



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

抛储新糖压力增 十一之后是关键 ——2023年四季度白糖投资策略展望

分析师：徐盛（F3083505，Z0016250）

2023.9

抛储新糖压力增 十一之后是关键

——2023年四季度白糖投资策略展望

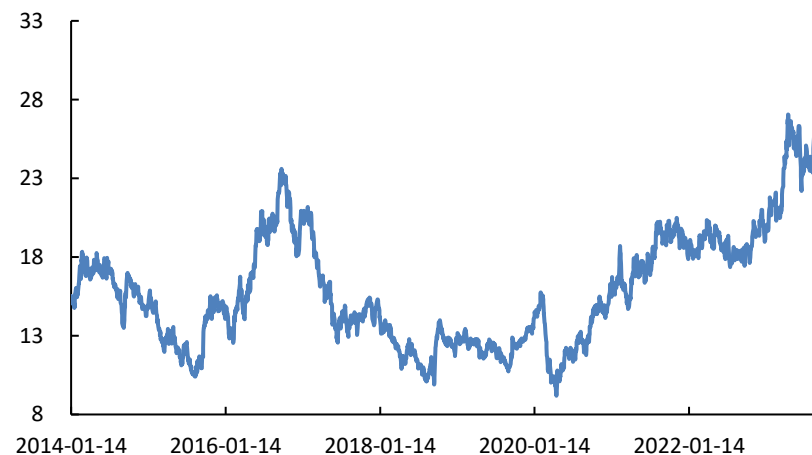
关注焦点

- 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，7月之后再度走强。
- 当前国内糖价进口倒挂严重。
- 注意抛储落地对市场情绪的影响。
- 核心波动区间：2023年四季度SR主力预计运行区间6500-7500。

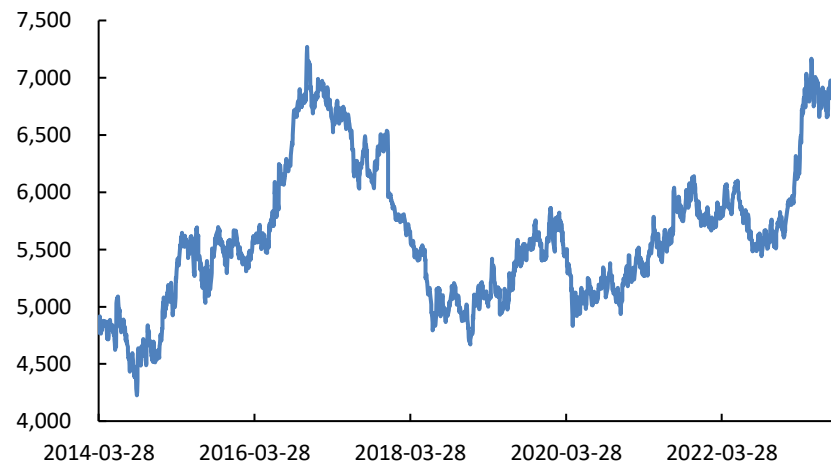
白糖走势回顾

- 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。
- 进入2023年之后，随着防疫政策逐渐放松，白糖消费预期逐步改善，同时国内外减产预期加剧，食糖价格逐步走强。
- 5月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。
- 7月之后国内外库存偏低、印度出口政策的变化使得糖价再度走强

