

金融期货早评

宏观：迎接全球央行周

【市场资讯】1) 美伊局势—①以色列两大反对党宣布合并，对抗内塔尼亚胡。②伊朗外长短暂再访后离开巴基斯坦，伊朗外长向巴方递交停战条件。③美媒：以总统推迟对内塔尼亚胡特赦的决定。④美媒：以色列在伊朗冲突期间向阿联酋提供了“铁穹”防御系统。⑤伊朗总统指示伊央行智能管理流动性，保护本币币值。⑥法塔赫赢得巴勒斯坦地方选举，哈马斯未参加。⑦特朗普：伊朗如果想谈，可以打电话。2) 美国 4 月消费者信心指数从 3 月的 53.3 降至 49.8，虽略高于初值，仍创下自 1978 年有数据以来最低水平。3) 日本 3 月核心 CPI 同比上升 1.8%，升幅超过 2 月的 1.6%，为时隔五个月首次提速。日本央行密切关注的“核心-核心 CPI”同比上涨 2.4%，仍保持在央行 2% 目标之上。

【南华观点】全球金融市场将迎来“超级央行周”与“超级财报周”双期叠加的关键窗口。海外层面，美联储将于美东时间 4 月 28-29 日召开 FOMC 议息会议，CME 美联储观察数据显示，本次会议维持政策利率不变的概率达 99%，市场焦点已从即期决议转向美联储主席换届的影响。本次会议大概率是现任主席鲍威尔的任内“最后一舞”，其任期将于 5 月 15 日结束，预测平台 Kalshi 数据显示，沃什按期获得参议院确认的概率跳升。进一步来看，上周沃什的提名听证会呈现出“政治叙事优先于政策细则”的特征，其以超长篇幅的履历陈述系统性回避了利率路径、缩表节奏等核心政策议题，仅锚定通胀治理的鹰派立场与美联储政策职能边界重构两大原则，同时暴露了政策立场摇摆、决策独立性存疑等核心争议。我们认为存在内在矛盾的“缩表+降息双线并行”政策主张，其核心并非短期逆周期调节，而是推动美联储退出量化宽松常态化形成的类财政职能，推动资产负债表回归常态、货币政策回归价格型调控本位，重构市场化货币创造机制，本质是逆全球化背景下“美国优先”战略在货币主权领域的制度化延伸。国内层面，2026 年一季度中国 GDP 同比增长 5.0%，实现平稳开局，增速处于全年目标区间上沿，但经济运行呈现“供强需弱、外热内冷”的结构性特征，内生增长动力仍待补强，就业市场总量与结构性压力并存。PPI 连续 6 个月环比回升并同比转正，既为工业企业盈利修复提供了价格支撑，也对货币政策宽松空间形成阶段性约束。我们预计，4 月政治局会议将延续“稳中求进”总基调，大规模增量刺激政策出台概率较低，政策重心以存量政策落地为主、增量政策相机抉择，重点聚焦对冲外部不确定性、巩固内需复苏、强化就业优先、保障发展安全、培育新质生产力五大方向；财政政策靠前发力提升广义财政投放效率，货币政策坚持“以我为主”，维持适度宽松基调应对输入性通胀冲击。需要注意的是，4 月底政治局会议是国内政策定调的关键节点，2026 年 6-9 月是美联储政策框架落地验证的核心观察窗口。

人民币汇率：超级央行周来临

【行情回顾】前一交易日，美元兑人民币整体呈现震荡下跌走势。在岸人民币对美元 16:30 收盘报 6.8342，较上一交易日跌 6 个基点。人民币对美元中间价报 6.8674，调贬 24 个基点。在岸人民币对美元夜盘收报 6.8310。纽约尾盘，美元指数跌 0.30% 报 98.53

【核心逻辑】从消息面上来看，美伊可能将重新启动新一轮的谈判，叠加美国司法部突然宣布撤销针对美联储及美联储主席鲍威尔的刑事调查，美联储年内降息预期升温，美元指数边际承压。目前美元指数短期反弹未改技术面下降趋势。人民币方面，中间价基本稳定在 6.86 附近，逆周期因子从上周初的 464bp 回落至 277bp，表明人民币升值压力逐步弱化，央行对汇率的常态化调控节奏也随之放缓，出口企业迎来结汇窗口。本周将迎来超级央行周，重点关注美联储利率决议、通胀表态及点阵图，同时关注美国 PCE、GDP 等核心数据。

此外，欧央行、英国央行利率决议及国内 PMI 数据也需重点关注。若两大央行对通胀态度偏鹰，可能在短期内推动英镑、欧元走强，进而对美元指数形成相对压制。预计人民币将更多跟随美元联动，出口企业可把握逢高结汇机会。

【策略建议】短期内，建议出口企业可在 6.85 附近，择机逢高分批锁定远期结汇，以规避汇率回落可能导致的收益缩水风险；进口企业则可在 6.78 关口附近采取滚动购汇的策略。

【重要资讯】1) 特朗普取消美方代表赴巴，称“想谈致电即可”，伊方称“若美方立场缓和，未来几天可能举行第二轮谈判”。2) 伊朗称“已形成霍尔木兹海峡综合管理方案”，“须缴纳相关费用，里亚尔支付优先”，美军称将继续对进出伊朗港口船只实施全面封锁。伊朗外长向巴基斯坦递交停战条件。消息人士：伊朗立场比第一轮谈判时更加强硬。3) 美国参议员蒂利斯：已准备好推进沃什的美联储主席提名确认。

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：调整或为短期波动，预计中期偏强

【市场回顾】

上个交易日股指除上证 50 指数收涨外，其余均收跌，两市成交额缩量至 2.7 万亿元以下。期指方面，IF、IC 缩量下跌，IH 缩量上涨，IM 放量下跌。

【重要讯息】

1. 白宫记者晚宴大厅发生枪击事件。特朗普被紧急疏散、撤离时摔倒，枪手系教师兼游戏开发者。

2. 特朗普取消美方代表赴巴，称“想谈致电即可”，伊方称“若美方立场缓和，未来几天可能举行第二轮谈判”。伊朗称“已形成霍尔木兹海峡综合管理方案”，“须缴纳相关费用，里亚尔支付优先”，美军称将继续对进出伊朗港口船只实施全面封锁。

【行情解读】

上周五股指延续调整，大盘股指相对抗跌。从日内走势来看，以中证 1000 指数为例，盘中多次回踩 10 日均线后反弹，可见底部支撑夯实，叠加量能缩量，因此我们认为近两日调整仅为短期波动。目前美伊围绕第二轮谈判反复拉扯，中东冲突整体走向缓和，流动性逐渐修复，但由于霍尔木兹海峡依旧处于封锁状态，中东冲突对通胀的影响难以完全消退，因此流动性水平难以回归至冲突爆发前，流动性完成阶段性修复后，股指上行驱动转向盈利，从目前一季度业绩披露情况来看，四大股指均表现良好，归母净利润同比有不同程度的上升，且 PPI 同比转正，利好盈利修复，因此预期股指偏强运行。

【南华观点】短期预计偏强运行

国债：调整或延续

【市场回顾】上周期债继续向上拓展空间，但后半周多头动力减弱，长债表现趋弱，基本回吐了周内涨幅，中短债则表现偏强。资金面保持宽松，税期影响不大，DR001 维持在 1.22% 附近。与前周相比，现券收益率短端下行明显，长端则与前周接近。

【重要资讯】1. 证监会：允许合格境外投资者参与国债期货交易，交易目的限于套期保值。

【行情解读】上周多空争夺加剧，但期货持仓仍在上升，中期持仓成交比继续攀升，显示市场分歧不减。以 T 持仓来看，主力空头持仓已经超过了多头持仓，为 2024 年以来的首次，值得警惕。周五盘后央行公告本月 MLF 继续缩量续作，加上允许合格境外投资者参与国债期货套保的消息，可能一定程度上打击多头情绪，本周行情可能继续调整。目前各期限均不宜追涨，长债若跌出性价比，可短线介入。

【南华观点】可关注长债短线反弹的机会。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、周骥（Z0017101）、廖臣悦（Z0022951）、潘响（Z0021448）提供。

大宗商品早评

新能源早评

碳酸锂:关注节前避险情绪，把握回调机会

【行情回顾】上周碳酸锂期货价格呈现宽幅震荡格局。碳酸锂加权指数合约收盘价 177064 元/吨，周环比+0.37%；成交量约 30.81 万手，周环比+8.68%；持仓量约 73.92 万手，周环比+1.25 万手。LC2607-LC2609 月差呈现 Contango 结构，周环比-80 元/吨；仓单数量 34298 手，周环比+4275 手。

【产业表现】本周碳酸锂企业开工率周环比+0.91%，其中辉石产线开工率变动+0.59%，云母产线开工率-2.92%，盐湖产线开工率+4.77%，回收产线开工率+1.56%。碳酸锂周度总库存环比变动+0.64%，其中冶炼厂库存-2.36%，下游库存-2.52%。

据乘联会数据，2026 年 1-3 月份，新能源汽车产销累计同比-7.6%/-4.3%，综合带电量表现产销+22.2%/26.5%。据动力电池联盟数据，2026 年 1-3 月份，我国动力和储能电池累计产销同比+49.3%/+51.6%。

【南华观点】

综合研判，短期碳酸锂市场主要受有色板块及原油板块联动共同影响，需重点警惕节前避险资金扰动、宏观及有色情绪走弱带动的价格下行风险。就品种自身表现来看，碳酸锂依旧具备较强的抗跌属性，后续可积极把握本轮回调周期下的低位补货时机。中长期行业基本盘未变，储能、新能源汽车等下游需求增长逻辑稳固，锂资源长期需求确定性强，价格底部具备韧性。

工业硅&多晶硅:节前避险情绪渐起

【行情回顾】本周工业硅期货加权合约收于 8581 元/吨，周环比变动-0.19%。成交量约 38.00 万手（周环比变动+97.90%），持仓量约 37.83 万手（周环比变动+1.01 万手）。SI2606-SI2609 月差为 Contango 结构，周环比变动+0 元/吨。仓单数量 27230 手，周环比变动+1572 手。

多晶硅加权指数合约收于 40301 元/吨，周环比+3.99%；成交量 27.28 万手，周环比+163.06%，持仓量 11.28 万手，周环比+3.13 万手；多晶硅 PS2606-PS2609 月差为 Contango 结构，周环比+120 元/吨；仓单数量 14850 手，周环比+2270 手。

