金融期货早评

人民币汇率：日内瓦声明背后的博弈

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.2132，较上一交易日上涨 329 个基点，夜盘收报 7.2075。人民币对美元中间价报 7.2066，调升 29 个基点。

【重要资讯】中美经贸高层会谈联合声明发布，双方同意大幅降低双边关税水平，美方取消共计 91%的加征关税，中方相应取消 91%的反制关税；美方暂停实施 24%的"对等关税"，中方也相应暂停实施 24%的反制关税。中方还相应暂停或取消对美国的非关税反制措施。双方将建立机制，继续就经贸关系进行协商。根据需要，双方可就相关经贸议题开展工作层面磋商。

【核心逻辑】前期我们提到，美元兑人民币即期汇率的后续走势，尤其是能否进一步主动下行，主要由两大核心因素决定：一是中美贸易谈判的实际推进情况；二是我国经济复苏的具体成效。从当前来看，中美日内瓦经贸会议初步释放出了积极信号，中美双方都表达了善意，也都表示谈判取得了重要的成果。在此背景下，我们判断美元兑人民币即期汇率大概率将获得阶段性下行动力，但这仅仅是短期内关税暂缓预期下的推动，较难实现明确的方向性突破。这主要是由于内部基本面的制约仍在。国内经济基本面呈现弱复苏状态，且利差因素对汇率的升值空间仍在一定程度上形成压制。因此，从经济基本面看，在 "贸易关系 2.0" 的外部环境下，中美两国经济韧性的长期较量才刚刚拉开帷幕，国内经济能否实现持续企稳回升尚需观察。我们建议，不要完全打消风险波动的可能，需关注 90 天后关税是否全面取消，警惕预期差带来的风险。

【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：中美互降关税，风险偏好回暖

【市场回顾】昨日股指走势偏强，以沪深 300 为例，上涨 1.16%，两市成交额上涨至 1.3 万亿上方。IF 基差下降，其余期指基差整体上涨，不过幅度不大，短期情绪面偏积极。

【重要资讯】1、中美经贸高层会谈联合声明发布，双方同意大幅降低双边关税水平，美方取消共计 91%的加征关税，中方相应取消 91%的反制关税；美方暂停实施 24%的"对等关税"，中方也相应暂停实施 24%的反制关税。中方还相应暂停或取消对美国的非关税反制措施。2、新华社发表题为《中美经贸会谈为全球经济纾压增信》的评论文章称，对于此次会谈乃至未来一段时间中美经贸关系走向，应抱有理性预期。3、美国总统特朗普签署行政命令，要求制药商降低美国药品价格，与其他国家的药品价格保持一致。

【核心观点】关税降低结果势必会反映在今日的股指行情中。从联合声明来看，关税对经济的负面影响有望大幅下调，加上 507 新增的一揽子措施，股指目前面临着十分友好的政策窗口，也是风险偏好最易走向乐观的时间段，受情绪提振，今日股指大概率出现高开。但基于此前市场表现来看，对于利好的反映快速且短暂，所以尚未布局的投资者建议不要急于追涨，让子弹飞一会。此外，从股指走势来看，以沪深 300 指数为例，周线和月线上方均面临一定的压力，同时期指衍生品指标也显示当前市场有一定的过热迹象，而且此前加征关税所带来的股市下跌，一定程度受国家队支撑，整体并未定价过于悲观的预期，所以警惕股指再度出现前期高开低走现象，同时关注市场放量的持续性。

【策略建议】持仓观望。

集运：宏观情绪提前反映，EC 过半数合约涨停！

南华期货

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格高开后震荡，午后大幅上行。截至收盘，EC 各月合约收盘价均大幅上涨，其中除 EC2510 和 2604 合约外，其余合约全部涨停！

