

汇率贬值带来进口成本提升，纸浆超预期的强势

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

橡胶：盘面弱势不改，震荡偏空为主；纸浆：汇率贬值带来进口成本提升，形成价格利多驱动；棉花：内盘短期抗跌；白糖：低位震荡，区间整理为主。



摘要：

■ 橡胶：盘面弱势不改，震荡偏空为主

橡胶供需预期较差，尤其是在混合胶层面。供应量的增长预期带来总量压力，原材料价格的下行带来绝对价格的下行空间。需求端暂未看到显著的旺季表现，下游产品的高库存依旧存在。RU 未表现出相对独立行情，逻辑跟随深色胶，偏弱运行。

操作策略：反弹偏空交易。

风险因素：原油大幅波动，宏观对商品超预期的扰动。

■ 纸浆：汇率贬值带来进口成本提升，形成价格利多驱动

昨日纸浆期货继续上行，夜盘 01 创出反弹以来高点。短期利好或来自于汇率贬值带来的进口成本提高。现货高位僵持仍有可能继续维持。09 合约近期走势显示出空方不利的状态，近月的强势一定程度带动了远月的偏强运作。

操作策略：反弹偏空交易。

风险因素：大宗商品普遍大幅波动、下游持续涨价。

■ 棉花：内盘短期抗跌

目前基本面多空交织，需求端还需关注金九银十成色如何，这影响库存去化的速度，未来影响价格关键在于新棉收购价，新棉收购价落地前，价格上下难有驱动力，此外，国际市场主产区天气仍有扰动。

操作：郑棉短期抗跌，上行又缺乏驱动力，短期区间震荡，待开秤价给出指引，中期承压。

风险因素：天气、宏观、政策。

■ 白糖：低位震荡，区间整理为主

22/23 榨季全球食糖供应过剩的预期叠加欧洲干旱引发的忧虑导致国际糖市多空并存，区间震荡；国内目前处于纯销售期，期货现货偏弱，在新榨季开始前基本面无太大变化，供需短期无太大矛盾，云南与广西 8 月产销数据稍好于预期或对白糖价格形成支撑；中期或受原油及宏观影响较大。

