

金融期货早评

人民币汇率：100 附近焦灼

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.2065，较上一交易日上涨 142 个基点，夜盘收报 7.2031。人民币对美元中间价报 7.1937，调贬 6 个基点。

【重要资讯】旧金山联储主席戴利称，切勿在不必要的情况下突然或迅速行动。克利夫兰联储主席哈玛克指出，官员们在未来几个月仍需要掌握“大量”信息。

【核心逻辑】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”，与此同时内部基本盘显示 4 月份我国经济顶住压力稳定增长。因此，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：短期预计区间震荡为主

【市场回顾】

昨日股指涨跌不一，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.47%。从资金面来看，两市成交额小幅上涨 37.64 亿元。期指方面，IF 放量上涨，IH、IC 缩量上涨、IM 缩量下跌。

【重要资讯】

1、美国新预算法案引发交易员对赤字的担忧，美债拍卖结果不佳，美国股债汇三杀。

【核心逻辑】

昨日股指涨跌不一，表现出明显的结构性行情。短期信息面变化不多，一方面随着中美贸易关系缓和，外围不确定性有所减弱，加上国内稳定股市预期的政策持续出台，指数底部支撑较强，下方空间有限，另一方面外部风险仍存变数，市场情绪偏谨慎，短期预计区间震荡为主。

【南华观点】短期预计区间震荡

集运：欧盟考虑小额包裹征收费用，马士基 6 月初部分航线报价相对较低

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格先上行，后震荡回落。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 29 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1010，40GP 总报价为\$1709，与同期前值持平。5 月底和 6 月初，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1835，较同期前值上涨\$625，40GP 总报价为\$3245，较同期前值上涨\$1100。长荣海运上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价分别为\$1505 和\$2305，较同期前值分别上涨\$200 和\$350，40GP 总报价分别为\$2160 和\$3260，均与同期前值持平。

【重要资讯】：据英国《金融时报》报道，欧盟也正在考虑对进入欧盟的小额包裹征收固定

费用。法国已在推动对此类包裹增加费用，英国也在考虑采取类似举措。

【南华观点】：昨日期价的下行，一方面应来自于欧盟考虑对进入欧盟的小额包裹征收固定费用，这无疑将直接不利于欧线需求，进而不利于未来欧线运价走势；另一方面，马士基上海至伦敦港（非 SCFIS 考虑的基本港）开舱报价为 1200 美元/TEU 和 2000 美元/FEU，与其余船公司普涨的情况有所不同，在一定程度上可以说从现价角度利空期价走势。对于后市而言，期价维持震荡或震荡下行的可能性相对较大。

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：震荡回升 中长期维持看涨

【行情回顾】周三贵金属价格延续回升，美国新预算法案引发交易员对赤字的担忧，美债拍卖结果不佳，美国市场股债汇三杀，欧洲股市则震荡。最终黄金 2506 合约收报 3316.6 美元/盎司，+0.97%；白银 2507 合约收报于 33.575 美元/盎司，+1.21%。SHFE 黄金 2508 主力合约收报 778.78 元/克，+2.98%；SHFE 白银 2506 合约收 8272 元/千克，+2.04%。

【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 94.6%，降息 25 个基点的概率为 5.4%；美联储 7 月维持利率不变的概率为 73.1%，累计降息 25 个基点的概率为 25.7%，累计降息 50 个基点的概率为 1.2%；美联储 9 月维持利率不变的概率 33.1%，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 14.6%，累计降息 75 个基点的概率为 0.7%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓日减 1.72 吨至 919.88 吨；iShares 白银 ETF 持仓维持在 14054.9 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 11.6 吨至 940.8 吨；截止 5 月 16 日当周的 SGX 白银库存周减 91.8 吨至 1482.5 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，伦敦金阻力上移至 3440-3500 区域；支撑分布密集，分别在 3300，3200，3150，3100，强支撑于 2950-3000 区域；伦敦银支撑 33.3，31.6-32 区域，阻力上移至 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，但近期整体或维持震荡为主。

铜：美元指数回落推升铜价

【盘面回顾】沪铜指数在周三小幅回升，报收在 7.77 万元每吨，持仓 53 万手，成交 14 万手，上海有色现货升水 275 元每吨。

【产业表现】根据海关总署数据，中国 4 月未锻轧铜及铜材出口量为 154,075 吨，同比增加 66.7%，1-4 月未锻轧铜及铜材出口量为 480,629 吨，同比增加 47.6%。中国未锻轧铜及铜材进口量为 44 万吨，同比增加 0.2%。1-4 月累计进口量为 174.2 万吨，同比减少 3.9%。

