

## 金融期货早评

### 人民币汇率：鲍威尔讲话引发恐慌

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.3179，较上一交易日下跌 33 个基点，夜盘收报 7.2980。人民币对美元中间价报 7.2133，调贬 37 个基点。

【重要资讯】1) 据国家统计局初步核算，一季度国内生产总值（GDP）318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，环比增长 1.2%。2) 美联储主席鲍威尔就美总统特朗普贸易政策的通胀效应发出了强烈警告。鲍威尔表示，特朗普的关税政策“极有可能”刺激通胀暂时上升，并警告称这些影响可能会持续很长时间。

【核心逻辑】综合通胀、关税政策、美元流动性三个维度的评估，接下来市场的定价逻辑或呈现下述特征：短期交易窗口或聚焦关税政策的衰退传导效应与持续发酵的美债市场流动性压力；而在中长期维度，投资者或重新评估美元信用体系稳定性、全球贸易架构及地缘政治格局的潜在重构路径。这种多时间维度的风险定价机制，折射出全球资本对既有经济秩序可持续性的深层焦虑。因此，在上述时空交叠的定价逻辑演变下，本质上体现了国际货币体系的结构性质忧——当短期政策冲击与长期秩序重构形成共振压力，美元体系的边际承载能力正遭遇系统性拷问。我们认为，接下来的关键点就在于经济，即在当前全球经济的“韧性锦标赛”中，美元霸权能否维系的核心密钥，或将取决于美国经济能否在这场多维压力测试中保持最后的安全边际。近期美元兑人民币即期汇率与美元指数的背离走势持续强化，显示人民币汇率形成机制对单一美元波动的敏感度下降。而随着近期关税事件对汇率形成的压力有所减缓，在稳汇率政策框架（近几日中间价的表现，再次强化了锚的作用）下，美元兑人民币或呈现新中枢上的双向波动，本周预计运行区间为 7.25-7.37。

【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：下方具备支撑，不必过忧

【市场回顾】昨日股指走势震荡，以沪深 300 为例，上涨 0.31%，两市成交额下降至近 1.11 万亿元。期指基差涨跌不一，IF、IH 基差下降，IC、IM 基差上涨，与大盘期指上涨，小盘期指下跌对应，反映市场情绪并不乐观。

【重要资讯】1、外交部、商务部回应美对华加征 245%关税。外交部表示，这场关税战是美方发起的，中方采取必要的反制措施，是为了维护自身的正当权益和国际公平正义，完全合理合法。商务部表示，对于美方这种毫无意义的关税数字游戏，中方不予理会。2、美联储主席鲍威尔就美总统特朗普贸易政策的通胀效应发出了强烈警告。鲍威尔表示，特朗普的关税政策“极有可能”刺激通胀暂时上升，并警告称这些影响可能会持续很长时间。3、《求是》杂志 2025 年第 8 期刊登商务部部长王文涛署名文章《多措并举扩大服务消费》。文章指出，加快政策推出，出台支持家政服务消费、发展数字消费等政策文件，会同相关部门制定促进旅游业、超高清、体育赛事经济、中医药健康发展等支持政策。

【核心观点】美对华再度大幅加征关税，结合近期市场低迷的交易情绪，预计股指走势会继续承压，不过从近期走势来看，宽基指数的入场资金支撑力量明显，所以短期无需担忧。市场观望情绪延续，特朗普表演继续，但美国国内矛盾有所激化，飙升的物价已然引起民众不满，关注事态进展。国内政策箭在弦上，但外部扰动的不确定性，使得国内政策节奏或偏谨慎，亦需结合外部冲击大小进行节奏、力度上的调整。短期诸多不确定性下，单边

操作谨慎观望为主。

【策略建议】卖出虚值认购期权。

## 国债：预期交易

【行情回顾】国债期货跟随现券高开，整体情绪较好，尾盘财政部公布 2025 超长期特别国债发行计划后，债市快速跳水随后反拉收复跌幅走出深 V。短端合约依旧低迷，明显弱于长端。午后期债开盘进一步冲高后偏强震荡，TS 盘中拉升补涨。今天共 1189 亿 7 天期逆回购到期，央行新做 1045 亿逆回购，净回笼 144 亿。

