



软商品中期策略会：大宗下行周期，软商品独木难撑

姓名 曹凯	从业资格号F03095462	投资咨询号Z0017365
姓名 黄维	从业资格号F03096483	投资咨询号Z0017474
姓名 胡华钊	从业资格号F0285606	投资咨询号Z0003096

目录 Contents



1 白糖：短期震荡，中期关注内外价差

2 棉花：短期震荡，中长期仍有向上逻辑

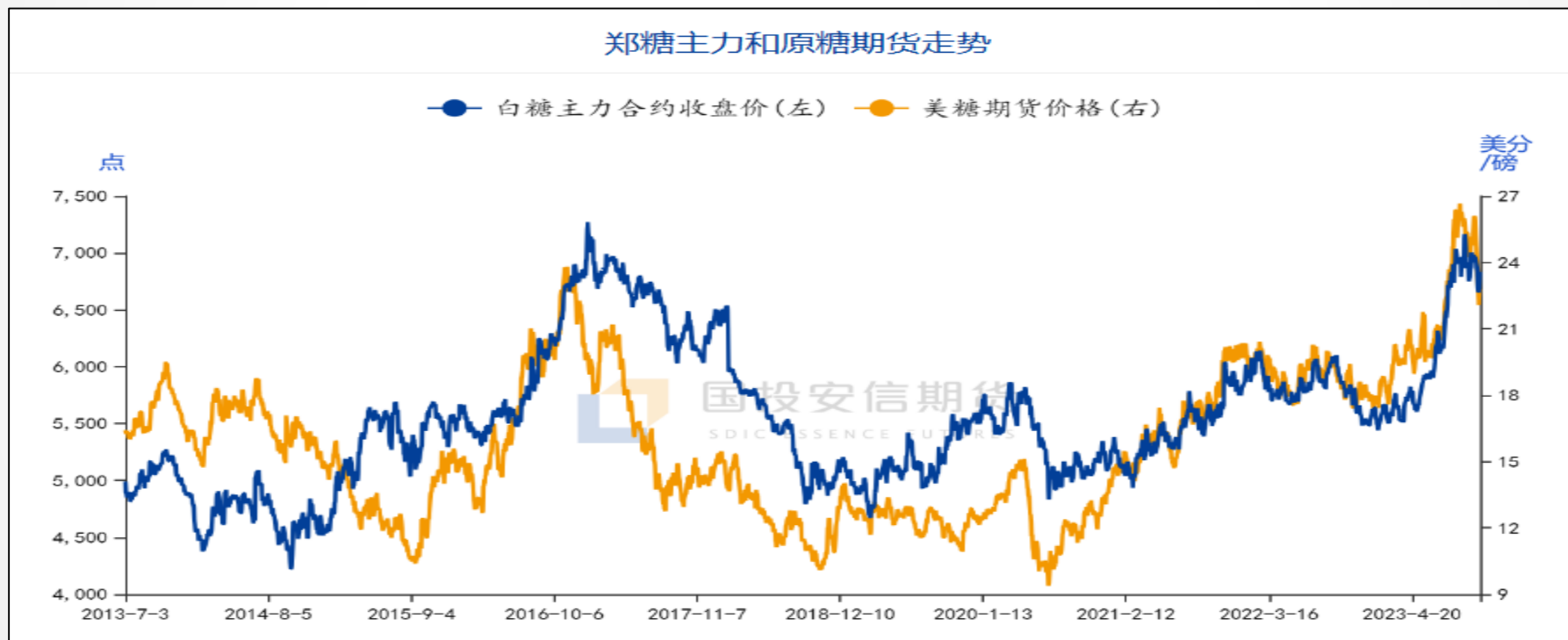
3 苹果：近期去库加快，关注新年度产量

4 橡胶：低估值vs偏弱的基本面

白糖：短期震荡，中期关注内外价差

周期：商品走势的周期性，国内的“变”与“不变”

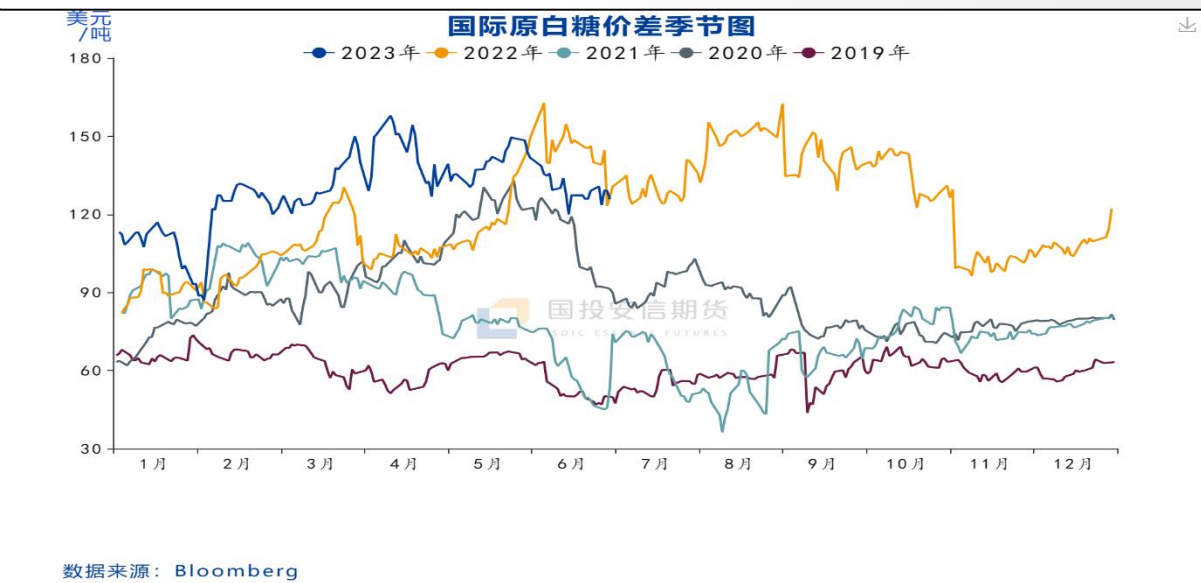
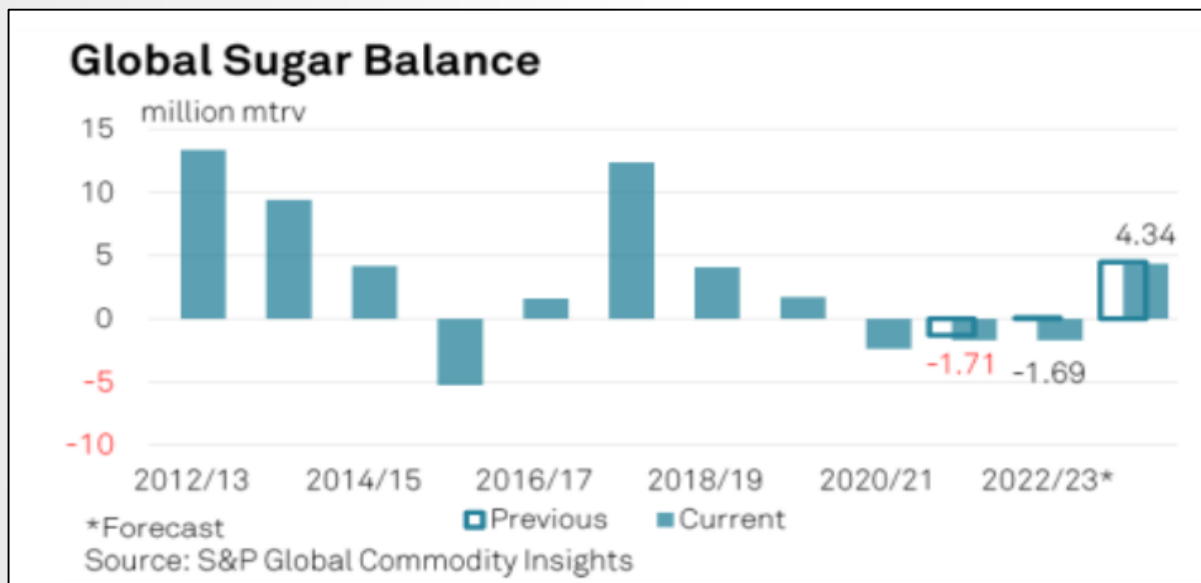
- 糖走势周期性：1、上涨时间通常比下跌时间短；2、国内牛熊行情的驱动在国际；3、16年底结束牛市，外盘先见顶；4、新的变化：生物能源抬升了熊市底部的重心；5、3年左右的一个周期。
- 国内变与不变：不变的是产业逻辑和宏观的驱动；变的是进口政策和量，以及产量波动越来越小
- 从基本面来说：国内基本面仍有强势预期，但随着外盘回落和国内抛储传闻，也面临转势的风险。



数据来源：ifind、Bloomberg 国投安信期货

全球22/23供给逐渐转向宽松，关注巴西和新年度供给

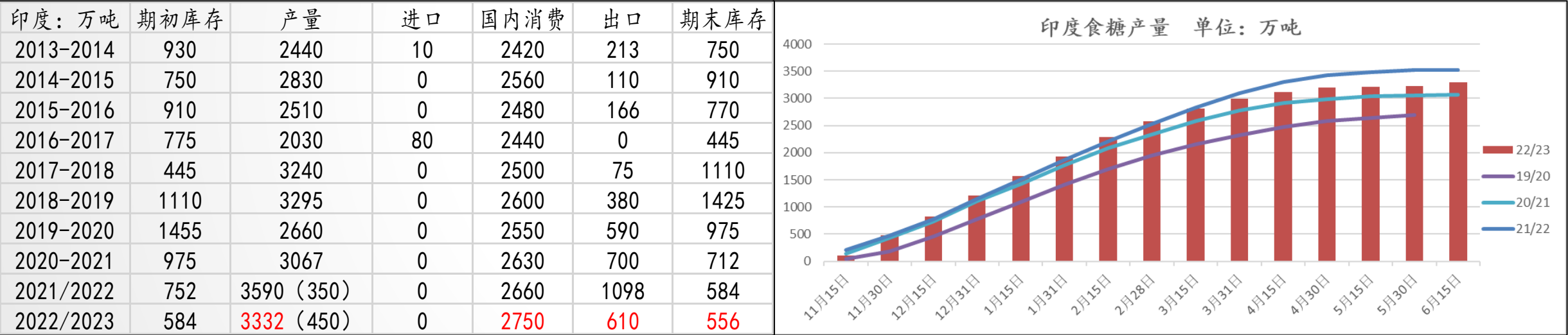
- 全球年度供需格局会随着主产国情况和消费情况不断调整：现实和预期
- 全球22/23年度的情况：
 - 1、逐渐转向宽松，巴西丰产缓解贸易流紧张；高价对于需求有所抑制
 - 2、近期国际上原糖和白糖价差有所回落，但同比仍在高位，2023年精炼糖供给仍有紧张预期
- 全球23/24年度：能否转向宽松，仍要持续观察



数据来源: kingsman、Bloomberg 国投安信期货

印度：22/23出口完成，关注新年度天气

- 印度糖厂协会（ISMA）显示，印度22/23榨季截至6月15号产糖量为3296万吨，同比减少246万吨，最终产量或3332万吨。
- 印度已经将允许出口的610万吨糖全部运出，不太可能增发配额；鉴于厄尔尼诺可能造成负面影响，印度或将出口限制延长至2024年上半年。
- 印度22/23年度消费偏好，夏季消费值得期待
- 23/24榨季：天气正常情况，**预计产量3400-3600？**
- **印度长期乙醇计划，最终实现E20的最终目标**

