

# 2022 年度白糖期权三季度报

2022 年 9 月 29 日

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294号

期权投研组

联系人

范臻

fanzhen@htfutures.com

从业资格号：F3071577

投资咨询号：Z0017487

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

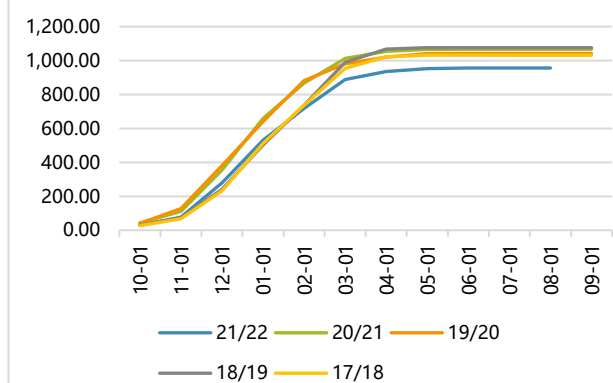
## 一、国内白糖市场情况

### (一) 产销：旺季销糖回暖

三季度国内糖厂已收榨,处于纯销售期,本榨季产量及销售均弱于往年,三季度为传统饮料销售旺季,8月销糖有所回暖。截至2022年8月底,全国2021/22榨季累计产糖956万吨,较去年同期下降10.37%,主要是受甜菜糖减产影响。2021/22榨季销糖量截至8月底为788万吨,同比下降10.09%,但销糖率为82.50%,同比小幅上升0.33%,其中8月单月销糖量111万吨,处于较高水平,显示旺季销售情况有所好转。8月新增工业库存(产糖量-销糖量)168万吨,同比下降11.63%。总体来说8月销售超预期好转,但难以改变国内白糖过剩格局,需关注四季度销售好转能否持续。

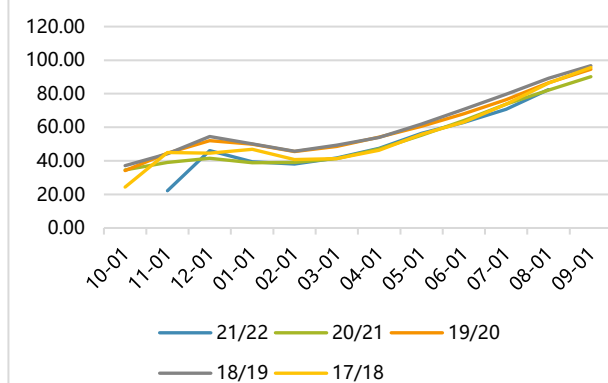
2022/23新榨季将于10月开始,预计新榨季产量回升幅度有限。当前内蒙古已有甜菜糖厂开榨。农业农村部市场预警专家委员会9月预测新榨季糖料播种面积仍为136.2万公顷,其中甘蔗播种面积116.3万公顷,甜菜播种面积为19.9万公顷,与8月预测持平;与2021/22年度相比,甘蔗播种面积预计持平,甜菜播种面积小幅回升,总体播种面积同比上升3.5%;对于新榨季产量预测依旧维持1035万吨,较2021/22榨季上升8.26%。

