

金融期货早评

人民币汇率：从抢出口到抢转口

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.2653，较上一交易日上涨 342 个基点，夜盘收报 7.2715。人民币对美元中间价报 7.2029，调升 14 个基点。

【重要资讯】1) 美国财长贝森特表示，美将在接下来几周内与至少 17 个合作伙伴进行会谈；有很大机会在税收法案中看到所得税减免，关税收入或可用于减税；美国总统已会晤国内外汽车制造商，希望给予汽车制造商创造就业的机会。2) 美国商务部长卢特尼克表示，10%的关税实际上不会改变商品价格；不会透露几乎达成贸易协议的国家名字。

【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，或会放大汇率的波动：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：缩量盘整或延续

【市场回顾】昨日股指走势震荡，以沪深 300 为例，下跌 0.17%，两市成交额下降至 1.02 万亿左右。期指基差 IF、IM 基差上涨，IC、IH 基差下降，反映节前避险情绪有所升温。

【重要资讯】1、外交部回应“美财长称关税战升级的责任在中方”：中方多次阐明关税战、贸易战没有赢家；这场关税战是美方发起的，如果美方想通过对话谈判解决问题，就应该停止威胁施压，在平等、尊重、互惠的基础上同中方开展对话。2、国家主席习近平在上海考察时强调，上海承担着建设国际科技创新中心的历史使命，要抢抓机遇，以服务国家战略为牵引，不断增强科技创新策源功能和高端产业引领功能，加快建成具有全球影响力的科技创新高地。

【核心观点】节前市场缩量盘整延续，受流动性宽松预期，小盘股昨日回暖，今日科技信息面再来利好，或推动小盘股延续强势。我们仍认为：整体来看指数中枢仍维持震荡盘整，短期多空因素变化不大，节前最后两个交易日，信息面相对平淡的情况下，股指亦不会有明显波动。过节期间将公布美国非农等重要经济数据，或对流动性预期产生影响，基于此，可在本周逢低轻仓尝试布局做多波动率策略，博取节后波动率扩大收益。

【策略建议】逢低布局买入宽跨式期权策略。

国债：多头强势

【行情回顾】国债期货小幅高开后震荡偏强，尾盘进一步走高，全天大幅收涨。资金面继

续净投放，今天到期 2205 亿逆回购，央行操作 3405 亿，净投放 1200 亿，银行间隔夜稳定在 1.6%以下，GC001 开盘偏高接近 1.9%，全天震荡下行，午后明显走低，最终收在 1.49%附近，流动性整体充裕，资金利率继续边际下行。

【重要资讯】：1.据《南华早报》报道，江苏省和浙江省的部分制造商已接到沃尔玛等美国主要零售商的通知，要求其近日恢复发货。江苏省和浙江省是受中美贸易战重创的出口大省。据报道，周一宁波一家大型文具和办公用品出口商收到沃尔玛的通知，恢复对美国的正常发货。该公司表示，新进口关税的成本将由美国客户承担。

【核心逻辑】市场逻辑与此前别无二致，流动性边际转松之下，多头持续发力。基本面也给予了一定博弈空间，午后外媒小作文称 4 月 PMI 或回落至荣枯线下方。此前我们也提示过本月 EPMI 表现以及其对 PMI 的指示作用，本月 PMI 收缩的概率较大，尾盘长端合约拉升或在抢跑定价数据公布情况。

近期市场环境整体偏多，考虑到多头计价逐渐深化，以及期债价格逼近前期高点，可以考虑止盈部分，等待增量利多或者是止盈情绪充分释放。有两个窗口可以参考：一是明天 PMI 公布后，若下行幅度与市场预期偏差不大，则可以考虑部分止盈；另一方面，待价格逼近前高，可以先止盈部分，等突破站稳后再度加仓。

【投资策略】：价格临近前高，可在情绪高点止盈部分

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：期价低开

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格低开震荡。截至收盘，EC 各月合约收盘价均有所下行。

【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\$973，较同期前值回升\$4，40GP 总报价为\$1626，较同期前值回升\$8。5 月 15 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$890，较前一周下降\$83，40GP 总报价为\$1490，较前一周下降\$136。后两周，MSC 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1160，较同期前值下降\$102，40GP 总报价为\$1940，较同期前值下降\$170。

