

## 金融期货早评

### 宏观：华为 $\tau$ 定律的价值

【市场资讯】伊朗战争——（1）伊朗——①伊朗称若战争重启将猛烈回击，并将阻止地区石油出口。②伊外交部：美国公然违反停火协议，伊朗将作出回应。③伊朗革命卫队：伊朗有权对美国任何违反停火协议的行为作出回应。锁定并击落了一架美军 MQ9 无人机。④伊朗媒体否认伊美达成谅解备忘录的说法。⑤伊朗总统：已准备好达成“有尊严的”框架协议。（2）美国——①美国中央司令部称在伊朗南部进行自卫性打击，美官员：并不意味着停火结束。②美国总统特朗普与以色列总理内塔尼亚胡通电话。③美国中央司令部：美国并未恢复“自由计划”，有关该计划重新启动的报道是不准确的。④鲁比奥：（关于伊朗）与伊朗协议相关的措辞谈判可能“还需要几天时间”。（3）其他——①内塔尼亚胡：以军正占领黎巴嫩“战略要地”。在加沙对哈马斯的新武装分支负责人发动了袭击。②消息人士：解冻伊朗海外资金成伊美谈判主要分歧。③卡塔尔外交部：有关卡塔尔出资 120 亿美元促成协议的报道纯属虚假。

【南华观点】当前全球金融市场深陷美联储政策博弈、债市结构性危机与地缘冲突反复的困局，而中国市场凭借产业端的突破性进展走出相对独立的结构性行情，其中华为  $\tau$  定律带来的国产算力叙事升级，成为支撑市场风险偏好的核心支柱。具体来看：海外市场的不确定性正持续抬升。美联储内部政策分歧尖锐，沃什主导的长期结构性改革导向，与特朗普为助力中期选举强推短期降息的诉求形成冲突，央行独立性与政治压力的拉扯将使政策路径充满变数，市场不确定性溢价显著走高。全球债市调整已超越周期性范畴，地缘推升的通胀粘性与主要经济体财政不可持续形成负反馈螺旋，若美债 MOVE 指数突破 120 高波动临界值，将触发保证金追缴与跨市场抛售的系统性风险。与海外动荡形成鲜明对比，中国市场的结构性亮点集中在算力赛道。全球 AI 产业长期受制于数据搬运瓶颈，华为  $\tau$  定律跳出先进制程比拼的传统路径，从器件逻辑折叠、反向软硬件协同、全新互联总线等维度系统性破解数据传输难题，将智算集群算力利用率提升，是同等投入下有效算力提升 2-6 倍，改写了行业成本结构，为国产算力自主可控打开长期成长空间。不过需要注意的是，当前算力板块行情已部分脱离基本面，短期情绪与资金抱团成为主导，后续需防范抱团松动引发的剧烈波动。国内债市则受益于央行精准调控，5-6 月政府债净供给压力可控，做多逻辑未被破坏，短期调整空间有限。

### 人民币汇率：在岸人民币汇率窄幅震荡

【行情回顾】前一交易日，美元兑人民币整体呈现窄幅震荡走势。在岸人民币对美元 16:30 收盘报 6.787，较上一交易日下跌 33 个基点，夜盘收报 6.7867。人民币对美元中间价报 6.8288，较上一交易日调升 30 个基点。纽约尾盘，美元指数涨 0.17% 报 99.15。

【核心逻辑】美伊当前仍在边打边谈，原油在周一大跌后有所反弹，在一定程度上边际支撑美元指数。总体来看，在美伊谈判的拉锯下，美元指数呈现震荡态势，现阶段美元指数进一步形成趋势仍需新增消息催化。若无新消息，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，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) 截至 2026 年 5 月 25 日，A 股融资余额历史首次站上 2.9 万亿元，达 29035.40 亿元。2) 美媒称美国悄然恢复霍尔木兹海峡护航，美军否认，油运风险远未解

除。伊朗谴责美国“违反停火协议”，解冻海外资金仍为谈判主要分歧。

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：底部支撑较强，静待突破

### 【市场回顾】

上个交易日股指涨跌不一，大盘股指收涨，中小盘股指收跌，两市成交额小幅放量，期指方面，IF 放量上涨，IH 缩量上涨，IC、IM 放量下跌。

### 【重要讯息】

1. 美媒称美国悄然恢复霍尔木兹海峡护航，美军否认，油运风险远未解除。伊朗谴责美国“违反停火协议”，解冻海外资金仍为谈判主要分歧。伊朗总统：已准备好达成“有尊严的”框架协议，毫不动摇捍卫领土与国家主权。

### 【行情解读】

目前美伊谈判仍在进行中，但双方未达成协议前，中东局势仍存在不确定性，影响 A 股短期波动。昨日 A 股全天震荡，从日内走势来看，底部支撑较明显，指数风格方面，大盘股指占优。各品种期指基差均贴水收敛，市场情绪有所好转。中期看，盈利修复驱动股指走强的逻辑不变，短期震荡调整是为了后续再度上行蓄势，目前调整的空间基本到位，静待指数上行突破。此外，本周关注国内外重要经济数据公布情况，进一步验证国内基本面复苏情况以及海外流动性走向。

【南华观点】短期预计震荡消化后再度偏强

## 国债：央行再加码流动性，期债全线收红

【市场回顾】昨日国债期货市场全线收涨，超长期品种表现最为强劲，三十年国债期货主力合约领涨，十年、五年及二年期合约亦录得小幅上涨。从成交与持仓变化来看，主力合约向次主力合约的移仓换月进程正在加速，资金向远月合约转移的意愿较为明显，TS 与 TL 主力合约已由 2606 替换为 2609。

昨日央行开展了 2490 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 2485 亿。货币利率方面，DR001 为 1.3189%，DR007 为 1.3752%。机构行为方面，昨日基金与证券买入，银行卖出，保险时买时卖。

【重要资讯】1. 据商务部、外汇局统计，2026 年 1-4 月，我国全行业对外直接投资 619.9 亿美元，同比增长 7.7%。其中，非金融类直接投资 455.8 亿美元，同比下降 10.7%。

【行情解读】央行昨日再加码流动性，净投放 2485 亿元，有效对冲税期影响，货币利率较昨日小幅下行，维持了资金面的均衡偏松格局，为现券市场提供了流动性支持。此外，近期 A 股市场调整带来的避险情绪，也促使部分资金流入债市，增强了现券的配置和交易需求。现货市场的稳定表现为期货上涨提供了坚实的基础。

【南华观点】超长端维持谨慎偏多，等待跨月后资金利率能否从政策利率附近回落；中短端偏防守维持适度配置。临近月末资金面易紧张难松，需注意短期资金利率持续向政策利率靠拢带来的潜在利空。

