

巴西糖产量超预期，国际基本面回归宽松

报告要点

橡胶：维持在向上冲的过程中，但强中偏软；纸浆：主力向合理回归，远月关注基差水平；棉花：震荡延续，短期驱动不大；白糖：巴西产量超预期，国际基本面回归宽松。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号



摘要：

■ 橡胶：维持在向上冲的过程中，但强中偏软

RU 显著强于深色胶种，RU 与 NR 价差以及 RU 与泰混基差明显扩大。沪胶的交易偏减少的预期当前不能证伪，可以走出相对偏强走势。但深色胶极弱，对 RU 的利多形成不利影响。

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：主力向合理回归，远月关注基差水平

01 表现出博弈缓解，回归常态的迹象。但 01 持仓量依旧巨大，大幅超过历史同期。因此，异动行情仍有可能出现，不确定性较大。从 05 的合理估值角度，假设其按照即将切换为主力合约判定，与现货相比，基差应在 200~700。

操作策略：05 按照基差区间双边交易，01 观望。

风险因素：大宗商品普遍大幅波动、下游持续涨价。

■ 棉花：震荡延续，短期驱动不大

总体来看基本面边际转弱，棉价承压，但近月合约受成本支撑。短期来看，1 月合约缺乏明显驱动，维持区间震荡。

操作：1 月合约于 12500-13700 区间震荡，高抛低吸；5 月合约中期承压；1-5 价差走阔。

风险因素：宏观、需求、疫情。

■ 白糖：巴西糖产量超预期，国际基本面回归宽松

国际方面，巴西中南部地区在 11 月上半月的甘蔗入榨量和产糖量均超出市场预期，本榨季截止目前总产糖量也高于去年同期，国际糖市供需格局回归宽松，ICE 原糖主力合约继续下挫，最终收跌于 19.28 美分/磅。后期需重点关注印度开榨情况、出口政策，以及巴西新任总统上台后糖价的变化情况。国内方面，新糖陆续上市，陈糖交投略显平淡，成交一般，当前来看当前基本面暂无变化。后期进口预期依旧高位，短期或跟随原糖走势；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

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：维持在向上冲的过程中，但强中偏软</p> <p>(1) 青岛保税区人民币泰混价格 10750 元/吨，+100，对上一交易日 RU01 收盘价基差为-2105；国产全乳老胶 12050 元/吨，+100。保税区 STR20 价格 1320 美元/吨，平。</p> <p>(2) 11 月 28 日合艾原料市场报价：白片 44.23 跌 0.27；烟片 46.66 涨 0.06；胶水 44.10 平；杯胶 38.05 平。云南产区，胶水价格参考 10.7-11.0 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 11700 (+200) 元/吨；胶水制全乳胶原料收购价格 11400 (+100) 元/吨。</p> <p>(3) 2022 年前 10 个月泰国天胶、混合胶合计出口量同比增 9%。截至 2022 年 10 月，泰国出口天然橡胶（不含复合橡胶）合计为 283.4 万吨，同比增 2%。其中，标胶合计出口 143.2 万吨，同比增 3.8%；烟片胶出口 38.3 万吨，同比降 7.9%；乳胶出口 96.9 万吨，同比降 0.5%。综合来看，截至 2022 年 10 月泰国天然橡胶、混合胶合计出口 410.2 万吨，同比增 9%；合计出口中国 215.3 万吨，同比增 9%。</p> <p>逻辑： 昨日橡胶期货震荡幅度略偏大，价格重心有所上升。非标基差继续扩大。供需面，近期中国市场逐步接近停割，同时期货上涨，带动原料价格不断走高。RU 盘面表现出明显的相对强势，但现货深色胶与 3L 胶并没有完全跟随。RU 近月在交割品博弈的推动下可能会反弹至 13,500（这是价格极限判断，但并不代表我们认为价格一定能涨到这个水平）。但是，目前看，由于需求的严重疲弱，且市场囤货的现象不明显，现货端对于宏观看多驱动的配合不足，从 12,500~13,500 这一区间资金博弈的成分更大。一个月左右的时间，由于国内外供应减量节奏不同，非标基差可能会出现走弱的态势，但非标基差扩大后仍然关注更远端的正套逻辑。</p> <p>操作策略：单边：观望。套利：观望。</p> <p>风险因素：原油大幅波动，宏观对商品超预期的扰动。</p>	反弹
纸浆	<p>观点：主力向合理回归，远月关注基差水平</p> <p>(1) 针叶浆银星参考报价在 7300-7320，0/-20；俄针报价 7050-7050，平；阔叶鹦鹉 6550-6550，0/-50。</p> <p>逻辑： 01 昨日减产并伴随价格大幅下行，同时 12 合约也显示出回落 7000 附近的状态，短期看，多方在主力离场更为积极。经验看，01 后期会回归常态变化，但 01 持仓量依旧巨大，大幅超过历史同期。因此，异动行情仍有可能出现，不确定性较大。近期 05 出现了补涨的迹象，缩小了与 01 的价差。逻辑上并没有 05 相对 01 偏强的供需驱动，但是 1-5 价差在此前已经达到了统计上的最大水平，且美金盘的下跌似乎并不是持续的，05 并没有估值大幅走低的预期，因此价差收缩需求客观存在。从 05 的合理估值角度，假设其按照即将切换为主力合约判定，与现货相比，基差应在 200~700。</p> <p>操作策略：05 按照基差区间双边交易，01 观望。</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：震荡延续，短期驱动不大</p> <p>数据： 1、棉花仓单 430 张，折合 1.72 万吨，环比+127 张，折合 0.51 万吨；有效预报 158 张，折合 0.63 万吨。 2、据全国棉花交易市场，截止到 2022 年 11 月 27 日，新疆地区皮棉累计加工总量 243.51 万吨，同比减幅 26.8%；新疆棉累计公检量 974405.0668 吨，同比减少 66.88%。</p> <p>逻辑： 昨日，郑棉 1 月合约收于 13170，环比-295，郑棉 5 月合约收于 12980，环比-195，郑棉各合约小幅下跌。供应方面，新疆皮棉日加工量已过峰值，高位回落，进度虽慢于往年，但同比减幅持</p>	震荡偏弱

