金融期货早评

人民币汇率：前景仍有不确定性

【行情回顾】上周五，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.2037，较上一交易日上涨 95 个基点，夜盘收盘报 7.2103。人民币对美元中间价报 7.1938，较上一交易日调升 25 个基点。
【重要资讯】穆迪将美国评级从 AAA 下调至 AA1，将美国评级展望从负面调整为稳定。穆迪称，评级下调反映政府债务增加；到 2035 年美国联邦债务负担将升至 GDP 的 134%；预计到 2035 年美国联邦政府赤字将达到 GDP 的 9%；随着经济因关税而做出调整，GDP 增长可能会放缓。
【核心逻辑】对于穆迪投资者服务公司宣布将美国主权信用评级由 Aaa 下调至 Aa1，评级展望由"负面"调整为"稳定"，核心动因指向美国联邦政府债务规模及偿债成本的结构性攀升。但在特朗普 2.0 贸易政策与全球去美元化浪潮的叠加作用下，其外溢效应可能超出传统分析框架。美元兑人民币汇率的短期波动需置于"贸易政策预期差"与"地缘政治溢价"的双重透镜下审视，而长期趋势则取决于全球货币体系重构的深度与速度。与此同时，尽管《中美日内瓦经贸会谈联合声明》释放的关税暂停措施形成阶段性政策红利，但需清醒认识到，此次调整本质是“有限和解”而非“完全和解”。在政策带来的市场乐观情绪下，短期内人民币相对于美元或在大多数时间内表现强势。但这仅仅是关税暂缓预期下的推动，较难实现明确的方向性突破。对投资者而言，应建立短期交易性机会与长期风险对冲的双重策略框架，即在享受短期市场情绪修复带来的人民币升值“红利”的同时，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。一旦情绪消耗完毕，人民币或将再次开启双向波动。
【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：上下空间皆有限

【市场回顾】
上周五股指集体收跌，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.91%。从资金面来看，两市成交额回落 1643.32 亿乙元。期指方面，各品种均缩量下跌。
【重要资讯】
1、中国证监会修改《上市公司重大资产重组管理办法》，首次建立简易审核程序、调整发行股份购买资产的监管要求、建立分期支付机制、引入私募基金“反向挂钩”安排，鼓励私募基金参与上市公司并购重组。
今日重点关注：中国 4 月规模以上工业增加值、社会消费品零售、城镇调查失业率，1 月至 4 月城镇固定资产投资、房地产开发投资。
【核心逻辑】
随着中美贸易关系缓和，外围不确定性有所减弱，国内利好政策托底、稳定股市以及国内外流动性宽松的预期较为明确，为指数提供支撑，预计短期下方空间有限，当前指数的驱动以情绪面为主，上行空间也相对有限。本周国内将公布部分四月经济数据，可验证关税政策带来的影响，但在政策托底以及中美关系缓和的情况下，预计市场反应不会太大，因此建议观望为主。
【南华观点】短期观望为主

集运：船司陆续发布 6 月涨价公函，期价至高位回落

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货各月合约价格开盘下行，后偏震荡。截至收盘，EC 各月合约价格均有所回落。
【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$917，较同期前值上涨$4，40GP 总报价为$1541，较同期前值上涨$5。5 月 29 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$962，较同期前值上涨$25，40GP 总报价为$1623，较同期前值上涨$42。
6 月初，ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$3101，较同期前值上涨$720，40GP 总报价为$3237，较同期前值上涨$800。
【重要资讯】：MSC、赫伯罗特、达飞、现代商船、长荣海运等相继宣涨亚欧航线运价至 3000-3300 美金/FEU
【南华观点】：从盘面表现来看，此前宏观情绪带来的利多影响已基本出尽，后续还是要看欧线是否会受影响而抽调部分运力至美线等。主流船司除马士基外基本均宣告了 6 月涨价函，但就当前仍相对偏弱的基本面而言，后续真正落地的可能性还有待商榷。所以总体来看，上周五期价至高位回落。后续期价走势短期偏震荡的可能性相对较大。
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：剧震波动

【盘面回顾】上周 COMEX 贵金属整体金跌银震，其中伦敦金周内最低下探至 3120 附近，为 4 月 10 日来新低。利空面，5 月 12 日，中美两国在日内瓦经贸高层会谈后发布联合公报，宣布达成重要共识，推升市场风险偏好，黄金明显承压回落。 从投资需求维度看，自 4 月下旬以来，全球黄金 ETF 呈现一定获利回吐下的流出迹象，受贸易冲突、地缘冲突以及美联储降息预期降温等因素影响。鲍威尔周四表示将重新评估 2020 版货币政策框架的“关键部分”，长期利率可能走高，“供应冲击”或成新常态；“新美联储通讯社”随后表示，美联储将对利率制定框架调整，承认长期低利率可能已结束。 利多面，周二晚间公布的美国 CPI 略低于预期，缓和通胀担忧并略微改善降息前景。消息面，周五穆迪宣布下调美国主权信用评级从 Aaa 至 Aa1，原因为美国政府债务和利率支付比例增加，穆迪是三家评级巨头中最后一家剥夺美 Aaa 的机构，该消息或加剧周一美国股债汇波动并利多黄金，建议关注。另外，中国 3 月减持美债 189 亦美元至 7654 亿美元，并降至美债第三持有国，前二为日本和英国。
【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周减 19.21 吨至 918.73 吨；iShares 白银 ETF 持仓周减 106.06 吨至 13914.9 吨 。短线基金持仓看，根据截至 5 月 13 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周减 1288 张至 161209 张，其中多头增加 746

张，空头增加 2034 张；白银非商业净多减少 1498 张至 47754 张，其中多头减少 2391 张，空头减少 893 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度减少 7.26 吨至 1210.6 吨，COMEX 白银库存周减 44.1 吨至 15619 吨 ；SHFE 黄金库存维持在 17.24 吨，SHFE 白银库存周减 47.44 吨至 887 吨；上海金交所白银库存（截至 5 月 9 日当周）周减 5.24 吨至 1574.3 吨。