5 月中旬，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1535，较同期前值下降\$800，40GP 总报价为\$2645，较同期前值下降\$1600。长荣海运，20GP 总报价为\$1155，较前一周下降\$100，40GP 总报价为\$1910，较前一周下降\$150。近两周，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1200，较同期前值下降\$100，40GP 总报价为\$1900，较同期前值下降\$200。

【重要资讯】：4 月 29 日，外交部发布重磅视频《不跪！》，回应美国关税霸凌，再次表明中国态度。视频中提到，向霸权低头就如同饮鸩止渴，只能陷入更加深重的危机。

【南华观点】：昨日期价低开主要应来自于马士基 5 月中旬欧线报价的进一步下跌，且金额已逐步向红海绕航前的水平靠拢，可以说现货引领期价下跌。此外，中国在中美关税问题上也展现出强硬态度，短期，预计关税仍将成为期价的利空因素之一。对于后市而言，短期延续此前的判断，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）、王映（Z0016367）、周骥（Z0017101）、高翔（Z0016413）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：维持震荡

【行情回顾】周三贵金属市场维持震荡。最终 COMEX 黄金 2506 合约收报 3327.6 美元/盎司，-0.6%；美白银 2507 合约收报于 33.215 美元/盎司，+0.64%。SHFE 黄金 2506 主力合约收报 785.14 元/克，+0.47%；SHFE 白银 2506 合约收 8215 元/千克，+0.12%。

【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 92.3%，降息 25 个基点的概率 7.7%；到 6 月 19 日，维持当前利率不变的概率为 35.1%，累计降息 25 个基点的概率 60.2%，累计降息 50 个基点的概率为 4.8%；到 7 月 31 日，维持当前利率不变的概率为 4.6%，累计降息 25 个基点的概率为 38.4%，累计降息 50 个基点的概率 52.8%，累计降息 75 个基点的概率为 4.1%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓日增 0.86 吨至 947.13 吨；iShares 白银 ETF 持仓日增 73.56 吨至 14130 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 3.1 吨至 931.3 吨；截止 4 月 25 日当周的 SGX 白银库存周减 42.8 吨至 1640.1 吨。

【本周关注】美国 4 月谘商会消费者信心指数跌至近 5 年低点，因对关税的担忧日益加剧，拖累经济前景。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期休市。

【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与贸易关税政策不确定性扰动，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】沪铜指数在周二继续震荡，报收在 7.72 万元每吨，持仓量 51 万手，成交量 15 万手，上海有色现货升水 205 元每吨。

【产业表现】外媒 4 月 26 日消息，Southern Copper 发布的报告显示，2025 年一季度公司铜产量为 24.2 万吨，高于去年同期时的 24.0679 万吨。其秘鲁 Tacna 地区的 Toquepala 矿的产量增长 11.6%，弥补了其他露天矿产量下降的影响。公司首席财务官 Raul Jacob 表示，虽然美国暂停实施 25% 的铜关税，但该矿业公司在必要情况下仍可能将出口到美国的产品转移到其他市场。公司对铜市前景持积极看法。虽然面临关税政策不确定性影响，但南方铜业公司预计铜销售将保持稳健，因为需求来源正从建筑业转向能源和科技领域。

【核心逻辑】铜价在近期的表现符合预期，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。

铝产业链：关注氧化铝 2700 支撑位

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 20040 元/吨，环比+0.60%，成交量为 5 万手，伦铝收于 2470 美元/吨，环比+1.48%，成交量为 1 万手，氧化铝收于 2703 元/吨，环比-3.74%，成交量为 29 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，短期存在震荡可能，但供应过剩格局没有改变，中长期仍推荐逢高沽空

【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

锌：市场交易情绪变冷，等待宏观数据

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22550 元/吨，环比+0.13%，其中成交量为 103421 手相较昨日减少 46370 手，而持仓量则减少 3301 手至 114582 手。现货端，0#锌锭均价为 22970 元/吨，1#锌锭均价为 22900 元/吨。

