

## 金融期货早评

### 宏观：美债走势仍是关注点

【市场资讯】1) 农业农村部：持续强化生猪产能综合调控，稳定生猪等主要农产品价格。2) 沃什今晚 11 点宣誓履新美联储主席。3) 中东局势——①阿拉伯卫星电视台驳斥伊朗媒体援引其关于“美伊达成协议”的报道，称伊媒新闻失实。该报道彼时引发油价下跌，风险资产走强。②美媒：美国情报显示伊朗迅速重建军力。③外媒：巴基斯坦陆军参谋长仍在国内，其是否访伊取决于内政部长访问的成果。④消息称伊朗最高领袖指示接近武器级的铀必须留在伊朗境内。伊朗高官驳斥了相关报道，称没有发布任何新命令，伊朗的立场始终一致，即伊朗将自行稀释这些材料。⑤鲁比奥称：建立海峡收费站将使外交协议变得不可行。⑥伊朗：过去 24 小时有 31 艘船只通过霍尔木兹海峡。⑦巴方与美方均称谈判有进展，媒体称分歧已缩小，但在海峡开放与浓缩铀方面仍存桎梏。4) 中国 4 月 Swift 人民币在全球支付中占比 2.85%，前值 3.1%。5) 日本 4 月核心 CPI 年率 1.4%，预期 1.70%，前值 1.80%。

【南华观点】海外层面，全球债市迎来共振式调整，美债 30 年期收益率已然创下 2007 年以来新高。我们认为，本轮美债大幅波动，更多全球债市结构性脆弱性的集中释放，而日本债市正是本轮全球债市震荡的核心震中。日本受能源价格高企拖累，财政可持续性持续恶化，叠加央行缩表、本土寿险资金持续外流，直接形成日债供需双杀格局，其市场风险也通过全球套息交易、基差套利链条快速传导，进一步放大美债抛售压力，充分印证了全球债市木桶短板效应的风险传导逻辑。与此同时，美联储 4 月会议纪要关闭年内降息窗口，重启加息政策讨论，在高利率长期维持的政策基调下，美债利率短期大概率维持高位震荡。美债利率上行也对中资美元债形成外溢冲击，但市场并未出现全面走弱行情，整体走势分化，也直接反映出全球资金对中资美元债不同板块信用风险的差异化定价。此外，当前美国市场流动性增量，主要来源于财政部债务管理操作，而非美联储货币政策宽松，结合全球债市流动性压力指标来看，当前市场并未触及系统性救市阈值，因此短期内不宜对海外政策主动救债抱有过高期待。国内层面，国内财政呈现收入企稳、支出放缓的运行态势，这一表现并非财政发力乏力，本质是财政投放节奏阶段性调整、地方政府等待政治局会议政策定调的合理结果。一方面财政收入结构持续优化，税收贡献度稳步提升，直接印证国内工业企业利润回暖、经济名义增长逐步修复。另一方面财政支出节奏放缓，主要受一季度财政支出进度偏快、地方静待高层稳增长政策导向所致，后续财政发力具备充足空间。展望后市，短期美债长端利率继续大幅上行的空间相对有限，若后续美国通胀数据回落、经济增长动能边际放缓，市场加息预期将逐步降温，或有望开启趋势性下行，进而带动中资美元债迎来估值修复与票息收益共振的配置窗口。后续需重点紧盯三类核心风险：一是日本债市风险失控引发的全球流动性系统性收紧，二是国际地缘政治冲突升级加剧全球资本市场波动，三是国内财政稳增长发力进度不及预期带来的基本面扰动。

### 人民币汇率：美元兑在岸人民币仍围绕 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走势。在岸人民币对美元 16:30 收盘报 6.796，较上一交易日上涨 100 个基点，夜盘收报 6.7960。人民币对美元中间价报 6.8349，较上一交易日上涨 48 个基点。纽约尾盘，美元指数涨 0.08% 报 99.20。

【核心逻辑】受美伊谈判收尾、地缘风险降温影响，美元指数有所承压；同时美联储鹰派立场形成托底作用，盘面多空博弈僵持。现阶段美元指数未能形成单边趋势，日内行情以震荡运行为主。人民币方面，美元兑人民币汇率与美元指数的联动性近期明显增强，美元

指数的震荡也带动美元兑在岸人民币汇率围绕 6.80 关口反复震荡。结合彭博逆周期因子数据来看，央行持续释放维稳汇率的调控信号。整体判断，短期人民币汇率大概率延续区间震荡走势。

【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) 国常会：讨论央行法修订草案，纵深推进全国统一大市场建设。2) 特朗普密集谈伊朗、关税与 AI，称美国将获得伊浓缩铀、重申伊不能拥有核武。3) 鲁比奥谨慎看美伊谈判，但报道称协议最终草案达成，原油跳水、三大美股指转涨。伊朗：美方谈判文本在一定程度上“缩小了分歧”，伊方“正在回应”。4) 美国 5 月制造业 PMI 初值超预期升至 55.3，创四年新高，服务业小幅回落。

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：预计上行周期尚未结束

### 【市场回顾】

上个交易日股指盘中跳水收跌，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 1.39%，两市成交额大幅放量，期指均放量下跌。

### 【重要讯息】

1. 国常会：讨论央行法修订草案，纵深推进全国统一大市场建设。
2. 特朗普密集谈伊朗、关税与 AI，称美国将获得伊浓缩铀、重申伊不能拥有核武。
3. 鲁比奥谨慎看美伊谈判，但报道称协议最终草案达成，原油跳水、三大美股指转涨。伊朗：美方谈判文本在一定程度上“缩小了分歧”，伊方“正在回应”。

### 【行情解读】

昨日股指受外围利好影响，早盘高开冲高至上方压力线附近，由于资金止盈意愿大幅增强，获利盘回吐压力集中释放，引发股指集体跳水，此前获得较大涨幅的半导体、存储芯片板块领跌。此次回调更多是获利盘回吐风险的集中释放，化解指数短期承压压力，为后续行情蓄力。短期市场大概率延续震荡整理、消化分歧，中期盈利修复的核心主线未被破坏。待调整充分、情绪企稳后，市场有望开启新一轮上行行情。

【南华观点】短期预计延续震荡整理

## 国债：资金面边际收敛主导情绪，期债全线收跌延续震荡

【市场回顾】昨日国债期货市场全线收跌，超长期限的 30 年期主力合约跌幅最深，10 年期、5 年期及 2 年期主力合约跌幅依次收窄，显示市场对长端利率的担忧更为显著。从成交与持仓变化来看，移仓换月行为继续，市场整体情绪偏谨慎。