图1：全国白糖产量累计值 单位：万吨



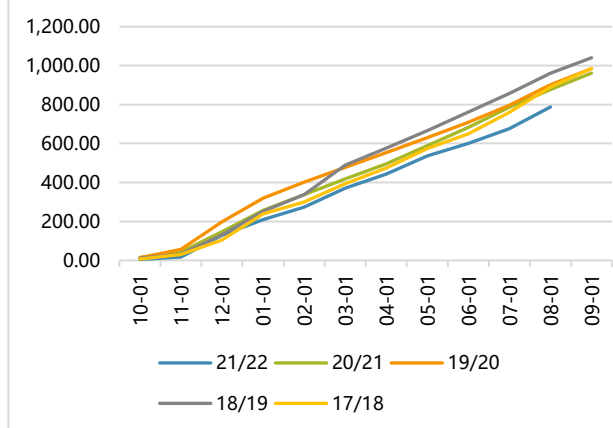
数据来源：中国糖业协会、海通期货

图2：全国白糖累计销糖率 单位：%



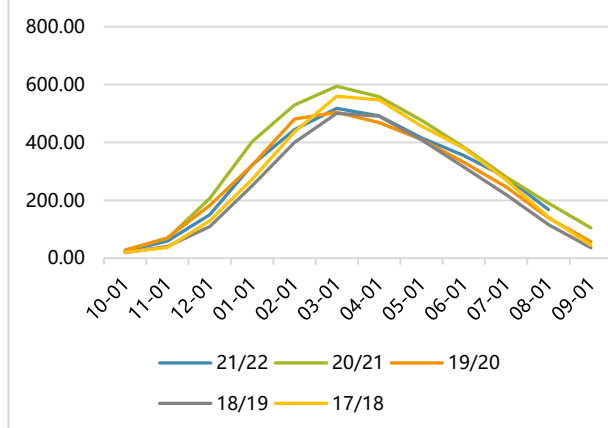
数据来源：中国糖业协会、海通期货

图3：全国白糖累计销糖量 单位：万吨



数据来源：中国糖业协会、海通期货

图4：食糖新增工业库存 单位：万吨



数据来源：中国糖业协会、海通期货

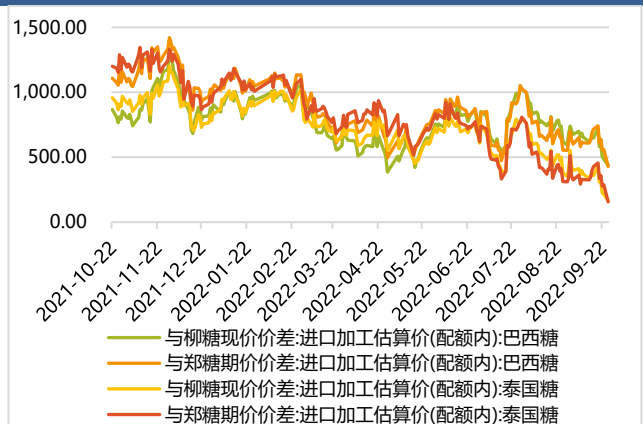
## (二) 进口：食糖及糖浆进口均维持高位

三季度进口量持续高位，8月食糖进口大幅上升。根据海关总署数据，2021/22榨季截至8月底，累计进口食糖456万吨，较去年同期的546万吨下降16.48%，去年因贸易保护政策到期，进口数量较高，而今年配额外进口利润持续倒挂，进口量回落较多，但总体还是处于历史高位。7月单月进口量为28万吨，而8月单月进口量达到68万吨，同比环比均大幅上升，商务部数据显示，8月下半月配额外原糖进口实际装船19.13万吨，进口实际装船46.48万吨，9月预报装船0吨；8月实际到港38.35万吨，9月预报到港42.45万吨，预计9月进口也将处于高位。进口利润方面，三季度配额外进口利润倒挂，且近期倒挂程度有加深趋势。9月26日，巴西糖配额外进口价格估算价与柳糖现价和郑糖期价价差分别为-946元/吨和-975元/吨；泰国糖配额外进口价格估算价与柳糖现价和郑糖期价价差分别为-1320元/吨和-1331元/吨。

三季度糖浆进口也继续位处高位。7月、8月我国糖浆三项进口量分别为11.43万吨、10.31万吨，8月进口量同比上升49.86%，环比回落9.84%，依旧处于高位。2021/22榨季起至8月底我国糖浆三项进口量累计达到102.94万吨，较上榨季同期上涨40.75%，根据67%的含糖量折算，进口糖浆三项替代进口糖数量约为68.97万吨。

