

金融期货早评

人民币汇率：贬值压力或相对缓和

【行情回顾】4月18日，在岸人民币对美元16:30收盘报7.3039，较上一交易日下跌59个基点，夜盘收报7.2990。人民币对美元中间价报7.2069，调升16个基点。

【重要资讯】1) 日本3月核心CPI同比升3.2%，预期升3.2%，前值升3.0%。2) 美国总统在白宫发表讲话，重申美联储主席鲍威尔应该降低利率。美国总统已连续两日就降息向鲍威尔施压。

【核心逻辑】我们认为，接下来的关键点在于经济，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。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（中间价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，人民币快速贬值风险或较小，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：静待变量破局

【市场回顾】上周五股指走势震荡，以沪深300为例，上涨0.01%，两市成交额下降至9.1万亿左右。期指基差整体有所回落，市场情绪变化不大。

【重要资讯】1、由于美国政府对我国商品加征的畸高关税将导致供应链危机，美国政府内部已开始讨论组建一个工作组，以便在未能与中国政府谈判取得突破的情况下紧急处理这些问题。2、美国贸易代表办公室宣布对我国物流、海事和造船领域301调查的最终措施。18日、19日，我商务部及多家行业协会密集发声：敦促美方立即纠正错误做法！3、白宫试图加强对金融监管机构的控制。从本周一开始，包括美国证监会、美国商品期货交易委员会、美国联邦存款保险公司在内的独立机构将被纳入白宫的监管范畴，这些机构推出任何规则前，都需要得到特朗普政府的批准。

【核心观点】上周国内政策面仍在进行引导，称要早出手、快出手，对预期形成积极影响，或一定程度上意味着政策面的推出越来越近。而外部美方似乎情况不乐观，一方面与日本的会谈似乎并未处于优势，另一方面其国内信心层面的崩塌以及政策层面的受阻，使得官员应接不暇，中美贸易摩擦方面或短期没有更坏的消息。不过，此前我们也提到外部的不确定或一定程度制约国内政策面的出台节奏和力度，短期或维持继续震荡，或牵一发而动全身。在下方存在资金支撑，而市场利空信息有限的情况下，我们维持谨慎乐观的观点。

【策略建议】持仓观望。

集运：美国态度似有所缓和？针对“中国船舶”将分两个阶段实施

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货各月合约价格高开，后震荡回落。截至收盘，除EC2508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\$1127，较同期前值上涨\$8，40GP总报价为\$1891，较同期前值上涨\$13。

5月初，长荣海运上海离港前往鹿特丹的船期，20GP总报价为\$1355，较同期前值下降\$100，40GP总报价为\$2260，较同期前值下降\$100。

【重要资讯】:

1. 马士基告知，北欧多个港口（特别是安特卫普和不来梅港）的拥堵程度和运营中断情况日益加剧。这是由多种因素共同作用的结果，例如罢工、整个行业海运网络的逐步启用和逐步淘汰计划、欧洲大陆腹地干线的低水位以及复活节假日前劳动力供应低于往常。这些因素共同导致堆场密度增加，集装箱停泊量超出了港口的运营能力。马士基正在竭尽全力应对这一情况，最大限度地减少延误，但由于码头面临拥堵，预计这将对我们的船舶和驳船时刻表造成影响。

2. 当地时间 4 月 17 日，美国总统特朗普在白宫椭圆形办公室对记者表示，他不想继续提高对中国的关税了，因为这可能会使两国之间的贸易陷入停滞。彭博社等报道称，在谈到美国会对中国进一步反制措施作何回应时，特朗普对记者暗示，他可能愿意降低关税。“在某个时候，我不想让关税再提高了，因为到了一定程度，人们就不会购买商品了。”特朗普接着说：“所以我可能不想让关税再提高，甚至可能不想达到现有水平。我可能想降低关税，因为，你知道的，你希望人们购买商品。”

3. 美国当地时间 4 月 17 日，美国贸易代表办公室（USTR）宣布将采取了有针对性的行动，旨在恢复美国造船业，并应对中国为主导海事、物流和造船业而采取的不合理行为、政策和做法。这些行动兼顾了采取行动的必要性 and 减少对美国出口商干扰的重要性。这些行动将分两个阶段实施：前 180 天的适用费用为 0 美元。（1）第一阶段，180 天后：根据美国每次航行的净吨位向中国船舶所有者和经营者收取费用，并在随后的几年内逐步增加；根据净吨位或集装箱数量向中国建造船舶的运营商收取费用，并在接下来的几年中逐步增加；为了激励美国建造的汽车运输船，将根据外国建造的汽车运输船的容量收取费用。（2）第二阶段行动三年内不会发生。