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，5 月 22 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$904，较同期前值上涨$9，40GP 总报价为$1518，较同期前值上涨$18。6 月初，赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1800，较 5 月底上涨$700，40GP 总报价为$3000，较 5 月底上涨$1300。ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2381，较 5 月底上涨$720，40GP 总报价为$2437，较 5 月底上涨$800。

【重要资讯】：中华人民共和国政府（“中国”）和美利坚合众国政府（“美国”），承诺将于 2025 年 5 月 14 日前采取以下举措：美国将（一）修改 2025 年 4 月 2 日第 14257 号行政令中规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施，同时保留按该行政令的规定对这些商品加征剩余 10%的关税；（二）取消根据 2025 年 4 月 8 日第 14259 号行政令和 2025 年 4 月 9 日第 14266 号行政令对这些商品的加征关税。

中国将（一）相应修改税委会公告 2025 年第 4 号规定的对美国商品加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施，同时保留对这些商品加征剩余 10%的关税，并取消根据税委会公告 2025 年第 5 号和第 6 号对这些商品的加征关税；（二）采取必要措施，暂停或取消自 2025 年 4 月 2 日起针对美国的非关税反制措施。

【南华观点】：从官方消息来看，此次中美谈判取得实质性进展，超出市场预期，极大地提振市场情绪，叠加资金面影响，EC 各月合约纷纷涨停。其中，08 合约因移仓换月的原因，第一个涨停。此外，6 月初 ONE 和赫伯罗特欧线现舱均较 5 月有明显上行，引领近月合约上行。而此后根据商务部公布的《中美日内瓦经贸会谈联合声明 》来看，初始的 90 天里，关税比例将回落至 10%，降幅应超市场预期，预计利多情绪仍将持续，前期积压的美线需求大涨，短期期价震荡偏上行的概率较高，但需警惕期价至高位后回落的可能。此外，目前基本面仍相对偏弱，若后续需求仍无明显起色，一段时间后，期价高位回落的可能性将会加大。

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：中美贸易谈判推升风险偏好

【行情回顾】周一贵金属市场金调银震，因中美贸易谈判结果超预期提升市场风险偏好，资金从黄金与美债等避险资产流向股市等风险资产，此外美指和人民币双双走升亦抑制美元和人民币计价贵金属价格。最终黄金 2506 合约收报 3341.8 美元/盎司，-3.06%；美白银 2507 合约收报于 32.795 美元/盎司，-0.36%。 SHFE 黄金 2508 主力合约收报 772.28 元/克，

-2.01%；SHFE 白银 2506 合约收 8232 元/千克，+1.02%。

【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 88.4%，降息 25 个基点的概率为 11.6%；美联储 7 月维持利率不变的概率为 59.2%，累计降息 25 个基点的概率为 37%，累计降息 50 个基点的概率为 3.8%；美联储 9 月维持利率不变的概率为 20.3%，累计降息 25 个基点的概率为 51.6%，累计降息 50 个基点的概率为 25.6%，累计降息 75 个基点的概率为 2.5%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓日增 1.2 吨至 939.1 吨；iShares 白银 ETF 持仓日增 8.5 吨至 14029.4 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 9.5 吨至 925 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】消息面，引自华尔街见闻:《中美日内瓦经贸会谈联合声明》发布。双方承诺将于 2025 年 5 月 14 日前采取以下举措：美国将（一）修改 2025 年 4 月 2 日第 14257 号行政令中规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施，同时保留按该行政令的规定对这些商品加征剩余 10%的关税；（二）取消根据 2025 年 4 月 8 日第 14259 号行政令和 2025 年 4 月 9 日第 14266 号行政令对这些商品的加征关税。中国将（一）相应修改税委会公告 2025 年第 4 号规定的对美国商品加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施，同时保留对这些商品加征剩余 10%的关税，并取消根据税委会公告 2025 年第 5 号和第 6 号对这些商品的加征关税；（二）采取必要措施，暂停或取消自 2025 年 4 月 2 日起针对美国的非关税反制措施。接下来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；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，强支撑 3200，日内第一阻力 3300；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：宏观利好，小幅偏强

