

金融期货早评

人民币汇率：深陷美元资产抛售泥潭

【行情回顾】上周五，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1895，创去年 11 月 8 日以来新高，较上一交易日上涨 145 个基点，夜盘收盘报 7.1798。人民币对美元中间价报 7.1919，调贬 16 个基点。

【重要资讯】1) 美国总统特朗普威胁称，将自 6 月 1 日起对进口自欧盟的商品征收 50% 关税，因为欧盟在贸易方面“很难打交道”。2) 日本交易所集团发布声明表示，由于投资者对冲外汇风险的需求不断上升，该交易所将推出包括美元/日元、离岸人民币/日元和欧元/日元期货在内的货币期货交易，计划于明年 4 月 13 日上市。

【核心逻辑】展望后市，基于当前宏观环境与技术指标的交叉验证，美元兑人民币即期汇率与美元指数的动态关联性弱化趋势或将呈现延续特征。从美元指数的动态来看，尽管美国债务上限谈判陷入僵局，且特朗普政府的关税政策存在不确定性，但美元指数已呈现出超跌迹象，预计短期内，其将在 100 整数关口附近构筑震荡微幅偏弱的平台。对于人民币即期汇率而言，随着市场情绪的逐步稳定，预计短期内将呈现震荡升值态势，但升值幅度或较为有限。当前中美经贸关系呈现“脆弱性缓和”特征，因此需警惕的潜在风险集中于地缘政治维度，即中美贸易谈判的不确定性仍然是影响人民币汇率的关键因素。

【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：市场情绪偏谨慎，预计短期震荡为主

【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 0.81%。从资金面来看，两市成交额回升 529 亿元。期指均放量下跌。

【重要资讯】

1、特朗普周五威胁自 6 月 1 日起对欧盟征收 50% 关税；特朗普周日与冯德莱恩通话后称，将欧盟关税截至期限延至 7 月 9 日，冯德莱恩：欧洲已准备好迅速果断地推进谈判。

【核心逻辑】

上周五指数开盘震荡，午后集体跳水，原因或是指数持续承压下无法向上突破，资金存在兑现的需要，导致指数放量调整。不过一方面尾盘指数企稳回归震荡，下方存在支撑，另一方面期指基差与期权持仓量 PCR 皆小幅上涨，市场情绪没有明显变化，预计调整仅为暂时的。短期信息面变化不多，走势以震荡为主，板块轮动频繁，国内政策预期托底，下方空间有限，同时，外部扰动仍不断且内需有待提振，上行动力不足，短期预计股指仍将以震荡为主，趋势交易需谨慎。

【南华观点】短期预计区间震荡

集运：日内走势延续此前逻辑，欧线即期运价终于回升

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货各月合约价格整体偏震荡。截至收盘，除 EC2604 外，其余各月合约价格均小幅上行。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，6 月 5 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 开舱报价为 \$1382，40GP 总报价为 \$2321，均与同期前值持平。

【重要资讯】：当地时间 5 月 23 日，美国总统特朗普在社交媒体上表示，建议自 6 月 1 日起对欧盟征收 50% 的关税。

【南华观点】：马士基上海至鹿特丹 6 月开仓报价，基本符合市场预期，且日内两次上行，对市场利多情绪有所延续，且存在短期爆舱现象，使得近月合约期价有所回升。最新一期欧线即期运价终有所回升后，但欧美关税问题可能对市场情绪造成一定的负面影响，因此对于后市而言，期价维持震荡可能性相对较大。

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：美对欧关税威胁提振黄金大涨

【盘面回顾】上周 COMEX 贵金属整体走势强劲，穆迪下调美主权评级、美国减税法案在众议院通过，以及中东地缘局势不稳定性，特别是美国总统特朗普 23 日威胁自 6 月 1 日起对进口自欧盟的商品征收 50%关税，引发避险情绪重新升温。周边美元指数大跌并重回 100 下方，10Y 美债收益率微升，美国三大股指下跌，反映为美国资产股债汇三杀下的抛售压力，并有利于资金向避险资产的追逐。另外需注意的是，中长端日债收益率的快速走高，对美元的贬值作用以及与对关税贸易谈判的影响，目前美国与欧盟、日本和韩国等主要盟友各方之间分歧很深，政治因素复杂，因此贸易关税下的避险需求仍可能阶段性反复出现。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周增 3.73 吨至 922.46 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 302.6 吨至 14217.5 吨。短线基金持仓看，根据截至 5 月 20 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周增 2772 张至 163981 张，其中多头微减 129 张，空头减少 2901 张；白银非商业净多增加 2288 张至 50042 张，其中多头增加 2947 张，空头增加 659 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度减少 4.13 吨至 1206.45 吨，COMEX 白银库存周减 170.1 吨至 15449 吨；SHFE 黄金库存周增 9kg 至 17.25 吨，SHFE 白银库存周增 73.6 吨至 960.64 吨；上海金交所白银库存（截至 5 月 16 日当周）周减 91.86 吨至 1482.5 吨。

【本周关注】本周数据方面重点关注周五晚间美 4 月 PCE 数据以及密歇根大学消费者信心指数。周一美国因阵亡将士纪念日休市，周五夜盘国内因端午节假日休市。事件方面，周一 02:40，美联储主席鲍威尔在普林斯顿大学毕业典礼发表毕业致辞；21:00 欧洲央行行长拉加德在柏林赫尔蒂学院发表讲话。周三 08:00，FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯参加日本央行金融研究所会议的小组讨论。周四 02:00，美联储公布 5 月货币政策会议纪要。