【南华观点】：期价高开，一方面可能来自于马士基对于北欧港口拥堵状况的公告，供应链周转效率较低，从供应端利好于运价；另一方面则可能来自于美国在关税问题方面略有缓和的态度。而后续期价的下调，延续此前逻辑——主流船司 5 月报价延用 4 月，甚至继续下调，不及市场预期，引领期价下行。此外，美国正式宣布针对中国造船业的行动，略有缓和，短期可能助长美线抢运，中长期则显然对中国船运市场存在显著不利。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（20021065）、王映（20016367）、周骥（20017101）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：黄金新高 白银震荡

【盘面回顾】上周贵金属市场黄金新高，白银高位震荡。黄金市场的强势仍受到需求端拉动，今年以来，全球黄金 ETF 与央行购金需求继续保持强劲态势。上周中国黄金 ETF 规模

进一步增长至 187.7 吨，周增 14.4 吨，4 月份以来增 45 吨，25 年来增 70.2 吨，此外国内黄金期货持仓亦快速增长至新高，一方面反映国内需求旺盛，可能是 4 月金价上涨的主驱动，另一方面则反映赛道拥挤下的短期追高风险可能加大；全球看，上周全球黄金 ETF 规模周增 16 吨，4 月份以来增 44.7 吨，25 年来则已经暴增 204.22 吨，但当下 CME 黄金期货持仓则绝对水平偏低，或反映短期获利盘了解压力有限。另外，周内美联储主席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。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周度微降 0.86 吨至 952.3 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 147.13 吨至 14120.1 吨。短线基金持仓看，根据截至 4 月 15 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周增 1495 张至 202210 张，其中多头增加 1874 张，空头微增 379 张；白银非商业净多减少 2567 张至 43949 张，其中多头减少 3358 张，空头减少 791 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度减少 42.5 吨至 1344 吨，COMEX 白银库存周增 50.6 吨至 15523.9 吨；SHFE 黄金库存维持在 15.678 吨，SHFE 白银库存周减 54.9 吨至 937.2 吨；上海金交所白银库存（截至 4 月 11 日当周）周减 23.1 吨至 1745.3 吨。

【本周关注】本周数据总体清淡，适当关注美房屋销售数据以及密西根大学消费者信心指数。事件方面，周一 20:30，2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比接受 CNBC 的采访；周二 21:00，美联储副主席杰斐逊在经济流动性峰会上发表讲话，同时 IMF 发布《世界经济展望》报告；周四 02:00，美联储公布经济状况褐皮书；周五 18:30，俄罗斯央行公布利率决议。

【南华观点】中长线或偏多，月线仍偏强，周线黄金强势，白银则震荡，短线看，黄金仍处于偏强格局中，白银则需投资需求带动突破关键阻力 35 后才能转涨，操作上建议多单持有，但波动加大下追涨风险增加，建议控制好仓位，回调仍视为中长期分步布多机会。

铜：震荡偏强

【盘面回顾】铜价在周中经历了小幅的 V 字反转，最终报收在 7.61 元每吨，上海有色现货升水 135 元每吨。沪铜库存小幅回落 1.2 万吨至 17.1 万吨，出现季节性去库；LME 库存小幅增加至 21.3 万吨，铜矿港口库存小幅降低 2.7 万吨至 62.5 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 -30.93 美元每吨；铜铝比小幅增加至 3.84；精废价差缩窄至 844 元每吨，相对较低。

【产业表现】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】在过去的一周，铜价在周三回落周四回升，反映的是投资者对于风险预期的变化。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。展望未来一周，铜价或继续在 7.6 万元每吨附近寻找支撑，有一定上升的空间。首先，货币政策和财政政策基本保持稳定，关税政策的预期随着时间的推移变化也在降低。其次，国内库存出现季节性小幅降低，是需求良好的一个信号。然后，精废价差较低，说明目前铜价仍有上升空间。另外，根据目前的持仓量对应此前的价格来看，仍有小幅上升的空间。最后，需求情况尚可，对价格起到一定支撑。

【南华观点】震荡偏强，周度价格区间 7.52 万-7.72 万元每吨。

铝产业链：关注电解铝后续需求

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 19785 元/吨，环比+0.43%，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 2814 元/吨，环比-1.09%，成交量为 21 万手。