【重要资讯】：1.国家统计局：总体上看，当前房地产市场仍处在调整阶段，房地产需求还需要释放，中国的消费结构还处在升级过程中，城镇化还没完成，房地产市场的需求空间尤其是好房子的市场需求空间还比较大。

【核心逻辑】今天市场交易基本面，但并没有交易基本面数据，总体来看一季度数据表现并不差，但市场永远在交易未来。日内消息面超预期内容不多，随着关税反复的水花越来越小，市场对于其基本面影响的担忧越来越大。

目前流动性稳健偏松，午后隔夜匿名大额资金利率下行至 1.55%-1.6%，较早盘明显回落。市场流动性信心充足，尽管盘中超长债发行计划一度导致债市跳水，但跳水后立马出现 V 型反转，原因在于市场相信供给放量后会有流动性投放来对冲。

从市场结构来说，长端合约增仓明显，TL 日 K 高位收十字星，随着期债价格接近前期高点，市场分歧也在逐渐加大，行情到了选择方向的时候，交易盘需要提升关注度。而对于配置资金来说，继续对价格保持钝化，顺风行驶时，不要轻易跳车。

【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：美国对华部分商品关税加征至 245%

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格延续震荡下行的走势。截至收盘，EC 各月合约收盘价均略有下降。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，4 月 24 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1200，较同期前值上涨\$16，40GP 总报价为\$2019，较同期前值上涨\$22。5 月 1 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1110，较同期前值上涨\$10，40GP 总报价为\$1860，较同期前值上涨\$20。

【重要资讯】：

1. 当地时间 15 日，一位巴勒斯坦高级官员透露，哈马斯拒绝了以色列提出的在加沙停火六周的提议，该提议要求哈马斯解除武装。该名官员表示，该提议并未包含结束冲突或以方撤军的承诺，而这正是哈马斯的关键要求。该官员称，以色列通过埃及向哈马斯传达的提议明确要求哈马斯解除武装，但以色列并未承诺结束冲突或撤出加沙。因此，哈马斯完全拒绝了这项提议。

2. 美国时间 15 日，白宫网站发布了一条公告，“由于中国的报复行动，中国输往美国的商品现面临最高达 245%的关税。”（但并非针对所有商品，相关商品品种为注射器、针头等商品）

【南华观点】：变化的关税政策仍影响市场情绪——美国考虑对 25%的进口汽车及零件关税进行部分豁免，利多市场情绪，且期价接连下跌至短期低位，使得开盘后期价略有回升；但此后有市场消息称，美国关税将加征至 245%（实际只针对部分商品品类），再度利空市场情绪，使得期价震荡下行。对于后市而言，可继续关注关税政策变化与欧线现舱报价走向，短期震荡略偏下行或至低位有所回升的可能性较大。

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：风险偏好下降 避险资产受追捧

【行情回顾】周三贵金属价格继续大幅上涨，黄金则续刷新高，鲍威尔偏鹰讲话削弱短期降息预期，并增加美国经济前景担忧，市场风险偏好受到抑制，避险货币走高下美指回落，美股下跌及美债走高亦反映风险偏好降温，美指与美债收益率下行皆提升贵金属估值，其他原油微涨，比特币震荡，欧股震荡，南华有色金属指数震荡。全球降息周期以及经济地缘贸易政策等不确定仍助推黄金投资需求持续升温，并增加全球经济滞胀风险。最终 COMEX 黄金 2506 合约收报 3357.7 美元/盎司，+3.62%；美白银 2505 合约收报于 32.76 美元/盎司，+1.43%。SHFE 黄金 2506 主力合约收报 781.6 元/克，+2.68%；SHFE 白银 2506 合约收 8233 元/千克，+1.5%。

【降息预期与基金持仓】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 83.2%，降息 25 个基点的概率 16.8%；到 6 月 19 日，维持当前利率不变的概率为 32.8%，累计降息 25 个基点的概率为 57%，累计降息 50 个基点的概率为 10.2%；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 18.2%，累计降息 50 个基点的概率为 46.2%，累计降息 75 个基点的概率为 31.1%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 4.02 吨至 957.17 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 36.79 吨至 14103.13 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 9.8 吨至 962.5 吨；截止 4 月 11 日当周的 SGX 白银库存周减 23 吨至 1745.3 吨。

