

## 金融期货早评

### 宏观：沃什上任叠加美伊停火，市场真的能松口气吗？

【市场资讯】1) 美国股市周一休市一日，金银油交易将提前结束。2) 中东局势——①美国——①特朗普：美伊协议“尚未完全谈妥”；除非伊朗核计划彻底瓦解，否则不会同意任何最终协议；已告知美方代表不必急于与伊朗达成协议，对伊朗的封锁将持续至协议签署。②鲁比奥：伊朗核计划细节仍待谈判，72 小时内无法解决核问题。③白宫：伊朗和平协议或需数日达成。伊朗最高领袖已批准协议的总体框架。预计与伊朗的协议不会在周日签署，仍有一些问题需要解决。②伊朗——①伊媒：美国仍在部分谅解条款上设置障碍。伊朗消息人士：美国在两个核心问题上出现了退缩迹象：一是解冻伊朗资产的机制，二是黎巴嫩停火的范围。②伊媒驳斥纽约时报：以色列未被排除在协议义务之外。③阿曼与伊朗就霍尔木兹海峡航运等议题举行磋商。④美官员称协议中伊朗同意放弃高浓缩铀；伊朗高级消息人士否认此消息。⑤美媒曝光美伊协议内容，包含海峡重开且不收通行费、涉核问题等。伊媒驳斥称此报道仅代表美方立场，伊方无法证实。③其他——①媒体称美伊下一轮会谈可能在 6 月 5 日举行。②以色列总参谋长：我们已准备好随时重返高强度战斗，以削弱伊朗恐怖主义政权。③内塔尼亚胡：特朗普和我一致认为，任何与伊朗的最终协议必须（包含）消除核威胁。这意味着拆除伊朗的核浓缩设施，并将浓缩核材料移出其领土。3) 墨西哥与欧盟签署一份升级版自由贸易协定，取消双边 99%贸易产品的关税。4) 美国 5 月密歇根大学消费者信心指数终值 44.8，预期 48.2，初值 48.2；一年通胀预期终值为 4.8%。

【南华观点】沃什当选美联储第 17 任主席，标志着美联储将从鲍威尔时期的数据依赖模式转向改革导向，但其政策理念与特朗普推动降息助力中期选举的诉求存在根本冲突，这注定两人的“蜜月期”或不会太长，沃什将在维护央行独立性的前提下寻求双方都能接受的平衡点。与此同时，全球债市正经历远超周期性调整的剧烈风暴，本质是地缘冲突推升通胀与财政可持续性担忧形成的负反馈效应集中爆发，同时全球债市长期存在的结构性供需矛盾持续恶化，传统低风险资产的买盘逻辑已出现根本性弱化。更值得警惕的是，真正驱动全球经济和资产价格的可能并非市场普遍认为的联邦基金利率，而是 MOVE 指数（美债市场波动率）。本轮调整中 MOVE 指数异常飙升，债市流动性压力已凸显，若继续上行至 120 以上的高波动区间，或将引发系统性流动性危机。在此背景下，尽管美伊停火协议接近达成，但以行动换松绑的逐期验证机制、双方核心诉求的明显错位以及以色列的强烈反对，意味着地缘风险或只是推迟而非消除。即便达成协议，油价中枢也难以快速回落至冲突前水平，通胀压力仍将持续。在美联储政策转向、债市风险积聚与地缘博弈反复的三重压力下，当前全球市场正处于由地缘预期主导的脆弱平衡：短期风险情绪受“协议将成”的乐观预期支撑保持正面，但高通胀、高利率与财政可持续性担忧并未消退。短期市场关注的核心集中在三个方面：一是美伊谅解备忘录的最终签署与执行情况，二是沃什领导下的美联储如何在通胀与增长之间拿捏政策节奏，三是全球债市的高波动是否会引发系统性流动性危机。交易层面，或不必纠结周一开盘价，可观察美东流动性回归后的真实定价。

### 人民币汇率：沃勒强化加息预期，美元指数获得支撑

【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 6.7947，较上一交易日上涨 13 个基点。人民币对美元中间价报 6.8373，较上一交易日调贬 24 个基点。在岸人民币对美元夜盘收盘报 6.7978。纽约尾盘，美元指数涨 0.13%报 99.34

【核心逻辑】受美联储官员沃勒释放鹰派言论影响，市场上调美联储加息预期，美元指数盘中得到支撑。现阶段美元指数进一步上行仍需新增利好消息催化，行情大概率以震荡蓄势、时间换空间的节奏运行。人民币汇率与美元指数联动性有所增强，结合央行维稳汇率的调控意图，加之市场净结汇率的下降，短期人民币汇率或维持区间震荡格局。

【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) 证监会等八部门：全面取缔境外证券期货基金非法跨境经营活动，设置两年集中整治期。2) 特朗普周六称美伊协议基本谈成、内容包括开放霍尔木兹海峡，告诉美方代表不要急于达成协议，周日称协议“尚未完全谈妥”。3) 沃什宣誓就任美联储主席、表态要做格林斯潘，特朗普呼吁“要遏制通胀，不要遏制伟大”。

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：反弹，关注压力线突破情况

### 【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 1.30%，两市成交额缩量重回 2.9 万亿元左右。期指方面，IH 缩量下跌，其余品种均缩量上涨。

### 【重要讯息】

1. 证监会等八部门：全面取缔境外证券期货基金非法跨境经营活动，设置两年集中整治期。  
2. 特朗普周六称美伊协议基本谈成、内容包括开放霍尔木兹海峡，告诉美方代表不要急于达成协议，周日称协议“尚未完全谈妥”。美媒称伊朗同意放弃高浓缩铀库存、停火延长 60 天期间重开霍尔木兹；伊媒称该海峡将继续由伊方“管理”、不会恢复到战前状态，尚未就其核计划接受任何行动，现阶段尚未就核问题细节做出任何承诺；伊朗总统称伊方随时准备宣告不寻求核武；以媒：担忧美伊协议对以“非常不利”，内塔尼亚胡紧急开会，特朗普向以方保证协议将解除伊核计划。

### 【行情解读】

上周五指数集体反弹，收复部分跌幅，中小盘股指占优。通胀数据持续回升的情况下，中期盈利修复驱动股指偏强逻辑稳固，虽然 4 月公布的经济数据显示目前我国内需疲软问题较突出，但也提振了后续扩大内需政策持续发力的预期，对股指形成支撑。短期股指预计延续震荡调整，但下方调整空间基本已到位，关注压力线突破情况，以沪深 300 指数为例，压力位在 4940 点左右，若顺利突破或将再度开启上行通道。

### 【南华观点】短期预计延续震荡整理，关注压力线突破情况

## 国债：货币利率大幅上行，期债市场分化博弈

【市场回顾】前交易日国债期货市场呈现显著分化格局，超长期品种表现强势，而中短端品种普遍收跌。具体来看，30 年期主力合约全天震荡走高，成为唯一收涨的品种；而 2 年、5 年及 10 年期主力合约则小幅收跌。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。值得注意的是，次月合约全线收涨，移仓换月或对期债影响较大。

前交易日央行开展了 1530 亿 7 天期逆回购操作；并有 5 亿 7 天期逆回购到期；净投放 1525 亿。货币利率方面，DR001 为 1.3230%，DR007 为 1.3634%。机构行为方面，银行与保险买入，证券卖出，基金上午买入下午卖出。

