

## 金融期货早评

### 人民币汇率：节后汇率市场巨震

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.2169，较上一交易日上涨 463 个基点，夜盘收报 7.2199。人民币对美元中间价报 7.2008，调升 6 个基点。

【重要资讯】1) 商务部：在充分考虑全球期待、中方利益、美国业界和消费者呼吁的基础上，中方决定同意与美方进行接触。何立峰副总理作为中美经贸中方牵头人，将在访问瑞士期间，与美方牵头人美国财长贝森特举行会谈。2) 港元 5 月 6 日两度触发强方兑换保证，香港金管局再注资 127.88 亿港元。这是香港金管局自 5 月 3 日以来第四度入市，累计注资 1294.02 亿港元。

【核心逻辑】随着中美经贸领域释放出积极信号，离岸人民币汇率稳步回升至 7.20 关口下方。在岸外汇市场交易启动后，市场参与热情显著升温，受美元低位买盘需求阶段性增强影响，人民币汇率出现温和回调，日内逐步企稳于 7.22 区间附近。当前，投资者正以高度审慎的态度密切追踪双方后续经贸磋商的实质性进展。若能在关税调整、产业合作等关键领域达成具体共识，不仅将直接改善跨境资本流动格局，还可能为人民币汇率构建更稳固的支撑基础。我们预计，在“首份贸易协议”正式发布前的市场观察期，投资者情绪或持续在焦虑与乐观之间来回切换，但货币当局维稳汇率的基调将形成托底支撑。基于此，美元兑人民币即期汇率大概率在本周偏贬走势。

【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：放量收涨，持续性有待观察

#### 【市场回顾】

昨日股指集体收涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 1.01%。从资金面来看，两市成交额增加 1668.58 亿元。期指方面，IH 缩量上涨，其余品种均放量上涨。

#### 【重要资讯】

- 1、何立峰将访问瑞士、法国并举行中美经贸高层会谈、第十次中法高级别经济财金对话。
- 2、周三上午九时，央行、证监会等介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况。

#### 【核心逻辑】

昨日市场主要交易五一假期消息的影响。海外来看，美国多项经济数据公布，非农数据超预期，但由于经济下行压力加剧以及特朗普不断施压降息，市场对于美联储降息预期有所升温，同时中美贸易摩擦有缓和迹象，中方正在评估中美关税谈判，后续若谈判顺利，中美关系或逐步缓和。国内方面，假期出行数据乐观。整体来看，五一假期释出的消息一定程度提振国内市场情绪，改善市场风险偏好，昨日指数放量大涨，由于国内外流动性预期宽松，中小盘股指表现更强，不过短期虽情绪面好转，若后续实质性利好不能及时落地，上涨动力和持续性或不强。

【南华观点】买入看涨期权

### 国债：日内宽幅震荡

【行情回顾】午后债市整体震荡，其中长债价格波动，短债则是震荡下行跌幅不断扩大。尾盘期债调回后回升，最终 TL 收涨，T 几乎收平，TF、TS 跌幅明显。累计到期 10870 亿元，央行今天公开市场新做 4050 亿，净回笼 6820 亿元。资金利率小幅上行，DR01 加权在 1.68% 附近，GC 短端超过 1.76%，资金价格较节前有所上行，边际上收敛。

【重要资讯】：1.据文化和旅游部数据中心测算，假期 5 天全国国内出游 3.14 亿人次，同比增长 6.4%；国内游客出游总花费 1802.69 亿元，同比增长 8.0%。

【核心逻辑】今日重点关注资金面，假期归来后受到大额净回笼的影响，资金利率较 4 月底明显回升，午后银行间匿名隔夜 1.68%，比之前 1.55%明显要高。加上 TS 也是今天表现最弱的品种，后续如果资金利率没有回落的话，利率很难摆脱当前的震荡走势进一步往下突破。

【投资策略】：持有底仓，参与波段

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

## 集运：宏观情绪趋稳，现舱报价仍在探底

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格高开后有所回落，后偏震荡。截至收盘，除 EC2604 外，其余各月合约收盘价均略有上涨。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，5 月 15 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$962，较同期前值回升\$25，40GP 总报价为\$1623，较同期前值回升\$42。

【重要资讯】：

1. 据 CNBC，美国财政部长贝森特当地时间周一接受采访时表示，他预期美中贸易谈判未来几周内将出现进展，并指出特朗普对中国祭出的 145%关税无法长期维持。
2. 在 6 日的外交部例行记者会上，中国外交部发言人林剑在回应相关问询时表示，经双方商定，中方和欧洲议会决定同步全面取消对相互交往的限制。

【南华观点】：宏观情绪略趋稳定，使得昨日期价延续节前走势略有回升。此外，欧线现舱报价，包括 MSC、达飞在内，5 月中下旬欧线新开舱位报价继续下跌，仍在探底，在一定程度上仍是利空因素之一，但降速有所放缓。故预期短期期价走势偏震荡或略偏上行。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）、高翔（Z0016413）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：维持低多策略

