

金融期货早评

人民币汇率：直面冲击

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.3149，较上一交易日下跌 106 个基点，夜盘收报 7.3220。人民币对美元中间价报 7.1980，调贬 91 个基点。

【重要资讯】1) 美联储将在当地时间 4 月 7 日上午 11:30 举行理事会闭门会议，会议主要审查并确定美联储银行所收取的提前和贴现利率。2) 欧元区 2 月零售销售环比升 0.3%，预期升 0.4%，前值降 0.3%。欧元区 4 月 Sentix 投资者信心指数-19.5，预期-10，前值-2.9。3) 外汇局数据显示，截至 3 月末，我国外汇储备规模为 32407 亿美元，较 2 月末上升 134 亿美元，这是外汇储备连续三个月增长。

【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) 非美国国家谈判意愿度；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，预计美元兑人民币即期汇率偏强运行，需继续关注中间价走势。

【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：股市支持信号发出，短期或震荡等待关税最终实施

【市场回顾】昨日股指走势大幅回落，以沪深 300 为例，下跌 7.05%，两市成交额上升至 1.58 万亿左右。期指基差除小盘期指受跌停影响基差上涨外，其余期指基差整体大幅回落，反映昨日市场极度悲观的交易情绪，警惕物极必反。

【重要资讯】1、人民日报发表评论员文章指出，面对美滥施关税的乱拳，我们心中有数、手上有招。未来根据形势需要，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；财政政策已明确要加大支出强度、加快支出进度，财政赤字、专项债、特别国债等视情仍有进一步扩张空间；将以超常规力度提振国内消费，加快落实既定政策，并适时出台一批储备政策；以实实在在的政策措施坚决稳住资本市场，稳定市场信心，相关预案政策将陆续出台。2、受海外关税冲击影响，周一 A 股迎来调整。临近收盘之时，中央汇金发布公告称，坚定看好中国资本市场发展前景，充分认可当前 A 股配置价值，已再次增持了交易型开放式指数基金（ETF），未来将继续增持，坚决维护资本市场平稳运行。

【核心观点】隔夜受关于“对部分国家暂停 90 天的关税”的假新闻影响，美股阶段性冲高，在新闻辟谣后整体仍呈现偏弱运行态势。短期关税影响将延续，不过国内支持股市的利多信息逐步增加，昨日人民日报文章引导降准降息预期升温，并表示政策随时可以出台，短期若政策落地，将对情绪面形成支撑，尤其是在如期指升贴水指标已经出于相对极值的情况下，情绪面对于利好信息较为敏感。除此之外，国家队大举入场支撑，昨日，仅华泰柏瑞沪深 300ETF 一只宽基指数，成交额高达 243.15 亿元，超平时成交近五倍。在利空阶段性快速反映之后，4 月 10 日之前，股市可能会在利多支撑下震荡收复部分失地，但是不确定性仍存下，预计及时反弹，幅度较为有限。短期仍持谨慎观望态度。

【策略建议】观望为主。

国债：利率跳跃下行

【行情回顾】国债期货开盘跳空上行，全天偏强震荡，全线大幅收涨。公开市场逆回购到期 2452 亿，央行新做 935 亿，净回笼 1517 亿。

【重要资讯】：1. 中共中央、国务院印发了《加快建设农业强国规划（2024—2035 年）》。其中提到，拓宽农民增收致富渠道。壮大县域富民产业，推动县域产业加快融入邻近大中城市产业链供应链创新链，引导劳动密集型产业梯次向县域转移。支持涉农高校、企业办好高质量职业技能培训，鼓励开展农民工急需紧缺职业专项培训，健全跨区域就业服务机制，建立区域劳务协作平台，促进农民就业拓岗增收。加强农村宅基地规范管理，允许农户合法拥有的住房通过出租、入股、合作等方式盘活利用。有序推进农村集体经营性建设用地入市改革，健全土地增值收益分配机制。健全城乡居民基本医疗保险筹资机制，推进基本养老保险制度覆盖全体农村居民并适时提高基础养老金标准，健全低保标准制定和动态调整机制。