【重要资讯】1. 2026 年 5 月 25 日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 6000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。由于本月有 5000 亿元 MLF 到期，本月 MLF 加量续做 1000 亿元。

【行情解读】前交易日货币利率显著抬升，DR001 上升 3.39 个 bp，DR007 上升 3.4 个 bp。

央行连续加量逆回购，投放力度较前期显著放大，旨在对冲政府债缴款与税期走款的阶段性扰动，但资金面边际收敛趋势未改，也侧面印证了近期资金面自发式宽松的力度在边际减弱。30 年期国债期货的独立走强，其韧性主要来源于两方面：一方面是基本面不及预期和对市场对经济长期增长动能放缓的预期，另一方面是认为近期资金利率是由于税期及跨月影响，未来利率会回到先前较宽松状态。相比之下，中短端品种的疲软，则主要受到资金面边际收敛的担忧影响。

【南华观点】中短端仍然较稳，但在资金面边际收紧情况下不宜追高。长端超长端维持谨慎观望。

## 集运欧线：关注估值风险

【行情回顾】2026 年 5 月 22 日（星期五），集运指数（欧线）期货市场主力合约 EC2606 收盘于 3000 点，主力成交量 3.12 万手。次主力合约 EC2610 收盘于 2009.5 点。

### 【信息整理】

利多信息：

(1) 霍尔木兹海峡仍处封锁状态，通过苏伊士运河的船舶数量保持低位，有效吨海里需求维持高位。美伊谈判进入最后阶段，但伊朗军方强调武装部队拥有对霍尔木兹海峡的控制权，局势恢复以往状态的可能性低

(2) 财联社记者从多家海运货代公司负责人处获悉，集装箱运输市场多条航线出现爆舱，涉及欧洲、北美、中东、红海等航线；同时，运价也不断攀升。

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】当前核心驱动在于多重利多因素共振：6 月船司密集宣涨落地预期极强，多条航线爆舱、货代揽货紧张，现货基本面维持坚挺；红海危机与霍尔木兹海峡封锁带来的地缘溢价持续为盘面提供支撑；传统旺季预期不断前置，资金提前布局旺季行情。市场处于“现货强势、估值已高”的博弈阶段。近月合约受交割结算价支撑偏强，但上行空间或有限；远月合约对地缘局势变化高度敏感，美伊谈判若取得实质进展将引发溢价快速回吐。

### 【风险提示】

宏观经济下行风险：欧元区服务业 PMI 低于荣枯线，高通胀持续压制消费者信心与经济复苏，若下半年欧洲需求端出现实质性疲软，将对旺季涨价落地成色形成打压。

基差风险：当前期货盘面对现货升水显著，基差较大。即使现货涨价最终兑现，盘面也可能已提前定价完毕，存在价格冲高后回落的调整风险。

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

【行情回顾】上周碳酸锂期货价格呈现震荡下跌格局。碳酸锂加权指数合约收盘价 183779 元/吨，周环比-2.45%；成交量约 33.29 万手，周环比-28.81%；持仓量约 68.38 万手，周环比-2.55 万手。LC2607-LC2609 月差呈现 Contango 结构，周环比-660 元/吨；仓单数量 52337 手，周环比+3027 手。

【产业表现】本周碳酸锂企业开工率周环比-2.38%，其中辉石产线开工率变动-1.56%，云母产线开工率+0.29%，盐湖产线开工率+1.67%，回收产线开工率-9.54%。碳酸锂周度总库存环比变动-0.74%，其中冶炼厂库存-3.76%，下游库存+15.03%。

#### 【南华观点】

本轮价格下跌的过程中，持仓量同步呈现快速减少态势，是多头资金主动平仓离场导致的踩踏式下跌，属于典型的多头获利了结信号，说明短期多头信心已经出现松动。若后续价格能站稳布林带中轨附近，则反弹有望延续，挑战上轨压力；若无法突破中轨并再次回落，则大概率会二次测试下轨支撑。

当前碳酸锂市场高度依然呈现，后续期货盘面维持强势上行格局概率逐渐缩小，预计后续对六月份缺矿预期的情绪炒作将逐渐结束。预计后续将转为宽幅震荡态势，建议开始布局卖波动率期权来进行套保动作。

### 工业硅&多晶硅:关注成本端变动情况

【行情回顾】上周工业硅期货加权合约收于 8423 元/吨，周环比变动-0.51%。成交量约 20.90 万手（周环比变动-36.50%），持仓量约 44.77 万手（周环比变动+1.05 万手）。SI2607-SI2609 月差为 Contango 结构，周环比变动-5 元/吨。仓单数量 29406 手，周环比变动+84 手。

上周多晶硅加权指数合约收于 36740 元/吨，周环比-0.64%；成交量 98.85 万手，周环比-44.12%，持仓量 16.73 万手，周环比-329 手；多晶硅 PS2607-PS2609 月差为 Contango 结构，周环比+50 元/吨；仓单数量 15310 手，周环比+680 手。

【产业表现】本周工业硅及光伏产业链现货市场弱势运行，供给端开工率有边际走强迹象，下游需求稳健，行业基本面未出现实质性改善信号。

供给端：工业硅周产量环比变动+8.97%；多晶硅产量变动+0%。需求端：光伏产业链下游整体一般；有机硅行业需求表现边际走弱；铝合金领域原生开工率边际走强，再生开工率平稳。库存端：工业硅库存小幅累库，供大于求格局下库存压力持续凸显；多晶硅库存周环比-2.04%。

#### 【南华观点】

综合来看，技术面和供需基本面虽未出现明确好转信号，但后续需关注政策端情况，从中长期来看，低效产能的整改或推出，有利于工业硅基本面边际好转。

多晶硅基本面较弱，政策暂无实质性利好出台，当前走势是高位见顶后，趋势性下跌的中期阶段，价格在下跌后进入弱势震荡，但均线、资金、动能指标都没有给出反转信号，整体仍处于空头主导的行情中。

以上评论由分析师余维函（Z0023762）提供。

## 有色金属早评

## 铝产业链：海外供应缺口持续深化与国内慢去库博弈

### 【盘面回顾】

国内盘：沪铝主力合约收于 24470 元/吨，环比下跌 0.14%，持仓增加 4518 手至 28.22 万手，成交量 6.61 万手。

外盘联动：LME 铝 3 个月合约收于 3649.5 美元/吨，库存持平于 33.95 万吨。COMEX 铝收于 3622 美元/吨，环比下跌 0.18%。沪伦比值维持低位，进口亏损超 5205 元/吨，进口窗口深度倒挂且持续关闭。

相关品种：氧化铝主力合约收于 2689 元/吨，环比下跌 0.77%，持仓 43.38 万手；铸造铝合金主力合约收于 23105 元/吨，环比微跌 0.06%。

现货基差：华东 A00 铝锭现货均价 24350 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则不排除进一步加息可能，降息预期显著延后。美元指数在 99 关口附近偏强震荡，对有色金属板块估值形成压制。地缘方面，美伊冲突阶段性缓和预期有所升温，但海湾地区电解铝产能实质性受损，两座冶炼厂在导弹袭击中受损，约 200 万吨年化运行产能已退出市场，中东供应恢复仍具高度不确定性。