【盘面回顾】沪铜指数在周一小幅上涨，报收在 7.77 万元每吨，持仓 55 万手，成交 25 万手，上海有色现货贴水 15 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】铜价在近期的表现符合预期。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，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】震荡偏强。

铝产业链：情绪好转带动铝价短期上涨

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 19935 元/吨，环比+0.91%，成交量为 7 万手，伦铝收于 2470 美元/吨，环比+2.17%，成交量为 2 万手，氧化铝收于 2832 元/吨，环比+0.60%，成交量为 27 万手。
【行业资讯】1、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 。
2、2025 年 5 月 12 日，中美发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，美国取消 91%对华加征关税，修改 34%“对等关税”，其中 24%暂停 90 天，保留 10%。；中国同步取消 91%对美反制关税，暂停 24%反制关税 90 天，保留 10%，并暂停或取消非关税措施。
【核心逻辑】铝：昨日中美关税和谈结果大幅超预期，宏观情绪好转，部分空头离场推动铝价减仓上行。但旺季结束，需求走弱预期压制铝上涨幅度，短期关注 20000 元/吨关口，中期关注关税和谈结果是否会使企业进行抢出口，改善铝需求情况。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操作，中长期仍建议逢高沽空。
【南华观点】铝：震荡偏强，氧化铝：逢高沽空

锌: 宏观利好短期，长期看跌不变

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22490 元/吨，环比+1.35%，其中成交量为 229910 手相较昨日增加 89893 手，而持仓量则减少 1140 手至 118030 手。现货端，0#锌锭均价为 22720 元/吨，1#锌锭均价为 22650 元/吨。
【产业表现】5 月 9 日，澳大利亚矿企 South32 宣布其位于亚利桑那州的 Hermosa 矿项目迎来关键审批节点，美国森林局（USFS）正式发布该项目的环境影响评估草案。Hermosa 项目包含 Taylor 硫化矿矿脉（含锌-铅-银）和 Clark 氧化矿体（含锌-锰-银），其中 Taylor 矿体已获批 21.6 亿美元投资，是亚利桑那州历史上针对矿业的最大单笔投资，同时 Hermosa 也是美国目前唯一一个能够同时产出两种联邦关键矿产金属：锌和锰的在建项目。South32 表示，Hermosa 建设工程已完成 40%，前期所需州级环境许可已由亚利桑那州环保署（ADEQ）核发。Taylor 矿脉预计将于 2027 财年投产，年均锌精矿产量约 11.4 万金吨，矿山寿命预计达 28 年。公司称，一旦获批投产，该矿将成为全球范围内低成本、低碳的长期锌资源供应基地。
【核心逻辑】上一交易日，锌价在经历了上周的偏弱运行后，受宏观情绪影响，实现了较大幅度的回弹。盘初空头进场下探至近支撑位，随后不敌多头锌价持续上冲。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。宏观方面，受中美谈判结果较好影响，市场给出了积极的反馈，有色金属板块普涨，锌价受上周持续下跌影响，今日回弹幅度较大。短期内，受库存和现货商挺价影响，锌价下方支撑

稳定，同时宏观利好全球贸易。然锌的中长期基本面仍不能为其的上涨提供很强的冲力，短期内估计锌价很难保持像今日这般的上涨，因为由关税引起的全球贸易局势变换对于国内的锌更多是间接影响，对需求端和供给端的影响还需观望。

【南华观点】短期偏弱震荡，长期看跌。

镍，不锈钢：消息面与宏观共振，基本面压力仍存

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 126130 元/吨，上涨 2.07%。不锈钢主力合约日盘收于 12890 元/吨，上涨 1.34%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 126130 元/吨，升水为 2150 元/吨。SMM 电解镍为 127225 元/吨。进口镍均价调整至 126225 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28115 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 2170.45 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-3.5%。8-12%高镍生铁出厂价为 942.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-9.87%。纯镍上期所库存为 27808 吨，LME 镍库存为 197670 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】

