

金融期货早评

宏观：美联储会议纪要偏鹰

【市场资讯】1) “美联储传声筒”评 4 月会议纪要：降息讨论几近终结，美联储开始认真讨论加息可能性。2) 中东局势——①特朗普称美伊谈判已进入最后阶段，愿意再等几天，签协议前不会放松制裁。②伊朗总统会见巴内政部长，讨论伊美间接谈判等议题。③外媒：美以领导人通话氛围紧张，特朗普坚持伊朗问题的外交解决方案，内塔尼亚胡强烈反对。④消息人士：美国展现有限灵活性，但不会在核要求和海峡问题上让步。⑤伊朗：过去 24 小时有 26 艘船只通过霍尔木兹海峡。⑥消息人士：巴基斯坦陆军参谋长或访问伊朗，宣布协议文本的最终版本；下一轮谈判将在 5 月底之后于伊斯兰堡举行。⑦伊朗确认收到美方提案并正在审议。美媒：调解方拟定美伊意向书，欲开启为期 30 天的谈判。3) 欧盟就落实欧美贸易协议实施方案达成临时协议。

【南华观点】近期美债市场遭遇一轮极具冲击力的抛售潮，10 年期美债利率快速突破过去一年 4%-4.6% 的运行区间。我们认为，此次调整是全球市场对美国 higher for longer 利率路径进行再定价的延续。今日凌晨公布的美联储 4 月议息会议维持联邦基金利率目标区间在 3.50%-3.75% 不变，声明删除了暗示未来倾向降息的表述，新的表述标志着美联储政策立场从考虑降息转向双向灵活。美联储官员普遍达成共识，利率需要维持在当前高位更长时间，且纪要写道“绝大多数与会者强调，如果通胀继续持续高于 2%，一些政策收紧可能变得合适”，关闭了年内降息的大门，将加息重新带回政策讨论桌。尽管油价波动剧烈，但当前市场对政策利率的修正仍相对克制，意味着市场尚未完全消化高利率长期维持的可能性，后续仍存在进一步调整的空间。除基本面和能源因素外，2026 年美国中期选举带来的政策不确定性正在成为影响美债定价的隐性核心变量，这也是市场此前普遍忽视的重要因素。当前预期格局呈现明显分化，民主党大概率拿下众议院，共和党则有望保住参议院。这种分裂国会的预期对美债定价产生双向影响：一方面，民主党控制众议院将大概率阻碍大规模财政刺激推出，抑制总需求、缓解长期通胀压力；另一方面，共和党控制参议院可能对美联储独立性形成更多政治约束，加剧市场对高利率维持更久的担忧，推高长端美债风险溢价。而美联储内部已出现明显的政策分歧，这种内部分歧与中期选举的政治约束形成叠加效应，进一步放大了政策路径的不确定性，抬升了长端利率的风险溢价水平。更值得警惕的是，会议纪要首次系统提出了三大通胀新催化剂，直指物价压力的中长期结构性风险，同时对金融市场敲响系统性警钟，指出当前金融稳定面临四大核心风险。展望后市，尽管美债利率近期上行势头迅猛，但长端利率继续大幅上行的空间相对有限，甚至存在阶段性回调的可能。核心逻辑在于，目前能源通胀向核心通胀的全面传导尚未得到充分验证，4 月通胀上涨主要集中在能源和交通运输服务领域，住房、汽车等核心粘滞项并未出现显著反弹。同时，高油价本身具有抑制消费的作用，当前美国居民实际收入已连续多月同比负增长，若油价长期维持高位，对消费端的压制效应将逐步显现，进而反过来缓解通胀压力。若出现美国经济持续走强叠加重启加息的情景，10 年期美债利率或升至 4.9%；若出现油价大幅反弹引发二次通胀的情景，或飙升至 5% 以上，但后者发生概率较低，前者虽有一定可能但并非基准情景。整体来看，今日公布的这份强鹰派纪要暂时关闭了短期通过会议纪要实现鸽派纠偏的窗口，当前市场对美联储紧缩的定价虽有所过度，但在新的边际鸽派信号出现前，利率仍可能维持高位震荡。若后续通胀数据出现回落、经济增长动能放缓，美联储内部的政策分歧可能重新扩大，或为利率阶段性回调创造条件。中期选举将是未来几个月最重要的边际催化因素，同时需警惕美伊冲突进一步升级、美联储超预期重启加息、中期选举结果出现重大反转，以及纪要提示的金融资产泡沫破裂。

股指：美伊冲突缓和或提振市场情绪

【市场回顾】

上个交易日股指全天震荡，涨跌不一，两市成交额放量至 2.95 万亿元左右，期指均放量上涨。

【重要讯息】

1. 商务部解读中美经贸磋商成果：对等降税、稀土松绑、波音订单等。
2. 特朗普称美伊谈判处于“最终阶段”，布油盘中跌超 7%。特朗普：不急于结束与伊朗冲突，在伊朗问题上内塔尼亚胡“听我的”。伊朗称将在“强烈不信任美国”的情况下继续推进谈判，伊美据称 5 月朝觐季后举行新谈判。伊朗革命卫队警告称若再遭袭，战火将溢出中东。
3. 美联储会议纪要放鹰：多数官员支持通胀持续高企时加息，多人倾向删除宽松倾向。“新美联储通讯社”：联储官员已搁置是否降息问题，4 月会议开始更认真地权衡是否加息。

【行情解读】

昨日股指全天震荡，尾盘中小盘股指重回占优格局。美伊冲突缓和，油价大跌，或提振市场情绪驱动股指反弹。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，英伟达 Q1 营收超预期增 85%，科技板块因高景气度预计带动中小盘股指占优延续，操作上课逢低买入 IM，同时需关注国内外流动性情况，美联储最新会议纪要放鹰，由考虑是否降息转为考虑是否加息，警惕国外流动性收紧影响国内流动性引发指数回调。

【南华观点】预计再度开启上行通道

国债：全球债市抛售压力下，国内债市展现韧性

【市场回顾】昨日国债期货市场整体呈现窄幅震荡、小幅收涨格局，各期限合约普遍录得微涨，但涨幅分化明显。具体来看，短端品种表现略强于长端，五年期主力合约涨幅居前，而十年期与三十年期主力合约涨幅相对有限，显示市场在消化全球债市抛售压力的同时，对国内流动性环境及经济基本面预期仍保持相对稳定。从成交与持仓变化观察，主力合约持仓量普遍下降，而次季合约持仓量显著增加，市场移仓换月进程正在有序进行，整体情绪偏向谨慎观望。

