

金融期货早评

人民币汇率：市场提前计价，离岸走上 7.40

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.3368，较上一交易日下跌 219 个基点，夜盘收报 7.3390。人民币对美元中间价报 7.2038，调贬 58 个基点。

【重要资讯】美国 3 月 NFIB 小型企业信心指数 97.4，预期 99，前值 100.7。

【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：国内积极稳市场，但外部变局横生

【市场回顾】昨日股指走势有所反弹，以沪深 300 为例，上涨 1.71%，两市成交额上升至 1.62 万亿左右。除了小盘期指基差补跌外，期指基差整体有所回升，主要受昨日稳市场政策拉升股指走势影响。

【重要资讯】1、中央汇金称将持续加大增持 ETF 规模和力度，并首次提出类“平准基金”定位。央行同步宣布，将通过再贷款向汇金提供充足资金支持。同时，金融监管总局上调保险公司权益投资比例，加大对资本市场和实体经济的支持力度。国务院国资委亦表态称，将全力支持推动中央企业及其控股上市公司主动作为，不断加大增持回购力度。另据全国社会保障基金理事会消息，全国社会保障基金理事会近日已主动增持国内股票，近期将继续增持。2、4 月 7 日-8 日，资本市场迎来回购增持潮。超百家上市公司密集发布回购、重要股东增持公告，提振市场信心。3、国家金融监管总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，优化险资投资比例。富国基金测算显示，保险行业 2024 年资金运用余额为 33.26 万亿，预计若用足权益资产比例上限可带来 1.66 万亿增量入市资金。4、4 月 8 日美国白宫发言人宣布，美国将对所有从中国进口的商品征收 104% 的关税，从美国当地时间 4 月 9 日凌晨 12 时 01 分生效。

【核心观点】隔夜受美国对华输美商品征收关税上升至 104% 影响，美股先涨后跌，中概股收盘跌幅较大，纳斯达克中国金龙指数跌幅达 5.05%。近日政策面稳市场意味浓厚，类平准基金的推出明显提振市场情绪，多方资金入场，同时资本市场迎来回购增持潮，提振市场信心。但是短期来看，资金面的支持，面对风险偏好的沉重打击，市场交易积极性预计仍面临回落风险，地缘政治风险再度升级，且临近关税正式实施，对于美国的再度上调关税，国内是否会进行加码反制等仍待跟踪，不确定性下，尽管存在救市资金，股市面临的压力不小。我们继续维持谨慎观望的态度。

【策略建议】买入深虚认沽期权。

集运：特朗普威胁继续加征关税，盘面情绪偏弱

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格走势先偏震荡，后大幅回落，EC2508 和 2602 合约跌幅均超 11%！

【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。

【重要资讯】：美国最新一轮加征“对等关税”，深度影响航运市场，船公司正通过运力调整等手段，寻求应对之策。全球运力排名第一的集装箱航运企业地中海航运（MSC），日前宣布将取消以下航次：第 14 周：CHINOOK 航线 UK514A 航次；第 17 周：PEARL 航线 GQ517N 航次、ORIENT 航线 GO517N 航次、AMERICA 航线 GU517W 航次、LONE STAR 航线 GN517E 航次；第 18 周：EMPIRE 航线 GE518E 航次。此外，根据行业咨询机构德路里的最新数据统计，4 月 7 日至 5 月 11 日期间，全球主要东西向航线——包括跨太平洋、跨大西洋及亚洲-北欧和地中海航线，已公布取消 57 个航次，占 718 个计划航次的 8%。在取消的航次中，约 53%在跨太平洋东向航线，23%在亚洲-北欧和地中海航线，24%在跨大西洋西向航线。

【南华观点】：美东时间 4 月 7 日，特朗普威胁，如中方不取消 34%对等关税，将对中国加征 50%额外关税，再度加深盘面空头情绪，使得部分多头平仓。关税战若不断升级，必然不利于整体外贸环境，从中长期来看，也将对欧线需求造成一定的负面影响。短期来看，中美高额关税给市场情绪带来的利空影响还有继续存在的可能，但也需谨防短线期价至低位回升的可能。市场情绪，乃至期价是否能真正提振，还要看市场货量能否随传统季节性显著回升，支撑运价与期价走势。后续除关税问题外，可继续关注船公司动作，如是否加大空班、停航力度，调整现舱报价，或是否会因中美关税问题对欧美航线的船舶做出显著调整，进而从供应角度影响运价走向。

