

金融期货早评

人民币汇率：关税谈判的反复

【行情回顾】截至上周五，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1953，较上一交易日下跌 37 个基点，夜盘收报 7.1961。人民币对美元中间价报 7.1848，调升 59 个基点。截至最新纽约尾盘，离岸人民币对美元跌 35 个基点报 7.2100。

【重要资讯】1) 美方称中方违反中美日内瓦经贸会谈共识，商务部新闻发言人就上述有关言论答记者问指出，中方维护权益是坚定的，落实共识是诚信的。美单方面不断挑起新的经贸摩擦，加剧双边经贸关系的不确定性、不稳定性，不仅不反思自身，反而倒打一耙，无端指责中方违反共识，这严重背离事实。中方坚决拒绝无理指责。中方敦促美方与中方相向而行，立即纠正有关错误做法，共同维护日内瓦经贸会谈共识。2) 欧盟委员会新闻发言人表示，欧盟对美国总统特朗普宣布从 6 月 4 日起将钢铁和铝关税从 25% 提高至 50% 深表遗憾，这一决定进一步加剧了大西洋两岸的经济不确定性。发言人称谈判仍在继续——双方已同意加快谈判进程，本周将举行会谈。欧盟贸易专员塞夫科维奇将于 6 月 4 日在法国巴黎会见美国贸易代表格里尔。

【核心逻辑】从美元兑人民币中间价走势观察，在美元指数走弱令人民币被动承压升值的背景下，中间价仍持稳于 7.19 附近，并未跟随即期汇率出现大幅调整。同时，境内美元购汇需求中主要银行交易持续活跃。这表明政策层面对汇率的核心诉求仍是“稳”，有效缓冲了多重因素叠加引发的人民币过度升值预期：一方面，美国主权信用评级遭调降、美债拍卖遇冷，叠加其关税政策争议持续，加剧市场对其经济前景的担忧；另一方面，中美贸易关系积极进展则强化了市场对人民币的信心。从内生动力来看，国内宏观经济基本盘或呈现“稳态运行、边际改善”的特征，这为汇率构筑了基础性弱托举作用。外部层面，尽管美元面临压力，但美元兑人民币即期汇率与美元指数的联动弱化趋势或将持续。当前中美经贸关系虽呈阶段性缓和，但这种缓和关系的脆弱性仍需警惕，以防止预期偏差带来的风险。基于此，我们预计，年内美元兑人民币即期汇率大概率将维持在 7.0 上方波动，除非出现以下突破性情景：中美关系超预期改善或国内经济加速复苏，或推动汇率测试 6 区间。对于 6 月的美元兑人民币即期汇率走势，大概率在 7.12-7.27 区间内波动。本周需继续关注美国方面在贸易相关上的谈判进展。

【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：不确定性扰动，短期延续盘整

【市场回顾】上周五股指整体震荡，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.48%。从资金面来看，两市成交额下降至 1.14 万亿左右。期指方面，各品种均缩量下跌。

【重要资讯】1、2025 陆家嘴论坛将于 6 月 18 日至 19 日举行，期间中央金融管理部门将发布若干重大金融政策。央行行长潘功胜、副行长朱鹤新将出席论坛并作主题演讲。2、《华尔街日报》引述消息人士称，美国联邦巡回上诉法院暂时恢复特朗普政府的关税措施之际，特朗普团队正在准备“关税 B 计划”。其中第一步是考虑根据《1974 年贸易法》的一项从未使用过的第 122 条款，对全球大范围征收关税，包括允许政府在 150 天内征收高达 15% 的关税。第二步是根据第 301 条款来加征针对性关税。3、5 月份，我国制造业 PMI 为 49.5%，比上月上升 0.5 个百分点。非制造业 PMI 为 50.3%，比上月下降 0.1 个百分点。综合 PMI 为 50.4%，比上月上升 0.2 个百分点。新出口订单指数和进口指数分别为 47.5% 和 47.1%，比上月上升 2.8 和 3.7 个百分点。调查中部分涉美企业反映外贸订单加速重启，进

出口情况有所改善。4、美国总统特朗普在宾夕法尼亚州举行的一场集会上表示，将把进口钢铁的关税从 25%提高至 50%，该决定从 6 月 4 日（周三）起生效。对此，欧盟委员会发布声明称，目前正在就扩大反制措施进行最终磋商。如果未能达成双方均可接受的解决方案，欧盟现有措施和附加措施将于 7 月 14 日自动生效，或根据需要提前生效。5、美国贸易代表办公室宣布，延长对中国在技术转让、知识产权和创新方面的行为、政策及做法的 301 调查中的豁免期限。豁免期限原定于 5 月 31 日到期，现已延长至 8 月 31 日。

【核心观点】短期市场走势继续受到地缘政治变化影响，由于美欧关税有升级态势，中美磋商也仍面临不确定性，市场避险情绪预计仍将限制股市上行，此前对于特朗普的关税制裁，即使后续再度生效，从市场信息来看，似乎其也有进一步征收关税的其他方式，不容乐观。从国内数据层面来看，国内经济增长内生动能不强，5 月制造业 PMI 仍在枯荣线下方，但从环比来看，受前期中美互降关税影响，前期受抑制的生产有一定的释放，但预计在政策不确定性，市场短期不会交易偏乐观的经济预期。月中将召开 2025 陆家嘴论坛，市场对于活动过程中释放提振资本市场的政策存在乐观预期，短期信息扰动不断，预计股市继续宽幅震荡为主。

