

## 金融期货早评

### 人民币汇率：关税冲击后关注结构性机会

【行情回顾】上周五，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.3245，较上一交易日上涨 184 个基点，周累计调贬 202 个基点。人民币对美元中间价报 7.2087，调升 5 个基点，周累计调贬 198 个基点。在岸人民币对美元夜盘收报 7.2926。

【重要资讯】1) 美联储威廉姆斯表示，美联储政策已为未来发展做好准备；经济受到高度不确定性的困扰；关税与贸易是巨大不确定性的关键驱动因素；预计今年经济增长将大幅放缓至 1%；预计今年失业率将升至 4.5%-5% 之间；关税将使今年的通胀率升至 3.5% 至 4% 之间；仍然全力致力于将通胀率恢复到 2%。2) 美国 3 月 PPI 同比升 2.7%，预期升 3.3%，前值升 3.2%；环比降 0.4%，为 2023 年 10 月以来最大降幅，预期升 0.2%，前值从持平修正为升 0.1%。核心 PPI 同比升 3.3%，预期升 3.6%，前值升 3.4%；环比降 0.1%，预期升 0.3%，前值从降 0.1% 修正为升 0.1%。

【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。从政策动因解构，特朗普政府推动“对等关税”的激进策略，实质上折射出对美国经济周期走弱的前瞻性忧虑。鉴于具体关税清单落地前仍存政策磋商窗口期，叠加差异化国别豁免机制的实施（如对非报复性国家设置 90 天关税暂停期），美元指数的双向波动或将呈现超常规特征。需要清醒认识到，中美经济体系的系统性疏离已进入实质性阶段，政策层与市场参与者需以非对称思维重构预期框架。鉴于关税升级的超预期演绎，我们相应上修美元兑人民币短期波动区间至 7.25-7.38，建议重点关注中间价释放的政策信号强度及离岸市场流动性边际变化。

【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：信心充足，反弹仍可期

【市场回顾】上周五股指走势先跌后涨，以沪深 300 为例，上涨 0.41%，两市成交额下降至近 1.35 万亿元。期指基差整体有所上涨，与期指走势反弹相对应。

【重要资讯】1、国务院关税税则委员会公告称，自 4 月 12 日起，调整《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》（税委会公告 2025 年第 5 号）规定的加征关税税率，由 84% 提高至 125%。2、商务部新闻发言人：如果美方继续关税数字游戏，中方将不予理会。但是，倘若美方执意继续实质性侵害中方权益，中方将坚决反制，奉陪到底。3、在美国对全球宣布“对等关税”后的第二天，特朗普政府在白宫官网公布了一份长达 22 页的产品豁免清单，其中有一条“美国成分  $\geq 20\%$ ”的豁免原则，亦即涉及原产于任何国家的商品，如果其中的“美国成分”占该进口商品海关报关总价的 20% 及以上，则“美国成分”不加征额外关税，只对“非美国成分”加征对等关税。4、美国海关与边境保护局发布公告称，智能手机、路由器以及部分电脑和笔记本等产品将不再被纳入此前针对中国进口商品实施的 125% 所谓“对等关税”范围内。5、中国央行称，初步统计，2025 年一季度社会融资规模增量累计为 15.18 万亿元，比上年同期多 2.37 万亿元。3 月末，广义货币（M2）余额 326.06 万亿元，同比增长 7%。

【核心观点】从上周走势来看，由于认为国内赢面更大，市场对于关税的反映相对淡化，

A 股在国内政策支持之下震荡上行。特朗普政府关税豁免范围加大以及美国金融市场巨震，预计会进一步提升国内投资者对于我国占据有利地位的信心。此外，从金融数据来看，周末公布的 3 月数据超市场预期，政府层面加速发力，企业、居民发力意愿也有不同程度的好转，预计今日股市走势将维持震荡偏强态势，不过上周五量能明显收窄，需关注今日量能变化。

【策略建议】牛市认购价差策略。

## 国债：市场正在逐渐脱敏

【行情回顾】国债期货高开低走，午后跳水后小幅回升，尾盘二次下行，全线收跌。公开市场无逆回购到期，央行新做 285 亿，净投放 285 亿。

【重要资讯】：1.国务院关税税则委员会发布关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告，2025 年 4 月 10 日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率进一步提高至 125%。美方对华加征畸高关税，严重违反国际经贸规则，也违背基本的经济规律和常识，完全是单边霸凌胁迫做法。

【核心逻辑】当下的关税博弈以及和谈已经不再是市场焦点，盘后财政部将对美关税对等反制到 125%，但市场几乎脱敏，2504 象征性的下了 0.5bp。正如 104%与 125%的关税并没有分别，即便谈到 50%也不意味着基本面的压力就会明显缓解，大势不可逆。在此基础上，短期内若谈判有边际利好，那么风险偏好以及政策出台的可能性与急迫性的减弱都会阻止利率进一步下行，但由于基本面压力，利率也很难大幅上行，整体依旧是震荡思路。

【投资策略】：留有底仓，博弈波段

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

## 集运：美豁免部分产品关税

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货各月合约价格低开后震荡下行，午后震荡回升。截至收盘，除 EC2602 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 17 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1184，较同期前值上涨\$12，40GP 总报价为\$1997，较同期前值上涨\$24。4 月 24 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1152，较同期前值上涨\$10，40GP 总报价为\$1941，较同期前值上涨\$200。