【核心逻辑】人民日报给出的货币宽松预期进一步抬升了债券市场情绪，而早盘逆回购政策利率持平前值后，受预期落空的影响价格小幅调整，但整体情绪依旧被多头主导。关税政策后，基本面预期、流动性预期、风险偏好以及恐慌情绪多个层面都对债市形成支持，尽管过程不一定一蹴而就，但市场风向已经转变，逢回调可积极入场。短期内，货币政策的落地以及央行态度依旧是利率下行突破的限制，当前的位置前期追高入场套牢者众，加上是前期央行开始收敛流动性的区间底部，利率想要进一步下行或受到一定的阻力。但大趋势下，若外部环境没有明显变动，基本面或倒逼政策出台，债市回归牛市思维。

【投资策略】：降准降息预期再起，多单持有

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：中国反制美国关税，EC 大幅下行

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约低开震荡。截至收盘，EC 各月合约收盘价均有所下降，06、08、10 合约降幅均在 10% 以上。

【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 \$1500，较同期前值上涨 \$100，40GP 总报价为 \$2600，较同期前值上涨 \$200。下周，ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为 \$2191，较同期前值下降 \$100，40GP 总报价为 \$2137，较同期前值下降 \$200。

【重要资讯】：欧盟拟反制美国加征关税 首轮措施锁定超 280 亿美元美国商品。

【南华观点】：昨日 EC 走势基本与我们预期相符——低开震荡。原因有二，一方面，中国对于美国高额关税的反制正式开始，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，与此前美国加征的关税比例相同，对我国出口集运市场的需求面存在一定不利影响，且几乎不存在抢运空间，从中长期来看，也将对欧线需求造成一定的负面影响，在短期更是对于市场情绪有显著利空作用；另一方面，上周末，部分船司 4 月中下旬欧线现舱报价有所下调，部分船司大柜下调幅度超过一千美元！在一定程度上也可以说是现价引领期价下跌。最新一期期货标的小幅下行——SCFIS 欧线结算运价指数报于 1422.42 点，环比下降 3.47%，EC 短期维持震荡偏弱的可能性相对较大，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：延续调整 关注关税政策变化

【行情回顾】周一贵金属价格延续调整，但白银下方买需呈现更强的积极性。国内白银日盘在补跌后一度触及跌停板。周边美指与 10Y 美债收益率走升，原油和比特币低位运行，美股低位震荡，但欧股仍偏弱，南华有色金属指数偏弱运行，盘中因传特朗普正考虑对部分国家暂停征收 90 天关税消息影响，大类资产普遍快速回升，7 分钟后消息被白宫证伪，资产价格重新回落。最终 COMEX 黄金 2506 合约收报 2998.8 美元/盎司，-1.21%；美白银 2505 合约收报于 30.085 美元/盎司，+2.93%。SHFE 黄金 2506 主力合约收报 718.18 元/克，-2.85%；SHFE 白银 2506 合约收 7617 元/千克，-9.03%。

【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 43%，降息 25 个基点的概率为 57%；到 6 月 19 日，维持当前利率不变的概率为 20.4%，累计降息 25 个基点的概率为 49.7%，累计降息 50 个基点的概率为 29.9%；到 7 月 31 日，维持当前利率不变的概率为 0%，累计降息 25 个基点的概率为 18.7%，累计降息 50 个基点的概率为 47.2%，累计降息 75 个基点的概率为 31.6%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓日度减少 6.02 吨至 926.78 吨；iShares 白银 ETF 持仓日增 35.37 吨至 13916.38 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 36.3 吨至 1150.6 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】美联储理事库格勒表示，目前通胀问题更加紧迫；新关税政策将会产生“重要影响”，已经开始看到一些价格上涨的迹象。美联储古尔斯比表示，令人担忧的是，如果关税如宣布的那么高，加上反制关税，可能会导致我们重新面临供应链中断和高通胀的局面。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。重点关注 4 月 9 日美国关税政策执行情况。