昨日央行开展了 1000 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 995 亿。货币利率方面，DR001 为 1.2897%，DR007 为 1.3280%。机构行为方面，昨日保险买入；银行先卖出后买入，证券先买入后卖出；基金买卖操作频繁。

【重要资讯】1. 据财联社，周四 A 股放量回调，盘中关于量化监管等“小作文”再度流传，“小作文”内容主要指向全面限制高频量化交易。

【行情解读】资金面边际收敛是昨日行情的核心驱动，此前极度宽松的资金面已出现结构性拐点——DR001 从上周中 1.22% 的低位持续上行至 1.29%，DR007 从上周中 1.29% 回升至 1.33%。虽然央行连续两日大幅加量逆回购净投放，意在提前维稳跨税期和月末流动性，但市场对资金面从此前“极度宽松”向“中性偏松”回归的预期正在强化。前期持续上涨后的技术性调整压力与资金利率边际收敛预期共同导致了昨日期债全线承压。

【南华观点】中短端维持适度配置的判断，但不宜追高。长端超长端维持谨慎观望，等待

沃什上任后外部利率环境进一步明朗以及国内资金利率在税期过后能否重新企稳。

## 集运欧线：大幅上涨

【行情回顾】2026年5月21日（星期四），集运指数（欧线）期货市场全线大涨。主力合约 EC2606 收盘于 3033 点，涨幅为 10.41%。主力成交量 2.82 万手。次主力合约 EC2610 收盘于 2030 点，涨幅为 9.55%。

### 【信息整理】

利多信息：

- （1）5月20日FBX运价指数为1660.78点，处于季节性偏高位置。
- （2）红海危机持续发酵，霍尔木兹海峡仍处封锁状态，通过苏伊士运河的船舶数量仍较低，有效吨海里需求维持高位，对集运运价构成潜在支撑。
- （3）美伊局势使得燃油成本维持高位。

利空信息：

- （1）欧元区服务业PMI降至47.6
- （2）4月欧元区消费者信心指数降至-20.6

【南华观点】在现货支撑、旺季预期持续发酵的背景下，短线继续维持偏强格局。当前市场核心矛盾已从涨价能否落地转向涨价幅度能否匹配期货估值。当前期货盘面对现货升水幅度较大，充分反映了6月涨价预期。

### 【风险提示】

宏观方面：欧元区服务业PMI已降至47.6，整体经济复苏基础不稳，若下半年需求端出现疲软，将打压运价

航运市场不确定性：班轮公司停航动态变化快，船期稳定性下降可能造成价格剧烈波动

地缘政治：美伊若实现实质性缓和、红海复航预期升温，可能造成市场情绪反转，带动价格大幅回调

基差过大风险：当前基差较大，即使现货涨价兑现，盘面也可能提前反应完毕

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：震荡调整

碳酸锂：去库不及预期

【行情回顾】碳酸锂期货主力合约收于177600元/吨，日环比-3%。成交量34.18万手；持仓量44.81万手，日环比+908手。碳酸锂LC2607-LC2609月差为Contango结构。仓单数量总计52337手，日环比-7464手。

【产业表现】锂电产业链现货市场价格企稳，成交较好。锂矿市场价格走弱，澳洲6%锂精矿CIF报价变动+0.62%。锂盐市场报价走强，电池级碳酸锂报价18.2万元/吨；电池级氢氧

化锂报价 17 万元/吨，贸易商基差报价走强。下游正极材料报价走强，磷酸铁锂报价变动+1.16%，三元材料报价变动+0.25%；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:震荡偏弱

【行情回顾】工业硅期货主力合约收于 8440 元/吨，日环比变动-0.24%。成交量约 20.94 万手；持仓量约 30.81 万手，日环比-1406 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 36190 元/吨，日环比变动-2.33%。成交量 8.76 万手；持仓量 3.88 万手，日环比-3493 手；PS2606-PS2609 月差为 Contango 结构；仓单数量 15140 手，日环比变动+0 手。

【产业表现】工业硅产业链现货市场表现平稳。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 34.5 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：现货走强与进口倒挂并存，短期震荡中底部支撑渐显

#### 【盘面回顾】

国内盘：沪铝主力收于 24440 元/吨，环比跌 0.39%，日内振幅仅 0.53%，持仓小幅增加 5155 手，成交平稳。

外盘联动：

LME 铝：收于 3639.5 美元/吨，环比涨 0.29%，日内振幅 2.27%，外盘走势偏强。

沪伦比值：进口亏损超 5115 元/吨，进口窗口深度倒挂、持续关闭。

相关品种：氧化铝主力合约收于 2709 元/吨，环比跌 0.37%，持仓大幅增加 8617 手，资金关注度提升；铸造铝合金主力合约收于 23060 元/吨，环比跌 0.26%。

现货基差：华东 A00 铝锭现货报价 24390 元/吨，较前日上涨 130 元，现货偏强运行，基差贴水收窄至约 50 元/吨。

【产业信息】宏观层面：美联储 5 月会议纪要维持鹰派基调，多数官员认为若通胀持续偏高，进一步加息仍为选项，降息预期再度延后。美元指数围绕 98.7 附近震荡，对有色板块整体估值形成压制，但人民币汇率相对平稳，离岸 CNH 报 6.7985，内外比值波动可控。地缘方面，中东局势阶段性缓和，市场避险情绪有所回落，对大宗商品风险偏好形成边际支撑。

产业层面：

电解铝：国内社会库存维持高位运行，近期累库斜率有所放缓，但尚未出现趋势性去化信号。现货端表现偏强，华东 A00 铝锭中间价单日上调 130 元，基差贴水明显收窄，反映下游刚需采购情绪略有回暖。海外 LME 库存维持极低水位，伦铝走势偏强，内外价差深度倒挂，进口亏损超 5115 元/吨，进口窗口持续关闭，海外货源补充不足，国内供应端以国产铝为主。下游消费延续分化格局，新能源及储能领域保持较高增速，铝材出口受海外供应偏紧提振持续放量，建筑及光伏用铝需求仍显疲弱。

