金融期货早评

人民币汇率：升值叙事的开始？

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.2012，较上一交易日上升 120 个基点，盘初一度升破 7.19 关口，夜盘收报 7.2040。人民币对美元中间价调升 75 个基点，报 7.1991。

【重要资讯】1）国务院关税税则委员会发布公告，自 5 月 14 日 12 时 01 分起，调整对原产于美国的进口商品加征关税措施。其中，国务院关税税则委员会 2025 年第 4 号公告规定的加征关税税率，由 34%调整为 10%，在 90 天内暂停实施 24%的对美加征关税税率；停止实施 2025 年第 5 号、第 6 号公告规定的加征关税措施。2）美国 4 月未季调 CPI 同比上涨 2.3%，连续第三个月低于预期，为自 2021 年 2 月以来的最低水平；核心 CPI 同比持平于 2.8%，符合市场预期。美国总统特朗普利用低于预期的通胀报告再次向美联储主席施压，要求鲍威尔尽快下调利率。交易员继续押注美联储于 9 月首次降息、10 月第二次降息。

【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。因此，在市场乐观情绪下，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，需关注后期关税是否全面取消，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：市场或重回盘整

【市场回顾】昨日股指整体震荡，指数涨跌不一，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.15%。从资金面来看，两市成交额下降 168.85 亿元。期指方面，IF、IH 缩量上涨，IC、IM 缩量下跌，市场量能整体收窄。

【重要资讯】1、国务院关税税则委员会发布公告，自 5 月 14 日 12 时 01 分起，调整对原产于美国的进口商品加征关税措施。其中，国务院关税税则委员会 2025 年第 4 号公告规定的加征关税税率，由 34%调整为 10%，在 90 天内暂停实施 24%的对美加征关税税率；停止实施 2025 年第 5 号、第 6 号公告规定的加征关税措施。2、美国 4 月未季调 CPI 同比上涨 2.3%，连续第三个月低于预期，为自 2021 年 2 月以来的最低水平。

【核心观点】昨日股市高开低走，上行动能不强，短期市场对于关税互降并未表现出明显的乐观，此前我们也有所警示，我们分析认为主要原因：一是前期在国家队支持下，股市收复部分关税带来的下降，且情绪面整体认为国内赢面较大，所以此前未交易过于悲观预期，因而此次关税下降乐观有限；二是虽将 4 月以来的互加关税明显调降，但整体仍将关税上调 10%，存在负面影响；三是后续谈判仍在继续，地缘政治关系后续发展方向仍存在不确定性。今日市场资金回流进以银行为主的高分红行业，一方面是出于避险，另一方面中长期资金入市会偏向高分红行业。此外，降息后，高分红行业收益“更香”了。短期市场预计回归震荡，上行势能不强，继续关注内外因素带来的市场情绪变化及量能变动。

【策略建议】卖出看涨期权。

集运：宏观情绪影响持续，远月存在一定风险

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货近远月合约价格存在一定不同——近月合约高开震荡，远月合约开盘大幅下行，后回归震荡。截至收盘，除 EC2602 和 2604 合约外，其余合约仍均有所上涨，其中，EC2508 合约涨幅超 12%。

【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$913，较同期前值上涨$9，40GP 总报价为$1536，较同期前值上涨$18。5 月 29 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$900，较前一周下降$13，40GP 总报价为$1510，较前一周下降$26。

6 月初，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$1710，较 5 月底上涨$500，40GP 总报价为$2995，较 5 月底上涨$1000。

【重要资讯】：美国总统特朗普 5 月 12 日在白宫表示，如果中国不能在未来 90 天内和美国达成协议，美国对中国产品加征的关税将再次大幅提高，但不会提高到 145%，因为到 145%，中美贸易实际上就脱钩了，没人会买。

【南华观点】：延续此前逻辑，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，此外，6 月初达飞跟进上调欧线现舱报价，使得近月合约仍有所上行。但根据特朗普所说，此后谈判如不顺利，关税仍有可能大幅增长，远月存在一定风险，故昨日远月合约从短期高位回落。对于后市而言，建议暂缓追多，后续期价走势以震荡为主或至高位回落的可能性较大，可继续关注中美谈判的后续结果，以及船司运力调配。

