



让衍生品
成为新的生产力

Make derivatives the
new productivity

中辉期货研究院所
交易咨询业务资格：
证监许可【2015】75号

何慧

投资咨询证号：
Z0011420

玻璃：旺季成色待定，反弹偏空为主

摘要

玻璃：回顾一季度，浮法玻璃供应端延续冷修主导的产能收缩周期，日熔量降至近四年低位，但复产预期与高库存压制期货价格。需求端呈现“政策托底有限、地产深度调整、下游订单低迷”的特征，期货价格受弱现实压制持续走弱。库存端呈现“上游累库后去化、中游高库存倒逼、下游低库存博弈”的结构性特征，期货价格受库存波动影响显著。成本端燃料走势分化，煤炭价格持续下降，煤制动态成本成为期货定价的边际成本。

展望二季度，供应端的利润弹性与库存去化节奏将成为关键变量，建议投资者重点跟踪产线冷修/复产动态及现货利润拐点，逢低布局供应收缩带来的阶段性做多机会。需求端重点关注“金三银四”需求验证结果及保交楼政策实际落地效果，若需求边际改善叠加供应主动收缩，库存去化将推动价格阶段性修复；否则，高库存压力下行业将延续“供需双弱”格局，期货价格以区间震荡寻底为主。

策略上，目前玻璃深contango结构近月抬升、斜率变缓，现货市场有所改善，在煤制动态成本线附近反弹思路对待，考虑到中期供需双减平衡、弱基差背景下，在半年线和年线附近偏空思路对待。关注1000-1100附近的支撑情况，以及1400-1500附近的压力。在盘面升水湖北现货10%-20%左右时，中上游企业可进行卖期保值，在盘面低于煤制成本或大幅贴水现货价格时，中下游企业可进行买期保值。

节奏上，库存结构主导短期波动，长期看供需再平衡。4-5月，若库存去化超预期，期货价格或因“旺季预期+库存去化”形成阶段性利多，短期关注1200-1400元/吨区间反弹机会；6月梅雨季节及高温天气可能打断需求修复，若库存再次累积，价格将回归“供需双弱”逻辑，或再次下探1100元/吨成本线。

目 录

玻璃二季度行情分析.....	3
1 需求端：旺季成色待定，政策效应关键	3
2 供给端：产能调节主导，关注利润拐点	4
3 库存端：库存去化力度，在于需求成色	5
4 成本端：煤制动态成本，提供边际支撑	7
5 估值端：弱基差背景下，限制反弹空间	8
6 行情展望：库存主导波动，反弹偏空为主.....	10

玻璃二季度行情分析

1 需求端：旺季成色待定，政策效应关键

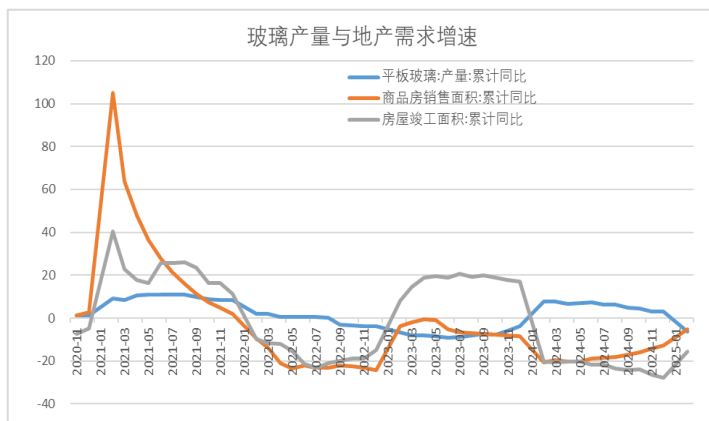
从宏观层面来看，2024年底中央经济工作会议明确“稳增长”主基调，叠加“保交楼”资金加码、限购松绑等政策优化，市场对一季度地产竣工回暖形成较强预期。然而，政策传导存在时滞：1-2月受春节假期影响，施工进度放缓，3月虽为传统旺季启动期，但下游深加工订单同期偏低，反映终端需求复苏乏力。政策托底主要体现在“保交房”质量升级，缩短“竣工备案—需求传导”周期，但难以逆转新开工面积断崖式下滑的长期趋势。因此，预期能否被现实经济改善证实是行情能否持续以及走多远的重要跟踪指标。

从中长期来看，房地产的供求关系于2021年下半年发生重大变化，基于新开工领先玻璃需求28个月左右的时间周期预测，2024年初开始传导至竣工端，地产竣工面积见顶大幅回落，并于2025年上半年出现下行拐点。今年1-2月份房屋竣工面积同比-15.6%，降幅明显缩窄，下行拐点确认见底，边际改善带动情绪修复，但由负转正将需要更长时间。未来1-2年房屋竣工用浮法玻璃需求仍将趋势性走弱，浮法玻璃行业也将经历漫长的产能出清，这意味着期间玻璃价格的弹性仍然会持续受到偏弱基本面的压制。

