中信期货研究|软商品策略日报

2022-06-29

商品反弹，棉价阶段性触底

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

橡胶：市场稳定，橡胶维持缓慢反弹；纸浆：纸浆连续反弹，逐渐临近风险区域；棉花：商品反弹，棉价阶段性触底；白糖：商品反弹，郑糖不温不火。

摘要：

■ **橡胶：市场稳定，橡胶维持缓慢反弹**

短期的橡胶供需偏弱指引盘面，价格很难带来明显的上涨动能。但内需终端毕竟已经触底，原料虽然仍有下行的趋势，但当前的原料价格已经不算极度高估，同时，非标基差绝对值已经处于历史同期偏低的水平。这一品种当前并不适合做绝对的单边交易博弈。

操作策略：观望

风险因素：原油大幅波动，宏观对商品超预期的扰动。

■ **纸浆：纸浆连续反弹，逐渐临近风险区域**

近期纸浆期货高速反弹主因是期现基差过大后存在回归需求。主力合约并不存在持续看涨逻辑，工业品的整体转势的趋势已经形成，短期的反弹或许并不能改变这一趋势。主力合约 7000 以上，且基差缩小后，依旧是一个下行风险较大的区域。

操作策略：近月极强状态缓解后，偏空为主。

风险因素：宏观对商品超预期的扰动。

■ **棉花：商品反弹，棉价阶段性触底**

内外棉价近期大幅下挫，一方面因基本面转弱，例如高价棉花向下传导受限、需求增长乏力，另一方面因宏观预期转差，风险偏好下降，大宗商品下挫。原油在上周五率先企稳反弹，短期在快速下跌、情绪集中释放后，商品市场有企稳回升之势，棉花价格也阶段性反弹。此外，收抛储政策消息再起，关注政策变动。

操作：阶段性触底，空单止盈，关注反弹力度，中期维持走弱预期。

风险因素：天气波动、政策。

■ **白糖：商品反弹，郑糖不温不火**

产销无亮点，国内基本面无太大变化，供需短期无太大矛盾，中期或受原油及宏观影响较大。内外持续倒挂，短期对白糖形成支撑；能源价格依旧维持高位，高价能源下，巴西食糖产量或有变数，对原糖形成支撑。

