下跌,带动全球金融市场下跌。多个商品大幅下跌。

类似的场景是1987年股市崩盘、2008年全球金融危机、2020年新冠下跌。

在此背景下,宏观是主导性因素。橡胶作为商品,难以独善其身。

操作建议:

橡胶胶价大幅下跌。

在当前的宏观背景下,建议整体保守操作。

建议缩短决策和持仓周期。降低仓位,观望为主。

待风波过去,可适当乐观。

1) 商用车数据小幅波动。

2025年2月份,我国重卡市场共计销售8万辆左右,环比今年1月上涨11%,比上年同期的5.98万辆大幅增长34%。2024年1-12月,我国重卡市场销售各类车型约89.9万辆,同比小降1%。

2) 轮胎出口增速较高预期边际减弱。

2024年度中国橡胶轮胎出口总量达到932万吨,同比增长5.2%。新充气橡胶轮胎出口量达到了899万吨,同比增长4.9%。新充气橡胶轮胎的出口量达到了6.81亿条,增幅高达10.5%。汽车轮胎出口量达到了795万吨,同比增长5%。

3) 轮胎厂开工率后期预期中性。

截至2025年3月27日,山东轮胎企业全钢胎开工负荷为68.09%,较上周小幅走低0.96个百分点,较去年同期走低1.35个百分点。下游消化库存慢。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为82.62%,较上周小幅走低0.12个百分点,较去年同期走高2.38个百分点。

4) 库存或转向增库。

截至 2025 年 3 月 30 日，中国天然橡胶社会库存 137.9 万吨，环比增加 0.9 万吨，增幅 0.6%。中国深色胶社会总库存为 82.2 万吨，环比增 1.6%。截至 2025 年 3 月 28 日，青岛保税区天然橡胶库存 47.64(+2.16) 万吨。

5) ANRPC 产量累计持平。

2025 年 02 月，橡胶产量 754.7 千吨，同比 2.65%，环比-29.60%，累计 1827 千吨，累计同比 2.55%。

2025 年 02 月，橡胶出口 773.4 千吨，同比 6.24%，环比-3.71%，累计 1577 千吨，累计同比 1.39%。

2025 年 02 月，橡胶消费 825.5 千吨，同比 3.28%，环比-11.89%，累计 1762 千吨，累计同比 2.91%。

原油

行情方面：截至周五，WTI 主力原油期货收跌 4.31 美元，跌幅 6.47%，报 62.32 美元；布伦特主力原油期货收跌 3.75 美元，跌幅 5.37%，报 66.06 美元；INE 主力原油期货收跌 10.20 元，跌幅 1.85%，报 542 元。

地缘政治： 伊朗方面称，伊朗已经为任何战争做好了充分的准备；俄乌战争仍有摩擦，俄方称乌克兰袭击了克里米亚、布良斯克、罗斯托夫和沃罗涅日地区的能源设施。

宏观方面：美国关税超预期落地，中国反制同等关税 34%。美联储主席鲍威尔就经济前景发表讲话，他表示，尽管不确定性很高，下行风险也有所上升，但经济仍然处于良好状态。即将公布的数据显示，经济增长稳健，劳动力市场保持平衡，通胀率更接近但仍高于我们 2% 的目标。关税超预期与美联储鹰派表态双双偏空。

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 13.58 百万桶/日；贝克休斯钻机环比增加 5 台至 489 台。OPEC 宣布增产 41.1 万桶/日，当前 OPEC 除 3 大配额豁免国外，配额总额 21.24 百万桶/日，产量 21.25 百万桶/日，整体 OPEC 略微超产。新增产配额将覆盖 OPEC 发布的补偿配额计划（每月减产 18.9 万桶/日至 43.5 万桶/日），整体供给预期骤然宽松。

需求方面：美国炼厂开工率环比小幅下滑至 86.00%。；中国主营炼厂开工率小幅上扬至 75.56%；欧洲炼厂开工率下滑至 80.02%。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累库至 439.79 百万桶，总成品油库存环比去库至 418.97 百万桶；中国原油港口库存累库至 198.82 百万桶，总成品油去库至 204.40 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存累库至 46.72 百万桶。全球成品油消费略低于预期。

