

金融期货早评

宏观：全球债市抛售潮再起，债灾来了？

【市场资讯】1) 中东局势——①特朗普：我们可能不得不再打击一次伊朗。同意再给伊朗 2 到 3 天的时间，也许到周五或周六，也许到下周初，时间有限。②调解方认为美伊谈判几无进展，伊朗坚持核心诉求不变。美副总统称谈判取得“很大进展”，但准备了 B 计划。③北约官员：若霍尔木兹海峡 7 月初未开放，拟部署兵力护航。2) 农业农村部召开视频会，部署落实新修订的生猪产能综合调控实施方案。会议强调，各地要严格落实产能去化措施，推动生猪价格合理回升，促进产业稳定健康发展。3) 联合国发布《2026 年中世界经济形势与展望》报告指出，中东危机再次冲击全球经济，导致经济增长放缓、通胀压力重新升温，并加剧全球不确定性。4) 日本第一季度 GDP 环比增长 0.5%，高于市场预期的 0.4%，明显高于 2025 年第四季度修正后的 0.3%增幅。按年化计算，日本 GDP 增长达到 2.1%，超过市场此前预计的 1.7%，显示日本经济复苏动能正在逐步改善。

【南华观点】近期美债利率的异动再度引起市场关注。我们认为，此次美债利率快速突破过去一年 4%-4.6%的运行区间，背后是三重力量的叠加：一是前期头部投行集中发布看空报告并上调利率目标，形成了一致的市场预期引导；二是关键技术位破位后触发大量止损盘涌出，加剧了利率的上行斜率；三是 G7 财长会议未释放任何对利率波动的关切信号，市场此前的救市预期落空，进一步放大了空头情绪。展望后市，若出现强经济叠加加息的情景，10 年期美债利率或升至 4.9%；若出现依赖油价大幅反弹的二次通胀情景，或飙升至 5% 以上。但我们判断，后者发生的概率较低，前者虽有一定可能但并非基准情景。对于美债利率见顶的触发因素，短期或主要集中在下述方向：一是油价回落，但这高度依赖美以伊走向，目前看并无急于采取强硬行动的迹象；二是低于预期的经济数据，但目前缺乏重磅数据发布；三是美联储官员的鸽派表态或偏鸽的会议纪要，而当前市场对美联储紧缩的定价已有所过度，后续存在纠偏的可能。综合来看，4.7%以上的 10 年期美债或具备一定的吸引力进行左侧布局。对于其他大类资产而言，美债利率的快速抬升将系统性压制风险资产估值，其中成长股集中的纳斯达克指数承压最为明显，黄金的避险属性暂时让位于无风险利率上升的冲击，工业金属价格也将面临下行压力，美元指数则有望维持强势。

人民币汇率：美元兑人民币围绕 6.80 关口震荡

【行情回顾】前一交易日，美元兑人民币整体呈现震荡上涨走势。在岸人民币对美元 16:30 收盘报 6.8039，较上一交易日下跌 60 个基点，夜盘收报 6.8122。人民币对美元中间价报 6.8375，较上一交易日上涨 60 个基点。纽约尾盘，美元指数涨 0.33%报 99.31。

【核心逻辑】近期长期美债收益率明显上涨，背后更多是通胀预期推动，期限价差基本保持稳定。在通胀数据超预期后，市场对通胀担忧明显加剧，加息预期升温，支撑美元指数上涨。人民币方面，目前美元兑在岸人民币汇率围绕 6.80 关口反复震荡。同时，彭博数据显示中间价仍弱于彭博预测的均值，彭博预测逆周期因子显示央行持续释放维稳汇率的政策信号。综合来看，短期内人民币汇率大概率维持区间震荡格局。

【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) 俄罗斯总统普京 5 月 19 日晚抵达北京，定于 19 日至 20 日访华。2) 外交部：中美同意开展人工智能政府间对话。3) 特朗普称美国或再次“沉重打击”伊朗、曾距下令“只差一小时”。4) 北约被曝考虑介入霍尔木兹护航，若海峡 7 月前仍未恢复通航，或出手保护商船。5) 美财长贝森特“敲打”日本：日本基本面强劲，汇率过度波动不可取。6)

英国拟推出“邀请制”投资者签证，最低投资 500 万英镑。

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：短期调整或接近尾声

【市场回顾】

上个交易日股指集体收涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.40%，两市成交额基本与昨天持平，期指均放量上涨。

【重要讯息】

1. 俄罗斯总统普京 5 月 19 日晚抵达北京，定于 19 日至 20 日访华。
2. 外交部：中美同意开展人工智能政府间对话。
3. 特朗普称美国或再次“沉重打击”伊朗、曾距下令“只差一小时”；美副总统万斯称美伊谈判取得“很大进展”，美方并非“非常有信心”能迅速达成协议，但实现向达成协议迈出重要一步的目标。伊朗副外长称准备应对任何军事侵略，伊军方称将利用新工具和方式开辟新战线。

【行情解读】

如我们所言，短期股指调整空间有限，昨日股指集体低开下跌，后反弹拉升至收盘集体翻红，中小盘股指延续占优。4 月经济数据虽然整体偏弱，但通胀数据支撑下盈利驱动股指偏强逻辑仍在，目前股指调整的空间基本已到位，预计阶段性调整已进入尾声，股指或将再度迎来上行，部分科技板块因具有高景气度预计带动中小盘股指占优延续，同时需关注中东局势对国内外流动性的影响，警惕国内流动性收紧引发指数回调。

【南华观点】预计再度开启上行通道

国债：经济数据偏弱驱动延续，期债高开高走全线上涨

【市场回顾】昨日国债期货市场全线收涨，超长期品种表现尤为强势。超长端再度领涨全市场，短端与中端走势稳健，市场做多情绪在经济数据偏弱与资金面宽松的双重支撑下延续修复。从成交量与持仓量变化来看，近月主力合约持仓量有所下降，而次月合约持仓量显著增加，市场正平稳移仓换月，整体交投情绪保持活跃。

昨日央行开展了 5 亿 7 天期逆回购操作；另有 5 亿 7 天期逆回购到期；实现零投放零回笼。货币利率方面，截至国债期货收盘，DR001 为 1.2667%，DR007 为 1.3214%。机构行为方面，今日银行卖出，基金、证券与保险买入。

【重要资讯】1. 美国总统特朗普：沃什可以做自己想做的事。

2. 美国 30 年期国债收益率上升至 5.195%，续创 2007 年以来最高水平。美国 10 年期国债收益率上升至 4.663%，为 2025 年 1 月以来最高水平。

【行情解读】前日公布的 4 月经济数据全面不及预期，社零、工业增加值与固定资产投资增速均显著低于市场一致预期，“基本面韧性”叙事被有效修正，为债市提供了坚实的底层支撑。与此同时，央行昨日延续 5 亿元地量逆回购操作，连续多个交易日维持公开市场操作零投放零回笼，DR007 在 1.30%-1.33%低位运行，资金面极度宽松格局不改。两个逻辑形成共振，昨日市场进一步强化了“基本面偏弱+资金面宽松”这一核心驱动组合的有效性，债市偏强格局延续。关注央行在跨月阶段的流动性管理节奏，DR007 能否继续维持在 1.30%-1.35%区间。

【南华观点】中短端维持适度配置、不宜追高的策略站位；长端超长端维持谨慎偏多，需警惕涨幅较大后的短期技术性调整风险。

集运欧线：价格持续强势

【行情回顾】2026 年 5 月 19 日（星期二），集运指数（欧线）期货市场主力合约 EC2606

收盘于 2637.5 点，涨幅为 2.07%。主力成交量 1.03 万手。

【信息整理】

利多信息：

- (1) 5月18日 SCFIS 欧线结算运价指数报 1709.43 点，环比上涨 1%
- (2) 5月至7月底通常是长协货量的集中发货期，货量和运价同步向上

利空信息：

- (1) 高通胀环境抑制欧洲消费需求，可能削减中欧贸易和旺季货源
- (2) 4月欧元区消费者信心指数降至-20.6

【南华观点】当前集运欧线期货处于“现货强势、预期分化”的博弈格局中。从现货端看，SCFI 欧线运价连续上涨、船司密集宣涨 6 月运价、旺季货量改善等基本面因素对近月合约形成明确支撑，EC2606 合约在 2600 点附近获得较强支撑，短期偏强震荡格局有望延续。然而，从预期端看，特朗普推迟对伊朗军事打击、美伊谈判窗口期开启，使得霍尔木兹海峡通航恢复预期升温，地缘风险溢价面临回吐压力；同时欧元区经济疲软、6 月静态运力较高等因素制约运价上行空间。因此，近月合约受现货基本面支撑偏强，但上行高度受限；远月合约则更多受地缘局势和红海复航预期驱动，若美伊谈判取得实质性进展，远月合约将面临较大下行压力。

【风险提示】

中东地缘局势反复风险：美伊谈判进展存在极大不确定性，若谈判破裂可能引发军事冲突升级，霍尔木兹海峡通航恢复时间将延后；但若达成协议，地缘溢价将快速回吐，远月合约面临较大下行风险。

宏观经济下行风险：欧元区经济增长预期下调，高通胀抑制消费需求，可能削减中欧贸易货量，影响旺季涨价落地成色。

以上评论由分析师周骥（Z0017101）、高翔（Z0016413）、廖臣悦（Z0022951）、潘响（Z0021448）、朱天择（Z0023752）及助理分析师陈宇轩（F03150616）提供。

大宗商品早评

新能源早评

碳酸锂:现货成交活跃

【行情回顾】碳酸锂期货主力合约收于 184400 元/吨，日环比-4.05%。成交量 34.45 万手；持仓量 44.64 万手，日环比-0.75 万手。碳酸锂 LC2607-LC2609 月差为 Contango 结构。仓单数量总计 52579 手，日环比+775 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场价格走弱，成交较好。锂矿市场价格走弱，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价变动-2.09%。锂盐市场报价平稳，电池级碳酸锂报价 18.65 万元/吨；电池级氢氧化锂报价 17.35 万元/吨，贸易商基差报价走强。下游正极材料报价走弱，磷酸铁锂报价变动-0.18%，三元材料报价变动-0.37%；六氟磷酸铁锂报价变动+5.63%，电解液报价变动+0%。

