

金融期货早评

人民币汇率：人民币偏强平稳运行

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1916，较上一交易日下跌 9 个基点，夜盘收报 7.1865。人民币对美元中间价报 7.1907，调贬 13 个基点。

【重要资讯】1) 美国联邦上诉法院暂停一项阻止特朗普征收全球关税的裁决，对于暂停期是否会进一步延长，法院尚在考虑之中。2) 商务部回应中美经贸磋商新动向表示，中美日内瓦经贸会谈以来，双方在多个层级就经贸领域各自关切保持沟通。

【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：外围变数仍存，上行持续性有待观察

【市场回顾】

昨日股指集体收涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.59%。从资金面来看，两市成交额上涨 1754.72 亿元。期指均放量上涨。

【重要资讯】

1、特朗普政府撤回一城：本准备打到最高院，后上诉法院批准请求，暂时恢复关税政策。据周四稍早披露的美国司法部文件，若联邦上诉法院不叫停阻止关税的裁决，特朗普政府将最早本周五将此案提交最高法院。

【核心逻辑】

昨日开盘前外围传出利好，美国贸易法庭作出阻止特朗普全球关税的裁定，或预示着贸易战将出现转机，受此影响，股指放量大涨，中小盘股指反弹幅度更大。随着贸易战出现新变化，外围风险减弱，期指基差贴水均有所收敛，市场情绪回暖，短期股指预计将转强，但目前还未能确定贸易战就此结束，海外变数仍存，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，上行持续性有待观察，当前 IM 基差历史分位仍处于低位，短期可适当做多。

【南华观点】短期可适当做多 IM

集运：美国法院叫停特朗普关税政策，宏观情绪利好

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格高开后短暂回落，后震荡上行。截至收盘，EC 各月合约价格均有所回升。

【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 总报价为\$1364，较同期前值回升\$79，40GP 总报价为\$2297，较同期前值回升\$147。

【重要资讯】：当地时间 5 月 28 日，央视记者获悉，美国国际贸易法院阻止了美国总统特

朗普在 4 月 2 日“解放日”宣布的关税政策生效，并裁定特朗普越权，对向美国出口多于进口的国家征收全面关税。据报道，这项裁决暂停了特朗普对中国征收的 30%关税、对从墨西哥和加拿大进口的部分商品征收的 25%关税，以及对大多数美国进口商品征收的 10%的普遍关税。然而，该裁决并不影响对汽车、汽车零部件、钢铁或铝征收的 25%关税。

【南华观点】：昨日期价高开上行最主要的利好因素来自于美国国际贸易法院阻止了美国总统特朗普在 4 月 2 日“解放日”宣布的关税政策生效，暂停了特朗普对中国征收的 30%关税，从宏观角度利好于 EC 价格。此外，马士基 6 月第二周开舱报价虽低于前一周，但在一天内连续十次上调该周报价，同样从现货角度对期价存在一定利好。对于后市而言，宏观情绪的利好短期可能仍然存在，集运期价总体偏震荡或略偏震荡上行的可能性较大。

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：美关税政策峰回路转 贵金属价格先抑后扬

【行情回顾】周四贵金属价格先抑后扬，整体维持震荡，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，但仅到周五凌晨 3:00 左右，美国上诉法院就恢复了关税，且周四夜盘市场已经有所预期定价，叠加特朗普邀请会见鲍威尔，亦引发美联储“独立性担忧”，最终黄金 2508 合约收报 3342.6 美元/盎司，+0.61%；美白银 2507 合约收报于 33.44 美元/盎司，+0.84%。SHFE 黄金 2508 主力合约收报 764.32 元/克，-0.81%；SHFE 白银 2508 合约收 8224 元/千克，+0%。

【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 96.2%，降息 25 个基点的概率为 3.8%；美联储 7 月维持利率不变的概率为 75.3%，累计降息 25 个基点的概率为 23.9%，累计降息 50 个基点的概率为 0.8%；美联储 9 月维持利率不变的概率 33.5%，累计降息 25 个基点的概率为 52.4%，累计降息 50 个基点的概率为 13.6%，累计降息 75 个基点的概率为 0.5%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 4.59 吨至 930.2 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 86.25 吨至 14303.75 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 29.6 吨至 1035.9 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】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，之后美国联邦上诉法院批准了特朗普政府的请求，美国联邦巡回上诉法院发布的中止令暂时中止了阻止特朗普政府推行全球关税的裁决，同时正在考虑更长时间停止执行该裁决，并要求特朗

