

金融期货早评

人民币汇率：真正考验或将来临

【行情回顾】昨日，在岸人民币兑美元 3 月 26 日 16:30 收盘报 7.2635，较上一交易日上涨 5 点。人民币兑美元中间价报 7.1754，上调 34 点。

【重要资讯】根据美国财政部官员提交的法庭文件，财政部正在计划大规模裁员，响应马斯克领导的政府效率部(DOGE)推动缩减联邦政府雇员规模。财政部正在确定最终裁员方案，落实总统特朗普签署的有关实施 DOGE 倡议的行政令。根据法庭文件，这些计划将针对财政部下属各个机构进行定制，在不少情况下将通过裁员来削减大量岗位。

【核心逻辑】虽然前期市场在关税引发的“涨”的担忧和美国经济“滞”的担忧之间摇摆，但相对而言，关注的重点更多地集中在对美国经济“滞”的担忧上。这一点不仅体现在市场动态中，还可从美联储 3 月 FOMC 会议内容得到印证。目前来看，近期全球宏观市场出现了不少质变因素，外部约束条件也有所变化，但我们整体仍维持之前的观点，在内部环境边际改善但仍以稳为主的基准假设下，美元兑人民币即期汇率短期走势仍主要取决于外部因素。临近 4 月 2 日对等关税生效日，市场交易主题或从“欧洲例外论、东升西降”切换为“关税威胁”，不排除市场又开始走出了 risk off 行情。因此，不排除美元兑人民币即期汇率面临一定的上行风险。

【风险管理】购汇方向建议通过远期锁汇操作进行锁定，结汇需求则可在汇率运行区间的上沿择机操作。

【风险提示】海外货币政策调整超预期、地缘政治冲突超预期、特朗普非常规出牌
重要声明：以上内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。

股指：关注外围因素变化

【市场回顾】

昨日股指涨跌不一，大盘股指收跌，中小盘股指收涨。从资金面来看，两市成交额减少 1039.64 亿元。期指方面，IF 放量下跌，IH 缩量下跌，IC、IM 缩量上涨。

【重要资讯】

1、特朗普宣布对非美国造汽车征收 25%关税

今日重点关注：

中国 1 至 2 月规模以上工业企业利润同比。

2025 中关村论坛年会 3 月 27 日至 31 日在京举办。

美国四季度实际 GDP、核心个人消费支出 (PCE) 物价指数。

【核心逻辑】

本周前两日中小盘股指持续缩量下行，或是本次回调基本接近底部，但昨日中小盘股指小幅反弹，量能上依旧日保持缩量，反弹的动力也不是很足。展望后市，4 月份增量政策将进入空窗期，消息面相对平淡，政策面利好预期边际走弱，在国内没有明显能驱动指数行情因素的情况下，股指会对海外因素比较敏感。需要重点关注的一是关税政策，特朗普最新宣布对非美国造汽车征收 25%关税，加息预期有所减弱，美债收益率及美元指数均上涨，外围压力加大，二是美国经济衰退的风险，最新美国消费者信心指数低迷，创下 2021 年 1 月以来新低，重燃市场对经济的担忧，昨天美债收益率及美元指数均下滑，但最新公布的服务业 PMI 优于预期，数据缺乏一致性，需要等待更多数据进行相互验证，短期股指区间偏弱震荡。

【南华观点】持仓观望

国债：尾盘快速冲高

【行情回顾】国债期货全天震荡上行，尾盘加速冲高，大幅收涨。公开市场方面，日内有2959亿逆回购到期，央行新做4554亿逆回购，与投标量一致，当日净投放资金1595亿元。

【重要资讯】：1.《上海市关于促进智算云产业创新发展的实施意见（2025-2027年）》发布。其中提出，升级扩容智算基础设施。形成支撑性智算云算力集群，提升智算服务能级。围绕浦东、金山、松江、临港和青浦等重点区域，积极部署智能算力、提升集群规模，鼓励智算云企业深度对接智算中心，整合存量智算芯片，升级资源纳管能力。

【核心逻辑】午后债市震荡走高，降准传言再起，虽然降准小作文是老调重弹，但资金面确实有所改善，隔夜匿名价格降至1.69%附近，交易所资金价格也有所下行，因此短债表现也较为强势。尾盘债市加速拉升，主要是外媒消息呼应了中午的小作文，配置盘的介入强化市场信心。尾盘行情后10Y利率再次来到1.785%附近，从央行近期货币政策工具操作表现出来的态度来看，利率进一步下行的依旧有阻力且阻力不一定来自市场。关注明天OMO操作情况。当前的市场多空分歧明显，同时对政策以及消息较为敏感，现有仓位可继续持有保持关注，追高需警惕风险。

【投资策略】：短期内情绪走强，关注长端利率是否有效突破

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：EC宽幅震荡

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格先维持震荡，再明显上行，后大幅回落，整体偏宽幅震荡。截至收盘，EC各月合约收盘价均有所上涨。

【现货市场】：根据Geek Rate所示，4月3日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP总报价为\$1241，较同期前值上涨\$9，40GP总报价为\$1931，较同期前值上涨\$10。4月8日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP总报价为\$1190，较同期前值上涨\$20，40GP总报价为\$1840，较同期前值上涨\$40。

4月9日，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP总报价为\$1385，较同期前值下降\$700，40GP总报价为\$2345，较同期前值下降\$1400，回落至前一周报价水平。

【重要资讯】：新世界航运理事会(WSC)美国时间3月24日在美国贸易代表办公室举办的听证会上，表示强烈反对向中国建造的船舶以及包含中国建造的船舶或从中国订购船舶的船队征收港口费用，称这将加剧美国消费者和企业的通货膨胀，威胁就业，并对美国农民和其他出口商产生特别负面的影响。全美零售联合会(NRF)则痛陈这项收费的威胁更胜关税。此外，多数经营相关航线的船公司、美国零售贸易进口商、美国农业出口商、码头工会等诸多利益相关者均表示反对意见。

【南华观点】：期价的上行应主要来自于现价的引领——前日晚马士基欧线现舱报价多次调整，一度上涨几百美元，最后近三周报价仍略高于此前显示的水平。但从整体船公司的报价来看，目前现价水平仍然趋弱，故期价在涨至短期高位后再度回落。就目前来看，还未出现能使得期价开始趋势性行情的有力影响因素。从市场情况来看，货量有所企稳，船司也在收紧运力，但运价上行仍需更多的货量支撑；EC短期偏震荡的可能性仍相对较大，可继续关注主流船司后续举措（包括是否继续抬涨5月后续运费，是否集中调涨或调降欧线现舱报价等）。

重要申明：本报告内容及观点仅供学习和参考，不构成任何投资建议。市场有风险，投资需谨慎。

以上评论由分析师俞俊臣（Z0021065）、王梦颖（Z0015429）、周骥（Z0017101）、高翔

(Z0016413) 及助理分析师廖臣悦 (F03120676) 提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：高位震荡