	<p>续收敛，供应不断上量；需求方面，未有好转变化，需求持续疲软，纺织厂开机率环比下行，成品库存持续累积，原料采购意愿不强；库存方面，据 mysteel，截止 11 月 25 日，棉花商业总库存 190.83 万吨，环比增加 25.73 万吨（增幅 15.58%），同比减少 142 万吨，上市进度慢导致库存低于去年同期，但随着上市量增多，库存压力后移。总体来看基本面边际转弱，棉价承压，但近月合约受成本支撑。短期来看，1 月合约缺乏明显驱动，维持区间震荡。</p> <p>操作：1 月合约于 12500-13700 区间震荡，高抛低吸；5 月合约中期承压；1-5 价差走阔。</p> <p>风险因素：宏观、需求、疫情</p>	
<p>白糖</p>	<p>观点：巴西糖产量超预期，国际基本面回归宽松</p> <p>(1) 广西白糖现货成交价为 5522 元/吨，较上周下跌 57/吨。广西新糖报价在 5600-5760 元/吨。广西制糖集团报价区间为 5530~5620 元/吨，云南制糖集团报价区间为 5530~5570 元/吨，加工糖厂报价区间为 5690~5980 元/吨，今日制糖集团报价较上一工作日下午下调为主。</p> <p>(2) 美国农业部(USDA)于当地时间 11 月 22 日发布的《食糖：世界市场和贸易》中对主要产糖国的供需预估如下：预计 2022/23 榨季巴西食糖产量将增加 260 万吨，达到 3810 万吨，因为有利天气带来了更高的甘蔗产量；受甘蔗产量下降的影响，预计 2022/23 榨季印度食糖产量将下降 3%，至 3580 万吨；预计泰国 2022/23 榨季食糖产量将增加 34.3 万吨，达到 1050 万吨；预计 2022/23 榨季欧盟食糖产量将下降 32.9 万吨，至 1620 万吨。</p> <p>(3) 据印度媒体近日报道，印度甘蔗部长 Saurabh Bahuguna 在 Kichha 糖厂周二开始压榨作业后，呼吁蔗农将甘蔗出售给糖厂，并向他们保证糖厂将按时支付蔗款。Bahuguna 表示，政府的目标是确保甘蔗种植者的生活改善以及糖厂的财务状况的改善。</p> <p>逻辑：国际方面，根据巴西甘蔗行业协会(UNICA)最新发布的报告显示，巴西中南部地区在 11 月上半月的甘蔗入榨量为 2633.7 万吨，同比增幅达 109.32%，产糖量为 166.5 万吨，同比增幅达 162.19%。数据显示，巴西中南部地区在 11 月上半月的甘蔗入榨量和产糖量均超出市场预期，本榨季截止目前总产糖量也高于去年同期，国际糖市供需格局回归宽松，ICE 原糖主力合约继续下挫，最终收跌于 19.28 美分/磅。后期需重点关注印度开榨情况、出口政策，以及巴西新任总统上台后糖价的变化情况。国内方面，商品市场普跌，郑糖主力合约 2301 同样跟随外盘走低收于 5528 元/吨。广西新糖报价在 5600~5760 元/吨，部分新糖报价持平陈糖，导致陈糖成交清淡，整体一般。主产区广西陆续开始进行大范围压榨，市场对高位存在明显恐惧情绪。短期来看国内基本面未变，外盘走势仍是郑糖上行关键性因素。中期或受原油及宏观影响较大。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