【南华观点】当前碳酸锂市场行情已步入多头持仓获利了结阶段，后续需观察资金持续离

场情况。所以，操作端不宜盲目抄底，同时建议上游需做好价格风险管控。自有矿企业盈利水平已处于高位且不具备长期延续性，建议锂盐生产企业根据技术面择机逐渐布局套保头寸，提前锁定未来售价。

工业硅&多晶硅:窄幅震荡

【行情回顾】工业硅期货主力合约收于 8450 元/吨，日环比变动+0.06%。成交量约 20.06 万手；持仓量约 30.61 万手，日环比+290 手。SI2606-SI2609 月差为 Contango 结构。仓单数量 29406 手，日环比变动-12 手。

多晶硅期货主力合约收于 36310 元/吨，日环比变动-1.68%。成交量 6.56 万手；持仓量 4.71 万手，日环比-2306 手；PS2606-PS2609 月差为 Contango 结构；仓单数量 14700 手，日环比变动+80 手。

【产业表现】工业硅产业链现货市场表现走弱。新疆 553#工业硅报价 8700 元/吨；99#硅粉报价 9750 元/吨；有机硅报价变动+0%；铝合金报价变动+0%。

光伏产业链现货市场表现平稳。多晶硅 N 型复投料 35.1 元/千克；硅片价格 0.92 元/片；集中式 N 型 182 组件报价变动+0%，分布式 N 型 182 组件报价变动-0.07%。

【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较弱，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，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。

以上评论由分析师余维函（Z0023762）提供。

有色金属早评

铝产业链：海外偏紧格局延续，国内高位去库不畅

【盘面回顾】国内盘：沪铝主力收于 24445 元/吨，环比涨 0.20%，持仓减 7595 手至 22.81 万手，成交量 6.60 万手。

外盘联动：

LME 铝：收于 3587.0 美元/吨，环比涨 0.83%，库存减至 34.40 万吨。

COMEX 铝：收于 3546 美元/吨，环比涨 0.61%。

沪伦比值：当前比值约 6.81，进口窗口持续关闭。

相关品种：氧化铝收于 2722 元/吨，环比跌 0.11%；铸造铝合金收于 23125 元/吨，环比涨 0.24%。

现货基差：华东现货报价 24200 元/吨，基差扩大至-245 元/吨。

【产业信息】

宏观层面：美联储权力交接在即，沃什定于 5 月 22 日接替鲍威尔，市场对年内加息预期概率升至 52.5%，美债收益率攀升，美元指数走高至 99.3 上方，对大宗商品整体风险偏好形成压制。地缘层面出现阶段性缓和，特朗普宣布推迟对伊朗军事打击，国际油价承压回落，一定程度上缓解通胀失控极端担忧。

产业层面：海外 LME 库存处于历史极值低位，注销仓单占比维持高位，Cash 升水坚挺，

外盘供应偏紧格局构成铝价底部支撑。国内铝锭社会库存虽有边际回落迹象，但绝对量仍处近年同期偏高水平，去库节奏并不流畅，近一周社库小幅回升至 143 万吨附近，下游从旺季向淡季过渡的特征初显。下游加工企业周度开工率持稳于 64.2%，汽车、光伏、线缆等板块需求展现韧性，但空调箔及再生铝板块偏弱，行业开工呈现明显分化格局。成本端国内电解铝完全成本处于偏低水平，冶炼利润依然可观，运行产能维持高位。氧化铝方面，几内亚铝土矿发运量边际下滑，海运费上行推升进口矿成本，原料端成本支撑上移；但国内新投产产能逐步爬坡，西南复产量及新增产能带来供应增量，供需过剩预期未改，仓单库存维持高位。铝合金方面，废铝成本随原铝波动保持坚挺，但下游压铸企业开工率维持低位，汽车、通讯等终端订单未见改善，压铸厂以刚需采购为主，备货意愿不足，市场成交清淡，产业库存呈小幅积累态势。

【南华观点】当前铝价核心矛盾在于内外市场持续分化，海外低库存、高升水的偏紧格局提供底部支撑，而国内高库存、旺季转淡与现货贴水加深构成上行压制，叠加宏观加息预期升温的风险情绪扰动，价格缺乏明确方向性突破动力。短期来看，电解铝或延续震荡偏强格局，但上方空间受国内基本面牵制，整体以高位区间运行为主；氧化铝在成本上移与供应过剩预期的多空交织下，预计维持区间盘整态势，趋势性突破难度较大；铝合金缺乏独立驱动，大概率被动跟随原铝波动，在需求疲弱背景下表现相对偏弱。短期重点跟踪美联储主席交接前后政策预期边际变化带来的宏观情绪冲击，以及国内铝锭社会库存是否出现明确的去化拐点信号。

铜：关注 5.20 英伟达财报发布

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 6.194 美元/磅，跌 1.92%；LME 铜收于 13427 美元/吨，跌 1.18%。沪铜主力最新报价收于 103670 元/吨，跌 0.71%；国际铜收于 91940 元/吨，跌 0.69%。主力收盘后基差为 280 元/吨，较上一交易日跌 70 元/吨，基差率为-0.27%。沪伦比 7.69，前值 7.7。

【产业信息】1、上期所铜期货注册仓单 102250 吨，较前一日增加 97 吨；上期所库存 180643 吨，较前一周减少 690 吨（5 月 15 日数据）；LME 铜库存 394675 吨，较前一日增加 1275 吨；LME 铜注册仓单 328225 吨，较前一日增加 350 吨，注销仓单 66450 吨。COMEX 铜库存 629676 吨，较前一日增加 2481 吨。

2、昨日铜价高位回落后跌势有所放缓，下游情绪有所回温，低采积极性尚可，现货支撑略有强化，升水跌势有所放缓。上海金属网 1#电解铜报价 103800-104700 元/吨，均价 104250 元/吨，较上交易日上涨 130 元/吨，对沪铜 2606 合约报贴 100-贴 20 元/吨。截止午间收盘，升水铜报贴 50-贴 20 元/吨，平水铜报贴 100-贴 70 元/吨，湿法铜报贴 150-贴 120 元/吨，非注册铜报贴 200-贴 180 元/吨。

3、伦敦金属交易所（LME）公布数据显示，上周伦铜库存有所下滑，最新库存水平为 393,400 吨，目前库存水平位于逾十二年相对高位。不同于多数品种库存集中于亚洲、北美偏低的格局，LME 铜库存呈现出北美占比显著偏高的特征。这一结构性变化主要源于美国关税政策的扰动，促使贸易商跨市场操作，铜作为金融筹码囤积在美国，LME 在亚洲等主要消费低的可用库存量收缩。上海期货交易所最新公布数据显示，5 月 15 日当周，沪铜库存小幅下降，周度库存减少 0.38%至 180,643 吨，降至逾四个月新低。国际铜库存增加 3206 吨至 23200 吨。上周，纽铜库存继续增加，最新库存水平为 629,676 吨，创历史新高。

4、美国 30 年期国债收益率上升至 5.177%，为 2007 年以来的最高水平。

【南华观点】当日白银领跌，多数有色金属品种下跌，铜价反弹至 104500 后压力增加，夜盘可见市场资金继续大幅流出。南华投研通平台上，龙虎榜多空持仓继续回落，外资净多头高位减仓，稳健席位前 5 净多持仓变化不大。技术面看，关注 104000-104500-

105000 区间压力，103500-103300-103000 区间支撑，着重关注上下限区间弹性，若后续持仓未放量，择继续依托区间低买高卖。

锌：夜盘宏观利空压制

【盘面回顾】上一交易日，沪锌加权合约收于 24697 元/吨。其中成交量为 16.15 万手，持仓 19.53 万手。现货端，0#锌锭均价为 24480 元/吨，1#锌锭均价为 24410 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌日内震荡探底，夜盘偏弱运行。尽管多头逻辑依旧存在，但夜盘时间宏观利空突袭，霍尔木兹海峡战争风险再次上升，油价美指双双上行压制基本金属走势。沪锌基本面短期跟随全球矿紧逻辑，除内外反套估值外无其他明显上行驱动，但伦锌基本面又过于强劲，低库存下供给收缩价格弹性极强带动沪锌上涨。短期国内供给仍处宽松，库存上依旧维持较高水位，且国内锌锭隐性库存预计仍较多。展望未来，短期若地缘冲突再次被计价或震荡偏弱为主。

【南华观点】震荡。

镍-不锈钢：印尼扰动再起，尾盘拉涨

【盘面回顾】沪镍主力合约收于 144990 元/吨，上涨 2.06%。不锈钢主力合约收于 14710 元/吨，上涨 0.03%。

【行业表现】现货市场方面，金川镍现货价格调整为 143450 元/吨，升水为 1450 元/吨。SMM 电解镍为 142550 元/吨。进口镍均价调整至 141750 元/吨。电池级硫酸镍均价为 33980 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 11704.55 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 1.6%。8-12% 高镍生铁出厂价为 1126 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 5.87%。纯镍上期所库存为 79889 吨，LME 镍库存为 276096 吨。SMM 不锈钢社会库存为 947100 吨。

