

研究通讯

专题研究（供内部交流）

做多原糖策略

广发期货发展研究中心

电话：020-88818051

E-Mail: liuqingli@gf.com.cn

摘要：

海外疫情蔓延，市场风险升级，原油价格和雷亚尔汇率齐跌，跌幅分别达 58%、25%。随着原油与雷亚尔的下跌，原糖价格也走出快速的下行趋势，截至 3 月 20 日，原糖 5 月合约最低至 10.44 美分/磅，收于 10.7 美分/磅，自最高点起，跌幅为 30%。原糖期货当前价位较低，且进一步下行空间有限，本年度基本面好于前两个榨季，原糖价格在筑底后有望重回上涨通道。基于这一分析，可进行做多原糖操作。策略一，可直接做多原糖 10 月合约期货。策略二，考虑内外价差处于高位，进口利润可观，以及 5 月底配额外关税回落，利空郑糖 9 月，可进行做多原糖 5 月合约同时做空郑糖 9 月合约的操作。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292 号

郑糖 2005 合约近期走势



相关报告

- 2020.02.14 《泰国大幅减产推动原糖走高，然而疫情下郑糖仍然存在压力》
- 2020.01.16 《白糖上涨行情分析》
- 2020.01.03 《棉价近期上涨行情分析》
- 2019.11.19 《第14届国际油脂油料大会会议纪要》
- 2019.10.31 《白糖四季度行情分析研讨会会议纪要》
- 2019.10.23 《全球棉花供需格局简介》
- 2019.9.17 《2019中国郑州国际期货论坛白糖会议纪要》
- 2019.9.16 《金九银十时，郑糖重心上移是大概率走势》
- 2019.9.16 《期现结合业务（棉花）培训纪要》
- 2019.5.9 《2019年4月山东棉纺市场调研报告》
- 2019.4.15 《红枣品种概况及供需状况介绍》
- 2019.1.8 《“期现结合业务（白糖）培训班”会议纪要》

目录

一、复盘近两年原糖价格波动超过 20% 的行情	1
二、长期逻辑：国际糖市产不足需，19/20 榨季原糖整体上涨行情	2
三、原糖筑底后支撑因素梳理.....	3
四、策略.....	5
（一）做多原糖 10 月合约.....	5
（二）做多原糖 5 月合约，同时做空 9 月合约	6
免责声明.....	7

一、复盘近两年原糖价格波动超过20%的行情

1. 2018年1月初到2018年8月底

印度和泰国在17/18年度超预期增产，使得全球供应极度过剩，原糖期价在2018年上半年一直保持阴跌态势。ICE原糖指数从2018年1月初的15.3美分下行至2018年4月底的11.19美分。

2. 2018年8月下旬至2018年10月下旬

ICE原糖指数在2018年8月22日达到10.39美分的十年新低，随后止跌反弹，并在2018年10月24日达到14.26的阶段高点，涨幅37%。此番上涨主要因巴西、欧盟预期减产，以及巴西货币雷亚尔升值推动。由于糖价低迷，巴西中南部在18/19榨季将制糖比下调10%左右，另外，巴西土地老化又缺乏田耕管理，叠加干旱因素导致甘蔗减产。巴西甘蔗技术中心表示9月上半月的甘蔗单产从2017年同期的77.87吨/公顷下滑至70.73吨/公顷。2018/19榨季截至2018年8月16日，巴西中南部累计产糖量同比下滑20%，巴西干旱和制糖比下调共同造成巴西在18/19年度实质性减产。欧盟委员会也将欧盟2018/19年度产糖量预估下调90万吨至1920万吨。巴西与欧盟减产预期推动糖价低位反弹。金融层面上，巴西国内大选中右翼候选人的民调逐渐领先，推动雷亚尔汇率从9月下旬一改此前的颓势开始走强。从供需基本面来看，继16/17榨季和17/18榨季，全球糖市连续增产两年后，18/19年度全球糖市开始减产，有助于糖厂底部抬升，但由于仍是产需过剩、累库存的格局，原糖期价大幅上涨难以为继，所以原糖期价在10月底达到14美分的高点后便回落下行，整个18/19榨季，原糖期价整体涨幅不大。