【产业表现】本周工业硅及光伏产业链现货市场延续弱势运行态势，供需双弱特征进一步凸显，供给端开工率有所走弱，下游需求复苏乏力，库存压力呈现明显分化，行业基本面未出现实质性改善信号。

供给端：工业硅周产量环比变动+3.72%；多晶硅产量变动+0.53%。需求端：光伏产业链下游整体疲软；有机硅行业需求表现平淡，对工业硅的需求拉动作用有限；铝合金领域原生开工率虽小幅提升，再生开工率小幅下滑。库存端：工业硅库存持续累积，供大于求格局下库存压力持续凸显；多晶硅库存周环比-3.73%，出现去库迹象。

【南华观点】当前硅系产业链整体基本面呈现羸弱态势，工业硅与多晶硅表现分化但均承压运行。工业硅核心处于成本支撑与套保抛压的双向博弈格局，预计价格将在在 8200-9000 元/吨区间维持宽幅震荡，上方受产业套保资金抛压制约，下方依托成本端形成刚性支撑。多晶硅基本面较弱，政策暂无实质性利好出台，仅以行业“反内卷”座谈会形式强化市场预期引导，重点关注技术面资金动向。

以上评论由分析师余维函（Z0023762）提供。

有色金属早评

铝产业链：外强内弱延续，多空拉锯

【盘面回顾】国内盘：沪铝主力合约周度收于 24,970 元/吨，环比前一交易日下跌 90 元/吨，跌幅 0.36%，持仓减少，成交量小幅收缩。

外盘联动：

LME 铝：周度收于 3,598 美元/吨，环比上涨 1.50%，LME 铝库存周度去化至 37.63 万吨的偏低水平。

沪伦比值：当前比值约 6.94，进口窗口关闭。

相关品种：氧化铝主力合约周度收于 2,822 元/吨，环比前一交易日下跌 5 元/吨；铝合金期货主力合约收于 23,510 元/吨，跟随电解铝波动。

现货基差：华东现货贴水约 140 元/吨；LME 铝现货升水约 35 美元/吨。

【产业信息】宏观层面：中东地缘局势反复仍是宏观核心变量。美伊谈判未果，霍尔木兹海峡海上封锁常态化加剧了市场对供应链断裂的担忧，美元指数走高对有色板块整体施压。本周（4 月 27 日—5 月 1 日）全球金融市场将迎来阶段性关键窗口，美联储 FOMC 利率决议（北京时间周四凌晨 2 点）将公布，目前市场普遍预期美联储将维持利率不变。另外美国一季度 GDP、ISM 制造业 PMI 等重磅经济数据亦将密集出炉，宏观情绪或阶段性成为主导有色板块短期走势的核心变量，需重点关注降息预期变化和中东局势新动态对风险偏好的传导。

产业层面：供应端，中东地区铝厂因天然气中断出现规模化减产，阿联酋 EGA 停产、巴林 Alba 铝业减产，合计影响产能约 300 万吨，全球电解铝市场已出现实质性供应缺口。LME 库存持续去化至 37.63 万吨的低位水平，注销仓单占比较高，海外现货偏紧格局进一步巩固，对 LME 铝形成较强支撑。国内电解铝产能高位运行，西南地区复产持续推进，行业开工率维持 98% 的高位，供给弹性极为有限。需求端，国内铝加工龙头企业周度开工率环比微降至 64.6%，下游消费旺季兑现不及预期。铝锭社会库存周度累库 4.2 万吨至 146.5 万吨，库存拐点迟迟未至，五一节前备库需求持续性存疑，高库存对沪铝形成实质性压制。整体呈现“海外紧、国内松”的结构分化格局。

资金情绪：沪铝持仓周度有所缩减，资金在假期前趋于谨慎，内弱外强特征明显，多空围绕地缘供给溢价与国内累库现实持续拉锯。

【南华观点】本周铝产业链的核心驱动在于地缘供给支撑与国内累库压制的持续拉锯——

中东铝厂减产推升 LME 铝及成本支撑线，但美元偏强叠加国内社库高位震荡压制沪铝上行空间，内外分化格局短期难以扭转，预计铝价高位区间震荡。氧化铝方面，几内亚铝土矿发运缩量及海运费维持高位支撑成本，但因新产能投放与高位库存压制价格弹性，氧化铝价格上下有限。铝合金方面，废铝成本偏高叠加社会库存偏低，方向性仍紧密跟随原铝波动。策略方面，短期以区间震荡思路应对，重点关注本周美联储决议和中东局势进展对情绪的影响，注意控制假期前的仓位风险。

铜：铜价高位震荡不改中期上涨逻辑

【盘面回顾】上周有色金属市场资金净流入，但多以散户持仓为主，外资多头入局谨慎，稳健持仓席位净多头高位波动，未见明显趋势。沪铜远期期限结构呈现深度贴水状态。具体数据去看，周内沪铜加权指数交易量环比增加 24.99%，沪铜加权指数持仓量环比增加 3.64%。但市场投机度维持低位水平。

沪铜主力合约价格位于 102571 附近上下波动，波动区间在【101820，104160】，周五夜盘收于 102780 元/吨，周内增仓 13802 手，周内跌 0.22%，振幅 2.28%。LME 铜价主要位于【13139，13481.5】区间波动，最后收于 13289 美元/吨，周内仓差 9717 手，环比涨 0.33%，振幅 2.59%；COMEX 铜价主要位于【602.95，621.15】区间波动，最后收于 608.8 美分/磅，周内仓差 16451 手，环比下跌 0.31%，振幅 2.98%。

【产业信息】1、上海期货交易所 4 月 24 日公布的库存数据显示，铜库存下滑 39083 吨或 16.25%，至 201373 吨，这是在 3 月 13 日当周刷新历史高位后的连续第六周下降。同时，本周 LME 铜库存也出现一定幅度下降，最新库存为 392575 吨，较上周五（4 月 17 日）的 400225 库存相比减少 7650 吨。而 COMEX 铜库存却创出历史新高，最新库存约 605283 短吨，周度增加 10780 短吨。全球铜库存明显流向美国。

2、泰克资源（Teck Resources）警告称，随着全球供应趋紧，柴油和运费成本的上涨可能导致其智利铜矿业务在第二季度期间的支出增加。公司表示，其智利业务依赖进口柴油，受霍尔木兹海峡相关供应中断的影响，面临更高的燃料和运输成本，尽管预计不会出现严重短缺。

3、矿业公司自由港麦克莫兰（Freeport-McMoRan）周四发布了最新的季报。报告显示，第一季度公司综合铜产量为 6.62 亿磅，同比下降 24%，黄金产量为 9.7 万盎司，同比下降 66%；第一季度综合铜销量为 6.57 亿磅，同比下降 25%；黄金销量为 12.1 万盎司，同比下降 5.5%；第一季度铜平均实现价格为每磅 5.78 美元，而去年同期为每磅 4.44 美元。

4、头部科技企业一季报普遍超预期，AI 与数据中心为核心增长引擎；全行业集体上调资本开支，算力基建、高端芯片、新能源硬件同步扩张。

【南华观点】上周铜价先强后弱，核心矛盾在于美元反弹，终端企业订单走弱，货币与需求端边际走弱。但亚洲市场铜库存明显回落，月末开票紧张货流偏弱，支撑近月合约偏强。临近五一，节前企业刚性补库为主，难以吸引投机资金大批入场，散户多头仍以快进快出为主。

本周美联储决议大概率“按兵不动+偏鸽表态”，降息预期重新升温，叠加供应紧张+AI/数据中心需求支撑，回调仍是买入机会。上周投机与套保策略整体仍适用，仅阻力/支撑小幅上移、止损微调。

投机策略：高位不加仓，高位回调逢低买入，上方阻力看 103500-105000；下方支撑位看 100500-101000；止损位看 98500-99000。

套保策略：现货按需采购，若要构建远期库存，则参考补库数量分批买入套保。

锌：高位震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌加权合约收于 24234 元/吨。其中成交量为 14.3 万手，持仓 19.43 万手。现货端，0#锌锭均价为 24130 元/吨，1#锌锭均价为 24060 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，锌价日内偏弱运行，夜盘冲高回落。宏观上依旧已不确定性为主，消息上特朗普称伊朗战争将会很快结束。国内沪锌目前基本面，由于硫酸价格持续走强，冶炼厂在供给端持续释放压力，但是进口加工费持续下行，后续受进口矿下滑（澳矿）可能会出现原料偏紧的局面。只要副产品收益极大，冶炼厂就不会停止买矿，直到到达进口亏损加上进口加工费与副产品收益的盈亏平衡线。需求上，暂时没有大矛盾，现货端贴水，整体偏弱，库存依旧维持水位较高甚至累库。而伦锌则持续去库，预计反套转折点仍未到来，依旧正套逻辑看待。展望未来，短期跟随宏观与外盘，整体震荡为主，矿紧和出口逻辑提供支撑，难以深跌。

【南华观点】基本面矛盾不一，震荡为主。

镍-不锈钢：周内停产刺激盘面，节前注意仓位控制

【盘面回顾】沪镍主力合约收于 148770 元/吨，上涨 2.68%。不锈钢主力合约收于 15475 元/吨，上涨 2.31%。

【行业表现】现货市场方面，金川镍现货价格调整为 143150 元/吨，升水为 1950 元/吨。SMM 电解镍为 142000 元/吨。进口镍均价调整至 140800 元/吨。电池级硫酸镍均价为 32475 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 3963.46 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-3.6%。8-12%高镍生铁出厂价为 1089 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 3.42%。纯镍上期所库存为 67843 吨，LME 镍库存为 277548 吨。SMM 不锈钢社会库存为 961100 吨。

