金融期货早评

人民币汇率：静若处子，动若脱兔

【行情回顾】昨日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1895，较上一交易日上涨 58 个基点，夜盘收报 7.1878。人民币对美元中间价报 7.1869，调贬 21 个基点。

【重要资讯】1）经合组织下调美国及全球经济增长预期，美国 2025 年增速从此前预测的 2.2%降至 1.6%，并预计 2026 年为 1.5%。2）美国 4 月 JOLTs 职位空缺 739.1 万人，预期 710 万人，前值从 719.2 万人修正为 720 万人。职位空缺增加表明企业用工需求健康，强化了美联储对就业市场“状况良好”的判断。美国 4 月工厂订单环比降 3.7%，预期降 3.1%，前值从升 4.3%修正为升 3.4%。3）欧盟统计局公布的数据显示，欧元区 5 月 CPI 初值同比升 1.9%，低于市场预期的 2%，前值为 2.2%；5 月核心 CPI 初值同比升 2.4%，也低于市场预期的 2.5%，前值为 2.7%。

【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，微幅偏弱。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：变局酝酿中，震荡延续

【市场回顾】昨日股指低开高走，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.31%。从资金面来看，两市成交额回升 22.31 亿元。期指均放量上涨。

【重要资讯】1、美方称中方违反日内瓦会谈共识，对此，外交部发言人林剑表示，商务部发言人此前已就此阐明中方严正立场。日内瓦共识是中美双方在相互尊重、平等协商的原则下达成的。2、美国总统特朗普宣布将进口钢铁和铝及其衍生制品的关税从 25%提高至 50%，该关税政策自美国东部时间 2025 年 6 月 4 日凌晨 00 时 01 分起生效。美国从英国进口的钢铝关税仍将维持在 25%。3、中国 5 月财新制造业 PMI 录得 48.3，较 4 月下降 2.1 个百分点，2024 年 10 月来首次跌至临界点以下。4、在资本市场构建“长钱长投”制度环境过程中，保险资金等中长期资金的权益投资和入市力度在加大。5、距离 7 月 8 日关税恢复期限仅剩五周，特朗普政府发出紧急信函要求各国在 6 月 4 日前提交贸易谈判最佳方案。6、美国 4 月 JOLTs 职位空缺 739.1 万人，预期 710 万人，前值从 719.2 万人修正为 720 万人。

【核心观点】短期影响因素继续围绕地缘政治变化展开，由于不确定性较大，多空施展空间均不大，预计短期继续以区间震荡为主。量能持续维持在万亿左右的水平，期权隐波回落，短期市场即孕育着变局，也可能在当前的水平继续震荡较长时间，操作上建议以防守

型为主，如在期权市场上布局长线买权，避免后续变局中落空，同时风险可控。
【策略建议】买入跨式期权策略。

国债：窄幅震荡，短端偏弱

【行情回顾】国债期货全天窄幅震荡，午后走势偏弱，多数合约翻绿，仅超长端收涨。跨月之后，资金利率明显回落
DR001 加权接近 1.4%。公开市场，7 天期逆回购共 8300 亿到期，央行新做 4545 亿，净回笼 3755 亿元。
【重要资讯】：1.经济合作与发展组织(经合组织)3 日发布经济展望报告，预计在经贸政策不确定性等因素影响下，今年美
国经济增长 1.6%，较 3 月预测值下调 0.6 个百分点，为增长放缓较为显著的主要经济体。
【核心逻辑】假期内外部关税、地缘争端等问题依旧存在扰动，但国内市场已经基本脱敏。5 月 PMI 弱改善，读数小幅上行但结构来看，全天表现最差的是短端，或与市场担忧的银行负债端有关。存款利率调整后银行负债稳定情况获市场关注，存单提价是近期短端压力较大的主因。从交易上来说，近期依旧建议适当拉长久期，轻仓试多，流向理财的资金最终会回归银行体系，但资金利率中枢的下移是客观层面的利多。。
【投资策略】：多头持有
【风险提示】：资金面超预期收敛，汇率冲击加剧

