

## 金融期货早评

### 人民币汇率：关税的压力测试

【行情回顾】上周，在对等关税的影响下，美元指数不涨反跌，符合今年以来，美元指数与关税呈现的关系。同时也符合我们此前的预期：从3月来看，关税对汇率的影响有一个明显的变化就是，市场对关税的交易逻辑开始从关税对美元的影响从利多变为利空，预计美元指数因关税政策出台走强的持续性不强。

【重要资讯】1) 日本首相石破茂下周将与美国总统举行电话会议。石破茂表示，打算就美国征收关税问题提出日本的“一揽子”建议。2) 美联储主席鲍威尔表示，受新一轮大规模关税政策的影响，美国经济正面临“比数周前预想更严重”的价格压力与增长放缓风险。3) 印尼央行表示，在关税事件后，承诺维持印尼盾的稳定。将优化对即期市场、国内非交割远期市场和债券市场的干预，以确保流动性。

【核心逻辑】我们认为，本轮关税落地并非风险出清节点，或是开启更复杂的博弈周期。接下来，美元兑人民币的短期汇率波动将取决于“两度”的空间：1) 非美国谈判意愿度；2) 特朗普政府让步空间度。通过我们对一季度“关税与汇率”两者间的关联程度来看，当前市场定价逻辑或有所转变——相较于贸易伙伴反应，市场更聚焦关税对美国本土经济的反噬效应。展望后市，我们维持二季度美元兑人民币汇率波动加剧的研判，后续需关注各国与美国在贸易上的谈判进程和美国贸易政策的反复情况。本周，预计运行区间为 7.23-7.34。长期视角下，人民币汇率双向波动、弹性增强的制度改革方向具有持续性，但在短期外部冲击尚未完全消退的过渡期，保持汇率在均衡水平上的基本稳定具有现实必要性。

【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：警惕风险偏好回落

【市场回顾】节前股指走势跳空低开，震荡偏弱，以沪深 300 为例，下跌 0.59%，两市成交额仅 1.1 万亿左右。从周度基差来看，整体有所上涨，反映上周受外部地缘政治冲击，现货下跌速度更快。

【重要资讯】1、新华社发表题为《坚定不移推进高水平对外开放维护多边主义促进开放合作》的文章称，中方持续加强对外开放法律法规体系建设，有效实施外商投资法，为外国投资者打造透明、稳定、可预期的政策环境。2、美国商务部长卢特尼克表示，关税（生效时间）不会延迟；关税将在未来几天和几周内持续实施。3、美国政府宣布“灾难性”关税政策后，美国财长贝森特可能正计划离职。由于贝森特与华尔街的关系密切，有分析人士指出，贝森特始终不支持“激进地加征关税”，并认为他有可能阻拦征收过高的关税。4、国务院关税税则委员会公告称，自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的进口商品加征关税。有关事项如下：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；现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。

【核心观点】市场风险偏好短期承压预计难以避免，但是在关税正式落地之前，仍存在转机可能，预计 4 月 10 日之前，市场将继续维持较为浓厚的观望情绪。若关税正式落地，特朗普加征关税大概率是一次和盘托出，由于国内存在提振内需政策加码的可能，所以不宜直接做空期指。若关税政策在协商后有缓和之势，按照当前局面，后续或仍会相互拉扯，而且政策的实施会相对受牵制，所以操作上当下较为合适策略为买入看跌期权操作。

【策略建议】买入看跌期权。

## 集运：美国关税超预期，中国反制

【盘面回顾】：上周四集运指数（欧线）期货各月合约低开后上行，后偏震荡，临近收盘时有所回升。截至收盘，除 EC2510 外，其余各月合约收盘价均略有回升。

【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\$1217，40GP 总报价为\$1891，均与同期前值持平。

下周赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1400，较同期前值下降\$600，40GP 总报价为\$2400，较同期前值下降\$900。下周长荣上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1555，较同期前值下降\$600，40GP 总报价为\$2510，较同期前值下降\$1050。4 月下旬，中远海运上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$2175，较同期前值下降\$200，40GP 总报价为\$3625，较同期前值下降\$400。下周 ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$2291，较同期前值回升\$270，40GP 总报价为\$2337，较同期前值回升\$300。

【重要资讯】：国务院关税税则委员会 4 月 4 日发布公告称，2025 年 4 月 2 日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”。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，是典型的单边霸凌做法。公告表示，经国务院批准，自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的进口商品加征关税。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。现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分之前，货物已从启运地启运，并于 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分至 2025 年 5 月 13 日 24 时进口的，不加征本公告规定加征的关税。

【南华观点】：期价低开主要的原因还是在于美国对华关税的加征超出此前预期，且对东南亚国家同样征收较高关税，这也就意味着哪怕是做转口贸易，成本也将显著提升。国际整体贸易环境不佳，利空集运市场需求。然而，期价接连下跌至低位，且市场仍存对于 5 月涨价的预期，叠加地缘政治干扰，故期价从低位有所回升。最新一期欧线即期运价略有回升——SCFI 欧线运价指数报于 1336 美元/TEU，环比回升 1.37%，但中美贸易战 2.0 正式打响，EC 短期维持震荡或至高位有所回落的可能性相对较大，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）提供。

## 大宗商品早评

### 有色早评

### 黄金&白银：关税博弈加剧市场恐慌 黄金回落白银暴跌

【盘面回顾】上周贵金属价格大幅调整，白银更现暴跌行情，主要因美国超预期的贸易关税政策以及中国偏强硬的反制措施，加剧全球经济衰退恐慌，全球大类资产普跌下贵金属

市场亦陷入流动性恐慌下的跟跌行情，而白银市场因盘面更小波动更大、以及更强的工业属性预示对全球经济衰退恐慌更敏感而出现暴跌行情。

美国时间 4 月 2 日，美国总统特朗普宣布对所有贸易伙伴加征 10% 的“最低基准关税”，于美东时间 4 月 5 日凌晨 0 时 01 分生效；并对与美国贸易逆差较大的国家和地区征收更高的“对等关税”，税率高达 20%-46%，于美东时间 4 月 9 日凌晨 0 时 01 分生效；钢铝、汽车、金条、铜、药品、半导体和木材制品不受对等关税影响；对符合美墨加贸易协定（USMCA）的加墨商品继续豁免关税；特朗普称，25% 的汽车关税于 4 月 3 日生效。中国时间 4 月 4 日 18:00，经国务院批准，自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的进口商品加征关税；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。现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。而 4 月 4 日晚间美联储主席鲍威尔表示，美联储的职责是保持长期通胀预期稳定，现在判断货币政策合适路径为时尚早，美联储不需要着急降息，则浇灭市场对美联储很快将降息甚至扩表救市幻想，大宗商品普遍陷入恐慌性暴跌行情。数据方面，美国 3 月非农新增就业大超预期，达到 22.8 万；因劳动参与率上升、失业率走高，整体看美国就业市场现状仍处于健康状态，尽管受关税担忧影响美国经济衰退预期与通胀预期皆走升。

