

金融期货早评

人民币汇率：双降应对不变

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.2254，较上一交易日下跌 85 个基点，夜盘收报 7.2250。人民币对美元中间价报 7.2005，调升 3 个基点。

【重要资讯】1) 美联储如期按兵不动，维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变。美联储利率决议公布后，交易员继续认为美联储将在七月之前降息，仍然预期今年将有三次降息。美联储主席鲍威尔表示，美联储可以耐心，无需急于降息，特朗普的表态“根本不会影响美联储的工作”。2) 国家外汇局最新数据显示，4 月末，我国外汇储备规模为 32817 亿美元，较 3 月末上升 410 亿美元，升幅为 1.27%，已连续 17 个月稳定在 3.2 万亿美元以上。

【核心逻辑】美联储于凌晨公布最新货币政策决议，将基准利率连续第三次维持在 4.25%-4.50% 区间。此次决议凸显政策制定的复杂权衡：在失业与通胀双升风险交织、经济不确定性加剧的背景下，美联储面临两难抉择。前一日，国新办金融发布会提及的“双降”措施中，降息力度超预期，标志着 4 月政治局会议后稳市场、稳经济宏观政策组合的正式启动。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：利好落地

【市场回顾】

昨日股指集体收涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.61%。从资金面来看，两市成交额增加 1321.46 亿元。期指均放量上涨。

【重要资讯】

- 1、美联储再次暂停降息，示警滞胀风险，重申“不确定性”增加。
- 2、芯片股拉升，媒体称特朗普拟废除拜登任内 AI 芯片限制。

【核心逻辑】

美联储最新议息会议按兵不动，符合市场预期。昨日上午国新办发布会召开，降准、降息、降公积金贷款利率落地。此外关税战也传出利好，中美将在瑞士举行会谈。国内外双重利好的情况下，A 股如期高开，而后下行回补跳空缺口，我们认为昨日股指高开低走的原因一是对于降准降息及中美贸易谈判有所进展，市场均已提前预期并在前期有所反应，但相比“924 行情”，此次释出的政策利好缺乏亮点；二是股指高开后部分资金借助利好止盈离场。展望后市，昨日指数虽高开低走，但整体收涨且尾盘出现拉升，说明指数仍有不小的上行动力，预计短期震荡偏强。

【南华观点】预计短期震荡偏强

集运：中方同意与美接触，宏观情绪利好

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格高开上行，后大幅震荡回落。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 15 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$974，较同期前值上涨\$12，40GP 总报价为\$1647，较同期前值上涨\$24。5

月 22 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$880，较前一周下降\$94，40GP 总报价为\$1480，较前一周下降\$167。

近三周，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1100，较同期前值下降\$100，40GP 总报价为\$1700，较同期前值下降\$200。

【重要资讯】：商务部新闻发言人 7 日表示，美国新政府上任以来，采取了一系列违规、无理的单边关税措施，严重冲击中美经贸关系，严重扰乱国际经贸秩序，也给世界经济复苏增长带来严峻挑战。中方为捍卫自身正当权益，采取了坚决有力反制。近期，美方高层不断就调整关税措施放风，并通过多种渠道主动向中方传递信息，希望就关税等问题与中方谈起来。中方对美方信息进行了认真评估。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。国务院副总理何立峰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。

【南华观点】：昨日期价的高开，在很大程度上源于中方决定同意与美方接触，且中方和欧洲议会决定同步全面取消对相互交往的限制，利好于宏观情绪。但后续期价大幅下行，一方面在于中美谈判短时间出结果的可能较小，另一方面则在于主流船司欧线现舱报价仍在探底，现价引领期价下行。短期期价预计仍将偏震荡走势。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：美维持利率不变 贵金属高位震荡

【行情回顾】周三贵金属市场明显调整，因美联储利率决议及会后声明传递偏鹰信号不着急降息及美指回升。最终黄金 2506 合约收报 3372.6 美元/盎司，-1.47%；美白银 2507 合约收报于 32.61 美元/盎司，-2.31%。SHFE 黄金 2506 主力合约收报 803.5 元/克，+0.88%；SHFE 白银 2506 合约收 8252 元/千克，+0.17%。