【重要资讯】：当地时间 4 月 11 日深夜，美国海关与边境保护局发布公告称，智能手机、路由器以及部分电脑和笔记本等产品将不再被纳入此前针对中国进口商品实施的 125%所谓“对等关税”范围内。根据最新政策，若符合美国《协调关税税则》中所列明的分类号码的产品，将可获得“对等关税”豁免，其中包括智能手机、路由器、部分计算机设备及电子零部件等关键技术产品。美国海关与边境保护局称，进口商应在申报相关商品时申报豁免资格。对于已于 4 月 5 日后通关或提货的商品，企业需在货物放行后 10 日内完成相关申报更正。未结算条目可申请事后汇总更正，已结算但仍在抗议期内的条目亦可申请退款。

【南华观点】：延续此前逻辑，短期宏观情绪主导盘面走势——关税政策及相关新闻的变化，通过市场情绪不断影响盘面走势。特朗普在此前暂停征收关税 90 天后，又警告称，若不能达成协议，将恢复高额“对等关税”，再度利空市场情绪，使得上周五午前远月合约价格低开下行。但午后，又有消息称特朗普表示希望与中国达成协议，以结束不断升级的贸易战，再度利多市场情绪，使得期价显著回升。由此预计，在船司暂缓调整现舱报价，且基本面同样暂未出现明显变化的情况下，短期盘面走势将随市场情绪变化宽幅震荡的可能性较大。对于后市而言，欧线即期运价指数小幅回升，影响略偏中性，在美国豁免部分从中国进口商品，态度有所缓和的情况下，期价有所下调的可能性相对较大，后续还是更需关

注关税政策变化，以及来自于船司、货量需求等方面的变化。

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：避险突出 黄金新高

【盘面回顾】近期黄金持续走强，短短几个交易日已经收复关税恐慌引发的跌幅并续创新高，凸显其在动乱中强劲的避险买需和风险对冲功能。随着特朗普对其他国家关税政策的延期豁免，全球经济衰退恐慌有所降温，黄金前期跌幅亦有所修复。此外昨日美指跌破100亦有利于黄金估值上抬。美指下跌叠加中长端美债价格大跌背后可能受美债基差交易去杠杆平仓影响，但债市动荡背后仍凸显黄金超美元和美债的安全资产属性。数据显示，本周以来，全球黄金ETF规模继续快速增长，反映投资需求保持强劲。货币政策方面，周四晚间公布的美CPI低于预期升温美联储6月降息预期，亦利多黄金利空美指。贸易战背后凸显美国霸权滥用下的美元美债信用风险，也将增加全球经济、政策不确定性风险，预计继续提振黄金投资需求和央行需求，并支撑黄金价格向上。预计价格重心将继续上抬，但短期仍需警惕高波动可能。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周SPDR黄金ETF持仓周度增加20.35吨至953.15吨；iShares白银ETF持仓周增92吨至13973吨。短线基金持仓看，根据截至4月8日的CFTC持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周减37719张至200715张，其中多头减少58103张，空头减少20384张；白银非商业净多减少10742张至46516张，其中多头减少17183张，空头减少6441张。库存方面，COMEX黄金库存周度减少15.4吨至1386.5吨，COMEX白银库存周增230吨至15473吨；SHFE黄金库存微增3千克，SHFE白银库存周减194.8吨至992.1吨；上海金交所白银库存（截至4月3日当周）周增37.2吨至1768.4吨。

【本周关注】本周数据方面，主要关注周三晚间美3月零售销售数据。事件方面，周二00:35，2025年FOMC票委、圣路易联储主席穆萨莱姆发表讲话，02:30，美国总统特朗普发表讲话，15:00，全国政协十四届三次会议开幕会，20:30，美国财长贝森特发表讲话；周三03:20，FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯在彭博投资论坛上发表讲话，10:10，美国总统特朗普受邀到国会发表任内首次讲话；周四21:15，欧洲央行公布利率决议；周五04:30，美联储理事沃勒在华尔街日报首席财务官网络峰会上就经济前景发表讲话，08:15，美国总统特朗普签署行政令，建立比特币战略储备和美国数字资产储备，23:15，美联储理事鲍曼参加芝加哥大学布斯商学院组织的美国货币政策论坛报告小组讨论，23:45，FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯参加芝加哥大学布斯商学院组织的美国货币政策论坛报告小组讨论；周六00:00，美国总统特朗普发表讲话，01:30，美联储主席鲍威尔在芝加哥大学布斯商学院2025美国货币政策论坛午餐会前发表讲话，02:30，美国总

统特朗普在白宫主持加密货币峰会，09:00，十四届全国人民代表大会第二次全体会议。

【南华观点】中长线或偏多，月线仍偏强，周线黄金强势，白银则处于反弹阶段，短线看，黄金仍处于偏强格局中，COMEX 黄金和白银总持仓则处于偏低状态，一方面反映市场偏谨慎的情绪，另一方面也反映周内金银的强势上涨可能是现货推动期货为主。操作上建议多单持有，回调仍视为分步布多机会。

## 铜：美关税政策反复扰动铜价

【盘面回顾】受到美国关税政策影响，铜价在周中大幅回落，后强势反弹，最终报收在 75230 元每吨，上海有色现货贴水 5 元每吨。沪铜库存大幅回落 4.2 万吨至 18.3 万吨，LME 库存稳定在 20.8 万吨，铜矿港口库存上升近 10 万吨至 65 万吨。进阶数据方面，铜现货进口持续亏损；铜矿现货 TC 继续极端表现，为 -26.25 美元每吨；铜铝比小幅回落至 3.818；精废价差再度扩大至 1253 元每吨，仍然在正常区间内。