【本周关注】鲍威尔重申美联储先观望再行动，警告面临通胀和经济两难挑战，否认要救市。关税恐慌推动购买热潮，美国 3 月零售销售环比增 1.4%，创两年多来最大增幅。接下来本周事件关注：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，短线持有，但近期上涨速度过快下不建议追涨，回调则仍视为中长期做多机会。

## 铜：关税预期继续发酵，铜价回落

【盘面回顾】沪铜指数在周三日盘持续回落，报收在 7.5 万元每吨，持仓量基本稳定在 52.9 万手，成交量 24 万手，上海有色现货升水 95 元每吨。

【产业表现】外媒 4 月 15 日消息，分析师们认为，第一量子矿业公司与巴拿马政府成立一家合资企业，可能会为关闭的 Cobre Panama 铜矿争端提供一个迅速而实用的解决方案。CTA 环境顾问总裁 Ana Juarez 表示，巴拿马人现在才开始意识到矿山暂停运营带来的经济影响以及该项目曾带来的益处。中美洲最大的露天铜矿 Cobre Panama 在 2023 年生产了 330863 吨铜，之后政府下令关闭。该矿原本计划在 2024 年实现每年 1 亿吨的运营规模。巴拿马的公众舆论似乎正在发生转变，这将有助于该公司与巴拿马政府建立潜在的合作关系。

【核心逻辑】铜价在周三的回落主要还是因为关税政策预期的继续发酵，从金铜价差进一步扩大就可以得到，投资者对于风险和衰退的预期再度增加，实际需求或逐渐降低。能化、黑色等板块的估值也在降低。短期来看，情绪或继续发酵。

【南华观点】持币观望。

## 铝产业链：关注电解铝需求

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 19635 元/吨，环比+0.33%，成交量为 5 万手，伦铝收于 2388.5 美元/吨，环比+0.57%，成交量为 1 万手，氧化铝收于 2816 元/吨，环比+0.04%，成交量为 7 万手。

【信息整理】1、高盛周一下调了今年铝价预测。之前，受特朗普政府大幅提高关税影响，高盛经济学家下调了美国经济增长预测。高盛预计，到 2025 年 12 月，铝价将反弹至每吨 2300 美元，而此前的预测为每吨 2650 美元。

2、几内亚 GIC 公司及其分包商(包括中资公司)受经济纠纷影响，被要求立即停止工作

3、4 月 16 日中国 2025 年一季度经济数据发布，GDP 达 318758 亿元，同比增长 5.4%，三大产业协同发展，消费、投资、外贸等数据均展现经济开局良好，稳步复苏。

【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，市场情绪仍偏谨慎，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。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：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，矿端干扰也开始出现，但考虑到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，同时现货货源较为充足，此次氧化铝反弹高度有限，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

## 镍，不锈钢：印尼 PNB 政策或主导走势

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 124140 元/吨，上涨 0.41%。不锈钢主力合约日盘收于 12820 元/吨，下跌 0.08%。

### 【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 127600 元/吨，升水为 2850 元/吨。SMM 电解镍为 126275 元/吨。进口镍均价调整至 124975 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28060 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 3245.45 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-2.9%。8-12%高镍生铁出厂价为 989.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-6.45%。纯镍上期所库存为 30694 吨，LME 镍库存为 202818 吨。SMM 不锈钢社会库存累库至 1002200 吨。国内主要地区镍生铁库存为 24173.5 吨。

### 【市场分析】

日内盘面维持窄幅偏强震荡。基本上无明显改动，镍产品版税确定将于 4 月 26 日正式落地，影响产品包括镍矿，镍铁，和镍中间品，整体税率均有上调，镍产业链成本线将有所上移。现阶段镍铁报价持续承压，最新报价跌破 990 元/镍点一线，前阶段产量偏高企稳叠加镍铁价格走高，库存有一定堆积。短期不锈钢市场亏损加剧，需求无明显起色。目前整体基本面无明显上升驱动，主要关注印尼 PNBP 政策对镍产品价格影响，镍产品资源议价权从矿端向下传导。虽然美国持续加码关税，但是短期关税情绪有所平息，PNBP 政策影响或主导价格走势。