【策略建议】持仓观望。

集运：特朗普关税政策暂时恢复，部分船司再度提涨现舱报价

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货各月合约价格先震荡回落，后再度震荡上行。截至收盘，除 EC2506 外，其余各月合约价格均有所回落。

【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\$1424，较同期前值回升\$60，40GP 总报价为\$2397，较同期前值回升\$100。6 月第二周，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$2035，较同期前值回升\$525，40GP 总报价为\$3645，较同期前值回升\$1050。

【重要资讯】：当地时间 5 月 29 日，美国联邦巡回上诉法院批准特朗普政府的请求，暂时搁置美国国际贸易法院此前作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。

【南华观点】：节前大部分合约价格有所回落的原因应在于美国联邦巡回上诉法院批准特朗普政府的请求，暂时搁置此前美国国际贸易法院禁止执行特朗普政府对多国加征关税措施的行政令的裁决，从宏观情绪角度利空期价。而 06 合约仍小幅上行，则在于马士基、达飞 6 月第二周报价再度上调，从现价角度利多近月合约价格。对于后市而言，基于 SCFI 欧线再度大幅上行——SCFI 欧线运价指数报于 1587 美元/TEU，环比上涨 20.50%，期价走势短期震荡略偏上行的可能性较大。

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）、王映（Z0016367）、周骥（Z0017101）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：关税担忧及地缘升级重新推升避险需求

【盘面回顾】上周 COMEX 贵金属整体震荡微跌，但周一强势上涨。具体看，利空面，周一特朗普将欧盟 50%关税威胁的最后期限从 6 月 1 日推迟到 7 月 9 日，这一决定源于欧盟委员会主席冯德莱恩的主动致电请求，该消息略微改善市场风险偏好，贵金属略承压；周二美国股债汇齐升反映对美国财政担忧缓解，风险偏好改善，资金重新回流美国市场，美消费者信心指数亦超预期；周三美债 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。利多面，周四贵金属很快收复跌幅，因美国上诉法院迅速恢复了关税，叠加特朗普邀请会见鲍威尔，亦引发美联储“独立性担忧”；周五晚间特朗普发文称中国违反与美国协议，关税冲突担忧重新升温；周六早晨，白宫宣布自这周起，美国钢铁和铝进口关税从 25%翻番至 50%，这亦促使欧盟委员会警告称欧洲准备报复，进一步加剧关税担忧，且俄乌冲突有所升级。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周增 7.74 吨至 930.2 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 86.25 吨至 14303.75 吨。短线基金持仓看，根据截至 5 月 27 日的 CFTC 持仓报告显示，黄金非商业净多头寸周增 10203 张至 174184，其中多头减少 3975 张，空头减少 14178 张；白银非商业净多增加 2970 张至 53012 张，其中多头增加 2359 张，空头减少 621 张。库存方面，COMEX 黄金库存周度减少 0.13 吨至 1206.5 吨，COMEX 白银库存周减 77.6 吨至 15427.6 吨；SHFE 黄金库存维持在 17.25 吨，SHFE 白银库存周增 106.2 吨至 1066.9 吨；上海金交所白银库存（截至 5 月 23 日当周）周减 85.9 吨至 1396.6 吨。

【本周关注】本周数据方面重点关注周五晚美非农就业报告，以及周中美其他就业数据，以及美 ISM 制造业与服务业 PMI 数据等。事件方面，周二 01:00，美联储主席鲍威尔在一场活动上致开幕词；15:50 日本央行行长植田和男发表讲话。周三 00:45，2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比参与一场问答活动；周三 21:45，加拿大央行公布利率决议。周四 02:00，美联储公布经济状况褐皮书；20:15，欧洲央行公布利率决议，20:45，欧洲央行行长拉加德召开货币政策新闻发布会。周五 00:00，美联储理事库格勒在纽约经济俱乐部发表讲话。

【南华观点】中长线或偏多，短线整体仍处于区间震荡格局，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 7.76 元每吨，上海有色现货升水 170 元每吨。沪铜库存小幅回升至 10.5 万吨；LME 库存降低至 14.9 万吨，铜矿港口库存回落明显，降低至 63 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 -43.5 美元每吨；铜铝比稳定在 3.84；精废价差稳定在 1150 元每吨附近。

【产业表现】智利国家铜业委员会(Cochilco)宣布，将 2025-2026 年铜价预测上调至 4.30 美元/磅，较 2 月预测提升 1.2%。这一调整源于中美关税战暂停带来的全球经济前景改善，以及能源转型驱动的长期需求增长。该委员会预计 2025 年全球铜市将出现 10.9 万吨缺口，2026 年转为小幅过剩 1.9 万吨。智利本土产量预计今明两年均增长 3%，但低于此前预期。

【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。库存是一个需要关注的指标。目前国内库存保持稳定，LME 持续回落。在 LME 库存并未止跌的情况下，铜价大概率不会出现明显回落。从持仓来看，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：关注氧化铝库存情况

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 20070 元/吨，环比-0.35%，成交量为 17 万手，伦铝收于 2473 美元/吨，环比+1.19%，成交量为 2 万手，氧化铝收于 2962 元/吨，环比+0.27%，成交量为 54 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，除铝线缆板块外其他板块出现淡逐渐存在走弱预期，但由于关税缓和和下游企业存在抢出口状态，因此即使其采购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，部分电解铝厂提高铝水比例，铸锭量下降促进电解铝维持去库状态，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，短期或仍维持震荡走势，中期偏空看待。氧化铝：几内亚撤销部分矿山采矿许可证影响已基本结束，利润空间恢复促进了停产企业复产，对未来供应过剩的担忧逐渐成为市场交易的重心。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，但由于目前停产企业复产，按目前速度推算，去库已接近尾声，叠加今日部分地区现货成交价涨势开始放缓，氧化铝承压运行，我们认为氧化铝短期将以震荡为主，长期可逢高沽空。

