

金融期货早评

人民币汇率：求稳或是最好的结果

【行情回顾】5月9日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.2461，较上一交易日下跌 106 个基点，夜盘收报 7.2399。人民币对美元中间价报 7.2095，较上一交易日调贬 22 个基点。

【重要资讯】1) 央行重申，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。2) 外汇局公布数据显示，2025 年一季度，我国经常账户顺差 1656 亿美元，其中，货物贸易顺差 2376 亿美元，服务贸易逆差 593 亿美元。资本和金融账户逆差 1656 亿美元，其中来华直接投资保持净流入。

【核心逻辑】短期内，美元指数的走势或将在资本要素的收益以及市场风险（避险）情绪两重力量的交互作用下展开，并在中期呈现“估值修正主导、避险属性弱化”的典型特征。因此，美元指数的下行压力大概率将超过反弹动能。在此背景下，控制美元敞口规模或将成为未来汇率管理的核心策略。从更深层的结构视角审视，这一趋势既是全球经济格局多极化演进的必然结果，也是国际货币体系从单极向多极转型的重要表征。对于美元兑人民币即期汇率的走势判断，其是否具备主动下行空间主要取决于两大关键变量：一是中美贸易谈判的实质进展，二是国内经济复苏的实际成效。当前这两大因素均存在显著不确定性：从谈判进程看，中美在贸易议题上的政策协调空间存在较大弹性，短期难以形成明确的方向性突破；从经济基本面看，在“贸易战 2.0”的外部环境下，中美两国经济韧性的长期较量刚刚拉开帷幕，国内经济能否实现持续企稳回升尚需观察。基于上述因素，短期内美元兑人民币即期汇率仍将维持双向波动的运行格局。

【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：会谈升级磋商，情绪面或有所提振

【市场回顾】上周五股指走势震荡，以沪深 300 为例，下跌 0.17%，两市成交额下降至 1.2 万亿下方。期指周度基差整体上涨，对应上周信息面支撑情绪偏回暖。

【重要资讯】1、央行发布一季度货币政策执行报告，明确下一阶段要实施好适度宽松的货币政策，灵活把握政策实施的力度和节奏。报告有多篇专栏从不同角度体现出宏观政策思路的转变，明确指出提振消费是当前扩内需稳增长的关键点；对比中美日政府债务情况，中国政府债务扩张仍有可持续性；促进物价合理回升，需要推动经济供需平衡，关键在于扩大有效需求。报告还指出，要加强债券市场建设；视市场供求状况择机恢复国债买卖操作。2、国家统计局数据显示，4 月我国 CPI 环比由上月下降 0.4% 转为上涨 0.1%，同比下降 0.1%，降幅与上月相同。核心 CPI 环比由平转涨，上涨 0.2%；同比上涨 0.5%。3、中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰在出席中方代表团举行的新闻发布会时表示，此次中美经贸高层会谈坦诚、深入、具有建设性，达成重要共识，并取得实质性进展。双方一致同意建立中美经贸磋商机制。中美双方将尽快敲定相关细节，并将于 5 月 12 日发布会谈达成的联合声明。

【核心观点】盘前信息面整体偏积极，4 月出口受抢转口、抢出海影响，展现一定的韧性，短期中美贸易磋商或带来进一步关税利好，有助于缓解市场对于出口担忧，同时，货币政策执行报告明确指出提振消费以扩内需稳增长，在地缘政治存在缓和之势，国内提振引导进一步积极的背景之下，尽管物价指数表现仍低迷，由于市场更看重未来，在变局向好的情况下，经济预期层面或不悲观。继续观望地缘政治方面进一步信息进展，以及市场情绪与量能变化。

【策略建议】买入虚值看涨期权。

集运：欧线即期运价继续下跌

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货各月合约价格震荡偏下行。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\$990，40GP 总报价为\$1669，均与同期前值持平。

【重要资讯】：中国外交部 11 日举行中外媒体吹风会。在回答美国滥施关税相关问题时，外交部部长助理苗得雨表示，美国把关税作为实施极限施压、谋取私利的武器，这是典型的单边主义、保护主义和经济霸凌行径，是以牺牲世界各国的正当利益，服务美国的霸权私利。中方始终坚决反对美方滥施所谓“对等关税”，采取了有力法律措施开展坚决斗争。中方将坚决维护自身发展利益，捍卫国际公平正义，维护国际经贸秩序。我们愿同拉美国国家加强沟通和协调，共同努力维护多边主义，维护多边贸易体制。

【南华观点】：就当前来看，瑞士会议暂时不明，一切还要看今天结束的瑞士会议结果，所以就当前而言，宏观情绪角度对期价的影响可能暂时偏小；而从基本面角度来看，需求迟迟难见起色，供过于求的态势持续，使得短期欧线集运运价难见趋势性回升，仍以震荡偏回落走势为主。而最新一期欧线即期运价指数继续下跌——SCFI 欧线运价指数报于 1161 美元/TEU，环比下降 3.25%，在一定程度上利空期价，短期期价走势仍以震荡或震荡偏回落为主的可能性较大，但需警惕期价跌至短期低位而有所回升的可能。

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）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：高位震荡 回调布多

【盘面回顾】上周 COMEX 金银冲高回落，但整体周线仍收阳柱，呈现高位震荡格局，周内美联储降息预期先升后降，美指先抑后扬。前半周受国内劳动节假期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而偏强运行。后半周看，周四凌晨召开地美联储利率决议，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。美英贸易谈判亦缓和避险情绪，英美就关税贸易协议条款达成一致，细节待敲定，美方保留 10%基准关税，进口前 10 万辆英国汽车关税降至 10%，钢铝关税降至零，英方对美乙醇关税降为零，达成牛肉互惠准入协议；特朗普称对英协议并非模板，10%

