

金融期货早评

人民币汇率：秩序重构？

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1907，较上一交易日上涨 42 个基点，夜盘收盘报 7.1967。人民币对美元中间价报 7.1894，调贬 18 个基点。

【重要资讯】美联储会议纪要显示，本月稍早的会议上，美联储决策者普遍认为，经济面临的不确定性比之前更高，对待降息适合保持谨慎，等待特朗普政府关税等政策的影响更明朗，再考虑行动。而且，此次纪要中，联储决策者几乎全都表达了对关税长期推升通胀的担忧。继 4 月的上次会议纪要后，本次纪要中，联储官员再度警惕，联储货币政策委员会 FOMC 可能不得不在抗通胀和保就业之间做出“艰难的取舍”。

【核心逻辑】整体而言，人民币贬值压力最大的时刻或短暂告一段落，但不会有单方向大幅升值行情。具体分析如下：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现超跌迹象，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，随着中间价口子的放开给予了市场更多定价权，但以稳为主的思路仍是主要基调，预计短期内将呈现震荡升值态势。但当前中美经贸关系呈现“脆弱性缓和”特征，因此，升值幅度或较为有限。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：信息面较平淡，预计区间震荡

【市场回顾】

昨日股指震荡偏弱，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.08%。从资金面来看，两市成交额回升 110.24 亿元。期指均缩量下跌。

【重要资讯】

1、美联储会议纪要：不确定性更高适合谨慎降息，几乎全员提及通胀风险，重申恐有“艰难取舍”。

【核心逻辑】

虽然近期中美贸易摩擦有所缓，但国际环境变数仍多，且国内经济一直处于弱复苏状态，内需不足、价格下降等制约因素仍然存在，上行动力不足，本周公布的最新规模以上工业企业利润数据显示我国工业具有较强韧性和抗冲击能力，同时国内政策预期托底，对指数形成支撑，下方空间有限。短期在没有多空信息的刺激下，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

国债：赎回压力有限

【行情回顾】国债期货起开后全天震荡上行，午后一度翻红，尾盘小幅跳水，最终多数小幅收跌。午后利率持续走高，或与基金赎回传言有关。公开市场新做 2155 亿逆回购，日内到期 1570 亿，净投放 585 亿。资金方面，跨月压力逐渐显现，除银行间隔夜依旧在 1.4% 附近外，其余期限已经回升到 1.6% 上方，交易所资金利率接近 1.8%。短期内资金缺口是客观事实，但央行连续净投放呵护流动性的举措同样明显，资金紧张目前并不改变宽松预期

和政策信心。

【重要资讯】：1.为了进一步便利中外人员往来，中方决定扩大免签国家范围，自 2025 年 6 月 9 日至 2026 年 6 月 8 日，对沙特、阿曼、科威特、巴林持普通护照人员试行免签政策。上述四国持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友、交流、访问、过境不超过 30 天，可以免办签证入境。

【核心逻辑】全天来看债市依旧缺少主线，市场无序波动，关于短期的驱动和趋势前期聊了不少，当下也并没有什么变化，唯一的变动在于随着利率小幅上移，配置的性价比也越来越高。最近窄幅波动的行情对交易盘并不友好，但确实是配置资金逐渐建仓的机会。关于赎回，由于市场缺乏驱动，跌也跌不明白，各机构对于赎回的关注再次抬升，例如昨天周二午盘用 6 月银行 OCI 止盈来解释下跌，比如今天下午保险大规模赎回基金引发的利率上行。关于下午债基大规模赎回，主要集中在保险，而从利率债分歧指数来看，保险全天净买入，因此市场上传言头部保险机构清空表现不好的债基大概率是真的，没有波段的情况下，持有收益算上管理费还不如自己持现券，选择赎回也是呵护情理的。而如果是这个原因，后续资金也大概率会回流到债市，这跟之前因为趋势反转或者负 carry 引发的潜在赎回风险是两回事。而除此之外，近期不光有赎回传闻，也有买入传闻：传大行在不断买入短债，也有观点认为是为后续央行买债屯子弹。——这个个人认为是有可能的，从最近货政报告的措辞，以及此前金融时报援引央行买债的条件（集中发行后利率上行），重启买债可能并不太远。