【产业表现】据外媒报道，智利国家铜业公司（Codelco）的董事长 Maximo Pacheco 在圣地亚哥举行的 CRU 铜会议上表示，Codelco 在第二季度来自中国的铜需求非常强劲，中国正在以这些价格购买。在第一季度，Codelco 曾将现货铜运输至美国，因为客户在预期特朗普将征收关税的情况下正在囤积库存。Codelco 是全球最大的铜生产商，而中国已经是其最大的买家之一。Pacheco 本周早些时候表示，他对铜市场的长期稳定性充满信心。

【核心逻辑】在过去的一周，铜价的大幅波动和美国关税的变化相关。美东时间 4 月 9 日美股盘中，美国总统特朗普在社交平台发帖表示，已授权对部分国家实施 90 天的关税暂停措施，在此期间大幅降低关税至 10%。长达近 3 个月的关税政策缓冲期导致铜价大幅回升。展望未来一周，铜价的绝对价格或难以预期。不过可以确定的是，波动率或持续偏高。宏观方面，货币政策保持稳定，美国关税政策或还有小范围变化的可能。基本面，供给端仍然难有太大改变，中大型冶炼厂暂时没有减产的计划。需求端保持稳定，出口相关企业仍然在寻找改变的方向。

【南华观点】寻找中枢价格，周度价格区间 7.5 万-7.68 万元每吨。

## 铝产业链：关税风波

【盘面回顾】上一交易日，沪铝收于 19640 元/吨，环比+0.41%，成交量为 14 万手，伦铝收于 2396.5 美元/吨，环比+1.12%，成交量为 2 万手，氧化铝收于 2805 元/吨，环比-0.14%，成交量为 29 万手。

【产业表现】供给及成本：供应端，上周电解铝产量 83.75 万吨，环比+0.03 万吨，氧化铝产量 162.7 万吨，环比-3.6 万吨，氧化铝与电解铝周度产量比值 1.94，环比-0.04。需求：SMM 数据显示，4 月 7 日铝锭出库 12.35 万吨，环比-0.5 万吨；铝棒出库 5.86 万吨，环比-1.99 万吨。加工环节开工率 62.2%，周环比-0.38pct。库存：截至 4 月 10 日，国内铝锭+铝棒社会库存 97.91 万吨，周环比-4.19 万吨，其中铝锭-3 万吨至 74.4 万吨，铝棒-1.29 万吨至 23.51 万吨。LME 库存 44.22 万吨，周环比-1.5 万吨。氧化铝港口库存 1.6 万吨，周环比-3.5 万吨，铝土矿港口库存 1961 万吨，周环比-67 万吨。

【核心逻辑】铝：宏观方面，关税政策反复不定，本周六美国海关发布关税豁免清单，豁免对象主要包括消费电子，半导体和电子元件，通信设备等，美方态度有所缓和，短期内关税政策或将进入平静期，但无法完全解决，仍需关注美政策调整及市场情绪。基本面方面，电解铝供给端增量有限，且由于尚处旺季，电解铝持续去库，且由于铝价大幅回调，下游接货较为积极，这些都为铝价带来一定支撑。但由于关税政策，4 月中下旬开始可能会出现全球需求减弱的情况。总的来说下周我们认为铝价会处于一个我温和反弹的状态，预计运行区间为 19300-20000，且由于铝强现实弱预期的情况，盘面 back 结构或将加深，

推荐正套。氧化铝：铝土矿方面，国内矿山复产进展有限，几内亚铝土矿新增产能顺利，进口矿石氧化铝企业与矿企仍在博弈。氧化铝方面，本周氧化铝产量继续减少，氧化铝厂检修消息频发，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：正套，氧化铝：逢高沽空

【风险提示】需求减弱，关税政策

## 锡：美关税政策叠加 Alphamin 锡矿复产扰动锡价

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中大幅回落超过 10%至 25.7 万元每吨，上海金属网现货升水 1250 元每吨。上期所库存小幅增加至 1 万吨以上，LME 小幅增加至 3100 吨。进阶数据方面，锡进口依然亏损，但亏损额度大幅降低；40%锡矿加工费稳定不变。

【产业表现】据国际锡协（ITA）消息：Alphamin Resources 宣布，公司位于刚果（金）东部的 Bisie 锡矿将恢复运营。

【核心逻辑】近期，锡价在近期受到宏观和基本面的扰动较大，导致价格出现急跌后迅速回补，在 4 月 11 日企稳。4 月 9 日，Alphamin 旗下 Bisie 矿山的分阶段恢复运营，有望缓解原本预计在 2025 年第二季度出现的严重供应紧张。而后，美国总统特朗普在社交平台发帖表示，已授权对部分国家实施 90 天的关税暂停措施，在此期间大幅降低关税至 10%。受此影响，锡价在 4 月 9 日晚开盘暴跌，后在 4 月 10 日早盘开盘后迅速拉回，经过了一个交易日的调整，于 4 月 11 日基本稳定在了 25.7 万元每吨附近。虽然价格波动率逐渐降低，但是依然无法排除宏观事件对于锡价的影响，因为目前世界其他国家和地区对于美国关税政策的态度还有变化的可能，同时关税政策造成的实际影响还需至少数周来传导到产业链。展望未来一周，锡价或继续在 26 万元每吨附近寻找新的平衡点。

【南华观点】寻找新平衡，周运行区间 25.5 万-27 万元每吨。

## 碳酸锂：宏观雪上加霜

【期货动态】LC2505 合约收于 70260 元/吨，周环比-3.96%

【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。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：上周碳酸锂价格延续震荡下行趋势，主力合约重心因宏观消息面下跌速度加快，市场基差报价缓慢上移，现货市场成交清淡，下游采购谨慎，四月部分外采矿厂家减产应对，冶炼厂库存压力渐显，部分企业被迫下调开工率。市场情绪较为低迷，下游短期内对于后市并无好转预期，成交心里价位重心小幅下移。