【南华观点】中长线或偏多，短线有所走强，但考虑当前黄金高波动率以及外围经济体 90 天关税暂停观察期刚刚进入后半程，预计 5 月底至 6 月期间可能仍将维持一段时间的降波盘整。伦敦金阻力 3365，强阻力 3440-3500 区域；支撑 3300，3200，3100；伦敦银支撑

33, 强支撑 31.6-32 区域, 阻力 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, 但近期或维持高位震荡为主。

铜：震荡为主

【盘面回顾】沪铜主力期货合约在周中震荡为主, 最终报收在 7.77 元每吨, 上海有色现货升水 165 元每吨。沪铜库存小幅回落至 9.8 万吨; LME 库存降低至 16.4 万吨, 铜矿港口库存降低至 74 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 -44 美元每吨; 铜铝比大幅回落至 3.84; 精废价差缩窄至 1190 元每吨。

【产业表现】全球铜矿巨头安托法加斯塔 (Antofagasta) 本周启动与中国和日本冶炼厂的年中谈判。消息人士透露, 由于铜精矿供应紧张, 中国冶炼厂或要求 2025 年下半年采用“零美元”加工费 (TC/RCS)。这一史无前例的报价较 2024 年 80 美元/吨的基准价暴跌 100%, 而且有可能跌为负值。

【核心逻辑】铜价在过去一周的表现基本符合预期, 且在宏观和基本面均无太大变化的未来 1-2 周时间, 铜价或继续保持震荡为主的格局。宏观方面, 欧美之间关于关税政策的谈判继续进行, 对铜价的影响或有限, 更多的是对股市的冲击。基本面, 供给端并无太大变化, 需求端仍然需要等待 6 月中下旬这个时间节点, 关税豁免期对于市场的影响。资金面也没有在此刻入场的打算, 因为方向还未确定, 甚至没有明显信号的出现。

【南华观点】震荡为主, 周度价格区间 7.68 万-7.8 万元每吨。

铝产业链：氧化铝冲高回落

【盘面回顾】昨日夜盘, 沪铝收于 20175 元/吨, 环比+0.05%, 成交量为 6 万手, 伦铝收于 2466 美元/吨, 环比+0.41%, 成交量为 2 万手, 氧化铝收于 3103 元/吨, 环比-2.42%, 成交量为 66 万手。

【核心逻辑】铝：本周氧化铝和沪铝价格均回升。供给方面, 电解铝供给接近行业上限变化幅度不大。需求方面, 铝价目前处在偏高位置, 但由于关税缓和下游企业存在抢出口状态, 因此即使其才买策略以刚需采购为主, 目前供需矛盾暂时不强, 但 6 月后仍有需求走弱压力。库存方面, 电解铝库存保持低位且仍然维持去库状态, 但幅度有所减缓。总的来说铝的基本面处于供给充足, 需求逐渐走弱的状态, 持续去库是短期支撑铝价的核心因素, 短期或仍维持高位震荡走势, 中期偏空看待。氧化铝：本周受几内亚政府陆续撤销部分矿山采矿许可证问题影响, 氧化铝盘面和现货价格均大幅上涨, 氧化铝厂利润空间有所恢复或促进停产企业复产, 需密切关注几内亚矿企谈判情况以及国内氧化铝厂复产情况。总的来说, 支撑氧化铝价格的核心因素为现货偏紧以及持续去库状态, 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：高位震荡, 氧化铝：观望

锌：市场观望情绪浓，锌价疲软

【盘面回顾】上一交易日, 沪锌主力合约收于 22215 元/吨, 环比-1.07%。其中成交量为 127189 手, 而持仓为 114069 手。现货端, 0#锌锭均价为 22760 元/吨, 1#锌锭均价为 22690 元/吨。

【产业表现】据 SMM 数据, 6 月国产锌矿加工费继续上调, SMM 锌精矿国产月度 TC 均价环比上涨 150 元/金属吨至 3650 元/金属吨, SMM Zn50 进口月度 TC 均价环比上涨 10 美元/干吨至 55 美元/干吨。周度价格看, SMM Zn50 国产周度 TC 均价环比持平于 3500 元/金属吨, SMM Zn50 进口周度 TC 均价环比持平于 45 美元/干吨。

【核心逻辑】上一交易日, 锌价偏弱运行, 市场对于锌价的逻辑已经回归了基本面。随着

美国信用评级的下降，美债的疲软等消息面输出，市场对于宏观的不确定性愈发加强。供给端在长期仍有宽松预期，但是现在的库存水平仍然处于历年的绝对值低位，同时随着沪伦比值的走弱以及进口盈亏近期的负值，进口窗口暂时关闭，本周供给端依旧紧缺。但是6月的整体供给水平市场上已经有了一个较为宽松的预期，锌价的空头逻辑我认为需要库存突破一个比较大的数值才会兑现，同时也需要等待进口锌矿转化为锌锭的时间。需求端方面，终端开工率在近期有好转，虽然关税缓和但宏观方面仍然存在不确定性，整体下游企业还是以谨慎为主，下游采买的积极性还是不足的。短期内预计锌价将保持偏弱震荡，长期看跌为主。