或是最低，他国关税可能更高。其他方面，英国央行如期降息 25 基点，但内部分歧较大。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。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周减 6.32 吨至 937.94 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 5.65 吨至 14020.96 吨。短线基金持仓看，根据截至 5 月 6 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周减 821 张至 162497 张，其中多头减少 2932 张，空头减少 2111 张；白银非商业净多减少 691 张至 49252 张，其中多头增加 36 张，空头增加 727 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度减少 65.98 吨至 1217.8 吨，COMEX 白银库存周增 143.2 吨至 15663.1 吨；SHFE 黄金库存骤增 1.59 吨至 17.24 吨，SHFE 白银库存周增 3.14 吨至 934.46 吨；上海金交所白银库存（截至 4 月 30 日当周）周减 13.6 吨至 1626.5 吨。

【本周关注】本周数据主要关注周二晚美 CPI，以及周四晚美零售销售、周五晚美密歇根大学消费者信心指数等数据。事件方面，本周一 22:25，美联储理事库格勒发表讲话；周二 23:00，英国央行行长贝利发表讲话，周四 20:40，美联储主席鲍威尔在一场活动上致开幕词。另美联储本周将召开第二届 Thomas Laubach 研究会议，这次会议将重点关注货币政策和经济方面的研究，预计将为美联储承诺每五年进行一次的货币政策框架审查提供学术视角，至 16 日；美国总统特朗普于 5 月 13 日至 16 日访问沙特、卡塔尔和阿联酋。

【南华观点】中长线或偏多，短线仍处于高位震荡，伦敦金阻力 3440-3500 区域，支撑 3300，强支撑 3200；伦敦银支撑 32，阻力 33.3，33.7，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：震荡为主

【盘面回顾】铜价在周中基本保持稳定，最终报收在 7.74 元每吨，上海有色现货升水 170 元每吨。沪铜库存进一步回落至 8 万吨，出现季节性去库；LME 库存小幅降低至 19.6 万吨，铜矿港口库存小幅增加至 79 万吨。进阶数据方面，铜现货进口正在逐渐减少，已接近持平；铜矿现货 TC 继续极端表现，为 -42.8 美元每吨；铜铝比大幅增加至 3.94；精废价差缩窄至 1295 元每吨。

【产业表现】根据 Mysteel 调研国内 58 家电解铜生产企业，涉及精炼产能 1648 万吨(含 2025 年新增产能)样本覆盖率 98.93%得出：2025 年 4 月国内电解铜实际产量 110.92 万吨，环比减少 1.81%，同比增加 15.66%。1-4 月国内电解铜产量累计为 433.8 万吨，同比增加 11.36%。另据调研企业的生产计划安排来看，2025 年 5 月国内电解铜预计产量 112.57 万吨，环比增加 1.49%，同比增加 14.7%。1-5 月国内电解铜预计产量累计为 546.37 万吨，同比增加 12.03%。

【核心逻辑】铜价在过去一周的表现符合预期。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。据周末的最新消息，应美方请求，中美经贸高层会谈在瑞士举行。中方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，决定同意与美方进行接触。关税问题正在向积极的方向进展。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 万-7.8 万元每吨。

铝产业链：需求走弱

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 19655 元/吨，环比+0.36%，成交量为 5 万手，伦铝收于 2418 美元/吨，环比+0.39%，成交量为 1 万手，氧化铝收于 2810 元/吨，环比-0.50%，成交量为 38 万手。

【行业资讯】几内亚已启动撤销阿联酋全球铝业公司（EGA）采矿许可证的程序，自去年 10 月起，EGA 就因关税问题与几内亚政府产生纠纷，业务被暂停。

【核心逻辑】铝：本周初虽然政治局会议给提出了一系列货币政策刺激但受节后铝累库以及需求衰退预期影响，铝价大幅走弱，而后续库存的重新去化以及部分空头离场，价格有所反弹。供给方面变化不大，需求方面，除铝线缆外，铝型材与铝板带箔开工率均略有下降，且考虑到五月底是光伏抢装节点以及后续出口下降，下游开工率仍将进一步下降。总的来说，短期可关注中美关税谈判若有积极的结果，那铝价或是一个利好，中期来说铝需求走弱使得铝价将维持偏弱运行的状态。氧化铝：本周二受空头资金大幅增仓影响，周二氧化铝大幅下跌突破 2700 点支撑位，但后续受部分空头离场以及河北文丰集团 480 万吨新被曝不合规等原因，盘面超跌反弹实现三连阳。铝土矿方面，近期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，但之前计划检修较早的氧化铝企业逐渐复产且部分新投产产能释放，供应增减互现。需求方面变化不大。库存方面，氧化铝社会库存持续下降。总的来说，近期氧化铝现货价格企稳与去库对价格有一定支撑作用，但供应过剩格局没有改变，无明显趋势反转预期，短期可以进行高抛低吸的阶段性的操作，中长期仍建议逢高沽空。

【南华观点】铝：偏弱运行，氧化铝：逢高沽空

【风险提示】需求减弱，关税政策

锌：多空各有理由，短期建议观望

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22190 元/吨，环比+0.07%，其中成交量为 140017 手相较昨日减少 82058 手，而持仓量则减少 737 手至 119170 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】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日盘内多空交织，但交易情绪较前两天明显转冷。美英谈判结果出炉后，LME 锌低位回升。基本面逻辑不变，供给端持续释放压力，需求端短期内保持稳定且现货商挺价为锌价提供支撑。连续四天的长上影线强烈释放了短期内锌价支撑力度不足的信号，且宏观因素扰动较多。短期内由于宏观政策都处在间接影响锌价的阶段，很难说明到底宏观的扰动会对锌价造成多大影响。但是只从基本面来说的话，库存和现货商仍能提供支撑。中短期内的较大上涨是不可能的事情了，建议等待观望宏观政策的影响，以及供应端宽松何时才能兑现空头逻辑。

【南华观点】短期偏弱震荡，长期看跌。

镍&不锈钢：菲律宾突发禁矿出口，关注多头机会

【盘面回顾】

沪镍主力合约节后整体偏弱运行。5 月 6 日价格收于 124630 元/吨，随后几日偏弱震荡，最终收于 123450 元/吨。不锈钢主力合约周内走势偏弱震荡。5 月 6 日价格收于 12735 元/吨，此后几日窄幅震荡，最终收盘于 12720 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 125925 元/吨，升水幅度为 2300