日内盘面走势偏强，夜盘回调。主要受宏观关税层面和菲律宾禁矿消息扰动为主。消息称菲律宾上周五拟于 2025 年 6 月禁止镍矿出口，该政策于今年二月开始就有消息炒作，是否真正落地在业内仍然持观望态度。镍铁报价目前持续低迷，镍铁不锈钢链路利润倒挂严重，目前已经接近年初低点，进一步持续下跌空间有限，但是产业链负反馈风险仍存。不锈钢方面受宏观情绪好转和镍矿扰动因素有所提振，现货方面也有所探涨，但是中长期需求是否因关税缓和有所提升尚不明朗。硫酸镍链路短期强势局面不改，价格稳中偏强运行。宏观层面中美关税达成协议，市场情绪有所缓和，后续同步关注菲律宾禁矿出口落地走势。

锡：宏观利好，小幅偏强

【盘面回顾】沪锡指数在周一小幅偏强，报收在 26.3 万元每吨，持仓 6.55 万手，成交 20 万手。

【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】震荡偏强。

碳酸锂：矿价不断走低

【期货动态】LC2507 合约收于 64040 元/吨，日环比增加 0.53%

【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，需求端增速表现一般。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：锂盐价格维稳，基差维持升水，部分报价走强，市场询盘较多，下游进行逢低采买。中美谈判获得实质性进展，宏观氛围较好，但实际产业基本面是否持续还有待观望。今日矿价继续走弱，锂矿贸易商因高库存和资金压力被迫降价出货，实际成交重心再度下移。据中国动力电池产业创新联盟发布数据，4 月我国动力电池装车量

54.1GWh，环比下降 4.3%，4 月数据环比下降，市场对 5 月的排产持观望状态，整体氛围悲观，后续需进一步跟踪下游需求情况。

工业硅&多晶硅：多晶硅扰动增多，工业硅基本面难改

【盘面回顾】SI2506 合约收于 8320 元/吨，日环比上涨 0.24%。PS2506 合约收盘价 38450 元/吨，日环比上涨 2.49%，表现较为亮眼。工业硅通氧 553#（华东）均价 9100 元/吨，日环比下跌 50 元/吨；多晶硅 N 型致密料均价 38000 元/吨，与昨日相同；有机硅 DMC 报价 11550 元/吨，下游刚需询盘；铝合金 ADC12 报价 20300 元/吨。
【产业表现】工业硅通氧 553 现货价格继续下调，企业反馈下调报价后仍出货不顺。有机硅方面，下游刚需询盘，市场询价为主；多晶硅市场传言联合减产，提振盘面，实际效果需看后市企业真实动作；铝合金市场暂稳，企业刚需采购，市场情绪一般。
【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。目前多晶硅 PS2506 合约处于低仓单和高持仓量的矛盾中，叠加宏观提振，市场资金博弈较大，短期或有反弹迹象，但全年来看空间较为有限。后续持续关注工业硅复产和多晶硅减产情况。

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：中美会谈超预期

【行情回顾】夜盘高开低走
【信息整理】1. 中美日内瓦经贸会谈联合声明发布：中美各取消 91%的关税，暂停实施 24%的关税。美对中征收 30%（fentanyl20%+10%的对等关税），华对美征收 10%的对等关税。
2. 特朗普：协议不包括汽车、钢铁、铝或药品的关税。
【南华观点】中美会谈超预期，市场悲观情绪以及预期有所翻转，黑色商品反弹。不可否认的是关税美对中今年加的关税从 145%降至 30%，令中对美直接出口需求或增加，但一方面抢转口需求或减少，美对其它国家 90 天暂缓期内征收 10%的关税，另一方面，若中美暂时缓和，那国内宏观利好政策或不急于出台。另外我们需要考虑的是黑色供需失衡的问题并不能通过关税缩减来缓和，今年一直处于抢出口后抢转口中，钢材总需求表现较好，铁水产量一路攀升，但是钢价甚至说黑色商品价格表现整体偏弱，这背后原因或在于钢材高供应下，原料仍然不缺，需求尚可体现在给钢厂利润让其生产。综合来看，中美关系缓和令悲观情绪与预期减弱，黑色盘面短期下行有一定阻力，但是钢材市场仍处于供大于求的背景下，出口需求好的背后是以价换量，出口价格压制盘面反弹空间，单边上仍不建议抄底，仍建议反弹偏空操作。