【本周关注】本周数据总体清淡，适当关注美国标普 PMI 数据。事件方面，周一晚 20：45，美联储副主席杰斐逊发表讲话和 FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯将分别发表讲话；22:00 美国总统特朗普先后与俄罗斯总统普京、乌克兰总统泽连斯基和北约各成员国通话。周二 12:30，澳洲联储公布利率决议 。周三 01:00，2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆就经济前景和货币政策发表讲话 ；07:00，2027 年 FOMC 票委博斯蒂克主持会议，2026 年 FOMC 票委哈玛克、2027 年 FOMC 票委戴利发表主旨讲话 。周五 02:00，FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯在货币政策实施研讨会上发表主旨演讲 。另外，周内关注至 5 月 22 日 的 G7 财长和央行行长会议举行。

【南华观点】中长线或偏多，短线仍处于高位震荡，伦敦金阻力 3300，强阻力 3440-3500 区域；支撑 3200，3100，强支撑与 2950-3000 区域；伦敦银支撑 31.6-32 区域，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，但近期或维震荡为主。

铜：震荡偏弱

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周中冲高回落，最终报收在 7.81 元每吨，上海有色现货升水 445 元每吨（主要因为主力期货合约换月）。沪铜库存止跌，回升至 10 万吨以上；LME 库存降低至 17.9 万吨，铜矿港口库存增加至 88 万吨。进阶数据方面，铜现货进口亏损扩大；铜矿现货 TC 继续极端表现，为-43.1 美元每吨；铜铝比大幅回落至 3.87；精废价差扩大至 1667 元每吨，小幅偏高。

【产业表现】据知情人士透露，伦敦金属交易所（LME）讨论设定仓位限制以遏制巨额持仓行为。LME 一直在与市场参与者进行非正式对话，讨论合适的持仓限额水平，其中一种可能的限制方案是，禁止交易员持有超过库存总量的的近月合约。这些讨论发生在英国金融市场监管政策变动之际。根据英国金融行为监管局 (FCA) 今年早些时候发布的一份政策声明，自 2026 年 7 月起，英国大宗商品市场持仓限额的设定责任将从金融行为监管局 (FCA) 转移到各个交易所。知情人士表示，LME 有可能会在正式转交权力前，向市场发布一项关于仓位限制的正式提案。

【核心逻辑】铜价在过去一周的表现充分说明了宏观情绪预期和自身基本面的碰撞。宏观情绪上，中美关税政策的缓和对于铜价是一个提振，同时黄金价格的回落也反映出风险偏好的增加。考虑到情绪对价格的影响有非理性部分，铜价因自身基本面需求存在隐患，冲高回落。展望未来一周，铜价整体仍有望以震荡为主，或小幅偏弱。首先，震荡行情的延续是大概率事件，因为宏观或逐渐走向稳定，国内外的货币政策和财政政策在短时间内都没有大幅调整的可能性。其次，虽然上海有色铜现货升贴水出现异常，但是现货价格的回落还是较为明显的。然后，精废价差些许偏高，或导致铜价小幅下降。最后，需求隐患仍存，短期抢出口对于铜需求的影响在逐渐减弱。

【南华观点】震荡偏弱，周度价格区间 7.62 万-7.78 万元每吨。

铝产业链：矿端风波再起

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 20190 元/吨，环比+0.20%，成交量为 10 万手，伦铝收于 2481.5 美元/吨，环比-0.30%，成交量为 2 万手，氧化铝收于 3141 元/吨，环比+6.73%，成交量为 173 万手。

【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，中期关税和谈结果是否会使企业进行抢出口以及光伏排产情况将决定淡季铝走弱幅度。总的来说铝的持续去库是短期支撑铝价的核心因素，短期或仍维持震荡偏强走势，中期偏空看待。氧化铝：近期氧化铝厂集中检修导致氧化铝现货偏紧，供需短期错配导致氧化铝现货供应偏紧，现货价格反弹叠加持续去库，二者带动期货盘面强势上涨，周五超涨后情绪降温出现明显回调。但当天几内亚政府陆续撤销部分矿山采矿许可证问题进一步升级，Axis 矿区受到影响，主要涉及顺达 1300 万吨预计年产量和中电十局 1000 万吨预计年产量，合计 2300 万吨，约影响后续 800-900 万吨氧化铝产能。考虑到目前国内铝土矿库存处于高位，短期内该事件暂时不会对氧化铝供应造成很大影响，更对的是引爆市场情绪导致盘面拉升。总的来说，矿端干扰刺激市场情绪，现货偏紧叠加去库支撑短期氧化铝价格，但新投产能持续释放且氧化铝利润的修复也会促进停产企业复产，因此我们暂时对氧化铝持短多长空的看法，近期市场多空博弈加剧，盘面受消息影响较大，建议观望为主。

【南华观点】铝：震荡偏强，氧化铝：观望

锌: 热情退却，基本面回归

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22500 元/吨，环比-0.40%。其中成交量为 118189 手相较昨日减少 34196 手，而持仓量则减少 4704 手至 94346 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】本周锌沪伦比值回落至 8.3 附近，锌锭进口窗口关闭。海外来看，中美双方下调关税，对贸易紧张情绪缓解，伦锌不断上行，而美国 4 月零售销售大幅放缓且 PPI 意外下降，市场开始担忧情绪又起，伦锌下行。

【核心逻辑】上一交易日，锌价在经历了前两天消息面冲击导致的剧烈波动后，市场情绪逐渐转冷，其也恢复了基本面定价以及日内的美元指数影响。印证了市场对于锌价的压力位还是保持了共识的，其基本面支撑不足连续上冲。同时由于美元指数稳定，日内锌价的波动也较小。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】短期震荡，长期看跌。

镍&不锈钢：周内多空交织，基本面与宏观博弈渐浓

【盘面回顾】

沪镍主力合约节后整体偏弱运行。5 月 12 日价格收于 126130 元/吨，随后几日偏弱震荡，最终收于 124060 元/吨。不锈钢主力合约周内走势偏强震荡。5 月 12 日价格收于 12890 元/吨，此后几日窄幅震荡，最终收盘于 12965 元/吨。