【南华观点】短期震荡，长期看跌。

镍，不锈钢：基本面驱动有限，周内震荡为主

【盘面回顾】

沪镍主力合约整体偏弱运行。5月19日价格收于123850元/吨，随后几日偏弱震荡，最终收于122610元/吨。不锈钢主力合约周内走势偏弱震荡。5月19日价格收于12950元/吨，此后几日窄幅震荡，最终收盘于12875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125175元/吨，升水幅度为2150元/吨。硫酸镍较镍豆溢价扩大到4765.91元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润率调整至-1.5%。库存方面，上期所纯镍库存为26955吨，LME镍库存为198636吨。304/2B切边不锈钢出厂均价为13150元/吨。304不锈钢冷轧利润率下降在-7.3%左右。不锈钢社会库存为973900吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至951元/镍点，镍铁累库至29554.5吨。

【核心逻辑】

基本上周内整体走势偏弱。基本面偏弱运行，无明显突破驱动。现阶段镍矿供应仍然有一定支撑，菲律宾主要矿产区已经逐步走出雨季影响，但是部分地区产量和装船量仍有一定波动，印尼内贸镍矿基准价较为坚挺，升水持续处于高位，镍矿短期或企稳运行，底部支撑仍存。硫酸镍方面周内价格偏稳运行，电池级硫酸镍均价较上周价格有一定回调；下游对镍盐需求相对较为疲软，且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逐渐止跌回调，后续若延续上升走势或为镍不锈钢带来一定底部支撑。周内不锈钢走势相对疲软，部分贸易商选择点价提前出货，整体现货端对当前位置仍持观望态度。终端需求的弱势仍将压制上方空间，后续进一步上涨驱动有限，短期或持续震荡走势，可重点关注镍铁回调情况。

宏观方面目前可以关注美元指数走势和特朗普针对欧盟关税后续影响。

【南华观点】

周内整体走势较为平静，基本面方面无明显上升驱动，底部支撑仍然存在。镍铁周内成交价逐渐止跌回调或后续带来一定提振，新能源方面短期较为稳定。后续持续关注宏观层面政策数据影响。预计在【11.9-12.9】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震荡为主，报收在26.4万元每吨，上海金属网现货升水400元每吨。上期所库存稳定在8500吨附近，LME稳定在2700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】根据中国海关公布的数据以及安泰科的折算，2025年4月我国进口锡精矿实物量9861吨，折金属4400.2吨，环比上涨26.8%，同比上涨19.7%。伴随刚果（金）比齐

矿正常产出，我国主要锡矿进口国形势趋于稳定。4月非洲、澳大利亚、缅甸进口折金属量分别达到2227吨、765吨和922吨，环比分别增长22.3%、55.1%和9.5%。截至2025年4月末，我国共进口锡精矿实物量总计19.6万吨，折金属量1.5万吨，同比下降15.5%。

【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传导至国内、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。

碳酸锂：锂盐厂及环保扰动有限，市场淡季下游反应平平

【行情回顾】LC2507合约收于60960元/吨，周环比下跌1.36%，持仓量33.8万手，周环比减少约1万手，持仓量有所回落。SMM电碳均价63050元/吨，周环比下跌1650元/吨；工碳均价61450元/吨，周环比下跌1600元/吨。SMM澳洲锂辉石精矿CIF价格647.5美元/吨，周环比下降40美元/吨，2%-2.5%锂云母报价1280元/吨，周环比下降80元/吨；碳酸锂四料综合升贴水均价升水325元/吨，周环比持平。本周锂矿及锂盐报价整体环比上周降幅增大，随着锂矿价格不断走低，碳酸锂成本支撑将持续减弱，建议关注下周基差强弱。

【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537吨，除锂辉石外，锂云母、盐湖和回收端的产量都有不同幅度的增加，锂辉石样本企业周度产量减少最多，达825吨。2、需求方面：下游材料厂样本企业周度产量环比增加1527吨，电芯厂样本企业周度产量环比减少3.39GWh。3、库存方面：本周碳酸锂样本企业库存较上周减少141吨，下游呈现小幅去库，但冶炼厂库存周度增加493吨。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，基本面仍然处于弱势状态，建议关注下周供给端扰动情况。

【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。同时，随着价格重心的不断下移，供给端出现扰动的可能性将会增大，注意持仓风险。

【南华观点】基本面偏弱为主，短期强压力位：63000-65000，警惕空头获利了结带来的剧烈波动。

工业硅&多晶硅：工业硅偏弱需警惕空平，多晶硅临交割波动增大

【行情回顾】上周工业硅震荡偏弱，多晶硅整体震荡。SI2507合约收于7915元/吨，周环比下降2.82%，持仓量约17万手，周环比增长约4万手。PS2507合约收于36090元/吨。周环比上涨115元/吨，持仓量约6.1万手，周环比增加约1.7万手，多晶硅仓单470手，上周仓单注册超预期。工业硅基本面偏弱，多晶硅建议关注下周仓单量。

【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；多晶硅市场联合减产情绪消退，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。建议关注本周多晶硅产业动态。

【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，后续建议关注多晶硅企业情况和仓单状况。

【南华观点】工业硅依旧偏弱，警惕空头平仓后带来的波动；多晶硅基本面逻辑和交割逻辑交替，随着交割月临近，交割逻辑预期逐渐增大，注意持仓风险。

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：南方将迎来强降雨

【行情回顾】弱势震荡

【信息整理】1. 特朗普恢复与欧盟为期 90 天的贸易谈判窗口，此前冯德莱恩主动与之联系。此前特朗普称与欧盟的讨论毫无进展，建议从 6 月 1 日起对欧盟直接征收 50%的关税；欧盟委员会拒绝就美国贸易关税发表评论，直到欧盟贸易专员与美国贸易代表通电话。