操作策略：逢高空。

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

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	<p>观点：盘面弱势不改，震荡偏空为主</p> <p>(1) 青岛保税区人民币泰混价格 10760 元/吨，+10，对上一交易日 RU01 收盘价基差为-1645；国产全乳老胶 11600 元/吨，+150。保税区 STR20 价格 1385 美元/吨，+5。</p> <p>(2) 9 月 5 日合艾原料市场报价：白片 45.75 涨 0.10；烟片 47.03 平；胶水 45.50 平；杯胶 39.90 跌 2.10。云南产区，乳胶工厂原料胶水收购价格在 11.2(+0.1)-11.5(+0.1) 元/公斤不等，全乳胶原料价格 10.5(+0.2)-10.9 元/公斤。海南产区，国有、金橡胶水制浓缩乳胶原料收购指导价格 10900 元/吨；胶水制全乳胶原料收购价格 10200 元/吨。</p> <p>逻辑：橡胶继续维持震荡偏弱走势。此轮的天然橡胶期货的下跌主要是由混合胶现货弱势向期货传导。而混合胶的下行驱动主要源自以下几个方面：1、欧美经济下行，中国需求不振，橡胶需求转弱。2、供应季节性上量，需求弱势情况下，原材料价格下行。3、国内港口累库速度增加。以上 3 点是混合胶趋势性走弱的核心原因。浅色固体胶方面需求同样表现不佳。当前的全乳胶现货销售价以及 3L 的价格都低于成本，而消息显示，全乳胶以及 3L 胶的库存都不大。从浅色固体胶的表现来看，反推可以得到，其需求也极度糟糕。因此，即使今年 RU 交割品大概率存在主动缩减，但是在供需疲弱的背景之下，期货并没有走出独立的上涨行情，而是以期现价差的形式表现。当前的非标基差持续走弱，我们认为就存在了这样的原因。截止到上周五，并没有看到现货端混合胶价格或者杯胶价格的逆势转强，港口一般贸易库存的累库也在继续。因此，期货技术上未转势，现货同样未出现转变。那么，期货端震荡下行的趋势不变。操作上维持反弹抛空策略，近期依旧关注 10 日均线至 20 日均线区间内的反弹抛空机会。</p> <p>操作策略：反弹偏空交易。</p> <p>风险因素：原油大幅波动，宏观对商品超预期的扰动。</p>	震荡偏弱
纸浆	<p>观点：汇率贬值带来进口成本提升，形成价格利多驱动</p> <p>(1) 针叶浆银星参考报价在 7200-7250，平；俄针报价 7100-7100，平；阔叶鸚鵡 6650-6700，平。</p> <p>逻辑：昨日纸浆期货继续上行，夜盘 01 创出反弹以来高点。短期利好或来自于汇率贬值带来的进口成本提高。产业链数据变化上似乎仍然显示出供应端对价格有着较为强势的支撑以及利多，而需求端进一步转弱。近期人民币汇率的贬值以及 7 月欧洲港口数据表明针叶浆进口价格仍然有可能维持高位，国内进口成本难以松动。然而近期下游成品纸的开工率明显下降，尤其文化纸系列，产业开工速度降幅明显。需求端来看，无论是从下游各大纸种的产量、开工率、产成品库存还是利润、价格走势角度都是显著利空的状态。但纸浆价格的运行规律在供需两个方面一直都是反映供应状态为主的品种。因此，按照当前纸浆的进口完税价、下一个月进口价格是否会松动的产业数据、以及当前的中国进口量来线性外推的话，纸浆现货价格难以大幅下跌，但在需求极度疲弱的背景下，想要上涨也较为困难。因此，现货高位僵持仍有可能继续维持。期货深度贴水于现货，在商品氛围不佳且供需均衡预期偏差的背景下，远期期货合约难以转变为升水的状态。因此，当期货靠近现货且贴水幅度合理开始，我们认为盘面就会产生压力。目前 01 预估的波动空间在 6200~6800。操作端，当前接近区间高位区域，偏向于高抛为主。09 合约近期走势显示出空方不利的状态，近月的强势一定程度带动了远月的偏强运作。需关注是否近月交割后，这个状态会突然变化。</p> <p>操作策略：反弹偏空交易。</p> <p>风险因素：大宗商品普遍大幅波动、下游持续涨价</p>	震荡
棉花	<p>观点：内盘短期抗跌</p> <p>数据：</p> <p>1、棉花仓单 12518 张，折合 50.07 万吨，环比-225 张，-0.9 万吨。</p> <p>2、9 月 5 日，中储棉轮入上市数量 6000 吨，无成交。</p> <p>逻辑</p>	震荡

	<p>昨日，郑棉9月合约收于15105，环比+140，1月合约收于14495，环比+285。上周，国际棉价受宏观及天气升水挤出影响大幅下行，周五，郑棉跟跌，但稳在14000元/吨附近，夜盘反弹，相比外盘的下跌幅度，郑棉相对抗跌。基本面方面，国内库存高企，供应增加，据Mysteel调研显示，截止9月2日，棉花商业总库存211.14万吨，环比上周减少7.56万吨，同比增长54万吨；新棉预计增产；下游需求环比好转，据TTEB，纺织厂开机率环比提升，成品库存去化，纺纱利润的修复和订单的增加使得纺织厂原料采购意愿环比提升；目前基本面多空交织，需求端还需关注金九银十成色如何，这影响库存去化的速度，未来影响价格关键在于新棉收购价，新棉收购价落地前，价格上下难有驱动力，此外，国际市场主产区天气仍有扰动。</p> <p>操作：郑棉短期抗跌，上行又缺乏驱动力，短期区间震荡，待开秤价给出指引，中期承压。</p> <p>风险因素：天气、宏观、需求</p>	
<p>白糖</p>	<p>观点：低位震荡，区间整理为主</p> <p>(1) 广西白糖集团报价区间为5590-5900元/吨，加工糖区间5670-6350元/吨，均较上一交易日持平；云南制糖集团报价区间为5610-5650元/吨，较上一交易日下调10元/吨。</p> <p>(2) 印度糖厂协会（ISMA）主席Aditya Jhunjhunwala对9月份印度中央政府给出的235万吨销售配额提出抗议，并指出这高于糖厂平均每月的220万吨销售配额。</p> <p>逻辑：国际方面，欧洲干旱推升伦白糖价格；同时上周五晚公布的美国非农就业数据好于预期使得加息预期降温，带动美元及整个商品板块表现强势，原糖价格跟随小幅上涨收于18.14美分/磅。国内方面，主力合约2301上周五夜盘跟随原糖冲高并在日内保持，最终再次突破5500元大关收于5519元/吨。短期看来，国内目前处于纯销售期，在新榨季开始前基本面无太大变化，供需无太大矛盾，内外持续倒挂；云南与广西8月产销数据公布，稍好于预期，短期对白糖形成支撑；中期或受原油及宏观影响较大；后期的进口情况相对重要。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，郑糖价格将与原糖价格联动性增加；国际方面，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。</p> <p>操作策略：逢高空。</p> <p>风险因素：疫情恶化、抛储、进口政策变化。</p>	<p>震荡偏弱</p>