操作策略：观望。

风险因素：疫情恶化、抛储、进口政策变化。

软商品及特殊品种研究团队

研究员：
李青
021-80401708
liqing@citicsf.com
从业资格号：F3056728
投资咨询号：Z0014122

吴静雯
021-80401709
wujingwen@citicsf.com
从业资格号：F3083970
投资咨询号：Z0016293

高旺
010-58135947
gaowang@citicsf.com
从业资格号 F3004611
投资咨询号 Z0013482

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

一、行情观点

图表 1：软商品行情观点及展望

品种	观点	展望
橡胶	**观点：市场稳定，橡胶维持缓慢反弹** （1）青岛保税区人民币泰混价格 12580 元/吨，+30，对上一交易日 RU09 收盘价基差为-350；国产全乳老胶 12600 元/吨，-50。保税区 STR20 价格 1665 美元/吨，0。 （2）6 月 28 日合艾原料市场报价：白片 61.69；烟片 62.01 跌 0.68；胶水 53.80 跌 0.80；杯胶 47.70 平。海南产区，国有、金橡胶水制浓缩乳胶原料收购指导价格 13700 元/吨；胶水制全乳胶原料收购价格 11500 元/吨。云南产区，乳胶工厂胶水收购价格在 12.0-12.5 元/公斤不等，全乳胶原料价格 11.7-12.2 元/公斤。 **逻辑：**橡胶触底反弹，上周表现显著强于大多数工业品。这种相对偏强来自于天然橡胶价格已经在 2022 年上半年跌了较长的时间，当前的绝对价格并不高，供需端部分的利空已经反映在了价格中。往后看，短期供需端指引偏弱，上游原料价格普遍下行，成本下降明显。下游轮胎厂开工已经迎来难以进一步提高的状态，产成品库存居高不下。因此短期的橡胶供需偏弱指引盘面，价格很难带来明显的上涨动能。但内需终端毕竟已经触底，原料虽然仍有下行的趋势，但当前的原料价格已经不算极度高估，同时，非标基差绝对值已经处于历史同期偏低的水平。因此，综合供需以及绝对、相对估值，我们认为，如果宏观没有在度出现大宗商品的普遍暴跌的迹象的话，橡胶往下 12,200~12,500 存在支撑，往上 13,800 存在压力。这一品种当前并不适合做绝对的单边交易博弈，但可以作为一个对冲中的多配品种，但多配时偏向于选择 RU01。中长期角度如果反弹到高位还是倾向于中期的偏空对待。套利：无 **操作策略：**观望 **风险因素：**原油大幅波动，宏观对商品超预期的扰动。	震荡
纸浆	**观点：纸浆连续反弹，逐渐临近风险区域** （1）针叶浆银星参考报价在 7200-7250，100/150；俄针报价 7000-7100，130/200；阔叶鹦鹉 6600-6600，平。 （2）据 UTIPULP 数据显示，2022 年 4 月份欧洲化学浆消费量 94.86 万吨（针叶浆 33.00 万吨、阔叶浆 60.79 万吨、本色浆 1.07 万吨），同比下降 1.26%。2022 年 3 月欧洲化学纸浆库存量 59.80 万吨（针叶浆 23.48 万吨、阔叶浆 35.11 万吨、本色浆 1.21 万吨），同比下降 18.46%。库存天数 18 天，较去年同期下降 6 天。 **逻辑：**截止昨日收盘，纸浆期货已经大幅修正了现货与期货的价差。目前基差理论在 100~150 点左右，属于合理水平。近期 07、08 合约相对偏强，近月合约作为临近交割的合约，更容易受到现货影响。近月合约上市场也在讨论空方可能仓单不足，不排除这种可能性，但是，需要先看期现平水后近月合约的表现。主力合约逻辑上，高基差背景下弹性较大，实属正常，但是否能出现反转，或者说价格有持续的上涨动能并接近或创出新高的这一种供需逻辑并不存在。浆价再往上涨，依旧会迎来下游利润较差、成本传导困难的困扰。工业品的整体转势的趋势已经形成，短期的反弹或许并不能改变这一趋势。主力合约 7000 以上，且基差缩小后，依旧是一个下行风险较大的区域。但 7000 以上是一个极其理想化的价格，整体策略上，我们认为基差一旦缩小之后，盘面的下行压力依旧会产生，高抛为主。 **操作策略：**近月极强状态缓解后，偏空为主 **风险因素：**宏观对商品超预期的扰动	反弹
棉花	**观点：商品反弹，棉价阶段性触底** **数据：** 棉花仓单 15359 张，折合 61.44 万吨，环比-55 张，-0.22 万吨。 **逻辑** 27 日夜盘，9 月合约最低至 16505，28 日呈现技术性反弹，收于 17615，环比+470。种植方面，据 USDA，至 6 月 26 日，全美棉花现蕾率 33%，同比领先 3%，持平近五年均值，其中得州棉花现	震荡偏弱

	蕾率在 29%，同比领先 1%，快于近五年均值 1%，西部棉区加州有所滞后；全美棉花结铃率 8%，同比领先 1%，快于近五年均值 1%，其中得州结铃率为 12%，同比领先 3%，快于近五年均值 2%；优良率 37%，环比下滑 3%，同比下滑 52%；美棉主产区干旱指数环比回升，优良率受到影响，持续关注天气及生长情况。内外棉价近期大幅下挫，一方面因基本面转弱，例如高价棉花向下传导受限、需求增长乏力，另一方面因宏观预期转差，风险偏好下降，大宗商品下挫。原油在上周五率先企稳反弹，短期在快速下跌、情绪集中释放后，商品市场有企稳回升之势，棉花价格也阶段性反弹。此外，收抛储政策消息再起，关注政策变动。 **操作：**阶段性触底，空单止盈，关注反弹力度，中期维持走弱预期。 **风险因素：**天气波动、政策	
白糖	**观点：商品反弹，郑糖不温不火** （1）广西白糖集团报价区间为 5890-5960 元/吨，较昨日报价持平。云南制糖集团报价区间为 5850-5890 元/吨，较昨日报价持平。加工糖区间 5950-6350 元/吨，较昨日报价持平。 **逻辑：**短期看，商品暂时止跌反弹，郑糖压力减轻；基本面看，产销数据无明显亮点，国内基本面无太大变化，供需无太大矛盾，中期或受原油及宏观影响较大。内外持续倒挂，短期对白糖形成支撑；能源价格依旧维持高位，高价能源下，巴西食糖产量或有变数，对原糖形成支撑。国内目前处于纯销售期，关注后期进口情况。短期郑糖跟随原糖，关注宏观变化。长期来看，食糖实行备案制后，进口量大幅增加，对外依存度增加，但有可能出现短期供需错配的情况；国际方面，巴西压榨低于去年同期，全球 21/22 年度供需较为平衡，但需关注原油走势及天气情况。 **操作策略：**观望。 **风险因素：**疫情恶化、抛储、进口政策变化。	震荡