【南华观点】

镍-不锈钢日内向上反弹，夜盘延续涨幅，印尼扰动为主要动因，前期下行通道较为持久，明确利多下市场情绪或有一定刺激。日内传出消息青山或缩减所属镍铁产能排产以将资源整合于即将投产的先锋电解铝项目，核心在于解决电力短缺错配影响。四月以来镍铁受上游配额等多方影响同比产量持续下行，成交价处于高位，但是镍铁成本高企更多体现在底部成本支撑方面，对上方拉动效果有限。此外印尼 ESDM 称已冻结部分企业 IUP 运营活动，被冻结资质的矿企有 90 天的宽限期补报 2026 年 RKA8，逾期仍未履行合规义务或遭依法永久撤销其 IUP 采矿许可证。基本上，菲律宾镍矿方面正式进入早季产量发运有所上升，海运近期同步有所上调，菲律宾矿价格企稳，印尼 HPM 成交问题仍有博弈。新能源方面目前下游三元需求延续，原料成本以及流通量均支撑下方；MHP 目前受成本以及需求影响易涨难跌，高冰镍经济性替代作用目前浮出水面，湿法成本形成底部支撑。镍铁方面价格企稳，供给端缩减预期目前尚未传导至现货成交端，上下游价格有一定博弈。不锈钢日内企稳，但是下方空间在成本抬升下较为有限；早间现货端成交灵活调整，后续利多驱动下行情或有所回暖。

锡：美指与地缘压制

【市场回顾】沪锡加权上一交易日报收在 41.03 万元每吨；成交 28.31 万手；持仓 8.17 万手。现货方面，SMM 1#锡价 405900 元每吨。

【核心逻辑】上一交易日，锡价日内反弹，夜盘偏弱运行。夜盘时间宏观利空突袭，霍尔木兹海峡战争风险再次上升，油价美指双双上行压制基本金属走势。从基本面看，整体依

旧处于强预期弱现实。供给端虽有一定叙事性，但都属于对于远期的担忧，炸药和柴油成本都暂时没有兑现，只是三大主要供给地整体不确定性较强。需求端，下游整体以支撑为主，整体依旧处于预期叙事，同时现货成交受价格影响整体疲软。展望未来，跟随宏观与资金指引，高位震荡，关注下方支撑，横盘整理。

【南华观点】高位宽幅震荡

铅：震荡探底，下方空间有限

【盘面回顾】上一交易日，沪铅加权合约收于 16509 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16300 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪铅日内偏弱震荡，夜盘延续走势。供给端，原生铅生产维稳，再生亏损维持低开工率。需求端，步入淡季，下游表现一般，库存累库。LME 库存目前水位较高，但现货贴水收窄。展望未来，沪铅预计仍旧维持震荡运行。

【南华观点】震荡为主，区间操作。

以上评论由分析师傅小燕（Z0002675）、夏莹莹（Z0016569）及助理分析师林嘉玮（F03145451）提供。

油脂饲料早评

油料：内外盘回落

【盘面回顾】美豆盘面反弹至高位回落，资金部分兑现离场，内盘豆菜粕跟随反弹后回落。

【供需分析】对于国内豆粕，前期油厂开机率偏低，部分地区大豆库存累积，叠加下游积极备货，豆粕库存加速下行。但后续来看，随着北方区域节后油厂逐渐开机，且后续大豆到港通关加速，压榨节奏或将加快。南方地区部分油厂开机率仍偏低，关注后续到港节奏；下游饲料厂物理库存进一步下行，虽存在集中备货远月情况，但近月采购仍偏谨慎。市场普遍预期后续开机后将持续打压豆粕现货价格，故仍以刚需补库备货为主。

菜粕端来看，澳籽新年度买船继续，加菜籽虽买船利润下滑，但仍有部分买船。后续随着加菜籽逐渐到港，供应不断恢复，华南、华东部分油厂由于供应衔接或自身问题停机，短期内存在供应减量。需求端来看，华南地区水产集中备货，有望启动季节性需求。整体来看，菜系在买船利润不断走弱过程中，下跌空间同样有限。

【后市展望】中美谈判预期落地，虽关税可能进一步调整，叠加美方发言提及农产品采购，但暂无对于具体采购量级体现，后续关注中方对于美豆采购进展。新作首次 USDA 报告奠定年度中性水平库存，对出口与供应情况更加敏感。美豆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，短期内继续震荡偏强看待。内盘来看，M07 巴西宽松供应逻辑未变，远月 M09 重心转向美豆种植，下跌空间有限，M7-9 延续反套走势，后续基差或跟随走弱。

【南华观点】M09 可考虑卖出低位看跌期权。

油脂：价格重心逐渐上移

【盘面回顾】夜盘外盘原油维持整理，内盘油脂继续上涨动能不足，小幅震荡。

【供需分析】国际方面，今日据 IHS 发布，近期有市场传闻称印度尼西亚正筹备宣布成立一个新的与国家挂钩的出口机构，该机构将集中管理针对包括煤炭、CPO 和矿产在内的选定大宗商品的出口业务。根据拟议的结构，出口商可能需将其产品出售给新实体，而后者将直接负责出口事宜；据棕榈油产地船运调查机构 SGS 公布数据显示，预计马来西亚 5 月 1-15 日棕榈油出口量为 430474 吨，较上月同期出口的 453941 吨减少 5.17%，产地方面短期情绪好转，推动盘面。天气方面 NOAA 在 5 月份的 ENSO 诊断报告中上调了五月至七月发生厄尔尼诺的概率，并进一步上调了年底发生超强厄尔尼诺的概率，下半年厄尔尼诺叠加印尼 B50，依然有望提振届时棕油价格。豆油方面，因部分油厂季节性设备检修，美国 4 月大豆压榨数量低于预期，同时由于生物柴油需求的提振，豆油需求好转，库存降至 3 个月以来最低。

国内方面：三大油脂库存依然处于同期较高水平，下游成交偏弱，国内二季度进入油脂消费淡季，短期缺乏节日提振，叠加大豆到港高峰即将到来，供强需弱依旧是主旋律，依靠外盘驱动。

【南华观点】油脂市场短期近月供需压力依然较大，上方空间或有限，远月利好驱动预期仍存，地缘政治高度波动下国内油脂易随原油波动，中长期来看供需趋紧的格局不变，价格重心缓慢上移。

豆一：优质粮源紧缺，价格有所修复

【期货动态】昨日豆一期货盘面价格震荡上行，夜盘小幅下跌，整体涨幅不大。

【现货情况】国内大豆现货均价稳定。东北市场主流价格在 4700-4800 元/吨的区间；皖北报价在 5300-5450 元/吨区间，河南地区价格为 4800-5400 元/吨，下降 100 元/吨；广东价格在 5000-5040 元/吨。东北农户大豆春播已经开始；南方产区价格稳定，市场货源品质相差较多，导致价差拉大，市场按质定价，供需上市场购销氛围转淡，下游用户消化库存为主，整体谨慎观望。

【市场分析】国内大豆供应保持宽松，需求持续低迷。进口大豆到港量不断增加，各港口近期到货量大幅增加，食品级大豆价格承压。同时，俄罗斯大豆进口，其价格优势影响东北大豆行情。下游饲料企业采购心态极为谨慎，以随用随提为主，投机性备货意愿极低。现货提货量环比下降，近月合约成交清淡，与远月合约基差成交形成鲜明对比。油厂借助盘面榨利窗口锁定远期利润，而中下游企业对近月合约的高价持观望态度，市场避险情绪浓厚。当前国内油厂压榨利润普遍为负值，抑制油厂开工积极性

【南华观点】豆一目前基本面保持稳定，难以大涨大跌，继续保持震荡行情，关注养殖端需求恢复情况。

玉米&淀粉：多空博弈剧烈，玉米振幅较大

【期货动态】昨日大连玉米期货震荡上行，整体波动较大，夜盘高开低走；玉米淀粉保持震荡，跟随玉米走势；外盘方面，CBOT 玉米先涨后跌。

【现货情况】昨日玉米现货价格小幅下跌。全国玉米均价是 2313.98 元/吨，较上一工作日跌 0.35 元/吨，环比跌幅 0.02%。东北市场价格区间在 2180-2340 元/吨的区间，保持稳定；华北市场报价为 2260-2340 元/吨；港口方面，锦州港玉米报价在 2330-2360 元/吨区间；鲅鱼圈港报价在 2340-2360 元/吨区间；广东蛇口港口玉米主流报价在 2480-2490 元/吨区间，部分南方港口跌 5 元/吨。中储粮网 5 月 19 日北方公司玉米购销双向竞价交易玉米 16402 吨，成交率 100%。

【市场分析】随着南方小麦即将上市，有多少芽麦进入到饲料进行玉米替代仍是未知数；加之糙米的拍卖消息，导致下游的饲料企业和客户采购玉米积极减弱，大多处于观望态度。

农业农村部最新农情调度显示，全国春播粮食过六成，进度同比偏快。其中春玉米播种过八成，春大豆近三成，中稻播栽过两成。东北产区基层余粮逐步见底，优质粮源供应紧张，库存成本高位压力下，贸易商低价出粮情绪不高。北方降雨天气影响玉米购销，深加工企业到货量大幅下滑，一定程度上支撑价格。需求端东北地区深加工及养殖行业均处亏损状态，下游需求偏弱，用粮企业存在刚性补库需求但观望情绪较浓，中储粮持续收购优质干粮，贸易商存粮多为优质干粮，低价出货积极性不高，粮源主要往港口及集港及销区销售。

【南华观点】春播期间玉米产区迎来降水，关注春玉米出苗情况与新季麦上市后开秤价水平。

以上评论由分析师靳晚冬（Z0022725）、陈晨（Z0022868）提供。

能源油气早评

SC：美伊持续僵持，油价高位震荡

【盘面动态】Brent 收于 111.28 元/桶，涨跌幅 -0.73%，WTI 收于 104.15 美元/桶，涨跌幅 -0.22%，SC 收于 690 元/桶，涨跌幅 2.40%。