锂矿：锂辉石现货价格下跌，锂云母价格下跌。目前锂辉石接货价格仍处于成本倒挂，贸易商利润空间被挤压，出货意愿普遍不强。部分持货商报价仅小幅下调，以囤货挺价为主。外采原料冶炼厂收货困难，生产需求持续存在，但市场低价货源难寻，价格下行趋势仍在传导中。

## 工业硅：低位震荡

【期货动态】SI2505 合约收于 9455/吨，周环比-3.72%

【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】工业硅价格维持弱势格局，周中突破前期低点至 9375 点，整体低位区间震

荡运行为主，现货价格同样不断下探低点。目前北方主要大厂出货价格一再下调，竞价出货现象严重，下游多晶硅大厂粉单招标本周正式落地，招标数量 22000 吨，招标价格在 10400 元/吨附近，市场纷纷猜测是否多晶硅产能有爬产可能，但暂未被证实。生产企业多持悲观心态，开工方面来看，联合减产愿景打破，南方硅企复产心态谨慎，北方部分中小硅厂存减停产计划，但整体库存去化较为困难。

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

## 黑色早评

### 螺纹钢热卷：关税政策反复变化

【行情回顾】弱势震荡

【信息整理】1. 美方豁免部分商品“对等关税”。美国海关与边境保护局 11 日晚宣布，联邦政府已同意对智能手机、电脑、芯片等电子产品免除所谓“对等关税”。

2. 美商务部长：豁免是暂时的，电子产品将被纳入半导体行业关税，制药行业与半导体行业关税将在一两个月内出台；美前副总统彭斯称关税措施是“失策”。

3. 4 月 13 日，商务部就美方豁免部分产品“对等关税”回应：这是美方修正错误做法的一小步，敦促美方彻底取消“对等关税”的错误做法，回到相互尊重，通过平等对话解决分歧的正确道路上来。

4. 央行：3 月末，我国社会融资规模存量为 422.96 万亿元，同比增长 8.4%，处于近一年来的高位水平；一季度人民币贷款增加 9.78 万亿元，金融主要指标增速出现回升。

3. 上周末，唐山迁安普方坯资源出厂含税下调 10 元/吨，报 2960 元/吨。

【南华观点】从需求端而言，当下中美贸易呈现脱钩态势，我国对美直接与间接出口需求或均将出现缩减。尽管美国对可转口贸易国家加征关税给予了 90 天暂缓期，但因其针对我国意图明显，转贸易端可能观望情绪浓厚。目前买单出口窗口尚未完全关闭，处于抢出口阶段，不过抢出口实质是前置后续需求，据了解，钢厂新接单情况一般。建筑项目端资金状况未见明显好转，同比表现依旧较弱。供给端上，钢厂利润良好，现阶段仍在复产，铁水产量尚未见顶，这一方面强化了原料成本端支撑，另一方面却可能加剧后续供需矛盾。预期端方面，出口需求或将缩减，市场对国内出台刺激内需或缩减供给端的政策预期增强。综合分析，在钢厂持续复产、原料成本端有支撑且国内政策预期上升的情况下，钢材价格短期存在一定支撑，但钢厂复产在需求走弱趋势下会加大后续负反馈压力。若缺乏供给侧缩减政策，钢材市场将维持供大于求的熊市格局，单边上仍建议逢高做空。套利角度，螺纹仓单压力大，螺纹 05 - 10 反套可继续持有，由于关税对热卷需求影响更甚，仍建议逢高做缩 10 卷螺差。

### 铁矿石：需求冲击刚刚开始

【南华观点】虽然贸易战的不确定性在降低，但是对黑色需求的冲击才刚刚开始。对美的直接出口处于停滞状态，贸易流需要重构，市场拿货增产信心也不足。下游钢材库存去化斜率放缓，而铁水产量在高位，日均产量已经上升至 240 万吨以上。下游难以承接高铁水，

接下来几周产业链矛盾预计加速积累，四月下旬有负反馈减产风险。目前铁矿石短期跌速过快，是有反弹的需求的，但继续向上缺乏支撑，即需求的继续好转。操作上仍偏空为主，关注估值修复、情绪过于乐观后再次加空的机会。

## 焦煤焦炭：负反馈酝酿中

【盘面回顾】焦化厂放缓补库节奏，焦煤现货涨跌不一，焦炭港口现货跟随盘面下跌 40 元/吨，一轮提降暂被搁置，即期焦化利润收缩。双焦盘面快速下跌，基差走强，盘面焦化利润小幅扩张，双焦 5-9 月差走弱，JM5-9 月差-104 (-31.5)，J5-9 月差-48 (-12)。

### 【产业表现】

焦煤：本周焦煤矿山开工率环比走高，进口煤到港增加，焦煤总供应稳中有增。下游钢厂积极增产，焦化厂稳产补库，焦煤短期需求改善，但因供应同步恢复，现货库存压力仍然较大，上游原煤库存持续累积。

焦炭：焦炭一轮提涨延后，港口焦炭现货跟随盘面下跌，入炉煤成本坚挺，即期焦化利润承压，但焦化厂暂无减产动作，本周焦炭产量稳中有增。钢厂利润收窄但高炉钢厂仍有利润，铁水积极增产，短期内焦炭基本面改善，供需矛盾并不突出。

