

金融期货早评

宏观：临界震荡下的经济 K 型分化与政策窗口期

【市场资讯】1)《求是》杂志发表习近平重要文章《前瞻布局和发展未来产业》。2)中东局势——①美媒：特朗普收紧对伊协议条款，修改建议涉及核获取与海峡问题，此举使美伊谈判延长一周。②以军称已夺取黎南部重要战略标点博福尔城堡。③知情人士称伊朗可能将对谅解备忘录文本提出新的修订意见。④伊朗总统府再度否认佩泽希齐扬辞职传闻。⑤伊朗议会议长：在确认伊朗人民权利得到保障前，不会批准任何协议。⑥伊朗南帕尔斯气田的三个海上平台已恢复生产。⑦伊朗外长：谈判结果明确前，一切都是猜测。3)中国5月官方制造业PMI为50%，环比下降0.3个百分点，位于临界点；非制造业PMI为50.1%，上升0.7个百分点，非制造业景气水平回升；综合PMI产出指数为50.5%，上升0.4个百分点，表明我国企业生产经营活动总体保持扩张。新动能发展态势继续向好，高技术制造业PMI已连续16个月位于扩张区间。

【南华观点】2026年5月PMI数据正式落地，相较于4月整体温和扩张的态势，5月经济修复动能有所放缓，形成制造业退守荣枯线、非制造业逆势修复的结构性格局。作为二季度经济走势的关键观测窗口，5月数据褪去了前期国际油价波动、企业提前备货等短期外部扰动，新旧动能分化、内外需求错位等核心结构性问题集中暴露。从制造业核心供需结构来看，5月经济供强需弱的矛盾进一步放大，且程度较4月更为突出。生产端延续较强韧性，生产指数虽小幅回落，但稳定在扩张区间，显示国内完备产业链的强大抗压能力，以及稳增长政策对生产端的持续托底效果。与之形成对比的是，需求端走弱，新订单指数大幅回落并重回收缩区间。我们认为，这一变化既包含五一节假日的季节性扰动，更源于3月至4月涨价预期下企业集中提前备货的行情消退，显示终端内需复苏乏力的核心短板。与此同时，外需的边际逆转是5月制造业最关键的变化，也与4月的外需回暖形成强烈反差。4月新出口订单时隔23个月首次转正，主要依赖国际油价波动带来的中国制造性价比红利和短期抢出口效应。而5月这一短期红利消退，新出口订单大幅回落，外需重回收缩区间。但外需结构并未全面恶化，行业分化特征突出，5月电气机械、通信电子、新能源汽车等高端制造领域出口延续扩张态势，而传统消费品、通用设备出口明显回落，充分彰显新动能产业的全球核心竞争力，也是制造业能够守住荣枯线的关键支撑。价格与库存数据进一步佐证了5月制造业弱修复、企业信心偏弱的基本面。价格层面，国内输入性通胀压力有所缓解，5月制造业原材料购进、出厂价格指数同步回落，但行业盈利分化、利润传导梗阻问题并未改善。上游原材料价格仍处于高位运行区间，中下游企业持续面临成本挤压。库存层面，企业主动减少原材料储备、原材料库存回落，同时终端销售放缓导致产成品库存被动积压，形成原料去库、成品累库格局，反映出企业对后续市场需求信心不足、主动补库意愿低迷的状态。与制造业临界走弱相反，5月非制造业超预期逆势修复。服务业修复态势亮眼，依托五一假期出行、文旅、餐饮、购物等消费热潮，行业景气度大幅回升。其中电信、互联网等现代服务业持续维持高景气运行，对冲了批发、居民服务等传统服务业的低迷态势。建筑业同样突破工作日减少、华中华南暴雨、华北高温等不利因素扰动，景气度持续回升，市场对城市更新、“六张网”建设、政策性金融工具落地的预期持续升温，企业经营信心有所修复。但需要重点警惕的是，5月非制造业复苏延续了活动强、需求弱的结构性问题。当前非制造业商务活动端大幅修复，但新订单指数仍处于收缩区间，活动端修复力度远大于需求端，内需支撑不足的问题突出，意味着非制造业的复苏更多依赖短期场景修复和政策预期，持续性仍有待验证。

人民币汇率：在岸人民币对美元创 2023 年 2 月初以来新高

【行情回顾】前一交易日，美元兑人民币整体呈现下行走势。在岸人民币对美元 16:30 收盘报 6.7685，较上一交易日上涨 115 个基点，创 2023 年 2 月初以来新高。人民币对美元中间价报 6.8176，较上一交易日调升 64 个基点。在岸人民币对美元夜盘收报 6.7663。纽约尾盘，美元指数跌 0.08%报 98.93。

【核心逻辑】消息面上，特朗普政府表示美伊距离达成协议已不远，不过部分事项仍在协商，特朗普暂不就伊朗相关协议做出最终决定。地缘情绪缓和拖累原油价格下行，美元指数也随之承压。在美元走弱的背景下，人民币汇率明显升值，创下 2023 年 2 月初以来新高。周日公布的数据显示，我国 5 月官方制造业 PMI 为 50%，环比下降 0.3 个百分点，刚好处于荣枯临界点，新出口订单指数亦有所回落，关注后续出口表现是否有所下滑。

【策略建议】短期内，建议出口企业可在 6.81 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 6.75 关口附近采取滚动购汇的策略。

【重要资讯】1) 美媒：特朗普推迟就伊朗相关协议作最终决定。特朗普称将作伊朗战事最终决定、霍尔木兹和伊核以外问题已达成一致，伊媒称其言论“真假参半”。2) 特朗普政府将对法官要求广泛退还关税的裁决提出上诉。

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：调整尚未结束

【市场回顾】

上个交易日股指除上证 50 收涨外，其余均收跌，两市成交额大幅放量突破 3.3 万亿元，期指方面，IH 放量上涨，其余品种均放量下跌。

【重要讯息】

1. 中国 5 月经济总体产出保持扩张：官方制造业 PMI 环比略降至 50，受外需冲高回落影响，非制造业 PMI 回升至 50.1、经营活动重回扩张区间。
2. 报道称特朗普大幅修改谅解备忘录提出更强硬条款、试图施压伊朗加快谈判，美官员称伊方料需三天回应修改要求；美防长：特朗普对美伊谈判很有耐心，“达成任何交易都划算”；特朗普：美伊若无法达成协议，“战争部”将介入；伊方消息：伊朗可能将对谅解备忘录文本提出新的修订意见；伊朗议会议长：在确认伊朗人民权利得到保障前，不会批准任何协议；伊朗外长：谈判结果明确前，一切都是猜测。

【行情解读】

上周五股指震荡为主，中证 500、中证 1000 指数跌幅均超 2%，大盘股指表现相对较优。如我们此前所说，当前股指阶段性调整尚未结束，股指尤其中小盘股指再度调整回落，周末公布的最新制造业 PMI 有所回落，需求重回收缩区，与此前经济数据互相验证当前内需偏弱。不过短期不必对后续走势过分担心，一方面上周五板块出现明显的高切低，前期表现较差的板块都收获不小的涨幅，且期指基差均贴水收敛，尤其 IM 各合约贴水收敛幅度都较为明显，预示着调整空间已到位，市场情绪有所好转，另一方面通胀数据以及政策利好预期支撑下中期偏强逻辑仍在。总的来说，上周五股指虽然整体偏弱，但从盘面表现来看，是在为后续上涨蓄势，短期预计继续调整等待突破，但下方空间有限。

【南华观点】短期预计震荡消化后再度偏强

国债：国债期货低开高走，超长端领涨彰显独立行情

【市场回顾】前交易日国债期货市场低开高走，开盘各期限合约普遍低开，但随后在流动性预期改善及避险情绪推动下拉升翻红，最终全线收涨。从成交量与持仓量看，超长期品种表现最为强劲，涨幅显著领先于中短端，资金参与热情较高，市场情绪在日内完成从谨慎到偏多的转变。

前交易日央行开展了 1230 亿 7 天期逆回购操作；并有 1530 亿 7 天期逆回购到期；净回笼 300 亿。货币利率方面，DR001 为 1.3349%，DR007 为 1.3809%。机构行为方面，前交易日基金买入，银行卖出；保险上午买入，午后无明显交易方向；证券上午卖出，午后买入。