2. 特朗普威胁称，如果 iPhone 不在美国制造，将对苹果征收 25%的关税。

3. 中央气象台预计，27 日至 29 日我国南方将出现今年以来最强降雨过程，贵州、江南、华南等地有大到暴雨，江南南部、华北北部等地的部分地区有大暴雨，局地有特大暴雨。

【南华观点】当前钢厂超接订单的模式延续了基本面的“强现实”格局，华北地区钢厂卷板订单较好，叠加多地钢坯出口需求旺盛有效缓解了螺纹钢供应压力。然而传统淡季窗口临近，需求端已显现边际走弱迹象，尤其建材领域表现更为明显，市场普遍反馈需求体感环比有所走弱，并且前期集中抢出口行为透支了后续的需求，现阶段新增订单较少，多是之前的空单回补，现有订单量预计可持续至六月中旬。短期来看现实压力不大，钢厂挺价支撑现货坚挺，但中期随着淡季需求回落，高铁水或难以维持，叠加原料端供应宽松格局，或将形成钢材价格下行压力。从宏观来看，美国近期经历股债汇三杀，海外宏观风险以及不确定性增加，国内宏观政策目前处于真空期，宏观上向下风险增加。综合来看，钢材市场或短期维持震荡格局，中期建议偏空思路对待，螺纹 10 合约关注 3130-3200 压力区间，热卷 10 合约压力位参考 3250-3300 区域。

铁矿石：出口有支撑，但内需走弱

【南华观点】中美经贸缓和后，出口有支撑，但内需有走弱的迹象，短期市场情绪转悲观。财政资金有走弱的迹象。工业品向上驱动不足，前期反弹较强的一些品种皆回落。过去一周内，美联储降息预期出现显著降温，美债收益率走高，大宗商品承压。整体宏观上缺乏新的向上的故事。

铁矿石短期基本面无虞，还是供需双强的状态。供应偏中性，预计南半球雨水增多，发货或环比减少。需求端，铁水环比减少 1.17 万吨至 243.6 万吨，但仍维持在中高位，钢厂盈利率环比改善。下游需求季节性转弱，去库速度放缓。钢材出口有支撑，但内需下滑，资金环比走弱，此外天气也逐渐不利于施工。库存端，铁矿石维持去库的状态，基差和期现结构仍维持正套，说明了现货还是偏紧的。此外，焦煤的库存仍在走高，产量维持在高位，还没看到减产的迹象。焦煤持续下跌对于铁矿石价格也有支撑作用，但需要关注焦煤跌破关键心理点位后，可能会有多铁矿/空焦煤的头寸的平仓带来的反向波动。

预计铁矿石维持震荡走势，操作上区间操作，区间上沿做空，区间下沿减仓。趋势性不强，

预计波动率仍维持低位。

焦煤焦炭：短期超跌，注意风险防范

【盘面回顾】周内双焦快速下跌，现货跌幅不及盘面，基差走强。双焦 9-1 正套小幅走强，JM9-1 月差-19 (+2.5)，J9-1 月差-23.5 (+3.5)，焦炭一轮提降落地，即期焦化利润收缩。

【产业表现】

焦煤：焦煤销售不畅有顶库现象，部分矿山有减产动作，但大范围减产尚未出现，下游焦化利润受损，原料补库意愿偏差，本周铁水产出明显下滑，焦煤短期需求走弱，矿山环节库存压力较大。进口方面，海煤跌幅远不及内煤，进口窗口难以打开，到港量偏紧，口岸通关车数维持高位，监管区库存堆积。

焦炭：一轮提降落地后，部分地区焦化利润承压，预计下周开启二轮提降，短期焦煤持续让利，焦企减产驱动不强。钢厂盈利率保持扩张，铁水减产拐点或已出现，考虑到当下钢厂利润良好，铁水下空间有限，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，焦炭成本支撑松动，焦价难以企稳。

【南华观点】

近期双焦盘面跌幅较深，短期盘面存在超跌回调风险，现货跌幅明显不及盘面，基差快速走强，当前位置追空性价比不高，建议低位空单止盈。中长期来看，焦煤端过剩矛盾需要煤炭供给侧及进口限制配合才能改善，钢材出口无法完全对冲内需下滑，面对贸易战不确定性，产业链上下游对远月需求预期均较为悲观，双焦仍为黑色空配，前期高位空单可继续持有，操作上维持反弹布空的思路不变。

硅铁&硅锰：矿端影响有限，硅锰冲高回落

【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；锰矿端周四南非有关政策扰动，但政策落地需较长时间，锰矿港口库存累库以及预期澳矿发运恢复；短期内硅铁成本支撑减弱，硅锰成本支撑也逐渐减弱。供应端硅铁生产企业周度开工率为 30.42%，环比上周-0.8%，硅铁周度产量为 8.89 万吨，环比-4.92%；硅锰生产企业周度开工率为 34.18%，环比+0.58%；硅锰周度产量 16.52 万吨，环比+1.51。硅铁维持减产趋势；硅锰受周四矿端扰动盘面利润上升，硅锰企业小幅增产，但产量维持低位，铁合金供应压力较小。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，但铁水产出下滑对铁合金支撑减弱，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，4 月金属镁产量 7.29 万吨，环比-4.92%；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。

库存端铁合金整体库存虽处于小幅去库趋势，但整体库存还处于高位，高库存对价格形成较大的下行压力。

【南华观点】硅铁继续减产，但需求端难以有显著增长，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偏弱。硅锰受周四南非有关政策扰动影响，但政策落地需较长时间，硅锰冲高回落，需求端疲软及高库存限制价格上行，多空博弈激烈，但市场已消化南非政策影响，预计短期内硅锰市场或维持窄幅盘整偏弱运行，重点关注下游需求恢复、供应端变化、锰矿发运表现。