以上评论由分析师周骥（Z0017101）、高翔（Z0016413）、廖臣悦（Z0022951）、潘响（Z0021448）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:情绪退坡

【行情回顾】碳酸锂期货主力合约收于 175960 元/吨，日环比-2.89%。成交量 24.55 万手；持仓量 44.19 万手，日环比-7847 手。碳酸锂 LC2607-LC2609 月差为 Contango 结构。仓单数量总计 53763 手，日环比+1620 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场价格企稳，成交一般。锂矿市场价格走弱，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价变动-1.52%。锂盐市场报价走弱，电池级碳酸锂报价 18 万元/吨；电池级氢氧化锂报价 16.7 万元/吨，贸易商基差报价平稳。下游正极材料报价走弱，磷酸铁锂报价变动-1.25%，三元材料报价变动-0.71%；六氟磷酸铁锂报价变动+0.87%，电解液报价变动+1.40%。

【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:宽幅震荡

【行情回顾】工业硅期货主力合约收于 8565 元/吨，日环比变动-0.06%。成交量约 19.74 万手；持仓量约 28.19 万手，日环比-6821 手。SI2607-SI2609 月差为 Contango 结构。仓单数量 29366 手，日环比变动-40 手。

多晶硅期货主力合约收于 37375 元/吨，日环比变动+1.03%。成交量 7.40 万手；持仓量 7.40 万手，日环比+0.53 万手；PS2607-PS2609 月差为 Contango 结构；仓单数量 16290 手，日环比变动+1270 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 34.45 元/千克；硅片价格 0.89 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+0%，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：库存去化信号渐明但地缘溢价摇摆，铝价震荡反复

【盘面回顾】国内盘：沪铝主力合约收于 24560 元/吨，环比上涨 0.64%，持仓减少 860 手至 29 万手，成交量 8.56 万手。

外盘联动：

LME 铝收于 3674.5 美元/吨，环比涨 0.51%。

COMEX 铝收于 3683.25 美元/吨，环比微涨 0.20%。

相关品种：氧化铝主力合约收于 2863 元/吨，环比上涨 1.31%，持仓增加 3858 手至 36.1 万手，成交量 38.5 万手。铸造铝合金收于 23090 元/吨，环比微涨 0.26%。

现货：华东 A00 铝现货报价约 24080 元/吨。

【产业信息】宏观层面：

近期宏观面多空交织，市场情绪摇摆不定。一方面，新任美联储主席沃什释放“先降息、后缩表”的政策信号，年内美国或形成通胀叠加货币宽松的特殊格局，为大宗商品提供中期利多叙事。另一方面，美债收益率高位运行对美元形成支撑，同时美联储会议纪要显示多数官员支持在通胀持续高企时加息，多位官员倾向删除宽松倾向，显示市场已定价 2026 年不再降息甚至年底加息的可能。与此同时，霍尔木兹海峡物流受阻预期持续扰动能源与大宗商品供应格局，地缘风险溢价阶段性注入，但美伊和谈预期反复亦使地缘溢价频繁摇摆。

产业层面：

铝：库存端呈现边际改善但趋势尚未稳固。截至 5 月 25 日，国内主流消费地电解铝锭社会库存约 141.1 万吨，环比上周去化，铝棒库存同步去化，加工材去库力度好于铝锭，下游补库意愿在价格回落后有所修复。不过整体库存仍处于近年高位，对铝价上方空间形成压制。同时需关注南方多省份进入梅雨季，传统需求旺季接近尾声，下游开工情绪存在边际走弱风险。海外方面，中东地缘冲突致使海外约 220 万吨电解铝产能受到冲击，LME 库存持续去化至年内低位，现货升水维持强势，交割品紧缺为铝价注入韧性。

氧化铝：矿端及烧碱成本支撑与新产能释放持续形成多空对冲。铝土矿进口受几内亚政策预期及海运费高企影响，到港成本维持高位；烧碱价格上行推升完全成本，部分高成本产能已陷入亏损，下方成本托底效应逐步显现。但近月合约面临巨量仓单交割压力，叠加氧化铝行业整体开工率偏低，需求端电解铝产能增量有限，上方高库存压制尚未解除，短期维持区间博弈格局。

铝合金：现货流通维持平淡，下游压铸及汽车领域采购以刚需为主，价格走势被动跟随铝价波动，主动驱动力有限。

【南华观点】当前铝产业链核心驱动逻辑在于海外供给端刚性缺口与国内需求端平淡现实之间的背离博弈。海外中东地缘扰动导致供给缺口持续，LME 库存低位运行给予铝价外盘韧性，但国内社库绝对水平偏高、现货贴水走阔，内盘上行缺乏需求端的有力支撑，铝价短期面临内外分化下的震荡反复。氧化铝方面，成本端矿与烧碱价格高企构筑底部支撑，但巨量仓单交割压力与新增产能释放压制上方空间，短期维持区间震荡格局，关注几内亚政策动向对矿端预期的扰动。铝合金继续被动跟涨，缺乏独立驱动。重点跟踪国内铝锭社会库存去化持续性，以及霍尔木兹海峡地缘局势与美伊谈判进展对海外供给预期的边际冲击。

## 铜：6月空调排产继续下降，传统需求拖累铜价

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 6.423 美元/磅，跌 0.72%；LME 铜收于 13610.5 美元/吨，跌 0.42%（与 22 日环比）；沪铜主力最新报价收于 104760 元/吨，跌 0.39%；国际铜收于 92700 元/吨，跌 0.85%。主力收盘后基差为-210 元/吨，较上一交易日跌 30 元/吨，基差率为-0.2%。

【产业信息】1、上期所铜期货注册仓单 97188 吨，较前一日减少 3077 吨；LME 铜库存 389525 吨，较前一日减少 2375 吨；LME 铜注册仓单 273925 吨，较前一日减少 1600 吨，注销仓单 115600 吨。COMEX 铜库存 633977 吨，环比增加 297 吨。

2、昨日现货成交较弱，高铜价抑制消费，下游企业刚需采购，需求未见放量，现货市场流通尚可现货去库放缓，供需结构继续令现货承压。上海金属网 1#电解铜报价 104500-105000 元/吨，均价 104750 元/吨，较上交易日下跌 720 元/吨，对沪铜 2606 合约报贴 160-升 10 元/吨。截止午间收盘，升水铜报贴 20-升 10 元/吨，平水铜报贴 160-贴 130 元/吨，湿法铜报贴 200-贴 180 元/吨，非注册铜报贴 300-贴 270 元/吨。