【行情回顾】周三贵金属价格高位振荡，美指与 10Y 美债收益率走高，受特朗普宣布对非美国造汽车征收 25%关税影响。原油上涨，欧美股普跌，比特币振荡，南华有色金属指数高位振荡。最终 COMEX 黄金 2504 合约收报 3026.6 美元/盎司，+0.02%；美白银 2505 合约收报于 34.21 美元/盎司，+0.07%。SHFE 黄金 2506 主力合约收报 709.02 元/克，+0.47%；SHFE 白银 2506 合约收 8366 元/千克，+1.7%。

【加息预期与基金持仓】据 CME“美联储观察”，市场预期美联储 25 年 5 月 8 日维持利率不变的概率为 86.4%，降息 25 个基点的概率为 13.6%；到 6 月 19 日，维持当前利率不变的概率为 33.6%，累计降息 25 个基点的概率为 58.1%，累计降息 50 个基点的概率为 8.3%；到 7 月 31 日，维持当前利率不变的概率为 19.7%，累计降息 25 个基点的概率为 48%，累计降息 50 个基点的概率为 28.9%；长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓日度维持在 929.36 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 198.11 吨至 13950.32 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 10.2 吨至 1158.7 吨；截止 3 月 21 日当周的 SGX 白银库存周减 16.8 吨至 1678.5 吨。

【本周关注】美联储 2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆表示：考虑到通胀（或将）超出目标，政策保持现状是合适的；如果劳动市场持续强劲且第二轮关税效应显现，美联储可能需要将利率维持在较高水平更长时间，或考虑更加严格的政策。亚特兰大联储 GDPNow 模型预计 2025 年美国第一季度 GDP 增速为-1.8%，与此前预测持平。本周数据方面，主要关注周五晚间美 PCE 数据。

【南华观点】中长线或偏多，周线与月线仍偏强，短线或维持高位震荡。周内需关注美国 4 月 2 日关税政策落地前一周的政策预期与市场博弈。伦敦金强支撑 2950，伦敦银支撑 32.7。操作上前多谨慎持有，空仓或仓位较轻者可在强支撑位附近试多。

铜：冲高回落，仍在美关税政策漩涡之中

【盘面回顾】沪铜指数在周三冲高回落，一度超过 8.3 万元每吨，报收在 8.18 万元每吨，上海有色现货贴水 20 元每吨。

【产业表现】据金十数据报道，知情人士表示，美国可能会在几周内对进口铜征收关税，比决定的最后期限早几个月。今年 2 月，特朗普指示商务部对潜在的铜关税展开调查，并在 270 天内提交一份报告。知情人士说，调查看起来已经只是一种形式，特朗普经常表示他计划征收关税。政府正在迅速进行评估，有可能在 270 天的最后期限之前得出结论。白宫对此拒绝置评。特朗普之前威胁要对所有铜进口征收高达 25%的关税，此举可能会扰乱全球铜市场。高盛和花旗分析师预计美国将在年底前对铜征收 25%的关税。全球最大的铜

交易商托克集团曾表示，铜价可能从目前的约 1 万美元升至 1.2 万美元。

【核心逻辑】铜价在周三的冲高和美国关税政策的调整预期关联较大，回落和多头的止盈离场有一定关联，不过整体持仓仍然在 60 万手以上。目前多头的基本逻辑还是没有改变，关税政策导致美金铜价格上升，沪铜因供给减少推升价格。短期来看，铜依然偏强运行。

【南华观点】逢低采购。

铝产业链：氧化铝价格反弹

【盘面回顾】上一交易日沪铝主力收于 20675 元/吨，环比-0.12%，伦铝收于 2605 美元/吨，环比-0.12%。氧化铝主力收于 3079 元/吨，环比-0.65%。

【产业表现】供给及成本：供应端，上周电解铝产量 83.67 万吨，环比+0.06 万吨，氧化铝产量 168.8 万吨，环比-0.5 万吨，氧化铝与电解铝周度产量比值 2.02，环比-0.01。需求：SMM 数据显示，3 月 17 日铝锭出库 12.71 万吨，环比-0.04 万吨；铝棒出库 5.14 万吨，环比-0.97 万吨。加工环节开工率 62.84%，周环比+1.22pct。库存：截至 3 月 20 日，国内铝锭+铝棒社会库存 112.2 万吨，周环比-3.8 万吨，其中铝锭-2.8 万吨至 83.4 万吨，铝棒-1 万吨至 28.8 万吨。LME 库存 48.4 万吨，周环比-1.8 万吨。氧化铝港口库存 4.7 万吨，周环比+2.3 万吨，铝土矿港口库存 1983 万吨，周环比+81 万吨。

【核心逻辑】铝：电解铝供应继续增加，“金三银四”消费旺季逻辑仍在，下游加工环节开工率提升，铝锭社会库存继续去库，电解铝运行区间 20500-21000 元/吨。氧化铝：上周随着烧碱价格回落，氧化铝成本继续下降，供应方面较为稳定，虽然存在下游逢低采购导致价格反弹的情况，但短期氧化铝仍处于过剩的状态，偏弱运行的状态或将继续延续。

【策略观点】铝：回调布多，氧化铝：逢高沽空

【风险提示】需求不及预期，宏观政策超预期扰动

镍，不锈钢：成本支撑仍存，下行空间有限

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 129670 元/吨，上涨 0.54%。不锈钢主力合约日盘收于 13410 元/吨，上涨 0.37%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 131775 元/吨，升水为 1800 元/吨。SMM 电解镍为 130875 元/吨。进口镍均价调整至 129975 元/吨。镍豆现货均价 129525 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28230 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为-1206.82 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-6%。8-12%高镍生铁出厂价为 1025 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-1.97%。纯镍上期所库存为 32354 吨，LME 镍库存为 200616 吨。SMM 不锈钢社会库存累库至 994000 吨。国内主要地区镍生铁库存为 23015 吨。

【市场分析】

隔夜金属有色普涨，日内镍市震荡偏强。消息面上印尼国内矿商就 royalty 上调反响较为强烈，矿商表示过高的税费将会对国内产业生态产生负面影响，目前政策后续尚不明朗。基本上短期镍铁价格延续强势，不锈钢利润遭到进一步挤压，但是目前正逢排产周期，供需矛盾短期无明显好转迹象，等待后续镍铁产量增量预期。硫酸镍端下游三元厂对高价镍盐接受度提高，供应偏弱和成本上移情况下后续镍盐或持续偏强运行。

锡：高位震荡，保持相对稳定

【盘面回顾】沪锡指数在周三稳定在 27.8 万元每吨附近。

【产业表现】根据中国海关公布的数据以及安泰科的折算，2025 年 1 月我国进口锡精矿实

物量 9842 吨，折金属 4056.4 吨，环比涨 9.5%，同比涨 4.6%；2 月进口实物量 8745 吨，折金属 3082.0 吨，环比降 24.0%，同比降 28.1%。截至 2025 年 2 月末，我国共进口锡精矿实物量总计 18587 吨，折金属量 7138.3 吨，同比降 12.5%。前 2 个月前三进口量为刚果（金）、尼日利亚等非洲国家共进口 2945 吨，占总进口量 41%，位居第一；进口澳洲锡矿 1800 余吨，占 25%，位居第二；进口缅甸锡精矿近 1300 吨，占 18%，位居第三。

【核心逻辑】锡价在近期基本维持高位震荡，绝对价格对此前 Alphamin 锡矿停产事件的超涨已经进行了回吐。缅甸复产预期已经基本得到消化。在需求没有太大变化的情况下，锡价或仍在高位震荡。