【市场资讯】

- 1、据伊朗伊斯兰共和国通讯社（IRNA）：伊朗副外长表示，解除制裁、释放冻结资金、结束封锁包含在伊朗最近对美国的提议中。
- 2、美国总统特朗普：（关于伊朗）他们不会拥有核武器。
- 3、据华尔街日报：三名美国官员称，美方在印度洋扣押了一艘与伊朗有关的油轮。
- 4、【特朗普：伊朗时间有限 美国可能会再次对伊朗采取行动】金十数据 5 月 19 日讯，美国总统特朗普周二表示，美国可能需要再次对伊朗采取军事行动，在他推迟此次袭击前，距离下达攻击命令仅剩一小时。特朗普在白宫向记者表示：“我今天距离下达攻击命令仅剩一小时。”他还表示，伊朗领导人正在恳求达成协议，但如果无法达成协议，美国将在未来几天内再次发动攻击。特朗普称：“我的意思是，大概需要两到三天的时间，可能是周五、周六、周日，或者下周初，时间不会太长，因为我们不能让他们拥有新的核武器。”

【南华观点】

当前美伊仍处于停火但僵持阶段，双方对于对方提出的条件均不太满意，双方的核心分歧依然存在，伊朗方的诉求仍在解除制裁，解冻资金以及结束封锁，而美国的核心仍在核问题上。特朗普暂时取消了对伊朗的打击，称给伊朗 2-3 天的时间，依然是一种以压促谈的情况，冲突再起对双方都不是好的选项。另外昨日伊朗成立管理霍尔木兹海峡的新机构“波斯湾海峡管理局”，强调对海峡的管辖权，目前海峡通航依然受限。本质美伊问题没有实质性变化，潜在的风险仍需持续关注，双方表述的变动也增加了盘面的波动。

燃料油：关注裂解机会

【盘面回顾】5 月 19 日亚洲低硫燃料油现货升水连续第三日大幅走强，月间逆价差小幅回落；高硫燃料油市场结构同步小幅走弱，现货升水小幅下行，高低硫价差大幅走阔。低硫船燃方面，新加坡 0.5% S 船燃 6-7 月间逆价差微降至 50.50 美元 / 吨；5 月 18 日现货升水单日暴涨 8.25 美元 / 吨至 45.83 美元 / 吨，BP、托克向贡渥完成两笔实货成交强力拉

动盘面。高硫燃料油方面，新加坡 380 CST HSFO 6-7 月月间逆价差收窄 0.6 美元 / 吨至 43.50 美元 / 吨；5 月 18 日现货升水回落 0.61 美元 / 吨至 21.80 美元 / 吨。高低硫 Hi-5 价差单日扩大 19.87 美元 / 吨至 131.61 美元 / 吨，创 4 月 1 日以来高位。

【产业表现】低硫燃料油合规品级货源占整体船货池比例偏低，调和端持续受限：常规低硫原油组分大量流入炼厂作为原料，替代调和组分金属含量、倾点指标不达标，调和难度加剧。新加坡本地船燃需求持续疲软，船东采购向区域其他港口分流，贸易商转而将低硫船货输送至需求更好的区域。航运端，5 月 17 日霍尔木兹海峡通行 11 艘船舶，均为伊朗关联船队；截至 5 月 17 日当周日均通航 14 艘，较前周大幅回升，主要受伊朗与巴基斯坦等国双边通航协议、中美北京峰会期间中资关联船舶通行增加带动。

【南华观点】低硫燃料油受调和原料短缺、合规货源稀缺主导，现货升水暴力拉升，盘面强势格局延续；高硫燃料油现货小幅走弱，市场维持供需弱平衡。高低硫价差显著扩张，凸显低硫供应端结构性紧缺。霍尔木兹海峡通航边际修复，但低硫调和瓶颈未缓解，区域船燃需求持续分流压制低硫下游零售端。后续重点跟踪低硫调和组分补充情况、海峡通航持续性 & 区域船货流向变化。

沥青：裂解偏强

【夜盘回顾】截至收盘，bu06 收于 4540 元/吨

【现货回顾】5 月 19 日，国内沥青市场均价为 4603 元/吨，较上一日上涨 1 元/吨，涨幅 0.02%。北方市场需求缓慢释放，成本端支撑坚挺，华北主力炼厂短期停产沥青，贸易商上调出货价格，山东、东北地区报价坚挺；南方部分地区受降雨影响，高价资源成交受阻，长三角镇江库出货价松动，华南佛山库及钦州库价格暂时保持稳定，整体成交气氛清淡。

【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。回到沥青自身基本面，供应端，6 月排产环比继续减少，沥青总体供应依然维持偏低水平。同时远期重油贴水报价的走强，也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，但季节性走强和气温回暖带动需求阶段性提振。如前期周报所述，海峡解封或大势所趋，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：中东地缘反复 铂钯大幅跳水

【盘面回顾】昨夜盘 NYMEX 铂钯震荡盘整，最终 NYMEX 铂 2607 合约收 1931.1 美元/盎司，-2.34%，NYMEX 钯 2606 合约收 1365.0 美元/盎司，-3.94%。

【交易逻辑】中东地缘方面，调节方认为美伊谈判进展甚微，伊朗坚持核心诉求不变。特朗普威胁再“重击”伊朗，由美国共和党领导的美国参议院在周二的一次程序性投票中，显示出对继续伊朗战争的反对立场正在增强。与此同时，全球原油库存已发出“警报”，前期作为缓冲的“在途库存”已消耗殆尽，关注中东地缘的“尾部”风险。北约设最后期限，若霍尔木兹海峡7月初为开放，拟部署兵力护航。

美联储方面，美参议院以54票对45票通过确认沃什出任美联储主席，不过，鲍威尔预计仍将继续留任美联储理事。

贸易与关税方面，“中美建设性战略稳定关系确立”，永久取消对华10%芬太尼关税，24%对华惩罚性关税再延长18个月暂停，暂停对华造船、物流、海事301调查18个月，贸易关税不确定性下降，铂钯作为关键矿产资源，先前被“资源民族主义抬头”（如美120亿金库计划）定价的逻辑有一定程度削弱。

供应方面，南非电力短缺显著缓解、铂族矿山扩产推进；俄罗斯诺镍一季度铂钯产量大幅下滑，主要因西方制裁影响其支付、物流和设备进口，预计2026年诺镍公司铂钯产量将大幅减产。

关注中东地缘政局变化、铂钯注册仓单情况和美联储官员讲话。关注钯金在玻纤领域的试验结果。

【南华观点】贵金属受益于美中期选举博弈，策略上维持战略看多铂钯，回调可视为长期布多机会，中短期来看中东局势与俄钯关税裁定为关键变量，南非电力问题缓和、诺镍公司供给收缩和钯金玻纤领域“新故事”使当前钯金向上弹性高于铂金，风险上需警惕中东局势反复、美联储降息预期延后和内外时间差导致开盘跳空的情况。

黄金&白银：金银大幅下挫 盘中现乌龙指

【盘面回顾】周二贵金属大幅下挫，主要受美指和中长端美债收益率继续大涨利空估值影响，而中东局势反复以及油价高企引致加息预期升温是源头问题。最终COMEX黄金2608合约收报4518.3美元/盎司，-1.6%；COMEX白银2607合约收报于73.97美元/盎司，-4.49%。基金持仓看，昨日全球最大黄金ETF--SPDR Gold Trust持仓减少2吨至1036.85吨；全球最大白银ETF--iShares Silver Trust (SLV) 白银持仓维持在15189吨。美联储货币政策预期方面，CME美联储观察显示，美联储6月维持利率不变概率99%，降息概率1%；9月较当前维持利率不变概率67.4%，降息概率0.7%，加息概率31.9%。

沪金期货昨夜盘开盘5分钟内出现乌龙指，最低成交价接近跌停板价，通常这类现象由人为操作性失误所致，且开盘前5分钟下方买盘挂单量稀薄，比如卖出量和卖出价敲反等。但这类乌龙指并不改变行情本身运行趋势。

【交易逻辑】中期看，贵金属市场交易集中在中东地缘冲突反复下的不确定性、美联储货币政策预期、经济滞胀与金融市场风险等。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，后续需重点关注经济放缓信号对风险资产的压制作用，若相关信号得到进一步验证，将为金价上涨提供支撑。相反，如若中东地缘局势降温、油价回落，通胀压力得到有效缓和，那么美联储重新启动降息的关键环境将逐步形成，这也将利好黄金投资需求回流，推动金价上行。

近期中长端美债收益率在高位基础上进一步攀升，10Y美债已突破4.6%、30Y突破5.1%，主要受通胀预期抬升及加息预期升温驱动。高企的融资成本将显著加剧美财政部偿债压力并侵蚀企业盈利，我们判断当前美债收益率水平难以持续，待其回落后贵金属价格有望止跌回升，但短期内或仍受一定压制。

特朗普将于本周五在白宫亲自主持新任美联储主席沃什的宣誓就职仪式，市场密切关注沃什“首秀”以及四大核心问题：美联储独立性表态、通胀框架改革（弃核心 PCE 转截尾均值）、利率路径与降息时机、缩表节奏及“缩表换降息”逻辑；此外关注其对经济前景、风险预警及与特朗普政策边界的表述。

本周美国数据方面总体清淡，事件方面关注中东局势、普京访华、英伟达财报等。

【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。短期看在中东局势反复以及货币政策端尚无释放宽松信号甚至加息预期升温下，预计仍将宽幅震荡整理并缺乏进一步上行动能。昨日伦敦金已跌破 4500 关口支撑，预示可能进一步回踩 200 日均线 4350 附近，阻力 4500，然后 4750-4800 区域；伦敦银已跌破 75，下方支撑下移至 70 区域。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）提供。