【核心逻辑】铜价在周三的上升主要得益于美元指数的回落，从 100 回落到 99.5 附近，推升了整个有色金属板块的估值。同时，股市对期市也有一定的利好推动。短期来看，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期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。

铝产业链：氧化铝突破 3200 关口，关注后续进口情况

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 20135 元/吨，环比-0.17%，成交量为 4 万手，伦铝收于 2475.5 美元/吨，环比-0.16%，成交量为 1 万手，氧化铝收于 3243 元/吨，环比+1.85%，成交量为 68 万手。

【核心逻辑】铝：中美关税和谈结果大幅超预期带来的宏观情绪好转，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，短期关注 20000 元/吨支撑位，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。但有消息称此次停工令只生效了 48 小时，在缴纳罚金后已恢复生产，若该消息被证实，或导致盘面承压。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想法，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：中期偏空，氧化铝：观望

镍，不锈钢：基本面无明显上行驱动，底部支撑仍存

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 123280 元/吨，下跌 0.05%。不锈钢主力合约日盘收于 12830 元/吨，上涨 0.12%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 125475 元/吨，升水为 2100 元/吨。SMM 电解镍为 124525 元/吨。进口镍均价调整至 123575 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28015 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 4415.91 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 946.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-7.61%。纯镍上期所库存为 27742 吨，LME 镍库存为 201786 吨。SMM 不锈钢社会库存为 975400 吨。国内主要地区镍生铁库存为

29554.5 吨。

【市场分析】

日内盘面走势整体偏弱运行。基本面逻辑短期占据主流，矿端菲律宾以及印尼主要矿区逐步走出雨季影响，菲律宾矿价有所松动，供应有增量预期，目前底部支撑仍存。镍铁报价日前有小幅回升，后续或企稳运行。不锈钢方面上周受宏观情绪好转和镍矿扰动因素偏强运行，这周向上势能已经有所降低，后续或有一定回调，但是镍铁企稳状态或有一定支撑，目前不锈钢需求淡季且中长期需求疲软或造成一定压力，库存的堆积仍将压制上方空间。硫酸镍方面需求短期较弱，支撑力度有所减弱。宏观层面持续关注关税走势。

锡：美元指数回落推升锡价

【盘面回顾】沪锡指数在周三小幅回升，报收在 26.7 万元每吨，持仓 5.9 万手，成交 11 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】持币观望。

碳酸锂：震荡偏弱

【行情回顾】盘面震荡企稳，LC2507 合约收于 61100 元/吨，持仓量 32.92 万手，环比减少 10468 手，持仓量开始降低。现货层面，锂辉石 6%精矿（CIF）平均报价 650 美元/吨，环比下调 10 美元/吨；电池级碳酸锂报价 61600 元/吨，环比持平；电池级碳酸锂现货基差报价 6750 元/吨，部分报价走强。

【产业表现】宏观层面的扰动因素正逐步减弱，需求未见明显好转。当前，锂矿供应持续增加，市场成交氛围冷清，锂矿与锂盐的库存双高，当前去库存进程缓慢；需求端采购意愿较为薄弱，整体需求主要以长协客供、刚性补货为主。贸易商基差报价部分走强，部分贸易商有收货迹象。4 月中国锂辉石进口数量环比增加 16.5%，碳酸锂进口数量环比增加 56.3%，进口环比增加。

【核心逻辑】二季度碳酸锂供应过剩局面不改，锂矿与锂盐库存双高，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，后续关注锂矿与锂盐的螺旋式下跌以及供给端锂矿与锂盐企业的异动。

【南华观点】碳酸锂基本面震荡偏弱，但需谨慎因供给端扰动及持仓量变化而引起的盘面波动。

工业硅&多晶硅：工业硅震荡偏弱，多晶硅仓单再度增加

【行情回顾】今日硅产业链整体震荡偏弱，工业硅期货再创新低，SI2507 合约收于 7865 元/吨，多晶硅 PS2507 合约收于 35860 元/吨。工业硅通氧 553#（华东）均价 8650 元/吨，日环比下跌 100 元/吨；多晶硅 N 型致密料市场主流价格在 38000 元/吨；有机硅 DMC 平均报价企稳，刚需采购为主；铝合金大厂小幅去库，少库存企业挺价意愿增强。