3、终端家电需求弱，三大白电 6 月排产较去年下降 11.8%。空调排产较去年下降 18.9%，内销下降 23%，外销下降 21%。冰箱排产较去年下降 4.1%，内销下降 13.6%，出口增加 2.4%。洗衣机排产较去年下降 1.9%，内销下降 11.4%，出口增长 0.8%。

4、秘鲁能源与矿业部发布的数据显示，秘鲁 2026 年 3 月铜产量为 238,464 吨，同比增加 3.8%。1-3 月累计产量为 688,214 吨，同比增加 3.3%。秘鲁 2026 年 3 月出口铜 24.93 万吨、锡 1,400 吨、金 54.71 万盎司、精炼银 40 万盎司、铅 15.85 万吨和锌 11 万吨。

【南华观点】当日金属板块内部走势分化，沪锌放量上涨，锡和铝表现稍强，但铜和白银走势偏弱。早盘开市后，铜和白银瞬时减仓下跌，多空减仓均衡。这两天接连触碰 106000 上方空间，但都未能站稳。技术面去看，资金在 105000-106000 区间依然需要巩固才能有效突破，否则陷入区间震荡。

## 锌：多头止盈，夜盘大幅回落

【盘面回顾】上一交易日，沪锌加权合约收于 25118 元/吨。其中成交量为 22.89 万手，持仓 20.91 万手。现货端，0#锌锭均价为 24760 元/吨，1#锌锭均价为 24690 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌日内偏强震荡，夜盘回落主因大批多头止盈。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：宽幅震荡周期

【盘面回顾】沪镍主力合约收于 144030 元/吨，上涨 1.44%。不锈钢主力合约收于 14905 元/吨，上涨 0.88%。

【行业表现】现货市场方面，金川镍现货价格调整为 142700 元/吨，升水为 1100 元/吨。SMM 电解镍为 142000 元/吨。进口镍均价调整至 141350 元/吨。电池级硫酸镍均价为 33650 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 11104.55 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-0.4%。8-12% 高镍生铁出厂价为 1126 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 5.06%。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】

镍不锈钢日内有所下跌，夜盘中枢向上修复。霍尔木兹海峡近期通运预期上升，前期驱动逻辑降温，库存有所累计；现阶段底部支撑仍较为坚挺，主流链路成本偏高，产业链现货上游挺价坚决，下方空间较为受限。印尼目前已确定镍系产品不在国有企业出口管控范围内。青山减产镍铁传导周期偏长，短期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 RKAB，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。基本面目前上下游博弈不改，菲律宾镍矿离港量上升，紧俏程度小幅放缓，菲矿价格企稳，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，霍尔木兹海峡通运预期上升，湿法链路成本中期有望小幅松动。镍铁方面价格企稳，上下游价格有一定博弈，上游部分货源延续惜售挺价节奏，当前无明显一口价成交。不锈钢日内震荡，镍铁供给端下滑局面中相较于沪镍韧性更强，现货端下游对价格接受度有所松动，刚需采购导致库存有所去库，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 42.65 万元每吨；成交 32.39 万手；持仓 8.99 万手。现货方面，SMM 1#锡价 423150 元每吨。

【核心逻辑】上一交易日，锡价日内宽幅震荡，夜盘小幅回落。从基本面看，整体由供给端提供支撑。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，下游整体以弱修复为主，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：探底回升，窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅加权合约收于 16730 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16475 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪铅日内回补夜盘跌幅，夜盘窄幅震荡。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，等待炒作

【盘面回顾】美豆盘面由于美豆油下跌带动低开走弱；内盘跟随外盘下跌为主。

【供需分析】对于国内豆粕，全国大豆库存继续卖保持季节性高位，随着油厂逐渐开机，且山东，华南后续大豆到港通关加速，压榨节奏或将加快，全国豆粕库存开始逐渐回升。但华北地区依旧存在压车现象，后续预计逐渐缓解；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，处在季节性需求中。整体来看，在近月澳籽粕仓单压制下盘面连续走弱，但关于新规修订同样使得交割基准回归现货定价。

【后市展望】中美谈判落地，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，短期内受原油回落影响走弱，但下方空间有限。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，但 M7-9 仍将延续反套走势，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：震荡整理运行

【盘面回顾】外盘原油偏弱震荡，盘中一度跌下 90 关口，但随后震荡上行，国内油脂小幅跟跌，但下跌程度有限，整体震荡整理运行。

【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，但地缘政治并未彻底结束，且即使缓解，霍尔木兹海峡通行依然需要时间恢复，能源下方有支撑。产地方面高频数据显示马来 1-25 日棕榈油产量环比下降，但出口量较上月同期出口的 1155770 吨减少 18%，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，中长期来看供需趋紧格局不变，价格重心缓慢上移。

## 豆一：现货紧缺，拍卖市场火热

【期货动态】豆一 2607 合约开盘小幅下跌后迅速拉升，随后震荡上行。

【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。

【市场分析】因今年种植成本偏高，大豆播种面积下调，玉米面积增加。从供应端来看，东北地区农户余粮不足一成，但比去年略高，粮源集中在贸易商手中，惜售情绪较重；本周东北阴雨为主，黑龙江西部部分地区有冰雹和龙卷风，东部天气情况良好。下游需求端表现疲软，下游走货不佳，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。近期终端企业询价次数渐频繁，食用需求或许将回暖。

【南华观点】豆一波动较大，炒作情绪强烈，高蛋白豆紧缺，拍卖市场火热，近远月合约

价差可能扩大。

## 玉米&淀粉：新季小麦上市减少玉米饲料需求

【期货动态】大连玉米主力合约震荡下行，开盘有较大涨幅但午后持续下跌，盘面价格持续疲软；玉米淀粉底部震荡，涨幅很小；外盘美伊预期达成和平协议，缓解后市化肥供应紧张态势，CBOT 玉米略有下跌。

【现货情况】今日玉米现货价格保持稳定，全国均价 2304.71 元/吨，较上一工作日下跌 3.55 元/吨，跌幅 0.15%。东北市场价格区间在 2160-2260 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 2350-2360 元/吨，上涨 10 元/吨；锦州港新季玉米主流收购挂牌价 2350-2335 元/吨，跌 5 元/吨；南方港口价格在 2470-2480 元/吨左右。

【市场分析】替代品方面湖北新季小麦陆续上市，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：美伊反反复复，盘面止跌回升

【盘面动态】Brent 收于 96.67 元/桶，涨跌幅 3.48%，WTI 收于 93.89 美元/桶，涨跌幅 -2.81%，SC 收于 609.05 元/桶，涨跌幅 0.81%。