原糖主力收盘价（美分/磅）



白糖主力收盘价（元/吨）

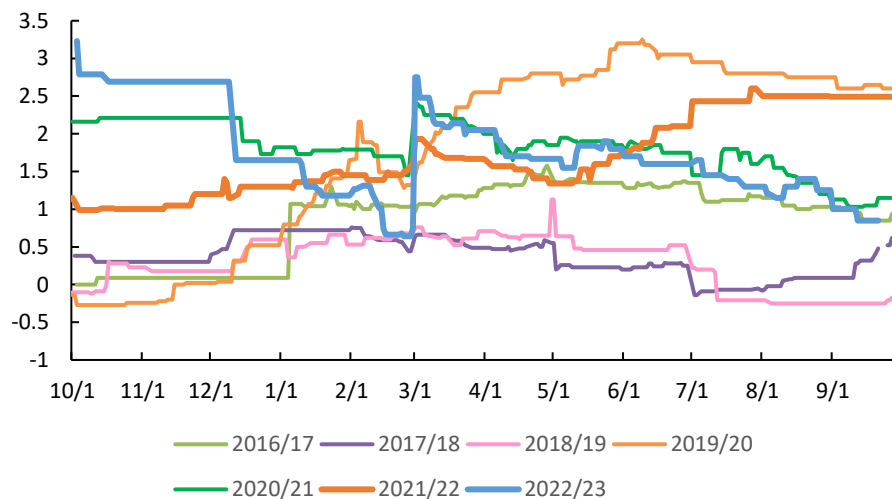


资料来源：Wind，申万期货研究所

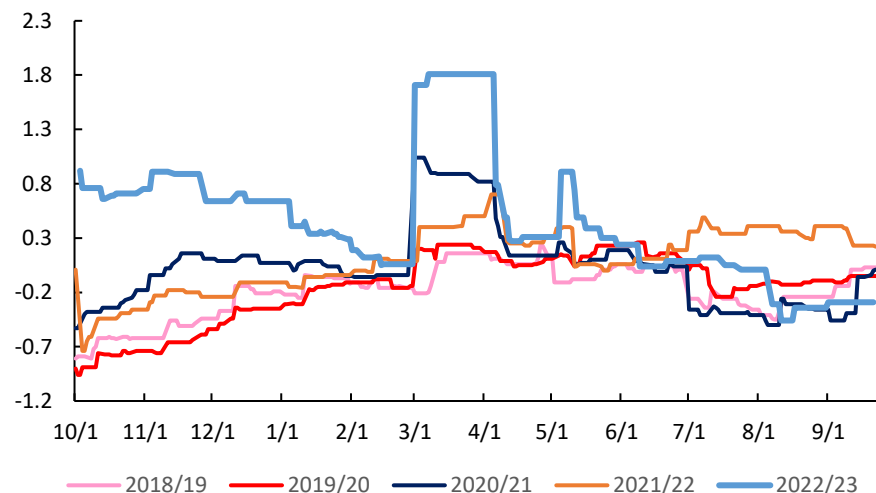
原糖现货总体紧张态势缓解

- 随着巴西压榨进入高峰后期，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）



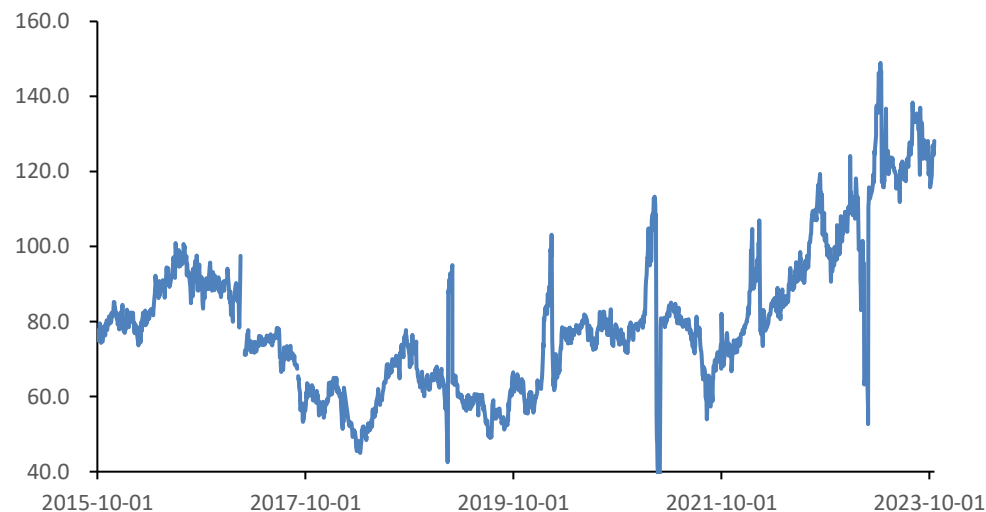
巴西原糖升贴水（美分/磅）



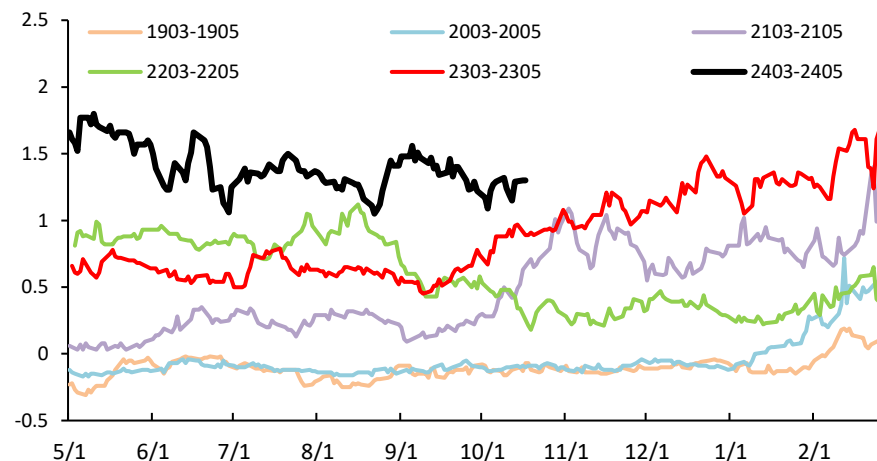
原糖价差结构出现平缓

- 随着原糖供应增加，原糖近月升水减少。
- 原白糖价差短期出现回落。

3月合约原白价差（美元/吨）



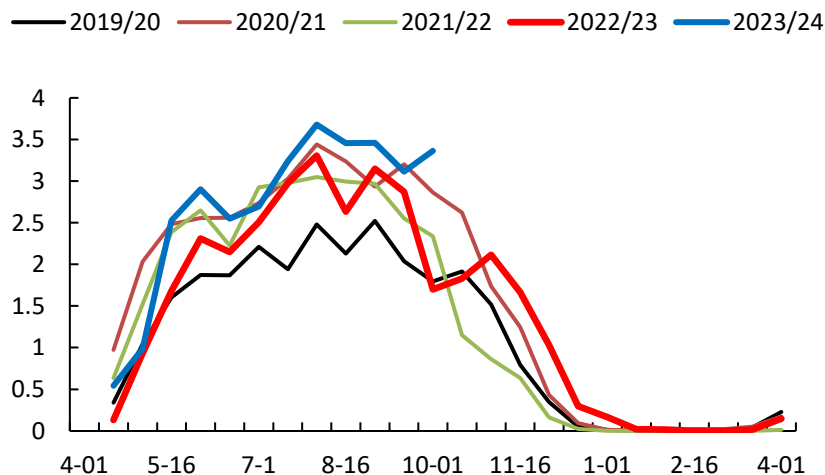
原糖3-5价差（美分/磅）



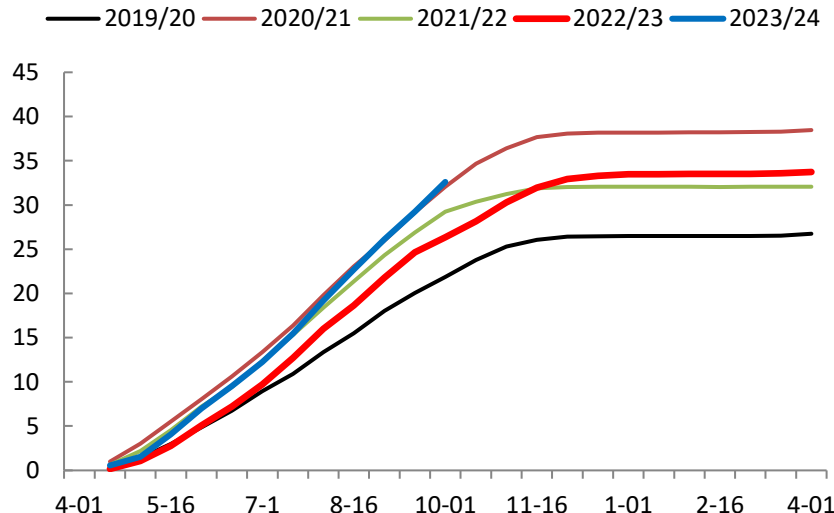
新榨季巴西中南部压榨进度偏快

- 巴西中南部大规模开榨后期，截至9月30日累计产糖量为3261.5万吨，较去年同期的2635.3万吨增加了626.2万吨，同比增幅达23.77%。
- 咨询机构Datagro的最新预测显示，预计巴西中南部地区2023/24榨季甘蔗入榨量为6.245亿吨，较此前预测的6.123亿吨有所提升；糖产量为4030万吨；乙醇产量为323亿升。