图5：配额内食糖估算进口价差

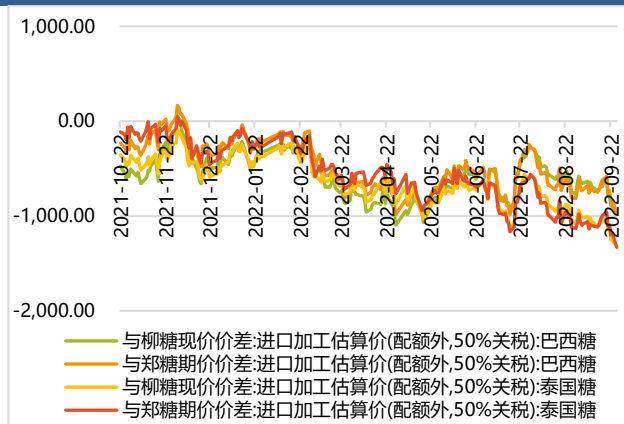
单位：元/吨



数据来源：iFind、海通期货

图6：配额外食糖估算进口价差

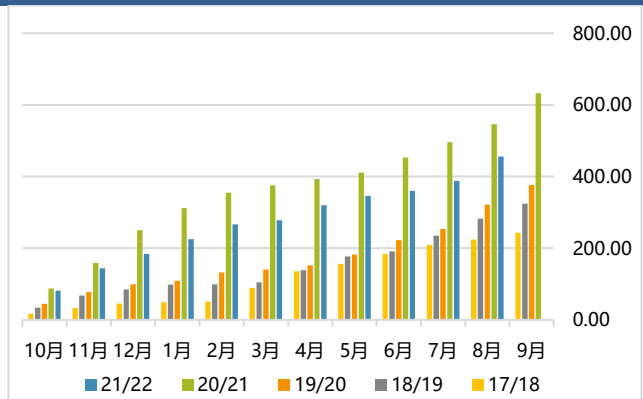
单位：元/吨



数据来源：iFind、海通期货

图7：榨季累计食糖进口情况

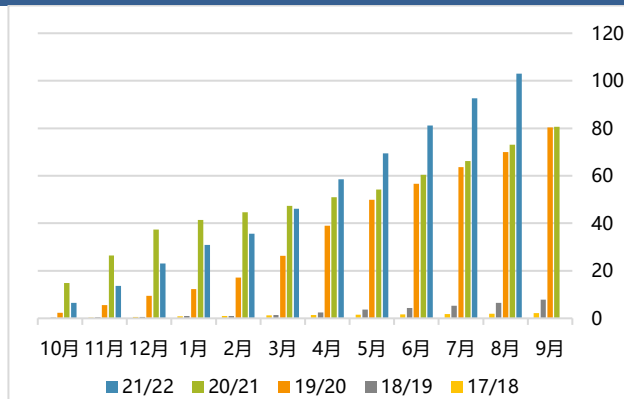
单位：万吨



数据来源：海关总署、海通期货

图8：榨季累计糖浆进口情况

单位：万吨



数据来源：海关总署、海通期货

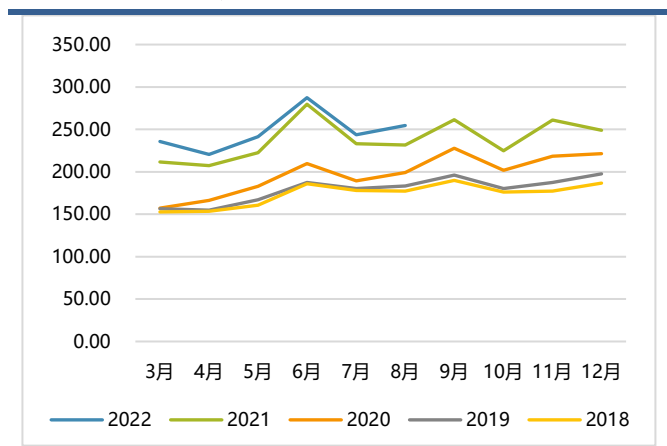
### (三) 需求：三季度继续边际恢复，但增量有限

三季度下游需求继续边际回升。据国家统计局数据,2022年1-8月饮料类食品零售额为1972.9亿元,较去年同期上升8.47%;7月、8月当月食品类饮料零售额分别为243.70亿元、254.70亿元,较6月有所回落,但分别较去年同期增长4.46%、9.93%,预计9月也将季节性回升。软饮料产量方面,三季度软饮料产量也恢复,同比增速回正,7月当月软饮料产量为1973.00万吨,同比上升4.55%,8月当月软饮料产量环比小幅回落,为1885.40万吨,较去年同期上升5.28%。三季度宏观消费情况偏弱但延续恢复趋势,8月制造业PMI较7月回升0.4%至49.4%,依旧在枯荣线以下,但9月PMI回升至50.1%,升至扩张区间。白糖三季度处于夏季饮料消费旺季,下游需求进一步恢复,预计9、10月份的备货需求对白糖销售也有一定支撑,但随着天气转凉,下游饮料生产开工下降,预计四季度整体需求增量有限。

替代品方面,三季度随着白糖价格下行,白糖与F55果葡糖浆价差回落,9月后白糖现货市场企稳,价差回升。据9月26日当周中国淀粉工业协会引卓创资讯数据,符合可乐标准的F55果葡糖浆折同甜度和广西白糖现货的替代价差为1187元/吨,较9月初回升7.81%。