【南华观点】高位震荡。

碳酸锂：减仓反弹

【期货动态】LC2505 合约收于 74480 元/吨，日环比+0.92%

【核心观点】中长期供应过剩局面不改，供应压力持续释放。预期矛盾在 2025 年需求表现能否维持去年年末的表现，以及新增产能能否顺利投放。近期仓单持续流出，基差走强。

【产业表现】碳酸锂：锂盐价格暂稳。市场行情暂无明显波动，上游锂盐厂目前出货意愿较低，下游企业进行逢低采买补库，贸易商出货量有所缩减。

锂矿：国内碳酸锂期现价均处于较低位置，非洲当地矿主出货意愿较低，进口贸易商收货困难，加上非洲海运周期较长，短期内国内非洲散矿的供给难有改善。相较于非洲矿而言澳矿方面货主报价积极，普遍在 830-850 美元/吨。CIF6 中国锂辉石精矿报 830-850 美元/吨；国内现货锂辉石品位 3.0-3.5%报 800-840 元/吨度，品位 5.0-5.5%报 1050-1080 元/吨度；锂云母品位 2.0-2.5%报 800-850 元/吨度。

工业硅：反弹回落

【期货动态】SI2505 合约收于 9780/吨，日环比-1.71%

【核心观点】工业硅整体依旧处于落后产能出清的产业周期。当前库存依旧处于相对高位，渠道库存充裕压制价格上涨。中期关注配额制和行业自律落实情况。短期注意空头获利反弹风险。

【产业表现】国内工业硅现货价格延续弱势运行，市场流动性表现一般，下游保持压价采购策略，硅价尚未止跌。供给端，内蒙古、云南保持较低开工水平，且短期内无集中复产迹象，内蒙古硅企前期减产计划暂未落地，多晶硅企业减修计划再度来袭，预期需求略低，当地粉厂开工情况一般。宁夏、陕西周度开工无明显波动，市场询单较少。受减产消息影响，价格小幅反弹修复，市场成交倾向于谨慎，多晶硅和有机硅短期开工无大幅度上调预期下，对工业硅需求表现一般。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）、肖宇非（Z0018441）及助理分析师管城瀚（F03138675）、揭婷（F03114103）、戴鸿绪（F03089307）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：盘利收缩

【行情回顾】震荡盘整，盘面利润大幅收缩

【信息整理】1.据钢谷，建材：社库 842.09 万吨，较上周减少 7.96 万吨，下降 0.94%；厂库 462.71 万吨，较上周减少 25.24 万吨，下降 5.17%；产量 397.39 万吨，较上周增加 6.75 万吨，上升 1.73%；表需下滑 15.02 万吨。热卷：社库 408.59 万吨，较上周减少 10.20 万吨，下降 2.44%；厂库 149.90 万吨，较上周减少 3.80 万吨，下降 2.47%；产量 233.00 万吨，较上周减少 2.40 万吨，下降 1.02%；表需增加 9.88 万吨。

2. 美国总统特朗普宣布对所有进口汽车征收 25%关税，相关措施将于 4 月 2 日生效。特朗普还称，美国将会对木材和药物收取关税。

3. 生态环境部发布《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》，标志着全国碳排放权交易市场首次扩大行业覆盖范围工作正式进入实施阶段。

【南华观点】短期盘面呈现反弹，一方面有空头减仓、移仓换月的影响，黑色品种 05-10 近期多走正套（但预计后续由于仓单压制，螺纹 05-10 仍走反套）；另一方面在于前期利空消息有所消化，盘面下行至谷电成本附近，市场需进一步验证旺季成材需求。展望后市，由于地产前端低迷和基建铁公鸡方面投资较弱，建材需求增量或有限，卷板材端出口呈现走弱，预计成材总需求端并不乐观；但是长流程钢厂利润仍不错，生产积极性较高，若无限产背景下，供需矛盾待累积，盘面倾向于反弹偏空。最近限产炒作频繁，但尚未有落实文件下发，需进一步观察。

铁矿石：估值底部回升

【盘面信息】05 合约减仓冲高回落，盘面利润走缩。5-9 价差小幅走缩后再度走阔。

【信息整理】根据生态环境部，中国钢铁、水泥、铝冶炼三个行业即将纳入碳市场管理。在生态环境部今天（26 日）上午举行的例行新闻发布会上，新闻发言人裴晓菲对记者表示，钢铁、水泥、铝冶炼行业是碳排放大户，年排放量约 30 亿吨二氧化碳当量。三个行业纳入碳市场管理后，不仅有助于实现双碳目标，而且有利于以市场机制，加快落后产能淘汰和低碳技术创新应用，推动三个行业高质量发展。

【南华观点】短期来看，铁矿石的基本面可能已经接近见顶。发运端，全球发运量维持中性，到港量大，现货压力加大，基差走弱，月差见顶回落。需求端，铁水产量增量超预期，达到了 236.26 万吨，周环比增加 5.67 万吨。但铁水大增后钢厂利润仍在走阔，市场预期负反馈的可能性增加，对 4 月的需求非常悲观。钢厂增产 / 复产只是将库存从上游搬到下游，钢材整体去库斜率走平，表需回升斜率放缓，基本面从良好转差。市场预期下游无法承接这么高的产量，只有减产负反馈才能缓解供需矛盾。目前炉料价格尚未打到需要减产的位置，因此成本支撑的故事还讲不起来。

库存端，港口库存结束了去库周期，后续的高发运和可能的负反馈，将使得铁矿石重新回到累库的趋势之中。

因此，铁矿石的基本面见顶转差，黑色市场的供需平衡仍需要进一步减产才能达到，而目前价格还没有打到炉料减产的位置，向下仍有一定的空间。整体方向上是看空的，但节奏上，需要注意短期超跌的反弹风险，如 4 月关税和反倾销陆续落地后，空头的牌陆续打出，若需求下滑不及预期，也存在估值回升的可能性。

焦煤焦炭：盘面钢厂利润收缩

【盘面回顾】炉料快速反弹，盘面钢厂利润收缩，焦炭涨幅靠前，焦煤跟涨但幅度较弱

【信息整理】

1. 美国将多家中国实体列入出口管制“实体清单” 商务部回应：将采取必要措施，坚决维护中国实体的合法权益。

2. 特朗普宣布对所有进口汽车征收 25%关税，4 月 2 日生效。
3. 美国国会预算办公室：如果不提高债务上限，政府最早可能在 8 月面临违约风险。
4. Mysteel 统计全国 110 家洗煤厂样本：开工率 61.99%较上期降 0.61%；日均产量 52.24 万吨降 0.78 万吨；原煤库存 271.49 万吨减 1.83 万吨；精煤库存 213.92 万吨减 14.95 万吨。
5. 国家矿山安监局发布关于严格规范矿山领域安全生产行政执法行为的通知，其中提出，监管监察部门对同一矿山年度内累计现场执法检查不超过 12 次。