昨日央行开展了 500 亿 7 天期逆回购操作；昨日有 5 亿 7 天期逆回购到期；净投放 495 亿。货币利率方面，DR001 为 1.2871%，DR007 为 1.3287%。机构行为方面，昨日基金与保险买入，银行与证券卖出。

【重要资讯】1. 财政部数据显示，1—4 月，全国一般公共预算收入 83404 亿元，同比增长 3.5%。其中，全国税收收入 68097 亿元，同比增长 3.9%；非税收入 15307 亿元，同比增长 1.6%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入 35474 亿元，同比增长 4.6%；地方一般公共预算本级收入 47930 亿元，同比增长 2.7%。

【行情解读】尽管全球债市（尤其是美债、日债、欧债）因通胀担忧和货币政策预期转变而遭遇显著抛售，30 年期美债收益率一度飙升至 5.2% 附近，但国内债市受到自身独立货币政策、相对充裕的流动性的支撑，韧性较强。昨日 26 特别国债 02 续发，发行利率 2.2315%，与现券收益率相近。昨日央行净投放 495 亿元，是近一周以来央行逆回购投放首次较大幅度加码，有效平抑了跨税期的潜在波动。DR001 与 DR007 小幅上行约 2bp，但仍显著低于 1.40% 的政策利率水平，并未改变资金面总体宽松的基本格局。市场对后续宽松政策仍有期待，资金利率保持平稳，为债市提供了基础支撑。

【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，但需要高度警惕外部传导风险。

集运欧线：强势上涨

【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 2833.5 点，涨幅为 8.19%。主力成交量 2.23 万手。次主力合约 EC2610 收盘于 1891 点，涨幅为 7.87%

【信息整理】

利多信息：

(1) 据上海航运交易所数据，截至 2026 年 5 月 18 日，上海出口集装箱结算运价指数（欧洲航线）报 1709.43 点，与上期相比涨 1.0%。此前一周（截至 5 月 11 日）该指数报 1692.87 点，环比上涨 4.8%，呈现连续两周上涨态势。

(2) 天津港通过“在渤效率”服务品牌，一季度完成集装箱吞吐量同比增长 9.5%，其中地中海欧洲航线在泊船时效率刷新全球港口最高纪录，船舶进出渤海时长缩短约 10%，有利于提升出口物流效率。

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】SCFIS 欧线结算指数连续两周上涨，显示即期市场运价仍具韧性，但期货对现货升水显著。供给端，全球集装箱船队运力持续增长，2026 年红海若全面复航将进一步释放运力；需求端，欧洲经济复苏缓慢，传统旺季备货尚未明显启动，需求端支撑不足。近月合约受现货结算价支撑相对坚挺，远月合约则面临压制，维持深度贴水结构。当前期现之间存在一定差异，短线追涨的性价比存在一定的不确定性。

【风险提示】

地缘政治风险：红海局势仍是最大不确定性，若局势缓和导致复航加速，将显著利空远月合约；若冲突升级，则利多整体运价。

运价波动风险：需警惕船司降价竞争或空班调控带来的运价超预期波动。

以上评论由分析师周骥（Z0017101）、高翔（Z0016413）、廖臣悦（Z0022951）、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：高位回落，宽幅震荡

【行情回顾】碳酸锂期货主力合约收于 183100 元/吨，日环比-0.7%。成交量 41.10 万手；持仓量 44.72 万手，日环比+840 手。碳酸锂 LC2607-LC2609 月差为 Contango 结构。仓单数量总计 53083 手，日环比+504 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-2.99%。锂盐市场报价走弱，电池级碳酸锂报价 17.90 万元/吨；电池级氢氧化锂报价 20.05 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-2.87%，三元材料报价变动-1.46%；六氟磷酸铁锂报价变动+0.44%，电解液报价变动+0%。

【南华观点】当前碳酸锂市场已进入多头获利了结主导的调整阶段，前期价格快速上涨后，高位资金兑现意愿增强，后续需重点跟踪资金持续离场节奏与仓单累积压力。操作层面，市场不确定性上升，不宜盲目抄底，观望情绪升温；同时建议上游企业强化价格风险管控，锁定合理利润空间。建议锂盐生产企业结合技术面与资金面，择机逐步布局套保头寸，提前锁定未来售价，对冲价格回落风险。下游企业，根据自身利润率水平，择机在市场买货

工业硅&多晶硅:震荡波动

【行情回顾】工业硅期货主力合约收于 8460 元/吨，日环比变动+0.12%。成交量约 20.69 万手；持仓量约 30.95 万手，日环比+3385 手。SI2606-SI2609 月差为 Contango 结构。仓单数量 29406 手，日环比变动+0 手。

多晶硅期货主力合约收于 37055 元/吨，日环比变动+2.05%。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 8650 元/吨；99#硅粉报价 9750 元/吨；有机硅、铝合金板块报价持稳，下游需求疲软，对工业硅采购支撑不足，产业链整体传导乏力。

光伏产业链现货市场表现平稳。多晶硅 N 型复投料 35.05 元/千克；硅片价格 0.91 元/片；开工率维持低位，库存去化缓慢；组件端价格分化，集中式 N 型 182 组件报价持稳，分布式 N 型 182 组件报价小幅回落 0.07%，终端装机需求疲软。

【南华观点】

当前硅系产业链整体基本面持续羸弱，工业硅与多晶硅双双承压运行，弱势格局未改。工业硅核心呈现成本支撑与套保抛压的双向博弈态势，上方受产业套保资金持续抛压压制，价格上行空间受限；下方依托电力等成本端形成刚性支撑，大幅下行风险有限，短期维持窄幅震荡格局。多晶硅方面，供需宽松格局延续，下游硅片企业高价接受度差，补库意愿低迷，高库存压力持续压制价格反弹力度。整体来看，硅系品种短期难改弱势震荡走势，后续需重点关注下游需求边际改善及库存去化节奏。

以上评论由分析师余维函（Z0023762）提供。

有色金属早评

铝产业链：海外供给收缩与国内需求转弱持续分化

【盘面回顾】国内盘：隔夜沪铝主力合约夜盘窄幅波动，收于 24510 元/吨，环比上涨 85 元/吨，涨幅 0.35%。持仓量 21.28 万手，日减 3286 手；成交量 4.16 万手，成交额 50.92 亿元。