【核心逻辑】铝：海外宏观方面，关税政策目前仍然处于反复不定的状态，美国通胀压力加大，但鲍威尔发言偏鹰，美联储暂未对降息松口，美国衰退概率增加，宏观情绪依然偏空。基本面方面，电解铝供给变化不大，铝锭持续去库，但目前传统旺季已接近尾声，且贸易战背景下，出口下滑已可预期，因此 4 月中下旬开始可能会出现全球需求减弱的情况。总的来说下周我们预计铝价或将维持震荡，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：本周随着氧化铝厂陆续检修，供给有所下降和海外氧化铝成交价格上涨因素影响，氧化铝价格有企稳迹象。矿端干扰开始出现，GIC 矿企被码头可能暂停作业，但短期铝土矿供应并无担忧。考虑到氧化铝供应过剩情况未得到彻底改变且部分检修较早的氧化铝企业在四月底将逐渐复产，叠加目前氧化铝现货充足且仓单压力大，预计氧化铝价格仍将偏弱运行。

【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行驱动。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，预计窄幅震荡。近期镍价持续强势，主要受印尼 PNB 政策情绪影响。现阶段版税落地情况成主流影响因素，四月中印尼政府将与矿商进行版税会谈，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，PNB 政策影响或主导价格走势。

锡：寻找新平衡

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中保持稳定，报收在 25.6 万元每吨，上海金属网现货升水 1000 元每吨。上期所库存小幅降低至 9571 吨，LME 小幅降低至 2850 吨。进阶数据方面，锡进口依然亏损，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。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，周运行区间25.2万-27万元每吨。

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）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：预期较弱

【行情回顾】弱势震荡

【信息整理】1. 李强主持召开国务院常务会议：研究稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措。

2. 美对我造船等领域宣布最终措施，商务部回应：将密切关注美方有关动向，并将坚决采取必要措施维护自身权益。中船协等多家行业协会密集发声。

【南华观点】从钢材市场供需层面综合分析，需求端呈现结构性分化且前景趋弱，建材表现需求虽表现亮眼，但鉴于项目资金到位率欠佳，其向好态势或为短期脉冲，难以持续；热卷因抢出口需求维持高位，然下游冷卷需求显著走弱，随着5月1日买单窗口临近关闭，热卷需求或将于五月走弱。表外材方面，钢坯、带钢库存去化速度放缓，涂镀订单下滑，总的来看，钢材需求预期面临见顶走弱迹象。供应端，长流程钢厂仍有盈利，铁水产量尚未触顶，后续仍有增产趋势，短期内或存原料补库需求，但市场普遍预期钢材需求转弱、原料供应宽松，后续会面临负反馈减产压力，致使原料推涨乏力。宏观层面，四月政治局会议近在咫尺，但市场预期短期内国内宏观政策可能不会有重大举措，宏观政策预期炒作热度较低。基于上述因素，当前钢材盘面缺乏有效反弹动能，利空影响或逐步照进现实，操作上建议逢高做空，螺纹10合约可关注3150-3200附近压力位，热卷则关注3250-3300附近阻力。

铁矿石：负反馈预期骤增

【南华观点】市场基本面与价格之间的劈叉拉大，黑色价格较为提前的抢跑基本面。也就是说，目前的黑色基本面尚可，钢厂有一定的生产利润，也有之前的接单，铁水产量也维持在高位，下游终端钢材需求也尚可。

但市场对于未来的预期比较悲观。首先，周四的表需数据是超预期的好的。如螺纹钢的表需上升到270万吨。热卷的表需增量也超过了其产量的增量，去库斜率重新变陡。但数据

一出，价格冲高回落，市场在担心需求见顶，后续的需求无法承接 240 万吨的铁水，有负反馈的可能性。各种调研情况显示 4 月后下游接单有大幅下降的情况，这种悲观预期也可能提前在盘面中计价，这种负反馈的预期近期升温较快。

此外，盘面的基差在扩大。值得注意的是，不光是黑色系商品的基差在扩大，股指期货的基差率也整体在往上走。上证指数日线六连阳，但股指基差走阔，这里面背离的原因也反映出市场对未来谨慎悲观的心态。

市场对倒逼出经济刺激的预期在升温。从时间节点来看，4 月底有政治局会议。我们判断出强刺激（如 9.24）的可能性不大，更多的是托举式、渐进式的政策支持。此外市场降准降息的预期加强，但是从市场利率来看 4 月降息的可能性不大（LPR 目前主要挂钩 7 天逆回购利率）。美联储下一个降息节点可能是 6 月，因此中间时段可能面临承压的阶段。

所以，维持铁矿石逢高空的观点不变。如果市场对政策有预期导致的反弹，将会是较好的做空入场点。

焦煤焦炭：关注月底会议

【盘面回顾】本周焦煤现货涨跌不一，焦炭港口现货稳中有涨，产地一轮提涨落地，即期焦化利润改善。焦煤盘面持续阴跌，焦炭盘面小幅反弹后转跌，双焦基差小幅走强，盘面焦化利润扩张，5-9 月间正套走强，JM5-9 月差 -80.5 (+23.5)，J5-9 月差 5.5 (+53.5)。