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：窄幅震荡

【行情回顾】周二贵金属市场整体窄幅震荡，黄金呈现止跌迹象，晚间美 CPI 低于预期略微提振贵金属价格，但力度微弱且并未影响美联储降息预期，技术上黄金关注 5 日均线能否收复。周边美指回落，10Y 美债收益率震荡，美股涨跌不一。最终黄金 2506 合约收报 3254.5 美元/盎司，+0.82%；美白银 2507 合约收报于 33.09 美元/盎司，+1.43%。 SHFE 黄金 2508 主力合约收报 767.68 元/克，-1.63%；SHFE 白银 2506 合约收 8245 元/千克，+0.44%。

【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 91.8%，降息 25 个基点的概率为 8.2%；美联储 7 月维持利率不变的概率为 61.4%，累计降息 25 个基点的概率为 35.9%，累计降息 50 个基点的概率为 2.7%；美联储 9 月维持利率

不变的概率 27.3%，累计降息 25 个基点的概率为 50%，累计降息 50 个基点的概率为 21.1%，累计降息 75 个基点的概率为 1.5%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓日减 2.58 吨至 936.51 吨；iShares 白银 ETF 持仓日减 29.7 吨至 13999.75 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 7.2 吨至 932.2 吨；截止 4 月 30 日当周的 SGX 白银库存周减 52.2 吨至 1574.3 吨。

【本周关注】周二晚间公布的美国 4 月未季调核心 CPI 年率为 2.8%，符合市场预期，保持在 2021 年 3 月以来最低水平；美国 4 月季调后核心 CPI 月率为 0.2%，低于市场预期的 0.3%。接下来本周数据主要关注周四晚美零售销售、周五晚美密歇根大学消费者信心指数等数据。事件方面，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】沪铜指数在周二小幅上涨，报收在 7.75 万元每吨，持仓 54 万手，成交 17 万手，上海有色现货贴水 10 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：宏观情绪好转

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 20155 元/吨，环比+0.80%，成交量为 6 万手，伦铝收于 2493.5 美元/吨，环比+0.95%，成交量为 1 万手，氧化铝收于 2886 元/吨，环比+1.69%，成交量为 61 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。

3、北京时间 5 月 13 日 20：30，美国劳工统计局发布了 4 月 CPI 数据。4 月 CPI 同比增长

2.3%，为 2021 年 2 月以来新低，低于 3 月份的 2.4%，也低于经济学家预测的 2.4%。剔除波动较大的食品和能源价格后，4 月核心 CPI 同比升 2.8%，符合市场预期。

【核心逻辑】铝：中美关税和谈结果大幅超预期，宏观情绪好转，4 月美国 CPI 同比增长 2.3%，为 2021 年 2 月以来新低，低于预期和前值，市场降息预期提升，共同推动铝价上涨。但旺季结束，需求走弱预期压制铝上涨幅度，短期铝震荡偏强，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：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: 宏观预期向好，夜盘巨震

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22325 元/吨，环比-0.73%，其中成交量为 170560 手相较昨日减少 59350 手，而持仓量则减少 5995 手至 112035 手。现货端，0#锌锭均价为 22650 元/吨，1#锌锭均价为 22580 元/吨。

【产业表现】今日产业链保持稳定。

【核心逻辑】上一交易日，虽然交易活跃度不及前日，但多空依旧存在较大分歧，盘中空头发力，锌价下探至支撑位，然多头持续抵抗，最终锌价收于昨日结算价，多空双方不输不赢。但是今天的行情很明显验证了昨日的观点，锌价前日的上涨基本只是随着大盘消息面利好，上涨了一些。但是其基本面显然不能为其提供上冲的理由。这也就是为什么多空双方在这两天出现了较大的分歧。但是隔夜，美国 4 月 CPI 出炉，明显低于预期，应该出现的通胀并没有出现。盘面瞬间被多方占据，叠加美元指数走弱，出现了 1.57%的涨幅。可以说锌受海外宏观的影响非常巨大，它是所有金属里面涨幅最大的，但也有可能是因为上周的偏弱运行产生的强力反弹，本次夜盘的异动已经把锌价逼近了其短期的压力位。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。短期内，受库存影响，锌价下方的支撑还是很足的，按照近期的走势，应该很难跌破 22175 元每吨。中长期依旧看跌，空头逻辑的兑现应该还要看库存什么时候出现明显增长。