化工早评

纸浆-胶版纸：现货市场再度回归稳定

【盘面回顾】昨日纸浆期货（SP）与胶版纸（双胶纸）期货（OP）夜盘震荡下行。

【现货市场】山东银星报价 5040-5050 元/吨（0/0），山东乌针、布针报价 4650-4860 元/吨（0/0），华南银星报价 5150 元/吨（0）。

【港口库存】根据钢联，截止 5 月 15 日，纸浆：港口库存 229.9 万吨（-7.2）；双胶纸原纸生产企业库存 158.84 万吨（+1.16）。

【南华观点】针叶浆现货市场回归稳定。从基本面来看，现货市场需求仍维持疲弱，淡季属性明显，浆厂以稳出货为主。中国港口库存上周明显回落，也带来一定底部支撑。而从进口成本角度来看，智利 Arauco 公司 5 月木浆外盘报价，针叶浆银星持平于 680 美元/吨，相对维稳。此外，全球纸浆行业龙头 Suzano 近日正式对外发布价格调整公告，明确自 5 月起，针对欧洲及美洲市场的硬木浆（桉木浆）产品，每吨价格上调 50 美元，对于针叶浆来说，这一事件虽未带来直接影响，但也可能从贸易与下游成本走势带来传导效应。总体来看，当前整体行情如预期回归中性。

对于胶版纸期货而言，现货市场维稳，近来需求仍以刚需采购为主，虽南方地区出版招标陆续继续推进，但报价相对偏低，估值较弱；而江苏检修产线下周继续停机，供应小幅减少，带来一定支撑。生产企业库存屡创新高，带来一定利空影响。但期价至相对低位，下行空间相对有限。

对于后市而言，纸浆与胶版印刷纸期货短期可回归区间交易策略，中期可尝试高空策略。

纯苯-苯乙烯：多空僵持，震荡整理

【盘面回顾】BZ2606 夜盘收于 8338（+113）；EB2607 夜盘收于 9389（+89）

【南华观点】美伊双方谈判再次陷入停滞，油价反弹，给予纯苯、苯乙烯成本支撑，然而纯苯、苯乙烯下游抵触高价原料，现货市场成交困难，制约盘面进一步上涨，多空僵持。下午收盘后传苯乙烯新增检修消息，加上夜盘 SC 偏强运行，夜盘纯苯苯乙烯偏强震荡。

品种自身基本面来看，霍尔木兹海峡长时间瘫痪，亚州许多炼厂原油，石脑油供应受阻导致生产自上而下的减量实际存在。国内石油苯开工率已至近 5 年的低位且还在下滑中。在韩国裂解装置降负的情况下，韩国方向的纯苯进口量亦下降，据评估数据，2026 年 4 月韩国出口纯苯至中国大陆的量较去年同期缩减超 50%。后续关注美国方向对亚洲芳烃的分流。纯苯面临国产，进口供应双减，显性库存持续去化。苯乙烯方面，地缘影响带来的供应减量相对纯苯时间要滞后且量级要轻，但进入 5 月国内检修量也将明显增加，苯乙烯供应收缩兑现(短期有中化泉州，新阳，裕龙新增计划外检修)。然而下游需求疲软仍是核心拖累，3S 的负反馈已经持续一段时间，此外预期中的出口装船集中导致主港库存明显去化未兑现。作为纯苯最大下游，苯乙烯开工下降对纯苯需求亦形成利空。当前纯苯，苯乙烯均处于供需双弱的状态，从平衡表看 5-6 月纯苯的去库程度更大，基本面支撑更强一些。后续仍关注霍尔木兹海峡通航情况，调油逻辑是否上演以及下游补库意向。

LPG：地缘溢价重燃，结构性紧张延续

【盘面动态】LPG 主力合约 PG2607 日盘收于 6178 (-22)，夜盘收于 6203 (+3)，07-08 月差 153 (+2)；FEI M1 收于 862 美元/吨 (+28)，CP M1 收于 749 美元/吨 (+12)，MB M1 收于 0.86 美元/加仑 (-0.01)。

【现货反馈】宁波 7030 (-120)，上海 6850 (-100)，南京 7250 (+0)，山东淄博 6420 (-50)，最便宜交割品价格 5950 (+0)

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 66.91% (-1.09%)，独立炼厂开工率 58.60% (-1.31%)，国内液化气外卖量 47.29 万吨 (-1.08)，到港量 29.4 万吨 (-22.1)。需求端，PDH 本期开工率 55.50% (+5.68%)；MTBE 端本期开工率 60.13% (-4.64%)；烷基化端开工率 27.85% (+3.33%)。库存端，炼厂库容率 24.95% (-0.52%)，港口库存 185.45 万吨 (-16.05)。

【南华观点】周末地缘局势出现方向性逆转，伊朗将海峡临时封锁固化为制度化管控，美以军事打击窗口进入按周计倒计时，上周“外交转折+海峡裂缝”两大拐点信号双双被证伪。成本端，CP 与 FEI 同步走强，FEI/Brent 比价升至 0.62，进口成本上移趋势明确；运费端 BLPG1 和 BLPG3 同步上涨，海峡管控制度化叠加军事升级预期，运费上行斜率重新加陡。供需端，到港量骤降 22 万吨至 29.4 万吨，港口库存加速去化 16 万吨至 185 万吨，华东进口利润倒挂加深至 -116 元/吨，供应边际收紧与需求端 PDH 开工率回升 5.7 个百分点形成共振，基本面紧张从阶段性事件切换为结构性新常态。策略上，多头思路重新强化，核心驱动从基本面切换为“军事单点+结构性紧张”双轮驱动，近月 backwardation 格局延续。

PP 丙烯：强现实提供支撑

【盘面动态】PP2609 日盘收于 8944 (+4)，夜盘收于 8860 (-80)。PL607 日盘收于 8739 (+44)，夜盘收于 8625 (+70)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 9720 元/吨，华东现货价格为 9750 元/吨，华南现货价格为 9760 元/吨。丙烯山东现货价格为 9070 元/吨，华东现货价格为 9400 元/吨，华南现货价格为 9300 元/吨。

【供需数据】丙烯开工率为 67.04% (+1.86%)。其下游，PP 粒料开工率为 65.31% (+1.84%)，PP 粉料开工率为 14.36% (-0.63%)，环氧丙烷开工率为 65.51% (-4.48%)，丙烯腈开工率为 64.84% (-0.28%)，丙烯酸开工率为 80.29% (-2.06%)，正丁醇开工率为 81.16% (-4.51%)，辛醇开工率为 82% (-6%)，酚酮开工率为 82.44% (-2.56%)。PP 下游平均开工率为 46.36% (-0.05%)。其中，BOPP 开工率为 55.43% (-1%)，CPP 开工率为 45.9% (+0.6%)，无纺布开工率为 40.1% (0%)，塑编开工率为 42.12% (-0.14%)，改性 PP 开工率为 66.49% (+0.03%)。PP 总库存环比下降 6.05%。上游库存中，两油库存环比下降 3.44%，煤化工库存下降 14.49%，

中游贸易商库存下降 9.48%。

【南华观点】PP 方面，现实端的强势持续支撑 PP 维持高位运行，由于当前 PP 库存已处于较低水平，现货货源偏紧，价格居高不下，基差基本保持在 700 元/吨以上的高位。而从预期角度看，PP 则呈现供增需弱的格局：供应端，近期重启装置增多，本周古雷石化、中安联合、中海壳牌等多套装置预计重启，5 月开工率呈现回升趋势，供应趋于增量。而需求端，下游负反馈持续，受高价原料影响，订单及开工情况不及往年同期，工厂多维持刚需采购，需求支撑有限。因此，PP 进一步上行的驱动有所减弱，短期预计维持区间震荡。月差方面，当前 9-1 月差已升至 600 元/吨以上，进一步走扩的空间有限，后续可考虑在近端供应偏紧出现缓解迹象时，择机布局 9-1 反套。丙烯方面，5 月下旬起 PDH 装置重启计划增多，开工率呈现回升趋势。与此同时，在低利润环境下，除 PP 粒料及粉料外，其他丙烯下游陆续出现负反馈。其中，环氧丙烷本周停车或降负装置增多，开工率下滑较为明显，丙烯酸、丁辛醇在利润压缩下，开工率也有所下降。因此预计后续丙烯供应将逐步宽松，进一步向上将存在压力。

塑料：需求淡季带来压力

【盘面动态】塑料 2609 日盘收于 8051 (-119)，夜盘收于 8053 (-117)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 8350 元/吨，华东现货价格为 8430 元/吨，华南现货价格为 8850 元/吨。

【供需数据】供应端，PE 开工率为 74.33% (-1.77%)。需求端，PE 下游平均开工率为 37.55% (-0.14%)。其中，农膜开工率为 13.25% (-1.93%)，包装膜开工率为 46.93% (-0.4%)，管材开工率为 35.33% (-0.34%)，注塑开工率为 40.65% (-0.4%)，中空开工率为 34.56% (-0.73%)，拉丝开工率为 33.52% (+0.1%)。库存方面，PE 总库存环比下降 1.08%，上游石化库存环比上升 1%，煤化工库存下降 9%；中游社会库存下降 2%。

【南华观点】近期塑料基本面逻辑变化不大：供应端，5 月复产的装置增多，尤其在 5 月下旬，随着万华化学、浙江石化等装置的复产，预计看到较明显的开工率回升。但是，由于 HDPE-LLDPE 价差维持在高位，全密度装置仍存在向 HDPE 转产的动力，并且 LLDPE 生产比例也已降至地位，因此标品供应的增量相对有限，带来一定支撑。而需求端，目前农膜已进入产销淡季，刚性需求减量，同时包装膜等下游因受高价原材料的影响，订单情况不及往年同期，导致需求情况较弱。所以综合来看，PE 下方依然受到供应减量的支撑，而上方存在需求淡季带来的压力，短期方向性驱动比较有限，预计维持区间震荡格局。

橡胶：宏观与供需面多重压力，走势承压震荡

【行情走势】天然橡胶维持震荡，当日沪胶主力合约收盘价为 17665 元/吨 (-30)，20 号胶主力合约收盘价为 14900 元/吨 (-35)，丁二烯橡胶受开工回升预期压制走弱，期货主力合约收盘价为 15635 元/吨 (-120)。

