



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

短期利空显现 关注翘尾行情 ——2023年下半年白糖投资策略展望

分析师：徐盛（F3083505，Z0016250）

2023. 7. 11

短期利空显现 关注翘尾行情

——2023年下半年白糖投资策略展望

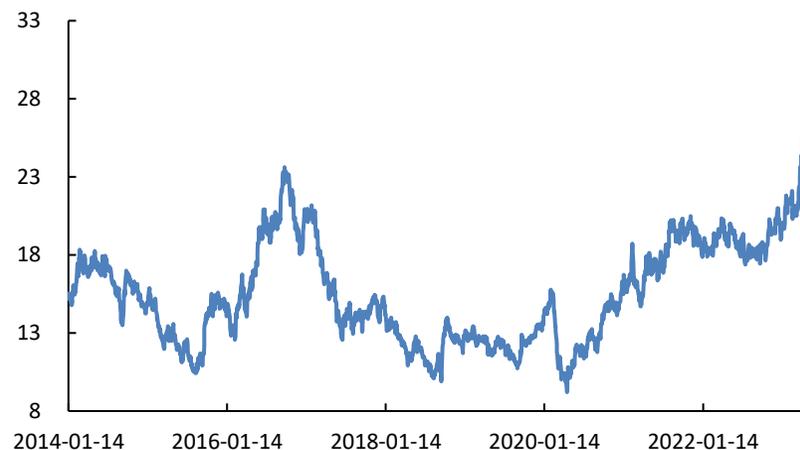
关注焦点

- 回顾2023年，全球糖市在1季度呈现强势。5月之后逐步转为弱势
- 国内目前受进口成本支撑。远月则收到制糖成本支撑。
- 注意疫情防控政策放松、宏观经济政策刺激对消费的影响，总体而言新一年消费有望出现改善。
- 核心波动区间：2023年下半年SR主力预计运行区间6500-7500。

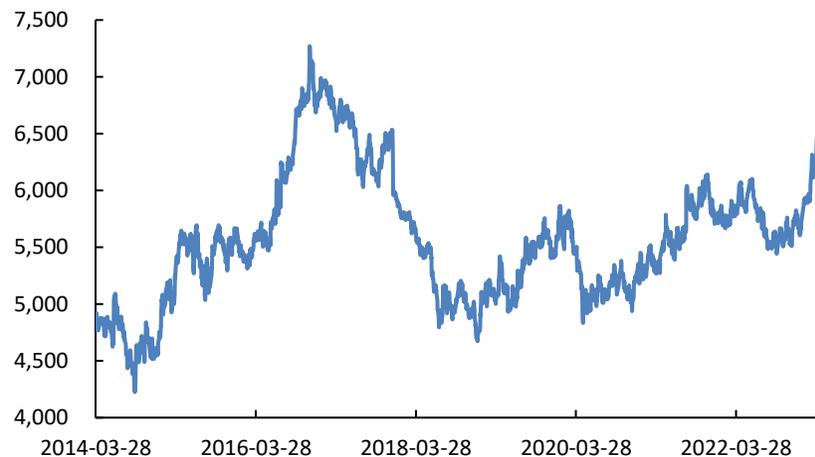
白糖走势回顾

- 进入2022年，原糖整体依然处于震荡格局，印度产量偏高、巴西下调燃料税率、俄乌战争和美联储加息共同对糖价产生影响。
- 国内价格则跟随原糖波动，同时由于国内供应压力大于国际糖，国内价格波动小于国际糖价。
- 12月之前在国内防疫政策下，市场对于糖消费预期出现悲观。而进入12月之后，随着防疫政策逐渐放松，白糖消费预期逐步改善，整体糖价出现反弹。
- 进入3月后随着国内外减产预期加剧，食糖价格逐步走强。
- 6月之后随着巴西进入压榨高峰，甘蔗压榨进度偏高使得原糖走弱并带动国内出现下跌。