外盘联动：

LME 铝 3 月合约最新报 3629.00 美元/吨，环比上涨 42.00 美元/吨，涨幅 1.17%。

COMEX 铝最新报 3579.50 美元/吨，微跌 2.25 美元/吨，跌幅 0.06%。

相关品种：氧化铝主连夜盘收于 2718 元/吨，微涨 2 元/吨，涨幅 0.07%，持仓 40.97 万手。铸造铝合金主连收于 23115 元/吨，上涨 55 元/吨，涨幅 0.24%，持仓 1.51 万手。

现货基差：华东地区 A00 铝锭现货报价 24260 元/吨，期货升水现货约 250 元/吨。

【产业信息】宏观层面：近期海外宏观情绪出现微妙变化。美联储 4 月会议纪要显示，与会官员已开始更认真地讨论加息可能性，短期内能源价格高企预计将继续对通胀构成上行压力。受此影响，10 年期美债收益率大幅走高，美元指数走强至 99 上方，全球金融条件显著收紧，对大宗商品整体风险偏好形成压制。另一方面，中东地缘局势仍存不确定性，伊朗与以色列对峙升级引发市场对全球铝供应链中断的担忧，海外电解铝供给收紧预期持续发酵，对伦铝形成有力支撑。

产业层面：

电解铝方面，海外供应端扰动持续深化。LME 铝库存已降至历史极值附近，注销仓单比例维持高位，CASH/3M 现货升水飙升至 80 美元上方，显示现货市场供应极为紧张。国内方面，铝社会库存维持偏高水平，累库压力尚未有效缓解。加工企业平均开工率持稳于 64% 左右，铝型材开工率小幅回升至 56.9%，铝线缆开工率上调至 67%，但铝箔及再生铝合金开工率出现边际回落，需求端整体呈现分化态势且旺季向淡季切换的预期渐浓。现货期现价差持续偏大，反映国内需求端的承接能力相对不足。

氧化铝方面，原料端几内亚铝土矿发运量近期出现边际下滑，海运费上涨及矿业政策不确定性共同推升进口矿成本，叠加国产矿石供应偏紧格局未改，成本端支撑有所上移。供给方面，氧化铝新增产能逐步进入产能爬坡期，全国运行产能周度环比增加，但下游电解铝需求缺乏弹性，供需格局整体偏向过剩，高成本产能已逼近盈亏平衡线附近，价格上方空间受限、下方亦有成本托底。

铝合金方面，废铝原料受合规成本抬升及进口废料预期减少影响，价格表现相对坚挺，给予铝合金一定成本支撑。但终端压铸及汽车领域需求反馈偏平淡，再生铝合金开工率环比下调，现货流转以刚需为主，铝合金整体被动跟涨动能有限。

【南华观点】当前铝产业链的核心矛盾在于海外供给收缩预期与国内需求成色不足之间的持续博弈，LME 库存历史极值、现货高升水对伦铝形成强力支撑，但国内高库存与下游开工率低迷使得内盘跟涨乏力，内外盘强弱分化格局短期难以逆转。短期来看，电解铝预计维持高位震荡，伦铝偏强运行而沪铝被动跟涨，但上方空间受制于国内基本面；氧化铝预计维持成本线附近的窄幅震荡，新产能释放压制上行空间，但原料成本托底使得下行亦有限；铝合金预计延续被动跟涨、成交清淡的态势，独立驱动不足。短期重点跟踪美联储加息预期升温引发宏观情绪突变的可能，以及国内铝锭库存去化节奏若不及预期将带来的额外压力。

铜：英伟达财报数据超预期，市场风险偏好上升，上测阻力区间

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 6.3345 美元/磅，涨 2.06%；LME 铜收于 13654.5 美元/吨，涨 1.82%。沪铜主力最新报价收于 105030 元/吨，涨 1.43%；国际铜收于 93120 元/吨，涨 1.45%。主力收盘后基差为-660 元/吨，较上一交易日跌 380 元/吨，基差率为-0.63%。沪伦比 7.74，前值 7.69。

【产业信息】1、上期所铜期货注册仓单 101014 吨，较前一日减少 1236 吨；LME 铜库存 393400 吨，较前一日减少 1275 吨；LME 铜注册仓单 327300 吨，较前一日减少 925 吨，注销仓单 66100 吨。COMEX 铜库存 632474 吨，环比增加 2798 吨。

2、昨日现货成交一般，铜价重心下移，但绝对价依然居高，随着期价下跌，下游情绪虽有回温但高位接纳度整体一般，刚需消费整体平稳，现货升水继续小幅下调。上海金属网 1# 电解铜报价 102940-103640 元/吨，均价 103290 元/吨，较上交易日下跌 960 元/吨，对沪

铜 2606 合约报贴 110-升 30 元/吨。截止午间收盘，升水同报贴 10-升 30 元/吨，平水铜报贴 110-贴 80 元/吨，湿法铜报贴 150-贴 130 元/吨，非注册铜报贴 220-贴 190 元/吨。

3、《中华人民共和国矿产资源法实施条例》公布，自 2026 年 6 月 15 日起施行。《条例》提出：进一步完善矿业权制度。对矿业权的设立、出让、续期、转让等作出具体规定；细化矿产资源勘查、开采相关制度。规定建立健全基础性地质调查技术标准和规范体系，明确申请勘查许可证、采矿许可证的程序，强化矿业用地保障，促进矿产资源综合利用，明确矿产资源储量报告的法定效力；进一步完善矿产资源储备和应急制度。明确构建战略性矿产资源储备体系应当遵循的原则，对战略性矿产资源产品储备、产能储备和产地储备相关制度作进一步细化，完善矿产资源应急处置措施。

4、中国 2026 年 4 月废铜进口量为 211,724.06 吨，环比下降 6.96%，同比上升 3.41%。中国 4 月从泰国进口废铜 35,034.94 吨，环比下降 14.22%，同比上升 39.72%。中国 4 月从日本进口废铜 34,196.65 吨，环比下降 17.60%，同比上升 4.73%。

5、中国 2026 年 4 月精炼铜进口量为 315,798.48 吨，环比上升 13.04%，同比上升 5.20%。中国 4 月从刚果民主共和国进口精炼铜 147,428.95 吨，环比上升 48.72%，同比上升 29.56%。中国 4 月从俄罗斯进口精炼铜 24,309.19 吨，环比下降 51.38%，同比下降 4.86%。出口方面，中国 2026 年 4 月精炼铜出口量为 25,605.82 吨，环比下降 56.01%，同比下降 67.05%。中国 4 月向泰国出口精炼铜 8,545.00 吨，环比下降 10.06%，同比下降 33.74%。

