# 金融期货早评

## 人民币汇率：五一假期临近，注意宏观风险

【行情回顾】4 月 25 日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.2832，较上一交易日上涨 99 个基点，夜盘收盘报 7.2862。人民币对美元中间价报 7.2066，调升 32 个基点。

【重要资讯】 1）外汇局数据显示，3 月，中国外汇市场总计成交 26.99 万亿元。其中，银行对客户市场成交 3.77 万亿元，银行间市场成交 23.21 万亿元；即期市场累计成交 9.50 万亿元，衍生品市场累计成交 17.49 万亿元。2）外汇局发布数据，3 月，我国国际收支货物和服务贸易进出口规模 42704 亿元，同比增长 6%。其中，货物贸易顺差 6034 亿元，服务贸易逆差 1398 亿元。

【核心逻辑】展望后市，从短期市场驱动因素分析，前期致使美元走弱的核心因素 —— 国际贸易局势，现阶段出现了短暂的边际缓和迹象。这一变化对市场风险偏好形成了支撑，在一定程度上，可能促使美元指数呈现技术性修复态势。然而，从中期基本面视角审视，美国经济增长前景依旧低迷，其黯淡状况并未得到根本性扭转，这对美元持续走强构成了实质性约束。美元兑人民币即期汇率方面，临近五一假期，市场交易活跃度可能有所下降，大概率延续前期态势，在一定区间内保持相对稳定。不过，在假期期间，需重点关注以下宏观风险因素：1）贸易摩擦的不确定性依然存在，关税主题后续的演绎方向和程度仍需高度警惕，其发展态势或对市场预期产生重大影响；2）特朗普政府政策与美联储货币政策之间存在根本性矛盾，这一矛盾的解决路径及演变过程，将在较大程度上左右金融市场走向；3）受关税威胁影响下的 5 月初相关经济数据表现，尤其是五一假期间公布的非农就业数据。

【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：震荡行情大概率延续

【市场回顾】

上周五股指涨跌不一，除上证 50 指数收跌外其余均收涨。从资金面来看，两市成交额回升 45.48 亿元。期指方面，IF 缩量上涨，IH 放量下跌，IC、IM 放量上涨。

【重要资讯】

1、美联储主席鲍威尔强调，央行必须远离政治干预，以确保能够专注于保持通胀稳定和高就业率。美联储周六开始进入静默期，市场普遍预期，美联储利率决议将连续第三次维持利率不变。

2、国际货币基金组织（IMF）将今年亚洲 GDP 增速预测下调至 3.9%，并警告进一步下修风险。

3、国家统计局 4 月 27 日发布数据显示，1—3 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 15093.6 亿元，同比增长 0.8%

【核心逻辑】

当前国内市场交易核心为政策预期及外部关税扰动，一方面 A 股市场对关税政策的敏感度有所减弱，除非有比较明显且明确的政策转向，否则难以对国内股指产生较大影响，另一方面国内政策大概率根据关税博弈进展以及经济数据表现伺机而动，出现变局之前，当下震荡行情大概率延续。本周仅三个交易日，市场出于节前避险，将维持谨慎态度，量能或

继续收窄，股指走势维持窄幅震荡。
【南华观点】持仓观望

## 集运：欧线即期运价继续下行

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货各月合约价格低幅震荡。截至收盘，EC 各月合约收盘价涨跌互现。
【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，5 月 8 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$969，较同期前值回升$5，40GP 总报价为$1618，较同期前值回升$10。
5 月初，ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1661，较同期前值下降$180，40GP 总报价为$1637，较同期前值下降$200。
【重要资讯】：金十数据 4 月 25 日讯，4 月 25 日下午，外交部举行例行记者会，有记者就美方坚称中美正在谈判一事进行提问。外交部发言人郭嘉昆表示，昨天，我和商务部的同事已经明确回答了这个问题。中美双方并没有就关税问题进行磋商或谈判，美方不要混淆视听。
【南华观点】：如此前预期，中美高额关税给市场情绪带来的影响有所持续，ONE 也受马士基等船公司的影响，下调了 5 月初欧线现舱报价，使得期价低位震荡，后续部分合约则触“低”回升。对于后市而言，短期延续此前的判断，在欧线即期运价继续下行的情况下——SCFI 欧线运价指数报于 1260 美元/TEU，环比下降 4.26%，期价整体偏震荡或震荡下行的可能仍然存在，但需谨防期价低位反弹的可能。后续可以继续关注中美关税方面的相关消息，欧线现舱报价和运力调配的变化。
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）、王梦颖（Z0015429）、周骥（Z0017101）及助理分析师廖臣悦（F03120676）提供。**

# 大宗商品早评

# 有色早评

## 黄金&白银：黄金周线收高位十字星 建议轻仓或空仓过节

【盘面回顾】上周黄金价格剧烈波动，周内冲高回落，伦敦金现货最高触及 3500 关口，但周二起现下跌调整，周线收高位十字星，白银则小幅收涨。黄金的周内波动主要围绕特朗普释放的贸易摩擦变化以及对鲍威尔立场的变化影响。因美国加征关税后贸易谈判进展有限对美经济的负面影响以及财政困境现实，得不到美联储很快响应支持，周一特朗普再次“炮轰”美联储鲍威尔，反映为或美国内部分歧加大或美联储独立性下降，美元与美债信用皆受损，周一美国市场呈现股、债、汇三杀局面，黄金冲高。周二紧张的贸易局势现缓和预期，特朗普发表了一些对贸易冲突软化立场的言论，以及特朗普表示无意解雇美联储主席，黄金大幅调整。周三紧张的贸易局势以及地缘局势现缓和预期，美国市场股汇走高，黄金依然弱势调整。周四黄金止跌回升，主要因多位美联储官员释放偏鸽降息信号，且中