【行情回顾】周二贵金属市场强势走升，受国内劳动节假回归后国内强劲买需、对美国可能对进口药品征收关税的担忧、及全球地缘政局不确定性、印巴局势升级等因素影响。另美指与 10Y 美债收益率双双回落，抬升贵金属估值；美股涨势暂缓亦反映风险偏好下降。接下来市场焦点转向周四凌晨美联储利率决议，短线贵金属或维持高位震荡，但整体预计仍处于易涨难跌格局。最终黄金 2506 合约收报 3441.8 美元/盎司，+3.6%；美白银 2507 合约收报于 33.435 美元/盎司，+2.96%。SHFE 黄金 2506 主力合约收报 797.2 元/克，+1.39%；

SHFE 白银 2506 合约收 8235 元/千克，-0.04%。

【基金持仓与库存】长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓日减 1.43 吨至 937.96 吨；iShares 白银 ETF 持仓维持在 13958.7 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 0.1 吨至 959.8 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】消息面，新美联储通讯社记者 Nick Timiraos 撰文称，面对经济衰退和通胀压力的两难困境，美联储将更倾向于“保通胀”，在没有看到消费者支出放缓和失业率上升的明确迹象之前，可能不会降息。目前投资者转向周四凌晨美联储利率决议，尽管本次利率决议大概率维持利率不变，但投资者关注鲍威尔在新闻发布会上对未来降息的前瞻指引。接下来本周数据总体清淡。事件方面，本周四凌晨 2 点将召开美联储利率决议，并于 2:30 召开新闻发布会；19:00，英国央行公布利率决议、会议纪要以及货币政策报告；周五 18:15，FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯在 2025 年雷克雅未克经济会议上发表主旨讲话；20:00，美联储理事库格勒发表讲话；22:40，美联储理事巴尔发表讲话；23:30，FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯在胡佛货币政策会议（通过预先录制的视频）发表讲话。另关注全球贸易战谈判进展。

【南华观点】中长线或偏多。黄金月线仍偏强，日线转强，短线看伦敦金关注 3430 阻力，如突破可进一步看高至 3500，支撑 3350，强支撑 3200；伦敦银走势略弱于黄金，短线偏震荡，支撑 32，阻力 33.7，如突破可看高至 34，34.5。我们仍将短线回调视为中长期做多机会。

## 铜：宏观、情绪、预期三者继续扰动铜价

【盘面回顾】沪铜指数在周二小幅上升，报收在 7.78 万元每吨，持仓 52 万手，成交 16 万手，上海有色现货升水 285 元每吨，在周二夜盘高开。

【产业表现】卡莫阿-卡库拉 50 万吨/年的一步炼铜冶炼厂即将完成试车，预计于 5 月份开始运行。冶炼厂的员工人数显著增加，目前约有 1,500 名员工，为投产做好准备。冶炼厂前期点火烘炉的过程需时约六周，之后将开始首批铜精矿的投料，预计 7 月开始生产阳极铜。到 2025 年底，预计冶炼厂的产量爬坡将达设计产能约 90%的水平。

【核心逻辑】铜价在近期主要受到宏观、情绪、预期三者的扰动。宏观方面，美国 4 月非农就业数据利好和中美关税问题缓是两大主要逻辑线。情绪方面，多头和空头投资者就经济衰退问题交锋较为激烈。前者认为硬着陆的可能性极低，仅经济增速降低；后者认为关税问题带来的影响是全面的，会持续对需求产生不利影响。预期方面，国新办将介绍一揽子金融政策支持稳市场稳预期很有可能对本周剩余几个交易日铜价产生影响。短期来看，铜价的绝对价格或较难判断，不过波动率难以下降。

【南华观点】持币观望。

## 铝产业链：需求走弱

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 19760 元/吨，环比-0.55%，成交量为 5 万手，伦铝收于 2429 美元/吨，环比-0.10%，成交量为 1 万手，氧化铝收于 2715 元/吨，环比+0.85%，成交量为 18 万手。

【核心逻辑】铝：宏观方面，美非农就业数据表现较好，使得美联储仍能保持谨慎，6 月降息预期有所后延；中美就关税问题上关系的缓和。基本面方面，目前铝仍维持去库状态，但下游开工下降，后续需求下降已可预期，去库难以维持。总的来说，后续关税政策的进

一步让步对铝价来说是一个利好，但进入淡季铝需求走弱抑制了铝上涨幅度，短期铝或以震荡运行为主。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，对氧化铝价格支撑减弱。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，但新投产能释放，供给增减互现。需求方面变化不大，氧化铝社会库存开始下降。总的来说，氧化铝供应过剩格局没有改变，且近期盘面空头主导，后续或将偏弱运行，关注 2700 点支撑位。

【南华观点】铝：震荡运行，氧化铝：偏空

## 锌：短期支撑不足，锌价上进困难

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22355 元/吨，环比-0.38%，其中成交量为 115056 手相较昨日减少 306 手，而持仓量则增加 5719 手至 111715 手。现货端，0#锌锭均价为 22860 元/吨，1#锌锭均价为 22790 元/吨。