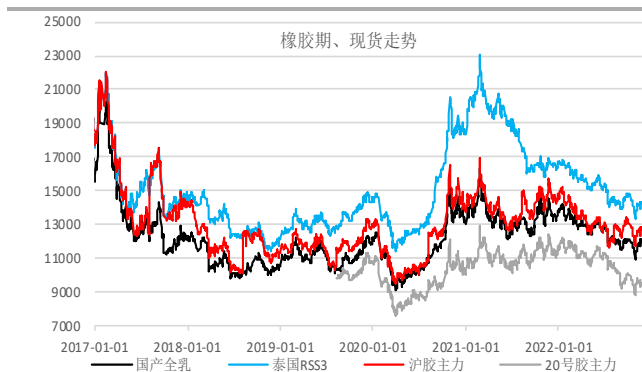
（一）橡胶

表 1：橡胶近日期现价格变化

分类	指标	最新	上期	变化	指标	指标	最新	上期	变化
现货价格	青岛STR20（美元/吨）	1330	1335	-5	核心价差	RU主力-老全乳（元/吨）	705	635	70
	山东全乳胶老胶（元/吨）	12150	12100	50		NR主力-STR20（人民币计）	32	-24	56
	山东RSS3（元/吨）	14350	14300	50		NR主力-STR20（美金计）	4	-3	8
	山东越南3L（元/吨）	11500	11450	50		RU5-1	-235	-155	-80
期货价格	RU01（元/吨）	12855	12735	120		RU9-5	-15	-20	5
	RU05（元/吨）	12620	12580	40		RU1-9	250	175	75
	RU09（元/吨）	12605	12560	45		NR02-NR01	5	-5	10
	NR主力（元/吨）	9520	9500	20		RU主力-NR主力	3335	3235	100