产业层面：电解铝方面，国内铝锭社会库存启动去化，近期单周去库约 2 至 4 万吨，库存拐点初步确认，但去库斜率偏缓、低于往年同期水平，当前绝对库存仍处历史同期偏高水平，对价格上方空间持续形成压制。海外 LME 铝库存自年初以来已下降约三分之一，维持历史极低水位，现货较三个月合约升水约 80 美元/吨，为 2007 年以来最紧张水平，海外实物溢价全面走高，全球供应缺口持续深化。下游消费端，铝加工行业综合开工率降至 64.2%，铝板带、铝箔及铝型材各板块开工率均有不同程度回落，传统淡季特征显现；但新能源及储能用铝需求保持较高增速，铝材出口受海外供应偏紧提振持续放量。氧化铝方面，现货价格持稳运行，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。铝合金方面，ADC12 现货延续稳价观望，成本端废铝合规货源偏紧提供底部支撑，但下游压铸企业受传统淡季及汽车产销环比回落影响，需求端偏弱，铸铝库存维持累库态势，价格缺乏独立驱动。

【南华观点】短期铝价核心逻辑在于海外供给深度缺口与国内慢去库的持续博弈。伦铝现货高升水及进口窗口深度倒挂为沪铝提供坚实底部支撑，但国内库存高位及美联储鹰派预期压制上方空间，沪铝短期预计维持高位区间震荡。氧化铝供需偏宽松叠加成本支撑走弱，短期承压运行。铝合金缺乏独立驱动，预计继续被动跟随沪铝窄幅波动。短期重点关注国内铝锭去库斜率能否加速、美伊局势走向及美联储 6 月议息会议前的通胀数据变化。

## 铜：电网订单有所恢复，需求端支撑铜价重心小幅上移

【盘面回顾】当周有色金属市场资金净流出，其中散户净多持仓维持平稳，外资净多持仓明显减少；稳健持仓前 5 席位净多头维稳；龙虎榜前 5 多头席位低位小幅回升，前 5 空头席位变动不大。

具体数据去看，周内沪铜加权指数交易量环比大幅减少 38.82%，沪铜加权指数持仓量环比减少 3.38%。市场投机度重回低位。沪铜主力合约价格位于 104343 附近上下波动，波动区间在【102980，105660】，周五夜盘收于 105090 元/吨，周内增仓 14758 手，周内涨 0.75%，振幅 2.57%。LME 铜价主要位于【13350，13710】区间波动，最后收于 13635 美元/吨（夜盘），周内减仓 12135

手，环比涨 0.33%，振幅 2.65%；COMEX 铜价位于【614.75，640.85】区间波动，最后收于

638.05 美分/磅（夜盘），周内减仓 3529 手，环比涨 0.7%，振幅 4.12%。当周 Comex 铜波动仍大于 LME 铜，LC 价差负值回弹，最新价差在-431 美元/吨。

【产业信息】1、截至 5 月 22 日，全球铜显性库存小幅增加至 120.9 万吨。具体去看，Comex 铜库存 63.39 万吨，中国铜库存 18.34 万吨，LME 铜库存 39.19 万吨。

截至 5 月 22 日，上期所铜注册仓单 100664 吨，LME 铜注册仓单 275525 吨，注销仓单 116375 吨，LME 欧洲仓库库存在 38650 吨，LME 北美洲仓库库存在 130350 吨，LME 亚洲仓库库存在 222900 吨。

2、官方数据显示，这家贸易巨头 5 月 22 日集中下单，一口气从 LME 位于美国和亚洲的保税仓库中申请注销并提取了超过 5.1 万期铜，这是 LME 自 2013 年以来规模最大的一笔单日交割提货单。

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。

【南华观点】5 月 20 日英伟达 26Q1AI 收入大幅超预期，数据中心业务高增印证 AI 算力扩张韧性，显著提振铜的长期需求预期，为价格提供重要支撑。基本上，铜线缆企业开工率回升，铜价调整带动国内电网订单回暖，企业开工率超预期回升，下游需求边际改善，预计本周开工率延续回升态势，基本面支撑力度逐步显现。与此同时，周五凯文·沃什在白宫宣誓就职，释放出较强的政治宣示，工业金属相对贵金属走强的格局延续，铜金比持续回升。随着国家“十五五”规划逐步落地，铜价在需求预期与宏观压力的博弈中维持高位震荡。本周，我们认为铜可继续依托 104000-105000 区间“逢低做多”，上周投机与套保策略整体适用，仅阻力/支撑上移。

价格区间：沪铜【101518，107186】，价格重心 104352；伦铜【13113，13968】，价格重心 13541。

投机策略未变：高位不加仓，高位回调逢低买入，上方阻力看 106000-108000；下方支撑位看 103000-104000；止损位看 100000-102000。

套保策略：现货按需采购，若要构建远期库存，则参考补库数量于支撑区间分批买入套保，当该区间有明显放量表现时，建议套保量放大。

## 锌：震荡区间下等待低位机会

【盘面回顾】上一交易日，沪锌加权合约收于 24866 元/吨。其中成交量为 16.75 万手，持仓 20.21 万手。现货端，0#锌锭均价为 24770 元/吨，1#锌锭均价为 24700 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌日内偏强震荡，夜盘小幅回落。上周加工费继续走弱，硫酸价格缺乏继续上行动力，可能短期会有小部分冶炼厂开始检修。因此沪锌整体基本面较一季度有所走强。且伦锌基本面过于强劲，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，等待强支撑位做多。

【南华观点】震荡。

## 镍-不锈钢：周内震荡偏弱，等待明确驱动

【盘面回顾】沪镍主力合约收于 144180 元/吨，上涨 0.49%。不锈钢主力合约收于 14775 元/吨，上涨 0.24%。

【行业表现】现货市场方面，金川镍现货价格调整为 144800 元/吨，升水为 1250 元/吨。SMM 电解镍为 144100 元/吨。进口镍均价调整至 143300 元/吨。电池级硫酸镍均价为 33700 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 9381.82 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 0%。8-12%高镍生铁出厂价为 1125.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 5.16%。纯镍上期所库存为 80850 吨，LME 镍库存为 279072 吨。SMM 不锈钢社会库存为 939200 吨。

### 【南华观点】

镍不锈钢周内整体重心下移，前期印尼出口管制扰动市场情绪，反转后盘面有所回落。周内部分多头在上行通道选择解套了结，前期印尼国企接管镍系商品政策尚不明确。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。不锈钢周内稳中偏强，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报收在 42.21 万元每吨；成交 31.41 万手；持仓 8.68 万手。现货方面，SMM 1#锡价 419150 元每吨。

【核心逻辑】上一交易日，锡价偏强震荡，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。供给端扰动依旧存在，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，因此上行空间取决于下游负反馈。展望未来，跟随宏观与资金指引，高位震荡，警惕随机事件发生。

【南华观点】高位宽幅震荡

## 铅：高位谨慎追高

【盘面回顾】上一交易日，沪铅加权合约收于 16732 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16475 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪铅整体偏强震荡。供给端，原生再生开工率双双回暖。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，且上周意外累库 2 万吨。展望未来，沪铅上方空间较为有限，警惕多头止盈后的补跌风险。