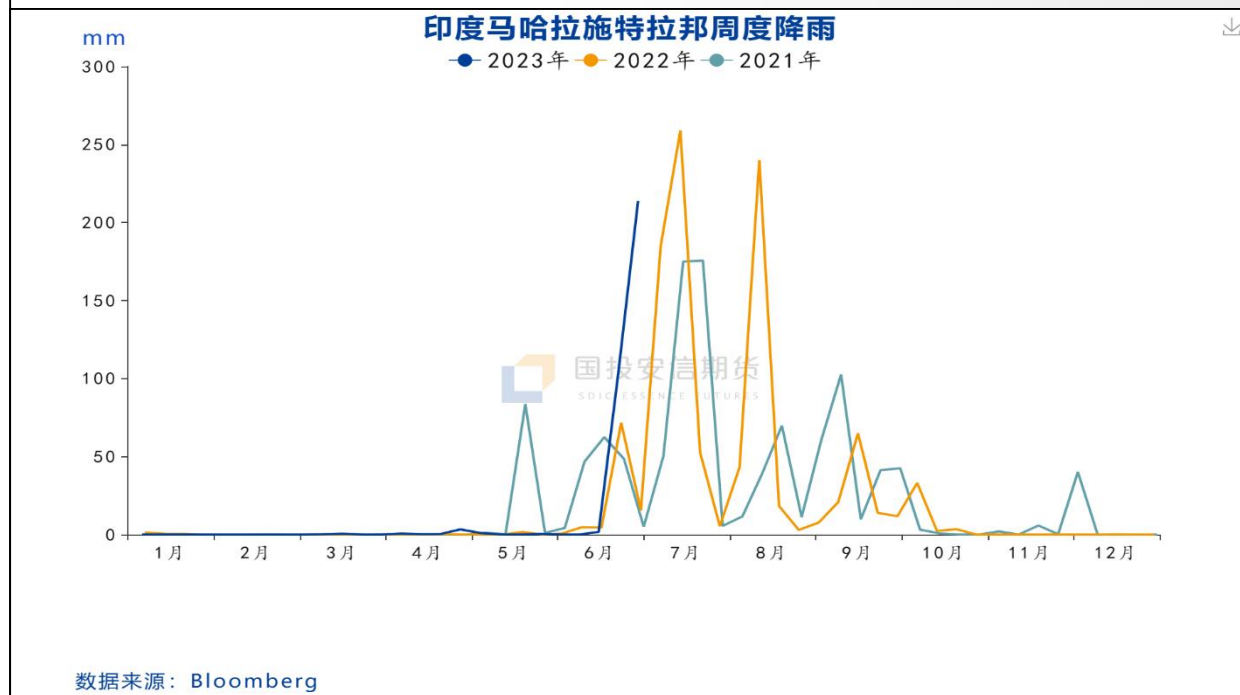
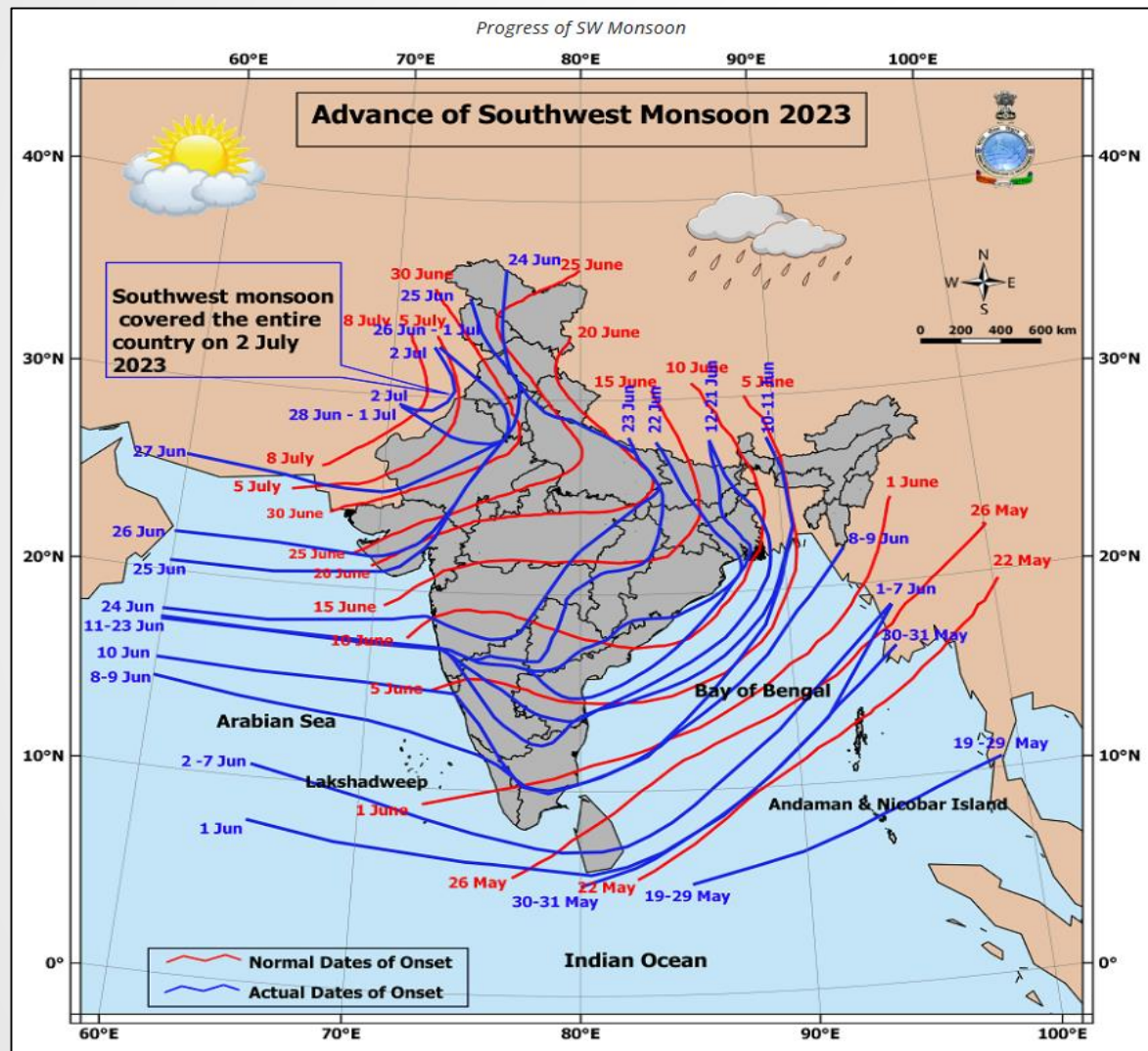


数据来源：isma、泛糖 国投安信期货

单位：万吨	印度转化为乙醇
20/21	200
21/22	350
22/23	438
23/24	505
24/25	600

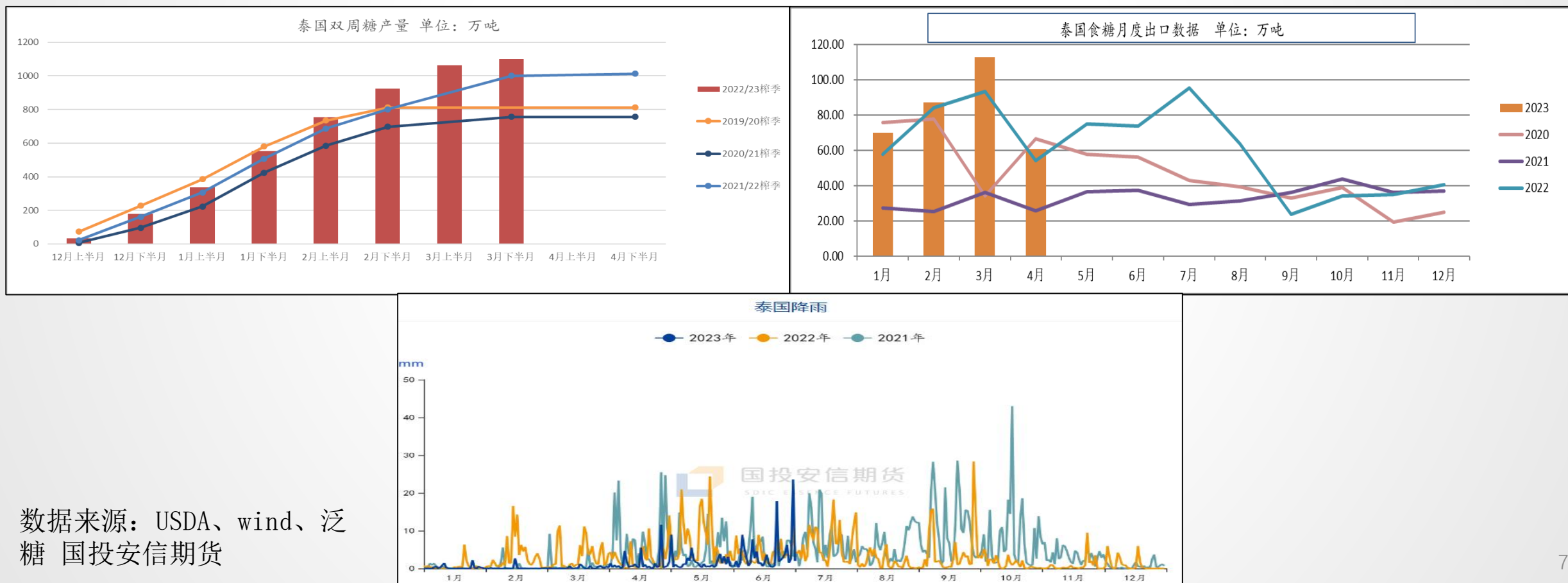
印度天气：雨季到来，关注降雨情况

- 印度季风7月2号覆盖印度全境，近期降雨表现正常。印度种植进度偏快。



泰国：出口的季节性、23/24年度大幅减产？

- 2023年4月泰国出口食糖60.53万吨，同比增加6.39万吨，增幅达11.80%；2022/23榨季截至4月，累计出口食糖439.48万吨，同比增加33.64万吨，增幅8.29%。泰国出口在下半年会季节性回落，或会影响国内糖浆进口量。
- 关注厄尔尼诺可能对于泰国产量的影响，或导致降雨偏少；
- 泰国甘蔗产量将在2023/24年度降至6650万吨，对应糖产量700万吨左右（？），这比今年的9400万吨大幅下降，这将是自2009/10年度以来第二低的产出。由于降雨偏少和木薯种植效益更好



数据来源：USDA、wind、泛糖 国投安信期货

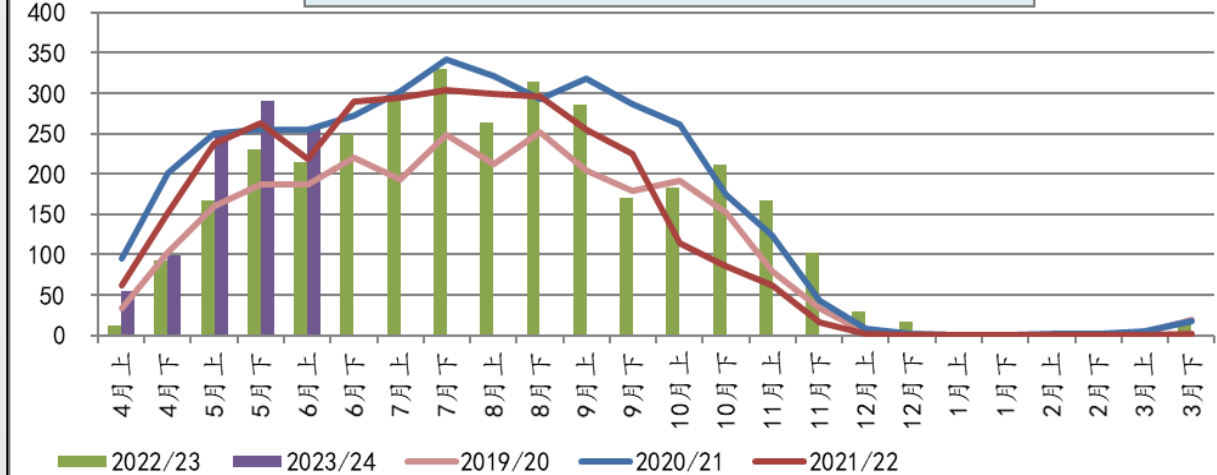
巴西：巴西丰产缓解贸易流的紧张

- 巴西23/24丰产预期，中南部甘蔗产量或近6亿吨，制糖比48%，为2011年以来的最高水平，近期产量有小幅上调预期
- 巴西处于南半球；压榨高峰期5-10月；出口高峰期在5-11月份。
- 巴西对外贸易秘书处(Secex)公布的出口数据显示，巴西6月出口糖308.2万吨，较上年同期增加30.6%。2023/24榨季4-6月巴西累计出口糖652.46万吨，同比增加24.06%