氧化铝：期货盘面小幅回落，现货价格持稳运行。供给端，前期检修产能陆续复产，新增产能释放预期仍在，现货流通维持宽松。成本端，烧碱采购价持续走弱，铝土矿供应较为充裕，原料成本重心下移，对氧化铝价格支撑减弱。持仓大幅增加 8617 手，显示多空分歧加大，资金关注度上升。

铝合金：现货 ADC12 报价同步上调，刚需支撑尚可，但下游压铸企业采购仍以按需为主，汽车产销量环比回落，终端订单增量有限。铝合金价格缺乏独立驱动，走势被动跟随原铝，波动幅度更显平缓。

【南华观点】短期铝价核心逻辑在于海外供给偏紧与国内高库存的博弈。伦铝走势偏强、进口窗口深度倒挂为沪铝提供底部支撑，华东现货报价上调带动基差收窄，但国内库存高位及宏观鹰派预期持续压制上方空间。综合来看，电解铝预计延续震荡格局，下方受外盘及现货支撑，上方空间需等待库存趋势性去化信号；氧化铝供需宽松叠加成本走弱，短期承压运行，持仓放量后多空分歧加大，波动或将加剧；铝合金缺乏独立驱动，继续被动跟随沪铝窄幅波动。短期重点关注国内社会库存拐点信号及美联储政策预期变化。

## 铜：关注月差反套与交割套利

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 6.34 美元/磅，涨 0.23%；LME 铜收于 13610 美元/吨，跌 0.33%；沪铜主力最新报价收于 104100 元/吨，跌 0.66%；国际铜收于 92260 元/吨，跌 0.52%。主力收盘后基差为 1000 元/吨，较上一交易日上涨 1660 元/吨，基差率为 0.96%。沪伦比 7.61，前值 7.74。

【产业信息】1、上期所铜期货注册仓单 99866 吨，较前一日减少 1148 吨；LME 铜库存 393100 吨，较前一日减少 300 吨；LME 铜注册仓单 328150 吨，较前一日增加 850 吨，注销仓单 64950 吨。COMEX 铜库存 633039 吨，环比增加 565 吨。

2、昨日盘中铜价止跌反弹，绝对价高企下游畏高情绪再现，需求端刚需为主消费相对乏力，现货提振有所弱化。上海金属网 1#电解铜报价 104680-105340 元/吨，均价 105010 元/吨，较上交易日上涨 1720 元/吨，对沪铜 2606 合约报贴 110-升 30 元/吨。截止午间收盘，升水铜报平水-升 30 元/吨，平水铜报贴 110-贴 80 元/吨，湿法铜报贴 150-贴 120 元/吨，非注册铜报贴 240-贴 200 元/吨。

3、5 月 21 日国内市场电解铜现货 库存 26.09 万吨，较 14 日增 0.32 万吨，较 18 日增 0.02

万吨；上海库存 19.89 万吨，较 14 日降 0.26 万吨，较 18 日降 0.29 万吨；广东库存 2.03 万吨，较 14 日增 0.35 万吨，较 18 日增 0.28 万吨；江苏库存 3.80 万吨，较 14 日增 0.27 万吨，较 18 日增 0.08 万吨。国内社库周内继续表现小幅累库，其中仅上海市场下降，广东、江苏市场继续有所增加；由于上海市场部分仓库近期进口铜入库减少，且国产货源依旧到货较少，不过铜价高位运行，下游企业采购需求有限，出库量亦相对不多；而广东、江苏市场冶炼厂发货量小幅提升，且市场消费同样表现较弱，库存因此连续增加。

4、国家统计局最新数据显示，中国 4 月精炼铜（电解铜）产量为 126.90 万吨，同比增加 3.00%；1-4 月精炼铜（电解铜）产量为 503.70 万吨，累计同比增加 7.40%。中国 4 月铜材产量为 214.20 万吨，同比增加 0.80%；1-4 月铜材产量为 778.80 万吨，累计同比增加 2.50%。

5、世界金属统计局（WBMS）公布的最新报告显示，2026 年 3 月，全球精炼铜产量为 227.92 万吨，消费量为 213.57 万吨，供应过剩 14.35 万吨。2026 年 1-3 月，全球精炼铜产量为 680.54 万吨，消费量为 635.39 万吨，供应过剩 45.14 万吨。2026 年 3 月，全球铜精矿产量为 145.79 万吨。2026 年 1-3 月，全球铜精矿产量为 443.4 万吨。

【南华观点】当日早盘开盘后，有色金属整体走高，但略显乏力，价格走势不及预期，资金面多空实力相当，主力合约持仓未见明显回落。沪铜主力 2607 合约最高上涨至 105660 元/吨，收盘回落。夜盘继续在支撑区间中调整。技术面看，105000-106000 区间压力较大，昨日提示的月差反套机会凸显。

## 锌：波动跟随板块

【盘面回顾】上一交易日，沪锌加权合约收于 24805 元/吨。其中成交量为 17.5 万手，持仓 20.22 万手。现货端，0#锌锭均价为 24880 元/吨，1#锌锭均价为 24810 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌上冲回落，夜盘窄幅震荡，整体跟随板块走势，宏观资金驱动为主。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：日内震荡回调，底部空间有限

【盘面回顾】沪镍主力合约收于 143210 元/吨，下跌 0.01%。不锈钢主力合约收于 14815 元/吨，下跌 0.17%。

【行业表现】现货市场方面，金川镍现货价格调整为 145600 元/吨，升水为 1200 元/吨。SMM 电解镍为 144800 元/吨。进口镍均价调整至 144150 元/吨。电池级硫酸镍均价为 33930 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 9077.97 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-0.2%。8-12% 高镍生铁出厂价为 1124.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 5.4%。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-不锈钢日内震荡，午后反转下行，部分多头在日前上行通道选择解套了结，前期印尼国企接管镍系商品政策有所反转，有色日内普涨，镍系后续存在一定补涨预期。印尼再传动向拟将煤炭、棕榈油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，目前回应称镍系产品不在该批资源名单内，镍铁是否会纳入

铁合金范畴尚未可知，但是镍产业链担忧有所降温。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，IUP 许可证为长期监管项目，短期刺激不足。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，但是整体对上方拉动不足。镍铁方面价格小幅回升，供给端缩减预期有所传导，上下游价格有一定博弈。不锈钢日内稳中偏强，镍铁供给稳定性以及成本有所传导；现货端下游对价格接受度有所松动，实际仍以成交出货为主