二、品种数据监测

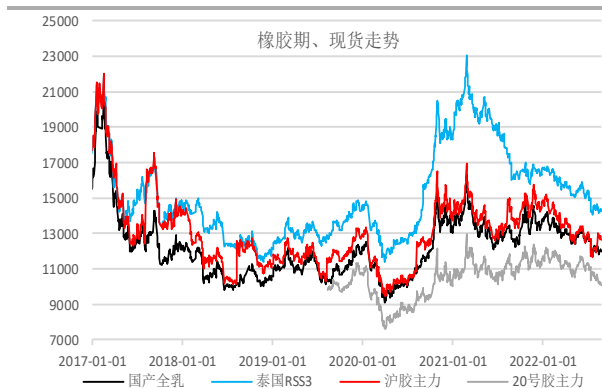
（一）橡胶

表 1：橡胶近日期现价格变化

分类	指标	最新	上期	变化	指标	最新	上期	变化	
现货价格	青岛STR20（美元/吨）	1495	1500	-5	核心价差	RU主力-老全乳（元/吨）	660	655	5
	山东全乳胶老胶（元/吨）	12000	12050	-50		NR主力-STR20(人民币计)	-139	-143	4
	山东RSS3（元/吨）	14300	14350	-50		NR主力-STR20(美金计)	-20	-21	1
	山东越南3L（元/吨）	11900	11950	-50		RU5-1	165	170	-5
期货价格	RU01（元/吨）	12660	12705	-45		RU9-5	-950	-995	45
	RU05（元/吨）	12825	12875	-50		RU1-9	785	825	-40
	RU09（元/吨）	11875	11880	-5		NR11-NR10	-40	-35	-5
	NR主力（元/吨）	10085	10115	-30		RU主力-NR主力	2575	2590	-15