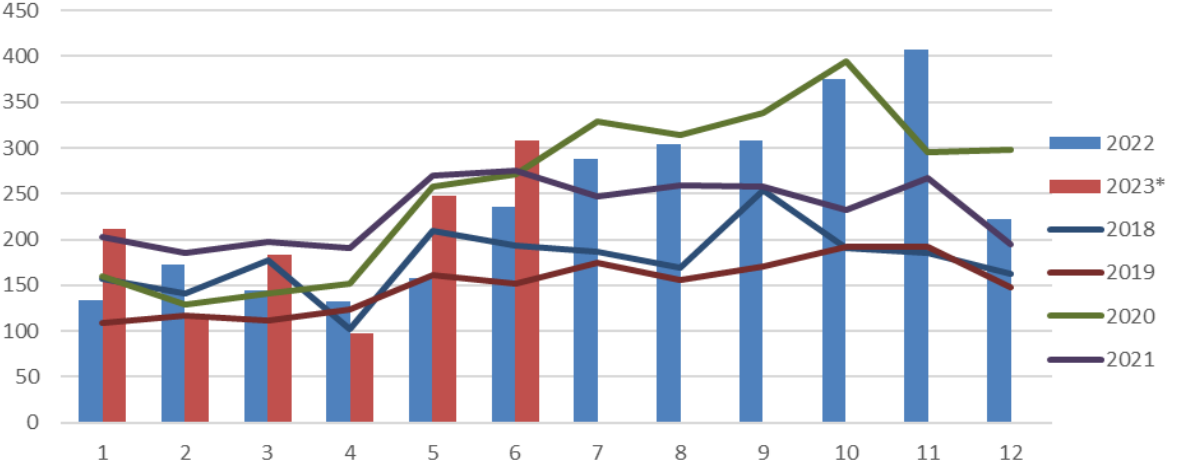
巴西中南部 甘蔗压榨累计值 单位：万吨

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23*	23/24中南部
甘蔗产量	53,275.83	59,706.12	57,314.50	61,765.20	60,713.70	59,631.30	57,307.20	58,990.30	60,546.20	52,310.70	54,900.00	59,700.00
糖产量	3,409.70	3,429.47	3,201.07	3,121.80	3,562.80	3,605.90	2,650.00	2,672.90	3,846.50	3,206.40	3,370.00	3,760.00
制糖比	0.50	0.45	0.43	0.41	0.46	0.46	0.35	0.34	0.46	0.45	0.46	0.48
TRS	135.57	133.32	136.45	130.51	133.03	136.60	137.87	138.57	144.72	142.88	141.15	138.10

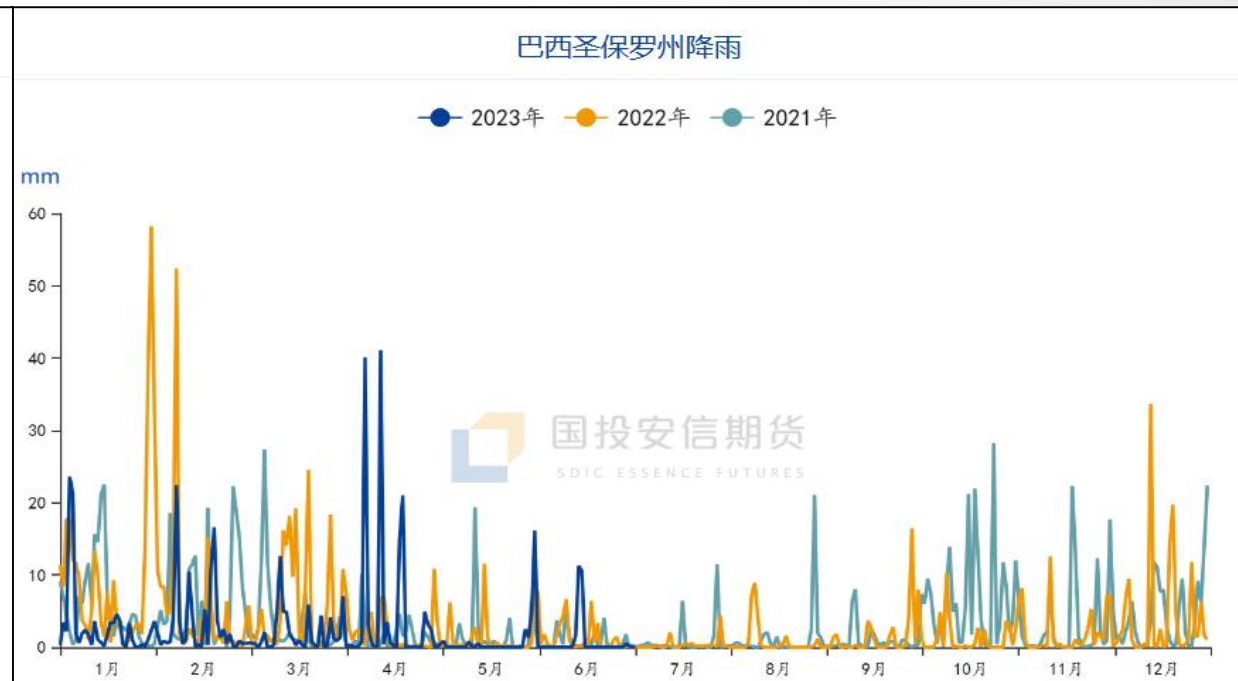
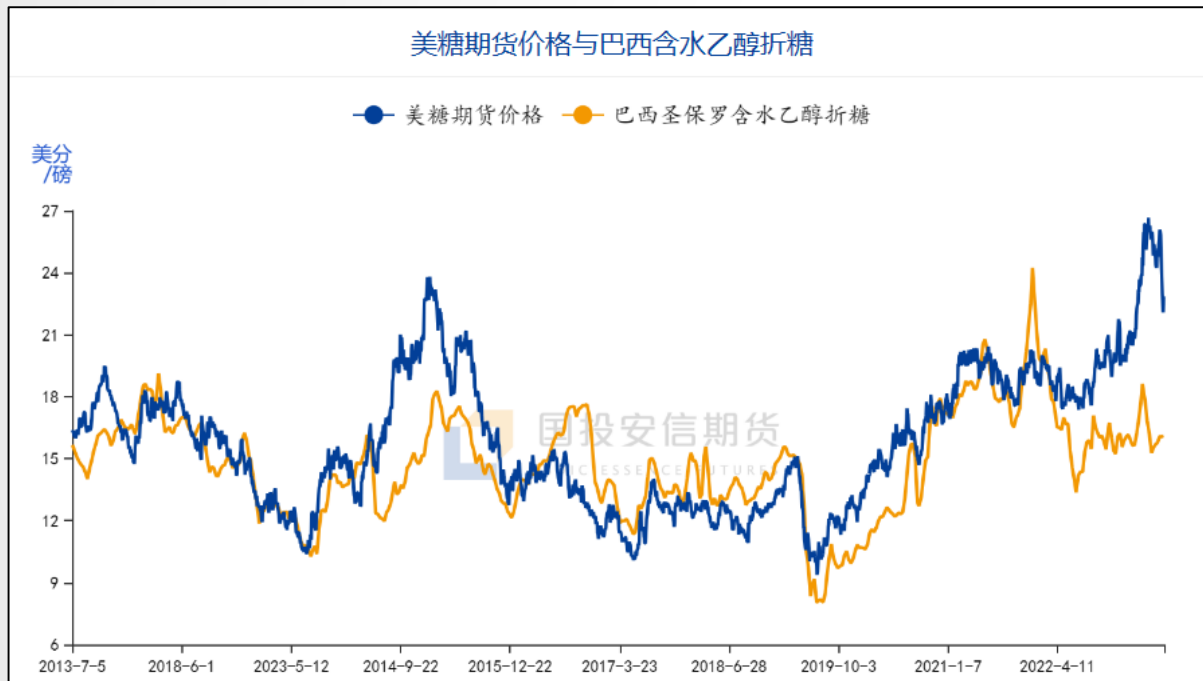
巴西中南部 双周产糖量 单位：万吨



巴西月度出口量 单位：万吨



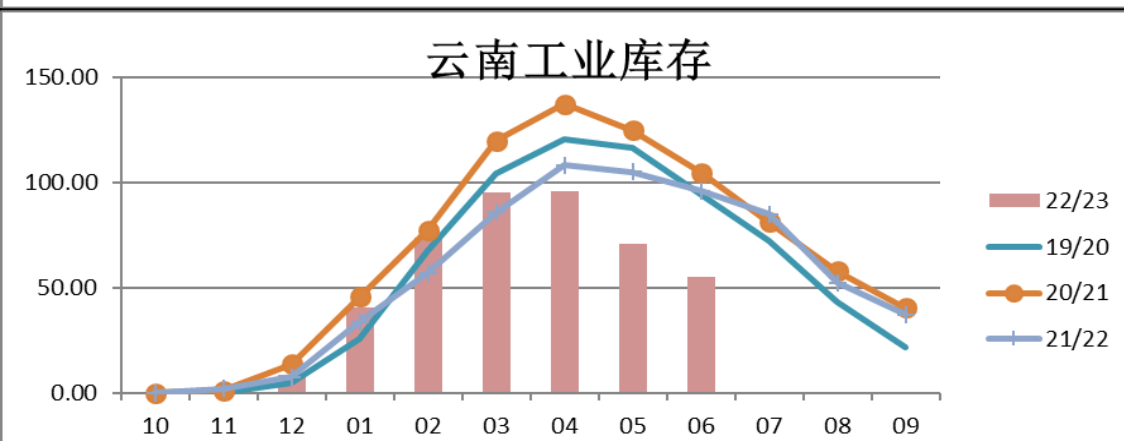
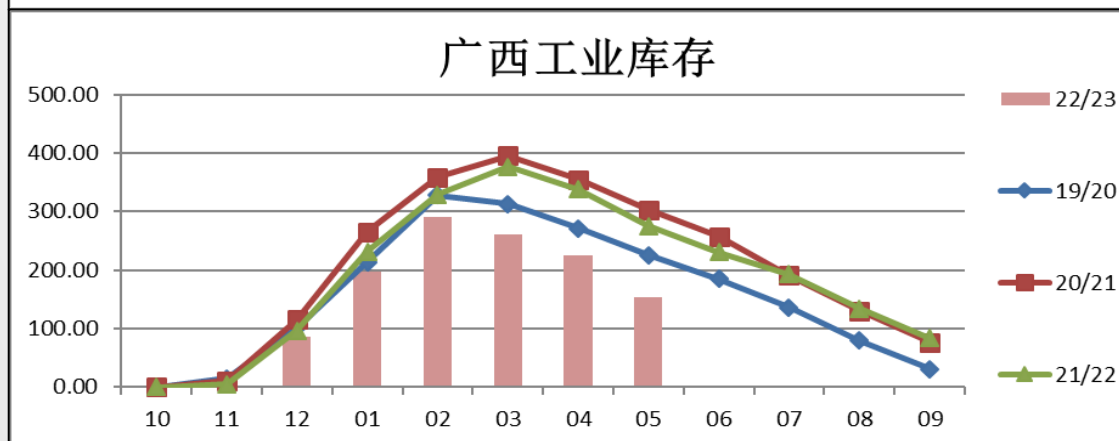
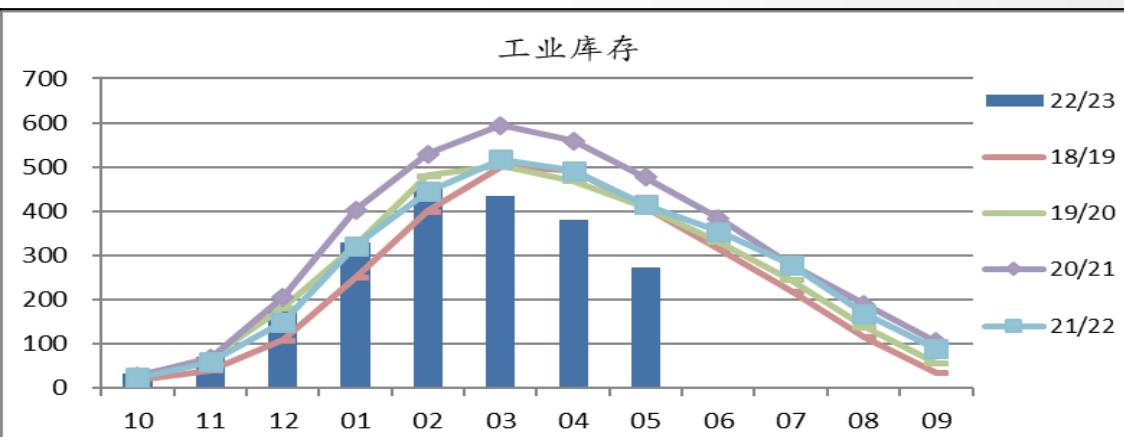
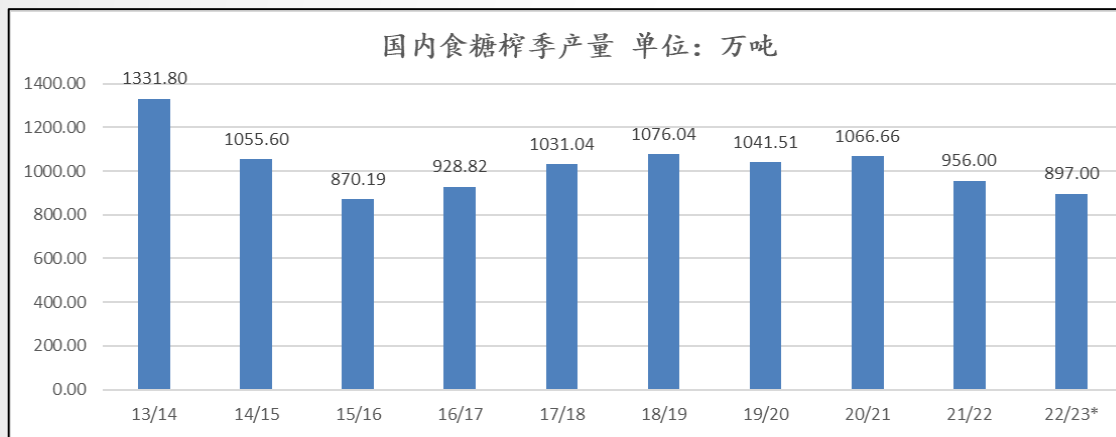
- 厄尔尼诺：可能导致巴西中南部降雨偏多，不利于机械下地作业，有利于甘蔗生长。
- 巴西含水乙醇折算糖价在16美分左右，虽然二者价差较前期有所缩窄，但与原糖价差仍然较大