#### 【市场资讯】

- 1、据伊朗塔斯尼姆通讯社：伊朗伊斯兰革命卫队海军表示，在过去 24 小时内，有 25 艘油轮、集装箱船以及其他商业船只在获得伊朗许可的情况下通过了霍尔木兹海峡。
- 2、【伊外交部：美国公然违反停火协议，伊朗将作出回应】金十数据 5 月 26 日讯，伊朗外交部表示，美国在霍尔木兹甘省公然违反了停火协议。伊朗将作出回应，绝不会犹豫捍卫自身安全。美国在谈判的同时违反停火协议，再次暴露了其恶意。
- 3、据伊朗媒体 Fars News 援引接近谈判的消息人士称，对伊朗资金的解冻是伊朗与美国的最后一个严重障碍，正在通过卡塔尔的调解解决。在伊朗未收到被冻结资金之前，不会进行谈判。目前官方尚未证实。

#### 【南华观点】

截至目前美伊暂未获得实质性进展，美伊在巴基斯坦斡旋下继续间接谈判，框架性谅解备忘录已接近定稿，但未正式签署，分歧集中在资产解冻与行动先后，军事摩擦仍在干扰互信，核心仍是双方的信任度极低。另外伊朗通讯社表示在过去 24 小时，有 25 艘油轮、集装箱船以及其他商业船只在伊朗的许可下通过了霍尔木兹海峡，从 kpler 及其他数据端来看，

油船的占比并不大，通航量依然比较零星。

## 沥青：利空释放，择机做多

【夜盘回顾】截至收盘，bu07 收于 4319 元/吨

【现货回顾】5 月 25 日，国内沥青市场均价为 4605 元/吨，较上一日下跌 1 元/吨，跌幅 0.02%。需求表现清淡，不过国内沥青供应水平持续处于低位，对沥青价格存在底部支撑，大部分地区沥青主流成交价格暂时走稳。不过，今日原油及沥青期货盘面价格回落，打压市场情绪，华东及山东部分期现商及贸易商释放低价合同，带动国内沥青市场均价回落。

【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（Z0019531）提供。

## 贵金属早评

### 铂金&钯金：铂钯震荡偏弱

【盘面回顾】昨日夜盘 NYMEX 铂钯震荡偏弱，最终 NYMEX 铂 2607 合约收 1970.8 美元/盎司，相较昨日收盘价-0.36%，NYMEX 钯 2606 合约收 1391.0 美元/盎司，-1.21%。

【交易逻辑】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。

中东地缘方面，美国中央司令部发布声明称，美军已对伊朗导弹发射阵地以及试图布设水雷的船只实施打击，发言人 Tim Hawkins 表示，此举属于防御性质，目的在于“保护我们的部队免受伊朗军队构成的威胁”。随后，伊斯兰革命卫队于 26 日在波斯湾伊朗领空击落了一架美军 MQ-9“死神”无人机。伊朗外交部表示，美国在霍尔木兹甘省公然违反了停火协议，伊朗绝不会犹豫捍卫自身安全。

美联储方面，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：延续震荡

**【盘面回顾】**周二贵金属延续震荡，但白银走势依然强于黄金。中东地缘仍是贵金属波动源头因素，但近期布油回调至 100 下方，美债走高，美股有所分化纳指仍创新高，贵金属则反弹乏力，且资金参与意愿仍偏低，贵金属整体则仍处于震荡格局中。最终 COMEX 黄金 2608 合约收报 4541.6 美元/盎司，-1.38%；COMEX 白银 2607 合约收报于 77.27 美元/盎司，-1.44%。基金持仓看，昨日全球最大黄金 ETF--SPDR Gold Trust 持仓维持在 1034.85 吨；全球最大白银 ETF--iShares Silver Trust (SLV) 白银持仓减少 36.59 吨至 15177.78 吨。美联储货币政策预期方面，CME 美联储观察显示，美联储 6 月维持利率不变概率 99.2%，加息概率 0.8%；9 月较当前维持利率不变概率 71.6%，加息概率 28.3%。

地缘方面，美伊局势呈现高度矛盾的“脆弱的对峙”状态，美军昨日对伊朗南部发动“自卫打击”，袭击了导弹阵地和布雷艇；伊朗则宣布击落美军无人机并开火驱逐战机。双方在停火期内的交火本质上是为争取谈判筹码的“极限施压”。

本周美国数据方面主要关注周四晚间美 PCE 数据，事件方面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、AI 经济提振风险偏好和通胀预期等。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，推动金价上涨。

**【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、货币政策端尚无释放宽松信号甚至加息预期升温、同时美股仍具韧性下，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，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：冲高回落

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

【现货市场】山东银星报价 4970-4980 元/吨（+10/+10），山东乌针、布针报价 4600-4790 元/吨（+50/0），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】针叶浆现货市场相对维稳，部分华东地区品牌现货报价仍有所上行，期货估值继续上涨。如此前所说，地缘情绪明显缓和，部分空头投资者再度减仓，期价因此上行。但从基本面来看，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。

对于胶版纸期货而言，近来需求仍以刚需采购为主，在经销商出货压力仍存的情况下，部分报价仍可能有进一步下跌的可能；而本周双胶纸库存天数较上周四上升 1.27%，库存压力加大，带来一定利空影响。但纸浆期价的反弹，也从成本角度带来利多影响。

对于后市而言，纸浆期货可保持观望，观察高空机会，胶版印刷纸期货可延续区间交易策略，谨慎做多。

### 纯苯-苯乙烯：震荡整理

【盘面回顾】BZ2606 夜盘收于 7629（+44）；EB2607 夜盘收于 8801（-34）

【南华观点】

周末，美伊谈判迎来利好消息，特朗普称美伊协议“基本谈成”，据沙特媒体报道美伊可能于 6 月 5 日进行下一轮会谈，国际原油暗盘大幅下跌。周一油价低开后偏弱运行，纯苯、苯乙烯跟随成本端大幅下跌。周二美伊态度反复，双方暂未达成谅解备忘录，原油止跌，夜盘纯苯、苯乙烯震荡整理为主。

品种自身基本面来看，当前纯苯、苯乙烯均表现为供需双弱。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，纯苯供需差较前期平衡表有所收窄)，基本面支撑更强一些。后续继续中东走向，当前消息看美伊双方仍未就核心问题达成一致，同时关注纯苯、苯乙烯绝对价格下跌后下游的补库意愿。

### lpg: 中东局势不定，盘面偏谨慎

【盘面动态】LPG 主力合约 PG2607 日盘收于 5674（-6），夜盘收于 5721（+41），07-08 月差 150（+2）；FEI M1 收于 785 美元/吨（-27），CP M1 收于 748 美元/吨（+9），MB M1 收