【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：震荡行情

【盘面回顾】美豆盘面震荡止跌，但缺乏更多采购信息，资金驱动短期受限；内盘跟随外盘为主。

【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：地缘冲突或缓解，油脂维持偏弱

【盘面回顾】周末有消息称美伊已达成协议，外盘原油回调，国内油脂偏弱运行。

【供需分析】国际方面，目前有消息称美伊达成协议，能源市场回调，预计对油脂市场支撑减弱。产地方面据船运调查机构 SGS 公布数据显示，预计马来西亚 5 月 1-20 日棕榈油出口量为 508366 吨，较上月同期出口的 647521 吨减少 21.49%，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，下半年厄尔尼诺减产叠加印尼 B50，产地供应紧张预期依然有望提振棕油价格。

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，二季度为油脂消费淡季，短期缺乏节日提振，叠加原料到港高峰即将到来，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格局不变，价格重心缓慢上移。

### 豆一：东北强降雨预期增加减产担忧

【期货动态】上周五豆一横盘震荡，振幅收窄；夜盘大涨，涨幅高达 2.48%。

【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；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 日国产大豆竞价销售成交 75107 吨，成交率 74.7%，成交均价 4536.6 元/吨。最高溢价 90 元/吨。

【市场分析】因今年种植成本偏高，大豆播种面积下调，玉米面积增量。从供应端来看，种植端面积持续缩减虽长期利好行情，但短期农户以及贸易商集中售粮节奏加快，市场流通货源阶段性放量，叠加基层余粮集中释放，给现货价格带来直接压制。贸易商层面库存普遍偏高，前期备货库存消化进度缓慢。下游需求端表现疲软，加工企业按需采购，采购积极性不足，难以消化当前市场存量。

【南华观点】豆一夜盘涨幅较大，但并不意味着迎来上涨行情，关注近期东北产区天气情况。

## 玉米&淀粉：淀粉需求回暖，玉米盘面依旧疲软

【期货动态】国内玉米期货价格低位震荡，夜盘震荡上行，但多空分歧依然较大。玉米淀粉止跌回稳，震荡上行。外盘方面，CBOT 玉米略微上涨。

【现货情况】今日玉米现货价格保持稳定，全国均价 2309.05 元/吨，较上一工作日跌 1.73 元/吨，环比跌幅 0.08%。东北市场价格区间在 2160-2270 元/吨的区间，下跌 5 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 2470-2480 元/吨左右，下跌 10 元/吨。

【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：美伊和谈再起，油价大幅走低

【盘面动态】Brent 收于 103.54 元/桶，涨跌幅 0.94%，WTI 收于 96.6 美元/桶，涨跌幅 0.26%，SC 收于 638.4 元/桶，涨跌幅-1.88%。

【市场资讯】

1、据沙特阿拉伯阿拉比亚电视台 24 日报道，消息人士透露，美国与伊朗的下一轮会谈可能在 6 月 5 日举行。

2、据伊朗迈赫赫尔通讯社，一位知情消息人士否认了美国媒体 Axios 关于伊朗与美国之间拟议谅解备忘录内容的报道，称这些说法仅代表美方的说辞，伊朗方面无法证实。此前 Axios 报道称，拟议协议包括将双方停火期限延长 60 天，在不收取通行费的情况下重新开放霍尔木兹海峡，以及由伊朗清除海峡内的水雷。该消息人士否认了上述报道细节，并拒绝承认这些内容代表了伊朗的立场。

3、据路透社：伊朗高级消息人士表示，伊朗尚未同意交出其高度浓缩铀库存；伊朗核问题不属于初步协议的一部分。消息人士称：“核问题将在最终协议的谈判中解决，因此不属于当前协议的一部分。关于将伊朗高浓缩铀库存运出该国，尚未达成任何协议。”

4、【白宫：伊朗和平协议或需数日达成】金十数据 5 月 24 日讯，据 AXIOS 网站报道，一位美国高级官员在简报会上表示，白宫不预计能在周日当天达成结束与伊朗战争的协议，认为该协议可能需要数日才能获得包括最高领袖在内的伊朗领导层批准。美方官员对协议将在数日内签署持乐观态度，但也承认协议尚未最终敲定，仍有可能破裂。该协议将避免战争升级并缓解全球石油供应压力，但尚不清楚能否达成持久和平协议并满足特朗普的核要求。特朗普周日在社交媒体上表示，他已告诉“代表们不要仓促达成协议”，“双方必须花时间把事情做好”。

#### 【南华观点】

华夏周末美伊临近达成 60 天临时谅解备忘录，特朗普在 23 日表示协议“基本谈成”、霍尔木兹海峡将开放；伊朗确认在敲定备忘录，但暂不讨论核问题，并强调海峡仍由其管理，否认无条件开放。目前看来这更像是美伊在各自压力下做出的暂时妥协，避开了核心的问题。最新消息称双方将于 6.5 举行下一轮的谈判。另外关于霍尔木兹海峡，短期预期流速依然会比较受限，受到伊朗的管控，也是伊朗预防美国出尔反尔的防御。原油近端在海峡流速受限以及夏季旺季的支撑下依然存在支撑，关注利空释放后的支撑情况。

## 燃料油：高点已现

【盘面回顾】5 月 22 日亚洲高硫燃料油市场结构走弱，现货升水跌至一周低位；低硫船燃月间逆价差小幅走强，现货升水连续三个交易日回落。高硫燃料油方面，新加坡 380 CST HSFO 6-7 月月间逆价差回落 2.55 美元 / 吨至 28 美元 / 吨，5 月 21 日现货升水下落 1.34 美元 / 吨至 19.71 美元 / 吨。低硫船燃方面，新加坡 0.5% S 船燃 6-7 月月间逆价差上行 3.55 美元 / 吨至 42.75 美元 / 吨，5 月 21 日现货升水下跌 1.47 美元 / 吨至 39.86 美元 / 吨。

【产业表现】新加坡高硫船燃采购需求冷清，市场人士表示现阶段现货升水波动主要由月间价差主导，基本面影响力度有限。截至 5 月 20 日当周，新加坡重馏分商业库存环比上涨 7.1%，升至四周高点，区域内亚洲货源进口量明显增加。中东、俄罗斯燃料油连续多周无货源到港，欧洲进口规模同步缩减。贸易流向出现调整，新加坡时隔五周首次向沙特出口燃料油，同时中断三周的对华出口恢复，面向孟加拉、斯里兰卡等南亚国家的出货也重新开启，整体出口总量大幅攀升。低硫燃料油合规货源供给依旧偏紧，调和组分不足的问题未能得到缓解。

【南华观点】高硫燃料油受终端需求疲软、区域库存回升拖累价格承压，外部货源断供带来的潜在供应压力短期难以体现。低硫燃料油现货价格持续回调，但货源紧缺的核心基本面并未改变，月间价差回暖反映市场依旧担忧远期供给缺口。后续重点跟踪新加坡库存变化、南亚夏季发电需求落地情况以及海外货源恢复到港节奏。

## 沥青：利空释放

【夜盘回顾】截至收盘，bu06 收于 4487 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。

总之，沥青基差、月间套依旧维持多配，单边逢快速下探后，近月仍具备多配机会。同时也如前期周报所述，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（20019531）提供。