【重要资讯】1. 国家统计局数据显示，5 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 50.0%，比上月下降 0.3 个百分点，位于临界点。5 月份，非制造业商务活动指数为 50.1%，比上月上升 0.7 个百分点，非制造业景气水平回升。5 月份，综合 PMI 产出指数为 50.5%，比上月上升 0.4 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体保持扩张。

【行情解读】近期日债、美债波动剧烈，但中国国债现券收益率稳步下行，国债期货走出独立行情：一方面，央行公开市场操作虽实现净回笼，但市场解读为跨月后流动性将回归均衡偏松，对资金紧缩的担忧降温；另一方面，股市近期的持续回调也加重了市场的避险情绪，亦对债市形成支撑。

【南华观点】由于资金面企稳预期较强，短期谨慎看多；超长端可考虑逢低轻仓配置 TL 合约，重点跟踪 10Y 和 30Y 在 1.7%与 2.2%关键点位附近能否有效突破。

集运欧线：强势上行

【行情回顾】2026 年 5 月 29 日（星期五），集运指数（欧线）期货市场主力合约 EC2607 收盘于 3599 点，涨幅为 7.29%，主力成交量 1.5 万手。

【信息整理】

利多信息：

5 月 22 日，上海出口集装箱综合运价指数（SCFI）报 2218.15 点，较上期上涨 77.49 点，涨幅约 3.6%

财联社记者从货代、船公司等多方采访获悉，近期集运市场多条航线出现了爆舱现象，原因涉及地缘政治、当地货物需求增加等。

利空信息：

欧元区 PMI 和消费者信心指数持续偏低，需求存在一定不足。

【南华观点】

短期基本面偏强但估值偏高，不宜盲目追高。从驱动因素看，当前集运欧线市场呈现多个利多共振：现货端 SCFIS 和 SCFI 欧线指数均持续上行，多家头部航司 6 月涨价函集中落地且报价区间显著超出市场预期；供需层面，欧线全线爆舱、舱位持续紧缺，船公司主动空班控舱，有效运力大幅收紧；地缘层面，红海绕航格局未改，苏伊士运河复航预期低，持续对运价形成支撑。5 月 29 日主力合约大涨超 7%即反映了上述利好的集中释放。

但需要注意风险集聚：一是欧元区 PMI 和消费者信心持续偏低，终端需求不足制约运价上行空间；二是美伊和谈取得进展预期持续，地缘风险溢价面临下调可能；三是当前盘面已提前计入较多涨价预期，近月合约估值水平处于相对高位，后续行情能否持续走强高度依赖 6 月中上旬涨价预期能否顺利兑现、船司实际装载率以及 SCFIS 周度涨幅能否持续配合。短期操作难度加大，建议谨慎为主，密切关注后续现货提涨落地情况、中东局势最新动向以及船公司运价调整动态。

【风险提示】

地缘政治风险

流动性风险

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:情绪消退, 宽幅震荡

【行情回顾】上周碳酸锂期货价格呈现宽幅震荡格局。碳酸锂加权指数合约收盘价 179192 元/吨, 周环比-2.50%; 成交量约 20.35 万手, 周环比-38.86%; 持仓量约 63.88 万手, 周环比-4.49 万手。LC2607-LC2609 合约月差呈现 Contango 结构, 周环比+380 元/吨; 市场仓单数量 54195 手, 周环比+1148 手。

【产业表现】上周国内碳酸锂企业整体开工率周环比回落 1.33%, 细分产线分化明显: 其中锂辉石产线开工率下滑 2.17%, 云母提锂产线开工率下降 1.85%, 盐湖提锂产线开工率小幅上行 0.2%, 锂电回收产线开工率提升 0.80%。库存方面, 碳酸锂周度总库存环比微降 1.24%, 结构分化显著, 其中冶炼厂库存减少 7.85%, 下游终端库存增加 1.85%。

【南华观点】

综合研判, 当前碳酸锂市场呈现“情绪偏强、趋势偏弱”的特征。一方面, 市场对六月锂矿供应偏紧的预期, 持续支撑盘面情绪; 另一方面, 随着预期交易充分消化, 叠加前期价格上行已基本兑现供需边际变化, 期货价格单边强势上行的动能已显著衰减。从交易节奏来看, 由“缺矿预期”驱动的市场情绪炒作逐步退潮, 资金边际增量对盘面的支撑力度持续减弱。

展望后市, 随着市场情绪溢价逐步回归理性, 行情将重回供需基本面主导, 价格大概率维持宽幅震荡走势。在此背景下, 建议逐步布局卖波动率期权套保策略, 通过构建期权卖方组合赚取时间价值, 有效对冲区间震荡下的价格波动风险, 平滑企业经营与账户持仓的波动压力。

工业硅&多晶硅:需求端暂无异动, 关注供给端情绪

【行情回顾】上周工业硅期货加权合约收于 8566 元/吨, 周环比+1.7%; 成交量约 18.17 万手, 周环比-13.07%; 持仓量约 39.37 万手, 周环比-5.40 万手。SI2607-SI2609 合约月差维持 Contango 结构, 周环比-5 元/吨; 市场仓单数量 30010 手, 周环比+604 手。

上周多晶硅加权指数合约收于 36784 元/吨, 周环比-1.59%; 成交量 9.45 万手, 周环比-4.37%; 持仓量 16.54 万手, 周环比-1840 手。PS2607-PS2609 合约月差为 Contango 结构, 周环比-110 元/吨; 仓单数量 6490 手, 周环比-8820 手。

【产业表现】近期工业硅及光伏产业链现货市场整体弱势运行, 供给端开工率呈现边际回暖态势, 下游需求表现平稳, 行业基本面未出现实质性改善信号。

供给端, 工业硅周度产量环比+5.76%, 多晶硅周度产量环比+7.14%, 两大品种供给均有增量释放。需求端, 光伏产业链下游整体需求平淡, 有机硅行业需求边际走弱; 铝合金领域原生铝开工率保持稳定, 再生铝开工率周环比-2.66%。库存端, 工业硅延续小幅去库态势, 多晶硅库存周环比+0.15%。

政策方面, 工信部发布《关于组织开展 2026 年度工业节能监察工作的通知》, 明确将工业硅纳入全国重点节能监察范围, 将依据能效标杆与基准水平开展全覆盖核查, 推动低效产能限期整改或退出。该政策是对 2023 年工业硅能效管理相关政策的延续与深化, 长期利

好行业产能结构优化。

【南华观点】

综合来看，当前工业硅技术面与供需基本面尚未出现明确好转信号，短期行情以震荡为主，后续需重点跟踪政策落地节奏与执行力度。中长期来看，行业低效产能整改、出清将持续推进，有望推动工业硅供需基本面边际改善。

多晶硅基本面整体偏弱，现阶段暂无实质性利好政策落地。行情走势上，价格在高位见顶后步入中期趋势性下跌阶段，当前下跌后维持弱势震荡格局，且均线、资金、动能等技术指标均未出现反转信号，整体行情仍由空头主导。

从新能源与能源转型宏观视角来看，全球能源转型趋势不可逆，新型电力系统建设、电力市场化改革持续推进。光伏依托持续的技术迭代与优异的度电成本优势，场景适配性与行业延展性突出，始终是能源结构转型的核心赛道。目前行业整体处于产能周期底部，后续行情回暖仍需等待行业低效产能充分出清、供需格局持续优化。

以上评论由分析师余维函（Z0023762）提供。

有色金属早评

铜：关注下半年长单谈判

【盘面回顾】当周有色金属市场资金净流出，名义资金总量与4月中下旬持平。其中散户净多持仓维持平稳，外资净多持仓低位微幅回升；稳健持仓前5席位净多头微幅回升；龙虎榜前5多头席位小幅回升，前5空头席位小幅回落。

具体数据去看，周内沪铜加权指数交易量环比减少14.99%，沪铜加权指数持仓量环比减少0.45%。市场投机度低位波动。沪铜主力合约价格位于104875附近上下波动，波动区间在【103520，106300】，周五夜盘收于104430元/吨，周内减仓2321手，周内跌0.35%，振幅2.64%。