【降息预期与基金持仓】据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 6 月维持利率不变的概率为 76.1%，降息 25 个基点的概率为 22.9%，降息 50 个基点的概率为 1%。美联储 7 月维持利率不变的概率为 27.3%，累计降息 25 个基点的概率为 57%，累计降息 50 个基点的概率为 15%，累计降息 75 个基点的概率为 0.6%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓日减 0.29 吨至 937.67 吨；iShares 白银 ETF 持仓维持在 13958.7 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 18.8 吨至 941 吨；截止 4 月 30 日当周的 SGX 白银库存周减 13.6 吨至 1626.5 吨。

【本周关注】美联储连续三次会议暂停降息，并维持缩表，符合市场预期。声明调整包括：

经济不确定性“进一步”增加，添加了“进一步”这个词，强调了“不确定性”增加的现实；新增语句“失业率上升和通胀上升的风险已增加”，反映美滞胀风险上升。“新美联储通讯社”表示，联储官员在考虑重点是就业的风险还是通胀的风险。在经济现实数据仍具韧性下，会后声明和鲍威尔主席讲话显露出鹰派基调，令贵金属承压调整。中国央行 7 日公布数据显示，中国 4 月黄金储备增加 2.18 吨至 2294.5 吨。接下来本周数据总体清淡。事件方面，周四 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，短线仍处于高位震荡格局，伦敦金关注 3440 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】沪铜指数在周三冲高回落，报收在 7.72 万元每吨，持仓 54 万手，成交 25 万手，上海有色现货升水 260 元每吨。

【产业表现】智利海关公布的数据显示，智利 4 月铜出口量为 160,640 吨，当月对中国出口铜 29,144 吨。智利 4 月铜矿石和精矿出口量为 1,040,756 吨，当月对中国出口铜矿石和精矿 632,551 吨。

【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，中国人民银行决定 2025 年 5 月 7 日起，下调再贷款利率 0.25 个百分点，符合市场预期，整体措词相对偏温和。另外，值得注意的是，沪铜仓单继续减少，库存也出现拐点，或许会对价格产生影响。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 8 万手，伦铝收于 2380.5 美元/吨，环比-1.92%，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。

【行业资讯】1、美联储维持利率 4.25%-4.50%不变，鲍威尔称“关税影响超预期”，首次承认美国可能陷入“高失业+高通胀”的滞胀困境。

2、央行降准 0.5%释放 1 万亿流动性，调降逆回购利率；国新办发布会推《民营经济促进法》，重点支持民企融资、市场准入。

3、中方应美方请求，在瑞士与美财长会谈，焦点为关税争端，谈判结果或影响全球市场情绪。

【核心逻辑】铝：上一交易日，受宏观政策刺激预期影响，沪铝夜盘维持震荡，开盘前 20 分钟有所上涨，但铝下游开工下降，后续需求下降已可预期，宏观政策发布后市场重回需求减弱预期交易，铝价大幅走弱。总的来说，后续若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，中长期铝或以偏弱运行为主。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：中长期偏空，氧化铝：偏空

锌：宏观短期刺激不足，锌价上冲乏力

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22210 元/吨，环比-0.65%，其中成交量为 155956 手相较昨日增加 40900 手，而持仓量则增加 4986 手至 116701 手。现货端，0#锌锭均价为 22770 元/吨，1#锌锭均价为 22700 元/吨。

【产业表现】据外媒，在中国对美国商品征收新一轮报复性关税后，泰克旗下从阿拉斯加发往中国的 Red Dog 矿山的铅锌精矿成了中美贸易冲突的“牺牲品”。据悉，泰克高层第一时间与中国客户进行了沟通，但买家表示，不愿意为即将发运的 Red Dog 货品支付完整的关税。Red Dog 的产出早在特朗普一期也曾被 25%的锌精矿、10%的铅精矿关税波及，当时泰克与客户达成协议共同分担了关税成本，使产品仍能流入中国市场。然此次关税更高，达成类似协议难度加大。好消息是，Red Dog 每年只会在夏季海冰融化后的 4 个月内将全年产量发出，所以泰克仍有时间敲定解决方案。目前，泰克方面拒绝对谈判内容发表评论，只表示出货不会早于 7 月，其精矿需求强劲且有广泛的客户基础。