## 贵金属早评

### 铂金&钯金：加息预期创年内新高 铂钯偏弱震荡

【行情回顾】上周铂钯偏弱震荡，NYMEX 铂主连周内下降 3.03%至 1931.4 美元/盎司，NYMEX 钯主连周内下跌 4.86%至 1357.0 美元/盎司。WPIC 一季报于 5 月 18 日发布，预计 2026 年铂金供需缺口扩大至 9 吨，其中玻璃行业需求增速较为亮眼，一季度同比增长 83%至 12 吨，带动工业领域需求走强，同比增长 9%至 70 吨，一定程度抵消汽车与首饰领域需求的下降。

【交易逻辑】美伊冲突方面，本周呈现“边打边谈”的极端博弈特征，从制裁豁免的真假消息、军事打击的推迟与威胁，到库欣原油库存连降四周并逼近罐底水位，再到周末期间特朗普称美伊协议“已基本谈成、仅待最终敲定”，内容包括开放霍尔木兹海峡，市场情绪在避险与缓和之间剧烈摇摆。

美联储方面，美国通胀数据超预期，4 月美国 CPI 同比增速达 3.8%，PPI 同比增速达 6%，均为近三年来新高；美联储 4 月 FOMC 会议纪要显示，美联储内部的政策讨论重心已从“何时降息”转向“是否需要加息”，会议纪要释放偏鹰信号。美超预期通胀和美联储偏鹰表态将加息预期推至年内新高，贵金属市场再迎利率逆风，整体看，当前市场已经近乎定价美联储年内加息一次。

贸易关税方面，“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 亿美元金库计划）定价的逻辑有一定程度的削弱。

供应方面，南非电力短缺显著缓解，Eskom 公司预计 5 月 EAF 上升为 65.1，铂族金属矿

山扩产推进；俄罗斯诺里尔斯克镍业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。

需求方面，根据高频领先指标，申万玻璃玻纤指数移动 30 天平均值突破近五年前高，WPIC 最新一季报也表示玻纤行业铂族金属需求持续向好，2026 年中国玻纤行业有望从铂基转向钯基应用，多家企业布局相关技术，替代空间可观。

本周美国数据方面主要关注周四晚间美 PCE 数据，事件方面关注继续关注中东局势进展。

【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，回调可布多，关注美国市场钯金区域溢价。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，铂钯预计仍将宽幅震荡整理并缺乏进一步上行动能，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、俄罗斯诺镍公司供给收缩和钯金玻纤领域“新故事”使当前钯金弹性高于铂金，风险上需警惕中东局势反复、美联储加息预期升温和内外时间差导致开盘跳空的情况。

## 黄金&白银：已定价美联储年内加息一次 贵金属维持低位震荡

【盘面回顾】周内金银整体维持低位震荡，周边美股仍偏强高位运行，美指高位震荡，美债收益率呈现中长端冲高回落，短端继续走高的现象，反映为美股继续受益于 AI 科技股交易，美联储年内以及 27 年加息预期则升温，以及通胀预期冲高回落。

周内贵金属主要围绕中东地缘反复的油价波动对美联储货币政策预期、以及美指和美债收益率影响。整体看，当前市场已经近乎定价美联储年内加息一次。本周中东地缘呈现“边打边谈”的极端博弈特征，从制裁豁免的真假消息、军事打击的推迟与威胁，到库欣原油库存连降四周并逼近罐底水位，再到周末期间特朗普称美伊协议基本谈成、内容包括开放霍尔木兹海峡，市场情绪在避险与缓和之间剧烈摇摆，周末期间暗盘原油已经回落，黄金则回升。考虑周一是美国节假日，行情有效性降低，重点关注周二原油、贵金属以及美股市场对中东局势的反应。另外，10Y 美债收益率突破 4.5%、30Y 美债收益率突破 5%，对美债收益率何时回落及特朗普美伊立场形成新的约束。

美联储方面，周五特朗普在白宫为沃什举行就职宣誓仪式，沃什被视为量化宽松的坚定反对者，主张降息、缩表、去监管及改变通胀衡量方式，但当前美国通胀走高，沃什货币政策不确定上升。

日元方面，日元汇率重新回到接近 160 位置，日央行干预效果递减，市场需警惕日本继续干预汇市风险，以及对于美债抛售的可能性风险，但整体看日元弱势的基本面格局或难改。

本周美国数据方面主要关注周四晚间美 PCE 数据，事件方面关注继续关注中东局势进展。

【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 4.5%、30Y 突破 5%，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，但近期或仍受一定压制。

【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。近期看，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，但是当前已经近乎完全定价美联储年内加息一次，以及中东局势若缓和并形成阶段性停火延长协议，短期仍可能触发阶段性反弹行情。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。风险上警惕中东局势反复以及美联储加息预期升温等。

以上评论由分析师夏莹莹（20016569）提供。

## 化工早评

### 纸浆-胶版纸：纸浆高空持有，胶板区间交易

【盘面回顾】上周五纸浆期货（SP）日盘低位震荡，夜盘先跌后涨；胶版纸（双胶纸）期货（OP）日盘震荡上行，夜盘偏低幅震荡。

【现货市场】山东银星报价 4950-4960 元/吨（-50/-60），山东乌针、布针报价 4520-4760 元/吨（-50/-40），华南银星报价 5100 元/吨（0）。

【港口库存】根据钢联，截止 5 月 22 日，纸浆：港口库存 228.3 万吨（-1.6）；双胶纸原纸生产企业库存 159.63 万吨（+0.79）。

【南华观点】针叶浆现货市场继续普跌，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，纸浆期货仍有一定下行空间，高空仓位可继续持有，胶版印刷纸期货可延续区间交易策略，两者中期可继续尝试高空策略。

### 纯苯-苯乙烯：供需双弱，关注成本端走向

【盘面回顾】BZ2606 夜盘收于 8175（+24）；EB2607 夜盘收于 9339（+87）

【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。周末，美伊谈判迎来利好消息，国际原油暗盘大幅下跌，下周成本端波动预计较大。

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。供应端：国内石油苯开工率已至近 5 年的低位且还在下滑中，4-5 月主港纯苯到港船货偏少，显性库存持续去化；苯乙烯方面，进入 5 月国内检修量也明显增加，短期由于利润等原因还有多套装置出现计划外的减停产，苯乙烯供应收

缩兑现。然而，纯苯，苯乙烯供应收缩的同时需求也在转弱。作为纯苯最大下游，苯乙烯开工下降对纯苯需求形成利空且进入 5 月纯苯的非苯乙烯下游开工也在下滑，需求负反馈明显。苯乙烯下游 3S 即将进入需求淡季，预计刚需支撑为主，此外预期中的出装船集中导致主港苯乙烯库存明显去化迟迟未兑现。短期纯苯，苯乙烯现货市场活跃度不高，基差僵持。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(修改进口预期后，纯苯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：地缘溢价回吐，供需博弈加剧

【盘面动态】LPG 主力合约 PG2607 日盘收于 5948 (-33)，夜盘收于 5870 (-111)，07-08 月差 141 (+16)；FEI M1 收于 785 美元/吨 (-27)，CP M1 收于 748 美元/吨 (+9)，MB M1 收于 0.84 美元/加仑 (-0.00)。