【产业表现】

焦煤：本周钢联口径焦煤矿山开工率环比走高，与汾渭口径数据劈叉，路透进口煤发运仍偏紧。焦化即期利润改善，焦化厂生产积极性良好，对原料煤有刚性采购需求，焦煤短期需求有所改善。

焦炭：焦炭一轮提涨落地，入炉煤成本小幅下移，即期焦化利润扩张，焦化厂增产积极性良好。钢厂盈利比例提高，但细分钢材利润环比回调，本周铁水产量基本维稳，焦炭供需结构边际变差。

【南华观点】

焦煤方面，近期 05 合约快速下跌，多头接货利润有所增加，此外，基差走强部分期现套利离场，近月仓单压力缓和，均对 05 起到支撑作用。远月预期虽差，但主力盘面快速跌至 950 附近，继续做空风险较大，短期盘面或迎来技术性调整。考虑到临近 4 月底政策窗口，时间点不利于空头继续加仓，建议前期空头适当止盈。中长期焦煤仍是黑色空配，不建议抄底。焦炭方面，本周铁水增产略不及预期，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，对原料打压意愿不强，短期内焦炭基本面矛盾不大，建议观望为主。中长期，钢厂接单已有转差迹象，在有利润的情况下，出于对后续需求的担忧，钢厂对二轮提涨接受度并不高，即便二轮能够落地，继续提涨空间也十分有限，且入炉煤仍有让利空间，建议产业等待低基差下的套保机会。

硅铁&硅锰：继续累库

【核心逻辑】成本端硅铁成本在上周电价下跌影响后趋于稳定；硅锰减产以及市场预期二季度锰矿供应量的增加，锰矿价格存在继续下跌的可能性，但短期内市场传南非罢工的影响，锰矿商存在挺价情绪的可能性。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，但相较于上周减产速率下降。需求端铁水产量小幅下滑，五大材库存去库速度增加，下游需求铁水仍处在一定支撑，但铁水产量是否出现拐点信号需关注下周铁水数据。库存端铁合金库存继续增加，硅铁累库速度大幅增加，硅铁本周厂库+仓单库存为 16.37 万吨，环比+7.74%；硅锰厂库+仓单库存为 74.51 万吨，环比增加 1.13%。

【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，高铁水内否继续维持存在不确定性。铁合金高库存的格局仍未改变，建议反弹逢高做空

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

能化早评

原油：俄乌冲突缓和，油价开盘回落

【原油收盘】4/18:因西方耶稣受难日假期，国际原油期货休市一天，WTI 和布伦特均无结算价。中国 INE 原油期货主力合约 2506 涨 11.6 至 490.6 元/桶，夜盘涨 1.6 至 492.2 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，克里姆林宫：俄罗斯总统普京表示，出于人道主义考虑，俄方将于（当地时间）4 月 19 日 18 时至 21 日 0 时停止一切军事行动。预计乌克兰方面将会效仿我们的做法。与此同时，我们的军队必须做好准备，击退敌人可能违反停战协议的行为和挑衅，以及任何侵略行动。二是，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。三是，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。四是，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。

【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：需求悲观下估值承压，随成本端震荡

【PTA 观点】本周 PTA 负荷变化不大，原计划本周重启的逸盛大连 375 万吨推迟至 4 月下旬重启，后期恒力计划 4 月 28 日对 250 万吨的惠州 2#进行检修、5 月 10 日对大连 2#220 万吨进行检修。下游聚酯的开工依然维持在高位。总体延续去库，仓单流出补充。聚酯方面，万凯重启，长丝检修，经纬重启，截至本周四，初步核算国内大陆地区聚酯负荷在 93.4%附近。本周五虽然也有传出减产传闻，但是实际有待观察。本周 PTA 加工费也压缩至 200 多。PTA 本周加工差逐渐走至非动荡期的水平，PTA 在持续低利润情况下，检修预期增多，总体迎来去库时间段，但是下游需求的负反馈越来越临近，总体加工费仍旧区间震荡，单边撕裂，短期总体逢低多，中期逢高空。