原糖主力收盘价（美分/磅）



白糖主力收盘价（元/吨）

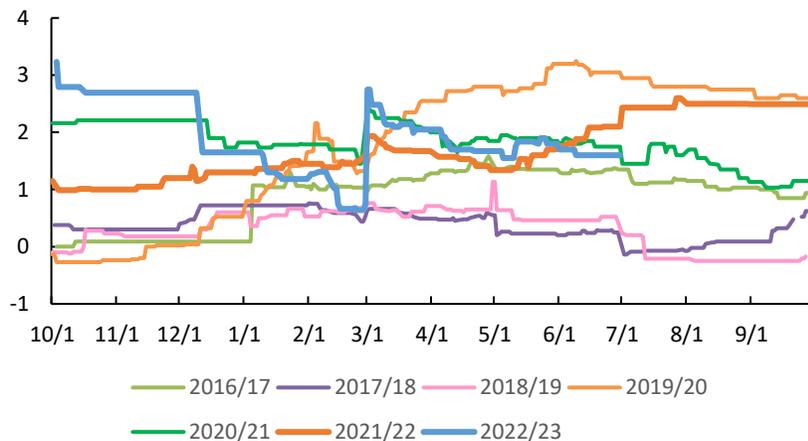


资料来源：Wind，申万期货研究所

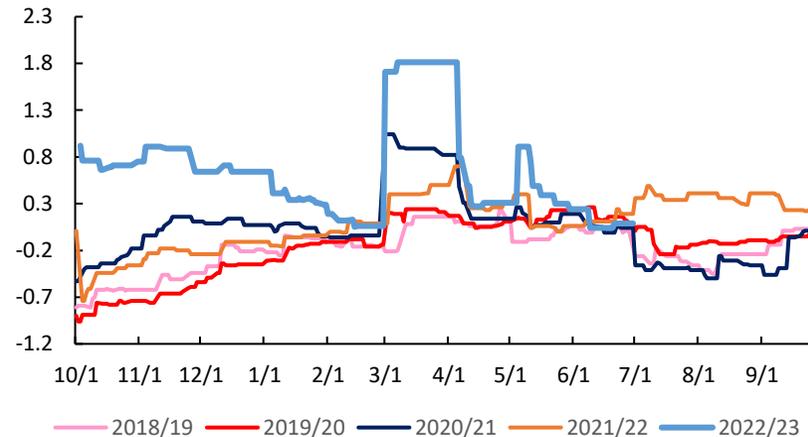
原糖现货总体紧张态势缓解

- 随着巴西压榨进入高峰，原糖现货总体紧张态势缓解。
- 持续关注2023年的现货升贴水变化。

泰国原糖升贴水（美分/磅）



巴西原糖升贴水（美分/磅）



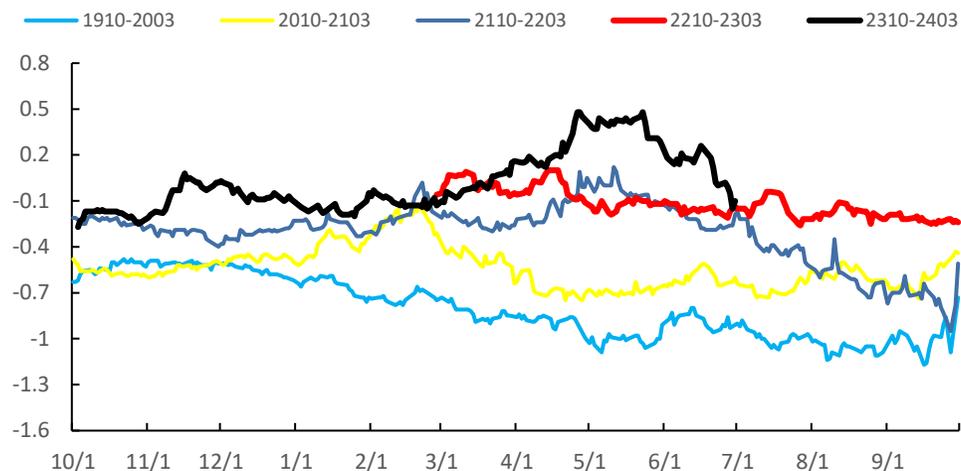
原糖价差结构出现平缓

- 随着近期原糖价格的回落，原糖近月升水逆转为贴水。
- 原白糖价差同样出现回落。

10月合约原白糖价差（美元/吨）



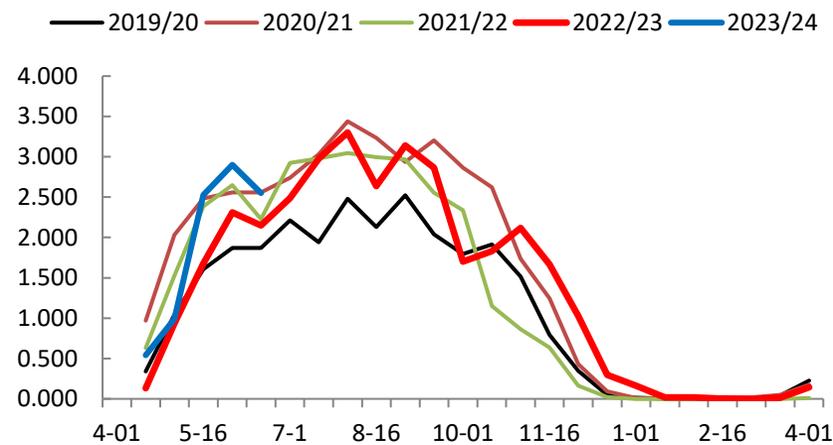
原糖10-3价差（美分/磅）



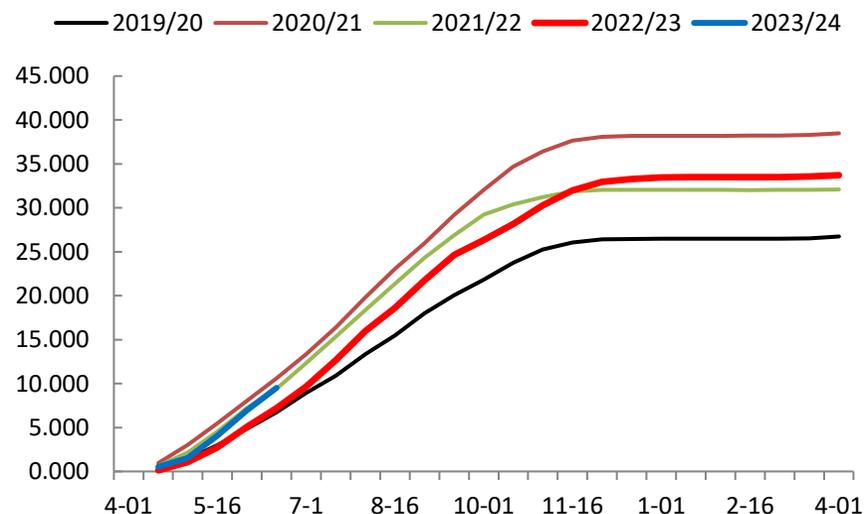
新榨季巴西中南部压榨进度偏快

- 巴西中南部大规模开榨，截至6月15日累计产糖量为952.8万吨，较去年同期的721.1万吨增加了231.7万吨，同比增幅达32.13%。
- 咨询机构Datagro将巴西中南部2023/24榨季甘蔗入榨量从此前预估的5.985亿吨增至6.065亿吨，因稳定的降雨对甘蔗生长有利；2023/24榨季糖产量将达到3910万吨，超过在2020/21榨季创下的3847万吨的纪录。