【投资策略】：多头持有，多看少动

【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：马士基 6 月第二周开舱，报价有所下行

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格先偏震荡下行，午后大幅下挫。截至收盘，EC 各月合约价格均有所下降。

【现货市场】：根据 Geek Rate 所示，6 月 12 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 开舱报价为\$1280，较前一周开舱报价下降\$87，40GP 开舱报价为\$2140，较前一周开舱报价下降\$151，后日内各自上涨\$5 和\$10 至 1285 美元/TEU 和 2150 美元/FEU。

【重要资讯】：达飞宣布新增重返红海苏伊士通道航线，尽管该路线对整个行业而言依然充满不确定性。这家总部位于法国马赛的船公司已经敲定了其“印度-中东-地中海”航线（简称 MEDEX）的运营调整计划，计划从下个月起将相关船舶重新安排通过红海/苏伊士运河航行。

【南华观点】：昨日上午，盘面如预期震荡整理，期价略有回升；后随着马士基 6 月第二周开舱报价，且较第一周有所下行，引领期价再度下挫。对于后市而言，马士基第二周报价带来的影响可能有所持续，期价短期偏震荡的可能性较大。可继续关注欧线市场货量的实际情况。

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）、高翔（Z0016413）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：延续震荡调整 中长期维持看涨

【行情回顾】周三贵金属价格延续震荡调整，因美债 5Y 拍卖良好，且美联储会议纪要继续传递谨慎降息态度。周边美指与美债齐升，也一定程度抑制贵金属估值。周四亚盘早盘时段，贵金属市场一度快速回落，受美国法院叫停特朗普“解放日”贸易政策这一消息影响。最终黄金 2508 合约收报 3312.4 美元/盎司，-0.48%；美白银 2507 合约收报于 33.095 美元/盎司，-0.65%。SHFE 黄金 2508 主力合约收报 772.28 元/克，-0.59%；SHFE 白银 2506 合约收 8225 元/千克，-0.36%。

【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 97.8%，降息 25 个基点的概率为 2.2%；美联储 7 月维持利率不变的概率为 77.6%，累计降息 25 个基点的概率为 22%，累计降息 50 个基点的概率为 0.5%；美联储 9 月维持利率不变的概率 40.4%，累计降息 25 个基点的概率为 48.6%，累计降息 50 个基点的概率为 10.8%，累计降息 75 个基点的概率为 0.2%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 3.15 吨至 925.61 吨；iShares 白银 ETF 持仓维持在 14217.5 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 18 吨至 1006.3 吨；截止 5 月 23 日当周的 SGX 白银库存周减 85.9 吨至 1396.6 吨。

【本周关注】周四凌晨会议纪要显示，本月稍早的会议上，美联储决策者普遍认为，经济面临的不确定性比之前更高，对待降息适合保持谨慎，等待特朗普政府关税等政策的影响更明朗，再考虑行动。“新美联储通讯社”表示，联储暗示担心关税推升通胀，鉴于关税政策不确定性增加，联储重申需采取“谨慎态度”。周四凌晨公布的 5 年期美债拍卖亮眼，海外需求创历史最高，间接认购比例为 78.4%，这是 5 年期美债拍卖中有史以来最高的水平。间接竞标者通常由外国央行等机构通过一级交易商或经纪商参与竞标，是衡量海外需求的指标。美国一家联邦法院（美国国际贸易法院）周三阻止美国总统特朗普的“解放日”关税生效，裁定特朗普以贸易逆差等为由，援引《国际紧急经济权力法》征收全面关税，属于越权行为。特朗普政府在被联邦法院叫停贸易措施后，已提交上诉通知。接下来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。另周五夜盘国内因端午节假日休市。

【南华观点】中长线或偏多，短线延续震荡调整，日线看偏弱。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 3300，3365，强阻力 3440-3500 区域；支撑下移至 3200，3100；伦敦银支撑下移至 32.7，强支撑 31.6-32 区域，阻力 33，33.7，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】沪铜指数在周二维持震荡行情，报收在 7.76 万元每吨，成交 16.1 万手，持仓 53.7 万手，上海有色现货升水 150 元每吨。

【产业表现】中国有色金属产业月度景气指数监测模型结果显示，2025 年 4 月，中国有色金属产业景气指数为 44.6，较上月上升 1.2 个点。总体看，本月景气指数持续上升，处在