【相关资讯】

- 1、美国 10 年期国债收益率不断走高，涨至 4.660%；美国 30 年期国债收益率持续走高，升至 5.183%，续创 2007 年以来最高水平。此外据悉，美国至 5 月 2 日当周 ADP 就业人数周度增加 4.225 万人，前值 3.3 万人。
- 2、特朗普称将推迟对伊朗发动军事打击，不考虑向伊朗做任何让步。据央视新闻消息，当地时间 5 月 18 日，美国总统特朗普在社交平台“真实社交”发文表示，在卡塔尔、沙特阿拉伯、阿联酋领导人请求下，他已下令“明天（19 日）”不按原计划对伊朗发动军事打击。
- 3、国内通胀压力有所提升。根据统计局数据，4 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点；环比上涨 0.3%。1—4 月份，全国工业生产者出厂价格同比

上涨 0.2%。其中，4 月份同比上涨 2.8%，涨幅比上月扩大 2.3 个百分点；环比上涨 1.7%

4、若剔除通胀影响，国内消费略显疲软。根据统计局数据，1—4 月份，社会消费品零售总额 164941 亿元，同比增长 1.9%。

5、国内制造业表现具有一定韧性，但同比增速放缓。根据统计局数据，1—4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%。4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.1%，环比增长 0.05%。4 月份，制造业采购经理指数为 50.3%；企业生产经营活动预期指数为 54.5%，比上月上升 1.1 个百分点。

6、受房地产投资拖拽，固定资产投资同比降幅扩大。2026 年 4 月份，国内固定资产投资同比增幅-12.01%。1—4 月份，全国固定资产投资（不含农户）141293 亿元，同比下降 1.6%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 1.3%。

【仓单变化】沪胶当日仓单数量为 138410 吨，日度变化 0 吨。20 号胶当日仓单数量为 35583 吨，日度变化 0 吨。合成橡胶当日仓单数量为 33530 吨，日度变化 130 吨。

【现货动态】截止下午收盘，上海国营全乳胶报价为 17650 元/吨(50)，上海泰三烟片报价为 21050 元/吨(50)，泰混人民币报价为 17220 元/吨(70)，印尼标胶港口美金报价为 2250 美元/吨(0)，越南 SVR10 山东市场价为 17000 元/吨(0)，非洲 10 号胶市场价为 2170 美元/吨(0)。全乳胶-RU 主力基差为-90(0)，全乳-泰混价差为 430(-20)。

顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 15700 元/吨(-150)，对应主力合约基差为-55 元/吨 (290)，浙江传化市场价为 15600 元/吨(-200)，华南主流市场价为 15500 元/吨(-100)；丁二烯山东市场价为 12950 元/吨(-125)，丁二烯韩国 FOB 中间价为 1670 元/吨(0)，丁二烯欧洲 FOB 中间价为 1390 元/吨(0)。

【南华观点】

宏观地缘持续扰动，贸易成本上涨、通胀压力显现，美国零售增长，强化加息预期，投机需求有所退潮；国内 4 月份经济数据表现略显疲软，需求复苏存在阻力。天然橡胶长期供应下滑趋势，长期全球天胶产量或逐步见顶，传统产区产量下滑趋势难解，新兴产区增速下滑，天然橡胶供应周期逐步转向。中短期价格有利割胶积极，物候条件好，但天气扰动较大，厄尔尼诺影响后置，关注季节性上量压力和浓乳分流影响。低产季原料高位，加工厂抢收积极，成本支撑下估值重心抬升。与合成橡胶价差走缩，乳胶替代效应较强。然橡胶库存压力居高，进口维持增长预期。需求受地缘扰动，加大出口阻碍和海运成本；宏观预期摇摆影响需求预期。一季度备库尾声后下游普遍提价，下游刚需补库支撑现货需求，但需后续关注成本传导且终端消费与库存仍有压力。海外制造业复苏存在阻力，国内相对更具韧性，轮胎与终端出口预期向稳；下游出口仍是关键，下游抢出口对于后续出口存在一定透支，中美关系有望升温带来进出口利好预期，但人民币强势压制天胶估值并加强原料-成品贸易的易逆差，欧洲双反和 EAEU 调查等贸易壁垒风险仍存。长期来看，产区供应周期和结构趋势下，随需求稳定增长，带来长期驱动机会，而天气、宏观政策带来的季节性与周期性扰动有所加大；中期需关注产区季节性供应上量压力与需求韧性能否延续；短期内需关注受天气变化和地缘局势变化的影响。

中东地区局势仍紧张，谈判进度遇阻。丁二烯橡胶供应端维持偏紧，上游供应恢复仍需时间。亚洲乙烯装置开工维持偏低，丁二烯开工率维持低位，二季度检修集中使得后续供应回升有限，且丁二烯下游加工利润有所改善，对丁二烯需求与价格形成一定支撑。近期海外丁二烯价格有所回落。顺丁橡胶利润压力有所缓解，但国内顺丁装置开工率有所回升，后续产量有望释放带来压力，而对外出口驱动仍存。成本居高使得需求端承压，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，刚需采购为主，库存去化速度放缓；前期成本压力随局势缓和有所缓解，原料供应边际放宽，但下游开工持稳，需求预期稳定与逢低备库场景下，合成橡胶短期下方仍存

在一定支撑。综合来看，顺丁橡胶近月供应转宽有限，地缘局势摇摆扰动情绪，成本松动与终端需求带来压力，局势谈判不确定性带来风险溢价，预计随局势变化震荡。

【策略建议】

天胶或维持震荡，通胀与美联储加息预期下宏观氛围有所转弱，天气改善和库存偏高带来上方压力，短期驱动有限，持续关注宏观情绪扰动与供应实际上量情况。BR 观望，支撑与压力并存，风险仍存，关注局势进展。套利方面，RU 近远月差反套或择机持有。

玻璃纯碱：价格震荡偏弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2609 合约昨晚收于 1182，-1.01%。

【基本面信息】

本周一纯碱库存 179.53 万吨，环比上周四-8.64 万吨；其中，轻碱库存 98.91 万吨，环比上周四-2.03 万吨，重碱库存 80.62 万吨，环比上周四-6.61 万吨。

【南华观点】

纯碱日产高位，偶有波动，5 月中旬后检修增加，阶段性影响产量，整体看上游供应压力持续。刚需目前整体持稳偏弱，光伏玻璃过剩加剧，预期冷修和堵窑增加，整体纯碱需求弹性有限。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 合约昨晚收于 1020，-0.68%。

【基本面信息】

截止到 20260514，全国浮法玻璃样本企业总库存 7641.1 万重箱，环比-186 万重箱，环比-2.38%，同比+12.23%。折库存天数 34.8 天，较上期-0.9 天。

【南华观点】

市场交易逻辑彻底回归现实，近期成本端有所抬升，天然气石油焦价格上涨，浮法玻璃产业链亏损加剧，或对价格有支撑。玻璃的现实是当前现货和库存的压力，本质是终端需求偏弱。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。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进一步消化。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。

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：关注下方支撑

【盘面回顾】昨日夜盘钢材价格震荡偏弱

【核心逻辑】钢厂盈利率继续回升，上周钢厂盈利率回升到 64%左右，但铁水日均产量还

是没有突破 240 万吨，钢材价格的继续上涨需要炉料端的发力支撑。海外价差对钢材出口的持续性能否维持，国内南方即将进入梅雨季节，需求是否会超预期的走弱。上周钢材价格估值偏高和宏观因素影响，震荡回落，但钢材自身基本面并没有发生大的变化，螺纹钢和热卷库存继续去库，但 5 月处于旺季向淡季过渡的节点，南方的梅雨季节，户外施工放缓，建材需求面临加速下滑。利润恢复供应量可能增加，后续钢材供应有可能增加，去库速度可能放缓，钢材继续势性上涨的难度较大。目前部分地区电炉平电已经盈利，后续电炉供应增加，这是潜在的利空因素

【南华观点】海外钢材价格走强，海内外价格拉大，钢材出口利润回升，同时带动国内价格钢材目前自身基本面矛盾不大，整体去库尚可，海外钢材价格的走强和钢材自身成本的抬升，高炉利润和出口利润的稳步抬升好转，钢材价格短期快速上涨后回调，下方仍有支撑。

铁矿石：下方空间有限

【盘面信息】铁矿石主力合约震荡偏弱运行，午后反弹

【信息整理】1.根据 Mysteel 卫星数据显示，2026 年 5 月 11 日-5 月 17 日期间，澳大利亚、巴西七个主要港口铁矿石库存总量 1379.7 万吨，环比增加 73.6 万吨，库存延续上行态势。目前库存水平略高于二季度以来的平均值。

2.新修订《钢铁行业产能置换实施办法》核心围绕严控总产能、促整合、推低碳全面收紧。政策统一全国炼铁炼钢置换比例至 1.5:1，仅实质性兼并重组可降至 1.25:1；设置两年过渡期，过渡期后禁止跨企业直接买卖产能，产能仅能在集团内部流转。同时明确置换方案 24 个月有效期，杜绝指标囤积，严堵不锈钢感应炉违规扩产漏洞，并对氢冶金、电炉钢、高端特钢等低碳项目予以政策倾斜。此举将显著抬高行业扩产门槛，加速低效产能出清，倒逼行业兼并重组，提升龙头集中度，中长期收紧钢铁供给、稳定行业盈利，引导产业向绿色高端转型。

【南华观点】宏观上短期市场情绪降温，4 月国内信贷、社融不及预期，叠加国内经济韧性较强、通胀温和、流动性合理宽松，央行短期总量宽松空间有限，外部利好兑现后风险偏好回落，压制大宗商品整体偏弱。

发运端，巴西受天气影响结束，发运恢复，西芒杜矿区增产、印度对华铁矿石出口提升，高位运费对矿价形成支撑。

需求端，铁水产量小幅回升但未超 240 万吨，钢厂盈利向好，下游钢材需求回暖、库存去化，海外钢价高位支撑出口但接单走弱。

库存端港口库存整体平稳，疏港量季节性回落，金布巴库存降至五月新低，未冲击价格。当前铁矿石供需趋于平衡，钢厂利润尚可叠加焦煤价格回落，矿价偏坚挺，但期货估值偏高，短期预计高位震荡，上行动能减弱。