集运：马士基官宣 6 月下旬涨价函

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货各月合约价格开盘大幅回落，后持续震荡上行。截至收盘，除 EC2506 和 2508 外，其余各月合约价格仍均有所回落。
【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$1424，40GP 总报价为$2397，与同期前值持平。6 月第三周，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2335，较前一周上涨$300，40GP 总报价为$4245，较前一周上涨$600。赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2200，较前一周上涨$600，40GP 总报价为$3500，较前一周上涨$1000。ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2831，较前一周上涨$450，40GP 总报价为$2937，较前一周上涨$500。6 月第二、三周，长荣海运上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为$2555，较同期前值上涨$250，40GP 总报价为$3610，较同期前值上涨$350。
【重要资讯】：
1. 马士基官宣 6 月下旬远东至北欧涨价函——自 2025 年 6 月 15 日至 6 月 30 日，远东至北欧运费分别上调至 2340 美元/TEU 和 3900 美元/FEU；达飞官宣自 6 月 16 日开始，亚洲至北欧旺季附加费（PSS）为 250 美元/TEU。
2. 巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）1 日发表声明说，哈马斯愿意立即开始新一轮加沙地带停火谈判，以就争议问题达成协议。声明说，哈马斯希望达成的协议确保加沙地带民众获得救济，结束人道主义悲剧，最终实现加沙地带永久停火，以军全部撤出加沙地带。声明还说，哈马斯对斡旋方卡塔尔和埃及为结束战争所作努力表示欢迎。
【南华观点】：昨日开盘合约延续此前宏观情绪，以及哈马斯态度和缓带来的地缘政治方面的影响，有所下行，后马士基发布 6 月下旬涨价函，从未来估值角度引领期价回升。对于后市而言，期价走势短期维持震荡的可能性较大。
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）、高翔（Z0016413）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：聚焦非农 回调布多

【行情回顾】周二贵金属震荡调整，但下方买盘支撑依旧强劲，其中伦敦银日线收带长下影线小阴柱。美贸易关税政策对贵金属避险需求提供支持，但短期博弈或反复，敏感时间窗口将逐渐临近。昨日晚间美 Jolts 职位空缺数高于预期，反映美就业市场韧性，从而带动美指回升并压制贵金属价格，但裁员人数环比跃升 19.6 万至 178.6 万，为 2023 年以来的显著增长，亦暗示企业调整人力配置应对未来经济放缓，则抑制贵金属调整空间。相较之下，白银在良好经济数据支持下的工业需求有利于金银比走缩。最终黄金 2508 合约收报 3376.9 美元/盎司，-0.6%；美白银 2507 合约收报于 34.675 美元/盎司，-0.05%。 SHFE 黄金 2508 主力合约收报 783.1 元/克，+1.4%；SHFE 白银 2508 合约收 8456 元/千克，+2.85%。

【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 98.5%，降息 25 个基点的概率为 1.2%；美联储 7 月维持利率不变的概率为 74.3%，累计降息 25 个基点的概率为 25.4%，累计降息 50 个基点的概率为 0.3%；美联储 9 月维持利率不变的概率 29.9%，累计降息 25 个基点的概率为 54.7%，累计降息 50 个基点的概率为 15.3%，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 2.58 吨至 935.65 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 64.83 吨至 14416.65 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 2 吨至 1068.8 吨；截止 5 月 30 日当周的 SGX 白银库存周减 49 吨至 1347.5 吨。

【本周关注】特朗普宣布 6 月 4 日钢铝关税提高至 50%，进口自英国钢铝关税仍维持在 25%；白宫证实写信“催”贸易谈判伙伴“交方案”；媒体此前称，特朗普发“最后通牒”，希望各国周三前提供“最佳贸易方案”。周内继续关注贸易关税相关进展。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，短线延续震荡调整，关注 90 天关税暂停观察期在后半程的博弈与进展，预计随着波动下降，贵金属选择向上突破可能性大于向下。伦敦金阻力 3365，强阻力 3440-3500 区域；支撑 3300，3200，3100；伦敦银支撑 34，33.6，阻力上移至 34.8-35 区域。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】沪铜指数在周二高开低走，报收在 7.74 万元每吨，成交 15.3 万手，持仓