【南华观点】

镍-不锈钢周内大幅拉涨，随后周五受 Eramet 停产消息扰动，镍-不锈钢盘面均有所拉涨。法国矿业巨头埃赫曼（Eramet）于正式对外披露，受印尼 2026 年镍矿 RKAB 出口配额大幅收紧的核心政策影响，其控股的印尼合资企业 PT Weda Bay Nickel 旗下 Weda Bay 镍矿将在 5 月中旬暂停生产、进入维护保养状态，目前已全面启动停产前的准备工作，预计影响月度镍矿产量约 300 万吨；而 Eramet 停产则是 2026 年印尼 RKAB 配额政策全面收紧以来，首个海外头部矿业企业因配额不足宣布镍矿停产的标志性事件。周内美伊战争进展反复，谈判预期仍占据上风，但是霍尔木兹海峡开发通运节点或有所延迟。前期 HPM 市场真实落地拟于五月结算周期产生影响，当前市场主流仍为 1 日 HPM+升水交易模式，关注后续交易情况。印尼出口税落地具体事项目前尚在讨论中。基本上，镍矿方面正式进入早季产量发运有所上升，基准价上调下游镍矿以及中间品接受程度有待观望，大概率下调升水以平和基准价影响。新能源方面价格企稳为主，现阶段现货流通有限，以销定产为主。镍铁方面价格高位企稳，基准价对镍铁成本抬升最为直接，市场博弈加强，废钢经济性对外购镍铁挤压较为严重。不锈钢日内震荡，下方空间在成本抬升下较为有限，现货成交平淡，贸易商调价灵活出货节奏有所浮现，下游节前周期按需备货。

锡：高位震荡

【市场回顾】沪锡加权上一交易日报收在 38.84 万元每吨；成交 23.44 万手；持仓 7.67 万手。现货方面，SMM 1#锡价 390100 元每吨。

【核心逻辑】上一交易日，锡价整体维持高位震荡。宏观上依旧已不确定性为主，消息上特朗普称伊朗战争将会很快结束。供给端，原料有一定补充态势，但缅甸可能由于缺少柴油和炸药导致复产不及预期，因此不要对其有过于乐观的判断。需求端，锡焊料企业开工

率一般，消费电子持续低迷，光伏拖累，AI 量小但新能源汽车预计贡献一定增量。库存端受价格持稳波动率下降，维持缓慢去库状态。展望未来，宏观具有不确定性，难以走出上行趋势。

【南华观点】高位震荡，注意回落风险。

铅：震荡为主

【盘面回顾】上一交易日，沪铅加权合约收于 16668 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16450 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪铅日内偏弱震荡，夜盘高开偏强震荡。基本上，供给端原生铅冶炼稳健生产，同时进口窗口打开上方压力明显，再生铅受原料限制和铅价不稳定难以维持高开工。需求端，步入淡季，下游表现一般，且国内开始累库。展望未来，上方空间较小，可能最多受板块带动上冲 17000，但较难维持，依旧震荡为主。

【南华观点】震荡为主，区间操作。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）、傅小燕（Z0002675）及助理分析师管城瀚（F03138675）、林嘉玮（F03145451）提供。

油脂饲料早评

油料：回调布局

【盘面回顾】外盘震荡收涨，内盘回吐情绪溢价，周末现货基差小幅反弹，五一备货情绪有所增加。

【供需分析】对于进口大豆，目前 4 月 850 万吨，5 月 1250 万吨，6 月 1150 万吨，7 月 1000 万吨左右。关注后续巴西发运以及港口清关进度。

对于国内豆粕，现货情绪保持弱势，但随着主力换月完成，一口价与基差跌幅逐渐受限。全国来看，全国进口大豆港口与油厂库存继续维持季节性高位并小幅回升，油厂季节性检修后逐渐开机，油厂豆粕库存继续保持宽松；下游饲料厂物理库存逐渐回落，下跌过程中主动降库为主。

菜粕端来看，澳籽年度买船已定，后续随着加菜籽逐渐到港，华南地区逐渐开机压榨，性价比偏高背景下预售情况良好。需求端来看，华南地区逐渐接近水产备货季节，有望启动季节性需求。。

【后市展望】中美谈判延后，旧作出口预期等待验证，新作播种进度较往年偏快，厄尔尼诺气候暂未对产区天气形成影响，外盘继续保持窄幅震荡。内盘来看，短期 M05 近月继续跟随现货情绪走弱，中期 M07 巴西宽松供应逻辑未变，远月 M09 重心转向美豆种植天气炒作震荡偏强，M7-9 延续反套走势，后续基差或跟随走弱。

【南华观点】短期可跟踪天气变动，回调买入 M09 或 RM09。

油脂：短期弱现实难改，但中长期依然有偏紧预期

【盘面回顾】油脂市场涨势暂缓，题材炒作有所降温，基本面弱势抑制短期上涨空间。

【供需分析】国际方面：三季度强厄尔尼诺预期、印尼下半年或全国范围内全部类型柴油

执行 B50 传言拉高棕榈油，叠加印尼 7 月将停止进口柴油，远期减产隐患+需求乐观为盘面注入升水。但马来 4 月大幅增产与出口大幅下降预期抑制价格持续上涨动能。MPOB 与 UOB 数据均显示 4 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比增长近 20%，SPPOMA 显示 4 月 1-20 日马来半岛南部棕榈油产量环比增长超 30%，而 ITS 与 Amspec Agri 数据则显示 4 月 1-20 日马来棕榈油出口环比下降超 25%，中东地区需求下降明显。目前的较高植物油价格与中东局势已经明显影响到需求地区补库意愿，供应压力逐渐增加，棕榈油市场基本面呈现出转弱趋势。

国内方面：棕榈油豆油库存较为充足，但整体延续去库趋势。上周棕榈油增加较多买船。菜油库存仍维持较低水平。三大油脂下游成交偏弱，油厂大豆压榨开机率略低于市场预期。国内供需缺乏提振，依靠外盘驱动。

【南华观点】短期天气与政策题材的炒作有所降温，叠加基本面弱势，油脂市场进一步上涨的动力不足，需等待相关题材出现进一步的发酵才有继续开启上行趋势。中长期来看供需趋紧的格局不变。

以上评论由分析师靳晚冬（Z0022725）、陈晨（Z0022868）提供。

能源油气早评

SC：美伊分歧仍存，油价高位震荡

【盘面动态】Brent 收于 105.88 元/桶，涨跌幅-0.12%，WTI 收于 94.88 美元/桶，涨跌幅-2.19%，SC 收于 643.6 元/桶，涨跌幅 0.88%。

【市场资讯】

- 1、据伊朗国家电视台记者：伊朗外交部长阿拉齐在伊斯兰堡没有安排与美国的会晤，但巴基斯坦可以传达伊朗对结束冲突的关切。
- 2、伊朗伊斯兰议会国家安全和外交政策委员会主席易卜拉欣·阿齐兹 25 日凌晨在社交媒体发文说，伊朗外交部长阿拉格齐访问巴基斯坦仅为讨论双边关系，并未获授权处理任何与核谈判相关事宜。阿齐兹说，核问题仍是伊朗坚守的红线之一。
- 3、据沙特阿拉伯电视台：消息人士称，巴基斯坦提出了一项由多国共同对伊朗核计划进行监督的计划。
- 4、巴基斯坦官方消息人士 25 日表示，与第一轮谈判相比，伊朗采取了更为强硬的立场，强调任何结束战争的方案都必须按照伊朗方面的条件执行，而不是按照美国总统特朗普提出的条件执行。

【南华观点】

周末美伊谈判宣告流产，伊朗外长 25 日访巴后提前离境，特朗普随即取消行程，称“没必要空谈”。双方仅由巴基斯坦传话，无直接接触、无实质进展。伊朗立场更强硬，坚持解除制裁、战争赔偿、海峡主权；美方坚持去核、不赔偿、维持封锁。停火虽延续，但海上封锁与海峡对峙仍在持续。市场也纠正了此前乐观的停战预期，brent 再度站上 100 美元/桶。进入五月，若海峡仍持续处于关闭状态，油价的底部也将随着需求旺季的来临抬升。

燃料油：波动放大

【盘面回顾】4月24日中东和谈暂无实质进展，亚洲低硫燃料油市场结构大体持稳，高硫燃料油月间价差走强、现货升水回落。低硫船燃方面，新加坡0.5% S船燃5-6月月间逆价差微收至27.50美元/吨，4月23日现货升水环比上行5.56美元/吨，报29.12美元/吨。高硫燃料油方面，新加坡380 CST HSFO 5-6月月间逆价差走高3美元/吨至31.50美元/吨；受西方套利货集中到港、即期货源充裕影响，4月23日现货升水环比回落1.83美元/吨至17.75美元/吨。

【产业表现】截至4月22日当周，新加坡燃料油进口环比大增42.4%至104万吨，核心货源回流明显。俄罗斯燃料油在断供三周后恢复对新出货，当周到货9.98万吨；受持续无人机袭击拖累俄产油设施、本土库存去化影响，4月俄燃料油发货量降至3月的三分之一。航运扰动缓解下，新加坡时隔三周重新恢复科威特燃料油进口。政策端，欧盟落地第20轮对俄制裁，将印尼卡里蒙油港及俄罗斯两处港口列入禁令，针对影子船队及原油限价规避行为；贸易商表示该制裁对新加坡俄系燃料油流入冲击有限，但船东已主动规避涉禁港口挂靠及卸货。

【南华观点】中东地缘谈判停滞为燃料油市场提供支撑，低硫现货升水显著反弹；高硫油受外部补充货源增加压制，现货价格走弱，远月价差结构偏强。区域进口总量大幅回升，俄罗斯、科威特等多元货源回归缓解供给紧张，短期弱化高硫燃料油利多逻辑。新一轮欧盟港口制裁实际影响偏可控，后续重点跟踪俄燃料油出口韧性、中东地缘局势演变及外部套利货流入节奏。

沥青：正套格局

【夜盘回顾】截至收盘，bu06收于4078元/吨。冲高回落。

【现货回顾】国内沥青市场均价为4410元/吨，较上一日上涨6元/吨，涨幅0.14%。据百川盈孚统计，2026年5月国内炼厂沥青产量预计125万吨左右，环比减少30万吨，环比下降19%，同比减少111万吨，同比下跌47%，5月产量或创下2014年2月以来的单月最低水平。主营炼厂及地炼沥青产量持续缩减，加之成本面以及沥青期货盘面价格走高，今日北方贸易商及地炼报价上调，此外在盘面价格上涨带动下，南方社会库低价资源减少，整体成交重心上移。

