

金融期货早评

人民币汇率：静待对等关税落地

【行情回顾】昨日，在岸人民币兑美元收盘报 7.2687，较上一交易日下降 171 点。人民币兑美元中间价报 7.1775，上调 7 点。

【重要资讯】据华尔街日报：知情人士透露，美国贸易代表办公室（USTR）正在为特朗普准备一个新的关税选择，即对一部分国家征收全面关税，税率可能不会像 20% 的普遍关税那么高。

【核心逻辑】我们认为，本周外汇市场或将呈现三维驱动因子交织的非线性波动特征：一、政策博弈维度：特朗普关税政策窗口期临近，鉴于“行业豁免清单”与“增值税对等机制”尚未明确，短期市场将进入“关税溢价定价”阶段。但基于政策博弈的纳什均衡模型分析，实际执行存在三种可能路径（延期/豁免/部分实施），需警惕美元指数呈现冲高回撤的倒 V 型走势；二、数据验证维度：政策冲击落地后，市场焦点将转向美国经济韧性验证，重点关注相关就业数据的表现；三、政策指引维度：非农数据发布后的鲍威尔讲话构成关键预期管理时点。因此，全周市场走势可能较为波动。

【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：静待关税政策落地

【市场回顾】昨日股指走势涨跌不一，以沪深 300 为例，上涨 0.01%，两市成交额回落。期指基差有所下降，期权隐波回落，持仓量 PCR 整体下降，短期市场观望情绪仍浓厚。

【重要资讯】1、美国“对等关税”靴子即将于 4 月 2 日落地。据知情人士透露，白宫助手起草了一份提案，拟对至少大多数输美商品征收约 20% 的关税，但不会在周三宣布任何关于制药关税的细节。欧盟委员会主席冯德莱恩表示，欧盟有强有力的反制计划，必要时将反击美国关税政策。美联储巴尔金表示，关税可能会同时推高通胀和失业率，给美联储带来巨大挑战。

【核心观点】昨日股市继续缩量震荡，短期市场仍持观望态度。隔夜美股受降息预期回升有所反弹，美债收益率下跌，流动性预期支撑科技股有所回暖，预计今日对于 A 股科技概念具有一定的传导作用。关注美国时间 4 月 2 日，关税政策将落地，风险偏好将有明显变化。

【策略建议】观望为主。

国债：迎接供给压力

【行情回顾】国债期货小幅高开后早盘盘中跳水翻绿，午后偏弱震荡，全天多数合约收跌。

【重要资讯】：1. 国家金融监督管理总局办公厅、科技部办公厅、国家发展改革委办公厅印发《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》，推进科技金融政策试点。将金融股权投资公司股权投资试点，有序扩大至具备经济实力较强、科技企业数量较多、研发投入量较大、股权投资活跃等条件的地区，支持符合条件的商业银行发起设立金融股权投资公司。

【核心逻辑】跨季之后资金依然偏贵，因此早盘债市逐步下跌。当前债市情绪依旧比较脆弱，由于基本面增量缺失，央行态度以及资金价格水平依旧是市场最直接的影响因素。明日有 3800 亿国债发行，以及 4554 亿逆回购到期，考虑到当前资金的充裕程度也不及市场

预期水平，债市表现比较弱势。

【投资策略】：短期震荡为主，追高需谨慎，建议待调整后再入场

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：盘面维持震荡偏弱

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约先震荡上行，午后震荡回落，临近收盘时略有回升。截至收盘，除 EC2508 外，其余各月合约收盘价均略有回落。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，4 月 10 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1217，较同期前值上涨\$13，40GP 总报价为\$1891，较同期前值上涨\$23。

【重要资讯】：金十数据 4 月 1 日讯，以色列军方电台当地时间 31 日援引一名高级官员的表态报道称，以方已经就加沙停火协议提出最新条件，并等待巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）的回应。报道称，以方提出停火期为 40 天，同时要求哈马斯于停火第一天释放 11 名以方被扣押人员，停火第五天提供剩余被扣押人员的详细信息，并于停火第十天归还 16 具已故被扣押人员遗体。在此期间，双方将就下一阶段展开谈判。有以色列媒体报道称，以色列愿意就停火的实质性问题进行讨论，但坚持几个关键条件，包括保留安全缓冲区、解除哈马斯武装以及落实可靠的安全安排。

【南华观点】：延续此前逻辑，巴以重回谈判桌的可能性再度显现，以色列提出停火相关要求，利空市场情绪，且后续船司空班力度略弱于市场预期，期货标的也小幅下行——SCFIS 欧线结算运价指数报于 1473.56 点，环比下降 2.2%，使得期价估值相对偏多，期价因此有所下行。EC 短期维持震荡或至低位有所抬升的可能性相对较大，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），以及货量恢复情况。

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）、王映（Z0016367）、周骥（Z0017101）、高翔（Z0016413）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：保持警惕 短线不宜追涨

【行情回顾】周二贵金属价格呈现调整，周边美指震荡，10Y 美债收益率低走低，原油震荡，比特币走高，欧美股普遍回升，南华有色金属指数小幅收涨。COMEX 黄金 2504 合约进入首个交割日 4 月 1 日持仓骤减近 9 万手缓和交割挤兑压力，贵金属略有回落。最终 COMEX 黄金 2506 合约收报 3148.5 美元/盎司，-0.06%；美白银 2505 合约收报于 34.37 美元/盎司，-0.7%。SHFE 黄金 2506 主力合约收报 736.3 元/克，+1.72%；SHFE 白银 2506 合约收 8432 元/千克，-0.44%。