以上评论由分析师袁铭 (Z0012648)、严志妮 (Z0022076)、周甫翰 (Z0020173) 及助理分析师张法 (F03118257)、陈敏涛 (F03118345) 提供。

能化早评

原油：油价小幅回升

【原油收盘】截至 5 月 23 日收盘，2025 年 7 月 WTI 涨 0.33 报 61.53 美元/桶，涨幅 0.54%；2025 年 7 月布伦特原油涨 0.34 报 64.78 美元/桶，涨幅 0.53%。中国原油期货 SC 主力 2507 收跌 7.8 元/桶，至 454.7 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，伊朗外长阿拉格齐表示，伊美第五轮核问题谈判是最具专业性的一轮谈判，伊朗立场非常明确，现在美方对伊朗的立场有了更多了解。二是，5 月 24 日讯，欧盟正在考虑将 20 多家银行从国际支付系统 SWIFT 中除名，同时降低对俄罗斯石油的价格上限并禁止北溪天然气管道项目，以此作为新制裁方案的一部分。三是，5 月 24 日讯，美国总统特朗普在白宫椭圆形办公室举行的记者会上发表声明称，美国政府计划对欧盟输美商品加征 50%关税，旨在促使欧洲制造业企业将生产基地转移至美国境内。四是，美国至 5 月 23 日当周石油钻井总数 465 口，前值 473 口。五是，5 月 19 日当周，美国商业原油库存+132.8 万桶，战略原油库存+84.3 万桶，美国原油产量+0.5 万桶至 1339.2 万桶/天，炼油厂开工率+0.5%至 90.7%，汽油库存+81.6 万桶，取暖油库存-34.8 万桶，精炼油库存+57.9 万桶；

【南华观点】宏观：市场再次出现美国对欧洲继续增加关税的消息，虽然尚未落地，但再次引发特朗普关税战频繁往复的担忧；供应端，5 月份 OPEC+产量增加，哈萨克斯坦和伊拉克的补偿性减产仍未到位，市场传言 OPEC 将在 7 月份再次增加 41 万桶，虽然尚未落地，但市场对 OPEC 增产的忧虑不断加剧。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，上周全球原油库存去库。整体来看，旺季来临，原油基本面对油价形成一定支撑，但 OPEC+增产计划和美国关税的反复左右短期油价，油价波动加剧

PTA-PX：PX 利润好转供应存上调可能，TA 流动性收紧逢低正套

【PTA 观点】本周 PTA 装置方面检修重启并行，因此总体开工变化不大，但聚酯负荷减 1.1%至 93.9%，供需维持去库但力度有所走缓。后期来看 5 月底独山检修，福化 6 月中，威联 6 月底 7 月初。目前上下游处于一个强现实弱预期且双方拉锯的格局中，由于 PTA 去库幅度较大，现货流动偏紧，但去库的同比幅度有所减少，下游聚酯工厂也时不时传出减产，市场信与不信都不置可否，终端抢出口貌似表现也一般，市场因此也比较谨慎，在去库过程中，加工费逢高缩但是空间也不大，6-9 逢低正套。

【PX 观点】本周 PX 价格略偏弱震荡，但下游需求预期仍较强，现货买气较好，浮动价支撑，7 月现货维持在+10-+13 商谈。本周 PX 负荷从 74.1%提升至 78%，虹港、中金提负，辽阳石化 70 万吨 5.20 检修 1-2 周，价差方面，周五 PXN 在 265，PX-MX 则在 98 附近，这使得利润较前期有所好转，关注海外装置可能会提前重启，国内装置推迟检修。目前后期浙石化周末歧化重启，而日韩部分短流程装置也有所提升，整体后期供应有所提升。需求方面，本周中泰、虹港重启，能投重启推后，嘉通 2#检修，总体 PTA 开工在上周提升后本周小幅提升 0.2%至 77.1%。随着后期因 PX 利润好转带来的供应边际的回升，估计会减缓 PX 的去库力度，但总体维持去库，估计月差会有所收窄，PXN 逢高减仓或离场

MEG-瓶片：聚酯减产力度存疑，观望为主

【库存】华东港口库至 74.3 万吨，环比上期减少 0.8 万吨。

【装置】三江石化 100w 近期意外停车，预计近期恢复；远东联 50w 近期转产 EO，EG 负荷下调；山西美锦 30w 近期重启。

【观点】

近期宏观情绪有所转弱，需求端聚酯释放减产信号，EG 价格小幅回落。基本面方面，供应端油降煤升，总负荷下调至 58.25% (-2.26%)；其中，乙烯制方面三江石化 100w 意外停车，远东联 50w 转产 EO；煤制方面山西美锦按计划重启，煤制负荷升至 61.25% (+1.21%)。效益方面，原料端原油价格与动力煤价格继续小幅走弱，EG 现货价格回落带动下，各路线利润小幅压缩。库存方面，近期到港中性，港口发货平平，但周内部分到港延迟与转港，下一港口显性库存预计小幅去库到平库附近。需求端，聚酯负荷小幅下调至 93.9% (-1.1%)，长丝短纤均有装置停车检修。本周长丝产销偏弱，终端前期原料备货充足，下游产品跟涨乏力，多以消化原料库存为主；长丝产品在前期大幅去库之后，本周 POY、FDY 库存有一定累积，但总体压力仍然不大。近期原料盘面价格与基差均有所走弱，聚酯环节各产品效益总体均有不同幅度修复，但切片板块仍然维持亏损。终端而言，织机与纱厂负荷小幅上调，订单暂无进一步亮眼表现，后续需求持续性仍需进一步观察。