于 0.83 美元/加仑 (-0.01)。

【现货反馈】宁波 6110 (-150)，上海 6050 (-100)，南京 6600 (+0)，山东淄博 6130 (+0)，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 47.99 万吨 (+0.70)，到港量 43.8 万吨 (+14.4)。需求端，PDH 本期开工率 58.41% (+2.91%)；MTBE 端本期开工率 56.53% (-3.60%)；烷基化端开工率 28.55% (+0.70%)。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】周末美伊外交出现重大转折，特朗普宣布协议基本谈成，伊朗确认处于谅解备忘录最终敲定阶段，原油暗盘跌超 9%。但伊朗坚持霍尔木兹海峡仍由伊朗管理，美方“不得收费”红线与伊朗“由我管理”口径存在公开分歧，协议细节尚未落地，地缘溢价快速回吐但完全回归常态路径仍被阻断。成本端，原油大幅下挫拖累 LPG 估值重心下移，FEI/Brent 比价走弱至 0.6114，LPG 相对原油估值偏弱。供需端，到港量环比大增 14.4 万吨，港口库存加速累库 9.9 万吨至 195.3 万吨，炼厂库容率同步上升，供应压力显著增加。PDH 开工率虽回升 2.91 个百分点至 58.41%，但利润仍深度亏损 (FEI 口径-382 元/吨)，回升可持续性存疑；FEI-MOPI 价差走阔至-69 美元/吨，裂解经济性改善但亚洲裂解利润仍为负值，弹性需求受限。基差走弱至 176 元，现货端承压。综合来看，地缘溢价快速回吐叠加供需转弱，短期偏空。策略上，单边不建议追空，中东局势反复不定，可逢低卖出虚值看跌期权。

## PP 丙烯：现货端持续带来支撑

【盘面动态】PP2609 日盘收于 8476 (-101)，夜盘收于 8572 (+96)。PL607 日盘收于 8301 (-83)，夜盘收于 8423 (+122)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 9450 元/吨，华东现货价格为 9680 元/吨，华南现货价格为 9810 元/吨。丙烯山东现货价格为 9035 元/吨，华东现货价格为 9200 元/吨，华南现货价格为 9125 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】在美伊局势缓和的预期下，近日化工板块延续下跌趋势。基本面情况来看，PP 方面，目前 PP 现货表现仍较为强势，近日现货价格虽有所下跌，但基差变化有限，现实端支撑依然较强。但在预期层面，PP 供应压力渐显：首先是近期重启的装置增多，尤其是多套 PDH 装置在近期传出重启计划，供应预计逐步回升。另外，在进出口方面，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 月出口将较 4 月有所减量。而在需求端，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。因此，PP 目前的支撑主要来自于现货，而在供应回归预期中，PP 现货或有转弱的可能，届时将给出 PP 下跌的空间，近期需重点关注 PP 现货以及库存情况。丙烯方面，成本端价格的下移叠加供应增量的预期，使得丙烯价格支撑不足，呈现震荡下跌的趋势。因此，PP 粒粉料与丙烯价差均有明显走扩，外采丙烯装置重新已给出利润，使得边际装置复产的动力增强。在粉料方面，上周已有装置复产，若

价差维持，粉料开工率预计逐步回升，带动丙烯需求增加。因此丙烯近期呈现供需双增的趋势，基本面预期较前期有所转好，向下驱动减弱，后续需继续关注下游需求回归的进度。

## 塑料：跟随成本端震荡

【盘面动态】塑料 2609 日盘收于 7796 (-18)，夜盘收于 7845 (+49)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 8050 元/吨，华东现货价格为 8150 元/吨，华南现货价格为 8380 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】在地缘局势缓和的预期之下，原油近日呈现下跌趋势，塑料跟随走弱。而从基本面来看，PE 近期仍维持供需双弱的格局，缺乏方向性驱动。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，短期预计较难好转，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。所以综合来看，在供应增量相对有限而需求持续偏弱的格局中，PE 上下空间均有限，预计短期将跟随成本端震荡。后续主要关注 PE 库存去化情况以及 6 月 5 日美伊谈判结果。

## PVC：情绪低迷

【盘面动态】PVC2609 合约昨晚收于 4870，0.12%。

【南华观点】

杭州 PVC 市场现货市场价格企稳，盘面价格小幅松动，部分成交寻低，电石法五型在 4640-4780 元/吨。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。目前核心矛盾是需求较差，反映到库存上则是绝对库存处于季节性高位，因此即使供应端仍处于减产兑现中，供应约束也尚在，价格仍然维持弱势。且内需疲弱恐继续维持。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。

## 橡胶：震荡受限，关注支撑

【行情走势】夜盘橡胶延续窄幅震荡，主力合约收盘价为 17375 元/吨 (+40)，20 号胶主力合约收盘价为 14680 元/吨 (+50)，丁二烯橡胶期货主力合约收盘价为 14450 元/吨 (-25)。

【仓单变化】沪胶当日仓单数量为 144430 吨，日度变化 0 吨。20 号胶当日仓单数量为 29736 吨，日度变化 0 吨。合成橡胶当日仓单数量为 30930 吨，日度变化-180 吨。

【现货动态】截止下午收盘，上海国营全乳胶报价为 17450 元/吨(0)，上海泰三烟片报价为 20900 元/吨(0)，泰混人民币报价为 16950 元/吨(-50)，印尼标胶港口美金报价为 2225 美元/吨(-5)，越南 SVR10 山东市场价为 16800 元/吨(0)，非洲 10 号胶市场价为 2140 美元/吨(-10)。全乳胶-RU 主力基差为 85(95)，全乳-泰混价差为 500(50)。

顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 14600 元/吨(-200)，对应主力合约基差为 205 元/吨 (15)，浙江传化市场价为 14400 元/吨(-250)，华南主流市场价为 14300 元/吨(-400)；丁二烯山东市场价为 11825 元/吨(-175)，丁二烯韩国 FOB 中间价为 1620 元/吨(-10)，丁二烯欧洲 FOB

中间价为 1340 元/吨(-10)。

#### 【南华观点】

地缘局势前景不明，目前能源与贸易成本居高、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，但厄尔尼诺影响后置，天气扰动预期较强，未来两周云南和海南将迎来较强降雨阻碍割胶，后续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。