【南华观点】近期的地缘扰动引发的原油局部物流中断、供应缩量，使得原油价格重心快速提升中东局势的不稳定性放大了原油向上的脉冲。短期地缘扰动将是油品的最核心主导因素，盖过沥青自身基本面。不过，根据原油的展望和判断，即使海峡解封，但整体物流恢复、油田复产的周期都需要原油给出战争前的溢价，因此，油价向下空间有限，详情参照原油周报内容。供应端，主营炼厂开工率下滑明显，同时5月排产计划继续大幅下调，原料紧缺带来的预防性减产，以及远期重油贴水报价的走强，都对沥青远期估值有一定提升。需求端，目前整体需求并无亮眼表现，走货偏弱更体现了有价无市的现货状态。如前期周报所述：“进入四月，随着各方势力集结完毕以及时间节点临近，中东局势大概率会有定论和结果。”目前看，油价将进入区间震荡格局，上下都有边界。因此，短期扰动带来快速下跌后，资金空单止盈或任何宏观消息，都会对盘面造成较大波动。因此，投资者除了注意好仓位控制外，也可关注类似备兑等稳健的组合策略。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）提供。

贵金属早评

铂金&钯金：地缘担忧再起压制铂钯价格 关注俄钯双反终裁

【行情回顾】上周铂钯整体收跌，NYMEX 铂主连周内下降 5.64%至 2021.0 美元/盎司，NYMEX 钯主连周内下跌 5.89%至 1506.5 美元/盎司。铂钯 ETF 持续流出，国内 GFEX 铂钯期限结构逐渐由 Flat Backwardation 转变为 Flat Contango。

【核心逻辑】近期铂钯价格运行核心驱动为美伊冲突、美联储货币政策、贸易关税和铂族金属需求领域扩展等。

美伊冲突方面，近一周中东地缘局势快速恶化，美伊对峙持续升级，在“停火截止日”即将到来的节点前，市场开始从“定价战争缓和”再次转化为“交易战争风险”。4月22日，巴基斯坦举行的美伊第二轮间接谈判，因伊朗拒绝参会宣告取消，同日双方临时停火协议到期，美方单方面延长停火、维持海上封锁，伊朗则强硬封锁霍尔木兹海峡，全线进入高等级军事战备。4月23日，美方下达军事应对指令，敦促本国公民撤离伊朗，伊朗同步启动防空系统。后续外交层面出现小幅调解动向，伊朗外长前往巴基斯坦沟通斡旋事宜，美国特使也将赴当地协调，但美伊暂无会谈安排。与此同时，美国一边延长航运豁免以缓和石油危机，一边加码对伊金融制裁，伊朗则保留核心导弹战力应对威慑。双方在核问题、海峡管控、制裁解除等核心诉求上分歧难解，叠加美国《战争权力法》5月1日关键时间节点临近，短期中东紧张格局难以缓解，局部有限冲突的风险持续走高。

美货币政策方面，沃什虽在参议院银行委员会听证会上表露了其“缩表+降息”的政策主张，并倡导货币政策回归本位，但整体而言，沃什的陈述呈现出刻意的“去政策化”特征，全程回避了对未来政策操作的任何具体承诺，多位华尔街分析师对沃什在参议院银行委员会听证会定性为“行大于实的政治秀”。

贸易关税方面，关税政策一直以来是特朗普执政期间的核心政治资产之一，若无法通过合法渠道维持高关税，其政治影响力与对外谈判筹码将受到显著削弱。在“对等关税”被最高法院推翻后，特朗普政府短期内用 122 关税以填补政策真空，中长期或将依托 232 和 301 延续高关税政策框架。在此背景下，针对俄罗斯未锻造钯的反倾销与反补贴调查，预计其 4 月底的终裁将维持初裁结果，这将导致关税上调，进一步阻碍俄罗斯钯金流向美国市场。受此预期影响，NYMEX 钯金出现累库迹象。此外，关税违法裁定引发巨额退税压力，加剧美国财政负担，在地缘溢价消化后，强化“弱美元”逻辑。

需求方面，根据高频领先指标，预计玻纤行业对铂族金属的需求将持续上升，另外，中国玻璃玻纤行业对铂族金属的应用可能从铂基解决方案逐渐转向钯基解决方案，大规模测试预计将贯穿 2026 年全年，钯金在玻纤领域的应用或加速铂钯替代，俄罗斯诺里尔斯克镍业表示若试验结果良好，预计仅中国的玻纤行业的钯基解决方案就将达到 80 万盎司（24 吨，约占供应的 10%），近期，贺利式和斯班净水也开始合作开发钯基玻纤技术。

全球将迎来“央行超级周”，美联储、欧洲央行、英国央行、日本央行、加拿大央行等将发布利率决议，需要关注各主要经济体对经济前景、利率路径及通胀的判断。事件方面继续关注中东地缘政局变化和美联储官员讲话。关注钯金在玻纤领域的试验结果。关注俄钯双反终裁结果。

【南华观点】贵金属受益于美中期选举博弈，中长期战略看多铂钯，短期看中东局势变化仍是核心变量，近期贵金属可能仍处于震荡格局中。关注俄钯终裁结果，需警惕波动与开盘跳空。

黄金&白银：贵金属承压调整 焦点转向美联储 FOMC 及中东美伊进展

【盘面回顾】上周贵金属价格承压调整，主要因中东地缘局势担忧升温，以及沃什在参议院银行委员会听证会上偏鹰派审慎立场，引发原油价格进一步走高、美指和美债收益率走升，而贵金属回落。周线角度看，金银皆收阴柱，但仍在上一周阳柱实体内，反映为阶段性调整而非弱势转变。

地缘方面，近一周以来，中东地缘局势快速恶化，美伊对峙持续升级。4月18日，伊朗指责美国背弃停火承诺，强化霍尔木兹海峡管控并驱离过往船只，地区短暂缓和态势彻底逆转。原定22日于巴基斯坦举行的美伊第二轮间接谈判，因伊朗拒绝参会宣告取消，同日双方临时停火协议到期，美方单方面延长停火、维持海上封锁，伊朗则强硬封锁霍尔木兹海峡，全线进入高等级军事战备。23日，美方下达军事应对指令，敦促本国公民撤离伊朗，伊朗同步启动防空系统，地缘冲突与全球能源供应风险大幅上行。后续外交层面出现小幅调解动向，伊朗外长前往巴基斯坦沟通斡旋事宜，美国特使也将赴当地协调，但美伊暂无会谈安排。与此同时，美国一边延长航运豁免以缓和石油危机，一边加码对伊金融制裁，伊朗则保留核心导弹战力应对威慑。双方在核问题、海峡管控、制裁解除等核心诉求上分歧难解，叠加美国《战争权力法》5月1日关键时间节点临近，短期中东紧张格局难以缓解，局部有限冲突的风险持续走高。

货币政策方面，周内降息预期整体下降，但周五有所升温。4月21日晚间，沃什在参议院银行委员会听证会展现鹰派审慎立场，强调维护美联储货币政策独立性，正视前期宽松引发的通胀问题，将物价稳定置于就业之前。他主张美联储聚焦核心职能、减少非核心领域干预，坚持数据驱动决策，不提前锁定降息时点，同时计划加快缩表节奏，以缩减流动性替代额外加息。此外，沃什质疑现有2%通胀目标机制，提议优化调控框架、简化政策沟通，减少市场投机波动。在地缘冲突加剧、通胀存在反弹压力下，其表态压制短期降息预期，巩固全球流动性收紧预期。值得注意的是，其公开言论与后续落地政策或存在偏差，缩表实操也面临多重限制。与此同时，周五美国司法部撤销对鲍威尔的刑事调查，市场降息预期升温，带动贵金属价格回升。

基金持仓方面，上周全球最大黄金ETF--SPDR持仓减少3.72吨至1049.2吨，全球最大白银ETF--iShares持仓减少156.3吨至15154.7吨。

【交易逻辑】近期贵金属市场交易集中在中东地缘冲突反复下的不确定性，高油价引发的通胀担忧、美联储货币政策预期与美联储主席换届、经济滞胀、衰退与金融市场风险等。下方支撑来自央行购金需求托底。在油价高企时间拉长风险下，滞胀交易可能是下一个贵金属上涨的重要叙事，后续关注经济放缓对风险资产压制的更多验证支持。但短期仍需警惕中东局势升温带来的价格调整压力。

接下来一周美国数据方面关注周四晚间美国Q1GDP，及周五晚美4月ISM制造业PMI；事件方面重点关注周四凌晨美联储FOMC利率决议，本次利率决议大概率维持基准利率不变，也是鲍威尔5月15日美联储主席一职任职到期前最后一次利率决议，如若沃什延迟上任，则鲍威尔将以“临时主席”身份留任，直到新主席就位。同时也需关注周四晚间欧央行和英国央行利率决议。另外，继续密切关注中东地缘局势变化。

【南华观点】策略上，我们仍维持战略性看多贵金属，回调视为中长期布多机会。短期看中东局势变化仍是核心变量，近期贵金属可能仍处于震荡格局中。伦敦金关注20日均线与前低区域在4650-4700区域支撑有效性，然后4600，强支撑在200日均线，阻力位4900；伦敦银支撑74-75区域，如跌破可能进一步回踩70，阻力78.5，80，然后83。风险上警惕

中东局势反复以及美联储降息预期延后等。风险上警惕中东局势反复以及美联储降息预期延后等。

以上评论由分析师夏莹莹（20016569）提供。

化工早评

纸浆-胶版纸：APP、博汇文化用纸涨价，库存回升

【盘面回顾】纸浆期货（SP）日盘震荡下行，夜盘低位震荡；胶版纸（双胶纸）期货（OP）日盘先跌后涨，夜盘震荡下行，临近收盘大幅下跌。

【现货市场】山东银星报价 5050-5060 元/吨（-30/-40），山东乌针、布针报价 4620-4920 元/吨（-30/-30），华南银星报价 5150 元/吨（-50）。

【港口库存】根据钢联，截止 4 月 24 日，纸浆：港口库存 235.7 万吨（+8.6）；双胶纸原纸生产企业库存 156.92 万吨（+0.36）。

【南华观点】针叶浆现货市场价格再度普跌，期货估值再度下探。当前纸浆下方支撑力度再度回落——现货市场高价货出货不畅，需求有所回落，浆厂开始以稳出货为主，且中国港口库存上周止降回升，上方压力增强。但值得一提的是，下游纸企开始涨价，带来一定利多影响。故总体来看，多空影响因素交织，整体行情偏中性。

对于胶版纸期货而言，现货市场偏弱维稳，近来供应抬升带来一定压力，而需求主要仍以刚需采购为主。整体来看，供略过于求。生产企业库存屡创新高，带来一定利空影响。但下游纸企，包括 APP 等在内，开始上调 5 月文化用纸报价，上调幅度基本在 200 元/吨，带来一定利好。