【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 127125 元/吨，升水幅度为 2100 元/吨。硫酸镍较镍豆溢价扩大到 2675 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润率调整至-3.3%。库存方面，上期所纯镍库存为 27808 吨，LME 镍库存为 199146 吨。304/2B 切边不锈钢出厂价均价为 13300 元/吨。304 不锈钢冷轧利润率下降在-7.29%左右。不锈钢社会库存为 975400 吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至 941.5 元/镍点，镍铁累库至 29554.5 吨。

【核心逻辑】

基本面上周内整体走势偏弱。上周一镍价引来一波上行，主要为菲律宾禁矿扰动情绪影响，周内后续续持续回调，整体偏弱运行。现阶段镍矿供应仍然偏紧，菲律宾和印尼主要矿产区仍受部分降雨影响，产量和装船量不及预期，印尼内贸镍矿基准价较为坚挺，升水持续处于高位，镍矿短期或持续坚挺，下行空间有限。硫酸镍方面支撑有所松动，周内价格稳中偏弱运行，下游对镍盐需求逐渐减少，市场镍盐流通相对有限，短期或呈现供需双弱格局，上下游仍有一定博弈。不锈钢方面镍铁价格持续阴跌，但是跌幅已经有所放缓，预计进一步下跌空间有限。周内不锈钢走势相对偏强，主要受到宏观关税走势缓和影响。不锈钢下游需求担忧有所缓解，并且受到买涨不买跌情绪影响，低价现货资源有所减少并且现货端成交较为良好，周内整体现货有一定挺价探涨情绪。但是目前看来后续进一步上涨空间有限，短期或有一定阴跌回调动作，整体需求的弱势仍将压制上方空间。

宏观方面周内美国 CPI 数据不及预期，随之而来的是美联储降息预期或有一定增加。目前中美关税贸易战已经达成初步协议，走势超预期，近期对关税担忧情绪得到一定缓和。后续持续关注关税贸易走势以及菲律宾禁矿走势。

【南华观点】

周内整体受宏观情绪影响波动较大，基本面方面新能源链路支撑有所松动，叠加前阶段不锈钢镍铁负反馈整体镍产业链基本面或仍然偏软。但是宏观层面各方面情绪带动目前占据主导低位，后续持续关注宏观层面政策数据影响。

预计在【12.1 万-12.9】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小幅上涨，报收在 26.4 万元每吨，上海金属网现货升水 400 元每吨。上期所库存小幅降低至 8417 吨，LME 回升至 2735 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】印尼贸易部公布数据显示，4 月印尼出口精炼锡 4,865.87 吨，同比增长 58%，环比下降 15.8%。年初印尼锡锭出口受到影响，1 月出口显著回落，2-3 月出口逐渐逐渐恢复，4 月锡锭出口小幅回落，处于近两年均值水平。

【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 4 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 25.6 万-26.8 万元每吨。

锂盐市场再现累库迹象，期货持仓突破历史峰值

【行情回顾】LC2507 合约收于 61800 元/吨，周环比下跌 1.94%，期货价格再创新低；持仓量 328741 手，周环比增加 13.24%，持仓量创历史新高。SMM 电碳均价 64500 元/吨，周环比下跌 750 元/吨；工碳均价 62850 元/吨，周环比下跌 750 元/吨。SMM 澳洲锂辉石精矿 CIF 价格 687.5 美元/吨，周环比下降 17.5 美元/吨，2%-2.5%锂云母报价 1360 元/吨，周环比下降 25 元/吨；碳酸锂四料综合升贴水均价升水 325 元/吨，周环比下降 50 元/吨。目前，锂矿报价缓慢下探，碳酸锂成本支撑不断减弱，市场价格持续走弱，整体处于偏弱格局。

【产业表现】1、供应方面：据 SMM 调研数据，碳酸锂样本企业周度产量环比减少 1719 吨，锂辉石、锂云母、盐湖和回收端的产量都有不同幅度的减少，其中锂辉石样本企业周度产量减少最多，达 1115 吨。2、需求方面：下游材料厂样本企业周度产量保持稳定，电芯厂样本企业周度产量环比增加 0.35GWh。3、库存方面：本周碳酸锂样本企业库存

131920 吨，较上周增加 351 吨，重现累库迹象，其中主要原因是冶炼厂库存增加较多。4、进出口方面：3 月碳酸锂进口量 1.8 万吨，环比回升，同比中性偏高。1-3 月累计进口 5.057 万吨，为历年同期最高。整体来看，基本面依旧处于供过于求格局。

【核心逻辑】二季度碳酸锂供应过剩局面不改，供应端压力持续释放，需求端增速难有高增长表现。当下，市场主要矛盾在于锂盐产能出清的压力逐渐向上游矿端传导，矿价的松动将会使锂盐价格成本支撑走弱。因此，需警惕矿价与锂盐价格可能陷入的螺旋式下跌的过程。

【南华观点】基本面偏弱为主，但碳酸锂持仓量达到历史新高，警惕空头获利了结带来的剧烈波动。

工业硅形势不变，多晶硅宽幅震荡

【行情回顾】本周国内商品市场普遍震荡，SI2507 合约收于 8145 元/吨，周环比下跌 0.73%，持仓量 138422 手，环比增加 14408 手；PS2506 合约收盘价 36850 元/吨，日环比下跌 0.68%，持仓量 32702 手，周环比减少 34554 手。工业硅通氧 553#（华东）均价 9100 元/吨，周环比下跌 50 元/吨；多晶硅 N 型致密料均价 38000 元/吨，周环平；有机硅 DMC 报价 11450 元/吨，周环比减少 100 元/吨；铝合金 ADC12 报价 20400 元/吨，周环比增加 100 元/吨。

【产业表现】供给方面，金属硅样本企业周度产量 38621 吨，环比减少 2440 吨，各地区样本企业的周度产量都有不同幅度的减少；多晶硅样本企业周度产量 21400 吨，产量稳定。样本企业周度开工率除四川地区外都有不同程度的减少，其中云南地区开工率环比降低的最多，周度开工率减少 7.39%。需求方面，多晶硅样本企业周度产量环平，度产量稳定；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 80 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 84.66 万吨，周环比减少 1.43 万吨，本周库存降低幅度较大；多晶硅库存 25 万吨，周环比降低 0.7 万吨。