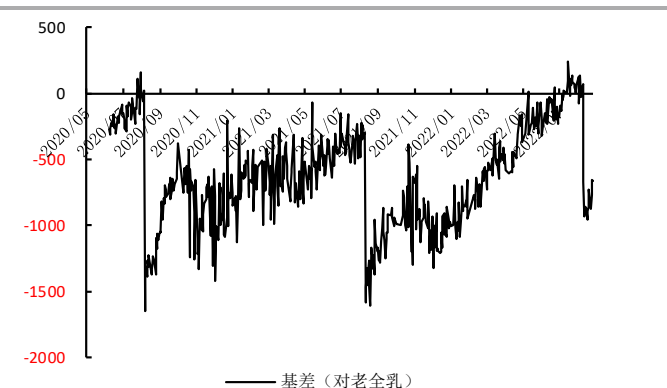
数据来源：Wind，中信期货研究部

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



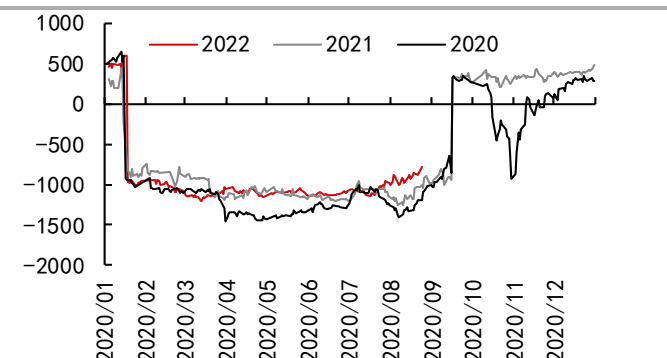
数据来源：Wind，中信期货研究部

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

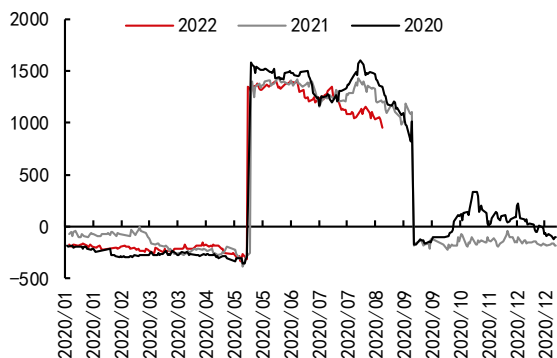
图 4：沪胶 1-5 价差季节性 单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 5：沪胶 5-9 价差季节性

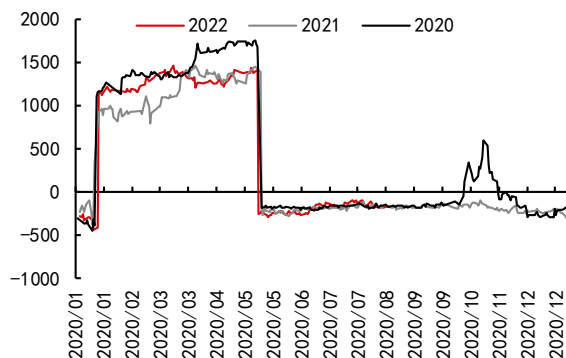
单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 6：沪胶 9-1 价差季节性

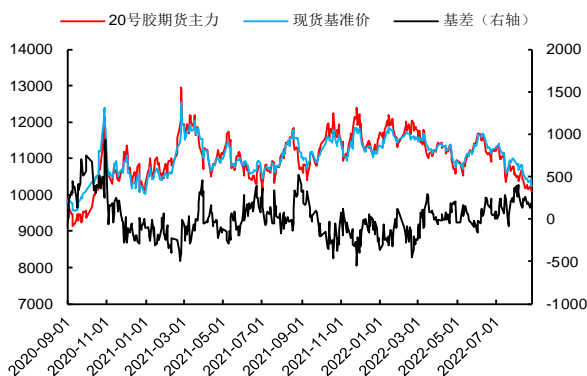
单位：元/吨



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

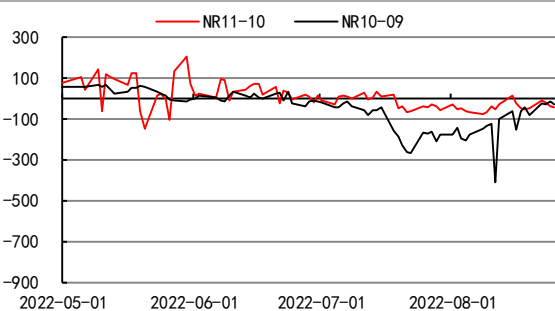
单位：美元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 9：NR 活跃合约间跨期价差

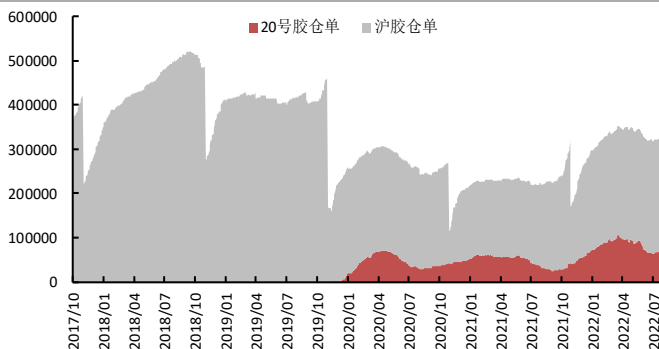
单位：元/吨



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

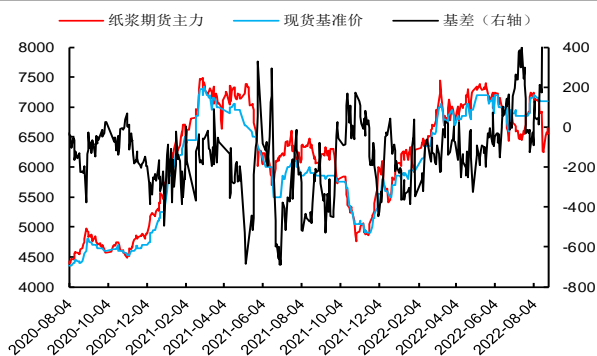
（二）纸浆

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	SP09	7204	7120	84	核心价差	SP10-09	-186	-194	8
	SP10	7018	6926	92		SP01-10	-366	-376	10
	SP01	6652	6550	102		SP01-09	-552	-570	18