【现货反馈】宁波 6520 (-220)，上海 6450 (-100)，南京 6850 (-100)，山东淄博 6080 (-90)，最便宜交割品价格 5850 (-50)

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 66.90% (-0.01%)，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】周末美伊外交进展与伊朗强硬表态并存，市场核心矛盾从“军事倒计时”切换至“地缘溢价快速回吐”与“协议细节博弈”的双向风险阶段。成本端，原油暗盘下跌超 9%将显著拖累 PG 周一开盘，FEI/Brent 比价走弱亦显示 LPG 相对原油估值承压。供需面，到港量环比大增 14.4 万吨叠加港口库存加速累库 9.9 万吨，供应压力边际增加；PDH 开工率虽回升 5.68 个百分点至 55.5%，但利润仍深度亏损（FEI 口径-342 元/吨），回升可持续性存疑，化工需求支撑力度有限。不过，国内商品量下降 1.1 万吨、FEI-MOPJ 价差走阔至-74 美元/吨（LPG 裂解经济性增强）以及月差走扩至 141 元（近月偏强）提供部分支撑。综合来看，短期地缘溢价快速回吐与基本面累库压力共振，盘面偏弱运行，但伊朗“海峡由我管理”叙事使完全回归战前定价不现实，且 5.26-5.27 协议敲定窗口存在细节分歧风险，单边追空需谨慎，建议观望为主，等待协议落地后方向确认。

## PP 丙烯：PP-丙烯价差走扩

【盘面动态】PP2609 日盘收于 8792 (-98)，夜盘收于 8854 (+62)。PL607 日盘收于 8579 (-103)，夜盘收于 8637 (+58)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 9620 元/吨，华东现货价格为 9800 元/吨，华南现货价格为 9900 元/吨。丙烯山东现货价格为 9020 元/吨，华东现货价格为 9250 元/吨，华南现货价格为 9150 元/吨。

【供需数据】丙烯开工率为 68.44% (+1.86%)。其下游，PP 粒料开工率为 64.63% (-0.67%)，PP 粉料开工率为 16.04% (+1.68%)，环氧丙烷开工率为 62.65% (-2.86%)，丙烯腈开工率为 72.11% (+7.27%)，丙烯酸开工率为 75.71% (-4.58%)，正丁醇开工率为 82.65% (+1.49%)，辛醇开工率为 78% (-4%)，酚酮开工率为 75.5% (-6.94%)。PP 下游平均开工率为 46.36% (-0.59%)。其中，BOPP 开工率为 52.57% (-2.86%)，CPP 开工率为 46.3% (+0.4%)，无纺布开工率为 39.48% (-0.62%)，塑编开工率为 42.08% (-0.04%)，改性 PP 开工率为 65.88% (-0.61%)。PP 总库存环比下降 5.08%。上游库存中，两油库存环比下降 4.65%，煤化工库存下降 12.09%，中游贸易商库存下降 2.57%。

【南华观点】宏观层面来看，目前美伊谈判仍在进行之中，23 日特朗普称美伊已基本谈成

一份协议，但是后续美伊冲突局势的进展仍需持续跟踪，在明确信号释放之前，PP、丙烯盘面仍受到成本端的支撑。基本面来看，PP 方面，现实端的强势持续为其提供支持，由于现货端货源紧张，价格居高不下，目前基差已升至 1000 元/吨以上的历史高位。但是从预期层面来看，推动 PP 进一步走强的驱动比较有限。供应端，近期重启装置明显增多，5 月开工率呈现回升趋势，供应预计逐步增量。目前出口旺季已过，加之东南亚地区烯烃供应偏紧的情况已得到一定缓解，价格有所回落，预计 5-6 月出口将出现减量。需求端，目前需求暂看不到转好迹象，高价影响下，下游订单情况偏弱，工厂基本维持刚需补库。PP 总体呈现供增需弱的基本面格局。丙烯方面，由于 5 月下旬开始 PDH 装置重启计划增多，供应预计增量，其现货价格支撑有限，而同时，PP 现货表现强势，PP-丙烯价差快速回升。目前外采丙烯制 PP 已给出利润，边际装置复产的动力增强。在粉料方面，PP 粉料-丙烯价差亦有显著回升，本周已有装置复产，若价差维持，粉料开工率预计逐步回升，丙烯需求增加。而其余下游负反馈依然明显，尤其是辛醇、丙烯酸和酚酮开工率显著下滑。综合来看，短期丙烯供应预计仍偏宽松，导致其价格支撑有限。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：基本面缺乏方向性驱动

【盘面动态】塑料 2609 日盘收于 7927 (-85)，夜盘收于 8008 (+81)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 8127 元/吨，华东现货价格为 8300 元/吨，华南现货价格为 8450 元/吨。

【供需数据】供应端，PE 开工率为 76.66% (+2.33%)。需求端，PE 下游平均开工率为 37.55% (-0.67%)。其中，农膜开工率为 11.14% (-2.11%)，包装膜开工率为 46.93% (-0.49%)，管材开工率为 34.83% (-0.5%)，注塑开工率为 40.35% (-0.3%)，中空开工率为 33.82% (-0.74%)，拉丝开工率为 33.42% (-0.1%)。库存方面，PE 总库存环比下降 3.21%，上游石化库存环比下滑 4%，煤化工库存下降 15%；中游社会库存下降 1%。

【南华观点】观层面，目前美伊谈判仍在进行之中，23 日特朗普称美伊已基本谈成一份协议，但是后续美伊冲突局势的进展仍需持续跟踪，在明确信号释放之前，塑料盘面仍受到成本端支撑，维持高位震荡。供需层面，供应端近期重启的装置较多，开工率已出现较明显回升，而 LLDPE 生产比例目前仍处于低位，标品供应增量相对有限，但是 HD-LL 价差近期已有所回落，后续需关注全密度装置是否有重新转回生产 LLDPE 的驱动。进出口端，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，短期预计暂看不到好转，一是目前农膜已处于产销淡季，刚性需求有限，二是其他下游受高价原料影响，订单表现亦不及往年同期，需求韧性不足。综合来看，PE 当前基本面变化相对有限，缺乏方向性驱动，预计短期维持区间震荡格局，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：低位震荡

【盘面动态】PVC2609 合约昨晚收于 4853，0.21%。

【南华观点】

目前华东江浙地区 PVC 市场现货基本面持续偏弱，盘面价格持续表现偏弱，情绪较为低迷，不过低价下建议不宜太过悲观。供应端仍处于减产兑现中，供应约束尚在。库存表现则相对偏弱，去库偏慢，本质是需求端是疲软的。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。市场情绪低迷下，PVC 价格短期维持偏弱。继续关注供给端减量情况以及出口兑现程度。

## 橡胶：局势缓和趋势下，走势或呈现分化

### 【南华观点】

周末宏观地缘进一步缓和，目前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，美联储新主席上台，加息或缩表预期加强，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。