【产业表现】产业链无变化，等待宏观数据公布

【核心逻辑】今日锌价超跌反弹，但由于即将过节以及宏观重要数据未公布，交易情绪冷淡，锌成交量和持仓量持续下降。供给端，因受进口窗口打开，供给宽松预期愈发强烈，且库存受上周持续去库影响，市场采买情绪趋冷。然现货商因升水持续挺价，形成了一定的支撑，但支撑力度不强。需求端，终端产品如氧化锌和镀锌周度开工率均有回落，压铸锌合金开工率虽小幅上升，但各终端需求仍显疲软，且市场“抢出口”现象依旧不明显。未来几天结合五一假期，受关税不确定性影响，市场空头情绪趋强，短期内建议保持观望，等待宏观数据出炉。展望未来，国内降息政策利好锌价，但刺激效果不确定。

【南华观点】短期震荡，等待宏观政策明朗。

镍，不锈钢：预计震荡为主

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 124180 元/吨，下跌 0.14%。不锈钢主力合约日盘收于 12720 元/吨，上涨 0.16%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 126550 元/吨，升水为 2100 元/吨。SMM 电解镍为 125600 元/吨。进口镍均价调整至 124600 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28080 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 3636.36 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-2.5%。8-12%高镍生铁出厂价为 967.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-9.31%。纯镍上期所库存为 29587 吨，LME 镍库存为 201426 吨。SMM 不锈钢社会库存为 985800 吨。国内主要地区镍生铁库存为 24173.5 吨。

【市场分析】

日内盘面基本维持窄幅震荡走势。基本面上逻辑无明显变动，纯镍升水有所下调。镍矿价格供应释放较为缓慢，目前供应仍然整体偏紧，短期预计企稳运行。镍铁报价目前持续阴跌，镍铁链路矛盾无明显改善，镍铁链路利润倒挂严重，下游不锈钢较为疲软，镍铁商对上游高价矿接受意愿较低。不锈钢方面市场仍然较为低迷，五一临近备货意愿仍然不强，现货贸易商已有让利出货回笼资金动向，整体无明显上涨驱动。硫酸镍链路价格相对稳定，MHP 价格稳中偏强，市场流通量较低情况下价格预计偏强运行。五一临近，市场整体情绪企稳，建议轻仓过节。

锡：震荡为主

【盘面回顾】沪锡指数在周二继续震荡行情，报收在 26.1 万元每吨，持仓 5.6 万手，成交 11 万手。

【产业表现】基本面保持稳定。

【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。虽然佘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】震荡为主。

碳酸锂：矿价不断走低

【期货动态】LC2507 合约收于 66260 元/吨，日环比-1.05%

【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：锂盐价格下跌。盘面走势不振，市场普遍持悲观心态，市场成交较昨日有所缩减，整体成交情况尚可，成交重心有所下移。

锂矿：锂矿价格下跌，澳矿方面持续跌价，锂盐价格成本支撑有限。下游接货情绪尚可，但对价格接受度有限，市场成交清淡。CIF6 中国锂辉石精矿报 760-790 美元/吨；国内现货锂辉石品位 3.0-3.5%报 740-760 元/吨度，品位 5.0-5.5%报 970-1000 元/吨度；锂云母品位 2.0-2.5%报 670-730 元/吨度。

工业硅：弱势下行

【期货动态】SI2506 合约收于 8540 元/吨，日环比-2.95%

【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】工业硅现货价格再次下挫低位，行情低迷弱势难改，现货亏本出售情况明显，生产压力累积。目前华东通氧 553#硅在 9400-9600 元/吨，华东 421#硅在 10200-10400 元/吨。供给端，新疆企业减产计划再度传出，目前尚未落地。四川硅企复产计划陆续传出，丰水期开工预期仍在，但具体复产进度有待考量。成交方面，盘面过快跌幅下，北方成交情况转好，99 硅等非标货流通性加强，市场最低价已低于往年历史低值，硅企出厂价格依旧升水，贸易商和期现商拿货情况一般，成交仍以前期套保货为主。

