

糖市新周期 ——二季度白糖投资策略展望

分析师：徐盛（F3083505，Z0016250）

2024. 3

糖市新周期

——二季度白糖投资策略展望

关注焦点

- 1季度巴西基本处于停榨期，北半球几大主产区产量同比下降或者不及预期，因而国内外糖价震荡为主。
- 展望2季度，巴西即将大规模开榨，随着周期性增产，糖价将进入抵抗式回落。
- 核心波动区间：2季度SR预计运行区间5800-6600。

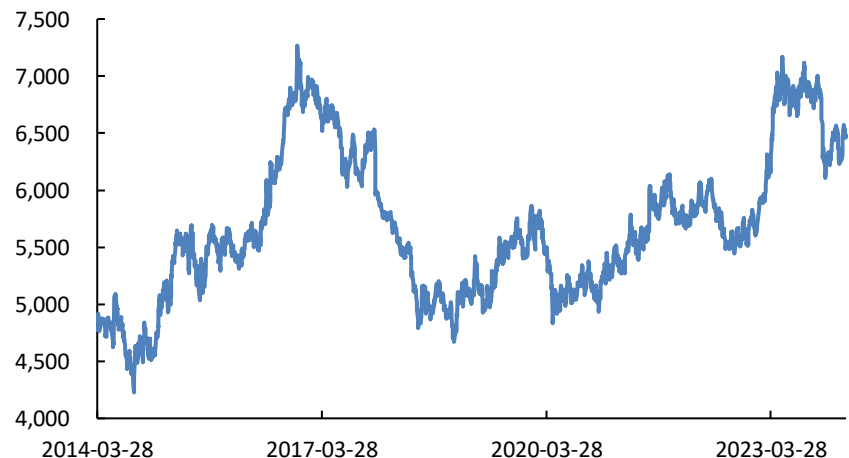
白糖走势回顾

- 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。
- 11月底之后，随着巴西压榨超预期叠加印度政策变动，糖价出现快速下跌。
- 2024年1季度巴西基本处于停榨期，北半球几大主产区产量同比下降或者不及预期，因而国内外糖价震荡为主。