【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 91.8%，降息 25 个基点的概率为 8.2%；到 6 月 19 日，维持当前利率不变的概率为 21.2%，累计降息 25 个基点的概率为 72.5%，累计降息 50 个基点的概率为 6.3%；到 7 月 31 日，维持当前利率不变的概率为 15.5%，累计降息 25 个基点的概率为 58.7%，累计降息 50 个基点的概率为 24.1%；长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓日度减少 2.01 吨至 931.37 吨；iShares 白银 ETF 持仓日减 11.32 吨至 13933.37 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 19.5 吨至 1174.7 吨；截止 3 月 28 日当周的 SGX 白银库存周增 62.4 吨至 1731.2 吨。

【本周关注】周二晚间公布的美 2 月 ISM 制造业 PMI 回落至 49，低于预期，2 月 Jolts 职位空缺数 756.8 万人，低于预期。本周数据方面，主要关注周五晚间美非农就业报告、及周四美国 ISM 服务业 PMI，今晚关注“小非农”ADP 就业数据。事件方面，4 月 2 日，美国总统特朗普计划实施对等关税和行业特定关税，将对进口汽车征收 25%的关税，对购买委内瑞拉能源的国家征收 25%关税，建议重点关注；周四 03:00，特朗普将在玫瑰花园发表讲话；周四 4:30，美联储理事库格勒就通胀预期发表讲话。另周五国内因清明节假休市。

【南华观点】中长线或偏多，周线与月线仍偏强，黄金和白银日线现调整压力。目前交易因素引发的挤仓行为略有缓和，操作上前多谨慎持有，波动可能加剧，建议控制好仓位，不宜继续追高，前多可设止盈挂单价或买看跌期权做保护。

铜：低开高走，关注关税

【盘面回顾】沪铜指数在周二低开高走，报收在 8.03 万元每吨，上海有色现货升水 10 元每吨。

【产业表现】据业内人士称，中国铜原料联合谈判小组（CSPT）小组今日（3 月 31 日）召开季度会议，决定不为 2025 年第二季度铜精矿加工费用(TC/RCs)设定现货采购指导价。今年第一季度敲定的铜精矿现货采购指导加工费 TC/RC 为 25 美元/吨及 2.5 美分/磅。

【核心逻辑】铜价在近期冲高回落，超出预期。造成铜价波动的主要原因依然来自美国铜关税预期。美国彭博社日前报道称，包括托克集团、嘉能可集团和贡渥集团在内的大宗商品贸易商，都正在将大量原定发往亚洲的铜改道发往美国。其中一些知情人士表示，由于数量巨大，贸易商不得不在新奥尔良和巴尔的摩预订额外的仓储空间，以容纳这些货物。能源交易商摩科瑞估计，约有 50 万吨铜正在运往美国，远高于每月约 7 万吨的正常进口量。铜价的冲高回落主要得益于多头的减仓，沪铜整体持仓从 61 万手减少到 57 万手。短期来看，美关税政策或落地，对铜价造成波动。多头因关税政策落地，或逐渐平仓进而拉低价格。另外，美金铜和伦铜价差或因关税落地逐渐减少。

【南华观点】COMEX-LME 价差缩窄。

铝产业链：电解铝刺破 20500 关口

【盘面回顾】上一交易日沪铝主力收于 20415 元/吨，环比-0.34%，伦铝收于 2504.5 美元/吨，环比-1.13%。氧化铝主力收于 2942 元/吨，环比-0.07%。

【产业表现】供给及成本：供应端，上周电解铝产量 83.7 万吨，环比+0.03 万吨，氧化铝产量 167.4 万吨，环比-1.4 万吨，氧化铝与电解铝周度产量比值 2，环比-0.02。需求：SMM 数据显示，3 月 17 日铝锭出库 12.84 万吨，环比+0.13 万吨；铝棒出库 6.22 万吨，环比+1.08 吨。加工环节开工率 63.43%，周环比+0.59pct。库存：截至 3 月 27 日，国内铝锭+铝棒社会库存 107.4 万吨，周环比-3.75 万吨，其中铝锭-2.5 万吨至 80.2 万吨，铝棒-1.25 万吨至 27.2 万吨。LME 库存 46.6 万吨，周环比-1.8 万吨。氧化铝港口库存 2.3 万吨，

周环比-2.4万吨，铝土矿港口库存 2082 万吨，周环比+99 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，电解铝价格刺破 20500，但下游接货积极，观察能否回到该价格。氧化铝：氧化铝成本继续小幅下降，供应方面在氧化铝价格继续下行的情况下，氧化铝产量略有减少，而电解铝开工继续上升，氧化铝需求受到提振。但在库存较大，中长期供应过剩的情况下，氧化铝供需的利好难以改变其偏弱运行状态。

【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：短期震荡为主

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 130360 元/吨，下跌 0.12%。不锈钢主力合约日盘收于 13545 元/吨，上涨 0.82%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 130900 元/吨，升水为 1700 元/吨。SMM 电解镍为 130050 元/吨。进口镍均价调整至 129250 元/吨。镍豆现货均价 128750 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28260 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为-295.45 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-5.5%。8-12%高镍生铁出厂价为 1030.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-0.77%。纯镍上期所库存为 36925 吨，LME 镍库存为 198720 吨。SMM 不锈钢社会库存累库至 984300 吨。国内主要地区镍生铁库存为 20483 吨。

【市场分析】

日内镍市横盘震荡，回调昨日跌幅。基本上各链路支撑仍就有效，镍矿放量仍需时间，镍铁价格进一步上调，突破 1030 关口。镍铁端下游不锈钢询价招标仍然活跃，产量维持在高位，不锈钢现货市场尝试性抬价，但是下游观望情绪浓厚。硫酸镍方面供应相对偏紧，MHP 供应紧缺情绪下镍盐流通有限。建议短期观望为主。