【产业表现】Glencore 2025 年第一季度自有锌产量为 21.36 万吨，比 2024 年第一季度高 4%，主要反映了 Antamina 锌品位的提高和澳大利亚的产量增加。2025 年嘉能可自有锌产量指引为 93-99 万吨。

【核心逻辑】上一交易日锌价早盘多头进场，锌主力合约快速攀升至 22580 元/吨，随后空头入场导致锌价异动，28 分钟内跌幅为 1.02%，盘内多空力量博弈，最终收盘空头方以长上影线和阴线宣告胜利。基本面来看，供给端，因受进口窗口打开，供给宽松预期愈发强烈，由于节前下游备库，五一假期的累库为七地锌锭库存带来了 0.71 吨的增加。需求端，受国补影响，五一假内家电购买情绪较强，且未来国内政策仍能刺激消费。也就是说需求端在未来应当能为锌价带来一定的支撑，然支撑力度不明，且供应端压力不变，叠加疲软的各国宏观数据，预期锌价短期内将维持偏弱震荡。

【南华观点】短期偏弱震荡。

## 锡：窄幅震荡，或随波逐流

【盘面回顾】沪锡指数在周二基本稳定在 26 万元每吨附近，持仓 5.2 万手，成交 8.4 万手。

【产业表现】基本面保持稳定。

【核心逻辑】锡价在近期持续窄幅震荡，因为其受宏观的影响暂时还未传导到基本面，而且以目前基本面的情况，也暂时无法对价格产生决定性的影响。供给方面，缅甸复产仍然没有确切的流出消息。需求方面，半导体板块仍然在扩张周期尾声，还未见其明显回落。短期来看，锡价或继续窄幅震荡。

【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 65260 元/吨，日环比-1.06%

【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，节后市场普遍持观望心态，下游进行逢低采买，采买力度不强，市场成交一般，成交重心小幅下调。

锂矿：锂矿现货贸易商出货意愿继续降低，港口有货，但不愿报价。外采矿锂盐厂开工尚

可，原料需求持续存在，但接货能力十分有限。CIF6 中国锂辉石精矿报 740-770 美元/吨；国内现货锂辉石品位 3.0-3.5%报 740-750 元/吨度，品位 5.0-5.5%报 950-990 元/吨度；锂云母品位 2.0-2.5%报 650-720 元/吨度。

## 碳酸锂：矿价不断走低

【期货动态】LC2507 合约收于 65260 元/吨，日环比-1.06%

【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，节后市场普遍持观望心态，下游进行逢低采买，采买力度不强，市场成交一般，成交重心小幅下调。

锂矿：锂矿现货贸易商出货意愿继续降低，港口有货，但不愿报价。外采矿锂盐厂开工尚可，原料需求持续存在，但接货能力十分有限。CIF6 中国锂辉石精矿报 740-770 美元/吨；国内现货锂辉石品位 3.0-3.5%报 740-750 元/吨度，品位 5.0-5.5%报 950-990 元/吨度；锂云母品位 2.0-2.5%报 650-720 元/吨度。

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

## 黑色早评

### 螺纹钢热卷：关注今日会议

【行情回顾】震荡盘整

【信息整理】1. 商务部表示，在充分考虑全球期待、中方利益、美国业界和消费者呼吁的基础上中方决定同意与美方进行接触。中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰作为中美经贸中方牵头人，将于 5 月 9 日至 12 日访瑞期间，与美方牵头人美国财政部长贝森特举行会谈。

2. 中钢协规划发展部主任王滨表示，国家相关部委正在积极部署和推进全国粗钢产量调控工作。工业和信息化部正在加紧修订《钢铁行业产能置换实施办法》，目前已形成初稿。

3. 国务院新闻办公室将于 5 月 7 日上午 9 时举行新闻发布会，请中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，并答记者问。

【南华观点】从产业宏观来看，中美贸易谈判似有新的进展，今日九点一行一局一会将介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，宏观乐观预期有所上升。从基本面来看，现实基本面较为强劲，节前一周建材表需大超预期，当前钢材与钢坯出口维持高位，在高供给状态下去库较为顺畅。不过市场对未来需求预期较为悲观，4 月制造业 PMI 数据中的新订单和新出口订单表现较差，微观来看钢厂新接单以及出口接单有走弱迹象；5 月南方与华东地区雨水逐渐增加，内需亦有走弱倾向，后续黑色市场面临需求走弱，供给见顶带来原料成本下移的压力。再来看限产端，尽管限产消息真实性在加深，但市场对限产执行

力度尚存疑，如若钢厂利润较好，限产较难落实，后续钢材市场仍面临供大于求的局面。综合来看，钢材现实基本面较强以及宏观乐观预期提升，令成材下方有所支撑；但需求预期较弱，新接单确有走弱倾向，当前需求好主要是出口端贡献较大，不过出口的钢坯与钢材对出口价格形成压制，限制了盘面的反弹空间。因此，在没有超预期利好下，近期盘面或呈现震荡盘整，关注今日会议内容。