焦煤：超跌反弹

【盘面信息】焦煤主力合约小幅反弹。

【信息整理】1.国家能源局：4 月份，全社会用电量 8205 亿千瓦时，同比增长 6.0%。

2.新修订《钢铁行业产能置换实施办法》核心围绕严控总产能、促整合、推低碳全面收紧。政策统一全国炼铁炼钢置换比例至 1.5:1，仅实质性兼并重组可降至 1.25:1；设置两年过渡期，过渡期后禁止跨企业直接买卖产能，产能仅能在集团内部流转。同时明确置换方案 24 个月有效期，杜绝指标囤积，严堵不锈钢感应炉违规扩产漏洞，并对氢冶金、电炉钢、高端特钢等低碳项目予以政策倾斜。此举将显著抬高行业扩产门槛，加速低效产能出清，倒逼行业兼并重组，提升龙头集中度，中长期收紧钢铁供给、稳定行业盈利，引导产业向绿

色高端转型。

【南华观点】供给端，蒙煤进口量或环比下滑，三季度长协涨价概率较大；五六月份海运煤进口预计增加，港口压力上升，叠加 05 合约仓单流入，将逐步对现货形成压制。

需求端，铁水产量高位运行，五月或突破 240 万吨。焦企产能小幅提升，采购偏谨慎；钢厂盈利改善、焦炭库存偏低，补库意愿强，焦炭第三轮涨价落地，第四轮预期升温。下游钢材需求回暖、库存去化明显，建筑端采购积极，支撑焦炭需求。海外需求回暖传导尚需时日。

库存端，库存自上游向下游转移，焦煤焦炭库存持续去化，洗煤厂精煤库存走高，港口库存后续或承压。

估值端，短期双焦受需求与钢厂利润支撑震荡偏强，中期仓单流入、进口增加带来压力。整体来看，焦煤高位震荡运行，下行空间有限，但保供预期下上方空间亦有限，需警惕现货端新增压力。

硅铁&硅锰：供应压力有所缓解，库存压力仍存，硅铁低仓单

【盘面回顾】昨日硅铁主力-0.34%，硅锰主力-0.40%

【核心逻辑】铁合金目前的矛盾在于自身高库存和下游需求转弱之间的矛盾，以及利润亏损和成本边际的矛盾。上周硅铁产量减产，环比-2.77%；硅锰产量小幅下降，环比-2.26%，供应压力有所缓解。但库存端，硅铁企业库存连续 3 周累库，环比+6.07%，但硅铁仓单数量位于历史同期偏低水平；硅锰库存上周去库有限，仍位于库存高位，去库难度较大。需求端，目前钢材盈利率继续回升，钢厂盈利率 64%左右，超半数以上企业盈利，但旺季之后需求可能转弱，铁水维持高位震荡迟迟没有突破 240 万吨，对铁合金的需求增量有限，下游维持按需采购。成本端部分地区下调电价，铁合金成本部分地区下降。锰矿港口库存累库，锰矿报价回调。

【南华观点】铁合金供应压力有所缓解但库存压力仍存，成本下移，上涨驱动较弱，但硅铁仓单偏低，对硅铁有一定支撑。

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: 震荡调整

【期货报价】昨日生猪主力合约 LH2607 收于 10795，涨幅达 0.61%。

【现货报价】

全国生猪均价 9.53 (-0.00) 元/公斤，其中河南 9.97 (-0.01) 元/公斤、四川 9.36 (-0.00) 元/公斤、湖南 9.31 (+0.00) 元/公斤、辽宁 9.35 (-0.00) 元/公斤、广东 10.09 (-0.00) 元/公斤、安徽 9.86 (+0.05)

【现货情况】

近期多数市场反馈，二次育肥补栏积极性一般，基本维持零星进场状态，无集中表现；出栏方面，观望情绪居多，月底或 6 月择机出栏。其中，辽宁近期二育进场情绪一般，维持零星补栏，补栏热情较前期减弱，部分出栏状态尚可，多数观望等待后续行情；河南二育

处于观望期，缺少行情及利润刺激，市场情绪降温明显，月底有出栏预期时间窗口；山东二育进出均不积极，上旬补栏后栏舍达到一定高位，中旬补栏热情减弱，近期出栏情绪一般，多数计划等月底或6月择机出栏；四川二育补栏情绪一般，多观望，零星补栏为主，出栏积极性一般，没有明确出栏时间，有利润就出栏和赌大猪行情的情况均有。

【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端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偏弱阶段。

棉花：美棉产区旱情有望缓解

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超2%，美元反弹，且近期美棉产区有望迎来降水，旱情或得到改善。隔夜郑棉小幅下跌。

【市场信息】

1. 据美国农业部统计，至5月17日全美棉花播种进度41%，领先去年同期3个百分点，领先近五年平均1个百分点，其中得州播种进度34%，较去年同期持平，较近五年平均进度持平。

1. 根据美国商业部数据显示，2026年3月美国服装及服装配饰零售商库存（季调）为584.58亿美元，同比增加3.46%，环比减少0.25%，库销比（季调）为2.09，同比减少0.08，环比减少0.04。

2. 根据美国商业部数据显示，2026年4月美国的服装及服装配饰零售额（季调）为275.34亿美元，同比增加5.48%，环比下降1.46%。

3. 4月，孟加拉棉花进口约17.8万吨，环比增加35.5%，同比增加19.9%，为本年度以来最大月度进口量。

【核心逻辑】当前下游纺织消费进入季节性淡季，纱布厂负荷稳中有降，成品库存累积，纱厂即期纺纱利润欠佳，对原料的采购意愿较低，多以消耗库存为主。目前新疆新棉整体长势良好，多处于四至六片真叶期，近日个别地区受到冰雹影响，且棉苗在降温降雨下出现病虫害现象，但棉田受灾面积较小，棉苗整体长势尚可。本周各产区气温回升，除塔城及博州产区或有零星降水外，整体降水较少，有利于新棉的生长，但南疆产区或有短时大风，关注大风沙尘天气对棉苗发育的影响。当前美国得州西北部棉区土壤墒情仍较差，其余产区旱情在五月的降水下有所缓和，土壤湿度得到恢复，本周得州产区气温或在小幅落后重新升温，其余产区气温或稳中有升，同时各产区或有零星降雨，尤其得州西北部棉区或迎来明显降水，旱情有望得到边际改善。

【南华观点】近期棉价波动较大，市场焦点集中在抛储政策预期何时落地，观望情绪加重，在多头资金离场下回调压力加大，但当前下游库存压力尚且不大，新季供需收紧预期暂未改变，仍对棉价形成支撑，关注下方15800-16000附近支撑情况。

鸡蛋：冲高回落

【期货动态】

昨日鸡蛋主力合约JD2607收于3791，跌幅达0.99%。

【现货情况】

据中国饲料行业信息网监测，全国鸡蛋价格延续上涨态势。当前蛋鸡存栏降低、产蛋率回落，市场货源供应阶段性偏紧，叠加端午节前备货逐步启动，终端需求回暖，饲料成本稳固形成有力支撑；预计近期蛋价震荡走强，节前仍有上行空间。主要产区中，山东鸡蛋均

价 8.83 元/公斤，较昨日上涨 0.20 元；河北鸡蛋均价 8.67 元/公斤，较昨日上涨 0.42 元；广东鸡蛋均价 9.67 元/公斤，较昨日上涨 0.20 元；北京鸡蛋均价 9.04 元/公斤，较昨日上涨 0.44 元。北京主销区价格表现强势，石门、大洋路、回龙观等主流市场收购价均涨至 4.52 元/斤，较昨日上涨 0.22 元；天津市场涨至 4.25 元/斤，单日涨幅达 6.25%。东北三省多地上涨幅度明显，辽宁鞍山、沈阳等地普涨 0.20 元至 4.20 元/斤。综合来看，现货价格在供给偏紧及备货需求提振下走强，但高价对下游采购心态已形成一定抑制，预计短期蛋价将维持高位震荡格局。

【核心逻辑】

当前养殖企业严重惜淘老鸡，新开产蛋鸡逐渐增多，5 月中下旬鸡蛋产量趋增，叠加南方梅雨季节临近、空气湿度加大，不利于鸡蛋储存运输，蛋价回落趋势难改。不过各环节库存压力不大，且市场存在一定的炒涨氛围，预计近期鸡蛋价格高位缓跌，局部或有阶段性反弹。

【南华观点】

预计鸡蛋价格短期内将维持震荡偏强走势

橡胶：宏观与供需面多重压力，走势承压震荡

【行情走势】天然橡胶维持震荡，当日沪胶主力合约收盘价为 17665 元/吨（-30），20 号胶主力合约收盘价为 14900 元/吨（-35），丁二烯橡胶受开工回升预期压制走弱，期货主力合约收盘价为 15635 元/吨（-120）。

【相关资讯】

1、美国 10 年期国债收益率不断走高，涨至 4.660%；美国 30 年期国债收益率持续走高，升至 5.183%，续创 2007 年以来最高水平。此外据悉，美国至 5 月 2 日当周 ADP 就业人数周度增加 4.225 万人，前值 3.3 万人。

2、特朗普称将推迟对伊朗发动军事打击，不考虑向伊朗做任何让步。据央视新闻消息，当地时间 5 月 18 日，美国总统特朗普在社交平台“真实社交”发文表示，在卡塔尔、沙特阿拉伯、阿联酋领导人请求下，他已下令“明天（19 日）”不按原计划对伊朗发动军事打击。

3、国内通胀压力有所提升。根据统计局数据，4 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点；环比上涨 0.3%。1—4 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 0.2%。其中，4 月份同比上涨 2.8%，涨幅比上月扩大 2.3 个百分点；环比上涨 1.7%