策略推荐：高硫燃油空配持有。

甲醇

海外装置回归以及国内检修结束，供应将逐步见底，且当前企业利润高位，国内企业积极性仍会较高，后续供应回归较为确定。虽进口兑现可能需要到五月之后，但随着海外开工回到高位，进口缩量的利多也逐步兑现完毕。需求端当前港口 MT0 开工维持在相对高位，但企业利润不佳，后续需求仍有边际走弱风险，因此甲醇当前面临的现实的低库存以及后续供需格局，甲醇当前估值相对偏高，后续利润有回落的风险，可以考虑逢高关注 09 合约的空配，套利方面逢低关注 09 合约 PP-3MA 价差做扩的机会。

尿素

当前国内尿素正值农业需求旺季，伴随着现货的持续走强，企业利润出现大幅改善，后续国内大概率维持供需双增格局。市场对于今年尿素高供应有较强的预期，当前旺季国内需求可以消耗较高的产量，但受高供应制约，尿素持续上升的空间也较为有限，且价格大涨之后伴随着政策风险。因此旺季背景下尿素仍适合逢低多配为主，盘面冲高之后适合获利了结。对于月间价差来说，5-9 价差大幅走强后，当前也逐步接近交割月，参与价值较低，正套逢高减仓为主，后续建议观望。总体来看，尿素上涨之后交易价值降低，且整体商品市场情绪有所转弱，多单当前谨慎参与。

聚烯烃

估值：聚乙烯月度跌幅（现货>期货>成本）；聚丙烯月度跌幅（成本>现货>期货）。

成本端：WTI 原油本月上涨 4.14%，Brent 原油本月上涨 4.01%，煤价本月下跌-4.55%，甲醇本月下跌-2.41%，乙烯本月下跌-5.77%，丙烯本月下跌-1.77%，丙烷本月上涨 3.59%。油价触底反弹，成本端支撑回归，本月盘面交易逻辑受供需关系影响较强。

供应端：PE 产能利用率 82.49%，环比下降-6.85%，同比去年上涨 0.17%，较 5 年同期平均下降-9.51%。PP 产能利用率 74.46%，环比下降-7.94%，同比去年上涨 3.81%，较 5 年同期平均下降-15.48%，一季度投产压力较大，3 月份仍有大量计划产能推迟至 4 月投产，供应端二季度或将承压。

进出口：1 月国内 PE 进口为 132.52 万吨，环比 12 月上涨 9.43%，同比上涨 27.45%。1 月国内 PP 进口 19.24 万吨，环比 12 月上涨 19.81%，同比上涨 19.81%。出口端淡季回落，1 月 PE 出口 5.79 万吨，环比 12 月上涨 13.99%，同比下降-2.47%。PP 出口 21.21 万吨，环比 12 月上涨 37.94%，同比上涨 38.13%。一季度为出口季节性旺季，PP 出口量或将季节性上升。

需求端：PE 下游开工率 41%，环比上涨 23.23%，同比下降-9.83%。PP 下游开工率 50.43%，环比上涨 2.79%，同比下降-0.06%。“金三银四”季节性小旺季来临，整体开工幅度反弹力度好于往年，其中 PP 塑编需求表现亮眼。整体需求端 PP 强于 PE。

库存：PE 生产企业库存 49 万吨，本月去库-11.84%，较去年同期去库-0.16%；PE 贸易商库存 4.87 万吨，较上月累库 6.15%，较去年同期去库-1.84%；PP 生产企业库存 64.17 万吨，本月去库-6.13%，较去年同期累库 9.82%；PP 贸易商库存 14.71 万吨，较上月去库-16.47%，较去年同期去库-9.20%；PP 港口库存 6.98 万吨，较上月去库-5.16%，较去年同期累库 9.40%。

小结：特朗普关税计划落地，全球政策不确定性情绪消散，原油价格或将冲高回落。目前主要矛盾集中

在“金三银四”需求端强势复苏与供应端大量投产计划博弈，3月底订单数量见顶后，需求端高增速将有所缓解，聚烯烃价格或将震荡下行。

下月预测：聚乙烯(L2505)：参考震荡区间(7500-7800)；聚丙烯(PP2505)：参考震荡区间(7100-7400)。

策略推荐：待4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：纯苯3月受进口冲击价格大跌，4月纯苯估值偏低驱动向下。3月纯苯下游装置检修迁移，纯苯供需差由去库转为累库，海外消费全面下降，亚洲纯苯涌向中国，进口大增，在美国加征关税带来国内终端出口受阻的情况下，引发需求进一步看淡担忧。4月新增欧洲进口货源冲击国内市场，持货商延续转抛远月纯苯，而国内纯苯和下游均进入检修季且下游检修力度大于纯苯，预计港口或将累库。