我们认为本轮关税政策并非风险出清节点，或是开启更复杂的博弈周期。短期而言，特朗普关税政策对于贵金属的影响主要体现在市场避险情绪上。虽美国并未直接对黄金进口征收关税，但关税政策引发的市场恐慌拖累全球风险资产表现，以及对未来贸易摩擦演变的不确定，仍有利于黄金避险买需而使其相对抗跌。但周内贸易政策强硬冲突下引发的大类资产暴跌与波动率激增，则引发流动性恐慌而同步拖累黄金表现。接下来，仍需重点关注各国在贸易谈判中的博弈情况以及关税政策的后续执行力度。从中期影响看，若贸易冲突对抗升级，则可能加剧美国经济滞涨风险并推升央行购金需求，从而利多贵金属；反之若贸易摩擦降温，则可能随着风险偏好回升而引发贵金属相应调整可能。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周度增加 0.86 吨至 932.8 吨；iShares 白银 ETF 持仓周减 63.68 吨至 13881 吨。短线基金持仓看，根据截至 4 月 1 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸减少 11362 张至 238434 张，主要因多头增加 11364，空头激增 22726 张；白银非商业净多减少 3692 张至 57258 张，其中多头减少 103 张，空头增加 3589 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度增加 53.6 吨至 1401.9 吨，COMEX 白银库存周增 549.2 吨至 15243.11 吨；SHFE 黄金库存维持在 15675 千克，SHFE 白银库存周增 31.6 吨至 1186.9 吨；上海金交所白银库存（截至 3 月 28 日当周）周增 52.7 吨至 1731.2 吨。

【本周关注】本周数据方面，主要关注周四晚间美 3 月 CPI 数据。事件方面，周四 2:00，美联储公布 3 月货币政策会议纪要；周五 00:00，2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比在纽约经济俱乐部发表讲话；17:45，欧洲央行行长拉加德在欧元集团的新闻发布会上发表讲话；22:00，2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆就美国经济和货币政策发表讲话；23:00，FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯就经济前景和货币政策发表讲话。

【南华观点】中长线或偏多，月线仍偏强，但周线和日线现调整信号，且波动明显加剧，建议投资者降低头寸或观望为宜，等待日线级别止跌信号出现后分批布多。

## 铜：美关税政策拉低铜价

【盘面回顾】考虑到清明假期期间巨大的波动，国内盘面信息对实际铜价暂时无法做到准确的描述。LME 铜价在 4 月 4 日出现大幅下跌，跌幅超过 6%。

【产业表现】赞比亚财政部长 Situmbeko Musokotwane 在一份声明中表示，预计该国今年

的铜产量将从去年的约 82 万吨增至 100 万吨左右。Musokotwane 表示，由于 Lubambe、Luanshya 和 Kalengwa 等铜矿的复苏，这个非洲第二大铜生产国的铜产量正受到提振。赞比亚政府的目标是在未来十年内将铜产量提高到 300 万吨左右，尽管该国多年来一直难以达到 100 万吨的产量目标。

【核心逻辑】铜价在 4 月 5 日的大幅回调有以下几个主要原因：1. 此前投资者对于关税税率预期过高造成回调。投资者预期关税税率为 25%，因此造成了 COMEX 铜大幅领涨，形成了 COMEX 铜-LME 铜最高约 17% 的价差。然而最终只有 10% 的基准关税，说明此前的预期是过高的。在最终关税政策公布时，COMEX 铜价回落，带动全球铜价回落。2. 全球股市受较大冲击，对期市亦造成影响。因关税势将冲击供应链，苹果为首的科技巨头大跌，七巨头“Manificent 7”市值一日蒸发约 1 万亿美元，总市值跌至去年 8 月初以来最低谷。3. 通胀预期重提。关税政策势必会造成美国通胀的增加，也会对全球通胀产生不利影响。野村证券、巴克莱银行等都上调了全球通胀的预期。通胀的居高不下意味着美联储今年的降息或将继续向后推迟，拉低了有色金属的价格。4. 全球经济增速或不及预期。此次美国关税政策的税率虽然不及预期，但是范围比预期来得大很多。特朗普的关税政策引发各国的不满。法国、加拿大、日本、英国等国声称将采取对等措施予以反制。若通胀高企，叠加全面关税政策导致的需求降低，全球经济都将受到不利影响。展望未来，有色金属价格或仍需几个交易日来消化关税政策带来的影响，而后逐渐企稳。部分国家已经对美国关税政策提出反制，另有部分国家尚在研讨中。随着更多关税政策的落地，贸易保护主义或更明显，对全球需求的压制或更大。短期的踩踏效应还未结束，无论是股市还是期市，都需要几个交易日来对情绪进行消化。

【南华观点】铜价或继续小幅下调，暂时不对价格区间进行预测。

## 铝产业链：关税风波再起

【盘面回顾】上一交易日沪铝主力收于 20420 元/吨，环比-0.10%，伦铝收于 2378.5 美元/吨，环比-2.34%。氧化铝主力收于 2854 元/吨，环比-2.43%。

【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 166.3 万吨，环比-1.1 万吨，氧化铝与电解铝周度产量比值 1.99，环比-0.01。需求：SMM 数据显示，3 月 31 日铝锭出库 12.85 万吨，环比+0.01 万吨；铝棒出库 7.85 万吨，环比+1.63 吨。加工环节开工率 62.58%，周环比-0.85pct。库存：截至 4 月 3 日，国内铝锭+铝棒社会库存 101.0 万吨，周环比-5.15 万吨，其中铝锭-3.5 万吨至 76.5 万吨，铝棒-1.65 万吨至 24.5 万吨。LME 库存 45.8 万吨，周环比-0.9 万吨。氧化铝港口库存 5.1 万吨，周环比+2.3 万吨，铝土矿港口库存 2028 万吨，周环比-54 万吨。