二、品种数据监测

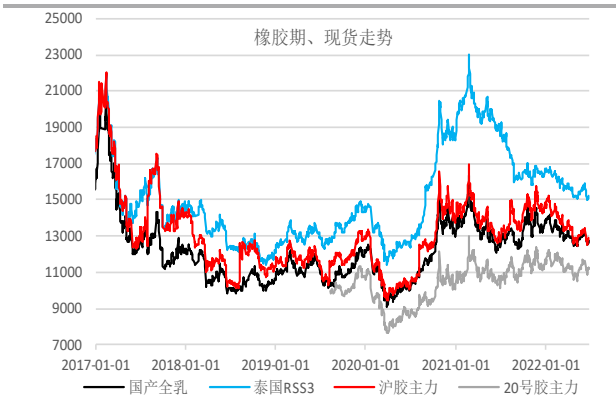
（一）橡胶

表 1：橡胶近日期现价格变化

分类	指标	最新	上期	变化	指标	指标	最新	上期	变化
现货价格	青岛STR20（美元/吨）	1685	1685	0	核心价差	RU主力-老全乳（元/吨）	230	100	130
	山东全乳胶老胶（元/吨）	12700	12750	-50		NR主力-STR20(人民币计)	6	-59	65
	山东RSS3（元/吨）	15200	15250	-50		NR主力-STR20(美金计)	1	-9	10
	山东越南3L（元/吨）	12800	12750	50		RU5-1	160	220	-60
期货价格	RU01（元/吨）	14015	13950	65		RU9-5	-1245	-1320	75
	RU05（元/吨）	14175	14170	5		RU1-9	1085	1100	-15
	RU09（元/吨）	12930	12850	80		NR04-NR03	20	20	0
	NR主力（元/吨）	11270	11205	65		RU主力-NR主力	1660	1645	15

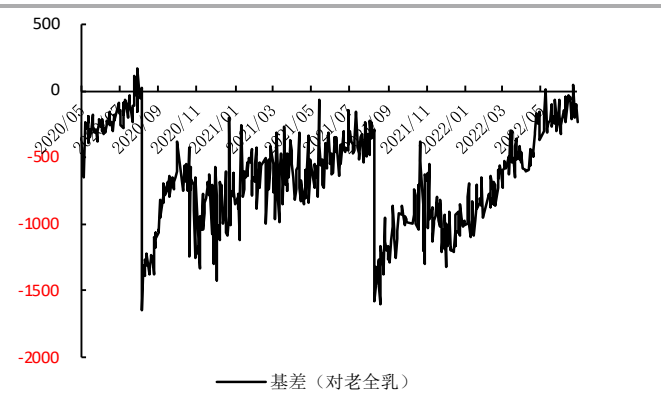
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 1：天胶期、现货走势　　单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 2：沪胶对老全乳基差　　单位：元/吨

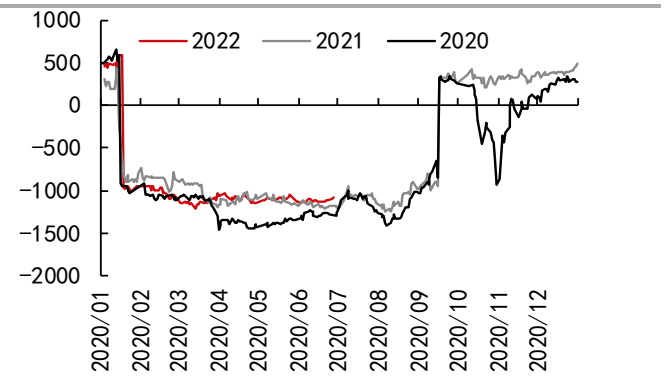


数据来源：Wind，中信期货研究部

图 3：沪胶主力与 20 号胶主力价差　　单位：元/吨

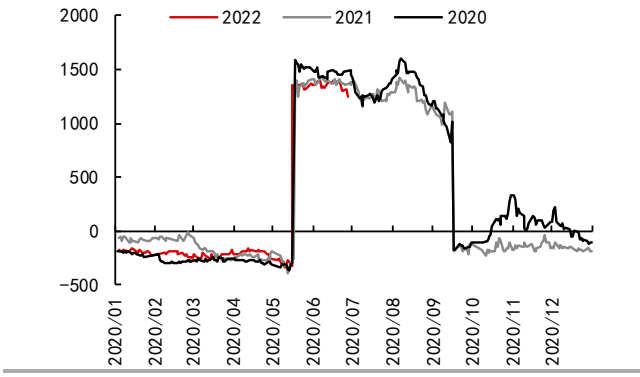
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 4：沪胶 1-5 价差季节性　　单位：元/吨