【南华观点】铝：震荡，氧化铝：震荡

锌：关税问题反反复复，锌价偏弱震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22225 元/吨，环比-1.20%。其中成交量为 181701 手较上一交易日减少 3117 手，而持仓则减少 2766 手至 116614 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】今日产业链保持稳定。

【核心逻辑】上一交易日，盘内多空交织，锌价弱势运行。美国关税消息反反复复，受其影响，市场避险情绪增加，有色金属普跌。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：周内破位下行，后续预计延续震荡

【盘面回顾】

沪镍主力合约整体偏弱运行。5 月 26 日价格收于 122780 元/吨，周三破位下行收于 119950 元/吨，最终回调收于 121100 元/吨。不锈钢主力合约周内走势偏弱震荡。5 月 26 日价格

收于 12875 元/吨，此后几日向下运行，最终收于 12685 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 123525 元/吨，升水幅度为 2600 元/吨。硫酸镍较镍豆溢价扩大到 6411.36 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润率调整至 0.4%。库存方面，上期所纯镍库存为 26955 吨，LME 镍库存为 200142 吨。304/2B 切边不锈钢出厂均价为 13100 元/吨。304 不锈钢冷轧利润率下降在-6.66%左右。不锈钢社会库存为 967500 吨，8%-12%高镍生铁出厂价调整至 954 元/镍点，镍铁库存为 29554.5 吨。

【核心逻辑】

沪镍盘面周内大跌，一度跌破 12 万关口，主要受基本面宏观双弱，以及配额炒作影响，周五有一定回调。周三有消息称印尼新增 4000 万吨镍矿配额，引起市场恐慌，后该消息遭到多方机构证伪；周三大跌时，现货成交较为火热，有一定抢购趋势，升水后续有所上调。周内基本面偏弱运行，成本支撑一线仍存，但是短期影响有限。现阶段镍矿供应仍有波动，菲律宾主要矿产区已经逐步走出雨季影响，但是由于印尼对矿产需求较大，印尼内贸镍矿基准价较为坚挺，升水持续处于高位，后续可关注六月镍矿升贴水定价。硫酸镍方面周内价格偏稳运行，六月逢前驱体下游采购周期，后续对镍盐价格或接受度有所上升。不锈钢方面镍铁价格逐渐止跌回调，目前镍铁商利润仍然承压，短期镍铁成交价企稳难以实质性的提振镍不锈钢价格。周内不锈钢走势持续疲软，中国以及印尼有部分厂商已经选择减产过渡，产量影响 200 系和 300 系偏多，不锈钢终端需求的弱势仍将压制上方空间。宏观方面目前可以关注美元指数走势和特朗普关税失效后续发展。

【南华观点】

周内镍不锈钢盘面受多方影响破位下行，基本面方面成本支撑短期影响有限，镍铁周内成交价企稳，利润仍有一定压力，新能源方面六月逢采购周期，或有一定提振。周内基本面与宏观均情绪较弱，预计在【11.7-12.7】万区间震荡运行。

锡：供给端问题引导锡价回落

【盘面回顾】沪锡主力期货合约在周中下跌超过 5%至 25 万元每吨，上海金属网现货升水 500 元每吨。上期所库存小幅回落至 8107 吨，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】2025 年 5 月 28 日，欧盟委员会发布公告，对原产于中国的镀（涂）锡的铁或非合金钢扁轧产品作出反倾销肯定性终裁，裁定宝山钢铁股份有限公司和武钢新日铁（武汉）镀锡板有限公司的反倾销税均为 13.1%、首钢京唐钢铁联合有限责任公司反倾销税为 46.8%、其他合作企业的反倾销税为 24.6%、其他公司的反倾销税为 62.3%。

【核心逻辑】锡价在周中的回落或与进口锡矿相关。据 SMM 消息，缅甸佤邦 2025 年 4 月底正式复产，但实际产能爬坡缓慢。受地震及基础设施损毁影响，截至 5 月下旬出货量仅达停产前 30%，新采矿许可证审批严格，实际获批产能缩减，叠加出口税制改革（现金税改为实物税），实际流出的锡矿数量较小。不过到了 5 月下旬，获批产能速度有所增加，叠加物流通道的疏通，锡矿流出速度或增加，压制锡价。

【南华观点】持币观望，周运行区间 24.5 万-25.3 万元每吨。

碳酸锂：震荡偏弱

【产业表现】本周碳酸锂表现偏弱，下游 6 月份排产走弱，未见明显去库。供给端，锂矿货源充足且港口持续累库，部分锂矿贸易商降低报价；锂盐厂停产消息频出，价格低位倒逼锂盐企业技改降本增效；当下锂矿与锂盐的库存双高，去库存进程缓慢。需求端，下游整体需求主要以刚性补货为主，整体需求环比持平。

【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，低价格迫使锂盐企业技改以降本增效，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】未见明显好转信号，基本面依然偏弱，短期震荡区间：58000-63000。