方否认中美贸易谈判，美指与美债收益率回落，周五美国股市的反弹则推动黄金市场减仓调整。 相较之下，白银上周仍收涨，一方面受益于紧张的贸易冲突担忧缓和以及降息预期回暖下风险偏好改善，白银跟随风险资产回升，另外此前多金空银对冲头寸离场亦支撑白银价格。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周减 6 吨至 946.3；iShares 白银 ETF 持仓周减 164.1 吨至 13956 吨。短线基金持仓看，根据截至 4 月 22 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周减 26832 张至 175378 张，其中多头减少 12811 张，空头增加 14021 张；白银非商业净多增加 777 张至 44726 张，其中多头减少 375 张，空头减少 1152 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度减少 46.8 吨至 1297.2 吨，COMEX 白银库存周件 37.2 吨至 15486.7 吨 ；SHFE 黄金库存减少 30 千克至 15.648 吨，SHFE 白银库存周减 13.62 吨至 923.6 吨；上海金交所白银库存（截至 4 月 18 日当周）周减 62.4 吨至 1682.9 吨。

【本周关注】本周数据密集，重点关注美国 4 月份非农就业报告以及周内的其他就业数据预热，同时关注美国 PCE 通胀压力、一季度 GDP 数据和 ISM 制造业 PMI 数据等。事件方面，本周加拿大举行联邦选举；世界黄金协会将发布第一季度《黄金需求趋势》报告；周四日本央行公布利率决议和经济前景展望报告。国内则于 4 月 30 日 15:00 收盘后进入劳动节假日休市。

【南华观点】中长线或偏多，月线仍偏强，但黄金周线高位十字，预示短期调整压力，白银则整体仍维持震荡区内运行，但考虑国内即将进入劳动长假因素以及周内密集美国经济数据扰动，建议前多仓位轻仓或空仓过节，或利用买入看跌期权对冲假期不确定风险。

## 铜：震荡为主

【盘面回顾】铜价在周中小幅上涨，最终报收在 7.74 元每吨，上海有色现货升水 180 元每吨。沪铜库存小幅大幅回落 5.4 万吨至 11.6 万吨，出现季节性去库；LME 库存小幅降低至 20.3 万吨，铜矿港口库存大幅增加 12.5 万吨至 75 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-40.2 美元每吨；铜铝比小幅增加至 3.85；精废价差走扩至 1634 元每吨。

【产业表现】最新行业数据显示，全球铜加工能力分布呈现显著的地缘政治特征，中国及其战略伙伴国家以 53.1%的绝对优势主导该领域，远超美国阵营-包括传统盟友日、韩、澳等（15.6%）和"意愿联盟"国家-欧盟国家为主体的第三方势力（19%）之和。俄罗斯独立占据 5.6%份额，伊朗、印度等"未结盟"国家合计持有 6.8%产能。分析师警告称，尽管原材料获取至关重要，但加工能力最终可能决定各国在技术与工业主导权竞争中的战略优势。

【核心逻辑】铜价在过去一周的表现符合预期，对低估部分的价格进行了修复。短期来看，铜价或阶段性见顶，在 7.7 万-7.8 万元每吨之间震荡。宏观方面，政治局会议给予市场一定的信心，货币政策方面增加了“加力支持实体经济”的表述，财政政策方面主要是两会确定的地方专项债、超长期特别国债加快发行使用。市场对此反应较为积极。基本面，供给偏紧的问题已经成为了“狼来了”的故事，它已基本反映到目前的铜价中。需求端，根据产业在线发布的数据，白色家电的排产情况较好，电力相关企业情况也如期较为乐观。从期货盘面上看，持仓情况良好，不过投资设也没有继续推升铜价去突破阻力位的动力。

【南华观点】震荡为主，周度价格区间 7.66 万-7.78 万元每吨。

## 铝产业链：关注本周氧化铝复产情况

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 19970 元/吨，环比+0.08%，成交量为 5 万手，伦铝收于 2437.5 美元/吨，环比-0.47%，成交量为 1 万手，氧化铝收于 2849 元/吨，环比-0.42%，成

交量为 12 万手。

【行业资讯】天山铝业宣布公司印尼三个铝土矿已顺利完成交割，今年将进入开采阶段，为印尼氧化铝厂储备原料。印尼氧化铝项目取得环评批复，后续将开展码头设计、土建场平等工作，三季度启动建设。

【核心逻辑】铝：海外宏观方面，特朗普表示或大幅降低对华关税，市场情绪有所好转，后续重点关注汽车零部件相关关税政策。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，后续需求有所下滑，需要重点关注五月消费情况。总的来说下周我们预计铝价或将维持震荡，20000 元/吨是个压力位可能会反复试探，由于铝强现实弱预期的情况，推荐正套。氧化铝：铝土矿方面，晋豫地区国产矿缓慢复产；GIC 矿企发运问题解决，几内亚铝土矿发运维持高位，澳大利亚雨季结束发运逐渐恢复，铝土矿供应较为宽松，叠加氧化铝厂持续亏损，铝土矿采购意愿下滑压价采购，进口矿挺价失败，且预计后续依然有下跌空间。氧化铝供应方面，氧化铝企业检修范围持续扩大，氧化铝现货价格企稳，但四月底按计划检修较早的氧化铝企业将逐渐复产且部分新投产能释放，需持续关注。需求方面变化不大。库存方面，氧化铝社会库存开始下降，仓单维持高位限制价格反弹幅度。总的来说，近期氧化铝供应减少和去库对价格有一定支撑作用，但供应过剩格