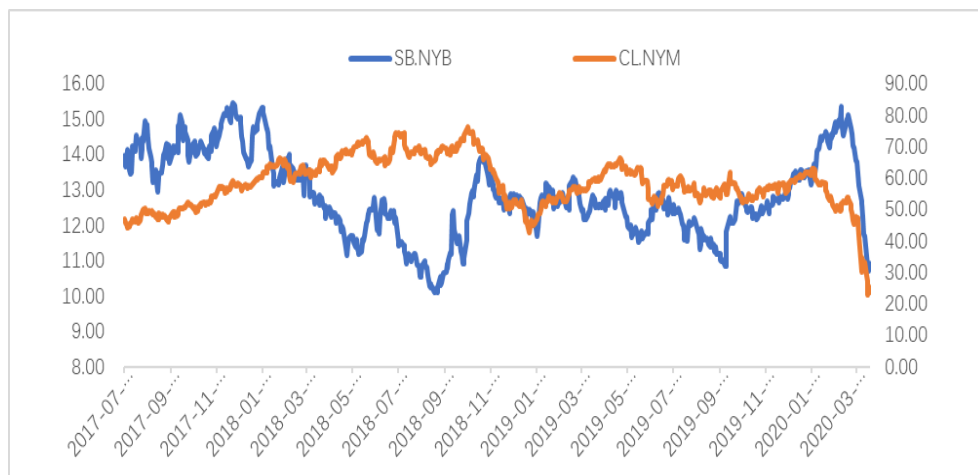
3. 2019年9月至2020年2月

ICE原糖3月合约从2019年9月12日的11.74美分上涨至2月11日最高15.9美分，涨幅35%。9月12日，10月合约交割，巨量交割的预期落空，投机净空回补，原糖减仓反弹。另外，9月初，国际糖业组织ISO预计2019/20年度全球糖市将供应短缺476万吨，短缺预估也对原糖形成支撑。北半球进入新榨季生产阶段后，印度生产进度缓慢、马邦大幅减产，泰国减产预期不断发酵，各机构不断上调19/20榨季短缺量，助推原糖不断攀升。

4. 2020年2月中旬至今

ICE原糖5月合约在2020年2月12日达到15.29美分的阶段性高位后，在随后的六个交易日内在14.5-15美分区间小幅震荡，当周周末，海外疫情爆发，金融市场下挫，原糖跟随下跌。纽约原油价格从2月20日至3月18日，从最高54.66美分下行至22.89美分，跌幅达58%。雷亚尔从2020年1月开始贬值，全球疫情的蔓延使雷亚尔在3月份贬值加速，截至3月18日，雷亚尔跌幅为25%。随着原油与雷亚尔的下行，原糖价格也走出快速的下行趋势，截至3月20日，原糖5月合约最低至10.44美分/磅，收于10.7美分/磅，自最高点起，跌幅为30%。

图：原糖及原油主力合约收盘价：美分/磅，美元/桶



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

二、长期逻辑：国际糖市产不足需，19/20榨季原糖整体上涨行情

2019/20榨季（10-9月）主产国减产，其中印度减产640万吨至2650万吨，降幅19.5%；泰国减产560万吨至900万吨，降幅38%；欧盟减产44万吨至1750万吨，降幅2.45%。因此，2019/20榨季全球食糖产量大幅下滑，产不足需，ISO预计全球糖市的供应缺口将为944万吨，达11年以来新高，此前在9月和11月的预估缺口为476万吨和612万吨。预计全球食糖产量为1.667亿吨，-4.8%；消费量为1.761亿吨，+1.3%，但低于1.5%的10年平均增长率；期末库存同比减少910万吨，接近2008/09榨季创下的最大减幅；库存消费比降至48%，为2011/12榨季以来最低比率。