【产业表现】工业硅市场整体供应宽松，开炉预期逐渐落地，大厂电价调整后，后续将逐步增加开炉。下游需求疲软，有机硅市场刚需询盘为主，部分企业降负荷运行；多晶硅终端需求疲软，现货价格走弱，下游采购刚需为主；铝合金市场整体平淡。

【核心逻辑】工业硅市场依旧处于落后产能出清的产业周期。当前企业复产预期逐渐落地，

供给端压力进一步增大，而需求端减产降负荷预期仍存。多晶硅基本面较弱，但市场资金博弈较大，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，后续持续关注多晶硅减产情况。

【南华观点】工业硅震荡偏弱；多晶硅基本面偏弱，关注后续产业动态。

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）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：短期震荡

【行情回顾】震荡盘整

【信息整理】1. 据钢谷，本周建材产量增，表需减，库存降幅小于上周，热卷产量增，表需增，库存降幅扩大，热卷基本面好于螺纹。

2. 今日 15 点，国新办就科技金融政策有关情况举行新闻发布会。

【南华观点】近期关税缓和带动钢材下游家电、五金等行业订单小幅回暖，但据市场反馈，新增订单增量有限，主要表现为前期订单加速转移。当前钢厂接单量的回升延续了基本面的强现实逻辑，且当前钢厂利润尚可仍支撑铁水产量高位运行，短期对钢价形成底部支撑，但需警惕传统淡季临近对需求的压制效应，钢材总需求或有逐步转弱倾向，盘面反弹驱动不足。预计近期盘面维持震荡格局，关注螺纹 10 合约运行区间 3000-3150，热卷 3150-3300，后续需重点关注六月下旬淡季需求的边际变化。

铁矿石：需求有支撑

【盘面信息】铁矿 09 增仓反弹。06 合约期权到期交割，06 结算价为 769.5。

【信息整理】根据找钢网，本期表需环比下降。产量下降幅度不及表需下降幅度。

【南华观点】短期铁矿石供需双强。铁矿石供应环比大幅增加，需求端有支撑，钢厂接单和利润尚可，不具备负反馈的条件。但钢材需求逐渐进入淡季，北方高温南方多雨抑制需求。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：关注二轮提降进展

【盘面回顾】周三双焦震荡运行

【信息整理】

1. 5 月 21 日起，我国中东部降雨发展增多，江南、华南雨势增强，部分地区有暴雨，局地大暴雨，同时西北地区东部、黄淮等地也将出现降雨，有利于缓解气象干旱。

2. 据蒙古国国家统计办公室（National Statistical Office of Mongolia）最新统计数据显示，2025 年 4 月份蒙古国煤炭产量 842.35 万吨，环比增长 25.01%，同比增长 1.67%。统计数据修正后，2025 年 1-4 月，蒙古国最新煤炭产量累计 2883.07 万吨，同比下降 6.45%。

【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）、陈敏涛（F03118345）提供。

能化早评

原油：地缘紧张再起 vs 弱势基本面

【原油收盘】截至昨日收盘，NYMEX 原油期货换月 07 合约 61.57 跌 0.46 美元/桶，环比-0.74%；ICE 布油期货 07 合约 64.91 跌 0.47 美元/桶，环比-0.72%。中国 INE 原油期货主力合约 2507 涨 3.6 至 468.2 元/桶，夜盘跌 5.1 至 463.1 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，EIA 报告显示至 5 月 16 日当周，美国战略石油储备（SPR）库存增加 84.3 万桶至 4.005 亿桶，增幅 0.21%。商业原油库存增加 132.8 万桶至 4.43 亿桶，增幅 0.3%。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，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。四是，伊朗最高领袖哈梅内伊表示，认为与美国的核谈判不会成功。五是，据 CNN 报道，多名美国官员表示，美国获得了新的情报，表明以色列正在准备袭击伊朗的核设施。

【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，美伊谈判不如预期顺利，同时以色列计划袭击伊朗核设施加剧地缘风险溢价，OPEC 和哈萨克斯坦暂无其它消息，油价波动加大。