【南华观点】本周矿山炼焦煤开工率环比下降，当前焦煤价格触及部分矿山成本线，炼焦煤增产积极性受到打压，但多数矿山仍能保持盈利，短期内焦煤出现大面积减产的可能性不大。进口方面，本周蒙煤平均通关 800 车/天，口岸监管区库存重新累积。海运煤价差倒挂较为严重，本周发运暂未出现增加迹象，港口进口焦煤库存有望保持去化。焦化端，本周独立焦化产能利用率抬升明显，钢厂焦化端生产稳定，焦炭减产进度趋缓，钢厂铁水超预期增产，焦炭去库斜率显著提高。展望后市，河北高炉积极复产带动本周铁水产量迅速回升，目前钢厂利润率十分可观，铁水仍有增产预期，煤焦需求有望持续改善。但同时，高铁水透支了市场对钢厂增产的想象空间，也引发市场对钢材基本面的担忧，在没有观察到终端需求显著改善的迹象时，短期内不建议单边抄底煤焦，前期空头可适当减仓离场。中长期来看，中美贸易战持续加码，远月钢材出口承压，粗钢压减预期或导致煤焦基本面进一步恶化，在没有看到煤焦企业大规模减产或颁布限制蒙煤进口政策前，煤焦不具备做多条件，操作上保持反弹布空的思路不变。

硅铁&硅锰：震荡

【盘面回顾】铁合金震荡，硅铁主力收 6020，硅锰主力收 6146。

【核心逻辑】硅铁：供应端主产区利润拐头向下，产区生产积极性下降，本周产量下降，但仍处于历史同期相对较高位置；需求端铁水产量增加以及五大材增产对硅铁需求存在支撑，硅铁出口利润修复，利于硅铁出口，国内出口大方向仍是以价换量；成本端兰炭价格企稳，主产区电价持稳，硅铁成本企稳。硅锰：供应端内蒙受环保原因开工率下滑，其他产区在低利润背景下生产积极性不高，产量环比有所下降，但仍处于高位；需求端螺纹钢去库速度缓慢，虽铁水增量硅锰本周需求增加，但整体需求疲弱；成本端，受上周港口库存累库影响，港口锰矿价格大幅下降，硅锰成本支撑减弱，下行寻找新的支撑，本周锰矿港口库存重新回归去库，锰矿价格预计企稳。

【南华观点】硅铁自身维持高供应，库存高位，需求增量在弱预期下能否维持存在质疑，预计价格震荡运行。硅锰需求端的疲弱预期和高库存现实，对硅锰价格上行存在压力，预计价格震荡运行。

以上评论由分析师袁铭（Z0012648）、周甫翰（Z0020173）及助理分析师张泫（F03118257）、严志妮（F03112665）提供。

能化早评

原油：EIA 库存下降，油价继续上涨

【原油收盘】截至 3 月 26 日收盘，WTI 原油期货 2505 合约收涨 0.65 美元，涨幅 0.94%，

报 69.65 美元/桶。ICE 布伦特原油期货 2505 合约收涨 0.77 美元，涨幅 1.05%，报 73.79 美元/桶。中国 INE 原油期货主力合约 2505 涨 2.1 至 539.4 元/桶，夜盘涨 3.5 至 542.9 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，美国至 3 月 21 日当周 EIA 商业原油库存 -334.1 万桶，战略原油库存+28.6 万桶，美国原油产量+0.1 万桶/天至 1357.4 万桶/天，炼油厂开工率+0.1%至 87%，汽油库存-144.6 万桶，取暖油库存-3.5 万桶，精炼油库存-42.1 万桶。二是，俄罗斯和美国同意制定措施，从 3 月 18 日开始，在 30 天内停止对俄罗斯和乌克兰能源设施的袭击。三是，美国总统特朗普：将对委内瑞拉实施第二道关税，任何从委内瑞拉购买石油和天然气的国家将向美国支付 25%的关税，这一关税将于 4 月 2 日生效。四是，知情人士表示，欧佩克+很可能在 5 月份连续第二个月坚持其提高石油产量的计划，该组织计划在 5 月份将日产量提高 13.5 万桶。这将是根据一项计划进行的第二次月度增产，该组织同时试图对那些超产的产油国施压，要求它们控制产量，并在一段时间内将产量控制在目标以下以作补偿。五是，美国星期四发布了与伊朗有关的新制裁，制裁对象包括亚洲一家独立炼油厂，以及向这些炼油厂供应原油的船只。

【南华观点】宏观：美联储将基准利率维持在 4.25%-4.50%不变，符合市场预期，大幅下调今年经济增速预测 0.4 个百分点并上调通胀预期，市场开始押注美联储至少降息两次。供给端，OPEC+确定 4 月份增产，同时 OPEC+给出了补偿性减产方案，支撑短期油价。在需求端，美欧炼化利润整体小幅回升，新加坡稳定，中国回落，因全球炼厂检修较多，短期需求端疲软，中期随着消费旺季来临，中期需求或有提振，长期需求 OPEC 和 EIA 对需求预期稳定，IEA 下调需求预期，市场对中长期需求放缓的担忧仍在。在库存端，美国库存回升，欧洲库存回升，亚洲库存回升，上周全球原油库存累库。整体来看，OPEC+大概率按照计划推进增产，补偿性减产若落实，OPEC+短期供应有望缩减，短期需求一般，库存上升，美国对委内加征关税及收紧对伊朗制裁，支撑短期油价，短期原油震荡上行

PTA-PX：震荡看待，关注正套机会

【PTA 观点】近期 PTA 装置变动较多，恒力、仪化、三房巷重启，逸盛大化 375 万吨检修，PTA 总体负荷提升至 79.3%，下游聚酯负荷 91.7%，聚酯库存仍有走高，且 FDY 相对尤为高，织机负荷提升中，相比去年同期仍走低不少。近期仓单流出较多，外资逐步减仓，基差走强。随着后期的 PX 检修增多，PTA 加工费可能有所压制，但是由于下游也在逐渐好转，整体表现震荡。

【PX 观点】成本来看，近期石脑油价格震荡僵持，但目前价格相对丙烷有优势，支撑石脑油价格，后期可能供应有所增加。PXN 近期仍在 200 附近，PX-MX 回升至 86 附近，也是今年来的相对高点，主要 PX 的检修季到来。供需方面，近期 PX 国内开工 86%维持高位，而亚洲开工整体在 75.5%，后期开工整体有走弱预期。国内扬子石化 80 万吨装置 3 月中-5 月上重整检修，PX 降负荷，中海油惠州 150 万吨计划 3 月底检修 50 天，浙石化月底 250 万吨检修 35-45 天，九江石化 90 万吨 3 月中到 5 月中，盛虹也有重整检修计划。亚洲方面，目前除去中国开工已在 66%的水平，后期 SKGC 一条 40 万吨的计划 4-5 月检修 3 个月，FCFC 一条 30 万吨 4 月检修 45 天。供应上减少，需求上近期 PTA 开工提升至 79.3%，总体 PX 略好转。近期由于 1-2 月进口量数据公布，低于之前市场预期，整体 1-2 月的平衡表进行调整后并未有效累库，3 月有累库，但 4 月后又走入去库通道，因此整体表现在芳烃里面也相对强劲。PX-EB 的价差缩小至 1000 以内，近期的市场表现也明显抗跌。总体操作上 350 以上空 PX-PTA, PX5-9 正套为主。