【核心逻辑】上一交易日锌价早盘受宏观降息刺激，多头进场，然基本面支撑不足，无法维持较高价格，收盘形成了一根较长上影线，延续了昨日的行情。锌价基本面逻辑不变，供给端，因受进口窗口打开，供给宽松预期愈发强烈，且今日的进口盈亏增长了 203.35%，来到了 713.35 元，同时沪伦比值进一步增强至 8.86。需求端，今日宏观政策主要利好终端如房地产，同时持续为两新政策注入新鲜血液。也就是说需求端在未来仍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。

镍，不锈钢：短期多空交织，等待明确信号

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 124450 元/吨，下跌 0.06%。不锈钢主力合约日盘收于 12710 元/吨，上涨 0.08%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 126675 元/吨，升水为 2150 元/吨。SMM 电解镍为 125650 元/吨。进口镍均价调整至 124650 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28115 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 3720.45 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-2.3%。8-12%高镍生铁出厂价为 951 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-9.21%。纯镍上期所库存为 28675 吨，LME 镍库存为 200082 吨。SMM 不锈钢社会库存为 975400 吨。国内主要地区镍生铁库存为 28396.5 吨。

【市场分析】

日内盘面开盘走势偏强，午后又震荡回落。基本上逻辑逐渐明朗。菲律宾镍矿供应释放有所改善，装船量较雨季有明显增加，但是印尼内贸矿价仍然较为坚挺，镍矿下方空间有

限。镍铁报价目前持续阴跌，镍铁不锈钢矛盾无明显改善，镍铁链路利润倒挂严重，产业负反馈等待触底时机。不锈钢方面市场仍然较为低迷，五一节后现货方面低价资源有所减少，叠加部分厂商有减产检修消息流出，目前整体来看不锈钢下游采购仍无起色，对价格形成一定压制。硫酸镍链路短期强势局面不改，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。

锡：窄幅震荡，或随波逐流

【盘面回顾】沪锡指数在三冲高回落，报收在 26.1 万元每吨附近，持仓 5.7 万手，成交 11.2 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消息流出。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 64160 元/吨，日环比-1.69%

【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。现货价格继续下跌，基差部分走强，市场普遍持观望心态，下游进行逢低采买，市场成交一般，成交重心小幅下调。

锂矿：锂盐盘面波动幅度较大，上下游观望情绪较重，市场上询盘报价的都不多。目前锂矿石现货库存充足，处于过剩状态，持货商挺价暂无支撑。CIF6 中国锂辉石精矿报 730-760 美元/吨；国内现货锂辉石品位 3.0-3.5%报 720-750 元/吨度，品位 5.0-5.5%报 940-980 元/吨度；锂云母品位 2.0-2.5%报 640-710 元/吨度。

工业硅：弱势下行

【期货动态】SI2506 合约收于 8290 元/吨，日环比-0.42%

【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】工业硅现货价格继续下调，市场低价不断刷新。供给方面，北方内蒙古、陕西、宁夏和山东在产硅企，保持当前开工，产量波动不大，市场价格一直下跌的情况下，硅企亏损加大，生产承压，若行情长时间延续当前格局，部分硅企存在减产停工计划，云南硅企当前开工低位，开工计划陆续布局，丰水期末至，等待电费下调中，预期短期内开工波动不大，部分企业开工刚性尚存。

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：区间震荡

【行情回顾】震荡盘整

【信息整理】1. 美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在 4.25%至 4.50%之间，符合市场预期。这是今年 1 月以来美联储连续第三次维持利率不变。美联储利率决议公布后，交易员继续认为美联储将在 7 月之前降息，仍然预期今年将有三次降息。

2. 三部门发布一揽子金融政策稳市场稳预期：

(1) 中国人民银行 7 日宣布，将推出三大类、十项措施支持稳市场稳预期，包括降低存款准备金率 0.5 个百分点，降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点等。