数据来源：Bloomberg 国投安信期货

国内：22/23榨季减产、消费恢复正常，紧平衡

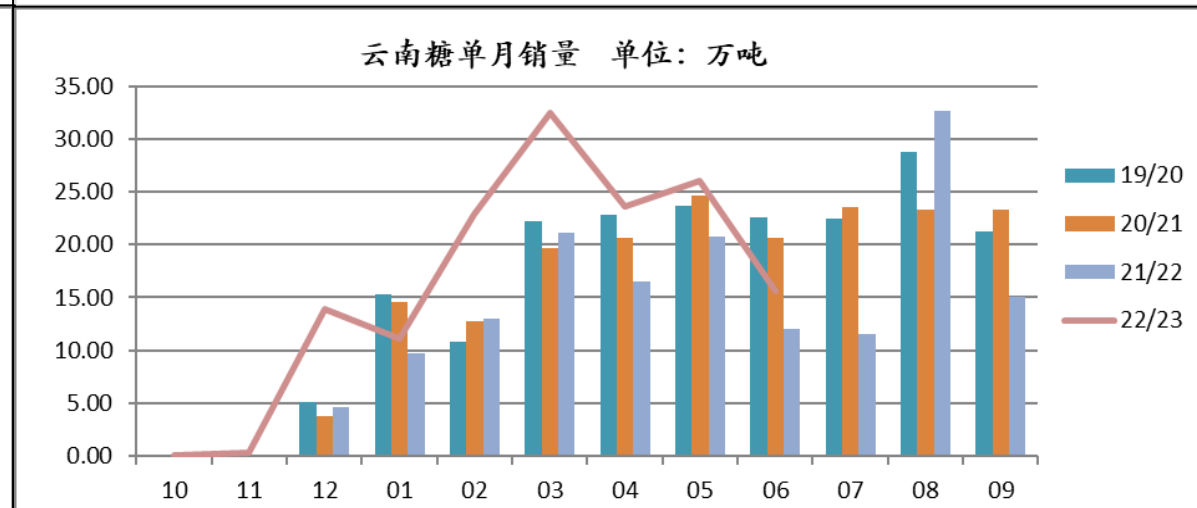
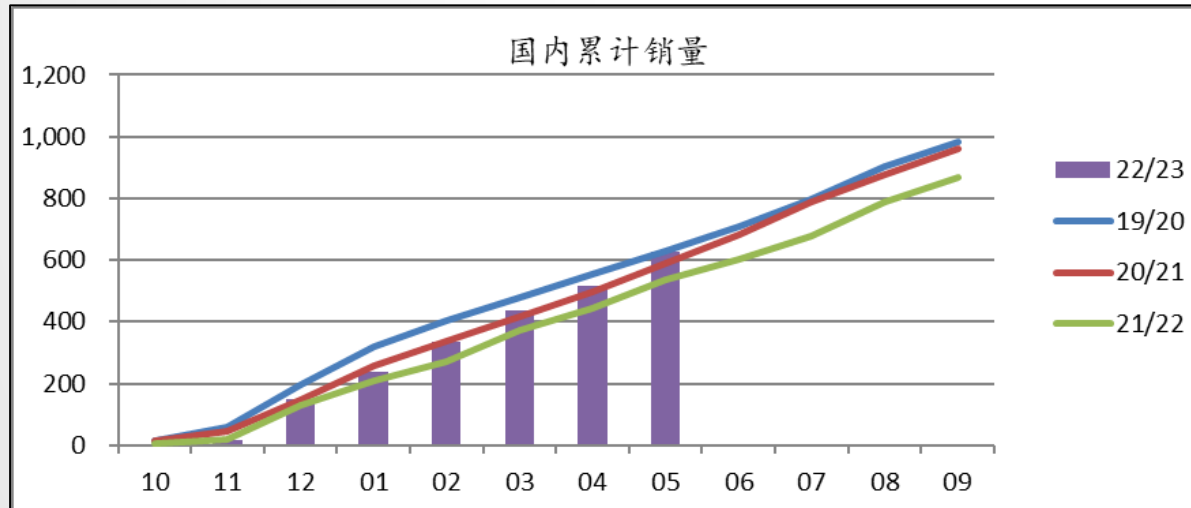
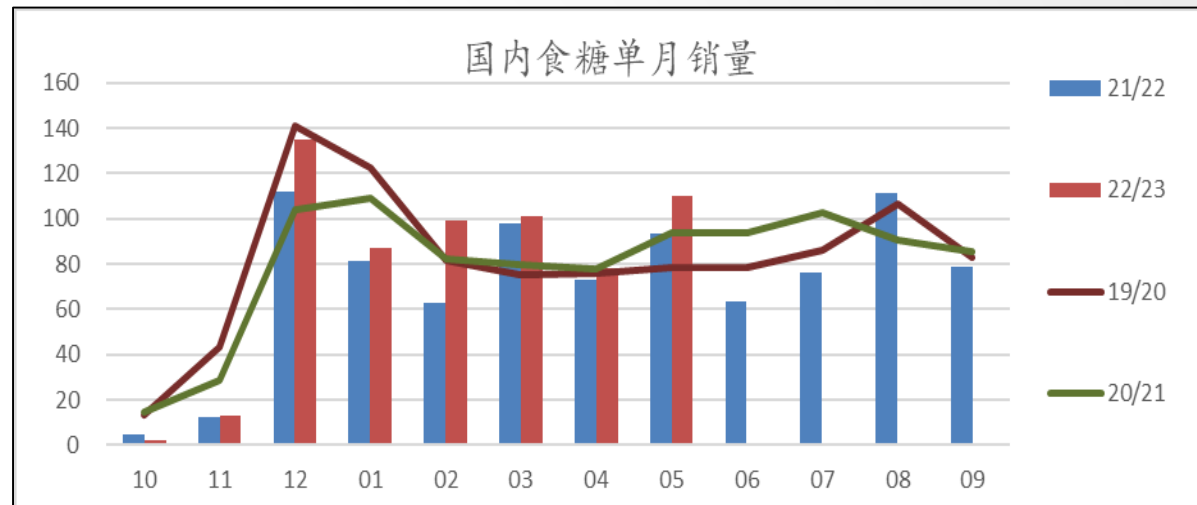
- 22/23榨季，全国共生产食糖897万吨，同比减少59万吨；5月底全国累计销售食糖625万吨，同比增加88万吨；累计销糖率69.7%，同比加快13.3个百分点。新年度国内产量或仍难有大的增幅。
- 工业库存处于近几年低位，后期销售压力不大；截至5月底，工业库存272万吨，同比偏少143.39万吨；
- 后期最大变数：进口量和进口价格
- 全国产量预估898+进口（400-500，已经进口了278万吨）？+糖浆和走私100，中期供给仍然偏紧。