原糖主力收盘价（美分/磅）



白糖主力收盘价（元/吨）

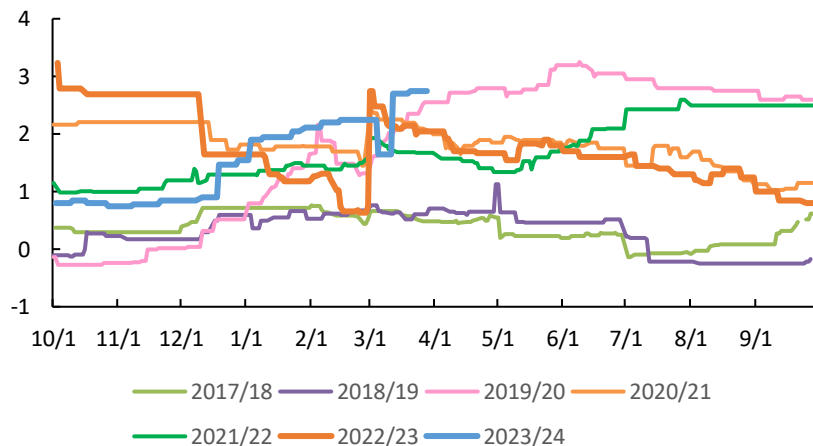


资料来源：Wind，申万期货研究所

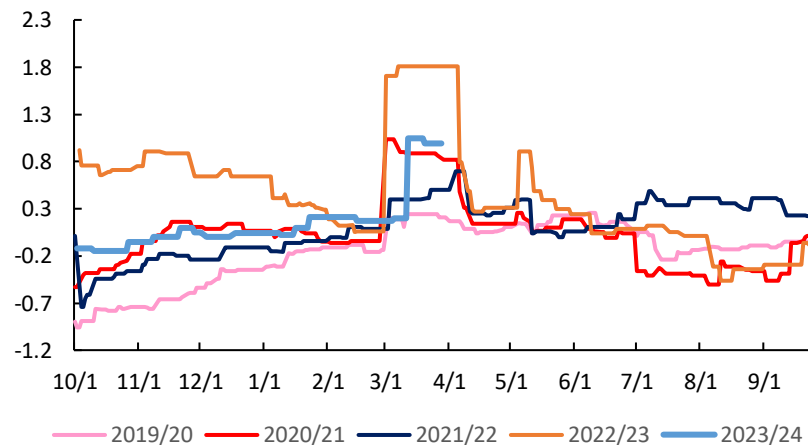
原糖现货升水依然维持高位

- 随着巴西压榨进入停榨期，印度泰国进入压榨尾声，原糖现货升水依然维持高位。
- 持续关注2024年的现货升贴水变化。

泰国原糖升贴水（美分/磅）



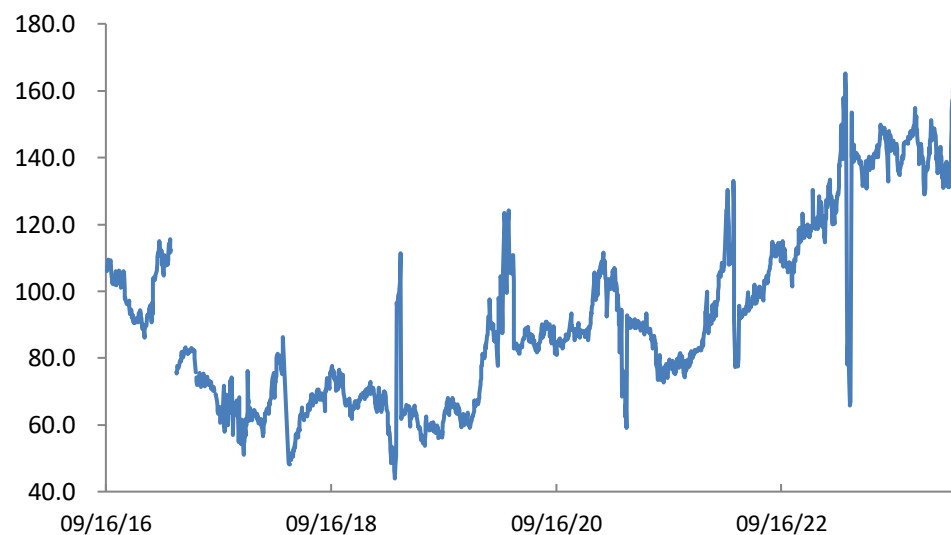
巴西原糖升贴水（美分/磅）