锡：缅甸地震后续继续扰动锡价

【盘面回顾】沪锡指数在周二小幅抬升，最终稳定在了 28.7 万元每吨。

【产业表现】佤邦工业矿产管理局 2025 年 3 月 31 日发布关于曼相矿山复工复产座谈交流会议推迟的通知。通知如下：原定于 2025 年 4 月 1 日缅时 8:00 在片区曼相办公点召开的曼相矿山复工复产前座谈交流会议，现决定推迟举行。新的会议时间和相关安排我们将另行通知，请您持续关注。因会议推迟给您带来的不便，我们深表歉意，感谢您一直以来对曼相矿山复工复产工作的支持与配合。如有任何疑问，可前往邦康工矿局办公室或片区曼相矿山办公点与我们联系。

【核心逻辑】锡价在近期的反复，充分反映了投资者对于缅甸地震对于锡矿供给影响的预期。缅甸在 3 月 28 日突发 7.9 级地震，震中位于北纬 21.85 度，东经 95.95 度。考虑到地震等级极高，投资者对锡矿坍塌有一定担忧，锡价一度上冲至 29 万元每吨。而后因为震中离缅甸主要锡矿区尚有一段距离，锡价又出现明显回落。3 月 31 日因为佤邦推迟复工复产座谈会，锡价再度上涨。短期来看，价格会继续围绕该事件进行波动。

【南华观点】持币观望。

碳酸锂：减仓反弹

【期货动态】LC2505 合约收于 74360 元/吨，日环比+0.27%

【核心观点】中长期供应过剩局面不改，供应压力持续释放，锂盐产能出清压力逐渐向矿

端传导。近期仓单持续流出，基差走强，短期注意空头获利了结的反弹风险。

【产业表现】碳酸锂：现货价格暂无较大波动。市场行情较为平淡，贸易商报价基差坚挺，下游维持刚需采购，实际成交有限。

锂矿：国内散货矿商报价略有上浮。下游接货价格仍处在较低位置，买卖双方价差较大，市场观望情绪浓厚，成交有限。CIF6 中国锂辉石精矿报 825-845 美元/吨；国内现货锂辉石品位 3.0-3.5%报 800-850 元/吨度，品位 5.0-5.5%报 1050-1100 元/吨度；锂云母品位 2.0-2.5%报 780-830 元/吨度。

工业硅：反弹回落

【期货动态】SI2505 合约收于 9790/吨，日环比+0.05 %

【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。近期产业链开工有继续收缩迹象，关注 05 合约交割博弈。

【产业表现】工业硅价格平稳，厂家报价趋于让利。高位库存压力下，市场对于减产消息反应平平。下游多晶硅需求暂无增多迹象，产业链向上反馈速度较慢，且北方大厂近期暂无招标，部分磨粉厂陆续交完上轮订单后暂无新接单，采购逐步减少。目前华东通氧 553# 硅在 10200-10400 元/吨，华东 421#硅在 11000-11200 元/吨。

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：关注对等关税

【行情回顾】螺纹增仓反弹，热卷减仓反弹

【信息整理】1. 美贸政策-①特朗普将于北京时间周四凌晨 4 点在白宫玫瑰园发表讲话；②知情人士：特朗普不太可能在周三具体说明任何有关药品的关税；③华邮：白宫助手起草了一份提案，拟对至少大部分输美商品征收约 20%的关税；④白宫：周三公布的关税将立即生效；⑤华尔街日报：贸易代表办公室正在为特朗普准备一个新的关税选择，即对一部分国家征收全面关税，税率可能不会像 20%的普遍关税那么高；⑥CNBC：财长贝森特表示，周三公布的关税将是上限，后面各国可以采取措​​施寻求降低关税。

2. 越南将部分类型汽车的关税税率从最高 64%下调至 32%，液化天然气税率从 5%下调至 2%。乙醇税率从 10%降至 5%。

【南华观点】从钢材需求端来看，项目资金到位率表现一般，且投向铁公基的比例缩减，建材需求表现较弱，后续需求高度可能也有限；卷板材目前需求较好，但是出口端呈现走弱迹象。从供应来看，长流程钢厂利润较好，后续仍有增产动力。综合来看，需求或有逐步见顶迹象，供应仍有增产动力，基本面或呈现走弱倾向，单边上反弹偏空；套利上由于螺纹近月仓单压力较大，05-10 后续仍可能会走反套，另外由于钢材出口端或走弱，10 卷螺差或有继续收缩迹象。

铁矿石：关注做空套保机会

【盘面信息】05 合约减仓反弹，焦炭和玻璃大涨。铁矿走正套，盘面利润走缩。

【信息整理】根据国家税务总局网站，近期，国家税务总局深圳市税务局稽查局联合深圳海关缉私、海关风控分局及外汇局等部门，依法查处了一起出口应征税货物未申报偷逃税案件。

【南华观点】目前铁矿基本面接近见顶阶段。供应端，全球发运量回升至 3000 万吨/周度以上的水平，发运处于历史同期偏高位置。需求端，铁水产量在大幅增长后放缓，接近顶部区间。钢厂后续接单可能无法支撑目前的高铁水。目前钢材整体需求尚可，板材去库正常。但进入 4 月后关税和反倾销的落地有需求环比大幅走弱的风险。国内宏观缺乏大幅改善市场风险偏好的故事。此外，铁矿石库存重新进入累库趋势，铁矿石基本面最好的阶段已经过去。进入 4 月，关税和反倾销逐渐落地，内需支撑不稳，价格预计承压。反弹缺乏基本面向上的驱动，产业注意下行风险，逢高择机套保。

焦煤焦炭：盘面焦化利润扩张

【盘面回顾】周二日盘焦炭迅速拉涨，焦煤跟涨但幅度偏弱

【信息整理】

1. 特朗普将于北京时间周四凌晨 4 点在白宫玫瑰园发表讲话。
2. 华邮：白宫助手起草了一份提案，拟对至少大部分输美商品征收约 20% 的关税。
3. 据国家发改委，2025 年已安排超 2300 亿元超长期特别国债资金支持“两重”建设。截至目前，超长期特别国债支持的“两重”项目已带动社会资本投入约 2.1 万亿元。
4. 3 月财新中国制造业 PMI 录得 51.2，较 2 月上升 0.4 个百分点，创 2024 年 12 月以来新高，显示制造业生产经营活动继续加快扩张。