【南华观点】焦煤方面，焦化厂原料库存可用天数快速增加，继续补库驱动不足，焦煤需求支撑或边际减弱，供需矛盾有望再度累积，单边不建议抄底。考虑到近期焦煤盘面跌幅较深，基差走强期现套利盘陆续离场，近月仓单压力有所缓和，且市场对后续宏观政策的期待值较高，继续做空风险较大，建议短期观望为主，待基差走弱后逢高布空 09 合约。焦炭方面，钢厂检修数据显示铁水尚未见顶，焦炭短期内有刚需支撑，但一轮提涨进展缓慢，无形中增大了后续焦炭提涨难度。近期铁水增速较快，热卷成交已有转差迹象，黑色负反馈渐行渐近，因此我们不看好焦炭后续走势，操作上仍建议逢高布空 09 合约，后续关注焦炭一轮提涨博弈情况。

## 硅铁&硅锰：减产定价，需求疲弱

【核心逻辑】成本端硅铁成本维持，但宁夏地区电价下降 2 分，宁夏产区硅铁成本下移；硅锰减产以及市场预期二季度锰矿供应量的增加，锰矿价格继续下跌，硅锰成本继续下移。供应端受合金厂利润下滑亏损加剧，以及下游传粗钢减产的影响，合金厂减产意愿加强。需求端铁水产量继续增加，五大材产量拐头向下，五大材库存去库速度一般，下游需求铁水仍处在一定支撑，但五大材开始减产高铁水内否维持存在不确定。库存端铁合金库存继续增加，硅锰累库速度增加。【南华观点】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。下游需求高铁水仍处在一定支撑，但五大材开始减产高铁水内否继续维持存在不确定性。周末美国对部分行业对等关税豁免，对大宗商品市场存在反弹的可能性，但铁合金高库存的格局仍未改变，建议逢高做空。

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

## 能化早评

## 原油：油价小幅回升

【原油收盘】截至 4 月 11 日收盘，2025 年 5 月 WTI61.50 美元涨 1.43 美元涨幅 2.38%；2025 年 6 月布伦特原油 64.76 美元涨 1.43 美元涨幅 2.26%

【市场动态】从消息层面来看，一是，美国 3 月未季调 CPI 年率为 2.4%，创半年低位，低于 2.6% 的市场预期。市场几乎完全定价美联储 6 月降息。特朗普称通胀已下降；二是，欧盟委员会主席冯德莱恩：欧盟已同意暂停 4 月 15 日针对美国关税的反制措施，暂停期限为 90 天；欧盟方面表示，若与美谈判不顺，可能对美大型科技公司征税。三是，俄美伊斯坦布尔会谈结束，全程持续五个半小时，俄美同意制定方案，返还俄被没收外交设施。特朗普称未来他不排除与普京会面；四是，伊朗考虑与美国达成临时核协议，以争取更多谈判时间。五是，美国政府将对数十个国家暂停征收对等关税 90 天，维持最低关税税率为 10%。交易员大幅削减了此前对美联储 5 月开始降息的押注，认为美国从 6 月开始降息的可能性比 5 月大得多，预计到今年年底，美联储将总共降息四次。

【南华观点】宏观：特朗普关税延长 90 天，市场对特朗普关税引发的系统性风险的担忧暂时缓和。供给端，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减产落地，重点关注补偿性减产执行情况。在需求端，亚洲炼厂利润整体回升，欧美小幅走弱，短期因集中检修，短期需求依旧疲软，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，亚洲库存上升，上周全球原油库存回升。整体来看，特朗普延长关税 90 天利多短期油价，油价暴跌后小幅反弹。

## PTA-PX：关税影响缓和，震荡偏强

【PTA 观点】本周聚酯端开工继续走高 0.2%至 93.4%，部分下游低价补货，但江浙织机和加弹及继续下降 4%和 3%至 63%和 78%，一方面受到关税的影响，下游外贸订单出现停滞、观望甚至取消的情况，尽管美国后面对部分进口国实施 90 天的免关税缓冲期，估计部分国家地区会加紧出货，但是政策的不稳定也使得市场心态产生一定的影响。不过暂时目前涤纶大厂仍未见减产且聚酯瓶片旺季开工仍较高，PTA 虽后市存疑但当下供需良好，估计 PTA 随着原油价格走强而走强。

【PX 观点】PX 供需上看，本周 PX 的开工略下降至 1.4%至 73%，主要是海南炼化、彭州石化负荷有下降等，亚洲 PX 开工也略有下降，主要是 FCFC 一条 30 万吨装置 4 月 9 日期检修，PTA 本周的开工下降 2.8%至 76.4%。供需双弱，但对于聚酯来说双双供需继续往好的方向改善。本周各项行业基本面指标暂时起不到太大作用，周初在关税的威慑下市场对需求过分悲观，使得价格连续三日大跌，周四开始市场心态有所缓和，在油价带动下反弹。至周五 N-B 价差在 68，PXN 仅为 184，PX-MX 在 MX 相对关税豁免影响下也在 56，总体来说产业链的估值均压缩较低，估值有所支撑。

## MEG-瓶片：终端需求进一步萎缩，供应担忧下博弈加剧

【库存】华东港口库至 78.5 万吨，环比上期增加 1.8 万吨。

【装置】扬子巴斯夫 34w 近日起停车检修；榆林化学 180w 近日起 2 条线轮流检修；内蒙古建元 26w 近日临时停车；山西沃能 30w 近日短停；海外装置方面，沙特 2 套各 70w 装置近日起停车检修。

【观点】

本周 EG 价格主要受关税事件影响走弱后小幅反弹。基本面方面，供应端装置大量停车，总负荷大幅下调至 67.05% (-5.08%)；其中，乙烯制方面，扬巴按计划停车检修，恒力、中海壳因利润修复而检修计划推迟；煤制榆林化学和天业三期按计划执行检修，陕西延长、