普政府和国际贸易法院双方，在 6 月初以前，就阻止关税的问题提供书面辩护文件。另外，美联储主席鲍威尔会见特朗普讨论经济发展，美联储表示，应美国总统邀请，鲍威尔在白宫会见了总统，讨论了经济发展，包括增长、就业和通货膨胀；鲍威尔没有讨论他对货币政策的预期，只是强调政策路径将完全取决于即将到来的经济信息及其对前景的意义；鲍威尔表示，他和联邦公开市场委员会的同事们将根据法律要求制定货币政策，以支持最大限度的就业和稳定的价格，并将完全基于仔细、客观和非政治的分析做出这些决定。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，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 33，32.7，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】沪铜指数在周四维持震荡行情，报收在 7.78 万元每吨，成交 16.1 万手，持仓 54.1 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：氧化铝承压运行

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 20110 元/吨，环比-0.15%，成交量为 6 万手，伦铝收于 2450.5 美元/吨，环比-0.73%，成交量为 2 万手，氧化铝收于 2954 元/吨，环比+0%，成交量为 29 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，氧化铝厂利润空间恢复促进停产企业复产，未来供应压力增加。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，但由于目前停产企业复产，按现在速度推算，去库已接近尾声，叠加今日部分地区现货成交价开始回落，氧化铝承压运行，关注氧化铝产量变化。

【南华观点】铝：高位震荡，氧化铝：承压运行

锌：窄幅震荡，上方压力仍存

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22495 元/吨，环比+1.27%。其中成交量为 184818 手较上一交易日增加 22593 手，而持仓则减少 3627 手至 119380 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】据 SMM 了解，近期国内西南某矿山 6 月锌矿招标价格为 3600 元/金属吨，环比上涨 60 元/金属吨，SMM 将持续关注后续加工费变化。

【核心逻辑】上一交易日，锌价窄幅震荡。现货商依旧挺价，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，锌锭进口窗口暂时关闭。本周进口锌精矿有了一定的增量，同时 TC 也有走强的迹象，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，下游采买的积极性还是不足的。同时伴随着端午假期逼近以及传统的消费淡季，需求端较为疲软。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：短期或维持宽幅震荡走势

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 120480 元/吨，下跌 0.63%。不锈钢主力合约日盘收于 12690 元/吨，下跌 0.39%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 122625 元/吨，升水为 2500 元/吨。SMM 电解镍为 121525 元/吨。进口镍均价调整至 120375 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27915 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 7211.36 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 0.4%。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】

日内盘面持续底部震荡，市场情绪低落受印尼端配额增长至 3.2 亿消息影响较多，但是目前该消息尚未得到完全证实。短期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。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，国内和印尼方面有部分大厂减产消息流出，影响 200 系与 300 系产量偏多，具体影响也相对滞后。硫酸镍方日前价格微跌。日内外盘有一定回调，后续可持续关注外盘走势。

锡：大幅回落，等待明确消息

【盘面回顾】沪锡指数在周三午后出现大幅回落，周四保持稳定，报收在 25.7 万元每吨，成交 13.8 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，或与缅甸锡矿复产进度相关。

【南华观点】持币观望。

碳酸锂:逐渐步入震荡区间

【行情回顾】盘面震荡下跌，LC2507 合约收于 58860 元/吨，持仓量 28.75 万手，环比增加 3899 手。现货锂辉石 6%精矿（CIF）平均报价 630 美元/吨，环比下降 5 美元/吨；电池级碳酸锂报价 59600 元/吨，日环比下降 1200 元/吨；电池级碳酸锂现货基差报价 650 元/吨，部分报价走弱。

【产业表现】宏观层面的扰动因素正逐步减弱，下游排产未见明显增量。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 7215 元/吨；多晶硅 PS2507 合约收于 35280 元/吨，宽幅震荡。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：窄幅震荡，节前观望

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16750 元/吨，环比+0.27%，其中成交量为 37075 手相较昨日增加 4378 手，而持仓量则减少 3025 手至 45996 手。现货端，1#铅锭均价为 16575 元/吨。

【产业表现】据了解，截至5月29日，SMM铅锭五地社会库存总量至4.94万吨，较5月22日减少约900吨；较5月26日增加0.6万吨。

【核心逻辑】今日铅价维持震荡运行。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，受废电瓶价格偏弱影响导致回收商惜价出售，短期供应偏紧，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，同时濒临节前，需求端较为疲软。展望未来，短期内铅价支撑力度较，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】窄幅震荡，观望为主。