总体而言，乙二醇目前仍维持强现实弱预期格局，供需格局维持偏强但还不足以走出独立行情；本周总体表现抗跌，但原料端煤价与油价后续预期仍然偏弱，若后续炒作聚酯减产或宏观环境变化，存在补跌可能。操作上单边多单可适当减仓，关注后续聚酯减产实际兑现力度与宏观动态。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：偏弱震荡

【盘面动态】：周五甲醇 09 收于 2243

【现货反馈】：周五远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 09+55

【库存】：上周甲醇港口库存窄幅积累，部分抵港在卸外轮尚未计入本周卸货，因此累库幅度不大。江苏本周部分沿江下游负荷回升，有大型终端原料管输维持非显性库区为主，其他主流社会库提货正常；浙江地区同样有终端负荷略提升，卸货不及消耗下库存略去。华南港口库存小幅累库，主要表现在广东地区，周期内主流库区在当地及周边需求稳健下提货量尚可，而进口及内贸货源均有补充供应，导致库存有所增加。福建地区周内仅少量进口船只抵港，刚需消耗下库存继续去库。

【南华观点】：5 月累库不及预期，甲醇基差走弱减缓。目前来看甲醇估值偏中低位，不宜追空，前期空单可继续持有。港口来看，进口大量回归中，伊朗 5 月装船 81 万吨，5 月预计 85-95 万吨之间，6 月整体到港预计 130 万吨。本周内地宝丰外采，下游醋酸有三套装置在本月投产，mtbe 开工维持低迷。需要注意的是，气头甲醇亏损到达边际，其中国内泸天化、川维、达钢已经停车，需要对后续装置开工保持密切关注。后期风险点主要有累库不及预期、低价刺激投机需求。综上甲醇 09 合约驱动向下，但绝对价值偏中性，不宜过分追空，偏弱震荡看待。

PP：回归弱勢

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 6948 (-53)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 7100 元/吨 (-50)，华东现货价格为 7080 元/吨 (-70)，华南现货价格为 7200 元/吨 (0)。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 76.83% (+0.28%)。从检修计划看，6 月预计 PP 装置检修将有所减量，供给压力回升。加之裕龙、镇海预计在 6 月投产，将使 PP 供给进一步增量。需求端，本期下游平均开工率为 49.83% (+0.9%)。其中，BOPP 开工率为 59.93% (+0.24%)，CPP 开工率为 50% (+7.5%)，无纺布开工率为 37.35% (0%)，塑编开工率为 45.3% (+0.4%)。在上周出口关税降低后，下游开工率出现小幅回升。库存方面，PP 总库存环比下降 2.61%。上游库存中，两油库存环比下降 8.35%，煤化工库存上升 0.14%，地方炼厂库存上升 8.48%。中游库存中，贸易商库存环比下降 3.65%，港口库存下降 6.5%。

【观点】6 月 PP 将呈供增需弱格局。供给端，6 月 PP 装置检修量预计减少，叠加多套新装置计划在 6 月投产，供给预计显著增量；需求端，虽然关税下降带动下游开工回升，但目前看来持续性较差。同时，6-7 月国内需求将步入淡季，下游补库意愿较低，需求预计边际走弱，所以总体来看，PP 上方压力较大而下方支撑不足，预计延续偏弱走势。

PE：短期偏震荡

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 7085 (-74)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7150 元/吨 (-50)，华东现货价格为 7250 元/吨 (-70)，华南现货价格为 7380 元/吨 (-70)。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 77.95% (-1.57%)，下滑趋势延续。从检修计划看，下周检修损失量仍将处于高位，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 39.39% (+0.13%)。其中，农膜开工率为 14.05% (-2.64%)，包装膜开工率为 49.19% (+0.49%)，管材开工率为 32% (-0.17%)，注塑开工率为 55.95% (+0.24%)，中空开工率为 36.32% (+1.17%)，拉丝开工率为 30.1% (+1.11%)。出口关税下降后，PE 下游需求边际转好，尤其是包装膜、注塑、中空和拉丝产品，开工率小幅回升。库存方面，PE 总库存环比下降 3.19%，其中上游石化库存环比下降 2%，煤化工库存下降 18%，贸易商库存上升 2%。

【观点】PE 近期呈现供需双弱格局。供给端，PE 装置仍在集中检修季中，开工率维持低位，供给持续缩量；需求端，出口关税的暂时降低带动部分订单释放，但实际需求改善有限。同时，内需方面，低利润环境压制下游开工率，工厂按需拿货不愿囤积原料，整体需求持续偏弱。在供需双减的格局下，PE 预计维持区间震荡运行。

苯乙烯：涨后回调

【盘面回顾】EB2506 收于 7439 (-13)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5945 (+15)，苯乙烯现货 7875 (+160)，主力基差 436 (+173)

【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 22 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 18.64 万吨，较上一周期减少 2.62 万吨，环比减少 12.32%。