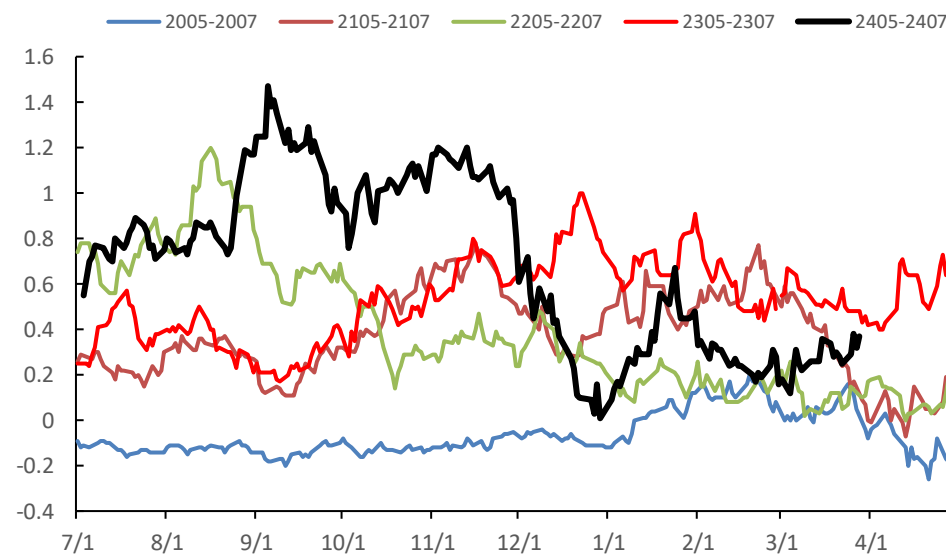
原糖价差结构出现平缓

- 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扩大。

5月合约原白价差（美元/吨）



原糖5-7价差（美分/磅）



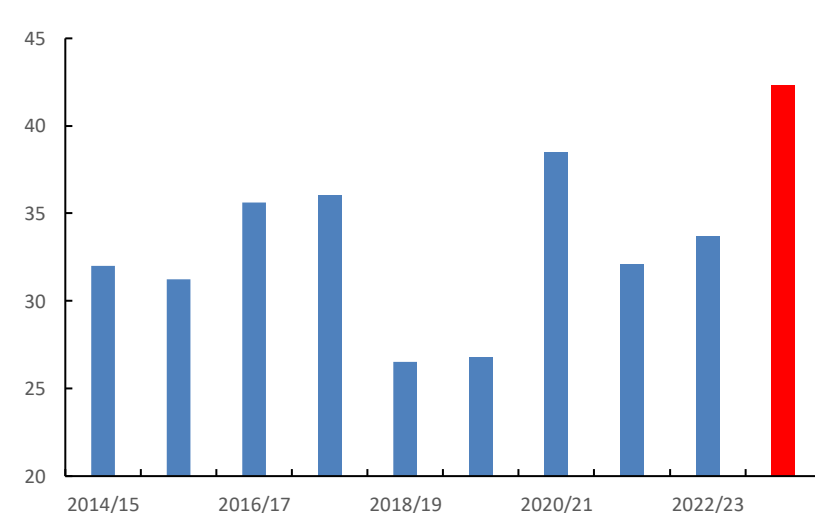
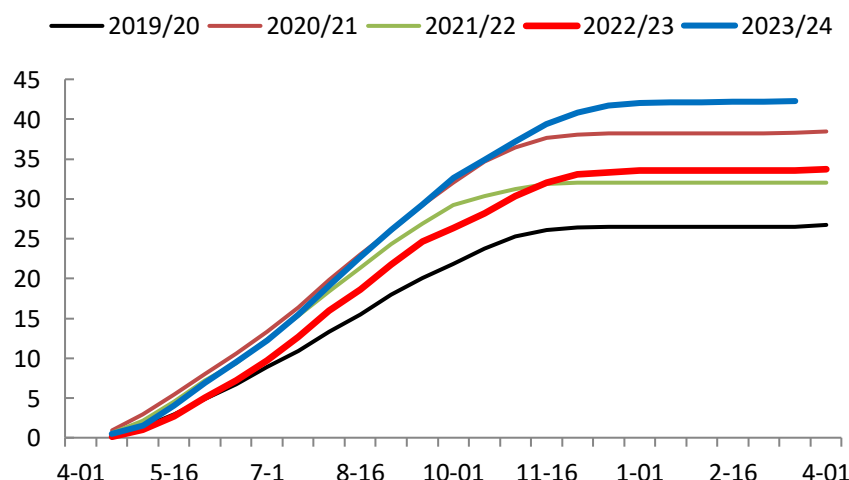
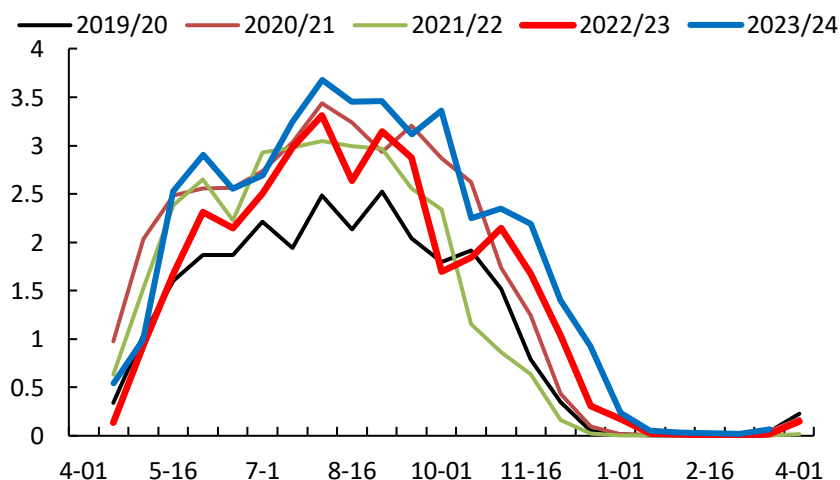
临近新榨季，观察巴西中南部压榨进度