【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】沪铜指数在周一跌停，期间，lme 铜价出现较大反复，值得投资者关注。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】铜价在周一的大跌是对清明期间美国关税政策造成外盘异动的补跌，其背后的原因主要包括：1. 此前投资者对于关税税率预期过高造成回调。2. 全球股市受较大冲击，对期市亦造成影响。3. 通胀预期重提。4. 全球经济增速或不及预期。值得注意的是，LME 铜在周一早上开盘的时候，出现了超过 5%的下跌，而后强势反弹，日内波幅接近 8%。造成这样走势的原因大概率来自于海外，不过难以证实，因为全球三大交易所的盘面信息并没有明显异动。有投资者猜测该情况的来源是情绪引发的超跌，而后被迅速纠正。展望未来，铜价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。

铝产业链：关税风波再起

【盘面回顾】夜盘沪铝主力收于 19725 元/吨，环比+0.92%，伦铝收于 2373.5 美元/吨，环比-0.21%。氧化铝主力收于 2798 元/吨，环比+0.83%。

【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 万吨。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：周一相较于上周四铝价大跌的原因主要有：1、清明中国反制措施引发全球衰退恐慌 2、股市与外盘铝价带动 3、通胀预期重提 4、全球经济增速不及预期，考虑到关税政策带来的恐慌情绪仍需时间消化和部分国家反制政策尚未确定，推荐短期铝持观望态度，中长期仍看好。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：关税影响下沪镍跌幅超预期，基本面改动有限

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 118640 元/吨，下跌 7.51%。不锈钢主力合约日盘收于 12910 元/吨，下跌 3.87%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 124050 元/吨，升水为 2900 元/吨。SMM 电解镍为 122600 元/吨。进口镍均价调整至 121350 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28360 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 8209.09 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 1%。8-12%高镍生铁出厂价为 1022 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-2.31%。纯镍上期所库存为 33256 吨，LME 镍库

存为 200400 吨。SMM 不锈钢社会库存累库至 983500 吨。国内主要地区镍生铁库存为 20483 吨。

【市场分析】

日内沪镍开盘跌停，随后向上调整至 12.1 万左右，后续又向下回落，沪镍跌幅超预期。基本上镍矿支撑延续，高品位镍矿流通量相对稀缺，恢复时机未到。镍铁报价有所回落，三月镍铁产量稳定，供需短期无明显波动，不锈钢受关税影响下降相对有限，现货端报价稳定，挺价情绪浓厚，可关注基差套利机会。硫酸镍方面价格依旧坚挺，MHP 流通紧缺情况下，下行空间有限，但是由于纯镍价格下跌严重，一级镍溶解生产硫酸镍成为可能。宏观层面关税大棒落下，市场恐慌性成交激增，外盘下跌态势不减，短期建议观望为主，等待轻仓抄底时机。

锡：美国关税政策拉低锡价

【盘面回顾】沪锡指数在周一大幅回落，符合预期。

【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】锡价在周一的大跌是对清明期间美国关税政策造成外盘异动的补跌，其背后的原因主要包括：1. 实际关税税率和此前投资者的预期存在偏差。2. 全球股市受较大冲击，对期市亦造成影响。3. 通胀预期重提。4. 全球经济增速或不及预期。展望未来，锡价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。

碳酸锂：宏观雪上加霜

【期货动态】LC2505 合约收于 71060 元/吨，日环比-2.87%

【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：锂盐价格下调，贸易商整体报价混乱，市场观望心态浓厚，下游逢低采买，总体采买量有限，市场暂无利好消息影响。

锂矿：受盘面及宏观情绪影响，锂矿价格跌幅较大。日内并无大规模成交出现，持货商对当前低价认同度有限，出货意愿不高。市场上以观望为主，CIF6 中国锂辉石精矿报 820-835 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 750-820 元/吨度。