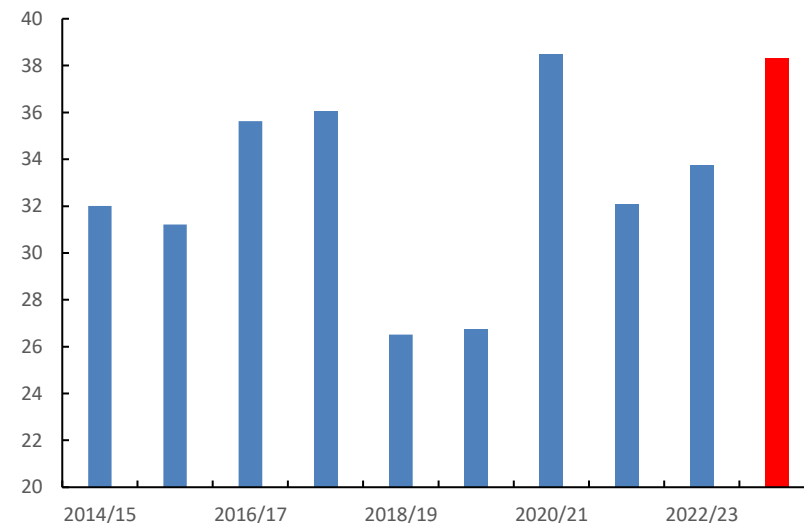
巴西中南部双周糖产量（百万吨）



巴西中南部累计糖产量（百万吨）



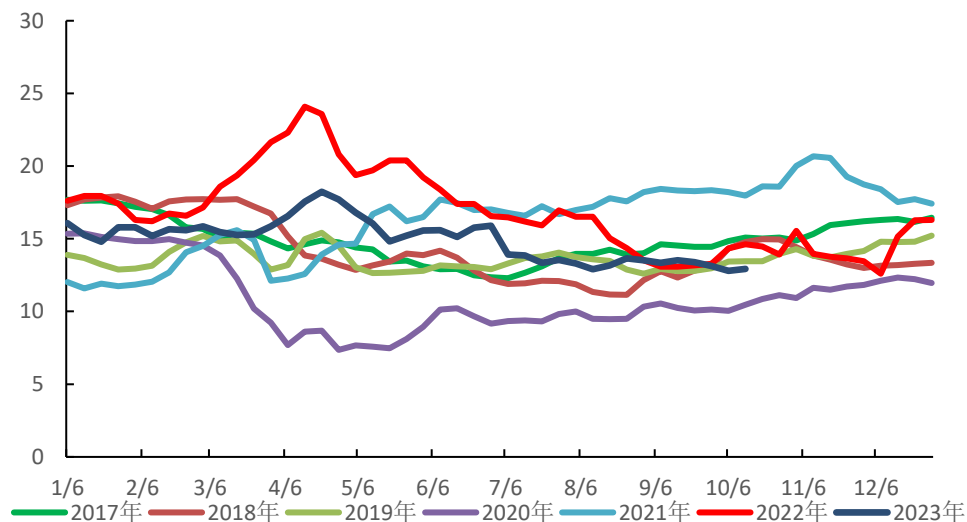
巴西中南部历年糖产量（百万吨）



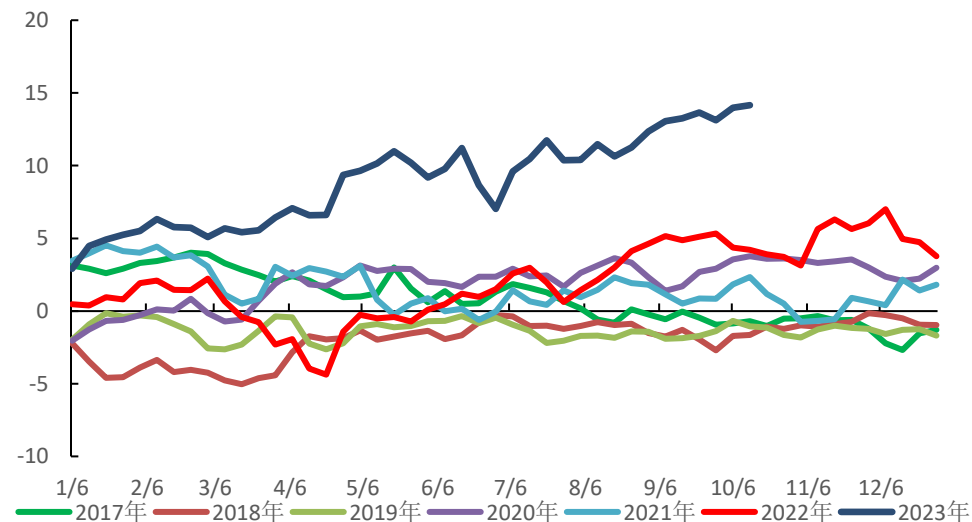
巴西乙醇对原糖价格形成长期压力

- 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。本榨季巴西中南部糖厂制糖比创历史新高。

巴西乙醇折糖价（美分/磅）



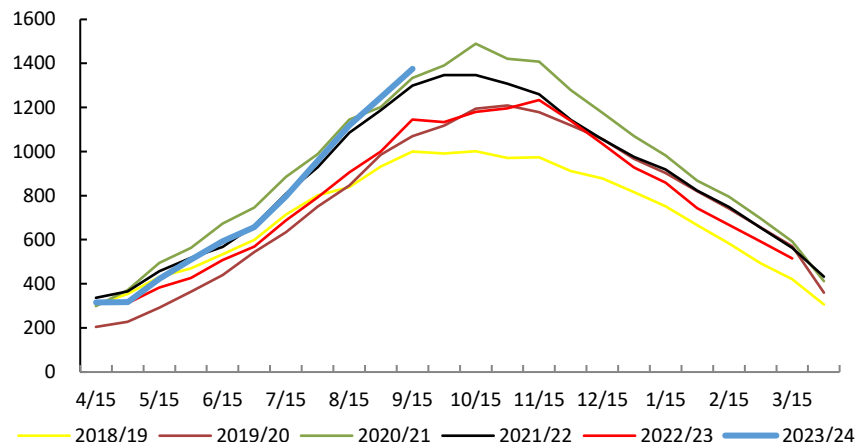
原糖-乙醇价差（美分/磅）



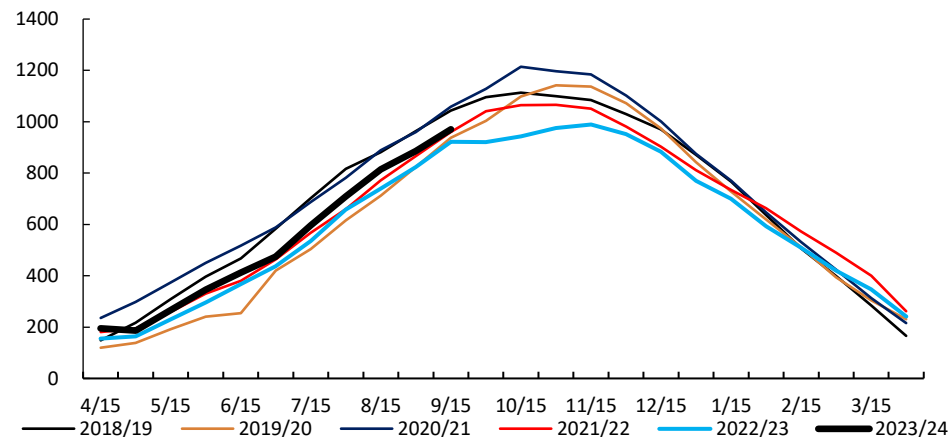
关注巴西垒库速度，注意乙醇销售有所改善

- 关注巴西糖和乙醇垒库速度。目前糖垒库偏快，乙醇垒库正常

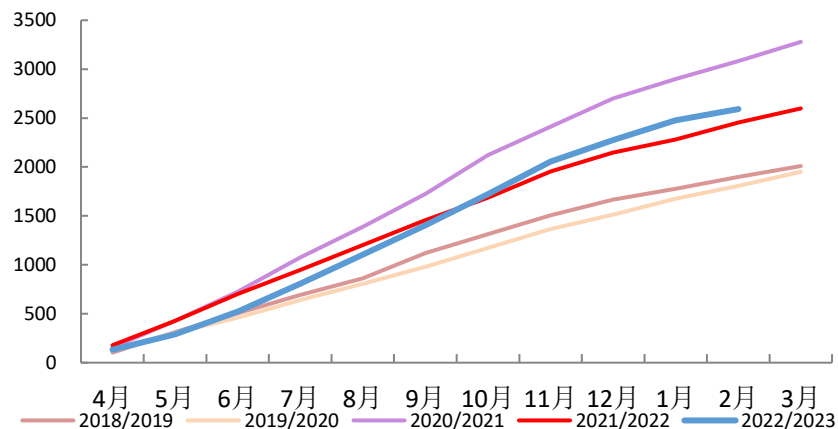
巴西糖库存（万吨）



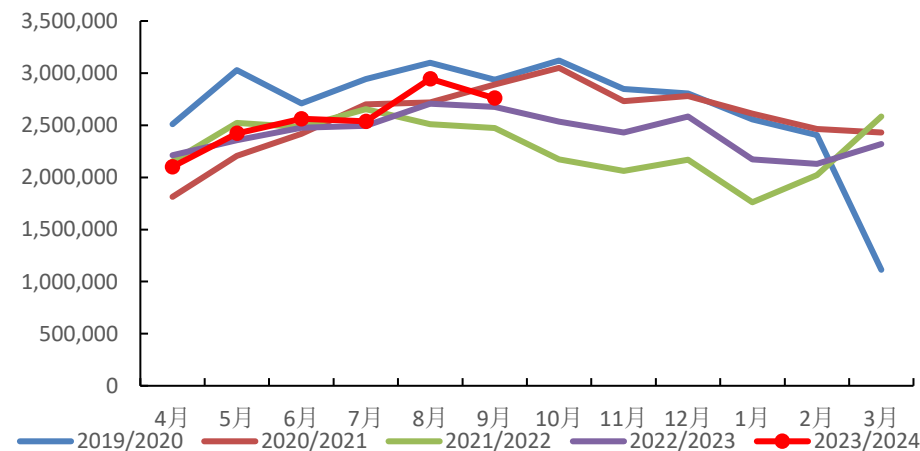
巴西乙醇库存（万立方米）



巴西累计食糖出口（万吨）



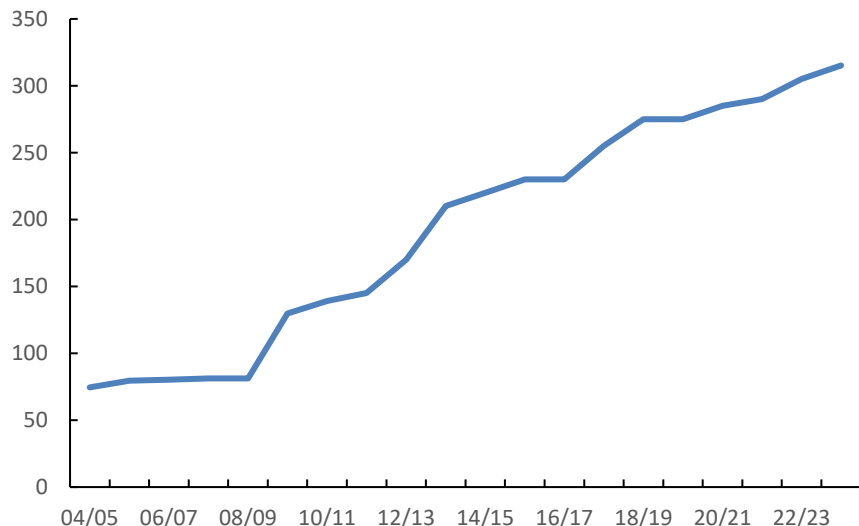
巴西中南部乙醇单月销售（立方米）



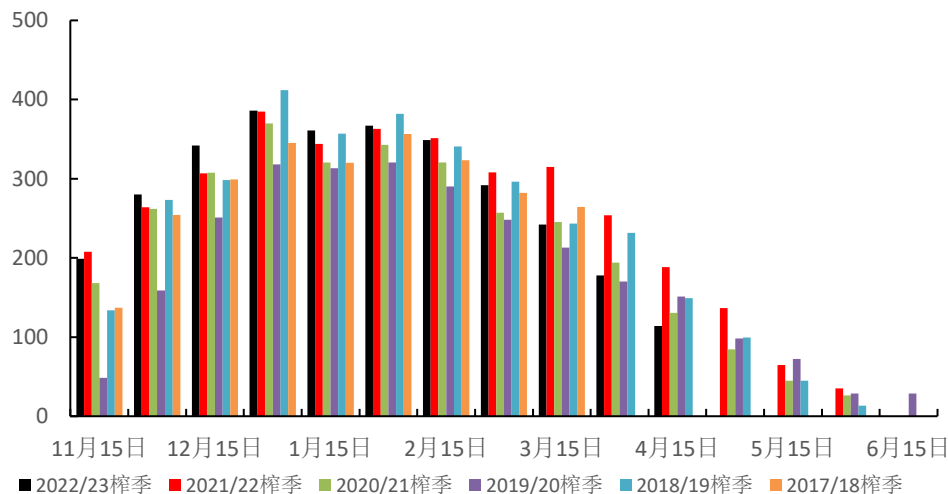