MEG-瓶片：需求不振下估值承压

【盘面动态】周二 EG05 收于 4474 (+2)，本周 05 基差+38 (+5)，5-9 月差收于-83 (-12)。

PR05 收于 6076 (-24)，05 盘面加工费收于 422 (-46)。

【库存】华东港口库至 76.7 万吨，环比上期降低 4.3 万吨。

【装置】新疆一套 40w 装置因故近期停车，预计 7 月份重启。海外装置方面，沙特一套 55w 装置近期重启运行；沙特一套 70w 装置近期重启运行。

【观点】

近期 EG 价格在需求不振的悲观氛围中低位震荡。基本面方面，供应端负荷基本持稳；其中，乙烯制古雷石化周内按计划重启，EO 方面受制于销售渠道等问题，远东联转产计划延后；煤制兖矿按计划停车，广汇计划外停车，煤制负荷下调至 74.5%附近。效益方面，近期成本端原油企稳，但受 EG 现货价格走弱影响，乙烯制和煤制利润均有一定压缩。库存方面，上周到港计划较多，部分船只受天气影响延迟，受下游刚需备货带动，近期港口发货有所好转，周一港口显性库存去库 4.3 万吨附近；本周到港集中，叠加前期延迟到港量兑现，预计下周港口库存将大幅累库。需求端，聚酯负荷继续提升至 91.7%，但当前长丝与短纤开工均已来到历年高位，后续上调空间预计有限，聚酯需求进一步扩张仍需依赖瓶片开工表现；部分瓶片装置月底存重启计划，若如期重启，聚酯负荷将在月底升至 93% 的高位。近期原料端聚合成本总体持稳，但长丝库存已至高位，长丝与短纤工厂通过让利促销的方式短暂缓解累库压力，但终端需求已经见顶，终端负反馈的影响预计仍将延续；瓶片低开开工下供需格局有所转好，社会库存大幅去化，但后续万凯与仪化存重启计划，预计加工费再次承压。

总体而言，受需求不振预期影响，乙二醇近期价格整体以低位盘整为主。近期虽在部分意外检修计划影响下价格有所反弹，但对供需格局仍然影响有限，需求悲观预期下估值预计仍将承压。后续主要关注瓶片工厂重启动态与终端订单表现，走势预期以宽幅震荡为主。而瓶片方面后续重启计划较多，预计当前加工费仍将承压，关注瓶片盘面加工费逢高做缩机会。

甲醇：暂时观望

【盘面动态】：周三甲醇 05 收于 2571

【现货反馈】：周三远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 05+125

【库存】：上周甲醇港口库存继续如期大幅去库，显性外轮卸货维持低位，江苏沿江主流区域在大型终端汽运提货助力下提货量明显增加，南京地区大型终端则仍有较多管输原料来自于非显性库区；浙江地区宁波码头卸货速度仍较一般，但刚需稳定消耗下同步去库。华南港口库存继续去库。广东地区周内进口及内贸均有补充，主流库区提货在周边市场需求提振下有所增加，使得库存下降。福建地区周内暂无船只抵港，当地下游刚需消耗，从而呈现去库。

【南华观点】：甲醇主力下跌后反弹，整体看下来多空节奏都较难把握。虽然甲醇上下游在同时走弱，甲醇作为中间品估值略高，但伊朗问题始终如鲠在喉，3 月截至目前伊朗发运量只有 27w 左右，低于往年同比。且伊朗装置回归再次晚于预期，05 合约走弱难度较大，虽然渤化、斯尔邦以及阳煤在 4 月均存检修计划，其中斯尔邦预计 4.15 检修 45 天、渤化 4 月初检修 20 天，但从平衡表以及库存表现来看，去库表现将延续至 4 月中旬，甲醇自身基本面将以月间正套、港口基差继续，5-9 月差、港口基差或继续走强。展望后市，伊朗装置即将回归，但时间已晚于市场预期，且运力问题也值得考虑在内。综上，甲醇博弈加剧，操作难度加大，05 合约前有 3 套 MTO 出现检修，但去库将持续至 4 月中，操作上建议甲醇暂时观望。

PP：基本面矛盾不大，短期偏震荡

【盘面动态】聚丙烯 2505 盘面收于 7328 (+14)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7240 元/吨 (0)，华东现货价格为 7350 元/吨 (+10)，华南现货价格为 7360 元/吨 (0)。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 76.98%，环比下降 5.08%。检修损失量共计 15.98 万吨，环比上升 60.43%。本周集中检修的 PP 装置较多，供给量下滑。预计进入 4 月后装置会逐步重启，但总体检修量依然偏高。需求端，本期下游平均开工率为 50.44%，环比上升 0.46%。其中，BOPP 开工率为 61.45% (0)，CPP 开工率为 53.25% (+1.75%)，无纺布开工率为 37.13% (0.63%)，塑编开工率为 47.4% (+0.9%)，总体变化幅度不大。从下游库存来看，塑编、BOPP 和 CPP 原材料库存均高于往年同期，成品库存基本在中性水位，所以目前下游多是以按需补库为主，价格下跌带来的投机性补库意愿不高。库存端，本期两油库存去化，环比下降 5%，PDH 库存环比上升 1.4%。中游库存中，贸易商库存环比下降 5.98%，港口库存下降 3.23%。

【观点】短期来看，PP 供需矛盾不大，从供给端来看，近期装置集中检修偏多，供给压力有所缓和，而从需求端来看，目前需求较平稳，但同时增量空间比较有限，下游以刚需补库为主。中长期来看，一方面是后续 PP 投产将逐步增多，供给压力叠加，另一方面是美国关税政策或将对 PP 下游产成品出口造成一定影响，PP 需求可能受到拖累，所以 PP 总体格局依然偏弱。

PE：关注中游库存情况

【盘面动态】塑料 2505 盘面收于 7677 (-16)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7750 元/吨 (-30)，华东现货价格为 7850 元/吨 (-50)，华南现货价格为 7930 元/吨 (0)。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 80.66%，环比下降 3.88%。检修损失量共计 11.27 万吨，环比上升 35.23%。近两周 PE 装置检修较多，其中以 HDPE 装置为主。预计进入 4 月后检修量将会呈下降趋势，供给有所回升。投产方面，埃克森美孚、内蒙宝丰、金诚石化 LLDPE 新装置将在近期投产，这也是供给端 3 月至 4 月的压力所在。需求端，本期下游平均开工率为 38.63，环比上升 2.58%。其中，农膜开工率为 40.35% (+1.05%)，包装膜开工率为 45.37% (+3.67%)，管材开工率为 27.67% (+3.17%)。农膜开工率基本已经达峰，4 月开工率预计转为下降趋势。PE 其他下游如包装膜、管材、注塑，开工率仍有上升空间，但近年增速便缓，预计 4 月中至 5 月回升至稳定水平。所以 PE 需求预期整体偏弱，4 月往后增量比较有限。库存方面，本期总库存环比下降 0.63%。其中上游石化库存环比下降 4%，煤化工库存上升 2%，贸易商库存环比下降 5%。

【观点】从目前现货情况看，供应端压力显现，上游竞拍流拍的情况频发，现货价格持续走弱。当前 PE 库存正处于从上游向中下游转移的阶段，后续需重点关注中游库存变化和下游需求情况。另外，多套 LLDPE 装置投产在即，需持续关注其投产可能带来的供给压力。