6、中国 2026 年 4 月铜矿砂及其精矿进口量为 2,351,596.50 吨，环比下降 10.59%，同比下降 19.04%。中国 4 月从智利进口铜矿砂及其精矿 703,644.34 吨，环比下降 14.29%，同比下降 15.49%。中国 4 月从秘鲁进口铜矿砂及其精矿 580,703.40 吨，环比下降 11.42%，同比下降 26.12%。

7、数家中国主要铜冶炼商周二齐聚北京，与政府官员举行座谈，讨论下半年铜精矿加工费谈判策略。据悉，中国有色金属工业协会官员参会。全球铜精矿短缺导致加工费承压，现货 TC 已连续 16 个月为负，5 月 15 日降至 -102.60 美元/吨。中国铜冶炼厂目前正在准备与智利铜矿商安托法加斯塔（Antofagasta）展开新一轮合同谈判，双方达成的加工费将成为中国冶炼厂与其他矿企签订加工协议的基准。

8、芯片巨头英伟达周三公布的销售额和收入均创历史新高，这主要得益于数据中心计算需求的激增和人工智能代理的迅猛发展。

截至 4 月份的季度，销售额达到 816 亿美元，比去年同期增长 85%，比 FactSet 调查的分析师预测的 789 亿美元高出 3.4%。该季度净利润为 583 亿美元，是去年同期的三倍多，比分析师预测的 429 亿美元高出 36.5%。

【南华观点】当日尾盘，供需端的故事“共振”引领沪锡拉涨，有色板块整体情绪好转，沪铜期货日内跌破 103000 点位后被重新拉回 103500 点位附近，夜盘继续上涨，资金流入明显。与此同时，外资和散户净多头寸企稳。技术面去看，期价回到 104000-105000 区间波动，若交易量放大，则有可能上冲至 106000 点位附近。我们注意到 CU2606-CU2607 月差波动较大，关注反套机会。

锌：跟随板块反弹

【盘面回顾】上一交易日，沪锌加权合约收于 24785 元/吨。其中成交量为 18.46 万手，持仓 19.54 万手。现货端，0#锌锭均价为 24450 元/吨，1#锌锭均价为 24380 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌探底后尾盘反弹明显，夜盘维持偏强震荡。短期多头逻辑依旧存在，且霍尔木兹海峡有一定缓和态势，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，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，短期跟随宏观与资金指引，自身基本面故事放大弹性。震荡为主。

【南华观点】震荡。

镍-不锈钢：利多逻辑再起，盘面情绪修复

【盘面回顾】沪镍主力合约收于 144940 元/吨，上涨 0.27%。不锈钢主力合约收于 14860 元/吨，上涨 0.51%。

【行业表现】现货市场方面，金川镍现货价格调整为 144150 元/吨，升水为 1450 元/吨。SMM 电解镍为 143250 元/吨。进口镍均价调整至 142450 元/吨。电池级硫酸镍均价为 33930 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 11777.27 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 1%。8-12% 高镍生铁出厂价为 1122 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 5.49%。纯镍上期所库存为 79889 吨，LME 镍库存为 279672 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，外盘有色动向集体飘红，而印尼扰动仍为主要动因。印尼再传动向拟将煤炭、棕榈油及涉镍大宗商品等所有战略性自然资源的出口贸易权全面收归国有，强制交由指定的国有企业实行独家统筹专营，进一步加大中资项目在印尼境内供给稳定性担忧。此外青山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。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旱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。不锈钢日内同步上行，量增价涨，盘面押注镍铁供给缺口以及出口管制预期；现货端成交灵活调整，下游对价格接受度有所上涨。

锡：消息与板块共振上行

【市场回顾】沪锡加权上一交易日收在 41.84 万元每吨；成交 34.66 万手；持仓 8.16 万手。现货方面，SMM 1#锡价 404300 元每吨。

【核心逻辑】上一交易日，锡价日内大幅反弹，夜盘偏强运行。日间尾盘上印尼政策消息再起，此政策若落地预计对印尼锡成本中枢造成抬升。同时清晨英伟达财报预期强劲以及霍尔木兹海峡缓和态势下风偏回归，多重利多消息影响下，锡价震荡偏强。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，且下方支撑较足。

【南华观点】高位宽幅震荡

铅：转换思路，下方有一定支撑

【盘面回顾】上一交易日，沪铅加权合约收于 16540 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16275 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪铅探底回升，夜盘偏强震荡。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，沪铅价格处于区间下沿，关注低多思路。

【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）及助理分析师管城瀚（F03138675）、林嘉玮（F03145451）提供。

油脂饲料早评

油料：内外盘回落

【盘面回顾】美豆盘面继续回落，资金部分兑现离场，内盘华北区域油厂逐渐开机，豆菜粕资金跟随外盘离场。

【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继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：短期上行空间有限，中长线空间或打开

【盘面回顾】夜盘外盘 WTI 原油跌下 100 美分，国内油脂并未随之大幅下跌，小幅调整为主。

【供需分析】国际方面，印尼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，国家管控出口或将限制后续出口。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：资金面分歧加剧

【期货动态】昨日豆一期货盘面价格震荡下行，临近尾盘跳水；夜盘低开低走。

【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。5月22日国产大豆竞价销售专场，计划销售大豆100507吨，标的分布在内蒙古自治区和黑龙江省。

【市场分析】国内大豆供应保持宽松，需求持续低迷。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，盘面价格多空博弈剧烈，尾盘十分钟空头集中发力，夜盘继续下探，现阶段趋势不明朗，建议观望。

玉米&淀粉：玉米上量增加

【期货动态】昨日大连玉米期货持续下跌，整体波动较大，夜盘低开；玉米淀粉跟随玉米走势，夜盘低开高走；外盘方面，CBOT玉米大幅下跌。

【现货情况】昨日玉米现货价格小幅下跌。全国玉米均价是2313.91元/吨，较上一工作日下跌0.16元/吨，跌幅0.01%。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。

【市场分析】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。北方天气好转，玉米上量增加，难以维持价格。河北地区玉米下跌，贸易商急于出货，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】当前玉米期现双弱，关注春玉米出苗情况，以及天气变化对新麦开秤价的影响。