来自印度的变量

- 印度目前处于甘蔗生长后期。据外媒9月21日消息，印度马邦的糖产业正徘徊在一场严重危机的边缘。由于该邦西南季风期间降雨持续不足，这可能会造成该邦2023/24榨季糖产量较上榨季比减少20%-25%。
- 据印度糖厂协会（ISMA）的报告，2023年6月下旬获取的卫星图像信息显示，2023/24榨季印度甘蔗总种植面积约598.1万公顷，与2022/23榨季大致持平。根据披露的数据，预计2022/23榨季印度产糖量为3690万吨；将有约409.5万吨糖被转用于乙醇生产；在考虑了转向乙醇生产的糖后，食糖产量约为3280万吨。预计2023/24榨季印度产糖量为3618万吨；将有约450万吨糖被转用于乙醇生产；在考虑了转向乙醇生产的糖后，食糖产量约为3168万吨（减产约112万吨）；消费量约为2750万吨；剩余量约420万吨。

印度甘蔗最低收购价（FRP，卢比/100公斤）



印度双周糖产量（万吨）

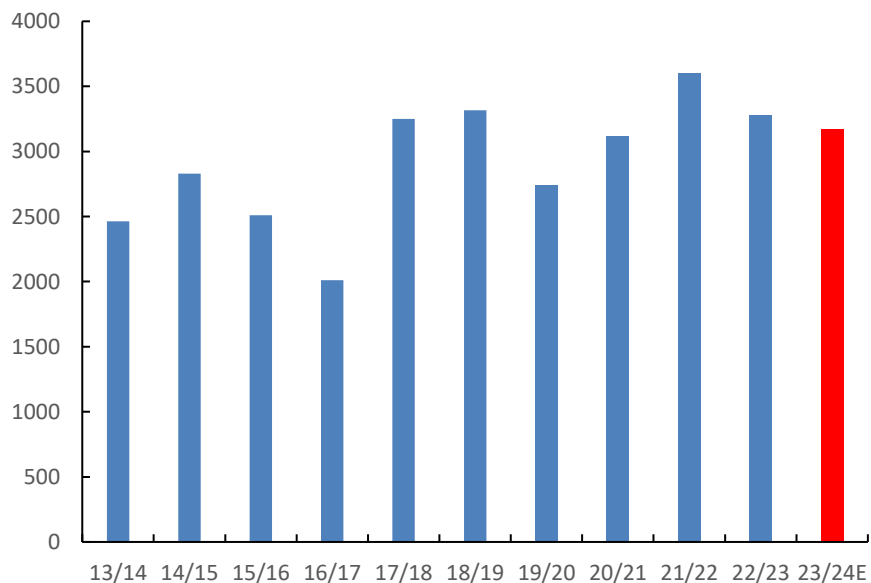


资料来源：ISMA，申万期货研究所

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。
- 正如我们之前所预料到的，随着印度连续多年出口去库存，印度国内供应潜力越来越低。据路透社8月23日报道，三位印度政府消息人士透露，因降雨不足致甘蔗产量下降，印度预计将在10月开始的新榨季禁止糖厂出口食糖，为七年来首次。而印度贸易商表示，预计从10月份开始的2023/24榨季，印度食糖产量将下降，这可能使印度食糖出口减少一半。