LME铜价主要位于【13464，13688.5】区间波动，最后收于13611.5美元/吨（夜盘），周内增仓8692手，环比涨0.01%，振幅2.09%；COMEX铜价位于【624.2，648.8】区间波动，最后收于630.4美分/磅（夜盘），周内增仓910手，环比跌1.17%，振幅3.8%。LME铜期限结构走平，LC价差负值回到-500美元/吨下方，最新价差在-580美元/吨。

【产业信息】1、截至5月29日，全球铜显性库存小幅增加至120.59万吨。具体去看，Comex铜库存64.01万吨，SHFE铜库存17.64万吨，LME铜库存38.94万吨。

具体看，上期所铜注册仓单94496吨，LME铜注册仓单277275吨，注销仓单112150吨，LME欧洲仓库库存在37550吨，LME北美洲仓库库存在128475吨，LME亚洲仓库库存在223400吨。

2、美国经济分析局（BEA）周四公布的数据显示，经季节性和通胀调整后，1月至3月GDP年化环比增长率为1.6%，较初值2%下修0.4个百分点，低于市场预期的2%。下修主要反映企业库存增速慢于初步估算，以及医疗保健等服务领域的消费者支出不如预期强劲。

3、美伊谈判代表已就一份为期60天的谅解备忘录达成一致，旨在延长停火并启动关于伊朗核计划的谈判；不过，特朗普尚未对此给予最终批准。

【南华观点】我们认为铜可继续依托104000-105000区间“逢低做多”，波动重心预期小幅

下移（与当周实际相比），投机与套保策略整体适用。

价格区间：沪铜【101906，107571】，价格重心 104738；伦铜【13137，13995】，价格重心 13566。

铝：氧化铝预期强，现实弱，3000 点位附近压力较大

【盘面回顾】当周，有色金属市场资金整体流出，但沪铝市场持仓小幅增加，主要是氧化铝期货投机活跃度显著提升，品种间走势分化明显。

其中氧化铝成交量环比大幅增加 68.92%，持仓量环比减少 20.88%。价格位于 2849 附近上下波动，波动区间在【2685，2913】，周五夜盘收于 2888 元 / 吨，周内减仓 77921 手，周内涨 6.62%，振幅 8.39%。稳健席位前净空头寸增加。

沪铝成交量环比增加 6.49%，持仓量环比减少 2.78%。价格位于 24433 附近上下波动，波动区间在【24200，24710】，周五夜盘收于 24265 元 / 吨，周内加仓 8964 手，周内跌 0.7%，振幅 2.09%。稳健席位前 5 净多头寸变化不大。

铝合金成交量环比增加 89.01%，持仓量环比减少 9.89%。价格位于 23008 附近上下波动，波动区间在【22810，23300】，周五夜盘收于 22865 元 / 吨，周内减仓 8256 手，周内跌 0.95%，振幅 2.12%。做空席位仍占优势。

【产业信息】1、截至 5 月 29 日，上期所注册仓单 485512 吨，环比增 2002 吨；上期所库存 516357 吨，增 527 吨；LME 注册仓单 254625 吨，环比减 5000 吨；LME 库存 338000 吨。

2、5 月 26 日，几内亚政府宣布将于 6 月正式实施铝土矿出口配额政策，市场普遍预期 2026 年出口总量上限或设定为 1.5 亿吨，较 2025 年的 1.83 亿吨减少约 3,300 万吨，降幅约 18%。由于中国约 81% 的铝土矿进口依赖几内亚，该政策直接引发上游矿端供应收紧预期。

3、5 月 28 日，国内主流消费地电解铝锭库存降至 140.1 万吨，环比下降 1.1 万吨。自 5 月中旬以来库存虽略有反复但维持着缓慢去库走势，去库拐点的确立对市场情绪有所提振。

4、国内铝下游加工龙头企业开工率录得 64.1%，环比下降 0.3 个百分点。再生铝行业受制于合规废铝货源紧缺及需求疲软，开工率大幅回落 1.5 个百分点至 54.9%，铝合金加工企业被动减产现象有所蔓延。

【南华观点】铝：价格区间：【23830，25343】，价格重心 24586；伦铝【3453，3719】，价格重心 3586。

氧化铝：价格区间：【2640，3102】，价格重心 2871

铝合金：价格区间：【22433，23792】，价格重心 23113

锌：供应偏紧预期仍存，奈何疲软需求压制价格

【盘面回顾】上一交易日，沪锌加权合约收于 24984 元/吨。其中成交量为 18.34 万手，持仓 20.86 万手。现货端，0#锌锭均价为 24860 元/吨，1#锌锭均价为 24790 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪锌日内偏强运行，夜盘回落，整体维持宽幅震荡。受通胀黏性影响，加息预期加强。但有色板块整体对加息基本有一定脱敏，夜盘锌受前期涨幅较大导致跌幅明显。本周加工费继续走弱，硫酸价格缺乏继续上行动力，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：周内震荡偏弱为主，驱动逻辑尚不明确

【盘面回顾】沪镍主力合约收于 142220 元/吨，下跌 0.9%。不锈钢主力合约收于 14680 元/吨，下跌 1.01%。

【行业表现】现货市场方面，金川镍现货价格调整为 144600 元/吨，升水为 700 元/吨。SMM 电解镍为 143950 元/吨。进口镍均价调整至 143250 元/吨。电池级硫酸镍均价为 34125 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 11163.64 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 1.2%。8-12% 高镍生铁出厂价为 1128.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 4.97%。纯镍上期所库存为 80850 吨，LME 镍库存为 276864 吨。SMM 不锈钢社会库存为 936300 吨。

【南华观点】

镍-不锈钢周内整体震荡为主，受宏观美指以及有色大盘影响较多，霍尔木兹海峡近期通运预期上升，前期驱动逻辑降温，纯镍库存有所累积；目前印尼国有出口管制范围存在不确定性，高镍铁 FENI 名称包含在管制列表中，但是 NPI 是否囊括仍然存疑，印尼境内商会正申请明确范围。青山减产镍铁传导周期偏长，短期对上方拉动效果有限，镍铁-不锈钢底部支撑较为坚挺。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，菲矿价格企稳偏弱，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。镍铁方面价格企稳偏强，整体镍铁供给偏弱格局延续，去库阶段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。不锈钢周内同步震荡，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，临近月末部分刚需买单落实底部支撑，实际仍以成交出货为主。

锡：窄幅震荡

【市场回顾】沪锡加权上一交易日报收在 42.49 万元每吨；成交 31.56 万手；持仓 8.51 万手。现货方面，SMM 1#锡价 425000 元每吨。

【核心逻辑】上一交易日，锡价窄幅震荡。受通胀黏性影响，加息预期加强。但有色板块整体对加息基本有一定脱敏，因此跌幅较不明显。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：震荡为主

【盘面回顾】上一交易日，沪铅加权合约收于 16561 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16425 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪铅整体偏弱震荡。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，弱消费依旧对价格造成拖累。展望未来，沪铅进入补跌时间，短期偏弱震荡。

【南华观点】震荡为主，区间操作。

以上评论由分析师傅小燕（Z0002675）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】美豆盘面由于美伊谈判和天气部分改善而走弱。内盘跟随外盘为主，周度库存继续累库。

【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，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：近期油脂延续宽幅震荡

【盘面回顾】美豆油再次突破上涨创近期新高，油脂市场延续乐观情绪。

【供需分析】国际方面，加拿大菜籽播种进度偏慢，且天气不利引发天气炒作，叠加欧盟生物燃料政策迎来重大转折，根据美国农业部（USDA）全球农业信息网络（GAIN）最新发布的一份报告，欧盟委员会已正式通过一项授权法规，将大豆与棕榈油一并认定为高间接土地利用变化（ILUC）风险原料，此消息不利于大豆需求，但利于菜籽，乐观情绪注入盘面。棕榈油方面据船运调查机构 ITS 公布数据显示，预计马来西亚 5 月棕榈油出口量环比下降 8.8%，同时高频数据显示马来 1-25 日棕榈油产量环比下降，预计 5 月马棕库存延续小幅积累趋势。美国已经结束对 45Z 的听证会，生物燃料与农业团体敦促美国国税局尽快修改税收抵免计算模型，由于新模型计划去除间接利用土地的碳排放计算，豆油与菜油的税收抵免金额有望上调。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，当前国际油脂市场需求也处于偏弱阶段，影响我国豆油出口，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，但地缘升水并未完全吐出，下方也具有支撑，油脂区间震荡运行。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：国储拍卖，国产大豆大豆价格承压