- 2023/24榨季截至3月上半月，巴西中南部地区累计入榨量为64938.9万吨，较去年同期的54388.9万吨增加了10550万吨，同比增幅达19.40%；甘蔗ATR为139.44kg/吨，较去年同期的141.09kg/吨下降了1.65kg/吨；累计制糖比为48.96%，较去年同期的45.93%增加了3.03%；累计产乙醇330.71亿升，较去年同期的285.35亿升增加了45.36亿升，同比增幅达15.90%；累计产糖量为4224.5万吨，较去年同期的3358.3万吨增加了866.2万吨，同比增幅达25.80%。
- 据外媒3月20日报道，市场机构hEDGEpoint Global Markets在其最新预计中，将2024/25榨季巴西中南部甘蔗产量预测值从6.15亿吨下调至6.058亿吨。
- 市场机构Datagro3月6日在一份报告中表示，受降雨量不足影响，预计2024/25榨季巴西中南部地区的甘蔗产量将同比减少9.8%，至5.92亿吨；甘蔗单产将从上一榨季的88.3吨/公顷降至78.8吨/公顷；糖产量将较2023/24榨季的4250万吨，减少4.8%至4045万吨；乙醇产量预计将较上一榨季下降9.3%，降至304.2亿升（包括玉米乙醇）。

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）

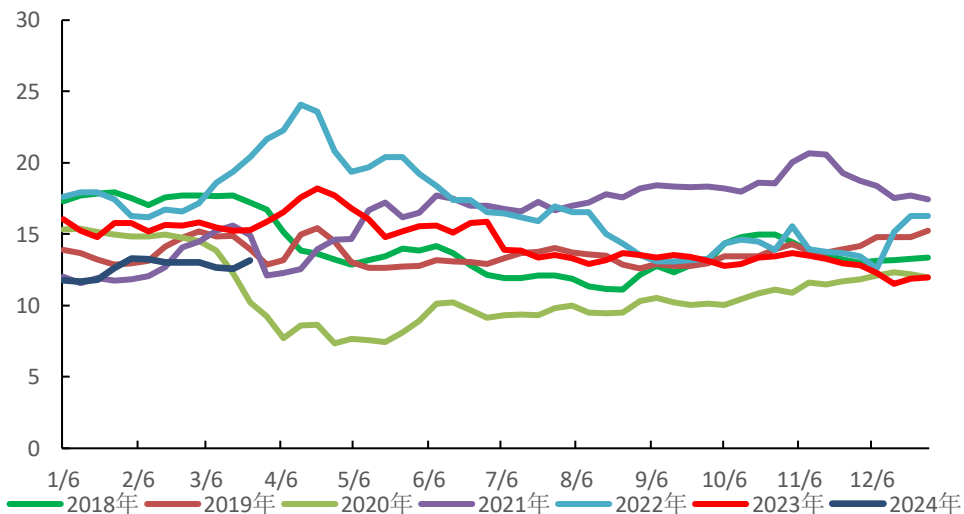
巴西中南部历年糖产量（百万吨）



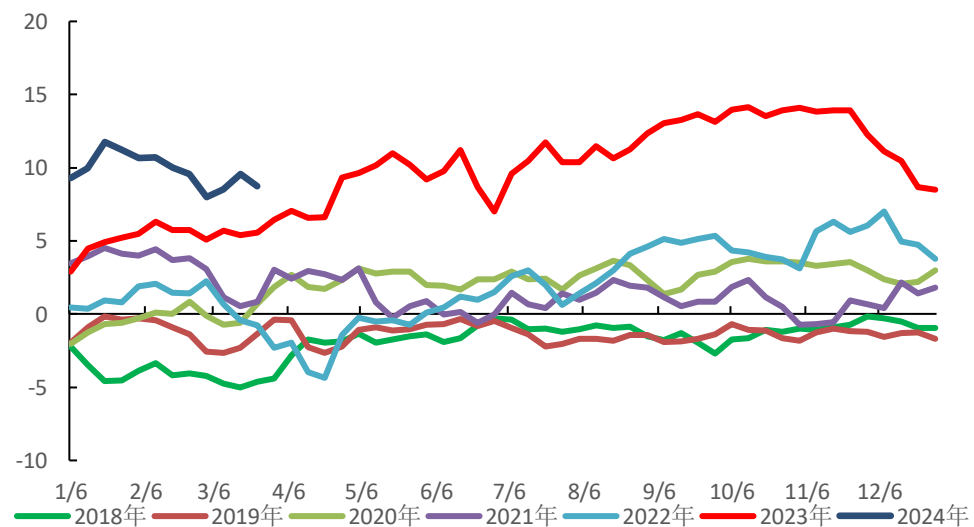
巴西乙醇对原糖价格形成长期压力

- 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。23/24榨季巴西中南部糖厂制糖比创历史新高，从目前趋势看，下榨季制糖比有望持续维持高位。