中东地区局势谈判悬而未决，战火未止，海峡通航有所扩大。丁二烯橡胶供应端有所转宽，但上游供应完全恢复存不确定性。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。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，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。成本偏高使得需求端承压，生产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；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，顺丁橡胶近月供应有所转宽，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、天气改善与合成橡胶下跌带来压力，短期驱动有限，RU 关注 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 观望，支撑与压力并存，待反弹偏空看待，但风险仍存，关注局势进展。套利方面，RU 近远月差反套择机持有，深浅正套继续持有，RU-BR 反套轻仓持有。

## 玻璃纯碱：低位窄幅震荡

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2609 合约昨晚收于 1200，0%。

#### 【基本面信息】

海关数据，2026 年 4 月国内纯碱进口 0.52 万吨，环比-4.24 万吨；出口 27.03 万吨，环比 +1.60 万吨。2026 年 1-4 月累计进口 9.55 万吨，同比增加 8.10 万吨，增幅 558.62%。2026 年 1-4 月累计出口 92.64 万吨，同比增加 27.25 万吨，增幅 41.67%。

#### 【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 1030，0.39%。

【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】

市场交易逻辑回归现实。近端成本端有所抬升，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：铁矿发运回升，钢材去库放缓

【盘面回顾】昨日夜盘震荡偏弱

【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，但后续需求走弱，去库速度放缓甚至累库，铁矿发运回升供应宽松

【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，煤矿事件发生后成材出现驱动，短期或将反弹，但铁矿发运回升供应宽松，去库速度放缓后续可能累库，成材上方空间或有限

### 铁矿石：向下寻找支撑

【盘面信息】铁矿石期货大幅下探，阴包阳。

【信息整理】1.传港口铁矿金布巴外资又放了一批 2.2026 年 05 月 18 日-05 月 24 日中国 47 港到港总量 2604.6 万吨，环比减少 225.2 万吨；中国 45 港到港总量 2421.9 万吨，环比减

少 277.4 万吨；北方六港到港总量 1278.2 万吨，环比减少 38.5 万吨。

【南华观点】全球铁矿发运量环比大幅回升，巴西发运受天气扰动消退明显增加，但整体同比依旧偏低，非澳巴货源维持季节性高位，高位运费对矿价形成支撑。需求端铁水产量环比走高，后续预计稳步上行，钢厂利润小幅回落，钢材产量虽同步增长，但终端需求走弱，库存压力略有抬升。港口库存小幅去化，降库节奏偏缓，基本面表现平淡。资金层面铁矿持仓与沉淀资金缩减，乐观资金离场带动价格下行，成材期货估值回归合理区间。焦煤上涨后整体钢厂缩利润不利于铁矿石价格。综合来看铁矿基本面小幅走弱，本轮下跌主要源于市场预期降温，前期溢价已充分消化，后续价格下行空间相对有限，但高供给下上方压力也显著，跟随焦煤反弹乏力。预计价格向下寻找支撑。

## 焦煤：一日游

【盘面信息】双焦期货二连板失败，价格冲高回落，09 收盘价低于首板价格。

【信息整理】2026 年 4 月中国炼焦煤进口整体呈现环比小幅下降、同比大幅增长的态势，当月进口总量为 1130.04 万吨，环比 3 月的 1242.36 万吨下降 9.04%；但同比 2025 年 4 月增长 27.07%，进口规模显著扩大。蒙古国是最大进口来源国，当月进口 771.15 万吨，环比微增 0.88%，同比大幅增长 59.44%，对华供应保持稳定且持续扩容，中蒙边境在 4 月完成了部分口岸的智能化改造，通关流程得到简化，煤炭通关速度加快，有效提升了对华运输的周转效率，保障了进口量的稳定。国内钢铁行业在 4 月生产保持平稳，部分钢企为提前储备原料，加大了对蒙古国炼焦煤的采购力度，需求端的支撑推动进口量环比微涨。俄罗斯进口 268.34 万吨，环比下降 20.56%，但同比微增 6.27%，进口规模有所收缩，俄罗斯远东港口(如瓦尼诺、苏维埃港)在 4 月仍受季节性浮冰影响，港口作业效率下降，部分船舶滞港发运节奏被打乱，直接影响了 4 月的到港量。澳大利亚进口 45.19 万吨，环比增长 22.21%，同比上升 19.47%，进口量明显回升，这一增长主要受两方面因素驱动：一方面，国内期货盘面拉涨带动了市场情绪与投机需求，期现商拿货活跃，部分沿海终端询货意愿上升，推动澳大利亚二线主焦煤成交明显放量；另一方面，3 月受地缘冲突情绪、矿山项目停产及贸易商高价追采等因素推动的成交放量，通过船期传导至 4 月集中到港，共同促成了当月澳煤进口量的大幅增长。整体来看，尽管海外终端采购偏谨慎、市场交投氛围清淡，但国内情绪变化与前期成交到港的叠加效应，仍是支撑 4 月进口量攀升的核心原因。加拿大、印尼进口量环比分别大幅下降 60.61%、31.28%，同比也分别下滑 58.39%、73.30%，对华供应显著减少。

【南华观点】事故前，煤炭供需处于相对宽松状态，焦煤焦炭市场由空方主导，盘面贴水估值偏低。目前的期货涨价还处于追赶现货的收贴水阶段。短期价格受事故冲击，且该事故严重程度较近年案例明显偏强，国务院调查组进驻彻查，预计短期停产和安监力度加大使得产量下滑幅度偏大，价格或由供应端主导偏强运行。中期需关注安监持续时长及影响范围，从过往事故调查情况来看，因违规违法行为导致的事故，后续安监力度偏强，调查用时较长，影响范围目前已涉及多个省市。此外，进口蒙煤通关仍维持高位，高价能否增加海煤的供应，澳煤进口价也作为价格上方参考。长期角度需煤矿安全成本增加，煤矿合规成本抬升，整体生产效率下降，将整体抬升煤炭的生产成本。市场情绪不佳，预计向上动能不足，但价格下方有供给缺口支撑。

## 硅铁&硅锰：情绪回落，库存压力仍存

【盘面回顾】昨日硅铁主力-2.73%，硅锰主力-0.87%

【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: 大猪出栏增加市场供应

【期货报价】昨日生猪主力合约 LH2607 收于 10775，跌幅达 2.05%。

【现货报价】

全国生猪均价 9.65 (-0.03) 元/公斤，其中河南 10.02 (-0.05) 元/公斤、四川 9.21 (-0.13) 元/公斤、湖南 9.44 (+0.00) 元/公斤、辽宁 9.70 (-0.05) 元/公斤、广东 10.38 (+0.00) 元/公斤、安徽 9.97 (+0.00)