元/吨。硫酸镍较镍豆溢价扩大到 4620.45 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润率调整至-1.6%。库存方面，上期所纯镍库存为 27808 吨，LME 镍库存为 198312 吨。304/2B 切边不锈钢出厂价均价为 13050 元/吨。304 不锈钢冷轧利润率下降在-9.56%左右。不锈钢社会库存为 975400 吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至 944 元/镍点，镍铁累库至 28396.5 吨。

【核心逻辑】

基本上周内无明显改善，节后整体氛围较为平淡。周五下午菲律宾突发消息，菲律宾政府酝酿从 6 月开始实施镍矿出口禁令，若政策落实，将对印尼和国内镍产品供应产生较大影响，政策或对镍价起到较大提振。菲律宾镍矿四月底到港量大幅增加，但是后续镍矿供应平衡或将出现短缺，印尼内贸镍矿基准价较为坚挺，升水持续处于高位，镍矿后续预计偏强运行。硫酸镍方面价格坚挺，周内价格稳中偏强运行，MHP 价格受之前产量波动影响持续处于高位，叠加下游市场镍盐流通相对有限，新能源链路短期或仍然支撑镍价。不锈钢方面镍铁价格持续阴跌，周内不锈钢产业链负反馈较为严重，期现货都偏弱运行，节后低价现货流通有所减少，下游观望情绪较浓，目前仍处于低位震荡状态。但是现阶段镍矿不稳定性增加前提下或提前带领不锈钢盘面反弹，原料端对镍矿供应恐慌情绪下或愿意高价采买，成本支撑或有所上移。

宏观方面周内美联储决议不改变利率，对现阶段经济仍有一定信心。周中特朗普关税扰动有所减弱，英美两国就关税达成模糊协议，对关税恐慌情绪有小幅减弱，关注后续关税政策发酵。

【南华观点】

五一节后市场整体情绪偏稳，镍铁产业负反馈和新能源链路支撑仍有博弈。后续关注菲律宾禁矿政策落地走势，若政策确定对镍价将有较大提振。预计在【12.3 万-13.3】万区间震荡运行。

锡：震荡为主

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中基本保持稳定，报收在 25.9 万元每吨，上海金属网现货升水 600 元每吨。上期所库存小幅降低至 8719 吨，LME 小幅降低至 2395 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】基本面保持稳定。

【核心逻辑】近期锡价的表现相对稳定，因为宏观对其影响相对较小，自身基本面也无太大变化去形成一个趋势来改变目前的平衡价格。锡价已经在 26 万元每吨附近维持超过 3 周的时间，价格中枢或已经形成。在缅甸佤邦复产没有实质性进展、半导体周期还未走入熊市之前，锡价难有太大变化。

【南华观点】震荡为主，周运行区间 25.2 万-26.8 万元每吨。

碳酸锂：矿价不断走低，基差逐渐稳定

【期货动态】LC2507 合约收于 63020 元/吨，周环比-4.89%

【核心观点】二季度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。

【产业表现】碳酸锂：锂盐价格下跌。现货价格继续下跌，目前市场基差维持升水，市场普遍持观望心态，下游进行逢低采买，市场成交一般。

锂矿：报价走弱，目前锂矿石现货库存充足，预计五月份到港维持增长态势，处于过剩状态，持货商挺价暂无支撑。CIF6 中国锂辉石精矿报 710 美元/吨；国内现货锂辉石品位 3.0-3.5%报 2290 元/吨度，品位 5.0-5.5%报 5160 元/吨度；锂云母品位 2.0-2.5%报 1385 元/

吨度。整体报价走弱。

工业硅：下游扰动增多

【盘面回顾】SI2506 合约收于 8205 元/吨，周环比下跌 3.92%。工业硅通氧 553#（华东）均价 9150 元/吨，周环比下跌 300 元/吨；多晶硅 N 型致密料均价 38000 元/吨，周环平；有机硅 DMC 报价 11550 元/吨，周环比增加 150 元/吨；铝合金 ADC12 报价 20300 元/吨，周环比减少 200 元/吨。

【产业表现】工业硅通氧 553 现货价格继续下调，市场低价不断刷新。供给方面，金属硅周度产量 38655 吨，环比减少 2225 吨，其中新疆地区周度产量环比减少 2600 吨。各地区周度开工率差异较大，其中四川地区开工率环比增加，新疆地区开工率环比减少。需求方面，多晶硅周度产量 21400 吨，环比减少 1000 吨；有机硅周度产量 3.72 万吨，环比减少 300 吨；铝合金 3 月产量 165.5 万吨。下游产量整体减少，需求未见好转。进出口方面，我国 3 月金属硅进口 1560 吨，环比减少 120 吨；3 月份金属硅出口 59531 吨，环比增加 15339 吨。库存方面，金属硅周度库存 86.09 万吨，环比减少 3250 吨，整体去库缓慢。从数据来看，工业硅周度产量和库存虽有减少，但因工业硅库存整体高企，目前还远未达到出清阶段，且下游也有不同程度的减产情况，故需静待后续库存去库情况和上下游减产情况。

【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以及下游多晶硅、有机硅企业减产情况。

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：关注中美会谈声明

【行情回顾】偏弱运行

【信息整理】1. 中美经贸高层会谈 5 月 10 日至 11 日在瑞士日内瓦举行。中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰当地时间 11 日晚在出席中方代表团举行的新闻发布会时表示，此次中美经贸高层会谈坦诚、深入、具有建设性，达成重要共识，并取得实质性进展。双方一致同意建立中美经贸磋商机制。中美双方将尽快敲定相关细节，并于 5 月 12 日发布会谈达成的联合声明。