53.9 万手，上海有色现货升水 220 元每吨。
【产业表现】基本面保持稳定。
【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。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。

铝产业链：沪铝或围绕 20000 震荡

【盘面回顾】昨日夜盘，沪铝收于 19990 元/吨，环比+0.25%，成交量为 6 万手，伦铝收于 2470.5 美元/吨，环比+0.18%，成交量为 2 万手，氧化铝收于 3036 元/吨，环比+1.27%，成交量为 29 万手。
【核心逻辑】铝： 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，但由于关税缓和下游企业存在抢出口状态，因此即使其采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。5 月 31 日特朗普称将原先 25%的钢铝关税增加至 50%，该举短期对国内电解铝需求影响有限更多是情绪冲击，长期影响全球铝需求。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，但需求走弱预期以及钢铝关税增加导致的悲观情绪使得铝短期或仍维持在 20000 元/吨左右震荡走势，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: 避险情绪升温，锌价下跌

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22180 元/吨，环比-0.20%。其中成交量为 155440 手较上一交易日减少 26261 手，而持仓则增加 6114 手至 122728 手。现货端，0#锌锭均价为 22790 元/吨，1#锌锭均价为 22720 元/吨。
【产业表现】今日产业链保持稳定。
【核心逻辑】上一交易日，锌价弱势运行。本周宏观事件众多，市场避险情绪增加，有色金属普跌。从基本面看，供给端在下半年迎来宽松，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。除此之外，锌精矿进口增量较为显眼，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，目前其空头逻辑主要需观察锌锭累库状况。需求端方面，终端开工率受端午节前影响，开工率小降，整体水平保持稳定且符合预期。短期内预计锌价将保持偏弱震荡，重心缓慢下移，长期看跌为主。
【南华观点】短期震荡，长期看跌。

镍，不锈钢：短期无明显回调趋势

【盘面回顾】
沪镍主力合约日盘收于 121250 元/吨，上涨 0.14%。不锈钢主力合约日盘收于 12630 元/吨，下跌 0.59%。
【行业表现】
现货市场方面，金川镍现货价格调整为 121250 元/吨，升水为 2550 元/吨。SMM 电解镍为 122850 元/吨。进口镍均价调整至 121800 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27915 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 5836.36 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 0.7%。8-12%高镍生铁出厂价为 955 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-6.66%。纯镍上期所库存为 27075 吨，LME 镍库存为 200310 吨。SMM 不锈钢社会库存为 967500 吨。国内主要地区镍生铁库存为 31462 吨。
【市场分析】
日内盘面持续底部震荡，节后现货市场仍然有低价资源流出，现货成交情绪不减。短期基本面与宏观层面均相对较弱。矿端菲律宾主要矿区逐步走出雨季影响，菲律宾矿价有松动预期，印尼内贸基准价定价有小幅微跌，短期主要关注六月镍矿升水定价。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，印尼方面有部分大厂产线减产消息流出，影响 200 系与 300 系产量偏多，短期难以直接提振价格，供过于求局面仍存。硫酸镍方日前价格微跌。后续可持续关注现货升水调整走势以及外盘走势。

锡：低位徘徊

【盘面回顾】沪锡指数在周二继续在 25 万元每吨附近震荡，成交 8.5 万手，持仓 6 万手。
【产业表现】外电 6 月 2 日消息，行业专家表示，印尼在将非法锡矿资产转化为合法和生产业务方面取得的进展。据当地媒体报道，今年 4 月，印尼当局没收了五家涉嫌参与非法采矿的冶炼厂。这些冶炼厂现在将由国家管理。司法部长办公室表示，此次查封并不是为了停止锡矿勘探，预计在新管理层的领导下，开采工作将很快恢复。据 ITA 称，被没收的冶炼厂占该国精炼能力的一半。ITA 数据显示，由于查封，印尼 2024 年精炼锡产量下滑 30.7%，至 49,900 吨，创 20 多年最低产量水平。ITA 预计，随着印尼政府的调查结束，印尼 2025 年精炼锡产量将升至 5.7 万吨。
【核心逻辑】锡价在近期的地位徘徊和缅甸佤邦复产有一定的关联。据钢联调研了解，目前缴费办理采矿证的企业不多，目前国内矿贸商对于管理费方案看法不一，持观望态度较多，多数头部矿贸商都并未缴纳管理费和保证金，佤邦锡矿 5 月实际通关量截止 20 日仅通关 21 实物吨，6 月预计锡矿通关或无大幅增量，实际生产或到 7-8 月才能恢复。
【南华观点】持币观望。

