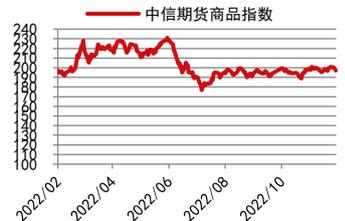


情绪回暖提振棉价，但基本面疲弱限制上方空间

报告要点

橡胶：宏观预期好转不改，橡胶偏涨的趋势不变；纸浆：近期小幅波动，主要矛盾没有改变；棉花：情绪回暖提振价格，但基本面疲弱限制上方空间；白糖：原糖高位震荡，郑糖维持观望。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号



摘要：

■ 橡胶：宏观预期好转不改，橡胶偏涨的趋势不变

国内宏观预期开始出现好转。但现实端，需求的好转并不显著，现货端追涨国货的意愿也并不明显。此轮价格的上行更多是交易未来的预期，但预期是否交易过度的界限，我们认为可以关注期现价差。

操作策略：回调且非标基差缩小到 1700 附近的时候，可考虑偏多交易。

风险因素：原油大幅波动，宏观对商品超预期的扰动。

■ 纸浆：近期小幅波动，主要矛盾没有改变

纸浆 01 持仓依旧偏高，博弈未结束。预估在 01 的高持仓上行行情结束前，纸浆整体保持偏强的概率较大。05 越逼近现货价格，基于海外的浆价下行压力与绝对价格处于历史高位的背景，其看涨的动能会越发不足，但其当前上涨趋势未见技术上的改变，因此，只能观望。

操作策略：观望。

风险因素：大宗商品普遍大幅波动、下游持续涨价。

■ 棉花：情绪回暖提振价格，但基本面疲弱限制上方空间

近期驱动价格上涨的因素主要集中在宏观和政策层面上，市场情绪回暖，对后市消费预期向好，郑棉得到提振。但我们对棉价维持中期承压的观点，基本面疲弱的现实问题并没有发生实质性改变，短期价格上抬后面面临的套保压力逐渐增大，限制上方空间。近期关注 USDA 12 月供需报告，以及 12 月份下游纺织补库情况。

操作：棉价短期区间震荡，中期仍承压。

风险因素：宏观、需求、疫情。

■ 白糖：原糖高位震荡，郑糖维持观望

国际方面，巴西 11 月份出口数据依然强劲，国际市场对原糖需求不减，因天气问题市场担心印度单产以及巴西收割和运输支撑原糖价格维持高位。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。国内市场相对稳定，下游消费依旧疲弱，后期需重点关注各地防疫政策放开对消费的影响。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：观望。