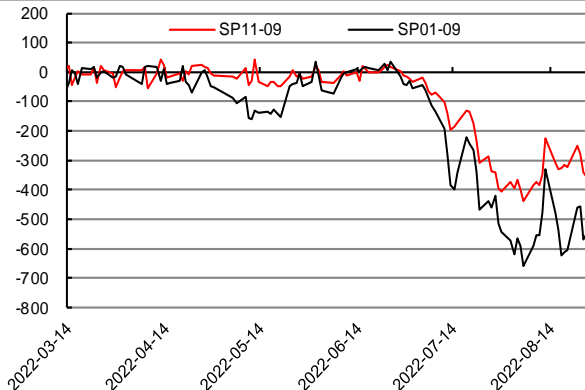
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 11：纸浆期现货走势 单位：元/吨



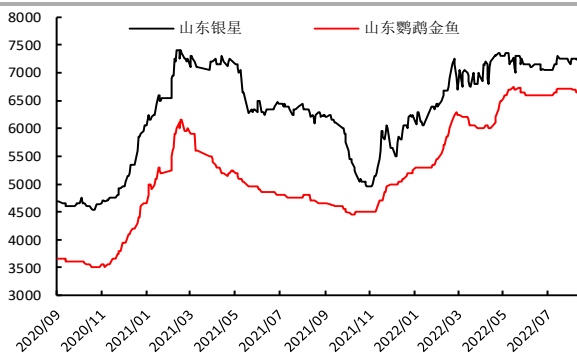
数据来源：Wind，中信期货研究部

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



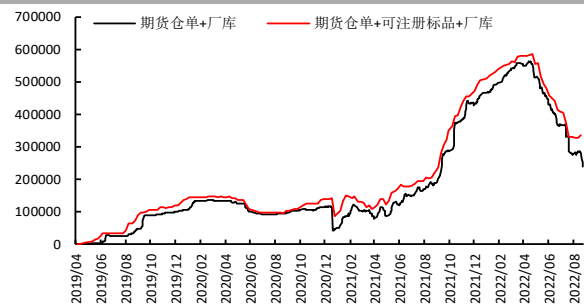
数据来源：Wind，中信期货研究部

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	15300	15310	-10	替代品价差	3128B-涤纶短纤	8402	8395	7
	CF 01	14930	14995	-65		3128B-粘胶短纤	1552	1545	7
	CY.CZC	24125	24445	-320	纺纱利润	纺纱利润	1918	1996	-78
现货价格	CC Index 3128B	15952	15945	7	内外棉价差	盘面纺纱利润	2202	2451	-248.5
	CY Index C32S	24965	25035	-70	内外棉价差	3128B-FC Index M 1%	-6255	-5967	-288
	FC Index M 1%	22207	21912	295	内外棉纱价差	CY Index C32S-FCY Index C32S	-1101	-1063	-38
	FCY Index C32S	26066	26098	-32	基差	3128B-CF 09	652	635	17
	涤纶短纤: 1.4D*38mm	7550	7550	0		3128B-CF 05	1022	950	72
	粘胶短纤: 1.5D/38mm	14400	14400	0	跨月价差	CF 05-CF 09	-370	-315	-55