中东地区局势走势摇摆，海峡通航逐步扩大，原油价格大幅波动。丁二烯橡胶供应端有所转宽，但上游供应完全恢复仍需时间。亚洲乙烯装置开工维持低位，丁二烯开工率维持偏低，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。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，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，宏观氛围偏弱、天气改善带来上方压力，短期驱动有限，RU关注下方17000-17500区间支撑，持续关注宏观情绪扰动与供应实际上量情况。BR或随板块走弱，风险仍存，关注局势进展。套利方面，RU近远月差反套择机持有，深浅正套或继续持有，NR-BR持有。

## 玻璃纯碱：低位震荡

纯碱：

【盘面动态】纯碱2609合约昨晚收于1183，0.08%。

### 【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 1019，-0.39%。

【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，目前玻璃上中游的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：焦煤供应预期收缩，钢材成本驱动

【盘面回顾】上周成材震荡偏弱，螺纹主力-1.98%，热卷主力-1.77%

【核心逻辑】山西煤炭发生重大的安全事故，煤矿安监可能升级，焦煤供应预期收缩，短期内更多的是情绪驱动焦煤的上涨，带动钢材价格成本的抬升，后续需要关注山西以及全国的煤矿安监发展情况，是否会有更多的煤矿的检查和停产。

上周钢厂盈利率小幅回落至 63.2%，铁水日均产量突破 240 万吨关口，铁水产量的回升支撑铁矿价格，铁矿下方空间有限。焦煤虽蒙古通关量高位，国内开工率高位，但随着山西煤矿安全事故的发生，山西以及全国煤矿供应可能收紧，焦煤供应宽松的逻辑被打破，而且矿山精煤库存偏低，没有明显的库存压力，供应预期将变得紧张。在炉料端有价格上移的预期下，钢材目前自身基本面矛盾不大，整体去库尚可，成材价格主要跟随炉料端，成材成本抬升。

【南华观点】成材盘面价格连续回落，现货价格相对抗跌跌幅有限，基差明显走强近期，当前的估值相对合理，在没有发生煤矿的时间驱动下，成材下方空间或已经有限，煤矿事件发生后成材出现驱动，短期或将反弹。

### 铁矿石：乐观溢价消除，下方空间有限

【盘面信息】铁矿石期货主力价格偏弱震荡运行。

【信息整理】2026 东南亚钢铁协会会议于新加坡召开，印尼钢铁工业协会执行主任哈里·

瓦尔加内格拉在会上表示，印尼正通过推进国家钢铁下游化战略，降低对钢材进口的依赖，为本土钢铁企业创造发展空间。目前印尼已为相关钢铁项目拨付 19 万亿印尼盾（约合 10.7 亿美元）专项资金，用于补齐国内钢铁供应链短板，推动本土钢铁产业升级。印尼总统普拉博沃·比安托此前已明确表态，希望减少成品材进口的依赖。印尼南矿工业协会秘书长指出，当前印尼钢铁行业进口渗透率高达 78.5%，其中中国钢材占据了绝大部分市场份额。中国产品的强势竞争，已对本土企业造成冲击，部分生产商被迫停产。

【南华观点】发运端，全球发运量环比增加，但与往年同期相比仍偏低，全年累计发运增加仍在走弱。其中巴西发运有显著环比增加，受天气干扰影响结束，但与往年同期比仍略偏低。非澳巴发运仍季节性偏高。运费仍维持在超季节性高位，对铁矿石价格仍是支撑项。需求端，本期铁水环比上升，日均铁水超 240 万吨。按照后面的检修计划，预计铁水产量继续缓慢上升。钢厂利润环比有所见顶走弱。五大材产量超季节性上升，但表需走弱，使得库存压力边际略增加。热卷总库存走平，库存超季节性走弱。

库存端，港口库存环比小幅去库，去库速度与往年同期相比偏慢一点，因此库存的超季节性走平，基本面边际走的一般。

此外，估值端，铁矿持仓显著超季节性下降，铁矿石沉淀资金显著减少，疑似前期乐观预期资金撤离导致价格下跌。螺纹期货已经跌至谷电成本以下，且螺纹热卷基差饥皆有所走强，前期高估值溢价已经消除。

因此，总的来说，铁矿石基本面边际有所转弱，但目前市场价格下跌主要来自于市场预期的转弱，前期价格的乐观溢价已经去除，预计价格下方空间有限。

## 焦煤：事故影响

【盘面信息】焦煤主力合约大跌，价格跌至布林带下轨附近

【信息整理】2026 年入夏，极端高温率先在印度拉开序幕。4 月全国用电峰值飙升至 260.45 吉瓦，创下历史新高，同比涨幅达 9.4%；夜间电力缺口峰值达 5.4 吉瓦，相当于 270 万户家庭的用电需求被切断，农村地区日均停电时长更是长达 6 到 8 小时。新德里今年 4 月就首次突破 7000 兆瓦的用电峰值，预计夏季峰值将突破 9000 兆瓦。2026 年 4-5 月，日本燃煤发电量同比回升 11.1%，创下近一年最快增速，同期燃气发电量下滑 12.9%；韩国直接取消了燃煤发电量 80% 的上限限制，煤电同比大增 39.7%，创下 2019 年以来最大增幅；越南 4 月燃煤发电量达到 17864 吉瓦时，同比增长超过 15%，原本计划 2030 年前退役的 12 台煤电机组全部重启保供。

【南华观点】焦煤供应端整体维持较高生产水平，但实际增量有限，当前市场情绪趋于谨慎，下游采购节奏有所放缓，中间环节投机需求减少，整体成交表现平淡，部分高价资源报价出现小幅回调，不过煤矿精煤库存处于低位，暂无明显库存压力，企业挺价意愿较强。需求端，焦煤刚性需求仍有支撑，当前铁水日均产量超 240 万吨且后续有望缓慢上行，钢厂对焦煤的采购节奏较为积极，焦化企业生产积极性较高、出货顺畅，不过钢厂利润已见顶走弱，五大材表需偏弱，焦钢博弈仍在持续，四轮提涨预计落地，但整体需求呈现刚性不弱、弹性有限的特征，后续提涨能否顺利落地存疑。

库存端，当前焦煤产业链库存压力边际有所增加，五大材产量超季节性上升但表需走弱带来库存累积，热卷库存走平且表现弱于季节性，不过焦企厂内库存多维持低位甚至零库存状态，下游补库积极性有所提升，整体库存未出现大幅累库，呈现结构性分化态势。

估值端，焦煤期货持续回调，盘面已先于现货调整且估值偏低，现货跌幅有限，基差显著走强，若无明确保供增产预期，事故影响影响下供给偏紧，三季度蒙煤涨价预期叠加成本抬升将支撑 09 合约底部，短期盘面或触底反弹。

## 硅铁&硅锰：黑色情绪支撑，库存压力仍存

【盘面回顾】上周铁合金底部震荡，硅铁主力+1.99%，硅锰主力+0.58%

【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。上周硅铁产量基本持平，环比-0.55%；硅锰产量增加，环比+3.42%，硅锰供应压力仍存。但库存端，硅铁企业库存连续多周累库，上周环比+5.74%，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，目前钢材盈利率小幅回落，钢厂盈利率 63%左右，超半数以上企业盈利，铁水突破 240 万吨，但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。铁合金成本下移，上涨驱动较弱，震荡偏弱。

【南华观点】山西煤矿安全事件，焦煤供应预期收紧，黑色情绪驱动上涨，铁合金或受到影响存在支撑，但铁合金基本面偏弱，库存压力仍存。

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】上周五生猪主力合约 LH2607 收于 11190，涨幅达 1.54%。