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

风险因素：疫情恶化、抛储、进口政策变化。

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：宏观预期好转不改，橡胶偏涨的趋势不变</p> <p>(1) 青岛保税区人民币泰混价格 10930 元/吨，-10，对上一交易日 RU05 收盘价基差为-2010；国产全乳老胶 12250 元/吨，平。保税区 STR20 价格 1400 美元/吨，平。</p> <p>(2) 12 月 7 日合艾原料市场报价：白片无报价；烟片 47.25 涨 0.35；胶水 44.40 涨 0.30；杯胶 40.00 涨 0.95。海南产区，国有、金橡胶水制浓缩乳胶原料收购指导价格 11300 元/吨；胶水制全乳胶原料收购价格 11000 元/吨</p> <p>(3) 海关总署：2022 年 11 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 73.8 万吨，较 2021 年同期的 66.1 万吨增加 11.6%。1-11 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）共计 659.9 万吨，较 2021 年同期的 613.5 万吨增加 7.6%。</p> <p>(4) 2022 年前 10 个月越南天胶、混合胶合计出口量同比增 7.2%。</p> <p>逻辑： 橡胶期货昨日总体都出现了向上突破的迹象，虽然收盘回落，但整体价格重心依旧向上。趋势上，近期橡胶维持震荡上行，对此，我们更多的理解是市场开始交易了未来的需求环境复苏的预期。毕竟在过去的两年中，明显看到国内疫情对于我国终端需求的冲击，一旦国内整体的防疫状态改变，需求端或许会出现明显的好转，且市场对于明年两会抱有较大的预期。这种复苏逻辑在中长期角度来看是大概率一定会发生的情况，至少现在的演变来看，往这一方向兑现的概率不断增强。然而，近端需求的好转并不显著，现货端追涨囤货的意愿也并不明显。因此价格的上行更多是交易未来的预期。交易预期需要关注是否存在交易过渡，指标可以关注期现价差，或者说深色胶的现货采购氛围，如果氛围持续好转，且非标基差维持在当前水平±200 左右的范围波动，那么整个橡胶可以存在持续的震荡偏强。但如果在沪胶上涨的过程中，非标基差快速放大，则，上涨的持续度会受到抑制。预计在预期和现实的来回拉扯中橡胶会呈现震荡走势。操作层面，短期 Ru05 上方压力依旧在 13500，下方支撑 12500，操作层面，如遇上回调，且非标基差缩小到 1700 附近的时候，可考虑中期布局多方配置。</p> <p>操作策略：单边：回调，且非标基差缩小到 1700 附近的时候，可考虑中期布局多方配置。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：近期小幅波动，主要矛盾没有改变</p> <p>(1) 针叶浆银星参考报价在 7300-7300，平；俄针报价 7150-7150，平；阔叶鹦鹉 6500-6500，平。</p> <p>逻辑： 纸浆最近几个交易日震荡中价格略有向下松动，但是整体幅度不大。技术形态上，上行的趋势没有改变。01 的持仓依旧巨大，且减仓的力度不明显。当前时间点资金徘徊于 01，容易加大纸浆期货的波动性。针叶浆在过去 12 个月左右出现了持续的进口量偏低情况，因此现货多安流通货源并不多。按照过去一年的经验来看，发展到最后，多方往往会相对更为占优。05 同样表现不弱，驱动 05 单边走势偏强的原因大概有：1、前述所说的针叶浆流通货源数量不足。2、12 月的外盘报价持平为主，虽然浆价有下行的压力，但介于外盘报价下行速度不快，因此远月的估值并不会给予很低。而没有库存就导致流通没有抛压。3、个别地区防疫政策出现了新的变化，对远期中国的内需产生积极的影响。因此，05 短期的强势，更多的落于宏观预期的转变以及针叶浆本身的货源问题，同时美金松动不快，因此市场修正 05 的定价水平。05 的单边走向在资金还流连与 01 时依旧会受到了 01 的影响。未来走势方面，预估在 01 的博弈结束前，纸浆整体保持偏强的概率较大。05 越逼近现货价格，基于海外的浆价下行压力与绝对价格处于历史高位的背景，其看涨的动能会越发不足，但其当前上涨趋势未见技术上的改变，因此，只能观望。</p> <p>操作策略：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