【核心逻辑】铝：库存方面，电解铝持续去库，为铝价短期提供一定支撑。供应方面，电解铝供应略有增，考虑到复产基本完成，开工率已在高位，未来供给增量有限。需求方面，美国 4 月 2 日发布对等关税政策，幅度远超市市场预期，但由于一来我国产业链对美依赖度较低，铝土矿与铝锭不从美国进口，出口到美国的铝材占比也很小，二来自从 18 年以来美国已对我国铝产品出口增加了极高关税，且对已征收 232 条款关税的铝不会再征收 4 月 2 日宣布关税，本次对等关税政策对铝短期内影响有限，长期影响则关注下游产品出口情况以及未来衰退预期。总的来说，我们认为电解铝运行区间在 20300-20600 元/吨，推荐观望。氧化铝：铝土矿方面，国内矿山复产进展有限，进口矿石氧化铝企业与矿企仍在博弈，考虑到当前铝土矿 CIF 价格距离矿山成本线仍有一定距离和铝土矿供应充足的情况，后续进口矿价仍有下跌的空间。氧化铝方面，氧化铝产量继续减少，河南和山西两家氧化铝了企业开始检修，但影响氧化铝产能有限，在需求端没有太多增量的情况下，氧化铝供应过剩情况未改变，仍推荐逢高沽空。

【策略观点】铝：观望，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：关税落地情绪低迷，短期观望为主

### 【盘面回顾】

沪镍主力合约周内偏弱运行。3月31日价格收于129220元/吨，随后持续偏弱震荡，最终收于127330元/吨。不锈钢主力合约走势相似，周内偏弱震荡。3月17日价格收于13365元/吨，此后偏强运行，最终向下修复收盘于13430元/吨。总体来看价格保持震荡走势。

### 【产业表现】

现货市场方面，金川镍价格维持升水状态，价格调整至130050元/吨，升水幅度为1900元/吨。硫酸镍较镍豆溢价扩大到1209.09元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润率调整至-4.4%。库存方面，上期所纯镍库存累库在36925吨，而LME镍库存累库至199020吨。不锈钢现货市场产量高涨，304/2B切边不锈钢出厂价均价为13750元/吨。304不锈钢冷轧利润率维持在-1.15%左右。不锈钢社会库存累库至984300吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至1030.5元/镍点，镍铁去库至20483吨。

### 【核心逻辑】

基本上产业链整体成本支撑逻辑占据主导，镍矿供应目前进入季节性恢复周期，预计后续产出逐步增加，但是天气影响整体恢复速度不及预期，到港周期传导仍需时间。镍铁产量价格持续强势运行，稳定在1030元/镍点的高位，不锈钢持续排产，镍铁现货市场成交比较活跃，镍铁端成本线稳步上移。但是不锈钢下游方面需求持续低迷，终端房地产和家电需求并未跟随不锈钢产量上调，周中不锈钢现货端有价格探涨趋势，但是目前上下游博弈情绪较浓。硫酸镍方面价格也偏强运行，原材料和MHP系数持续处于高位，并且目前下游三元厂补库需求提升，市场镍盐流通较少，短期硫酸镍价格预计持续处于高位。

宏观方面特朗普关税政策落地，整体金属大盘受其影响偏弱运行，市场对美国通胀预期增加，同时美联储降息预期降低，各国对美国关税反制政策增加。镍，不锈钢品种受关税影响相对有限，出口消化方向不在美国，但是受到宏观层面压制仍然偏弱运行。

### 【南华观点】

周内产业链底部成本支撑延续，但是关税大闸压制上行空间，市场现阶段价格不确定性增加，上下博弈情绪浓厚，等待关税后续政策发酵，预计在【12.2万-13.3】万区间震荡运行。

## 锡：美关税政策拉低锡价

【盘面回顾】考虑到清明假期期间巨大的波动，国内盘面信息对实际铜价暂时无法做到准确的描述。LME锡价在4月4日出现大幅下跌，跌幅超过5%。

【产业表现】马来西亚冶炼厂（MSC）宣布，由于布特拉高地（Putra Heights）附近一处燃气管道发生爆炸，公司位于印达岛（Pulau Indah）的锡冶炼厂将暂时停产。爆炸发生于2025年4月1日，造成燃气供应中断，影响了靠近巴生港（Port Klang）的印达岛（Pulau Indah）冶炼设施的正常运行。由于气源中断，MSC已宣布自即日起暂停生产，直至另行通知。目前，尚未公布燃气恢复的具体时间表。MSC在2024年的精炼锡产量为16,300吨，为全球第五大精炼锡生产商。MSC表示，此次事件可能导致部分锡金属的交付延迟。

【核心逻辑】有色金属受到美国关税政策的影响无疑是最大的，铜、镍、锡等金属都出现了暴跌。造成暴跌的原因有以下几个：1. 此前投资者对于关税税率预期过高造成回调。虽然此前的预期没有对锡加征关税，但是对锡下游的电子消费品有关税的增加。最终10%的关税教25%的关税预期相对偏低。2. 全球股市受较大冲击，对期市亦造成影响。因关税势将冲击供应链，苹果为首的科技巨头大跌，七巨头“Manificent 7”市值一日蒸发约1万亿美元。

元，总市值跌至去年 8 月初以来最低谷。3. 通胀预期重提。关税政策势必会造成美国通胀的增加，也会对全球通胀产生不利影响。野村证券、巴克莱银行等都上调了全球通胀的预期。通胀的居高不下意味着美联储今年的降息或将继续向后推迟，拉低了有色金属的价格。4. 全球经济增速或不及预期。此次美国关税政策的税率虽然不及预期，但是范围比预期来得大很多。特朗普的关税政策引发各国的不满。法国、加拿大、日本、英国等国声称将采取对等措施予以反制。若通胀高企，叠加全面关税政策导致的需求降低，全球经济都将受到不利影响。展望未来，有色金属价格或仍需几个交易日来消化关税政策带来的影响，而后逐渐企稳。部分国家已经对美国关税政策提出反制，另有部分国家尚在研讨中。随着更多关税政策的落地，贸易保护主义或更明显，对全球需求的压制或更大。短期的踩踏效应还未结束，无论是股市还是期市，都需要几个交易日来对情绪进行消化。

【南华观点】锡价或继续小幅下调，暂时不对价格区间进行预测。

## 碳酸锂：弱势震荡

【期货动态】LC2505 合约收于 73160 元/吨，周环比-1.14%

【核心观点】【核心观点】中长期碳酸锂供应过剩局面不改，供应压力持续释放，需求端增速难有高增长表现。锂盐产能出清压力逐渐向矿端传导，矿价松动将让成本端继续下移，警惕矿与盐的螺旋式下跌。本周中美互加关税，贸易不确定性增大，关税对碳酸锂产业链影响主要为下游电池材料，或压制长周期需求。