山西沃能、内蒙古建元意外停车，煤制负荷降至 52.7% (-13.23%)。效益方面，受绝对价格下跌影响，煤制利润与乙烯制利润均压缩明显，但近期石脑油估值压缩明显，石脑油制利润大幅走强。库存方面，本周到港受天气影响大量延迟，周内港口整体发货不佳，下周一港口显性库存预计去库 3 万吨左右。需求端，聚酯总负荷高位维持，小幅提升至 93.4%。近期原料端大幅走弱，聚酯产品随价格走弱，但现金流基本均有所修复。然而终端受关税事件影响，直接出口美国订单基本全部暂停，需求进一步萎缩，出于对库存贬值的担心与需求前景不看好的原因，终端采购需求同样仅维持刚需，织机开工继续下调，部分厂家五一起存减产停工计划。尽管周内长丝放出减产信号，但终端订单持续萎靡下，效果不佳，长丝短纤库存均再次累积。

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，从目前来看聚酯减产预计将在 4 月下旬至 5 月初见到实质性下滑。从目前国内关税反制来看，华东某乙烷制乙二醇产能存在因效益亏损而停车的可能，短期矛盾主要集中于需求端的确定性悲观与供应端缩减预期的博弈，宏观事件的反复则更是加大了价格的波动幅度与不确定性。主要关注中美关税谈判可能与聚酯减产进度，乙二醇价格预计将以宽幅震荡为主。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：月差为主

【盘面动态】：周五甲醇 05 收于 2384

【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】：上周甲醇港口库存继续去库，周期内显性仅卸货 12.75 万吨，内贸船只充分补充，部分码头在卸外轮船货均未计入在内。尽管清明假期对汽运提货稍有影响，但卸货较少加之沿江船发以及转口支撑下，江苏继续大幅去库；浙江地区刚需稳定，外轮集中补充下库存积累。华南港口库存小幅累库。广东地区内贸船只集中到货，各库区受清明假期影响提货缩减，库存亦有明显累积。福建地区周内一船进口货源补充，下游刚需消耗下，库存波动不大。

【南华观点】：本周甲醇跟随整体化工上下波动剧烈，目前看下来单边不建议参与。从现货端来看，内地价格上涨，而港口绝对价格以及基差双走弱，持货意愿下滑。甲醇海外的故事已接近尾声，港口与内地供应双增已是定局，盘面也已给出 Back 结构，月差来看目前进口大幅顺挂以及伊朗装船加速，目前装船 31wt，此外本周末煤炭加速下跌，预计内地供应回归将加速，05 维持转弱的预期，港口大概率是以现货回落的方式收敛基差。远端来看，根据我们了解丙烷的缺失会导致 PDH 大面积降负荷，因此远端的 6-7 月 PDH 停车预期较高，变相提高了 MTO 竞争优势，拉高 MTO 的远期利润，09 甲醇底部有支撑，不支持大幅下跌。综上，近期减少单边操作，59 反套持有。

## 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 7265 (-32)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7180 元/吨 (0)，华东现货价格为 7290 元/吨 (-30)，华南现货价格为 7330 元/吨 (-20)。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 79.03%，环比上升 2.65%。检修损失量共计 12.83 万吨，环比下降 14.83%，供给量回升。从检修计划来看，当前检修损失量只是阶段性回落，集中检修周期预计延续至 6 月下旬。需求端，本期下游平均开工率为 50.4%，较上周下降 0.05%。其中，BOPP 开工率为 61.78% (0%)，CPP 开工率为 52.62% (-0.38%)，无纺布开工率为 36.75% (-0.25%)，塑编开工率为 47.6% (0%)。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 总库存环比上升 1.78%，两油库存环比上升 3.16%，煤化工库存上升 4.57%，地方炼厂库存下降 1.69%，PDH 库存上升 8.04%。中游库存中，贸易商库存环比下降 3.47%，港口库存下降 0.26%。

【观点】从 PP 自身基本面看，PP 装置已进入集中检修期，供给量预计下滑，在需求基本维持的情况下，PP 基本面转好。同时，本次中美关税政策预计将对 PP 造成较大影响。中国对美的关税反制将主要影响丙烷的进口，进而影响 PDH 装置的开工情况：丙烷进口预计向中东转移，但中东的供给量难以满足国内全部的丙烷进口需求，并且中东的丙烷与丁烷捆绑销售，进口成本将显著增加。与此同时，油价受关税影响走弱，PP 价格出现一定下行空间，在成本上行和成品价格下压的双重压力下，PDH 工厂或将被迫降幅或停工，这可能给 PP 带来约 30 万吨月供给缩量，导致 PP 供给偏紧的格局。虽然近期已有政府要求炼化厂推迟检修并加大开工的消息传出，但预计较难完全弥补 PDH 装置停产带来的供给减量。所以 PP 预计将会是在关税影响下依然偏强的化工品种。

## PE：短期以观望为主

【盘面动态】塑料 2505 盘面收于 7351 (+22)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7400 元/吨 (+30)，华东现货价格为 7480 元/吨 (+30)，华南现货价格为 7680 元/吨 (0)。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 83.14%，环比上升 0.68%。装置检修损失量下滑，产量小幅回升。从绝对值看，目前 PE 装置检修量处于高位，预计高检修期将维持至 5 月。而投产方面，金诚石化 LLDPE 装置已投料试车，埃克森美孚聚合装置已开，预计月底正式投产。需求端，本期下游平均开工率为 40.95%，环比上升 0.12%。其中，农膜开工率为 37.54% (-3.04%)，包装膜开工率为 48.07% (+0.29%)，管材开工率为 31.67% (+0.5%)。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，4 月往后增量将比较有限。本期总库存环比上升 3.21%。其中上游石化库存环比上升 13%，煤化工库存上升 3%，贸易商库存环比上升 1%。