供应：苯乙烯3月检修难抵纯苯下跌而大跌，4月持续检修去库幅度将扩大。3月苯乙烯非一体化利润受纯苯大跌苯乙烯去库提振利润走扩，4月听闻苯乙烯装置检修增多。

需求：三大下游受成本拖累影响价格下降、开工下行，企业利润小幅修复。三大下游消费环比下降，EPS部分工厂成品库存压力较大，PS和ABS个别产线将重启，整体需求边际小幅增加。

库存：苯乙烯工厂和港口库存双双去库，4月预计去库走扩。苯乙烯样本企业工厂库存在22.37万吨，较上期-8.66%；江苏苯乙烯港口样本库存总量为15.35万吨，较上周期减少11.93%。3月苯乙烯下游刚需表现尚可，工厂及港口库存压力适度缓解，后市伴随检修进行，库存或继续去化。

小结：成本端纯苯经过3月下跌后估值处于偏低水平，后市纯苯跟随原油及进口影响波动，目前受原油OPEC+增产及美国关税对经济的利空影响，原油断崖式下跌拖累苯乙烯盘面跌停；苯乙烯自身进入4月后将进一步检修，预计维持去库幅度或扩大，带动苯乙烯工厂和港口进一步去库；三大下游受PS和ABS产线后市重启影响，边际小幅增加，但整体增量有限。整体来看，在成本承压，需求无亮点的背景下，苯乙烯的去库或将持续体现在基差走强及苯乙烯利润的修复上，绝对价格的走势依赖于成本端原油及纯苯进口的冲击影响。操作建议：持续空单持有。

PVC

成本利润：乌海电石价格报2700元/吨，月同比上涨200元/吨；山东电石价格报3085元/吨，月同比上涨105元/吨；兰炭陕西中料675元/吨，月同比持平。兰炭持稳电石走强，限电影响延续，电石开工下降，兰炭四月检修预期下存在一定支撑。利润方面，氯碱综合一体化利润走弱，乙烯制利润低位，对整体负荷造成较大的压力。

供应：PVC产能利用率79.8%，月同比上升1.2%；其中电石法81.9%，月同比下降1.2%；乙烯法74.4%，环比上升7.3%。本月供应相对2月较高，在利润较好的情况下，氯碱一体化企业开工维持高位，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，整体负荷下移，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，目前印度反倾销和6月存在BIS认证风险压力下，4月预期出口状况依然较好；三大下游开工本月持续恢复，管材负荷47.5%，月同比提升5.6%；薄膜负荷70.6%，月同比提升0.6%；型材负荷42.7%，月同比提升5.6%；整体下游负荷48.9%，月同比提升6.5%，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44万吨，月同比去库2.9万吨；社会库存80.5万吨，月同比去库6万吨；整体库存124.5万吨，月同比去库8.9万吨；仓单因集中注销临近流出。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，后续库存的去化依赖电石法装置检修以及出口的延续。

小结：本月中上旬在高开工的基本面下偏弱震荡，3月下旬在宏观预期带动下反弹，后回归弱基本面的交易。短期内烧碱持续下跌导致一体化企业利润承压，预期为检修落地增加确定性。下游方面负荷缓慢恢复，整体高度不及去年，国内表需较去年同期下滑，但出口方面短期仍将维持较好出口格局。成本端兰炭预期检修或将带来支撑，电石端限电扰动仍在，而烧碱走弱进一步使得成本支撑巩固。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。整体而言，库存加速去化，成本支撑预期走强，供需改善，短期基本面有支撑，中期弱宏观和恶化的格局将导致估值中枢下移。

乙二醇

行情回顾：本月震荡偏弱，截至4月2日，05合约收盘价4502元，月同比下跌54元；华东现货价格4550元，同比下跌70元。本月盘面震荡走弱，主要原因是在煤化工高估值的背景下，检修预期一再减量，后续煤化工的意外检修导致盘面反弹，4月初美国关税政策带来的转口贸易受阻影响下，再度下跌。基差和价差方面，截至4月2日，基差45元，月同比上升7元；5-9价差-69元，同比下跌4元。