对于后市而言，建议纸浆可以区间交易为主；双胶纸同样可以从此前策略暂时转为低多策略。

纯苯-苯乙烯：供应收缩不断兑现

【盘面回顾】BZ2606 夜盘收于 8389（-35）；EB2606 夜盘收于 9763（-78）

【南华观点】

美伊双方态度继续反复，上周美伊谈判陷入僵局，原油震荡走强。

当前霍尔木兹海峡仍未恢复正常通行，海峡瘫痪已临近两个月，物流一直无法恢复。对于亚洲许多炼厂来说，原料短缺和高价原料问题短期不可避免，芳烃品种纯苯，PX 开工率持续下降，两者均面临国产，进口供应双降，基本面支撑偏强。苯乙烯方面，浙石化 po/sm 联产 60 万吨苯乙烯装置由于故障计划外停车，重启待定，且进入 5 月苯乙烯检修量将明显增加，纯苯-苯乙烯加工差走扩。需求端多空交织，一方面，进入 4 下苯乙烯出口装船增多，港口库存开始去化；另一方面，上周五关于下游 ABS 减产负反馈的消息集中释出，了解下来前面有些已经兑现，有些是短暂降负，英力士开工延期与浙石化降负证伪，总的来说负反馈确实有，但消息有所夸大。短期供应收缩的交易权重预计仍大于需求负反馈，单边不建议去做空，关注地缘的进一步走向。

LPG：地缘溢价抬升，偏多思路延续

【盘面动态】LPG 主力合约 PG2607 日盘收于 5630 (+90)，夜盘收于 5588 (+48)，06-07 月差 153 (+0)；FEI M1 收于 759 美元/吨 (+25)，CP M1 收于 738 美元/吨 (+26)，MB M1 收于 0.87 美元/加仑 (+0.04)。

【现货反馈】宁波 6400 (+0)，上海 6250 (+0)，南京 6450 (+0)，山东淄博 6420 (+0)，最便宜交割品价格 5800 (+100)

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 68.91% (-0.47%)，独立炼厂开工率 60.28% (+0.13%)，国内液化气外卖量 50.57 万吨 (+0.12)，到港量 19.5 万吨 (-13.9)。需求端，PDH 本期开工率 49.21% (-5.93%)；MTBE 端本期开工率 64.01% (-0.30%)；烷基化端开工率 26.69% (-5.05%)。库存端，炼厂库容率 26.54% (+0.34%)，港口库存 192.82 万吨 (-22.88)。

【南华观点】宏观层面，美伊第二轮谈判无果而终，伊朗立场转硬，谈判通道中断，地缘风险从短期博弈转为长期僵持，溢价底部抬升。叠加美国 OFAC 制裁恒石化及 40 艘关联油轮，全球油轮运力收缩预期升温，VLGC 运费存在上行风险，进口成本端获得额外支撑。成本端，CP 与 FEI 同步走强，FEI/Brent 比价回升，LPG 相对原油估值上移，进口利润虽仍为正但已大幅收窄，未来到港量或受抑制。供需端，本周到港量环比大降，港口库存加速去化，但 PDH 开工率大幅下滑至 49%，化工核心需求走弱，多空交织。综合来看，地缘与制裁驱动的成本支撑仍是当前主线，基本面边际改善但需求端拖累仍在，短期偏多思路对待，但需警惕中方反制措施对中美 LPG 贸易流的潜在冲击，以及原油价格波动带来的情绪扰动。策略上，建议逢低布局多单，关注 CP-FEI 价差走阔机会。

PP 丙烯：装置检修见顶

【盘面动态】PP2609 日盘收于 8394 (+45)，夜盘收于 8398 (+4)。PL606 日盘收于 8280 (+148)，夜盘收于 8250 (-30)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 9000 元/吨，华东现货价格为 900 元/吨，华南现货价格为 9100 元/吨。丙烯山东现货价格为 9300 元/吨，华东现货价格为 9500 元/吨，华南现货价格为 9450 元/吨。

【基本面】本期丙烯开工率为 65.45% (-2.34%)。其下游，本期 PP 粒料开工率为 62.61% (-2.51%)，PP 粉料开工率为 16.28% (-1.18%)，环氧丙烷开工率为 71.7% (+0.23%)，丙烯腈开工率为 67.77% (-1%)，丙烯酸开工率为 78.59% (-2.56%)，正丁醇开工率为 86.28% (-0.81%)，辛醇开工率为 83% (-3%)，酚酮开工率为 84% (-2.5%)。PP 下游平均开工率为 46.36% (+0.32%)。其中，BOPP 开工率为 63.41% (-0.1%)，CPP 开工率为 44% (-0.3%)，无纺布开工率为 40.05% (+1.95%)，塑编开工率为 41.14% (-0.28%)，改性 PP 开工率为 65.32% (+0.36%)。PP 总库存环比上升 1%。上游库存中，两油库存环比下降 3.87%，煤化工库存上升 49.26%，中游贸易商库存下降 8.24%。

【南华观点】近日由于美伊之间谈判进展并不顺畅，成本端走强推动 PP 丙烯小幅上涨。但由于目前市场总体情绪已倾向于美伊局势将走向缓和，盘面对地缘消息的敏感度已有明显下降。而从基本面来看，近期 PP 新增的驱动比较有限。供应端，目前来看 PP 装置检修量已基本到达峰值，后续进一步增量的空间有限，因此进一步推动 PP 上涨的动力不足。但由于装置开工率仍处于极低水平，供应维持偏紧状态，对近端价格仍有支撑。需求端，近日盘面小幅回升，成交情况略有转好，目前下游原材料库存已经偏低，在价格回落后或带来较集中的补库，因此需关注后续需求情况是否能够好转。丙烯方面，在美伊局势偏向缓和的预期之下，丙烷 fei 价格回落较明显，PDH 装置利润有所修复，检修进一步增多的可能性降低，供应端支撑较之前有所转弱。但由于中东供应尚未恢复，后续丙烷的实际供应情况仍需持续跟踪。需求端，环氧丙烷前期检修装置逐步回归，开工率回升，提供了一定的需求支撑。而其他下游变化相对有限，粉料装置大面积降负，而丙烯酸、正丁醇等下游受影

响较小，基本维持高开工率。综合来看，PP 呈现供需双弱格局，预计维持高位震荡。而丙烯受原料丙烷价格下滑的影响更加显著，其支撑在近期有所转弱。后续需持续关注 PDH 装置开工情况以及美伊谈判进展。

塑料：供需双弱格局下震荡持续

【盘面动态】塑料 2609 日盘收于 8120 (-25)，夜盘收于 8105 (-15)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 8100 元/吨，华东现货价格为 8250 元/吨，华南现货价格为 8400 元/吨。

【供需数据】供应端，本期 PE 开工率为 72.68% (+2.21%)。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 39.68%(-0.71%)。其中，农膜开工率为 24.61%(-3.78%)，包装膜开工率为 47.19%(-0.88%)，管材开工率为 36.67%(-0.16%)，注塑开工率为 42.65%(-0.9%)，中空开工率为 37.06%(-0.59%)，拉丝开工率为 34.72%(-0.7%)。库存方面，PE 总库存环比下降 3.76%，上游石化库存环比下降 2%，煤化工库存下降 15%；中游社会库存下降 4%。

【南华观点】从基本面看，供应端近期装置检修量已基本见顶，后续进一步增量空间有限，5 月开工率或将有所回升。当前 HD-LL 价差仍处于高位，全密度装置转产动力持续存在，本周塔里木石化 30 万吨装置转产 HDPE，为标品 LLDPE 带来额外支撑。进口方面，4 月起 PE 进口减量将较为明显，且低进口的情况预计维持至 6 月左右，这亦将一定程度缓解供应端压力。而需求端，当前尚未出现明显好转。农膜旺季已过，开工率明显回落，刚性需求有所减量；其他下游则是因成本向终端传导不畅，新订单有所减量，开工率较往年偏低，工厂多采取按需采购模式，需求持续受到抑制。总体来看，当前基本面仍呈现供需双弱格局，盘面回升至前期高位的驱动不足，但在较确定的去库格局下，下方支撑依然较强，所以短期高位震荡的走势预计延续。对比 PP 来看，PE 在转产与进口减量方面或将带来相对更长期的支撑，因此可关注 09 合约上 L-P 价差做扩的机会。

玻璃纯碱 PVC：过剩品种，低位震荡

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2609 合约夜盘收于 1256，0.08%。

【基本面信息】

海关数据，2026 年 3 月国内纯碱进口 4.76 万吨，环比+0.75 万吨；出口 25.43 万吨，环比+10.21 万吨。2026 年 1-3 月累计进口 9.03 万吨，同比增加 8.04 万吨，增幅 812.12%；2026 年 1-3 月累计出口 65.61 万吨，同比增加 17.28 万吨，增幅 35.76%。

【南华观点】

纯碱日产高位，偶有波动，不影响格局，上游供应压力持续。刚需目前整体持稳偏弱，光伏冷修和堵窑增加，不过供应端不排除有预期外扰动。如果盘面上涨，期现等中游有一定补库空间，但因为需求弹性有限，价格空间预计一般；而价格向下的空间则需要库存也进一步积累去打开。中长期供应高位预期不变，等待产业矛盾进一步积累。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2609 合约夜盘收于 1084，-0.09%。

【基本面信息】

截止到 20260423，全国浮法玻璃样本企业总库存 7690.1 万重箱，环比+38.1 万重箱，环比+0.5%，同比+17.45%。折库存天数 34.9 天，较上期+0.1 天。

【南华观点】

短期市场交易逻辑彻底回归现实。浮法玻璃的现实是当前现货和库存的压力，终端需求偏

弱；远期则更多的是对宏观政策的预期（包括供应政策和需求刺激政策等，但目前看不到太多）。从当下供需维度看，浮法玻璃日熔已经下滑到 14.5 万吨附近的低水平区间，但单纯的供给下行无法给予价格独立的驱动，不过后续产线的点火以及冷修仍要保持关注，比如湖北石油焦产线退出落地的情况；其次，中游库存偏高一直是市场担心的风险点，尤其每次临近交割，期现低价出货给到厂家压力，而真实的下游需求无法承接如此高的上中游库存。因此现实层面，无论供应预期如何变化，目前玻璃中游的高库存需要被消化（因此即使某个阶段有期现正反馈，持续性也比较短暂，对价格的带动更是有限）。玻璃整体一直处于供需双弱的格局里，目前看价格弹性有限。