工业硅：情绪大于基本面

【期货动态】SI2505 合约收于 9550/吨，日环比-2.75%

【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】工业硅现货市场价格弱稳运行，市场询单有所好转。供应端大厂落实减产，整体供应减少。需求端下游压价情绪仍在，下游新订单较少，期现商出货意愿积极，点价少有成交，下游需求依旧疲软。目前华东通氧 553#硅在 10100-10300 元/吨，华东 421#硅在 10800-11200 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：关税博弈

【行情回顾】昨日盘跳空低开，夜盘略有反弹

【信息整理】1. 4 月 7 日焦炭市场价格偏强运行，多地焦企发函对焦炭价格进行第一轮提涨，湿熄焦上调 50 元/吨、干熄焦上调 55 元/吨，自 4 月 9 日 0 时起执行，主流钢厂暂无回应。

2. 中央汇金、中国诚通、中国国新 7 日发布公告称出手增持中国股票资产，坚决维护资本市场平稳运行，并表示坚决当好长期资本、耐心资本、战略资本。

3. 根据 Mysteel 螺纹钢、线材产线调研数据显示，建筑钢材钢厂仍处于复产进程中。上周有 10 个省份的钢厂涉及检修和复产，其中新增复产产线 10 条、下降 5 条，新增检修产线 2 条、下降 6 条。按照轧机产量测算，因检修&复产导致产量减少 20.68 万吨，预计本周检修&复产将导致产量减少 14.27 万吨，影响量继续下降。

4. 特朗普：不会暂停对等关税措施，拒绝欧盟提议的互免关税政策

【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，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，单边上仍建议反弹偏空操作，特别是螺纹 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：风控第一

【盘面信息】商品跌幅较大，大量商品跌停。铁矿石 09 合约减仓低开，后反弹，尾盘再次收弱。铁矿石波动率大幅回升，平值 IV 维持在 29%附近。

【信息整理】1. 欧盟国家将在未来几天针对美国总统特朗普的关税措施寻求统一战线，可能会批准对从牙线到钻石等多达 280 亿美元的美国进口商品采取第一套有针对性的反制措施。此举意味着欧盟将加入中国和加拿大的行列，对美国征收报复性关税，从而使一些人担心的全球贸易战提前升级，使数十亿消费者的商品更加昂贵，并使全球经济陷入衰退。

欧盟执委会将于周一早些时候向成员国提出一份美国产品清单，针对特朗普的钢铝关税征收额外关税，而不是更广泛的对等征税。该清单将包括美国肉类、谷物、葡萄酒、木材和服装，以及口香糖、牙线、吸尘器和卫生纸。2. 据越南工贸部 4 月 1 日发布的声明，自 4 月 16 日起，越南将对原产于中国和韩国的部分镀锌钢产品征收临时反倾销税，措施为期 120 天，最高税率可达 37.13%。其中，中国部分钢厂产品将被征收最高 37.13% 的关税，但个别企业如博兴恒瑞新材料、焯辉科技材料将被豁免。韩国方面，现代制铁适用 13.7% 的税率，其他多数钢厂为 15.67%，浦项制铁、KG 东部制铁和东国涂镀钢则获得豁免。

【南华观点】贸易战往升级的方向运行，市场风险尚未出清。中国的刺激政策可能更多往消费方向倾斜，对黑色需求支撑难言乐观。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，需求难以支撑高铁水，空单持有套保。目前需要考虑的是风险最小化而不是收益最大化，抄底需谨慎。

焦煤焦炭：焦炭开启一轮提涨

【盘面回顾】周一双焦盘面跳空低开，随后震荡回升

【信息整理】

1. 汇金公司、中国国新、中国诚通增持 ETF 和相关股票，坚定看好中国资本市场发展前景。
2. 特朗普：不会暂停对等关税措施，拒绝欧盟提议的互免关税政策。
3. “推迟关税 90 天”消息致市场巨震，白宫后续辟谣。
4. 4 月 7 日焦炭市场价格偏强运行，多地焦企发函对焦炭价格进行第一轮提涨，湿熄焦上调 50 元/吨、干熄焦上调 55 元/吨，自 4 月 9 日 0 时起执行，主流钢厂暂无回应。