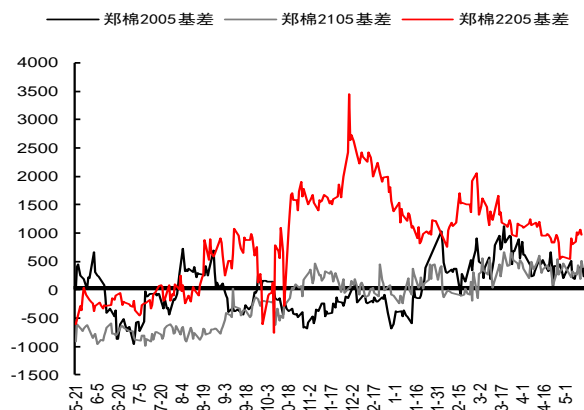
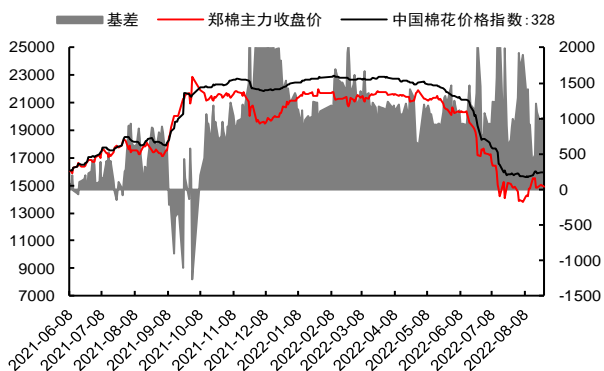
数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 16: 郑棉主力与棉花 CC 3128B 走势图

单位: 元/吨

图 17: 郑棉 5 月基差

单位: 元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

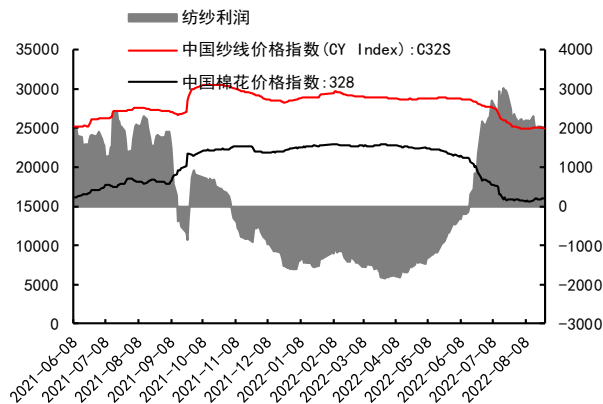
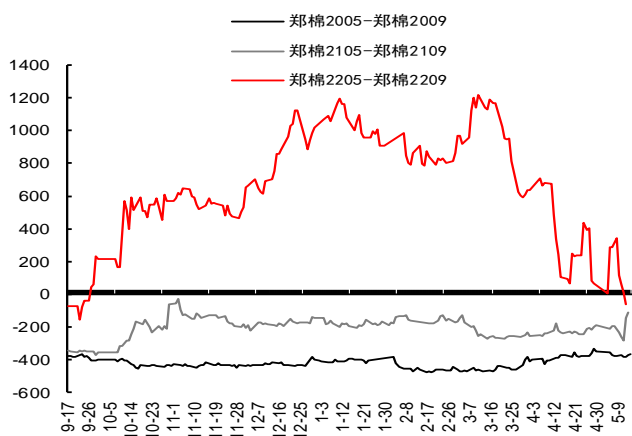
数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 18: 郑棉 5-9 价差

单位: 元/吨

图 19: 即期纺纱利润

单位: 元/吨

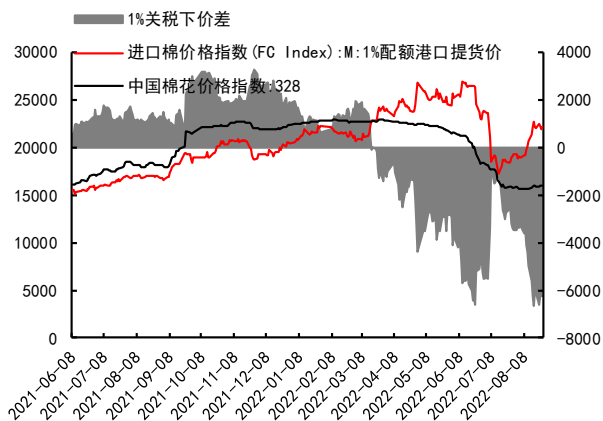


数据来源: Wind, 中信期货研究部

数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 20: 内外棉指数价差

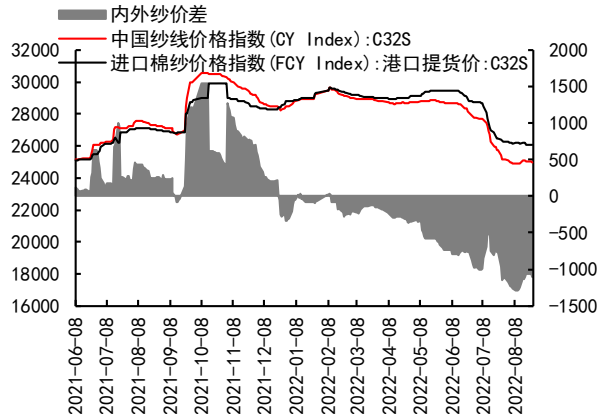
单位: 元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 21: 内外棉纱指数价差