<p>棉花</p>	<p>观点：情绪回暖提振价格，但基本面疲弱限制上方空间</p> <p>数据：</p> <p>1、棉花仓单 957 张，折合 3.83 万吨，环比+182 张，折合+0.73 万吨；有效预报 335 张，折合 1.34 万吨。</p> <p>2、据全国棉花交易市场，截止到 2022 年 12 月 6 日，新疆地区皮棉累计加工总量 292 万吨，同比减幅 23.76%；6 日当日加工增量 5.92 万吨，同比增幅 14.13%。</p> <p>3、截止到 2022 年 12 月 6 日 24 点，新疆棉累计公检量 1385779.3676 吨， 同比减少 59.62%，当日检验量 4.96 万吨。</p> <p>逻辑</p> <p>昨日，郑棉 1 月合约收于 13655，环比+15，郑棉 5 月合约收于 13620，环比持平。昨日郑棉各合约价格进一步上抬，14:00 后价格回落，收盘价与前一交易日变化不大。近期驱动价格上涨的因素主要集中在宏观和政策层面上，外部上，市场预期联储加息步伐放缓，内部方面，国内优化调整防疫政策，防疫“新十条”发布，市场信心提振。市场情绪回暖，对后市消费预期向好，郑棉得到提振。另一方面，郑棉价格处于历史低价区域，长期来看价格重心有上抬需求，易吸引长期做多资金进入。但我们对棉价维持中期承压的观点，基本面疲弱的现实问题并没有发生实质性改变，短期价格上抬后面临的套保压力逐渐增大，限制上方空间。近期关注 USDA 12 月供需报告，以及 12 月份下游纺织补库情况。</p> <p>操作：棉价短期区间震荡，中期仍承压。</p> <p>风险因素：宏观、需求、疫情</p>	<p>震荡偏弱</p>
<p>白糖</p>	<p>观点：原糖高位震荡，郑糖维持观望</p> <p>(1) 广西白糖现货成交价为 5508 元/吨。广西新糖报价区间为 5550~5770 元/吨，云南制糖集团报价区间为 5480~5500 元/吨，加工糖厂报价区间为 5630~5920 元/吨。</p> <p>(2) 上周五（12 月 2 日），巴西圣保罗的白糖（晶体）价格为每 50 公斤 138.42 雷亚尔（约 26.51 美元），高于一周前的 50 公斤 135.54 雷亚尔（约 25.05 美元），较一个月前的报价上涨 1.56%。桑托斯港口的白糖价格为每 50 公斤 134.44 雷亚尔（约 25.87 美元），高于一周前的报价为 133.96 雷亚尔（约 25.04 美元），较一个月前的报价下跌 1.23%。</p> <p>(3) 据欧亚糖业协会公布的数据显示，2022/23 榨季截至 12 月 1 日，欧亚经济联盟甜菜糖产量达 508 万吨，较上榨季同期增加了 13 万吨。其中俄罗斯甜菜糖产量为 460 万吨，白俄罗斯甜菜糖产量为 40.86 万吨，哈萨克斯坦甜菜糖产量为 2.112 万吨，吉尔吉斯斯坦甜菜糖产量为 5.208 万吨。预计 2022/23 榨季欧亚经济联盟甜菜糖总产量为 680 至 690 万吨。</p> <p>逻辑：国际方面，巴西 11 月份出口数据依然强劲，国际市场对原糖需求不减，因天气问题市场担心印度单产以及巴西收割和运输支撑原糖价格维持高位，ICE 原糖期价昨日收于 19.39 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，制糖集团新糖报价稳定，陈糖价格稳中下调，消费疲软仍是抑制价格上涨的主要因素。后期需重点关注各地防疫政策放开对消费的影响，主力合约 2301 昨日收于 5563 元/吨。随着新塘供应的增加，糖价仍有下行压力。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：观望。</p> <p>风险因素：疫情恶化、抛储、进口政策变化。</p>	<p>震荡</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）	1400	1400	0	核心价差	RU主力-老全乳（元/吨）	490	585	-95
	山东全乳胶老胶（元/吨）	12450	12350	100		NR主力-STR20（人民币计）	76	71	5
	山东RSS3（元/吨）	14550	14450	100		NR主力-STR20（美金计）	11	10	1
	山东越南3L（元/吨）	11650	11550	100		RU5-1	-45	-15	-30
期货价格	RU01（元/吨）	12985	12950	35		RU9-5	-45	-40	-5
	RU05（元/吨）	12940	12935	5		RU1-9	90	55	35
	RU09（元/吨）	12895	12895	0		NR03-NR02	60	35	25
	NR主力（元/吨）	9840	9835	5		RU主力-NR主力	3100	3100	0