【南华观点】短期偏弱震荡，长期看跌。

镍，不锈钢：关注关税进一步走势，近期情绪大于实际

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 123860 元/吨，下跌 1.52%。不锈钢主力合约日盘收于 12930 元/吨，上涨 0.51%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 126000 元/吨，升水为 2200 元/吨。SMM 电解镍为 124950 元/吨。进口镍均价调整至 123950 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28115 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 4445.45 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-1.8%。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-9.42%。纯镍上期所库存为 27808 吨，LME 镍库存为 197754 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】
日内盘面回调昨日涨幅，菲律宾扰动是否真正落地在业内仍然持观望态度，部分认为仍有一定炒作情绪。镍铁报价日前止跌企稳，产业负反馈或引来一定转机，后续进一步持续下跌空间有限。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，整体关税走势对不锈钢和镍的实际下游需求影响有限，主要是情绪带动。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。短期预计持续震荡走势。

锡：宏观利好，小幅偏强

【盘面回顾】沪锡指数在周二小幅偏强，报收在 26.2 万元每吨，持仓 5.7 万手，成交 13 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 63220 元/吨，日环比-1.28%
【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：锂盐价格暂稳。今日盘面低位震荡，贸易商报价升水较高，对下游出货不顺，下游对当前市场保持悲观心态，市场成交以刚需采买为主，整体成交较差。
锂矿：锂矿行情较平淡，询报盘较前一日差别不大。海外矿端挺价态度延续，国内贸易商收货难度提升。市场成交冷清，上下游以观望态度为主。CIF6 中国锂辉石精矿报 690-720 美元/吨；国内现货锂辉石品位 3.0-3.5%报 690-720 元/吨度，品位 5.0-5.5%报 910-950 元/吨度；锂云母品位 2.0-2.5%报 570-660 元/吨度。

工业硅&多晶硅：多晶硅消息扰动，工业硅基本面承压

【盘面回顾】SI2506 合约收于 8230 元/吨，日环比下跌 0.60%；PS2506 合约收盘价 38270 元/吨，日环比上涨 0.91%。工业硅通氧 553#（华东）均价 9000 元/吨，日环比下跌 50 元/吨；多晶硅 N 型致密料价格 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，价格平稳。
【产业表现】目前工业硅市场供应整体宽松，临近丰水期，南方未来开工意愿逐渐显现，市场整体成交一般。有机硅方面，下游刚需询盘，市场询价为主；多晶硅市场消息众多，龙头提议收购或联合减产，实际效果有待观察；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，叠加市场消息提振，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。若多晶硅企业达成协议，则对工业硅需求也有一定压制，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：关税压力缩减

【行情回顾】昨夜盘翻红，或因市场传闻 20%的芬太尼关税有望缩减
【信息整理】1. 关税-美国财长：美国将把医药、半导体和其他战略产业带回本土；②印度提议对美部分产品征收反制关税；③特朗普威胁对美国征收关税的国家加征关税；④美国官员：目前贸易谈判桌上出现大约 20-25 份协议，下一项贸易协议将在特朗普归国时宣布。
2. 特朗普言论-在 CPI 报告后再次施压鲍威尔，呼吁降息、直言股市将会大涨、采取措施恢复与叙利亚的正常关系，将终止对叙利亚的制裁、获沙特 6000 亿美元投资承诺、威胁伊朗不达成协议就使其石油出口归零。
3. 美国 4 月未季调 CPI 年率意外降至 2.3%，为 2021 年 2 月以来新低。
4. 中美是否计划讨论美方以芬太尼为由对华征收的特别关税？外交部回应：芬太尼是美国的问题，不是中国的问题，责任在美国自身。
5. 5 月 13 日，钢厂提出节后焦炭首轮降价，计划对湿熄焦炭下调 50 元/吨、干熄焦炭下调 55 元/吨，将于 16 日执行。
【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，后面淡季来临，国内需求面临走弱倾向，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：利多出尽