【期货动态】豆一 2607 合约遭遇大幅下跌，夜盘延续下跌态势。

【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。5 月 29 日中储粮网计划交易数量 81713 吨，实际成交 53113 吨，底价 4500 元/吨，成交均价 4510 元/吨，溢价 0-50 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，部分前期的优质货源陆续降价，市场购销走淡，下游用户消化库存为主，整体谨慎观望。

【市场分析】目前东北大豆基本播种结束，后续可能有小幅种植面积调整，整体上减产预期已消化完毕。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；东北天气好转，春耕接近尾声。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。近期国储拍卖力度较大，原因是 2024 年是收储大年，今年大豆抛储压力较大。

【南华观点】国储拍卖对大豆市场价格形成压制，短期内大豆盘面以震荡为主。

玉米&淀粉：下游需求恢复

【期货动态】大连玉米主力合约震荡上行，整体波动较小；玉米淀粉保持震荡，夜盘略有回调；美玉米大幅下跌，受中美贸易谈判利好兑现以及天气利空影响，多头主动离场。

【现货情况】今日玉米现货价格下跌，全国均价 2298.24 元/吨，较上一工作日跌 3.34 元/吨，环比跌幅 0.15%。东北市场价格区间在 2160-2250 元/吨的区间，下跌 5 元/吨；华北市场报价为 2280-2340 元/吨，下跌 5 元/吨；鲅鱼圈港新季玉米主流收购挂牌价 2305-2340 元/吨，下跌 8 元/吨；锦州港新季玉米主流收购挂牌价 2300-2330 元/吨，下跌 3 元/吨；南方港口价格在 2430-2470 元/吨左右，保持稳定。

【市场分析】替代品方面新季小麦陆续上市，但是近期湖北山东河南遭遇连续降雨，对新季小麦收割形成挑战，一定程度上利好玉米。需求周末生猪出栏相对有限，但下游采购需求不高，终端需求支撑有限；生猪存栏相对稳定，但饲料企业多关注新季小麦产情，部分饲料企业适量采购糙米混合物，玉米需求相对一般。鸡蛋价格上涨，有利于饲料需求恢复。

【南华观点】近期小麦陆续上市，阴雨天气增加收割难度叠加饲料需求恢复，对玉米价格形成支撑。总体来看玉米短期内价格回调，长期由于种植面积增加供应宽松，保持偏空震荡。

以上评论由分析师靳晚冬（Z0022725）、陈晨（Z0022868）提供。

能源油气早评

原油：美伊僵持，盘面反复

【盘面动态】Brent 收于 91.12 元/桶，涨跌幅-1.7%，WTI 收于 87.36 美元/桶，涨跌幅 -1.73%，SC 收于 580.3 元/桶，涨跌幅 -1.61%。

【市场资讯】

- 1、据伊朗伊斯兰共和国通讯社（IRNA）：伊朗南帕尔斯气田的三个海上平台已恢复生产。
- 2、当地时间 5 月 30 日，美国总统特朗普在当晚福克斯新闻播出的一档采访节目中表示，当前美伊已接近达成一份“很好的协议”。特朗普同时在采访中表示，我们会得到一份“更好的协议”，这本当更快才对。但同时特朗普表示，如果无法达成协议，他会要求“战争部”（即美国国防部）介入。特朗普表示，如果他没有得到他想要的，“我们将用另一种方式结束它”。特朗普还表示，通过签署协议，我们能够确保霍尔木兹海峡的通航、确保伊朗没有核武器等。特朗普在谈及与伊朗的协议时强调，他并不着急。“如果你很着急，你就无法达成一个好的协议”。
- 3、【伊媒：伊朗将对可能的谅解文本进行新的修改】金十数据 6 月 1 日讯，据伊朗塔斯尼姆通讯社报道，伊朗将对可能的谅解备忘录文本进行新的修改。一位知情人士就美国媒体报道特朗普已提出对现有文本进行新的修改一事表示：“文本交换仍在继续，伊朗可能会对文本进行自己的修改，目前一切都还没有定论。”该人士强调：“对伊朗而言，标准是我们自己接受的文本，特朗普实施修正并不意味着伊朗接受这些修正。”这位人士表示，伊朗已为可能出现的误解情况做好了充分准备。

【南华观点】

周末美伊依然处于僵持的状态，美方在此前的谅解框架上提出了更严苛的修改要求，并提交伊方，伊朗方表示将进行新的修改。整体而言美伊双方的分歧依然存在，且双方互不信任，所以谈判注定会是一个漫长的过程。另外，我们去看中东海湾内的库存，近一个月一直呈现下滑的趋势，可见伊朗确实有在放行船只，但整体依然比较零星，我们简单测算目前冲突造成的供需缺口在 100-200 万桶/日左右，整体维持紧平衡的状态。关注夏季旺季需求带来的支撑情况。

燃料油：关注裂解

【盘面回顾】5 月 29 日亚洲高硫燃料油现货升水结束连续下跌走势，市场结构进一步走强；低硫船燃月间逆价差保持平稳，现货升水小幅上行。高硫燃料油方面，新加坡 380 CST HSFO 6-7 月间逆价差走阔 3.25 美元 / 吨至 47.25 美元 / 吨；5 月 28 日现货升水回升 4 美元 / 吨至 18.17 美元 / 吨。180 CST 高硫燃料油 5 月 28 日现货升水上涨 3.50 美元 / 吨至 16.25 美元 / 吨，同步迎来修复。低硫船燃方面，新加坡 0.5% S 船燃 6-7 月月间逆价差持平于 44.75 美元 / 吨；5 月 28 日现货升水上涨 1 美元 / 吨至 43.27 美元 / 吨。

【产业表现】市场预计短期内南亚发电领域将释放采购需求，为高硫燃料油现货溢价提供支撑，主打发电用途的 180 CST 品级也受益于月间价差走阔走强。美伊冲突已持续三个月，波斯湾油品运输受阻问题延续，低硫燃料油调和端压力加剧，中硫组分也开始出现供给紧张，短期合规低硫船燃货源缺口进一步扩大。库存及贸易数据方面，新加坡截至 5 月 27 日当周重馏分商业库存环比下降 3.7% 至 2070 万桶，创下两周低位；燃料油总进口环比下滑 32.1%，为 5 月 6 日以来单周最低，连续第二周无中东货源到港，中断三周后恢复俄罗斯燃料油进口，欧洲货源正常流入；当期燃料油出口环比大跌 60.9%，且无对华出货。

【南华观点】高硫燃料油依托市场结构走强与南亚发电需求预期，现货价格止跌反弹，整体氛围有所回暖。低硫燃料油调和原料紧缺范围扩大，叠加波斯湾航运扰动持续，供应偏紧的基本面进一步强化，价格保持坚挺。新加坡库存、进口量同步回落，外部货源供给持

续收缩，区域流通量减少。后续重点跟踪南亚发电需求兑现力度、美伊局势及波斯湾航运恢复情况，同时关注各类调和组分的供给变化。

沥青：利空释放，择机多配

【夜盘回顾】截至收盘，bu07 收于 4315 元/吨

【现货回顾】5 月 29 日，国内沥青市场均价为 4606 元/吨，较上一日上涨 7 元/吨，涨幅 0.15%。原油及期货盘面价格走势趋于平稳，山东低价资源成交尚可，价格小幅上调，华南地区降雨天气减少，需求较前期有所释放，部分价格推涨，带动今日沥青市场均价上涨。

【南华观点】近期中东地缘扰动仍是影响原油波动的核心变量，放大油价波动。短期地缘消息仍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。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：中东地缘反复 加息预期略有下修