印度榨季糖产量（万吨）



资料来源：ISMA，申万期货研究所

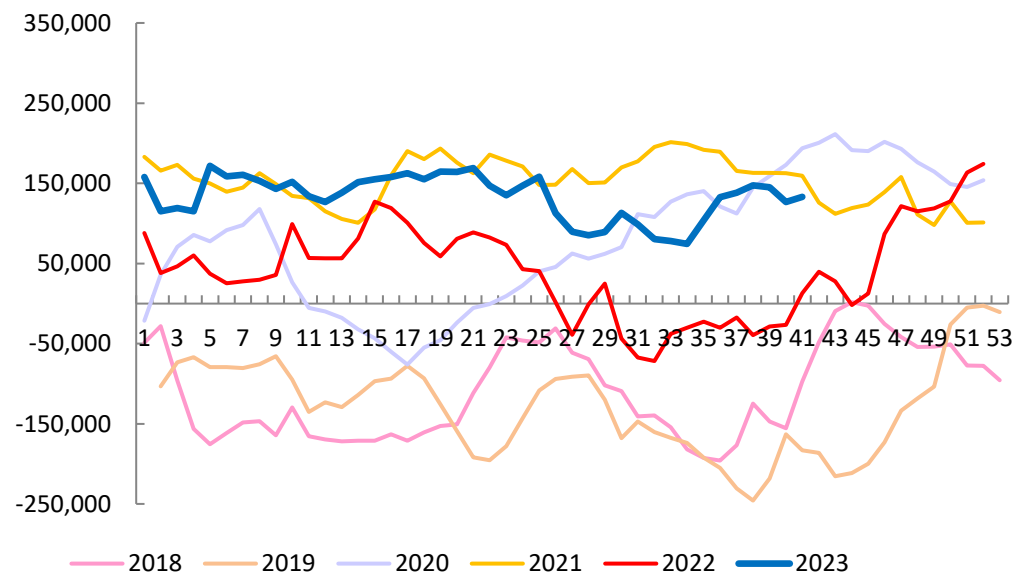
其他地区糖产量存在不确定性

- 据外媒近日报道，受干旱影响，泰国的食糖产量将在即将到来的2023/24榨季下降近五分之一。泰国糖业公司董事Rangsit Hiangrat周四表示，由于主产区缺水，预计泰国2023/24榨季的甘蔗产量将从本榨季的9390万吨降至8200万吨；产糖量将下降18%至900万吨左右，未来几年极端高温和干旱可能会使情况变得更加严重。Rangsit表示，一些农民可能会转而种植木薯，希望这种作物能更好地抵御高温。但Rangsit也表示，在严重干旱的情况下，任何作物的长势都会受到影响。Rangsit预测，明年泰国的食糖出口量将从今年的800万吨降至600万吨。泰国商务部的数据显示，泰国今年前七个月的食糖出口同比增长2.4%，至550万吨。
- 美国农业部(USDA)9月12日公布的报告中，预测美国2023/24榨季食糖产量为898.1万短吨，食糖库存/消费比从8月份预测的15.2%降至13.5%。
- 据Czarnikow近日一份报告，预计乌克兰在即将到来的2023/24榨季产糖量将达到160万吨，比去年增加40%。届时乌克兰将有50万吨左右的白糖剩余可供出口。Czarnikow还预计，中国、墨西哥和巴西等其他重要地区的糖产量将会增加，但印度的产量将会下降，因为印度的季风降雨量远低于平均水平。