【盘面信息】铁矿 09 夜盘冲高回落，布林带上轨和前高处有压力。
【信息整理】1.焦炭第一轮提降落地；2. 2025 年 05 月 05 日-05 月 11 日 Mysteel 澳洲巴西铁矿发运总量 2422.5 万吨，环比减少 117.9 万吨。澳洲发运量 1797.2 万吨，环比增加 28.0 万吨，其中澳洲发往中国的量 1593.8 万吨，环比增加 75.4 万吨。巴西发运量 625.2 万吨，环比减少 146.0 万吨。本期全球铁矿石发运总量 3029.0 万吨，环比减少 21.5 万吨
【南华观点】中美经贸会谈超预期，我们提高了铁矿石价格区间的下沿（09 合约下沿从 670 上升至 690），但上方压力仍在，目前只是估值修复（基差修复），不看反转，因为实际关税算上之前的基础关税仍在 50%以上，现实需求改善有限，还是承压的。经贸会谈超

预期也意味着美联储降息延后，中国刺激政策必要性降低。短期宏观算是有点利多出尽，黑色基本面还是承压的概率大一点，只是波动可能缩小了，矛盾没有会谈前的剧烈。价格短期偏震荡，整体价格中枢温和上移。操作上高抛低吸为主，趋势性可能不强。

焦煤焦炭：一轮提降开启

【盘面回顾】周二日盘双焦震荡下跌，夜盘大宗商品情绪好转，双焦飘红

【信息整理】

1. 美国 4 月 CPI 同比增长 2.3%，预期为 2.4%，前值为 2.4%。美国 4 月 CPI 环比增长 0.2%，预期为 0.3% ， 前值为-0.1%。美国 4 月核心 CPI 同比增长 2.8%，预期为 2.8%，前值为 2.8%。美国 4 月核心 CPI 环比增长 0.2%，预期为 0.3%，前值为 0.1%。

2. 国务院关税税则委员会：5 月 14 日 12 时 01 分起调整对美加征关税税率。

3. 13 日部分地区主流钢厂计划对湿熄焦炭价格下调 50 元/吨、干熄焦下调 55 元/吨，2025 年 5 月 16 日零点执行。

【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】

关税谈判缓和提振了整体大宗商品情绪，近期黑色系走势偏强，双焦受制于基本面反弹幅度不大。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，周一开启首轮提降，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。

硅铁&硅锰；宏观情绪支撑

【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，以及中美关税缓和利好宏观环境，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）及助理分析师张泫（F03118257）提供。

南华期货

能化早评

原油：关税缓和提振，油价继续回升

【原油收盘】截至昨日收盘，NYMEX 原油期货 06 合约 63.67 涨 1.72 美元/桶，环比+2.78%;ICE 布油期货 07 合约 66.63 涨 1.67 美元/桶，环比+2.57%。中国 INE 原油期货主力合约 2507 涨 7.8 至 473.4 元/桶，夜盘涨 9.1 至 482.5 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，美国至 5 月 9 日当周 API 原油库存 428.7 万桶，预期-196 万桶，前值-449.4 万桶。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，美国国务院表示，美国对与伊朗相关的航运网络实施新一轮制裁。伊朗非法出售石油为伊朗武器和胡塞武装的袭击提供了资金。将继续对伊朗极限施压。同时特朗普表示，希望与伊朗达成协议。但如果伊朗拒绝橄榄枝，我们将别无选择，只能施加最大压力，将使伊朗石油出口降至零。

【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】: 周二甲醇 09 收于 2321
【现货反馈】: 周二远期部分单边出货，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】: 甲醇走势跟随宏观反弹，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：反弹空间有限

【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（0），华东现货价格为 7200 元/吨（+30），华南现货价格为 7240 元/吨（-10）。
【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】近日聚烯烃成交放量，下游在中美关系缓和中再度出现抢出口的情况，带来较集中的补库。但是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，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】近日聚烯烃成交放量，下游在中美关系缓和中再度出现抢出口的情况，带来较集中的补库。短期来看，下游需求预期转好加之部分全密度装置向 HDPE 转产，短期 PE 供需边际转好，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。