【核心逻辑】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。从数据来看，工业硅产量和库存都有所减少，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停产情况。

中长期来看，多晶硅价格易跌难涨。当前产业内或有产能整合出清计划，若产业内达成产能整合协议，则有望推动多晶硅产业状况改善，有利于多晶硅市场价格低位回升。同时多晶硅若顺利去产能，则将压制上游工业硅远期需求。

【南华观点】工业硅：低位震荡，关注库存消耗情况和停复产情况，基本面拐点目前未到。多晶硅：关注短期 PS2506 合约和 PS2507 合约的切换，短期警惕持仓变化带来的宽幅震荡。

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：强现实尚延续

【行情回顾】震荡盘整
【信息整理】1. 特朗普：将在未来两到三周内对许多国家征收新的关税。
2.美国财长贝森特：美国正将关税讨论集中在 18 个关键伙伴关系上。如果各国不真诚谈判，他们将收到一封包含美国关税税率的信函，税率将是 4 月 2 日的水平。
3.上周末，唐山迁安普方坯资源出厂含税下调 10 元/吨，报 2940 元/吨。
【南华观点】中美关税调降引发美国对华商品抢进口行为，推动钢材下游订单边际改善，冷热卷接单量攀升印证短期需求韧性，但需警惕海外转口贸易潜在转弱风险。今年钢材直接及间接出口需求整体未现预期收缩，当前抢运潮本质是对前期关税冲击下需求缩量预期的修正，而非新增外需驱动。然而国内需求正逐渐步入季节性淡季，叠加现行关税成本抬升对需求形成潜在约束，抢出口或存在透支效应，海外钢材终端总消费未现增量或导致进口价格回升乏力，而国内出口依赖以价换量策略，叠加人民币汇率升值，出口价格对国内钢价的压制效应进一步凸显。短期内，尽管钢厂利润尚可支撑铁水高位运行，强现实逻辑仍对钢价底部形成托举，但海外价格压制及内需季节性转弱或限制反弹空间，或呈现震荡盘整。中长期看，原料端宽松压力持续，出口韧性仅延缓而未扭转供强需弱格局。关注螺纹 10 合约上方 3150-3200 附近阻力，热卷 10 合约 3300-3350 附近压力。

铁矿石：宏观利多出尽，基本面上下有杰

【南华观点】短期铁矿石价格在中美经贸谈判超预期的情况下反弹。目前反弹基本已经修复了前期走强的基差，基差已经修复到 4.2 之前的状态。估值继续抬升还需要基本面/宏观的超预期的驱动。
首先是铁矿石的基本面，目前是供稳需强的阶段。供应端，铁矿石供应没有快速起来，供应同比缺口仍维持在 700 万吨附近，短期现货是有点偏紧的，铁矿石港口库存也一直没有趋势性的累起来。需求端，前期比较好的钢厂接单在兑现，钢厂现货利润整体稳住，没有下滑。终端钢材基本面尚可，库存继续去化，需求有支撑，产量不高。铁水预计在六月前维持在 240 万吨以上。目前的需求现实强是已经 price in 了的，接下来需要关注 90 天缓和期内抢出口的强度和淡季的内需情况。
然后是宏观层面，中美经贸谈判超预期的情况使得宏观上有利多出尽的状况。不太可能出现比当前情况更好的情况了，只能会出现反复。关税出清后，国内经济刺激的必要性也大幅下降。美联储降息预期从 6 月延迟至 9 月，国内降息和经济刺激的空间也受到了掣肘。因此后面宏观上将进入一个平稳的阶段，行情交易权重更多会落实在基本面上。
因此，预计铁矿石价格短期偏震荡，上方有淡季需求制约，上方有高铁水补库支撑，价格中枢可能整体略上移，低点和高点更高，但进一步向上强势突破还是需要需求/宏观超预期的驱动。波动率预计下降。

焦煤焦炭：强现实能维持多久？

【盘面回顾】上周双焦宽幅震荡，前半周表现较强，但整体价格重心仍在下移。现货成交偏差，海煤价格维稳，蒙煤和国产焦煤价格阴跌，焦炭一轮提降于上周五落地，双焦基差小幅收缩，9-1 月差走弱。
【产业表现】
焦煤：因销售不畅造成顶库，部分国内矿山有减产动作，但下游进入提降周期，焦化厂对后市谨慎，原料补库积极性不高，矿山原煤、精煤库存压力攀升。进口方面，口岸通关车数维持高位，监管区库存堆积，海煤到港压力不大，港口延续去库。
焦炭：焦化开启提降周期，一轮提降落地后，部分地区焦化利润承压，但尚未触及减产临界点，短期内焦炭产量以稳为主。钢厂盈利率保持扩张，铁水产量高位维稳，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，焦炭成本支撑有所松动。
【南华观点】
关税谈判缓和对黑色情绪的利好已被计价，受制于较弱的基本面，双焦盘面较为冷静，短暂反弹后转跌。近期钢厂盈利率良好，钢厂选择此时对焦炭提降，本质上体现了钢材远月接单压力和钢厂对后市需求的担忧。二季度仍有 2-3 轮提降预期，焦炭盘面上涨阻力较大。焦煤在强现实需求背景下，上游矿山环节仍在持续累库，建议作为黑色空配。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：低位震荡，关注矿端扰动