【策略观点】铝：正套，氧化铝：高抛低吸

【风险提示】需求减弱，关税政策

## 镍&不锈钢：震荡为主，缺乏明显上涨动力

【盘面回顾】

沪镍主力合约周内受关税影响宽幅震荡。4 月 21 日价格收于 125930 元/吨，随后几日持续横盘震荡，最终收 125800 元/吨。不锈钢主力合约周内走势偏弱震荡。4 月 21 日价格收于 12790 元/吨，此后几日窄幅震荡，最终收盘于 12680 元/吨。总体来看价格保持底部震荡走势。

【产业表现】

现货市场方面，金川镍价格维持升水状态，价格调整至 127725 元/吨，升水幅度为 2150 元/吨。硫酸镍较镍豆溢价扩大到 2511.36 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润率调整至-3.3%。库存方面，上期所纯镍库存累库在 30332 吨，而 LME 镍库存累库至 203850 吨。304/2B 切边不锈钢出厂价均价为 13100 元/吨。304 不锈钢冷轧利润率下降在-8.07%左右。不锈钢社会库存累库至 985800 吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至 969 元/镍点，镍铁累库至 24173.5 吨。

【核心逻辑】

基本面上周内无明显逻辑变化，缺乏明显上行动力。镍产品版税确定将于 4 月 26 日正式落地，周内走势基本符合关税情绪走淡后的回调预期和版税抬升的提振预期。镍矿供应目前进入雨季末尾，后续到港受装货天气影响仍有波动，高品位镍矿供应仍然偏紧，但短期中低品味镍矿支撑或有一定松动预期，重点关注五月升水是否进一步上调。硫酸镍方面价格相对坚挺，受镍价影响有小幅下行，MHP 产量波动下市场镍盐流通相对有限，上下游仍有博弈，让利出货意愿不强。 印尼方面确认新能源“泰坦计划”将持续推进，将与华友钴业合作进一步发展新能源电池产业链，后续有产能与资金倾斜预期，镍矿资源开采或向湿法冶炼倾斜。 镍铁产量相对企稳，但是周内报价持续承压下行，主要受不锈钢产业负反馈影响。目前接近五一放假，不锈钢现货价格偏弱运行，下游接受意愿较低，目前观望情绪占据主导，现阶段不锈钢处于持续阴跌走势，主要因为关税局面下对出口消化有一定担忧，并且终端需求仍无起色。后续可关注钢材关税走势和镍铁成本支撑是否企稳。

宏观方面特朗普关税扰动有所减弱，周内大盘整体受美元指数和关税会谈预期影响波动。现阶段市场恐慌情绪逐渐消散，等待后续政策性反馈。
【南华观点】
周内市场价格回调和基本面共振接近尾声，后续持续上涨动力有限。注意印尼 PNBP 政策落地或对镍价起到一定提振，关注后续关税缓和走势对价格影响。预计在【11.8 万-12.9】万区间震荡运行。

## 锡：寻找新平衡

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中小幅上涨，报收在 26.2 万元每吨，上海金属网现货升水 700 元每吨。上期所库存小幅降低至 9249 吨，LME 小幅降低至 2425 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】最新的《曼相矿区办理开采、选厂、探矿许可证》文件内明确了矿硐和选厂的收费标准，较 2023 年 12 月发布的“佤经字 2023-08”号文件中提及的费用大幅提高。业内人士分析，此次调价对高海拔矿硐影响有限，但低海拔矿硐及中小型选厂成本压力增加，部分资金薄弱的选厂可能面临重启困难，相比之下，资金雄厚的大型企业则更具优势。
【核心逻辑】随着宏观的稳定，锡价逐渐回归基本面。供给端基本保持稳定。虽然佤邦发布了相关文件积极推进锡矿复产，但是在未来的 1-2 周完成整个复产工作的难度极大。需求方面，得益于中美关税政策缓和的预期，费城半导体指数小幅回暖。半导体板块仍然在繁荣周期的尾声阶段，还未出现明显回落，对价格有一定的支撑。
【南华观点】寻找新平衡，周运行区间 25.2 万-26.8 万元每吨。

## 碳酸锂：矿价不断走低

【期货动态】LC2507 合约收于 68180 元/吨，周环比-2.85%
【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：上周碳酸锂均价小幅走弱，尽管部分中小锂盐厂因成本倒挂减产或检修，但一二线大厂通过技改降本提效，整体供应仍处于高位，储能项目需求预期疲软，下游企业谨慎缓步少量补库。
锂矿：上周锂辉石现货价格下跌，锂云母价格下跌，澳洲 cif 价格下跌。锂矿价格连日下跌，部分持货商因有继续跌价的预期，出货意愿提升。下游接货意愿有限，原料备库基本充足，且部分冶炼厂生产计划调整，市场需求进一步降低。海外澳矿价格下跌较快，矿山的挺价态度不敌国内碳酸锂期货下行趋势，支撑力度不强。锂云母方面同样因为碳酸锂产品的行情弱势而价格下调。

## 工业硅：弱势整理

【期货动态】SI2506 合约收于 8780 元/吨，周环比+0.34%
【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】上周工业硅市场弱势下跌，工业硅现货降价明显。供应端来看，市场较为关注的南方产区开工缓慢回升中，但部分中小规模厂家仍表示当前行情下复产信心不足，多观望心态，短期供应端仍集中于北方，北方某大厂计划于近期检修，减停情况尚不明朗。当前低位开工下，丰水期全国产量仍有回升预期。本周下游多晶硅厂粉单招标价格陆续出