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（20021065）、王映（20016367）、周骥（20017101）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：内强外弱

【行情回顾】周一贵金属市场呈现内强外弱格局，尽管中美贸易冲突升级抑制美元计价贵金属价格，但汇率端人民币贬值仍支撑国内贵金属表现。周边美指承压，10Y 美债收益率走升，原油和比特币偏弱运行，美股承压欧股上涨，南华有色金属指数亦弱势调整。最终 COMEX 黄金 2506 合约收报 2998.3 美元/盎司，+0.83%；美白银 2505 合约收报于 29.75 美元/盎司，+0.49%。SHFE 黄金 2506 主力合约收报 719.22 元/克，+0.37%；SHFE 白银 2506 合约收 7683 元/千克，+0.26%。

【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 45.2%，降息 25 个基点的概率为 54.8%；到 6 月 19 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 51%，累计降息 50 个基点的概率为 45.9%；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0%，累计降息50个基点的概率为42.4%，累计降息75个基点的概率为46.7%。长线基金看，SPDR黄金ETF持仓日度减少0.86吨至925.92吨；iShares白银ETF持仓日增21.22吨至13937.6吨。库存方面，SHFE银库存日减45.8吨至1104.8吨；截止3月28日当周的SGX白银库存周增37.2吨至1768.4吨。

【本周关注】美联储戴利表示，美联储政策处于非常良好的状态，具备适度限制性。我们在政策上可以慢慢来，谨慎行事。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，建议投资者轻仓谨慎持有或观望为宜，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】沪铜指数在周二继续在地位徘徊，报收在7.32万元每吨附近，上海有色现货升水120元每吨。

【产业表现】2025年第一季度，I期、II期和III期选厂破纪录共处理372万吨矿石，并于3月底创下单日处理5.2万吨矿石的新纪录。第一季度的表现强劲，主要由于本季度初期实施举措，向III期选厂持续供应较高品位的矿石。卡莫阿-卡库拉I期、II期和III期选厂3月份平均单日生产1509吨铜，相当于年化55万吨铜的产能。在I期和II期选厂完成维护保养后，3月份最后14天的平均单日产铜量增加至1732吨，相当于年化63万多吨铜的产能，大幅高于2025年生产指导目标范围。

【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19520元/吨，环比-1.11%，伦铝收于2337美元/吨，环比-1.16%。氧化铝主力收于2743元/吨，环比-1.19%。

【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：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、需求受到影响 3、股市与外盘铝价带动 4、通胀预期重提 5、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：宏观情绪仍大于基本面

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 119280 元/吨，下跌 0.01%。不锈钢主力合约日盘收于 12775 元/吨，下跌 1.2%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123300 元/吨，升水为 3500 元/吨。SMM 电解镍为 121750 元/吨。进口镍均价调整至 120050 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28360 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 9559.9 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 2.1%。8-12%高镍生铁出厂价为 1019 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-4.06%。纯镍上期所库存为 33256 吨，LME 镍库存为 202308 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】

日内沪镍底部震荡。基本上镍铁报价有所下跌，产量企稳情况下成交金额受镍价影响下行，由于镍铁成本支撑有所松动，不锈钢盘面价格同步下跌。但是不锈钢现货端报价相对偏高，挺价情绪不减，中下游博弈延续。硫酸镍方面价格坚挺，MHP 流通紧缺情况下，下行空间有限。目前仍然处于关税余波状态，外盘有止跌趋势，但是中美之间贸易博弈仍然左右着市场情绪。无进一步政策的状态下市场或有小幅回调。

锡：美国关税政策拉低锡价

【盘面回顾】沪锡指数在二继续下挫，报收在 26.6 万元每吨附近。

【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 702800 元/吨，日环比-1.1%

【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：锂盐价格下调幅度较大。盘面依旧弱势运行，贸易商报价基差坚挺有小幅走强，市场维持观望心态，下游逢低采购，成交重心有小幅下探，市场暂无利好消息影响。

锂矿：锂矿价格延续小幅走跌。上下游主动交易意愿不强，询报盘都较为谨慎，以观望为主。CIF6 中国锂辉石精矿报 815-835 美元/吨；国内现货锂辉石品位 3.0-3.5%报 790-840 元/吨度，品位 5.0-5.5%报 1050-1070 元/吨度；锂云母品位 2.0-2.5%报 730-800 元/吨度。