苯乙烯：震荡整理

【盘面回顾】EB2505 收于 7762 (-)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6605 (-20)，苯乙烯现货 7955 (+10)，主力基差 193 (+10)

【库存情况】截至 2025 年 3 月 21 日，江苏纯苯港口库存 14 万吨，较上期累库 0.5 万吨，环比增长 3.70%。截至 2025 年 3 月 21 日，江苏苯乙烯港口库存 15.35 万吨，较上周期去库 2.08 万吨，幅度减 11.93%；截至 3 月 20 日，苯乙烯工厂库存 24.49 万吨，较上一周期减少 0.13 万吨，环比减少 0.52%。

【南华观点】

纯苯：3月下旬石油苯进入检修季，供应开始减少。下游需求方面，己二酸开工率受神马装置提负影响小幅提升，苯酚开工率持平，其他三大下游开工有不同程度下降，其中苯胺受金岭、康乃尔停车影响降幅最为明显，达7%，下游综合需求下降。进入3月下旬，单从国内生产情况来看，纯苯面临供需双减，但今年纯苯的进口量持续维持高位，周四出来的中国1-2月纯苯进口量远超市场预期，加上欧美市场纯苯短期弱势难以扭转，目前对于3-4月纯苯进口预期给到45万吨左右，综合看平衡表显示纯苯3、4月均难以去库，近月基本面持续偏弱。欧美市场消息显示美国一套33万吨产能的歧化装置停车。后续国内纯苯格局的改善更多要关注欧美市场，而欧美纯苯格局的好转还是要关注是否有更多装置停车带来供应减量或是下游装置重启带来需求增量。周三中石化纯苯挂牌价下调350元/吨，执行6600元/吨。现货市场纯苯价格继续下跌至主营挂牌价附近。

苯乙烯：苯乙烯开工小幅波动。需求端，下游3S综合需求依然维持高位。PS、ABS库存持续累库，终端需求不佳影响开始显现。原料端纯苯一再走弱，带动产业链下游产品价格重心一起下移。目前苯乙烯自身3月保持供应宽松状态，到4月苯乙烯大厂检修落地供需格局有望转强。短期自身基本面偏弱，纯苯端拖累，盘面低位震荡整理；4月若产业链检修基本兑现苯乙烯格局将强于纯苯，但目前看到纯苯-苯乙烯价差到1350附近存在阻力，做扩加工差注意止盈。周三盘面先跌后涨，下午主力合约收于7762，现货市场价格基本维稳，贸易商按需挂单出货，基差整体偏弱。

燃料油：受原油提振回升

【盘面回顾】截止到夜间收盘，FU05报价3242元/吨升水新加坡5月纸货3.1美元/吨

【产业表现】供给端：因美国收紧对俄罗斯的制裁，进入3月份，俄罗斯高硫出口-20万吨，伊朗高硫出口-50万吨，伊拉克+12万吨，墨西哥出口-38万吨，委内瑞拉-33万吨，供应依然紧张；需求端，在船加注市场，新加坡进口增加，加注市场供应充裕；在进料加工方面，3月份中国-36万吨，印度-22万吨，美国+117万吨，进料需求环比增加，新加坡和马来西亚进口增加，缓解新加坡供应紧张格局；库存端，新加坡浮仓库存盘整，马来西亚高硫浮仓库存高位回落，中东浮仓高位盘整。

【南华观点】美国收紧对俄罗斯和伊朗制裁，3月份供应端依然延续紧张，在进料需求方面，中国进口回落，由于中国燃料油进口税费上调，中国高硫进口后市缩量依然是大趋势，3月份因美国进口回升，导致全球用料需求增加，新加坡和马来西亚进口回升，缓解了部分新加坡供应紧张的格局，新加坡和马来西亚浮仓库存高位回落，中东地区高硫浮仓库存高位盘整，美国收紧对俄罗斯、伊朗制裁引发的供应紧张，短期交割品偏少，短期依然坚挺

低硫燃料油：小幅盘整

【盘面回顾】截止到夜间收盘，LU05报价3703元/吨升水新加坡5月纸货1.3美元/吨

【产业表现】供给端：3月份，科威特供应+24万吨，阿联酋进口-2.5万吨，中东供应+13万吨，巴西-18万吨，西北欧市场供应-38万吨，非洲供应+13万吨，3月份出口端小幅缩量；需求端，3月份中国进口-16万吨，日韩进口-1.1万吨，新加坡+88万吨，马来西亚进口-4.6万吨，东亚地区进口缩量，导致流入新加坡的低硫燃料油增加，货源充裕；库存端，新加坡库存+170万桶；舟山+18万吨；

【南华观点】3月份低硫供应充裕，在需求端，中国国产供应增加，进口需求减少，船运市场低迷，需求端整体依然疲软，库存端上周新加坡累库，舟山累库。整体来看，低硫供

应充裕，需求端疲软，基差低位拖累盘面价格，短期裂解偏弱。

沥青：小幅盘整

【盘面回顾】BU04 报价 3637 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3590 元/吨

【基本面情况】供给端，国内稀释沥青库存维持在低位，委内瑞拉出口至国内的马瑞原油船期减少，委内贴水依然较强，成本支撑仍在；山东开工率-0.32%至 31%，华东-6.4%至 27.8%，中国沥青总的开工率-0.5%至 26.7%，产量-0.2 万吨至 46.6 万吨。需求端，中国沥青出货量 1.26 万吨至 24.19 万吨，山东出货+3.36 万吨至 8.33 万吨。库存端，山东社会库存+1.8 万吨至 12.8 万吨和山东炼厂库存-0.8 万吨为 22.9 万吨，中国社会库存+1.7 万吨至 49.4 万吨，中国企业库存-1.9 万吨至 57.2 万吨。

【南华观点】原油回落及美国收紧对委内制裁，推动沥青价格回落，目前从沥青基本面来看，马瑞贴水依然在上涨，沥青成本支撑仍在，短期沥青开工率有小幅回升，在库存方面，沥青库存持平，需求端有小幅提振，华南价格低位，压制盘面基差，建议观望

尿素：现货偏强运行

【盘面动态】：周三尿素 05 收盘 1891

【现货反馈】：周三国内尿素市场情绪再次明显好转，随期货拉涨，多区域价格即时上调，幅度 10-40 元/吨，主流区域中小颗粒出厂价格 1790-1880 元/吨。

【库存】：截至 2025 年 3 月 19 日，中国国内尿素企业库存量 103.8 万吨，环比-15.54 万吨，中国主要港口尿素库存统计 13.1 万吨，环比持平。

【南华观点】：近期尿素现货伴随返青肥成交活跃，现货价格持续上涨，周末山东、河南小颗粒价格来到 1850 附近，随着价格上涨，成交明显转弱。但 3-4 月来看，北方农业需求以及下游复合肥刚需采购将会对现货价格形成支撑，尿素价格将延续震荡偏强格局，预计震荡价格区间将上移。本周国内尿素日产预期在 19 万吨附近，日产高位运行。需求方面，下旬返青肥扫尾，南方水稻陆续展开，农需有增加预期。工业方面，复合肥以及板厂开工相对保持稳定，对原材料尿素的采购适当推进。预计需求预期存支撑，下游业者谨慎跟进为主。需要注意的是 3 月国储货物将抛售，对盘面有承压。目前来看尿素价格将延续震荡格局，预计震荡价格区间与上旬比将上移。综上，农需季节盘面投机性较强，基本面处在格局逐渐转强的状态之下。