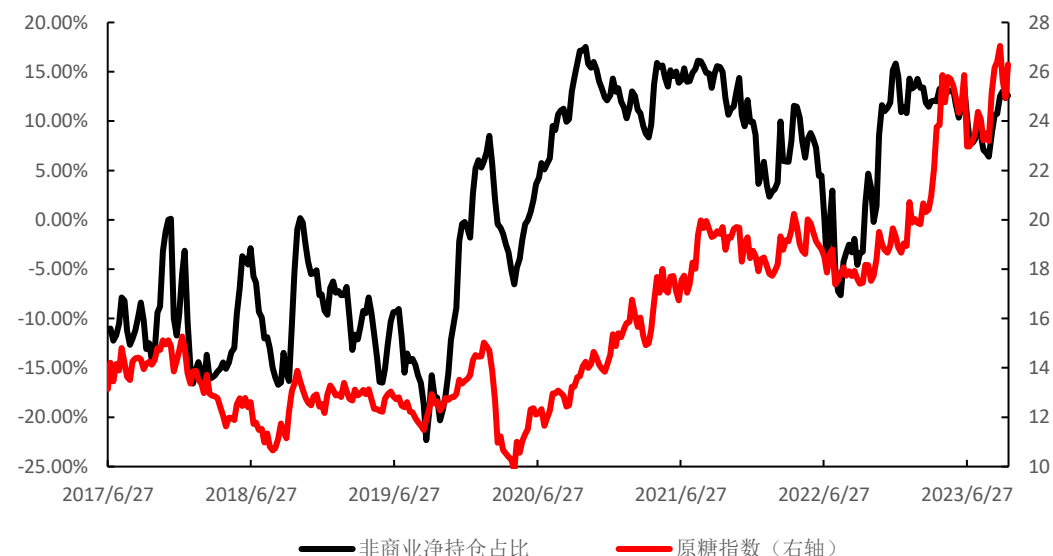
关注基金持仓的变化

- 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）



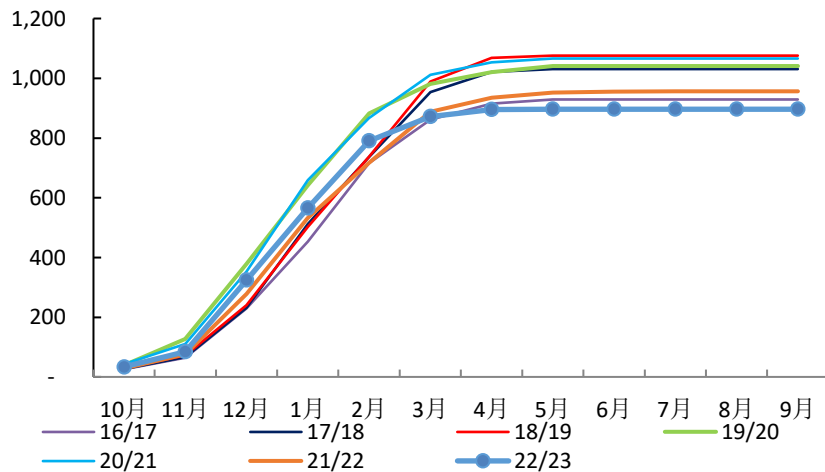
非商业净多持仓占比与原糖价格（%，美分/磅）



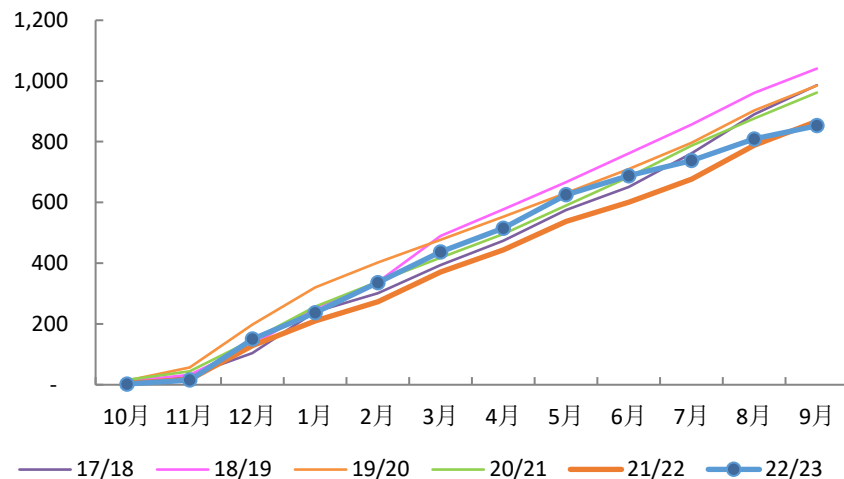
2022/23榨季减产，推动糖价重心提高

- 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。截至2023年9月底，全国累计销售食糖853万吨，同比减少14万吨；累计销糖率95.1%，同比加快4.4个百分点。全国制糖工业企业成品白糖累计平均销售价格6270元/吨，同比回升516元/吨；2023年9月成品白糖平均销售价格7009元/吨。