## 锡：宽幅震荡

【市场回顾】沪锡加权上一交易日收在 41.39 万元每吨；成交 35.59 万手；持仓 8.05 万手。现货方面，SMM 1#锡价 419750 元每吨。

【核心逻辑】上一交易日，锡价日内冲顶回落，夜盘窄幅震荡，整体走势跟随板块。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：价格震荡企稳

【盘面回顾】上一交易日，沪铅加权合约收于 16646 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16450 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪铅整体偏强震荡。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：预期兑现

【盘面回顾】美豆盘面延续回落，资金部分兑现离场，巴西贴水波动较大，内盘华北区域油厂逐渐开机，豆类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：供需压力仍存，油脂上涨乏力维持震荡

【盘面回顾】夜盘外盘 WTI 原油重新站上 100 美分，国内油脂并未跟涨，继续走弱为主。

【供需分析】国际方面，船运调查机构估算数据显示，5 月 1 日至 20 日期间，马来西亚棕榈油产品出口量环比显著下降 13.9%至 20.5%，出口下跌拖累产地价格。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，国内二季度为油脂消费淡季，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：中储粮持续拍卖国产大豆

【期货动态】昨日豆一期货盘面保持窄幅震荡，日内波动幅度较小。

【现货情况】今日大豆市场现货价格保持稳定。东北市场主流价格在 4700-4800 元/吨的区间，下跌 40 元/吨；皖北报价在 5300-5450 元/吨区间；广东价格在 5000-5040 元/吨。总体而言，国内现货价格以稳为主。东北市场价格稳定，出货仍旧不佳，降价主要集中在低蛋白货源；南方产区价格稳定，市场货源品质相差较多，导致价差拉大，优质优价现象延续，市场参与者部分转向菜籽交易，因此市场购销进一步走淡，下游用户消化库存为主，整体谨慎观望。5 月 22 日与 25 日继续国产大豆拍卖，总计超 15 万吨。

【市场分析】国产大豆拍卖超出预期，豆价承压；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】豆一行情较为弱势，中储粮拍卖持续加码，抵消了成本上升带来的供应下降，国产大豆偏空震荡。

## 玉米&淀粉：新麦收获，玉米期现双跌

【期货动态】国内玉米期货价格低开低走，遭遇大幅下跌，尽管夜盘略有回调，今日玉米向下突破支撑位。玉米淀粉下跌幅度较小，低位震荡。外盘方面，CBOT 玉米先跌后涨，中国即将进口美玉米提振价格。

【现货情况】今日玉米现货价格保持稳定，全国均价 2310.78 元/吨，较上一工作日下跌 3.13 元/吨，跌幅 0.14%。东北市场价格区间在 2160-2270 元/吨的区间，下跌 10 元/吨；华北市场报价为 2280-2360 元/吨；鲅鱼圈港新季玉米主流收购挂牌价 2350-2350 元/吨，下跌 5 元/吨；锦州港新季玉米主流收购挂牌价 2350-2350 元/吨，跌 5 元/吨；南方港口价格在 2470-2500 元/吨左右。

【市场分析】新季小麦上市时间进一步临近，国储小麦及稻谷轮出拍卖将持续施压，小麦贸易商腾库数量将继续增加，饲用小麦数量将继续增加也将继续对玉米价格走势形成压力。需求端养殖及饲料生产所消耗玉米数量将继续增长利多支撑在逐步增强，但饲料企业玉米平均库存量依旧偏高新增采购需求力度依旧不足将继续削弱其支撑力度，深加工企业玉米消耗量将逐步减量因生产淡季逐步来临的影响。

【南华观点】受小麦陆续上市及政策性拍卖分流需求影响，玉米后市或呈偏空震荡走势，关注美玉米的进口及小麦饲用替代。

以上评论由分析师靳晚冬（Z0022725）、陈晨（Z0022868）提供。

## 能源油气早评

### SC：隔夜消息一波三折，原油盘面大幅震荡

【盘面动态】Brent 收于 102.58 元/桶，涨跌幅 -2.32%，WTI 收于 96.35 美元/桶，涨跌幅 -1.94%，SC 收于 633.6 元/桶，涨跌幅-3.41%。

#### 【市场资讯】

- 1、据伊朗国家电视台：伊朗总统佩泽希齐扬称，不会在谈判中退让。
- 2、美国国务卿鲁比奥：我们在伊朗问题上取得了一些进展，有一些积极迹象。
- 3、【伊朗革命卫队：过去 24 小时有 31 艘船只通过霍尔木兹海峡】金十数据 5 月 21 日讯，伊斯兰革命卫队海军公共关系部最新表示，过去 24 小时内，有 31 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霍尔木兹海峡。革命卫队海军宣布：尽管恐怖的美国军方发动了侵略，并在整个波斯湾特别是霍尔木兹海峡造成了前所未有的不安全局势，革命卫队海军仍努力为通航和全球贸易的延续建立一条清晰、安全的通道。
- 4、伊朗驻法国大使：伊朗与阿曼正在讨论永久征收霍尔木兹海峡通行费。
- 5、【伊朗最高领袖：接近武器级的铀必须留在伊朗境内】金十数据 5 月 21 日讯，据路透社报道，两名伊朗高级消息人士称，伊朗最高领袖已下令，该国接近武器级的高浓缩铀不得运往国外，此举强化了德黑兰在和平谈判中针对美国主要要求之一的立场。这一命令可

能进一步令特朗普感到受挫，并使结束美以对伊朗战争的谈判复杂化。此前以色列官员告诉路透社，特朗普已向以色列保证，伊朗用于制造原子武器的高浓缩铀库存将被运出伊朗，任何和平协议都必须包含相关条款。伊朗消息人士之一表示：“最高领袖的指示以及体制内的共识是，浓缩铀库存不应离开这个国家。”消息人士称，伊朗高层官员认为，将这种材料运往国外会使国家在未来更容易受到美国和以色列的攻击。哈梅内伊对国家最重要事务拥有最终决定权。两名伊朗高级消息人士还称，伊朗内部深怀疑心，认为暂停敌对行动是华盛顿的战略欺骗，目的是在恢复空袭前制造安全感。

#### 【南华观点】

隔夜市场消息一波三折，总结来说就是最终协议还未达成，但有一定进展，铀浓缩及霍尔木兹海峡控制权依然是核心分歧，双方都相对比较强硬，难以做出退让，距离最终协议的落地还需要一定的时间。另外从各方数据来看，海峡的流速有少量恢复，虽然对比冲突前依然比较低，但流速恢复的预期依然会对盘面造成一定压力。整体盘面依然在美伊谈判以及供需基本面之间反复拉扯。