【产业表现】碳酸锂：上周供应端增速渐缓，盐湖地区提锂产量稳定，青海地区锂盐厂开工率维持 80%以上高位，市场供应仍较为宽松，下游需求端排产小幅增长，弹性有限。锂矿：上周锂辉石现货价格上涨，锂云母价格暂稳，澳洲 cif 价格下跌。当前国内锂辉石行情伴随碳酸锂盘面处于低位，持货商利润过低甚至亏本，出货意愿低，以给出较高的报价挺价囤货为主。下游买货对高价承接力度小，叠加目前锂矿供给缓解，需求方找货需求不再紧迫，市场整体成交清淡。

## 工业硅：反弹回落

【期货动态】SI2505 合约收于 9820/吨，周环比-0.36%

【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】上周工业硅现货价格仍以弱稳为主，期现商出货增多。厂家端来看，工厂让利出货心态浓厚，北方厂家 99 硅成交底价已来到 9200 元/吨。供应端，大厂东部产区前期减产计划已落实，目前东部在开矿热炉 21 台，西部在开矿热炉 45 台，且西部暂无增产计划，同时其他硅厂暂无联合减产现象，此轮减产计划维持 2 月及以上时间，长期来看或能缓解一定库存压力，近期下游粉单招标价格低于预期，磨粉厂利润微薄。

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：中国出手反制

【行情回顾】昨夜盘钢材盘面弱势震荡，对等关税公布后，富时 A50 期指跳水，美元兑人民币大幅上升

【信息整理】1. 4月4日，中方11箭齐发，接连发布多条反制举措。国务院关税税则委员会、商务部、海关总署接连发布多项对美反制措施，包括对原产于美国的所有进口商品加征34%关税、在世贸组织争端解决机制下起诉美方相关做法、将多家美国实体列入出口管制管控名单、对中重稀土相关物项实施出口管制、暂停6家美企输华资质等。

2. 假日期间，唐山迁安普方坯累跌20报3020元/吨。

3. 因贸易战加剧引发了对全球经济衰退的担忧，投资者抛售黄金以弥补他们在更广泛的市场崩溃中的损失，现货黄金一度大跌超3%，盘中一度跌至3015.53美元的日内低点，较高点大跌近100美元，最终收跌2.4%，报3038.71美元/盎司。

4. 特朗普：我的政策永远不会改变。对鲍威尔来说，现在是降息的最佳时机。越南希望将其关税降低至零。

【南华观点】从宏观层面分析，特朗普发起的全球贸易战加剧了市场对经济前景的担忧，大宗商品普遍承压下行。对我国钢材市场而言，直接出口和转口贸易遭受双重冲击，虽然已实施对美反制关税，但扩内需政策尚未出台，当前关税环境仍对黑色系需求形成压制。对应基本面来看，建材需求同比较弱，当前建材需求同比表现偏弱，从财政资金投向转向及项目资金到位率偏低角度来看，后续需求或延续疲态；而前期支撑较强的卷板材需求，因“抢出口”窗口可能收窄、国内严查买单贸易以及关税对直接/间接出口的抑制效应趋于见顶。值得注意的是，长流程钢厂在利润驱动下的复产意愿与渐显疲态的需求端可能会形成矛盾，后续钢材市场或面临负反馈的压力。综合来看，单边上仍建议偏空操作，特别是螺纹钢05难有回升动力，后续需关注国内宏观政策动向；套利上继续做缩10卷螺差，螺纹05-10反套。

## 铁矿石：关税影响不容小视

【南华观点】节前一周黑色交易强现实，即钢厂利润好转，铁水产量继续上升，下游需求尚能承接。产业自身有一定的矛盾积累，五大材表需走平，产量继续上升，去库斜率放缓，但整体矛盾不大。市场的主要影响在于预期层面，也就是未来的需求能否承接目前的高铁水。目前更倾向于现在的需求好只是抢出口的回光返照。

节前特朗普对等关税落地，关税程度超预期，但周四黑色和国内资产整体承接能力尚可。

黑色市场可能存在对关税定价不充分、或者说低估的风险。虽然中国钢材对美直接出口的量比较低，但通过越南等转口量不容忽视。此外，还有汽车、家电等制成品的出口。还有，按照之前美国征收钢铁关税后各国的应对的经验，其他国家可能会为了防止原出口美国的商品转而倾销本国，其他主要出口市场的贸易关税都会趋向于增加，因此全球贸易壁垒有向上的可能性。因此若目前的关税落地，且全球贸易壁垒普遍上升，则国内制造业面临大幅减产的通缩风险。

那么黑色是可以作为对冲出口下滑的标的吗？恐怕不是很好的对冲标的。目前来看，国内债务压力仍较大，在居民收入预期仍下滑的背景下，通过刺激居民扩表加杠杆买房的有效性较低。刺激传统基建项目，在收益性和化债压力下，空间也比较小。更有可能的方式是刺激国内消费需求，来消化出口下滑滞销的产能。这种刺激方式对黑色需求的相关性较小，影响更间接。

周五，中国宣布对美国的贸易反制措施。贸易战往升级的方向运行。原油大跌，往60美元运行。美股大跌，美元指数下跌，市场往衰退方向交易。对于黑色而言，市场风险偏好和信心快速下行、刺激政策恐不对口的环境下，黑色估值难言乐观，空单持有套保。对贸易战的影响和持续时间都不要太乐观，不要在下跌趋势里博反弹，不要去赌事件，不要在大

趋势面前钻牛角尖、心存侥幸。

## 焦煤焦炭：全球避险情绪升温

【盘面回顾】钢厂、焦化厂积极补库，焦煤现货涨价成交，焦炭港口现货波动不大，即期焦化利润承压。本周焦煤盘面弱势下跌，焦炭盘面因提涨传闻表现坚挺，盘面焦化利润走扩。双焦基差走强，5-9月差走弱，JM5-9月差-72.5（-16），J5-9月差-36（-7.5）。