炉，环比上期下跌约 500-700 元/吨，跌幅明显。目前工业硅绝对价格已创下历史地位，但终端低迷以及下游买涨不买跌心态下，刚需采购难有备库，高位库存消耗缓慢。

**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：限产传闻来袭

【行情回顾】周五晚由于限产消息盘面急剧拉升
【信息整理】1. 上周末，唐山迁安普方坯资源出厂含税上调 30 元/吨，报 3010 元/吨。
2.市场传闻：定下来今年粗钢产量不高于 9.54 亿吨。
【南华观点】：钢材静态基本面较好，钢材与钢坯出口需求较为强劲，在钢厂利润可观，高供给的状态下，库存去化依旧顺畅，叠加五一小长假临近，下游存有补库需求，短期内钢材价格支撑显著。目前市场再次传闻 5000 万吨的粗钢限产，在当下钢材现货偏紧下进一步强化了上涨预期。目前限产真伪与细则未知，较难推测该事件对钢材的确切影响，但可知的是限产或使得钢材和原料之间的强弱关系出现转变，形成材强原料弱的态势；另外鉴于当下处于钢材需求萎缩，钢铁产能与原料供应过剩的大背景下，减产或难以推动钢材价格大幅上扬，更多是缓和供需关系，抬升钢厂利润与价格底部空间。若是限产信息为假，中长期供大于求的弱势格局尚未改变，出口需求好也是对价格的压制，盘面反弹空间受限。

## 铁矿石：强现实弱预期

【南华观点】目前铁矿石行情还是维持强现实、弱预期的剧本，这种强现实弱预期的状态可能要维持到五月中下旬。可以看到，需求端铁水产量继续上行，环比大增 4 万吨至 244 万吨，处于历史同期的最高位。钢材需求整体尚可，热卷的表需并未显著下滑，整体库存水平和去库斜率健康。但数据出来市场并未交易强现实，而是未来的弱预期。特别是五月中下旬的接单有断崖走差的可能性，这种预期已经提前抢跑现实基本面一段时间。
粗钢减产的预期因此也在加强，有传言 2025 年压减 5100 万吨，目前信息尚不能证实或证伪，但从盘面看市场是选择相信的。不过，若目前的关税维持且无强力的财政刺激基建，可能钢厂自发减产的量级也将在这个数字附近，行政压减的必要性可能没有那么强。需要注意的是，这次粗钢减产和年初的背景并不同，年初需求并未大幅坍塌的预期，减产的背景是钢材供应减少、需求不变，而这次减产的背景是钢材的供应和需求都下降，所以，继续大幅做阔钢厂利润并无强支撑。而在此消息刺激下，本来收缩的钢厂利润再次走阔，将使得未来两周钢厂继续维持高铁水生产以兑现利润，产业链未来的矛盾和波动预计加剧。所以目前对于钢厂来说，最好在盘面锁定利润。
总得来看，铁矿石的多头的牌暂时打光了：关税迅速缓和落空、国内经济刺激预期落空。钢材需求的旺季也要结束了。后面就要看弱预期能不能兑现到弱现实了：需求断崖走弱、自发减产或行政减产。当然，目前盘面是比较提前 price in 悲观预期的，如果未来几周铁水和需求还不是特别差甚至环比好转、关税再次反复，那中间的反抽是少不了的。但综上所述，强政策刺激、关税迅速缓和的可能性不大，大的逻辑和趋势不变，所以整体上仍是

偏空，反弹将是比较好的加空入场点。

## 焦煤焦炭：轻仓过节

【盘面回顾】本周焦煤现货涨跌不一，焦炭港口现货波动不大，焦炭一轮提涨落地后，即期焦化利润改善。临近 05 交割，多空博弈激烈，焦煤盘面波动加大，盘面焦化利润高位回落，焦煤 5-9 月间正套走强，JM5-9 月差-67（+13.5），焦炭月差波动不大，J5-9 月差-0.5（-6）。

【产业表现】

焦煤：本周钢联口径焦煤矿山开工率环比走高，路透海煤发运仍偏紧，口岸因环保检查原因通关下滑。焦化即期利润继续改善，焦化厂生产积极性良好，但节前补库暂告一段落，仅维持刚需采购，焦煤上游矿山环节库存压力较大。

焦炭：一轮提涨落地后焦化利润改善，焦化厂增产积极增产，焦炭供应稳步回升。钢厂盈利比例提高，钢坯出口放量明显，本周铁水产量超预期增产，焦炭基本面边际改善。

【南华观点】

周五夜盘，受粗钢压减消息扰动，盘面钢厂利润快速扩张，周末钢材现货跟涨，钢材即期现货利润改善，高利润将带动铁水继续增产，煤焦短期供需双旺，价格底部有一定支撑。中长期看，考虑到粗钢压减政策细节制定需要时间，若粗钢压减政策不能立即执行，钢厂在高利润下没有自主减产驱动，待 5 月下旬现实需求转弱，钢材矛盾将重新累积，黑色将迎来新一轮负反馈。操作层面，建议短期观望，五一假期轻仓过节，节后逢高布空 jm&j2509。

## 硅锰&硅铁：硅锰继续累库

【核心逻辑】成本端硅铁成本维稳，硅锰减产以及市场预期二季度锰矿供应量的增加，本周港口锰矿库存继续累库，锰矿价格存在继续下跌的可能性。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，合金厂继续减产。需求端铁水产量继续增加，五大材产量小幅增加，五大材库存去库速度一般，下游需求铁水仍处在一定支撑，但下游能否承接高铁水存在不确定。库存端铁合金库存继续增加，硅铁本周厂库+仓单库存为 15.51 万吨，环比-4.65%，硅锰本周厂 f 库+仓单库存为 79.38 万吨，环比+5.15%。

【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，但下游能否承接高铁水存在不确定性。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）及助理分析师张泫（F03118257）、严志妮（F03112665）提供。**

# 能化早评

## 原油：地缘扰动加剧

【原油收盘】截至 4 月 25 日收盘，NYMEX 原油期货 06 合约 63.02 涨 0.23 美元/桶，环比+0.37%；ICE 布油期货 06 合约 66.87 涨 0.32 美元/桶，环比+0.48%。中国 INE 原油期货主