玻璃纯碱

纯碱：上方压力明显

【盘面动态】纯碱 2505 合约昨日收于 1427，-0.83%

【基本面信息】

截至 3 月 25 日，本周一纯碱库存 167.75 万吨，环比上周四-1.03 万吨；其中，轻碱库存 84.38 万吨，环比上周四-0.34 万吨，重碱库存 83.37 万吨，环比上周四-0.69 万吨。

【南华观点】

头部大厂或在本周陆续结束检修，当前日产逐步恢复，且 4 月或有部分检修计划推迟，新产能中天、连云港预期近期出产品。随着供应恢复，从刚需倒推的重碱平衡转向过剩。大格局上，我们仍然维持即使有短期检修会对产量造成阶段性波动，但尚不影响整体供需格局，市场仍处于中长期过剩预期不变的共识中，库存处于历史高位，上方压力明显。下游则低价小幅补库，当下 1400 附近补库意愿较强。需求端，浮法玻璃和光伏玻璃日熔倒推的刚需环比略有改善，光伏成品库存继续环比显著下滑。目前供需矛盾有限。

玻璃：近端持仓高位，博弈继续

【盘面动态】玻璃 2505 合约昨日收于 1229，-2.46%

【基本面信息】

截止到 20250320，全国浮法玻璃样本企业总库存 6946.0 万重箱，环比-79.7 万重箱，环比-1.13%，同比+9.19%。折库存天数 31.3 天，较上期-0.7 天。华北地区价格优势以及市场情绪带动下，中下游采购备货积极性提高，工厂产销率较高，整体降库明显。周内华东市场企业整体产销较上周有好转，虽然企业间出货存在差异，但整体产销平衡以上，去库为主。华中市场本周产销前低后高，中下游适量拿货叠加外发，整体库存由增转降。华南区域企业让利优惠下，出货较前期虽有提高，但整体需求不及预期，下游采购刚需为主，库存仍呈增加趋势。

【南华观点】

产销整体维持较好，关注持续性。数据上，从产量库存体现的浮法玻璃 1-3 月表需预计下滑 7-8%，需求环比好转，待验证幅度。从供需格局看，供应端保持低位波动状态不变，但实际一季度整体冷修产线略不及预期，且仍有新点火产线，一季度日熔量环比回升。市场对远期需求仍有分歧，全年角度看，从地产竣工推导确实无法给到过于乐观的需求预期，但供应同比下滑显著的背景下，不排除旺季下阶段性或迎来错配。05 合约则博弈继续，湖北地区现货仍处于相对低价，观察现货是否跟随。

纸浆：发运供给高位

【盘面回顾】截至 3 月 26 日：纸浆期货 SP2505 主力合约收盘下跌 32 元至 5722 元/吨。夜盘下跌 38 元至 5684 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6490 元/吨，河北俄针报 5725 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4660 元/吨。

【核心逻辑】昨日纸浆期货 05 主力合约价格震荡下行，持仓量减少，以多头减仓占优。技术上看，日 K 线收阴线实体，布林带中轨向下倾斜，价格重心缓慢下移。昨日进口木浆现货价格稳定，山东地区部分品牌针叶浆木浆低端价格松动 20 元/吨；进口阔叶浆、本色浆及化机浆现货价格稳定。2025 年 2 月世界 20 主要产浆国化学商品浆出货量同比+0.3%，软木浆发运至中国的出货量同比-0.3%，硬木浆发运至中国的出货量同比+9.4%，环比均有不同程度减少。供给来看，2 月海外发运至中国的纸浆量处于近五年同期偏高位，4 月份到港量预计环比减少，但绝对值仍然偏高，价格偏下行驱动，后期关注海外浆厂检修动态及报价情况。

原木：信息速递

【盘面动态】主力合约原木 2507 昨日收盘价 835，-0.06%

1、2025 年 3 月 24 日-3 月 30 日，第 13 周 18 港针叶原木预计到船 9 条，较上周减少 10 条，周环比减少 53%；到港总量约 30.67 万方，较上周减少 11.28 万方，周环比减少 27%。

2、据木联数据统计，3 月 17 日-3 月 23 日，中国 7 省 13 港针叶原木日均出库量为 6.42 万方，较上周减少 1.08%。

3、2025 年 1 月，中国针叶原木进口总量约 165.07 万立方米，月环比减少 23%，同比减少 27.49%；2025 年 2 月，中国针叶原木进口总量约 181.71 万立方米，月环比增加 10.08%，同比增加 8.20%。2025 年 1-2 月，中国针叶原木进口总量约 346.78 万立方米，同比减少 9.30%。

以上评论由分析师张博（Z0021070）、寿佳露（Z0020569）、褚旭（Z0019081）、戴一帆（Z0015428）、胡紫阳（Z0018822）提供。

农产品早评

生猪：不悲观也不乐观

【期货动态】05 收于 13535，涨幅 0.59%

【现货报价】昨日全国生猪均价 14.57 元/公斤，较昨日上涨 0.02 元/公斤，其中河南、湖南、辽宁、四川、广东五省生猪均价分别为 14.78、14.10、14.45、14.48、14.98 元/公斤，分别上涨 0.20、0.10、0.12、0.25、0.20 元/公斤

【现货分析】

1. 供应端：标肥价差倒挂，能繁、仔猪、饲料基本预示远月供应压力逐渐增大；
2. 需求端：年后需求预估继续疲软；
3. 从现货来看：供应压力逐月增加，能繁去化已经不是四季度拉动猪价上涨的主因，关注二育节点

【南华观点】上周提到不宜过于乐观，顺势而平，加仓 09，但从前面说过的三个关键指标来看，目前也不宜过于悲观追空近月，不过或许总有人在悲观和乐观两极中转换。其余观点详见策略报告《一只特立独行的猪：信仰与自由》。

油料：等待现货压力释放

【盘面回顾】豆粕现货压力仍未释放完毕，供应逐渐回归。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，美豆加征关税后基本断绝远月对其商业买船，近月买船进度较快基本完毕，成交以远月仍存榨利的巴西豆为主，但随着巴西报价不断回升，榨利也在不断走弱。到港方面看，供应压力即将开始季节性回升，4 月大豆到港 850 万吨，及 5 月后千万吨压力。

对于国内豆粕，港口与油厂大豆库存继续回落，处于逐渐兑现近月到港偏少的现实当中，但由于油厂开机逐渐回升，下游备货已基本完成的背景下油厂豆粕库存继续回升，且当前下游远月备货情绪较弱，预计豆粕库存将维持当前季节性回升趋势。养殖端需求在阶段性二育备货下存在支撑，后续偏中性看待。

菜粕端来看，菜粕自身关税预期已经在豆菜粕盘面价差中体现，而在对于菜籽关税始终无法落地的预期中难以支撑其在豆粕回落过程中保持坚挺。从菜粕其自身基本面来看目前中性偏高库存可能会限制菜粕挺价心态。后续逐渐接近下游水产备货开始之际预计豆菜粕价差将再次走缩。