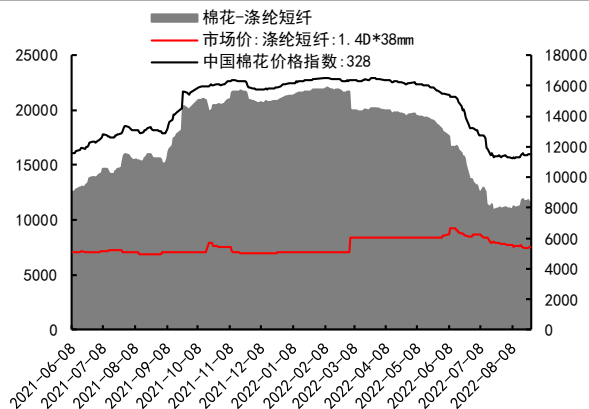
单位: 元/吨



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

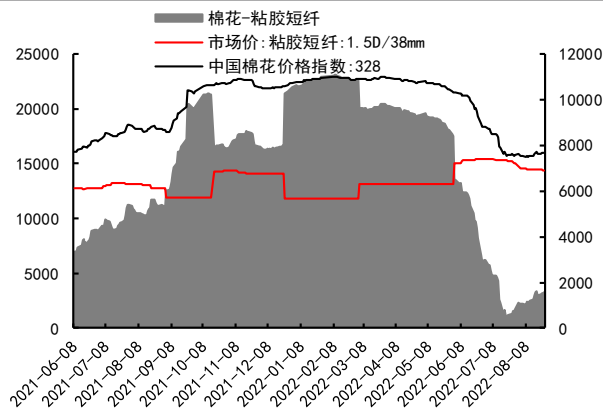
单位: 元/吨



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

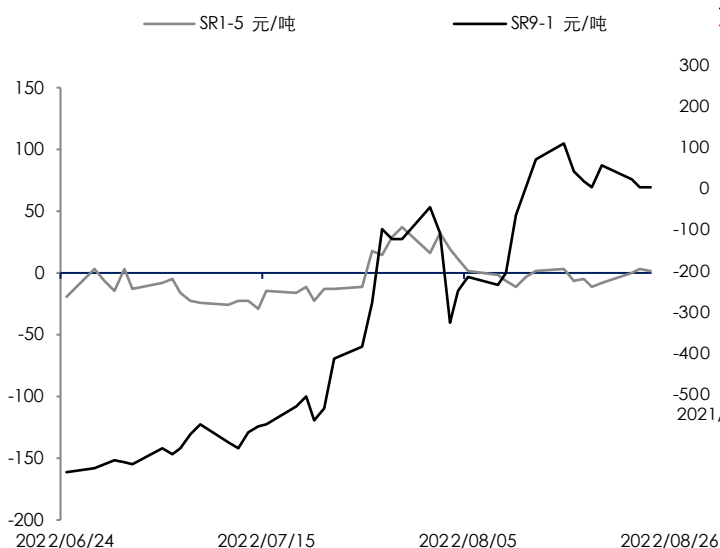
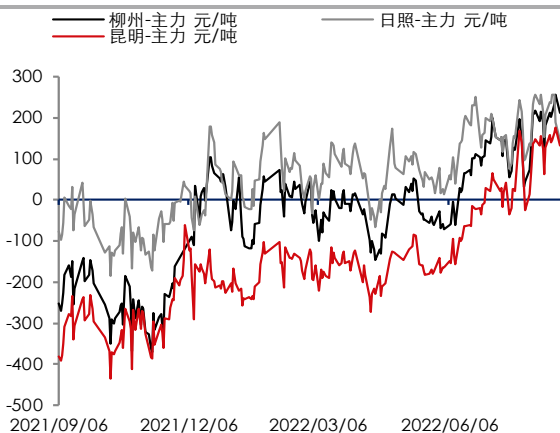