“正常”区间中部；先行指数 78.4，较上月上升 0.8 个点；一致指数为 71.0，较上月下降 0.7 个点。

【核心逻辑】铜价在近期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。

铝产业链：沪铝市场情绪偏谨慎

【盘面回顾】昨夜夜盘，沪铝收于 20070 元/吨，环比-0.40%，成交量为 5 万手，伦铝收于 2465 美元/吨，环比-0.80%，成交量为 2 万手，氧化铝收于 2948 元/吨，环比-1.90%，成交量为 35 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：上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，短期矿端干扰交易基本已经结束，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：日内美元指数走强压低锌价

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22210 元/吨，环比-0.54%。其中成交量为 162225 手较上一交易日减少 180952 手，而持仓则增加了 1439 手至 123007 手。现货端，0#锌锭均价为 22830 元/吨，1#锌锭均价为 22760 元/吨。

【产业表现】今日产业链保持稳定。

【核心逻辑】上一交易日，锌价主力合约受美元指数走强影响，偏弱运行。但是锌锭现货依旧挺价，为锌价提供了一定的支撑。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。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，锌价的空头逻辑兑现仍需要通过锌锭大量累库来实现。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，下游采购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：基本面与宏观整体偏空

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 119950 元/吨，大跌 2.1%。不锈钢主力合约日盘收于 12680 元/吨，下跌 1.32%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 124250 元/吨，升水为 2200 元/吨。SMM 电解镍为 123250 元/吨。进口镍均价调整至 122300 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28015 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 5690.91 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-0.8%。8-12%高镍生铁出厂价为 954 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-7.08%。纯镍上期所库存为 26955 吨，LME 镍库存为 200862 吨。SMM 不锈钢社会库存为 973900 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29554.5 吨。

【市场分析】

日内盘面午后大跌 2.1%，整体跌破 12 万关口。目前来看基本面与宏观层面均相对较弱，成本支撑短期或失效，新能源链路整体偏软的大环境或引导沪镍补跌，现阶段现货成交较为火热，或可关注基差机会。矿端菲律宾主要矿区逐步走出雨季影响，菲律宾矿价有所松动预期。镍铁报价目前持续回调，底部支撑仍存，但是受情绪影响短期影响有限。不锈钢方面短期持续疲软，不锈钢下游需求疲软以及库存的堆积仍然压制上行空间，印尼方面有多多个大厂减产消息流出，整体悲观情绪较浓。硫酸镍方日前价格企稳。宏观层面美欧贸易战仍在延续，日前美国消费者信心指数大增，增幅为四个月最高，美元指数走强预期增加，整体宏观环境偏弱。

锡：大幅回落，等待明确的消息

【盘面回顾】沪锡指数在周三午后出现大幅回落，报收在 25.7 万元每吨，成交 13.7 万手，持仓 5.2 万手。

【产业表现】云锡集团作为我国最大的锡金属生产、加工、出口企业，提前布局微米级焊料等“卡脖子”领域。其中，该公司的锡合金熔液临界点成形技术，可实现 80 微米 BGA 焊锡球量产，其生产线每秒可产数千颗锡球，25 公斤锡锭可转化为 8500 万颗精密焊球，产品应用于 CPU 芯片封装，500 万颗仅需家用调料瓶容载。此外，0.15 毫米超细焊锡丝技术填补了国内空白，支撑半导体靶材国产化。目前，云锡新材料已建成 40 余条生产线，年生产能力达 4 万吨。

【核心逻辑】锡价在周三午后出现的大幅下滑，暂时没有明确的市场消息。

【南华观点】持币观望。

碳酸锂:6 万关口震荡，下方还有空间？

【行情回顾】盘面高开低走突破 6 万，LC2507 合约收于 60380 元/吨，持仓量 28.36 万手，环比减少约 1 万手。现货锂辉石 6%精矿（CIF）平均报价 635 美元/吨，环比下降 5 美元/吨；电池级碳酸锂报价 60800 元/吨，日环比下降 100 元/吨；电池级碳酸锂现货基差报价 750 元/吨。