【南华观点】本周焦煤矿山开工率环比走高，焦煤供应压力边际增大，下游焦钢厂积极补库，带动上游精煤去库，但原煤库存高位攀升。当前海运煤相较于山西煤不具备性价比，叠加美国焦煤进口关税冲击，海运煤库存有望持续去库。焦化环节，近期盘面焦化利润扩张，反映市场对焦炭一轮提涨的预期，但与此同时，焦煤现货积极挺价，焦炭即期利润收缩，与之对应的是缓慢增加的焦炭产量。目前钢厂利润较好，下游铁水尚在增产期，短期内焦炭供需维持紧平衡，行业矛盾并不突出。总结来看，焦煤国内供应宽松，进口煤相对偏紧，但蒙煤进口维持较高增速，一定程度上对冲了海运煤炭减量。焦化厂补库支撑短期焦煤需求，但焦化厂原料煤平均库存可用天数快速增加至11天左右，继续补库驱动不足且空间有限。中方对美关税反制政策将冲击焦煤进口市场，部分海运煤炭或出现挺价，但美煤进口占比较小（占进口煤的比重仅为5-10%），焦煤不具备抄底或做多驱动，05交割压力大，建议关注焦煤5-9反套。焦炭虽有提涨预期支撑，但多数焦化厂处于盈亏平衡区间，出现大面积减产的概率不大，市场对钢材出口的悲观预期将限制焦价，我们对近期盘面的反弹持谨慎态度，建议产业关注低基差下的套保机会。

## 硅铁&硅锰：警惕关税扰动

【盘面回顾】上周铁合金震荡

【核心逻辑】铁合金基本面维持减产定价的趋势，高供应的压力虽有所缓解，但相较于下游的需求疲软，供给端仍相对过剩，高库存压力仍存。五大材产量上升，但去库速度一般，目前的高铁水状态在市场疲软的情况下能否承接是一个较大的不确定。锰矿港口库存继续去库，但锰矿价格并无明显波动，在硅锰高库存和持续累库状态下，硅锰供过于求，合金厂开工率继续下滑，以及市场预期二季度锰矿到港量的增加，对锰矿需求较低。节假日期间在美国关税超预期的影响下，原油和有色金属的大跌引发市场对流动性危机的担心，覆巢之下黑色系也将波及，目前国内黑色市场可能存在对关税低估的风险。虽国内钢材直接出口美国相对较少，但转口贸易对国内钢材出口也将有较大影响。铁合金作为钢材的上游，叠加自身较弱的基本面，下跌的可能性较大。

【南华观点】短期内受市场情绪影响存在下跌的可能性

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

## 能化早评

### 原油：美国关税叠加 OPEC+增产油价大跌

【原油收盘】截至4月4日收盘，WTI原油期货2505合约跌4.96报收61.99美元/桶，环

比-7.41%ICE 布伦特原油期货 2506 合约跌 4.56 报收 65.58 美元/桶，环比-6.50%。中国 INE 原油期货因清明节假期休市。

【市场动态】从消息层面来看，一是，4 月 3 日讯，声明显示，沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼重申致力于市场稳定，展望更健康的石油市场，并上调产量。欧佩克+成员国同意原计划在 5 月份的增产，并额外增加两个月的增产计划，并将于 5 月 5 日举行会议，决定 6 月份的产量水平。欧佩克+将在 2025 年 5 月实施 41.1 万桶/天的产量调整，相当于三个月的增量。二是，美出口商征收最低 10% 的关税，并对与美国贸易不平衡最大的约 60 个国家/地区征收额外关税。这是对他长期以来一直抱怨不公平的全球经济体系发起的最大攻击，基准关税税率（10%）将于 4 月 5 日凌晨生效，对等关税将于 4 月 9 日凌晨生效。三是，美国至 3 月 28 日当周 EIA 商业原油库存+616.5 万桶，战略原油库存+28.5 万桶，美国原油产量+0.6 万桶/天至 1358 万桶/天，炼油厂开工率-1%至 86%，美国汽油库存-155.1 万桶，取暖油库存+20.9 万桶，精炼油库存+26.4 万桶。

【南华观点】宏观：特朗普对全球加征关税，引发市场对系统性风险的担忧，全球金融资产大幅下跌。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 5 月份增产 41 万桶/天超出市场预期，其目的旨在促进补偿性检查落地。在需求端，全球炼化利润小幅回升，中国利润被动修复，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。在库存端，美国库存上升，欧洲库存回升，亚洲库存下降，上周全球原油库存去库。整体来看，短期特朗普关税引发的对系统性风险担忧和 OPEC 增产态度利空油价，引发短期价格大跌，在右侧未出现前不建议多单入场

## PTA-PX：宏观情绪悲观，随成本端下行

【盘面动态】周四 TA05 收于 4802 (-96)，5-9 月差收于-18 (0)。PX05 收于 6792 (-142)，5-9 月差收于-78 (-14)。

【PTA 观点】4 月供应端多套装置存检修计划，总体开工负荷不高，但进一步加关税后市场对需求担忧，尽管目前开工 93.2% 的高位，加弹、织机、印染开工率分别为 81%(-2%)、67%(-4%)和 79%，已经走弱。后期担心加关税导致需求端进一步弱化，下游聚酯降负荷预计提前。供需上从大去库到去库幅度减少。虽然关税对芳烃进出口貌似表面影响不大，但成本上原油节日期间大幅下跌，市场信心不足，节后 PTA 预计跟随成本端大幅下跌。

【PX 观点】供应端，PX 国内负荷降至 74.4%，中海油惠州、福佳大化一条线、浙石化、九江、扬子等降负或检修中。亚洲 soil 重启，其他也有装置检修，总开工都不高。PTA 也迎来检修高峰，尽管如此平衡表总体良性，担忧来自于终端需求弱化的逐渐向上传导。成本端，PXN200 附近变化不大，但关税影响油端跌幅较大，节后 PX 预计随成本大跌。

## MEG-瓶片：随成本端走弱，聚酯减产计划或加速

【盘面动态】周四 EG05 收于 4439 (-63)，本周 05 基差+55 (+5)，5-9 月差收于-68 (+1)。PR05 收于 6012 (-70)，05 盘面加工费收于 433 (+33)。

【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 价格受装置检修预期与关税政策影响于区间内震荡。基本面方面，供应端油平煤降，总负荷小幅下调；其中，煤制中昆降负，部分装置波动，煤制负荷降至 65.93% (-

2.12%)。库存方面，本周到港计划较多，港口发货不佳，下周一港口显性库存预计累库 4 万吨左右。需求端，随瓶片重启与提负聚酯总负荷小幅提升至 93.2%，后续逸盛大化 70 万吨瓶片装置重启，负荷仍有上调预期。近期长丝减产信号带动部分下游囤货，长丝库存小幅去化，累库压力短暂缓解。但终端而言，美国进一步加征关税政策力度超出市场预期，终端需求预期与市场情绪均受到冲击，订单不见好转下织机开工出现下调。长丝生产效益持续压缩，部分产品加工费已然亏损，产品库存高位难解，当前而言终端需求后续回暖难度加大，悲观预期下长丝减产兑现时间或将提前。