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：成本支撑不断下移

【行情回顾】近期持续破今年新低

【信息整理】1. 美国联邦巡回上诉法院29日批准特朗普政府的请求，暂时搁置美国国际贸易法院此前做出的禁止执行特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》对多国加征关税措施的行政令的裁决。

2. 据调研，截止5月29日共有7家山东钢厂初步确认了全年新生产计划，调整后粗钢产量5563万吨，较去年同期下降350万吨左右。

3. 本周Mysteel五大钢材品种供应880.85万吨，周环比升8.41万吨，增幅为1%。五大钢材总库存1367.5万吨，周环比降31.04万吨，降幅2.2%；五大品种周消费量为911.89万吨，其中建材消费环比降3.5%，板材消费环比升3.5%。

4. 本周247家日均铁水241.91-1.7；盈利率58.87-0.9%。

【南华观点】美国关税政策反复，对市场情绪与预期造成扰动，但是黑色趋势不是由关税增缓来改变，目前是原料供应大过剩持续推动价格下行。从基本面来看，本周五大材延续去库，钢材自身压力不大，但是淡季来临，需求面临季节性回落，高铁水难以维系，铁水产量近期呈现明显下滑，对原料需求缩减，推动原料价格持续下移，进而导致成材成本端支撑不断弱化。尽管成材库存处于季节性低位，但是整个产业链预期包括宏观氛围均偏悲观，库存低是悲观预期下的主动行为，难以形成向上驱动，盘面反弹偏空思路不变。

铁矿石：关注反弹压力

【盘面信息】铁矿09反弹，在多头趋势性位置715附近有压力。铁矿石的back结构在走深。

【信息整理】1. 2025年5月28日，美国国际贸易法院裁定特朗普无权依据IEEPA单方面征收关税。如果该判决严格被执行，则所有基于IEEPA的关税都将被取消，其中包括所有国家的10%或更高的对等关税，以及针对中国的芬太尼关税，但不涉及针对钢铝、汽车的“232关税”。

2.根据 mysteel，本期五大材产量需求皆增加。

【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，关注反弹上方压力。

焦煤焦炭：焦煤现货加速下跌

【盘面回顾】周四双焦震荡下跌

【信息整理】

1. Mysteel 煤焦：29 日河北市场冶金焦价格暂稳运行，当前焦企开工暂稳，整体看开工率仍在高位，焦炭出货较为积极，整体市场情绪一般。有部分钢厂计划协商下调一级焦基价，降幅 20 元/吨，6 月 1 日起执行。
2. 美国一季度 GDP 增速小幅上修至-0.2%。美国至 5 月 24 日当周初请失业金人数 24 万人。
3. 本周五大钢材品种供应 880.85 万吨，周环比升 8.41 万吨，增幅为 1%。五大钢材总库存 1367.5 万吨，周环比降 31.04 万吨，降幅 2.2%；五大品种周消费量为 911.89 万吨，其中建材消费环比降 3.5%，板材消费环比升 3.5%。
4. 美国联邦巡回上诉法院 29 日批准特朗普政府的请求，暂时搁置美国国际贸易法院此前做出的禁止执行特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》对多国加征关税措施的行政令的裁决。
5. 截止 5 月 29 日共有 7 家山东钢厂初步确认了全年新生产计划，调整后粗钢产量 5563 万吨，较去年同期下降 350 万吨左右。

【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，口岸通关车数维持高位，监管区库存堆积。

焦炭：二轮提降全面落地，短期焦煤持续让利，焦企减产驱动不强。钢厂盈利率良好，铁水减产拐点或已出现，考虑到当下钢厂利润良好，铁水进一步下滑的空间有限，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，预计价格重心维持偏弱运行。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）及助理分析师张泫（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 60.94 跌 0.90 美元/桶，环比-1.46%；ICE 布油期货 07 合约 64.15 跌 0.75 美元/桶，环比-1.16%。中国 INE 原油期货主力合约 2507 涨 8.0 至 461.6 元/桶，夜盘跌 9.1 至 452.5 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，EIA 报告 5 月 23 日当周，除却战略储备的商业原油库存减少 279.5 万桶至 4.4 亿桶，降幅 0.63%；当周美国战略石油储备库存增加 82.0 万桶至 4.013 亿桶，增幅 0.2%。