数据来源：wind 国投安信期货

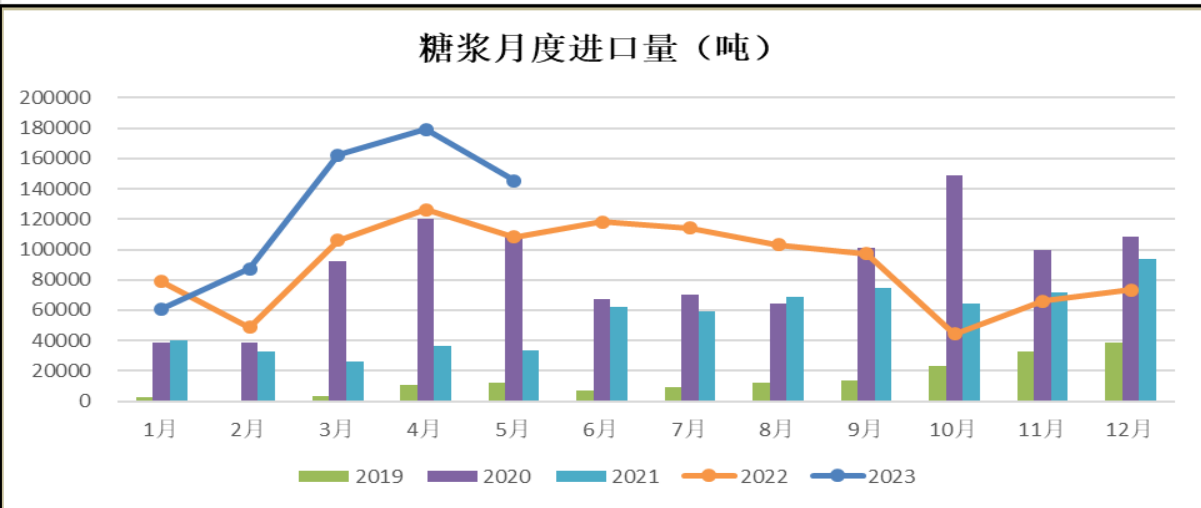
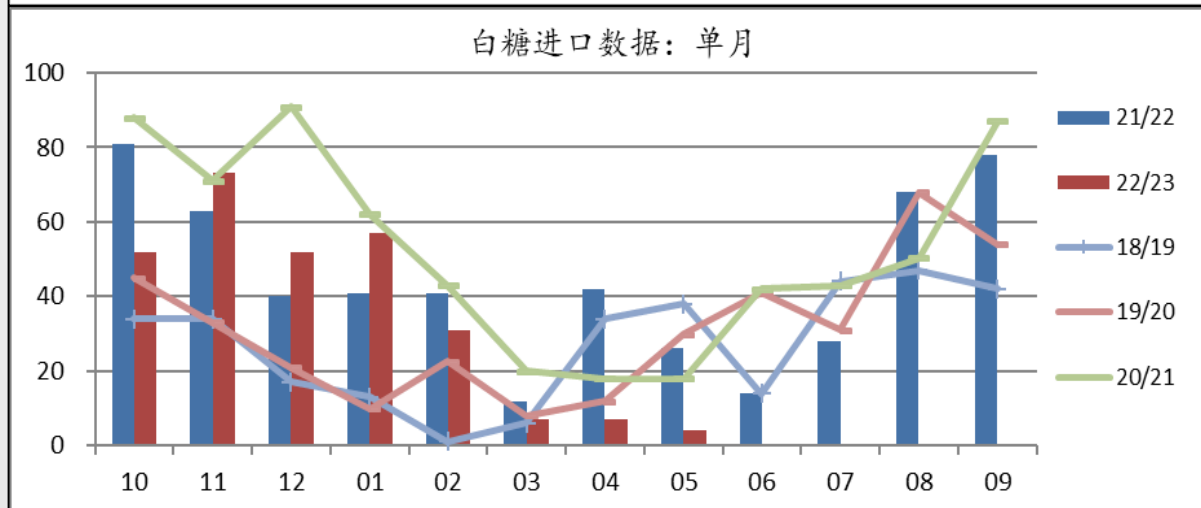
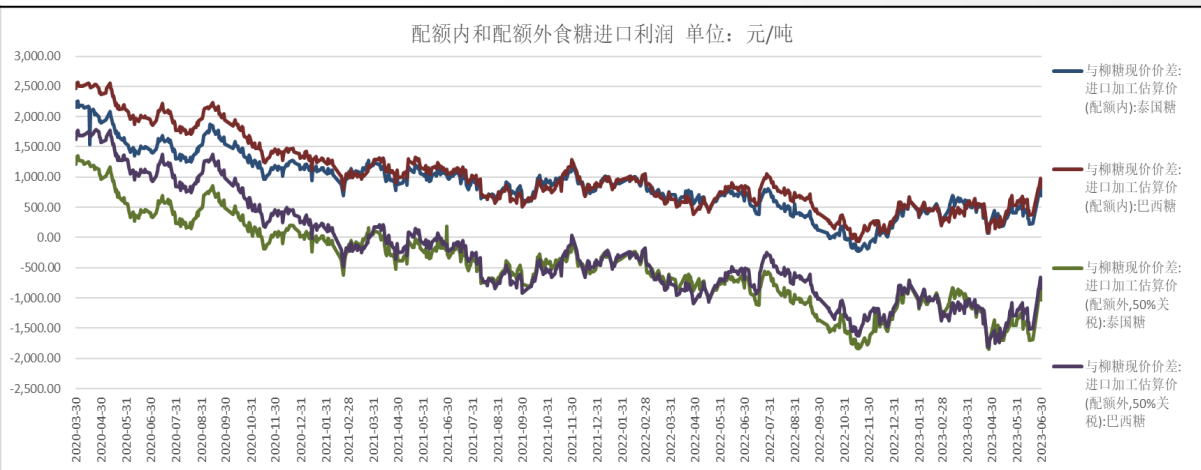
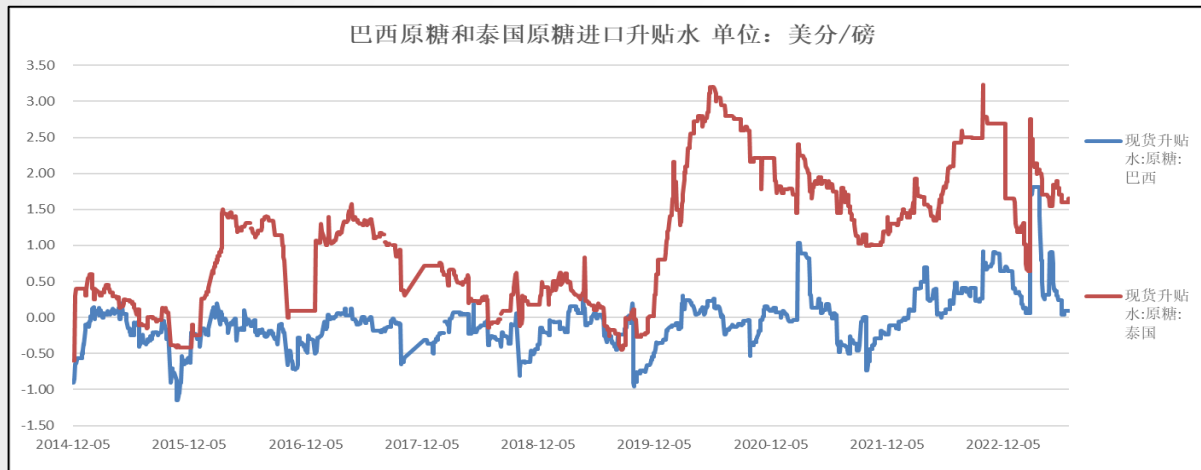
国内：22/23榨季消费恢复正常，关注夏季需求表现

- 截至5月底，全国累计销售食糖625万吨，同比增加88万吨；累计销糖率69.7%，同比加快13.3个百分点。
- 5月单月销量为110万吨，是近几年较高的水平，同比增加16.39万吨。
- 6月份销售食糖15.59万吨，同比增加3.62万吨。工业库存55.08万吨，同比减少41.38万吨。
- 市场反应高价对于销售有些抑制，关注6月份的销售数据，国内6月销量或偏弱



最大变量：进口的量和成本，中期交易的核心

- 巴西出口升贴水近期有所回落；配额外进口仍要亏损500-600元/吨左右，如果和加工糖比较价差在400元/吨左右；中期供给补充：抛储和进口。
- 2023年5月我国进口食糖4万吨，同比减少22万吨。



国际糖市

- 糖价的周期性；全球22/23供需仍存缺口，但中期随着巴西丰产，全球偏紧情况得到缓解。
- 关注巴西压榨情况和出口情况，新榨季北半球开榨前，全球供给主要依靠巴西；高价对于需求有一定的抑制影响。
- 印度22/23出口额度使用完毕，后续不太会继续发放新的配额。
- 23/24年度供给仍存变数：目前预期印度增产，泰国减产等；欧洲甜菜产量或小幅增产；关注厄尔尼诺
- 厄尔尼诺是否发生，关注印度雨季降雨和泰国降雨情况，以及对于巴西压榨的影响。
- **原糖中期顶部或已经出现，中期对于原糖持逢高做空的观点；如果新榨季东南亚主产国产量不出大的问题，价格大概率转势。**
- 风险：厄尔尼诺、巴西增产、能源

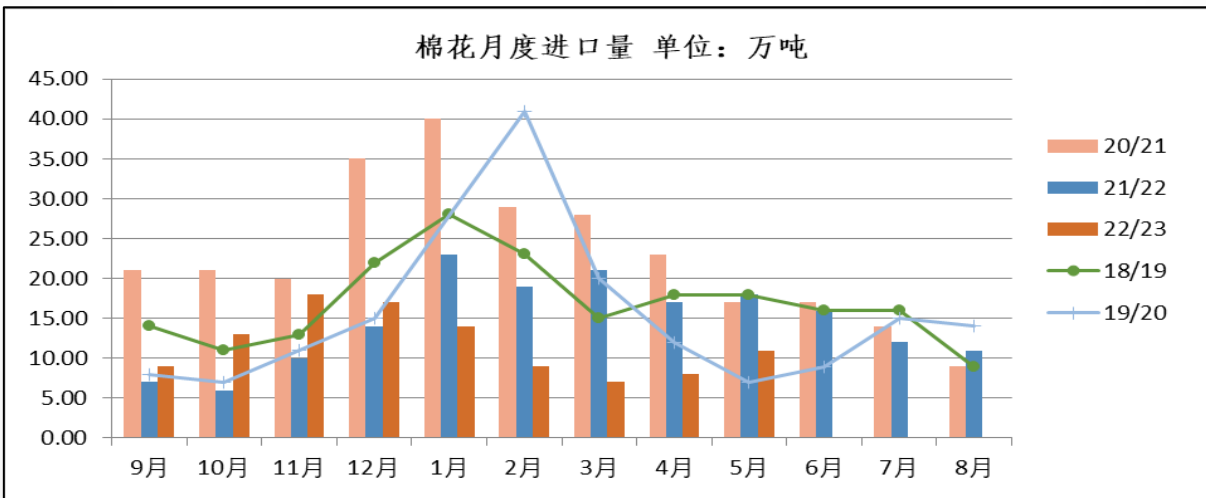
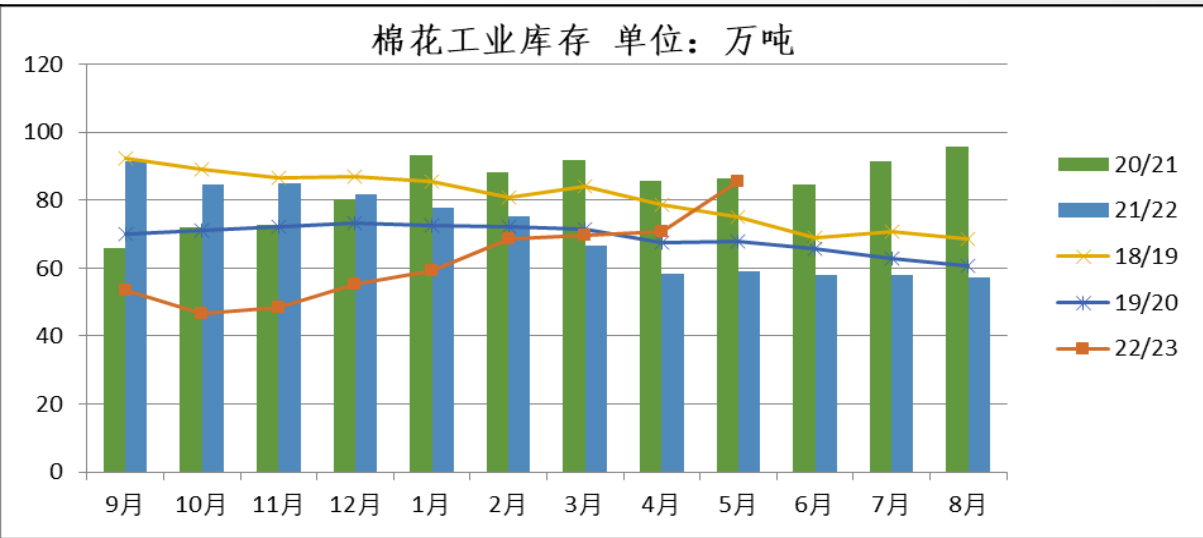
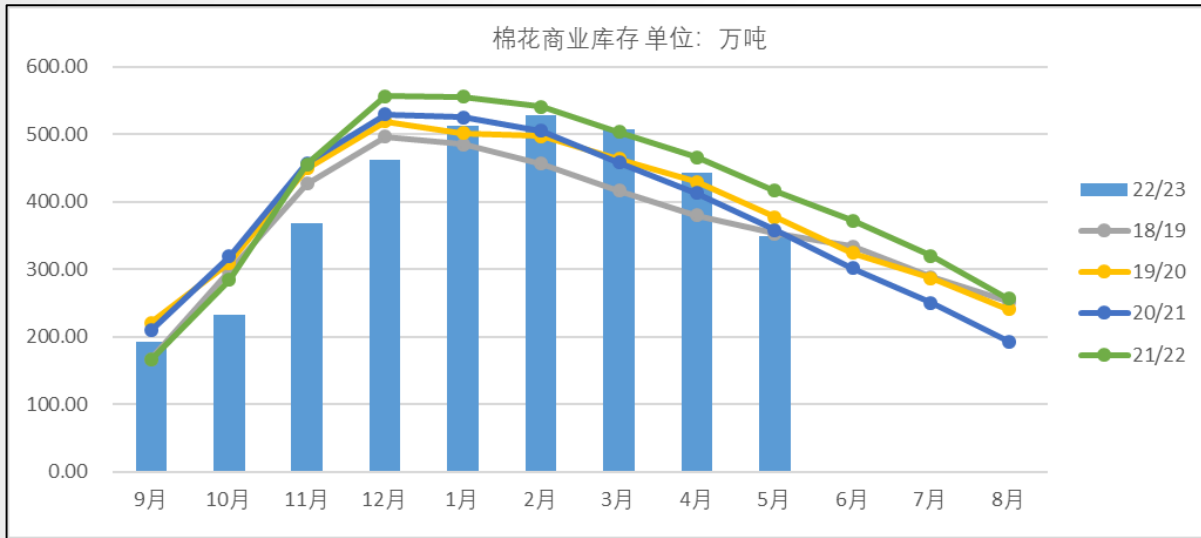
国内糖市