碳酸锂:近期步入震荡阶段

【行情回顾】盘面震荡，LC2507 合约收于 59940 元/吨，持仓量 25.96 万手，环比减少 1351 手。锂辉石 6%精矿（澳矿 CIF）平均报价 617.5 美元/吨，环比下降 7.5 美元/吨；电池级碳酸锂报价 60300 元/吨，日环比下降 400 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：58000-61000。

工业硅&多晶硅:工业硅跌跌不休，多晶硅仓单大增

【行情回顾】今日硅产业链跌势明显，工业硅期货 SI2507 合约收于 7070 元/吨；多晶硅 PS2507 合约收于 34360 元/吨，整体跌势明显。工业硅通氧 553#（华东）均价 8200 元/吨，日环比下降 400 元/吨；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；多晶硅市场当前处于下游签单期，拉晶企业压价明显，硅料企业议价被动；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，下游压价采购，硅料厂议价被动。同时多晶硅仓单数量新增 1100 手，交割逻辑被削弱。
【南华观点】工业硅、多晶硅基本面偏弱，2507 合约逐渐到期，注意持仓风险。

铅：基本面逻辑不变

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16570 元/吨，环比-0.30%，其中成交量为 28541 手相较昨日减少 24390 手，而持仓量则增加 2217 手至 55547 手。现货端，1#铅锭均价为 16375 元/吨。
【产业表现】SMM6 月 3 日讯：据 SMM 了解，截至 6 月 3 日，SMM 铅锭五地社会库存总量至 4.99 万吨，较 5 月 26 日增加 0.65 万吨；较 5 月 29 日增加 400 余吨。
【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，电解铅产量呈小增趋势，精废价差上升，但近期铅精矿供应偏紧，炼厂产量估计会维持现状。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。总体供给端方面偏紧，需求端，6 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弱，在供需双弱的情况下，预测铅价短期重心下移，建议逢高沽空。
【南华观点】短期偏空。

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：关注原料端供应变化

【行情回顾】夜盘因传闻外蒙对煤出口增加资源税而出现反弹
【信息整理】1. 特朗普政府上调钢铝关税至 50%，4 日起效。
2. 6 月 3 日，蒙古大呼拉尔议会对蒙古总理奥云额尔登发起不信任投票，投票通过，奥云额尔登需要下台，蒙古将在 30 天内选出新总理。
【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：承压运行

【盘面信息】铁矿 09 低开后小幅反弹，在 5 日均线 700 整数关口有压力。
【信息整理】根据 mysteel，本期全球铁矿石发运量为 3431 万吨，环比增加 7.6%。
【南华观点】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。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：消息炒作，双焦盘面强势反弹

【盘面回顾】市场传言蒙古将对煤炭出口征收资源税，盘面受此影响快速反弹，双焦盘面近期跌幅较深，且现货跌幅明显不及盘面，基差在下跌过程中走强，故此轮反弹弹性较大。
【信息整理】
1. 5 月财新中国制造业 PMI 录得 48.3，较 4 月下降 2.1 个百分点，自去年 10 月来首次跌至临界点以下。
2. 美国总统特朗普宣布将进口钢铁和铝及其衍生制品的关税从 25%提高至 50%，该关税政策自美国东部时间 2025 年 6 月 4 日凌晨 00 时 01 分起生效。美国从英国进口的钢铝关税仍将维持在 25%。
3. 中国煤炭运销协会数据显示，5 月中旬,重点监测煤炭企业产量完成 6034 万吨，环比 5 月上旬增加 203 万吨，增长 3.5%，同比减少 84 万吨，下降 1.4%；5 月上中旬累计 1.19 亿吨，同比下降 4.7%。
【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】
蒙古经济对煤炭出口依赖度高，中国市场对高价蒙煤接受度低，加征资源税或导致蒙煤出口规模大幅收缩，不利于蒙古经济增长，该消息真实性有待证实，不建议抄底，前期低位空单离场观望。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，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；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）及助理分析师张泫（F03118257）、陈敏涛（F03118345）提供。