总体而言，由于中美互征关税扩大了市场对全球经济下滑风险的担忧，原油价格近期大幅走弱，宏观预期大幅转弱。关税政策虽然将为乙二醇在进口端带来不小的缩量，但一方面宏观悲观预期或将加速聚酯减产计划兑现，一方面成本端原油走弱仍需消化，乙二醇估值预计明显承压。短期而言，关注中美关税谈判可能与聚酯减产进度，乙二醇价格预计随成本端走弱。瓶片方面绝对价格同样随成本端大幅走弱；后续开工仍有上调预期，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：估值情绪双下行

【盘面动态】：周五甲醇 05 收于 2454

【现货反馈】：周五远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 05+85

【库存】：上周甲醇港口继续大幅去库，外轮卸货速度不及预期，周期内显性仅计入 4.7 万吨。江苏地区各主流码头提货良好，且沿江大型终端原料管输回归显性库区；浙江地区刚需稳定，宁波港进船维持低速。华南港口库存宽幅去库。广东地区周内仅少量内贸船只抵港，主流库区提货量表现稳健，库存明显去库。福建地区周内暂无船只抵港，下游稳定消耗下，库存继续去库。

【南华观点】：甲醇主力大幅下跌，整体看下来伊朗矛盾逐渐缓解，甲醇强现实已经向弱预期转变，供应回归而需求见顶，多头故事在一季度基本结束。回顾一季度整体化工走势，甲醇上下游均有不同程度的跌幅，甲醇自身估值较高，在海外矛盾缓解后，甲醇作为中间品难以继续维持高估值。因此我们对甲醇抱偏弱态度，一是海外问题得以解决，二是甲醇作为中间品估值较高，三是内地供应回归。因此虽然短期内甲醇仍处于强去库现实中，但盘面将交易弱预期。此外国际原油大幅下跌，虽然国内甲醇以煤制为主，但是原油下跌会影响甲醇下游聚烯烃油制的成本，且一季度来看甲醇自身估值较高，在下游估值进一步下移的背景下，将对甲醇价格产生负面影响。综上，甲醇大概率低开，且后市价格将维持弱势。

## PP：关税政策或将带来成本支撑

【盘面动态】聚丙烯 2505 盘面收于 7348 (-17)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7260 元/吨 (+10)，华东现货价格为 7370 元/吨 (+20)，华南现货价格为 7350 元/吨 (0)。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 76.38%，与上期基本持平。检修损失量共计 14.64 万吨，环比下降 6.21%，但绝对值仍处于高位。从检修计划来看，当前 PP 装置已进入集中检修期，预计高检修状态将延续至 5 月下旬。需求端，本期下游平均开工率为 50.4%，较上周变化不大。其中，BOPP 开工率为 61.78% (+0.33%)，CPP 开工率为 53% (0)，无纺布开工率为 37% (-0.13%)，塑编开工率为 47.6% (+0.2%)。PP 下游开工率基本维持稳定，塑编、BOPP、CPP 原材料库存均处于中性偏高的水位，所以下游补库意愿较弱，以按需拿货为主。本期 PP 总库存环比下降 1.19%，两油库存环比下降 7.18%，煤化工库存下降 4.43%，PDH 库存环比下降 2.13%。中游库存中，贸易商库存环比上升 5.78%，港口库存上升 9.46%。

【观点】从 PP 自身基本面看，近期集中检修较多，供给量下滑，而需求端基本维持稳定，所以整体供需情况转好。另外，我国关税反制政策将带来美国进口丙烷价格的提升，这将对 PDH 工厂造成较大影响。由于从 2024 年开始 PDH 制 PP 基本一直处于无利润状态，成本的进一步抬升将会对 PP 形成较强的支撑。

## PE：短期以观望为主

【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 7700 元/吨 (-30)，华东现货价格为 7800 元/吨 (-30)，华南现货价格为 7950 元/吨 (0)。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 82.46%，环比上升 0.15%。目前装置检修仍处于高位，但是进入四月后检修损失量整体呈下降趋势，产量预计逐步回升。投产方面，内蒙宝丰 3 线已产出合格品，金诚石化 LLDPE 装置也已投料试车。需求端，本期下游平均开工率为 40.95，环比上升 0.03%。其中，农膜开工率为 40.58% (-0.12%)，包装膜开工率为 47.78% (-1.29%)，管材开工率为 31.17% (+0.67%)。目前农膜开工率已由升转降，农膜产销旺季进入尾声。PE 其他下游如包装膜、管材、中空，开工率回升速度较慢，目前均低于往年同期水平。所以 PE 整体需求偏弱，且 4 月往后增量将比较有限。本期总库存环比下降 6.86%。其中上游石化库存环比下降 14%，煤化工库存下降 11%，而贸易商库存环比上升 3%。

【观点】上周 PE 上游价格基本企稳，但成交情况偏弱，中下游拿货意愿不高。伴随农膜旺季的结束，订单减量，工厂以刚需补库为主。并且，近期两套 LLDPE 新装置进入试车阶段，供给进一步增量，形成 PE 供增需减的格局。另外，清明节期间我国出台的关税反制政策或将对 PE 产生一定影响，因为 PE 有 20% 的进口来源于美国。短期来看，进口 PE 价格上升或将带动国内价格跟涨。中长期来看，虽然进口成本的上升可能带来一定的进口缩量，但从平衡表看，就算在不从其他国家补充进口的前提下，PE 下半年依然会是供给过剩的格局。所以 PE 短期以观望为主，中长期偏空的思路不变。

## 苯乙烯：关税扰动，随成本端下跌

【盘面回顾】EB2505 收于 7825 (-19)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6805 (-65)，苯乙烯现货 7975 (-10)，主力基差 150 (+9)

【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 2025 年 4 月 3 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 20.51 万吨，较上一周期减少 1.86 万吨，环比减少 8.21%。

【南华观点】

纯苯：3 月末苯产业链进入检修季，本周苯产业链供需双降，下游中仅有己二酸开工小幅提升，为装置正常波动，其他几大下游均有不同程度降幅，国内生产上看需求减量大于供应减量，供需差缩小。进入 4 月，国内纯苯自身弱现实逐步兑现，进口端 3 月韩国出口至中国的纯苯量再创新高，3 月中国纯苯进口量大概率又是在 50 万吨以上，二季度纯苯进口量预计有所回落但仍将维持高位。供应宽松下，近月纯苯难以去库，基本面持续偏弱。近期纯苯主要跟随原油波动，周四超预期的关税政策出台后节日期间油价大跌，预计下周初纯苯价格重心再次下移。