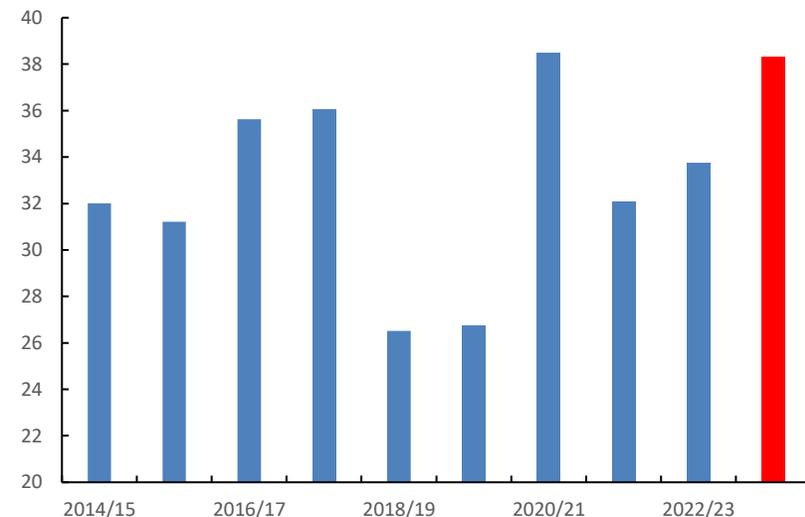
巴西中南部双周糖产量（百万吨）



巴西中南部累计糖产量（百万吨）



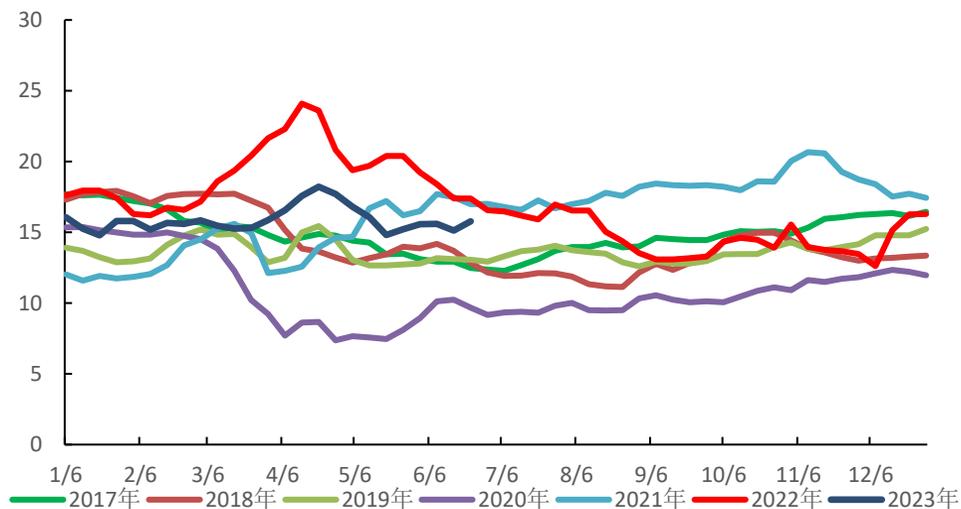
巴西中南部历年糖产量（百万吨）



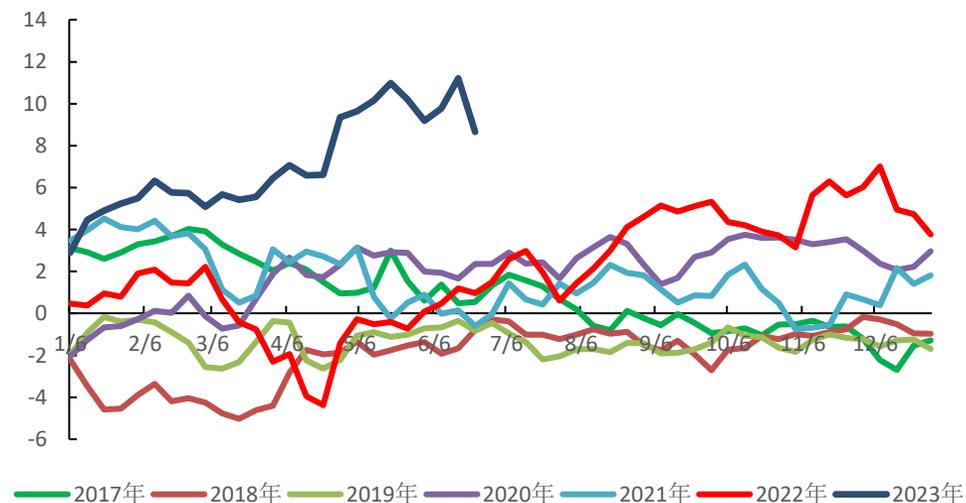
巴西乙醇对原糖价格形成长期压力

- 目前糖-乙醇价差处于高位，将有利于巴西糖厂持续最大化制糖比。

巴西乙醇折糖价（美分/磅）



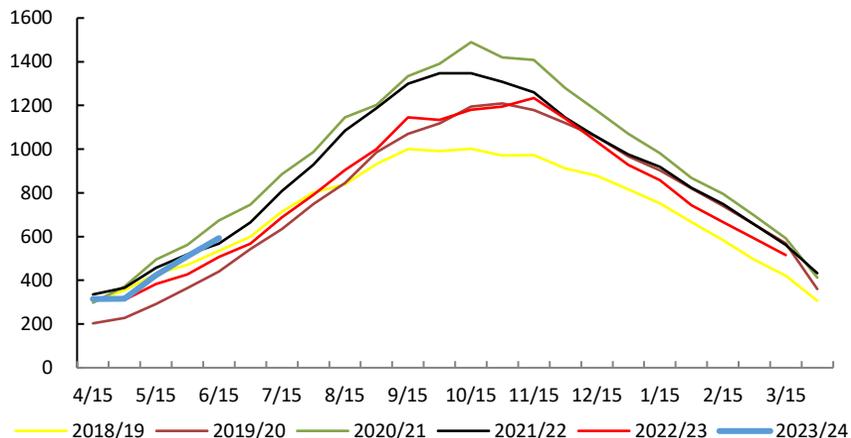
原糖-乙醇价差（美分/磅）



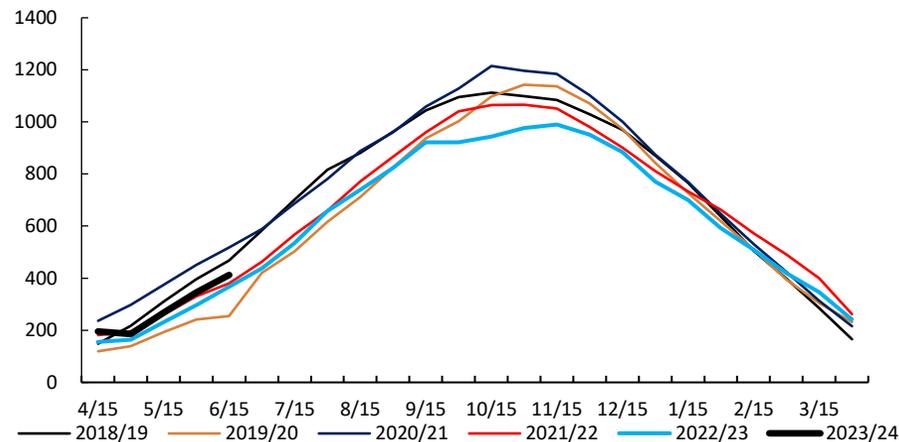
关注巴西垒库速度

■ 关注巴西糖和乙醇垒库速度。目前糖和乙醇垒库正常

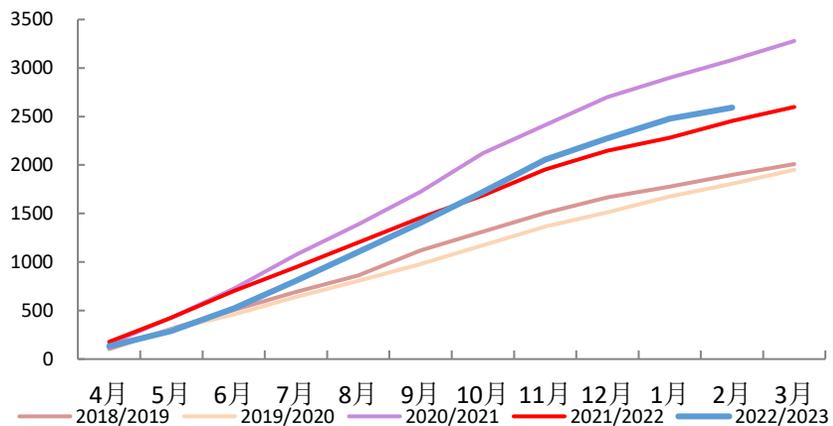
巴西糖库存（万吨）



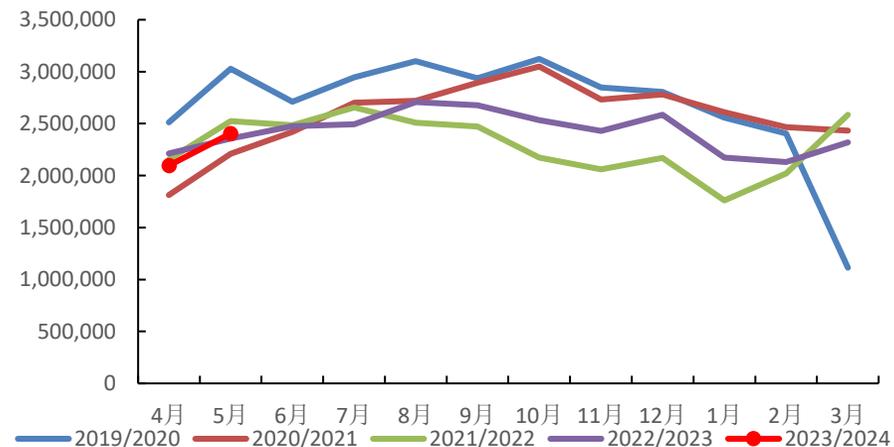
巴西乙醇库存（万立方米）



巴西累计食糖出口（万吨）



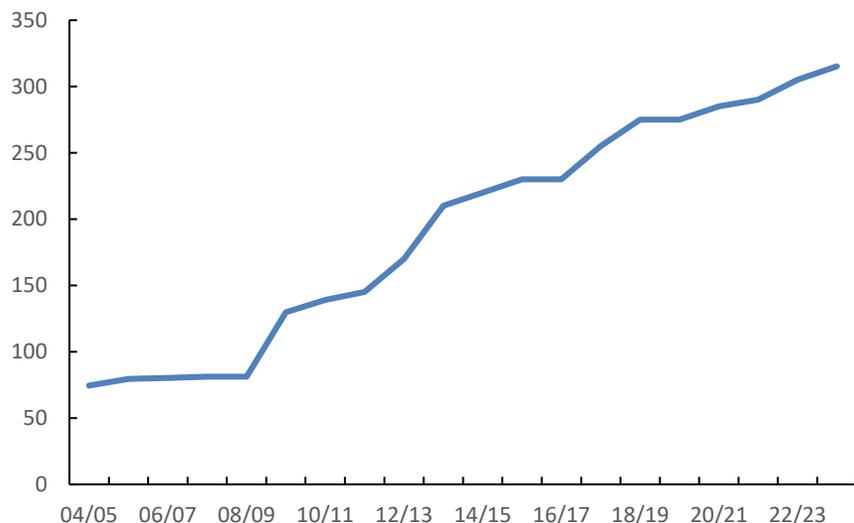
巴西中南部乙醇单月销售（立方米）