【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：谨慎操作

【盘面回顾】昨日受市场情绪影响，铁合金低开随后向上部分收复。现货市场内蒙古硅铁市场价 5760 元/吨(-60)，内蒙古硅铁生产成本 5749 元/吨(-6)，内蒙古硅锰市场价 5800 元/吨(-80)，内蒙古硅锰成本 6003.49 元/吨(-3.63)，天津港南非高铁锰矿 31.8 元/干吨度(-0.20)，硅铁仓单持平，硅锰仓单持平

【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】昨日市场已部分消化情绪影响，铁合金存在向上修复的可能性，但铁合金自身供强需弱的格局并未改变，建议逢高做空。

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

能化早评

原油：油价连续三天大跌

【原油收盘】截至4月7日收盘，WTI原油期货2505收跌1.29美元，跌幅2.08%，报60.70美元/桶。ICE布伦特原油期货2506收跌1.37美元，跌幅2.09%，报64.21美元/桶。中国INE原油期货主力合约2505跌38.5至510.1元/桶，夜盘跌32.7至477.4元/桶。

【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】周一TA05收于4550（-252），5-9月差收于-16（+2）。PX05收于6392（-400），5-9月差收于-58（+20）。

【PTA观点】4月供应端多套装置检修计划，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，PTA 预计跟随成本端继续承压。

【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，PX 跟随成本继续承压。

MEG-瓶片：随成本端走弱，聚酯减产计划或加速

【盘面动态】周一 EG05 收于 4210 (-229)，本周 05 基差+60 (+5)，5-9 月差收于-59 (+9)。PRO5 收于 5670 (-342)，05 盘面加工费收于 382 (-51)。

【库存】华东港口库至 80 万吨，环比上期增加 1.5 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 价格受关税政策影响随成本端破位下行。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，近期到港计划较多，港口发货不佳，周一港口显性库存累库 1.5 万吨。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】：周一甲醇 05 收于 2396

【现货反馈】：周一远期部分单边出货，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。

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 7197 (-151)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7220 元/吨 (-40)，华东现货价格为 7300 元/吨 (-70)，华南现货价格为 7300 元/吨 (-50)。

【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使 PDH 装置被迫停车或降幅，PP 供给预计缩量，支撑其价格上行。所以，目前 PP 自身偏多看。

PE：短期以观望为主

【盘面动态】塑料 2505 盘面收于 7320 (-370)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7500 元/吨 (-200)，华东现货价格为 7620 元/吨 (-180)，华南现货价格为 7750 元/吨 (-200)。

【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】从 PE 基本面看，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。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：节后开盘跌停

【盘面回顾】EB2505 收于 7374 (-451)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6005 (-800)，苯乙烯现货 7165 (-810)，主力基差-209 (-359)

【库存情况】截至 4 月 3 日，石油苯开工率 74.6%，环比-1.7%；加氢苯开工率 56.7%，环比-1.6%。据评估，2025 年 3 月韩国出口纯苯总计 31.48 万吨，其中出口至中国 29.02 万吨。截至 2025 年 4 月 07 日，江苏苯乙烯港口库存 11.9 万吨，较上周期去库 2.76 万吨，幅度-18.83%；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，上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，上周四超预期的关税政策出台后节日期间油价大跌，周初现货市场纯苯价格大幅下跌。贸易商出货积极，买气后撤。

苯乙烯：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+终端出口减量预期，情绪堆积，周一开盘主力合约以及远月合约基本全部跌停。现货价格亦大幅下跌，午后持货商出货积极，一口价走弱较为明显，市场整体成交一般。纯苯苯乙烯价差走缩。