【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：关税变数再起，偏强运行

【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，织机与纱厂负荷微幅上调，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】：周四甲醇 09 收于 2214

【现货反馈】：周四远期部分单边出货，套利买盘为主，基差 09+45

【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】：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：弱势持续

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 6918 (+25)。

【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】昨天日盘受宏观消息扰动出现上涨，夜盘涨幅回吐。从基本面看，6 月 PP 预计呈供需弱格局。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 7025 (+53)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7000 元/吨 (+20)，华东现货价格为 7100 元/吨 (+30)，华南现货价格为 7250 元/吨 (0)。

【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出于高位，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】昨天日盘受宏观消息扰动出现上涨，夜盘上涨回吐。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：宏观扰动，盘面拉涨

【盘面回顾】EB2507 收于 7226 (+158)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5855 (-+80)，苯乙烯现货 7820 (+200)，主力基差 594 (+32)

【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。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。昨日宏观事件扰动，特朗普关税被美法院叫停，油价上涨带动油系化工品一同上涨，短期不确定性增加，临近假期建议观望为主。

燃料油：依然坚挺

【盘面回顾】截止到昨日收盘，FU07 收于 3052 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 3558 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：降雨冲击需求

【盘面回顾】BU07 收于 3514 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：关注供给扰动

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1203，-0.99%

【基本面信息】

本周纯碱库存 162.43 吨，环比周一+2.20 万吨，环比上周四-5.25 万吨；其中，轻碱库存 81.83 万吨，环比周一+0.67 万吨，环比上周四-1.45 万吨，重碱库存 80.60 万吨，环比周一+1.53 万吨，环比上周四-3.80 万吨。

【南华观点】

价格趋势性下跌，关注供给扰动。5 月常规检修看，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。6 月仍有部分检修。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 985，-2.38%

【基本面信息】

截止到 20250529，全国浮法玻璃样本企业总库存 6766.2 万重箱，环比-10.7 万重箱，环比-0.16%，同比+14.06%。折库存天数 30.4 天，较上期-0.2 天。本周华北地区整体出货平平，各厂家情况存在差异，整体库存增长。本周华东地区浮法玻璃市场整体库存微幅上涨，部分企业近日出货较周初略有好转，但需求跟进偏弱，加之外围低价货源冲击，企业整体出货明显受限。华中市场本周企业出货不一，个别企业产销较高带动整体库存下降，多数企业库存微幅上涨。华南区域部分企业月底冲量叠加个别企业部分规格品种价格松动，出货较高下带动区域库存整体有所下滑。

【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：短线情绪调整

【盘面回顾】截至 5 月 29 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘上涨 166 元至 5492 元/吨。夜盘下跌 10 元至 5482 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6200 元/吨，河北俄针报 5375 元/吨。阔叶浆：山东金鱼报 4125 元/吨。

【核心逻辑】昨日纸浆期货 07 主力合约价格上涨走势，持仓量增加，以多头增仓占优。技术上看，日 K 线收阳线实体，价格高点贴近布林带上沿，短线上行动能偏强。昨日进口木浆现货市场价格涨跌互现，部分地区进口针叶浆品牌价格上涨 20-90 元/吨，山东、江浙沪地区银星价格松动 30-50 元/吨，与业者出货意向增加有关；进口阔叶浆现货市场业者不愿低价走货，部分牌号现货价格上涨 20-50 元/吨。据悉，APP 宣布调涨阔叶浆报盘 20 美元/吨，本次价格调涨主要由于市场需求旺盛，导致 APP 已提前售罄 8 月前的纸浆订单。短线盘面利多情绪酝酿，现货跟涨情况一般，现货成交观望。由于前期 APP 报价相对较低，预计此次价格回补所影响的情绪动能有限，价格偏于震荡。

烧碱：近端现货坚挺

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2479，0.94%

【基本面信息】

5 月 29 日，山东氧化铝用 32%离子膜碱上调 20 元/吨，当地氧化铝主流企业用 32%离子膜液碱价格自 5 月 30 日执行现金出厂 840 元/吨。

【南华观点】

烧碱近端矛盾有限，供应端检修叠加近端需求偏强，对现货有支撑。但中期看，市场逻辑或逐步切换到检修复产以及三季度投产预期上来，需求虽有增量但不足以扭转格局，且非铝等下游对高价烧碱的接受度有限。烧碱上方高度有限，或等待现货端出现走弱迹象后逢高布局空单。