【行情回顾】上周铂钯震荡偏弱，NYMEX 铂主连周内下降 0.87%至 1922.9 美元/盎司，NYMEX 钯主连周内下跌 0.91%至 1368.5 美元/盎司。长线资金方面，铂金 ETF 加速流出，钯金 ETF 小幅流出。

【交易逻辑】铂钯近期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、通胀预期及战略溢价削弱等。

美伊冲突方面，地缘反复不断，本周美伊互相实施军事打击，前半周中东局势在和谈预期升温同时叠加脆弱性担忧，伊朗和美国双方释放信息高度矛盾。周四 Axios 报道称美伊双方就 60 天谅解备忘录达成共识，周五特朗普政府称接近达成协议但推迟最终决定等消息。周日伊朗议会会长表示，在确认伊朗人民权利得到保障前，不会批准任何协议。

美联储方面，美超预期通胀（美 PCE 增速 3.8%，创三年来最快增速）和美联储偏鹰表态推升加息预期，贵金属市场虽迎利率逆风，但沃什新框架下以截尾均值 PCE（2.35%）替换核心 PCE，可为降息提供数据支撑，最新数据已较为接近美联储 2%的长期目标。如果美联储在沟通中上调截尾均值 PCE 的权重，则美联储加息的态度可能较当前市场基于核心 PCE 所定价的更为温和，并对中长期收益率形成下行压力，加息预期本周有所回落，截至周五，市场已定价美联储年底将加息 0.57 次。需要注意的是，该指标存在天然的局限，可能会低估涨价动能或反应滞后。

贸易与关税方面，“中美建设性战略稳定关系确立”，永久取消对华 10%芬太尼关税，24%对

华惩罚性关税再延长 18 个月暂停，暂停对华造船、物流、海事 301 调查 18 个月，贸易关税不确定性下降，铂钯作为关键矿产资源，先前被“资源民族主义抬头”（如美 120 亿金库计划）定价的逻辑有一定程度削弱。

供应方面，南非电力短缺显著缓解，Eskom 公司预计 5 月 EAF 上升至为 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的铂金需求持续向好，另外，2026 年中国玻纤行业有望部分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。

进口方面，钯金自 2026 年初起进口增长迅速，且 3 月和 4 月的进口数据伴有未锻造钯类型的钯金，预计是由于在 USITC 俄钯终裁窗口期，俄罗斯未锻造钯的出口转向所致，目前国内铂钯供应较为充裕，广期所铂钯期限结构的斜率显著变陡峭。

本周美国数据方面主要关注周五晚美国非农就业报告，以及周内美国 ISM 制造业和服务业 PMI 等数据。事件上关注美联储官员讲话，关注本月 USITC 对俄钯的终裁。关注年内钯金在玻纤领域的试验结果。

本周美国数据方面主要关注周五晚美国非农就业报告，以及周内美国 ISM 制造业和服务业 PMI 等数据。事件上关注美联储官员讲话，关注 USITC 对俄钯的终裁。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：贵金属先抑后扬 加息预期略有下修

【盘面回顾】 周内金银先抑后扬，周线收十字星，整体依然维持震荡格局。相较之下，前半周白银抗跌性优于黄金，但后半周黄金反弹力度亦优于白银。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的影响。周内美指和中长端美债收益率双双下行，提振贵金属估值上修。驱动上，前半周中东局势在和谈预期升温同时叠加脆弱性担忧，伊朗和美国双方释放信息高度矛盾，引发贵金属市场弱势调整；后半周在周四晚间公布的美 PCE 数据和 GDP 数据显现美国经济滞胀风险上升，以及周四 Axios 报道称美伊双方就 60 天谅解备忘录达成共识，周五特朗普政府称接近达成协议但推迟最终决定等消息，提振伦敦金在下探至 200 日均线附近后止跌回升，白银亦在下探至 4 月底低点后止跌反弹。从货币政策预期角度看，周内美联储加息预期有所降温，截至周五，市场已定价美联储年底将加息 0.57 次。

本周美国数据方面主要关注周五晚美国非农就业报告，以及周内美国 ISM 制造业和服务业 PMI 等数据。事件上关注美联储官员讲话。

【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。

【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。伦敦金短期重点关注 200 日均线在 4400 附近支撑有效性，如跌穿则不排除进一步回踩前低 4100 可能，阻力 4600，然后 4750-4800 区域；伦敦银支撑 70-71 区域，阻力 78。

【风险提示】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（Z0016569）提供。

化工早评

纸浆-胶版纸：库存再涨，利空再现

【盘面回顾】上周五纸浆期货（SP）与胶版纸（双胶纸）期货（OP）震荡下行。

【现货市场】山东银星报价 4970-4980 元/吨（0/0），山东乌针、布针报价 4580-4780 元/吨（-30/-10），华南银星报价 5100 元/吨（0）。

【港口库存】根据钢联，截止 5 月 29 日，纸浆：港口库存 231.1 万吨（+2.8）；双胶纸原纸生产企业库存 160.33 万吨（+0.7）。

【南华观点】针叶浆现货市场普跌，期货估值下降。从基本面来看，现货市场需求仍维持疲弱，淡季属性明显，这是当前使得期价有所回落的最主要原因。中国港口库存上周再度回升，且库存结构中，针叶浆占比较高，压力再度增长。故总体来看，行情偏空，期价探底。但此时已至短期低位，需谨防期价反弹的可能性。

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；而上周双胶纸库存天数较前一周周四上升 1.27%，库存压力加大，带来一定利空影响。而纸浆期价回落，也从成本角度带来利空影响。

对于后市而言，纸浆期货可暂时观望，胶版印刷纸期货可择时观望低多机会。

纯苯-苯乙烯：成本端转弱，盘面明显下跌

【盘面回顾】BZ2607 夜盘收于 7414（-94）；EB2607 夜盘收于 8652（-98）

【南华观点】

上周末，美伊谈判迎来利好消息，市场对美伊和谈前景持乐观态度，本周油价低开后偏弱运行，纯苯，苯乙烯跟随成本端大幅下跌。

品种自身基本面来看，供应端：国内石油苯开工率已至近 5 年的低位，且近月纯苯检修损失量仍高，纯苯国产、进口供应双减，主港库存持续去化，6 月纯苯仍是去库格局。苯乙烯方面进入 5 月国内检修量明显增加，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，然而从当前的检修计划看，苯乙烯的检修最高峰就在 5 月，6 月中旬几套检修大装置将要回归，苯乙烯供应逐渐宽松。需求端：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 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，终端白电排产继续下修，预计刚需支撑为主。

由于需求疲软，本周纯苯、苯乙烯绝对价格下跌的过程中，下游多持观望态度，采购谨慎。短期纯苯、苯乙烯均处于供需双弱的状态，相对而言纯苯的基本面支撑更强一些。后续注意关注霍尔木兹海峡通航情况，下游补库意向以及高温天气装置的意外变动。

lpg: FEI 贴水走弱，盘面震荡偏弱

【盘面动态】LPG 主力合约 PG2607 日盘收于 5523 (-21)，夜盘收于 5487 (-57)，07-08 月差 143 (-7)；FEI M1 收于 769 美元/吨 (+0)，CP M1 收于 750 美元/吨 (-2)，MB M1 收于 0.83 美元/加仑 (-0.01)。

【现货反馈】宁波 6110 (+0)，上海 6050 (+0)，南京 6500 (-100)，山东淄博 5970 (-160)，最便宜交割品价格 5800 (-50)

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 66.31% (-0.59%)，独立炼厂开工率 54.70% (-2.18%)，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 56.15% (-0.38%)；烷基化端开工率 28.55% (+0.70%)。库存端，炼厂库容率 26.48% (+0.44%)，港口库存 195.34 万吨 (+9.89)。

【南华观点】周末美伊协议未在预期窗口落地，但霍尔木兹通行量较前期有所回升，地缘溢价进一步回吐。到港量环比大增 14.4 万吨，叠加华东进口利润转正至 503 元/吨，未来进口压力持续；港口库存加速累库 9.9 万吨。PDH 开工率回升但利润仍深度亏损 (-363 元/吨)。地缘驱动钝化后，盘面定价权重回归自身基本面，呈现“成本端原油震荡回落+供应压力增加+需求支撑不足”的偏弱格局。单边区间震荡偏弱，逢高可考虑卖深虚 call。