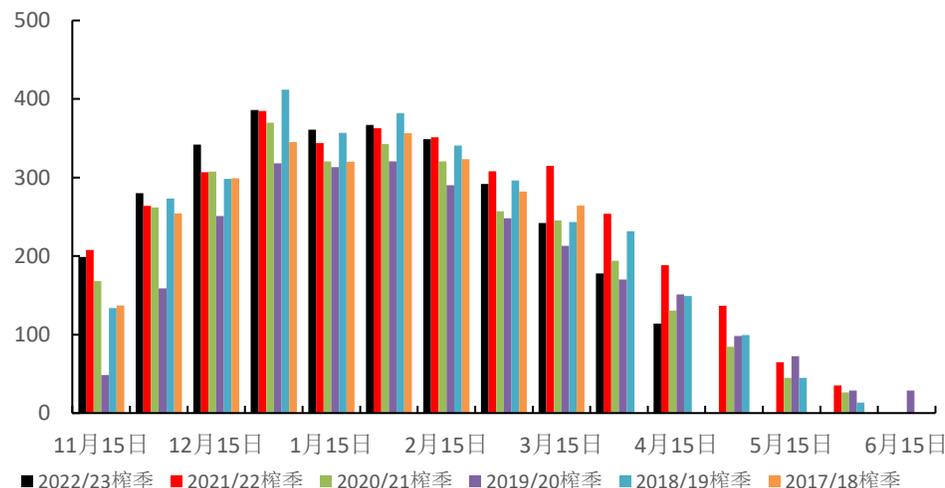
来自印度的变量

- 印度目前处于甘蔗生长期。目前投资者需要观察季风雨降水对甘蔗生长带来的影响。印度生产全球25%的粮食，是受气候变化冲击严重的国家之一。而灌溉系统只覆盖当地50%的农田，许多地区仍需依靠降雨来耕种。
- 印度是全球最大的糖生产地，也是全球第二大出口国，但恶劣天气影响甘蔗收成，导致蔗糖预估产量减少4%。印度全国合作糖厂联合会常务董事奈克纳瓦雷表示：“当我们把甘蔗放到秤上时，发现重量减少。其次是开始压榨时，出糖率也减少了。这两个因素导致预测的产量下降。”

印度甘蔗最低收购价（FRP，卢比/100公斤）



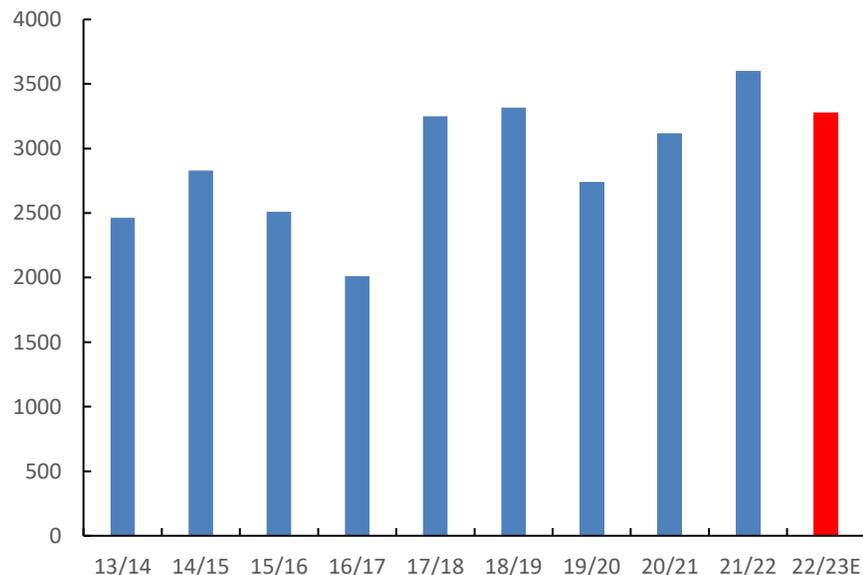
印度双周糖产量（万吨）



来自印度的变量

- 据外媒6月28日报道，印度内阁周三批准，在10月1日开始的2023/24榨季，甘蔗最低收购价将从每吨3050卢比上调至3150卢比。这将提高印度的制糖成本。
- 据印度全国糖业联合会（NFCSF）最新数据，2022/23榨季截至6月15日，印度食糖产量已达到3296万吨，同比减少246万吨。其中，北方邦的产量最高，为1054万吨，马邦的食糖产量为1053万吨，均低于上榨季。预计整个2022/23榨季印度产糖量将达到3332万吨，同比减产265.5万吨。