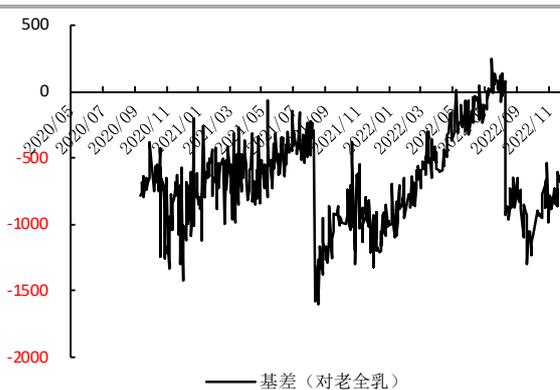
数据来源：Wind，中信期货研究部

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



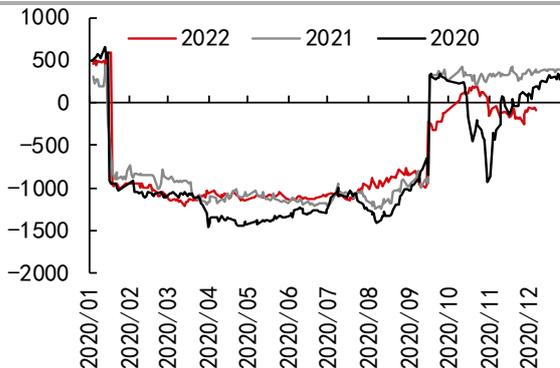
数据来源：Wind，中信期货研究部

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

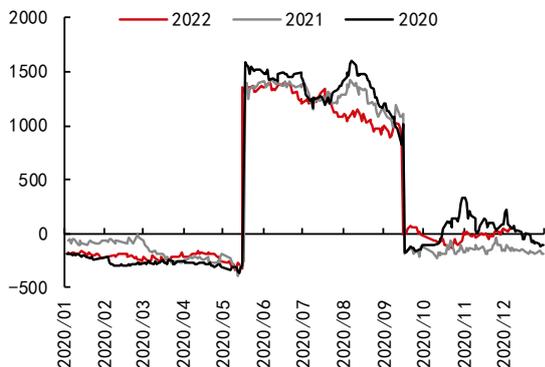
图 4：沪胶 1-5 价差季节性 单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 5: 沪胶 5-9 价差季节性

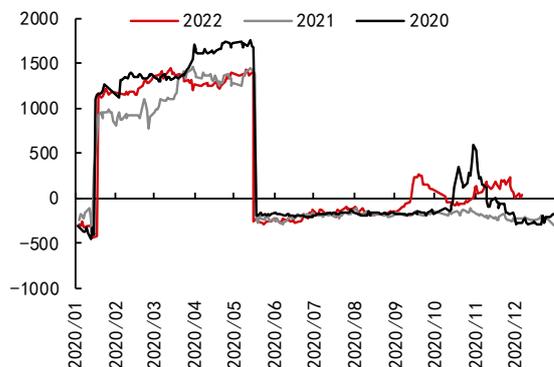
单位: 元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 6: 沪胶 9-1 价差季节性

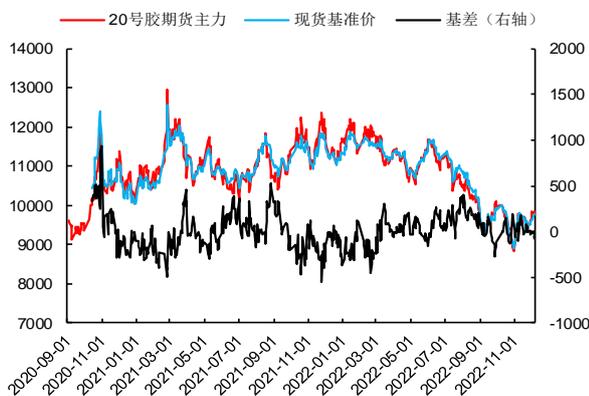
单位: 元/吨



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

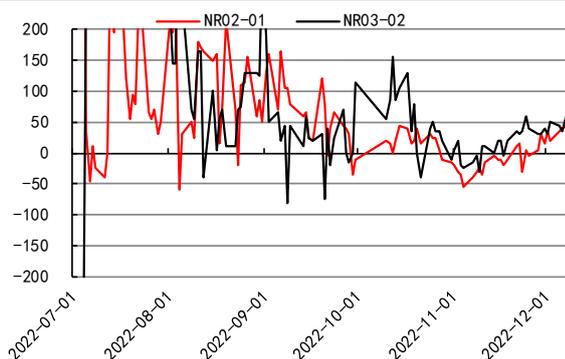
单位: 美元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 9: NR 活跃合约间跨期价差