力合约 2506 涨 3.4 至 493.9 元/桶，夜盘跌 1.2 至 492.6 元/桶。
【市场动态】从消息层面来看，一是，4 月 26 日伊朗阿巴斯港港口发生爆炸，伊朗国家石油炼制与分销公司表示未对能源设施造成影响。二是，据伊朗国家电视台，伊朗与美国第三轮核谈判结束。谈判两大议题：一是有效解除对伊朗的制裁，二是围绕伊朗核计划的和平性质建立互信，同时坚持维护伊朗和平利用核能的合法权利。阿曼外交大臣表示美伊会谈将于下周继续，另外一场高级别会议暂定于 5 月 3 日举行。三是，美国至 4 月 18 日当周 EIA 原油库存+24.4 万桶，战略原油库存+46.8 万桶，原油产量-0.2 万桶/天至 1346 万桶/天，炼油厂开工率+1.8%至 88.1%，汽油库存-447.6 万桶，取暖油库存-2.1 万桶，精炼油库存-235.3 万桶；
【南华观点】宏观及地缘政治方面，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。美伊完成第三轮谈判，伊朗港口爆炸事件对原油发运影响较为有限。供给端， OPEC+补偿性减产超额落地，但哈萨克斯坦补偿性减产能否执行存在较大不确定性，市场传言 OPEC+将于 6 月份增产，OPEC+内部不稳定加剧了市场担忧。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，美国库存小幅上升，欧洲库存下降，亚洲库存下降，上周全球原油库存去库。整体来看，盘面走势主要受消息主导，短期不确定性因素增多，建议暂时观望。

## PTA-PX：聚酯开工居高不下，负反馈仍需时间

【PTA 观点】本周 PTA 负荷提升，主要是逸盛大连 375wt3.16-4.21 重启、福建百宏 250wt4.5-4.20 重启，后期还有台化兴业 120 万吨计划重启，但是之后仍有逸盛大连 225 万吨、嘉通能源 300 万吨、台化兴业 150wt 以及嘉兴石化 150 万吨的计划检修。与此同时聚酯方面，本周的开工依旧在 93.9%的高位，主要是长丝负荷下降但短纤和瓶片补足。而终端江浙织机再次下跌至 59%，加弹跌至 71%，两者分别较最高点下降 15%左右，五一临近，部分加弹和织造厂停 1-2 周左右，印染也走低至 71%。目前割裂段来自聚酯和织造环节的割裂。聚酯端的高开工和织造的数据惨淡形成鲜明对比，从库存来看，除了 DTY 还未达今年新高其他创新高，而织造厂的成品库存也在增加。加工差上，短纤 FDY 和 POY 下滑明显，瓶片 DTY 稳定，织布的利润也在下滑。后期虽然下游织厂负反馈持续，但聚酯开工表现一定韧性，重点关注库存和利润，在此之前总体逢低做扩加工费。
【PX 观点】本周 PX 开工方面变化不大，PTA 的开工提升，PXN 仅为 160 多，PX-MX 恢复至 70 多。关税问题本周来看貌似有所缓解，短期来看，临近五一，聚酯的开工下降貌似证伪，本周的开工仍高达 93.9%，但最终端需求仍存疑，自三月以来 PX 的整个供需处于去库环节，主要是一方面是 PTA 工厂也检修较多，但是同时由于 PX 的长短流程经济性都不佳，其也经历一系列的减产或者降负荷的行为，另外 11-2 月的总体 PX 进口不多，供需双减情况下去库，这可能也是使得明明表象供需良好，但是觉得增量犹存，利润一直不佳的原因之一。另外去年聚酯较好，今年前期关税以及本身对于终端的市场消费忧虑也压制了价差。但随着库存的下降，实际上市场的蓄水池水位在下降，因此当个别工厂出来采购的时候整个市场流动性紧张问题出现了，而目前不稳定的局势使得单边判断难度较大，总体操作正套为主。

## MEG-瓶片：驱动不足，区间震荡

【库存】华东港口库至 77.5 万吨，环比上期增加 0.4 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 价格在需求悲观与关税豁免消息扰动下低位震荡。基本面方面，供应端油降煤升，总负荷小幅上调至 68.47%（+3.15%）；其中，乙烯制方面茂名石化、天沙停车；煤制兖矿、榆林化学、中昆提负，煤制负荷大幅上调至 63.85%（+14%）。效益方面，受绝对价格小幅反弹影响，各路线利润小幅修复。库存方面，本周到港集中，港口发货表现不佳，维持刚需，下周一港口显性库存预计大幅累库 8 万吨左右。需求端，长丝开工下调，短纤瓶片提负，聚酯总负荷维持高位 93.6%（-0.2%）。长丝节前存在促销行为，终端部分刚需采购低位补货，长丝库存小幅去化，但 FDY 和 DTY 环节库存压力仍然明显。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，涤丝环节的减产应只是时间问题，但聚酯环节颇具韧性，长丝存转产切片选择，瓶片供需尚可，预计 5 月实际下滑力度不及预期，月均或在 90.5%附近。近期关税豁免传闻对价格产生部分扰动，但对 EG 而言目前尚难产生实际驱动，当前价格下仍驱动不足，以区间操作为主。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：安心过节