燃料油：受原油拖累依旧疲软

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，FU05 报价 2975 元/吨升水新加坡 5.5 美元/吨

【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

低硫燃料油：受原油拖累依旧疲软

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，LU06 报价 3400 元/吨，升水新加坡 06 合约 0.5 美元/吨，

【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。

沥青：受原油拖累下跌

【盘面回顾】BU06 报价 3343 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3350 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】：周一尿素 05 收盘 1864

【现货】：周一国内尿素行情继续弱势下滑，跌幅 20-50 元/吨，主流区域中小颗粒出厂价格 1810-1910 元/吨附近。工业需求缩减，现货高价抵触，期货情绪偏弱。短线国内尿素行情继续偏弱下行。

【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：产销维持，观察持续性

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2505 合约昨日收于 1358，-1.67%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 170.20 万吨，环比上周四+0.06 万吨；其中，轻碱库存 85.81 万吨，环比上周四+0.37 万吨；重碱库存 84.39 万吨，环比上周四-0.31 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 合约昨日收于 1180，-1.5%

【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】

短期宏观影响市场情绪。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，临近交割，关注湖北地区涨价持续性以及产销情况。

纸浆：跟随偏弱环境

【盘面回顾】截至 4 月 7 日：纸浆期货 SP2505 主力合约收盘下跌 192 元至 5360 元/吨。夜盘上涨 100 元至 5460 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6450 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】昨日纸浆期货 05 主力合约价格低开下行，持仓量减少，以多头减仓占优。技术上看，日 K 线大幅低开，上影线相对较长，均线系统向下倾斜，价格重心下移。昨日进口木浆现货市场价格小幅下滑，山东、江浙沪部分牌号现货价格下跌 20-80 元/吨；进口阔叶浆现货市场观望情绪浓郁，山东、江浙沪地区零星牌号现货市场价格松动 50 元/吨。昨日纸浆期货价格大幅下跌主要受美国增加关税的事件影响，全球市场对经济有所担忧，股市及大众商品普遍下跌，纸浆期货价格受环境影响。从此次增加关税对纸浆品种供需基本面来看，利空影响主要体现在出口需求减弱，供应端影响相对较小，结合当前纸浆基本面偏弱去驱动，预计价格短期承压。

原木：信息速递

【盘面动态】主力合约原木 2507 昨日收盘价 818.5，-1.27%

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

油料：关税影响

【盘面回顾】关税扰动下内外盘走势出现差异。

【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力时间节点，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，豆粕菜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：转弱运行

【盘面回顾】近期由于关税政策影响，国际宏观形势变化莫测，植物油脂跟随回落后弱势徘徊。

【供需分析】棕榈油：国内棕榈油盘面进口倒挂维持，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】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改善可能。而中长期来看，由于棕榈油格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：关注政策变化

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨超 4%，买盘逢低入场支撑。隔夜郑棉上涨超 0.5%。

【外棉信息】2 月澳大利亚棉花出口量约为 4.1 万吨，环比增加 11%，同比基本持平，其中至孟加拉的棉花出口量约占 27%，其次印尼约占 19%，中国约占 16%。

【郑棉信息】截止到 2025 年 4 月 6 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 678.46 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】随着美国关税政策调整，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，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 13000 附近支撑效果。

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周一继续下跌，因投资者担心衰退风险。

【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 6010-6140 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 4 月第一周出口糖 23.66 万吨，日均出口 5.91 万吨，较上年 3 月全月日均出口减少 31%。

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】短期糖价受大类资产整体下跌影响，预计近期表现承压，以低吸操作为主。

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：维持偏强走势

【期货动态】苹果期货昨日保持震荡，持续受齐鲁源泉交割库暂停影响，且受清明节消费提振，受大类资产波动影响较小。

【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，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】短期苹果价格维持偏强走势。

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 8 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 7 日郑商所红枣期货仓单录得 7553 张，较上一交易日增加 112 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。