### 燃料油：关注裂解

【盘面回顾】5月21日亚洲低硫燃料油现货升水连续第二日回落，市场结构显著走弱；高硫燃料油市场结构继续收窄，现货升水小幅反弹，炼油利润转负。低硫船燃方面，新加坡0.5% S 船燃6-7月月间逆价差大幅收窄5.50美元/吨至40美元/吨；5月20日现货升水下2.81美元/吨至41.33美元/吨，较5月18日七周高点45.83美元/吨明显回落。高硫燃料油方面，新加坡380 CST HSFO 6-7月月间逆价差收窄1.25美元/吨至33.25美元/吨；5月20日现货升水小幅反弹0.24美元/吨至21.05美元/吨；前月裂解价差暴跌2.66美元/桶至-0.37美元/桶，转为负值。

【产业表现】低硫燃料油合规货源仍紧，但市场结构转弱拖累升水：中硫船货供应相对充足，而VLSFO调和组分持续短缺，调和池补充受限。高硫燃料油受俄罗斯炼厂遭无人机连续袭击（Norsi炼厂5月18日、20日两次被袭）影响，供应端存隐忧，新加坡俄油流入本就不稳定。下游方面，高油价持续抑制180 CST发电需求，新加坡高硫船燃溢价受充裕制裁货源和灰色供应压制。库存端，美国残渣燃料油库存降至23周低位2185.8万桶，墨西哥湾库存同步降至23周低位1243.5万桶；美国燃料油产量、进口量周环比上升，国内需求下降10.8%。

【南华观点】低硫燃料油虽合规货源紧张，但市场结构走弱导致升水回调，调和组分短缺仍是核心矛盾。高硫燃料油短期受供应充裕、需求疲软拖累，炼油利润转负，但俄罗斯炼厂袭击事件或限制后续跌幅，需关注供应端收缩风险。美国库存去化与需求走弱形成反差，全球高硫燃料油供需格局复杂。后续重点跟踪低硫调和组分补充进度、俄罗斯炼厂恢复情况及南亚发电需求旺季兑现程度。

### 沥青：逢低多配

【夜盘回顾】截至收盘，bu06收于4530元/吨

【现货回顾】国内沥青市场均价为4610元/吨，较上一日持稳。原油价格下跌，市场观望情绪加重，今日华南部分社会库以及山东个别品牌沥青价格小幅下调，但大部分市场价格走稳。

【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 1980.5 美元/盎司，+1.07%，NYMEX 钯 2606 合约收 1400.0 美元/盎司，+1.70%。

【交易逻辑】中东地缘方面，伊朗革命卫队海军宣布，尽管美军发动了侵略，在整个波斯湾特别是霍尔木兹海峡造成了前所未有的不安全局势，但革命卫队海军仍努力为通航和全球贸易的延续建立一条清晰、安全的通道，表示过去 24 小时有 31 艘船只通过霍尔木兹海峡。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。

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，将于今晚 11 点宣誓履新。

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、广期所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：金银低位震荡 关注沃什就职

【盘面回顾】周四贵金属低位震荡。中东地缘仍是贵金属波动源头因素，原油和中长端美债收益率是直接观察指标。最终 COMEX 黄金 2608 合约收报 4579 美元/盎司，+0.22%；COMEX 白银 2607 合约收报于 77.015 美元/盎司，+1.09%。基金持仓看，昨日全球最大黄金 ETF--SPDR Gold Trust 持仓增加 0.857 吨至 1037.710 吨；全球最大白银 ETF--iShares Silver Trust (SLV) 白银持仓减少 9.85 吨至 15179.2 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 96.8%，降息概率 3.2%；9 月较当前维持利率不变概率 62.5%，降息概率 0%，加息概率 37.5%。

地缘方面，美股开盘前，消息报道伊朗最高领袖称铀必须留在伊朗引发贵金属价格回调，黄金盘中跌破 4500；北京时间凌晨，伊朗劳工通讯社援引阿拉伯卫星电视台消息，报道在巴基斯坦斡旋下，美伊协议的最终草案已经达成，预计将在未来数小时内公布的消息，推动贵金属回升。但市场整体仍谨慎且脆弱，对中东局势不确定担忧仍延续。

【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。

本周美国数据方面总体清淡，事件方面继续关注中东局势，以及特朗普将于北京时间周五晚 23:00 在白宫亲自主持新任美联储主席沃什的宣誓就职仪式。

【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。伦敦金短期继续关注 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：纸浆期价大幅回落，胶版纸期价一度逼近前低

【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）日盘先跌后涨，夜盘先跌后涨。

【现货市场】山东银星报价 5000-5020 元/吨（-20/-10），山东乌针、布针报价 4570-4800 元/吨（-30/-30），华南银星报价 5100-5100 元/吨（0/-50）。

【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，且跌幅有所扩大，期货估值进一步下降。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。纸浆期价的不断下行，也从成本角度带来利空影响。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仍有一定下行空间，但短期追空存在一定风险，建议高空仓位可继续持有，低空仓位可择时平仓——纸浆主力合约可关注【4850,4900】的短期支撑位，胶版印刷纸主力合约可关注【3925, 3975】的支撑位，中期可继续尝试高空策略。

## 纯苯-苯乙烯：装置扰动增加

【盘面回顾】BZ2606 夜盘收于 8204 (-32)；EB2607 夜盘收于 9313 (-46)

【南华观点】

中东局势反复，油价仍处于相对高位，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。近两日纯苯、苯乙烯装置变动消息较多，总体来看纯苯端多是检修计划推迟，苯乙烯端多是利润不佳导致的近端供应减量，消息较多，部分工厂计划并未确定，有待进一步跟进。

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，后续关注美国方向对亚洲芳烃的分流。海关公布的进出口数据显示四月纯苯进口量达 44 万吨，高于市场预期。分国别看主要是印度方向的进口量明显增加，抵消部分韩国方向的减量，后续关注中国周边地区的纯苯装置动向，若无大的变动，5-6 月纯苯进口预期需要上修，但总体还是进口量会减少的预期。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 月国内计划检修明显增加。短期还有不少计划外减产停产，昨日市场消息山东利华益 72 万吨/年苯乙烯装置受利润影响负荷下调至 7-8 成运行，后续可能还有停车计划，时间暂未确定，苯乙烯供应收缩兑现。然而下游需求疲软仍是核心拖累，下游旺季不旺且即将进入需求淡季，比较抵触高价原料。此外预期中的出口装船集中导致主港库存明显去化迟迟未兑现。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 月仍是纯苯的去库程度更大(供需差较上周平衡表有所收窄)，基本面支撑更强一些。后续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：上行通道中的调整