## 铁矿石：盘面利润回落

【盘面信息】铁矿 09 冲高回落，收十字星。焦煤价格继续下跌，让利铁矿石，对铁矿石价格有支撑。盘面利润回落，市场对减产的预期有所减弱。

【信息整理】1. 2025 年 4 月全球铁矿发运总量 1.37 亿吨，环比小幅下降 9.4%。其中南非及其他非主流国家降幅较大，南非环比 3 月下降 14.5%。澳洲发运量下降 9.3%。巴西发运量下降幅度较小 4.5%。同比来看，只有巴西发运量有所增长，增幅为 6.5%。其他国家小幅下滑。2025 年 4 月中国铁矿石到港总量 1.05 亿吨，环比微增 0.8%。增量较大的港口有：鲅鱼圈港和京唐港。下滑幅度较大的为青岛港、天津新港。同比来看，到港量延续小幅下滑 2.6%。2. 本期铁矿石全球发运量环比-4.3%至 3050.5 万吨。

【南华观点】目前铁矿石供需双旺，但市场在交易强现实弱预期。钢材整体产销双旺，库存偏低。政策减产预期下，钢厂利润小幅走阔，使得钢厂仍能维持高铁水生产。但如冷系，利润已经显著走低，但产量仍在走高，负反馈压力增大。市场没有在交易目前钢材供需双旺的现状，目前的需求好有抢出口的支撑，未来接单偏差，市场更多在交易未来的预期。五月中下旬需求有大幅下降的预期，出口走弱可能会带来产业链矛盾的激化，钢厂减产负反馈压力加大。此外，市场有粗钢行政减产的预期，目前减产更多是消息驱动的，可交易性比较差，建议右侧跟随。

短期判断铁矿石在中美经贸缓和以及粗钢减产反复的预期下，可能有小幅反弹，但上方驱动不强，关注反弹做空的机会。

## 焦煤焦炭：关注今日会议

【盘面回顾】周二双焦震荡走低

【信息整理】

1. 商务部：在充分考虑全球期待、中方利益、美国业界和消费者呼吁的基础上，中方决定同意与美方进行接触。
2. 国新办今日上午 9 时举行新闻发布会，央行、证监会等部门将发声，介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况。
3. 4 月财新中国服务业 PMI 降至 50.7，为七个月来最低。
4. 财长蓝佛安：中方将采取更加积极有为的宏观政策，有信心实现 2025 年的 5%左右增长目标。

【产业表现】

焦煤：国内矿山稳定增产，焦企节前补库结束，焦煤补库需求放缓，上游精煤边际累库。海运煤发运偏紧，或影响后续到港和港口焦煤库存。口岸五一期间闭关，通关车数下滑，口岸库存小幅去化。

焦炭：焦企利润环比修复，生产积极性高，焦炭开工率持续走高。钢厂盈利良好，但远月订单走弱，钢厂对二轮提涨较为抵触。高利润下铁水增产尚能维持，焦炭短期内供需双旺，关注入炉煤成本支撑。

【南华观点】

受粗钢压减消息扰动，近期盘面钢厂利润扩张，高利润将带动铁水继续增产，煤焦短期供

需双旺。中长期看，受限于煤炭保供和粗钢压减预期，焦煤过剩矛盾难以解决，煤价或长期处于阴跌状态。焦炭自身供需矛盾相对可控，但钢材远月订单下滑，二轮提涨接受度不高，盘面上涨阻力较大。操作层面，建议逢高布空，产业关注低基差下的套保机会。

## 硅铁&硅锰：维持弱势

【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，锰矿价格重心继续下移，预计硅锰成本有继续下降的空间。供应端硅铁厂库去库合金厂减产动力减弱，本周硅铁产量小幅增产，环比+0.1%；硅锰厂库存压力仍存，继续维持减产趋势。需求端铁水产量继续增加，五大材库存去库加速，下游需求铁水仍处在一定支撑。库存端铁合金仓单库存继续增加，截止4月30日，硅铁仓单环比+22.8%，硅锰仓单环比+1.2%。

【南华观点】硅锰继续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；硅铁本周减产趋势转折，产量小幅增加，仓单大幅增加，对盘面价格上涨仍存在压制。下游需求高铁水虽仍存在一定支撑，但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）、严志妮（Z0022076）、周甫翰（Z0020173）及助理分析师张焘（F03118257）提供。