- 供给端国内减产，22/23年度或是紧平衡，中期供给偏紧局面如何解决？
- 工业库存处于多年低位；除了抛储，仍缺少有效补充手段，进口成本仍然较高；外盘回落，关注内外价差
- 进口量和进口成本，中期进口偏少，随着需求旺季的深入，供给或逐渐紧张
- **中期供给：轮储或抛储，具体情况传闻较多**
- 消费：关注旺季消费表现，短期消费对于高价糖偏谨慎
- 观点：短期郑糖或维持高位震荡，中期虽有紧张预期，但如果内外价差继续缩窄，国内或牛转熊。
- 风险点：进口、抛储等

棉花：短期震荡，中长期仍有向上逻辑

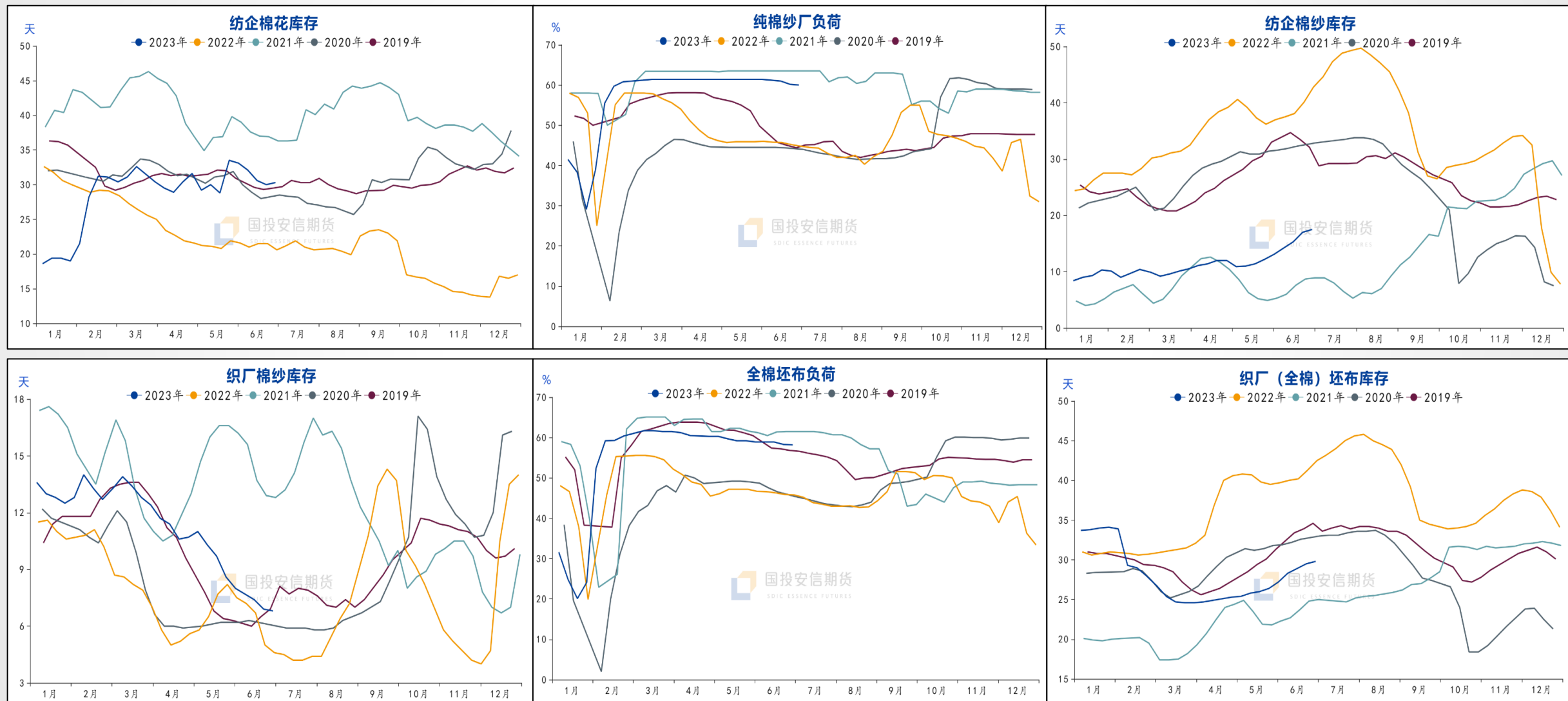
棉花：商业库存和工业库存，新棉上市前大概率够用

- 截至5月底国内棉花商业库存为349.28万吨，环比减少94.2万吨，同比减少67万吨。
- 截至5月底国内棉花工业库存为85.44万吨。
- 关注抛储和增发进口滑准税的传闻。



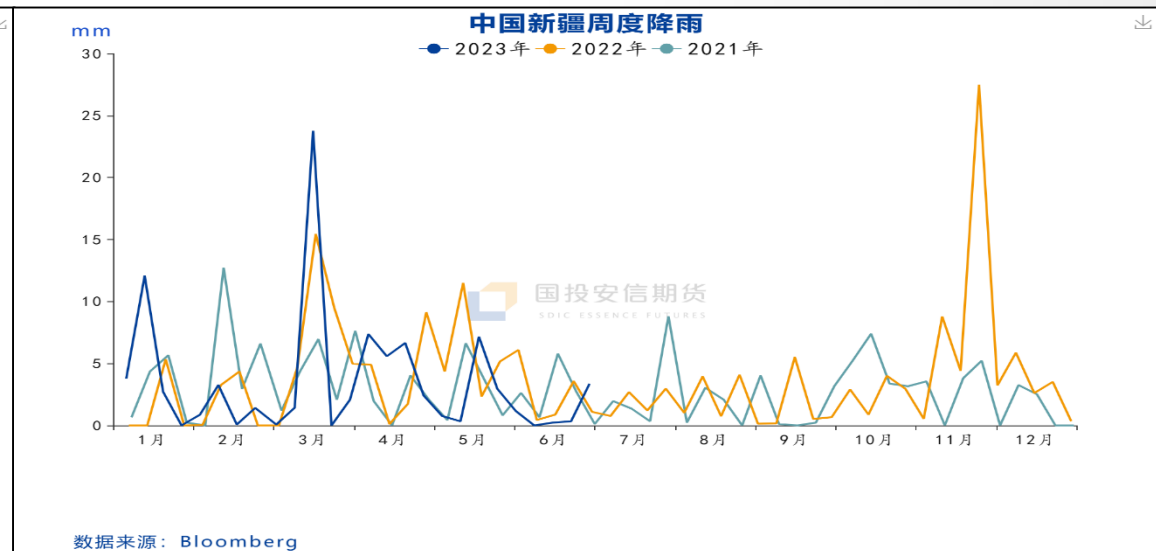
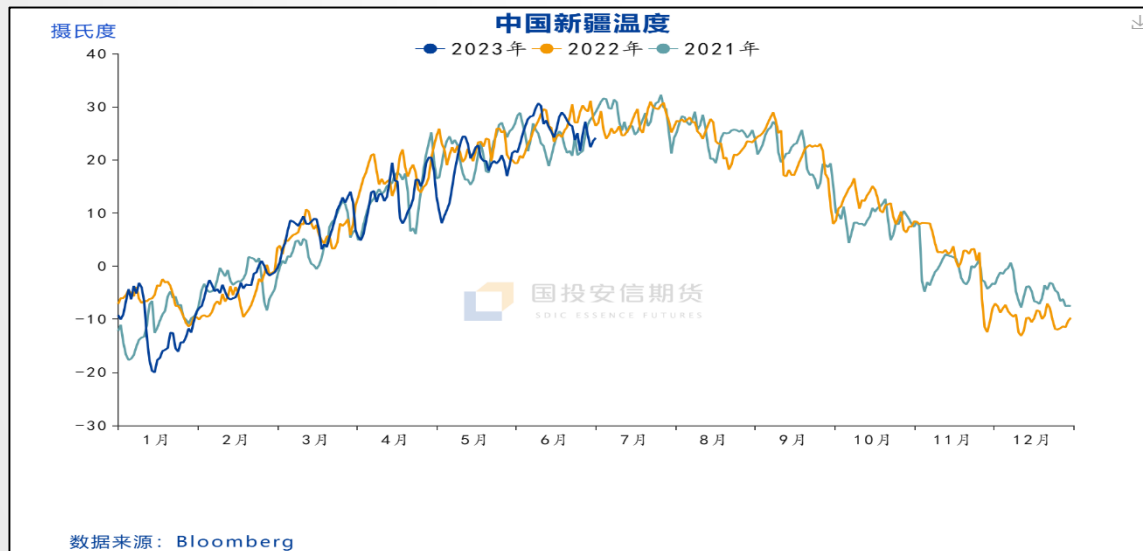
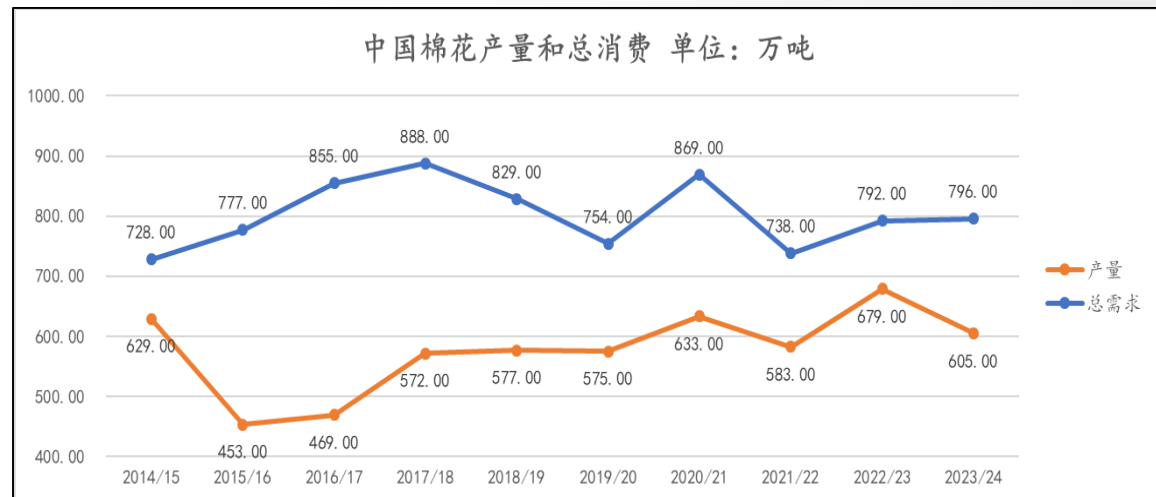
棉花：淡季深入，开机小幅走低，棉纱库存缓慢增加

■ 内需尚可，外需疲弱：东南亚开机低位、印度和越南等出口偏弱，美国纺服进口偏弱，美国批发商库存仍在高位。



棉花：减产和抢收，是中长期看多的主逻辑

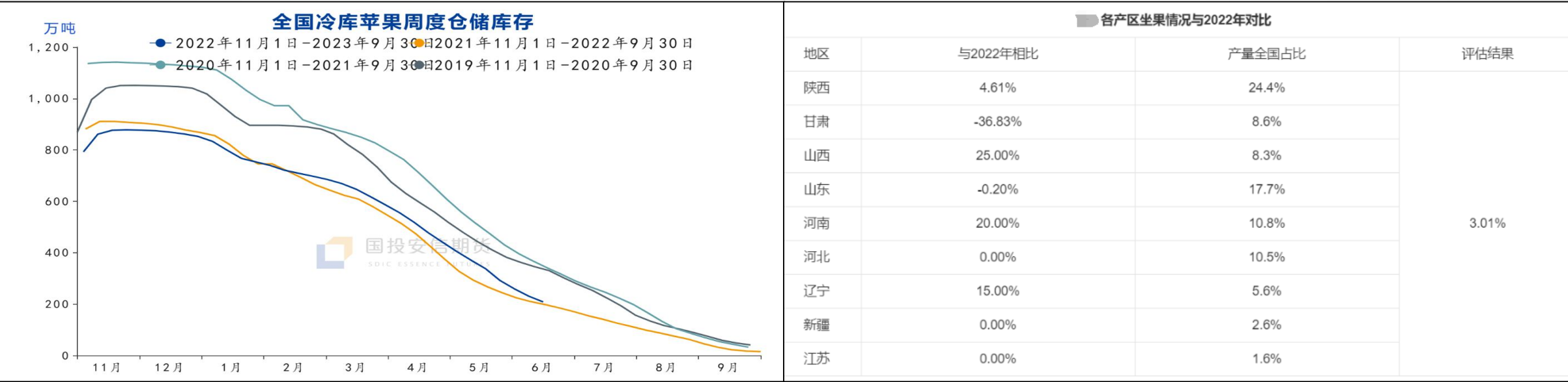
- 新疆天气在4月底5月初，不断发生低温天气，导致种植进度偏慢；如果后期天气正常，影响仍相对可控
- 目前看新疆种植面积减少8%？单产减少6%？，预计新疆产量在550万吨左右。
- 短期郑棉走势偏震荡，中长期维持偏多思路。
- 价差方面：1-5逢低正套