【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。供给端，锂矿货源充足且港口持续累库，部分锂矿贸易商不愿降价出货故放弃报价；锂盐厂停复产消息频出，技改企业增多以降低成本；当下锂矿与锂盐的库存双高，去库存进程缓慢。需求端，下游主动采购意愿薄弱，整体需求主要以刚性补货为主，整体需求环比持平。贸易商报价坚挺，基差维稳，成交寡淡。

【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】基本面依然偏弱，但随着碳酸锂价格的不断下探，供给端出现扰动的概率将会增多，空头获利平仓的概率也将上涨，所以最近盘面将有可能剧烈波动，注意持仓风险，

短期震荡区间：58000-63000。

工业硅&多晶硅:工业硅跌跌不休，多晶硅宽幅震荡

【行情回顾】今日硅产业链分化严重，工业硅期货 SI2507 合约收于 7340 元/吨，盘面增仓下行在破新低；多晶硅 PS2507 合约收于 35100 元/吨，低位震荡。工业硅通氧 553#（华东）均价 8500 元/吨，日环平；多晶硅 N 型致密料市场主流价格在 35500 元/吨，日环平；有机硅 DMC 平均报价企稳，刚需采购为主；铝合金市场进入需求淡季，市场成交一般。

【产业表现】工业硅市场整体供应宽松，开炉预期逐渐落地，随着后续大厂复产，供给端将再度承压。下游需求淡季，有机硅市场继续冷清，部分企业降负荷运行，后续有计划减产检修；多晶硅市场需求疲软，5 月份硅片排产不及预期，下游采购谨慎；铝合金市场整体平淡，后续铝合金期货上市将有可能提振铝合金市场。

【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，后续关注多晶硅减产情况和持仓状况。

【南华观点】工业硅基本面仍然偏弱，但持仓量突破历史新高，警惕空平引起的盘面波动；多晶硅基本面仍然偏弱，警惕 PS06 交割逻辑蔓延至 PS07 合约。

铅：美元指数走强，铅价维持弱势运行

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16705 元/吨，环比-0.71%，其中成交量为 32697 手相较昨日减少 4123 手，而持仓量则增加 2957 手至 49021 手。现货端，1#铅锭均价为 16575 元/吨。

【产业表现】西北地区某大型再生铅炼厂，计划 6 月上旬点火烘炉，复产初期日产量约为 500-700 吨。本周，某华中地区原生铅冶炼厂小幅提产，日产量增加 50-100 吨，此前尚未满产。

【核心逻辑】从基本面来看，近期基本面逻辑维持不变。原生铅方面，电解铅产量延续小降趋势，但开工率稳中有升，但近期受冶炼厂复产提产影响，产量或有上升但对整体供给端影响有限。再生铅方面，其因废铅蓄电池价格上涨与货源有限导致部分炼厂减产，同时受成本影响价格坚挺。需求端，5 月处于电瓶消费淡季，下游采买意愿偏弱。展望未来，短期内铅价支撑力度较强，在供需双弱的情况下，宏观的不确定性会成为铅价波动的主要因素。

【南华观点】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）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：去库放缓

【行情回顾】弱势震荡

【信息整理】1.据钢谷，本周建材供需双减，热卷供增需减，库存去化均放缓。

2.昨日焦炭提降第二轮落地。

【南华观点】从高频数据来看，建材表需呈现季节性下滑，热卷乐从与张家港加工量也呈现明显季节性下降，乐从冷热价差在关税缓和后回升目前又迅速降至低位，抢出口订单不是很强，据市场反馈，关税缓和后主要是前期空单回补，新增订单较少。由于钢厂前期接的订单量较好，以及长流程钢厂利润仍不错，目前铁水产量处于高位震荡。但是考虑到钢材需求已有走弱迹象，高铁水后续或呈现逐步下滑，而铁矿或进入到季节性冲量期，焦煤库存高企，原料成本下移或将形成钢材价格下行压力。综合来看，盘面上行驱动不强，下行风险增加，策略上仍建议反弹偏空。

铁矿石：淡季需求走弱

【盘面信息】铁矿 09 弱稳，收在 700 以下。

【信息整理】据百年建筑调研，截至 5 月 27 日，样本建筑工地资金到位率为 58.87%，周环比下降 0.02 个百分点。其中，非房建项目资金到位率为 60.48%，周环比下降 0.02 个百分点；房建项目资金到位率为 50.8%，周环比持平。本期资金到位率连续两周下降，下降的项目为非房建类，房建项目持稳。细分看，市政类项目资金到位状况同比走弱，高速、桥梁等项目资金到位有推进。临近年中，部分项目陆续进入催回收款阶段。

