

## 金融期货早评

### 人民币汇率：中间价仍是汇率的锚

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.298，较上一交易日上涨 199 个基点，夜盘收报 7.2990。人民币对美元中间价报 7.2085，调升 48 个基点。

【重要资讯】欧洲央行将存款机制利率下调 25 个基点至 2.25%，将主要再融资利率下调 25 个基点至 2.4%，将边际贷款利率下调 25 个基点至 2.65%。此次下调均符合市场预期，这是该行自去年 6 月宣布降息以来第 7 次下调利率。

【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隐忧——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 7.30 附近震荡。

【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：政策加码或临近

【市场回顾】昨日股指走势震荡，以沪深 300 为例，下跌 0.02%，两市成交额下降万亿下方。期指基差整体上涨，应征了此前所说下方具备支撑的观点，指数回调，市场情绪即转向乐观。

【重要资讯】1、欧洲央行将存款机制利率下调 25 个基点至 2.25%，将主要再融资利率下调 25 个基点至 2.4%，将边际贷款利率下调 25 个基点至 2.65%。2、美国总统特朗普表示，美联储负有降低美国人民利率的责任；如果欧洲已经降息，那么美国将处于不利地位；鲍威尔行动迟缓、步伐缓慢，他没有做好这份工作，相信如果要求鲍威尔离职，其就会离职。3、李强：在一些关键的时间窗口，推动各方面政策措施早出手、快出手，对预期形成积极影响。

【核心观点】欧洲加息，进一步刺激特朗普，其多次表示希望美联储主席换人，并加快降息步伐，但其内部通胀压力后续或仍对美联储降息形成抑制，外部自身矛盾减缓关税进一步推进的步伐。国内相关部门领导人也积极引导政策早而快的入场，政策层面加码或进一步临近。短期逢回调可一定程度加大多头持仓，等待利好。

【策略建议】加大多头持仓，卖出虚值认购期权仍有机会。

### 集运：多家船司沿用 4 月报价

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格先回落，后回升，至短期高位后再度回落。截至收盘，除 EC2510 和 2602 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，5月1日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1119，较同期前值上涨\$9，40GP 总报价为\$1878，较同期前值上涨\$18。

5月初，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1335，较同期前值下降\$150，40GP 总报价为\$2245，较同期前值下降\$300。后两周，ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1841，较同期前值下降\$180，40GP 总报价为\$1837，较同期前值下降\$200。

#### 【重要资讯】：

1. 以色列国防部长卡茨 16 日表示，若哈马斯继续拒绝有关停火和人质交换的协议，以方将扩大在加沙的军事行动。他指出，以军正集中力量促成人质获释，并加大对哈马斯及其基础设施的打击。数十万加沙居民已撤离，大量区域被划为以色列“安全区”。以军将持续控制安全区，不再撤出。卡茨还表示，将建立民间机构分发人道物资的渠道，以削弱哈马斯对平民的影响。他强调，哈马斯正面临军方和民众双重压力，若继续拒绝协议，将遭更大规模打击。以色列 14 日向埃及和卡塔尔提出一项 45 天临时停火换人质的提案，要求哈马斯解除武装。但哈马斯官员 15 日回应称，该提案未包含其核心诉求，已被“完全拒绝”。

2. 4月17日下午，商务部举行例行记者会。有记者提问称，据媒体报道，在关税压力下，欧盟正在加紧努力在其他地区达成自由贸易协定。欧盟委员会主席冯德莱恩日前表示，欧盟将进一步转向亚洲。请问商务部对此有何评论？对此，商务部新闻发言人何咏前表示，中欧都是经济全球化和贸易自由化的倡导者、世贸组织的坚定维护者和支持者。今年是中欧建交五十周年，中方愿与欧方共同努力，加强对话沟通，扩大相互开放，深化务实合作，共同维护以世贸组织为核心、以规则为基础的多边贸易体制，维护全球产业链供应链稳定畅通，以中欧经贸关系的独立性和稳定性为世界经济注入更多确定性和正能量。