【后市展望】外盘继续弱势震荡为主，等待关税与种植意向指引后续波动区间；对于近月 05 仍在现货压力释放过程中走势偏弱，远月 09 存在关税与天气市预期而表现偏强，同时巴西贴水将对于远月存在成本支撑。菜粕端在关税扰动后重新处于高位震荡，关注对于加菜籽关税情况。

【策略观点】M9-1 正套持有。

油脂：弱势运行

【盘面回顾】需求制约，棕榈油下行压力持续加大，豆棕价差因此进一步回归；近月菜油价格被高库存明显压制，中美、中加关系的不确定则可能为国内豆菜油远期价格提供支持。

【供需分析】棕榈油：由于进口倒挂减小，后续逐步出现对产地的询价和传闻新增买船，供给预期边际改善；绝对量上，3月到港仅7.5万吨，4月起进口量预期回升，低库存对价格的边际支撑进一步弱化。需求端由于豆棕价差倒挂持续挤压消费，月均消费始终靠刚需维持，支撑有限。近月库存紧张支撑现货价格，但后续随着产地预期增产的逐步临近，可能开始出现库存拐点，棕榈油后续价格压力开始进一步增加。

豆油：虽然3月大豆到港偏少，油厂压榨开机率偏低，但随着4月巴西大豆到港压力在月底开始出现，原料供给预期改善将会带动成品供给跟随增加。节后消费转淡，虽然豆棕价差影响下豆油消费表现稳定，但后续随着棕榈油价格压力向下，可能会部分影响豆油的价格和对豆油的替代需求。考虑当前在北美到港压力兑现前维持震荡，后续需要关注中美关税政策及巴西升贴水变化，豆油在整体供给压力较大的情况下，价格上方空间压力较大。

菜油：由于中加关系的持续紧张，前期出现较多菜油的采购，但由于大量进口到港，沿海菜油现货库存高企，政策情绪消退后价格被供给压制明显。前期采购集中到港，菜籽库存和菜油库存均保持高位，压榨维持使得累库压力进一步增加。消费端由于菜豆价差的劣势，进口菜油消费被抑制，因此高库存考虑会在近端维持，近月价格受到压制，但远期需要关注中加关系的演变情况，远期在增量供给被大幅限制的情况下，依旧考虑存在良好支撑。

【后市展望】棕榈油格局逐渐向宽松预期转变，后续随着库存拐点出现考虑价格下行空间将打开；由于南美大豆供应压制上方空间，豆油在高库存和高供给预期下，将会继续保持震荡偏弱的状态，豆棕价差则考虑两油供给双增的情况下，价差恢复正常水平。菜油需要关注政策，警惕中加政策反复扰动，远月在政策态度依旧较为严厉的情况下，考虑支撑延续。

【南华观点】棕榈油短期观望；豆油逢高沽空；菜油反套策略优先，同时关注09豆棕价差的回归参与机会。

棉花：震荡运行

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨近1%，原油走强提振，关注美棉周度出口情况。隔夜郑棉震荡运行，小幅收涨。

【外棉信息】据巴基斯坦相关机构统计数据，1月巴基斯坦进口棉花6.8万吨，环比减少3.5%，同比增加855.1%。

【郑棉信息】截止到2025年3月25日，2024棉花年度全国共有1096家棉花加工企业按照棉花质量检验体制改革方案的要求加工棉花并进行公证检验，检验重量677.13万吨，国内库存处于近五年峰值水平。目前下游正处于“金三银四”纺织旺季，纱布厂成品继续顺利去库，库存压力不大，但本周棉纱走货速度环比有所放缓，旺季成色不及往年同期水平，市场整体信心稍显不足，纺企对棉花采购仍维持逢低刚需补库为主。

【南华观点】短期纺企对原料的采购需求对棉价形成支撑，但旺季成色暂显欠佳，利多驱动不足，同时棉价上方仍存部分新棉套保压力，郑棉或维持震荡走势，关注国内外宏观变动及产区情况。

白糖：维持强势

【期货动态】国际方面，ICE原糖期货周三收跌，受印度出口方面可能不会受阻。昨日夜盘郑糖低开高走，整体重心上移。

【现货报价】昨日南宁中间商站台报价6190元/吨。昆明中间商报价5960-6060元/吨。

【市场信息】1、ISMA数据显示，截至2月15日，印度产糖1970万吨，同比下降12%，

因马邦和卡邦产量下降。

2、巴西 3 月前两周出口糖 76.95 万吨日均出口 9.62 万吨，减少 28.1%。

3、泰国 2 月出口糖 75.9 万吨，同比增加 58%。

4.2025 年 1-2 月我国累计进口食糖 8 万吨，同比减少 111 万吨。我国累计出口糖浆及预混粉 10.92 万吨，同比减少 5.91 万吨。

【南华观点】短期糖价维持强势运行。

苹果：强势上涨

【期货动态】苹果期货昨日暴涨，近月齐鲁源泉交割暂停影响。

【现货价格】新晚富士栖霞 80#一二级片红 4 元/斤，80#一二级条纹 3.5 元/斤，招远 80#统货 2.5 元/斤，洛川 70#以上半商品 3.6 元/斤，白水 70#以上统货 2.8 元/斤，静宁 75#以上统货 3.3 元/斤。

【现货动态】产区客商补货积极性尚可，清明零星开始备货，一般货成交为主，两级货源走货一般，山东库内交易热情略有下降，陕西以陕北货交易为主，甘肃成交不多，走货明显放缓。销区到货略有减少，中转库积压不严重，市场拿货整体不快，低价货源为主。

【库存分析】钢联数据显示，截至 2025 年 3 月 13 日，全国主产区苹果冷库库存量为 500.61 万吨，环比上周减少 23.45 万吨，清明备货期销售比上周减少。

【南华观点】齐鲁源泉交割资质被暂停的短期影响短期 05 合约保持强势。

红枣：关注成本支撑

【产区动态】新疆新季红枣同比恢复性增产，从主流收购价格来看，阿克苏约在 4.00-5.50 元/公斤，阿拉尔约在 4.80-5.60 元/公斤，喀什约在 5.50-6.50 元/公斤。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 3 车，河北崔尔庄市场到货 10 余车，供应充足，价格整体持稳，好货价格坚挺，目前下游消费步入淡季，客商多以刚需补库为主，采购积极性一般，随着天气逐渐转暖，红枣将逐渐进入冷库，相比往年来看，今年冷库费用均有不同程度的上调，一般货源价格或有松动可能。

【库存动态】3 月 26 日郑商所红枣期货仓单录得 6429 张，较上一交易日增加 142 张。据统计截至 3 月 20 日，36 家样本点物理库存在 10928 吨，周环比增加 33 吨，同比增加 40.28%。

【南华观点】短期下游销区到货量较多且入库在即，红枣价格走势偏弱，关注 9000 附近成本支撑，关注下游销区及仓单变化情况。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、陈嘉宁（Z0020097）、周昱宇（Z0019884）、王一帆（Z0020984）及助理分析师靳晚冬（F03118199）提供。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。