中国工业产量（万吨）



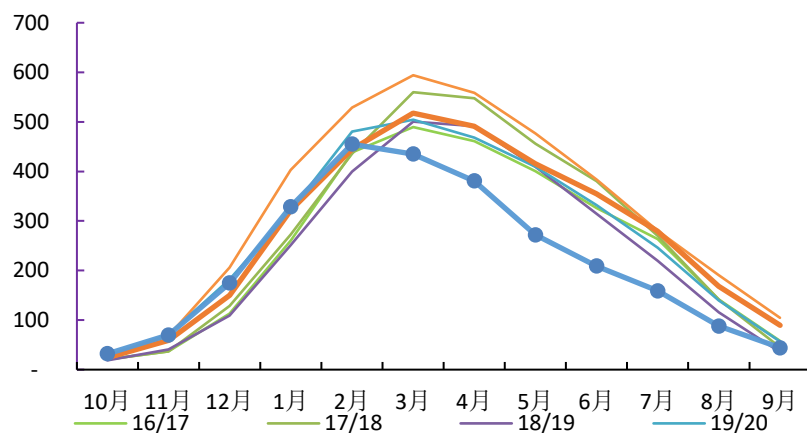
中国工业销量（万吨）



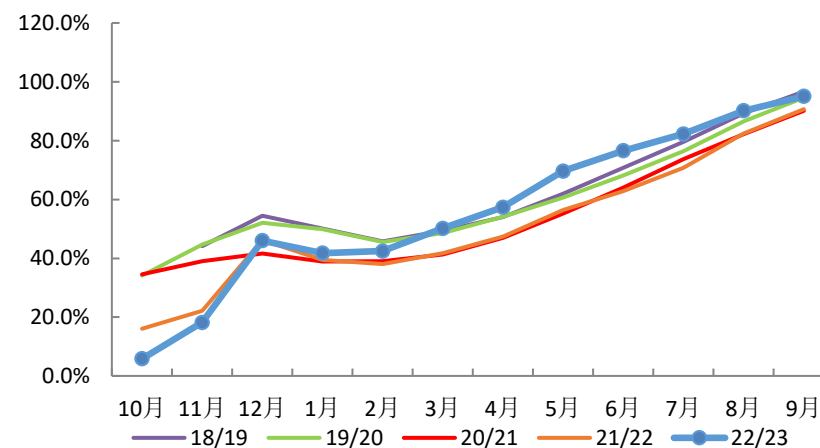
国内减产，消费有望恢复

- 随着宏观政策出现变化，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）



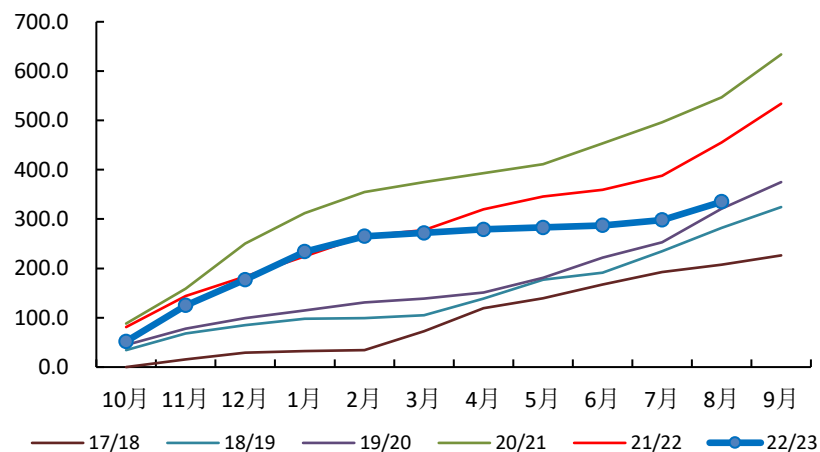
中国糖产销率（%）



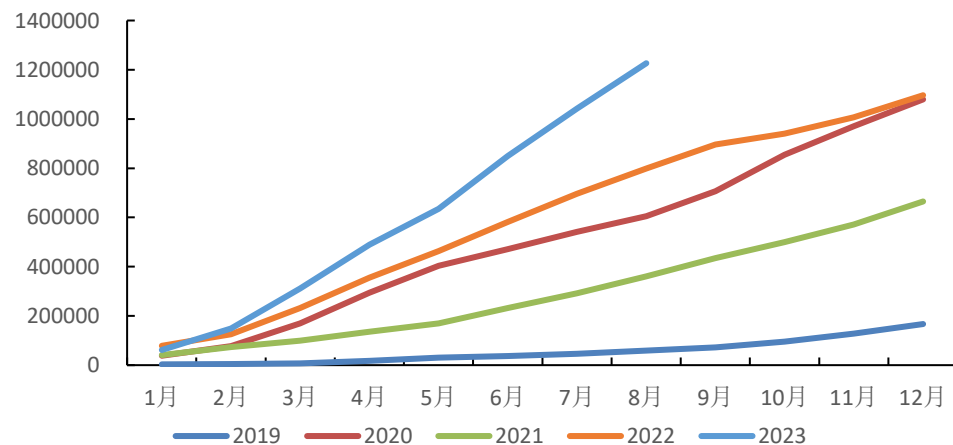
国内进口同比大幅下降，国内库存紧张态势加剧

- 海关总署公布数据显示，2023年8月我国进口食糖37万吨，同比减少31.3万吨，降幅45.83%。2023年1-8月累计进口食糖157.77万吨，同比减少114.98万吨，降幅42.16%。2022/23榨季截至8月累计进口食糖334.97万吨，同比减少120.75万吨，降幅26.5%。
- 2023年1-8月糖浆三项共累计进口122.63万吨，同比增加42.71万吨，增幅53.45%。