【核心逻辑】成本端动力煤港口库存高位累库，煤炭系继续弱势，铁合金电价成本端有继续下降的空间；锰矿端存在扰动消息，锰矿商报价坚挺，澳矿环比上周+6.4%；短期内硅铁成本支撑减弱，锰硅存在成本支撑。供应端硅铁和锰硅产量继续下降，硅铁产量减产加速，主要原因在于宁夏主产区部分检修停产，宁夏产区硅铁利润并未出现明显恶化，宁夏主产区产量比-38.64%，总产量环比-9.08%。硅锰产量继续下降，环比上周-5.39%，处历史同期最低水平，也创逾一年来新低。需求端钢厂利润较好，高铁水对硅铁和硅锰需求形成一定的支撑，但另一方面去库速度缓慢，限制钢厂进一步生产空间，硅铁和硅锰增长空间有限；长期来看，房地产市场低迷，黑色整体板块回落，市场对钢铁终端需求增长存疑，硅锰需求相对疲弱。库存端硅铁厂库有去库现象，但整体库存处于高位，硅锰厂库持续增加，整体库存也处于高位，高库存对价格形成较大的下行压力。
【南华观点】硅铁上周减产明显，盘面有所反弹，但总库存的持续累库和需求难以有显著增长，以及成本端存在继续下跌的可能性，整体估值缺乏向上的动力，预计价格重心维持低位震荡。硅锰盘面有所上涨，市场信心稍有恢复，但整体仍处于震荡格局。锰矿成本端挺价情绪对价格有支撑，但需求端疲软及高库存限制价格上行，多空博弈激烈，预计短期内硅锰市场或维持窄幅盘整运行，重点关注下游需求恢复、供应端变化、锰矿发运价格表现。

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。

能化早评

原油：油价小幅回升

【原油收盘】截至 5 月 16 日收盘，2025 年 6 月 WTI 涨 0.87 报 62.49 美元/桶，涨幅 1.41%；2025 年 7 月布伦特原油涨 0.88 报 65.41 美元/桶，涨幅 1.36%。中国原油期货 SC 主力 2507 收跌 10.6 元/桶，至 461.1 元/桶。
【市场动态】从消息层面来看，一是，据 NBC 新闻报道，伊朗最高领袖高级顾问 Ali Shamkhani 表示，伊朗准备在特定条件下与特朗普签署核协议，以换取解除经济制裁，随后伊朗表示，伊朗尚未收到任何关于解决核争端未决分歧的美国最新提议。只有美国“可验证且有效地”解除制裁，伊朗才会将高浓缩铀运往国外。二是，欧佩克月报维持 2025 年全球原油需求增速为 130 万桶/日。IEA 月报：将 2025 年平均石油需求增长预测上调 2 万桶/

日，至 74 万桶/日，原因是国内生产总值增长预期上调以及油价下跌。三是，5 月 9 日当周，EIA 商业原油库存+345.4 万桶，战略原油库存+52.8 万桶，原油产量+2 万桶/天至 1338.7 万桶，炼油厂开工率+1.2%至 90.2%，汽油库存-102.2 万桶，精炼油库存-315.5 万桶，取暖油库存+29.2 万桶；四是，据消息人士和路透计算，哈萨克斯坦 4 月石油产量较 3 月下降了 3%，为 182 万桶/日，仍高于欧佩克+的配额。今年 4 月，欧佩克+成员国谨慎地开始了人们期待已久的石油增产计划，此前该组织计划在未来几个月更快地提高产量。欧佩克月报显示，同意增加供应的八个国家上个月总共只增加了 2.5 万桶/日，远低于计划的 13.8 万桶/日。

【南华观点】宏观：中美关税谈判落地，市场对美国关税带来担忧缓和，美国通胀回落，降息预期增加。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，不过从 4 月份 OPEC 产量来看，仅小幅增加并未达到目标产量。在需求端，短期随着消费旺季来临，需求或有提振，本月 OPEC 对需求的预期稳定，IEA 小幅上调需求预期，对需求端的忧虑略有缓和。在库存端，美国库存回升，欧洲库存回升，亚洲库存下降，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，油价反弹驱动疲软。

PTA-PX：供需良好，PXN 持续走扩，关注 TA 加工费做缩机会

【PTA 观点】本周 PTA 负荷提高至 76.9%，主要嘉通 300 万吨恢复，威联 250 万吨提负，下周虹港等计划重启，总体负荷有提升预期。下游聚酯厂本周开工继续爬升至 95.3%，但频繁有减产传闻传出，在利润好转及库存压力不是很大的影响下对实际聚酯聚合开工的后续影响仍有待管观察，下游加弹开工从 71%回升至 80%、织机从 54%回升至 68%，总下游虽然在关税缓解的倾向下不能抱有太大的好转，但多多少少略微有点提振，供需上虽然总体来看 PTA 仍有点去库，但到了同比拐点，PTA 正套可以适当减仓，PTA 的加工费 400 上下，前期低多调整为 400 以上做缩。

【PX 观点】本周 PX 装置变动较多，部分装置提负荷，但也有部分装置检修，中金 160 万吨降负荷至 6 成，盛虹 400 万吨装置负荷下降至 5-6 成，PXN 较前期预期走强较多至 280 附近，幅度小幅超预期，主要源于本周供应继续收缩，下周来看，随着 PTA 装置负荷的提高，总体 PX 供需仍在较好水平，近月供应显得紧张，库存持续去库有点吃紧，暂时仍估计维持强势，PXN 走到 PX 的供应回来再观察，PX-MX 回升至 120+，理论有供应回来的动力，但歧化环节的利润仍不佳，估计供应回归仍旧要等待，总体 PXN 仍逢低扩思路。

MEG-瓶片：长丝库存压力大幅缓解，EG 逢低布多

【库存】华东港口库至 75.1 万吨，环比上期减少 3.9 万吨。

【装置】恒力 180w 近日临时停车，预计持续一个月以上；盛虹炼化 190w 近期降负运行；红四方 30w 近期停车检修，预计时长 30-40 天附近；美锦 30w 近日停车检修，预计时长 7-10 天。

【观点】

近期 EG 价格在供应端收缩与宏观情绪回暖叠加下大幅走强。基本面方面，供应端意外与计划内检修均有，总负荷下调 60.51%（-8.48%）；其中，乙烯制方面恒力 180w 意外停车，盛虹炼化意外降负；煤制方面红四方与美锦计划内检修，煤制负荷降至 60.04%（-6.71%）。效益方面，原料端动力煤价格继续走弱，在现货价格大幅走强带动下，各路线利润均大幅修复；比价方面，EO 价格季节性走弱，EG 走势偏强下经济性好于 EO，后续关注转产 EO