铅：信心不足，铅价可能继续下探

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16620 元/吨，环比-0.78%，其中成交量为 52931 手相较昨日增加 15856 手，而持仓量则增加 7334 手至 53330 手。现货端，1#铅锭均价为 16400 元/吨。

【产业表现】华东地区某大型再生铅炼厂表示，目前原料到货不佳且亏损严重，6 月初铅价若无上涨迹象，则考虑停产检修。华东地区某大型再生铅炼厂称，每天废旧铅酸蓄电池到货量不足 100 吨，而维持当前产量所需原料至少为 300 吨。

【核心逻辑】受宏观不确定性与基本面偏弱影响，今日铅价弱势运行。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，且原料端供应较紧，冶炼厂信心不足。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】短期偏空，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：成本端持续下移

【行情回顾】5 日均线压制

【信息整理】1. 美国总统特朗普表示，6 月 4 日起，将把钢铁和铝的进口关税从 25%提高至 50%。

2. 5 月份中国制造业采购经理指数为 49.5%，较上月上升 0.5 个百分点。

3. 假期期间，唐山迁安普方坯资源出厂含税累计下调 20 元/吨，报 2870 元/吨。

【南华观点】从钢材自身基本面看，虽步入淡季部分需求转弱，但整体仍在去库，且库存处于季节性相对低位，市场抛压有限。然而淡季来临，需求端难以承接高供应，供应端则呈现收缩趋势。此前高供应下原料供应尚且充裕并持续让利，当前伴随供应收缩导致原料需求减弱，原料价格进一步承压，钢材成本支撑面临继续下移。产业宏观层面，特朗普关税政策反复多变，市场不确定性加剧，其节假日期间宣布对全球钢铁加征关税，虽我国直接出口美国占比少，但间接出口受一定影响，外部环境偏空；内部 5 月制造业 PMI 仍处荣枯线下方，政策端处于真空期，整体市场情绪偏悲观。综合来看，产业与宏观均缺乏向上驱动，盘面或持续承压，操作上建议反弹偏空，螺纹上方压力关注 3050-3130，热卷关注 3150-3250 附近，后续需关注淡季库存表现及海内外宏观动向。

铁矿石：近强远弱

【南华观点】近期宏观上仍有扰动，主要是美国特朗普关税再次出现了反复。周四，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。周五，美国上诉法院批准暂缓执行贸易法院命令，特朗普关税行动仍然有效。市场情绪出现来回扰动。此外，中美贸易谈判也出现了进度缓慢的迹象，美国对中国的制裁再次加码，对本就脆弱的商品市场情绪再次浇上冷水。

铁矿石自身基本面矛盾并不大。目前钢厂生产情况尚可，尚有利润，厂库和社库都不高，但市场在提前交易未来需求走弱的负反馈情景。铁矿石发运偏中性，铁水铁水产量下降1.69万吨至241.91万吨，但仍中性偏高，因此铁矿石港口库存维持去化。本期钢材需求数据尚可，钢材整体维持较好的去库斜率。

但市场担心远端需求的快速走弱。一方面，之前比较强的外需有边际走弱的情况。中对美、全球对美集装箱高频数据显示船运在边际走弱。美国消费者信心走弱，补库需求在边际走弱。抢出口的故事可能讲不下去。另一方面，内需有边际走弱的情况，工地资金到位在环比走弱，后续钢厂生产和接单强度都有环比走弱。

焦煤快速下跌使得铁矿石价格偏强有支撑。但焦煤的期限结构在逐渐走平，从深度contango在变浅度contango，其近月的接货意愿在上升。焦煤如果下跌发生抵抗，那么铁矿石有补跌的需要。此外，在这轮下跌过程中，铁矿石的基差是在收窄的，意味着尽管现货偏紧，但现货难以挺价，现货商和钢厂也偏悲观。

总结，近期宏观再次转弱，市场情绪偏悲观，需求近端尚可但远端预期走弱。短期铁矿石价格跌破多头趋势性支撑后，有转空头趋势的可能性，关注反弹至压力位的表现。预计价格整体偏弱运行。

焦煤焦炭：关注三轮提降进展

【盘面回顾】近期焦煤现货加速下跌，焦炭二轮提降落地，部分地区钢厂下调基价，双焦盘面跌幅加深，基差持续走强。双焦月间价差波动不大，JM9-1月差-21.5(-2.5)，J9-1月差-23.5(+0)，焦炭二轮提降落地，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，预计后续进口窗口难以打开。临近端午口岸通关车数有所下滑，但监管区累库趋势不变，蒙5原煤成交价频繁下探。

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。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，节后钢厂或开启三轮提降，焦炭暂无反弹驱动。

【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：成本拖累

【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 30.44%，环比上周+0.02%，硅铁周度产量为 8.49 万吨，环比-5.56%；硅锰生产企业周度开工率为 34.77%，环比+0.59%；硅锰周度产量 16.52 万吨，环比+2.86。铁合金开工率维持低位，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】前期铁合金高库存的利空因素正在逐渐减弱，铁合金供应端维持低位供应压力较小，铁合金将继续维持去库趋势。但目前更利空的因素在于成本端，上周焦煤主力合约跌破 800，收 726，环比-9.42%，煤炭价格受焦煤影响均有不同程度的下跌。动力煤库存高位累库，在煤炭价格未企稳之前，铁合金难改偏空的格局，不建议抄底。

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

能化早评

原油：需求端旺季临近，地缘风险再起，油价回升

【原油收盘】截至 6 月 2 日收盘，NYMEX 原油期货 07 合约 62.52 涨 1.73 美元/桶，环比+2.85%；ICE 布油期货换月 08 合约 64.63 涨 1.85 美元/桶，环比+2.95%。中国 INE 原油期货因端午节假期休市。