供应端：EG月底负荷72%，月同比持平；其中合成气制负荷66.8%，同比下降8.4%；乙烯制负荷75.2%，同比上升4.7%。3月乙二醇整体负荷维持高位，4月预期负荷下滑，近期合成气制装置方面，广汇因故障停车至7月，中化学装置重启延期至5月，昊源降负荷换催化剂，陕西榆林装置轮休；油化工方面，古雷石化负荷提升。海外方面，美国南亚、Indorama检修。到港方面，3月进口预计65万吨，同比提高6万吨，进口量持续偏高，4月随着海外检修装置增加预期将有所下滑。

需求端：月底聚酯负荷92.9%，同比上升4.8%，其中长丝负荷95.1%，上升3.3%；短纤负荷91.9%，上升3.3%；瓶片负荷72.7%，上升8.3%。目前瓶片库存压力有所缓解，但利润承压，关注后期检修装置重启情况。涤纶方面，短期库存偏高，利润下滑，4月计划联合减产10%。终端方面，产成品库存累库，订单上升，但仍然偏弱，月底加弹负荷83%，织机负荷71%，涤纱负荷67%，恢复不及预期。纺服零售1-2月国内零售同比+3.3%，出口同比+4%。4月2日美国宣布关税政策，整体而言，我国纺服出口和转口贸

易都存在较大压力，需求端负反馈风险进一步上升。

库存：截至3月31日，港口库存78.5万吨，月同比去库1.1万吨；下游工厂库存天数13天，同比上升0.7天，港口库存量震荡，下游库存天数上升。进入四月后随着国内装置检修及海外进口预期下滑，港口累库压力有望缓解，但去库预期较前期有所减少。

估值成本端：本月石脑油制利润下降79元至-672元/吨，国内乙烯制利润上升148元至-688元/吨，煤制利润下降328元至1006元/吨。成本端乙烯下降45美元至855美元/吨，榆林坑口烟煤末价格上升60元至550元/吨，国内利润位于高位水平，估值偏高。

小结：前期煤化工多套装置意外减产停车的刺激下，叠加沙特增加检修计划，整体二季度供应预期下调，导致盘面持续反弹，但化纤工厂计划4月联合减产，去库幅度预期缩减，目前整体的估值同比较高，且成本端未见明显支撑，预期难以形成大规模检修落地，去库规模有限，且隐库偏高的情况下，表现在显性库存的去化程度也将相对有限，预期乙二醇在下游减产压力下震荡偏弱。

PTA

行情回顾：本月价格震荡偏弱，截至4月2日，05合约收盘价4898元，月同比上升24元；华东现货价格4900元，同比上升40元。本月虽然PTA持续去库，且后续检修计划较多，去库将维持到5月，但下游表现较差的背景下，产业链持续存在负反馈风险，PTA加工费持续维持中性偏弱的格局。基差和价差方面，截至4月2日，基差1元，月同比上升32元；5-9价差-18元，同比下降2元。

供应端：月底PTA负荷79.9%，月环比上升1.7%。3月负荷前低后高，但整体负荷仍然较低。4月计划检修装置仍然偏多，进入四月负荷将从高位再度下移。

需求端：月底聚酯负荷92.9%，同比上升4.8%，其中长丝负荷95.1%，上升3.3%；短纤负荷91.9%，上升3.3%；瓶片负荷72.7%，上升8.3%。目前瓶片库存压力有所缓解，但利润承压，关注后期检修装置重启情况。涤纶方面，短期库存偏高，利润下滑，4月计划联合减产10%。终端方面，产成品库存累库，订单上升，但仍然偏弱，月底加弹负荷83%，织机负荷71%，涤纱负荷67%，恢复不及预期。纺服零售1-2月国内零售同比+3.3%，出口同比+4%。4月2日美国宣布关税政策，整体而言，我国纺服出口和转口贸易都存在较大压力，需求端负反馈风险进一步上升。

库存：截至3月28日，PTA整体社会库存（除信用仓单）309.9万吨，月同比去库22万吨，其中在库在港库存为50.1万吨，同比去库0.2万吨，仓单88.6万吨，同比去库25.5万吨。4月随着检修季的延续，PTA预期持续去库。