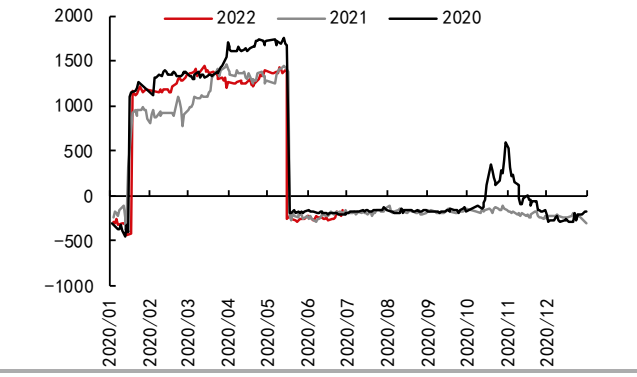
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 5：沪胶 5-9 价差季节性　　单位：元/吨



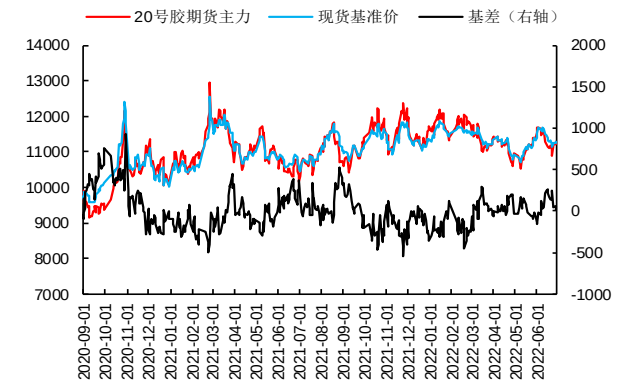
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 6：沪胶 9-1 价差季节性　　单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 7：20 号胶期现走势　　单位：元/吨

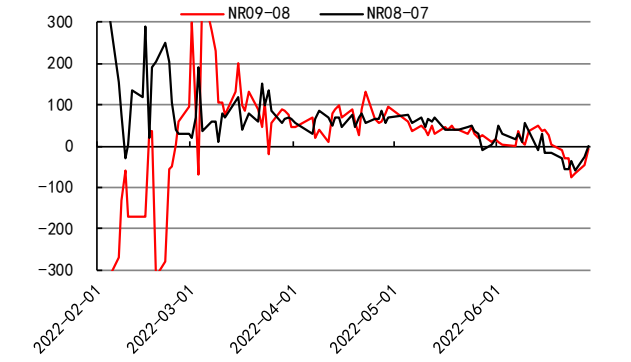


数据来源：Wind，中信期货研究部

图 8：泰标青岛成交价季节性　　单位：美元/吨

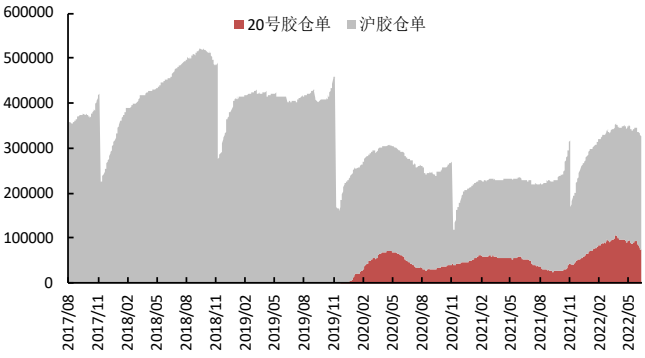
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 9：NR 活跃合约间跨期价差　　单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 10：橡胶仓单　　单位：吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