印度榨季糖产量（万吨）



资料来源：ISMA，申万期货研究所

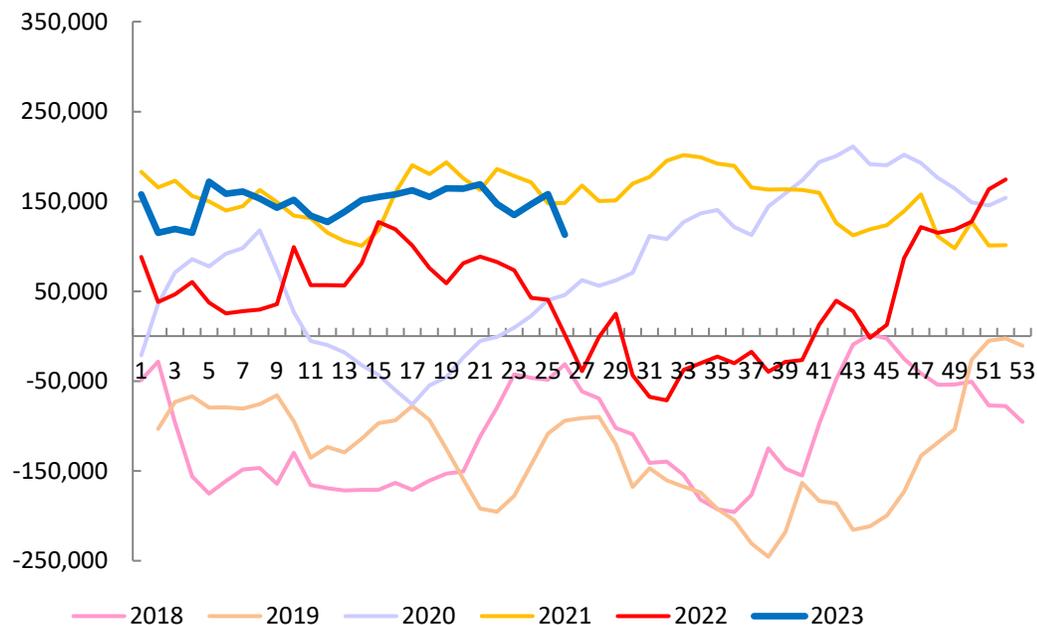
其他地区糖产量存在不确定性

- 由于干旱影响墨西哥2022/23榨季产糖量为522万吨，同比减少94.4万吨，降幅15%。墨西哥全国糖业委员会Conadesuca表示，墨西哥2022/23榨季产糖量，低于预估的543万吨。墨西哥最大的甘蔗生产商组织UNC负责人Carlos Blackaller表示，干旱是主要因素，但化肥不足同样影响产量。Blackaller还表示，预计下一榨季随着天气状况改善，产糖量可回升至约600万吨。
- 美国农业部公布的6月食糖供需报告显示，预计美国2023/24榨季糖产量为912万短吨，低于5月预估的922万短吨。其中，由于寒冷天气推迟了种植，甜菜糖产量预计将下滑至495万短吨，上一年为517万短吨。
- 据外媒6月5日报道，2023年俄罗斯的甜菜播种工作已经完成，播种面积为104.39万公顷，比上年增长1.6%。据俄罗斯水文气象中心的数据，该国的甜菜种植区的气温和降水量均预计在正常范围内，这将有助于甜菜保持良好的长势。