巴西乙醇折糖价（美分/磅）



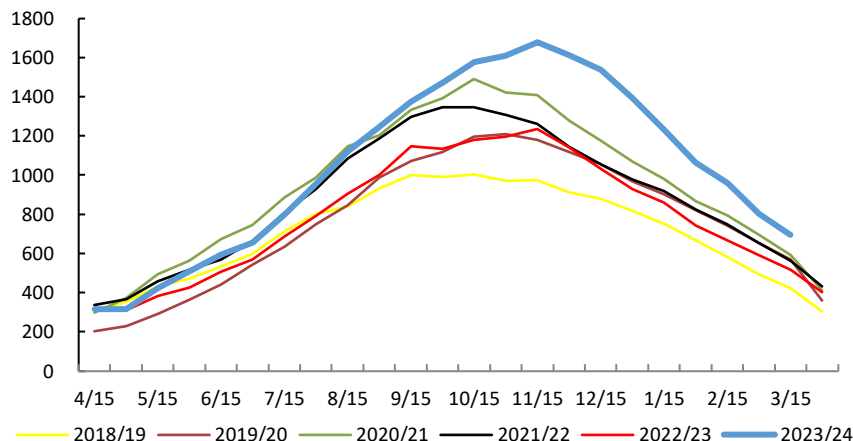
原糖-乙醇价差（美分/磅）



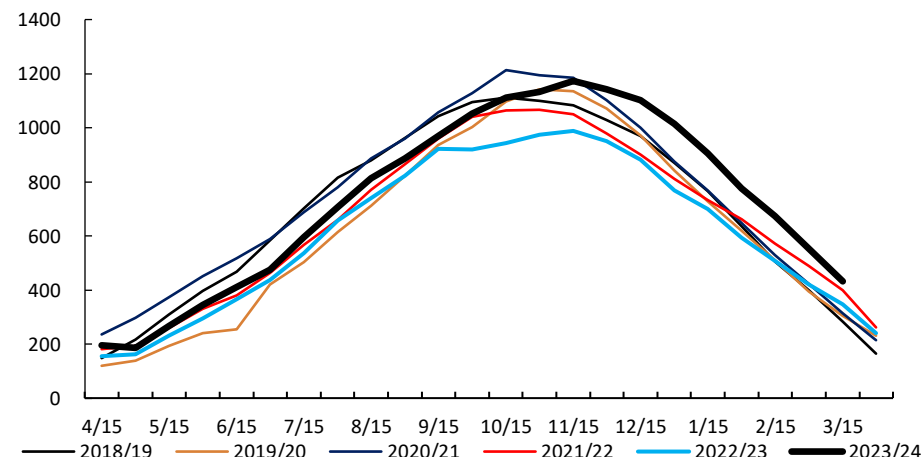
关注巴西去库速度，注意乙醇销售有所改善

- 关注巴西糖和乙醇去库速度。目前糖和乙醇库存偏高

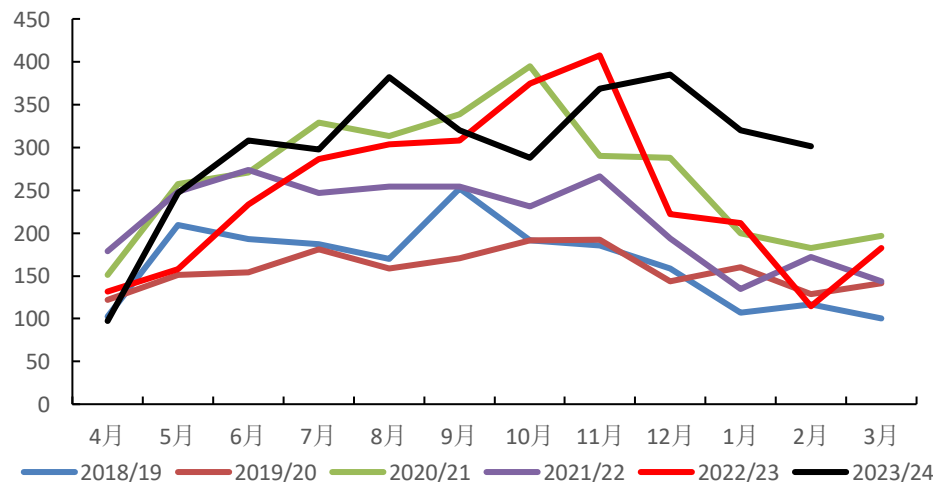
巴西糖库存（万吨）



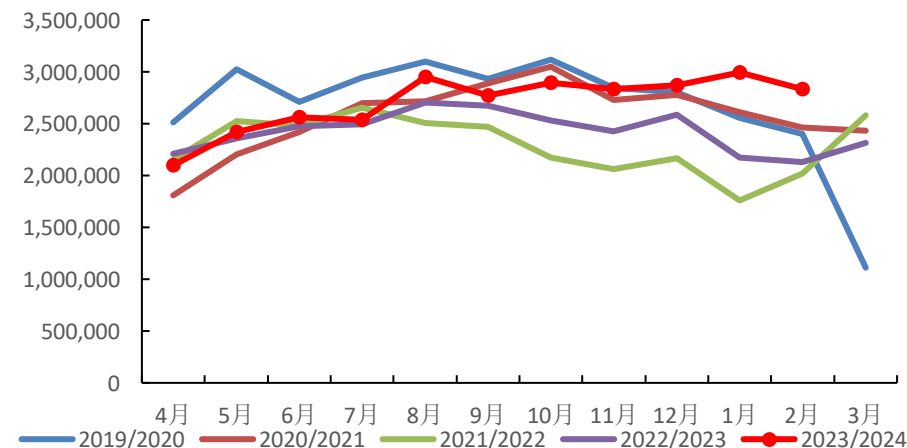
巴西乙醇库存（万立方米）



巴西累计食糖出口（万吨）



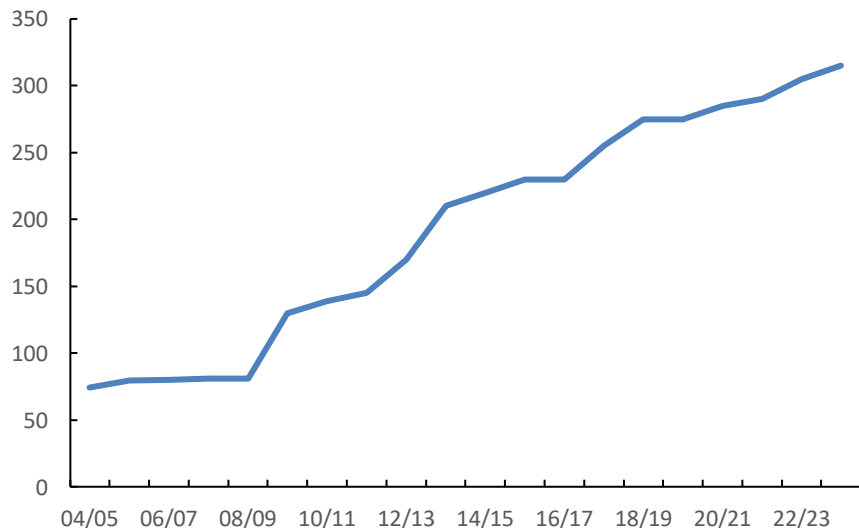
巴西中南部乙醇单月销售（立方米）



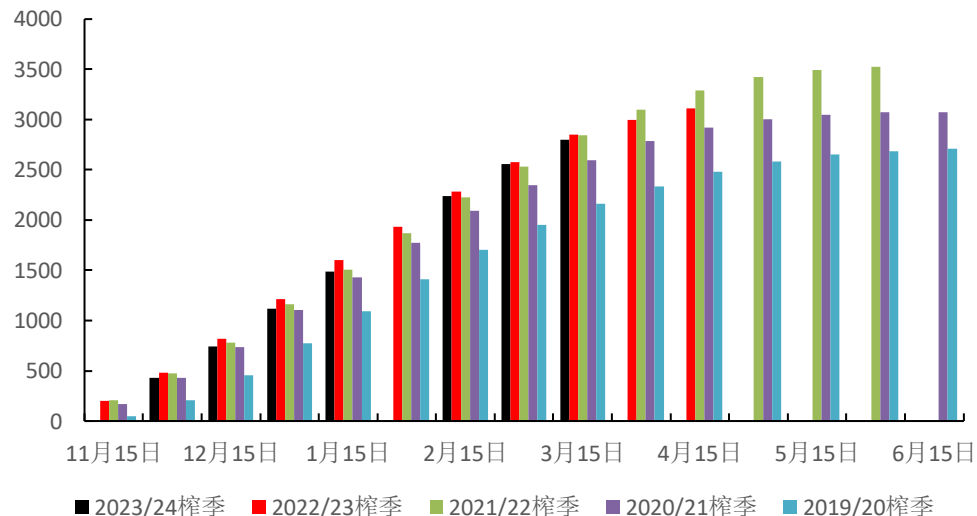
来自印度的变量

- 据印度糖厂联合会（NFCSF）公布的最新数据，2023/24榨季截至3月15日，印度尚有371家糖厂在生产，同比增加72家；甘蔗入榨量为2.78亿吨，同比下降0.12亿吨，降幅4.45%；产糖量为2799万吨，同比下降48万吨，降幅1.71%；全国平均产糖率为9.95%，同比增加0.19%。其中，马邦产糖1004.5万吨；北方邦产糖885.5万吨。
- 印度糖和生物能源制造商协会（ISMA）于3月13日发布的新闻稿中表示，受马邦和卡邦甘蔗产量高于此前预期的影响，预计2023/24榨季印度食糖总产量为3400万吨（未分流糖制乙醇），较此前预测的3305万吨上调95万吨。