潜在供应：巴西新榨季上调制糖比将增加的产糖量。4月份巴西中南部即将开始2020/21榨季。由于全球疫情持续蔓延，以及OPEC与俄罗斯关于石油减产协议谈判失败，引发原油价格暴跌，2020/21榨季巴西中南部将上调制糖比的概率很高，或致糖产量大幅提升。此前18/19榨季和19/20榨季，因为糖价低迷，生产利润低于乙醇，巴西中南部的制糖比达到历史低位，分别为35.2%和34.3%。目前，由于巴西雷亚尔贬值、原油价格下跌，乙醇生产收益下降。以下为在不同制糖比下巴西中南部相对应的产糖量。假设2020/21榨季甘蔗压榨量为6亿吨，当制糖比例在37%至40%之间时，产糖量在2908至3144万吨之间，同比增加238-474万吨；当制糖比例在41%至45%之间时，产糖量在3222至3537万吨之间，同比增加570-887万吨；但制糖比大幅增加至2017/18榨季的水平46%时，产糖量将同比增加946万吨至3616万吨。目前大部分国际机构预计2020/21榨季全球供需缺口为200多万吨，那么若巴西大幅提高制糖比很有可能使得下榨季全球供需重回过剩的格局。

表：不同制糖比和甘蔗入榨量下巴西中南部产糖量预估：万吨

甘蔗压榨量制糖比	37%	38%	39%	40%	41%	42%	43%	44%	45%	46%
5.9 亿吨	2859.7	2937	3014.3	3091.6	3168.9	3246.18	3323.47	3400.76	3478.1	3555.34
5.95 亿吨	2884	2961.9	3039.9	3117.8	3195.7	3273.69	3351.635	3429.58	3507.5	3585.47

6 亿吨	2908.2	2986.8	3065.4	3144	3222.6	3301.2	3379.8	3458.4	3537	3615.6
6.05 亿吨	2932.4	3011.7	3090.9	3170.2	3249.5	3328.71	3407.965	3487.22	3566.5	3645.73
6.1 亿吨	2956.7	3036.6	3116.5	3196.4	3276.3	3356.22	3436.13	3516.04	3596	3675.86
6.15 亿吨	2980.9	3061.5	3142	3222.6	3303.2	3383.73	3464.295	3544.86	3625.4	3705.99
6.2 亿吨	3005.1	3086.4	3167.6	3248.8	3330	3411.24	3492.46	3573.68	3654.9	3736.12

数据来源：广发期货发展研究中心

总体来看，19/20榨季国际糖市减产、产不足需，基本面支持国际原糖上涨，去年9月份起原糖价格低位反弹，最高上行至15美分，但由于疫情和原油价格下跌的影响，市场担忧巴西在新年度增产，国际原糖承压下行，几乎收复此前全部涨幅。巴西中南部产糖量将成为影响20/21榨季供需情况最大的变动因素，也相对会限制19/20榨季国际糖价的上涨峰值。接下来需关注国际糖市去库存情况以及巴西新年度生产情况。

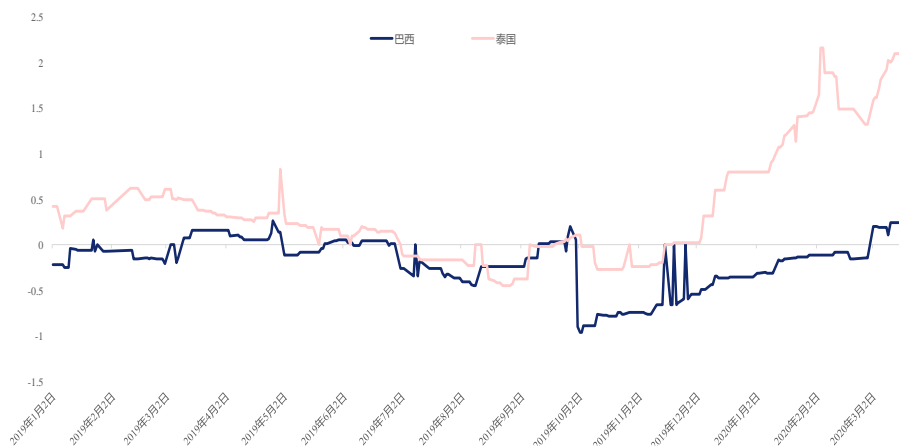
三、原糖筑底后支撑因素梳理

1.原糖最低价位已经下行到12年来的新低价位，但是，基本面却好于2018年的最低价位时，预计也好于2019年的基本面。本年度由于各主产国尤其泰国、印度大幅减产，国际糖市供需出现缺口，期末库存从高位下滑，小于17/18年度以及2018/19年度水平，基本面边际向好，是相对明确的。走势与基本面差异，意味着ICE原糖期价存在低估，这使ICE原糖具备了投资价值。