【PX 观点】本周 PX 开工国内变化不大，海南炼化降负荷，彭州石化上周初降负荷预计 10

天，海外 FCFC 检修维持，SABIC 一套 134 万吨装置检修 2 个月，亚洲开工有所下调。石脑油与布伦特的价差仍在 60 出头的位子，PXN 在 180 附近。利好方面，OPEC+减产对油价带来一定支撑，PX 及整个芳烃的经济性不佳在成本端有所支撑。利空方面，下游织造已经连续数周开工下滑，聚酯产业的开工虽仍有支撑，但市场对后期的需求存在担忧，虽然关税问题还在来回拉扯，但是去全球化是一件大概率时间，对终端的利空是长时间问题，小环节节奏上可能有点波动。短期来看，临近五一，聚酯的开工有下降的可能，市场关注从织造传导至聚酯负反馈的到来，市场心态显得谨慎，整个行情显得拖沓。总体操作上以反弹布空为主。

MEG-瓶片：终端需求积重难返，供应担忧下博弈加剧

【库存】华东港口库至 77.1 万吨，环比上期减少 2.9 万吨。

【装置】中石化武汉 28w 近期停车，预计持续半个月；内蒙古建元 26w 近期重启；内蒙古兖矿 40w 近期重启；

【观点】

本周 EG 价格在需求悲观与乙烷制减量存疑的背景下走势偏弱。基本面方面，供应端部分装置负荷波动，总负荷继续下调至 65.32% (-1.73%)。效益方面，受绝对价格下跌影响，煤制利润继续承压，部分成本较高边际装置小幅亏损；乙烯制方面利润持稳，EO 生产经济性继续走强，部分企业存转产 EO 动作。库存方面，本周实际到港中性，但近期港口整体发货不佳，下周一港口显性库存预计累库 2 万吨左右。需求端，聚酯总负荷随瓶片装置重启继续上调至 93.8% (+0.5%)。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，部分厂家五一附近存减产停工计划。终端负反馈加剧下，长丝库存再次累积，加工费同样再次压缩。

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，对需求的悲观与不确定性导致下游对开工与采买原料保持谨慎，订单萎缩的负反馈持续传导，在宏观环境有实质性改变前，涤丝环节的减产应只是时间问题，预计五月将能见到实质性下滑。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，乙二醇价格震荡偏弱看待。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：月差仍偏反套

【盘面动态】：周五甲醇 09 收于 2286

【现货反馈】：周五远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 05+60

【库存】：上周甲醇港口库存窄幅累库，外轮卸货速度维持正常且符合预期。江苏沿江主流社会库提货稳健，有大型终端工厂原料管输来自非显性库区，因此进口船只供应补充下库存积累；浙江地区刚需稳定，进口供应补充下库存同步积累。华南港口库存呈现去库。广东地区周内进口及内贸船只均有补充，周边及当地下游消耗良好，社会库区提货量明显提升，库存呈现去库。福建地区周内仅一船内贸船只到货，下游刚需消耗下，库存继续去库。

【南华观点】：内地久泰、宝丰等装置意外停车，内地供需偏强，内地与港口表现劈叉，港口与内地倒流窗口打开。但从港口基差表现来看，港口持货意愿并没有增强，基差继续走弱。而内地 5 月前大概率维持较强，一是内地库存低位，二是假期前的补库需求，但是受高价影响，下游采购意愿有转弱。5 月后供应将集中回归，伊朗已发 43w，运量充裕叠加

非伊开工有所回升，渤化、盛虹、阳煤在 05 前有检修预期，美金进口利润增加。整体来看，甲醇供应逐渐回归而需求见顶，压力主要体现在二季度，自身基本面来看月差偏反套，但是需要关注宏观影响以及关税影响。此外关税影响下的 PDH 停车预期，以及甲醇 91 的正套机会。综上，反套持有。

PP：短期基本面转好，远期不确定性较高

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7124 (+25)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7200 元/吨 (+20)，华东现货价格为 7280 元/吨 (0)，华南现货价格为 7340 元/吨 (+40)。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 78.07%，环比下降 0.96%。检修损失量共计 4.1 万吨，环比上升 13.09%。从检修计划看，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 50.26%，较上周下降 0.09%。其中，BOPP 开工率为 61.78% (0%)，CPP 开工率为 51.38% (-1.24%)，无纺布开工率为 37.73% (+0.98%)，塑编开工率为 46.7% (-0.9%)。PP 下游开工率基本维持稳定，其中塑编、无纺布开工情况好于去年同期，但 BOPP、CPP、管材情况不如往年。本期 PP 总库存环比下降 2.85%。上游库存中，两油库存环比下降 3.28%，煤化工库存下降 6.93%。中游库存中，贸易商库存环比下降 4.26%，港口库存下降 0.26%。