【现货情况】

近期各区域标肥价差变动有限，部分区域稍有走扩。北方地区大猪较标猪平价或小幅溢价，南方肥标价差仍然较大。市场预期向好，短期大猪出栏积极性相对平稳，支撑大猪价格，需关注月末及端午前大猪出栏情况。具体省份方面，辽宁近期标肥价差稍有收窄，标猪价格上涨而大猪上涨乏力，散户出栏状态尚可，部分有惜售情绪，标猪价格约 4.7-4.8 元/斤，300 斤猪源与标猪无价差，350 斤猪源价格基本持平，部分略高或略低取决于体型品质。河南标肥价差变动不大，交易积极性尚可，散户标猪价 4.8-5.0 元/斤，300 斤大猪处于标猪高价水平，部分区域可偏高 0.05 元/斤，350 斤大猪较标猪高 0.15-0.3 元/斤。山东标肥价差相对稳定，交易积极性一般，标猪报价 4.8-5.0 元/斤，300 斤大猪较标猪高 0.1 元/斤，350 斤大猪高 0.1-0.2 元/斤。四川标肥价差变动不大，散户标猪价约 4.6 元/斤，300 斤大猪较标猪高 0.3 元/斤，350 斤大猪高 0.6 元/斤。湖南肥标价差基本维持，散户标猪主流价 4.6-4.7 元/斤，300 斤猪源较标猪高 0.2 元/斤，350 斤高 0.4 元/斤。两广地区肥标价差稳定，300 斤猪源较标猪溢价 0.2 元/斤，350 斤溢价 0.35-0.4 元/斤，部分体型好的猪源溢价略高。

【核心逻辑】

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

【南华观点】

短期内生猪近月合约预计将处于震荡偏弱阶段。

### 棉花: 美棉旱情边际缓解

【期货动态】洲际交易所 (ICE) 期棉反弹回落，小幅收涨，美元走强，且美棉产区旱情边

际缓解。隔夜郑棉上涨超 0.5%。

#### 【市场信息】

1. 据美国农业部统计，至 5 月 24 日全美棉花播种进度 53%，领先去年同期 3 个百分点，与近五年均值持平。

2. 根据最新统计数据显示，2026 年 4 月，越南纺织服装出口额达 30.81 亿美元，环比减少 2.35%，同比增加 0.45%；纱线出口量为 17.58 万吨，环比减少 10.33%，同比增加 8.6%；纱线进口量为 11.2 万吨，环比减少 4.47%，同比增加 6.11%；面料进口额为 14.62 亿美元，环比增加 35.01%，同比增加 3.07%。

【核心逻辑】近期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。当前新疆新棉多处于五至六片真叶阶段，南疆棉田已有现蕾，生长进度多快于去年同期，整体长势良好。新年度棉花目标价格补贴政策落地，补贴金额及数量保持不变，有利于农户种植积极性的提升。本周各产区或有升温，风速或有放缓，博州产区预计有零星降雨，整体降水较少，有利于新棉的生长。国外产区方面，预计本周美棉各产区气温暂稳且均有降雨，目前各产区土壤湿度有所恢复但德州北部棉区仍偏旱，还需更多降水以改善。同时，据印度气象部门，2026 年西南季风预计将于近日登陆，较往年有所提前，本周部分产区有望出现零星降雨，由于季风季刚刚来临，整体降水量尚且较小，印度气象部门首次预测今年西南季风降雨量或为 50 年均值的 92% 左右，印度全国大部分地区降雨量或低于正常范围，关注后续实际降雨情况。

【南华观点】近期市场抛储传闻不断，资金较为谨慎，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，关注各国产区天气情况。

### 白糖：库存承压，关注后续旺季消费情况

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二收盘 14.53 美分/磅，走势回落，周一夜盘郑糖小幅下跌。

【现货报价】南宁白糖现货报价 5360 元/吨；昆明现货报价 5150 元/吨。

【市场信息】1、耀明糖厂压榨果蔗，预计将于今天收榨，广东 25/26 榨季生产结束。25/26 榨季截至 4 月底广东累计产糖 65.57 万吨，同比增加 0.12 万吨，最终糖产量估计 66.5 万吨。2、巴西工业、发展、商业与服务部部长 Marcio Elias Rosa 于本周一(25 日)表示，国家能源政策委员会(CNPE)预计将在 6 月上半月正式批准政府决议，把汽油中的无水乙醇掺混比例从 30% 提升至 32%。

【南华观点】周二白糖整体走势小幅上涨，由于美伊局势不稳定，原油上涨，对于白糖走势形成一定拉动，同时随着天气逐步升温，夏季消费旺季临近，白糖去库压力有望缓解，短期库存压力仍在，叠加巴西压榨超预期，反弹空间有限，走势仍需等待夏季消费需求发力或国际市场利好变局拉动。

### 鸡蛋：区域走势分化，库存低位回升

#### 【期货动态】

昨日鸡蛋主力合约 JD2607 收于 3990，涨幅达 2.47%。

#### 【现货情况】

全国鸡蛋现货价格呈现稳中弱调、区域分化明显的运行格局，整体均价处于高位窄幅波动阶段。当日主产区鸡蛋出场均价为 4.49 元/斤，较前一日微跌 0.01 元/斤。区域层面，山东均价最高为 4.57 元/斤，整体以稳为主，局部小幅上行；河北均价最低约 4.39 元/斤，窄幅调整；湖北、湖南等华中产区价格继续走弱，河南产区价格持稳。主销区方面，北京市场

主流批发价稳定在 209 元/44 斤（约 4.75 元/斤），到货正常、走货平稳；上海红蛋接货价 127 元/27.5 斤（约 4.62 元/斤），维持稳定；广东销区到货减少，部分货源出现质量问题，贸易商随采随销，实际成交偏弱。

走货与库存方面，全国整体走货节奏平稳，但近期多地持续降雨叠加高温高湿天气影响，鸡蛋流通速度放缓，销区贸易商接货趋于谨慎。生产环节库存 0.74 天，较前一日增加 0.14 天，流通环节库存 0.87 天，增加 0.05 天，小码蛋货源依然偏紧。

#### 【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偏弱走势

### 橡胶：震荡受限，关注支撑

【行情走势】夜盘橡胶延续窄幅震荡，主力合约收盘价为 17375 元/吨（+40），20 号胶主力合约收盘价为 14680 元/吨（+50），丁二烯橡胶期货主力合约收盘价为 14450 元/吨（-25）。

【仓单变化】沪胶当日仓单数量为 144430 吨，日度变化 0 吨。20 号胶当日仓单数量为 29736 吨，日度变化 0 吨。合成橡胶当日仓单数量为 30930 吨，日度变化-180 吨。