图9: 饮料类食品零售值

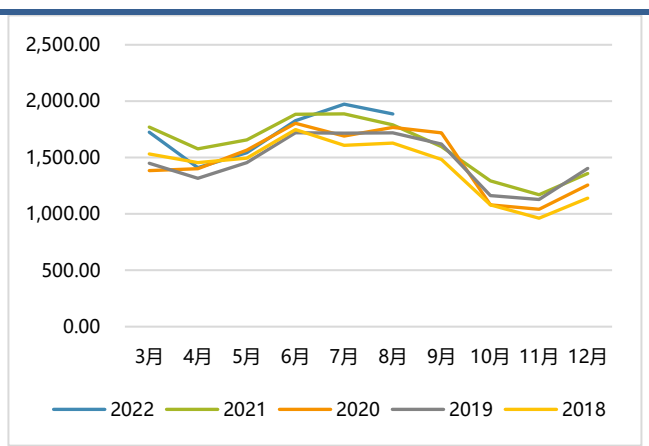
单位: 亿元



数据来源: 国家统计局、海通期货

图10: 软饮料产量

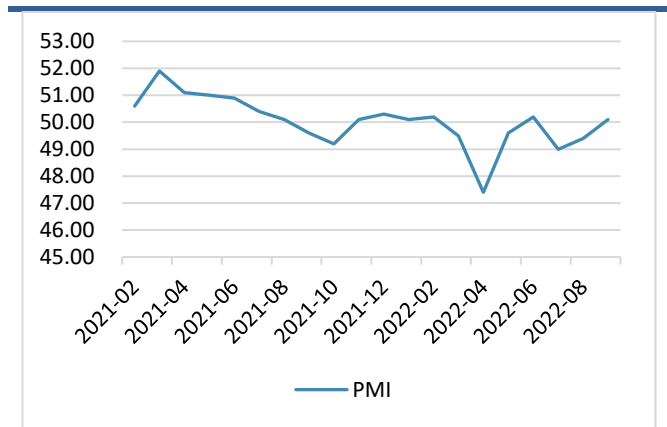
单位: 万吨



数据来源: 国家统计局、海通期货

图11: 制造业 PMI

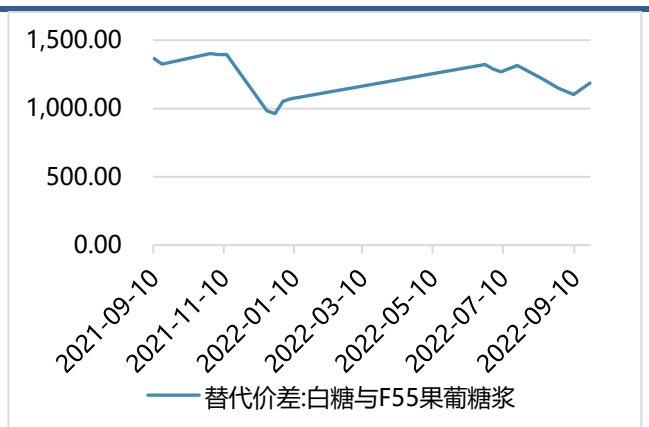
单位: %



数据来源: 国家统计局、海通期货

图12: 白糖与F55果葡糖浆替代价差

单位: 元/吨



数据来源: 中国淀粉工业协会、卓创资讯、海通期货

## 二、国际白糖市场情况

### (一) 巴西：制糖比继续回升

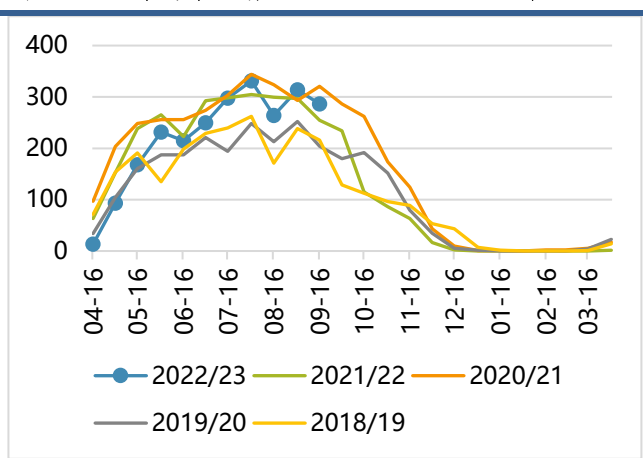
三季度随着巴西乙醇性价比降低，巴西制糖比回升，逐步恢复到了去年同期水平。从巴西甘蔗协会（UNICA）数据来看，7月上半月起巴西糖产量及制糖比都逐渐恢复到了去年同期水平，显示制糖比优势回升已经开始发挥作用。