从现实需求来看，春节后中游贸易商库存高企，叠加终端需求疲软，深加工企业按需采购为主，拿货积极性显著低于往年。截至3月中旬，玻璃深加工企业订单天数8天，同比-38.0%，低于往年同期水平，Low-e开工率为41.51%，同比-15.12%。

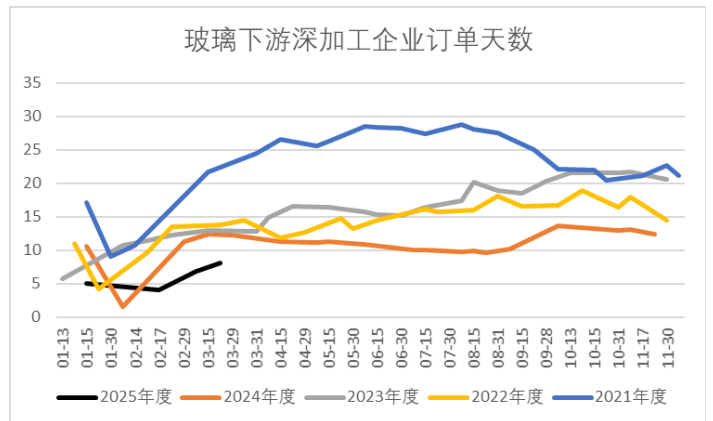
二季度为传统需求旺季，若4月地产竣工边际改善，叠加保交楼项目集中交付，或带动玻璃需求短期回暖。但需警惕两个风险：（1）政策落地不及预期，地产竣工面积降幅再次扩大；（2）高温雨季干扰施工，6月梅雨季节可能打断需求修复节奏。

图 1.1：玻璃产量与地产销售和竣工增速



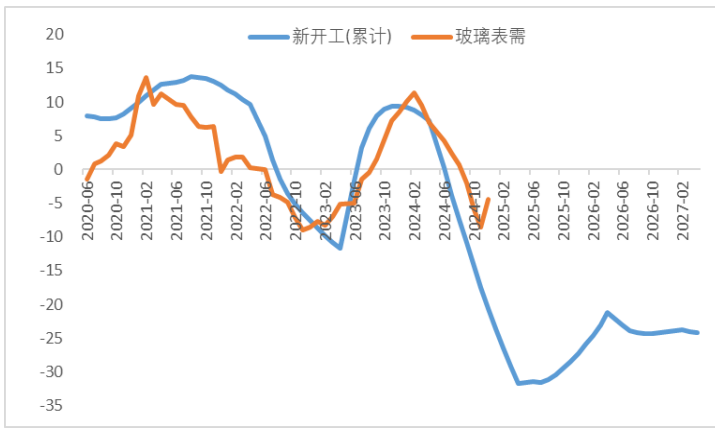
资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 1.2：全国深加工样本订单天数（天）



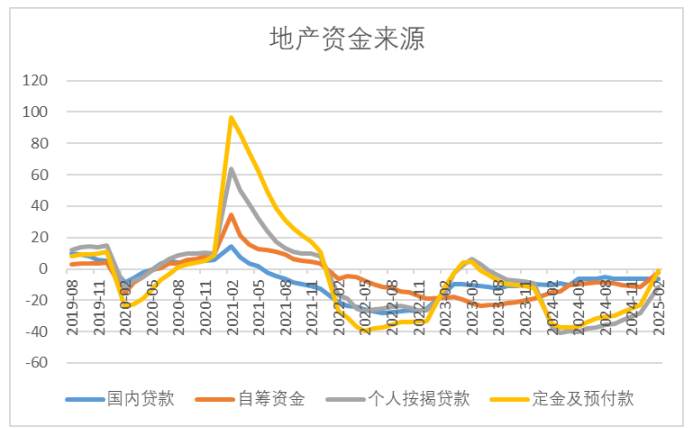
资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 1.3: 房地产新开工领先玻璃需求28个月左右



资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

图 1.4: 地产资金来源(%)



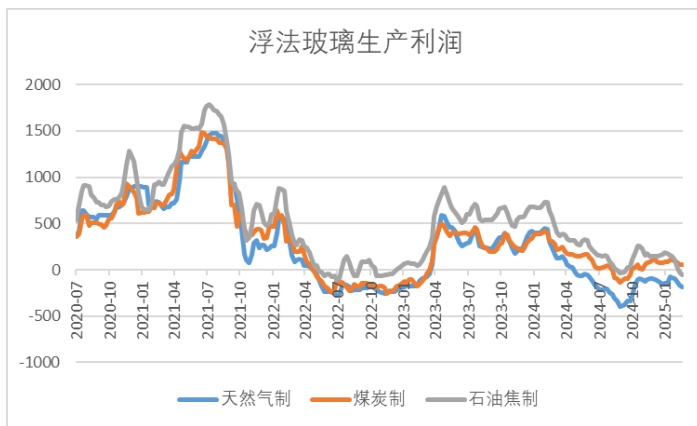
资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