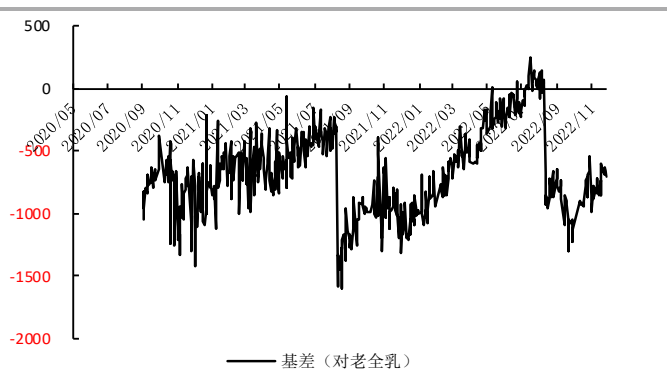
数据来源：Wind，中信期货研究部

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



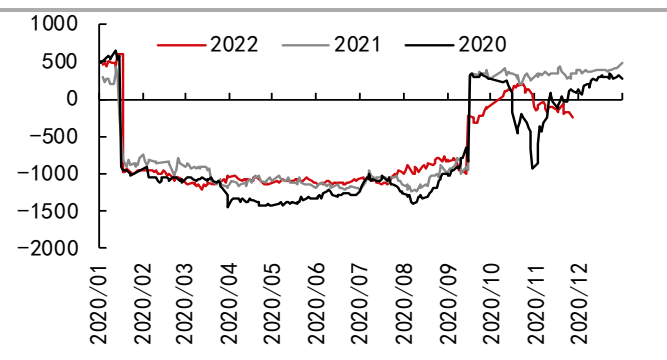
数据来源：Wind，中信期货研究部

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

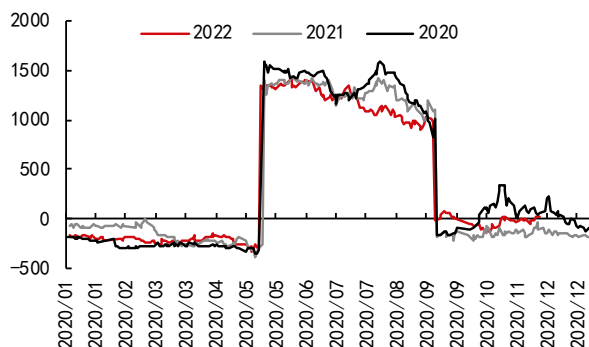
图 4：沪胶 1-5 价差季节性 单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 5: 沪胶 5-9 价差季节性

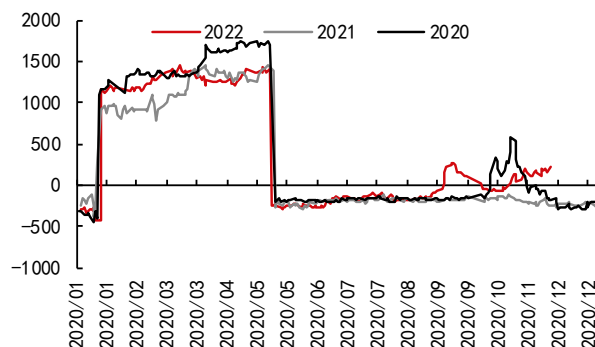
单位: 元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 6: 沪胶 9-1 价差季节性

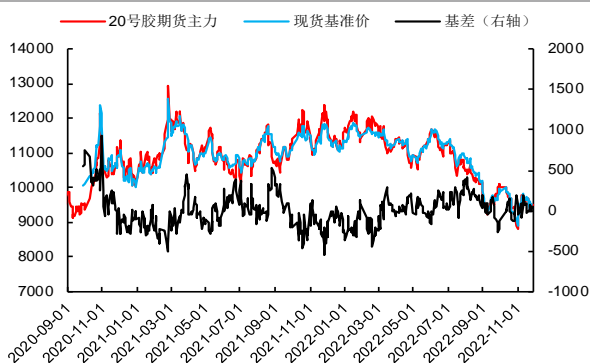
单位: 元/吨



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

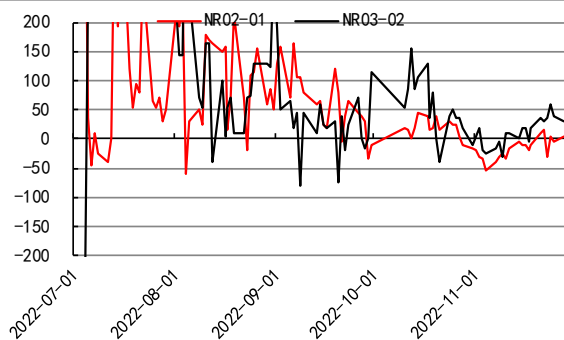
单位: 美元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 9: NR 活跃合约间跨期价差

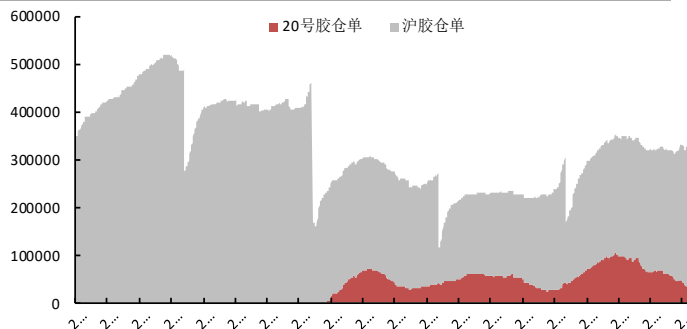
单位: 元/吨



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

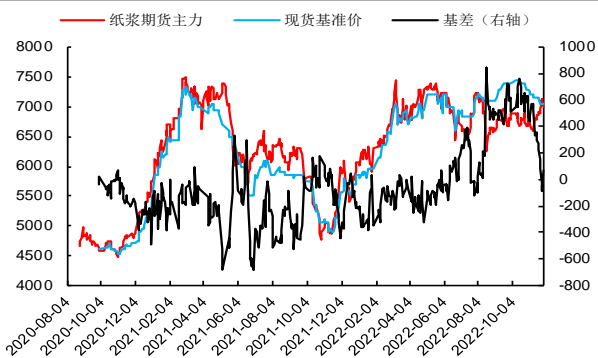
（二）纸浆

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	SP01	6984	7100	-116	核心价差	SP05-SP01	-368	-460	92
	SP05	6616	6640	-24		SP09-SP05	-238	-284	46
	SP09	6378	6356	22		SP09-SP01	-606	-744	138