工业硅：宏观情绪不佳

【期货动态】SI2505 合约收于 9550/吨，日环比-0.00%

【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。关注丰水期西南产区开工情况。

【产业表现】工业硅期现价格双跌，市场成交不足，期现挂单价格难以把握。市场供应端来看，北方产区减产已成定局，南方产区当前行情下开工意愿不强，仅部分企业存开炉计划，企业多观望当前行情及下游订单情况，暂无市场所传大面积复产意愿。近日下游粉单招标略有增多，但价格下压明显，粉厂多承压采购，当前形势下硅价难有起色。

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：关注国内宏观政策动向

【行情回顾】增仓下行

【信息整理】1. 外交部、商务部回应美方威胁升级对华关税指出，中方对此坚决反对。外交部强调，如果美方执意打关税战、贸易战，中方必将奉陪到底。商务部表示，如果美方升级关税措施落地，中方将坚决采取反制措施维护自身权益。

2. 国务院国资委强调，中央企业必须把科技创新摆在更加突出位置，要充分利用“两重”“两新”支持政策，加快淘汰落后产能和落后设备。

3. 特朗普：与韩国代总统进行了愉快的通话，其他国家都希望与美国达成协议。美贸易代表：总统不会接受华尔街主导经济的局面，关税没有“例外和豁免”，没有谈判时间表。

【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。另外，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，市场担心后续面临负反馈的压力，这是近期盘面下跌较为顺畅的原因。不过需注意的是一方面期货下跌过程中基差在扩大，螺纹盘面 10 价格已打至华东高炉成本与谷电成本下方，进一步下压需原料端进一步让利；另一方面，外需受冲击下，国内宏观政策有望发力。综合来看，单边空单建议短期减仓止盈，套利上做缩 10 卷螺差已打至目标位置 100 左右，建议止盈，05-10 螺纹反套仍可继续持有。

铁矿石：减产预期再起

【盘面信息】09 合约快速增仓下坠，跌破 700 人民币整数关口成交量和持仓量大幅放大。波动率上升。

【信息整理】1. 市场关于粗钢减产的预期再起；2. 欧盟委员会主席冯德莱恩在与中国总理李强的通话中强调，欧洲和中国有责任支持一个强大的改革贸易体系；3. 商务部新闻发言人就美方威胁升级对华关税发表谈话。中方注意到，美东时间 4 月 7 日，美方威胁进一步对华加征 50% 关税，中方对此坚决反对。如果美方升级关税措施落地，中方将坚决采取反制措施维护自身权益。

【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，此外粗钢减产的必要性也在上升。操作上空单持有套保。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：焦煤期现背离，基差快速走强

【盘面回顾】周二双焦早盘震荡运行，午后迅速下探，jm05 跌 4.68%，j05 跌 4.08%

【信息整理】

1. 保险资金第二批私募证券投资基金长期股票投资试点正在加快落地。
2. 上交所召开证券经营机构座谈会：坚定看好中国资本市场发展前景。
3. 外交部回应美方威胁升级对华关税：如果美方执意打关税战、贸易战，中方必将奉陪到底。
4. 美国对等关税将于北京时间 9 日中午 12 点生效，加拿大对美征收的 25% 汽车关税亦生效。
5. 美媒：特朗普周一承诺，将首次提出 1 万亿美元的国防预算提案，创下最高纪录。
6. 美国特朗普政府又将在周二推出一项“开历史倒车”的政策：通过行政命令扩大煤炭在美国的开采和使用，并声称此举是为了向 AI 数据中心提供电力。

【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：减产

【盘面回顾】昨日市场传硅铁厂较大范围减产消息，硅铁盘面反弹，硅铁主力上涨 1.21% 收 5866；硅锰偏弱，下跌 0.57% 收 5962。

【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】铁合金减产趋势以维持 2-3 周时间，减产趋势以在市场预期之中，但铁合金高供应和高库存格局仍未改变，以及整个黑色系的下跌，仍建议反弹逢高做空。

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：连续四个交易日下跌

【原油收盘】截至 4 月 8 日收盘，WTI 原油期货 2505 收跌 1.12 美元，跌幅 1.84%，报 59.58 美元/桶。ICE 布伦特原油期货 2506 收跌 1.39 美元，跌幅 2.16%，报 62.82 美元/桶。中国 INE 原油期货主力合约 2505 跌 28.4 至 481.7 元/桶，夜盘跌 14.1 至 467.6 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，美国至 4 月 4 日当周 API 原油库存 -105.7 万桶，汽油库存+20.7 万桶，取暖油库存-27.7 万桶；二是，4 月 8 日讯，美国能源部长赖特周二表示，如果伊朗不能与特朗普就其核项目达成协议，伊朗将面临更严厉的制裁。赖特在接受采访时说：“因此，我绝对预计会对伊朗实施非常严厉的制裁，希望能迫使他们放弃核项目。三是，特朗普表示，他眼下没有暂停关税政策的考虑，许多经济体的领导人正寻求与其谈判。白宫否认计划在 6 月特朗普生日当天在华盛顿举行阅兵仪式的报道。四是，据 Politico，