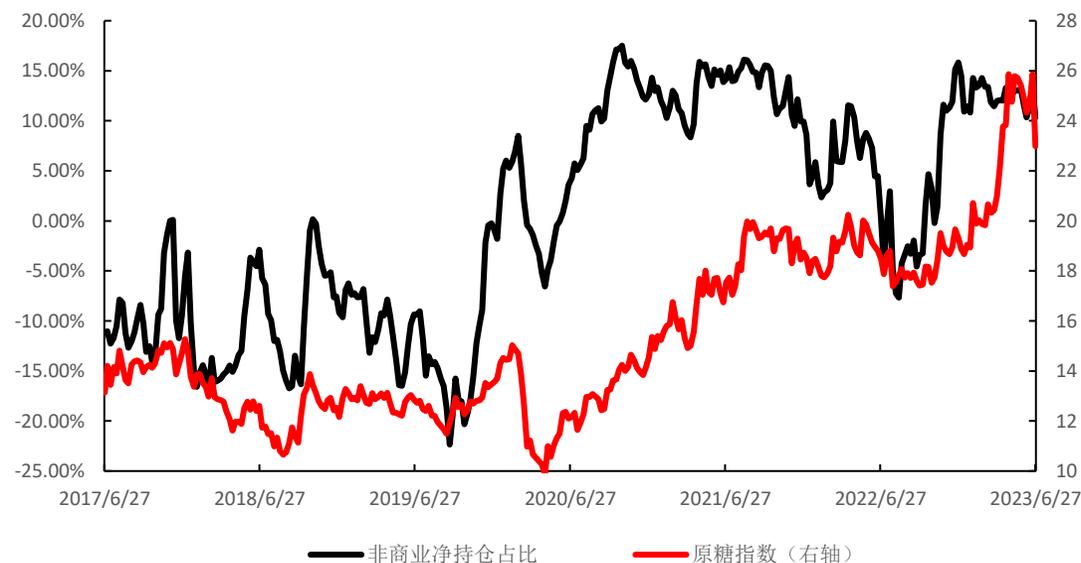
关注基金持仓的变化

- 历史上看，原糖价格与基金持仓高度正相关。未来原糖行情上涨还需要投机资金的进入。

CFTC非商业净多（手）



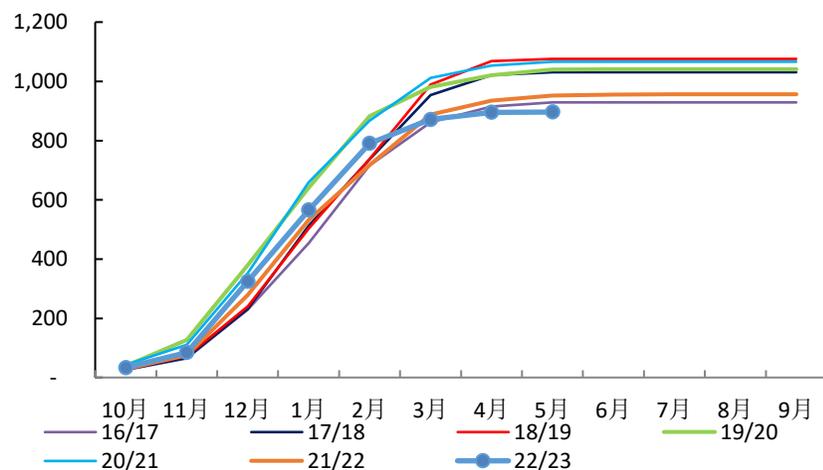
非商业净多持仓占比与原糖价格（%，美分/磅）



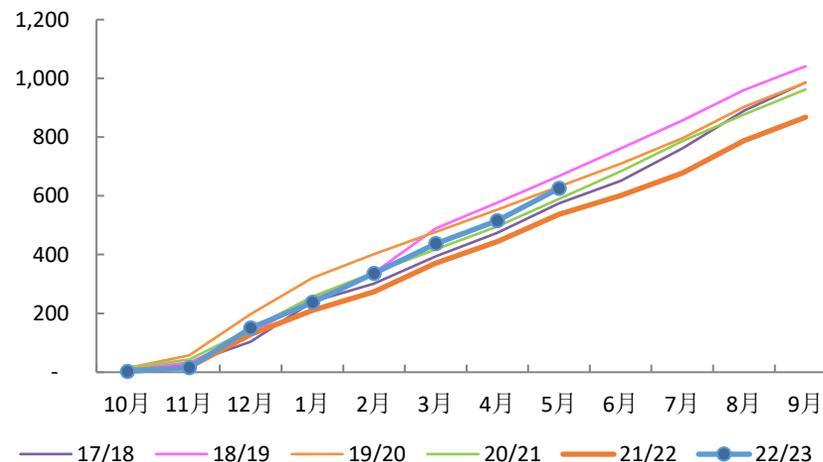
2022/23榨季减产，推动糖价重心提高

- 截至2023年5月底，本制糖期全国共生产食糖897万吨，比上个制糖期减少59万吨。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。

中国工业产量（万吨）



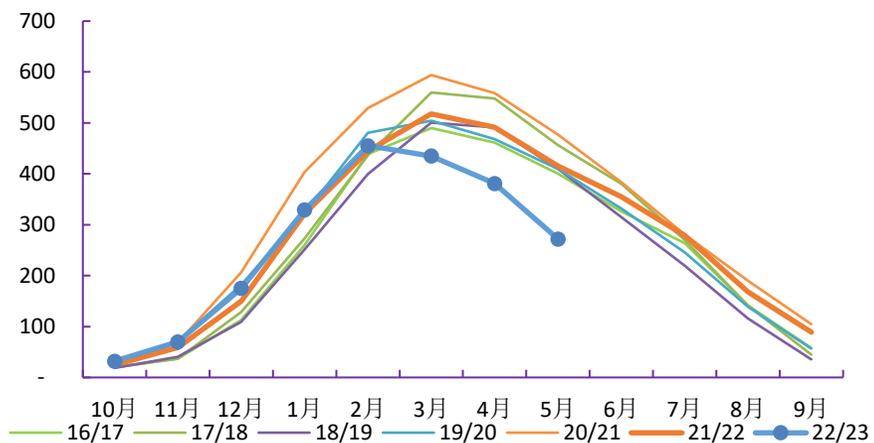
中国工业销量（万吨）



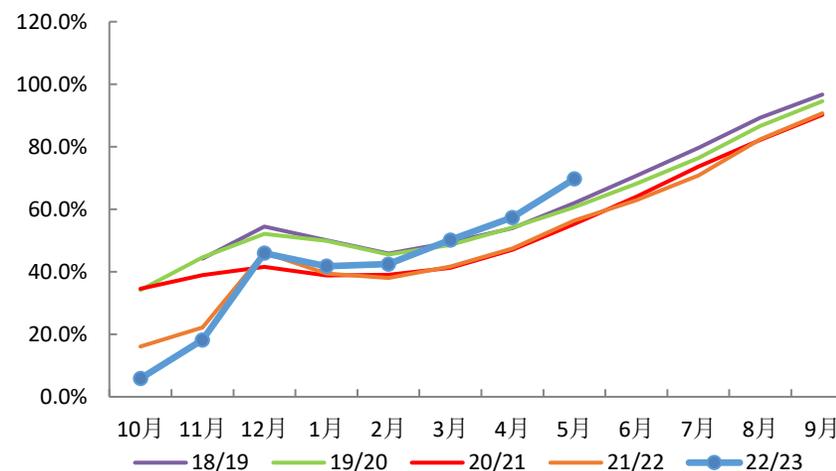
国内减产，消费有望恢复

- 随着防疫政策出现变化，2023年食糖消费有望出现明显恢复，并有助于食糖行业的健康发展。

中国工业库存（万吨）



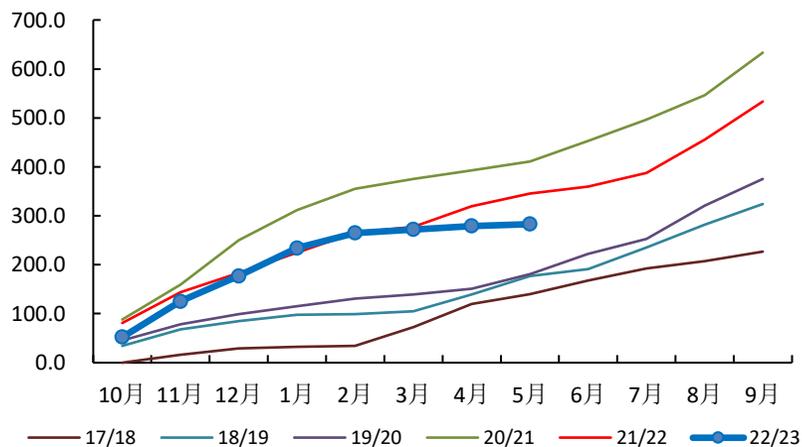
中国糖产销率（%）



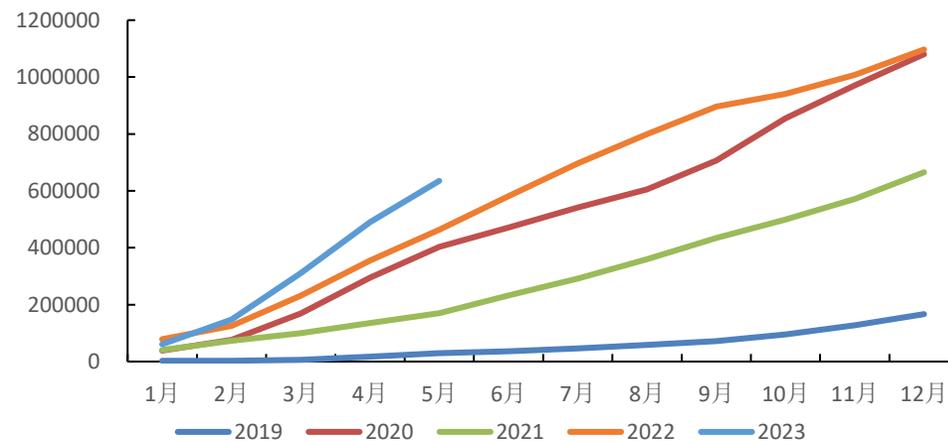
国内进口同比大幅下降，国内库存紧张态势加剧

- 海关总署公布数据显示，2023年5月我国进口食糖4万吨，同比减少22.2万吨，降幅84.73%。2023年1-5月累计进口食糖106.11万吨，同比减少56.24万吨，降幅34.64%。2022/23榨季截至5月累计进口食糖283.31万吨，同比减少62.01万吨，降幅17.96%。
- 2023年1-5月糖浆三项共累计进口63.5万吨，同比增加17.2万吨，增幅37.09%。