## 锡：小幅回落

【盘面回顾】沪锡指数在周三小幅回落，报收在 25.5 万元每吨，持仓量小幅降低至 6.95 万手，成交量 18.69 万手。

【产业表现】印尼贸易部公布数据显示，印尼 3 月出口精炼锡 5,780.14 吨，较去年同期增长 49.8%。

【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。短期来看，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。

## 工业硅：弱势下行

【期货动态】SI2505 合约收于 9170/吨，日环比-1.5%

【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】工业硅市场价格再次下探，期货价格拖累现货，绝对价格历史低位下，市场仍未见到合理有效的去库，后市悲观情绪一再加重。供给端，北方内蒙、宁夏、陕西和山东在产硅企周度供给暂稳，生产承压，行情低迷，企业亏损幅度不断拉大。云南仍处于枯水期中，开工暂稳，未来开工意愿表现一般。需求方面，下游拿货需求少量显现，但仍以刚需为主。三大下游减产操作下，需求不断走弱，期现商基差小幅度让利出货。

以上评论由分析师戴鸿绪（Z0021819）、夏莹莹（Z0016569）、肖宇非（Z0018441）及助理分析师管城瀚（F03138675）、揭婷（F03114103）提供。

## 黑色早评

### 螺纹钢热卷：一季度 GDP 表现较好

【行情回顾】弱势震荡

【信息整理】1. 美联储主席鲍威尔再次强调，美联储将重点防范关税驱动的物价上涨演变为更持久的通胀热。这一表态强化了鲍威尔多次重点释出的信号，美联储官员并不急于调整基准政策利率。

2. 国家领导人会见马来西亚最高元首易卜拉欣时强调，中马双方要建设好“两国双园”、东海岸铁路等重大项目。

3. 国家统计局：一季度中国 GDP 同比增长 5.4%；全国规模以上工业增加值同比增长 6.5%，比上年全年加快 0.7 个百分点；社会消费品零售总额同比增长 4.6%，加快 1.1 个百分点；固定资产投资同比增长 4.2%，加快 1.0 个百分点。

4. Mysteel 调研显示，当前集装箱出口订单已经开始减少，减量或在五月传导至出口发运。叠加五月海关报关新规实施后，“抢出口”动能消退，或将进一步压制外需释放。

【南华观点】鉴于一季度 GDP 表现较好，美国对可转口贸易国加征关税给予 90 天缓冲期，中美关税博弈尚未定论，预计国内超预期的逆周期调节政策尚不急于出台，宏观政策利好预期走弱。但是当前中美脱钩态势给外需确实带来利空影响，新接单呈现走弱，可承接的铁水+废钢供应或有逐步见顶倾向，后续面临负反馈减产压力，单边上在没有供给侧缩减政策下仍建议逢高空。黑色品种短期呈现正套走势，或是市场认为抢出口需求能给近端带来支撑，关税利空影响或作用于远月，在中美关税仍在博弈期没有进一步好转变化，国内政策预期不强下，螺纹 05-10 反套进一步走强有一定阻力，不打算进入交割月的话或可逐步止盈。由于关税对热卷需求影响更甚，做缩 10 卷螺差可继续持有。

### 铁矿石：经济刺激预期减弱

【盘面信息】09 合约大幅回落，尾盘跟随股市回升。

【信息整理】1. 美对华关税加到 245%。2. 欧盟司法专员表示，欧盟仍需为与美国不能达成贸易协议做好准备。3. 初步核算，一季度国内生产总值 318758 亿元，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。

【南华观点】短期市场不确定性下降，期权隐含波动率下降。目前铁矿石基本面尚有支撑，但未来预期较差，且钢材需求环比下滑，去库斜率明显放缓，下游需求难以承接钢厂高铁水生产。估值短期下杀的比较，有反弹修复估值的需要，但继续向上缺乏进一步的驱动。总方向上还是偏空的，关注市场过于乐观反弹加空机会。