以上评论由分析师靳晚冬（Z0022725）、陈晨（Z0022868）提供。

能源油气早评

SC：美伊局势再传缓和，盘面溢价大幅回落

【盘面动态】Brent 收于 105.02 元/桶，涨跌幅 -5.63%，WTI 收于 98.26 美元/桶，涨跌幅 -5.66%，SC 收于 647 元/桶，涨跌幅-5.24%。

【市场资讯】

- 1、伊朗革命卫队：如果再次对伊朗发动攻击，战争将扩展至地区之外。
- 2、特朗普：如果我没有得到关于伊朗的正确答案，事情会迅速发展；我需要伊朗提供完全 100% 的好答案。
- 3、伊朗外交部发言人：伊朗准备与其他沿海国家合作，制定安全航运交通协议。
- 4、美国总统特朗普：美国与伊朗的谈判已进入“最后阶段”。
- 5、伊朗革命卫队海军指挥官：过去 24 小时内，有 26 艘船只（包括油轮、集装箱船和其他商船）在革命卫队海军的协调和安保下通过了霍尔木兹海峡。霍尔木兹海峡的通行需获得许可，并与伊朗革命卫队海军进行协调。

【南华观点】

隔夜原油市场再度大跌，WTI 跌破 100 美元/桶。一方面受到美伊缓和消息的影响，特朗普称与伊朗的谈判已经进度最后阶段下，但同时也依然在施压伊朗，要么签协议要么恢复打击；另一方面，伊朗方传出在过去 24 小时在革命卫队的协调及安保下有 26 艘船只通过霍尔木兹海峡。关于协议的达成，目前看来依然具有较大的不确定性，美伊核心分歧的解决需要时间；关于海峡通航，目前从各方数据看，确实又有少量的恢复，但流量还是比较有限，且目前依然掌握在伊朗手中，美国也还没解除对伊朗的封锁，流量上短期依然是受限的状态。

燃料油：关注裂解

【盘面回顾】5 月 20 日亚洲高低硫燃料油市场结构同步走弱，高硫现货升水连续第二日下行，低硫升水小幅回调。高硫燃料油方面，新加坡 380 CST HSFO 6-7 月月间逆价差大幅回落至 36 美元 / 吨；5 月 19 日现货升水下滑 0.99 美元 / 吨至 20.81 美元 / 吨；180 CST 品级现货升水大跌 4.66 美元 / 吨至 24.09 美元 / 吨，高低硫粘度价差微涨至 12.30 美元 / 吨。低硫船燃方面，新加坡 0.5% S 船燃 6-7 月月间逆价差回落 3.25 美元 / 吨至 46 美元 / 吨；5 月 19 日现货升水小幅回落 1.69 美元 / 吨至 44.14 美元 / 吨，成品合规品级货源依旧偏紧。

【产业表现】高硫燃料油受制裁货源充裕、下游需求低迷压制，新加坡船燃溢价承压，部分需求被灰色货源替代；南亚夏季用电旺季临近，但高油价抑制 180 CST 发电需求。中东货源流入减少、清洁品市场收紧对高硫现货下行空间形成支撑。低硫成品船燃库存持续去化，合规货源紧张的基本面未发生改变。库存端，阿联酋富查伊拉成品油库存 11 周来首次环比上涨 1.5% 至 659.3 万桶，重馏分库存连续第二周回升 2.5% 至 290.8 万桶。

【南华观点】高硫燃料油短期受充裕货源、需求疲软拖累走弱，但中东到货下滑及清洁品收紧限制跌幅；180 CST 受高价压制，旺季需求不及预期。低硫燃料油虽现货小幅回调，

但成品库存低位、调和瓶颈持续，供应紧张格局未改。富查伊拉库存边际回暖，地缘供给约束略有缓解。后续重点跟踪低硫成品库存变化、高硫灰色货源供应情况及南亚发电需求兑现节奏。

沥青：走势偏强

【夜盘回顾】截至收盘，bu06 收于 4522 元/吨

【现货回顾】5 月 20 日，国内沥青市场均价为 4610 元/吨，较上一日上涨 7 元/吨，涨幅 0.15%。东北部分炼厂及社会库价格上调，带动主流成交价走高，国内沥青市场均价上涨，此外南方市场继续消耗社会库存，受供应低位支撑，大部分地区沥青价格高位稳定。

【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：铂钯震荡偏强

【盘面回顾】昨日夜盘 NYMEX 铂钯震荡偏强，最终 NYMEX 铂 2607 合约收 1959.8 美元/盎司，+0.76%，NYMEX 钯 2606 合约收 1377.0 美元/盎司，+1.01%。

【交易逻辑】中东地缘方面，伊朗军方表示霍尔木兹不可能恢复以往状态，若敌人再次侵略，将开辟新战线，特朗普表示美伊谈判已进入最后阶段，据 5 月 21 日 AXIOS 报道，调解方正正在拟定一份“意向书”，以正式结束战争，并就伊朗核计划、开放霍尔木兹海峡等问题启动为期 30 天的谈判。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。4 月 FOMC 会议纪要透露了实际支持删除“降息倾向”措辞的官员远多于表面——“许多”与会者都倾向于取消宽松倾向。

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。

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：中东担忧缓和提振贵金属反弹

【盘面回顾】周三贵金属呈现反弹上涨，主要受中东局势缓和下，油价大跌推动美指和中长端美债收益率双双回落影响。最终 COMEX 黄金 2608 合约收报 4580.1 美元/盎司，+0.78%；COMEX 白银 2607 合约收报于 76.202 美元/盎司，+1.39%。基金持仓看，昨日全球最大黄金 ETF--SPDR Gold Trust 持仓维持在 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 97.3%，降息概率 2.7%；9 月较当前维持利率不变概率 72.7%，降息概率 2%，加息概率 25.4%。

地缘方面，美国库欣原油库存连降四周下降，并逼近罐低水位，华尔街认为美国原油缓冲能力正衰退，这可能增加美国就美伊冲突下的和谈需求；紧接着周三特朗普称美伊谈判进入最终阶段、战事将快速结束；另有媒体报道部分油轮重走霍尔木兹海峡，打破油价暴涨的供应封锁担忧，引发油价下跌。

周四凌晨公布的 4 月美联储会议纪要显示，受高通胀及中东局势影响，官员普遍预计高利率维持时间或超预期；部分官员提议删除降息暗示未果，少数认为通胀回落或就业走弱可降息。多数官员担忧通胀达标周期拉长、就业下行风险加大。新美联储通讯社撰文称，美联储已搁置降息讨论，转而考量加息可能。