2 供给端: 产能调节主导, 关注利润拐点

当前浮法玻璃行业处于“盈亏平衡-微亏”区间, 天然气产线亏损持续, 煤制气产线勉强保本, 企业在亏损压力下主动缩减产能。截止到3月21日, 以天然气、煤制气、石油焦为燃料的浮法玻璃生产利润分别为-188.74元/吨、59.8元/吨、-50.24元/吨。

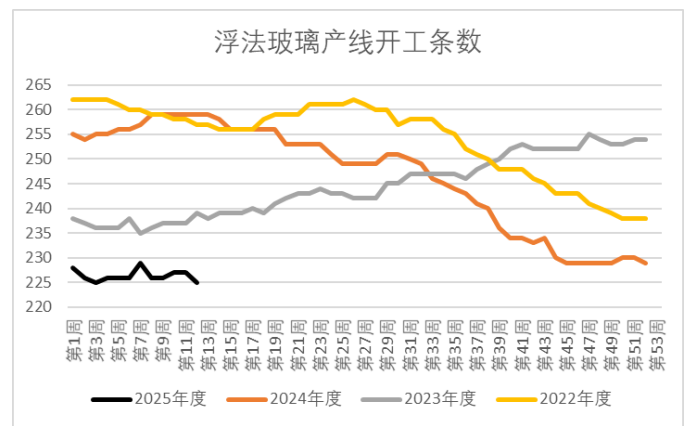
一季度, 浮法玻璃行业延续2024年四季度的冷修节奏。截至3月21日, 全国浮法玻璃产线开工条数225条, 比去年底229条减少了4条产线, 开工率为75.85%, 相比去年底77.99%降低2.14个百分点, 为近四年同期最低水平。目前全国浮法玻璃日熔量15.85万吨, 相比去年底15.85万吨保持不变, 同比降低1.77%。二季度若天然气制利润转正, 企业可能加速复产, 若煤制利润转负, 冷修规模将可能扩大, 日熔量或降至15万吨以下。

图 2.1: 浮法玻璃生产利润走势



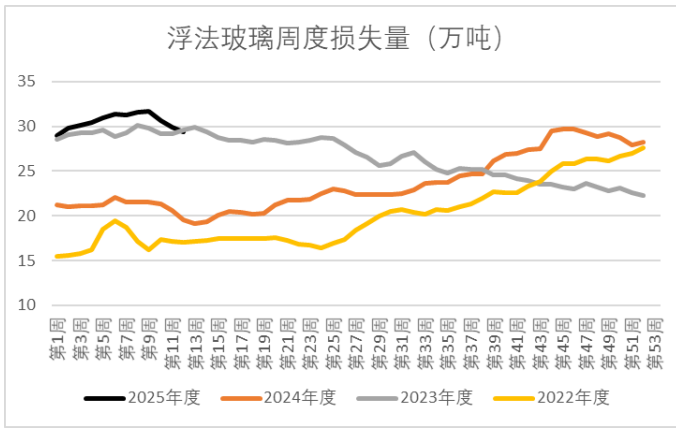
资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

图 2.2: 浮法玻璃产线开工条数



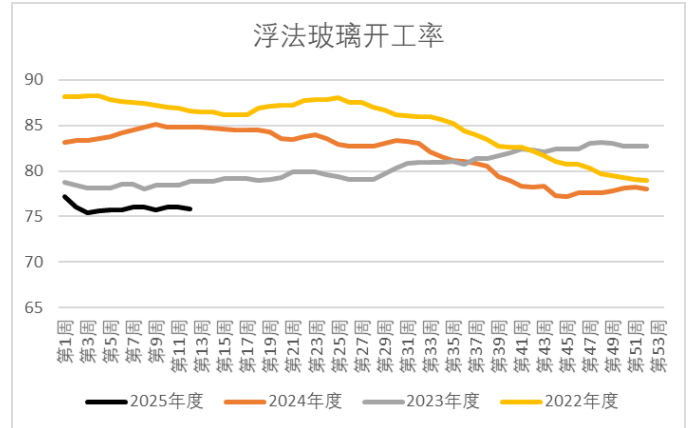
资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

图 2.3: 浮法玻璃冷修损失量



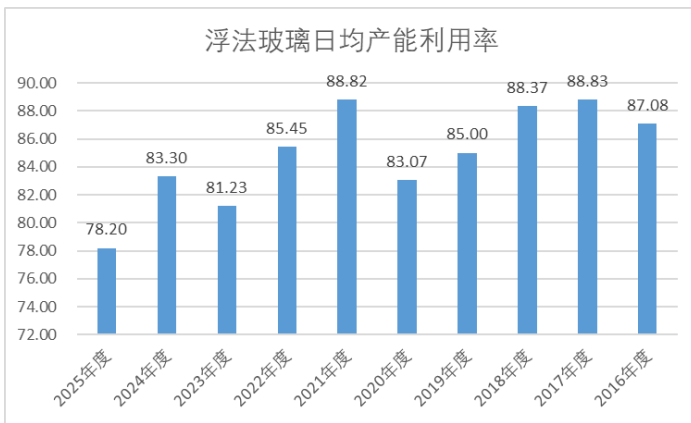
资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