【盘面动态】: 周五甲醇 09 收于 2291
【现货反馈】: 周五远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 05+35
【库存】: 上周甲醇港口库存大幅去库，周期内显性外轮仅计入 8.5 万吨，目前在靠船货均尚未计入本周库存，有非显性码头到货以及下游维持非显性码头管输主力。江苏地区主流社会库提货大增，倒流内地需求以及沿江船发为主力支撑因素，浙江地区维持刚需稳定消耗。华南港口库存继续去库。广东地区周内仅少量内贸船只到货，另有部分在卸内贸尚未计入库存，主流库区提货量维持偏高水平，库存延续去库，福建地区周内仅一船进口船只到货，下游刚需消耗下，库存去库明显。
【南华观点】: 甲醇表现震荡，但目前来看整体行情偏宏观，化工在关税问题上反复横跳，节奏较难把握。自身基本面来看，本周内地春检结束，下周预期开工提升，上游工厂积极预售，结果多次流拍，预计内地价格需下跌至下游心理价位。但是 MTO 与 MTBE 均有减量预期，鲁北需求减量更为明显，周内价格跌幅 100 左右。内地节前备货接近尾声，下游库存恢复正常状态，五一节后下游需求有明显缩减，市场氛围反转。港口倒流内地导致港口去库幅度超预期，尽然港口库存已达到历史低位，但面对供应双增的格局并没有提振持货意愿，基差延续走弱。海外进口回归中，伊朗 4 月装船预计 70+万吨，5 月预计 80 万吨。周末，伊朗阿巴斯港爆炸对情绪端有所影响，其他港口暂停装船。综上，临近过节时间跨度较长，宏观节奏难以把握，建议空仓过节。

## PP：短期不确定性较高，长期偏利空

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7097（+5）。
【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7180 元/吨（+30），华东现货价格为 7280 元/吨（0），华南现货价格为 7330 元/吨（-10）。
【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 75.52%，环比下降 2.55%。检修损失量共计 17.63 万

吨，环比上升 24.99%。本周检修量达到今年高点，PP 集中检修期预计延续至 6 月。需求端，BOPP 开工率为 61.65%（-0.13%），CPP 开工率为 50.25（-1.13%），无纺布开工率为 37.98%（+0.25%），塑编开工率为 45.3%（-1.4%）。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 2.3%。上游库存中，两油库存环比上升 0.24%，煤化工库存下降 5.97%，地方炼厂库存下降 5.79%。中游库存中，贸易商库存环比下降 3.69%，港口库存上升 0.92%。

【观点】PP 本周偏震荡格局，受到消息扰动较多。从现货端看，目前现货价格比较坚挺，基差走强。由于 PP 装置处于集中检修期中，产量和库存均有一定程度下滑，短期压力不大。PP 未来走势将主要取决于中美关系和未来政策的走向。若是中美关系出现缓和（关税降低但不完全免除），一方面是 PDH 装置停车或将少于预期，另一方面是下游利润微薄，在关税未完全抹除但情况下还是会存在一部分出口减量，导致对上游对需求减少，所以 PP 相较其他化工品种将更偏利空。若中美紧张情况持续，PDH 装置将仍存在较大压力，但考虑到盘面已经交易部分预期上涨，PP 上升空间比较有限，大概率维持当前估值高位。但中长期 PDH 工厂会因丙烷价格回落逐步恢复开工，加之下半年新投产增量较多，且下游需求将受关税影响减量，PP 将回到供给过剩的格局。所以短期 PP 不确定性较大，中长期偏弱格局难以改变。

## PE：维持偏弱运行，尚看不到反转驱动

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7150（+1）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7350 元/吨（0），华东现货价格为 7330 元/吨（+10），华南现货价格为 7550 元/吨（-50）。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 83.75%，基本与上期持平。5 月上旬检修计划有所增加，但总体来看，5、6 月检修计划量依然呈下滑趋势。投产方面，埃克森美孚两套 LLDPE 装置投产，但当前负荷较低。进出口端，周六伊朗港口发生爆炸，这或将在短期内对 PE 从伊朗进口造成一定影响。另外，上周中传出塑料或可以豁免额外关税的消息，若消息属实，从美国的塑料进口将有所恢复。需求端，农膜开工率为 30.08%（-3.99%），包装膜开工率为 47.56%（+1.25%），管材开工率为 31.5%（+0.33%）。PE 下游开工率总体回升乏力，如包装膜、管材、中空，开工率均低于去年同期水平。本期总库存环比上升 1.68%。其中上游石化库存环比上升 9%，煤化工库存下降 5%，贸易商库存环比下降 2%。中游库存中 LLDPE 和 LDPE 累库明显，LLDPE 虽然一季度库存一直处于近 5 年低位，但 3 月往后去库速度缓慢，当前库存已高于去年同期。LDPE 库存则是持续累计，当前已突破近 5 年高位。

【观点】上周 PE 偏震荡格局，受到消息扰动较多。从 PE 基本面看，当前供给端压力持续，下游需求持续下滑趋势，拿货意愿较低。当前表需增速也已逐步平缓，PE 未来累库幅度加深。若塑料进口免除额外关税，但产成品出口依然面临关税，PE 供给增加的同时，需求将在本身增长乏力的基础上出现额外减量，这将进一步增强 PE 下行的驱动。

## 苯乙烯：港口去库，基差走弱

【盘面回顾】EB2506 收于 7197（-51）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6005（-100），苯乙烯现货 7355（-40），主力基差 158（+11）

【库存情况】截至 4 月 21 日，江苏纯苯港口库存 12.1 万吨，较上期去库 2.1 万吨，环比下降 14.79%。截至 2025 年 4 月 21 日，江苏苯乙烯港口库存 8.65 万吨，较上周期去库 0.91 万吨，幅度-9.52%；截至 2025 年 4 月 24 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 21.63 万吨，较上一周期增减少 0.22 万吨，环比减少 1%。