【南华观点】需求下滑引发市场预期的走弱，黑色价格大幅下行。国内需求和海外需求皆有所回落。内需在钢材需求转淡季后，北方高温和南方多雨，叠加资金环比走弱的环境下需求走弱；外需方面，抢出口有走弱的迹象，中国发往美国的集装箱数量边际回落。美国的进口需求不及预期。在需求走弱的现实和预期的共振下，预计工业品承压的状态持续。铁矿石目前基本面尚可，但市场未来预期悲观。高铁水产量不可维持，需求内外皆转弱，钢厂减产和检修增多。铁矿石价格跌破了前期多头支撑线，震荡状态恐难维持，价格可能往前低运行。

焦煤焦炭：二轮提降全面落地

【盘面回顾】周三双焦转弱，盘面向下突破

【信息整理】

1. Mysteel 煤焦：28 日河北、山东市场钢厂对焦炭采购价下调，湿熄降幅 50 元/吨，干熄降幅 55 元/吨。
2. 2025 年全国高考、中考即将来临。据 Mysteel 不完全统计，截至 5 月 28 日共有 27 个城市发布了建筑工地停工最新政策。
3. 财政部：2025 年 4 月，全国发行新增债券 2534 亿元。1-4 月，全国发行新增地方政府债券 14927 亿元。
4. 美国贸易法庭当地时间周三阻止特朗普的“解放日”关税生效，裁定特朗普对贸易逆差国家实施全面进口税的行为越权。特朗普政府可以向联邦法院对该裁决提出上诉。

【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，本周铁水产量明显下滑，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：二轮提降正式开启，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：需求疲弱，成本下移

【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，但铁水产出量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）及助理分析师张炫（F03118257）、陈敏涛（F03118345）提供。

能化早评

原油：多空交织，关注 OPEC 会议结果

【原油收盘】截至昨日收盘，NYMEX 原油期货 07 合约 61.84 涨 0.95 美元/桶，环比+1.56%；ICE 布油期货 07 合约 64.90 涨 0.81 美元/桶，环比+1.26%。中国 INE 原油期货主力合约 2507 跌 3.8 至 453.6 元/桶，夜盘涨 3.8 至 457.4 元/桶。

【市场动态】从消息层面来看，一是，利比亚东部政府表示，可能宣布对油田和港口的不可抗力，原因是“对国家石油公司的多次袭击”。二是，据欧佩克代表透露，欧佩克+将 7 月产量决策会议调整至 5 月 31 日（原定于 6 月 1 日召开），讨论 7 月增产计划并敲定 2027 年生产基准。三是，特朗普：伊朗协议可能在未来几周内达成。并警告以色列总理内塔尼

亚胡不要对伊朗采取行动。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。美伊和谈有望取得关键性进展；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、美伊和谈进展以及美国关税的反复左右短期油价，油价波动加剧。

PTA-PX：聚酯额外增产呼声再起，关注实际兑现情况

【PTA 观点】近期 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】近期 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 68.7 万吨，环比上期减少 5.6 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，但上周部分到港延迟与转港，周一港口显性库存去库 5.6 万吨。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；上周总体表现抗跌，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】：周三甲醇 09 收于 2173

【现货反馈】：周三远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 09+35

【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】：甲醇本周继续下行，但 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，偏弱震荡看待。

PP：弱势持续

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 6896 (-33)。

【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】盘面下跌持续，但现货表现偏硬，基差小幅走强。6 月 PP 预计呈供增需弱格局。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：偏弱运行

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 6972 (-35)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6980 元/吨 (-40)，华东现货价格为 7070 元/吨 (-50)，华南现货价格为 7250 元/吨 (-50)。

【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】近期盘面持续走弱，上游降价出货对盘面形成进一步拖拽。从基本面看，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。

苯乙烯：基差回落

【盘面回顾】EB2507 收于 7068 (-99)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5775 (-100)，苯乙烯现货 7630 (-315)，主力基差 562 (-216)