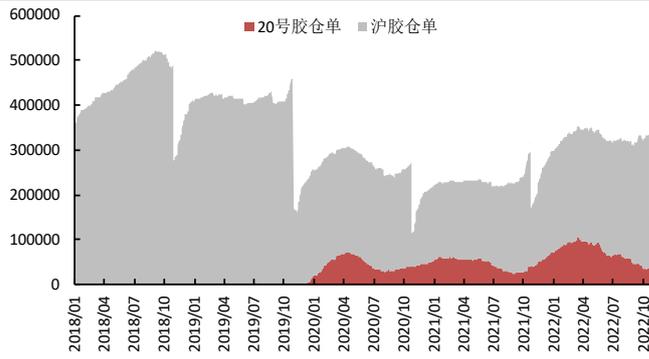
单位: 元/吨



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

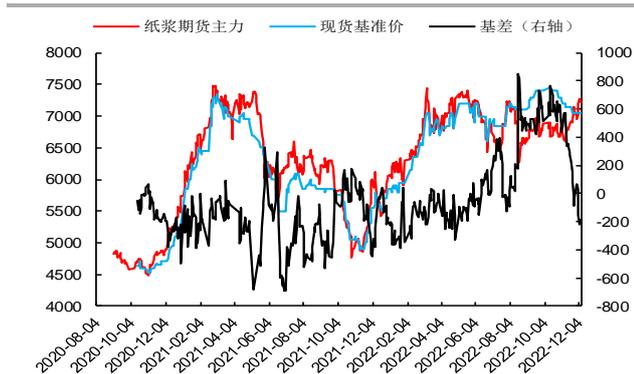
（二）纸浆

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	7216	7236	-20	核心价差	SP05-SP01	-414	-410	-4
	SP05	6802	6826	-24		SP09-SP05	-244	-282	38
	SP09	6558	6544	14		SP09-SP01	-658	-692	34

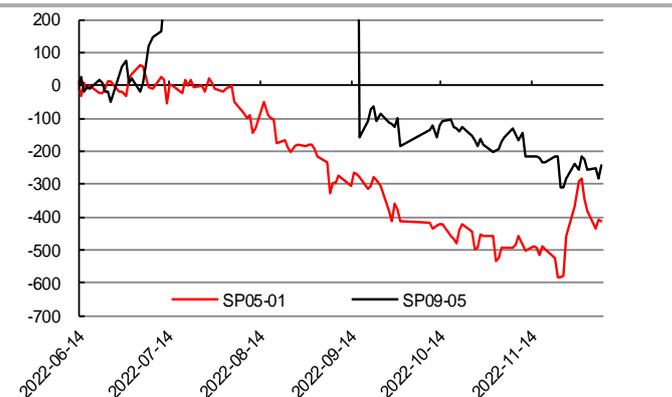
数据来源：Wind，中信期货研究部

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



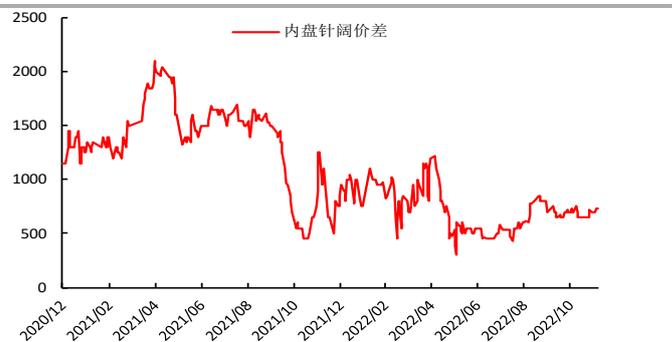
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 13：山东现货针、阔叶走势 单位：元/吨



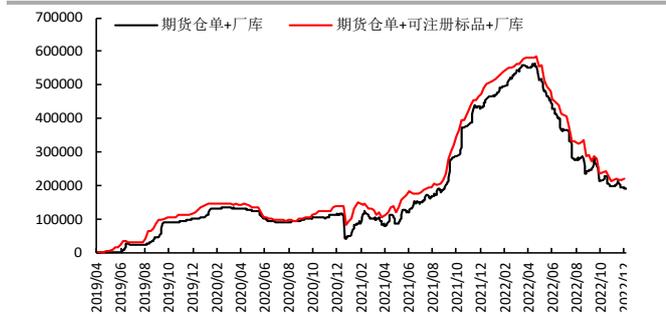
数据来源：Wind，中信期货研究部

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 01	13655	13640	15	替代品价差	3128B-涤纶短纤	7987	8011	-24
	CF 05	13620	13620	0		3128B-粘胶短纤	2037	2061	-24
	CF 09	13805	13805	0	纺纱利润	现货纺纱利润	574	598	-24
	CY.C2C	20905	21210	-305		盘面纺纱利润	423	728	-305
现货价格	CC Index 3128B	14887	14911	-24	内外棉价差	3128B-FC Index M 1%	-2599	-2575	-24
	CY Index C32S	22450	22500	-50	内外棉纱价差	CY Index C32S-FCY Index C32S	-1324	-1306	-18
	FC Index M 1%	17486	17486	0	基差	3128B-CF 09	1232	1271	-39
	FCY Index C32S	23774	23806	-32		3128B-CF 05	1267	1291	-24
	涤纶短纤:1.4D*38mm	6900	6900	0	跨月价差	1月-5月	35	20	15
	粘胶短纤:1.5D/38mm	12850	12850	0		5月-9月	-185	-185	0