【市场动态】从消息层面来看，一是，伊朗高级外交官员称，伊朗正在起草对美国核提议的“负面”回应，伊朗的回应可能被视为对美国“完全片面”提议的拒绝。二是，6 月 2 日讯，在乌克兰向俄罗斯领土纵深处发动无人机袭击引发石油供应中断的可能性；三是，伊朗高级外交官员称，伊朗正在起草对美国核提议的“负面”回应，伊朗的回应可能被视为对美国“完全片面”提议的拒绝。四是，5 月 31 日讯，欧佩克+同意连续第三个月将石油日产量增加 41.1 万桶。与会代表称，以沙特为首的主要国家在周六的视频会议上同意 7 月向市场增加这一产量。在此之前，欧佩克已在 5 月和 6 月进行同样规模的增产，打破了该集团多年来支持全球油价的努力，并将油价拖至四年来最低。代表们说，在周六的讨论中，俄罗斯建议暂停增产。沙特多年来一直通过限制供应来捍卫油价，与会代表对沙特的转向做出了一系列解释。官员们认为，沙特试图安抚特朗普，或夺回被美国页岩钻探商和其他竞争对手夺走的市场份额。一些人认为欧佩克+只是在满足强劲的需求，而另一些人则称沙特试图惩罚哈萨克斯坦等成员国在产量配额上作弊。

【南华观点】宏观：美国国际贸易法院在认定特朗普关税政策违法后，再次反转认定关税政策继续生效，政策来回跳动；供应端，5 月份 OPEC+产量增加，但产量低于计划产量，OPEC+计划将在 7 月份再次增加 41.1 万桶，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，美国库存去库，欧洲库存下降，亚洲库存回升，上周全球原油库存小幅累库。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，油价宽幅震荡。

PTA-PX：PX 开工恢复，震荡看待；TA 去库速度减缓，逢低正套

【PTA 观点】PTA 供应上部分装置检修推后，需求端聚酯减产落地，负荷再度下降至 92%附近，终端下游新订单偏弱，抢出口情况不明显，织造负荷变化不大，加弹、织造、印染负荷 82% (+2%)、69% (-) 和 76%(-1%)，但后期随着天气转热，负荷有可能再度转跌。总体来看，供需仍偏紧但去库力度在减缓，且下游减产传闻在临近。操作上虽维持正套但需观察终端负反馈进度。

【PX 观点】PX 供应上看本周国内负荷提升至 8 成之上，利润改善后，装置提负明显，亚洲短流程利润改善后开工也有所提升，后期总体而言供应量预期增加，需求端 pta 近期关注虹港新装置投产预期，开工方面虹港台化重启，逸盛、嘉通、独山能源检修中，福化计划 6 月中下检修，威联计划 6 月底 7 月初检修。PX 整体存供需双增预期，平衡表依旧偏紧，但 pxn 也到 270-280 附近，总体下方有支撑，上方同存压力，预计震荡为主。

MEG-瓶片：近端现货矛盾或将进一步激化，关注 7-9 正套机会

【库存】华东港口库至 68.7 万吨，环比上期减少 5.6 万吨。

【装置】中海壳牌 40w 近期重启运行；榆能 40w 近期降负检修；河南永城两套 20w 近期停车检修。海外方面，加拿大两套 44、46w 装置近期停车，预计持续两周左右。

【观点】

近期受聚酯减产信号与宏观消息引导，EG 价格震荡偏弱。基本面方面，供应端油升煤降，总负荷升至 59.83% (+1.58%)；其中，乙烯制方面三江石化 100w 前期跳停后重启降负运行，中海壳牌 40w 检修结束按计划重启；煤制方面榆能按计划降负检修，河南永城两套计划外停车，煤制负荷降至 57.19% (-4.06%)。效益方面，原料端原油价格走弱，乙烯与动力煤价格持稳，EG 现货价格回落带动下，各路线利润小幅压缩。库存方面，近期到港偏少，港口发货良好，下周一港口显性库存预计去库 4 万吨附近。需求端，聚酯负荷小幅下调至 91.7% (-2.2%)，长丝前期降负计划兑现，瓶片部分装置检修。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；长丝产品库存本周继续小幅累积，当前库存压力仍处于健康水平。近期原料基差再次走强，聚酯环节各产品现金流加工费再次承压。终端而言，织机与纱厂负荷持稳，订单表现分化明显，总体抢出口表现或不及预期，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。近端 6 月去库预期难以扭转，部分货源固化背景下，现货矛盾仍有激化预期；中长期来看，聚酯主动减产去库存存在合理性，但具体实施仍需依赖于大厂决心与团结程度，仍需进一步观察关税谈判动态。操作上近期可逢低 7-9 正套，中长期供需结构预期转弱，但宏观预期摇摆幅度较大，单边短期观望。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：尝试多配

【盘面动态】：周五甲醇 09 收于 2209

【现货反馈】：周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 09+40

【库存】：上周甲醇港口库存止跌回升，外轮集中卸货，其中显性卸货 24.56 万吨。江苏沿

江本周在船发支撑下提货明显增加，最终库存积累有限；浙江地区刚需稳定，外轮较多卸货供应下库存积累。华南港口库存窄幅去库。广东地区周期内少量进口及内贸船只补充供应，周边及当地下游消耗良好，社会库区提货量提升，因此库存表现去库。福建地区周内仅少量进口船只抵港，下游刚需消耗下，库存继续去库。