铁矿石：会谈大超预期

【盘面信息】铁矿石大幅反弹，掉期重回 100 美元。
【信息整理】根据中美日内瓦经贸会谈精神，美对华新增关税下降至 30%。

【南华观点】中美经贸会谈大超市场预期 ，不论是会谈成果落地节奏还是关税降幅上，前期压制铁矿石的宏观预期短期扭转。而前期市场预期的五月下旬需求塌陷也可能因为关税发生变化。短期铁矿石基本面维持供需双旺。空单止损避险。

焦煤焦炭：反弹布空

【盘面回顾】周一因中美关税谈判缓和，黑色系偏强震荡，但双焦盘面反弹力度偏弱，夜盘率先飘绿。

【信息整理】

1. 中美日内瓦经贸会谈联合声明发布：中美各取消 91%的关税，暂停实施 24%的关税。中方将暂停或取消自 2025 年 4 月 2 日起针对美国的非关税反制措施。

2. 5 月 13 日，沙钢废钢上调 50 元/吨，执行价重一 2500 元/吨；重二 2470 元/吨；重三 2440 元/吨。

3. 特朗普“宏大减税法案”公布：十年拟减税 4 万亿、将债务上限提高 4 万亿美元、未提及百万富翁征税提议。

4. 首轮提降或于近期开启。

【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，首轮提降或于近期开启，焦炭盘面上涨阻力较大。操作层面，双焦维持反弹布空的思路不变，不建议抄底。

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

能化早评

原油：受中美日内瓦经贸会谈提振，油价回升

【原油收盘】截至昨日收盘，NYMEX 原油期货 06 合约 61.95 涨 0.93 美元/桶，环比+1.52%；ICE 布油期货 07 合约 64.96 涨 1.05 美元/桶，环比+1.64%。中国 INE 原油期货主力合约 2507 涨 7.0 至 465.6 元/桶，夜盘涨 6.7 至 472.3 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，昨日中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，使得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，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，因特朗普关税政策或存反复，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】近期 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】近期国内 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：中美贸易缓和，EG 偏强看待

【库存】华东港口库至 75.1 万吨，环比上期减少 3.9 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，周一港口显性库存去库 3.9 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，近期开工均有所回升，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，叠加中美关税事件超预期缓和，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。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】: 周一甲醇 09 收于 2276

【现货反馈】: 周一远期部分单边出货，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】: 周一跟随宏观反弹，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：支撑转弱

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7030（+63）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7120 元/吨（+20），华东现货价格为 7170 元/吨（+40），华南现货价格为 7250 元/吨（0）。

【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】周一盘面受宏观情绪影响上行，下游投机性补库需求显现。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。在如今中美关系走向缓和的情况下，丙烷供给问题将得到解决，PP 供给将不在受限，原本的支撑不在。预计 PP

在本轮反弹行情中，上行空间比较有限。

PE：短期出现反弹

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7090（+114）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7150 元/吨（+20），华东现货价格为 7250 元/吨（+30），华南现货价格为 7400 元/吨（+20）。
【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】周一盘面受宏观情绪影响上行，下游投机性补库需求显现。短期来看，中美关系缓和，油价回升加之下游需求预期转好，短期 PE 预计出现反弹。但是中长期来看，国内供给增速过快，且下游需求较往年偏弱，PE 供强需弱的格局难以改变，中长期下行驱动不变。