印度甘蔗最低收购价（FRP，卢比/100公斤）



印度累计糖产量（万吨）

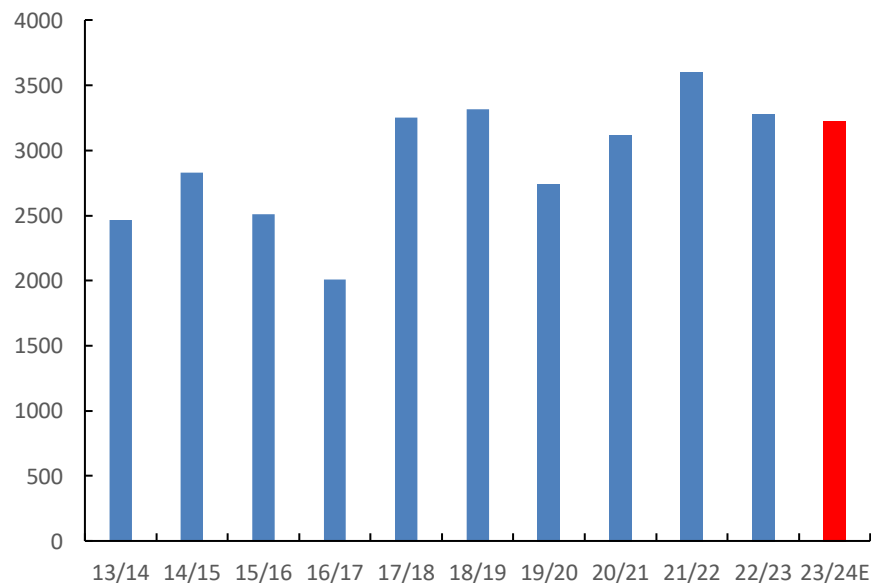


资料来源：ISMA，申万期货研究所

来自印度的变量

- 据外媒3月6日报道，印度糖和生物能源制造商协会 (ISMA) 主席Mandava Prabhakar Rao在迪拜全球糖业会议上表示，预计2024/25榨季马邦和卡邦的甘蔗种植面积将下降。

印度榨季糖产量（万吨）



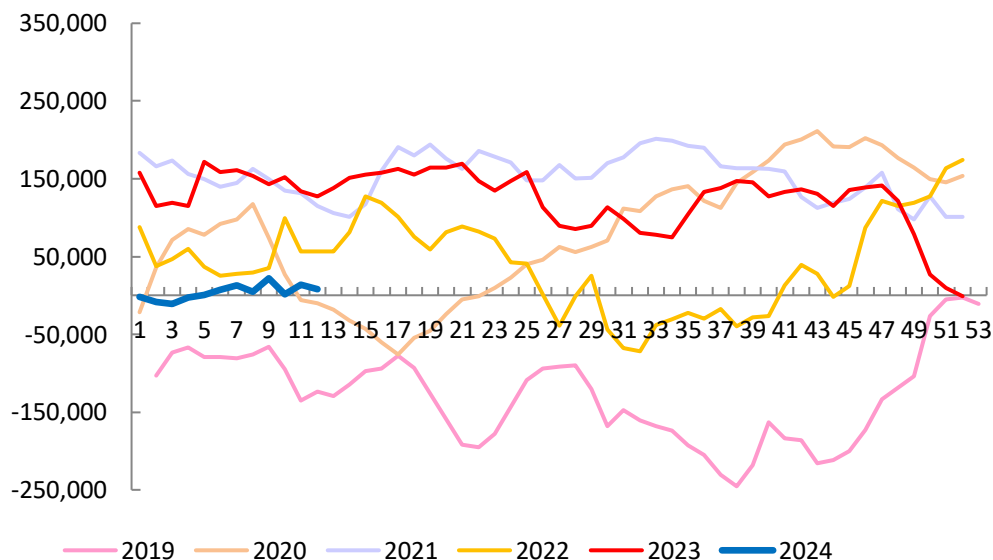
其他地区糖产量存在不确定性

- 2023/24榨季截至3月20日，泰国累计甘蔗入榨量为8147万吨，较去年同期的9288万吨下降1141万吨，降幅约12%；产糖率为10.65%，较去年同期的11.68%下降约1%；产糖量为868万吨，较去年同期的1086万吨下降217万吨，降幅约20%。
- 据乌克兰官员3月28日透露，乌克兰中部Poltava地区已经开始今年的甜菜播种工作，同比提前两周，截至目前已经播种了10000公顷。乌克兰农业部表示，预期2024年糖用甜菜播种面积将从2023年的213000公顷增至281000公顷。
- 法国大型食糖生产商Tereos的首席执行官Olivier Leducq3月7日在迪拜糖业会议上表示，尽管糖价很高，但欧盟2024/25榨季甜菜种植面积可能仅微增2%~3%。在面临乌克兰糖进口激增之际，欧洲农户今年春天不愿意增加甜菜种植面积，以免遭遇价格下跌局面。乌克兰糖生产商Astarta首席商务官Viacheslav Chuk表示，预计乌克兰2024/25榨季糖产量将增至200万吨，为近七年来最高水平，高于2023/24榨季的180万吨。他称，目前甜菜收购价格具有吸引力，但预计今年该国甜菜种植面积将仅增加约1%。