【盘面动态】LPG 主力合约 PG2607 日盘收于 5981 (-103)，夜盘收于 5998 (-86)，07-08 月差 125 (-12)；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 6740 (-90)，上海 6550 (-175)，南京 6950 (-100)，山东淄博 6170 (-140)，最便宜交割品价格 5900 (-50)

【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 43.8 万吨 (+14.4)。需求端，PDH 本期开

工率 55.50% (+5.68%); MTBE 端本期开工率 56.53% (-3.60%); 烷基化端开工率 27.85% (+3.33%)。库存端, 炼厂库容率 26.04% (+1.09%), 港口库存 195.34 万吨 (+9.89)。

【南华观点】成本端, CP 与 FEI 虽小幅回落, 但 FEI/Brent 比价走强至 0.6359, LPG 相对原油估值上移; 华东进口利润倒挂加深至 -116 元/吨, 进口成本支撑强化。供需层面, 到港量环比增加 14.4 万吨形成短期供应压力, 港口库存累库加速至 195.3 万吨, 但国内商品量下降 1.1 万吨, PDH 开工率回升 5.68 个百分点至 55.5%, 化工需求边际改善。库存处于历史同期 40%分位中性区间, 但累库斜率放缓是拐点先行信号。策略建议: 近月 back 结构延续, 上行通道中调整, 逢低多依然为主要思路。

## PP 丙烯: 支撑仍来自于现货端

【盘面动态】PP2609 日盘收于 8890 (-30), 夜盘收于 8871 (-19)。PL607 日盘收于 8682 (-30), 夜盘收于 8655 (-27)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 9810 元/吨, 华东现货价格为 9900 元/吨, 华南现货价格为 9900 元/吨。丙烯山东现货价格为 9080 元/吨, 华东现货价格为 9350 元/吨, 华南现货价格为 9150 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】宏观层面, 受地缘局势缓和的有关消息的影响, 昨日油价快速下跌, 从基本面来看, 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, 基差已超过疫情时水平。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。进出口端, 4 月 PP 出口量超出 60 万吨, 好于市场预期, 4 月 PP 净进口降至 -43.44 万吨, 环比下降 23.2%, 同比下降 26.4%。预期角度来看, 5-6 月出口预计有所回落, 但绝对值水平预计维持在高位。而需求端, 在净进口超预期情况下, 表观需求被动下调, 4 月需求同比下滑超 20%, 在原材料价格维持高位的情况下, 下游需求支撑比较有限。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。近期主要关注 1) PDH 装置回归进度, 2) PP 库存去化情况, 3) 美伊谈判进展。

## 塑料: 宏观影响下偏弱震荡

【盘面动态】塑料 2609 日盘收于 8012 (-82), 夜盘收于 8017 (+5)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 8280 元/吨, 华东现货价格为 8450 元/吨, 华南现货价格为 8800 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】宏观层面，受地缘局势缓和的有关消息的影响，昨日油价快速下跌，带动化工板块整体走弱。目前美伊谈判仍在推进过程中，危机尚未完全解除。在明确信号释放之前，塑料盘面预计仍受成本端支撑，维持高位震荡。从基本面来看，供应端本周新增检修较为有限，同时万华化学、上海赛科等多套装置预计于本周复产，开工率将有较明显回升。进出口端，4 月 PE 净进口量降至 12.6 万吨，环比下滑 85.1%，同比下滑 89.2%，超出市场预期。其中，HDPE 净进口下滑最为明显，4 月已由净进口转为净出口。从预期来看，由于霍尔木兹海峡尚未解封，来自中东的 PE 进口持续受阻，5-6 月净进口量预计维持低位。需求端，在净进口超预期下滑的背景下，4 月表现需求进一步下调，需求支撑较弱。当前正处于农膜需求淡季，其他下游受高价原料影响，订单表现亦不及往年同期，需求端整体缺乏弹性。综合来看，短期基本面逻辑变化不大。PE 下方仍受高成本与低进口支撑，上方则面临需求淡季及供应回归预期的压制，短期预计维持区间震荡格局。后续主要关注 PE 库存去化节奏，并持续跟踪中美及中东局势变化。

## PVC：持续低迷

【盘面动态】PVC2609 合约昨晚收于 4862，-1.24%。

【南华观点】

目前华东江浙地区 PVC 市场现货基本面持续偏弱，4700-4850 库提，电石价格持稳。盘面价格表现偏弱，低价下不宜太过悲观，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：情绪较弱关注支撑

【行情走势】外围氛围偏弱，大宗商品承压，供应端支撑弱化，天胶与合成橡胶齐跌，当日沪胶主力合约收盘价为 17310 元/吨（-205），20 号胶主力合约收盘价为 14585 元/吨（-225），原油转跌和需求承压拖累，丁二烯橡胶延续走弱，期货主力合约收盘价为 14855 元/吨（415）。

【相关资讯】

1、2026 年 4 月中国丁二烯进口量 18742.95 吨，环比-21.18%，进口均价 1446.19 美元/吨，环比-21.45%。2026 年 1-4 月进口总量为 109923.41 吨，较去年同期-79143.24 吨，跌幅为 41.86%。4 月中国丁二烯出口量 20702.02 吨，环比+123.67%，出口均价 2090.86 美元/吨，环比+22.91%。2026 年 1-4 月出口总量为 39763.87 吨，较去年同期+29901.29 吨，涨幅为 303.18%。

2、本周山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 65.75%，较上周走低 1.33 个百分点，较去年同期走高 0.81 个百分点。据卓创资讯监测本周国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 73.40%，较上周走低 2.06 个百分点，较去年同期走低 4.45 个百分点。

3、据伊朗学生通讯社 21 日报道，伊朗“正在回应美方发来的谈判文本”，目前在讨论该文本的“总体框架、部分细节以及作为保障的信任建立措施”。报道说，美方谈判文本在一定程度上“缩小了分歧”，但进一步缩小分歧“需要美方摒弃战争倾向”。报道说，巴基斯坦陆军参谋长穆尼尔将到访伊朗，旨在推动伊朗与美国缩小分歧，促成双方达成正式谅解备忘录。（新华社）