据 UNICA 最新数据，巴西中南部 9 月前两周糖产量 286.43 万吨，同比上升 12.53%，环比下降 8.76%；9 月前两周制糖比也上升至 48.02%，超过去年同期水平，同比上升 3.16%。2022/23 榨季截至 9 月 16 日，巴西累计制糖 2463.42 万吨，同比下降 8.35%，降幅继续缩窄；累计制糖比为 45.51%，较去年同期水平还低 0.61%，三季度以来制糖比逐渐上升接近去年水平。甘蔗入榨量方面，巴西中南部本榨季累计入榨 4.0582 亿吨，较去年同期下降 6.00%，还未完全恢复至去年同期水平，但 8 月后两周以来的甘蔗入榨量已超去年同期，9 月前两周甘蔗入榨量为 3952.99 万吨，同比上升 3.39%，环比下降 10.21%。

上半年受地缘政治影响，油价一度冲高，乙醇优势明显，市场对于巴西新年度制糖比预期较为悲观，但随着美联储加快加息进程，国际原油价格大幅回落。巴西国家石油公司自 7 月以来已四次下调汽油售价，截至 9 月 1 日最后一次下调，汽油价格已累计下调 19%，乙醇相对汽油的性价比受到削弱，增加了制糖的相对优势，巴西制糖比也逐步回升。展望四季度，巴西乙醇价格仍有下行的预期，制糖比预计仍有上升空间。