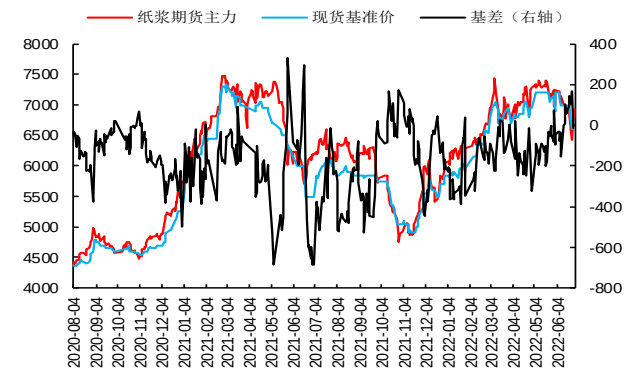
（二）纸浆

表 2：纸浆期货价格变化

分类	指标	最新	上期	变化	指标	指标	最新	上期	变化
期货价格	SP07	7080	6950	130	核心价差	SP09-07	-150	-188	38
	SP09	6930	6762	168		SP12-09	-32	-52	20
	SP12	6898	6710	188		SP12-07	-182	-240	58

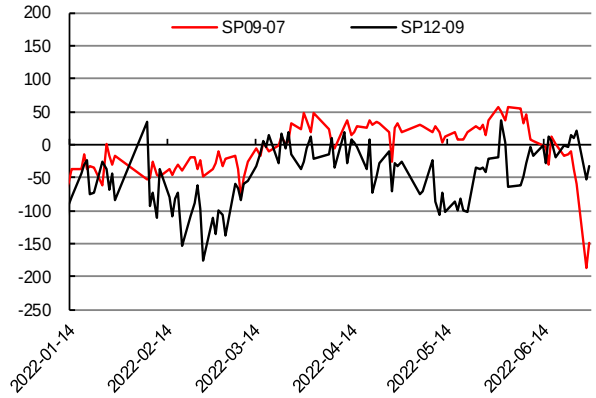
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 11：纸浆期现货走势　　单位：元/吨



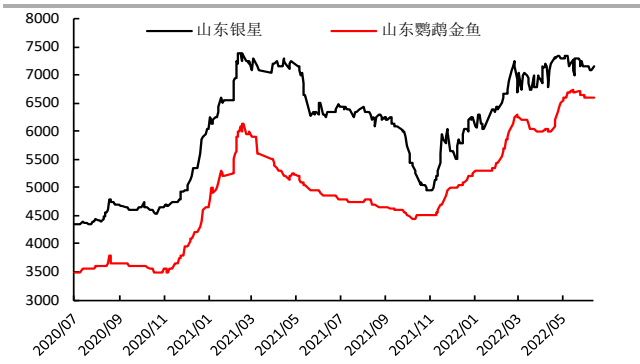
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 12：纸浆活跃合约价差　　单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 13：山东现货针、阔叶走势　　单位：元/吨