能化早评

原油：需求端旺季临近，地缘风险提振油价

【原油收盘】截至昨日收盘，NYMEX 原油期货 07 合约 63.41 涨 0.89 美元/桶，环比+1.42%；ICE 布油期货 08 合约 65.63 涨 1.00 美元/桶，环比+1.55%。中国 INE 原油期货主力合约 2507 涨 12.4 至 465 元/桶，夜盘涨 4.0 至 469 元/桶。
【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。五是，至 5 月 30 日当周，美国 API 原油库存 -330 万桶，预期-90 万桶，前值-423.6 万桶。

【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：需求预期转弱，EG 估值承压

【库存】华东港口库至 62.1 万吨，环比上期减少 6.6 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，港口显性库存去库 6.6 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，单边谨慎逢高布空。

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】: 周一甲醇 09 收于 2259
【现货反馈】: 周一远期部分单边出货利买盘为主，基差 09+55
【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 6884（+9）。
【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。
【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 6963（+3）。
【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7020 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，产量持续出于高位，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：冲高回落

【盘面回顾】EB2507 收于 7018（-122）
【现货反馈】下午华东纯苯现货 5845（+20），苯乙烯现货 7435（-280），主力基差 417（-158）
【库存情况】截至 6 月 3 日，江苏纯苯港口库存 14.5 万吨，较上期环比增加 1.4%。截至 2025 年 6 月 3 日，江苏苯乙烯港口库存 8.91 万吨，较上周期增加 1.45 万吨，幅度+19.44%；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。上周纯苯供需双增，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，听闻停车已久的玉皇、盛腾苯乙烯装置有望于 6 月回归，后续供应逐渐增加。需求端，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。上周 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。昨日盘面受原油影响高开后快速回落，日间最新数据显示苯乙烯港口继续累库，盘面和近月基差均明显下跌。

燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止到昨日收盘，FU07 收于 2917 元/吨。
【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 g 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：跟随成本波动

【盘面回顾】截止到昨日收盘，LU08 收于 3466 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-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：需求或阶段性转弱

【盘面回顾】BU07 收于 3482 元/吨
【现货表现】山东地炼沥青价格 3670 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】：周一尿素 09 收盘 1762
【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：低价之下，关注预期变化

纯碱：
【盘面动态】纯碱 2509 合约昨日收于 1185，-1.17%
【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】
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/吨附近，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 954，-2.85%
【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。

纸浆：主力移仓，驱动僵持

【盘面回顾】截至 6 月 3 日：纸浆期货 SP2507 主力合约收盘下跌 110 元至 5304 元/吨。夜盘下跌 8 元至 5296 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 主力合约价格震荡下行，持仓量减少，以多头减仓占优。技术上看，日 K 线收阴线实体，价格重心平移，小级别均线系统向下排列。昨日进口木浆现货价格稳定，山东地区进口针叶浆部分品牌现货价格松动 30 元/吨；进口阔叶浆现货高价成交不畅，江浙沪地区部分牌号现货价格松动 30 元/吨。短期 07 主力合约减仓，09 合约增仓，主力合约持仓向远月转移，近月合约资金矛盾减弱。基本面来看，供应端外盘报价僵持，远期进口量预计减少。需求端木浆成品纸种间有所区分，白卡纸短期挺价提升市场情绪，但由于新增产能投放预期，预计价格上行压力较大。其它纸种价格偏弱表现，整体下游需求弱稳，纸浆基本面驱动不明显，价格震荡为主。

烧碱：关注预期变化

【盘面动态】烧碱 2509 合约昨日收于 2371，-3.46%

【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。中期供需偏弱压制整体价格，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 13510，日环比-0.7%。