(2) 金融监管总局将推出八项增量政策，包括加快出台适配房地产发展新模式的融资制度、再批复 600 亿元保险资金长期投资试点等。

(3) 证监会将全力支持中央汇金发挥好类“平准基金”作用，出台深化科创板、创业板改革政策措施等。

【南华观点】昨日一揽子金融政策落地后，市场认为并未有超预期刺激，盘面普遍冲高回落，宏观乐观预期有所下调。当下现实基本面较为强劲，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令成材下方有所支撑；但需求预期较弱，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，近期盘面或呈现震荡盘整。

铁矿石：需求环比走弱

【盘面信息】铁矿 09 高开低走，收十字星

【信息整理】1. 根据钢谷网，本期热轧和建材表需环比大幅下降。2. 央行行长潘功胜在国新办发布会上宣布，降准 0.5 个百分点，并降低政策利率 0.1 个百分点。

【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：预期悲观

【盘面回顾】周三双焦冲高回落

【信息整理】

1. 央行：降准，降息；下调个人住房公积金贷款利率；下调公开市场操作利率；下调再贷

款利率 0.25 个百分点。

2. 据印度煤炭部 (Ministry of Coal) 最新数据显示, 2025 年 4 月印度煤炭产量 (不含褐煤) 8196 万吨, 环比下降 30.86%, 同比增长 4.13%。其中, 炼焦煤产量 542 万吨, 占比 6.6%; 2025 年 1-4 月印度煤炭产量 (不含褐煤) 累计 4.03 亿吨, 同比增长 2.85%。

【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】

本周三, “一行一局一会”提出多项刺激举措, 煤焦盘面对此反应平平, 盘面短暂冲高后快速转绿。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, 焦煤短期供需双旺。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, 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) 及助理分析师张弦 (F03118257) 提供。

能化早评

原油: 震荡下跌

【原油收盘】截至 5 月 6 日收盘, NYMEX 原油期货 06 合约 58.07 跌 1.02 美元/桶, 环比-1.73%; ICE 布油期货 07 合约 61.12 跌 1.03 美元/桶, 环比-1.66%。中国 INE 原油期货主力合约 2506 涨 8.3 至 466.1 元/桶, 夜盘跌 7.1 至 459 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看, 一是, 5 月 2 日当周, API 原油库存-449.4 万桶, API 汽油

库存-197.4 万桶，取暖油库存+21.1 万桶，精炼油库存 224.2 万桶。二是，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国，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，5 月 2 日讯，美国总统特朗普在社交媒体上警告称：所有购买伊朗石油或石化产品的行为必须立即停止！任何从伊朗购买石油或石化产品的国家或个人都将立即受到二级制裁。他们将不被允许以任何方式或形式与美国做生意；四是，EIA 报告显示 5 月 2 日当周，美国商业原油库存减少 203.2 万桶至 4.38 亿桶，降幅 0.46%。美国原油产品四周平均供应量为 1975.6 万桶/日，较去年同期减少 0.55%。美国战略石油储备库存增加 58.0 万桶至 3.991 亿桶，增幅 0.15%。

【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，同时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，短期利空已经被计价，现阶段各类影响因素交织复杂叠加偏低的绝对价格，赋予油价高波动属性。

PTA-PX：供需偏强

【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，但与此同时，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

【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：暂时偏弱

【盘面动态】：周三甲醇 09 收于 2235

【现货反馈】：周三远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 09+155

【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。

PP：部分 PDH 装置近期停车

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7029 (+34)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7100 元/吨 (0)，华东现货价格为 7180 元/吨 (-20)，华南现货价格为 7290 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%，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】受宏观情绪影响 PP 盘面冲高回落。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。近期，绍兴三圆、巨正源计划停车检修，需持续关注其开停车进度。另外，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：供增虚弱格局持续

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 6046 (+597)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7230 元/吨 (0)，华东现货价格为 7260 元/吨 (+10)，华南现货价格为 7450 元/吨 (0)。

【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】周三受宏观情绪影响 PE 盘面冲高回落。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，使得其供需偏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：冲高回落

【盘面回顾】EB2506 收于 7048 (+104)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5670 (+115)，苯乙烯现货 7225 (+95)，主力基差 177 (-9)

【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，市场信息显示 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。节前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。昨日宏观偏暖，纯苯价格止跌反弹，买气尚可，价差买盘为主，价差缩小，换月商谈活跃。