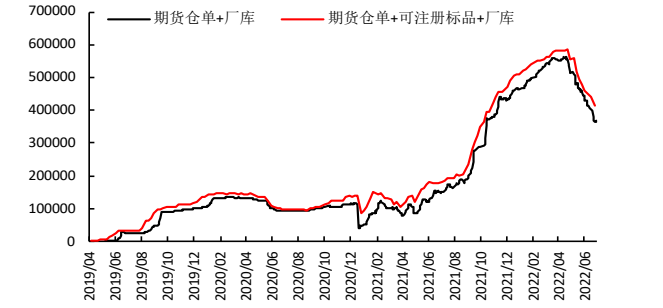


数据来源：Wind，中信期货研究部

图 14：针阔叶价差　　单位：元/吨

数据来源：Wind，中信期货研究部

图 15：交易所仓单　　单位：吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

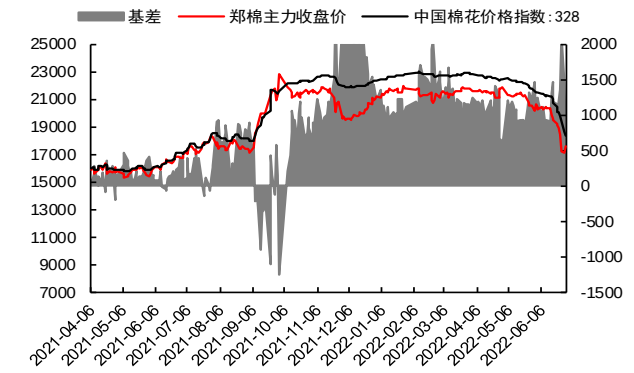
（三）棉花

表 3：棉花棉纱期货价格变化

分类	指标	最新	上期	变化	分类	指标	最新	上期	变化
期货价格	CF 09	17615	17145	470	替代品价差	3128B-涤纶短纤	9825	10103	-278
	CF 01	17000	16605	395		3128B-粘胶短纤	2925	3203	-278
	CY.CZC	24160	23620	540	纺纱利润	纺纱利润	2168	1967	201
现货价格	CC Index 3128B	18325	18603	-278	内外棉价差	盘面纺纱利润	-717	-740	23
	CY Index C32S	27825	27930	-105	内外棉价差	3128B-FC Index M 1%	-4738	-5115	377
	FC Index M 1%	23063	23718	-655	内外棉纱价差	CY Index C32S-FCY Index C32S	-939	-879	-60
	FCY Index C32S	28764	28809	-45	基差	3128B-CF 09	710	1458	-748
	涤纶短纤:1.4D*38mm	8500	8500	0		3128B-CF 05	1325	1998	-673
	粘胶短纤:1.5D/38mm	15400	15400	0	跨月价差	CF 05-CF 09	-615	-540	-75

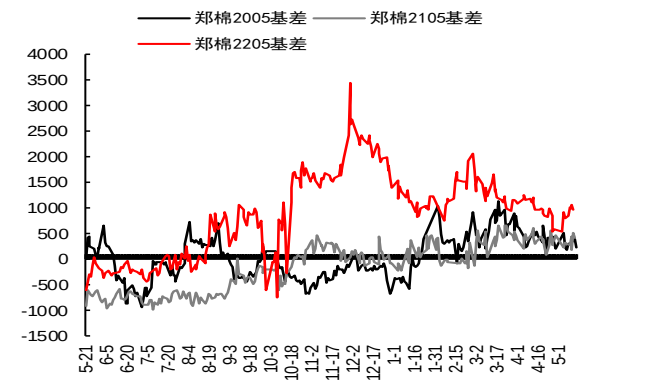
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 16：郑棉主力与棉花 CC 3128B 走势图　　单位：元/吨



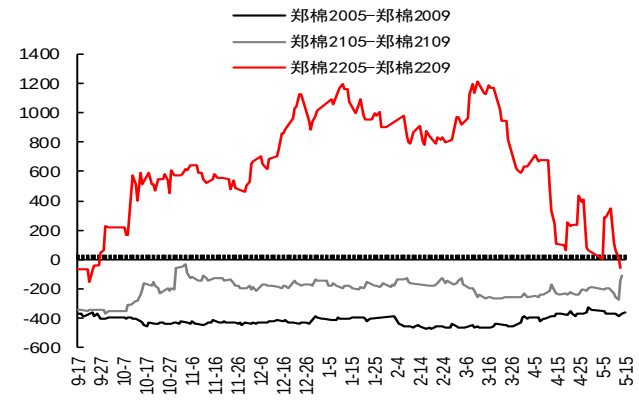
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 17：郑棉 5 月基差　　单位：元/吨



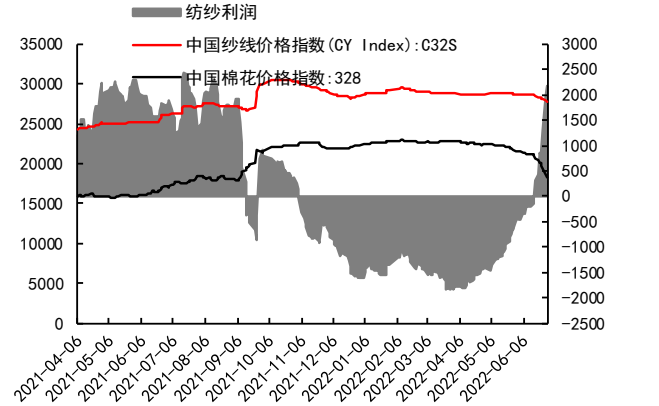
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 18：郑棉 5-9 价差　　单位：元/吨



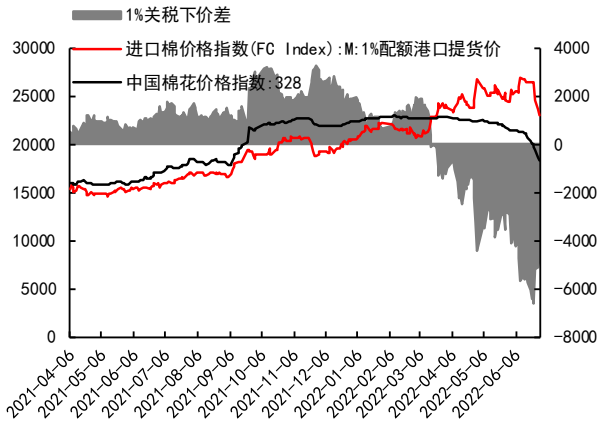
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 19：即期纺纱利润　　单位：元/吨