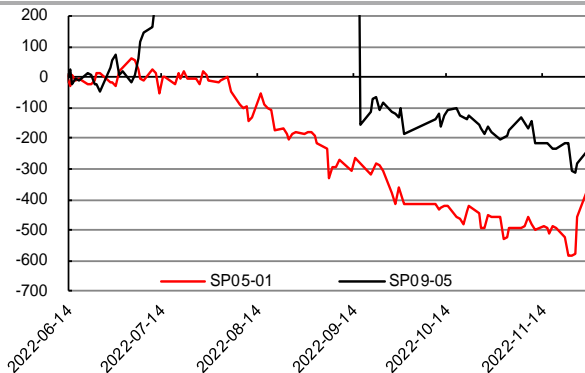
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 11：纸浆期现货走势 单位：元/吨



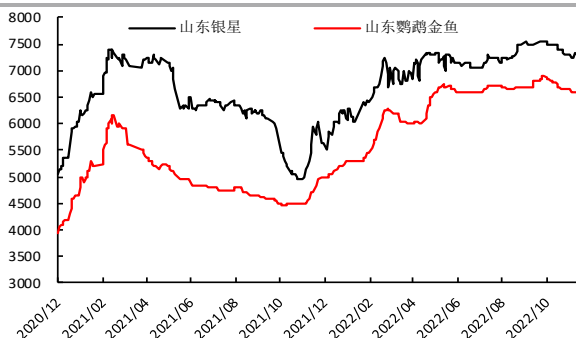
数据来源：Wind，中信期货研究部

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



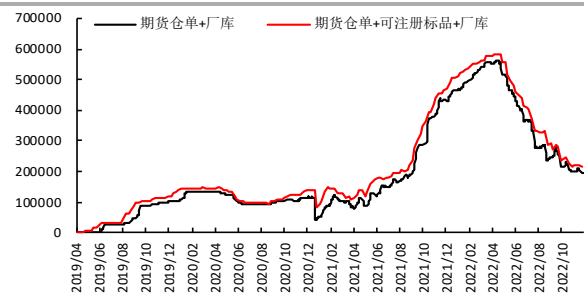
数据来源：Wind，中信期货研究部

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	GF 01	13170	13465	-295	替代品价差	3128B-涤纶短纤	8061	7995	66
	GF 05	12980	13175	-195		3128B-粘胶短纤	2161	2195	-34
	GF 09	13115	13280	-165	纺纱利润	现货纺纱利润	608	651	-43
	CY.CZC	20385	20970	-585		盘面纺纱利润	398	658	-260.5
现货价格	CC Index 3128B	15061	15095	-34	内外棉价差	3128B-FC Index M 1%	-2488	-2454	-34
	CY Index C32S	22675	22755	-80	内外棉纱价差	CY Index C32S-FCY Index C32S	-1177	-1107	-70
	FC Index M 1%	17549	17549	0	基差	3128B-CF 09	1891	1630	261
	FCY Index C32S	23852	23862	-10		3128B-CF 05	2081	1920	161
	涤纶短纤: 1.4D*38mm	7000	7100	-100	跨月价差	1月-5月	190	290	-100
	粘胶短纤: 1.5D/38mm	12900	12900	0		5月-9月	-135	-105	-30

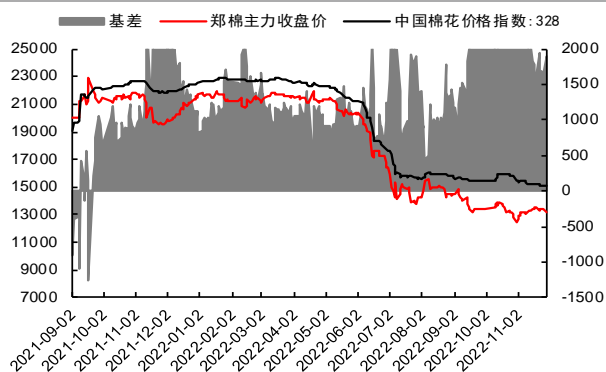
数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 16: 郑棉主力与棉花 CC 3128B 走势图