【南华观点】基本面方面，上周表需数据受节日因素扰动表现欠佳，现实是否大幅走弱需后续两周数据进一步验证；钢厂五月订单虽暂时可观，但多以让利换量，五月底后续订单暂不乐观，冷卷订单已现缩量，前期强现实格局恐难维系。值得注意的是，前期强现实带来的铁水强势上行，并未带动原料推升成材上涨的态势，其背后原因或在于原料供应端的现实与预期端双宽松，在高铁水状态下原料仍然不缺，基本面尚可体现在给钢厂利润让其生产，但是价格仍旧疲软。宏观方面，上周三部门会议未释放超预期利好，国内宏观政策倾向于“托而不举”，中美谈判表态超预期，可能会带来短期宏观利好。综合来看，中美谈

判或带来宏观利好，市场悲观预期情绪有所缓解，但是从基本面来看，钢材需求面临淡季走弱倾向，铁水产量或有触顶回落迹象，原料成本存在下移空间，出口价格或限制盘面反弹空间，单边上仍建议反弹偏空操作。

铁矿石：需求承压

【南华观点】铁矿石目前面临现实兑现预期的问题，也就是前期比较悲观的需求预期开始照进现实。五一后的钢材表观消费量环比皆下降，特别是螺纹钢的表观消费量从 290 万吨环比下滑近 80 万吨。钢材库存也从去化转向累库。基本面开始淡旺季切换，而这种切换由于关税补库节奏的变化，使得变化比往年更为剧烈。而钢厂的生产维持一定的惯性，铁水产量维持在高位，而需求环比大幅下降，使得钢材的累库压力大增。

交易节奏上，国新办会议整体超预期，但与黑色需求更直接相关的财政政策并未提及，而目前国内经济数据和预期也尚可，因此倒逼出类似 9.24 的强刺激的可能性不大，政策节奏更可能是托着的状态。中美关税态度有所缓和，但双方的立场仍有不小的差距，短期预计很难达成实质性的协议。因此，预计在 6 月美联储降息前，国内需求还是处于一种承压的状态。

因此，在承压的基本面和宏观下，预计铁矿石仍有向下的空间，预计价格偏弱运行，操作上仍是逢高空为主。

焦煤焦炭：关注首轮关税谈判结果

【盘面回顾】本周双焦盘面快速下跌，远月预期悲观，现货跌幅不及盘面，双焦基差走强，9-1 月差走强，即期焦化利润收缩。

【产业表现】

焦煤：国内矿山稳定增产，部分钢厂下调焦炭基价，即期焦化利润收缩，焦企开工率小幅回落，焦煤补库需求放缓，矿山环节持续累库。海运煤发运依旧偏紧，港口焦煤有望延续去库。因五一期间闭关，监管区库存去化良好，现已恢复正常通关。

焦炭：部分钢厂下调焦炭采购基价，焦化利润收缩，焦化厂对后市悲观，部分焦炉开展检修，本周焦炭产量小幅下滑。钢厂盈利率保持扩张，铁水增产尚未结束，钢厂对焦炭有刚性采购需求，焦炭短期供需矛盾不大，但入炉煤持续阴跌，成本支撑有所松动。

【南华观点】

钢材即期现货利润高位维稳，高利润将带动铁水继续增产，煤焦短期供需双旺，现实基本面尚可。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，焦炭盘面上涨阻力较大。操作层面，近期双焦盘面快速下跌，基差走强，当前位置追空风险较高，建议单边观望，等待反弹布空的机会，前期高位空单可继续持有，低位空单建议止盈。

硅铁&硅锰：空单减持等待机会

【核心逻辑】成本端铁合金成本端本周受电价下调的影响下降，但已反应在盘面上，预计铁合金成本端震荡偏弱。供应端硅铁厂库去库合金厂减产动力减弱，本周硅铁产量继续增加，环比+3.9%；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小幅增加，下游需求铁水仍处在一定支撑。库存端硅锰厂库继续累库，截止 5 月 11 日环比上期+13.9%，硅铁厂库去库，环比上期-11.8%；硅铁仓单环比+7.77%，硅锰仓单环比-3.34%。

【南华观点】硅锰维持减产定价的趋势，高供应的压力有所缓解，但相较于下游的需求疲软，供给端仍相对过剩，本周厂库累库但仓单开始下降，高库存压力仍存，但短期内随着

空头大量止盈离场存在反弹的可能性；硅铁本周产量继续增产，库存去库，仓单注册量有所增加。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，短期内随着空头大量止盈离场存在反弹的可能性。不宜继续追空，建议前期空单离场，等待反弹后逢高做空的机会。

以上评论由分析师袁铭（Z0012648）、严志妮（Z0022076）、周甫翰（Z0020173）及助理分析师张浚（F03118257）提供。

能化早评

原油：受英美贸易协议达成提振，油价回升

【原油收盘】截至 5 月 8 日收盘，2025 年 6 月 WTI 涨 1.84 报 59.91 美元/桶，涨幅 3.17%；2025 年 7 月布伦特原油涨 1.72 报 62.84 美元/桶，涨幅 2.81%。中国原油期货 SC 主力 2507 收跌 6.1 元/桶，至 452.2 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，5 月 11 日讯，据外媒报道，一位不愿透露姓名的美国高级政府官员表示，美国政府中东特使威特科夫于周日在阿曼马斯喀特与伊朗举行了第四轮直接与间接会谈，双方讨论了核协议的“技术性要素”。这位官员称，美伊双方已同意在不久的将来再次举行会谈。二是，美国至 5 月 9 日当周石油钻井总数 474 口，前值 479 口。三是，5 月 2 日当周，EIA 商业原油库存=203.2 万桶，战略原油库存+58 万桶，美国原油产量-9.8 万桶/天至 1336.7 万桶/天，炼油厂开工率+0.4%至 89%，汽油库存+18.8 万桶，取暖油库存+12.3 万桶，精炼油库存-110.7 万桶；四是，5 月 8 日凌晨 2 点，美联储宣布，将联邦基金利率区间维持在 4.25%—4.5%不变。这是美联储连续第三次议息会议按兵不动。美联储在决议声明中强调，高失业率和高通胀的风险都有所上升。随后，美联储主席鲍威尔在新闻发布会上的讲话也释放了诸多政策信号。他表示，美联储不急于行动，未来可能会出现适合降息或按兵不动的情形。鲍威尔还表示，美国总统特朗普对降息的呼声“根本不会影响我们的工作”，从未主动要求与任何总统会面，并且将来也不会。