【南华观点】：期价低位震荡，一方面与我们此前多次提到的关税政策有关，另一方面，多家船司 5 月欧线报价沿用 4 月，甚至有所下降，使得此前部分投资者的 5 月涨价预期落空，利空市场情绪，也可以说是现价引领期价下行。此外，中欧双方就经贸关系表现出友善态度，利好于欧线贸易需求，使得期价昨日低位回升。对于后市而言，关税与船司变动仍是我们需重点关注的因素，短期期价预计仍以震荡走势为主，存在低位回升的可能性。重要申明：本报告内容及观点仅供学习和参考，不构成任何投资建议。市场有风险，投资需谨慎。

以上评论由分析师俞俊臣（Z0021065）、王映（Z0016367）、周骥（Z0017101）提供。

## 大宗商品早评

### 有色早评

#### 黄金&白银：高位震荡 整体仍强势

【行情回顾】周四贵金属价格高位震荡，最终 COMEX 黄金 2506 合约收报 3341.3 美元/盎司，-0.15%；美白银 2505 合约收报于 32.545 美元/盎司，-1.32%。SHFE 黄金 2506 主力合约收报 789.22 元/克，+2.18%；SHFE 白银 2506 合约收 8161 元/千克，-0.23%。周五 Comex 市场因耶稣受难节假日休市。

【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 86.3%，降息 25 个基点的概率 13.7%；到 6 月 19 日，维持当前利率不变的概率为 38.2%，累计降息 25 个基点的概率为 54.1%，累计降息 50 个基点的概率为 7.6%；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 22%，累计降息 50 个基点的概率为 47.4%，累计降息 75 个基点的概率为 27.4%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓减少 4.88 吨至 952.29 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 16.97 吨至 14120.1 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 5.9 吨至 956.4 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】欧洲央行公布最新利率决议，如期降息 25 个基点，将存款机制利率从 2.5% 下调至 2.25%，为自去年 6 月以来第七次下调利率。美联储“三把手”、纽约联储主席威廉姆斯表示，尽管特朗普政府的新一轮关税可能推高通胀、拖累经济增长并抬升失业率，但短期内没有必要调整联邦基金利率。接下来本周事件关注：周五 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 年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，短线建议前多继续持有，但近期上涨速度过快下波动可能加大，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

【盘面回顾】沪铜指数在周四强势反弹，收回了周三的部分跌幅，报收在 7.56 万元每吨，持仓量 52 万手，成交量 21 万手，上海有色现货升水 75 元每吨。

【产业表现】4 月 16 日（周三），世界金属统计局（WBMS）公布的最新报告显示，2025 年 2 月，全球精炼铜产量为 230.37 万吨，消费量为 237.96 万吨，供应短缺 7.59 万吨。2025 年 1-2 月，全球精炼铜产量为 469.29 万吨，消费量为 475.14 万吨，供应短缺 5.85 万吨。2025 年 2 月，全球铜精矿产量为 154.28 万吨。2025 年 1-2 月，全球铜精矿产量为 310.81 万吨。

【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。到了周四，预期被修正，铜价小幅上升。短期来看，情绪或继续发酵，铜价的波动率或持续偏高，价格绝对值难以预测。

【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 19730 元/吨，环比+0.46%，成交量为 6 万手，伦铝收于 2385 美元/吨，环比-0.15%，成交量为 1 万手，氧化铝收于 2871 元/吨，环比-0.35%，成交量为 15 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PNBP政策抬升镍产品成本线

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于126030元/吨，上涨0.99%。不锈钢主力合约日盘收于12845元/吨，下跌0.04%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为128775元/吨，升水为2750元/吨。SMM电解镍为127425元/吨。进口镍均价调整至126175元/吨。电池级硫酸镍均价为28050元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为1925元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-3.9%。8-12%高镍生铁出厂价为985元/镍点，304不锈钢冷轧卷利润率为-6.71%。纯镍上期所库存为30694吨，LME镍库存为202590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】