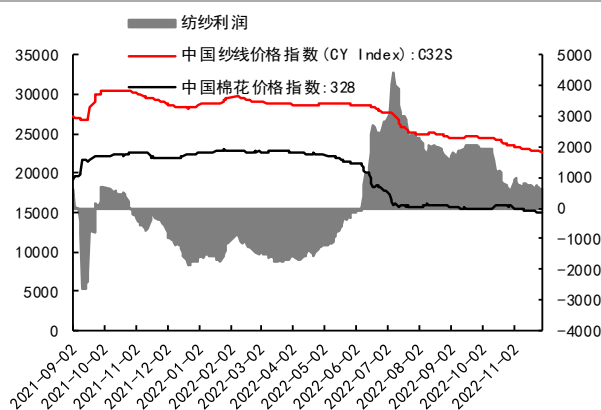
单位: 元/吨

图 17: 即期纺纱利润

单位: 元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部



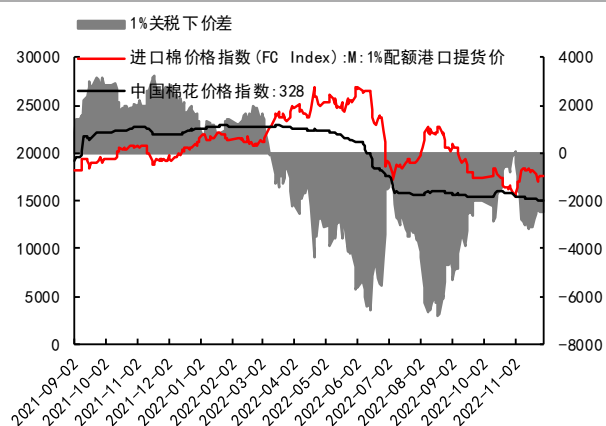
数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 18: 内外棉指数价差

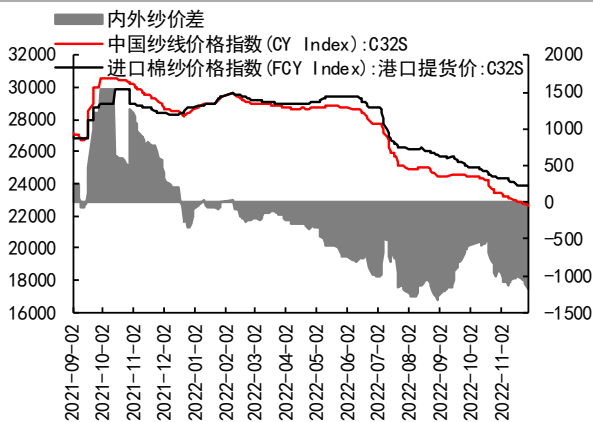
单位: 元/吨

图 19: 内外棉纱指数价差

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 20: 棉花 CC 3128B 与涤纶短纤价差

单位: 元/吨

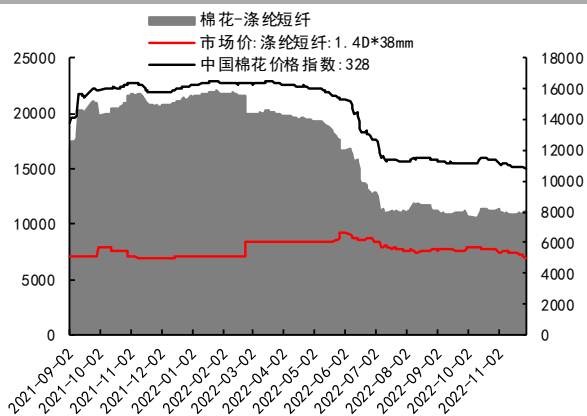
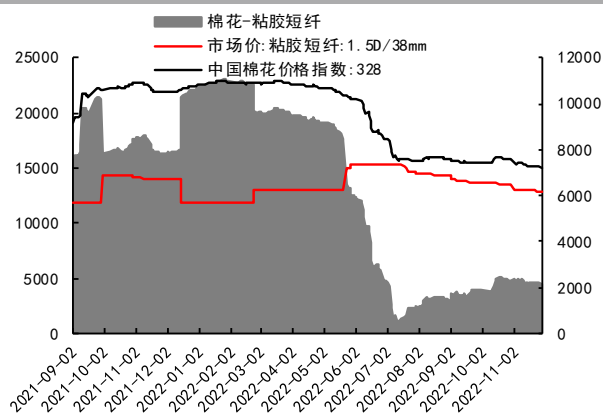