苹果：近期去库加快，关注新年度产量

苹果：去库速度加快，新年度产量和质量仍是交易核心

- 年后苹果需求尚可，山东地区走货较快，陕西地区一般，全国整体去库速度加快。
- 库存压力减轻，贸易商惜售情绪较强，优质好货价格坚挺；5月6月出库好于去年。
- 夏季时水果大量上市的高峰期，苹果消费表现总体一般
- 盘面交易的核心依然是新季度的产量预估；预计新季度全国苹果产量同比略有增加(增产5%-10%)，但是仍低于正常年份水平。
- 目前苹果期价处于历史平均水平附近，预计价格维持宽幅震荡的格局。

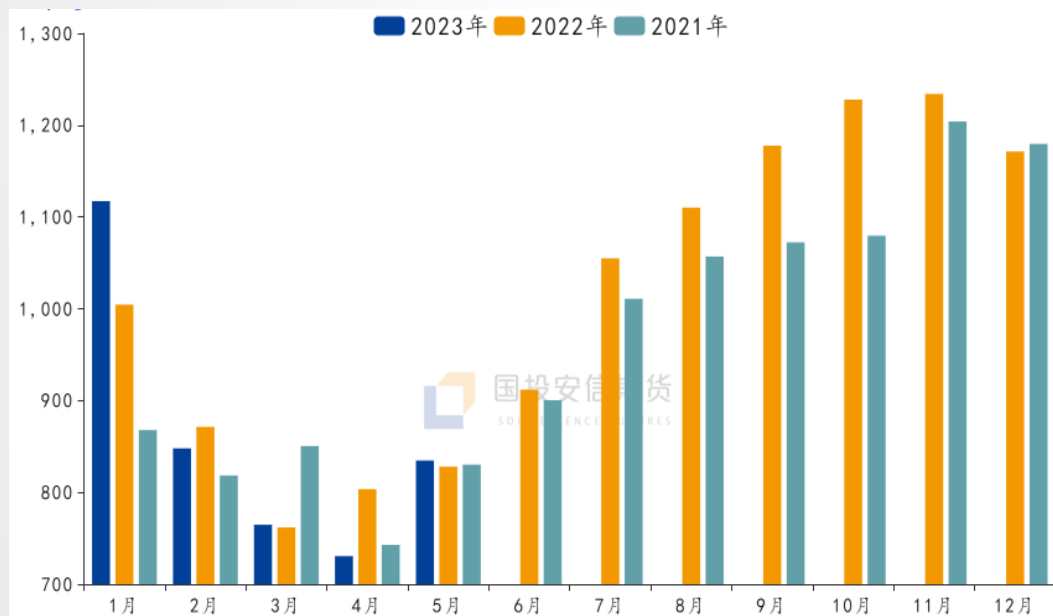


橡胶：低估值vs偏弱的基本面

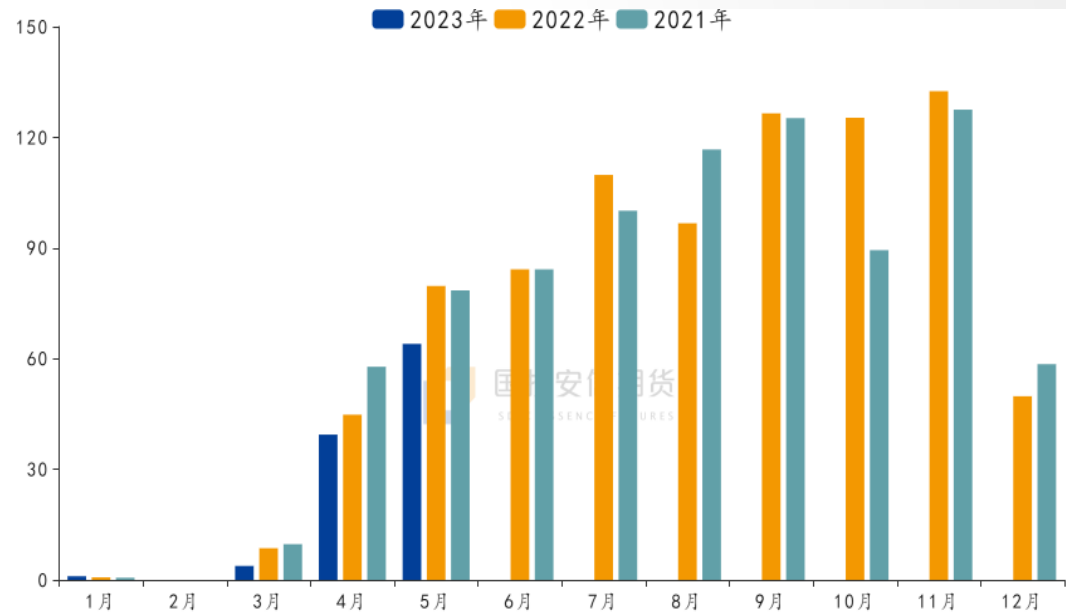
天然橡胶供应进入季节性的增产期

- 目前，中国、越南等天然橡胶产区全面开割，产区进入雨季，新胶产量逐渐增加；
- 从季节性来看，三季度全球天然橡胶供应端逐渐进入增产期。
- 供应端不确定性在于厄尔尼诺现象持续多长时间、中国前5月减产未来能否回补以及国内橡胶轮储何时落地？

ANRPC天然橡胶月度产量季节性（千吨）



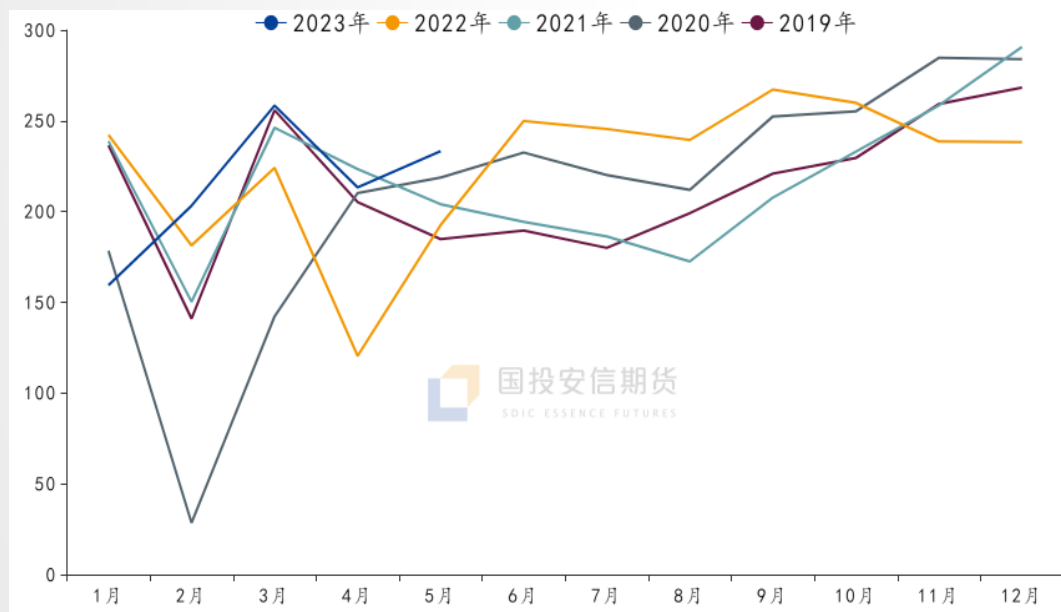
中国天然橡胶月度产量季节性（千吨）



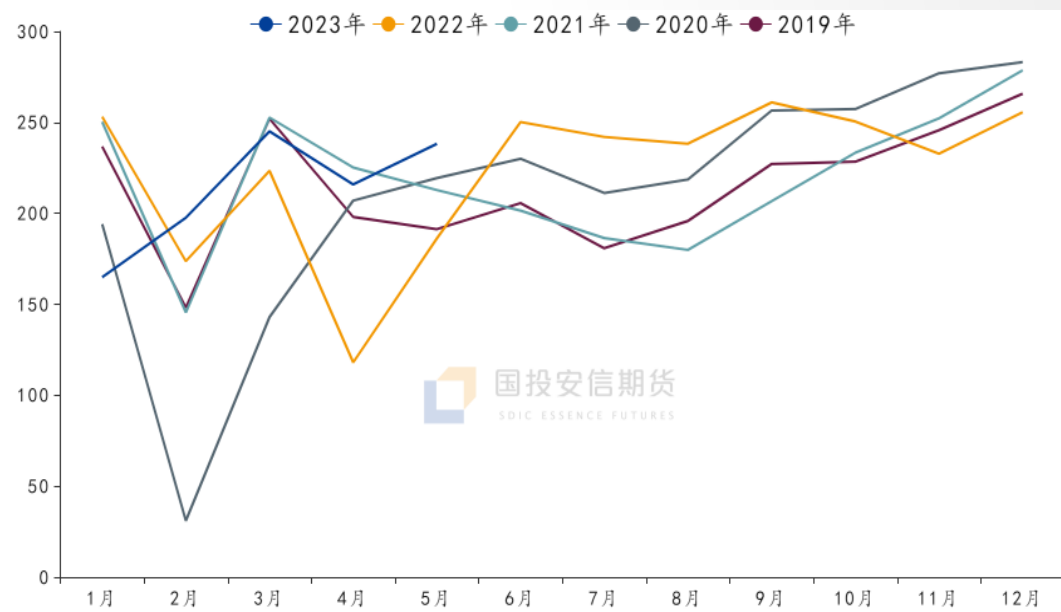
来源：天然橡胶生产国协会（ANRPC），国投安信期货

- 受去年同期低的基数效应和汽车消费刺激政策的影响，近几个月国内汽车市场明显回暖，2023年1-5月，中国汽车产量和销量累计同比增长均回升至**11.1%**。
- 不过，未来国内汽车市场由低基数变为高基数，汽车产销量同比增长预期回落的概率较大。