PP 丙烯：现实端强势不减

【盘面动态】PP2609 日盘收于 8484 (-7)，夜盘收于 8497 (+13)。PL607 日盘收于 8366 (-14)，夜盘收于 8383 (+17)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 9400 元/吨，华东现货价格为 9650 元/吨，华南现货价格为 9750 元/吨。丙烯山东现货价格为 9105 元/吨，华东现货价格为 9250 元/吨，华南现货价格为 9175 元/吨。

【供需数据】丙烯开工率为 68.65% (+0.21%) 其下游，PP 粒料开工率为 66.01% (+1.39%)，PP 粉料开工率为 18.15% (+2.11%)，环氧丙烷开工率为 60.19% (-2.46%)，丙烯腈开工率为 74.46% (+2.35%)，丙烯酸开工率为 71.95% (-3.76%)，正丁醇开工率为 78.97% (-3.68%)，辛醇开工率为 68% (-10%)，酚酮开工率为 74.81% (-0.59%)。PP 下游平均开工率为 47.74% (-0.42%)。其中，BOPP 开工率为 49.73% (-2.84%)，CPP 开工率为 47.3% (+1%)，无纺布开工率为 39.95% (+0.47%)，塑编开工率为 41.82% (-0.26%)，改性 PP 开工率为 65.1% (-0.78%)。PP 总库存环比下降 8.74%。上游库存中，两油库存环比下降 7.64%，煤化工库存下降 10.42%，中游贸易商库存下降 16.54%。

【南华观点】宏观层面来看，虽然当前市场情绪倾向于美伊关系将走向缓和，但短期冲突仍有反复，在给出明确的和谈信号之前，PP、丙烯盘面仍受到成本以及风险溢价的支撑。基本面来看，PP 方面，首先在现实端，PP 现货价格依然强势，随着盘面走弱，基差进一步扩张，这持续为 PP 提供托举力量。从供需预期来看，供应端，虽然 5 月底 PDH 装置陆续重启，但是其余部分装置检修期延长叠加近期煤制装置检修增多，PP 供应短期预计维持低水平。而进出口端，由于当前出口旺季已过，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。同时需求端仍看不到转好迹象，高价影响下，下游开工率普遍低于往年同期，工厂基本维持刚需补库。因此，PP 当前的支撑仍是来自于现实端的强势以及持续的低供应，但内需的低迷叠加出口的减弱使其上方亦存在一定压力。丙烯方面，在现货层面，由于近期 PP 粒粉料装置重启，下游需求回升，丙烯价格的支撑增强。在供需层面，6 月丙烯供应预计维持回升趋势，压力有所增加。而需求端，下游表现有所分化，由于当前 PP 粒粉料与丙烯价差已回归至合理区间，装置重启的情况增多，开工率回升。而其他下游，如环氧丙烷、辛醇、丙烯酸等，在低利润情况

下负反馈依然明显。因此当前丙烯新增驱动主要来自与 PP 粒粉粒装置复产带来的需求回升，其基本面支撑较前期有所增强。

塑料：近端压力相对有限

【盘面动态】塑料 2609 日盘收于 7851 (+33)，夜盘收于 7885 (+34)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 8000 元/吨，华东现货价格为 8100 元/吨，华南现货价格为 8300 元/吨。

【供需数据】供应端，PE 开工率为 76.96% (+0.3%)。需求端，PE 下游平均开工率为 37.55% (-0.6%)。其中，农膜开工率为 10.09% (-1.05%)，包装膜开工率为 45.89% (-0.55%)，管材开工率为 35% (+0.17%)，注塑开工率为 40.25% (-0.1%)，中空开工率为 32.35% (-1.47%)，拉丝开工率为 32.62% (-0.8%)。库存方面，PE 总库存环比下降 7.671%，上游石化库存环比下滑 9%，煤化工库存下降 8%；中游社会库存下降 6%。

【南华观点】宏观层面，虽然当前市场情绪倾向于美伊关系将走向缓和，但短期冲突仍有反复，在给出明确的和谈信号之前塑料盘面持续受到成本端支撑，预计维持高位震荡。供需层面，首先是随着 6 月重启的装置增多，PE 供应进入回升通道。并且近期 HDPE-LLDPE 价差出现较明显回落，装置转产动力不在，后续需跟踪先前转产的装置是否重新转回生产线性。而进出口方面，由于来自中东的 PE 进口持续受阻，5-6 月净进口量预计维持低位，一定程度上放缓了 PE 国内供应回升的速度。需求端，淡季之中需求难看到明显好转，但是当前下游原料库存大多处于历史地位，若后续线性价格走弱，下游补库情绪或有增强，从而形成一定支撑。另外，在库存方面，PE 近期去库趋势明显，LLDPE 社会库存已处于偏低水平，现实端支撑增强。综合来看，在供增需弱的基本面格局下，PE 上方压力有所显现，但是由于当前海峡尚未完全解封，供应依然偏低，叠加库存已降至低位，下方的支撑依然较强，因此短期预计维持区间震荡态势。

PVC：低位震荡

【盘面动态】PVC2609 合约昨晚收于 4955，0.53%。

【南华观点】

PVC 基本面驱动有限。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，价格仍然在低位徘徊。不过成本有所抬升，估值上，PVC 下方空间有限，但需求平淡叠加现货压力，价格上方压制同样明显。

橡胶：关注后续供应上量变化

【南华观点】

地缘谈判预期向好有利于风偏回暖，但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，远端存加息或缩表预期，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，最近物候条件与近期天气均良好，但目前原料维持坚挺，且厄尔尼诺影响后置，天气扰动预期仍存，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，区域出口有待恢复；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，海峡通航有所扩大，市场对局势顺利好转预期加强，原油延续弱势。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，原料高价支撑和宏观氛围偏弱、季节性供应压力并存，近期资金扰动加大，以区间思路谨慎参与，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，深浅正套减仓持有，RU-BR 反套持有。

玻璃纯碱：关注供应预期变化

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2609 合约昨晚收于 1214，0.25%。

【基本面信息】

本周纯碱库存 169.70 万吨，环比周一-0.40 万吨，环比上周四-7.90 万吨；其中，轻碱库存 100.75 万吨，环比周一+1.10 万吨，环比上周四+0.31 万吨，重碱库存 68.95 万吨，环比周一-1.50 万吨，环比上周四-8.21 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，但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 1051，0.19%。

【基本面信息】

截止到 20260528，全国浮法玻璃样本企业总库存 7682.3 万重箱，环比+36.8 万重箱，环比+0.48%，同比+13.54%。折库存天数 34.6 天，较上期持平。

【南华观点】

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。价格持续低位，冷修预期或增加。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。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：成本支撑

【盘面回顾】上周成材震荡偏弱

【核心逻辑】供应端上周铁水日均产量 241 万吨，环比+0.19 万吨，铁水产量在钢厂盈利率 60%多的水平下以及季节性规律，大概率维持高位震荡，但后续的增量已经很有限了。螺纹钢产量 221.14 万吨，环比+9.8%，连续两周供应增加，上周供应增量加快；但需求端明显走弱，即将进入南方的梅雨季节，户外施工逐渐放缓，建材需求面临加速下滑，螺纹表需上周 232.25 万吨，环比-3.94%，螺纹库存去库速度放缓。热卷供需双弱，产量和表需小幅下滑，库存由去库趋势转为累库。估值端，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，当前的估值偏低，下方价格接近谷电成本，下方空间有限。煤矿安监可能升级，焦煤供应预期收缩，国内开工率下滑，价格走强，焦炭开启第五轮提涨；铁矿石海运费抬升明显，预计铁矿下方空间有限。