【现货动态】截止下午收盘，上海国营全乳胶报价为 17450 元/吨(0)，上海泰三烟片报价为 20900 元/吨(0)，泰混人民币报价为 16950 元/吨(-50)，印尼标胶港口美金报价为 2225 美元/吨(-5)，越南 SVR10 山东市场价为 16800 元/吨(0)，非洲 10 号胶市场价为 2140 美元/吨(-10)。全乳胶-RU 主力基差为 85(95)，全乳-泰混价差为 500(50)。

顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 14600 元/吨(-200)，对应主力合约基差为 205 元/吨（15），浙江传化市场价为 14400 元/吨(-250)，华南主流市场价为 14300 元/吨(-400)；丁二烯山东市场价为 11825 元/吨(-175)，丁二烯韩国 FOB 中间价为 1620 元/吨(-10)，丁二烯欧洲 FOB 中间价为 1340 元/吨(-10)。

#### 【南华观点】

地缘局势前景不明，目前能源与贸易成本居高、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，但厄尔尼诺影响后置，天气扰动预期较强，未来两周云南和海南将迎来较强降雨阻碍割胶，后续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。

中东地区局势谈判悬而未决，战火未止，海峡通航有所扩大。丁二烯橡胶供应端有所转宽，但上游供应完全恢复存不确定性。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。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，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。成本偏高使得需求端承压，生产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；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，顺丁橡胶近月供应有所转宽，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、天气改善与合成橡胶下跌带来压力，短期驱动有限，RU 关注 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 观望，支撑与压力并存，待反弹偏空看待，但风险仍存，关注局势进展。套利方面，RU 近远月差反套择机持有，深浅正套继续持有，RU-BR 反套轻仓持有。

### 苹果：交易平淡，基本面仍偏弱

【期货动态】周二苹果期货小幅上涨，苹果主力合约 AP2610 上涨 0.86%，收盘价为 7591 元/吨；近期苹果受库存去化慢，夏季替代品上市以及新季苹果产量预期强的压力下，走势偏弱。

【现货报价】栖霞地区价格延续回落态势，栖霞 80#-二级晚富士(条纹)参考价 3.25 元/斤，栖霞 80#-二级晚富士(片红)参考价 3.15 元/斤，陕西洛川产区晚富士 70#以上半商品 3.75 元/斤，白水地区晚富士 70#以上统货 1.5 元/斤。

【现货动态】苹果产区库存果交易陆续进行，客商多挑选性价比较高货源，果农低价货源走货略好转，目前产区多处于农忙阶段，产地冷库用工紧张。西北地区近期多以小单车客户要货居多，中大型客户按需采购，果农低价货源积极去库。

【库存分析】1.据钢联数据，截至 2026 年 5 月 22 日，全国主产区苹果冷库库存量为 213.95 万吨，环比上周减少 28.48 万吨，上周去库速度环比加快。2.卓创数据显示，截至 2026 年 5 月 21 日，全国冷库库容率为 12.92%，较去年同期高 1.7%，本周冷库库容率下降 1.82%。

【南华观点】苹果交易平淡，短期继续博弈新旧季供需逻辑，双弱格局下，盘面缺乏持续上行动力，整体偏弱运行，后续继续关注旧季去库去化节奏和新季苹果套袋情况。

### 花生：东北花生偏弱调整

【盘面回顾】昨日花生 PK2610 合约小幅上涨，收盘 8158 元/吨，涨 0.05%。预计后市将继续小幅震荡。

【现货市场】全国通货均价 7624 元/吨，跌 9 元/吨，8 筛精米均价 8375 元/吨，跌 38 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 3.7 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）4.35 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 7468 元/吨，跌 3 元/吨，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，实际货少。辽宁花生价格略跌 50 元/吨，上货少。吉林花生稳定，根据意愿论价。

部分大厂到货集中，成交以质论价。青岛工厂近期日均到货 90 多车，卸货速度尚可。泰州工厂到货不多，降雨有影响。石家庄工厂货量多，部分外库。开封工厂到货约有 60 车，以质论价，压车。开封龙大约有 2 车。费县中粮少量到货。菏泽中粮暂停。金胜粮油少量到货。玉皇粮油零星有货。兴泉油脂日均 100 多吨。

【后市展望】目前花生食品端弱需求仍旧疲软，上涨缺乏动力，价格目前由某大型油厂的稳定收购托底，但是到货压力不小，其部分工厂已开始压价，但下行空间有限。预计后市继续偏弱震荡，关注河南收麦后花生的播种情况和冷库花生销售情况。

【南华观点】逢高卖套保。

## 红枣：进入天气敏感期

【期货动态】昨日红枣主力合约收于 9270 元/吨，涨幅 2.94%。

【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，进入花期，需警惕产区高温、大风及持续降雨天气，近两周或陆续开展环割工作。近期新疆红枣产区气温暂稳，降水较少，本周各产区预计保持干燥天气，风速或有下降，但气温或迎来新一轮的攀升，关注高温天气对枣花的影响，落花风险或随之增加。

【销区信息】昨日河北崔尔庄市场到货 3 车，参考特级 8.80-10.30 元/公斤，一级 7.80-8.30 元/公斤，广东如意坊市场到货 2 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，随着端午节逐渐临近，下游成交量有所好转，但现货价格基本持稳。

【库存动态】5 月 26 日郑商所红枣期货仓单录得 7770 张，较上一交易日增加 216 张，有效预报录得 227 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】在国内整体供需宽松下，红枣价格上方压力仍存，但随着枣树逐渐进入坐花坐果时期，对天气的敏感度显著提升，关注天气异动带来的炒作机会。

## 纸浆-胶版纸：地缘情绪带动期价大幅反弹

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

【现货市场】山东银星报价 4960-4970 元/吨（+10/+10），山东乌针、布针报价 4550-4790 元/吨（+30/+30），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】针叶浆现货市场终于止跌回升，期货估值上涨。期价上行最主要的原因应在于地缘情绪利多叠加资金面波动——美官员称美伊原则上已就协议达成一致，地缘情绪明显缓和，利多情绪上涨，部分空头投资者减仓。但从基本面来看，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。

对于胶版纸期货而言，近来需求仍以刚需采购为主，在经销商出货压力仍存的情况下，部分报价仍可能有进一步下跌的可能；而本周双胶纸库存天数较上周四上升 1.27%，库存压

力加大，带来一定利空影响。但纸浆期价的反弹，也从成本角度带来利多影响。对于后市而言，纸浆期货可保持观望，观察高空机会，胶版印刷纸期货可延续区间交易策略，谨慎做多。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、陈嘉宁（Z0020097）、王映（Z0016367）、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。