【观点】横向比较来看，PP 价格相对较硬，是化工品种中少数未跌破 2023 年年中低点的品种。从 PP 基本面看，供给端，PP 装置已进入集中检修期，供给量偏低；需求端，内需维持中性偏弱水平，出口情况短期预计较好，综合来看 PP 供需情况将有所转好。但从中长期看，PP 走势的不确定性较大，关税政策将对 PDH 装置的开工情况带来多大的影响目前未知，部分工厂已转向从中东进口丙烷，部分工厂在来料加工方面寻求突破口。从中性的预估来看，假设 PDH 制装置降幅 25%，油制装置提负 5%，PP 预计从供给过剩格局转向供需紧平衡。

PE：供给端压力难以化解

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7143 (+3)。

【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 83.81%，环比上升 0.67%。装置检修损失量延续下滑趋势，产量回升。从检修计划看，5、6 月检修预计持续缩量。投产方面，内蒙宝丰 3 线近期已产出合格品。需求端，本期下游平均开工率为 40.2，环比下降 0.87%。其中，农膜开工率为 30.08% (-7.46%)，包装膜开工率为 47.56% (-0.51%)，管材开工率为 31.5% (-0.17%)。农膜开工率下降幅度加大，农膜产销已转向淡季。PE 其他下游如包装膜、管材、中空，开工率回升乏力，同比低于去年水平。所以 PE 需求面临减量趋势。本期总库存环比上升 2.02%。其中上游石化库存环比上升 12%，煤化工库存下降 17%，贸易商库存环比上升 5%。炼化企业和贸易商库存压力累积。

【观点】PE 当前估值已处于近 5 年低位，一方面是受宏观情绪的带动，另一方面是 PE 自身缺乏下方支撑力。从现货情况看，现货价格随盘面下跌，并且上游、中游均出现累库，下游拿货意愿偏弱。从 PE 基本面看，供给端，新产能投放在不断兑现中，加之装置检修量持续下滑，存量装置产量回升，另外，关税政策带来油价走弱，油制 PE 利润扩张，推进炼厂提负生产，三重因素导致 PE 供给压力层层累积；需求端，农膜需求如预期转弱，且其他下游增长乏力，导致需求难有增量，所以 PE 供增需弱的格局延续。

PVC:华东持续大幅去库

供应：本周烧碱波动较大，下半周液氯走强，烧碱在下游补库阶段性结束后明显走弱，氯碱综合利润保持低位震荡，电石法受制于利润压力，叠加前期的计划检修，本周开工率低位延续，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：3月出口36.63万吨，数据很强。近期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，近几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2.9万吨，厂库库存去化，待发走平，总库存持续去化，华东大样本已经接近去年同期水平。

价格（基差）：本周PVC价格低位震荡，总体波动率偏低，成交比较平淡，周内无放量。

策略观点：本周能明显的感受到关税交易在被逐步计价，工业品本周基本都没有什么太大的跌幅，原油从底部反弹已经超过10个美金，PVC总体供需不差，但是盘面维持底部震荡，没有什么明显的变盘信号。另外PVC作为盐化工相对成本比较踏实，成本端可以塌陷的空间已经比较小，并不具备大幅做空价值，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，平衡表相对预期会有一些的走弱，后续核心关注仍是实际出口反馈。

苯乙烯：关注终端负反馈

【盘面回顾】EB2505收于7393(+107)

【现货反馈】下午华东纯苯现货6230(-5)，苯乙烯现货7515(-10)，主力基差122(-10)

【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17日，中国苯乙烯工厂样本库存量21.84万吨，较上一周期增减少0.98万吨，环比减少4.30%。

【南华观点】

纯苯：本周石油苯受前期停车装置影响开工率继续下滑，加氢苯开工产能大于停工，供应增加。需求方面，几大下游开工涨跌互显，其中己内酰胺与苯胺均有较多停车装置回归，开工率有所回升，下游综合需求较前一周基本持平，没有进一步下滑。受下游部分装置回归以及五一节前备货影响，下周纯苯需求量预计有所增加，加上近期进口货到港量较少，下周纯苯华东港口预计将去库，但短时的港口去库并不代表纯苯供需格局的好转，当前纯苯的隐性库存仍然处于高位，关税矛盾仍充满不确定性，若美国关税政策落地实施，纯苯面临全球物流重构的问题，按照10%的关税考虑欧亚套利窗口已经比欧美套利窗口更易打开，欧洲过剩的纯苯将冲击中国市场，目前市场传闻5月末起预计5-6万吨欧洲纯苯将抵达东北亚。关税矛盾导致中国纯苯进口承压的同时终端出口需求亦承压，二季度纯苯的基本面将持续偏弱。当前纯苯价格更多随宏观以及原油波动。