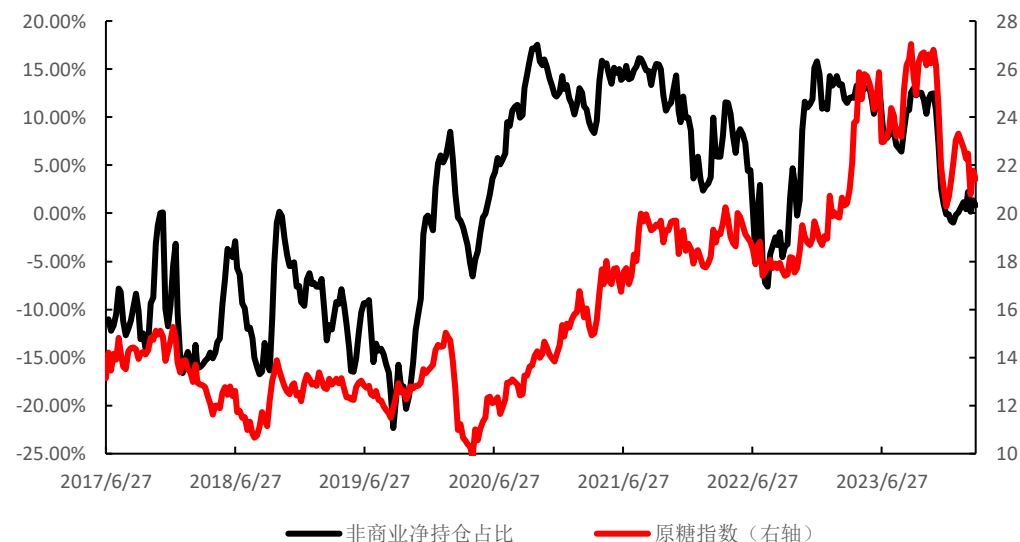
关注基金持仓的变化

- 历史上看，原糖价格与基金持仓高度正相关。随着1季度糖价下跌，基金净持仓大幅下降。

CFTC非商业净多（手）



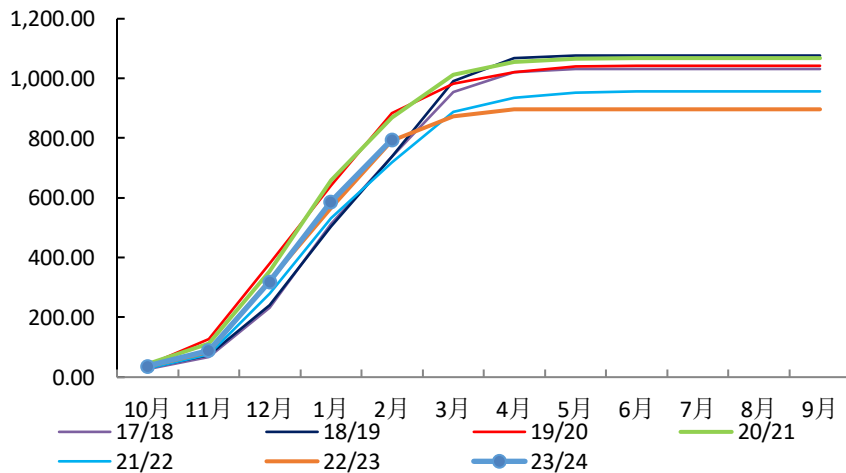
非商业净多持仓占比与原糖价格（%，美分/磅）



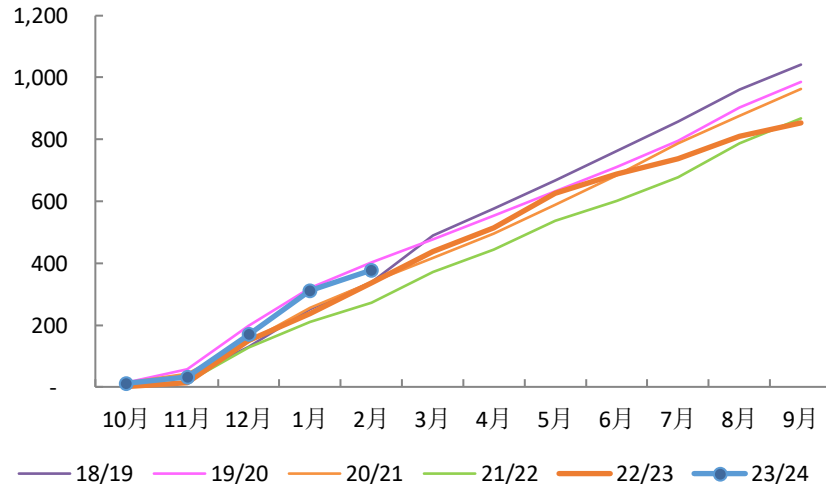
2023/24榨季出现增产

- 截至2月底，2023/24年制糖期甜菜糖厂已全部停机，甘蔗糖厂已有收榨。本制糖期全国共生产食糖794.79万吨，同比增加3.48万吨。全国累计销售食糖377.85万吨，同比增加41.37万吨；累计销糖率47.54%，同比加快5个百分点。