4、此前路透报道称，伊朗最高领袖已下令禁止将该国接近武器级的铀运往国外。伊朗高层

官员认为，将这些铀运往国外会使伊朗未来更容易遭受美国和以色列的袭击。

【仓单变化】沪胶当日仓单数量为 140900 吨，日度变化 2300 吨。20 号胶当日仓单数量为 34070 吨，日度变化-1311 吨。合成橡胶当日仓单数量为 32520 吨，日度变化-700 吨。

【现货动态】截止下午收盘，上海国营全乳胶报价为 17550 元/吨(300)，上海泰三烟片报价为 20950 元/吨(150)，泰混人民币报价为 16970 元/吨(-160)，印尼标胶港口美金报价为 2215 美元/吨(-25)，越南 SVR10 山东市场价为 16900 元/吨(100)，非洲 10 号胶市场价为 2140 美元/吨(-20)。全乳胶-RU 主力基差为 205(495)，全乳-泰混价差为 580(460)。

顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 15500 元/吨(-200)，对应主力合约基差为 525 元/吨 (300)，浙江传化市场价为 15400 元/吨(0)，华南主流市场价为 15200 元/吨(-200)；丁二烯山东市场价为 12550 元/吨(-175)，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，能源与贸易成本上涨、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，深浅正套或继续持有。

## 玻璃纯碱：窄幅震荡

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2609 合约昨晚收于 1184，-0.42%。

【基本面信息】

截止 2026 年 5 月 21 日，本周国内纯碱厂家总库存 177.60 万吨，较周一降 1.93 万吨，降幅 1.08%。其中，轻质纯碱 100.44 万吨，环比增加 1.53 万吨，重质纯碱 77.16 万吨，环比下降 3.46 万吨。较上周四降 10.57 万吨，降幅 5.62%。其中，轻质纯碱 100.44 万吨，环比下降 0.50 万吨；重质纯碱 77.16 万吨，环比下降 10.07 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 1029，0.1%。

【基本面信息】

截止到 20260521，全国浮法玻璃样本企业总库存 7645.5 万重箱，环比+4.4 万重箱，环比+0.06%，同比+12.82%。折库存天数 34.6 天，较上期-0.2 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：震荡偏弱，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】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：情绪偏弱

【盘面信息】铁矿石主力合约震荡偏弱运行，主力合约六连跌。股市情绪弱。

【信息整理】1.铁水 240.81 (+1.48) 2.2026 年 5 月 21 日螺纹基本面数据显示：

本周螺纹产量 221.14，环比增 19.74；厂库 175.36，环比增 7.82；社库 489.93，环比降 28.47；总库 665.29，环比降 20.65；表需 241.79，环比微降 0.73。

产量显著回升，厂库小幅累库，社会库存去库力度增强，总库存同步下降，表需则小幅回落，供需边际呈现“供给回升、需求走弱、库存整体去化”的格局。数据来源 Mysteel

【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：情绪偏弱

【盘面信息】焦煤主力合约偏弱运行。股市情绪弱

【信息整理】1.焦煤：本周焦煤各环节总库存环比增 57.4 万吨，除了煤矿环节降库，其他环节均累库。煤矿环节库存环比降 2.3 万吨，矿端向下游出货情况尚可；独立焦化环节库存环比增 11.6 万吨，本周焦煤市场成交走弱，市场情绪趋于谨慎，下游采购情绪放缓，钢厂焦化环节焦煤库存环比增 1.9 万吨。

2.焦炭：本周焦炭各环节总库存环比下降 2.8 万吨，除港口环节降库，焦炭库存较上周降 9.6 万吨，独立焦化和钢厂环节本周较上周均累库。

【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+0.55%，硅锰主力-0.07%

【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：震荡上行

【期货报价】昨日生猪主力合约 LH2607 收于 11020，涨幅达 1.85%。

【现货报价】

全国生猪均价 9.56 (+0.02) 元/公斤，其中河南 9.96 (+0.02) 元/公斤、四川 9.36 (-0.00) 元/公斤、湖南 9.31 (+0.00) 元/公斤、辽宁 9.40 (+0.02) 元/公斤、广东 10.26 (+0.00) 元/公斤、安徽 9.83 (-0.03)

【现货情况】

近期养殖企业出栏体重整体变动幅度不大。北方市场企业出栏体重多在 120-127 公斤，偏大体重在 130 公斤左右；西南企业体重稍大，主流为 129-135 公斤，部分企业因周内成交有难度导致体重被动上移，也有部分企业出栏体重微降。分地区看，辽宁企业出栏体重变动有限，少数前期体重偏大的企业有所降低，目前省内企业出栏体重区间在 121-127 公斤，个别达 130 公斤左右；河南企业出栏体重保持稳定，受出栏结构影响，均重波动低于 1 公斤，主流区间为 120-124 公斤，个别偏大体重段变动不大；山东企业出栏体重普遍波动，多数维持在 120-125 公斤，个别企业部分批次超过 125 公斤；四川企业体重有增有减，整体变动不大，出栏均重主流在 129-135 公斤，部分在 123-125 公斤，周内部分企业因成交不佳体重被动略增，另有部分企业加大出栏量，体重微降。

【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：随市场偏弱盘整

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 4%，盘中美元走强，外围市场走弱拖累棉价。

隔夜郑棉下跌超 0.5%。

#### 【市场信息】

1. 据国家统计局数据，规模以上企业 2026 年 4 月纱产量 188.8 万吨，同比增加 0.7%，环比下降 6.63%，规模以上企业 2026 年 4 月布产量 25.1 亿米，同比增加 0.8%，环比下降 4.92%。
2. 据印度商务部数据显示，3 月印度棉花进口量约为 2.7 万吨，环比（1.7 万吨）增加 59.1%，同比（3.4 万吨）减少 20.4%，3 月印度棉花出口量为 2.0 万吨，环比（1.7 万吨）增加 23.6%，同比（3.0 万吨）减少 31.8%。