PTA-PX：供需良好，PXN 持续走扩，关注 TA 加工费做缩机会

【PTA 观点】近期 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。下游聚酯厂近期开工继续爬升至 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】近期 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，主要源于近期供应继续收缩，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 下方空间有限

【库存】华东港口库至 74.3 万吨，环比上期减少 0.8 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，周一港口显性库存小幅去库 0.8 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，但近期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 近端预期下方空间有限，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】：周三甲醇 09 收于 2275

【现货反馈】：周三远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 09+55

【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勢

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 7054 (+7)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7150 元/吨 (0)，华东现货价格为 7150 元/吨 (-20)，华南现货价格为 7200 元/吨 (-30)。

【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。需求端，在上周下游集中补库过后，本周 PE 成交情况明显转弱。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：短期偏震荡

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7221 (-1)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7260 元/吨 (-20)，华东现货价格为 7400 元/吨 (0)，华南现货价格为 7500 元/吨 (-80)。

【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】当前 PE 呈现供需双弱格局。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，在上周下游集中补库过后，本周 PE 成交情况明显转弱。出口的暂时恢复难以弥补下游销售淡季和低利润环境带来的需求减量。所以 PE 当前呈现供需双弱格局，短期预计偏震荡行情。中长期，由于 PE 今年供给增速过快，且若 90 天后关税回归 54%，下游仍将面临较多出口压力，其偏弱的格局较难扭转。

苯乙烯：震荡整理

【盘面回顾】EB2506 收于 7584 (+4)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 6105 (+10)，苯乙烯现货 7835 (+10)，主力基差 251 (+6)

【库存情况】截至 5 月 19 日，江苏纯苯港口库存 12.8 万吨，较上期环比增加 4.07%。截至 2025 年 5 月 19 日，江苏苯乙烯港口库存 5.21 万吨，较上周期去库 0.46 万吨，幅度 -8.11%；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：供应端上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。上周纯苯供需双减，周度供需差扩大。华东港口库存小幅波动。绝对价格上受宏观利好以及苯乙烯价格带动，近期纯苯价格大幅反弹，但由于需求支撑不足反弹后价格有所回落。当前纯苯自身供增需减预期不变，基本面持续偏弱。海关统计数据显示 4 月纯苯进口量为 44.82 万吨，环比有所下降，但同比依然是大幅增长，处于历史同期高位。短期供应过剩格局难以改变。

苯乙烯：上周恒力苯乙烯装置计划外检修，但有在产装置负荷提升，导致周产出整体损失并不明显，明显的供应减量或在本周体现。需求端，上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，近端价格有支持。昨日苯乙烯盘面震荡整理，交割期内，贸易商按需补空。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】截止到昨日收盘，FU07 收于 3074 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】截止到昨日收盘，LU07 收于 3571 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：偏强格局

【盘面回顾】BU06 收于 3537 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3625 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。

玻璃纯碱：盘面陷入震荡

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1288，0.62%

【基本面信息】

截止到 2025 年 5 月 19 日，国内纯碱厂家总库存 168.75 万吨，较上周四降 2.45 万吨，降幅 1.43%。其中，轻质纯碱 81.82 万吨，环比降 1.05 万吨，重质纯碱 86.93 万吨，环比降 1.40 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 1034，0.88%

【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】

近日沙河小板火爆，带动产销，但外围地区现货维持偏弱，未见好转。湖北现货继续下行，低价区间在 1040 附近，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：空间有限

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2527，-0.41%

【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，短期压力有限，且魏桥库存也比较低，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，暂时看不到过多下跌的驱动。高度则受到中期供需偏过剩格局的限制。整体偏震荡对待。

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 13650，-0.2.%

【现货报价】昨日全国生猪均价 14.49 元/公斤，较昨日-0.01 元/公斤，其中河南、湖南、辽宁、四川、广东五省生猪均价分别为 14.59、14.28、14.29、14.27、15.18 元/公斤，分别 -0.13、+0.00、-0.07、+0.00、+0.09 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：供应压力延后

【盘面回顾】内盘港口传延迟清关，近月合约修复预期。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，美豆盘面走弱，巴西贴水向上修复，但近期阿根廷大豆销售进度加快而报价走低，使得巴西贴水抬升空间受限，近月榨利仍存，但远月榨利走负，预计在巴西当前销售节奏下难以给出更高压榨利润。到港方面看，5 月目前 1300 万吨，6 月 1150 万吨，7 月 1150 万吨，整体看近月供应仍偏充裕，但远月四季度买船缺口仍存。