## 能化早评

### 原油：地缘政治紧张，油价超跌反弹

【原油收盘】截至5月6日收盘，NYMEX原油期货06合约59.09涨1.96美元/桶，环比+3.43%；ICE布油期货07合约62.15涨1.92美元/桶，环比+3.19%。中国INE原油期货主力合约2506跌18.7至457.8元/桶，夜盘涨8.1至465.9元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，沙特将6月份出口亚洲的中质原油OSP上调0.2美元/桶。二是，OPEC+代表称，沙特警告生产过剩的成员，除非他们改善合规情况，否则该组织将进一步增加供应。周六，OPEC同意6月份增产41.1万桶/日，这是连续第二个月（宣布）增产，目的是惩罚哈萨克斯坦和伊拉克等在配额上作弊的国家。OPEC+代表们表示，沙特考虑以类似的速度逐步取消此前设定的220万桶/日的自愿减产措施；三是，美国至4月18日当周EIA原油库存-269.6万桶，战略原油库存+106.5万桶，原油产量+0.5万桶/日至1346.5万桶/天，炼油厂开工率+0.5%至88.6%，汽油库存-400.3万桶，取暖油库存+25.2万桶，精炼油库存+93.7万桶。四是，周二美以联合空袭也门多地，加剧地区紧张局势。五是，美国财长贝森特表示，许多国家已经提出了不错的方案，并重申有些协议可能最快本周就会宣布。

【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，预期本次美联储会议利率保持不变。供给端，由于哈萨克斯坦补偿性减产能否执行存在较大不确定性，OPEC宣布6月份增产41.1万桶/日，这是连续第二个月（宣布）增产，目的是惩罚哈萨克斯坦和伊拉克等在配额上作弊的国家，引发了市场对供应过剩的担忧。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，美国库存下降，欧洲库存下降，

亚洲库存回升，上周全球原油库存累库。整体来看，油价多空因素交织建议观望。

## PTA-PX：随成本端波动

【盘面动态】周二 TA09 收于 4362 (-72)，9-1 月差收于-4 (0)。PX09 收于 6130 (-82)，9-1 月差收于-4 (-6)。

【PTA 观点】近期供需端 pta 在加速去库，后期恒力盛虹台化桐昆等检修，五月去库依旧较顺利，需求端聚酯经过不断修正开工较高。织造开工继续下跌。五一假日期间原油下跌 5%以上，成本端失去支撑。虽然从供需角度依旧正套为主，但估计也不顺畅，逢低入场。

【PX 观点】从供应端看 px 的检修依旧在高位，国内的 px 开工在 73%，亚洲开工也在 68%附近，5 月浙石化和盛虹等有计划检修，国外五月也仍有降负和检修计划，总体供应不多，但与其同时，pta 的检修也较多，总体 px 供需仍能保持紧平衡预期，但节日期间原油跌幅明显，单边价格估计低开，pxn 逢低做扩。

## MEG-瓶片：短期供需结构尚可，乙二醇下方空间有限

【盘面动态】周二 EG09 收于 4130 (-25)，本周 09 基差+57 (+10)，9-1 月差收于-17 (-1)。PR06 收于 5690 (-70)，06 盘面加工费收于 471 (-3)。

【库存】华东港口库至 79 万吨，环比上期减少 1 万吨。

【装置】新疆天业三期 60w 近期重启尚未出料；中石化武汉 28w 近期重启出料；黔希煤化工 30w 近期停车检修，预计持续 25-30 天。

【观点】

近期 EG 价格以低位盘整为主。基本面方面，供应端油升煤降，总负荷持稳 68.43% (-0.04%)；其中，乙烯制方面中石化武汉与上海石化重启，但产品将以 EO 为主，对 EG 供应影响预计有限；煤制黔希煤化工按计划停车检修，煤制负荷小幅下调至 62.21% (-1.64%)。效益方面，受现货价格小幅反弹影响，各路线利润小幅修复。库存方面，近期到港偏低，港口发货表现中性，下周二港口显性库存预计小幅去库 3 万吨左右。需求端，聚酯负荷高位维持 93.4% (-0.2%)。节前下游备货情绪良好下长丝产销持续放量，长丝库存大幅转移，市场对 5 月聚酯负荷预期上修，月均预计在 92%附近。但终端织机负荷节前进一步下调，五月若订单没有实质性改善，前期因备货向下转移的库存结构仍将在后续返还至聚酯端。短期来看，下游集中备货下，终端开工节后或有小幅反弹，仍需观察订单表现与开工持续性。

总体而言，近期聚酯端与终端开工表现产生较大割裂，聚酯负荷上修后 EG 短期格局偏强，假期原油价格大幅下跌，煤制边际装置已然亏损，继续向下 EG 支撑偏强，逢低可尝试布多。主要关注中美关税谈判可能与聚酯减产进度，乙二醇下方空间有限。瓶片方面绝对价格同样随成本端波动为主；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：宏观转好

【盘面动态】：周二甲醇 09 收于 2245

【现货反馈】：周二远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 09+175

【库存】：上周甲醇港口库存较大幅度累库，周期内显性外轮计入 26.2 万吨。江苏主流社会库码头提货良好，但因沿江仍有大型终端维持非显性库区管输原料，因此库存略有累积：浙江地区消费略有上探，但外轮集中卸货下库存同步积累。华南港口库存呈现累库，广东地区周内主流库区在刚需以及节前备货推进下提货量表现稳健，然难敌进口及内贸货源集中到货，库存有所累积。福建地区周内进口船只卸货，下游略有备货支，但在供应增加下，