【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：冲高回落

#### 【期货动态】

昨日鸡蛋主力合约 JD2607 收于 3955，涨幅达 0.61%。

#### 【现货情况】

据农业农村部监测，5 月 21 日全国农产品批发市场鸡蛋均价为 9.38 元/公斤，较前一日上涨 0.5%。当天鸡蛋现货市场整体保持稳定，多数地区报价平稳，但产销区走势出现分化。主产区均价约 4.40 元/斤，与前一日持平；主销区均价约 4.39 元/斤，环比微跌 0.68%。重点区域来看：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；河北地区均价 8.63 元/公斤，较前一日小幅上涨 0.08 元/公斤；而湖北、湖南等粉蛋产区价格高位松动。销区方面，北京各大市场主流参考价 199 元/44 斤（约 4.52 元/斤），价格持稳；上海褐壳鸡蛋接货价 121 元/27.5 斤（约 4.40 元/斤），走货正常；广东深圳、东莞、广州价格稳定在 4.7-4.8 元/斤。

当前蛋价处于同期高位，下游接货意愿减弱，贸易商拿货趋于谨慎，市场库存小幅累积。预计近期鸡蛋现货价格将维持高位震荡偏弱运行，局部或有阶段性反弹。

#### 【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：情绪较弱关注支撑

【行情走势】外围氛围偏弱，大宗商品承压，供应端支撑弱化，天胶与合成橡胶齐跌，当日沪胶主力合约收盘价为 17310 元/吨（-205），20 号胶主力合约收盘价为 14585 元/吨（-

225) 原油转跌和需求承压拖累, 丁二烯橡胶延续走弱, 期货主力合约收盘价为 14855 元/吨 (415)。

#### 【相关资讯】

1、2026 年 4 月中国丁二烯进口量 18742.95 吨, 环比-21.18%, 进口均价 1446.19 美元/吨, 环比-21.45%。2026 年 1-4 月进口总量为 109923.41 吨, 较去年同期-79143.24 吨, 跌幅为 41.86%。4 月中国丁二烯出口量 20702.02 吨, 环比+123.67%, 出口均价 2090.86 美元/吨, 环比+22.91%。2026 年 1-4 月出口总量为 39763.87 吨, 较去年同期+29901.29 吨, 涨幅为 303.18%。

2、本周山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 65.75%, 较上周走低 1.33 个百分点, 较去年同期走高 0.81 个百分点。据卓创资讯监测本周国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 73.40%, 较上周走低 2.06 个百分点, 较去年同期走低 4.45 个百分点。

3、据伊朗学生通讯社 21 日报道, 伊朗“正在回应美方发来的谈判文本”, 目前在讨论该文本的“总体框架、部分细节以及作为保障的信任建立措施”。报道说, 美方谈判文本在一定程度上“缩小了分歧”, 但进一步缩小分歧“需要美方摒弃战争倾向”。报道说, 巴基斯坦陆军参谋长穆尼尔将到访伊朗, 旨在推动伊朗与美国缩小分歧, 促成双方达成正式谅解备忘录。(新华社)

4、此前路透报道称, 伊朗最高领袖已下令禁止将该国接近武器级的铀运往国外。伊朗高层官员认为, 将这些铀运往国外会使伊朗未来更容易遭受美国和以色列的袭击。

【仓单变化】沪胶当日仓单数量为 140900 吨, 日度变化 2300 吨。20 号胶当日仓单数量为 34070 吨, 日度变化-1311 吨。合成橡胶当日仓单数量为 32520 吨, 日度变化-700 吨。

【现货动态】截止下午收盘, 上海国营全乳胶报价为 17550 元/吨(300), 上海泰三烟片报价为 20950 元/吨(150), 泰混人民币报价为 16970 元/吨(-160), 印尼标胶港口美金报价为 2215 美元/吨(-25), 越南 SVR10 山东市场价为 16900 元/吨(100), 非洲 10 号胶市场价为 2140 美元/吨(-20)。全乳胶-RU 主力基差为 205(495), 全乳-泰混价差为 580(460)。

顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 15500 元/吨(-200), 对应主力合约基差为 525 元/吨 (300), 浙江传化市场价为 15400 元/吨(0), 华南主流市场价为 15200 元/吨(-200); 丁二烯山东市场价为 12550 元/吨(-175), 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, 能源与贸易成本上涨、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，深浅正套或继续持有。

## 花生：盘面价格中心小幅下移

【盘面回顾】昨日花生 PK2610 合约下跌，收盘 8146 元/吨，跌 0.8%。预计后市将继续小幅震荡。

【现货市场】全国通货均价 7627 元/吨，跌 6 元/吨，8 筛精米均价 8413 元/吨，涨 13 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 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 4.4 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。辽宁花生价格略涨 50 元/吨，上货少。吉林花生价格略涨 50 元/吨，低价上货少。部分到货扫尾，部分大厂到货充足。青岛工厂日均 80 多车，压车。寰州工厂适量卸货中。石家庄工厂货量多，部分外库。开封工厂到货约有 50 多车。开封龙大大约有 11 车。费县中粮约有 18 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】目前主要油厂仅剩益海收货仍多，支撑当前花生价格，但也在逐渐调低价格。加上商品米需求仍疲软，压制盘面上升空间。新季花生还剩河南麦茬花生情况不定，其他地区种植面积预期逐渐明朗，预计后市盘面价格中心小幅下移后仍维持小幅震荡。

【南华观点】逢高卖套保。

## 红枣：等待新驱动

【期货动态】昨日红枣主力合约收于 8910 元/吨，跌幅 1.55。

【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，近日气温或震荡持稳，但各产区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 21 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 21 日，36 家样本点物理库存在 11050 吨，周环比减少 35 吨，同比增加 4.36%。

【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：山东地区部分规格现货下跌

【盘面回顾】昨日原木期货（LG）价格先震荡，后下行，LG2607 收于 808.5，主力合约持仓 11609 手，流动性收紧。07-09 合约月差为 -9。

【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（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 833（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】当前原木现货市场部分规格价格下跌。期价下跌，一方面应来自于现货需求的淡季属性相对明显，下游加工厂仍以刚需为主，高端材价格大幅下挫；另一方面，部分地区区域流通放缓，区域间利润消失，贸易商为加速出货主动调低报价，期货估值下跌。此外，地缘局势相对缓和，阿联酋正在建设一条绕过霍尔木兹海峡的东西向输油管道，项目已完成近 50%，预计将于 2027 年建成投运，可能从能源成本预期角度给期价带来一定利空影响。当然，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，应仍为原木期价托底。总体来看，策略上来说，可以先暂时观望。

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。