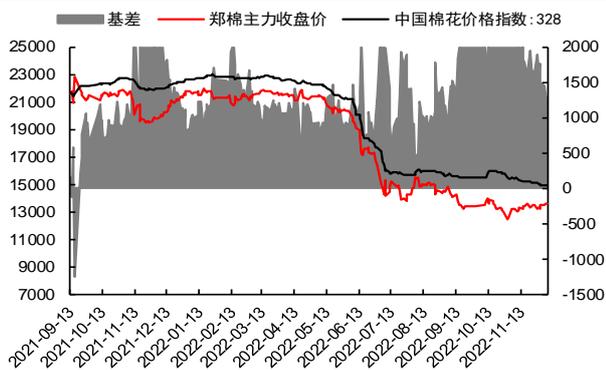
数据来源：Wind，中信期货研究部

图 16：郑棉主力与棉花 CC 3128B 走势图

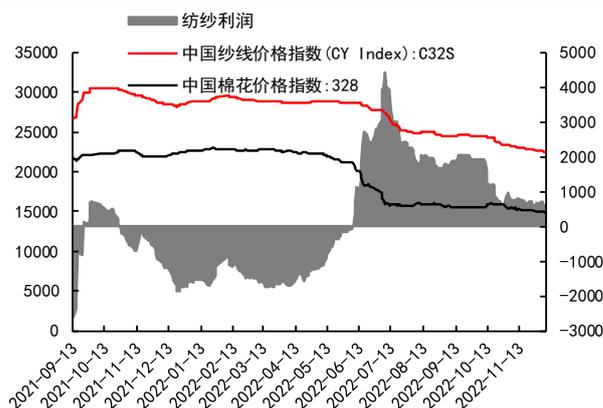
单位：元/吨

图 17：即期纺纱利润

单位：元/吨



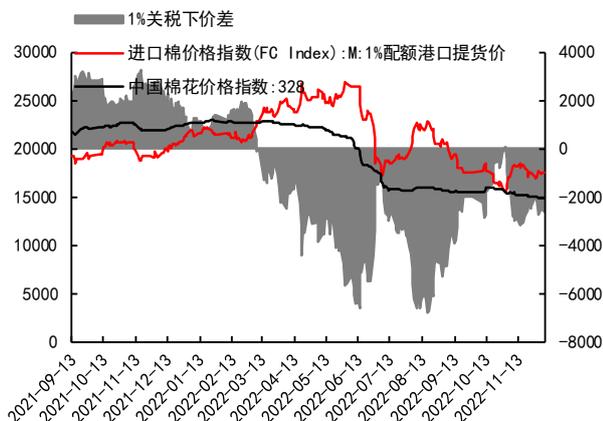
数据来源：Wind，中信期货研究部



数据来源：Wind，中信期货研究部

图 18: 内外棉指数价差

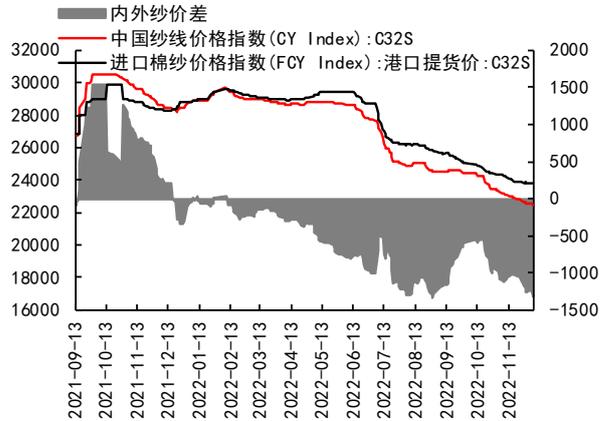
单位: 元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 19: 内外棉纱指数价差