图 25: 郑糖主力基差

单位: 元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 26: 食糖月度进口量

单位: 吨

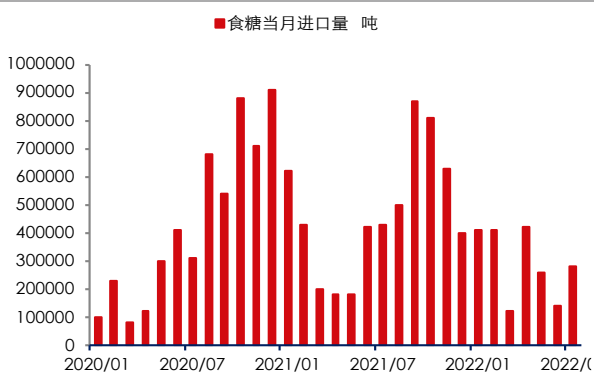


图 27: 食糖进口利润

单位: 元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 28: 糖厂库存

单位: 万吨

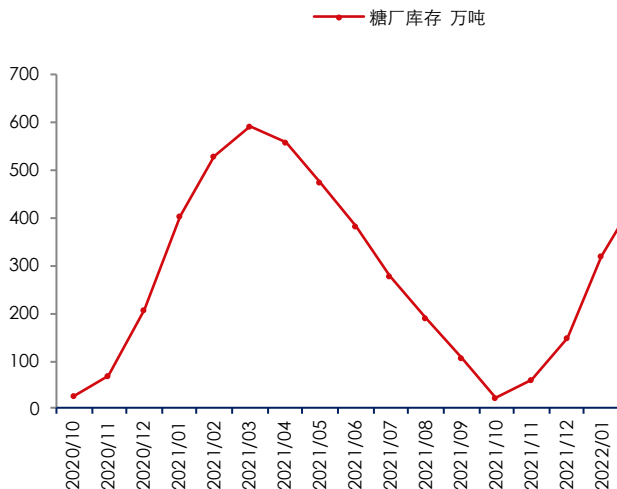
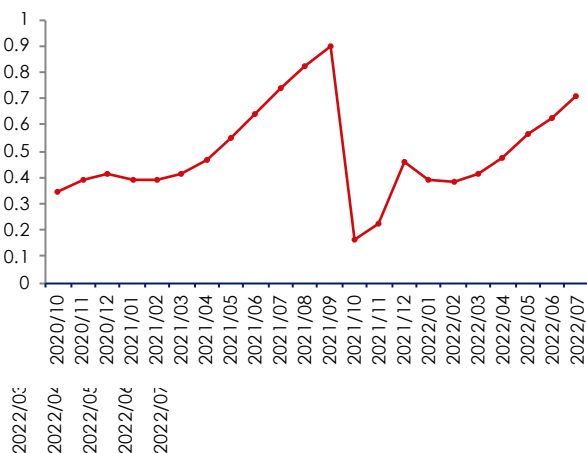


图 29: 食糖产销率

单位: %



数据来源: Wind, 中信期货研究部

数据来源: Wind, 中信期货研究部

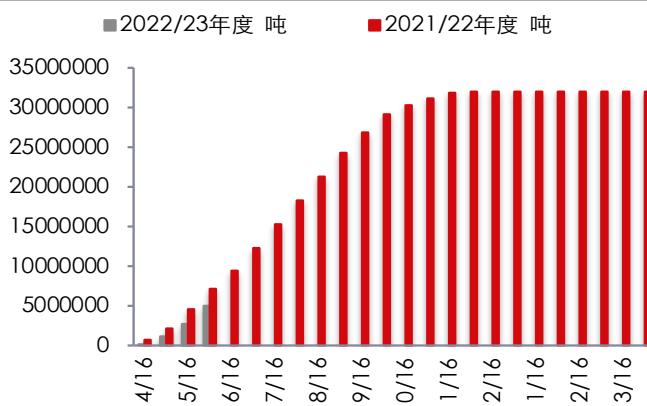
图 30: 巴西雷亚尔兑美元走势

单位: 雷亚尔/美元



图 31: 巴西压榨进度

万吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

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>