日内盘面持续震荡偏强走势。基本面上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，镍产业链成本线整体上移。镍矿短期持续强势运行，雨季末尾叠加税率上移无明显下压驱动。镍铁报价持续承压下行，主要原因包括目前接近金三银四尾声，不锈钢价格相对疲软，钢厂排产意愿有所降温；镍铁产量有一定过剩，造成库存堆积。硫酸镍链路价格相对稳定，下游新能源短期仍有补库需求。近期镍价持续强势主要受印尼PNBP政策情绪影响，现阶段主要关注版税落地情况，四月中印尼政府将于矿商进行版税会谈，部分矿商对成本线上移较为不满，关注后续是否对版税落地细则造成影响。镍产品资源议价权从矿端向下传导。关税情绪平息下，PNBP政策影响或主导价格走势。

## 锡：寻找新平衡

【盘面回顾】沪锡指数在周四小幅上升，报收在25.7万元每吨，持仓量小幅降低至6.57万手，成交量16万手。

【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。

## 碳酸锂：宏观雪上加霜

【期货动态】LC2505 合约收于 70500 元/吨，日环比+0.11%

【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：锂盐价格小幅下调，市场行情较为平淡，下游逢低进行采买，但采买意愿偏弱。

锂矿：锂矿市场成交平淡。锂盐厂买货情绪较淡，询盘找货不多，以消化库存为主。持货商出于成本等因素考虑，基本不愿主动降价。CIF6 中国锂辉石精矿报 795-815 美元/吨；国内现货锂辉石品位 3.0-3.5%报 780-820 元/吨度，品位 5.0-5.5%报 1030-1060 元/吨度；锂云母品位 2.0-2.5%报 720-780 元/吨度。

## 工业硅：弱势下行

【期货动态】SI2505 合约收于 9015 元/吨，日环比-0.06%

【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】工业硅现货市场延续弱势运行，供需两端表现均较为低迷，部分厂家心态悲观。下游市场接货持续以刚需为主，工业硅库存压力并未减弱。市场成交情况持续低迷，部分厂家因利润压力选择减产，但整体减产幅度有限。库存方面，整体库存仍处于较高水平，对现货市场形成一定压力。下游需求方面，多晶硅行业对工业硅的需求保持稳定，但电子级多晶硅市场仍面临一定挑战。

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：本周表需较好

【行情回顾】弱势震荡

【信息整理】1. 本周，五大钢材品种供应 872.71 万吨，周环比增加 1.65 万吨，增幅 0.2%；总库存 1584.68 万吨，周环比降 75.93 万吨，降幅 4.6%；周消费量为 948.64 万吨，环比增

5.3%，其中建材消费环比增 11.1%，板材消费环比增 1.8%。

2.247 家日均铁水产量为 240.12，-0.1。

【**南华观点**】本周建材表需超预期，但由于项目资金到位率一般，倾向于本周数据好是脉冲性，难以持续；热卷需求表现也较好，但是当前是仍处于抢出口阶段，若 5 月 1 号后买单窗口关闭后，需求将有走弱倾向，近期新接单也呈现明显走弱态势，总的来看，成材表需见顶预期较强。从供应来看，本周铁水日均产量略下滑，因部分高炉生产不顺和个别钢厂检修 1-2 天，从排产来看，铁水尚未见顶，下周铁水产量或仍有增加态势，短期增加了原料成本支撑，但也在累积成材供需矛盾。四月政治局会议临近，市场可能会炒作宏观利好预期，但是鉴于一季度 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。综合来看，短期铁水尚未见顶叠加政治局会议前可能有宏观炒作预期，盘面下行有一定阻力，但是考虑到需求或有见顶倾向，高铁水难以持续，后续仍面临负反馈减产压力，单边策略上仍建议逢高偏空。