### 焦煤焦炭：情绪转弱

【盘面回顾】周三双焦震荡下跌

【信息整理】

1. 商务部回应“美对华个别商品关税加征至 245%”：美方将关税工具化、武器化已经到了毫无理性的地步，中方不予理会。

2. 国家统计局：一季度，国内生产总值 318758 亿元，同比增长 5.4%。

3. 青岛出台 12 条楼市新政：买新房二孩家庭补贴 5 万元、三孩家庭 10 万。

4. 商务部等 9 部门联合印发《服务消费提质惠民行动 2025 年工作方案》。

#### 【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：焦炭一轮提涨正式落地，港口焦炭现货跟随盘面反弹，入炉煤成本坚挺，即期焦化利润改善，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。

### 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）及助理分析师张涪（F03118257）、严志妮（F03112665）提供。

## 能化早评

### 原油：OPEC+八国提出超额补偿性减产，油价回升

【原油收盘】截至 4 月 16 日收盘，2025 年 5 月 WTI 涨 1.14 报 62.47 美元/桶，涨幅 1.86%；2025 年 6 月布伦特原油涨 1.18 报 65.85 美元/桶，涨幅 1.82%。中国原油期货 SC 主力 2506 收跌 3.2 元/桶，至 471.8 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，欧佩克收到八个国家更新后的补偿性减产计划，日均减产石油 30.5 万桶/日直至 2026 年 6 月。二是，美联储主席鲍威尔：政策位置良好，需

等待更明确的数据再考虑调整。加密货币渐成主流，预计相关监管将放宽。关税很可能刺激通胀暂时上涨且影响可能会持续很长时间，目前的趋势是通胀和失业率齐升。不要期待美联储出手干预大跌的股市，特朗普政策正不断变化，关税比美联储最高的预估还高，市场遇到困难可以理解。三是，4月11日当周，EIA原油库存+51.5万桶，战略原油库存+29.9万桶，原油产量+0.4万桶/天至1346万桶/天，炼油厂开工率-0.3%至86.3%，汽油库存-195.8万桶，取暖油库存+1.9万桶，精炼油库存-185.1万桶。四是，IEA月报：将2025年全球石油需求增长预期下调至73万桶/日（之前预估为103万桶/日）。五是，欧佩克月报：预计2025年全球原油需求增速预期为130万桶/日，此前预期为145万桶/日。预计2026年全球原油需求增速预期为128万桶/日，此前预期为143万桶/日。六是，商务部回应“美对华个别商品关税加征至245%”：美方将关税工具化、武器化已经到了毫无理性的地步，中方不予理会。

【南华观点】宏观：特朗普关税政策松动，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+补偿性减产超额落地，OPEC减产托底油价的逻辑依然存在，同时关注美伊谈判结局。在需求端，短期随着消费旺季来临，需求或有提振，因特朗普关税政策，OPEC和IEA下调需求预期，市场对中长期需求的担忧仍在。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，油价大跌后反弹，受OPEC+补偿性减产的影响，短期油价驱动向上。

### PTA-PX：随成本端震荡偏强

【PTA观点】近期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，PX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。近期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，震荡偏弱

【库存】华东港口库至77.1万吨，环比上期减少2.9万吨。

【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】

近期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，近期到港受天气影响大量延迟，近期港口整体发货不佳，周一港口显性库存去库 2.9 万吨。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 5 月见到实质性下滑。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。主要关注成本端波动与聚酯减产进度，乙二醇价格预计将以震荡偏弱为主。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。

## PP：重点关注政策变化和 PDH 开停车情况

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7098 (-26)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7180 元/吨 (+10)，华东现货价格为 7280 元/吨 (-40)，华南现货价格为 7300 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，但是否能完全弥补 PDH 装置停产带来的供给减量现在还未可知。总体来看，PP 预计将会是在关税影响下依然偏强的化工品种。

## PE：下方支撑不足

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7131 (-60)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7350 元/吨 (-40)，华东现货价格为 7450 元/吨 (-30)，华南现货价格为 7600 元/吨 (-80)。

【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，其供增需减的格局持续。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 下半年依然会是供给过剩的格局。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。

## 苯乙烯：随成本端下跌

【盘面回顾】EB2505 收于 7286（-144）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6195（-80），苯乙烯现货 7460（-140），主力基差 174（+4）