装置回切可能。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 3 万吨左右。需求端，聚酯负荷继续上调至 95%（+0.8%），长丝短纤瓶片均有装置重启。受终端订单好转与备货情绪回暖带动，长丝短纤库存均有不同幅度去化，长丝产品更是去化至低位水平。前期原料价格大幅走强，聚酯环节跟涨乏力，各产品效益均有较大幅度压缩，但本周随减产信号与挺价意愿释放之后，长丝加工费有较大幅度修复，后续在当前低位库存下，仍有较大修复预期。终端而言，织机与纱厂负荷继续小幅上调，订单有较大改善，坯布库存同样存在较大幅度去化，边际存在较大好转。

总体而言，在中美互降关税之后，对美订单恢复，终端订单有较大幅度好转，存在一定抢出口迹象。需求回暖与供应收缩叠加下，EG 近端预期维持偏强态势，虽然聚酯环节近期释放一定减产信号，但实际兑现力度与时间存疑，难改近端聚酯需求强势格局。操作上关注乙二醇逢低布多机会，也可通过卖近月看跌期权来表达。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：略偏空看待

【盘面动态】: 周五甲醇 09 收于 2293

【现货反馈】: 周五远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 09+65

【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】: 盘面受中美缓和情绪影响上涨，后下跌回归基本面。整体自身驱动偏向下，本周甲醇基差明显走弱，走弱幅度在 80-90 之间，主要原因在于伊朗发运略超预期，由于 5 月下开始前期伊朗的装船开始集中到港，5 下港口累库将提速，港口持货意愿明显下降，之前强现货弱预期的结构开始改变。内地来看，虽然近期盘面与基差波动较大，但内地价格周内波动不大，基本维持偏强状态，因此虽然内地表现偏强，但是港口到港宽松后，倒流可以压制内地上边际。此外本周中原乙烯 mto 利润问题计划降负荷，综上甲醇 09 合约绝对价值在 2100-2300 较为合理，目前绝对价值略偏空看待。

PP：短期反弹后或将回归弱势

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7093（-68）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7180 元/吨（-20），华东现货价格为 7180 元/吨（-60），华南现货价格为 7250 元/吨（-40）。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 76.55%（-3.19%）。本周 PP 装置检修量再度回升，开工率下滑。由于目前 PP 仍处于装置集中检修期，供给压力阶段性化解。预计检修期将至 6 月。而后叠加裕龙石化预计在 6 月投产，PP 供给将在从检修期中回升的同时出现进一步增量。需求端，本期下游平均开工率为 49.83%（+0.33%）。其中，BOPP 开工率为 59.93%（+2.29%），CPP 开工率为 50%（-0.5%），无纺布开工率为 37.35%（-0.38%），塑编开工率为 45.3%（+0.5%）。本周在中美关系缓和下，出口重新放开，BOPP 行业情况随之转好，订单增量明显，带来开工率的回升。

库存方面，PP 总库存环比下降 6.51%。上游库存中，两油库存环比下降 10.92%，煤化工库存下降 6.26%，地方炼厂库存下降 15.24%。中游库存中，贸易商库存环比上升 11.28%，港

口库存下降 3.21%。
【观点】PP 供给短期因装置集中检修有所减量，但考虑到 PP 检修季预计仅维持至 6 月且年中有多套新装置计划投产，PP 供给压力或将再度回升。而需求端，因中美关系缓和，美国对华关税的实施将延期 90 天，抢出口的情况再现，使得下游补库情绪较高，带动 PP 需求回升。而需注意 7-8 月为 PP 下游订单的传统淡季叠加今年内需持续疲软，预计总体需求上升空间有限。综合来看，PP 短期反弹后或将重回弱势格局。

PE：短期基本面转好，但上行空间有限

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7236（-62）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7300 元/吨（-50），华东现货价格为 7400 元/吨（-50），华南现货价格为 7600 元/吨（0）。
【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 79.52%（-4.55%）。本周开工率下滑较多，装置检修量显著增加。由于 PE 装置集中进入季节性检修，供给量有所收缩。从检修计划看，集中检修期预计持续至 7 月。需求端，本期下游平均开工率为 39.26%（+0.57%）。其中，农膜开工率为 16.69%（-2.75%），包装膜开工率为 48.7%（+1.11%），管材开工率为 32.17%（0）。库存方面，PE 总库存环比下降 3.5%，其中上游石化库存环比下降 6%，煤化工库存下降 14%，贸易商库存下降 8%。本周上游、中游库存均有所去化，但从绝对水平看，LLDPE 和 LDPE 中游仍存在一定库存压力。
【观点】PE 短期呈现供减需增趋势。供给端，PE 装置进入集中检修季，供给有所收缩。并且由于先前 HDPE-LLDPE 价差回升明显，部分工厂计划转产，预计带来 LLDPE 供给的边际减量。需求端，由于美国对华关税的实施将延期 90 天，下游抢出口的情况再度出现，带来较集中的补库，现货成交量大幅上升。但是从中长期来看，由于 PE 今年供给增速过快，加之国内需求持续弱于往年，并且若 90 天后关税回归 54%，下游仍将面临较多出口压力，PE 中长期偏弱的格局较难扭转。

PVC:底部震荡延续

供应：本周开工率下滑较多，根据目前检修计划来看，当下基本就是这轮检修开工率最低点，目前预期 5 月的产量将在 200 万吨附近，后续逐步提升。
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：本周继续维持大幅去库，华东大约去库 2.85 万吨，华南小幅累库，厂库库存则有一定幅度的去化，待发明显走强，总库存去化，绝对值位置仍然较高。
价格（基差）：本周 PVC 价格波动较大，低位成交有小幅放量，基差变化不大。
策略观点：近期交易比较难，整体化工板块受宏观影响较大，PVC 在其中也曾一度有过明显反弹，但是后续回落明显，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新投产和检修，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：多重利好助推，盘面大幅反弹