库存仍呈现累库。

【南华观点】：宏观来看，星期二央行等部门将介绍一揽子金融政策支持，介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”。此外商务部方面决定同意与美方进行接触。假期内地价格先涨后跌，市场适量补货，刚需成交为主，整体价格波动有限，节后来看下游需求有缩减，市场氛围预计转弱。海外来看，伊朗供应恢复迅速，伊朗 5 月目前发运 35w 远超预期，随着进口船货到港增加，港口已经进入累库阶段，从累库速度来看，5 月中旬累库较慢，5 月下累库加速。整体来看节后甲醇基本面偏弱，一是原油大幅下跌，二是内地节后需求转弱，三是伊朗发运超预期，需要注意的是西南气头装置今年利润较差，前期有装置因利润问题出现停车，后期需关注气头装置供应缩量问题。综上甲醇基本面跟随宏观走势，预计日内走强。

## PP：短期关注 PDH 装置开停工情况

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 6995 (-46)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7100 元/吨 (-40)，华东现货价格为 7200 元/吨 (-60)，华南现货价格为 7300 元/吨 (-30)。

【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%，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。库存方面，PP 总库存环比下降 5.99%。上游库存中，两油库存环比下降 7.54%，煤化工库存下降 5.57%。中游库存中，贸易商库存环比下降 6.5%，港口库存下降 0.65%。

【观点】节中 OPEC+宣布将于 6 月加速增产，带动油价的进一步下行，聚烯烃成本支撑转弱。从基本面看：供给端，由于 5-6 月装置检修持续偏高，且一季度投产有限，PP 短期供应压力不大。需求端，变化相对有限，整体需求中性偏弱。当前 PP 方面关注的重点仍是 PDH 装置的开停工情况，大部分工厂的丙烷库存仅能够维持 PP 生产至 5 月底。而同时，由于大量丙烷进口需求转向中东，CP 贴水上涨，采购中东丙烷的 PP 生产利润预计将跌至-800 元/吨以下，所以部分 PDH 装置停车的可能性仍然较高。供给缩量的预期预计使得 PP 在油价走弱的环境下获得较强下方支撑。但值得注意的是，PP 在先前油价下行的趋势中就已因为市场对 PDH 装置停车的预期，下降幅度有限。若接下来 PDH 装置的停车情况并不及预期，PP 可能会出现补跌情况。

## PE：供增虚弱格局维持

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 6987 (-96)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7230 元/吨 (-40)，华东现货价格为 7250 元/吨 (-50)，华南现货价格为 7450 元/吨 (-80)。

【基本面】供应端，PE 开工率为 83.75%，基本与上期持平。5 月检修计划有所增加，但由于一季度装置投产较多，PE 供给仍将维持增速。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。库存方面，上游石化库存环比下降 24%，煤化工库存下降 13%，贸易商库存基本维持。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】节中 OPEC+宣布将于 6 月加速增产，带动油价的进一步下行，聚烯烃成本支撑转

弱。从基本面看：供给端，虽然 5 月装置计划检修有所增加，但在一季度集中投产下，二季度产量预计仍将处于高位；而需求端，除农膜需求季节性转弱外，PE 其他下游需求增长均较为乏力，使得其供增需弱的格局一时难以扭转。所以在油价下跌时，PE 下方支撑力相当有限。分品类来看，当前 LLDPE 和 LDPE 均出现明显的累库情况，而 HDPE 库存较为健康。这也使得 HDPE 的价格相对坚挺，HDPE 与 LLDPE 价差持续收窄，当前 HDPE 注塑与 LLDPE 膜价差接近-25 元/吨，处于近四年高位。在本次油价下行的影响下，HDPE-LLDPE 价差或将进一步上升，这可能导致全密度装置因利润原因向 HDPE 转产，带来 LLDPE 供给量的缩减，所以后续需关注 PE 生产比例变化情况。

## 苯乙烯：纯苯补跌

【盘面回顾】EB2506 收于 6983 (-89)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5555 (-90)，苯乙烯现货 7130 (-15)，主力基差 186 (+24)

【库存情况】截至 5 月 6 日，江苏纯苯港口库存 12.0 万吨，较上期持平。截至 2025 年 5 月 6 日，江苏苯乙烯港口库存 6.85 万吨，较上周期去库 1.67 万吨，幅度-19.61%；截至 2025 年 4 月 30 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 20.99 万吨，较上一周期增减少 0.64 万吨，环比减少 2.97%。