【南华观点】：甲醇本周总持仓量上升，多空博弈加剧，但盘面价格维持 2200 震荡，整体看下来前期超涨溢价部分已经跌回，不建议继续做空。本周西南、内地、港口分别下跌 100、120、30，内地补跌后拍卖成交好转，5 月港口累库不及预期基差走弱减缓，西南气制亏损加剧，后续气头装置停工需关注。本周江苏海事局限制 25 年以上的船禁止停靠长江段，甲醇船主要停靠太仓、南京，由于甲醇船龄偏大，大概影响 22 条船，约 30%运力，后期大概率延长卸货时间，进口成本有所提高，6 下基差有所提振，但目前来看盘面仍未充分计价。伊朗 5 月装船 91 万吨，6 月整体到港预计 130 万吨，进口回归中，但是累库幅度偏慢，低价刺激下太仓、华南提货好转。下游来看，醋酸 5 月顺利投产 1 套新装置，剩余两套预计 6 月顺利投产。综上，考虑到甲醇上游投产速度低于下游，累库偏慢叠加海事新规影响，甲醇尝试多配。

PP：弱势持续

【盘面动态】聚丙烯 2509 盘面收于 6875 (-43)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6980 元/吨，华东现货价格为 7020 元/吨，华南现货价格为 7140 元/吨 (-20)。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 75.45% (-1.38%)。PP 装置检修在本周有所增加，但从检修计划看，6 月总体检修损失量预计减量，供给压力将有所回升。并且，裕龙两套装置加镇海一套装置计划在 6 月投产，预计新增产能共 130 万吨，这将给 PP 供给端带来较大压力。需求端，本期下游平均开工率为 49.83% (-0.44%)。其中，BOPP 开工率为 59.76% (-0.41%)，CPP 开工率为 50% (0%)，无纺布开工率为 37.1% (-0.25%)，塑编开工率为 45.2% (-0.5%)。本周下游开工率纷纷回落，关税下降所带来的需求增量延续性有限。库存方面，PP 总库存环比下降 7.64%。上游库存中，两油库存环比下降 5.89%，煤化工库存下降 6.16%，地方炼厂库存下降 6.5%。中游库存中，贸易商库存环比下降 11.05%，港口库存下降 7.94%。

【观点】从基本面看，PP 预计呈供增需弱格局。在供给端，装置检修量的减少，叠加多套装置计划在年中集中投产，供给压力预计大幅增加。在需求端，今年 PP 下游总体需求偏中性，塑编、无纺布开工率较往年有所回升，而膜类需求较往年偏差。在市场逐步饱和、利润不断压缩的环境下，下游工厂普遍采取按订单采购生产的策略，并尽量维持低库存状态，这导致需求增长受到较大限制。所以，目前的核心问题仍是下游需求无法消化上游产能增量带来的供给压力，导致 PP 持续呈现偏弱走势。但是考虑到当前盘面已经到达较低位，继续向下的空间不大，预计呈现偏弱震荡趋势，所以不建议在当前位置继续追空。

PE：震荡偏弱

【盘面动态】塑料 2509 盘面收于 6960 (-65)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7050 元/吨，华东现货价格为 7100 元/吨，华南现货价格为 7250 元/吨。

【基本面】供给端，本期 PE 开工率为 76.77% (-1.18%)，装置检修损失量在本周进一步增加。从检修计划看，下周装置检修将小幅减量，而集中检修季预计持续至 7 月。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 39.3% (-0.09%)。其中，农膜开工率为 12.98% (-1.07%)，包装膜开工率为 48.59% (-0.6%)，管材开工率为 31.5% (-0.5%)，注塑开工率为 55% (-0.95%)，

中空开工率为 38.68% (+2.36%)，拉丝开工率为 31.54% (+1.44%)。除中空、拉丝外，其他下游开工率均出现小幅下滑，关税下降所带来的需求增量缺乏延续性。库存方面，PE 总库存环比下降 1.19%，其中上游石化库存环比下降 2%，煤化工库存下降 10%，贸易商库存上升 2%。

【观点】从基本面来看，PE 偏弱的格局仍将延续。在供给端，虽然 PE 当前仍处于装置集中检修期中，但由于今年上半年 PE 装置投产较多，产量持续处于高位，装置检修带来的供给减量不足以完全缓解新增产能带来的供给增量压力。而在需求端，今年下游需求整体较往年偏弱，加之当前仍处于农膜产销淡季，大部分下游企业以按需拿货为主，尽量维持低库存的状态。由于在上游供给过剩，而下游需求看不到增量驱动的情况下，我们认为 PE 走势较难出现趋势性反转。但是考虑到当前 PE 盘面已经到达较低位，继续向下的空间不大，预计将维持偏弱震荡趋势，所以不建议在当前位置继续追空。

苯乙烯：近月基差坚挺

【盘面回顾】EB2507 收于 7140 (-86)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5825 (-30)，苯乙烯现货 7715 (-105)，主力基差 575 (-19)

【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 29 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 17.07 万吨，较上一周期减少 1.57 万吨，环比减少 8.44%。