【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，欧洲库存回升，亚洲库存回升，上周全球原油库存累库。整体来看，美国关税政策松动提振油价，美伊谈判进展良好对油价形成一定压制，OPEC 和哈萨克斯坦暂无其它消息，油价处于下跌后的反弹再平衡过程。

PTA-PX：供需良好，PXN 近多远空，TA 加工费逢低布多

【PTA 观点】本周 PTA 负荷依旧不高，能投 100，中泰 120，逸盛大化 225，恒力惠州 250 万吨，台化 150 停车，但可以看到，PTA 前期动态利润 500+，虽然目前回至 400 附近也仍属较好，部分装置检修计划有可能因此推迟，供应减少的力度较前期预计或将减弱，但

由于聚酯的负荷预期同样较之前上修，一方面与此同时聚酯工厂目前的开工仍比较高，从利润上看，短纤瓶片尚可，长丝亏损，库存上 4 月下半月以来库存有所下滑，短纤至年底低点，POY 也迅速下滑至 16，聚酯开工负荷预计可以维持，5-6 月仍旧维持去库的预期，终端订单方面，部分市场订单有些好转，但是市场担忧情绪仍在，PTA 在整体去库的背景下总体逢低做扩加工费及结构上逢低做正套为主。

【PX 观点】本周国内 PX 装置方面浙石化 250 万吨复车，中金装置短期波动，总体开工有所恢复，国外方面日本一条 21 万吨节前意外停车，还有一条 19 万吨 5 月初计划内停车，总体 5 月的亚洲开工仍在低位。需求方面 PTA 后期预期检修有较之前推迟或者减少的预期，因此供需最好的拐点有往后推移的预期。利润角度，PXN 从前期 160 多恢复至 200 附近，但 9 月又在 260 的心理关口，虽然从供需角度 PXN 仍偏强，但是被结构给打的空间不大，PX-MX 恢复至 90 多，前期短流程的装置在调油也需求一般的情况下如果能维持，可能短流程生产也将有所提升，当下而言动力不足，总体建议逢高做空远月 PXN。

MEG-瓶片：聚酯韧性超预期，EG 偏强看待

【库存】华东港口库至 79 万吨，环比上期减少 1 万吨。

【装置】中海壳牌一线 40w 近日停车检修，预计持续 20 天；上海石化近期重启出料，主产 EO。

【观点】

近期 EG 价格震荡偏强。基本面方面，供应端油降煤升，总负荷持稳 68.99% (+0.56%)；其中，乙烯制方面中海壳牌一线 40w 按计划停车；煤制方面中昆提负，天业重启，煤制负荷升高至 66.75% (+4.54%)。效益方面，原料端乙烯与动力煤价格均走弱，叠加现货价格走强下，各路线利润明显修复，煤制利润再次回到成本线以上；比价方面，EO 价格季节性走弱，EO-1.3EG 大幅下行。库存方面，近期到港偏低，港口发货表现不佳，下周一港口显性库存预计小幅去库 2 万吨左右。需求端，聚酯负荷小幅上调至 94.2% (+0.8%)。长丝短纤库存压力节前大幅缓解之后，本周开工均有所回升，后续仍有瓶片装置存重启计划，聚酯负荷市场主流预期大幅上修，预计 5 月月均负荷在 94%附近。近期原料价格大幅走强，终端订单需求改善有限下，聚酯环节跟涨乏力，各产品效益均有较大幅度压缩。终端而言，部分假期停车产能回归，织机与纱厂负荷上调，但目前订单总体改善有限。

总体而言，近期聚酯与织造韧性大幅超预期，叠加中美谈判释放缓和信号下，聚酯产业链品种整体表现偏强。短期来看聚酯与终端 5 月大概率仍难见到实质性下滑，矛盾继续后置，近端强现实与宏观回暖预期叠加下 EG 价格短期预计震荡偏强，主要关注中美宏观动态。

瓶片方面绝对价格同样随成本端波动为主，近期受原料走势偏强影响加工费大幅压缩，可关注瓶片盘面加工费逢低布多机会。

甲醇：观望

【盘面动态】：周五甲醇 09 收于 2226

【现货反馈】：周五远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 09+155

【库存】：上周甲醇港口库存窄幅累库，库存积累主要表现在华南，周期内显性外轮计入 20.66 万吨，部分靠泊外轮尚未计入在内。江苏沿江刚需提货稳健，大型终端主力维持非显性库区原料管输，但库存仍略有去库；浙江地区下游消耗平稳，外轮补充下库存窄幅波动。华南港口库存继续累库，主要体现在广东地区，周期内进口及内贸到货集中，主流库区受假期影响下提货量骤减，库存亦有增加。而福建地区部分在卸船只尚未计入库存，下游刚需消耗下，库存呈现去库。

【南华观点】：本周甲醇走势震荡，周三跟随宏观反弹后下跌，整体看下来甲醇基本面偏承

压，内地部分 mto 外卖甲醇，海外进口回归中。伊朗 4 月装船 70.6 万吨，5 月装船 40 万吨速度超预期，预计全月 85-95 万吨之间。需要注意的是 5 月到港进口货大部分流入 mto，近端 5 月中可流通货源偏紧，6 月后到货充裕后合约偏反套。外盘开工回落，非伊马油检修、特立尼达降，伊朗 zpc、卡维因为原料和管道问题降负荷。周内来看，盛虹预期 5.20 重启，提前 5-10 天左右，传统需求 MTBE 开工下降较多，醋酸开工变动不大。综上甲醇作为中间品估值较为合理，缺乏有效驱动。