【南华观点】

焦煤：持续下跌的煤价打压了部分高成本矿山的生产积极性，但当前多数煤矿仍能保持盈利，小范围减产不足以解决焦煤过剩问题，若矿山无法通过行业自律主动减产，煤价将长期承压，最终可能引发行业深度调整或倒逼政策强制干预。进口方面，针对美国煤炭的关税政策将导致进口成本陡升，二季度海运焦煤到港或进一步缩量，并对海运煤价形成边际支撑。此外，当前蒙煤相对价格优势不明显，进口高增速难以维持，后续关注蒙煤二季度长协定价及内外煤价倒挂修复节奏。钢厂利润率受粗钢压减消息影响大幅提升，高利润刺激下，钢厂积极复产补库，焦煤供需结构有望改善，短期内煤价有一定支撑。但从中长期来看，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，在没有看到矿山大规模减产或颁布限制焦煤进口政策前，焦煤不具备做多条件，操作上维持反弹布空的思路不变。

焦炭：近期市场有提涨传言，观察近两年价格周期可以发现，现货提涨前焦化行业往往经历大面积亏损减产。现阶段焦化利润盈亏平衡，因此即便后续开启提涨，上方空间也极为有限。此外，焦化扩利会刺激前期检修的焦炉复产，焦炭供需缺口将再度补回。出口方面，中国焦炭出口市场挑战与机遇并存。随着海外焦化投产加速落地，印尼有望成为第二大焦炭出口国，挤占中国焦炭出口份额。印度粗钢产能投放，焦炭供需缺口也将扩大，需要进口资源作为补充，中国焦炭的价格优势明显，出口具有一定韧性。需求端，节后双焦阴跌让利钢厂，叠加粗钢压减消息影响，盘面钢厂利润强势反弹，高炉钢厂积极复产补库，煤焦现货成交好转。考虑到铁水仍有复产预期，后续焦炭有望加速去库，短期内盘面底部有一定支撑。中长期来看，入炉煤跌价让利，焦炭成本支撑力度偏弱，我们对此轮焦炭盘面反弹并不乐观。

硅铁&硅锰：减产定价

【盘面回顾】黑色上涨和海外矿扰动带动硅锰上涨，硅锰主力收 6146，焦煤上涨带动硅铁上涨，硅铁主力震荡收 5984。昨日内蒙古硅锰市场价 5900 元/吨(-50)，内蒙古硅锰成本 6016.49 元/吨(-32.71)，天津港加蓬产锰块 43 元/干吨度(-0.5)，天津港澳澳大利亚产锰矿 43 元/干吨度(-1)，天津港南非半碳酸锰块 35.3 元/干吨度(-0.5)，硅铁仓单数量 10249 张(+400)，硅锰仓单数量 110028 张(+1159)。

【核心逻辑】硅铁：供应端内蒙开工率小幅回升，硅铁产量环比小幅增加，一方面高铁水产量对硅铁的产量需求存在支撑，另一方面，兰炭价格下跌硅铁厂生产成本下降，利润小幅改善，但生产利润仍较差，企业生产积极性不高。需求端铁水产量环比增加 2.4%，五大材产量环比增加，但五大材去库缓慢，后续成材矛盾或逐步积累。非钢需求方面，镁锭 2 月产量环比小幅下降，出口利润较好预计出口需求环比增加。库存端，截止 3/28 硅铁企业库存环比-2480 吨，仓单数量环比+304 张（折 1520 吨），总库存小幅下降，但高库存现状没有改变。展望后市，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：供应端本周产量小幅下降但仍处于历史同期高位，北方产区利润有所修复，在下游需求疲软和高库存背景下，生产积极性不高，云南地震短期可能会影响硅锰运输效率；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，锰矿价格继续下跌，本周锰矿库存继续去库，天津锰矿库存跌破 300 万吨，以及市场传南非拟锰矿出口管制消息，短期内锰矿价格存在反弹的可能性。但硅锰高库存的格局并未改变，截止 3/28 硅锰企业库存环比+15500 吨，仓单库存环比+4128 张（折 20640 吨），建议逢高做空。

【南华观点】硅铁震荡，硅锰逢高做空

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

能化早评

原油：API 原油累库，OPEC+大概率按计划增产，油价小幅回落

【原油收盘】截至 4 月 1 日收盘，2025 年 5 月 WTI 跌 0.28 报 71.20 美元/桶，跌幅 0.39%；2025 年 6 月（换月）布伦特原油跌 0.28 报 74.49 美元/桶，跌幅 0.37%。中国原油期货 SC 主力 2505 收涨 11.6 元/桶，至 549 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，消息人士表示，欧佩克+部长们将于周四举行会议，可能会批准从 5 月开始进一步增加石油产量。一位消息人士称，会议将审议部分成员国进一步减产的计划，以补偿超出配额的产量。另外两名消息人士表示，欧佩克+继续解除最近一层石油减产协议的计划预计将在 5 月份保持不变。二是，美国至 3 月 28 日当周 API 原油库存+603.7 万桶，API 汽油库存-162.8 万桶，API 精炼油库存+100.2 万桶。三是，美国总统特朗普表示，美国和伊朗官员正在进行对话。如果伊朗未能与美国就核计划达成协议，将对伊朗实施“轰炸”及征收二级关税。此前伊朗外长称，伊方仍然坚持不会在“极限施压”和军事威胁条件下进行直接谈判，但过去有过的间接谈判可以继续。伊朗最高领袖哈梅内伊表示，如果美国总统特朗普的威胁转变为实际行动，美国方面将会受到打击。四是，据美媒 AXIOS 报道，特朗普在接受 NBC 新闻时表示，他对俄罗斯总统普京“很生气”，并威胁