【观点】从 PE 自身基本面看，一方面是投产的不断兑现，另一方面是需求的季节性转弱，其供需格局持续。而本次中美关税对 PE 带来的影响主要分为 3 方面：1) 中国对美的关税反制或将影响 PE 的进口。我国从美国进口的 PE 占 PE 总进口的 20%，这部分需求基本可以从周边国家得到替代。并且，今年 PE 供给属于明显过剩的格局，单从平衡表预估来看，就算这部分进口不从其他国家补充，PE 下半年依然是供给过剩的格局。2) 关税反制政策还将影响乙烷的进口，抬高乙烷制 PE 的成本。但国内乙烷裂解制 PE 的占比较小，对 PE 总供给的影响预计较为边际。3) 在关税政策影响下，油价大幅走弱，油制 PE 利润回升，这或将促进炼化企业提高负荷或延缓检修，加之近期还传出政府要求炼化厂推迟检修的消息，这或将限制 PE 在季节性检修期的供给减量。所以综合来看，在关税政策下 PE 供给端压力依然较大，且下方支撑力不足，所以 PE 中长期依然偏空看。

## PVC:关税压制，PVC 出口或承压

供应：本周由于液氯价格震荡，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，叠加前期的计划检修，本周开工率已经开始明显下行，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 3.3 万吨，厂库库存走平，待发明显走差，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，周初盘面大跌后成交有放量。

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，美国股债汇三崩之后逐步形成较强的衰退预期，节后原油跌幅较大，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。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，但是环比可能面临较大幅度的转弱，因为出口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，同时国内的 PVC 地板制品也是大量的出口致美国，按 30% 的 PVC 粉料折算大约会影响每个月 4-5 万吨左右的 PVC 需求，平衡表相对预期明显走弱，同时衰退的氛围也会明显影响盘面，将 05 合约底部下调至 4800。

### 低硫燃料油：裂解依然疲软

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，LU06 报价 3316 元/吨，升水新加坡 06 合约-0.8 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+9 万吨，中东供应+19 万吨，巴西+27 万吨，西北欧市场供应-26 万吨，非洲供应+9 万吨，3 月份供应变化不大，4 月份供应有缩量预期；需求端，3 月份中国进口+2.4 万吨，日韩进口-7 万吨，新加坡+62 万吨，马来西亚进口-11 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+84.9 万桶；舟山+2 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，航运市场低迷，船燃市场提振有限，中国第二批低硫出口配额下放，共计 520 万吨，国内进口萎靡，日韩进料缩量，进口需求低迷，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，低硫依旧延续疲软行情。

### 沥青：跟随成本端波动为主，近弱远期强格局仍在

【盘面回顾】BU06 收于 3315 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3425 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-0.3%至 31.9%，华东 4.2%至 28.5%，中国沥青总的开工率 1.9%至 27.6%，产量+3.1 万吨至 47.9 万吨。需求端，中国沥青出货量-5.51 万吨至 18.89 万吨，山东出货-4.2 万吨至 6.75 万吨。库存端，山东社会库存+0.05 万吨至 14.05 万吨和山东炼厂库存 1.1 万吨为 21 万吨，中国社会库存+0.05 万吨至 52.55 万吨，中国企业库存+2.4 万吨至 56.2 万吨。

【南华观点】原油回落及美国收紧对委内制裁，推动沥青价格整体重心回落。目前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。估值上随着原料价格崩塌有所走高，现货提货积极性变差，炼厂或有降价销售，短期仍有下行驱动。

### 尿素：重回震荡

【盘面动态】：周五尿素 05 收盘 1870

【现货反馈】：周末价格涨跌互现，调整幅度 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒出厂 1780-1880 元/吨。尿素价格反弹后中下游接货持续性有限，上游执行前期待发中。

【库存】：截至 2025 年 4 月 9 日，中国国内尿素企业库存量 83.37 万吨，环比+7.95 万吨，中国主要港口尿素库存统计 11.9 万吨，环比-0.1 万吨。

【南华观点】：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，节后基层需求出现走强，尿素价格出现反弹，主产区价格上涨 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，北方农业处于停滞阶段，南方水稻区用肥阶段性跟进，不过因现阶段雨水情况不佳，农需补货有所放缓。工业复合肥行业阶段性需求存在，预计短期内需求面依旧刚需跟进为主。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，尿素 05 合约处于震荡格局。

## 玻璃纯碱：中上游库存压力持续

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2505 合约昨日收于 1327，0.53%

【基本面信息】

本周国内纯碱厂家总库存 169.30 万吨，较周一减少 0.90 万吨，跌幅 0.53%。其中，轻质纯碱 86.35 万吨，环比增加 0.54 万吨，重质纯碱 82.95 万吨，环比下跌 1.44 万吨。较上周四减少 0.84 万吨，跌幅 0.49%。其中，轻质纯碱 86.35 万吨，环比增加 0.91 万吨；重质纯碱 82.95 万吨，环比下跌 1.75 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，光伏成品库存压力已有所缓解。纯碱价格的进一步下滑驱动在于库存的持续累积以及碱厂的降价动作。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2505 合约昨日收于 1146，-1.97%

【基本面信息】

截止到 20250410，全国浮法玻璃样本企业总库存 6520.3 万重箱，环比-55.4 万重箱，环比-0.84%，同比+8%。折库存天数 29.2 天，较上期-0.3 天。

【南华观点】

玻璃交割厂库扩容 10 万吨。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，出货压力尚存，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%，需求环比虽有好转，但整体幅度非常有限。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，趋势上贴近价格洼地湖北，关注 4 月中下旬现货变动以及产销情况。