英伟达一季度财报公布，营收同比增 85%、创逾一年最高增速，且超预期，但超预期幅度低于往期，其中数据中心业务营收同比增 92%、环比前纪录增 21%。良好风险偏好下昨日欧美股市整体继续上涨。

【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。风险点在于若通胀高企仍伴随 AI 推动的美经济韧性，加息预期强化风险可能引发贵金属进一步回调压力。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，事件方面继续关注中东局势。

【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。昨日伦敦金已回到 4500 关口上方，但成交并未放量，且日线仍被周二大阴柱吞噬，预示短期弱势尚未确认扭转，短期继续关注 4500 附近争夺，如跌破则不排除进一步回踩 200 日均线 4350 风险，阻力 4600，然后 4750-4800 区域；伦敦银支撑 73，然后 70 区域，阻力 78。

【风险提示】风险上警惕中东局势反复、美联储加息预期升温、流动性风险等。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）提供。

化工早评

纸浆-胶版纸：现货再度普跌

【盘面回顾】昨日纸浆期货（SP）日盘震荡回落，夜盘低位震荡；胶版纸（双胶纸）期货（OP）日盘同样震荡回落，夜盘先涨后跌。

【现货市场】山东银星报价 5020-5030 元/吨（-20/-30），山东乌针、布针报价 4600-4830 元/吨（-50/-30），华南银星报价 5100-5150 元/吨（-50/0）。

【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】针叶浆现货市场再度普跌，期货估值下降。从基本面来看，现货市场需求仍维持疲弱，淡季属性明显，这是当前利空期价走势最主要的原因。中国港口库存上周明显回落，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。总体来看，当前整体行情再度中性偏弱。

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。

lpg: 高位震荡

【盘面动态】LPG 主力合约 PG2607 日盘收于 6084（-94），夜盘收于 6028（-150），07-08 月差 137（-16）；FEI M1 收于 828 美元/吨（-41），CP M1 收于 746 美元/吨（-2），MB M1 收于 0.88 美元/加仑（-0.00）。

【现货反馈】宁波 6830（-200），上海 6725（-125），南京 7050（-200），山东淄博 6310（-110），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 56.88%（-1.72%），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】宏观层面，根据金十数据报道，美伊协议文本进入最后润色阶段，若协议落地，霍尔木兹海峡管制制度化带来的结构性成本抬升逻辑将部分被证伪，军事升级窗口关闭，地缘溢价面临快速回吐风险。但协议细节尚未公布，伊朗对“自由计划”关联船舶的分级管理标准仍是最大不确定性，中方船舶的归类将直接影响国内进口成本。成本端，CP 与 FEI 同步走弱，进口成本下移，但华东进口利润倒挂加深至 -116 元/吨，抑制进口意愿，到港量环比大降 22.1 万吨已先行验证。供需端，PDH 开工率回升 5.68 个百分点至 55.5%，但利润仍深度亏损，回升可持续性存疑；港口库存加速去化 16.1 万吨至 185.4 万吨，处于历史同期中性偏低水平，供需边际改善。策略上，地缘事件进入关键验证期，协议落地前盘面波动率维持高位，单边方向取决于协议文本对海峡通行规则的具体界定，建议观望，规避单一事件跳空风险。

PVC：持续低迷

【盘面动态】PVC2609 合约昨晚收于 4928，-1.28%。

【南华观点】

目前华东江浙地区 PVC 市场现货基本面持续偏弱，市场寻低成交，电石法五型在 4770-4900 元/吨左右。盘面价格下突破 5000 元/吨，从成本来说，4900-5000 区间或有一定支撑，且供应端也处于减产兑现中。库存表现则相对偏弱，去库偏慢，可见需求端是疲软的。整体看，估值上，PVC 下方空间有限，但需求平淡叠加现货压力，价格上方压制明显。

橡胶：观望情绪加剧，窄幅震荡

【行情走势】支撑与压力并存，观望氛围浓，夜盘沪胶主力合约收盘价为 17600 元/吨 (+75)，20 号胶主力合约收盘价为 14900 元/吨 (+70)，海峡通行传言扰动使原油走弱，丁二烯橡胶收跌，主力合约收盘价为 15465 元/吨 (-90)。

【仓单变化】沪胶当日仓单数量为 138600 吨，日度变化 190 吨。20 号胶当日仓单数量为 35381 吨，日度变化 -202 吨。合成橡胶当日仓单数量为 33220 吨，日度变化 -310 吨。

【相关资讯】

1、2026 年 4 月中国天然橡胶（含技术分类、胶乳、烟胶片、初级形状、混合胶、复合胶）进口量 50.24 万吨，环比减少 18.46%，同比减少 3.98%，2026 年 1-4 月累计进口数量 222.51 万吨，累计同比增加 0.73%。2026 年 4 月中国天然橡胶（含技术分类、胶乳、烟胶片、初级形状、混合胶、复合胶）出口量 1.26 万吨，环比增加 29.24%，同比减少 0.3%，2026 年 1-4 月累计出口数量 3.43 万吨，累计同比减少 3.89%。

2、5 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2026 年 5 月 20 日贷款市场报价利率(LPR)为：1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%。以上 LPR 在下次发布 LPR 之前有效。自 2025 年 6 月以来 LPR 连续 12 个月保持不变。

3、截至 2026 年 5 月 17 日，中国天然橡胶社会库存 131.6 万吨，环比下降 1.1 万吨，降幅 0.8%。中国深色胶社会总库存为 90.6 万吨，降幅 1%。其中青岛现货库存降 0.5%；云南降 2.4%；越南 10 降 13%；NR 库存小计降 3.4%。中国浅色胶社会总库存为 41 万吨，环比降 0.4%。其中老全乳胶环比降 1%，3L 环比降 6%，RU 库存小计增加 2.7%。（来源：隆众资讯）

4、据悉，美国总统特朗普周二明确，若伊朗拒绝签署和平协议，美方或将在未来两至三日内发起军事打击；副总统万斯同步强调，美方对伊军事行动仍处于“整装待发”状态，可随时重启攻势。

5、伊朗伊斯兰革命卫队海军 20 日表示，过去 24 小时内，包括油轮、集装箱船和其他商船在内的 26 艘船只在伊朗方面的协调和安全保障下通过了霍尔木兹海峡。（新华社）