【南华观点】

纯苯：供应端受前期检修装置重启影响，石油苯、加氢苯开工率均有所提升。需求方面，五大下游中苯酚开工率小幅下降，己二酸开工率基本持平，其他三大下游苯乙烯、己内酰胺、苯胺开工率有不同程度提升，总体对纯苯需求提升。本周纯苯供需双增，周产量供需差小幅走扩。华东港口库存明显增加，欧洲货源陆续到港，6 月进口量预计再次触及前高。综合来看纯苯供应有增量预期，需求端无明显好转，基本面持续偏弱，绝对价格回落至 6000 元/吨以下，后续可关注调油需求是否能为纯苯带来供需变化。

苯乙烯：供应端装置重启带来产量增量，苯乙烯本阶段检修高峰期已过，后续供应逐渐增加，周内听闻停车已久的玉皇、盛腾苯乙烯装置有望于近期回归，后续供应逐渐增加。需求端，本周 EPS 开工小幅波动，PS、ABS 开工率提升，3S 综合需求有所回升。关税下调对于 3S 的利好昙花一现，后续 3S 逐渐进入需求淡季，需求支撑不足。本周 5 下纸货交割结束，后半周基差有所回落但依然维持在高位，经历空头补空后短时现货流动性还是紧张，并且当前下游工厂原料库存处于低位，因此一旦出现宏观或装置变动利好，市场情绪好转，短时苯乙烯的现货价格、近月基差可能仍将偏强运行，供应增量兑现到港口累库仍需时间。中长期来看苯乙烯价格受纯苯拖累预计向下运行，可关注远月纯苯-苯乙烯价差做缩机会。

燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】开盘 FU 将补涨为主

【产业表现】供给端：进入 5 月份，俄罗斯高硫出口-3 万吨，伊朗高硫出口-33 万吨，伊拉克-3 万吨，墨西哥出口-7 万吨，委内瑞拉+15 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-60 万吨，印度+1.2 万吨，美国+28 万吨，进料需求减弱，在发电需求方面，沙特进口+6 万吨，阿联酋+50 万吨，埃及+14 万吨，有小幅提振。库存端，新加坡浮仓库存高位盘整，马来西亚高硫浮仓库存高位盘整，中东浮仓高位库存回落。

【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，中国进口缩量，整体进料需求走弱，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高位，新加坡市场供应端紧张的格局缓和，短期交割品依然偏少，但驱动放缓，短期裂解可能高位回落。

低硫燃料油：开以补涨为主

【盘面回顾】截止夜盘收盘，LU 开盘将补涨为主

【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-8 万吨，中东供应-23 万吨，巴西-0.1 万吨，西北欧市场供应+23 万吨，非洲供应环比持-1.3 万吨，5 月份海外供应环比变化不大；需求端，5 月份中国进口+3.4 万吨，日韩进口-15 万吨，新加坡+25 万吨，马来西亚进口+24 万吨，新加坡进口增加；库存端，新加坡库存+83.2 万桶；ARA+4.7 万吨，舟山-25 万吨。

【南华观点】5 月份短期海外市场，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 5 月份低硫裂解，由于上周海外低硫供应增加，且国内 6 月份国内排产计划增加，低硫裂解出现明显疲软，短期驱动向下。

沥青：降雨冲击需求

【盘面回顾】BU07 收于 3457 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+5.8%至 32.2%，华东-11.9%至 26.8%，中国沥青总的开工率-3.1%至 27.7%，山东沥青产量+2.9 至 16.8 万吨，中国产量-5.1 万吨至 47.8 万吨。需求端，中国沥青出货量-1.54 万吨至 25.86 万吨，山东出货+1.37 万吨至 8.53 万吨；库存端，山东社会库存+0.1 万吨至 12.9 万吨和山东炼厂库存-0.6 万吨为 17.3 万吨，中国社会库存+1.2 万吨至 52 万吨，中国企业库存-0.8 万吨至 53.7 万吨。

【南华观点】从近端供需看，周度产量环比有所增加，增幅约 5.2%，需求端因华南华东降雨影响，库推需求减少 7.5%，库存消费比本周增加。估值上看，华北市场基差环比走强；同时盘面裂解价差继续走强，整体估值仍处高位，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，回调后依旧维持多头配置为主。

尿素：政策左右

【盘面动态】：周五尿素 09 收盘 1773

【现货反馈】：端午假期国内尿素行情震荡运行，局部价格先跌后涨，调整幅度 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1720-1830 元/吨。受消息面影响，山东、河南低价跌至 1780-1810 元/吨后成交明显好转，目前市场仍处博弈阶段。

【库存】：截至 2025 年 5 月 28 日，中国尿素企业总库存量 98.06 万吨，环比+6.32 万吨，中国主要港口尿素库存统计 20.5 万吨，环比+0.2 万吨。

【南华观点】：假期内氮肥协会发布对 6 月的各区域的尿素出厂指导价建议为 5 月底各区域的加权平均值，最高价为指导价基础上浮 100 元，协会规定在作出调整之前不得擅自突破最高价。受此影响山东尿素工厂收单转好，现货调涨。预计尿素价格短期呈现震荡运行的格局。基本面来看，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

处在上有压制下有支撑的格局下，09 合约预计震荡。

玻璃纯碱：关注供需边际变化

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1199，-0.33%

【基本面信息】

本周纯碱库存 162.43 万吨，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】

随着前期部分检修的恢复，纯碱产量有所恢复，6 月检修预期尚存，但影响或不及 5 月，目前看 5-6 月整体检修量不及预期。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。新投产能逐步释放产量，远期也仍有投产预期。检修未能提供短暂的支撑，且随着成本下移产业链利润尚存。不过目前盘面价格下行至 1200 元/吨下方，继续大幅贴水现货，进一步下挫需要碱厂降价或库存快速累积。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2509 合约昨日收于 982，-0.3%