中国汽车月度产量季节性（万辆）



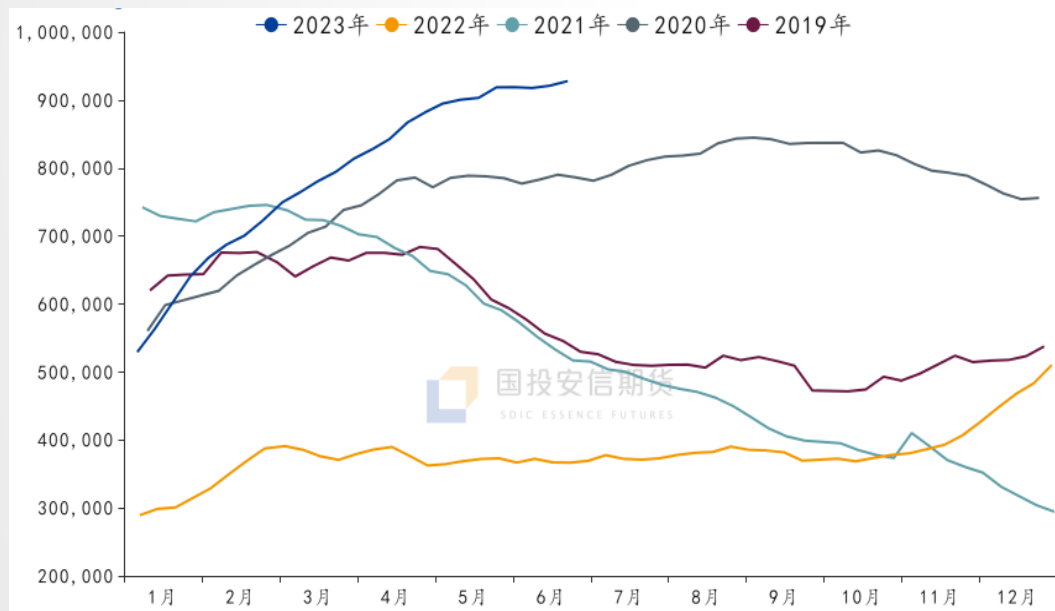
中国汽车月度产销量季节性（万辆）



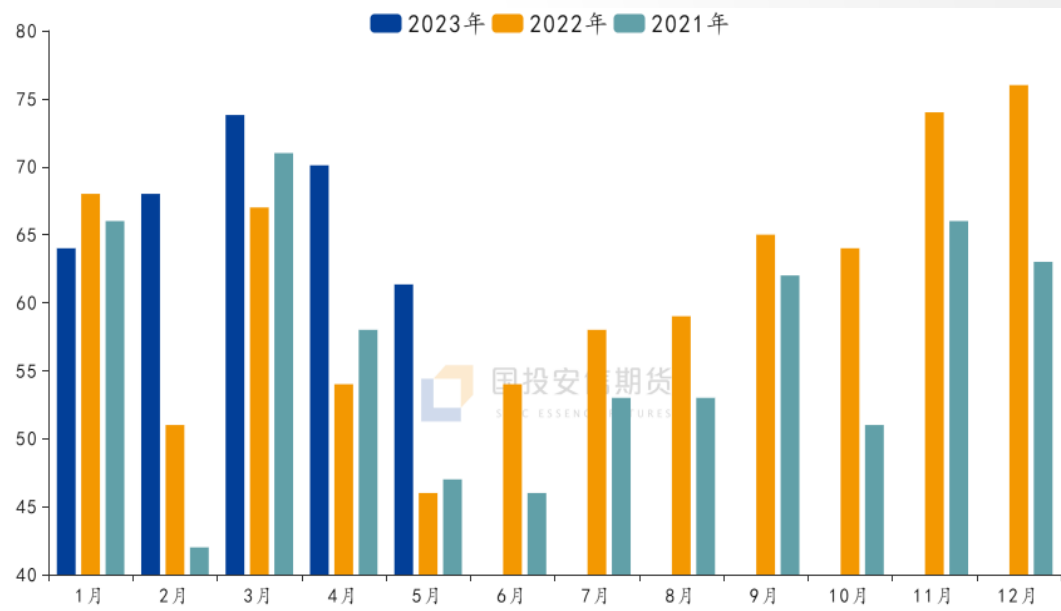
来源：中国汽车工业协会，国投安信期货

- 青岛地区天然橡胶库存进一步攀升至92.8万吨，入库率持续高于出库率，现货库存去化进程依然未能出现，现货库存压力大始终压制胶价的反弹空间；
- 主要原因在于国内橡胶进口量虽然环比加速下降，但是同比逐渐增加，今年5月份环比下滑12.5%，同比增长32.4%，前5月累计进口量超过337万吨，累计同比增长18%。

青岛地区天然橡胶现货库存季节性（吨）



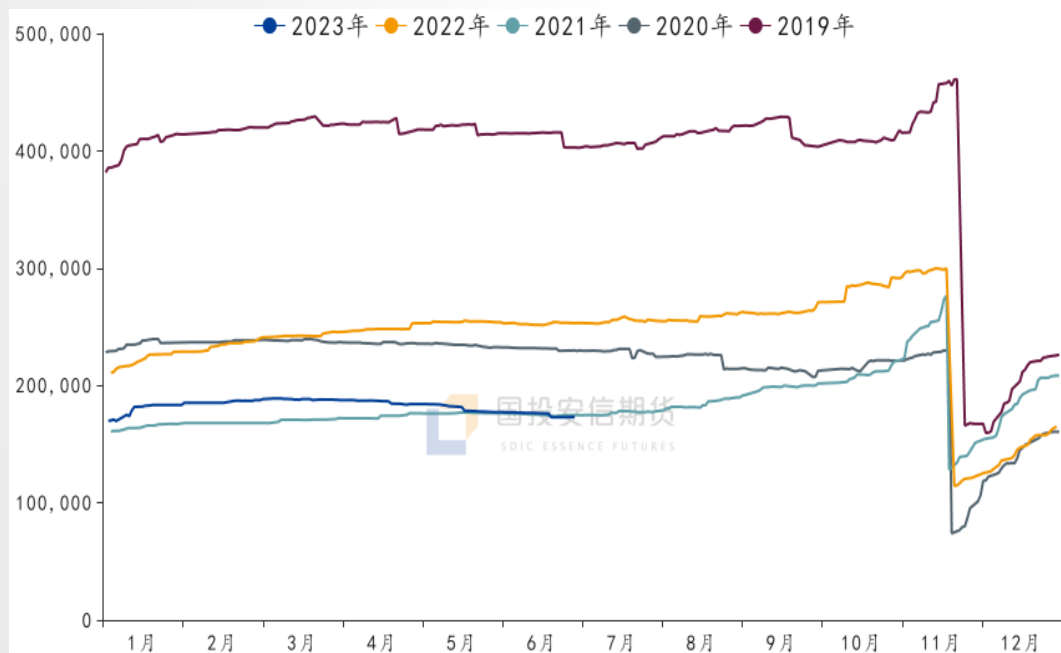
中国橡胶月度进口量季节性（万吨）



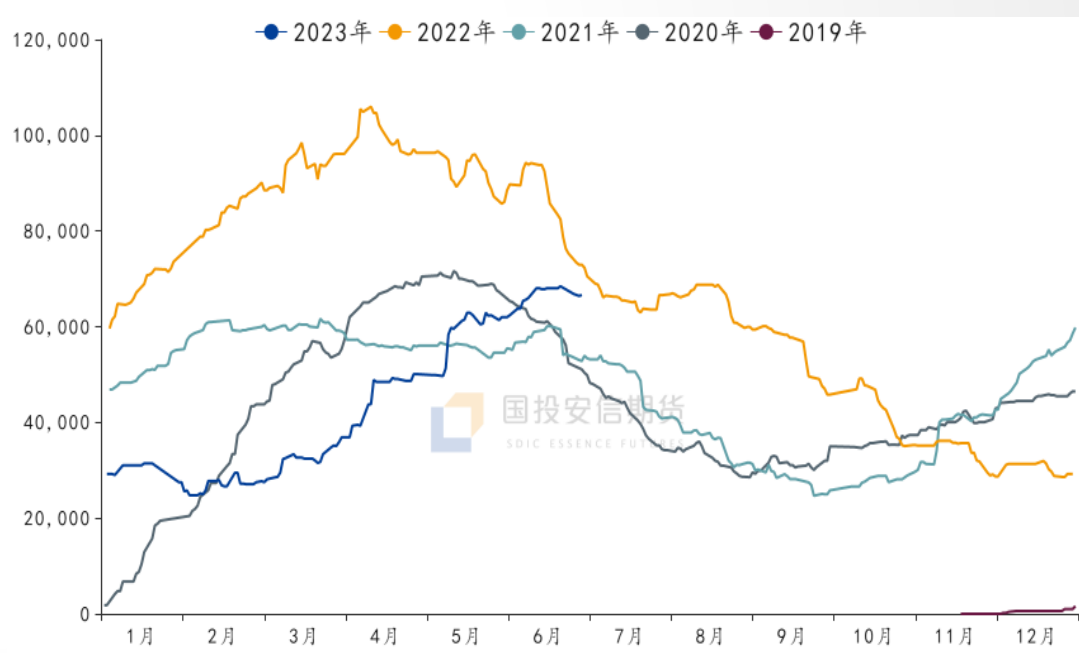
来源：我的钢铁网，中国海关总署，国投安信期货

- 天然橡胶RU仓单缓慢下降至17.3万吨，同比下降32%，历史同期最低，同比2021年同比下滑1%；
- 20号胶RU仓单小幅回落至6.7万吨，同比下降9%；
- RU仓单压力极低，前5月中国天然橡胶产量下滑15.4%，期货库存压力小限制胶价的下跌空间。

上期所天然橡胶RU库存季节性（吨）



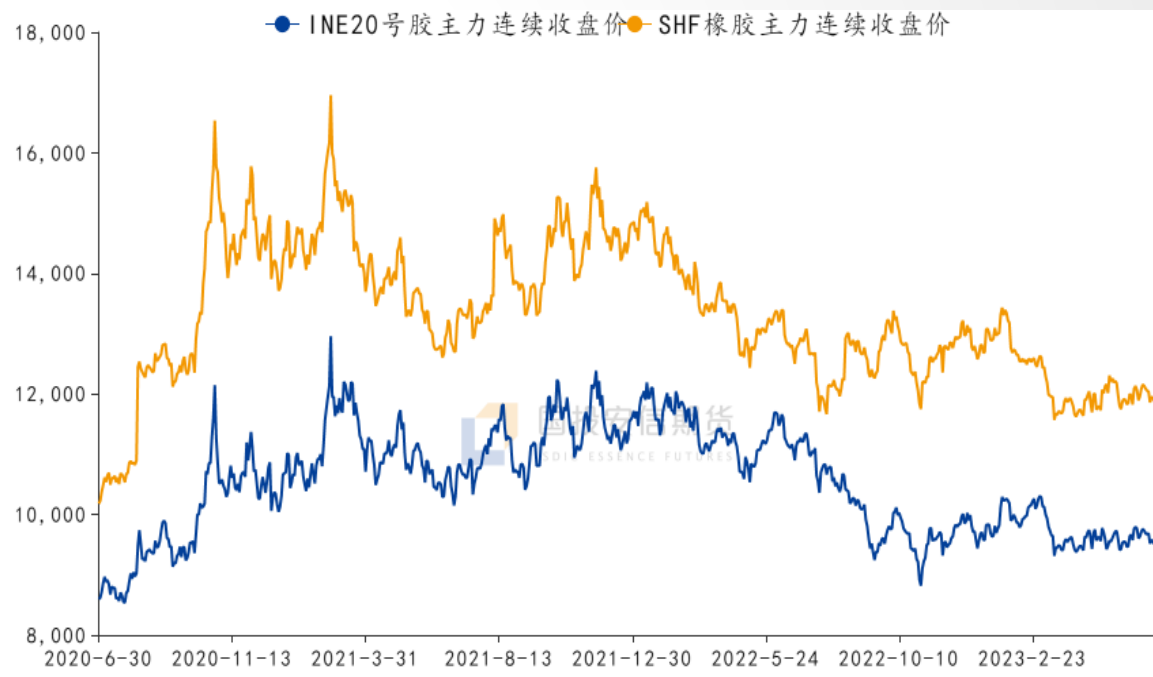
上期能源20号胶NR库存季节性（吨）



来源：上海期货交易所，国投安信期货

- 二季度，RU 在 11500–12400 和 NR 在 9300–9900 之间来回拉锯。
- 总体来说，天然橡胶基本面相对平淡，对胶价缺乏指引，主要由宏观面主导，胶价随之波动。
- 基本面需要关注，下游需求悲观预期是否扭转，青岛地区橡胶库存何时去库化？
- 宏观面需要关注，美联储加息是否还将继续？中国经济在政策刺激下何时好转？人民币兑美元汇率贬值何时休？
- 策略上，“区间震荡”思路对待，关注合成橡胶上市进程。

国内橡胶RU&NR期货价格走势（元/吨）



来源：上海期货交易所，国投安信期货

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。



研究院公众号



投资咨询部公众号

谢谢!



数据投研平台APP(安卓)



数据投研平台APP(IOS)

欢迎通过数据投研平台获取我司研投支持, 网址<https://www.gtaxyj.com>