【库存情况】截至 4 月 14 日，江苏纯苯港口库存 14.2 万吨，较上期累库 0.15 万吨，环比上升 1.07%。截至 2025 年 4 月 14 日，江苏苯乙烯港口库存 9.56 万吨，较上周期去库 2.34 万吨，幅度 -19.66%；截至 2025 年 4 月 10 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 22.83 万吨，较上一周期增加 2.32 万吨，环比增加 11.30%。

【南华观点】

纯苯：进入检修季，上周苯产业链依然维持供需双降，下游中苯酚受大连恒力、广西华谊酚酮装置提负影响开工率上升，己二酸开工较上周持平，其他几大下游均有不同程度降幅，国内生产总体依然是需求减量大于供应减量，供需差持续缩小。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历史同期高位。供应宽松下，近月纯苯难以去库，基本面持续偏弱。上周纯苯价格完全受宏观主导，跟随原油深跌后小幅反弹。本周随着纯苯价格反弹，纯苯成交量再次下滑。昨日宏观再生变动，纯苯价格跟随成本下跌，买气一般，贸易商逢低接货，价差卖盘为主。

苯乙烯：部分大厂检修兑现，苯乙烯开工率继续下滑。需求端，下游 3S 开工率均下滑，其中 EPS、PS 下滑明显。供应减量下 3S 库存没有进一步累库，但仍处于同期高位。在原料端大幅跌价下 3S 环节利润有所修复，但受关税政策影响市场对于远月终端需求较为担忧。成本坍塌有部分苯乙烯工厂推迟检修，4 月供需差预计有所收窄，但总体苯乙烯 4 月供需偏紧格局不变。后续需要关注下游负反馈情况，3S 是否有进一步检修或降负动作以及关税政策落地后对于终端需求的实际影响。短期单边上苯乙烯更多受宏观影响跟随成本端原油波动，建议观望为主，待宏观局势稳定可考虑逢高试空。昨日苯乙烯盘面震荡走弱，近端买气一般，换月价差走缩，换货成交为主。纯苯苯乙烯价差走缩。

## 燃料油：受原油提振回升

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，FU07 报价 2952 元/吨升水新加坡 4 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-43 万吨，伊拉克+5 万吨，墨西哥出口-1.3 万吨，委内瑞拉+6 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-20 万吨，印度-25 万吨，美国+63 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，整体进料需求环比走弱，由于中国燃料油消费税抵扣问题，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，外盘强势冲高，建议暂时观望

### 低硫燃料油：受原油提振回升

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，LU06 报价 3399 元/吨，升水新加坡 06 合约 1.7 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，低硫裂解依旧延续疲软行情。

### 沥青：跟随成本端波动，近弱远期强格局仍在

【盘面回顾】BU06 收于 3278 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3415 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，短期还有下行驱动。

### 尿素：重回震荡

【盘面动态】：周三尿素 05 收盘 1790

【现货反馈】：周三国内尿素行情继续弱势下滑，跌幅 10-30 元/吨，截止昨日主流区域中小颗粒出厂 1730-1860 元/吨。期现价格同跌，需求端不温不火，市场交投气氛未见明显好转，尿素工厂还需进一步降价收单。短线行情继续偏弱向下。

【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：需求偏弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1352，-1.17%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 171.46 万吨，环比上周四+2.16 万吨；其中，轻碱库存 82.71 万吨，环比上周四-3.64 万吨，重碱库存 88.75 万吨，环比上周四+5.8 万吨。

【南华观点】

4 月整体检修偏少，日产高位运行，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 2509 合约昨日收于 1185，0.34%

【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。当前上中游库存均不低，出货压力较大，需验证真实需求的好转程度。产销中性。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 合约临近交割，趋势上贴近价格洼地湖北，09 合约考验需求，关注现货变动以及产销走势。

## 纸浆：欧洲库存偏高

【盘面回顾】截至 4 月 16 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘下跌 60 元至 5356 元/吨。夜盘上涨 10 元至 5366 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6350 元/吨，河北俄针报 5425 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4490 元/吨。

【核心逻辑】昨日纸浆期货 07 主力合约价格震荡下跌，持仓量增加，以空头增仓占优。技术上看，日 K 线收阴线实体，小时级别布林带收窄，价格重心平移。昨日山东针叶浆意向成交价格区间为 5420-6880 元/吨，阔叶浆意向成交价格区间为 4400-4500 元/吨，本色浆金星意向成交价格为 5450-5500 元/吨，均较上一工作日收盘价格稳定。进口针叶浆现货重心