图 2.4: 浮法玻璃企业开工率



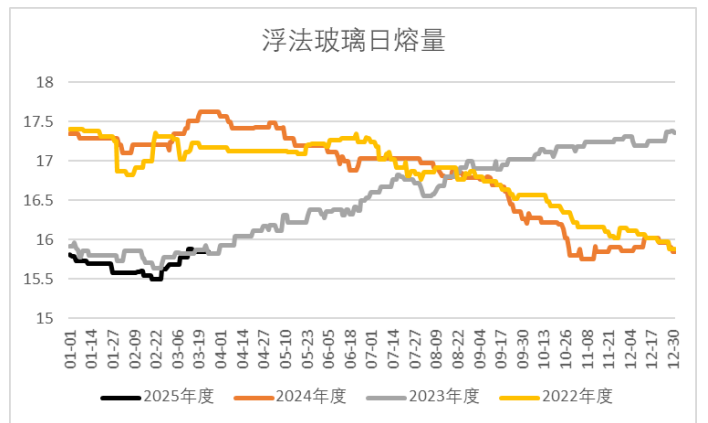
资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

图 2.5: 浮法玻璃产能利用率



资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

图 2.6: 浮法玻璃日熔量



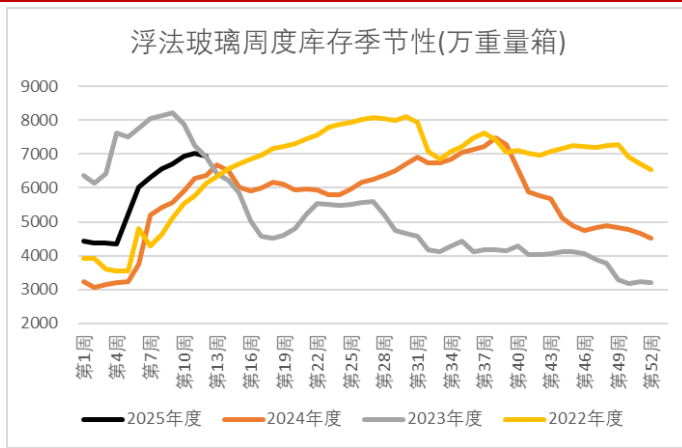
资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

3 库存端: 库存去化力度, 在于需求成色

一季度, 浮法玻璃库存端呈现“上游累库后去化、中游高库存倒逼、下游低库存博弈”的结构特征, 期货价格受库存波动影响显著。截至3月21日, 全国浮法玻璃样本企业总库存6946万重箱, 相比去年底4522.4万重量箱增加53.6%, 同比增加10.6%。折库存天数31.3天, 较去年底20.9增加10.4天, 增幅49.8%, 同比增加5.6天。绝对库存位置来看, 年内库存位置为97%, 近2年库存位置为88%, 近5年库存位置为82%。沙河贸易商库存为444万重量箱, 同比+32.14%。

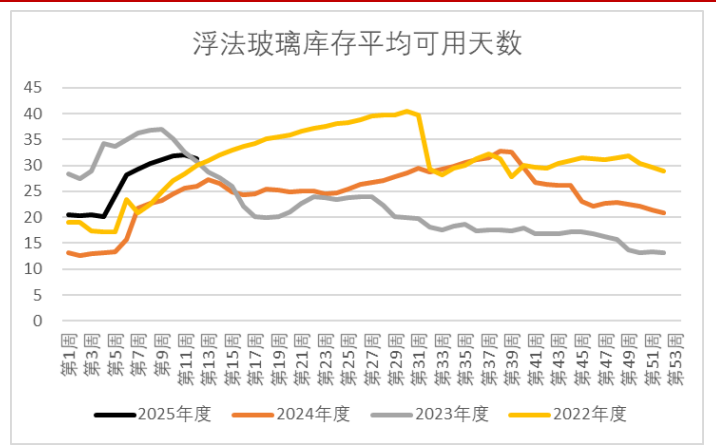
二季度为传统需求旺季, 随着3月下旬“金三银四”终端需求恢复, 下游阶段性补库带动产销率回升, 上游玻璃企业库存拐点出现。若4月地产竣工边际改善, 叠加保交楼项目集中交付, 上游库存或延续去化趋势, 支撑期货价格反弹至1400-1500元/吨。若需求证伪, 竣工降幅扩大, 库存将再次累积, 价格可能再次下探1100元/吨。