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：弱预期压制

【行情回顾】弱势震荡

【信息整理】1. 江苏省和浙江省的部分制造商已接到沃尔玛等美国主要零售商的通知，要求其近日恢复发货。新进口关税的成本将由美国客户承担。

2. 因对关税和通胀的担忧日益加剧，美国消费者信心指数连续第五个月下滑，降至新冠疫情爆发以来最低水平。

3. 预计包钢 5 月中下旬将对 7 号高炉停产检修，本轮检修预计一个月左右，影响日均铁水产量 1 万吨。

4. 淮钢特钢计划于 5 月 8 日起对 550m³高炉进行检修，为期 45 天，预计影响铁水 2000-2400 吨/天，同期对轧线进行轮休检修，预计影响优棒产量 10 万吨。

【南华观点】本周钢材盘面因限产预期未落地，整体表现疲软，不过从钢材现实基本面来看表现较为强劲，在高供给状态下库存去化仍然较为顺畅。但是市场端预期普遍较为悲观，一方面担忧海外经济衰退风险，另一方面预期关税及反倾销等或对钢材后续需求形成较大利空影响。在此背景下，钢材 05-10 合约价差呈现正套格局，10 月螺纹与热卷基差显著扩大。鉴于现实矛盾尚未累积，盘面下跌空间较为有限，或呈现震荡盘整，后续需等待矛盾进一步激化方可带来趋势性变化。

铁矿石：节前市场情绪谨慎

【盘面信息】铁矿 09 减仓，成交量缩量，收平。

【信息整理】数据显示 4 月末中美贸易量显著下降

【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。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。

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，所以铁矿石整体上仍是偏空，若有反弹机会，将是比较好的加空入场点。

焦煤焦炭：5-9 正套走强

【盘面回顾】周二双焦主力盘面偏弱震荡，05 走势强于 09

【信息整理】

1. 4 月美国消费者信心暴跌至近五年低点、美国 3 月份商品贸易逆差扩大至创纪录的 1,620 亿美元。

2. Mysteel 煤焦：有部分钢厂计划协商下调顶装焦基价，降幅 20 元/吨，5 月 1 日起执行。现邯郸准一干熄报 1460-1490 元/吨不等，准一湿熄报 1260 元/吨；唐山准一级干熄报 1635-1655 元/吨，均出厂价现金含税。

【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】

受粗钢压减消息扰动，盘面钢厂利润快速扩张，近期钢材现货跟涨，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性。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）及助理分析师张泓（F03118257）、严志妮（F03112665）提供。

能化早评

原油：油价继续下跌

【原油收盘】截至 4 月 29 日收盘，2025 年 6 月 WTI 跌 1.63 报 60.42 美元/桶，跌幅 2.63%；2025 年 6 月布伦特原油跌 1.61 报 64.25 美元/桶，跌幅 2.44%。中国原油期货 SC 主力 2506 收跌 6.1 元/桶，至 488.1 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，伊朗方面提议于 5 月 2 日在罗马会晤法国、英国和德国，就核计划进行会谈。外交人士称，欧洲方面尚未对伊朗本周举行会谈的提议作出回应。二是，西班牙电网运营商 Red Electrica 周一表示，在今天早些时候全国停电后，电力供应已部分恢复。该运营商在一份声明中宣布：“半岛北部、南部和西部几个地区的变电站现在已经恢复了电压，恢复全国电力的工作正在进行中。停电也影响到邻国葡萄牙，造成里斯本的交通问题。三是，当地时间 26 日，伊朗塔斯尼姆通讯社报道称，阿巴斯港港口爆炸事件的受伤人数已经达到 195 人。四是，哈萨克斯坦新任命的能源部长 Erlan Akkenzhenov 表示，在决定石油产量水平时，哈萨克斯坦将优先考虑国家利益，而不是欧佩克+集团的利益。随后三位熟悉欧佩克+谈判的消息人士表示，几个欧佩克+成员国将建议该组织在 6 月份连续第二个月加快石油增产。做出这一决定的背景是，成员国之间在遵守产量配额方面存在争议。

【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，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】近期 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，开工依旧在 93.6%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】近期 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。关税问题近期来看貌似有所缓解，后续临近五一，聚酯的开工下降貌似证伪，聚酯开工仍高达 93.6%，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，另外一季度总体 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 80 万吨，环比上期增加 2.5 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】