【南华观点】
纯苯：本周苯产业链上下游均有前期停车装置回归，下游回归产能更多，短期供需有所好转。受下游部分装置回归以及五一节前备货影响，加上进口货到港量延期，本周纯苯华东港口明显去库。短时的去库并不代表纯苯供需格局的好转，后续纯苯基本面仍承压，供应端纯苯的隐性库存仍然处于高位，关税问题仍未尘埃落定，市场消息显示 5 月下旬开始有大量的欧洲纯苯抵达东北亚，5-6 月进口量预计维持高位；需求端，下游需求持续恶化，5 月下游己内酰胺以及苯胺等仍有不少装置计划检修。供增需减下纯苯价格预计仍将偏弱运行，无法给予苯乙烯成本端支撑。
苯乙烯：国内部分工厂存在开、停车，总体开工率回升。需求端，本周下游 3S 开工均下滑，3S 综合库存维持高位。由于原料下跌，3S 环节利润依然表现良好，但受关税问题影响，市场对于远月终端需求较为担忧，市场普遍预期 5 月终端需求压力将明显显现。本周苯乙烯港口继续去库。进入 4 月下旬，前期检修的大装置陆续回归，后续苯乙烯供应将逐步增加，苯乙烯强现实弱预期的格局下，市场倾向于交易弱预期，因此我们看到港口持续去库的情况下基差却在走弱。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。

## 燃料油：小幅盘整

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，FU07 报价 2991 元/吨,升水新加坡 3.2 美元/吨
【产业表现】供给端：进入 4 月份，俄罗斯高硫出口-78 万吨，伊朗高硫出口-26 万吨，周末因伊朗港口爆炸，短期伊朗高硫出口会进一步缩量，伊拉克+116 万吨，墨西哥出口-7 万吨，委内瑞拉-51 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+13 万吨，印度+10 万吨，美国-30 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 月份因伊朗港口爆炸，出口将进一步收紧，俄罗斯和委内出口进一步缩量，供应端依然紧张，在进料需求方面，中国和印度进口小幅回升，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屡创新高，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

## 低硫燃料油：小幅盘整

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，LU06 报价 3469 元/吨，升水新加坡 1.3 美元/吨
【产业表现】供给端：4 月份，科威特供应+2 万吨，阿联酋进口-13 万吨，中东供应+15 万吨，巴西-58 万吨，西北欧市场供应-73 万吨，非洲供应-22 万吨，4 月份海外供应环比缩量，国内因炼厂检修，供应阶段性缩量；需求端，4 月份中国进口-17 万吨，日韩进口+24 万吨，新加坡-80 万吨，马来西亚进口-25 万吨，日韩进口小幅提振需求，新加坡进口缩量，有货源紧张预期；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和南美市场有缩量预期，在需求端，航运市场低迷，船燃市场提振有限，但日韩进口有所回升，新加坡进口缩量，需求端略有改善，库存端上周新加坡累库，舟山去库。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，近弱远强格局仍在

【盘面回顾】BU06 收于 3401 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3485 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+6.2%至 38.9%，华东+0.7%至 27.9%，中国沥青总的开工率+2%至 30.7%，产量+3.3 万吨至 52.5 万吨。需求端，中国沥青出货量+8.67 万吨至 29.11 万吨，山东出货+3.46 万吨至 11.93 万吨。库存端，山东社会库存+0.8 万吨至 14.7 万吨和山东炼厂库存-0.5 万吨为 19.9 万吨，中国社会库存+2.6 万吨至 56.3 万吨，中国企业库存-1.9 万吨至 57.5 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增产预期，需求端受南方后续降雨天气偏多影响交投氛围平淡，需求或有一定减量。北方市场需求缓慢回升，昨日山东部分地炼限量发货，报价小幅上扬，后续仍需关注北方市场实际成交情况。因此，沥青自身反弹驱动偏弱，更多是原油成本端推动。

## 尿素：短期承压

【盘面动态】：周五尿素 09 收盘 1757
【现货反馈】：周末国内尿素行情弱势延续，跌幅 10-30 元/吨，截止昨日主流区域中小颗粒出厂 1690-1800 元/吨。日产提升，需求萎缩，情绪偏空，近阶段国内尿素供需矛盾加剧，上游工厂将继续下调报价预收五一假期订单，关注新单成交。
【库存】：截至 2025 年 4 月 23 日，中国国内尿素企业库存量 106.5 万吨，环比+15.58 万吨，中国主要港口尿素库存统计 11.7 万吨，环比+0.5 万吨。
【南华观点】：随着五一临近，尿素复合肥下游将适当增加补仓，目前铺货中游经销商 5 成左右，中游往下铺货进度不高，五一后终端基层预计会启动。农业刚需空档期，但贸易商或适当根据价格逢低采补。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 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，夏季玉米肥暂未启动的空档期，而南方部分水稻区域也听闻因天气干旱等原因，影响终端用肥节奏。工业方面，复合肥工厂原料库存充足之下采购积极性有限。综上，目前来看尿素基本面处在供需格局逐渐走强的状态之下，尿素 09 合约注意情绪反转

## 玻璃纯碱：低位震荡

纯碱：
【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1365，-1.09%
【基本面信息】
本周纯碱库存 169.10 万吨，环比周一-0.19 万吨，环比上周四-2.03 万吨；其中，轻碱库存 85.05 万吨，环比周一+0.28 万吨，环比上周四+0.36 万吨，重碱库存 84.05 万吨，环比周一-0.47 万吨，环比上周四-2.39 万吨
【南华观点】
5 月开始预计检修增加，供应扰动也将增加，盘面或先交易预期再交易预期差。目前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。纯碱价格的下滑驱动在于库存的持续累积以及碱厂的降价动作，但目前看，累库暂时不及预期，且随着供应扰动边际增加，或增大盘面波动。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 1121，-1.23%

【基本面信息】

截止到 20250424，全国浮法玻璃样本企业总库存 6547.33 万重箱，环比+39.5 万重箱，环比+0.61%，同比+9.25%。折库存天数 29.4 天，较上期+0.2 天。本周华北地区整体库存增幅较上周缩窄，沙河市场前半周产销率偏低，后半周随着部分经销商和期现商补货，出货好转，京津唐厂家出货情况不一，整体亦累库。本周华东整体出货一般，库存微幅上涨，当前多数企业库存处于高位，围绕出货为主，但企业间产销有差异，个别出货尚可，多数表现一股。华中市场本周走货不一，产销前低后高，整体库存微幅上涨。华南区域企业出货参差不齐。