图 3.1：浮法玻璃期末库存变化(万重量箱)



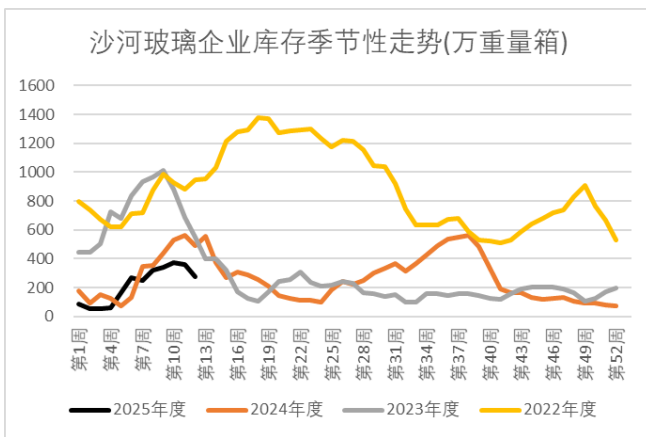
资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 3.2：浮法玻璃库存平均可用天数(天)



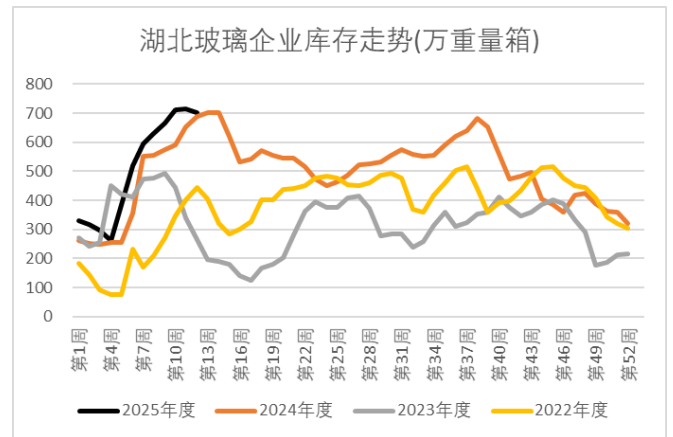
资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 3.3：沙河地区玻璃企业库存(万重量箱)



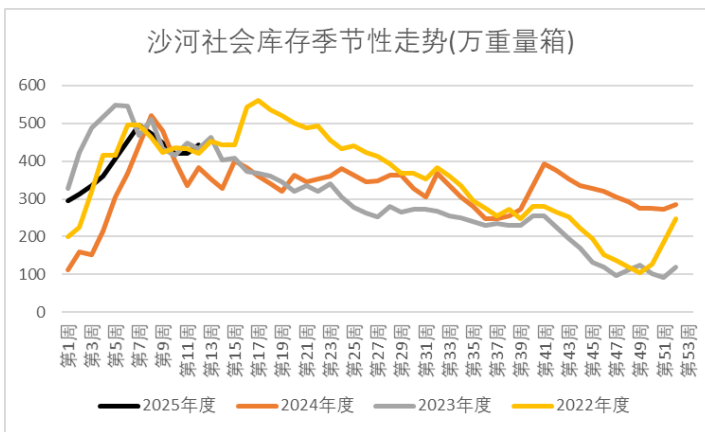
资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 3.4：湖北地区玻璃企业库存(万重量箱)



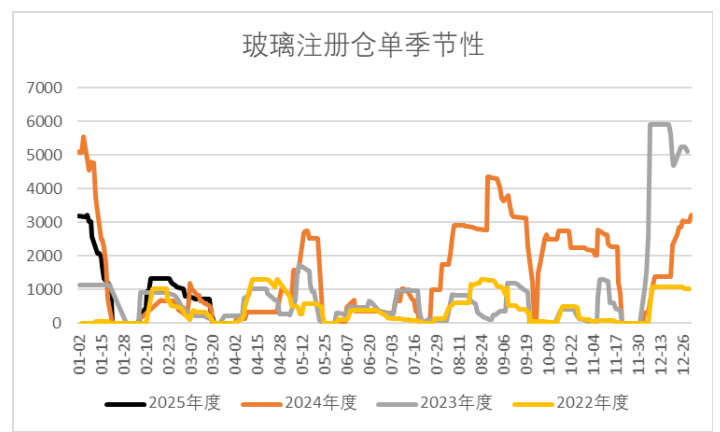
资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 3.5：沙河地区社会库存季节性(万重量箱)



资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 3.6：玻璃注册仓单季节性(张)



资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

4 成本端：煤制动态成本，提供边际支撑

目前煤制成本成为最低的边际成本线，从我们对浮法玻璃生产成本的历史统计、以及盘面价格低于现货成本的概率来说，盘面在煤制成本下方运行的时间在10%-20%左右。截止到3月21日，以天然气、煤制气、石油焦为燃料的浮法玻璃生产成本分别为1541、1099、1180元/吨，平均成本在1273元/吨，相比去年底时的1542、1157、1113元/吨分别增减-1、-58、+67元/吨，变动幅度分别为-0.1%、-5.0%、+6.0%。