【南华观点】整体钢材存在成本支撑，下方空间有限。

铁矿石：运费抬升明显

【盘面信息】铁矿石期货小幅回升

【信息整理】受全球铁矿石和煤炭贸易需求强劲增长推动，好望角型散货船（Capesize）现货市场运价近期出现爆发式上涨，直接冲上 2023 年以来的最高点。巴西与西澳至中国的核心航线租船活跃，导致大西洋和太平洋海域的即期运力面临阶段性紧缺。与此同时，远期运费协议（FFA）期货曲线全线上扬，反映出市场交易员对后续传统旺季的强烈看涨预期。在老旧船舶减速航行以及新船交付量处于历史低位的供给限制下，供需关系的进一步收紧将继续为散货航运市场提供坚实的运价支撑。

【南华观点】供应端，全球铁矿石运量环比大幅增长。全球发运累计同比增量重新拐头向上。本期发运增量主要来自于澳大利亚。其中，力拓、必和必拓等矿业巨头均加大发运力度，有效缓解了前期的港口积压，大西洋与太平洋航线的即期运费也随之走强。目前铁矿石运费已经摆脱了季节性拐点，价格持续偏强运行。目前运费占铁矿石价格比例接近 15%，为近 5 年最高，这对铁矿石价格形成了较强的底部支撑。

需求端，铁水产量继续缓慢上行。按照检修数据推算，铁水产量仍有上行空间。但由于焦煤强势上涨，钢厂利润有所压缩，钢厂盈利率边际回落。这使得铁水产量上行的速率有所放缓，但预计短期仍能维持在 240 万吨附近。钢材方面，螺纹产量走平、库存降，热卷需求回落但外需仍有支撑，估值贴近成本下空间有限，价格下跌后预计出口接单好转，低价

区间需求有支撑。

库存端，库存整体走平，与往年同期比去库速率放缓。中低品价差显著走强，结构上低品矿显著偏过剩。低品澳矿库存持续走高，而高品巴西矿库存持续走低。

估值端，焦煤由于矿难、安全检查导致供给收缩预期走强，价格走强，焦炭开启第五轮提涨。焦煤价格的强势显著挤压了铁矿石的价格空间，跷跷板效应下铁矿石价格偏弱运行。此外铁矿石持仓量和沉淀资金显著下降，预计整体波动率下降。

整体来说，目前铁矿石价格下跌后，风险有所释放，钢厂利润有所收缩但整体需求有支撑，并且运费抬升显著，预计铁矿石价格下方有限，但价格上方受到高供给的压制。

焦煤：安监收紧影响供给

【盘面信息】焦煤期货震荡运行，波动收窄

【信息整理】据波兰中央统计局（Central Statistical Office of Poland）发布的主要工业产品产量月度统计快报数据，2026年1-4月，波兰煤炭产量（包括硬煤和褐煤）累计为2752.82万吨，较上年同期下降2.4%。其中，硬煤（Hard coal）产量为1413.23万吨，同比下降1.8%；褐煤（Lignite）产量为1339.59万吨，同比下降3.0%。4月份，波兰煤炭产量为649.08万吨，同比增长12.1%，环比下降9.8%。其中，硬煤产量为345.02万吨，同比增长9.4%，环比下降8.8%；褐煤产量为304.06万吨，同比增长15.4%，环比下降10.9%。

【南华观点】供应端，安监升级导致供给收缩，短期偏紧格局难改。近期山西主产区安监政策骤然收紧，炼焦煤供应端出现明显收缩。自5月23日起，山西新增停产炼焦煤矿129座，目前仍有113座未复产，涉及产能1.25亿吨，影响原煤日产量约32.8万吨，停产主要集中在长治、晋中、临汾三地，仅吕梁复产进度相对较快，太原古交民营矿基本停产。沁源县涉事煤矿停产预计持续约一个月，且此前存在违规超产问题，后续复产也难以恢复前期高产量，行业超产现象将明显减少，生产强度大概率回落至去年三四季度水平。此外，本次安监重点针对高瓦斯焦煤矿，与侧重电煤的保供政策并不冲突，叠加澳煤进口窗口尚未完全打开，短期供应偏紧格局难以根本扭转。

需求端，刚需支撑较强，钢厂利润收窄制约上行空间。铁水产量维持高位，对焦煤刚需形成直接支撑。数据显示，日均铁水产量回升至241万吨。但由于焦煤强势上涨，钢厂利润有所压缩，钢厂盈利率边际回落。焦企预计提起第五轮提涨，但目前钢厂的利润尚能承接。这使得铁水产量上行的速率有所放缓，但预计短期仍能维持在240万吨附近。钢材方面，螺纹产量走平、库存降，热卷需求回落但外需仍有支撑，估值贴近成本下空间有限，价格下跌后预计出口接单好转，低价区间需求有支撑。

库存端，上游库存低位叠加供给收缩，现货支撑持续增强。目前焦煤上游库存处于近几年同期最低水平，叠加安监升级带来的大幅供给损失，库存去化节奏持续加快，可售货源不断减少，山西现货已出现大面积涨价，现货端对盘面的支撑持续强化。进口补充方面，澳煤进口窗口尚未完全打开，当前海运煤进口增量有限，难以快速缓解国内库存低位压力。钢厂及焦企原料库存虽维持正常水平，但以按需采购为主，被动接受现货价格上涨，库存低位叠加需求刚性，进一步夯实了现货价格的上涨动力。

估值层面，现货走强带动盘面同步回暖，现实基本面与市场预期同步改善，盘面依托现货形成有力支撑，整体估值安全边际较高。短期除沁源县外，多数停产矿井以自查整改为主，复产节奏偏慢，供应偏紧格局短期难逆转，价格将围绕进口煤成本区间运行。中长期来看，安监趋严将持续约束煤矿超产行为，抬升价格中枢；但上方受到现实需求、海煤进口的制约。因此预计，行情整体震荡偏强运行，但弹性和空间有限。后续需重点跟进煤矿复产进度、安监政策走向以及钢厂盈利变化。

硅铁&硅锰：成本支撑

【盘面回顾】上周铁合金震荡偏弱

【核心逻辑】铁合金目前的矛盾在于自身高库存、下游需求转弱和成本支撑之间的矛盾。供应端上周硅铁产量小幅增加，硅锰产量基本维持微减；需求端，目前钢材盈利率小幅回落，钢厂盈利率 60%左右，超半数以上企业盈利，铁水突破 240 万吨，高铁水按照季节性规律可以维持，但铁水增量有限，对铁合金的采购需求增量有限，下游维持按需采购。库存端，硅铁企业库存开始去库，环比-7.26%；硅锰库存上周去库有限，仍位于库存高位，去库难度较大。

【南华观点】山西煤矿安全事件，焦煤供应预期收紧，黑色情绪尚存，铁合金估值偏低，下方成本支撑较强。

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: 小幅回落

【期货报价】上周五生猪主力合约 LH2607 收于 10700，跌幅达 0.28%。

【现货报价】

全国生猪均价 9.59 (+0.06) 元/公斤，其中河南 10.12 (+0.08) 元/公斤、四川 9.01 (+0.00) 元/公斤、湖南 9.37 (+0.04) 元/公斤、辽宁 9.61 (+0.10) 元/公斤、广东 10.24 (+0.00) 元/公斤、安徽 10.03 (+0.17)

【现货情况】

周末期间北方地区猪价呈现偏强方向调整，主要驱动因素是月末企业出栏水平的主动调整，叠加市场看涨情绪，使得企业成交价出现窄幅走高。但从社会渠道反馈来看，市场整体供应水平仍然较高，实际成交价难以跟随企业牌价形成明显的提价表现，供应压力明显高于养殖企业。短期来看，猪价正处于振幅收窄阶段，后续需重点关注月初起供应端的恢复程度及交易节奏变化。南方地区周末猪价总体保持稳定，个别市场小幅上涨。月底阶段南方多个市场并未出现明显缩量，养殖端以正常出栏为主，消费端表现相对稳定。6 月即将迎来端午节，南方或有肉粽需求，届时可能对猪肉消费形成一定支撑，后续建议持续关注需求端的变化。