【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，前期玻璃跌幅明显。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，前期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。玻璃如果持续低价，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；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。价格低位，短期波动或增加。

## 纸浆：弱势震荡

【盘面回顾】截至 4 月 25 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘下跌 12 元至 5376 元/吨。夜盘下跌 14 元至 5362 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6350 元/吨，河北俄针报 5475 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4325 元/吨。

【核心逻辑】上周五纸浆期货 07 主力合约价格震荡走势，持仓量减少，以多头减仓占优。技术上看，日 K 线实体较小，小时级别均线系统粘合，价格重心平移。山东地区进口针叶浆现货市场乌针、布针现货市场价格小幅探涨 20-50 元/吨；进口阔叶浆现货市场交投僵持，河北地区鹦鹉现货市场价格松动 20 元/吨。短期现货端市场情绪由阔叶浆价格主导，由于阔叶浆供给增量及需求弱稳，针阔叶浆价格体现弱势震荡格局。周度国内纸浆港口库存仍处高位，木浆成品纸周度产量小幅变化，成品纸价格下调，短期纸浆价格上方压力仍在。

**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：现货扰动

【盘面回顾】近期近月盘面受现货情绪影响较大，周末现货开始掉价后近月合约开始走弱。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，巴西贴水报价近期有所回落，榨利短期企稳；

近月采购基本完毕，远月缺口仍以巴西大豆为主；四季度大豆在政策不明背景下未出现采购迹象。到港方面看，4 月大豆到港 850 万吨左右，但由于港口清关延迟问题可能会影响最终油厂压榨量，5 月目前 1150 万吨，6 月 1050 万吨。

对于国内豆粕，港口与油厂大豆库存继续回升，但尤其北方地区，由于港口清关延迟问题使得油厂无法顺利开机，进而导致油厂豆粕库存不断下跌至近年新低；从需求端来看，由于缺乏议价能力，当前市场处于有价无市状态。下游由于前期普遍放空库存，随用随买策略使得饲料厂物理库存同样来到年度新低，但由于油厂压车停开较多，下游提货受限。当前来看，在五一节前可能将保持当前现货偏紧节奏，区域间价差扩大后以调货采购为主。

菜粕端来看，现货端供应压力仍存，由于刚刚进入水产备货季节，且天气气温逐渐回暖后，预计菜粕库存将开始去库。对于盘面菜粕来看，关注中加、中澳关系为主。

【后市展望】二季度大豆供应压力在港口清关趋紧背景下被不断延后，但后续主逻辑仍在于同比往年高供应压力下油厂加速开机的预期中。预计当前现货偏紧逻辑将在五一节后逐渐缓和，油厂将以快速兑现利润为主。中长期看在交易过豆粕 05 现实后，基本面逻辑将归回于美豆新作种植与贸易战谈判情况。

【策略观点】M9-1 正套持有。

## 油脂：价差反复

【盘面回顾】由于棕榈油不断出现买船，大豆到港预期临近，叠加俄乌和谈消息令能源价格再次回落进一步施压盘面导致远月品种间价差预期拉大；此外即将进入五一假期，节前避险情绪配合交割逻辑令月间价差走缩动力减弱，企稳反弹回升。

【供需分析】棕榈油：产地产量预估环比走高，季节性增产逐步临近增加供给预期基本盘。国内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：近期由于出现买船信息的传言，虽然缺乏验证但依|打击盘面对政策预期交易的溢价，现实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，但政策不确定性在下方依|日对远月给出托底。

【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，远月在政策态度尚无转变预期的情况下，考虑下方依旧存在托底。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：关注关税政策调整

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 0.5%，美元指数反弹。上周五郑棉小幅收跌。

【外棉信息】目前美棉新年度播种进度与往年基本持平，截至 4 月 22 日，全美约 21%的植棉区受旱情困扰，其中得州约 52%的植棉区处于不同程度的干旱状态，占比较上周略有

下降但变化不大，当前全美 DSCI 干旱指数仍处于历史偏高水平，短期预计中南棉区或有间歇性零星雷暴。

【郑棉信息】截至 2025 年 4 月 24 日，全国 24/25 年度棉花公证检验量共 679.34 万吨，目前新年度全疆大部分棉花已播种完成，棉田已有陆续出苗，本周产区天气未有明显异动，但天气预报显示，“五一”假期期间新疆或仍有大面积大风出现，尤其是南疆地区，关注天气变动对新棉生长的影响。目前下游纺织旺季步入尾声，订单环比走弱，下游工厂成品缓慢累库，或面临降负荷的压力，本年度棉花基差持续偏强，纺企逢低补库，但目前工厂棉花库存也已有明显回升，后续补库力度或下降。

【南华观点】短期国内下游走货压力逐渐加大，纺织业将步入需求淡季，关税对外销市场的影响也将持续发酵，在低估值下棉价或维持偏弱小幅震荡，关注中美关税政策调整情况，等待宏观驱动的转好。

## 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，短期来看产区天气影响不大，后续需关注降雨强风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 14 车，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，价格暂稳。

【库存动态】4 月 24 日郑商所红枣期货仓单录得 8237 张，较上一交易日增加 14 张。据统计，截至 4 月 24 日，36 家样本点物理库存在 10505 吨，周环比减少 16 吨，同比增加 52.96%。

【南华观点】当前新季红枣尚未开花，产区天气未有异动，市场焦点仍在旧枣的消费端，短期下游销区供应充足且随着天气转暖，红枣消费步入淡季，价格或偏弱运行，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。**

南华期货

## 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。