近期 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；煤制充矿、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，上周到港集中，港口发货表现不佳，维持刚需，周一港口显性库存累库 2.5 万吨。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。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，月均或仍能保持 91% 以上。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，乙二醇价格震荡偏强看待。瓶片方面绝对价格同样随成本端走强，后续供需格局转弱，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】：周二甲醇 09 收于 2276

【现货反馈】：周二远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 09+160

【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，尽管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 7092（-20）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7140 元/吨（-40），华东现货价格为 7260 元/吨（-20），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】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 7122（-42）。

【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（0），华南现货价格为 7520 元/吨（-30）。

【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】从 PE 基本面的看，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：震荡整理

【盘面回顾】EB2506 收于 7072 (-7)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5725 (-150)，苯乙烯现货 7235 (-)，主力基差 163 (+7)

【库存情况】截至 4 月 28 日，江苏纯苯港口库存 12.0 万吨，较上期去库 0.1 万吨，环比下降 0.83%。截至 2025 年 4 月 28 日，江苏苯乙烯港口库存 8.52 万吨，较上周期去库 0.13 万吨，幅度 -1.5%；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：上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，上周纯苯华东港口明显去库，周一数据显示港口库存基本较上周持平。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。周一纯苯现货已跌破 6000，昨日最后一个交割日出现多头爆仓，下午纯苯价格快速下跌至 5700 后止跌。

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，五一节前建议观望或者轻仓为主，待宏观局势稳定可考虑逢高做空。

燃料油：受原油拖累下跌

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，FU07 报价 2939 元/吨，升水新加坡 7.2 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：裂解走强

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，LU06 报价 3445 元/吨，升水新加坡 14 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：价格坚挺

【盘面回顾】BU06 报价 3412 元/吨

【现货表现】华南地炼沥青价格 3360 元/吨

【基本面情况】供给端，国内稀释沥青库存维持在低位，但委内贴水有松动迹象；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%，华南沥青产量-0.4 至 11.9 万吨，中国产量+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，华南沥青出货量-0.12 至 6.28 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，华南社会库存+0.1 至 1.6 万吨，华南炼厂库存+0.6 万吨至 6.5 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 57.4 万吨。

【南华观点】原油回落，贴水松动，成本端支撑减弱，目短期沥青开工率有小幅回升，在库存方面，沥青库存小幅累库，需求端出货较好，受原油价格大幅回落影响，沥青利润被动修复，短期华南市场依然拖累沥青价格，但已经明显缓和，短期驱动向上

尿素：短期承压

【盘面动态】：周二尿素 09 收盘 1734

【现货反馈】：周二国内尿素行情稳中上探，涨幅 10-30 元/吨，截止昨日主流区域中小颗粒出厂 1700-1770 元/吨。近期尿素出口消息不断，期货盘面波动较大，影响现货交投情绪。短线受待发支撑，尿素价格稳中偏强。

【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：预期悲观，继续弱势

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1376，0.88%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 167.22 万吨，环比上周四-1.88 万吨；其中，轻碱库存 81.51 万吨，环比上周四-3.54 万吨，重碱库存 85.71 万吨，环比上周四+1.66 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 1108，-1.25%

【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，多数表现一般。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，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。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：情绪释放，偏弱运行

【盘面回顾】截至 4 月 29 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘下跌 166 元至 5178 元/吨。夜盘下跌 86 元至 5092 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6250 元/吨，河北俄针报 5325 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4240 元/吨。

【核心逻辑】昨日纸浆期货 07 主力合约价格下跌走势，持仓量增加，以空头增仓占优。技术上看，日 K 线收阴线实体，短线均线系统向下发散，价格重心下移。昨日进口针叶木浆现货价格下跌，山东、江浙沪地区部分牌号现货价格松动 50-150 元/吨；进口阔叶浆现货市场交投氛围寡淡，局部区域业者出货意向增加，广东、山东地区部分牌号现货价格松动 20-80 元/吨。短期纸浆价格驱动仍以需求端为主，成品纸终端驱动偏弱，成品纸价格下滑，纸厂原料采购积极性偏低，纸浆价格持续走弱。从国内纸浆港口库存来看，本周有去库表现，纸浆仓单库存持续减少，库存压力有所缓解。短期纸浆空头情绪释放，预计价格偏弱运行。