PVC:

【盘面动态】PVC2609 合约夜盘收于 5174，-0.33%。

【南华观点】

近日 PVC 走势低位企稳，一方面是目前价格基本跌回 3 月初，也就是海外地缘问题出现之前的价格，其实成本上来说是比之前有所提升的。另一方面，近端交割压力尚可，没有进一步下探的动力。从供应情况看，PVC 乙烯法出现的减量其实不及预期，大格局也仍然偏过剩。暂时出口则有一定的保障，但环比看也有所走弱，后续能否进一步形 31.6 成驱动或者支撑仍待观察。相对来说，海外格局会更偏好，因为供应减量叠加没有新投。中长期看，PVC 整体需求平淡，缺乏明显亮点，目前投机需求也缺乏，因此如果没有预期外因素的出现，价格弹性或比较有限。

橡胶：震荡偏弱

【行情走势】夜盘天然橡胶震荡，天气炒作与资金情绪波动，沪胶主力合约收盘价为 16925 元/吨（-60），20 号胶主力合约收盘价为 14160 元/吨（-60），局势僵持，丁二烯橡胶期货主力合约收盘价为 15610 元/吨（-160）。

【相关资讯】

·标普全球 4 月 23 日公布的初步数据显示，美国 4 月综合 PMI 初值升至 52.0，高于前值 50.3，创三个月新高，显示商业活动较 3 月的低迷状态有所回暖。与此同时，商品与服务平均销售价格涨幅创下 2022 年 7 月以来最大单月升幅，通胀前景成为市场焦点。分项数据来看，制造业 PMI 初值录得 54.0，高于预期的 52.5 及前值 52.3，创 47 个月新高，景气度显著回升；服务业 PMI 初值录得 51.3，高于预期的 50.6，较前值 49.8 明显改善，重返扩张区间并创 2 个月新高；综合 PMI 初值录得 52.0，高于预期的 50.6 及前值 50.3，创 3 个月新高。制造业 PMI 中产出指数达 55.7，为 48 个月最高；新订单增速亦录得 2022 年 5 月以来最快。工厂业务条件已连续八个月改善。然而，标普全球首席商业经济学家 Chris Williamson 对此发出警示。他指出，产出与订单增长在很大程度上受到客户“抢先囤货”行为的驱动。

·周五公布的数据显示，由于政府燃料补贴抵消了伊朗战争引发的能源冲击带来的价格压力，日本 3 月份核心消费者通胀率连续第二个月放缓至央行 2% 的目标以下。分析师预计，随着企业开始转嫁中东冲突带来的燃料成本上涨，未来几个月通胀将加速回升至日本央行的目标上方。剔除波动较大的生鲜食品成本影响的核心消费者价格指数（CPI）3 月份同比上涨 1.8%，符合市场预测中值，2 月份为上涨 1.6%。另一项剔除生鲜食品和燃料影响的指数 3 月份同比上涨 2.4%，2 月份为上涨 2.5%。

·据隆众资讯统计，截至 2026 年 4 月 19 日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 70.88 万吨，环比上期减少 0.56 万吨，降幅 0.78%。保税区库存 12.58 万吨，增幅 0.51%；一般贸易库存 58.3 万吨，降幅 1.06%。青岛天然橡胶样本保税仓库入率减少 0.26 个百分点，

出库率增加 2.69 个百分点；一般贸易仓库入库率减少 0.28 百分点，出库率增加 2.73 个百分点。截至 2026 年 4 月 19 日，中国天然橡胶社会库存 133.4 万吨，环比下降 1.7 万吨，降幅 1.3%。中国深色胶社会总库存为 91.9 万吨，下降 1.15%。其中青岛现货库存降 0.8%；云南降 2.4%；越南 10 降 5.5%；NR 库存小计降 1.8%。中国浅色胶社会总库存为 41.5 万吨，环比降 1.5%。其中老全乳胶环比降 1.4%，3L 环比降 5.3%，RU 库存小计降 0.09%。

【南华观点】

近期中东局势反复带来宏观情绪扰动，天气影响导致天胶原料偏紧，成本支撑较强。天胶主要产区年初物候均较好，但前期高温少雨，局地开割进程受阻，原料表现坚挺支撑期价；近期海南、泰国南部等重点产区有雨水缓解，伴随气温回落，但 5 月雨水是否充足仍存疑；海外原料维持高位，浓乳替代需求加强，水杯价差走扩，支撑浅色胶估值。未来需要关注后续降雨以及年中厄尔尼诺下的天气变化。原料成本上涨压力逐步向下传导，轮胎厂此前部分降负或短暂停产，近期随局势缓和使合成材料成本回落，下游成本压力有所减轻，带动逢低采购，天胶库存小幅去化。出口方面，在出口中东存在阻碍以及海运成本上涨情况下，3 月国内轮胎出口环比依然增加，同比虽降低，但是依然处于高位。反映其它地方的出口持稳，未来局势缓和可能进一步利多出口。另一方面，前期内售订单交付带动成品去库，抢备货透支后续采购热情，内销速度放缓。终端消费与库存仍有压力，全钢胎利润承压更大，轮胎厂集中发布涨价函，半钢胎临近双反裁决，终端需求兑现存在不确定性，后续关注干胶与下游成品去库节奏和轮胎开工情况。长期天然橡胶供需结构支撑整体估值；但中期仍存季节性供应上量压力，短期多空并存，重点关注天气变化对供应端的影响带来的边际变量。未来地缘局势扰动宏观预期，预计价格季节性承压，短期则维持震荡。

合成橡胶方面，中东局势缓和又反转，海峡再度封锁，双方谈判分歧较大，停火延期但后续风险仍高。合成橡胶供应端维持偏紧，即使局势完全缓解，上游供应恢复仍需时间，期货短期随丁二烯成本塌陷转弱，但未来仍取决于局势进展。亚洲能源供应紧张，海内外乙烯装置降负停车增多，国际丁二烯价格偏高震荡。利润压力使国内顺丁橡胶装置开工率维持低位，近端供应仍维持偏紧。需求端存在一定压力，一方面下游综合成本上抬和终端库存压力加强下游采购的谨慎观望情绪，叠加中东区域出口受限、宏观需求承压，现货成交冷淡，以消耗库存为主；另一方面成本压力随局势缓和有所缓解，下游开工环比恢复，需求预期提振下，合成橡胶跌幅受限。综合来看，顺丁橡胶近月供应趋紧，地缘局势降温、成本回落带来压制，未来局势谈判不确定性带来风险溢价。

【策略建议】

节前注意风险控制。NR、RU 短线待回调企稳，关注宏观情绪扰动、产区天气对供应上量节奏影响；RU 支撑与压力并存，宽跨策略持有。BR 空单持有构建买权保护；观望为主，近端存一定支撑，远端风险仍存，关注局势进展。套利方面，RU5-9 反套轻仓持有；NR-RU 轻仓持有。RU-BR 轻仓持有。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、寿佳露（Z0020569）、宋霁鹏（Z0016598）、俞俊臣（Z0021065）及助理分析师黄超贤（F03147169）提供。

黑色早评

螺纹&热卷：成本抬升

【盘面回顾】上周钢材价格震荡偏强，螺纹主力+1.85%，热卷主力+2.05%

【核心逻辑】炉料端在五一节前有补库的需求，支撑炉料价格的走强，钢材海外价格走强同时带动国内价格，上周热卷持仓增仓明显，持仓量约 232 万手，环比增长+23.38%，资金进场明显。铁矿端节前有补库和高铁水的支撑，但节前补库结束后如果没有新的利多刺激，继续上涨难度较大，但下方仍存在高铁水的支撑。第二轮焦炭提涨落地，部分焦企开始第三轮提涨，整体钢材成本支撑仍较强。钢材海内外价差拉大，钢材出口利润明显回升，预计 5 月份钢材出口表现较好。基本面端，供应端上周铁水日均产量 239.32 万吨，环比基本持平微降，仍没有突破 240 万吨，热卷产量环比+1.02%，螺纹产量环比+0.83%。目前钢厂盈利率在 49.78%左右，盈利尚可，铁水产量预计缓慢爬升。需求端上周螺纹表需走强，环比+5.05%，热卷表需基本持平微走弱。钢材自身基本面矛盾不大，整体去库尚可，更多跟随炉料端。

【南华观点】海外钢材价格的走强和钢材自身成本的抬升，钢材下方支撑较强。但近期钢材期货震荡偏强，但基差明显走弱和期限结构转弱变得更加 contango，五一消费暂时走弱会钢材可能累库，可能会影响后续上涨空间。

铁矿石：矛盾有限

【盘面信息】铁矿石期货价格偏强震荡运行。

【信息整理】2026 年一季度中国铁矿石产量为 2.418 亿吨，同比下降 1.2%。其中 3 月单月产量为 7964 万吨，同比下滑 5.1%，显示国内矿山供应仍偏弱。与此同时，铁矿石价格在一季度呈现先跌后涨走势，最低约 99 美元/吨（2 月下旬），最高约 111 美元/吨（1 月初及 3 月中旬），价格波动对部分高成本矿山生产形成压制。与国内产量下降形成对比，中国一季度铁矿石进口量达 3.148 亿吨，同比增长 10.5%；3 月单月进口 1.047 亿吨，环比增加 7.3%，平均进口价格约 99.6 美元/吨，环比下降 1.7%。这表明在国内矿山品位低、成本较高的背景下，中国钢厂更多依赖进口矿满足需求。整体来看，国内产量小幅收缩而进口显著增长，意味着中国铁矿石对外依存度继续提升，同时也强化了海外主流矿山对中国市场的影响力。

【南华观点】近期启动的供给侧相关工作，增加了市场“反内卷”的预期。从目前国内经济运行情况来看，推出需求刺激政策的可能性不高，环保、安全生产类供给侧政策出台的概率相对更大，不过实际落地对钢铁行业的直接影响可能有限。当前黑色系整体估值已较此前的“反内卷”阶段明显抬升，产业端供需矛盾有所缓和，钢厂利润保持在尚可水平，叠加市场已形成学习效应，政策预期与市场炒作热度均已显著降温。

供给端，发运整体保持平稳，环比有所减少，但同比仍偏高。近期市场关心的澳洲非主流矿的柴油供给问题，从高频发运的情况来看，目前的发运整体并没有减少，整体按照季节性运行，并非发现异常。非澳巴国家发运有所增加，如南非、加拿大。运费处于季节性最高位，但高位有所回落。