【库存情况】截至 5 月 26 日，江苏纯苯港口库存 14.3 万吨，较上期环比增加 11.72%。截至 2025 年 5 月 26 日，江苏苯乙烯港口库存 7.46 万吨，较上周期增加 1.47 万吨，幅度 44.19%；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。上周纯苯供增需减，周度供需差明显缩小。绝对价格上周基本回吐前一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。市场消息显示近期有新的欧洲-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。最新数据显示华东主港纯苯明显累库，纯苯价格偏弱运行。

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，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，利润驱动下利华益、盛虹均提前结束检修，计划于 5 月底 6 月初回归。供应增加预期下绝对价格有所回落。5 下纸货交割结束，昨日基差回落。供应增量兑现到港口累库仍需时间，短期苯乙烯价格或有支撑，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】截止到昨日收盘，FU07 收于 2986 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】截止到昨日收盘，LU07 收于 3469 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：降雨冲击需求

【盘面回顾】BU07 收于 3481 元/吨

【现货表现】山东地炼沥青价格 3640 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；短期南方普遍降雨对下游需求或造成一定冲击，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，回调多配为主。

玻璃纯碱：低位下，关注供应边际变化

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1215，-1.3%

【基本面信息】

国内纯碱厂家总库存 160.23 万吨，较周四减少 7.45 万吨，跌幅 4.44%。其中，轻质纯碱 81.16 万吨，环比降 2.12 万吨，重质纯碱 79.07 万吨，环比减少 5.33 万吨。

【南华观点】

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 1009，-2.13%

【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】

低价下，供应扰动增加，保持跟踪，关注冷修预期的变化。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。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：外盘调降

【盘面回顾】截至 5 月 28 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘上涨 52 元至 5326 元/吨。夜盘下跌 20 元至 5306 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6225 元/吨，河北俄针报 5305 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4120 元/吨。

【核心逻辑】昨日纸浆期货 07 主力合约价格震荡走势，持仓量增加，以多头增仓占优。技术上看，日 K 线收阳线实体，小级别均线系统粘合，短线价格重心持平。加拿大 2025 年 5 月漂白针叶浆狮牌外盘报价：雄狮 730 美元/吨，对比上一轮调降 90 美元；金狮 780 美元/吨，比对上一轮调降 60 美元。昨日山东木浆市场针叶浆意向成交价格区间为 5280-6650 元/吨；进口阔叶浆市场成交有限，阔叶浆意向成交价格区间为 4080-4200 元/吨。短期纸浆外盘价格调降，市场信心偏弱，从近两年内外盘价格联动情况来看，内盘价格相对领先，预计市场情绪短期维持。周度国内纸浆港口库存小幅调降，绝对值仍处于近年同期高位，成品纸价格偏弱，纸厂利润偏低，预计短期纸浆价格震荡为主。

烧碱：偏震荡对待

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2456，0.29%

【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 13560，较昨日收平。

【现货报价】昨日全国生猪均价 14.51 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 14.68、14.21、14.28、14.41、15.27 元/公斤，分别 +0.03、+0.00、-0.03、-0.01、+0.00 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】

猪价整体稳定，部分屠宰企业宰量小幅增加，另外少量二育入场，成交尚可。南方受端午支撑，部分地区中大猪出栏情况较前期有所改善；但近期市场供强需弱格局较难改变，尤其大猪，缺乏利好支撑价格持续走高，预计价格仍小幅频繁震荡。破位下行，易跌难涨。

油料：假期前注意回调风险

【盘面回顾】外盘美豆震荡收跌；内盘估值修复至区间上沿。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，美豆盘面修复，巴西贴水窄幅震荡，内盘估值修复后榨利得到提升，但四季度仍未有产地报价。到港方面看，5月1300万吨，6月1150万吨，7月1150万吨，8月950万吨，二、三季度供应仍偏充裕，但四季度买船缺口仍存。对于国内豆粕，现货端基差继续维持弱势，预计后续现货压力更多体现在基差方面，盘面由于多头预期无法证伪而表现较现货偏强；目前油厂豆粕库存由于下游提货较多而表现底部维稳，但后续大豆集中到港压力仍对三季度豆粕价格形成压制。从需求端来看，下游继续以执行前期合同为主，随用随买情绪延续，叠加二育入场受限，备货积极性不佳。菜粕端来看，现实供应压力在仓单注册月结束后，盘面迎来小幅反弹；后续月均菜籽船期进口量20-40万吨左右，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】外盘继续关注美豆种植情况，6月后即将迎来天气炒作季；内盘由于现实供应压力持续压制粕类盘面价格，而多头天气市炒作与贸易战供应缺口预期无法证伪，整体看盘面处于低估值但等待驱动过程中。