随着产量增长，巴西三季度出口量也明显回升。7 月出口增速已同比转正，8 月出口量继续上升。根据巴西海关总署数据，8 月巴西糖和糖浆的出口量为 303.77 万吨，较去年同期增长 19.25%，增速进一步上升；当前榨季截至 8 月底，巴西糖和糖浆累计出口 1114.99 万吨，较上榨季同期下降 7.40%，降幅逐月缩小。

图 13：巴西中南部双周产糖量

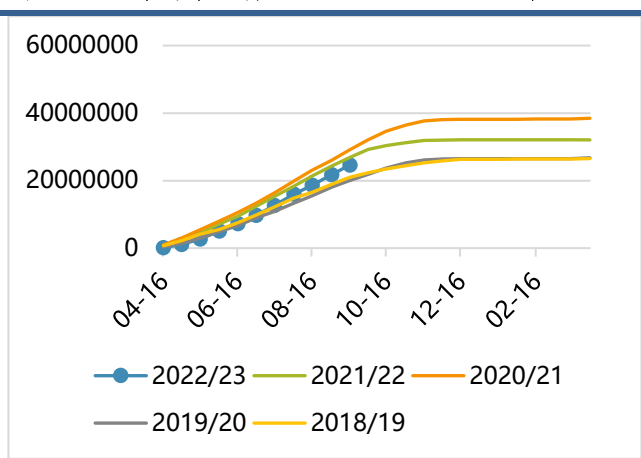
单位：万吨



数据来源：UNICA、海通期货

图 14：巴西中南部累计产糖量

单位：万吨

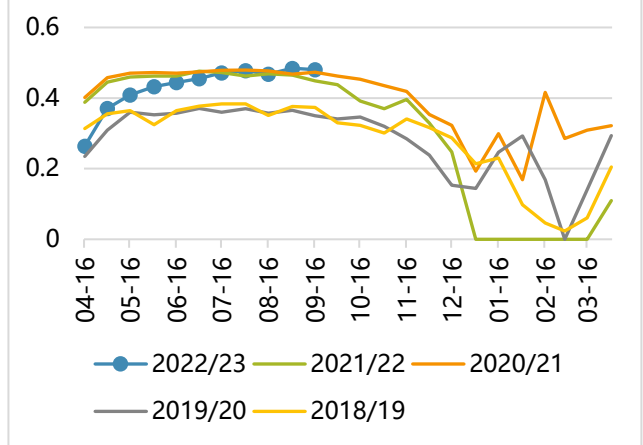


数据来源：UNICA、海通期货



图 15: 巴西中南部双周制糖比

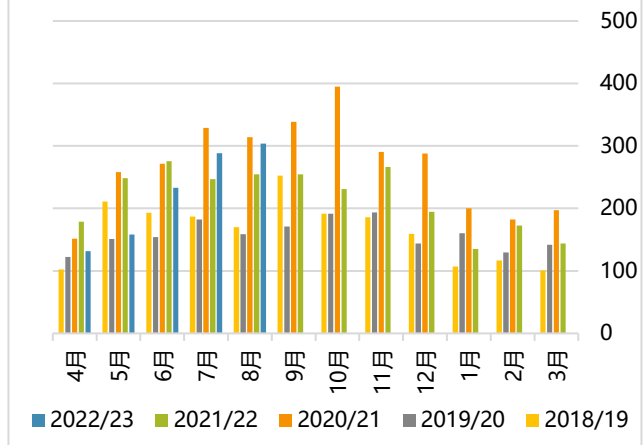
单位: %



数据来源: UNICA、海通期货

图 16: 巴西糖和糖浆出口

单位: 万吨



数据来源: 巴西海关、海通期货

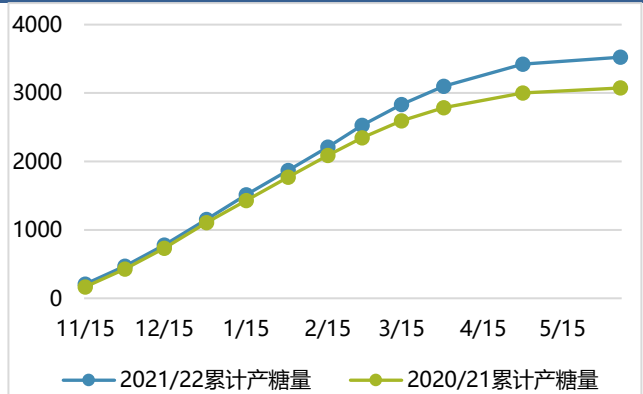
## (二) 印度: 新榨季产量预期仍高

印度新榨季在即, 产量预期仍高。印度 2021/22 榨季产量不断超预期, 截至印度糖厂协会 (ISMA) 最新报告, 印度 2021/22 榨季产糖 3523.7 万吨, 同比大增 14.63%。而对于 10 月即将开始的新榨季, 根据近期印度媒体报道, 印度政府官员预计新榨季产量仍将维持在今年创纪录的 3600 万吨左右。此外, 印度官员也称预计新榨季将有大量盈余可供出口, 印度准备将在 10 月开始的新榨季第一批次允许出口食糖 500 万吨。