【南华观点】

纯苯：供应端受浙石化重整装置重启影响，纯苯开工率继续回升；五大下游开工涨跌互显，己内酰胺、己二酸有部分装置停车降负，开工率下降明显，苯乙烯方面受万华装置重启影响开工率上升，其他下游开工率小幅波动。上周为 4 月纯苯的最后几个交割日，周内发生交割异动，叠加下游检修消息传出，节前持货商出货积极，纯苯价格快速下跌至 5700 元/吨附近。当前纯苯隐性库存居高不下且还在进一步累积，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。而需求端，从检修计划来看 5-6 月下游苯乙烯、己内酰胺以及苯胺仍有不少装置计划检修，需求持续恶化。节中国际原油偏弱运行对纯苯价格形成利空，山东纯苯跌价明显，纯苯自身存供增需减预期。节后华东纯苯价格补跌下行，贸易商卖货为主，低位买气尚可。

苯乙烯：万华苯乙烯装置结束检修，总体开工率回升。需求端，EPS 部分装置短停降负，开工下滑明显，受节前备货影响，3S 综合库存小幅波动。由于原料下跌，3S 环节利润依然表现良好。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，但是从产业在线给出的最新排产数据看，三大白电 5-7 月排产同比并无明显下滑，终端明显的减产负反馈或许会较预期偏迟。4 月底，前期检修的大装置陆续回归，但 5 月仍有利华益等大厂计划检修，苯乙烯仍维持近强远弱格局。短期苯乙烯受原油及纯苯拖累，价格偏弱运行，宏观扰动，建议观望为主。

## 燃料油：成本端带动，超跌反弹

【盘面回顾】假期期间新加坡 6 月 380 燃料油下跌 15 美元/吨至 381 美元/吨，FU07 收于 2837 元/吨

【产业表现】供给端：欧洲简单炼厂淘汰，俄罗斯遭受无人机袭击尚未恢复，伊朗制裁收紧，整体供应收紧，墨西哥和委内产量依然无增长预期，虽然伊拉克供应增加，但今年整体产量环比远低于去年，根据预测 5 月份产量会达到供应低点，然后逐步增加。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，中东浮仓高位盘整。

【南华观点】4月份伊朗出口进一步收紧，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：成本端带动，超跌反弹

【盘面回顾】假期期间新加坡 6 月 0.5%燃料油下跌 13 美元/吨至 451 美元/吨，LU 收于 3328 元/吨

【产业表现】供给端：低硫产量中国虽然配额充足，但上半年产量明年低于去年，非洲因丹格特炼厂 RFCC 检修 5-6 月份大概有 10kbd 的增产预期，全球的低硫整体供应低于去年；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，运价指数低迷，船燃市场需求一般，除了季节性提振外无计划外预期，今年特朗普关税政策会对船燃需求进一步压制，在船燃结构上低硫消费占比会进一步萎缩，但因 Hi5 低位，速度会放缓。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-165.2 万桶；ARA+4.4 万吨

【南华观点】短期海外市场，供应低位，整体出口萎靡，再加上日韩进口增加，新加坡进口缩量，汽柴油裂解回升，推动了裂解小幅走强，目前近月裂解已经站稳 11 美元/桶为近期高点，对于 LU 而言，国内供应缩量，库存下降，LU 基差优势等驱动存在，会有阶段性修复行情，LU 正套可以继续持有

## 沥青：跟随成本，超跌反弹

【盘面回顾】BU06 收于 3361 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3550 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：暂时观望

【盘面动态】：周二尿素 09 收盘 1881

【现货反馈】：五一假期国内尿素行情涨后趋稳，涨幅 10-90 元/吨，截止昨日主流区域中小颗粒出厂 1780-1860 元/吨。尿素、化肥出口传闻持续搅动，假期市场交投停滞，中上游惜售，需求端恐高，业内多等待节后期货情绪引导。

【库存】：截至 2025 年 4 月 30 日，中国尿素企业总库存量 119.17 万吨，较上周增加 12.67 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】：近期尿素关注点多在出口之上，目前了解下来分歧较大，且准确性尚未证实，尿素受出口扰动波动剧烈，建议暂时观望。节后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 1330，-1.63%

【基本面信息】

截止到 4 月 28 日，隆众数据显示，国内纯碱厂家总库存 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 1071，-1.02%

【基本面信息】

截止到 20250430，全国浮法玻璃样本企业总库存 6498.9 重箱，环比-48.4 万重箱，环比-0.74%，同比+8.44%。折库存天数 29.4 天，较上期持平。本周沙河地区出货一般，中游补货后采购意向减弱，消化存货为主，家库存增长，京津唐厂家出货情况不一，库存有增有降。华东市场周内产销由强转弱，企业整体出货一般，个别企业自用、外发加持下产销向好，去库力度稍大，多数表现一般，周内产销平衡附近徘徊。华中市场本周产销不一，部分时日整体产销过百，带动整体库存下降。华南区域除个别企业月底冲里出货较高外，多数企业出货一般企业库存整体小幅增加。

【南华观点】

假期产销维持弱势，现货降价 20-30 元。供应端点火与冷修并存，日熔低位波动。目前 09 合约贴水沙河现货 100-150 元，贴水湖北低价现货 70 元。需求端疲弱的现实，叠加本身中上游库存压力偏高，预期着玻璃在未来将继续面临过剩的压力，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：弱势运行