苯乙烯：受上周停车检修装置影响，苯乙烯开工率继续下滑。需求端，下游3S中，由于前期停车降负装置回归，EPS行业总体提负明显，ABS、PS开工小幅波动，3S对苯乙烯综合需求量有所提升。终端需求不佳导致3S继续累库。本周3S环节利润依然表现良好，但受关税政策影响市场对于远月终端需求较为担忧，后续需要关注下游负反馈情况，尤其是五一之后终端是否有比较明显的负反馈向上传导。本周苯乙烯港口库存去到10万吨以下，从船报来看近期苯乙烯到港量较少，考虑下游会有节前备货的动作，下周港口预计延续去库。本周东北某苯乙烯大厂已结束检修，4月底还有其他装置回归，后续苯乙烯供应将逐步增

加，苯乙烯维持强现实弱预期不变，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做空。

燃料油：小幅回升

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，FU07 报价 3007 元/吨,周五新加坡市场休市

【产业表现】供给端：进入 4 月份，俄罗斯高硫出口-44 万吨，伊朗高硫出口-30 万吨，伊拉克+87 万吨，墨西哥出口+5 万吨，委内瑞拉-40 万吨，供应依然紧张；需求端，在船加注市场，新加坡进口依然高位，加注市场供应充裕；在进料加工方面，4 月份中国+15 万吨，印度+15 万吨，美国-46 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，中东浮仓高位回落

【南华观点】4 月份因俄罗斯和伊朗出口缩量，供应端依然紧张，在进料需求方面，中国进口小幅回升，印度进口回升，美国回落，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，新加坡和马来西亚浮仓库存高位回升，新加坡市场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：小幅走弱

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，LU06 报价 3441 元/吨，新加坡周五休市

【产业表现】供给端：4 月份，科威特供应-13 万吨，阿联酋进口+3 万吨，中东供应+15 万吨，巴西-43 万吨，西北欧市场供应-72 万吨，非洲供应-3 万吨，4 月份供应有缩量预期；需求端，4 月份中国进口-18 万吨，日韩进口+10 万吨，新加坡-12 万吨，马来西亚进口+1 万吨，新加坡的低硫燃料油货源充裕；库存端，新加坡库存+86.6 万桶；舟山-14 万吨；

【南华观点】4 月份低硫燃料油因西北欧市场有缩量预期，在需求端，航运市场低迷，船燃市场提振有限，中国进口依然缩量，日韩进口有所回升，需求依然低迷，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，LU 基差拉大，有基差修复的驱动，关注 LU 正套机会

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 3371 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3450 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 0.8%至 32.7%，华东-1.3%至 27.2%，中国沥青总的开工率 1.1%至 28.7%，产量+1.3 万吨至 49.2 万吨。需求端，中国沥青出货量 1.55 万吨至 20.44 万吨，山东出货 1.72 万吨至 8.47 万吨。库存端，山东社会库存-0.15 万吨至 13.9 万吨和山东炼厂库存-0.6 万吨为 20.4 万吨，中国社会库存+1.15 万吨至 53.7 万吨，中国企业库存+3.2 万吨至 59.4 万吨。

【南华观点】短期沥青自身驱动偏弱，炼厂加工利润修复下产量端未来仍有有增产预期，而需求端因后续降雨天气偏多影响，需求或有一定减量。因此沥青搏反弹的驱动偏弱，更多是原油成本端推动。

尿素：主力换月

【盘面动态】：周五尿素 09 收盘 1774

【现货反馈】：周末国内尿素行情反弹后再次僵持，且大颗粒价格仍有下调，调整幅度 10-

30 元/吨，截止昨日主流区域中小颗粒出厂 1720-1830 元/吨。周六主产区尿素价格涨后市场情绪再次停滞，上游工厂执行前期待发。短线国内尿素行情僵持盘整，关注供需变化及市场情绪。

【库存】：截至 2025 年 4 月 16 日，中国国内尿素企业库存量 90,62 万吨，环比+7.25 万吨，中国主要港口尿素库存统计 11.2 万吨，环比-0.7 万吨。

【南华观点】：尿素上周现货成交好转，现货及期货日内反弹。但是周末现货成交再次回归清淡，北方地区基层仍处于停滞状态，价格可能有所回调。从时间来看，尿素弱预期逐渐被兑现在 09 之上。本周国内尿素日产预期在 19.3 万吨附近，日产高位运行。在进入农业需求淡季之前，预计尿素呈现宽幅震荡的格局，农业方面，玉米肥暂时没有启动迹象，南方水稻区受制于天气原因，跟进情况不佳。工业方面，复合肥工厂成本面压力依旧较大，部分中小型企业出现减产停车状况，对高价原料采购意愿一般，小部分跟单以刚需为主。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 09 合约注意情绪反转。