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，近期贸易商端出口感受明显走差，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：宏观利好提振，大幅上涨

【盘面回顾】EB2506 收于 7322（+317）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 6125（+430），苯乙烯现货 7515（+350），主力基差 193（+33）
【库存情况】截至 5 月 12 日，江苏纯苯港口库存 12.3 万吨，较上期环比增长 2.5%。截至

2025 年 5 月 12 日，江苏苯乙烯港口库存 5.67 万吨，较上周期去库 1.18 万吨，幅度-17.23%；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。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。周一中美经贸会谈释放利好，纯苯大幅反弹超 400 元/吨，贸易商补空，成交放量。

苯乙烯：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。上游纯苯跟跌原油，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，上周苯乙烯-纯苯价差扩至年内新高，现货价差一度扩至 1600 附近。苯乙烯维持近强远弱格局。昨日中美和谈进展超预期顺利，下午苯乙烯主力合约涨幅近 5%，成为油系化工品中日内涨幅最大的品种，短期宏观氛围好转，盘面预计仍将向上修复，后续行情的演化还是要关注关税下调后终端订单的实际修复情况。

燃料油：受原油带动，价格坚挺

【盘面回顾】FU07 收于 2996 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：受原油带动，价格坚挺

【盘面回顾】LU07 收于 3518 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 3481 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】：周一尿素 09 收盘 1894
【现货反馈】：周一国内尿素行情高位整理，多数价格保持稳定，主流区域中小颗粒价格参考 1830-1860 元/吨。尿素工厂价格基本稳定，市场实际成交高 40-90 元/吨不等，业内均在等待相关会议消息指引。短线国内尿素行情高位盘整，局部存在窄幅调整。
【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。此外近期尿素政策段博弈加剧，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：上方压制明显

纯碱：
【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1318，1.0%
【基本面信息】
截止到 5 月 12 日，隆众数据显示，本周一纯碱库存 170.07 万吨，环比上周四-0.06 万吨；其中，轻碱库存 82.11 万吨，环比上周四-0.80 万吨，重碱库存 87.96 万吨，环比上周四+0.74 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。日产逐步下滑至 9.3-9.4 万吨。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 1045，1.06%
【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，湖北继续降价。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：底部支撑

【盘面回顾】截至 5 月 12 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘上涨 92 元至 5256 元/吨。夜盘上涨 84 元至 5340 元/吨。
【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6240 元/吨，河北俄针报 5275 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，小级别均线系统向上排列，短线价格重心上移。昨日山东针叶浆意向成交价格区间为 5220-6800 元/吨，低端价格较上一工作日收盘上调 70 元/吨；阔叶浆意向成交价格区间为 4100-4150 元/吨，较上一工作日收盘价格稳定。部分进口针叶浆现货价格随期货盘面上调，但实单跟进相对缓慢；进口阔叶浆贸易商仍以出货为主，现货重心基本稳定。中美经贸协商取得突破性进展，宏观情绪向好使商品环境回暖，纸浆盘面价格波动跟随商品环境。国内纸浆港口库存下降，仓单量持续减少，纸浆基本面下行驱动减弱，价格底部支撑。

烧碱：近端走强

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2545，2.79%
【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：报告数据偏利多

【盘面回顾】中美谈判后外盘收涨，内盘处于弱现实强预期逻辑当中，叠加夜盘公布 USDA 报告供应端延用前期数据，需求调增压榨、调减出口后，库存数据偏利多，预计盘面情绪暂时止跌。

【供需分析】中美和谈后，国内后续四季度大豆进口可能存在买船机会，但从当前榨利情况来看，对美豆所保留关税下远月榨利仍为负，预计买船进度将会偏慢，且本次并未涉及中美双方关于贸易协定内容，预计短期内情绪交易为主。到港方面看，5 月目前 1250 万吨，6 月 1050 万吨。整体看近月供应仍偏充裕。