称，如果他认为未能达成协议是“俄罗斯的过错”，将对俄罗斯石油加征二级关税。特朗普表示，对俄罗斯石油征收的关税将介于 25%至 50%之间。

【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，3 月份 OPEC+产量稳定，增量部分主要源于哈萨克斯坦，缩量部分主要来源于伊朗和委内瑞拉，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落，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，美国库存下降，欧洲库存下降，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，短期受美国收紧伊朗制裁影响，油价回升，但中长看仍属于区间震荡

PTA-PX：PX 供需结构良好，谨慎逢低布多

【PTA 观点】PTA 方面，供应端后续检修计划仍然偏多，4 月嘉通、能投、百宏、YS 海南等有检修计划，5 月台化、盛虹等有检修计划，6 月福海创等有检修计划。聚酯开工随瓶片提负继续上调负荷至 92.9%，四月预计高位维持，但上周开始织机端开工下降，市场对终端负反馈担忧加剧，预期产业心态将进一步承压。总体价格震荡，驱动不强。

【PX 观点】近期扬子、九江、浙石化检修兑现，PX 负荷下降，国内外部分歧化等经济性不佳，部分装置检修落地，韩国部分装置检修计划延长，需求端虽 PTA 检修部分恢复，但后期检修计划仍然偏多。总体而言，PX 近期供需格局较好，去库趋势维持。PXN 在 200 附近，总体估值和驱动没有大的意外，总体低买。PTA 加工费方面驱动有限，维持区间震荡。

MEG-瓶片：关注聚酯减产力度，EG 估值承压

【库存】华东港口库至 78.5 万吨，环比上期增加 1.8 万吨。

【装置】安徽昊源 30w 近期开始降负更换催化剂；中化学 30w 上周末装置跳停，预计近期重启。海外装置方面，美国一套 70w 装置三月中旬起停车检修，预计维持至 4 月底前后。

【观点】

近期 EG 价格受去库与意外检修影响反弹后再次走弱。基本面方面，供应端油升煤降，总负荷基本持稳；其中，乙烯制古雷石化提负；煤制昊源降负、中化学跳停等，煤制负荷下调至 68%附近。效益方面，近期成本端原油企稳，受 EG 现货价格反弹影响，乙烯制和煤制利润均有一定修复。库存方面，本周到港计划集中，但有较多到港量延迟，港口发货中性，周一港口显性库存累库 1.8 万吨左右。需求端，随瓶片重启与提负聚酯总负荷继续提升至 92.9%；近期终端负反馈传导加剧，近期长丝与短纤受益与库存压力影响均有联合减产保价计划提出。近期原料端聚合成本小幅反弹，受制于终端需求不振影响，聚酯环节价格跟涨乏力，各产品利润均有不同幅度压缩。近期长丝库存累库节奏暂缓，但生产效益持续压缩，后续通过让利促销来短暂缓解累库压力的操作空间有限，在终端需求萎靡的背景下预计高开工难以长期维持，兑现时间与力度仍需取决于上下游多方博弈结果。

总体而言，织造终端需求已然见顶，涤丝高位开工预计后续将逐步回落，乙二醇供需虽在 4 月逐步进入去库拐点，但一方面去库预期已获得较充分交易，另一方面去库预期真正对港口显性库存的流动性收紧影响有限，预计价格仍将总体承压。短期而言，长丝减产兑现力度暂时存疑，瓶片开工仍有上调预期，近端聚酯总负荷仍可维持，乙二醇价格预计仍以低位盘整为主，建议以区间操作为主，关注聚酯减产落地进度与乙二醇装置动态。而瓶

片方面后续随开工上调，供需格局转弱，预计加工费仍将承压，关注瓶片盘面加工费逢高做缩机会。

甲醇：震荡偏弱

【盘面动态】：周二甲醇 05 收于 2485

【现货反馈】：周二远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 05+120

【库存】：上周甲醇港口库存继续去库，周期内显性卸货 15.5 万吨。江苏主流库区在转口船发以及沿江下游船发支撑下提货良好，但仍有沿江大型终端原料管输自非显性库区；浙江地区刚需稳定，外轮集中卸货下库存积累。华南港口库存继续去库。广东地区周内进口及内贸船只均有补充，其中内贸抵港环比增量明显，主流库区提货量相对稳健，库存略有去库。福建地区周内仅一船内贸船只到货，下游刚需消耗下，库存呈现去库。

【南华观点】：甲醇主力震荡偏弱，整体看下来多空节奏都较难把握。兴兴传闻停车，市场情绪、盘面价格以及月差出现回落，但盘面价格下跌后兴兴点价拿货，暂未听闻兴兴 4 月有调船计划，停车大概率仍是烟雾弹。整体看下来情绪在转弱，但伊朗发运并不顺利，截至目前发运量维持 25.5wt，远低往年同比，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，甲醇自身基本面将以月间正套、港口基差继续。展望后市，伊朗发运仍未恢复，05 前难以累库，但高估值会给远月合约带来负反馈。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，操作上建议甲醇保持观望。

PP：检修季开启，基本面转好

【盘面动态】聚丙烯 2505 盘面收于 7352 (+39)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7250 元/吨 (-10)，华东现货价格为 7350 元/吨 (-20)，华南现货价格为 7350 元/吨 (-10)。

【基本面】供应端，PP 装置集中检修季开启，预计二季度检修量将仍然处于高位，供给量有所缩减。需求端，本期下游平均开工率为 50.43%，较上周变化不大。其中，BOPP 开工率为 61.45% (0)，CPP 开工率为 53% (-0.25%)，无纺布开工率为 37.13% (0%)，塑编开工率为 47.4% (0%)。近期 PP 下游开工率基本维持在稳定水平，库存情况目前也偏中性，所以主要以按需补库为主。库存端，本期 PP 总库存环比下降 7.81%，两油库存环比下降 8.3%，PDH 库存环比下降 6.73%。中游库存中，贸易商库存环比下降 7.31%，港口库存下降 2.92%。