### 铁矿石：上下两难

【**盘面信息**】根据路透社，中国近期将启动规模超万亿的房地产收储基金。消息一出，房地产股票迎来涨停潮，黑色价格也上涨。目前该消息没法证实或证伪，但从房地产股票看，价格皆冲高回落。房地产收储，更多的是利好房地产开发企业的盈利预期，改善其现金流，但是到影响新开工还是需要比较长的链条，对近月的黑色基本面影响有限，更多的是提振市场情绪。午后黑色价格冲高后回落，铁矿上面的压力还是很明显的，09 铁矿一到 715-720 区间，每次想突破都被按回来了。一鼓作气，再而衰，三而竭，次数多了就容易再次转下跌。

【**信息整理**】根据钢联，本期钢材数据超预期的好，螺纹表需上升至 270 万吨，并且产量环比下降 3 万吨，去库斜率变大。热卷产销皆增，销量大于产量增幅，因此去库斜率变大。

【**行情展望**】目前铁矿石上下两难，关税+内需不稳使得未来预期偏弱，反弹上方压力较大。但当下的基本面较好，铁水较高，本期的钢材需求超预期的好，短期基本面有支撑。前期估值杀的较低，所以价格较为领先基本面，下方短期不太好打下去。短期铁矿石价格是上下两难的，中长期来看是偏空的，但是做空需要等市场情绪改善、基差和估值修复后再择机在高位做空。

### 焦煤焦炭：铁水环比持平，双焦需求维稳

【**盘面回顾**】周四双焦弱势震荡

【**信息整理**】

1. 商务部：中美对口部门一直保持工作层沟通，敦促美方立即停止极限施压、胁迫讹诈。
2. 国新办将于 4 月 21 日下午 3 时举行新闻发布会，介绍《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》有关情况。
3. 据悉欧洲金融监管机构对美国国债的避险地位提出质疑。

【**产业表现**】

焦煤：本周焦煤矿山开工率环比走高，进口煤发运偏紧，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，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。部分地区钢厂反应，受关税带来的不确定性影响，下游接单有转弱迹象。本周铁水环比变化不大，但根据检修数据，铁水仍有增产空间，考虑到钢厂盈利尚可，二轮提涨或

有望落地。

【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，本周铁水增量不及预期，但根据检修数据，后续铁水仍有一定增产空间，考虑到钢厂盈利尚可，二轮提涨或有望落地。短期内焦炭基本面尚可，产业矛盾不大，建议观望为主。中长期，钢材销售已有转弱迹象，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）及助理分析师张泓（F03118257）、严志妮（F03112665）提供。

## 能化早评

### 原油：油价继续上涨

【原油收盘】截至 4 月 17 日收盘，2025 年 5 月 WTI 涨 2.21 报 64.68 美元/桶，涨幅 3.54%；2025 年 6 月布伦特原油涨 2.11 报 67.96 美元/桶，涨幅 3.20%。中国原油期货 SC 主力 2506 收涨 7.2 元/桶，至 479 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

【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，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，上周四开始市场心态有所缓和，在油价带动下反弹。近期 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，偏空看待

【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 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】：周四甲醇 05 收于 2356

【现货反馈】：周四远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 05+70

【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】：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：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 7099 (+1)。

【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 7140 (+9)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7350 元/吨 (0)，华东现货价格为 7420 元/吨 (-30)，华南现货价格为 7600 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：偏强震荡

【盘面回顾】EB2505 收于 7367 (+81)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6235 (+40)，苯乙烯现货 7525 (+65)，主力基差 158 (-16)

【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，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。昨日纯苯价格先涨后跌，近月补空，远月价差买盘，月差持稳。

苯乙烯：上周部分大厂检修兑现，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。昨日盘面偏强震荡，月内持货商套盘出货积极，基差走弱，远期基差持稳。