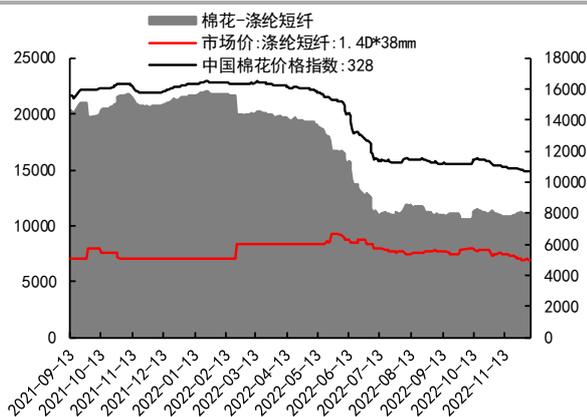
单位: 元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 20: 棉花 CC 3128B 与涤纶短纤价差

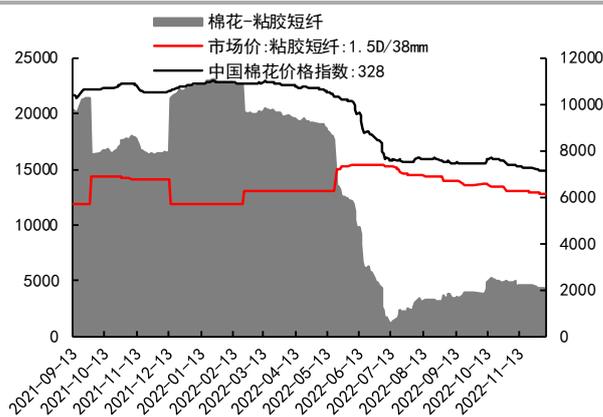
单位: 元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 21: 棉花 CC 3128B 与粘胶短纤价差

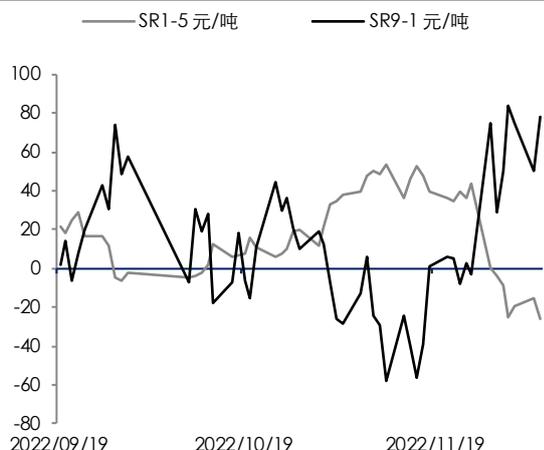
单位: 元/吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