对于国内豆粕，当前港口与油厂大豆库存继续回升，且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，全国豆粕库存探底回升，现货价格不断下调；从需求端来看，油厂逐渐开机兑现利润，下游基本备货完毕，后续预计以刚需补库节奏提货，物理库存将继续维持低位。

菜粕端来看，现货端菜籽折菜粕叠加华东、华南菜粕库存仍偏高，虽逐渐进入水产备货月，但库存去化幅度仍较艰难。菜粕交割月仓单注册已经来到历史峰值。一方面由于豆粕价格偏低不断挤占菜粕需求，现货负基差背景下注册仓单交割更为合适，另一方面由于前期郑商所扩展对于菜粕交割厂库数量，使得盘面交割月持仓与交割单扩容。上周五传出对于菜粕海关进口管理措施的公告，指出后续进口菜籽更优选择为保税区加工后转出口，进口菜粕、菜油同样转出口更为合适，叠加后续中加关系不确定性，远月多头预期仍偏强。

【后市展望】整体来看，外盘主线逻辑仍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，基本面逻辑将归回于美豆新作种植与后续贸易战谈判情况。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。

【策略观点】M9-1 正套持有。

棉花：中美关税下调

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉冲高回落，小幅收跌，中美关税超预期下调，但 USDA 发布的供需预测报告显示，预期 25/26 年度美棉产量同比略有增加，期末库存同比增加 8.7 万吨至 113.2 万吨，处于偏高水平，棉价反弹动力不足。隔夜郑棉上涨超 1%。

【外棉信息】2025 年 4 月，巴西棉出口量为 23.9 万吨，环比基本持平，同比略减 1.0%，其中主要出口至土耳其，占比为 22%，其次巴基斯坦占比 20%，孟加拉占比 17%，越南占比 16%。

【郑棉信息】“五一”期间南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。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。周末中美双方举行会谈，美国对中国商品 24%的关税在初始的 90 天内暂停实施但保留 10%的加征关税，取消后续加征的 91%关税，有利于中国纺服出口的恢复。
【南华观点】中美关税得到大幅下调，超出市场预期，短期棉价或有所反弹，关注政策实际落地效果，但目前下游的需求淡季或限制郑棉的反弹高度，关注产区天气情况及宏观政策变化。

白糖：维持均势

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周一下跌，受需求拖累，尽管盘中一度走升。
昨日夜盘，郑糖横盘震荡，整体变化不大。
【现货报价】南宁中间商站台报价 6200 元/吨。昆明中间商报价 5940-6060 元/吨。
【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，5 月前两周出口糖 50.71 万吨，日均出口 8.45 万吨，较上年 5 月减少 37%。
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、根据 StoneX 的研究数据，全球糖需求在过去 15 年中，以每个榨季 1.1%的速度增长。因此预计在 2024/25 年度（从 10 月到次年 9 月），全球糖需求将达到 1.78 亿吨（白糖值）或 1.936 亿吨（原糖值）。
4.截止日前，云南不完全统计累计收榨 43 家糖厂，同比减少 4 家，收榨产能 15.34 万吨/日，同比减少 1.68 万吨/日。未收榨 9 家糖厂。
【南华观点】短期糖价继续保持震荡态势，缺乏上升动力。

苹果：炒作熄火

【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 5 月 8 日，全国主产区苹果冷库库存量为 228.86 万吨，环比上周减少万 37.92 吨，去库同比加快，处于近五年低位。
【南华观点】短期市场波动下降，整体维持震荡。

红枣：新季长势良好

【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 3 车，河北崔尔庄市场到货 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 9 日郑商所红枣期货仓单录得 8716 张，较上一交易日增加 152 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，价格或维持低位震荡，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）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。