作为对于基本面的另一个观察是，ICE原糖期价在2019年11月份摆脱低点，12月份突破上行，到2月份上行到15美分以上。这一阶段，全球糖市并无海外疫情影响，也没有原油期价大跌的影响，纯粹反应全球糖市的供应问题。价格上涨3美分以上，反过来说明全球糖市供应的收紧。这与泰国、印度减产的预估也基本对应。

2.巴西糖现货对于ICE原糖期价的升贴水，从3月份开始由负转正，即由贴水变为升水。从2018年以来，巴西糖现货对ICE原糖期价贴水就是常态。这一常态在本轮ICE原糖下跌中发生改变。而泰国糖现货对于ICE原糖期价的升贴水，在本年度生产开始后就呈现出大幅升水。在2月中旬，ICE原糖期价达到15美分以上的高点后，泰国糖升水一度收窄到1.2美分左右，虽然收窄，但是升水幅度依然很大。可是3月份ICE原糖期价开始下跌，泰国糖现货对于ICE原糖期价的升水又开始逐渐扩大，从1.2美分上升到1.6美分，再到1.8美分，再到2.02美分，再到2.2美分，3月23日时已经达到2.35美分。如果ICE原糖期价按照11美分算，泰国糖离岸价就在13.2美分之上。这从侧面说明当前ICE原糖期价的定价处于偏低状态。

图：巴西泰国原糖出口升贴水



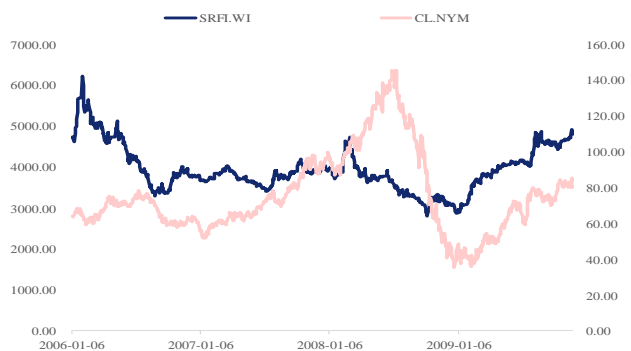
数据来源：沐甜科技 广发期货发展研究中心

3.ICE原糖期价对原油期价大幅下跌的反应或已到位。上一次原油价格跌破30美分是在2016年。当然，该年ICE原糖期价虽然已经从2015年8月份见底，并开始反弹，然而受到原油期价大跌的冲击，ICE原糖期价在2016年1季度时，也同样又较大幅度下跌。然而，即便下跌，当时的ICE原糖期价也仍然高于当前的价位。

此外，观察原油价格历史下跌波动较大背景下，原糖价格的表现，对比两者跌幅的关系。原油历史上有两次快速的下跌行情，在2008年7月11日至2009年2月20日，从最高147.94跌至40.11，跌幅73%。这期间，原糖指数最大跌幅为29%。2014年6月25日至2015年1月29日，原油从最高104下跌至46.96，跌幅55%。原糖从2014年6月底至2015年1月初，从最高19.02下跌至14.36，跌幅24.5%。目前，原油价格跌幅达58%，原糖价格已出现跌幅30%的反应，进一步下行的空间较小。

同样，还要注意的，纵然原油期价大幅下跌，2016年ICE原糖期价也最终走出牛市行情，到下半年最高上涨到22~23美分，涨幅较大。2016年全球糖市具备牛市基本面，然而，当年巴西糖产量仍然高企，2018~2019年，连续两年，巴西糖都有减产，而且幅度很大，以至于让出了全球产糖国的“交椅”。当然巴西在本年度有可能会增产，但是具体增产多少，还是要看ICE原糖期价的价位，目前的点位，对于巴西糖增产的动力并不太足。

图：原糖及原油主力合约收盘价：美分/磅，美元/桶



图：原糖及原油主力合约收盘价：美分/磅，美元/桶



数据来源：广发期货发展研究中心

4.雷亚尔汇率持续贬值超过25%。2020年伊始，巴西雷亚尔汇率就开启一轮顺畅、没有阻拦的贬值：对美元汇率，从4.00的最低水平，到3月23日已经持续贬值到5.14的水平，贬值幅度超过25%。