玻璃纯碱：需求疲弱，盘面进一步下挫

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1324，-2.5%

【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】

纯碱 4 月整体检修偏少叠加新产能释放，日产高位运行，不过 5 月预计检修增加，供应扰动也将增加。供应端的持续高位，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，刚需环比略有改善，光伏成品库存在经历大幅去库后开始拐头，不排除抢装潮结束后光伏产业链或重回过剩困局。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 1122，-3.77%

【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】

需求端疲弱的现实以及悲观预期推动，叠加本身中上游库存压力偏高，玻璃持续偏弱。这种现实和预期下意味着玻璃在未来将继续面临过剩的压力，空头也是抓住这一点，使得盘面奔着全产业链亏损的价格去往下打，企图再次逼出新一波冷修去解决这个过剩问题。价格如果继续下挫，需要考虑的变量，一是点火的推迟以及新冷修的出现，通过产业链继续出清来改变供需失衡的现状，那么玻璃低价状态仍需要持续一段时间；二是需求的能否迎来改善，刺激补库需求。这一点需要我们持续去跟踪下游的订单和资金情况。同时，也要关注预期上偏差带来的风险，因为玻璃价格在短期下挫较大幅度，有需求悲观预期推动的作用，尤其在 09 合约上，短期可能无法证伪。05 合约则博弈现货，当前 1050 元/吨价格贴水湖北现货 100-150 元左右，符合交割逻辑，但也需要关注湖北现货价格是否会在 4 月底前有进一步松动的空间。

纸浆：产量下滑，需求弱勢

【盘面回顾】截至4月18日：纸浆期货SP2507主力合约收盘上涨30元至5362元/吨。夜盘上涨44元至5406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4400元/吨。

【核心逻辑】上周五纸浆期货07主力合约价格震荡上行，持仓量增加，以多头增仓占优。技术上看，日K线收阳线实体，小时级均线系统粘合，价格重心平移。上周五进口木浆现货价格整体下行，山东、江浙沪地区部分针叶浆牌号现货价格松动20-100元/吨；进口阔叶浆现货市场实际成交较少，纸厂刚需压价采浆，部分牌号现货市场价格松动50-100元/吨。上周国内纸浆港口库存小幅变化，绝对值仍处同期高位。木浆成品纸周度产量均有不同程度下滑，木浆成品纸价格除生活纸持平外，其它纸种价格均有所下跌，需求端反馈仍显弱勢，原料价格支撑不足。

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：关注主线逻辑

【盘面回顾】周末北方挺价心态较强，短期盘面交易逻辑暂缓。

【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：供给预期压制

【盘面回顾】因棕榈产地供给转增窗口临近、国内棕榈买船增加及国内大豆到港预期临近，油脂价格明确承压。

【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）期棉因复活节假期休市一天。隔夜郑棉上涨0.5%。

【外棉信息】3月印度服装出口额为15.31亿美元，环比减少0.26%，同比增加3.97%；3月巴基斯坦纺织品服装出口额为14.3亿美元，环比增加1.18%，同比增加10.07%。

【郑棉信息】截至2025年4月17日，全国24/25年度棉花公证检验量共678.98万吨，据海关统计数据，2025年3月我国棉花进口量7万吨，环比减少5万吨，同比减少33万吨。目前新疆25/26年度新棉播种进度已过半，南疆部分早播棉田已有出苗，近日阿克苏部分地区出现大风沙尘天气，新棉需重新补种，但当前时间尚早，整体影响不大。据国家统计局数据，2025年3月，规模以上企业纱产量217.1万吨，同比增加7.8%，布产量28.8亿米，同比增加4.3%。当前下游“金三银四”旺季逐渐步入尾声，进入4月后纱布厂整体订单有所走弱，成品有所累库但幅度不大，纺企维持逢低补库，开机率并未见明显下调。

【南华观点】短期国内下游未见明显的负反馈累积，棉价或维持低位震荡，但需关注全球关税政策调整情况，市场风险较大，在关税影响持续发酵下，棉花需求前景难言乐观，棉价或承压运行。

红枣：关注产区天气

【产区动态】南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】上周五广州如意坊市场到货4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，随着今年冷库储存费用上涨，持货商存在挺价情绪，让利现象较少。

【库存动态】4月18日郑商所红枣期货仓单录得8073张，较上一交易日持平。据统计，截至4月17日，36家样本点物理库存在10521吨，周环比减少134吨，同比增加51.27%。

【南华观点】短期下游销区处于淡季且供应充足，但在成本支撑下，红枣价格或维持低位

震荡，关注南疆产区天气情况。

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。