特朗普周一晚间表示，欧盟将不得不承诺购买 3500 亿美元的美国能源，才能从全面关税中获得喘息的机会，他驳回了布鲁塞尔提出的对汽车和工业产品征收“零对零”关税的提议。

五是，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。

【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

【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

【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】：周二甲醇 05 收于 2386

【现货反馈】：周二远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 05+90

【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 7200 (+3)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7230 元/吨 (+10)，华东现货价格为 7300 元/吨 (0)，华南现货价格为 7300 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 7326 (+6)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7490 元/吨 (-10)，华东现货价格为 7600 元/吨 (-20)，华南现货价格为 7720 元/吨 (-30)。

【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，我国出台的关税反制政策或将短期对 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。

PVC:关税压制，PVC 出口或承压

供应：本周由于液氯价格明显回落，但是烧碱现货压力持续增大，价格仍在走弱，同时电石持续受到限电干扰，导致表现持续偏强，PVC 氯碱一体化总体利润持续压缩，电石法受制于利润压力，4-5 月目前已经看到了不少计划检修，乙烯法前期的检修逐步结束，开工率逐步提升，乙烯下跌后利润有修复。目前预期 4 月的产量将在 190-195 万吨之间。

需求：目前看 1-3 月表需比较一般，基本没什么增速，目前的去库更多是靠出口在发力。

出口：本周的核心在于美国对全球的关税制裁，由于东南亚也是美国关税的重灾区，又是中国中低端制造业转移的重要区域，PVC 粉对于东南亚的高出口可能会面临较大压力，本周的出口成交数据已经出现明显下滑。

库存：本周去库延续，华东大约去库 2 万吨+，厂库库存小幅积累，待发走平，暂时产业矛盾没有激化。

价格（基差）：价格偏弱，基差比较平稳，无风险格局下，期现持货意愿较高。

策略观点：节后市场交易核心自然是特朗普对全球加征的关税，消息发布之后国内外风险资产大跌，并逐步形成较强的衰退预期，清明假期原油大幅下跌超过 11%，PVC 作为盐化工相对成本比较踏实，同时由于烧碱的走弱，成本端可以下跌的空间已经比较小。但是供需端或面临较大幅度的转弱，根据我们的测算，今年 1-3 月的出口累计增速接近 50%，是今年 PVC 去库的主要动力，其中东南亚是主要贡献地区。但是美国对东南亚国家的加税会使得东南亚的中低端制造业明显承压，后期势必影响中国几大塑料对东南亚的出口反馈，导致平衡表相对预期走弱，同时衰退的氛围也会明显影响盘面，因此我们修正 PVC05 合约难以跌破 5000 的观点，将 05 合约底部下调至 4800。

苯乙烯：现货反弹

【盘面回顾】EB2505 收于 7205 (-169)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6140 (+135)，苯乙烯现货 7395 (+230)，主力基差 190 (+399)

【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，昨日现货市场价格反弹，资管价差买盘积极，月间价差缩小。换月商谈活跃。

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 检修或降负荷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，盘面依然偏弱运行。现货价格反弹，基差修复，但买货氛围依旧一般。纯苯苯乙烯价差走扩。

燃料油：受原油拖累继续下跌

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，FU05 报价 2962 元/吨升水新加坡 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：受原油拖累继续下跌

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，LU06 报价 3393 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：跟随原油，成本继续下移

【盘面回顾】BU06 收于 3321 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3525 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，沥青价格继续下移。

玻璃纯碱：市场情绪稍弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2505 合约昨日收于 1324，-2.5%

【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，压力明显。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 1190，0.85%

【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。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：发运增加

【盘面回顾】截至4月8日：纸浆期货 SP2505 主力合约收盘上涨 82 元至 5442 元/吨。夜盘下跌 48 元至 5394 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 4600 元/吨。