国内月度糖进口（万吨）



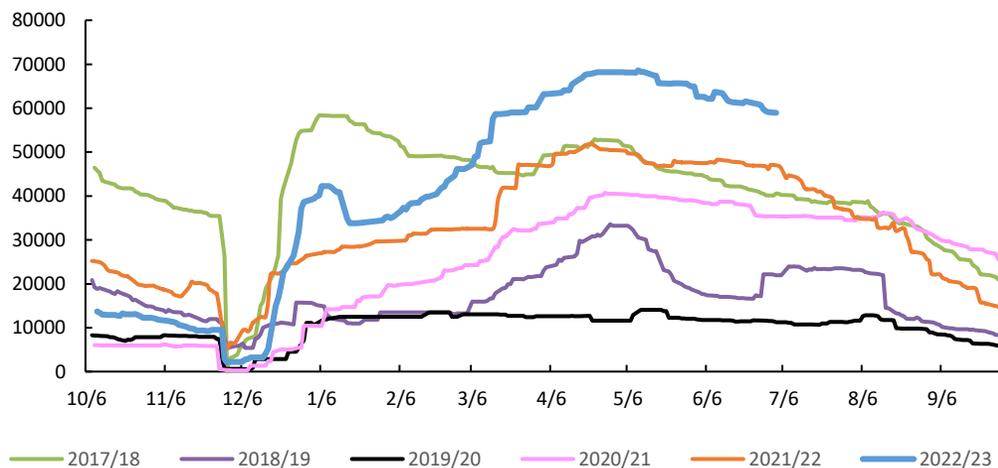
国内月度糖浆进口（吨）



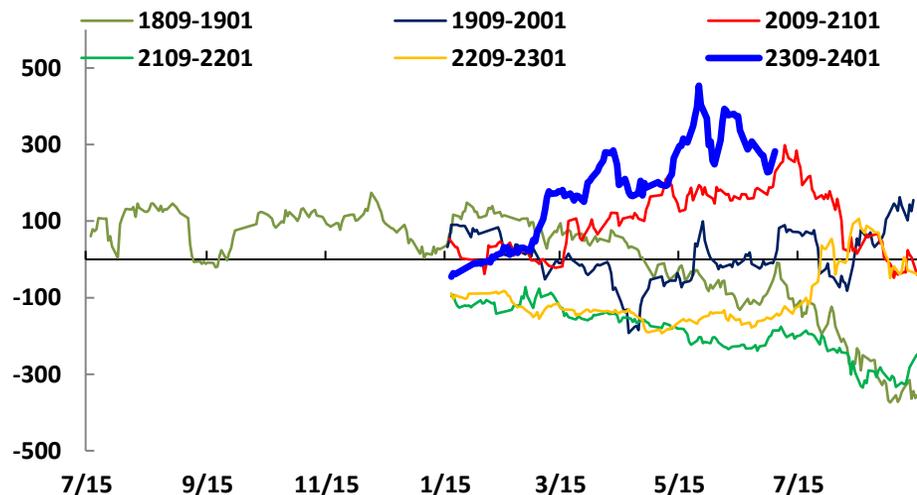
月差套利的转变

- 2022/23榨季仓单加有效预报维持高位。
- 未来关注仓单数量以及对9-1价差的影响。

仓单+有效预报（张，10吨）



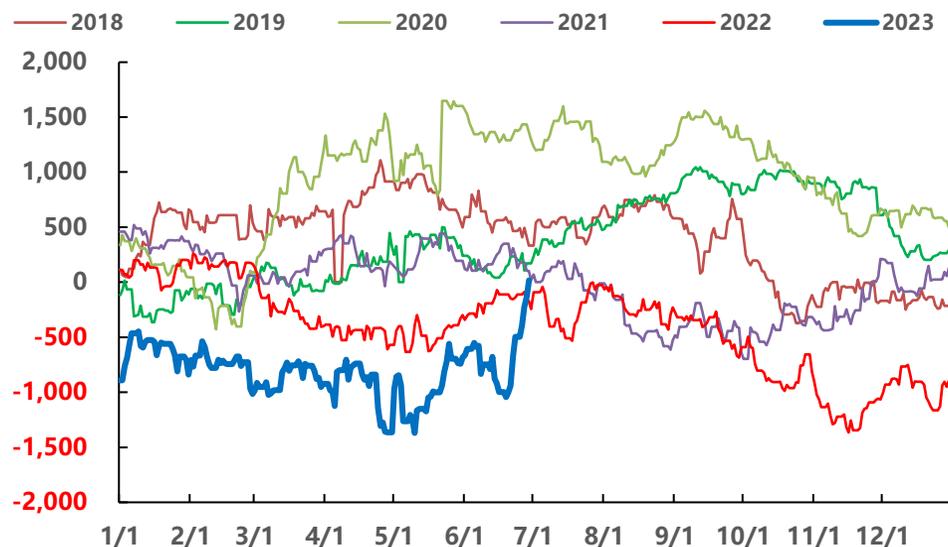
白糖9-1月差（元/吨）



22/23榨季国内进口继续倒挂

- 2021/22榨季随着原糖和运费上涨，国内进口利润一路下降，进入2022/23榨季随着人民币贬值和原糖强势，进口利润进一步倒挂，而进口成本将继续对国内价格起到支撑作用。
- 回顾历史，当进口贸易流基本畅通时，国内进口利润一般在0至小幅亏损之间波动。