在 8 月增加 120 万吨出口上限后, 2021/22 榨季印度政府对食糖出口量设置上限为 1120 万吨, 2021/22 榨季出口量创历史新高, 关注近期将公布的新榨季出口政策情况。

印度出口平价方面, 印度政府此前批准在新榨季将甘蔗最低收购价 (FRP) 从每 100 公斤 290 卢比上调至每 100 公斤 305 卢比, 高于此前的 290 卢比, 此举将提升蔗农的种植意愿, 但也抬高糖厂的生产成本, 因而 ISMA 正在呼吁上调最低食糖销售价格 (MSP)。如果能够上调 MSP, 将抬升印度出口平价, 国际糖价当前 17-18 美分/磅位置预计难以保证印度原糖出口。

图 17: 全印度累计产糖量

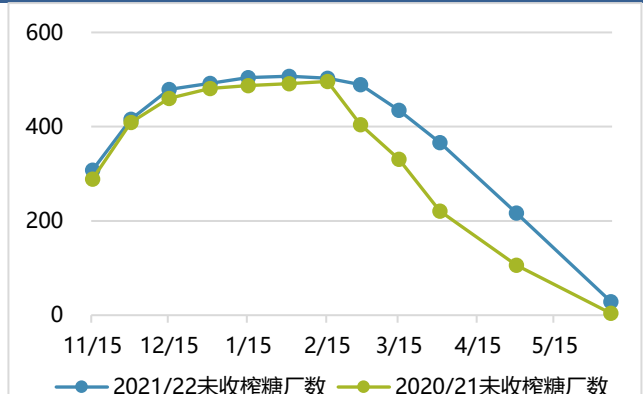
单位: 万吨



数据来源: ISMA、海通期货

图 18: 全印度糖厂开工数量

单位: 家



数据来源: ISMA、海通期货

### 三、白糖三季度供需情况回顾与四季度展望

上半年俄乌战争爆发后原油大幅上涨，全球通胀预期以及市场对于巴西制糖比下降的预期推动国际糖价上行。进入三季度后随着印度产量不断超预期，出口量也创历史新高，对国际糖价产生利空，叠加美联储加快加息进程，白糖开启震荡下行走势。8月以来受到欧洲干旱甜菜糖减产预期以及伦敦白糖价格上行带动，纽约原糖价格一度有所反弹，但印度新榨季产量和出口量预期仍较高，泰国出口也预计进一步增加，同时巴西制糖比随着乙醇性价比下降逐步回升，三大主产国产糖前景良好，预计四季度全球食糖供应维持过剩局面，国际糖市基本面偏弱。