图 21: 棉花 CC 3128B 与粘胶短纤价差

单位: 元/吨



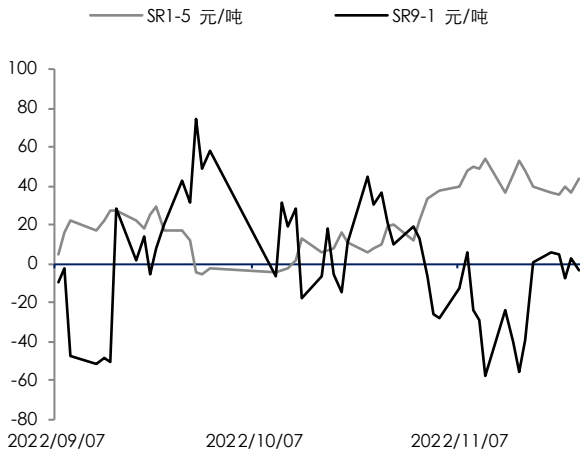
数据来源: Wind, 中信期货研究部

数据来源: Wind, 中信期货研究部

(四) 白糖

图 22: 郑糖跨期价差走势图

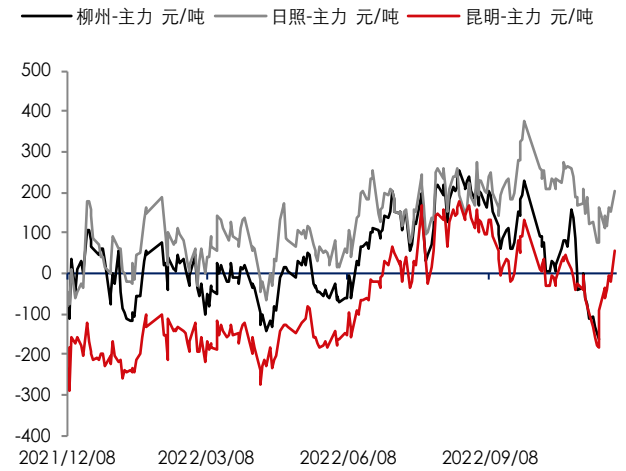
单位: 元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 23: 郑糖主力基差

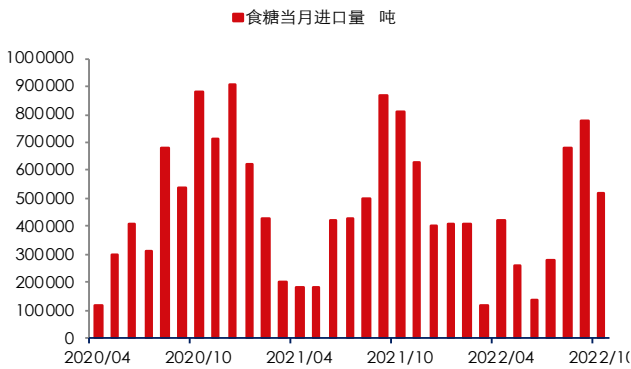
单位: 元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 24: 食糖月度进口量

单位: 吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 25: 食糖进口利润

单位: 元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 26: 糖厂库存

单位: 万吨

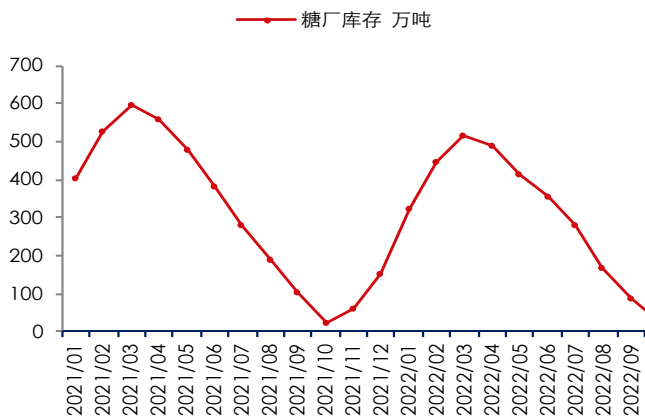
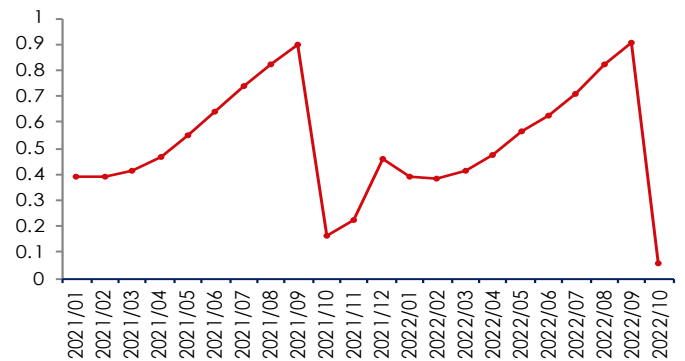