需求端，铁水产量维稳，未突破 240 万吨。按照检修推断，后续铁水继续上升空间有限。受中东战争影响，伊朗板坯全面暂停输往东盟，原有每年 100-150 万吨的供应缺口，带动区域板坯交易明显升温。中国、印度顺势填补供给空白，近 45 天我国已向印尼出口 50 万吨板坯，现货货源偏紧。同时越南钢厂叫停板坯出口，优先保障国内热轧卷供给，封堵关税规避渠道。整体板坯供需格局持续重构，出口行情有望维持强势。由于板坯的挤压，使得热卷的产量没有起来，整体有一定复产，但是在季节性低位。热卷需求一般，但由于需求低于产量，去库斜率尚可。短流程目前产量偏高，现在短流程螺纹也有利润了，预计供

给不好降，库存 5 月后还是有压力的。钢厂利润继续偏强运行，使得后续铁水生产有支撑。库存端，目前港口库存开始缓慢去化，库存进入去库通道。目前铁矿石库存小幅超季节性去化，基本面有一定支撑。钢厂节前仍有一定的补库需求。

总结，目前铁矿供求相对比较平稳，钢厂利润有支撑，矛盾不显，价格进一步上行仍需要预期或需求的一步好转，价格下跌需要新的利空的发酵。预计价格整体区间震荡运行。

焦煤：上涨动力不足

【盘面信息】焦煤期货价格小幅反弹

【信息整理】国际能源署预计，2025 年全球煤炭需求同比增长 0.5%，达到 88.5 亿吨。其中，美国煤炭消费量预计同比增长 8%；欧盟新能源电力不足，煤炭消费降幅预计收窄到约 2%；中国 2025 年煤炭消费量将与 2024 年水平大致持平。近期，中东冲突持续。由于煤炭价格上涨幅度小于油气、出口国家分散，吸引一批国家“松绑”煤电。例如在韩国，燃煤发电量控制在装机容量 80%的限制被取消，意大利也将淘汰煤电的时限从 2025 年底推迟至 2038 年。2025 年我国水、核、风、光发电装机占比 60.5%，发电占比 43.6%。其中，风、光发电装机占比 47.3%，发电占比 23.7%。当前新能源规模虽大，但产出占比较低，短期内难以安全可靠替代化石能源。但也需看到，2025 年我国煤炭消费总体偏弱，自 2017 年以来同比首次出现负增长。作为耗煤主力的电力行业用煤需求下降，全社会用电增速与煤耗增速“脱钩”趋势日益明显。国际能源署预计，到 2030 年，全球煤炭消费量预计比 2025 年下降 3%，特别是电力行业的转型，将带动全球燃煤发电量降至 2021 年水平以下。

【南华观点】近期启动的供给侧相关工作，市场有增加“反内卷”的预期。从目前国内经济运行情况来看，推出需求刺激政策的可能性不高，环保、安全生产类供给侧政策出台的概率相对更大，不过实际落地对钢铁行业的直接影响可能有限。当前黑色系整体估值已较此前的“反内卷”阶段明显抬升，产业端供需矛盾有所缓和，钢厂利润保持在尚可水平，叠加市场已形成学习效应，政策预期与市场炒作热度均已显著降温。此外能源供应链脆弱性彰显时期，大幅压减煤炭产量可能性不大。因此焦煤像复刻之前“反内卷”流畅上涨的行情，可能性不大。

供应端，国产煤矿持续复产，蒙煤通关数仍维持在高位。海煤进口利润边际打开，预计后续海煤供应有所增加。焦煤价格上方的压力还在主要来自于高供应的压制。

需求端，第二轮焦炭提涨落地，部分焦企开始第三轮提涨。铁水产量维稳，未突破 240 万吨。按照检修推断，后续铁水继续上升空间有限。目前钢厂利润整体尚可，能维持生产，钢材出口有一定支撑，但内需并未亮点形成拖累。

库存端，整体碳元素库存走高，焦炭库存压力大于焦煤。近期焦化利润较好，焦化厂生产积极性较高，碳元素库存有从上游向下游转移的情况。不过甘其毛都口岸库存维持在高位，在高通关的供给压力下，库存去化压力较大。节前钢厂有补库意愿，下方买盘有一定支撑。总结，供给侧政策影响有限，焦煤供应宽松压制价格，需求偏稳、碳元素库存偏高，预计价格上方空间有限。近月多单在交割压力下及早离场。

硅铁&硅锰：成本支撑

【盘面回顾】上周铁合金低位震荡，铁合金高位回落接近成本附近，锰矿价格小幅回落，整体下方空间或有限，硅铁主力+0.74，硅锰主力-1.35%。

【核心逻辑】铁合金基本面看，供应端上周硅铁产量环比+1.07%，硅锰产量环比+3.25%，硅铁产量相比之前有所恢复，主要原因硅铁除了炼钢需求还有非炼钢需求（镁锭）的支撑，镁锭产量 3 月产量 10.61 万吨，环比+7.10%，而硅锰下游相对单一。需求端，目前钢材盈利率继续回升，钢厂盈利率接近 50%，接近半数企业盈利，以及金三银四旺季的季节性规

律，铁水预计呈现回升的趋势，铁水铁合金需求存在一定支撑。库存端，硅铁库存中性去库，企业库存 5.72 万吨，环比-3.91%；硅锰库存 37.7 万吨，环比+0.26%，库存同期仍处于近 5 年历史同期最高水平，去库压力相对较大，好在硅锰维持低产策略和需求端的缓慢回升，硅锰库存可能缓慢去库。

【南华观点】铁合金价格接近成本线附近，以及整体铁合金企业亏损状态，下方空间有限，但上涨可能缺乏动力。

以上评论由分析师周甫翰（Z0020173）、陈敏涛（Z0022731）提供。

农副软商品早评

生猪: 现价上行空间有限

【期货报价】上周五生猪主力合约 LH2607 收于 11405，跌幅达 0.48%。

【现货报价】

全国生猪均价 9.91 (-0.21) 元/公斤，其中河南 10.39 (-0.43) 元/公斤、四川 9.57 (-0.18) 元/公斤、湖南 9.59 (-0.02) 元/公斤、辽宁 9.98 (+0.48) 元/公斤、广东 10.04 (+0.16) 元/公斤、安徽 10.61 (-0.19) 元/公斤。

【现货情况】

根据涌益咨询发布的假期行情汇总（2026 年 4 月 26 日星期日），周末生猪市场整体呈现由强转弱、偏弱运行的态势。具体来看，北方猪价周末表现偏弱，前期市场价格大幅攀升后，社会场及散户出栏意愿提升，叠加外围低价区猪源流通比例增加，较大程度上缓解了屠宰企业的采购压力，导致短时供需矛盾转换，屠企压价意愿增强，带动周末行情明显下降；当前多个区域养殖主体售卖难度较大，预计明日行情或延续弱势。南方猪价周末则先强后弱，承接于前期北方猪价拉涨的传导效应，周六多地价格偏强上行，但随着北方价格转弱以及南方价格上涨后市场出栏积极性提升，拖累周日价格稳中偏弱。预计短期行情仍将偏弱运行，后续需重点关注市场出栏节奏的变化表现。

【核心逻辑】

前期养殖场通过压栏惜售等方式推动生猪上涨但是屠宰点方面对于高价猪源认购意愿较差压制价格上行空间，并且长期来看能繁母猪存栏依旧处于高位，供应压力仍存。

【南华观点】

短期内生猪近月合约预计将处于震荡调整阶段。

棉花: 关注产区天气

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅上涨，美棉周度出口量下降，部分资金获利了结。上周五夜盘郑棉上涨超 0.5%。

【市场信息】据美国旱情最新监测数据，截至 4 月 21 日全美干旱区域面积占比为 62.8%，环比增加 1.7 个百分点，处于近年偏高水平；其中极度及异常干旱面积占比在 18.5%，环比增加 2.8 个百分点，处于近年偏高水平。从得州情况来看，该地干旱区域面积占比在 75.9%，环比减少 2.5 个百分点，处于近年偏高水平；其中极度及异常干旱面积占比在 21.2%，环比减少 1.0 个百分点，处于近年偏高水平。

【核心逻辑】近期下游开机率持稳，但走货有所放缓，在棉价强势上行下，纱厂纺纱利润再度受到挤压，纱厂部分订单为贸易商投机性需求，随着棉价走强，且纺织消费进入季节性淡季，短期订单或有走弱，但当前纱布厂库存压力尚且不大。今年新疆气温偏高，新棉播种进度较快，目前已接近尾声，各地棉田陆续出苗，在没有天气扰动下，预计四月底将播种完成。新年度在水资源约束下，政府对新疆棉各产区提出了不同的调控要求，但政策调整循序渐进，部分水资源严重超采区严格要求休耕比例，部分区域调减补贴面积但仍可种植棉花，整体来看面积下降幅度或有限，还需待五月中旬左右确认最终种植情况，同时需关注后续厄尔尼诺影响下天气端扰动。据美国农业部统计，至4月19日全美棉花播种进度11%，领先去年同期1个百分点，领先近五年均值1个百分点，其中得州播种进度16%，较去年领先1个百分点，较近五年均值持平。近期美棉产区有零星降雨，但土壤墒情未有明显改善，据美国旱情最新监测数据，截至4月21日，全美约98%的植棉区受旱情困扰，其中得州约94%的植棉区受旱情困扰，目前气象模式已从拉尼娜转至中性，关注后续降水情况。