【现货动态】截止昨日下午收盘，上海国营全乳胶报价为 17250 元/吨(-400)，上海泰三烟片报价为 20800 元/吨(-250)，泰混人民币报价为 17130 元/吨(-90)，印尼标胶港口美金报价为 2240 美元/吨(-10)，越南 SVR10 山东市场价为 16800 元/吨(-200)，非洲 10 号胶市场价为 2160 美元/吨(-10)。全乳胶-RU 主力基差为-290(-200)，全乳-泰混价差为 120(-310)。顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 15700 元/吨(0)，对应主力合约基差为 225 元/吨 (280)，浙江传化市场价为 15400 元/吨(-200)，华南主流市场价为 15400 元/吨(-100)；丁二烯山东市场价为 12725 元/吨(-225)，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、通胀压力显现且美国零售与就业数据表现不差，临近美联储新主席上台，加息或缩表预期加强，投机需求有所退潮，大宗商品整体承压；国内 4 月份经济数据表现略显疲软，后续需求韧性有待考验。天然橡胶长期供应周期转紧，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，天然橡胶供给弹性逐步降低。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，但出口仍有成交消息。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，关注下方支撑，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：价格偏弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2609 合约昨晚收于 1178，-0.34%。

【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 1013，-0.39%。

【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：震荡走弱，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存疑，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】高炉利润走弱，钢材需求即将进入淡季，但钢材高估值已经有所回落，基本

面并没有明显的矛盾，关注下方支撑

铁矿石：动能减弱

【盘面信息】铁矿石期货震荡偏弱运行。

【信息整理】5月18日，印度奥里萨邦政府下属国有矿业企业 Odisha Mining Corporation（以下简称 OMC）计划在奥里萨邦肯杜贾尔地区 Gandhamardan 铁矿附近建设一座 150 万吨/年铁矿球团厂，预计投资 80 亿卢比（约合 8330 万美元）。该项目将主要利用低品位铁矿粉及此前商业化利用不足的矿产资源生产球团。目前该项目处于技术可行性和技术经济性研究阶段。OMC 向印度政府企业寻求技术咨询，评估项目可行性、装置配置、物流安排及长期商业可持续性。OMC 表示，如研究反馈积极，公司计划在 12 月前启动招标。项目建成后，将通过选矿处理低品位原矿并生产球团，以提高资源利用效率。2025-2026 财年（自然年 2025 年 4 月 1 日至 2026 年 3 月 31 日）公司矿产品产量达 4482 万吨，创历史新高。此次拟建球团厂是 OMC 从传统采矿业务向下游矿产品加工延伸的一部分。公司还计划在孙德尔加尔地区 Kurmitar 矿山建设另一座球团厂，但第二个项目将取决于 Gandhamardan 球团厂推进效果。

【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：海煤预期扰动

【盘面信息】焦煤 09 回升，与印尼相关商品价格上升

【信息整理】印尼能源矿产部开展矿业合规整治，已临时冻结超 50 份矿产及煤炭采矿经营许可证。此次处罚缘由为涉事企业未按时提交 2026 年度采矿工作计划与预算方案，整治前官方已多次催告，并非一刀切管控。本次整治波及镍矿、铝土矿等主流战略矿产领域。当地为违规企业设立 90 天整改窗口期，企业按期补齐相关审批文件即可申请恢复资质，若逾期仍未完成合规报备，相关部门将直接永久吊销其采矿许可证，行业监管力度持续收紧。

【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+0.82%，硅锰主力+0%

【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 10820，涨幅达 0.23%。

【现货报价】

全国生猪均价 9.54 (+0.01) 元/公斤，其中河南 9.94 (-0.03) 元/公斤、四川 9.36 (-0.00) 元/公斤、湖南 9.31 (+0.00) 元/公斤、辽宁 9.39 (+0.03) 元/公斤、广东 10.26 (+0.17) 元/公斤、安徽 9.86 (+0.00)

【现货情况】

近期标肥价差变动有限，北方 300 斤左右的大猪较标猪基本持平，350 斤大猪较标猪高出 0.1-0.2 元/斤；南方地区 300 斤大猪较标猪有 0.3-0.4 元/斤的价差，350 斤大猪高出标猪 0.5-0.6 元/斤。分地区看：辽宁地区标肥价差变动有限，价格无价差，350 斤猪源与标猪价格基本持平或略高 0.1 元/斤；河南地区省内标肥价差变动有限，今日散户标猪价格 4.6-4.7 元/斤，300 斤猪源与标猪高价基本持平，部分区域稍高 0.05 元/斤，350 斤大猪高于标猪 0.1-0.15 元/斤；山东地区标肥价格保持稳定，散户标猪价格区间参考 4.7-4.9 元/斤，300 斤大猪与标猪持平，350 斤以上较标猪高 0-0.1 元/斤，部分区域高 0.2 元/斤；四川地区省内标肥差变动不大，今日散户标猪价格在 4.6 元/斤附近，300 斤大猪较标猪高 0.3 元/斤，350 斤大猪较标猪高 0.6 元/斤。

【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：延续震荡

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌近 1%，原油价格显著回落，棉价随之承压。隔夜郑棉小幅上涨。

【市场信息】

1. 据海关统计数据，2026 年 4 月我国棉制品出口量 64.37 万吨，同比增加 1.29%，环比增加 43.88%；出口金额 55.96 亿美元，同比减少 4.86%，环比增加 36.96%；出口单价为 8.69 美元/千克，同比下跌 6.16%，环比下跌 4.82%。
2. 2026 年 4 月，孟加拉服装出口额达 31.4 亿美元，同比增加 31.21%，环比增加 12.89%，其中机织服装出口额 14.37 亿美元，同比增加 32.65%，环比下降增加 5.74%，针织服装出口额达 17.04 亿美元，同比增加 30.02%，环比增加 19.71%。

【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，近日各产区气温基本持稳，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，同时本周多个产区出现短时大风天气，近日风速或多有下降，但喀什地区或仍有大风，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，本周各产区有零星降雨，但得州西北部棉区降水预报有所减少，未来还需着重关注得州棉区降水情况。