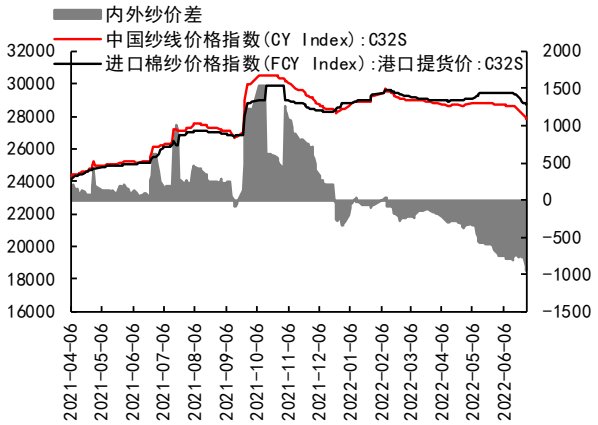
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 20：内外棉指数价差 单位：元/吨



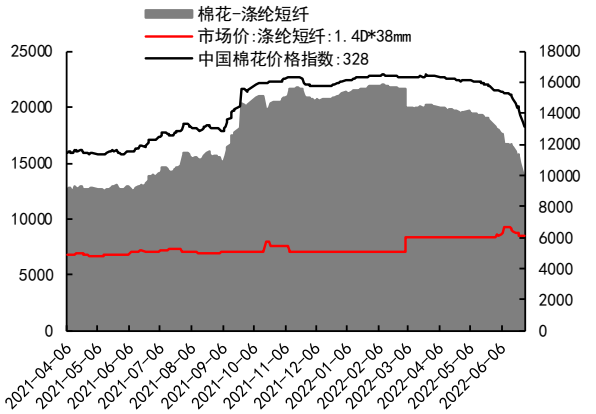
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 21：内外棉纱指数价差 单位：元/吨



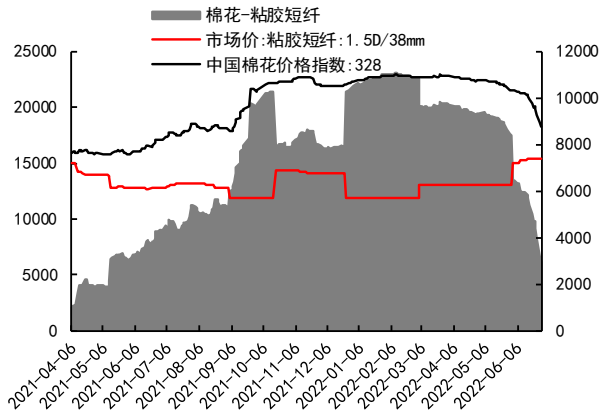
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 22：棉花 CC 3128B 与涤纶短纤价差 单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

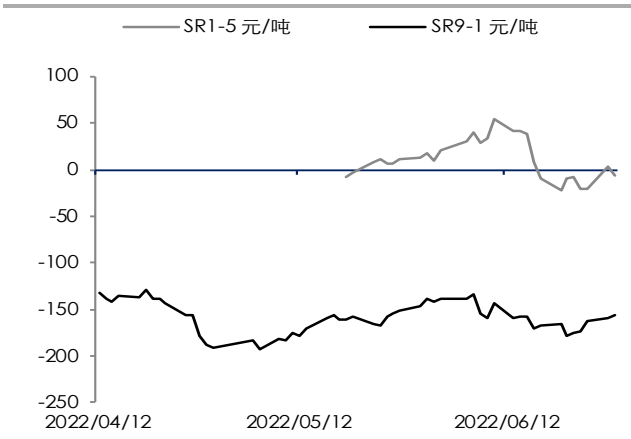
图 23：棉花 CC 3128B 与粘胶短纤价差 单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