【盘面回顾】EB2506 收于 7661（-78）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 6150（-95），苯乙烯现货 7915（-90），主力基差 254（-12）
【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 15 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 21.26 万吨，较上一周期减少 1.89 万吨，环比减少 8.17%。
【南华观点】
纯苯：供应端本周多套装置降负或停车，石油苯、加氢苯开工率均有所下滑。五大下游开工涨跌互显，总体对纯苯需求有所减少。本周纯苯供需双减，周度供需差扩大。华东港口库存小幅波动。绝对价格上本周受宏观利好以及苯乙烯价格带动，纯苯价格大幅反弹，但由于需求支撑不足反弹后价格有所回落，周五纯苯华东市场价回落至 6170 元/吨。当前纯苯自身供增需减预期不变，基本面持续偏弱。后续重点关注关税下调后纯苯下游终端需求是否有所好转，以及美国调油需求是否好转，其歧化装置停车减产是否会分流我国纯苯进口货源，导致我国纯苯市场的供应减量。
苯乙烯：本周恒力苯乙烯装置计划外检修，但有在产装置负荷提升，导致本周产出整体损失并不明显，明显的供应减量或在下周体现。需求端，本周受关税超预期下降的利好刺激，下游 3S 出货阶段性好转，成交放量，数据上看 3S 库存不同程度去化，综合库存明显下降但仍处于高位。绝对价格上由于计划外减产使苯乙烯现货流动性收紧，当前 5 下纸货处于交割期、06 合约即将进入交割月，短时苯乙烯价格有支撑，但下游 3S 涨价动力不足，从市场上了解到的情况是目前终端订单暂无明显的起色，因此购买原料的积极性有限。经过本轮涨价，苯乙烯估值得到修复，后续价格走势要看终端的表现，若无新增订单支撑需求，中长期价格依然是受纯苯拖累向下运行。

燃料油：依然坚挺

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，FU07 报价 3008 美元/吨，升水新加坡-0.4 美元/吨
【产业表现】供给端：进入 5 月份，俄罗斯高硫出口-38 万吨，伊朗高硫出口-56 万吨，伊拉克-13 万吨，墨西哥出口-18 万吨，委内瑞拉-23 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，5 月份中国-16 万吨，印度+26 万吨，美国+27 万吨，进料需求环比增强，在发电需求方面，有小幅提振。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，印度和美国进口增加，中国进口小幅缩量，整体进料需求环比好转，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：裂解高位回落

【盘面回顾】截止夜盘收盘，LU07 报价 3577 元/吨，升水新加坡 16.1 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-21 万吨，日韩进口+27 万吨，新

加坡-77 万吨，马来西亚进口-21 万吨，进入 5 月份，中国进口依然维持在低位，新加坡进口增加；库存端，新加坡库存-193 万桶；ARA-6 万吨，舟山-4 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，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，但低硫尚无趋势性走强基础，强势难以长期维持

沥青：跟随成本波动

【盘面回顾】BU06 收于 3507 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3615 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-1.8%至 34.2%，华东+17.4%至 41.7%，中国沥青总的开工率+5.6%至 34.4%，山东沥青产量-0.9 至 17.7 万吨，中国产量+9.6 万吨至 58.4 万吨。需求端，中国沥青出货量+1.65 万吨至 24.48 万吨，山东出货-1.7 万吨至 6.51 万吨；

库存端，山东社会库存-0.2 万吨至 13.3 万吨和山东炼厂库存-0.1 万吨为 18 万吨，中国社会库存-1 万吨至 52.5 万吨，中国企业库存+3.4 万吨至 56.2 万吨。

【南华观点】供给端，随着部分检修结束高利润是的本周开工率提升较快，需求端从 4 月中旬开始一直维持较强的增量，库存环比小幅增加，整体来看依然维持近几年的低位，库消比增加，存量库存压力不大，基差走弱裂解价差高位震荡，库存结构上看厂库累库社库去库，贸易商投机度有所减弱。综合来看近端矛盾不明显，预计跟随原油波动为主。短期面临的问题依然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，中长期来看，今年整体格局依然比较健康，中长期看十四五最后一年带来的需求端的增量预期仍然存在，旺季表现仍然可期，因此建议回落后继续关注低多机会

尿素：震荡

【盘面动态】：周五尿素 09 收盘 1877

【现货反馈】：周末国内尿素行情整理运行，多数工厂价格继续稳定，市场价格松动 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒 1820-1860 元/吨。相关部门对国内价格强监管，阶段性尿素出厂高价或已被设定，目前市场价格已降至与工厂价格基本一致。短线国内尿素行情继续整理，局部市场或继续走弱，关注盘面情绪。

【库存】：截至 2025 年 5 月 15 日，中国尿素企业总库存量 81.72 万吨，环比-24.84 万吨，中国主要港口尿素库存统计 16.3 万吨，环比+3 万吨。

【南华观点】：预计尿素价格短期呈现震荡运行的格局。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，国内内需后面仍有备肥。此外，近期尿素政策段博弈加剧，出口落地但政策处于制定阶段，后续会更加清晰。国内下游终端对高价抵触，但工厂、贸易商惜售，交割区货源偏紧张，工厂待发较多，中游库存中性偏高。尿素基本面预期较好，整体偏强。叠加后续可能有集港动作，尿素基本面预期较好，整体偏强。政策管控现货严格，市场化定价权影响小。短期预计现货窄幅波动。综上，尿素处在管控状态之下，09 合约预计震荡。

玻璃纯碱：基本面偏弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1289，-3.08%

【基本面信息】

截止到 5 月 15 日，本周纯碱库存 171.20 吨，环比周一+1.13 万吨，环比上周四+1.07 万吨；其中，轻碱库存 82.87 万吨，环比周一+0.76 万吨，环比上周四-0.04 万吨，重碱库存 88.33 万吨，环比周一+0.37 万吨，环比上周四+1.11 万吨。

【南华观点】

5 月开始纯碱厂家检修逐步兑现，但由于部分厂家检修时间有所缩短传闻，检修有点不及预期。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，且随着成本下移产业链利润尚存。此外，纯碱价格持续下破的动力还需要碱厂进一步降价。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 1005，-2.99%

【基本面信息】

截止到 20250515，全国浮法玻璃样本企业总库存 6808.2 万重箱，环比+52.2 万重箱，环比+0.77%，同比+14.45%。折库存天数 31 天，较上期+0.2 天。

【南华观点】

周末沙河小板火爆，带动产销，但外围地区现货维持偏弱，未见好转。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，继续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。虽然玻璃估值处于相对低位，但短期基本面和成本支撑较弱。