【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】

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，日熔小幅波动，暂无预期外影响。当前玻璃累计表需下滑近 10%，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。目前盘面价格逐步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。虽然玻璃估值已经处于相对低位，但短期基本面和成本支撑仍然较弱，下行压力尚存。

纸浆：震荡持续

【盘面回顾】截至 5 月 30 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘下跌 78 元至 5414 元/吨。

【产业资讯】针叶浆：山东银星报 6215 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】基本面来看，供应端有利多表现，首先 APP 调涨阔叶浆外盘报价，市场情绪短期扰动。4 月份世界主要产浆国发运至中国纸浆量环比减少，其中针叶浆量降幅较大，预计 6 月份国内纸浆进口量将减少。需求端来看，木浆生活纸及铜版纸周度产量与前一周持平；白卡纸及双胶纸周度产量下降，下游整体需求仍处于弱稳态势。木浆成品纸价格有

所区分，主流白卡纸均价小幅提涨，主流生活纸均线小幅下滑，其它木浆纸种价格持平，木浆成品毛利率小幅提升。综合来看，纸浆基本面短期驱动偏僵持，周度国内纸浆港口库存下降，但仍处于近5年同期高位，短期纸浆缺乏持续上行动力，预计震荡走势为主。

烧碱：现货矛盾有限

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2456，-0.93%

【基本面信息】

截止到 5 月 30 日，据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 24.49 万吨（折百），环比上周减少 1.44%，同比增加 8.64%。本周各区域液碱库存变化不一，华东地区因有企业处于检修状态，企业出游情况尚可，其中山东下游氧化铝接货积极，企业库存量亦有下滑。华南地区液碱交易情况尚好，本周企业库存亦有缩减，市场出货情况尚可。华中河南地区氧化铝需求表现不佳，企业出货情况相对清淡，液碱库存有所增长。

【南华观点】

烧碱近端矛盾有限，现货仍有支撑。6 月检修仍然不少，整体供应压力不会很大，且魏桥和 50 碱出口有一定承接能力。近端看上游出仓单意愿不高，不具备明显压力，非铝虽然反馈一般，但是也不具备明显压制力。短期偏震荡对待，或等待现货走弱。

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 13605，日环比-0.26%。

【现货报价】节后全国生猪均价 14.42 元/公斤，较节前-0.02 元/公斤，其中河南、湖南、辽宁、四川、广东五省生猪均价分别为 14.52、14.17、14.16、14.19、15.47 元/公斤，分别-0.03、-0.17、+0.03、-0.02、+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】

端午假期北方猪价相对波动有限，集团厂出栏量有所下降，猪价微涨；社会猪场认价情绪一般但报价较平稳。随市场需求转向疲软状态，以及集团出栏量逐渐恢复影响价格偏弱局面或重新呈现，

南方市场基本稳定为主，节中消费暂时未有明显起色，节后消费稍见回落，但受限于月初集

团场出栏计划减少,供应微降,因此价格下滑空间不足,但价格也难有上行空间。

油料：注意回调风险

【盘面回顾】外盘美豆油缺乏生柴极好而带跌美豆；内盘假期间现货报价继续偏弱。

【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：小幅上涨

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货连续下跌，受累于大豆收跌与天气良好，美国春小麦和冬小麦优良率超市场预期。

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。

棉花：淡季特征显现

【期货动态】洲际交易所(ICE)期棉收涨，美元回落，原油反弹。

【外棉信息】印度25/26年度籽棉最低收购价(MSP)再度大幅上调，中等纤维MSP同比上调8.3%至7710卢比/公担，长纤维MSP同比上调7.8%至8110卢比/公担，目前印度西南季风已登陆，较往年提前一周左右，近日印度气象部门发布第二次季风预测，预计今年西南季风降雨量将略高出正常范围。

【郑棉信息】目前新疆新棉多处于第六、七真叶期，各棉田陆续开始现蕾，整体长势良好，近期新疆有所降温，部分棉区长势放缓，但端午节后新疆整体气温或有回升，有利于新棉

的生长。近期美国对外关税扰动持续，美国法院叫停特朗普“解放日”贸易政策后，重新批准了特朗普政府的请求，暂时恢复其关税政策，在政策的频繁变动下，订单实际落地增量有限，下游企业态度趋于谨慎，在传统需求淡季下观望情绪较重，成品库存小幅增加，布厂负荷开始下滑。

【南华观点】当前美国关税政策不确定性较高，国内下游正值需求淡季，抢出口订单未见明显增量，短期棉花或震荡偏弱运行，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：反弹受阻

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周一收跌，亚洲主产国生产前景改善，料限制反弹。

【现货报价】南宁中间商站台报价 6130 元/吨。昆明中间商报价 5870-6030 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。但最近季风停滞不前，预计未来一周多时间维持较低降雨，预计 6 月 11 日以后降雨恢复。

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：反弹承压

【期货动态】苹果期货节前小幅上涨，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】端午节备货表现不佳，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：关注产区温度变化

【产区动态】目前新疆灰枣枣树处于花期，目前生长情况良好，初花期对高温较为敏感，本周新疆气温或有回升，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】上周五广州如意坊市场到货 1 车，河北崔尔庄市场到货 9 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 30 日郑商所红枣期货仓单录得 8604 张，较上一交易日减少 84 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，关注短期南疆温度回升对新枣生长的影响。

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。