## 纸浆：产业仍弱势

【盘面回顾】截至 4 月 11 日：纸浆期货 SP2505 主力合约收盘上涨 58 元至 5408 元/吨。夜盘上涨 16 元至 5424 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6425 元/吨，河北俄针报 5475 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4500 元/吨。

【核心逻辑】上周纸浆期货盘面价格跌幅大于现货价格跌幅，基差走强，期货盘面由于宏观因素使金融属性增加，纸浆期货价格跟随国内大宗商品环境波动。从关税的角度来看，中国从美国进口针叶浆量环比两个月减少，对比年同期较大幅度减少，缺口被智利及芬兰补充。中国出口美国成品纸占比较高，同时影响以纸包装形式的间接出口，需求端情绪进一步降低。从部分海外浆厂 3 月份发运至中国的纸浆数据来看，针叶浆小幅减少，阔叶浆大幅增加，产业定价中枢的阔叶浆供给充足，市场下游原料补库情绪偏淡。上周国内木浆成品纸产量除双铜纸持平外，其它木浆纸种产量均有不同程度减低。国内周度纸浆港口库存维持高位，产业基本面短期仍偏弱势。

## 原木：信息速递

【盘面动态】主力合约原木 2507 昨日收盘价 835.5，1.58%

1、2025 年 4 月 7 日-4 月 13 日，第 15 周 18 港针叶原木预计到船 12 条，较上周减少 7 条，周环比减少 37%；到港总量约 39.65 万方，较上周减少 5.79 万方，周环比减少 13%。分港口看，山东预到 5 条船，到港量约 18.8 万方，占比 47%，到港量周环比减少 13%；江苏预到 7 条船，到港量约 20.85 万方，占比 53%，到港量周环比增加 28%。

2、据木联数据调研，截至 4 月 08 日，4 月新西兰 4 米中 A 辐射松外盘（CFR）主力价为 114，报价区间为 112-117，较 3 月下降 7 美元/JAS 方。

3、据木联数据调研，截至 2025 年 4 月 4 日，全国原木港口库存可用天数为 50.1 天，周环比下跌 6.70%，月环比下跌 17.19%。山东原木港口库存可用天数为 47 天，周环比下跌 18.26%，月环比下跌 25.63%。江苏原木港口库存可用天数为 51.6 天，周环比上涨 10.97%，月环比下跌 7.53%。

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：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：区域价差扩大

【盘面回顾】周末华北地区涨幅较大，短期内区域性影响偏强，但预计持续力有限。

【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：情绪回温

【盘面回顾】宏观反复下，商品迎来修复性反弹，油脂价格跟随小幅反弹。

【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：宏观风险加大

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉 07 合约小幅收涨，美元走弱。上周五郑棉小幅上涨。

【外棉信息】巴西国家商品供应公司在最新预测中上调了 24/25 年度（USDA25/26 年度）棉花种植面积至 207.9 万公顷，同比增加 6.9%，总产随之上调 6.9 万吨至 389.1 万吨，同比增加 5.1%。

【郑棉信息】截至 2025 年 4 月 10 日，全国 24/25 年度棉花公证检验量共 678.68 万吨，3 月随着下游旺季到来，国内棉花加速消化，但至 3 月底国内棉花工商业库存仍处于历史偏高水平，国内供给充裕。目前随着天气回暖，南疆新棉播种工作已集中展开，北疆和东疆产区也陆续开始，截至 4 月 7 日，全疆整体播种进度约 14.1%。目前下游旺季逐渐接近尾声，订单持续性欠佳，棉纱走货放缓，纱布厂成品库存有所走高，但棉花基差持续走强，纺企维持逢低补库，下游库存水平整体尚处于中性。当前美国对中国进口产品的关税已加至 145%，而中国对原产于美国的进口商品关税也已加征至 125%，中美贸易影响显著，市场对未来纺服消费的担忧情绪较重。

【南华观点】短期全球关税政策调整，市场宏观风险加大，棉花需求前景难言乐观，棉价或易跌难涨，但目前产业库存压力不大，且疆棉基差较强，在低估值下棉价波动空间或有限，关注国内外贸易及宏观政策调整。

## 白糖：关注支撑

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五下跌，周线录得 4% 的跌幅，因担心美国关税政策引发全球经济衰退。

昨日夜盘郑糖跟随原糖下跌，短期走势稍有承压。

【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 5970-6080 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 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】短期糖价受宏观影响波动，不过整体操作仍以低吸为主。

## 苹果：天气炒作情绪行情为主

【期货动态】苹果期货周五大幅上涨，持续受齐鲁源泉交割库暂停影响，且受低库存影响。远月合约受近期北方降温大风影响，尽管我们预计对苹果花影响不大。

【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 4 月 9 日，全国主产区苹果冷库库存量为 498.63 万吨，环比上周减少 38.9 万吨，去库同比加快，处于近五年低位。

【南华观点】短期苹果价格维持偏强走势，注意情绪炒作。

## 红枣：低位运行

【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，目前新季灰枣尚未发芽。

【销区动态】上周五广州如意坊市场到货 6 车，河北崔尔庄市场到货 14 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。

【库存动态】4 月 11 日郑商所红枣期货仓单录得 8010 张，较上一交易日增加 266 张。据统计截至 4 月 10 日，36 家样本点物理库存在 10655 吨，周环比减少 66 吨，同比增加 51.78%。

【南华观点】短期下游销区处于淡季且供应充足，红枣价格或低位震荡，关注旧枣入库情况及新枣发芽情况。

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。