苯乙烯：本周受大厂停车检修影响苯乙烯开工率下滑。需求端，下游 EPS 开工率上升，PS、ABS 开工下滑。本周 3S 有不同程度去库，PS、ABS 库存持续累库后终于出现了降负荷的动作。3S 综合需求下降，利润有所修复。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，但需要关注下游负反馈情况，PS、ABS 检修或降负带来的实际需求减

量以及终端市场对于关税政策的应对措施。短期苯乙烯自身格局的转强更多兑现在加工差上，单边上还是跟随成本端原油波动，原油坍塌+终端出口减量，情绪堆积，周一盘面预计会有明显的补跌。

## 燃料油：开盘以补跌为主

【盘面回顾】假期期间，新加坡高硫 380 燃料油 05 合约下跌 45 美元/吨，开盘 FU 将补跌为主

【产业表现】供给端：进入 3 月份，俄罗斯高硫出口+84 万吨，伊朗高硫出口-4254 万吨，伊拉克+18 万吨，墨西哥出口+3 万吨，委内瑞拉-8 万吨，供应有所回升；需求端，在船加注市场，新加坡和马来西亚进口增加，加注市场供应充裕；在进料加工方面，3 月份中国-45 万吨，印度-28 万吨，美国+57 万吨，进料需求环比减弱，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，新加坡浮仓库存回升，马来西亚高硫浮仓库存回升，中东浮仓高位盘整

【南华观点】3 月份因俄罗斯、伊拉克、墨西哥等国出口增长，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，印度进口回落，美国回升，整体进料需求依然偏弱，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，新加坡和马来西亚进口回升，新加坡和马来西亚浮仓库存高位回升，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，受国际油品大跌影响，节后开盘以补跌为主

## 低硫燃料油：开盘以补跌为主

【盘面回顾】假期期间新加坡低硫燃料油 5 月份合约，下跌 43 美元/吨，开盘 LU 将补跌为主

【产业表现】供给端：3 月份，科威特供应+36 万吨，阿联酋进口+2 万吨，中东供应+23 万吨，巴西+44 万吨，西北欧市场供应-45 万吨，非洲供应+7 万吨，3 月份出口端有小幅增量；需求端，3 月份中国进口+3 万吨，日韩进口-0.2 万吨，新加坡+60 万吨，马来西亚进口-13.5 万吨，市场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+8 万吨；

【南华观点】3 月份随着科威特和巴西出口增加，低硫供应充裕，在需求端，中国第二批低硫出口配额下放，共计 520 万吨，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，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，假期受国际原油大跌影响，开盘以补跌为主。

## 沥青：开盘补跌为主

【盘面回顾】BU06 报价 3610 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，山东开工率+1.2%至 32.2%，华东-3.5%至 24.3%，中国沥青总的开工率-1%至 25.7%，产量-1.8 万吨至 44.8 万吨。需求端，中国沥青出货量+0.21 万吨至 24.4 万吨，山东出货+1.18 万吨至 10.95 万吨。库存端，山东社会库存+1.2 万吨至 14 万吨和山东炼厂库存-3 万吨为 19.9 万吨，中国社会库存+3.1 万吨至 52.5 万吨，中国企业库存-3.4 万吨至 53.8 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，目短期沥青开工率有小幅回升，在库存方面，沥青库存持续低迷，需求端有小幅提振，受原油价格大幅回落影

响，沥青成本端支撑减弱，沥青开盘以补跌为主

## 尿素：关税来袭，尿素影响较小

【盘面动态】：周五尿素 05 收盘 1894

【现货反馈】：清明假期国内尿素行情稳中部分松动，跌幅 10-40 元/吨，主流区域中小颗粒出厂价格 1850-1910 元/吨附近。工业需求缩减叠加假期效应影响，市场出货阻力明显增加。

【库存】：截至 2025 年 4 月 2 日，中国国内尿素企业库存量 74.42 万吨，环比-11.36 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】：目前我国为尿素净出口国家，进口数量微乎其微，由于 23 年国内尿素淡季高位，尿素出口政策在 24 年收紧，24 年出口总量不足 30 万吨，25 年基本无尿素出口。当前国内尿素出口政策依旧偏紧，短期无出口可能性，此次关税对尿素基本无影响，我们将注意力放在国内供需即可。从时间来看，尿素强预期逐渐被兑现在估值之中，清明节基层需求出现走弱，尿素价格出现回落，主产区价格回落 10-30 不等。本周国内尿素日产预期在 19.5 万吨附近，日产高位运行。需求方面，北方农业暂时出现小阶段空档期，南方水稻虽然处于用肥季节，但跟进相对分散。工业方面，复合肥工厂因原料价格高位，对尿素采购节奏放缓，行业开工也出现小幅下滑迹象。综上，目前来看尿素基本面处在供需格局逐渐转弱的状态之下。

## 玻璃纯碱：市场或随宏观情绪摆动

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2505 合约昨日收于 1381，-0.93%

【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】

4 月整体检修偏少，日产或高位运行，新产能中则有量产预期。随着供应持续高位，从刚需倒推的重碱平衡继续保持过剩。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，光伏成品库存环比显著下滑。纯碱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：

【盘面动态】玻璃 2505 合约节前收于 1198，-2.2%

【基本面信息】

截止到 20250403，全国浮法玻璃样本企业总库存 6575.7 万重箱，环比-125.5 万重箱，环比-1.87%，同比+0.87%。折库存天数 29.5 天，较上期-0.7 天。本周华北地区产销率前低后高，周初出货偏弱，后续在情绪带动下，中下游采购补货意向增强，带动区域整体微幅去库。本周华东市场整体出货较上周有所放缓，库存微幅下降，需求仍偏弱，下游采购节奏减缓，刚需拿货为主，而各企业间产销有差异，库存涨、降各异。华中市场情绪带动叠加价格优势下，周均产销过百，整体库存延续下滑。华南区域除少数企业出货偏弱，库存增加外，部分企业月底冲里叠加有的企业月初授信影响下出货较高，从而带动整体区域库存微幅下

滑。

#### 【南华观点】

短期关税政策或影响市场情绪。其中石油焦进口对美有一定依赖度，理论上将影响成本 110-120 元。季节性看，产销数据在清明前后均表现较好，当前上中游库存均不低，节后归来需验证真实需求的好转程度。从产量库存体现的浮法玻璃 1-3 月表需预计下滑 7%，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，湖北地区虽有涨价但现货仍处于相对低价，继续观察产销以及现货走势。