国内白糖自身驱动有限，总体跟随外盘运行，在外盘弱势情况下，贴近成本运行，但国内较高的成本也限制了白糖大幅下跌的空间。需求方面，国内白糖三季度处于夏季食品饮料消费旺季，但销售并未完全兑现旺季预期，8月销售回暖预计难以持续。在疫情恢复、夏季和中秋国庆双节消费旺季的共同作用下，白糖三季度消费边际好转，支撑白糖价格，但消费总体弱势的宏观环境下，四季度预计需求增量也有限。

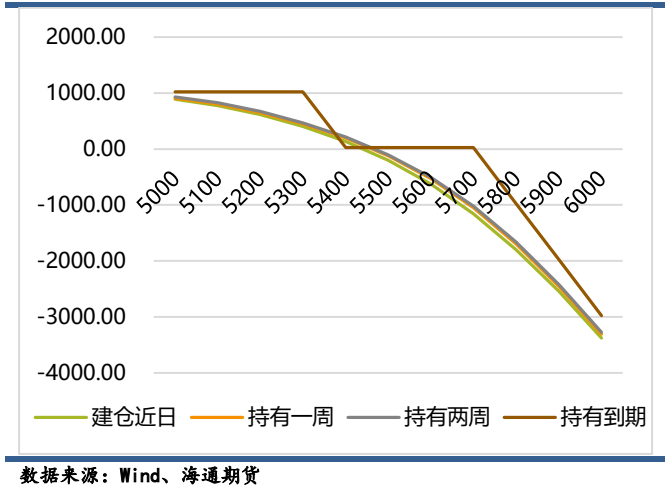
### 四、白糖期权策略分析

期权策略方面，如果认为国内三季度旺季白糖销售回暖在天气转凉且总体经济下行的背景下不可持续，四季度总体维持供应过剩局面，但国际糖价受到欧洲白糖紧缺及印度出口平价支撑，当前进口利润倒挂，不排除国内糖价经历了较长时间下跌后跟随国际糖价有所反弹，可以考虑构建熊市三腿期权策略。具体可以看作在看跌期权熊市价差策略的基础上，卖出一手较虚值的看涨期权，相较于熊市价差策略，熊市三腿策略获得了在价格震荡或下跌时更大的盈利可能性和更高的最大可能收益，但放弃了熊市价差最大损失有上限的优势，在价格大幅上涨时面临较大风险。此外，也可以将熊市三腿策略看作卖出宽跨式策略基础上加上买入看跌期权策略，郑商所品种卖出宽跨式组合可以获得组合保证金优惠，因此构建熊市三腿策略保证金也不会比卖出一手虚值看涨期权高出很多，但相较于卖出虚值看涨期权策略，熊市三腿策略在价格下跌较多时拥有更高的最大可能收益，而相较于卖出平值或浅虚值看涨期权策略，熊市三腿策略在标的价格小幅上涨时根据策略构建情况可以不亏损或小幅亏损，具有更大的盈利可能性。

以9月30日行情为例，如果考虑在主力合约SR301合约上构建熊市三腿策略，SR301合约收盘价为5442元/吨。买入一手SR301P5400合约，9月30日成交均价为89.5元/吨，卖出一手SR301P5300合约，9月30日成交均价为54元/吨，构建出看跌期权熊市价差策略，同时再卖出一手虚值看涨期权SR301C5700，9月30日成交均价为38元/吨，则构建策略时可获得权利金收入25元。如果持有到期标的SR301价格下跌至5300元/吨以下时，不考虑买卖价差、手续费以及保证金利息等因素，理论每

套策略可以获得最大收益 1025 元；此后随着到期标的价格上涨，收益有所降低，当到期标的价格处于 5400 元/吨至 5700 元/吨之间时，可以获得权利金收益 25 元；但在标的价格大幅上涨时，本策略将产生亏损，盈亏平衡点在 5702.5 元/吨，本策略随着标的价格上涨亏损无上限，需根据市场情况变化及时调整策略。

图 19：白糖熊市三腿期权策略收益曲线 单位：元



法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货并获得许可，并须注明出处为海通期货，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。