PP：部分 PDH 装置近期停车

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 6967 (-18)。

【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 7130 元/吨 (-40)，华南现货价格为 7250 元/吨 (-30)。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 79.74% (+5.36%)。本周 PP 装置检修量下降较多，下周预计小幅回升。由于目前 PP 仍处于装置集中检修期，检修损失量预计持续处于高位直至 6 月下旬。需求端，本期下游平均开工率为 49.5% (-0.19%)。其中，BOPP 开工率为 57.64% (-1.93%)，CPP 开工率为 50.5% (+1.62%)，无纺布开工率为 37.73% (+0.13%)，塑编开工率为 44.8% (-0.2%)。PP 下游开工率基本维持稳定。PP 总库存环比上升 16.42%。上游库存中，两油库存环比上升 25.72%，煤化工库存上升 12.32%。中游库存中，贸易商库存环比上升 10.19%，港口库存上升 2.23%。受五一节影响，上游、中游均出现累库情况。

【观点】本周 PP 盘面震荡走弱。在本轮下跌中，PP 的下方支撑较先前转弱。先前市场对关税政策将带来 PDH 工厂被迫停车的预期较强，对 PP 形成了较大的支撑。近期，市场对此的信念有明显下降。从当前 PDH 装置停车计划来看，5 月下旬 PDH 制 PP 开工率预计在 67%，较月初下滑 4%，尚未出现大面积停车的情况。由于大部分工厂的丙烷库存可以维持至 5 月底，当前装置开工和从中东的丙烷采购均未发生趋势性变化，后续状况仍有待观察。当前需警惕未来出现 PDH 工厂停车不及预期的情况，这可能使得 PP 快速补跌。

PE：向下驱动转弱

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 6976 (-40)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7190 元/吨，华东现货价格为 7250 元/吨，华南现货价格为 7400 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 84.07% (-0.77%)。5 月下旬的检修计划较多，检修损失量预计上升，供给将有所收缩。需求端，本期下游平均开工率为 38.69% (-0.2%)。其中，农膜开工率为 19.44% (-3.95%)，包装膜开工率为 47.59% (-0.26%)，管材开工率为 32.17% (+0.34%)。PE 下游需求偏弱的状况持续，包装膜、管材和中空开工率均低于去年同期。库存方面，PE 总库存环比上升 17.09%，其中上游石化库存环比上升 38%，煤化工库存上升 42%，贸易商库存上升 14%。受五一节影响，本周上游、中游均出现较大幅的累库。分品种来看，HDPE 去库情况较为良好，LLDPE 库存已从年初的历史低位回升至中性水平，LDPE 库存则是再度刷新库存上线。

【观点】上周 PE 盘面震荡走弱。现货价格随盘面下跌，基差维持在 200 元/吨左右。受传统淡季和低利润环境的影响，下游采购意愿维持低迷，但在价格回落后，市场有部分投机性补库需求显现。值得注意的是，本周 HDPE-LLDPE 价差进一步上升，目前 HDPE 注塑价格已反超 LLDPE。在价差反转的情况下，全密度装置工厂存在由 LLDPE 转产 HDPE 的动机。加之当前 HDPE 供需情况相对健康，库存已降至低位，为转产提供了较有利条件。但是考虑到当前 LLDPE 生产尚有盈利空间，实际转产力度仍需持续跟踪。综合来看，虽然 PE 市场仍维持供大于求的基本格局，但考虑到装置集中检修期带来供给增速放缓，加之 LLDPE

存在转产可能，PE 下行驱动将有所转弱。

PVC:悲观预期强化

供应：由于检修较多 4 月 PVC 产量约在 192 万吨附近，氯碱综合利润保持低位震荡，电石法受制于利润压力，本周开工率小幅提升，后续这轮检修开工率最低点约在 5 月中旬附近，目前预期 5 月的产量将在 200 万吨附近。

需求：目前看 1-4 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一定压力，近期出口成交开始有了明显的转差，但是库区 5 月仍然有不少前期计划，预期 5 月数据还不会太差。

库存：本周受到五一影响，去库明显放缓，华东大约去库 0.48 万吨，华南和厂库库存则有一定幅度的累库，待发小幅走差，总库存小幅积累，绝对值位置仍然较高。

价格（基差）：本周 PVC 价格持续突破新低，成交有小幅放量，基差走强 20。

策略观点：近期交易比较难，本周在能化整体并不弱的背景下，PVC 持续创新低，市场核心交易矛盾在于成本端的持续下滑以及出口的环比转弱。本周煤炭再度破位，主流观点后续港口 5500 大卡煤炭大约会跌到 600 附近，电石兰炭路径再度给出一定的下跌空间，海盐近期也在持续下跌，导致 PVC 虽然持续走弱，但是始终看不到有力的减产。第二市场对前期的持续去库持续性比较悲观，近期的出口驱动主要有二，一是检修，二是出口，近期贸易商出口感受明显走差，导致市场对 6 月后的出口数据预期明显走差，认为在成本持续下滑的过程中，一旦供应缩量无法兑现，出口转弱后的 PVC 将面临持续的累库。我们认为目前市场价格表现极端，可能有点过于悲观了，叠加目前 PVC 极低的估值，容易出现预期差，我们认为此时继续做空不是好的策略，谨慎对待。

苯乙烯：宏观主导，观望为主

【盘面回顾】EB2506 收于 7005 (+69)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5695 (+70)，苯乙烯现货 7165 (+70)，主力基差 160 (+1)

【库存情况】截至 5 月 6 日，江苏纯苯港口库存 12.0 万吨，较上期环比持平。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 -19.60%；截至 2025 年 5 月 8 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 23.15 万吨，较上一周期增加 2.16 万吨，环比增加 10.30%。