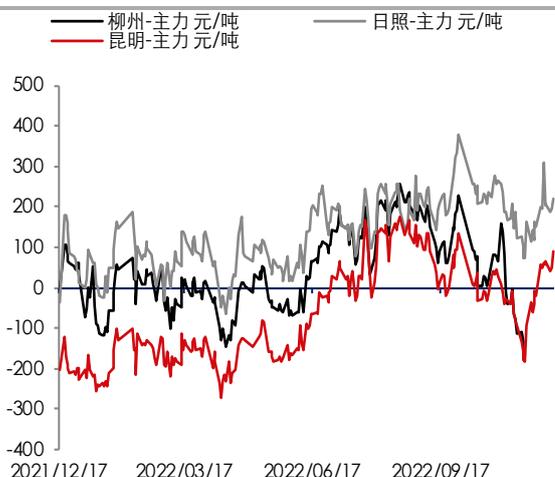
(四) 白糖

图 22: 郑糖跨期价差走势图 单位: 元/吨



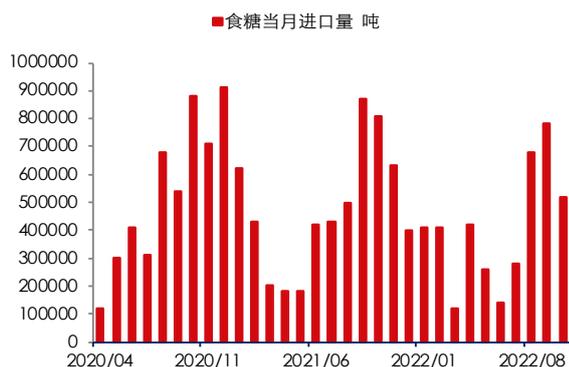
数据来源: Wind, 中信期货研究部

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



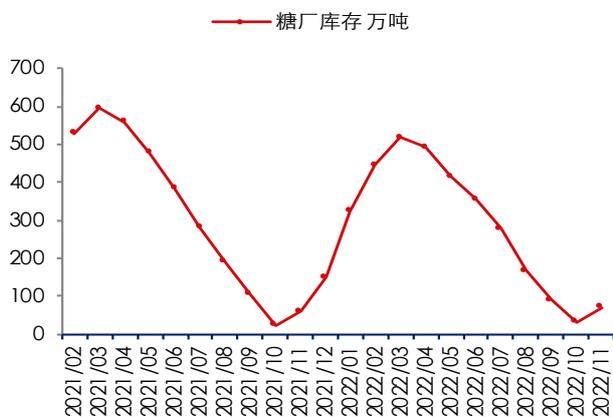
数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 25: 食糖进口利润 单位: 元/吨



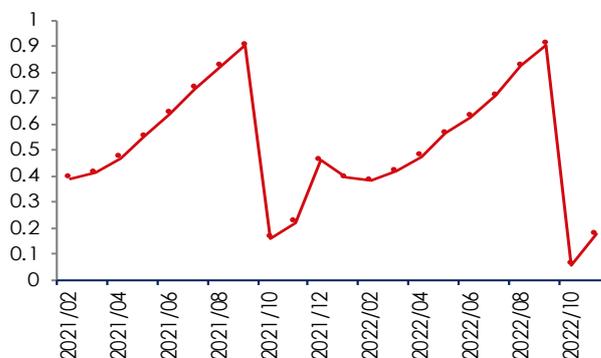
数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 26: 糖厂库存 单位: 万吨



数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 27: 食糖产销率 单位: %



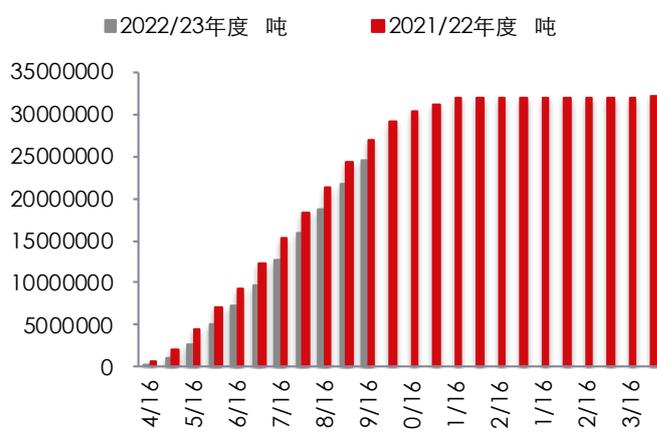
数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 28: 巴西雷亚尔兑美元走势 单位: 雷亚尔/美元



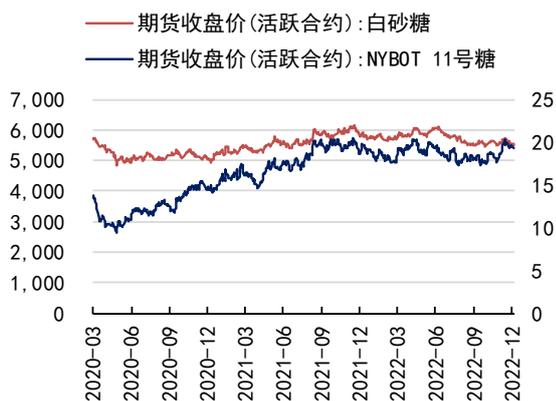
数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 29: 巴西压榨进度 万吨



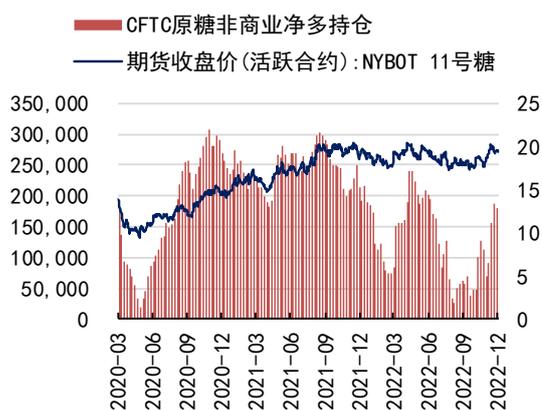
数据来源: Wind, 中信期货研究部

图 30: 国内与国际糖价走势



数据来源: Wind, 中信期货研究部

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

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>