汇率持续贬值，有可能导致一种类似“套息交易”的操作。即巴西糖厂借入美元，抛售美元计价的原糖，等于对其生产的原糖进行套期保值。如果原糖期价下跌，保值获得收益，然后雷亚尔贬值，从美元兑换成雷亚尔汇率时还能获得汇兑收益。当然，这样操作是有成本的，不是融入美元的成本，就是使用自身留存美元的机会成本。这意味着巴美两国的利差水平要合适，毫无疑问，美元是低利率的，至少会比巴西雷亚尔利率低，操作成本肯定是存在的。但是只要巴西糖厂如此操作的收益，能够覆盖这以成本，就依然具备可行性。这种可行性在11~12美分时，显然是不太的足，期价容易上扬，会使保值存在亏损，而不是收益。但是ICE原糖期价达到了15美分时，就不一样了。因此，巴西糖厂的这种操作，如果没有在15美分入场，现在点位也不会入场了，现在的点位反而使得这种操作走向逐步止盈的方向。

5.内外价差为400-500元/吨，处于较高区域，进口有较大的价值，这意味着郑糖远月将面临更大的压力。

因为今年5月份下旬，进口保障政策即将到期。按照市场预期，到期后将不再继做。这意味着国内执行三年的原糖“反倾销”措施即将停止。如果关税水平下调，巴西糖按照11美分计算，巴西糖进口完全成本价将不到4100元。大大低于国内郑糖期价，如果按照产区现货价格来计算，则低的更多。也就是说，5月下旬之后，按照当前郑糖、ICE原糖期价计算的进口利润将非常优厚。也就是说，进口贸易商进口是有利可图的。

由此，衍生出买ICE原糖期价，抛郑糖远月的套利操作。即便5月下旬，进口保障政策继做，如此操作也有400~500元的毛收益。如果5月下旬不继做，收益一下子就可以打开。进口贸易商只需要等到5月份，官方发放进口许可，并且在宣布进口保障关税政策不继做之后，报关进入国内市场即可。

对于郑糖而言，倒是不用担心远月承压的问题，其实如此内外价差的情形也曾经出现过。即便存在优厚的进口利润，进口也会受到进口许可的约束，进口增量不至于泛滥。届时，郑糖期价走势如何，需要在进口增加的情况下，由国内需求情况来决定，并不是单方面由进口就来决定。

四、策略

（一）做多原糖10月合约

虽然原糖5月合约当前价位较低，且进一步下行空间有限，本年度基本面好于前两个榨季，原糖价格在筑底后有望重回上涨通道。但是，5月合约将在4月底交割。时间跨度是个麻烦，未必到ICE原糖期价上涨，就已经交割。

7月合约在6月底交割，预计海外疫情扩散不会在4月份彻底结束，这意味着7月合约所处的阶段，仍然是疫情在海外肆虐的阶段，因此，当前7月合约才贴水于5月合约，也贴水于10月合约。

基于这一分析，可以考虑做多原糖10月合约操作，也省下移仓换月的麻烦。当然，5月合约也可以操作，到期展仓即可。

也可以尝试买入ICE原糖看涨期权。

（二）做多原糖5月合约，同时做空9月合约

本一策略，最合适进口贸易商操作。投资机构也可以操作，但是存在一定风险，即有可能到期价差不收敛，不通过货物流动就无法兑现收益。

期初：11美分买入原糖5月合约，同时5400元/吨卖出郑糖9月合约。

4月30日：原糖5月合约到期交割，期货多头转化为原糖现货，开始运往国内。

5月23日：贸易救济保障措施到期，配额外食糖关税从85%降至50%，原糖进行加工后成本为4087-4187元/吨。加工完毕后，将白糖注册仓单。

9月17日，CF009合约到期交割。

仓储费：0.5*90=45元/吨

检验费：450元

入库费：16元/吨

出库费：汽车出库，12元/吨；火车出库，35元/吨

交割费用：73*X+450元（X为数量）

到期共赚取收益1190*X-450元

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-38456888

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620