【南华观点】

纯苯：供应端受浙石化重整装置重启以及埃克森美孚装置产出影响，纯苯开工率继续回升，本周加氢苯方面有多套装置降负或停车，开工率明显下降；五大下游开工涨跌互显，总体对纯苯需求有所回升，周度供需差扩大。受节前备货影响，上周华东港口提货积极，到港量较多的情况下港口库存仍较前期持平。绝对价格上仍旧跟随原油及宏观波动，前半周跟随原油下跌，后半周国内召开重要会议释放政策利好且 10-11 日将进行中美经贸高层会谈，市场情绪好转，纯苯在 5600 附近存在止跌反弹。当前纯苯隐性库存居高不下，5-6 月进口量预计维持高位。而需求端，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。纯苯自身供增需减预期不变，基本面持续偏弱。

苯乙烯：本周浙石化苯乙烯装置结束检修，山东利华益开始检修，总体产出小幅增量。需求端，受五一假期影响 EPS、PS 开工下降，ABS 有新装置投产开工有所提升。3S 综合库存小幅波动。上游纯苯跟随原油，下游 3S 成交乏力，中间环节苯乙烯近端检修多，现货流动

性偏紧价格有支撑，因此产业链上下游跌价幅度大于苯乙烯，苯乙烯环节利润被动扩张，本周苯乙烯-纯苯价差扩至年内新高，现货价差一度扩至 1600 附近。受关税问题影响，市场对于远月终端需求较为担忧，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的 5 月下偏迟，负反馈会推迟不会消失，苯乙烯仍维持近强远弱格局。短期苯乙烯价格走势受宏观主导，建议观望为主，关注中美会谈结果。

燃料油：依然坚挺

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，新加坡 7 月高硫燃料油报价 402.75 美元/吨，FU07 升水新加坡 5.4 美元/吨

【产业表现】供给端：进入 4 月份，俄罗斯高硫出口-53 万吨，伊朗高硫出口+22 万吨，伊拉克+67 万吨，墨西哥出口-5 万吨，委内瑞拉-33 万吨，供应依然紧张，进入 5 月份供应端依然无缓和迹象；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+16 万吨，印度+5 万吨，美国-44 万吨，进料需求环比减弱，在发电需求方面，尚未见明显提振。进入 5 月份，进料需求环比走弱，埃及进口增加提振发电需求预期；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】5 月份燃料油出口延续紧张，在进料需求方面，中国和美国进口减弱，印度进口增加，整体进料需求环比走弱，埃及进口增加，提振发电需求预期，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，裂解维持强势

低硫燃料油：依然坚挺

【盘面回顾】截止夜盘收盘，新加坡 6 月低硫报价 474 美元/吨，LU06 升水新加坡 12.6 美元/吨

【产业表现】供给端：科威特供应-6 万吨，阿联酋进口-28 万吨，中东供应+23 万吨，巴西-13 万吨，西北欧市场供应-35 万吨，非洲供应环比持+6 万吨，4 月份海外供应环比缩量，5 月份，出口端延续缩量预期；需求端，4 月份中国进口-16 万吨，日韩进口+24 万吨，新加坡-70 万吨，马来西亚进口-19 万吨，进入 5 月份，因国内产量阶段性偏紧，进口增加，对需求端有一定提振；库存端，新加坡库存-193 万桶；ARA-6 万吨

【南华观点】短期海外市场，供应低位，整体出口萎靡，国内因短期炼厂检修，国内低硫供应缩量，开始增加进口，提振短期低硫裂解，推动了裂解小幅走强，目前近月裂解已经站稳 12 美元/桶为近期高点，对于 LU 而言，国内供应缩量，库存下降，国内货源出现阶段性紧张，LU 短期依然偏强

沥青：库存结构良好，震荡偏强

【盘面回顾】BU06 收于 3453 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3570 元/吨

【基本面情况】供给端，国内稀释沥青库存维持在低位；山东开工率+3%至 36%，华东-4%至 24.3%，中国沥青总的开工率+0.5%至 28.8%，山东沥青产量+1.5 至 18.6 万吨，中国产量+0.7 万吨至 48.8 万吨。需求端，中国沥青出货量-6.28 万吨至 22.83 万吨，山东出货-3.72 万吨至 8.21 万吨；

库存端，山东社会库存-0.6 万吨至 13.5 万吨和山东炼厂库存-1.1 万吨为 18.1 万吨，中国社会库存+2.1 万吨至 53.5 万吨，中国企业库存-0.1 万吨至 52.8 万吨。

【南华观点】现实端仍然表现强劲，需求端从 4 月中旬开始一直维持较强的增量，库存较低，使得山东地区基差维持高位。短期面临的问题是梅雨季节造成的需求增速下滑能否匹配高利润下产量增速的抬升，以及炼厂加工利润修复下，产量端未来检修结束后仍有一定的增产预期。中长期来看，今年整体格局依然比较健康，十四五最后一年带来的赶工需求已经从高频数据中有所体现，因此建议回落后继续关注低多机会。

尿素：偏强

【盘面动态】：周五尿素 09 收盘 1893

【现货反馈】：周末国内尿素行情盘整运行，个别调整 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1840-1860 元/吨。相关部门、协会倡议稳价，多数工厂价格稳定，中间商情绪偏强，市场货源略显紧张。短线国内尿素行情高位整理，局部窄幅调整，关注期货盘面及本周相关会议消息。

【库存】：截至 2025 年 5 月 8 日，中国尿素企业总库存量 106.56 万吨，较上周减少 12.61 万吨，中国主要港口尿素库存统计 13.3 万吨，环比+1.5 万吨

【南华观点】：预计尿素价格短期呈现偏强运行的格局。基本面而言，东北地区追肥需求以及中原地区夏季肥需求正在陆续释放，基层对尿素进行刚需原料补库。此外近期尿素政策博弈加剧，出口明确落地，但政策处于制定阶段。国内下游终端对高价抵触，但工厂、贸易商惜售，工厂待发较多，交割区货源偏紧张，中游库存不高。叠加后续可能有集港动作，尿素基本面预期较好，整体偏强。但政策管控现货，压制投机情绪。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：基本面承压

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1305，-1.36%

【基本面信息】

截止到 5 月 8 日，隆众数据显示，本周纯碱库存 170.13 万吨，环比上周一（4 月 28 日）+2.91 万吨；其中，轻碱库存 82.91 万吨，环比上周一（4 月 28 日）+1.40 万吨；重碱库存 87.22 万吨，环比上周一（4 月 28 日）+1.51 万吨。