利润端：本月现货加工费下降30元，截至4月2日为286元/吨；盘面加工费下降59元，截至4月2日为349元/吨。

小结：下游表现较差的背景下，产业链持续存在负反馈风险，即使去库力度较大，PTA 加工费仍然维持中性偏弱的格局。后续来看，供给端虽仍处于检修季，但聚酯化纤计划 4 月联合减产，PTA 在去库格局下，预期仍将受下游影响而导致加工费承压，需要观察下游减产落地情况，绝对价格方面，原油中期仍有下跌预期，PTA 加工费的波动空间相对有限，PXN 短期内受下游情绪影响小幅承压，因此整体上估值改善空间有限，建议中期跟随原油的下跌逢高空配。

对二甲苯

行情回顾：本月价格震荡偏弱，截至 4 月 2 日，05 合约收盘价 6934 元，月同比上涨 126 元；PX CFR 价格 850 美元，同比上涨 12 美元。本月 PX 意外检修消息较少，整体产业链走负反馈逻辑，估值难有上升驱动，主要跟随成本震荡。基差和价差方面，截至 4 月 2 日，折算基差 100 元，月同比上升 12 元；5-9 价差-64 元，同比上升 62 元。

供应端：月末中国负荷 77.8%，同比下降 8.6%；亚洲负荷 72.5%，同比下降 4.8%。国内装置方面，本月初维持较高的负荷，至 3 月中下旬起检修才逐渐增加。后续来看，四月进入检修季，整体负荷中枢预期大幅下降。进口方面，3 月韩国 PX 出口中国 29.7 万吨，环比下降 0.1 万吨。

需求端：月底 PTA 负荷 79.9%，月环比上升 1.7%。3 月负荷前低后高，但整体负荷仍然较低。4 月计划检修装置仍然偏多，进入四月负荷将从高位再度下移。

库存：2 月底社会库存 468 万吨，同比去库 9 万吨，根据 3 月平衡表将累库 3 万吨左右，4 月因 PX 正式进入检修季，预期国内小幅去库，但整体去库量的预期因 PTA 检修计划增多而缩小。

估值成本端：本月 PXN 上升 11 美元，截至 4 月 2 日为 218 美元，本月小幅反弹；石脑油裂差下降 29 美元，截至 4 月 2 日为 93 美元，原油端震荡偏弱。芳烃调油方面，汽油裂解价差较同期弱，美亚芳烃价差仍然偏低，日韩芳烃贸易量下降。

小结：PXN 近期走势震荡，主因美汽油表现偏弱，且国内在终端承压的背景下，聚酯产业链存在负反馈的风险，平衡表预期一再下修，估值难言向上驱动。后续来看 PX 迎来基本面改善阶段，在 1-2 月进口不及预期的背景下，叠加亚洲后续检修增多，进口预期下调，若检修落地情况较好，则去库顺利，但由于聚酯化纤计划联合减产，预期将对上游估值造成一定压力，且短期内 PTA 有计划外的检修，因此 PXN 承压。单边上由于芳烃溢价不再，今年汽油表现较为一般，因此估值走扩空间较为有限，主要跟随成本原油，中期原油仍存下跌预期，此外石脑油裂差进入季节性偏弱阶段，建议跟随原油的下跌逢高空配。

农产品类

生猪

现货端：3月猪价震荡运行，月内屠宰缓慢增量，体重明显积累，受下半月集团降重影响，月度计划完成度普遍较高，同时入库增多，冻品库存增加，肥标差明显回落；具体看，河南均价月涨0.22元至14.7元/公斤，月内最低14.4元/公斤，四川均价月落0.6元至14.46元/公斤，周内最低14.46元/公斤，广东均价月涨0.26元至15.36元/公斤；4月份猪价或先小跌后小涨，4月理论和计划出栏量存在明显的增幅，且当前体重增长较快不利于压栏情绪，需求方面整体平淡，关注冻品入库和二次育肥时点，整体看4月猪价或先抑后扬，重心继续下移。

供应端：2月官方母猪存栏4066万头，环比小幅回升0.1%，仍比正常母猪量多4.3%，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年上半年延续偏大格局，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，节后屠宰需求缓慢恢复，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，大猪出栏占比偏低等问题，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：现货有偏弱预期，但受消费、二育、冻品等支撑因素托底，回落空间不及预期也是事实，现货下跌迟迟未兑现，远端在供压后移的思路下维持偏弱；盘面近远端思路不同，近端留意偏高贴水下现货跌价不及预期后的反向收贴水的可能，关注下方支撑，远端长期高空思路为主。