烧碱：上下有限，震荡对待

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2535，-1.25%

【基本面信息】

截止到 5 月 15 日，据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 25.6 万吨（折百），环比上周增加 2.77%，同比增加 5.97%。本周华东、华北、西南地区液碱库存均有增长，氧化铝开工积极性欠佳，对液碱采购情绪一般，非铝下游多按需采购，企业出货不畅，库存升温。西北地区液碱市场受片碱利好支撑，厂家出货压力不大，企业库存水平下降；华中地区有部分氯碱企业开工负荷不满出后压力不大；东北地区下游接货情绪积极，企业库存压力再度缓解。

【南华观点】

目前山东库存水平比较低，叠加后续 2 周检修较多，短期看不到明显压力，且魏桥库存也比较低，近期持续涨价，未来即使装置回归，也可以通过增发的方式缓解，整体现货也看不到特别大的矛盾，需求整体刚需维持，抢出口预期下至少短期环比走弱的概率比较低，且后续还有魏桥新线投产，暂时看不到下跌驱动。偏震荡对待。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）、张博（Z0021070）、寿佳露（Z0020569）、戴一帆（Z0015428）、胡紫阳（Z0018822）提供。

农产品早评

生猪：破位下行

【期货动态】LH2509 收于 13660，跌幅 0.87%
【现货报价】昨日全国生猪均价 14.52 元/公斤，较昨日-0.06 元/公斤，其中河南、湖南、辽宁、四川、广东五省生猪均价分别为 14.82、14.24、14.42、14.27、14.9 元/公斤，分别-0.04、+0.00、+0.00、-0.1、-0.14 元/公斤
【现货分析】
1.供应端：国内生猪出栏均重依然高企，近期猪价波动有限，规场未有明显降重出猪操作。中小场来看，南方标肥价差仍存，养殖户多意向出栏大体重猪源。
2.需求端：终端需求下降，白条走货速度欠佳，屠宰厂开工率下降。
3.从现货来看：北方二育利润转负后，山东也迎来转负，全国出栏均重增速也开始放缓出现僵持，二育销售数据占比也有下滑，都反映出当下二育行为有所降温，而一降温原本稳定的猪价就出现松动，有摇摇欲坠的表现，从本周的调研来看，端午的需求其实已经提前启动（屠宰猪肉），所以本质还是供应偏多。
【南华观点】
破位下行，易跌难涨。

油料：等待新驱动

【盘面回顾】外盘受美豆油影响较大，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：关税下调刺激出口

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 0.5%，美棉 25/26 年度累计出口签约量持续偏低。上周五郑棉小幅下跌。

【外棉信息】巴西国家商品供应公司（CONAB）将新年度巴西棉种植面积预期上调至 208.4 万公顷，同比增加 7.2%，单产预期上调至 124.9 公斤/亩，同比减少 1.6%，总产预期上调至 390.5 万吨，同比增加 5.5%。

【郑棉信息】新年度新疆在目标价格补贴政策的支持下，农户植棉积极性较好，前期遭遇大风沙尘天气的地区进行了及时的补种，天气影响有限，全疆植棉面积有所增加，目前新棉陆续进入真叶期，整体生长情况良好，预计本周新疆将有小幅降温，周初阿克苏地区附近仍有大风天气，关注天气变动带来的实际影响。目前下游处于传统的消费淡季，近日在关税下调下，新增订单略有增加，但布厂成品仍呈小幅累库，由关税下调所带来的新增出口订单预期仍有待进一步下放。

【南华观点】中美关税超预期下调，促进出口订单的增加，棉价随之反弹，关注上方 13500-13700 附近压力情况，若订单持续性欠佳，郑棉反弹高度或受限，在需求淡季下仍承压运行，关注产区天气及宏观变化。

白糖：跟随外盘

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五下跌，巴西甘蔗开局缓慢，预计收割进度很快回升限制原糖价格上升。

昨日夜盘，郑糖跟随原糖低开，整体仍处于 5800 一带波动。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6170 元/吨。昆明中间商报价 5960 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、印度季风可能在 5 月底登陆卡邦，比通常 6 月初来的早，该邦降雨量可能高于正常水平。

3、ISMA 表示，在印度南部各邦，由于 2024 年有利的西南季风，甘蔗种植有了显着改善，预计将于 2025 年 10 月将及时开榨。

4.截止日前，云南不完全统计累计收榨 46 家糖厂，同比减少 4 家，收榨产能 16.68 万吨/日，同比减少 0.85 万吨/日。

【南华观点】短期郑糖价格跟随外盘，整体走势弱于外盘。

苹果：震荡偏弱

【期货动态】苹果期货周五震荡回弹，整体震荡偏弱。

【现货价格】新晚富士栖霞 80#一二级片红 3.9 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 4.1 元/斤，白水 70#以上客商统货 3.8 元/斤，静宁 75#以上半商品 5.05 元/斤。

【现货动态】客商多数调前期包装好的货源发货为主。山东冷库交易平淡，客商拿货积极性一般，果农顺价出货，行情稳定，陕西存货商惜售，甘肃成果农货交易基本结束。

【库存分析】钢联数据显示，截至 2025 年 5 月 14 日，全国主产区苹果冷库库存量为 195.10 万吨，环比上周减少 33.76 万吨，库存低位。

【南华观点】短期市场波动下降，整体维持震荡偏弱格局。

红枣：关注新季生长

【产区动态】随着天气回暖，南疆灰枣枣树开始陆续进入花期，目前生长情况良好。从气

象预报来看，本周周初新疆气温或有小幅下降，且阿克苏地区附近或有短时大风出现，关注产区天气变化带来的实际影响。

【销区动态】上周五广州如意坊市场到货 4 车，河北崔尔庄市场到货近 20 车，目前端午逐渐临近，下游客商已有陆续备货，现货价格暂稳。

【库存动态】5 月 16 日郑商所红枣期货仓单录得 8893 张，较上一交易日增加 31 张。据统计，截至 5 月 15 日，36 家样本点物理库存在 10588 吨，周环比减少 92 吨，同比增加 59.22%。

【南华观点】当前产区天气未有明显异动，短期下游销区供应充足，端午备货未见明显的集中放量，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**）、戴鸿绪（**Z0021819**）、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。