对于国内豆粕，现实压力继续压制粕类价格，华北地区难以支撑现货企稳，华东地区豆粕库存高位持续压制基差报价，后续二季度内预计基差将继续表现弱势；目前油厂豆粕库存虽处历年低位，但后续预期大豆到港量将使得油厂大豆库存不断回升，开机率修复预期下，豆粕价格难以有效期现联动上行。从需求端来看，短期内下游将继续履行前期提货合同，补充自身物理库存为主，对于远月合同采购仍保持谨慎态度。

菜粕端来看，华东区域通关问题影响区域油厂供应，但现实库存压力仍偏高，菜粕库存去化幅度较慢；后续月均菜籽船期进口量 20 万吨左右，但整体市场对于 6 月 10 日后进口菜系保持谨慎态度，叠加后续中加菜籽关税未落地，远月供应不确定性较大。

【后市展望】外盘在美豆播种顺利大趋势下缺乏更多利多驱动，短期内关注生柴政策落地情况；内盘豆粕估值偏低，但需关注现货情绪拐点，等待基差或利空情绪交易完毕后，关注美豆种植波动所带来的月差与盘面多头逻辑机会。

【策略观点】继续持有 M91。

棉花：关注订单持续性

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅收跌，美元走弱，支撑棉价。隔夜郑棉收于昨日结算价。

【外棉信息】据印度气象局消息，5月13日印度西南季风已经进入孟加拉湾南部、安达曼海南部、尼科巴群岛和安达曼海北部局地，较往年有所提前，预计季风将于本月下旬在印度喀拉拉邦登陆。

【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，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，本周周初新疆仍有大风天气出现，但持续时间短，影响有限，本周后续天气将重新升温，但六月初新疆或出现降温天气，关注天气变动带来的实际影响。据海关统计显示，2025年4月我国棉制品出口量为63.55万吨，环比季节性回升，同比增加15.06%，但出口单价仍远低于往年水平，总出口金额为58.82亿美元，同比减少3.53%。近日在关税下调下，新增订单稍有增加，下游信心略有回升，但目前下游处于传统的消费淡季，还需关注后续订单的持续性。

【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，若站稳13500，可关注13700-13800附近压力情况，若后续订单持续性欠佳，郑棉反弹高度或受限，关注产区天气及宏观变化。

白糖：震荡偏弱

【期货动态】国际方面，ICE原糖期货上涨，结束5日来连跌。

昨日夜盘，郑糖跟随原糖上涨，整体仍处于5800一带波动。

【现货报价】南宁中间商站台报价6150元/吨。昆明中间商报价5940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.国家统计局公布数据显示，中国4月成品糖产量为60.3万吨，同比下降2.1%。1-4月累计产量为866.6万吨，同比增长3.1%。

3、ISMA表示，在印度南部各邦，由于2024年有利的西南季风，甘蔗种植有了显著改善，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51家糖厂，仅1家糖厂尚未收榨，尚未收榨的1家糖厂预计将于本周收榨，24/25榨季云南最终糖产量预计超过240万吨，同比增加35万吨以上。

【南华观点】短期郑糖价格跟随外盘，震荡偏弱。

苹果：维持震荡

【期货动态】苹果期货高开低走，跌幅较大。

【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4.8元/斤，白水70#以上客商统货3.8元/斤，静宁75#以上半商品6.0元/斤。

【现货动态】受农忙影响，冷库包装不快，整体走货速度较前一般。陕西剩余货源不多，部分冷库清库，山东卖货心态尚可，随行出货增多，低价货源找货仍显积极。销区市场因时令鲜果上市走货略显一般，不过中转库基本无积压。

【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】短期市场需求下降，产量不确定性增加，整体维持震荡。

红枣：关注产区气温变化

【产区动态】目前新疆灰枣枣树开始陆续进入花期，目前生长情况良好，初花期对高温较为敏感，从气象预报来看，新疆气温将开始进一步回升，其中麦盖提县、叶城县温度或偏高，关注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 4 车，河北崔尔庄市场到货 15 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 21 日郑商所红枣期货仓单录得 8874 张，较上一交易日减少 2 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，端午备货但未见明显的集中放量，价格或维持低位震荡，关注新疆产区天气情况。

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。

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。