【盘面回顾】截至 5 月 6 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘下跌 84 元至 5036 元/吨。夜盘上涨 38 元至 5074 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6210 元/吨，河北俄针报 5125 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4100 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，短线低点下探重心下移，均线系统向下发散。昨日进口针叶浆现货价格下跌，山东、江浙沪地区部分牌号现货价格松动 20-130 元/吨；进口阔叶浆现货市场动销不快，市场悲观情绪不减，部分牌号现货价格松动 20-150 元/吨。上周文化纸产量小幅增加，白卡纸及生活纸产量小幅下降，纸浆实际需求整体持稳。2025 年 3 月欧洲港口总库存环比增长 7.60%，同比增长 25.96%。短期造纸产业淡季降低原料采购情绪，国内纸浆产能投放使自给率提高，需求减弱对纸浆价格偏弱影响。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）、张博（Z0021070）、寿佳露（Z0020569）、宋霁鹏（Z0016598）、褚旭（Z0019081）、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】外盘弱势继续给予国内远月估值压力。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，巴西贴水报价近期表现弱势，使得内盘成本支撑不断走弱；近月采购基本完毕，远月四季度买船谨慎而仍未采购。到港方面看，5 月目前 1250 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，需要等待现货压力释放后，月差与盘面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】外盘主线逻辑在于供应端美豆新作种植与需求端出口和压榨不确定性中博弈；内盘开始交易同比往年高供应压力与油厂加速开机的预期，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：供强需弱

【盘面回顾】能源价格疲弱施压油脂价格，且由于产地棕榈及大豆到港导致的国内油脂供给预期增加，价格压力进一步显现打击盘面。

【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，后续买船逐渐出现；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，随着买船到港，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：近期由于中加关系预期改善，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，预期边际去化速度在二季度末至三季度初加快。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。当前存在高库存压制，但政策不确定性在下方对远月给出托底。

【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，进一步抑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

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 1%，近日得州迎来零星降雨，美棉持续反弹的动力不足。隔夜郑棉小幅上涨。

【外棉信息】据美国农业部，截至 5 月 4 日全美棉花播种进度 21%，同比落后 2 个百分点，较近五年均值领先 1 个百分点，其中得州播种进度 25%，较往年略偏快。

【郑棉信息】在中美关税政策影响下，内外棉价走势相对独立。目前新疆新棉播种已基本完成，近期南疆气温有所回升，北疆气温略偏低，棉田整体出苗已过半，长势情况良好，据天气预报显示，短期北疆气温或有进一步升高，有利于新棉的出苗与生长，关注天气变动对新棉生长的影响。目前下游逐步转向淡季，订单环比走弱，纱布厂进入累库阶段，面临降负荷的压力。

【南华观点】短期关税影响持续发酵，郑棉仍受宏观主导为主，随着国内下游走货压力加大，郑棉或维持窄幅偏弱震荡，关注中美谈判实际落地情况。

## 白糖：维持震荡

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二小幅下跌，因巴西产量担忧有所缓解。昨夜夜盘，郑糖先涨后跌，整体变化不大。

【现货报价】节前南宁中间商站台报价 6210 元/吨。昆明中间商报价 5950-6090 元/吨。

【市场信息】1、Unica 数据显示，巴西中南部 4 月上半月产糖 73.1 万吨，同比增加 1.25%，高于市场预估，甘蔗压榨量为 1659 万吨，同比增长 3%。制糖比为 44.77%，高于去年同期的 44.08%。由于近期天气情况良好，预期巴西 25/26 榨季将有所增产。

2、印度截至 4 月底，糖产量为 2569 万吨，还剩 19 家糖厂未收榨，最终产量可能为 2610 万吨，此外约有 320 万吨糖被用于生产乙醇。

3、印度 25/26 榨季的甘蔗最低价格将从 340 卢比/公担上调至 355 卢比/公担，因此印度的新年度种植面积将继续保持增长。

4.截至 5 月 6 日，云南不完全统计累计收榨 37 家糖厂，同比减少 8 家，收榨产能 13.44 万吨/日，同比减少 2.46 万吨/日。

【南华观点】短期糖价继续保持震荡态势，缺乏上升动力。

## 苹果：起伏较大

【期货动态】苹果期货昨日大涨后回落，整体波动剧烈。

【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 万吨，去库同比加快，处于近五年低位。

【南华观点】近期有产地调研情况表明，此前大风天气对西北产区苹果坐果造成较大影响，最终影响仍需等待套袋期情况证实，近期市场多空分歧巨大，短期苹果价格预期波动剧烈。

## 红枣：关注产区天气

【产区动态】随着天气回暖，新疆灰枣枣树均已萌芽，部分开始进入花期，目前生长情况良好，短期来看产区天气影响不大，后续需关注强风及高低温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近 20 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】5 月 6 日郑商所红枣期货仓单录得 8498 张，较上一交易日持平。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】当前产区天气未有异动，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，价格或偏弱震荡运行，关注新疆产区天气情况。

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。