【南华观点】近期在新季供给预期扰动下，内外棉价走势较强，但在棉价迅速上涨下国内下游走货有所放缓，且新年度植棉面积降幅或有限，短期郑棉或以震荡为主，关注政策风险。

鸡蛋：五一备货需求转弱

【期货动态】

昨日鸡蛋主力合约JD2606收于3339，跌幅达0.39%。

【现货情况】

本周末鸡蛋现货市场整体呈现“由强转弱、偏稳运行”的特征，五一备货行情已基本结束，市场正逐步回归供需基本面主导的常态化运行轨道。从价格走势来看，全国鸡蛋均价在高位企稳后出现小幅回落，4月25日全国均价报3.94元/斤，较前一日微涨0.25%，但据市场动态参考显示，4月22日蛋价已出现连续两天回调，下跌区域和幅度较之前有所加深。主销区方面，北京各大市场鸡蛋价格稳定，主流参考价187元/44斤，大洋路鸡蛋主流批发价格维持187元，到车正常，成交灵活，走货正常；上海褐壳鸡蛋价格维持稳定，接货价113元/27.5斤，货源正常；广东销区到货量减少，实际成交价格可议，走货偏慢。主产区方面，河北地区均价3.93元/斤，多数区域出现小幅上涨；山东褐壳大蛋到户价参考117-118元/30斤，以稳为主；河南周口大蛋到户119元/30斤，走货正常。从供需基本面来看，近期各地迎来连续阴雨天气，鸡蛋保鲜储存周期缩短，终端消费对高位蛋价接受度有所下降，走货速度普遍放缓，各级贸易商拿货心态趋于谨慎，多以随采随销为主。在供给端，蛋鸡养殖仍在盈利区间，养殖企业惜淘老鸡情绪偏强，市场淘鸡货源不多支撑淘鸡价格高位运行，淘汰鸡均价维持在5.42元/斤左右，但由于五一备货需求渐弱，养殖企业淘鸡意愿或将小幅增加。当前全国生产和流通环节库存水平处于偏低位置，产区库存压力不大，对蛋价形成一定支撑，但市场观望情绪明显升温，出货积极性高于拿货热情。

【核心逻辑】

综合来看，五一备货行情已进入尾声，终端需求逐级减弱，蛋价持续上行动能不足，预计短期内鸡蛋价格将以高位震荡整理为主。

【南华观点】

预计鸡蛋价格短期内将维持震荡走势

橡胶：震荡偏弱

【行情走势】夜盘天然橡胶震荡，天气炒作与资金情绪波动，沪胶主力合约收盘价为

16925 元/吨 (-60), 20 号胶主力合约收盘价为 14160 元/吨 (-60), 局势僵持, 丁二烯橡胶期货主力合约收盘价为 15610 元/吨 (-160)。

【相关资讯】

·标普全球 4 月 23 日公布的初步数据显示, 美国 4 月综合 PMI 初值升至 52.0, 高于前值 50.3, 创三个月新高, 显示商业活动较 3 月的低迷状态有所回暖。与此同时, 商品与服务平均销售价格涨幅创下 2022 年 7 月以来最大单月升幅, 通胀前景成为市场焦点。分项数据来看, 制造业 PMI 初值录得 54.0, 高于预期的 52.5 及前值 52.3, 创 47 个月新高, 景气度显著回升; 服务业 PMI 初值录得 51.3, 高于预期的 50.6, 较前值 49.8 明显改善, 重返扩张区间并创 2 个月新高; 综合 PMI 初值录得 52.0, 高于预期的 50.6 及前值 50.3, 创 3 个月新高。制造业 PMI 中产出指数达 55.7, 为 48 个月最高; 新订单增速亦录得 2022 年 5 月以来最快。工厂业务条件已连续八个月改善。然而, 标普全球首席商业经济学家 Chris Williamson 对此发出警示。他指出, 产出与订单增长在很大程度上受到客户“抢先囤货”行为的驱动。

·周五公布的数据显示, 由于政府燃料补贴抵消了伊朗战争引发的能源冲击带来的价格压力, 日本 3 月份核心消费者通胀率连续第二个月放缓至央行 2% 的目标以下。分析师预计, 随着企业开始转嫁中东冲突带来的燃料成本上涨, 未来几个月通胀将加速回升至日本央行的目标上方。剔除波动较大的生鲜食品成本影响的核心消费者价格指数 (CPI) 3 月份同比上涨 1.8%, 符合市场预测中值, 2 月份为上涨 1.6%。另一项剔除生鲜食品和燃料影响的指数 3 月份同比上涨 2.4%, 2 月份为上涨 2.5%。

·据隆众资讯统计, 截至 2026 年 4 月 19 日, 青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 70.88 万吨, 环比上期减少 0.56 万吨, 降幅 0.78%。保税区库存 12.58 万吨, 增幅 0.51%; 一般贸易库存 58.3 万吨, 降幅 1.06%。青岛天然橡胶样本保税仓库入率减少 0.26 个百分点, 出库率增加 2.69 个百分点; 一般贸易仓库入率减少 0.28 个百分点, 出库率增加 2.73 个百分点。截至 2026 年 4 月 19 日, 中国天然橡胶社会库存 133.4 万吨, 环比下降 1.7 万吨, 降幅 1.3%。中国深色胶社会总库存为 91.9 万吨, 下降 1.15%。其中青岛现货库存降 0.8%; 云南降 2.4%; 越南 10 降 5.5%; NR 库存小计降 1.8%。中国浅色胶社会总库存为 41.5 万吨, 环比降 1.5%。其中老全乳胶环比降 1.4%, 3L 环比降 5.3%, RU 库存小计降 0.09%。

【南华观点】

近期中东局势反复带来宏观情绪扰动, 天气影响导致天胶原料偏紧, 成本支撑较强。天胶主要产区年初物候均较好, 但前期高温少雨, 局地开割进程受阻, 原料表现坚挺支撑期价; 近期海南、泰国南部等重点产区有雨水缓解, 伴随气温回落, 但 5 月雨水是否充足仍存疑; 海外原料维持高位, 浓乳替代需求加强, 水杯价差走扩, 支撑浅色胶估值。未来需要关注后续降雨以及年中厄尔尼诺下的天气变化。原料成本上涨压力逐步向下传导, 轮胎厂此前部分降负或短暂停产, 近期随局势缓和使合成材料成本回落, 下游成本压力有所减轻, 带动逢低采购, 天胶库存小幅去化。出口方面, 在出口中东存在阻碍以及海运成本上涨情况下, 3 月国内轮胎出口环比依然增加, 同比虽降低, 但是依然处于高位。反映其它地方的出口持稳, 未来局势缓和可能进一步利多出口。另一方面, 前期内售订单交付带动成品去库, 抢备货透支后续采购热情, 内销速度放缓。终端消费与库存仍有压力, 全钢胎利润承压更大, 轮胎厂集中发布涨价函, 半钢胎临近双反裁决, 终端需求兑现存在不确定性, 后续关注干胶与下游成品去库节奏和轮胎开工情况。长期天然橡胶供需结构支撑整体估值; 但中期仍存季节性供应上量压力, 短期多空并存, 重点关注天气变化对供应端的影响带来的边际变量。未来地缘局势扰动宏观预期, 预计价格季节性承压, 短期则维持震荡。

合成橡胶方面, 中东局势缓和又反转, 海峡再度封锁, 双方谈判分歧较大, 停火延期但后

续风险仍高。合成橡胶供应端维持偏紧，即使局势完全缓解，上游供应恢复仍需时间，期货短期随丁二烯成本塌陷转弱，但未来仍取决于局势进展。亚洲能源供应紧张，海内外乙烯装置降负停车增多，国际丁二烯价格偏高震荡。利润压力使国内顺丁橡胶装置开工率维持低位，近端供应仍维持偏紧。需求端存在一定压力，一方面下游综合成本上抬和终端库存压力加强下游采购的谨慎观望情绪，叠加中东区域出口受限、宏观需求承压，现货成交冷淡，以消耗库存为主；另一方面成本压力随局势缓和有所缓解，下游开工环比恢复，需求预期提振下，合成橡胶跌幅受限。综合来看，顺丁橡胶近月供应趋紧，地缘局势降温、成本回落带来压制，未来局势谈判不确定性带来风险溢价。

【策略建议】

节前注意风险控制。NR、RU 短线待回调企稳，关注宏观情绪扰动、产区天气对供应上量节奏影响；RU 支撑与压力并存，宽跨策略持有。BR 空单持有构建买权保护；观望为主，近端存一定支撑，远端风险仍存，关注局势进展。套利方面，RU5-9 反套轻仓持有；NR-RU 轻仓持有。RU-BR 轻仓持有。

红枣：压力仍存

【期货动态】上周五红枣 09 合约收于 9030/吨，跌幅 0.88%。

【产区信息】据钢联调查显示，25/26 年度灰枣产量在 57.38 万吨左右，较正常年份小幅减产，在上年度库存基础之上，国内供应充裕。新年度新疆整体气温偏高，枣树发芽时间有所提前，目前各产区处于初芽期。

【销区信息】上周五河北崔尔庄市场到货 7 车，参考特级 8.80-10.30 元/公斤，一级 7.80-8.30 元/公斤，广东如意坊市场到货 4 车，参考特级 9.80-10.50 元/公斤，一级 8.50-9.50 元/公斤，整体成交一般，客商按需采购为主，现货价格略有浮动，基本持稳，随着气温升高，红枣陆续入库。

【库存动态】4 月 24 日郑商所红枣期货仓单录得 6278 张，较上一交易日持平，有效预报录得 1244 张。据钢联统计，截至 4 月 23 日，36 家样本点物理库存在 11260 吨，周环比减少 45 吨，同比增加 7.02%。

【南华观点】目前下游走货平平，补货较为清淡，在国内整体供需宽松下，红枣价格上方压力仍存，或仍以低位震荡筑底为主，关注产区气温变化，五月警惕高温天气扰动。

原木：山东地区现货价格下调

【盘面回顾】上周五原木期货（LG）价格震荡下行，临近收盘略有回升，LG2607 收于 815.0。05-07 合约月差为-0.5。

【现货市场】根据钢联数据，5.9 米中 A830（0）元/方，6 米中 A 价格 810（0）元/方。根据原木通数据，新西兰 3 米木方价格 1150 元/方。

【估值】仓单成本约 820.75（0）元 /立方米（长三角，最低仓单成本锚定为 6 米大 A），857.9（-10.95）元 /立方米（山东地区，最低仓单成本锚定 5.9 米中 A）。

【库存】截至 4 月 17 日，根据钢联数据，辐射松原木库存为 225 万立方米（-5），针叶原木整体库存为 276 万立方米（-7）。

【南华观点】当前部分规格现货价格接连下调，仓单成本随之下降，估值有一定回落。中东局势反复，带来一定情绪波动，但相关影响有所平抑；库存再度回落，带来一定利好；原木进口成本相对偏高，根据钢联，辐射松 CFR 主力价期价底部存在支撑。总体来看，上方限制加深，但底部仍有支撑，且地缘风险仍存一定利好，策略上来说，高位空单可继续持有，短期以观望为主。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、陈嘉宁（Z0020097）、俞俊臣（Z0021065）及助理
分析师黄超贤（F03147169）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。