【观点】近期新增装置检修较多，PP 进入季节性集中检修，供给量下滑，带动库存去化。这对 PP 形成了一定支撑。预计二季度检修将持续偏高，供给端压力有所缓解，PP 基本面情况将有所转好。结合 PE 的偏弱运行，LP 价差可以考虑继续做缩。

PE：供给端压力偏大

【盘面动态】塑料 2505 盘面收于 7690 (+21)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7740 元/吨 (+40)，华东现货价格为 7830 元/吨 (+10)，华南现货价格为 7930 元/吨 (+30)。

【基本面】供应端，茂名石化周末进入检修。从检修计划看，4 月 PE 检修将有所减量，产量回升，供给压力增加。投产方面，内蒙宝丰已产出合格品，而金诚石化 LLDPE 新装置投产因技改问题预计延期。需求端，本期下游平均开工率为 40.92，环比上升 2.29%。其中，农膜开工率为 40.7% (+0.35%)，包装膜开工率为 49.07% (+3.7%)，管材开工率为 30.5% (+2.83%)。农膜开工率基本已经达峰，订单已经开始减少，预计 4 月开工率将转为下降趋

势。PE 其他下游如包装膜、管材、注塑，开工率仍在回升通道中，预计 4 月中上旬将回升至稳定水平。所以 PE 需求预期整体偏弱，4 月往后增量比较有限。本期总库存环比下降 4.31%。其中上游石化库存环比下降 10%，煤化工库存上升 2%，贸易商库存环比下降 2%。上游石化企业去库速度加快，而中游贸易商库存去库放缓。PE 库存由上游至中游传递。

【观点】周二盘面受原油带动上行，基差收至平水。但从基本面看，中上游出货压力依然较大，农膜旺季即将结束，订单减量。加之，仍有两套 LLDPE 预计在近两月投产，PE 基本面整体偏弱，仍有下行的空间。

苯乙烯：跟随原油偏强整理

【盘面回顾】EB2505 收于 7932 (+100)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6955 (+180)，苯乙烯现货 8145 (+125)，主力基差 162 (-21)

【库存情况】截至 2025 年 3 月 31 日，江苏纯苯港口库存 14.10 万吨，较上期累库 0.1 万吨，环比上升 0.71%。截至 2025 年 3 月 31 日，江苏苯乙烯港口库存 14.66 万吨，较上周去库 0.69 万吨，幅度减 3.5%；截至 3 月 27 日，苯乙烯工厂库存 22.37 万吨，较上一周期减少 2.37 万吨，环比减少 8.66%。

【南华观点】

纯苯：3 月下旬石油苯进入检修季，上周浙石化大连福佳均有装置停车，供应开始减少；加氢苯方面在连续几周利润走差之下，供应亦开始减少。下游需求方面，几大下游开工均小幅波动，无大装置出现变动，下游综合需求基本维稳。进入 4 月，国内纯苯面临供需双减，但今年纯苯的进口量持续维持高位，加上欧美市场纯苯下跌后，中国成为价格最高地，3-4 月纯苯进口预期仍将偏多，综合看纯苯 3、4 月均难以去库，近月基本面持续偏弱。绝对价格上，后半周欧美市场纯苯价格止跌，周内市场消息显示美国开始有乙苯进入调油池，4 月初下游一套 45 万吨产能苯乙烯装置预计回归，不过当前美国汽油库存处于历史同期高位，后续关注调油需求的可持续性以及欧美纯苯需求恢复状况。周二中石化上调纯苯挂牌价至 6750 元/吨，现货市场纯苯价格上涨，纯苯买气较好，价差买货积极，价差缩小，贸易商逢高出货。

苯乙烯：上周苯乙烯开工小幅波动。需求端，下游 EPS 开工率下滑明显，PS、ABS 开工维持高位。库存除 EPS 由于供应减量去库外，PS、ABS 库存持续累库，原料端纯苯一再走弱，终端需求不佳，纯苯带动产业链下游产品价格重心一起下移，3S 环节利润压缩。即将进入 4 月，苯乙烯有多家大厂计划检修，苯乙烯供需格局存转强预期，但纯苯持续偏弱之下，盘面难有大幅反弹，苯乙烯格局的转强更多兑现在加工差上，同时前期利空基本兑现，下方空间也有限，短期震荡为主。目前看到纯苯-苯乙烯价差到 1300 附近难以进一步走扩，做扩加工差注意止盈。后续关注外盘纯苯走势以及苯乙烯下游需求负反馈。周二盘面受原油带动，偏强运行，下午主力合约收于 7932。华东现货市场价格亦明显上涨，近端买气偏弱，商谈较少，远期商谈稍微活跃，但是基差也略有走弱，纯苯-苯乙烯价格走缩。

燃料油：小幅走强

【盘面回顾】截止到夜间收盘，FU05 报价 3306 元/吨升水新加坡 5 月纸货 4 美元/吨

【产业表现】供给端：进入 3 月份，俄罗斯高硫出口+53 万吨，伊朗高硫出口-54 万吨，伊拉克+74 万吨，墨西哥出口-27 万吨，委内瑞拉-62 万吨，供应有所回升；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-35 万吨，印度-29 万吨，美国+69 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，中

东浮仓高位盘整

【南华观点】3 月份因俄罗斯和伊拉克出口增长，供应端紧张的格局有所缓和，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盘整，供应端紧张的格局缓和，短期交割品依然偏少，短期裂解依然坚挺，但驱动已经减弱，布局做空裂解机会