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 13640，日环比+0.59%。

【现货报价】昨日全国生猪均价 14.49 元/公斤，较昨日-0.07 元/公斤，其中河南、湖南、

辽宁、四川、广东五省生猪均价分别为 14.61、14.34、14.19、14.24、15.47 元/公斤，分别 -0.07、+0.13、-0.09、-0.17、+0.2 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】

整体来看，市场猪源仍有存量，消费延续淡季表现，受端午节临近及月初集团企业出栏量或小幅缩减影响，节日期间价格有望出现阶段性偏强。破位下行，易跌难涨。

油料：假期注意回调风险

【盘面回顾】外盘美豆油带跌美豆；内盘震荡偏弱。

【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&淀粉：震荡偏弱

玉米&淀粉：震荡偏弱

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货收跌，天气良好南美竞争激烈。

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：黑龙江绥化报价2650元/吨，+0元/吨；山东枣庄报价2880元/吨，+0元/吨。

【市场分析】黑龙江西部主流玉米价格略有上涨，贸易商低价售粮意向一般，报价因此稍稍上扬，少部分深加工企业收购价格也有所上调。华北地区玉米价格整体稳中偏弱运行。本地贸易商继续出货变现，但市场供应相对平衡，并未出现集中售粮的情况，同时东北货源继续补充华北市场。深加工企业根据自身情况价格窄幅调整，主流价格基本维持稳定。销区市场玉米价格基本稳定运行。饲料厂采购玉米意愿一般，企业多使用小麦替代。淀粉方面：玉米淀粉现货价格处于下行趋势，下游维持观望心态，成交维持可议状态，关

注原料走势对行情影响。下游需求平淡，行业开机下滑对价格有一定支撑，但玉米淀粉供应充裕，目前暂无明显利好支撑。

【南华观点】玉米价格窄幅震荡，关注短线压力。

棉花：关税扰动持续

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌近 0.5%，近日美国法院叫停特朗普“解放日”贸易政策，但美国联邦上诉法院批准了特朗普政府的请求，暂时恢复其关税政策，市场对未来棉花需求仍存担忧情绪。隔夜郑棉小幅下跌。

【外棉信息】据美国商业部数据显示，2025 年 4 月美国服装及服装配饰零售额为 258.37 亿美元，环比下降 0.43%，同比增加 3.55%，3 月美国服装及服装配饰零售商库存为 583.29 亿美元，环比减少 0.15%，同比增加 3.56%，库销比为 2.25，环比下降 0.03，同比下降 0.07。

【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。随着中美关税的下调，下游出口订单走货略有好转，但整体增量有限，布厂负荷略有下调。

【南华观点】近期美国对外关税政策频繁调整，国内下游企业趋于谨慎，订单尚未见明显增量，短期棉价或震荡偏弱运行，上方关注 13500 附近压力情况，关注美国对外关税的调整情况。

白糖：巴西 5 月上旬产量偏少

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周四收涨，因担心巴西供应。

昨日夜盘，郑糖小幅下跌，短期延续跌势。

【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.Unica 数据显示，5 月上半月巴西中南部甘蔗压榨量下滑 6.1%至 4231.9 万吨，糖产量下滑 6.8%至 240.8 万吨，制糖比 51.14%高于去年同期的 48.61%。

【南华观点】短期郑糖价格跟随外盘，整体走势弱于外盘。

苹果：端午备货结束

【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，进入套袋期，山东套袋数量略多于去年，估计西部地区套袋量少于去年同期，整体减产幅度估计在 5%-8%，关注套袋数量。

【库存分析】钢联数据显示，截至 2025 年 5 月 28 日，全国主产区苹果冷库库存量为 151.96 万吨，环比上周减少 18.89 万吨，走货较上周放缓，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：关注产区天气

【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，预计六月上旬进入集中环割坐果阶段。

【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 6 车，下游客商以刚需补库为主，采购积极性一般，现货价格暂稳。

【库存动态】5 月 29 日郑商所红枣期货仓单录得 8688 张，较上一交易日减少 111 张。据统计，截至 5 月 29 日，36 家样本点物理库存在 10753 吨，周环比增加 85 吨，同比增加 74.00%。

【南华观点】当前产区未有明显异动，新赛季红枣长势良好，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。