疲软，进口阔叶浆下游压价采购。据 UTIPULP 数据显示，2025 年 3 月欧洲化学纸浆消费量 86.57 万吨，同比下降 3.24%；欧洲化学纸浆库存量 70.73 万吨，同比上升 6.24%，库存天数 26 天，较去年同期上升 1 天。欧洲纸浆库存季节性变化相对规律，绝对值对比近 4 年同期偏高，欧洲纸浆需求引流效果不明显，海外浆厂供给中国纸浆量高位，供给端给予价格下行压力。

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：反弹沽空

【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】北方二育依旧积极，标肥价差缩窄但不改变二育利润，之前市场始终交易近月降重抛压逻辑被现货市场证伪，验证我之前对栏舍率、二育利润指标的观察，近月仍有上涨空间，但近月上涨不改变远月供应压力积压的事实，当栏舍率达到一定值的时候终将释放，预计时间为 5 月，还要叠加产能压力，逢高沽空 07、09。

### 油料：震荡走弱

【盘面回顾】北方地区开始降价，菜系领跌。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，近月买船基本完毕，远月对美豆目前征收 138% 关税后断绝商业买船，而巴西豆榨利仍存，且在担忧后续供应背景下买船有所加速；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随着部分区域大豆逐渐到港而表现开始回升，但北方地区由于港口清关与到港节奏问题使得油厂开机受限，豆粕库存叠加 4 月下游开始备货而表现回落，目前预期北方偏紧情况将在 4 月中下旬后开始缓解；从需求端来看同样，养殖端利润与育肥动力不及一季度，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，物理库存已经来到历史地位，同时合同库存维持一周左右水平。

菜粕端来看，近期由于传印度菜粕与澳洲菜籽供应恢复而使得盘面豆菜粕价差逐渐修复近现货水平。后续来看逐渐进入水产备货旺季，预计豆菜粕价差可能在修复至与现货平水后再度走缩。

【后市展望】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。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：各归其位

【盘面回顾】消息无法证实下菜油价格因政策缘故反弹回升；棕榈油因产地增产窗口期愈发临近价格持续回落并保持对豆油价格的进一步收敛以争夺消费市场。

【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：关注政策变化

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅上涨，美元走弱，关注美棉周度出口情况。隔夜郑棉小幅收涨。

【外棉信息】据印度棉花协会消息，截至 4 月 15 日，印度本年度棉花累计上市量达 438.42 万吨，同比减少 4.83%。

【郑棉信息】截至 2025 年 4 月 15 日，全国 24/25 年度棉花公证检验量共 678.94 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。目前新疆整体新棉播种进度已过半，新棉陆续出苗，北疆和东疆棉区播种工作也有加快。当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。2025 年 3 月，我国服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额为 1240 亿元，同比增长 3.6%，纺织品服装出口额共 234.02 亿美元，环比季节性回升，同比增加 12.41%，但当前中美关税升级，国际贸易影响显著，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：支撑显著

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三上涨，得益于金融市场普遍企稳以及美元下跌。昨日夜盘郑糖小幅反弹，近期下方支撑显著。

【现货报价】昨日南宁中间商站台报价 6160 元/吨。昆明中间商报价 5930-6050 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 月前两周出口糖 63.28 万吨，日均出口 7.03 万吨，较上年 4 月全月日均出口减少 18%。

3、Unica 数据显示，巴西中南部 3 月下旬压榨甘蔗 45.6 万吨，同比减少 10%。产糖 20.1 万吨，同比增加 10%。

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：天气炒作干扰

【期货动态】苹果期货昨日继反弹，受近期北方降温大风天气影响。

【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，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】短期苹果价格波动剧烈，注意情绪炒作。

## 红枣：震荡运行

【产区动态】四月中旬前后，新疆灰枣枣树将陆续进入萌芽阶段，短期来看产区天气适宜，后续需关注低温及强降雨等天气异动现象的发生。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 1 车，河北崔尔庄市场到货 10 余车，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 16 日郑商所红枣期货仓单录得 7998 张，较上一交易日持平。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。