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。昨日受重要会议影响，商品整体氛围较好，苯乙烯跟随上涨，小部分贸易商逢高出货；bz-sm 收 1480~1500 商谈活跃带动部分苯乙烯基差成交，基差整体偏弱，午后换月商谈成交为主。

燃料油：跟随成本，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 2888 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：跟随成本，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 3399 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：震荡偏强

【盘面回顾】BU06 收于 3432 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3565 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，且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：出口确定，盘面偏强

【盘面动态】：周三尿素 09 收盘 1883

【现货反馈】：周三国内尿素行情稳中有涨，个别上调 10-50 元/吨，主流区域中小颗粒 1800-1860 元/吨。昨日尿素现货、期货价格均稳中窄幅波动，等待相关会议消息指引。昨晚消息面来看出口已定，但细则尚未官方公布。短线市场情绪偏强，尿素价格高位向上整理

【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，目前了解下来出口确定放开，但形式以及节奏有待确认，预计尿素盘面偏弱运行。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：预期持续悲观

玻璃纯碱：预期持续悲观

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1323，-0.53%

【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 1074，0.28%

【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】

供应端点火与冷修并存，日熔低位波动。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。

烧碱：驱动有限

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2513，0.16%

【基本面信息】

5 月 7 日，32%液碱市场价格零星上调。山东地区液碱市场货源供应温和，近期下游氧化铝企业接货需求尚可，非铝下游采购需求平稳，当前氯碱企业出货压力不大，今日鲁西南地区有企业出货价格灵活上调。东北地区液碱市场货源供应充足，下游采购需求温和，市场走势多关注外围市场变化。华中河南地区下游氧化铝企业接货正常，非铝下游需求清淡，碱厂出货尚可，市场维稳。华东地区氯碱企业生产情况基本稳定。

【南华观点】

假期内 50-32 价差快速收缩，节中贸易商有抄底行为，叠加魏桥新线灌槽，现货小幅反弹，但可持续概率不大，短期的投机需求改善难以驱使行情反转。核心仍是弱需求，虽然估值已经处于较低位置，但市场仍定价供需偏过剩，09 合约从逻辑上看没什么反弹驱动。

纸浆：驱动僵持，震荡为主

【盘面回顾】截至 5 月 7 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘上涨 102 元至 5138 元/吨。夜盘上涨 8 元至 5146 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6210 元/吨，河北俄针报 5150 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4125 元/吨。

【核心逻辑】昨日纸浆期货 07 主力合约价格震荡上行，持仓量减少，以空头减仓占优。技术上看，日 K 线收阳线实体，小级别均线系统粘合，价格重心平移。昨日进口木浆现货市场价格偏稳运行，期货主力合约价格上行，木浆业者随行就市调涨零星牌号进口针叶浆现货市场价格，山东、江浙沪部分号牌现货价格上涨 50-80 元/吨；进口阔叶浆现货市场成交延续刚需，山东地区部分牌号现货价格小幅报涨 20-50 元/吨，实际成交仍承压。短期国内宏观降准降息利多市场情绪，纸浆基本面仍弱稳表现，整体驱动偏僵持，期货盘面偏低估值短期回补，预计价格弱势震荡为主。

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】日盘传中美贸易缓和预期支撑美豆走强，夜盘美豆油带跌美豆回吐涨幅。

【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：疲弱不改

【盘面回顾】供强需弱结构整体压制油脂价格，能源价格疲弱进一步施压油脂情绪。

【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日倒挂，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：政策预期扰动

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉冲高回落，下跌超 0.5%，美元走强，棉价随外围市场回落。隔夜郑棉下跌超 0.5%。

【外棉信息】2025 年 3 月越南棉纺织品产量为 0.92 亿平方米，服装产量为 4.96 亿件，4 月纺织品产量为 0.96 亿平方米，服装产量为 5.06 亿件。1-4 月越南棉纺织品产量共 3.64 亿平方米，同比增加 15.87%，服装产量共 19.03 亿件，同比下降 14.2%。

【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。

红枣：关注产区天气

【产区动态】随着天气回暖，南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 8 车，河北崔尔庄市场到货 10 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 7 日郑商所红枣期货仓单录得 8513 张，较上一交易日增加 15 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。