低硫燃料油：小幅走强

【盘面回顾】截止到夜间收盘，LU06 报价 3796 元/吨升水新加坡 6 月纸货 5.2 美元/吨

【产业表现】供给端：3 月份，科威特供应+39 万吨，阿联酋进口-10 万吨，中东供应+17 万吨，巴西+6 万吨，西北欧市场供应-258 万吨，非洲供应+16 万吨，3 月份出口端基本和 2 月持平；需求端，3 月份中国进口-2 万吨，日韩进口-3 万吨，新加坡+27 万吨，马来西亚进口-39 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+209 万桶；舟山-9 万吨；

【南华观点】3 月份低硫供应充裕，中国第二批低硫出口配额下放，共计 520 万吨，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，舟山小幅去库，短期供应充裕。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】BU06 报价 3641 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3610 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：等待转弱时机

【盘面动态】：周二尿素 05 收盘 1929

【现货反馈】：周二国内尿素行情稳中偏弱，部分下调 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒出厂价格 1850-1950 元/吨附近。中下游随期货情绪频繁变换采购节奏，昨日区域低价成交明显好转，市场涨价信心又得支撑。短线尿素高价继续下调收单，局部低价有反弹。

【库存】：截至 2025 年 3 月 26 日，中国国内尿素企业库存量 86.78 万吨，环比-17.02 万吨，中国主要港口尿素库存统计 13 万吨，环比-0.1 万吨。

【南华观点】：近期尿素现货成交活跃，现货价格持续上涨，周末山东、河南小颗粒价格来到 1900 附近，随着价格上涨，成交转弱。从时间来看，强预期逐渐被兑现在估值之中，后续需要观察清明节前后的基层需求能否进一步超预期，尿素价格将延续震荡格局。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，南方水稻陆续推进，农需

跟进中。工业方面，复合肥厂处于高氮肥生产阶段，拿货相对尚可，高价原料对复合肥厂恐高情绪增加，补仓逐渐谨慎。目前来看尿素价格将延续震荡格局，预计震荡价格区间将维持。综上，农需季节盘面投机性较强，基本面处在供需格局逐渐平衡的状态之下。

玻璃纯碱

纯碱：关注碱厂动作

【盘面动态】纯碱 2505 合约昨日收于 1388，1.09%

【基本面信息】

截止到 2025 年 3 月 31 日，国内纯碱厂家总库存 168.55 万吨，较上周四涨 5.55 万吨，涨幅 3.40%。其中，轻质纯碱 85.10 万吨，环比增加 0.86 万吨，重质纯碱 83.45 万吨，环比增加 4.69 万吨。

【南华观点】

当前日产量位于 10 万吨附近，4 月整体检修偏少，新产能中或有量产预期。随着供应恢复，从刚需倒推的重碱平衡保持过剩。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 1350-1400 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。价格的进一步下滑需要看到库存的持续累积以及碱厂降价。

玻璃：4 月进入交割

【盘面动态】玻璃 2505 合约昨日收于 1235，4.57%

【基本面信息】

截止到 20250327，全国浮法玻璃样本企业总库存 6701.2 万重箱，环比-244.8 万重箱，环比-3.52%，同比+0.11%。折库存天数 30.2 天，较上期-1.1 天。

【南华观点】

产销好转，现货涨价。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，但整体幅度有限。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，且点火节奏偏快。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，仓单情况尚不明朗，继续观察产销以及现货走势。

纸浆：短线支撑

【盘面回顾】截至 4 月 1 日：纸浆期货 SP2505 主力合约收盘下跌 6 元至 5638 元/吨。夜盘上涨 16 元至 5654 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6490 元/吨，河北俄针报 5675 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4650 元/吨。

【核心逻辑】昨日纸浆期货 05 主力合约价格下跌，持仓量减少，以多头减仓占优。技术上看，日 K 线收阴线实体，下影线相对较长，下跌动能趋缓。昨日进口木浆现货价格下探，山东、江浙沪、广东地区部分牌号现货价格松动 20-60 元/吨；进口阔叶浆现货市场成交延续刚需，山东地区部分牌号现货市场价格松动 10-50 元/吨，局部地区业者出货意向差异化。本周国内纸浆港口库存增加，去库速度偏慢，绝对值处于近五年同期高位，库存对价格的压力依然较大，供需驱动维持前期弱势。短期基差走强，空头套保意愿减弱，预计短线底部存有一定支撑，关注主力合约前期低点 5550-5600 附近支撑力度。

原木：信息速递

【盘面动态】主力合约原木 2507 昨日收盘价 833，1.4%

1、2025 年 3 月 24 日-3 月 30 日，第 13 周 18 港针叶原木实到船 17 条，较上周持平；到港总量约 33.43 万方，较上周减少 7.95 万方，周环比减少 19%。

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 13240，跌幅 0.04%

【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】盘面提前交易大猪出栏导致近月崩塌，炒作仔猪腹泻对远月价格支撑，但从基本面来看今年如果说有两次二育，那么第二次必定是在上半年，正如去年冬天我早评中的一句话，越往后拖二育面临的产能压力也就越大，二育效果有几何就很难说了，当下亦是如此，09 合约逢高布空延续。

油料：现货偏弱

【盘面回顾】种植面积报告公布后盘面因利多出尽表现回落。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，近期由于内外盘同步走跌，巴西贴水有所下行，买船成交继续以远月仍存榨利的巴西豆为主。到港方面看，逐渐进入季节性供应高压时间节点，4 月大豆到港 850 万吨，5 月 1050 万吨。

对于国内豆粕，4 月中上旬部分北方地区仍处于停机状态中，区域间挺价心态明显，但南方地区供应偏宽松，预计后续大豆逐渐到港后供应衔接顺利。而需求端由于后续供应不缺，远端备货心态偏谨慎，近端执行前期合同，以随用随买为主。