苯乙烯：大厂检修消息扰动，近月涨停

【盘面回顾】EB2506 收于 7550（+230）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6075（-50），苯乙烯现货 7760（+245），主力基差 210（+15）

【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，昨日现货价格稍有回落。

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。昨日午后市场传言恒力裂解装置故障停车，或导致下游苯乙烯提前检修，下午苯乙烯主力合约快速拉涨，近月几个合约先后涨停，短期宏观利好加上大厂装置提前检修加剧苯乙烯近端缺货程度，盘面向上修复，后续行情的演化还是要关注关税下调后是否带来终端新的订单增量。

燃料油：受原油带动，价格坚挺

【盘面回顾】FU07 收于 3006 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 3541 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 3485 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3590 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】：周二尿素 09 收盘 1893
【现货反馈】：周二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。
【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：上方压制显著

纯碱：
【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1291，-2.05%
【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，日产逐步下滑至 9 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 1016，-2.78%
【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：驱动力减弱

【盘面回顾】截至 5 月 13 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘上涨 20 元至 5276 元/吨。夜盘上涨 52 元至 5328 元/吨。
【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6300 元/吨，河北俄针报 5275 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4200 元/吨。
【核心逻辑】昨日纸浆期货 07 主力合约价格冲高回落，持仓量减少，以空头减仓占优。技术上看，日 K 线收阴线实体，上影线相对较长，布林带上下轨收窄，短线价格重心平移。昨日进口木浆现货市场价格整体上行，山东、江浙沪、广东地区进口针叶浆现货部分号牌价格上涨 20-150 元/吨；进口阔叶浆现货市场报价上涨，实际成交延续刚需，山东、江浙沪地区现货市场价格上涨 20-100 元/吨。周度国内纸浆港口库存环比增加，绝对值处于近 5 年同期高位，库存对价格的压力仍在。宏观情绪短期释放，纸浆盘面估值被部分修复，主力合约基差平水，预计短期价格波动减弱，震荡走势为主。

烧碱：震荡为主

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2500，-1.77%
【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，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：弱现实，强预期

【盘面回顾】外盘受美豆油带动收涨，内盘处于弱现实强预期逻辑当中。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，中美和谈后巴西贴水报价近期表现弱势，使得内盘成本支撑不断走弱；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，使得菜粕交割天然空头趋势。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，现货逻辑弱情绪主导盘面，月差与盘面多头逻辑需要等待现货压力释放后再交易。

【策略观点】M9-1 正套持有。

棉花：淡季承压

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅下跌，USDA 对新年度美棉的产量预期偏高。隔夜郑棉小幅收涨。

【外棉信息】据印度商务部数据显示，2 月印度棉花进口量约为 4.9 万吨，环比减少 16.7%，同比增加 394.2%，2 月出口量约为 3.8 万吨，环比减少 7.6%，同比减少 68.7%。

【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，但需关注后续订单实际落地情况。

【南华观点】中美关税得到大幅下调，超出市场预期，但目前下游的需求淡季或限制郑棉的反弹高度，棉价利多驱动仍显不足，或维持低位震荡行情，关注产区天气情况及宏观变化。

白糖：原糖大涨 3%

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二收高近 3%，触及一个月高点，受能源价格上涨，以及巴西产量低于预期推动。

昨日夜盘，郑糖跟随原糖高开，但整体走势弱于外盘。

【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、Unica 数据显示，巴西中南部 4 月下旬甘蔗产量同比下降 49.35%至 1773 万吨，糖产量下降 53.8%至 85.62 万吨，制糖比为 45.27%，低于去年同期的 46.98%。
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】短期郑糖价格跟随外盘，整体走势弱于外盘。

苹果：维持偏弱格局

【期货动态】苹果期货昨日震荡走低，整体震荡偏弱。
【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。从气象预报来看，本周天气将进一步回暖，有利于枣树生长，但下周或迎来一波集体降温，且周初或有短时大风出现，关注后续南疆产区天气变化带来的实际影响。
【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 5 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 13 日郑商所红枣期货仓单录得 8758 张，较上一交易日增加 42 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。