## 燃料油：受原油提振回升

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，FU07 报价 2974 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，外盘裂解高位回落

## 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 3473 元/吨，升水新加坡 06 合约 4 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：跟随成本端小幅波动，近弱远期强格局仍在

【盘面回顾】BU06 收于 3343 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3435 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。

## 玻璃纯碱：需求预期悲观

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1358，0.44%

【基本面信息】

本周纯碱库存 171.13 万吨，环比周一-0.33 万吨，环比上周四+1.83 万吨；其中，轻碱库存 84.69 万吨，环比周一+1.98 万吨，环比上周四-1.66 万吨；重碱库存 86.44 万吨，环比周一-2.31 万吨，环比上周四+3.49 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，光伏成品库存或见底拐头。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 1166，-1.6%

【基本面信息】

截止到 20250417，全国浮法玻璃样本企业总库存 6507.8 万重箱，环比-12.5 万重箱，环比-0.19%，同比+9.94%。折库存天数 29.2 天，较上期持平。

【南华观点】

产销疲弱，需求预期悲观，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 合约考验需求及预期，盘面悲观，关注现货变动以及产销走势。

## 纸浆：情绪仍弱

【盘面回顾】截至 4 月 17 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘下跌 24 元至 5332 元/吨。夜盘下跌 33 元至 5300 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6400 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，持仓量减少，以多头减仓占优。技术上看，日 K 线收阴线实体，小时级均线系统向下分散，价格重心下移。昨日进口木浆现货价格小幅调整，山东、江浙沪地区零星牌号针叶浆现货价格上涨 50 元/吨，与业者出货意向有关；进口阔叶浆现货实际成交承压，广东、江浙沪地区部分牌号现货价格松动 50-80 元/吨。据国家统计局，2025 年 3 月我国机制纸及纸板产量 1455.3 万吨，同比+3.6%，累计 3819.0 万吨，累计同比+3.8%，产量处近五年同期高位。从长周期大范围的角度来看，我国成品纸产量整体平稳增长，小周期受市场情绪及供需错配等因素扰动。当前纸浆基本面仍偏弱状态，高库存及弱需求压制价格上方空间，宏观及商品环境影响盘面情绪偏弱。

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

### 油料：震荡走弱

【盘面回顾】北方挺价心态较强，短期交易逻辑暂缓。

【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：承压运行

【盘面回顾】近月棕榈出现买船，月间价差走缩。

【供需分析】棕榈油：港口库存虽然当前维持低位，但随着产地报价走弱，未来进口可能逐步出现利润下，棕榈开始出现近月买船供给预期边际增加；消费端由于当前豆棕价差依旧倒挂，增量消费未给出，库存预期增长并需要通过继续收缩豆棕价差寻找消费。

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）期棉上涨超 1%，美棉周度签约量环比增加，且原油价格反弹。隔夜郑棉小幅下跌。

【外棉信息】据美国农业部，4.4-4.10 一周美国 24/25 年度陆地棉净签约 45813 吨，环比增加 76%，较近四周平均增加 88%，装运陆地棉 74435 吨，环比减少 13%，较近四周平均减少 13%。

【郑棉信息】截至 2025 年 4 月 16 日，全国 24/25 年度棉花公证检验量共 678.97 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：低吸为主

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周四收高，自本周触及的两年半低位反弹，但需求疲软仍带来压力。

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 5930-6060 元/吨。

【市场信息】1、截至 4 月 16 日，巴西港口待运食糖船只数 42 艘，上周为 38 艘，待运食糖 169.35 万吨，上周为 158.83 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：偏强运行

【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 16 日，全国主产区苹果冷库库存量为 354.56 万吨，环比上周减少 44.06 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：低位运行

【产区动态】新疆部分产区灰枣枣树已陆续萌芽，目前生长情况良好，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 3 车，河北崔尔庄市场到货 10 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 17 日郑商所红枣期货仓单录得 8073 张，较上一交易日增加 75 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）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。