二季度浮法玻璃成本端对期货价格的影响将取决于各种燃料价格的走势以及由此引发的供应端变化，同时也需要结合下游需求的恢复情况来综合判断。如果成本上升导致供应减少的幅度大于需求下降的幅度，期货价格有望上涨；反之，如果需求持续低迷，供应减少无法扭转供需失衡的局面，期货价格仍将面临下行压力，并在煤制成本线附近震荡。

图 4.1：浮法玻璃生产成本（元/吨）

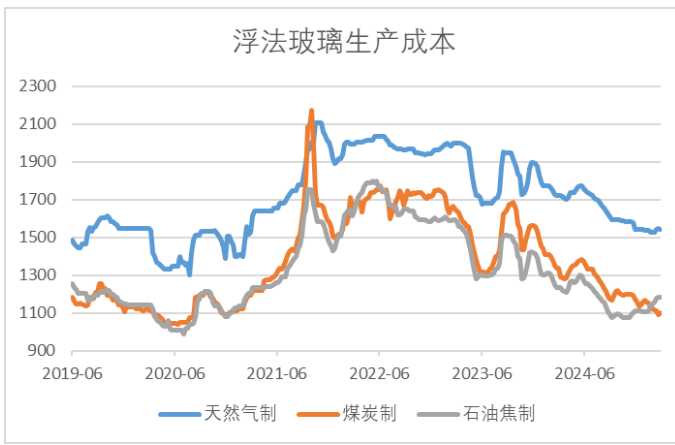


图 4.2：浮法玻璃生产成本历史统计(元/吨)

玻璃成本	煤炭制	石油焦制	天然气制	平均成本
历史位置	30%	6%	24%	17%
最新值	1540	1111	1179	1277
最大值	2106	2174	1799	1977
最小值	1300	1040	986	1128
平均值	1707	1365	1324	1460

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 4.3：浮法玻璃盘面低于生产成本的概率统计（元/吨）

天然气制成本	01合约	05合约	09合约	现货	主连
低于成本天数	1060	1029	959	706	965
合约统计天数	1451	1449	1449	1458	1458
占比	73%	71%	66%	48%	66%
煤炭制成本	01合约	05合约	09合约	现货	主连
低于成本天数	269	257	254	148	248
合约统计天数	1496	1499	1499	1508	1508
占比	18%	17%	17%	10%	16%
石油焦制成本	01合约	05合约	09合约	现货	主连
低于成本天数	0	225	205	185	65
合约统计天数	1508	1496	1499	1499	1508
占比	0%	15%	14%	12%	4%

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

5 估值端：弱基差背景下，限制反弹空间

从期现市场来看，一季度玻璃期现价格联动下跌，反映了玻璃弱现实和弱预期的市场特征。截至3月26日，浮法玻璃全国现货价格、05、09合约期货价格分别为1266、1229、1271元/吨，相比去年底分别变化-61、-98、-99元/吨，涨跌幅分别为-4.6%、-7.4%、-7.2%。

从基差角度来看，一季度玻璃基差在零附近波动，尤其是湖北地区基差多数时间在负区间运行，在弱基差背景下，尚不能为盘面提供上涨弹性。截至3月26日，全国、沙河、湖北地区5mm大板玻璃现货价格分别为1266、1250、1140元/吨，主力05合约基差分别为37、21、-89元/吨，相比去年底分别变化+37、+55、-22元/吨，基差率分别为2.9%、1.7%、-7.2%。由于缺乏明显的基差调节，价格更多地受到供需基本面的直接影响。

期限结构上，一季度玻璃呈现contango结构，5-9月间价差为负，均表明玻璃现货市场偏弱的现实，相比去年年底，由深contango转为近月抬升，由于近月合约与现货市场紧密相关，其价格走势将更直接地反映市场供需的实际变化，这也反映了现货市场出现改善。

图 5.1：玻璃现货价格月度涨跌变化统计

现货价格变化	2025年	2024年	2023年	2022年	2021年
1月	0	21	84	(18)	(202)
2月	(7)	14	6	316	15
3月	(54)	(280)	94	(383)	127
4月		(51)	382	(27)	92
5月		(46)	(92)	(119)	491
6月		(57)	(162)	(119)	45
7月		(169)	1	(105)	207
8月		(89)	117	74	23
9月		(194)	53	(14)	(97)
10月		173	(6)	0	(351)
11月		40	(100)	(98)	(515)
12月		(37)	41	1	(27)
总计	(61)	(674)	419	(491)	(192)