图 27: 食糖产销率

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 28: 巴西雷亚尔兑美元走势 单位: 雷亚尔/美元

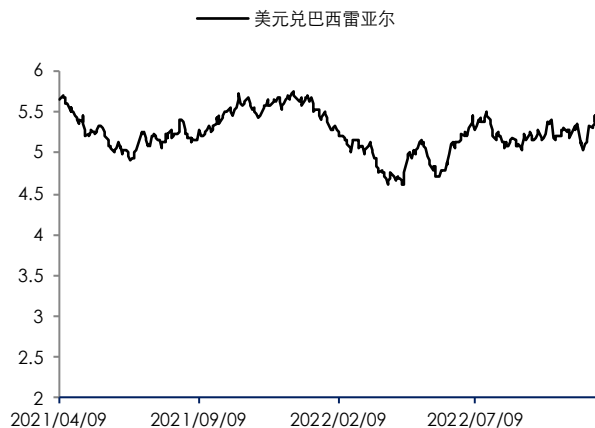
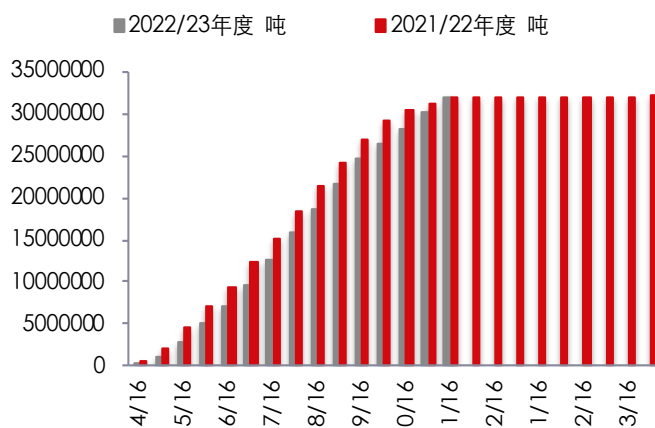


图 29: 巴西压榨进度 万吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 30: 国内与国际糖价走势

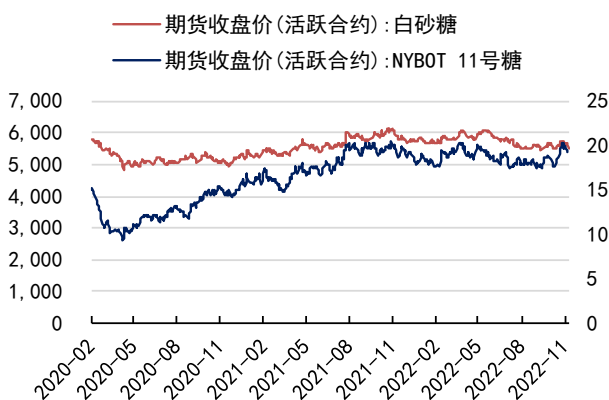
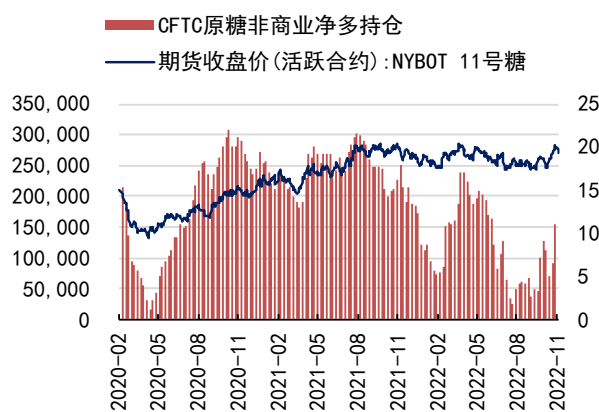


图 31: 国际糖价与非商业净多持仓



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>