【南华观点】

纯苯：供应端石油苯方面装置开停互显，开工率小幅波动；加氢苯受山东荣信、河北荣特和濮阳欧亚等装置重启影响开工率明显提升。五大下游中己内酰胺在产装置提负，开工率上升 3.1%，己二酸开工率较上周期持平，其余三大下游苯乙烯、苯酚、苯胺开工率均下滑，总体对纯苯需求继续下滑。本周纯苯供增需减，周度供需差明显缩小。华东港口库存小幅增加。绝对价格上本周基本回吐上周宏观利好以及苯乙烯带动带来的涨价，截至周五纯苯华东市场价回落至 6000 元/吨以下。市场消息显示本周有新的欧洲-中国纯苯成交，纯苯维持供增需减预期不变，基本面持续偏弱。

苯乙烯：供应端受恒力、浙石化苯乙烯大装置检修影响，供应下降。需求端，本周关税超预期下降的利好刺激退去，下游 3S 成交量大幅缩减，商谈明显转淡，报价下跌，综合库存较上周期基本持平。苯乙烯环节经过本轮涨价利润明显修复，纯苯苯乙烯现货价差一度逼近 2000 元/吨，利润驱使下利华益、盛虹均提前结束检修，计划于 5 月底 6 月初回归。供应增加预期下本周绝对价格有所回落，但是当前 5 下纸货处于交割尾期，短时港口仍是缺货的状态，空头补空需求支撑下后半周 5 下基差明显走强。供应增量兑现到港口累库仍需时间，短期苯乙烯价格有支撑，中长期来看苯乙烯即将进入需求淡季价格预计向下运行，可关注远月纯苯-苯乙烯价差做缩机会。

燃料油：依然坚挺

【盘面回顾】截止到夜盘收盘，FU07 报价 2992 美元/吨，升水新加坡 8 美元/吨

【产业表现】供给端：进入 5 月份，俄罗斯高硫出口-7 万吨，伊朗高硫出口-40 万吨，伊拉克-13 万吨，墨西哥出口-25 万吨，委内瑞拉-3 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+12 万吨，美国+24 万吨，进料需求环比增强，在发电需求方面，沙特进口+45 万吨，阿联酋+55 万吨，埃及+30 万吨，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、沙特和阿联酋进口增加，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 3520 元/吨，升水新加坡 16.1 美元/吨

【产业表现】供给端：5 月份科威特出口环比-7 万吨，阿联酋进口-5 万吨，中东供应-20 万吨，巴西-5 万吨，西北欧市场供应+7 万吨，非洲供应环比持-13 万吨，5 月份海外供应环小幅比缩量；需求端，5 月份中国进口+4 万吨，日韩进口-12.4 万吨，新加坡+62 万吨，马来西亚进口+12 万吨，新加坡进口增加；库存端，新加坡库存+211 万桶；ARA+1.4 万吨，舟山-2 万吨

【南华观点】5 月份海外市场，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，进入 6 月份国内排产计划增加，但丹格特炼厂检修推迟，LU 内外有继续收敛的驱动，短期向上驱动放缓，强势难以长期维持

沥青：偏强震荡

【盘面回顾】BU07 收于 3516 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-7.8%至 26.4%，华东-3%至 38.7%，中国沥青总的开工率-3.6%至 30.8%，山东沥青产量-3.8 至 13.9 万吨，中国产量-5.5 万吨至 52.9 万吨。需求端，中国沥青出货量+2.92 万吨至 27.4 万吨，山东出货+0.65 万吨至 7.16 万吨；

库存端，山东社会库存-0.5 万吨至 12.8 万吨和山东炼厂库存-0.1 万吨为 17.9 万吨，中国社会库存-1.7 万吨至 50.8 万吨，中国企业库存-1.7 万吨至 54.5 万吨。

【南华观点】从近端供需看，周度产量环比有所下降，同比增加 14.5%，需求端环比还在增

加，同比增加 21.5%，总库存去化 8.1 万吨，库存消费比继续走低；估值上看基差环比走弱，现货涨幅不及盘面，现实端的买气有所下降，盘面预期仍然较强，同时盘面裂解价差继续走强，整体估值还是在高位，目前尚未看到明确的转势信号；短期看进入雨季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，多头配置为主。

尿素：情绪转弱

【盘面动态】：周五尿素 09 收盘 1829

【现货反馈】：周末国内尿素行情整体偏弱松动，部分下跌 10-20 元/吨，山东、河南、河北等区域低价跌至 1800-1810 元/吨。另外受局部农业及集港消息支撑，山西大颗粒价格反弹 20-30 元/吨，现阶段市场情绪谨慎。

【库存】：截至 2025 年 5 月 22 日，中国尿素企业总库存量 91.74 万吨，环比+10.02 万吨，中国主要港口尿素库存统计 20.3 万吨，环比+4 万。

【南华观点】：预计尿素价格短期呈现震荡运行的格局。基本面来看，在投机性逐步走弱格局下，国内需求偏弱，部分工厂价格小幅下调。尿素贸易商报价伴随投机性减弱小幅下调。在国内基本面与政策共同抑制下，尿素上方空间较为有限。预计现货后续呈现震荡承压的状态。但下方空间来看，出口通道的放开或阶段性缓解基本面压力，对尿素价格形成支撑，尤其是伴随出口通道的逐步放开，或有阶段性的反弹。综上，尿素外在上有压制下有支撑的格局下，09 合约预计震荡。

玻璃纯碱：关注冷修预期变化

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1253，-2.57%

【基本面信息】

本周纯碱库存 167.68 万吨，环比周一-1.07 万吨，环比上周四-3.52 万吨；其中，轻碱库存 83.28 万吨，环比周一+1.46 万吨，环比上周四+0.41 万吨。重碱库存 84.40 万吨，环比周一-2.53 万吨，环比上周四-3.93 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，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。当前盘面压力持续，新投产能或逐步释放产量，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 1000，-1.77%