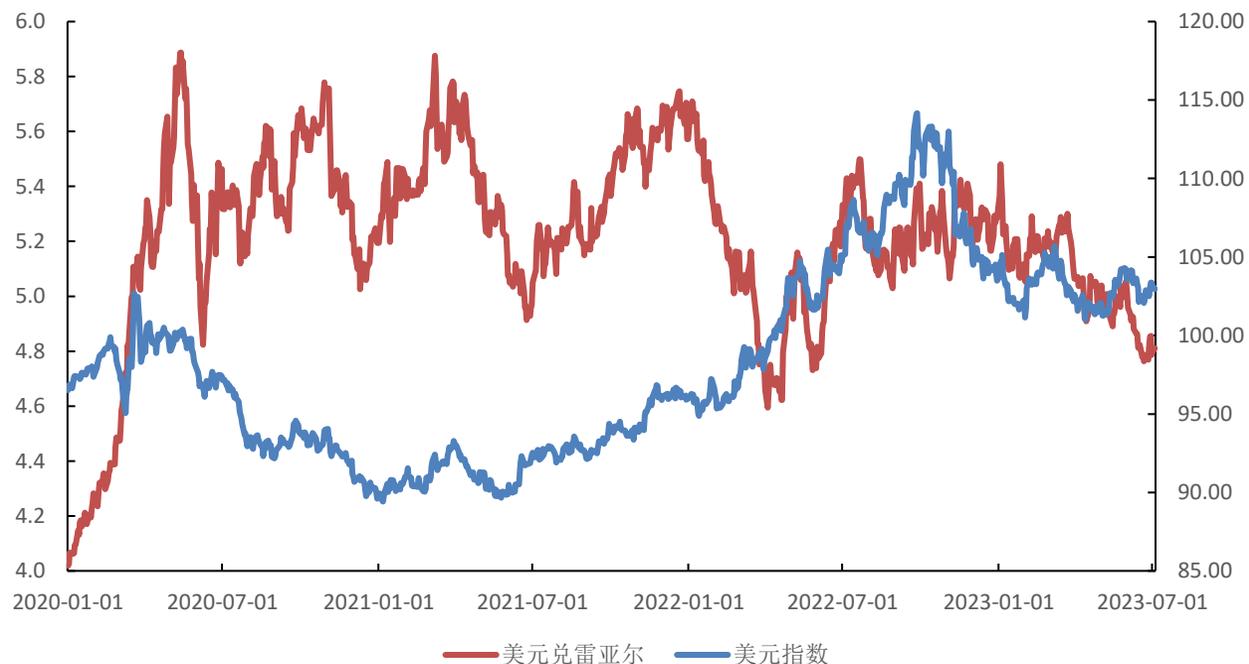
白糖配额外盘面进口利润（元/吨）



注意宏观变化：美元&雷亚尔&人民币汇率

- 随着美元指数走弱、雷亚尔相对稳定，巴西糖厂更倾向于国内售糖，这将对原糖后市有利。

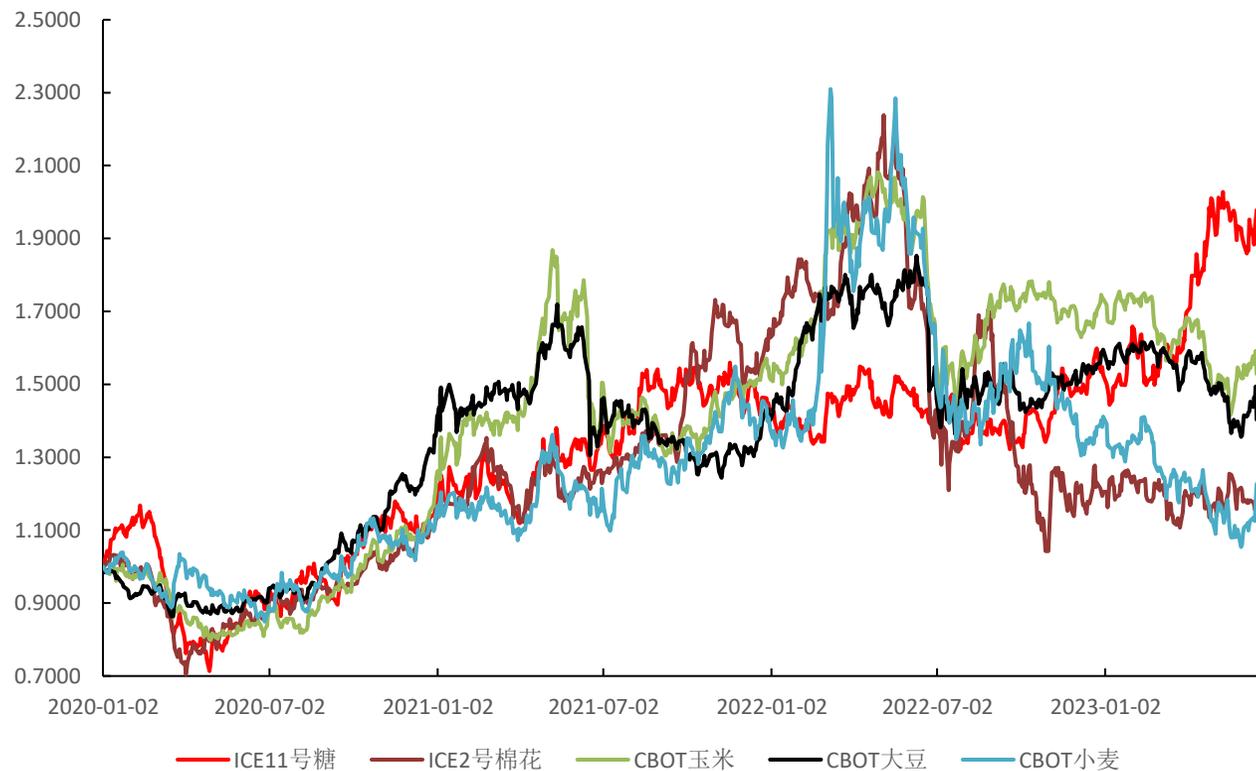
美元与雷亚尔汇率



它山之石可以攻玉

- 相对于其他农产品，目前原糖比价处于高位，这对长期价格不利。

主要农作物相对2020年1月1日价格



后期白糖行情的主要逻辑

- 全球未来处于供需平衡略过剩格局，目前巴西含水乙醇折糖价和印度出口平价分别对原糖形成压力和支撑。
- 宏观因素对全球商品影响逐步偏强并同样传导到糖市上。
- 国内方面，进口成本依然对糖价形成支撑。
- 3季度关注厄尔尼诺下的翘尾行情。

风险点提示：

- 宏观波动风险。美联储若超预期加息将继续引发全球糖市动荡。
- 玉米作为竞争作物价格大幅波动影响糖价。
- 巴西新榨季产量超预期将对糖价产生额外波动。

下半年白糖期货操作建议

套利操作

- ❖ SR2309-SR2401差正套
- ❖ 50-100附近可做扩大

单边操作

- ❖ 白糖2309继续沿区间下沿买入，参考区间6500-7500

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入或卖出套期保值。

下半年白糖期货操作建议

- 对于上游企业来说，具体的套保包括有期货盘面直接卖空套保、期权套保。
- 考虑到目前白糖的波动率偏低，因此上游企业买入平值或略实值的看跌期权成本将会大大降低，同时也将减少类似于油脂、棉花等品种大幅波动对企业带来的潜在风险。
- 对于下游用糖企业来说，具体的套保包括有期货盘面直接买入套保、期权套保。
- 同样的，目前白糖的波动率偏低，因此下游企业买入平值或略虚值的看涨期权成本较低，并减少资金的使用以及降低保证金不足的风险。
- 若后市白糖期货波动加大，贸易商可以考虑采取备兑期权组合的方式获得相对固定的收益。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

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，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。