菜粕端来看，从菜粕其自身基本面来看上半年供应压力较豆粕偏小，目前中性偏高库存可能会限制菜粕涨幅。二季度后逐渐进入下游水产备货旺季，预计后续菜粕库存去化幅度将有所加速，豆粕价差将维持当前偏小状态，但由于需求刚性不强，难以形成现货端独立或倒挂行情。

【后市展望】外盘因关税不确定性而继续弱势震荡为主，种植面积报告兑现后关注新作种植情况；对于豆粕 05 利多出尽后表现偏弱，同时现货供应压力体现在近月；远月 09 存在关税与天气市场预期而表现偏强，同时巴西贴水将对于远月存在成本支撑，适合作为多头合约对待。菜粕端继续受到进口预期影响，关注对于加菜籽关税情况。

【策略观点】M9-1 正套持有。

油脂：消费预期再有变化

【盘面回顾】由于特朗普政府对美国生物柴油政策的态度转变，导致美豆油价格受到明显提振并外溢至全球其他主要油脂，国内棕榈油因此同样获得上涨提振。豆菜油近月则因交易现实高库存价格依旧表现疲弱，远月存在贸易摩擦隐忧价格相对坚挺。

【供需分析】棕榈油：因美豆油上涨促进国际棕榈油价格上涨，导致国内棕榈油盘面进口倒挂扩大，进口利润持续疲弱下抑制买船，导致供给预期维持疲弱状态，港口库存同样维持低位对近月形成有效支撑。大幅倒挂的豆棕价差持续挤压消费，月均需求维持 20 万吨刚需，即使天气转暖，调和油需求依旧因价差无法回归。但远月由于预期产区增产，价格下跌预期压制远月价格表现。

豆油：供应端，随着进入 4 月前期买船当前逐步到港，压力渐近，油厂压榨预期跟随上升。但消费端由于无增量消费消耗供给，因此预期库存或进入累库周期。后续在棕榈油和豆油供给双增的预期下，豆棕价差可能存在远月修复来争夺消费市场份额。

菜油：远月主要依靠进口菜籽到港减少及政策溢价支撑远月价格表现。而供应端当前随着前期采购菜籽当前已经完成到港，沿海菜籽库存逐步减少，菜油当前供给处在阶段性高峰期，后续随着新增供给的明显有限，预期边际去化速度将会加快。消费端由于菜油的政策溢价，导致菜豆价差始终表现在不利菜油消费的区间内抑制消费，菜油的消费同样维持在刚需消费水平。高库存压制近月，但政策不确定性支撑远月。

【后市展望】虽然因为消息刺激，棕榈油价格一定程度受到外溢影响价格上行，但在基本面消费中暂时无法明确该利多影响，需要关注该提案的通过情况及实际执行状况。此外还需要关注印尼在开斋节后对生物柴油政策预期是否有进一步说明，可能导致近端棕榈油价格有更好的表现。而中长期来看，由于棕榈油供需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。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】棕榈油关注近端上涨后带来的远月做空机会，同时关注 09 豆棕价差的波段性回归参与机会。

棉花：关注美国关税政策

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨 2%，美棉新年度意向种植面积下滑，低于市场预期。隔夜郑棉上涨近 0.5%。

【外棉信息】据美国农业部（USDA）报告，截至 3 月 28 日，美国 24/25 年度新花累计分级检验 318.25 万吨，本年度 80.6% 的皮棉达到 ICE 期棉交割要求，同比上升 1.3 个百分点。

【郑棉信息】截止到 2025 年 3 月 31 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 677.89 万吨，国

内库存处于近五年峰值水平，由于北疆新棉成本高于南疆，仍有部分新棉有待套保。目前下游正处于“金三银四”纺织旺季时期，纱厂维持逢低补库，以锁基差为主，纱布厂库存压力不大，但下游走货有所放缓，旺季订单持续性欠佳。

【南华观点】短期在纺企采购需求支撑及新棉套保压力下，棉价上下空间有限，或维持震荡走势，若旺季订单进一步走弱，棉价走势或有转弱可能，关注下游走货情况及美国关税政策调整情况。

白糖：延续强势

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二收高，因巴西天气再度变得干燥。

昨日夜盘郑糖小幅上涨，整体维持偏强走势。

【现货报价】昨日南宁中间商站台报价 6240 元/吨。昆明中间商报价 5990-6080 元/吨。

【市场信息】1、巴西港口待运船只 38 艘，155.54 万吨。

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。

5.印度糖厂合作联合会公布数据显示，截至 3 月 31 日，全国 113 家糖厂正在进行 24/25 榨季生产工作，共压榨甘蔗 26532.6 万吨，产糖 2485 万吨。去年同期还有 203 家糖厂压榨，压榨甘蔗 29810.4 万吨，产糖 3025 万吨。

【南华观点】短期糖价维持偏强格局。

苹果：近强远弱

【期货动态】苹果期货昨日继续维持强势，05 合约受齐鲁源泉交割库暂停持续影响。

【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，清明备货相比上周明显好转，一般货成交为主，两级货源走货一般，山东库内交易热情上升，陕西以陕北货交易为主，甘肃成交增加，走货改善。销区到货有所增加，中转库积压不严重，市场拿货整体稳中有升，低价货源为主。

【库存分析】钢联数据显示，截至 2025 年 3 月 27 日，全国主产区苹果冷库库存量为 471.82 万吨，环比上周减少 28.79 万吨，清明备货期销售比上周加快。

【南华观点】近期市场波动加剧，整体以多 5 空 10 操作为主。

红枣：低位震荡

【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 2 车，河北崔尔庄市场到货 10 车左右，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】4 月 1 日郑商所红枣期货仓单录得 7133 张，较上一交易日增加 68 张。据统计截至 3 月 27 日，36 家样本点物理库存在 10803 吨，周环比减少 125 吨，同比增加 44.27%。

【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。