【现货报价】

全国生猪均价 9.65 (+0.06) 元/公斤，其中河南 10.06 (+0.05) 元/公斤、四川 9.36 (-0.00) 元/公斤、湖南 9.44 (+0.13) 元/公斤、辽宁 9.72 (+0.18) 元/公斤、广东 10.26 (+0.00) 元/公斤、安徽 9.91 (+0.04)

【现货情况】

周末东北地区受连续大雨影响，市场出栏量偏少，叠加二次育肥零星进场支撑，价格呈现持续偏强走势；但其他多个区域受需求端疲软拖累，整体价格先扬后抑。由于养殖主体出栏节奏偏紧凑，价格回落幅度不大，不过终端疲软或拖累短期行情小幅转弱，月底需关注养殖主体出栏节奏变化。南方市场多个区域稳定观望，部分试探拉涨后维持观望，多地需求端增量不佳，部分区域猪源走货难度增强，另有一些区域则受外调和二次育肥支撑，今日成交尚可。短期南方或呈现区域强弱差异，需关注供需匹配情况。

【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：下破万六关口

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌近 1%，美元走强，棉价依旧承压。上周五夜盘郑棉小幅下跌。

【市场信息】

1. 据美国旱情最新监测数据，至 5 月 19 日，全美约 97%的植棉区受旱情困扰，较前一周

(97%)持平，其中得州约93%的植棉区受旱情困扰，较前一周(93%)持平。

【核心逻辑】前下游纺织消费维持季节性淡季特征，纱布厂负荷略有下滑，基本持稳，成品库存维持累库状态。近期新疆部分产区出现冰雹及大风沙尘天气，但涉及棉田面积不大，影响有限，目前新棉多处于五至六片真叶期，生长进度多快于去年同期，南疆部分棉田有零星现蕾，本周各产区气温或有进一步上升，且预计降水量较少，风速或多有下降，有利于新棉的生长。据美国农业部统计，至5月17日全美棉花播种进度为41%，领先去年同期3个百分点，领先近五年均值1个百分点，其中得州播种进度为34%，较去年同期持平，较近五年均值持平，近期得州东南部棉区及美国中南棉区均有明显降水，土壤湿度明显回升，但得州西北部棉区降水仍偏少，土壤墒情尚未得到显著恢复，且下周暂未见明显降雨预报，继续跟踪产区天气变化。

【南华观点】近期市场抛储传闻不断，观望情绪较重，棉花在宏观情绪变化下随外围市场波动，短期下游需求处于淡季但库存压力不大，新季供需收紧预期暂未改变但美棉产区旱情边际缓解，在政策调控预期升温下郑棉或暂以震荡调整为主，关注15700-15800附近支撑效果。

## 鸡蛋：延续涨势

### 【期货动态】

昨日鸡蛋主力合约JD2607收于4020，涨幅达1.64%。

### 【现货情况】

周末(5月23—24日)全国鸡蛋现货市场整体呈现偏强运行态势。周六(5月23日)蛋价延续上涨行情，主产区均价回升至约4.45元/斤，其中河北均价涨至约4.45元/斤，北京鸡蛋主流价格涨至209元/44斤，较前一日上涨5元，上海接货价也上涨3元至124元/27.5斤。周日(5月24日)市场趋稳，北京鸡蛋主流价格稳定在209元/44斤，上海褐壳鸡蛋接货价124元/27.5斤不变，山东菏泽等地褐壳大蛋到户价参考134—135元/30斤，走货正常，全国多数产区蛋价以稳为主。目前各环节库存仍处于低位，南方销区如广东到货偏多、走货速度有所放缓。短期来看，端午备货需求仍在释放，生产与流通环节库存持续偏低，对蛋价形成有力支撑，预计近期鸡蛋价格稳中偏强，但蛋价已涨至高位，再涨空间有限。

### 【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：局势缓和趋势下，走势或呈现分化

### 【南华观点】

周末宏观地缘进一步缓和，目前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，美联储新主席上台，加息或缩表预期加强，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。

中东地区局势走势摇摆，海峡通航逐步扩大，原油价格大幅波动。丁二烯橡胶供应端有所转宽，但上游供应完全恢复仍需时间。亚洲乙烯装置开工维持低位，丁二烯开工率维持偏低，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。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，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，宏观氛围偏弱、天气改善带来上方压力，短期驱动有限，RU 关注下方 17000-17500 区间支撑，持续关注宏观情绪扰动与供应实际上量情况。BR 或随板块走弱，风险仍存，关注局势进展。套利方面，RU 近远月差反套择机持有，深浅正套或继续持有，NR-BR 持有。

## 花生：现货压价，盘面震荡

【盘面回顾】上个交易日花生 PK2610 合约小幅下跌，收盘 8140 元/吨，跌 0.39%。预计后市将继续小幅震荡。

【现货市场】全国通货均价 7645 元/吨，涨 18 元/吨，8 筛精米均价 8413 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 4.05 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 4.1 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，有价无市。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。吉林花生价格稳定，低价上货少。部分大厂到货集中。阜新鲁花合同暂停新签，近几日预计停收。青岛工厂小线米降 100 元/吨至 7550 元/吨。袁州工厂适量卸货中。石家庄工厂货量多，部分外库。开封工厂到货约有 50 多车，以质论价。开封龙大少量到货。费县中粮约有 22 车。菏泽中粮暂停。金胜粮

油少量到货。玉皇粮油到货不多。兴泉油脂日均 100-200 吨。

【后市展望】目前鲁花收购进入收尾阶段，仅剩益海维持不错的收购量，但通过压价来降低成本，现货价格上涨动力不足，缓慢磨底试探。而新季花生东北成本上升已成定数，有调研显示东北花生种植面积略涨，山东花生面积减少，后续关注河南麦茬花生种植面积。预计后市继续保持小幅震荡。

【南华观点】逢高卖套保。

## 红枣：关注花期天气扰动

【期货动态】上周五红枣主力合约收于 8900 元/吨，跌幅 1.17%。

【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，陆续进入花期，需警惕产区高温、大风及持续降雨天气，本月底或陆续开展环割工作，当前预计本周各产区气温或暂稳，风速或有放缓，但阿拉尔市或仍有短时大风天气，同时各产区或有降雨，但整体降水量不大，关注后续天气扰动对花期的影响。

【销区信息】上周五河北崔尔庄市场到货 6 车，参考特级 8.80-10.30 元/公斤，一级 7.80-8.30 元/公斤，广东如意坊市场未有到货，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 22 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：反弹乏力

【盘面回顾】昨日原木期货（LG）价格整体偏震荡，LG2607 收于 808.5，主力合约持仓 11802 手，流动性略有回暖。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】当前原木现货市场相对稳定。当前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；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，期货估值较前期下跌。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。供应端相对收紧——5 月 18 日至 5 月 24 日，13 港新西兰针叶原木预到船 9 条，较上周减少 4 条，周环比减少 31%；到港总量约 33.5 万方，较上周减少 18.8 万方，周环比减少 36%，也同样带来一定利好，维稳期价走势。总体来看，策略上可以区间交易为主，暂未出现明显趋势性转向。

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。