【南华观点】

5 月开始纯碱厂家检修增加，供应扰动也将增加。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。需求端，整体刚需持稳，光伏端有重回过剩格局的趋势。当前盘面压力明显，检修也未能提供短暂的支撑，持续下破的动力则在于碱厂的进一步降价。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 1034，-2.18%

【基本面信息】

截止到 20250508，全国浮法玻璃样本企业总库存 6756.0 重箱，环比+257.1 万重箱，环比+3.96%，同比+9.29%。折库存天数 30.8 天，较上期+1.4 天。华北区域五一假期业者多放假，工厂出货有限，随着假期临近结束，中下游适里补货，部分工厂出货略好转，整体库存比节前增长。周内正逢五一假期，华东地区浮法玻璃市场出货明显受限，从 5 月 4 日开始多数企业陆续发货，产销随之好转，但整体库存上涨明显。华中市场五一假期间原片企业库存上张明显，节后下游按需补货，产销尚可。华南区域假期企业出货普遍较弱，下游加工

厂普遍处于放假中，叠加受降雨影响，企业出货受限，整体区域库存增加。

【南华观点】

现货维持弱势，09 合约价格贴水沙河现货 160-200 元，贴水湖北低价 85-115 元。供应端保持点火与冷修并存的状态，日熔低位波动。当前玻璃累计表需-9%，简单线性外推的情况下，要使得下半年玻璃维持供需平衡的话，日熔需下滑至 15.4 万吨，淡季下或去库下则需要更低的日熔。目前盘面价格接近全产业链亏损的程度，或等待现货降价预期兑现。玻璃如果低价持续，关注冷修预期的增加幅度。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。价格运行至低位，波动或增加。

纸浆：下行驱动减弱

【盘面回顾】截至 5 月 9 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘上涨 16 元至 5164 元/吨。夜盘上涨 28 元至 5192 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6210 元/吨，河北俄针报 5175 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4125 元/吨。

【核心逻辑】上周木浆成品纸种除铜板纸产量小幅提升外，其他木浆纸种产量均有所下降，需求端木浆整体用量仍偏弱表现。由于木浆原料价格下跌，木浆成品纸利润除白卡纸下降外，其他木浆纸种利润均有不同程度提高，但木浆成品纸价格持续下降，成品纸终端表现不佳。从纸浆需求端来看，现实端仍偏弱表现，成品纸价格弱势使得原料价格上行乏力。4 月份纸浆外盘报价下调，国内纸浆进口利润仍为负值，后势外盘价格仍存下行压力。纸浆基本面现实端偏弱，预期端纸厂利润修复，国内纸浆港口库存调降，弱需求状态对比之前有所缓解，下行驱动减弱。

烧碱：上下难为

烧碱：驱动有限

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2476，0.53%

【基本面信息】

截止到 5 月 8 日，据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 24.91 万吨（折百），环比上周减少 1.66%，同比减少 1.31%。本周山东地区企业液碱签单情况较好，厂家出货较为顺畅，且企业负荷不稳，出货压力较节前缓解，库存水平下降。东北及西南地区液碱市场交易情况尚可，库存水平亦有下滑；其他地区交易氛围相对一般，厂家库存稍有增量。

【南华观点】

近端现货有所走强，主要是个别铝厂补货，叠加 50 外发窗口打开后中下游明显补库，节前节后现货从“卖不动”突然转变到“买不到”。短期市场低库存+仓单压力不大+出口尚可，且后面两周检修规模较高，当前价格应该能稳住，逻辑觉得向上驱动不太足，但是短期下跌应该也比较困难。

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：关注新作供需报告

【盘面回顾】中美谈判下外强内弱，后续弱现实继续主导盘面情绪。

【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：供给压制

【盘面回顾】供给的增长对植物油价格形成明显利空，而能源价格的疲弱制约植物油消费能力，供强需弱令植物油价格压力持续存在。

【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，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，油厂压榨开始上升。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，豆棕绝对价格共同受到压制，豆棕价差可能存在远月修复来争夺消费市场份额。

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：关注中美会谈成果

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅收跌，关注本周即出的USDA全球供需预测报告。上周五郑棉上涨近0.5%。

【外棉信息】目前美棉播种进度同比落后但略快于往年均值，当前西部棉区持续处于干旱状态，西南棉区在周内雷暴下土壤墒情有所改善，中南棉区暂无旱情，东南棉区整体旱情

相对稳定，截至 5 月 6 日，全美约 20%的植棉区受旱情困扰，环比减少 1 个百分点，其中得州约 33%的植棉区受旱情困扰，环比减少 8 个百分点，天气利多驱动减弱。

【郑棉信息】“五一”期间新疆与东疆部分地区遭遇大风天气，个别地块需进行补种，整体来看，目前新疆大部分棉田均已出苗，生长情况相对良好，近日阿克苏地区及巴州的部分产区或仍有大风出现，关注后续天气带来的实际影响。2025 年 4 月，我国出口纺织品服装 241.86 亿美元，环比增加 3.35%，同比增加 1.1%。目前下游已步入淡季，新增订单不足，纱布厂成品进入持续小幅累库阶段，对原料的采购需求减弱，部分企业面临降负荷的压力。

【南华观点】周末中美双方举行会谈，关注今日将发布的双方会谈所达成的联合声明，郑棉或有反弹，但若高关税的现状持续，对我国出口订单的负面影响仍将持续发酵，叠加下游步入淡季，棉价或维持窄幅偏弱震荡，关注产区天气情况及宏观政策变化。

红枣：新季长势良好

【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】上周五广州如意坊市场到货 5 车，河北崔尔庄市场到货 8 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 9 日郑商所红枣期货仓单录得 8564 张，较上一交易日减少 15 张。据统计，截至 5 月 8 日，36 家样本点物理库存在 10680 吨，周环比增加 175 吨，同比增加 60.60%。

【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。