【现货报价】全国生猪均价 14.36 元/公斤，较昨日下跌-0.06 元/公斤，其中河南、湖南、辽宁、四川、广东五省生猪均价分别为 14.43、14.17、14.14、14.19、15.47 元/公斤，分别-0.09、-0.00、-0.02、-0.00、+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】
节后市场出栏增加，消费需求下降，产品订单增量跟进有限，屠宰企业外采拿猪积极性不高，市场高价成交不足，随节日效应逐渐消退。
盘面价格破位下行，易跌难涨。当前横盘整理，待调整充分后，延原趋势走弱的概率仍然较高。

油料：注意回调风险

【盘面回顾】外盘美豆油缺乏生柴利好而带跌美豆；内盘豆系现货基差继续走弱，菜系因出现中加和谈预期而走弱。
【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，外盘表现弱势，巴西贴水小幅修复，内盘表现较为坚挺，远月榨利得到修复，但四季度仍未有产地报价。到港方面看，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，二季度结转及三季度供应压力较大，将使得现货基差持续表现弱势，而盘面在天气市炒作来临前表现偏强；目前油厂大豆供应逐渐恢复，原料库存不断回升，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，节后下游继续以执行前期合同为主，随用随买情绪延续，叠加东北地区二育入场受限，备货积极性不佳，基差将继续走弱。
菜粕端来看，现货供应压力仍存，水产投产未出现明显增量背景下，后续库存去化表现艰难；远月供应端多头逻辑存在中加缓和预期，盘面率先表现弱势，后续关注中加贸易关系为主。
【后市展望】外盘主线逻辑仍在于美豆种植天气炒作，短期内缺乏利多支撑而表现震荡偏弱；内盘由于现实供应压力持续压制粕类近月及现货价格，而远月盘面多头天气市炒作与贸易战供应缺口预期无法证伪，整体看盘面处于低位震荡，等待驱动过程中。
【策略观点】短空长多。

玉米&淀粉：价格承压

【期货动态】芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货小幅收高，低点反弹，或因油价与大豆价格上涨
大连玉米淀粉小幅上涨。
【现货报价】玉米：锦州港：2290 元/吨，+0 元/吨；蛇口港：2460 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】东北贸易商目前整体心态尚可，低价售粮意向稍显一般。少部分深加工企业继续上调玉米收购价格。华北地区玉米价格稳中偏强运行。随着小麦收割临近，基层贸易商出货减弱，供应逐渐偏紧。下游饲料厂继续提货前期订单，小麦替代比例继续增加，玉米采购刚需为主，玉米相比小麦性价比较低，下游需求一般。
淀粉方面：华北和东北玉米淀粉价格暂稳运行。随着国内气温逐渐升高，玉米淀粉下游部分消费好转，糖浆整体需求小幅回升，造纸维持高位运行，民用表现一般。

【南华观点】玉米价格窄幅震荡，上行幅度有限。

棉花：淡季特征显现

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉有所回落，美元反弹。隔夜郑棉小幅下跌。
【外棉信息】据美国农业部统计，至 6 月 1 日全美棉花播种进度 66%，小幅落后于往年平均水平，全美现蕾率 8%，处于中等水平，全美棉株整体优良率 49%，较去年同期低 12 个百分点，其中得州棉株整体优良率 38%，较去年同期高 14 个百分点，均处于近年中等水平。
【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：跌势延续

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二小幅收高，盘中跌至四年低点，亚洲地区作物前景改善助推其下跌趋势。
昨日夜盘，郑糖延续跌势，整体继续保持疲软态势。
【现货报价】南宁中间商站台报价 6130 元/吨。昆明中间商报价 5850-6010 元/吨。
【市场信息】1、巴西对外贸易秘书处出口数据显示，5 月前两四周出口糖 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%。
5.印度合作社全国糖厂联合会预估印度 25/26 榨季糖产量为 3500 万吨。
【南华观点】短期郑糖价格跟随外盘，整体走势弱于外盘。

苹果：疲弱承压

【期货动态】苹果期货昨日冲高回落，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】目前南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，本周南疆气温或有回升，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】昨日广州如意坊市场到货 2 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】6 月 3 日郑商所红枣期货仓单录得 8535 张，较上一交易日减少 69 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。

南华期货

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。