以上评论由分析师张博（Z0021070）、寿佳露（Z0020569）、宋霁鹏（Z0016598）、戴一帆（Z0015428）、胡紫阳（Z0018822）提供。

农产品早评

油料：震荡偏弱

【盘面回顾】豆粕近月 05 合约在现实压力缓解后领跌油料。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，巴西贴水报价近期不断回落，使得内盘成本支撑不断走弱；近月采购基本完毕，远月四季度仍未采购。到港方面看，由于 4 月大豆港口清关延迟问题目前预估 800 万吨到港，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，但随着开机率逐渐回升，叠加国储拍卖，部分地区供应已逐渐恢复，全国豆粕库存仍处低位，但预期总领先于市场现状，现货价格已经较上周大幅下调；从需求端来看，油厂逐渐开机兑现利润，临近假期下游基本备货完毕，后续预计以刚需补库节奏提货，物理库存继续维持低位。近期来看，现货数据明牌下预期总领先于现实被交易，后续等待现货压力释放后，仍以偏多思路对待为主。

菜粕端来看，现货端库存仍偏高，二季度菜籽进口月均 20-30 万吨，近期虽传澳菜籽进口，但未出现实际采购。对于盘面菜粕来看，在加拿大自由党选举获胜后，关注中加关系为主。

【后市展望】二季度大豆供应压力开始交易同比往年高供应压力与油厂加速开机的预期中，油厂将以快速兑现利润为主。中长期看在交易过豆粕宽松现实后，基本面逻辑将回归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：持续承压

【盘面回顾】由于美国生物能源政策的不确定性及其落地时间的反复，国际植物油价格带动国内植物油价格回落；能源价格回吐进一步施压油脂价格。

【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“五一”期间产区天气异动

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌近 1.5%，美元小幅走强，关税影响持续发酵，同时据美国农业部统计，至 4 月 27 日全美棉花播种进度 15%，其中得州播种进度 21%，较往年均值小幅领先。隔夜郑棉下跌超 0.5%。

【外棉信息】2025 年 3 月，日本服装进口量为 8.24 万吨，环比增加 34.95%，同比增加 18.8%，低于近五年均值 4.56%。

【郑棉信息】截至 2025 年 4 月 28 日，全国 24/25 年度棉花公证检验量共 679.39 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，北疆进度略偏慢，“五一”假期期间新疆或仍有大风出现，尤其是南疆地区，同时北疆南边温度或偏低，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，同时关注产区天气异动。

白糖：承压运行

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二收跌，市场关注 5 月交割情况。

昨夜夜盘郑糖跟随外盘下跌，短期走势承压，整体相比外盘更抗跌。

【现货报价】昨日南宁中间商站台报价 6210 元/吨。昆明中间商报价 5980-6130 元/吨。

【市场信息】1、截至 4 月 23 日，巴西港口待运食糖船只数 44 艘，上周为 42 艘，待运食糖 187.11 万吨，上周为 169.35 万吨。

2、巴西 4 月前四周出口糖 128.19 万吨，日均出口 7.54 万吨，较上年 4 月全月日均出口减少 12%。

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 3 月我国进口糖浆和预混粉 13.28 万吨，同比减少 2.46 万吨。

5.ISMA 一会员称，印度 24/25 榨季可能出口 60-70 万吨糖。

【南华观点】五一假期前轻仓过节。

苹果：轻仓过节

【期货动态】苹果期货昨日横盘震荡，整体变化不大。

【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 3.1 元/斤，洛川 70#以上半商品 4.4 元/斤，白水 70#以上客商统货 3.8 元/斤，静宁 75#以上半商品 4.8 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 24 日，全国主产区苹果冷库库存量为 309.98 万吨，环比上周减少 44.58 吨，去库同比加快，处于近五年低位。

【南华观点】五一临近，轻仓过节。

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】昨日广州如意坊市场到货 3 车，河北崔尔庄市场到货 15 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 29 日郑商所红枣期货仓单录得 8472 张，较上一交易日增加 19 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。

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。