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 5.2：玻璃05合约价格月度涨跌变化统计

FG05合约价格变化	2025年	2024年	2023年	2022年	2021年
1月	35	(72)	(52)	535	(74)
2月	(114)	(196)	(88)	(343)	259
3月	(12)	(174)	123	96	68
4月		(17)	357	(210)	327
5月		270	(157)	(21)	181
6月		(140)	65	(105)	123
7月		(125)	171	(166)	182
8月		(126)	122	(95)	(290)
9月		92	(93)	20	(269)
10月		101	(2)	(150)	(309)
11月		(106)	268	106	(21)
12月		(93)	88	196	(134)
总计	(91)	(586)	802	(137)	43

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 5.3：玻璃09合约价格月度涨跌变化统计

FG09合约价格变化	2025年	2024年	2023年	2022年	2021年
1月	44	(134)	(54)	467	(28)
2月	(91)	(142)	(81)	(318)	199
3月	(56)	(154)	49	215	46
4月		110	158	(229)	368
5月		161	(384)	(107)	265
6月		(134)	108	(131)	127
7月		(185)	201	(150)	164
8月		(305)	253	(13)	41
9月		416	(370)	28	(1018)
10月		94	3	(132)	(105)
11月		(116)	248	137	(30)
12月		(94)	76	207	(121)
总计	(103)	(483)	207	(26)	(92)

资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 5.4：玻璃01合约价格月度涨跌变化统计

FG01合约价格变化	2025年	2024年	2023年	2022年	2021年
1月	19	(144)	92	561	(179)
2月	(27)	(103)	(89)	(258)	168
3月	(72)	(130)	(14)	209	63
4月		110	65	(200)	335
5月		212	(319)	(19)	235
6月		(169)	86	(118)	140
7月		(139)	187	(157)	210
8月		(153)	199	(92)	(293)
9月		26	(100)	46	(359)
10月		67	(25)	(160)	(434)
11月		(94)	146	40	14
12月		(103)	(9)	175	(192)
总计	(80)	(620)	219	27	(292)

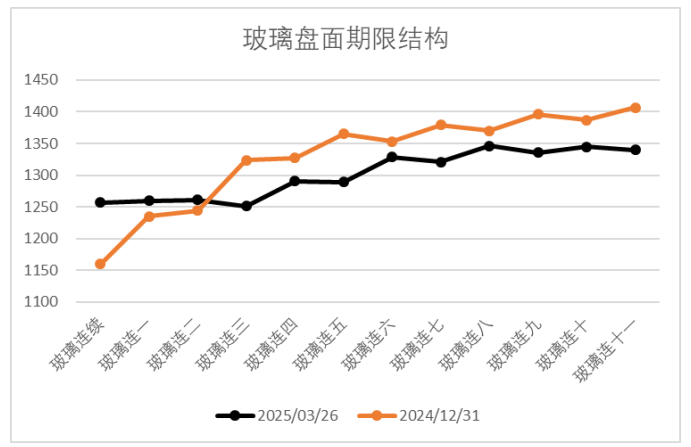
资料来源：钢联数据，中辉期货研究院

图 5.5: 玻璃期货主力与现货价格走势



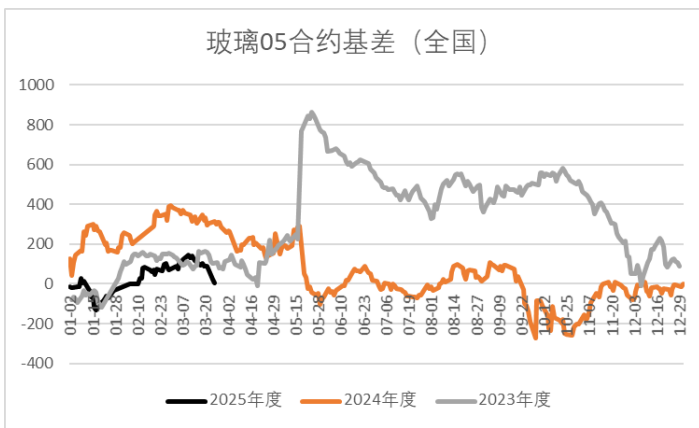
资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

图 5.6: 玻璃期货盘面期限结构走势



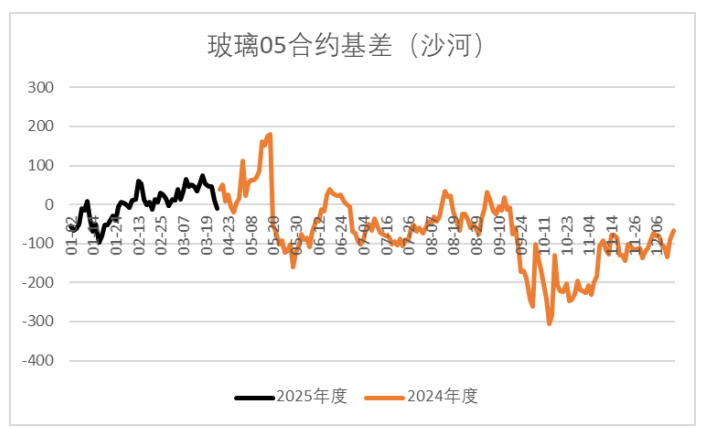
资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