4、若剔除通胀影响，国内消费略显疲软。根据统计局数据，1—4 月份，社会消费品零售总额 164941 亿元，同比增长 1.9%。

5、国内制造业表现具有一定韧性，但同比增速放缓。根据统计局数据，1—4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%。4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.1%，环比增长 0.05%。4 月份，制造业采购经理指数为 50.3%；企业生产经营活动预期指数为 54.5%，比上月上升 1.1 个百分点。

6、受房地产投资拖拽，固定资产投资同比降幅扩大。2026 年 4 月份，国内固定资产投资同比增幅-12.01%。1—4 月份，全国固定资产投资（不含农户）141293 亿元，同比下降 1.6%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 1.3%。

【仓单变化】沪胶当日仓单数量为 138410 吨，日度变化 0 吨。20 号胶当日仓单数量为 35583 吨，日度变化 0 吨。合成橡胶当日仓单数量为 33530 吨，日度变化 130 吨。

【现货动态】截止下午收盘，上海国营全乳胶报价为 17650 元/吨(50)，上海泰三烟片报价为 21050 元/吨(50)，泰混人民币报价为 17220 元/吨(70)，印尼标胶港口美金报价为 2250 美元/吨(0)，越南 SVR10 山东市场价为 17000 元/吨(0)，非洲 10 号胶市场价为 2170 美元/吨(0)。全乳胶-RU 主力基差为-90(0)，全乳-泰混价差为 430(-20)。

顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 15700 元/吨(-150)，对应主力合约基差为-55 元/吨（290），浙江传化市场价为 15600 元/吨(-200)，华南主流市场价为 15500 元/吨(-100)；丁二烯山东市场价为 12950 元/吨(-125)，丁二烯韩国 FOB 中间价为 1670 元/吨(0)，丁二烯欧洲 FOB 中间价为 1390 元/吨(0)。

【南华观点】

宏观地缘持续扰动，贸易成本上涨、通胀压力显现，美国零售增长，强化加息预期，投机需求有所退潮；国内 4 月份经济数据表现略显疲软，需求复苏存在阻力。天然橡胶长期供应下滑趋势，长期全球天胶产量或逐步见顶，传统产区产量下滑趋势难解，新兴产区增速下滑，天然橡胶供应周期逐步转向。中短期价格有利割胶积极，物候条件好，但天气扰动较大，厄尔尼诺影响后置，关注季节性上量压力和浓乳分流影响。低产季原料高位，加工厂抢收积极，成本支撑下估值重心抬升。与合成橡胶价差走缩，乳胶替代效应较强。然橡胶库存压力居高，进口维持增长预期。需求受地缘扰动，加大出口阻碍和海运成本；宏观预期摇摆影响需求预期。一季度备库尾声后下游普遍提价，下游刚需补库支撑现货需求，但需后续关注成本传导且终端消费与库存仍有压力。海外制造业复苏存在阻力，国内相对更具韧性，轮胎与终端出口预期向稳；下游出口仍是关键，下游抢出口对于后续出口存在一定透支，中美关系有望升温带来进出口利好预期，但人民币强势压制天胶估值并加强原料-成品贸易的易逆差，欧洲双反和 EAEU 调查等贸易壁垒风险仍存。长期来看，产区供应周期和结构趋势下，随需求稳定增长，带来长期驱动机会，而天气、宏观政策带来的季节性与周期性扰动有所加大；中期需关注产区季节性供应上量压力与需求韧性能否延续；短期内需关注受天气变化和地缘局势变化的影响。

中东地区局势仍紧张，谈判进度受阻。丁二烯橡胶供应端维持偏紧，上游供应恢复仍需时间。亚洲乙烯装置开工维持偏低，丁二烯开工率维持低位，二季度检修集中使得后续供应回升有限，且丁二烯下游加工利润有所改善，对丁二烯需求与价格形成一定支撑。近期海外丁二烯价格有所回落。顺丁橡胶利润压力有所缓解，但国内顺丁装置开工率有所回升，后续产量有望释放带来压力，而对外出口驱动仍存。成本居高使得需求端承压，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，刚需采购为主，库存去化速度放缓；前期成本压力随局势缓和有所缓解，原料供应边际放宽，但下游开工持稳，需求预期稳定与逢低备库场景下，合成橡胶短期下方仍存在一定支撑。综合来看，顺丁橡胶近月供应转宽有限，地缘局势摇摆扰动情绪，成本松动与终端需求带来压力，局势谈判不确定性带来风险溢价，预计随局势变化震荡。

【策略建议】

天胶或维持震荡，通胀与美联储加息预期下宏观氛围有所转弱，天气改善和库存偏高带来上方压力，短期驱动有限，持续关注宏观情绪扰动与供应实际上量情况。BR 观望，支撑与压力并存，风险仍存，关注局势进展。套利方面，RU 近远月差反套或择机持有。

花生：商品米和通货略跌

【盘面回顾】昨日花生 PK2610 合约小幅下跌，收盘 8204 元/吨，跌 0.07%。预计后市将继续小幅震荡。

【现货市场】全国通货均价 7660 元/吨，跌 18 元/吨，8 筛精米均价 8400 元/吨，跌 63 元/吨。河南白沙通货米（汝南，正阳，皇路店镇，卧龙区）价格在 3.5-3.8 元/斤左右，8 筛精米（南召，卧龙区，汝南，正阳）在 4.05-4.15 元/斤左右，山东大花生通货（莒南，莱阳，平度）在 3.3-4.4 元/斤左右，8 筛精米（莒南）在 3.75 元/斤左右。河北大花生通货（大名）在 3.95 元/斤左右，8 筛精米（大名）在 4.7 元/斤左右，辽宁白沙通货（昌图）在 4.05 元/斤左右，8 筛精米（昌图）4.4 元/斤左右，吉林白沙通货（扶余）在 4.05 元/斤

左右，8 筛精米（扶余）在 4.35 元/斤左右。全国油厂采购均价在 7471 元/吨，无涨跌，部分中大型油厂收购价在 7200 -7600 元/吨。

【供需分析】河南花生价格略跌 50-100 元/吨，上货量少，品质好的货源少。山东花生价格稳定，次货价格低，上量有限，零星交易，外调货源消耗库存为主。河北花生价格稳定，根据质量论价。辽宁花生价格略降 50-150 元/吨，筛选厂高价缺乏收购意愿，商品米出货一般。吉林花生价格稳定，高价花生少。

部分到货或扫尾，部分油厂到货充足。定陶鲁花约有 17 车，收购或扫尾。深州鲁花今日约 19 车。青岛工厂日均 70-80 车，压车。泰州工厂适量到货。石家庄工厂卸货慢，部分外库。开封工厂到货约有 54 车。开封龙大大约有 11 车。费县中粮约有 17 车，下雨卸货慢。菏泽中粮暂停。金胜粮油到货不多。玉皇粮油到货不多。兴泉油脂日均 100-200 吨。

【后市展望】目前东北农民手中花生库存不明，部分持货商不愿如冷库，给予一定的议价空间，不过后续继续下跌空间有限。目前东北新季花生种植面积略增，山东种植面积继续减少。后续继续关注河南麦茬花生情况。预计盘面继续维持小幅震荡。

【南华观点】逢高卖套保。

红枣：关注新枣花期天气变化

【期货动态】昨日红枣主力合约收于 9055 元/吨，跌幅 0.77%。

【产区信息】今年新疆整体气温偏高，枣树发芽时间有所提前，枣农积极田间管理，目前枣树生长情况良好，陆续进入初花期，需警惕产区高温、大风及持续降雨天气。近期新疆红枣产区整体降水较少，气温高于近年均值，从气象预报来看，本周气温或在上周降温回升后震荡持稳，但图木舒克市、阿拉尔市和麦盖提县或有短时大风天气，关注天气扰动导致落花的可能。

【销区信息】昨日河北崔尔庄市场到货 11 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 3 车，参考特级 9.30-10.50 元/公斤，一级 8.20-9.30 元/公斤，客商按需采购为主，现货价格基本持稳。

【库存动态】5 月 19 日郑商所红枣期货仓单录得 7554 张，较上一交易日持平，有效预报录得 291 张。据钢联统计，截至 5 月 14 日，36 家样本点物理库存在 11085 吨，周环比减少 35 吨，同比增加 3.79%。

【南华观点】目前下游走货平平，在国内整体供需宽松下，红枣价格上方压力仍存，但随着枣树进入初花期，天气扰动的可能性提升，关注产区气温风速的变化以及端午节逐渐临近下客商的采购情况。

原木：行情持稳

【盘面回顾】昨日原木期货（LG）价格先涨后跌，LG2607 收于 812.5，主力合约持仓 11784 手，流动性小幅收紧。07-09 合约月差为-7。

【现货市场】根据钢联数据，5.9 米中 A780（0）元/方，6 米中 A 价格 790（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 822.05（0）元 /立方米（长三角，最低仓单成本为 6 米大 A，因大 A 较少，当前锚定 6 米中 A），857.9（0）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 5 月 15 日，根据钢联数据，辐射松原木库存为 224 万立方米（-9），针叶原木整体库存为 280 万立方米（-9）。

【南华观点】当前原木现货市场基本维稳。从基本面来看，供应短期相对放宽——上周新西兰 12 港原木离港发运共计 13 船 50 万方，环比增加 4 船 17 万方；与此同时，根据木联

调研，5月4日至10日，中国7省13港针叶原木日均出库量为5.49万方，较前一周减少5.83%，需求同样相对偏弱，限制期价上行空间。下方支撑因素则一方面仍来自于成本端支撑——5月新西兰辐射松原木外盘（CFR）主流报价在129美元/JAS方，较上月上涨2美元/JAS方，且新西兰燃油价格持续上涨，在支撑成本的同时，在一定程度上也限制了采伐，即限制了供应；另一方面则因港口库存时隔两周后终于回落。总体来看，策略上来说，可以区间交易策略为主。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、陈嘉宁（Z0020097）、俞俊臣（Z0021065）、靳晚冬（Z0022725）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。