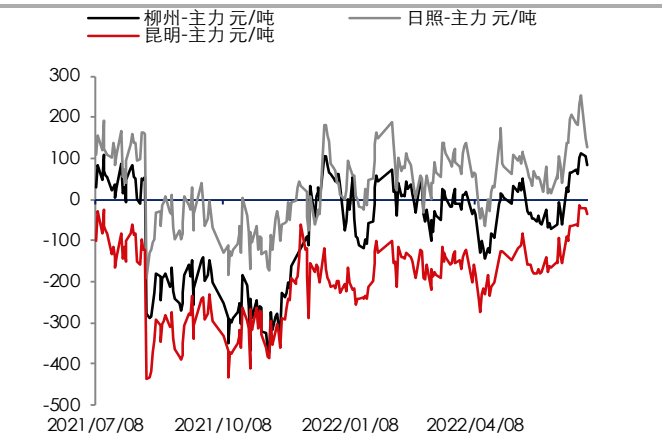
（四）白糖

图 24：郑糖跨期价差走势图　　单位：元/吨



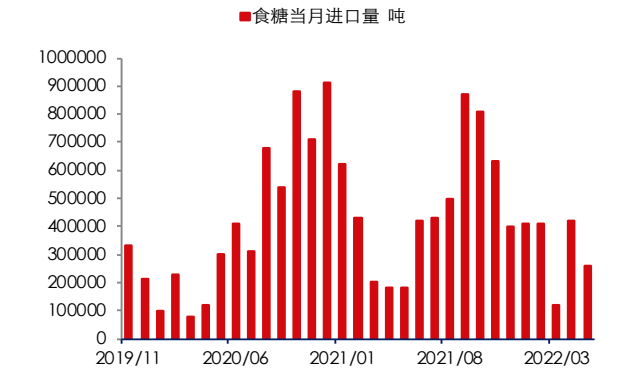
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 25：郑糖主力基差　　单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 26：食糖月度进口量　　单位：吨

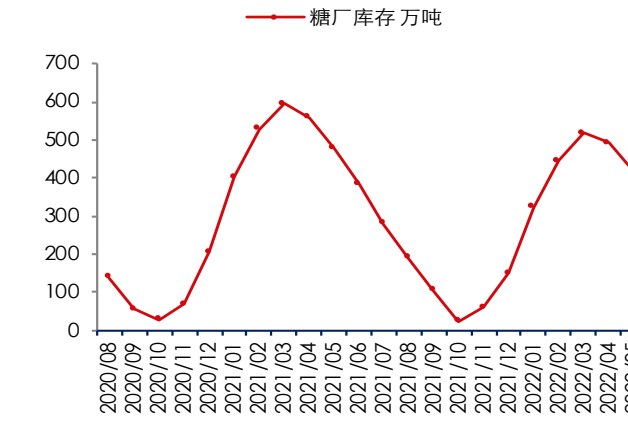


数据来源：Wind，中信期货研究部

图 27：食糖进口利润　　单位：元/吨

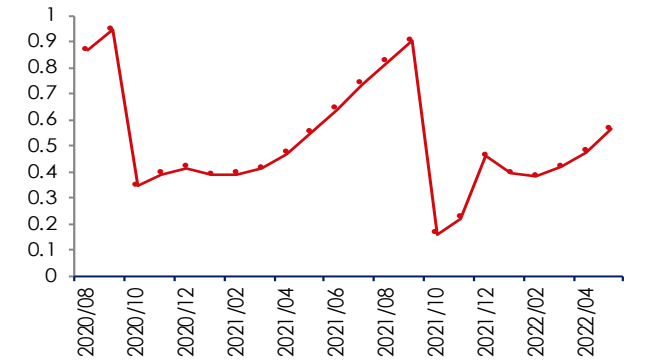
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 28：糖厂库存　　单位：万吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 29：食糖产销率　　单位：%

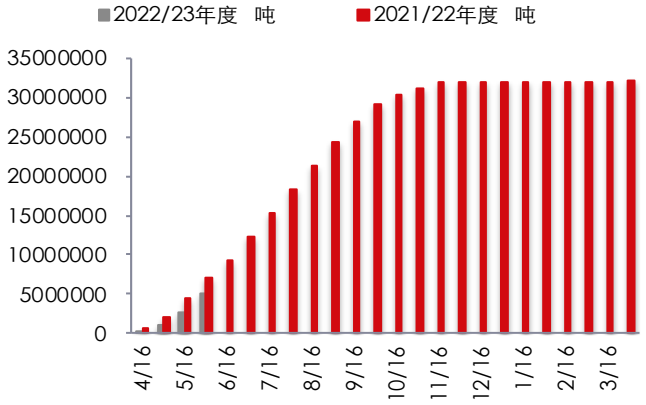


数据来源：Wind，中信期货研究部

图 30：巴西雷亚尔兑美元走势　　单位：雷亚尔/美元

数据来源：Wind，中信期货研究部

图 31：巴西压榨进度　　万吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明， 本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任 何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com