图 5.7: 玻璃期货05合约基差走势 (全国)



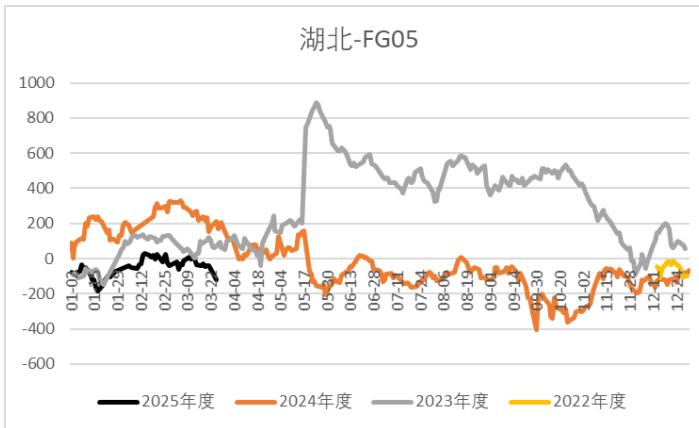
资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

图 5.8: 玻璃期货05合约基差走势 (沙河)



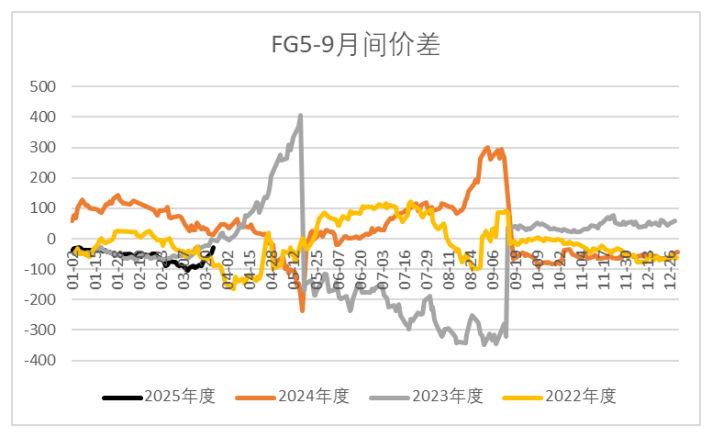
资料来源: 钢联数据, 中辉期货研究院

图 5.9: 玻璃期货05合约基差走势 (湖北)



资料来源: 同花顺, 中辉期货研究院

图 5.10: 玻璃5-9价差走势



资料来源: 同花顺, 中辉期货研究院

6 行情展望：库存主导波动，反弹偏空为主

回顾一季度，浮法玻璃供应端延续冷修主导的产能收缩周期，日熔量降至近四年低位，但复产预期与高库存压制期货价格。需求端呈现“政策托底有限、地产深度调整、下游订单低迷”的特征，期货价格受弱现实压制持续走弱。库存端呈现“上游累库后去化、中游高库存倒逼、下游低库存博弈”的结构性特征，期货价格受库存波动影响显著。成本端燃料走势分化，煤炭价格持续下降，煤制动态成本成为期货定价的边际成本。

展望二季度，供应端的利润弹性与库存去化节奏将成为关键变量，建议投资者重点跟踪产线冷修/复产动态及现货利润拐点，逢低布局供应收缩带来的阶段性做多机会。需求端重点关注“金三银四”需求验证结果及保交楼政策实际落地效果，若需求边际改善叠加供应主动收缩，库存持续去化将推动价格阶段性修复；否则，高库存压力下行业将延续“供需双弱”格局，期货价格以区间震荡寻底为主。

策略上，目前玻璃深contango结构近月抬升、斜率变缓，现货市场有所改善，在煤制动态成本线附近反弹思路对待，考虑到中期供需双减平衡、弱基差背景下，在半年线和年线附近偏空思路对待。05、09合约关注1000-1100附近的支撑情况，以及1400-1500附近的压力。产业层面，在盘面升水湖北现货10%-20%左右时，中上游企业可进行卖期保值，在盘面低于煤制成本或大幅贴水现货价格时，中下游企业可进行买期保值。

节奏上，库存结构主导短期波动，长期看供需再平衡。4-5月，若库存去化超预期，期货价格或因“旺季预期+库存去化”形成阶段性利多，短期关注1200-1400元/吨区间反弹机会；6月梅雨季节及高温天气可能打断需求修复，若库存再次累积，价格将回归“供需双弱”逻辑，或再次下探1100元/吨成本线。

免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！



研究员	联系方式	资格证号	咨询证号
郭建锋	02160281622	F03126846	
何慧	15834120820	F0303742	Z0011420
郭艳鹏	15910661839	F03104066	Z0021323
李倩	02160281622		