【核心逻辑】昨日纸浆期货 05 主力合约价格震荡走势，持仓量减少，以空头减仓占优。技术上看，日 K 线收阳线实体，小级别布林带上下沿收窄，价格重心平移。昨日进口木浆现货价格整体呈下跌走势，纸厂采买原料积极性不强，山东、江浙沪地区部分牌号现货价格松动 20-100 元/吨；进口阔叶浆现货市场成交延续刚需，部分牌号现货市场价格松动 30-150 元/吨。短期宏观情绪影响价格波动增加，纸浆品种跟随环境波动。据当地外贸系统显示，今年 3 月巴西、乌拉圭及智利发运至中国阔叶浆量大幅增加，预计 4-5 月国内纸浆进口量增加。本周国内纸浆港口库存与上周变化不大，整体库存量处相对高位，预计价格短期承压。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）、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：反弹做空

【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：关税预期加剧

【盘面回顾】豆粕远月在注入关税预期后表现比近月偏强。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，对美豆加征 47% 关税后基本断绝远月商业买船，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；但关税公布后巴西报价不断回升，榨利由于内盘同步回升而表现偏稳。到港方面看，供应压力 4 月大豆到港 850

万吨，5月1150万吨，6月1050万吨。

对于国内豆粕，港口与油厂大豆库存低位企稳，部分区域大豆逐渐到港，豆粕库存由于开机偏低叠加4月下游开始备货而表现回落；从需求端来看同样，养殖端利润与育肥动力不及一季度，且前期由于现货偏紧的现实被过度交易，叠加后续供应端不缺货的预期，当前下游饲料厂基本处于执行前期合同状态，对于后续采购保持随用随买的心态，物理库存预计继续将处于区间底部，同时合同库存维持一周左右水平。

菜粕端来看，豆菜粕现货价差来看，菜粕由于加菜粕进口盘面标品减少，使得豆菜粕期货盘面价差偏小，而现货端替代逻辑下仅靠菜粕刚需难以支撑豆菜粕价差长时间小于700以下，故认为即使在后续水产旺季到来之际，也难使得豆菜粕现货价差进一步走缩。而对于盘面豆菜粕价差来看，其能否回归跟随现货价差变动核心在于中加关系。

【后市展望】对应至国内进口大豆，在二季度国内进口大豆总量同比往年充裕的背景下，预计难以存在更多变量支撑现货价格。而进入二季度后，期货主力合约的换月预示着盘面计价逻辑的转变。豆粕09期货合约一方面存在巴西升贴水抬升后的成本支撑，另一方面叠加6月底种植面积和7、8月美豆天气市炒作升水预期，将使得豆粕基差以期货较现货走势偏强的趋势下走缩。而更远月01由于巴西新作继续增产压制，将较09表现偏弱，故认为本年度M9-1继续走正套结构。

【策略观点】M9-1正套持有。

油脂：关税纷争再度来袭

【盘面回顾】隔夜特朗普政府再次宣布额外对中国加50%威胁性关税，令市场进一步恐慌，植物油脂受宏观压力十分显著。

【供需分析】棕榈油：国内进口利润持续疲弱抑制买船，供给当前维持疲弱状态，港口库存同样维持低位。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。但后续随着预期产区增产，供给增加下价格下跌预期提供远月增量供给。

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】后续随着棕榈油格供需格局逐渐向宽松预期转变，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。而贸易冲突影响下，全球经济增速的被迫放缓可能导致总需求同样放缓进一步压制植物油消费和价格水平。

【南华观点】棕榈油关注远月做空机会，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)期棉下跌超0.5%，整体震荡运行。隔夜郑棉下跌近3%。

【外棉信息】据美国农业部统计，至4月6日全美棉花播种进度4%，同比落后1个百分点，较近五年均值落后2个百分点，处于近年较慢水平，其中得州播种进度6%，同比落后2个

百分点，较近五年平均进度落后 4 个百分点。

【郑棉信息】截止到 2025 年 4 月 7 日，2024 棉花年度全国棉花公证检验重量 678.46 万吨，截至 3 月底，我国棉花工商业库存共 579.89 万吨，环比减少 64.72 万吨，同比增加 5.08 万吨。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，关注中美关税政策变化情况。

白糖：短期承压

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二原糖继续下跌，因受累于需求前景改善。

【现货报价】昨日南宁中间商站台报价 6200 元/吨。昆明中间商报价 5980-6100 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。

苹果：保持偏强

【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】新疆新赛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 9 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 8 日郑商所红枣期货仓单录得 7600 张，较上一交易日增加 47 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。