### 纸浆：关税担忧，价格仍弱

【盘面回顾】截至 4 月 3 日：纸浆期货 SP2505 主力合约收盘下跌 120 元至 5552 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6475 元/吨，河北俄针报 5575 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4650 元/吨。

【核心逻辑】上周四进口木浆现货市场价格呈下行走势，山东、江浙沪地区部分牌号现货市场价格下跌 20-150 元/吨；进口阔叶浆现货市场购销氛围清淡，山东、江浙沪地区现货市场价格松动 20-50 元/吨，进口化机浆现货市场、进口本色浆现货市场供需变动有限，价格区间稳定。美国增加关税使贸易不确定性增加，国内大宗商品价格普遍回落，纸浆期货价格跟随商品环境下跌。市场担忧关税增加后使海外纸浆供给国发运至中国纸浆量增加，从而对纸浆价格形成下行压力，空头情绪释放。短期纸浆对外盘报价上涨不敏感，利空因素价格反馈积极，国内纸浆港口去库缓慢，纸浆价格仍偏弱势。

### 原木：信息速递

【盘面动态】主力合约原木 2507 昨日收盘价 829，0.12%

- 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 13230，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：关税影响

【盘面回顾】节前美方关税使得内盘存在反制预期而表现偏强，节中如预期般反制美国大豆，节后预计情绪偏强。

【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】此次关税加征对大豆和豆粕市场的影响体现为“短期波动、长期趋稳”。尽管中国后续对于美国大豆进口量可能大幅下降，但中国通过多元化进口、国内抛储及产业链调整，有望有效化解供应风险。豆粕价格在政策预期和南美丰产的双向作用下，或将呈现“先扬后抑”的走势，整体对终端消费的影响有限。未来需关注北美天气、中美谈判进展及国内政策落地情况。

【策略观点】M9-1 正套持有。

## 油脂：消息预期压制

【盘面回顾】受特朗普对全球加息导致宏观方面恐慌美国可能产生二次通胀的恐慌情绪，及欧佩克+在此时宣布增产导致原油大幅下跌的连带动影响，植物油脂在衰退预期导致的投机消费减弱及生物柴油全产业链成本上升加剧政府成本的考量，植物油脂整体消费预期明显走弱，价格下行压力加大。

【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：关税扰动加剧

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉大幅回落，盘中一度跌破前低，美国关税政策落地，市场对国际贸易需求呈悲观预期，同时，自 4 月 10 日 12 时 01 分起，中方对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税，中国对美进口商品关税进一步加征的反制措施将导致中国美棉进口成本再度提升，可能加速转向巴西、澳大利亚等替代供应国，美棉价格或受出口萎缩拖累。

【外棉信息】2025 年 2 月，日本服装进口额为 2492.48 亿日元，环比减少 28%，同比减少 6.59%，服装进口量为 6.1 万吨，环比减少 28.79%，同比减少 10.62%。

【郑棉信息】截止到 2025 年 4 月 2 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 678.17 万吨，国内库存处于近五年峰值水平，目前新疆棉区已陆续开启新年度播种工作，北疆和东疆地区因温度偏低，尚未开始大面积播种，截至 2025 年 3 月 31 日，全疆整体播种进度约 1.1%。目前“金三银四”纺织旺季已过半，新增订单量偏少，企业利润欠佳，但下游成品未见明显累库，库存压力不大。美国对中国的进口关税加征将直接抬高中国下游纺织品服装的出口成本，同时对东南亚进口关税的加征也将致使中国纺织品服装转口贸易同样受阻，在全球贸易动荡下，中国纺服外销市场难言乐观。

【南华观点】短期美国关税政策调整，市场对棉纺消费的担忧加重，且棉价上方仍存套保压力，郑棉价格或受需求担忧影响而走弱，同时贸易壁垒可能割裂全球棉花市场，加剧区域价差，但国内下游负反馈未有累积，在低估值下棉价波动空间受限，关注前低附近支撑效果。

## 白糖：外盘连跌两日

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五下跌，连跌两日，受关税冲击。

【现货报价】昨日南宁中间商站台报价 6280 元/吨。昆明中间商报价 6040-6080 元/吨。

【市场信息】1、截至 4 月 2 日，巴西港口待运食糖船只数 36 艘，上周为 38 艘，待运食糖 142.27 万吨，上周为 155.54 万吨。

2、巴西3月出口糖185.33万吨，日均出口9.75万吨，较上年3月全月日均出口减少27%。

3、巴西行业组织Orplana表示：巴西中南部25/26榨季甘蔗产量预计为6.05-6.18亿吨，低于上榨季的6.3-6.4亿吨。

4.2025年1-2月我国累计进口食糖8万吨，同比减少111万吨。我国累计进口糖浆及预混粉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】短期糖价受大宗商品整体影响预计低开，但内盘糖价预计偏强，整体可能呈现低开高走局面。

## 鸡蛋：反弹布空

【期货动态】05收于2976，涨幅0.76%

【现货报价】昨日主产区鸡蛋均价为3.2元/斤；主销区鸡蛋均价为3.3元/斤。

【现货分析】

1.供应端：长期产能增加趋势未变，淘汰日龄依旧在增加，但淘汰量也有所增加；

2.需求端：需求平平

【南华观点】本周小码蛋占比继续上升，说明新增产能开始进入释放阶段，产蛋率进一步上升叠加库存难清，一直期待清明助推消费也会导致出货预期一致，节前布空等待，毕竟蔬菜的消费替代也难支撑蛋价。

## 苹果：预期同步走强

【期货动态】苹果期货节前维持强势，持续受齐鲁源泉交割库暂停影响，且受清明节消费提振，远月则受到下周西北产区可能出现的极端温差影响。

【现货价格】新晚富士栖霞80#一二级片红3.8元/斤，80#一二级条纹4.3元/斤，招远80#统货2.8元/斤，洛川70#以上半商品4.2元/斤，白水70#以上统货3.7元/斤，静宁75#以上统货4.6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，中转库没有积压，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】短期近远月走势可能同步走强。

## 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4车，河北崔尔庄市场到货8车，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3日郑商所红枣期货仓单录得7441张，较上一交易日减少35张。据统计截至4月3日，36家样本点物理库存在10721吨，周环比减少82吨，同比增加46.32%。

【南华观点】短期下游销区供应充足且入库在即，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。