【策略观点】短空长多。

玉米&玉米淀粉：弱势反弹

玉米&淀粉：弱势反弹

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收跌，美国玉米种植率低于市场预期和历史均值。

大连玉米淀粉低位反弹

【现货报价】玉米：锦州港：2290 元/吨，+0 元/吨；蛇口港：2410 元/吨，+0 元/吨；哈尔滨报价 2150 元/吨，+0 元/吨。淀粉：黑龙江报价 2650 元/吨，+0 元/吨；山东报价 2870 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】东北玉米价格平稳运行，贸易商低价售粮意向暂显一般，但目前部分饲料企业采购小麦的积极性偏高，产区玉米购销活跃度稍显一般。昨日销区市场玉米价格稳定运行。港口贸易商报价暂时稳定，下游饲料企业提货以前期订单为主，新签订单多为新赛季小麦，港口库存逐步消化。

华北地区玉米价格整体稳中偏弱运行。山东贸易商继续出货，加上东北货源补充，深加工玉米到货量今日增加，部分企业价格窄幅下调。河北、河南价格维持相对稳定。

淀粉方面：华北地区企业成交平淡，下游刚需采购为主，市场议价成交为主，减产检修企业增加或对价格有一定支撑。华南地区玉米淀粉成交价格变化较大，成交异动明显，短期内东北货源竞价签售的态势较浓，预计玉米淀粉价格近期议价为主。行业开机连续下滑，下游淀粉糖需求好转，行业库存略有下滑，但企业生产仍处亏损区间。

【南华观点】玉米价格窄幅震荡，关注短线下压力位。

棉花：反弹驱动不足

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅下跌，美元反弹且得州迎来降雨。隔夜郑棉下跌超 0.5%。

【外棉信息】据美国农业部统计，截至 5 月 25 日，全美棉花播种进度 52%，同比落后 5 个百分点，较近五年平均水平落后 4 个百分点，同时全美现蕾率 3%，同比落后 1 个百分点，较近五年平均水平落后 1 个百分点，其中得州播种进度 47%，现蕾率 4%，同比均小幅落后。

【郑棉信息】在目标价格补贴政策支持下，新疆农户植棉积极性良好，新棉整体种植面积有所增加，目前新疆新棉大部分处于第四、五真叶期，南疆少量开始现蕾，整体长势良好，本周新疆或重新迎来降温天气，或影响新棉生长进度。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，在订单持续性不佳下，郑棉或有回落，关注美国对外关税谈判情况。

白糖：原糖再创新低

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三跌至四年来最低，因全球供应改善。

昨日夜盘，郑糖跟随原糖下跌，短期走势延续跌势。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6140 元/吨。昆明中间商报价 5890-6030 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 157.23 万吨，日均出口 9.83 万吨，较上年 5 月减少 26%。

2、近期干燥的天气令巴西料提振巴西收成，一家机构预估，巴西 25/26 榨季产量将在 6.65 亿吨，与上次预估持平。

3、印度迎来最早季风雨，比往年提前两周左右，为 1950 年以来最早季风雨。

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：反弹承压

【期货动态】苹果期货昨日小幅上涨，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，近日新疆产区气温或重新回落，关注后续温度变化对枣花的影响，预计五月底或六月上旬进入环割坐果阶段。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 2 车，河北崔尔庄市场到货 8 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 28 日郑商所红枣期货仓单录得 8799 张，较上一交易日减少 56 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】当前产区未有明显异动，新季红枣长势良好，下游销区供应充足，走货平平，预计红枣价格或维持震荡偏弱运行，关注 8600 附近支撑情况，关注新疆产区天气变动。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、戴鸿绪（Z0021819）、陈嘉宁（Z0020097）及助理分析师朱天择（F03143224）、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。