国内月度糖进口（万吨）



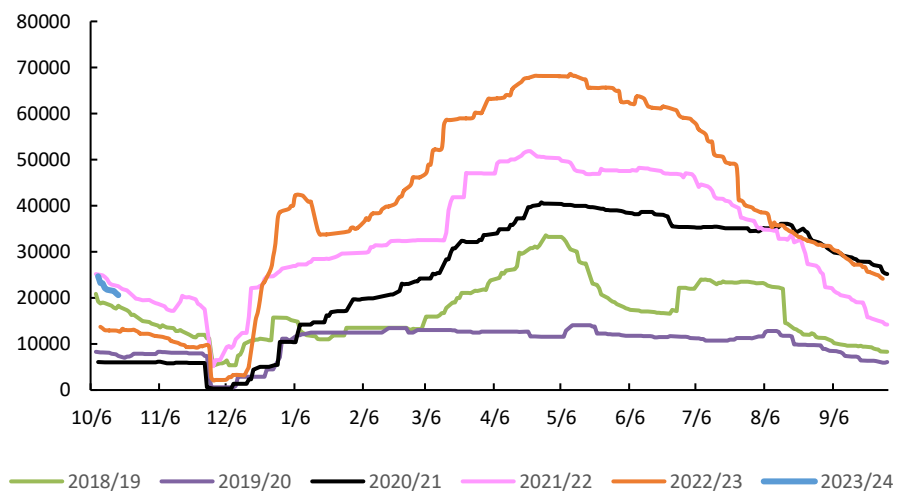
国内月度糖浆进口（吨）



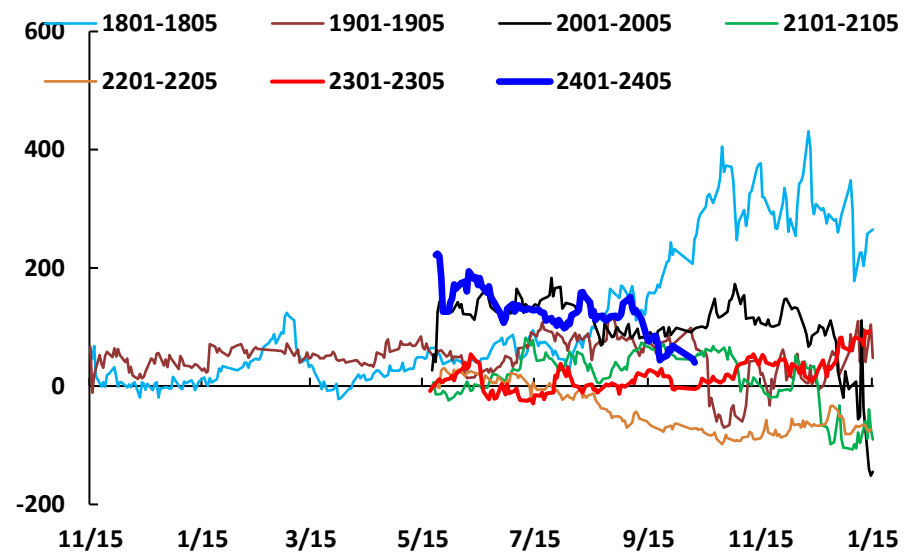
月差套利的转变

- 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1-5价差的影响。

仓单+有效预报（张，10吨）



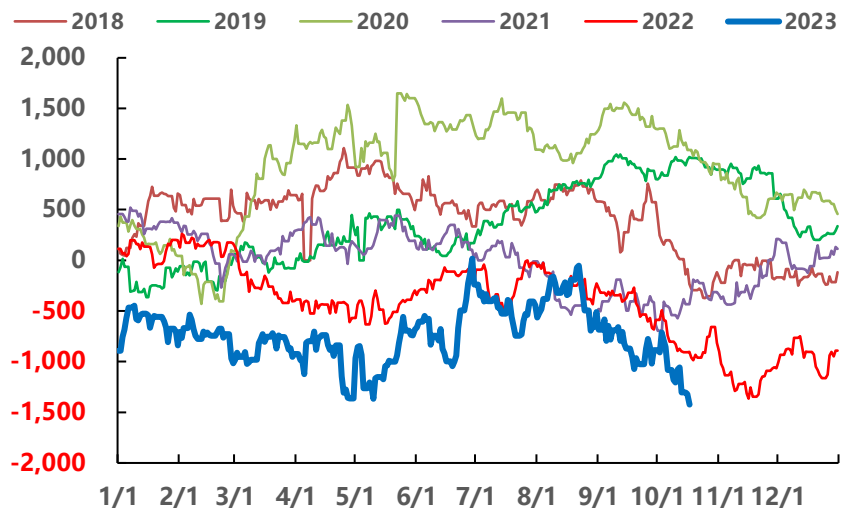
白糖1-5月差（元/吨）



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。而当国内糖价达到配额内进口成本的时候则会形成强支撑。

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。
- 美联储偏鹰派则将对糖价不利。

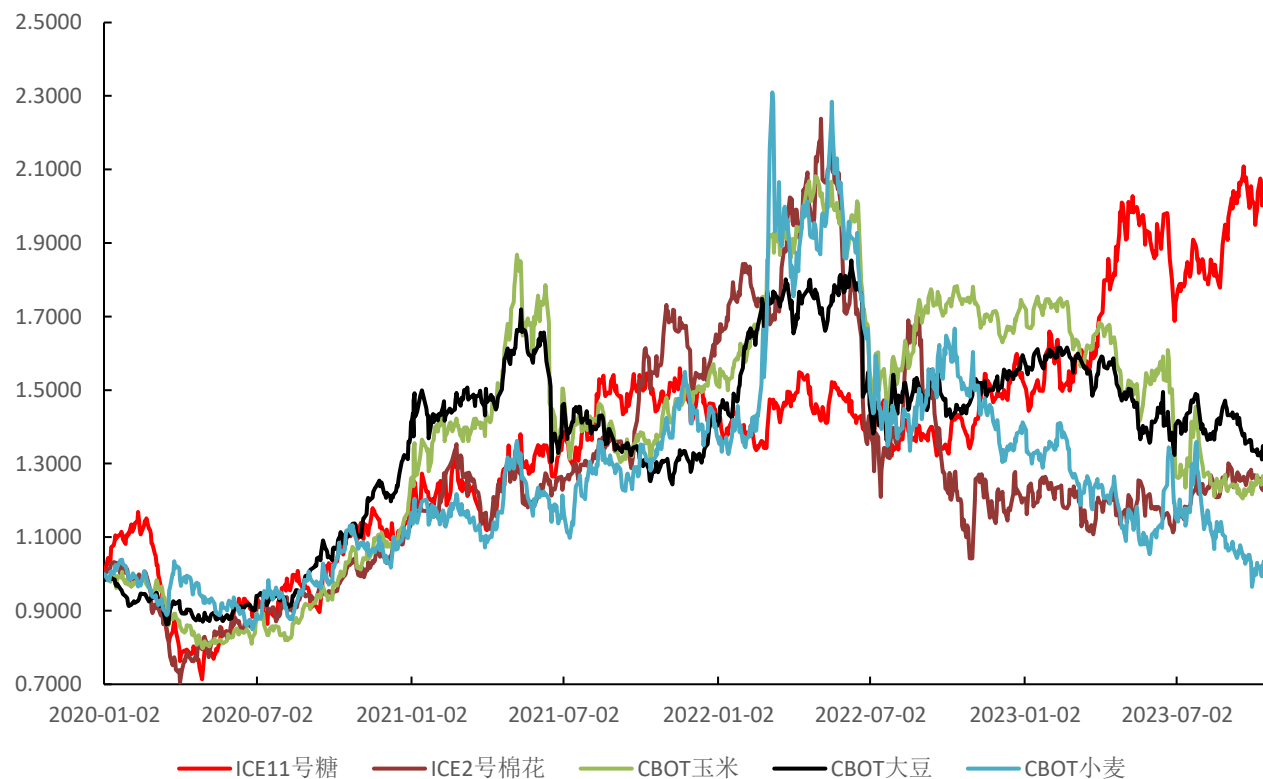
美元与雷亚尔汇率



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，这对长周期价格不利。

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

- 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，7月之后再度走强。
- 当前国内糖价进口倒挂严重。
- 注意抛储落地对市场情绪的影响。
- 10月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。

四季度白糖期货操作建议

套利操作

- ❖ SR2401-SR2405差正套
- ❖ 50-80附近可做扩大

单边操作

- ❖ 白糖2401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。

四季度白糖期货操作建议

- 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。