鸡蛋

现货端：3月份，国内蛋价小涨后震荡回落，月内需求正常，贸易商信心一般，备货谨慎，供应端新开产逐步增多，小蛋弱势，各环节库存偏高导致整体供应压力增大，蛋价明显承压，月内淘鸡出栏小幅放量，鸡龄稳定；具体看，黑山大码蛋价月落0.4元至2.7元/斤，馆陶月跌0.29元至2.8元/斤，月内最高3.16元/斤，销区回龙观月落0.43元至3.14元/斤，东莞月落0.37元至2.89元/斤；清明节后需求转弱，供应增势不减，蛋价或继续承压，但持续运行在成本线以下导致淘鸡增多将限制跌幅空间，月底临近五一备货，需求带动蛋价存有小幅反弹的空间，不过后市在偏高供应主导下整体重心或继续下移。

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3月份的补栏数据为9265万只，同比+2.9%，环比+1.5%，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538天左右的偏高水平。

存栏及趋势：截止3月底，样本点在产蛋鸡存栏量为13.18亿只，环比2月上升0.12亿只，同比去年的

12.33 亿只增加了 6.9%，存栏回升幅度略超此前预期；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 8 月的 13.37 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：节前备货支撑，现货暂时企稳，但新开产增势大于预期，供应主导下本月现货或仍有偏弱预期；盘面持仓较大，考虑博弈以及限仓等因素，或加大双向波动，但产能实质去化或消费启动前，反弹抛空以及反套思路根基仍在。

豆菜粕

国际大豆：本月美豆维持偏弱震荡趋势，月尾美豆油上涨及种植面积调减小幅提振美豆，不过贸易战预期及全球大豆丰产压力施压。巴西大豆升贴水本月小幅回落，收割及卖货压力仍存。特朗普对我国加征高额关税，我国还没有明确反制措施，全球其他国家也还没有明显表态，因此，在关税问题没有明确解决之前，大豆到港成本在巴西升贴水及美豆下跌空间不大的支撑下仍然不会有太大下滑，豆粕涨跌更多是预期与现实供应导致的榨利波动所致。

国内双粕：本月豆粕成交、提货均一般，豆粕库存偏高，压榨量偏高，但大豆库存偏低。下游饲料企业库存天数同比往年略偏高。截止 3 月 25 日 12 月机构统计大豆买船 512 万吨，1 月买船 268 万吨，2 月买 950 万吨，3 月买船 1086 万吨，4 月 982 万吨，5 月 697 万吨，6 月 487 万吨。预计 3 月过后大豆到港逐步增加，大豆库存偏紧局面将有所缓解。

观点：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 2850-2900 元/吨，在贸易战情景下有一定成本支撑，关注巴西是否因此再次抬高升贴水，豆粕或有上涨空间。此外，也需关注贸易战对经济的损害同样会导致需求下滑，若美豆种植面积没有太大缩减，全球丰产形势下因贸易战的溢价也容易逐步回落，因而豆粕整体预计呈震荡走势。

油脂

马棕：3 月棕榈油高位震荡趋势，做多因素包含产地及印度库存偏低达 2022 年水平、印度可能补库、3 月马来西亚降水偏多、马棕前 3 月均同比减产、国际形势不稳定扰乱供应等，空方理由在于原油已较低，棕榈油与柴油价差较高不利于生柴消费，估值偏高，油脂需求低迷，棕榈油 3 月以后进入增产期，特朗普贸易战引发对宏观经济走弱的担忧等。根据我们之前的推算，马来西亚、印尼两国的产量在 3、4 月通常处于低水平，此时国际上的棕榈油消费需求往往刚好达到供需平衡，棕榈油或许还有一定震荡时间，3 月马棕产量环比增速较快，随着时间进入 4 月末 5 月初，若产量恢复延续较好，库存增加预期明确，届时可能才会引发估值的大幅回落。当然，产地、印度现实库存偏低，马来西亚前 3 月产量也同比减产，需要关注原油、宏观等意外配合进一步推动棕榈油走向更高位置，直到需求大幅崩塌才见顶的可能性。