【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：强势上涨

【期货动态】

昨日鸡蛋主力合约 JD2607 收于 3931，涨幅达 3.69%。

【现货情况】

昨日（5 月 20 日）全国鸡蛋现货市场整体呈现稳中偏弱态势，前期快速上涨行情暂时告一段落，多地蛋价高位调整。全国鸡蛋主产区均价约为 4.37 元/斤，与前一日基本持平；在产蛋鸡存栏延续小幅回落，各环节库存低位，对蛋价形成托底支撑。主销区方面，北京市场稳定，主流参考价 199 元/44 斤（约 4.52 元/斤）；上海褐壳鸡蛋走弱，接货价落 3 元至 121 元/27.5 斤（约 4.40 元/斤）；广东市场小幅下跌，深圳、东莞、广州普遍下跌约 0.1 元/斤。主产区方面，山东、河南等北方红蛋价格全线企稳，多在 4.25-4.35 元/斤；湖北、湖南等粉蛋产区价格高位松动，湖北浠水粉蛋 45 斤含箱收购价落 4 元至 209 元/件（约 4.64 元/斤）。淘汰鸡方面，全国淘汰蛋毛鸡均价稳定在 6.43 元/斤左右，适龄淘汰鸡货源持续偏少，养殖户惜售情绪较重。

【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走势

橡胶：观望情绪加剧，窄幅震荡

【行情走势】支撑与压力并存，观望氛围浓，夜盘沪胶主力合约收盘价为 17600 元/吨（+75），20 号胶主力合约收盘价为 14900 元/吨（+70），海峡通行传言扰动使原油走弱，丁二烯橡胶收跌，主力合约收盘价为 15465 元/吨（-90）。

【仓单变化】沪胶当日仓单数量为 138600 吨，日度变化 190 吨。20 号胶当日仓单数量为 35381 吨，日度变化-202 吨。合成橡胶当日仓单数量为 33220 吨，日度变化-310 吨。

【相关资讯】

1、2026 年 4 月中国天然橡胶（含技术分类、胶乳、烟胶片、初级形状、混合胶、复合胶）进口量 50.24 万吨，环比减少 18.46%，同比减少 3.98%，2026 年 1-4 月累计进口数量 222.51 万吨，累计同比增加 0.73%。2026 年 4 月中国天然橡胶（含技术分类、胶乳、烟胶片、初级形状、混合胶、复合胶）出口量 1.26 万吨，环比增加 29.24%，同比减少 0.3%，2026 年 1-4 月累计出口数量 3.43 万吨，累计同比减少 3.89%。

2、5 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2026 年 5 月 20 日贷款市场报价利率(LPR)为：1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%。以上 LPR 在下次发布 LPR 之前有效。自 2025 年 6 月以来 LPR 连续 12 个月保持不变。

3、截至 2026 年 5 月 17 日，中国天然橡胶社会库存 131.6 万吨，环比下降 1.1 万吨，降幅 0.8%。中国深色胶社会总库存为 90.6 万吨，降幅 1%。其中青岛现货库存降 0.5%；云南降 2.4%；越南 10 降 13%；NR 库存小计降 3.4%。中国浅色胶社会总库存为 41 万吨，环比降 0.4%。其中老全乳胶环比降 1%，3L 环比降 6%，RU 库存小计增加 2.7%。（来源：隆众资讯）

4、据悉，美国总统特朗普周二明确，若伊朗拒绝签署和平协议，美方或将在未来两至三日内发起军事打击；副总统万斯同步强调，美方对伊军事行动仍处于“整装待发”状态，可随时重启攻势。

5、伊朗伊斯兰革命卫队海军 20 日表示，过去 24 小时内，包括油轮、集装箱船和其他商船在内的 26 艘船只在伊朗方面的协调和安全保障下通过了霍尔木兹海峡。（新华社）

【现货动态】截止昨日下午收盘，上海国营全乳胶报价为 17250 元/吨(-400)，上海泰三烟片报价为 20800 元/吨(-250)，泰混人民币报价为 17130 元/吨(-90)，印尼标胶港口美金报价为 2240 美元/吨(-10)，越南 SVR10 山东市场价为 16800 元/吨(-200)，非洲 10 号胶市场价为 2160 美元/吨(-10)。全乳胶-RU 主力基差为 -290(-200)，全乳-泰混价差为 120(-310)。顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 15700 元/吨(0)，对应主力合约基差为 225 元/吨（280），浙江传化市场价为 15400 元/吨(-200)，华南主流市场价为 15400 元/吨(-100)；丁二烯山东市场价为 12725 元/吨(-225)，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、通胀压力显现且美国零售与就业数据表现不差，临近美联储新主席上台，加息或缩表预期加强，投机需求有所退潮，大宗商品整体承压；国内 4 月份经济数据表现略显疲软，后续需求韧性有待考验。天然橡胶长期供应周期转紧，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，天然橡胶供给弹性逐步降低。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，但出口仍有成交消息。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，关注下方支撑，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：停收工厂增加

【盘面回顾】昨日花生 PK2610 合约小幅上涨，收盘 8194 元/吨，涨 0.29%。预计后市将继续小幅震荡。

【现货市场】全国通货均价 7633 元/吨，跌 27 元/吨，8 筛精米均价 8400 元/吨，无涨跌。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 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】河南花生价格稳定，上货量少，商品米有库存。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。辽宁花生价格稳定，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。

部分到货扫尾，部分油厂到货充足。定陶鲁花约有 13 车，收购结束。深州鲁花今日约十多车，收购结束。青岛工厂日均 70-80 车，压车。寰州工厂到货不多。石家庄工厂卸货慢，部分外库。开封工厂到货约有 50 多车。开封龙大大约有 10 多车。费县中粮约有十几车。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】鲁花停收工厂有所增加，后续关注益海收购价格，这是现货油料米价格的底部支撑。目前花生调研，东北面积小幅增加，河南春茬花生减少，山东种植面积减少，后续仍需关注河南麦茬花生的播种情况。花生上涨动力不足，预计后续继续维持小幅震荡。

【南华观点】逢高卖套保。

红枣：震荡调整

【期货动态】昨日红枣主力合约收于 9055 元/吨，收于前一日结算价。

【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仍有短时大风天气，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少量到货，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 20 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：部分规格现货价格上涨

【盘面回顾】昨日原木期货（LG）价格先震荡上涨，LG2607 收于 814.0，主力合约持仓 11745 手，流动性小幅收紧。07-09 合约月差为-8。

【现货市场】根据钢联数据，5.9 米中 A780（0）元/方，6 米中 A 价格 800（+10）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 833（+10.95）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】当前原木现货市场部分规格价格上涨。这一方面来源于供应短期相对收紧，太仓近期到港船只数量减少；另一方面也来源于贸易商挺价意愿增强。叠加我们此前所说的成本端支撑——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，以及港口库存时隔两周后终于回落。当前原木底部支撑力度增强。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%，需求相对偏弱，限制期价上行空间。总体来看，策略上来说，可以尝试低多策略。

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。