【基本面信息】

截止到 20250522，全国浮法玻璃样本企业总库存 6776.9 万重箱，环比-31.3 万重箱，环比-0.46%，同比+13.67%。折库存天数 30.6 天，较上期-0.4 天。

【南华观点】

现货整体维持弱势，且仍有降价预期。供应端保持点火与冷修并存的状态，日熔低位波动。当前玻璃累计表需超过-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。

纸浆：短期情绪，动力匮乏

【盘面回顾】截至 5 月 23 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘上涨 38 元至 5464 元/吨。夜盘上涨 12 元至 5476 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6285 元/吨，河北俄针报 5425 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4230 元/吨。

【核心逻辑】供应端上游部分浆厂检修及减量计划支撑纸浆盘面情绪，4 月份国内针叶浆及阔叶浆进口量环比减少，4 月份部分产浆国发运至中国纸浆量环比减少，供应端利多情绪升温。从今年整体纸浆价格驱动来看，需求端影响仍为主导，短期纸浆需求仍处于修复期，需求端明显的上涨驱动仍需等待。周度价格仍处下跌趋势中，纸厂利润被挤压，需求端对原料价格的上涨起抑制作用。周度国内纸浆港口库存增加，库存端对纸浆价格的压力仍在。整体来看，短期供应端利多情绪影响纸浆价格上涨，需求端仍弱稳表现，预计短期价格震荡走势为主。

烧碱：暂无明显驱动

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2457，-2.81%

【基本面信息】

截止到 5 月 22 日，据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 24.8 万吨（折百），环比上周减少 2.99%，同比增加 6.78%。本周各区域液碱库存压力均有缓解，西北地区因片碱价格上涨，区域内液碱出货情况亦有好转；华东地区因有企业停车检修，厂家出货压力缓解，库存水平下降；西南地区有企业降负荷检修，加之近日片碱到货价格上调，当地下游对液碱拿货积极性有所好转。山东地区液碱库存本周有 4.28 万吨（折百），因氧化铝需求积极，企业出货顺畅，库存水平降低。

【南华观点】

目前山东库存水平比较低，叠加后续 6 月上仍有不少检修，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）、宋霁鹏（Z0016598）、褚旭（Z0019081）、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 13515，-0.48%

【现货报价】昨日全国生猪均价 14.5 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 14.35、14.21、14.09、14.13、15.21 元/公斤，分别 +0.15、+0.00、+0.11、+0.00、+0.04 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：播种顺利

【盘面回顾】美豆继续播种顺利给予盘面压力，内盘跟随走弱。

【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】M91 关注基差情况。

棉花：反弹驱动仍偏弱

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨超 0.5%，美元走弱，特朗普称自 6 月 1 日起对欧盟直接征收 50% 的关税。上周五郑棉小幅收跌。

【外棉信息】据美国旱情最新监测数据显示，截至 5 月 13 日，全美约 8% 植棉区受旱情困扰，其中得州约 19% 植棉区受旱情困扰，较前一周均持平，各棉区旱情较为稳定。

【郑棉信息】新疆新年度植棉面积小幅增加，目前新棉多处于第四、五片真叶期，南疆少量已经现蕾，整体长势良好，近日新疆气温进一步回升，有利于新棉的生长，预计本周周初南疆和东疆仍有较大面积的大风天气，尤其是巴州地区，且新疆或迎来新的一波降温，或使得积温上升速度放缓，新棉生长进度或受其影响。近期随着中美关税的下调，下游出口订单走货略有好转，市场信心小幅回升，但整体增量有限，布厂负荷略有下调。

【南华观点】中美关税的下调有利于出口订单的流通，但增量有限，关注 13500 附近压力

情况，若订单持续性不佳，郑棉或仍承压运行，关注美国对外关税谈判情况。

白糖：维持弱势

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五收跌，市场趋于窄幅区间交投。

昨日夜盘，郑糖跟随原糖下跌，整体重心下移。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6170 元/吨。昆明中间商报价 5950 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、巴西一些甘蔗加工商正在密切关注糖和乙醇的价差，如果糖价继续下跌，油价从最低点复苏，他们可能开始生产更多的乙醇。

3、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。

4.随着云南收榨，24/25 榨季国内压榨结束，全国产量预期将达到 1020 万吨左右。

【南华观点】短期郑糖价格跟随外盘，整体走势弱于外盘。

苹果：跌势延续

【期货动态】苹果期货昨日下跌，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 4.8 元/斤，白水 70#以上客商统货 3.8 元/斤，静宁 75#以上半商品 6 元/斤。

【现货动态】端午节备货提振有限，时令水果冲击下，走货速度有限。山东农忙影响下包装数量有限，陕西货源集中在陕北，副产区基本清库。新季苹果方面，即将进入套袋期，整体套袋期有所推移，关注套袋数量。

【库存分析】钢联数据显示，截至 2025 年 5 月 21 日，全国主产区苹果冷库库存量为 170.85 万吨，环比上周减少 24.25 万吨，去库同比加快，处于近五年低位。

【南华观点】短期保持弱势，继续维持下降态势。

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，近期新疆气温有进一步回升，预计本周新疆或迎来新的一波降温，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 3 车，河北崔尔庄市场到货 7 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 23 日郑商所红枣期货仓单录得 8844 张，较上一交易日减少 14 张。据统计，截至 5 月 22 日，36 家样本点物理库存在 10668 吨，周环比增加 80 吨，同比增加 67.60%。

【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。