国际油脂：3 月较大新闻为美国生物燃料和石油团体一致同意要求 EPA 大幅提高可再生燃料掺混义务，讨论的义务量在 47-55 亿加仑之间。目前的掺混义务为 33.5 亿加仑，若要求得以通过，无疑对美豆油形成每年接近增加 100 万吨需求的利多，进而抬高美豆价格。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，但仍需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。

国内油脂：国内油脂现货成交较弱，棕榈油表观消费偏低，基差近期稳定小幅下行，菜油、豆油表观消费偏好，国内油脂总库存略高于去年，油脂供应较充足。其中菜油、豆油库存高于去年，棕榈油库存低于去年。据钢联统计 3、4 月棕榈油进口量明显偏低，预计 4 月国内棕榈油库存进一步回落，支撑内盘棕榈油估值，5 月棕榈油预计到港 20 万吨以上，届时国内棕榈油库存或企稳。

观点小结：原油大跌将明显抑制棕榈油高估值，前 3 月马来西亚棕榈油同比减产，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。豆油端因贸易关系紧张，供应不畅担忧或引发豆棕走扩。策略上建议棕榈油短空、豆棕套利短期做扩为主。

白糖

国际市场回顾：上周原糖价格冲高回落，截至周五 ICE 原糖 5 月合约收盘价报 18.93 美分/磅，较之前一周下跌 0.13 美分/磅，或 0.63%。消息方面，巴西航运机构 Wiliams 发布的数据显示，截至 4 月 2 日当周港口等待装运的食糖数量为 142.2 万吨，此前一周为 155.5 万吨；其中对中国出口在途 18.6 万吨。巴西对外贸易秘书处 (Secex) 公布的出口数据显示，巴西 3 月出口糖 185 万吨，同比去年减少 82 万吨；其中对中国出口糖 20.8 万吨，同比增加 20.8 万吨。

国内市场回顾：上周郑糖价格上涨，截至清明节前郑糖 5 月合约收盘价报 6189 元/吨，较之前一周上涨 110 元/吨，或 1.81%。据沐甜科技报道，随着 4 月 2 日广西的全面收榨，目前全国仅云南尚未结束榨季生产工作，全国 2024/25 榨季最终产量基本明确，预计超过 1100 万吨，同比增幅 107 万吨以上，和上次预估没有太大。

观点及策略：受美国实行对等关税政策影响金融市场大幅下跌。从基本面来看，北半球产量不及预期，且巴西尚未开榨，库存处于低位，叠加原糖 3 月合约交割丰益国际接手大量糖，在巴西开榨前预计国际市场供应依然偏紧张。国内方面从 12 月以来进口糖、糖浆及预拌粉供应减少，使得目前国内的产销情况良好。但从中长期来看，主要产糖国种植面积都处于增长态势，若 2025 年天气恢复正常，预计 2025/26 榨季将延续增产周期，策略上建议短线观望，中长线寻找卖出套保的机会。

棉花

国际市场回顾：上周美棉花期货价格大幅下跌，截至周五美棉花期货 5 月合约收盘价报 63.33 美分/磅，较之前一周下跌 3.56 美分/磅，或 5.32%。USDA 上周四公布的出口销售报告显示，截至 3 月 27 日当周，

美国当前市场年度棉花出口销售净增 12.91 万包，较之前一周增加 53%，较前四周均值减少 26%。其中，对中国大陆出口销售净减 2.13 万吨。当周，美国下一年度棉花出口销售净增 4 万包。巴西对外贸易秘书处 (Secex) 公布的出口数据显示，巴西 3 月出口棉花 23.9 万吨，同比减少 1.3 万吨；其中对中国出口棉花 1.6 万吨。

国内市场回顾：上周郑棉价格下跌，截至清明节前郑棉 5 月合约收盘价报 13510 元/吨，较之前一周下跌 70 元/吨，或 0.52%。上周美国宣布对所有进口商品征收 10% 的全面关税，并对美国贸易逆差最高的数 60 个国家征收额外关税，其中对中国征收 34% 关税。中国也宣布反制措施，对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税。

观点及策略：受美国实行对等关税政策影响金融市场大幅下跌。从基本面而言，2025/26 年度美棉种植面积预期下调，另一方面在进口大幅减少后，目前国内下游产销情况好转。总体而言，短线观望，中长线寻找逢低买入的机会。

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	