【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: 震荡调整

【期货动态】洲际交易所 (ICE) 期棉 12 合约小幅收涨，原油走弱且美棉产区旱情边际缓解，棉价有所承压。上周五夜盘郑棉小幅下跌。

【市场信息】印度中央政府依据相关法律授权，决定对税号 5201 项下棉花进口商品全额免征进口基本关税及农业基础设施开发税，本次免税政策实施周期明确：自 2026 年 6 月 1

日起生效，有效期至 2026 年 10 月 31 日，为期 5 个月。

【核心逻辑】近期恰逢古尔邦节，部分纱厂放假，整体负荷有所下调，下游维持淡季，布厂成品库存进一步累积但压力尚且不大。目前新疆棉花多处于第六真叶期，部分棉田陆续现蕾，生长进度较快，近日新疆棉区在上周的升温后或有小幅降温，各产区或迎来零星降雨，喀什地区或有短时大风，关注后续产区天气变化。近期美棉各产区均迎来降水，预期近日得州西北部棉区仍有降雨，土壤墒情有望得到进一步恢复。

【南华观点】当前国内下游维持淡季特征，疆棉减产幅度或不及预期，且美棉产区旱情得到缓解，棉价短期上行驱动暂有减弱，但全球供需趋紧预期暂未改变，棉价下方支撑仍较为坚挺，短期郑棉或延续震荡行情，关注国内政策情况。

白糖：强势料难延续

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五收盘 14.07 美分/磅，周度走势大幅回落 4.16%，郑糖周度小幅上涨 0.82%。

【现货报价】南宁白糖现货报价 5370 元/吨；昆明现货报价 5160 元/吨。

【市场信息】1.印度高温天气延续，厄尔尼诺或引发区域气候连锁危机。2.5 月 29 日（周五），美国商品期货交易委员会（CFTC）公布的数据显示，截至 5 月 26 日当周，投机客增持 ICE 原糖期货及期权净空头头寸。

【南华观点】周五白糖宽幅震荡，小幅上涨。受天气升水，成本支撑，资金流入三重影响，预期与资金驱动为主，基本面实际并未发生大的转变。国际局势扰动仍在，国内供需层面短期弱势并未改变，库存压力有待释放，走势整体反弹承压，仍需等待夏季消费需求发力或国际市场利好变局拉动。关注上方 5530 附近压力情况。

鸡蛋：供应依旧偏紧，现价强势上涨

【期货动态】

上周五鸡蛋主力合约 JD2607 收于 4198，涨幅达 2.67%。

【现货情况】

周末期间，全国鸡蛋现货价格延续涨势，主产区均价已站上 4.85 元/斤。从地区看：北京各大市场鸡蛋价格上涨 3 元/箱，主流参考价升至 230 元/44 斤（折合约 5.23 元/斤），走货正常；上海褐壳鸡蛋价格持稳，浦东、浦西接货价均为 136 元/27.5 斤（约 4.95 元/斤）；广东地区深圳、东莞、广州粉蛋价格维持在 5.0-5.1 元/斤。主产区普遍上涨 0.1-0.2 元/斤，山东、河南、河北等地均现普涨，河北周均价已升至 4.94 元/斤。

【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。

【南华观点】

预计鸡蛋价格短期内将维持偏强走势

橡胶：关注后续供应上量变化

【南华观点】

地缘谈判预期向好有利于风偏回暖，但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，远端存加息或缩表预期，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，最近物候条件与近期天气均良好，但目前原料维持坚挺，且厄尔尼诺影响后置，天气扰动预期仍存，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，区域出口有待恢复；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，带来长期驱动力，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，海峡通航有所扩大，市场对局势顺利好转预期加强，原油延续弱势。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，原料高价支撑和宏观氛围偏弱、季节性供应压力并存，近期资金扰动加大，以区间思路谨慎参与，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，深浅正套减仓持有，RU-BR 反套持有。

苹果：弱势延续，基本面承压

【期货动态】(5.25-5.29) 苹果走势回落，收盘 7505，整体持仓增加。

【现货报价】栖霞地区价格小幅上涨，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#以上半成品 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整体维持稳定，前期急售心态略有缓解，客商多挑选性价比较高货源，西部果农低价货源走货尚可，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 29 日，全国主产区苹果冷库库存量为 183.93 万吨，上周去库速度环比加快。2.据卓创资讯，据统计，截止到 2026 年 5 月 28 日全国冷库库容率约为 11.6%，较去年同期（20250522）高 1.27 个百分点。近一周（20260521-0528）全国冷库库容率下降 1.32 个百分点。

【南华观点】上周苹果走势继续偏弱，与基本面弱现实相符。尽管近期库存压力有一定的缓解，但当前消费淡季，同时主力合约对应新季苹果，在新季产量预期增加的背景之下，

盘面弱势难改，短期预计维持区间震荡走势，偏弱运行。

花生：东北花生变质风险上升

【盘面回顾】上个交易日花生 PK2610 合约小幅下跌，收盘 8138 元/吨，跌 0.49%。预计后市将继续小幅震荡。

【现货市场】全国通货均价 7556 元/吨，跌 19 元/吨，8 筛精米均价 8300 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 3.45-3.75 元/斤左右，8 筛精米（南召，卧龙区，汝南，正阳）在 4-4.1 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 3.9 元/斤左右，8 筛精米（昌图）4.3 元/斤左右，吉林白沙通货（扶余）在 3.95 元/斤左右，8 筛精米（扶余）在 4.3 元/斤左右。全国油厂采购均价在 7468 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，通货扫尾，有价无市，次货价格低。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 150-200 元/吨，出货意愿提升。吉林花生略跌 100 元/吨，根据意愿论价。

部分大厂到货相对充足，部分企业陆续扫尾。青岛工厂花育 23 通货降 200 元/吨至 8150 元/吨，近期到货充足，日均 90-100 车，压车。寰州工厂到货不多。石家庄工厂适量到货，部分外库。开封工厂到货约有 60 车，以质论价，卸货慢。开封龙大扫尾。费县中粮十多车。金胜粮油少量到货。玉皇粮油暂停收购。兴泉油脂少量到货。

【后市展望】近几日东北气温较高，花生变质风险提高，不少农户开始降价清余货，但油厂收购已大部分接近尾声，仅剩某大型油厂。但该大型油厂也在缓慢压价。食品端的话，加工厂大多采取随用随采策略，库存少，需求偏弱。预计后市短期仍会维持偏低震荡格局。关注河南麦茬花生播种情况。

【南华观点】逢高卖套保。

红枣：产区或有升温

【期货动态】上周五红枣主力合约收于 9385 元/吨，涨幅 0.32%。

【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。从气象预报来看，近期各产区气温或延续上周的升温态势，而后回落，且预计均有短时大风天气，关注高温及大风天气对枣花的影响，但目前时间尚早，红枣属于无限花序，对最终产量影响尚有限。

【销区信息】上周五河北崔尔庄市场到货 4 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 29 日郑商所红枣期货仓单录得 7770 张，较上一交易日持平，有效预报录得 227 张。据钢联统计，截至 5 月 28 日，36 家样本点物理库存在 10971 吨，周环比减少 79 吨，同比增加 2.84%。

【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。

原木：期价探底

【盘面回顾】上周五原木期货（LG）价格震荡下行，临近收盘小幅回升，LG2607 收于 795.0，主力合约持仓 10853 手，流动性明显收紧。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 1140（0）元/方，5.9 米小 A 再下降 5 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），846.95（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 22 日，根据钢联数据，辐射松原木库存为 230 万立方米（+6），针叶原木整体库存为 288 万立方米（+8）。

【南华观点】当前原木现货市场相对维稳。从钢联数据来看，供应扩张——5 月 25 日至 5 月 31 日，13 港新西兰针叶原木预到船 9 条，较上周增加 1 条，周环比增加 13%；到港总量约 32.5 万方，较前一周增加 4.2 万方，周环比增加 15%；需求方面，上周，中国 7 省 13 港针叶原木日均出库量为 5.65 万方，较上周减少 10.32%。供过于求态势相对明显，且市场对 6 月新西兰辐射松外盘价格预期下调，即成本支撑减弱，期价进一步下跌。期价一度接近期价估值下限，因此，高空策略可转为观望，前期空头持仓可陆续减少持仓，可择时观望中期低多机会。

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。