中国工业产量（万吨）



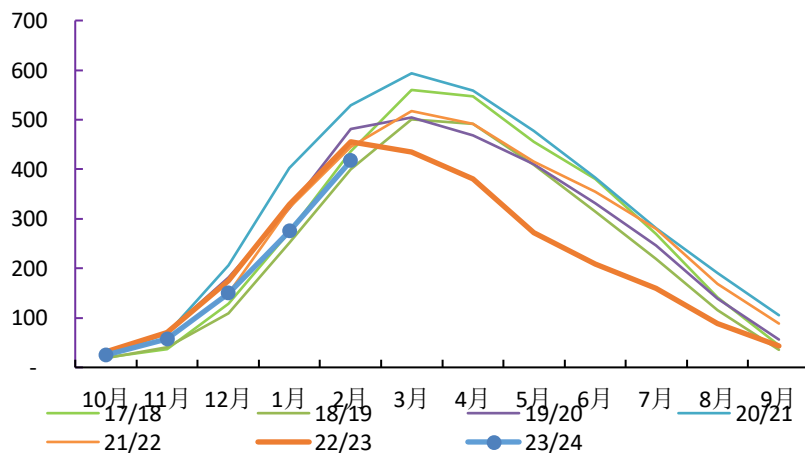
中国工业销量（万吨）



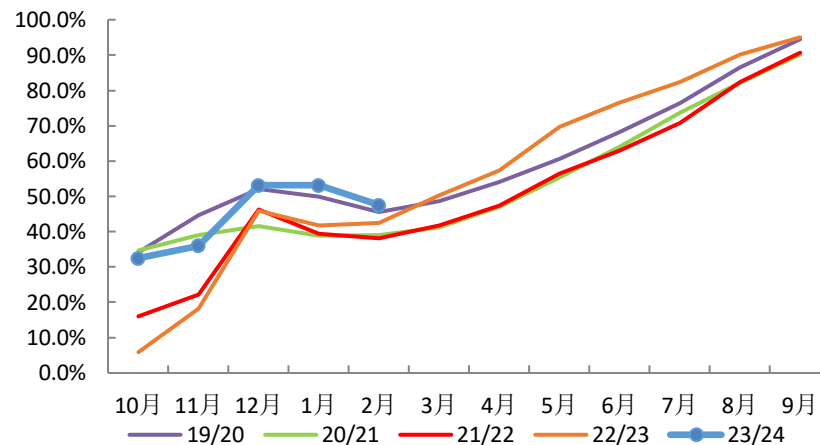
2023/24榨季出现增产

- 随着糖价的上涨，农民种植收益的增加，2023/24榨季食糖出现增产，2024/25榨季产量有望继续增加。

中国工业库存（万吨）



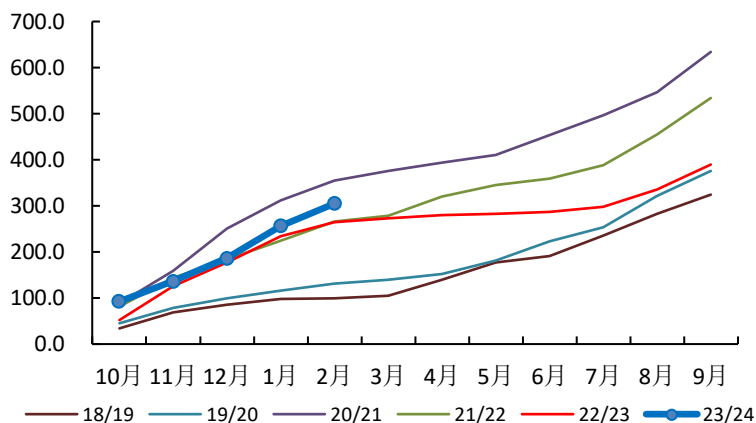
中国糖产销率（%）



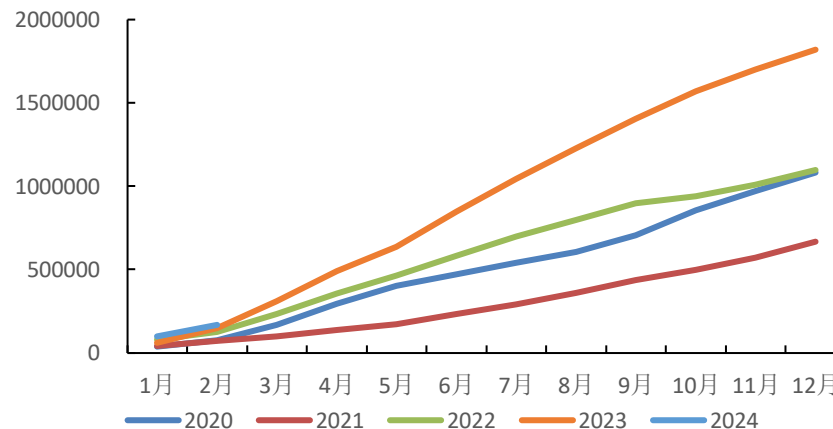
国内进口同比增加

- 海关总署公布数据显示，2024年1月份、2月份我国进口糖分别为70万吨、49万吨，同比上年同期分别增长22.6%、58.8%；1-2月份我国累计进口糖119万吨，同比增长35.4%。2023年10-12月份我国进口食糖数量分别为92万吨、44万吨及50万吨。2023/24榨季截至2月，我国进口食糖304.99万吨，同比增加39.79万吨，增幅15%。
- 2024年1-2月我国进口糖浆和预拌粉16.83万吨，同比增加2.01万吨。

国内月度糖进口（万吨）



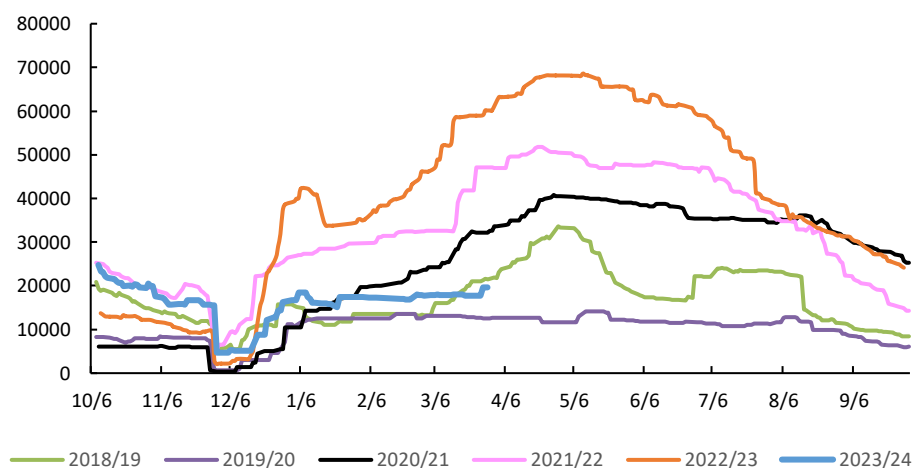
国内月度糖浆进口（吨）



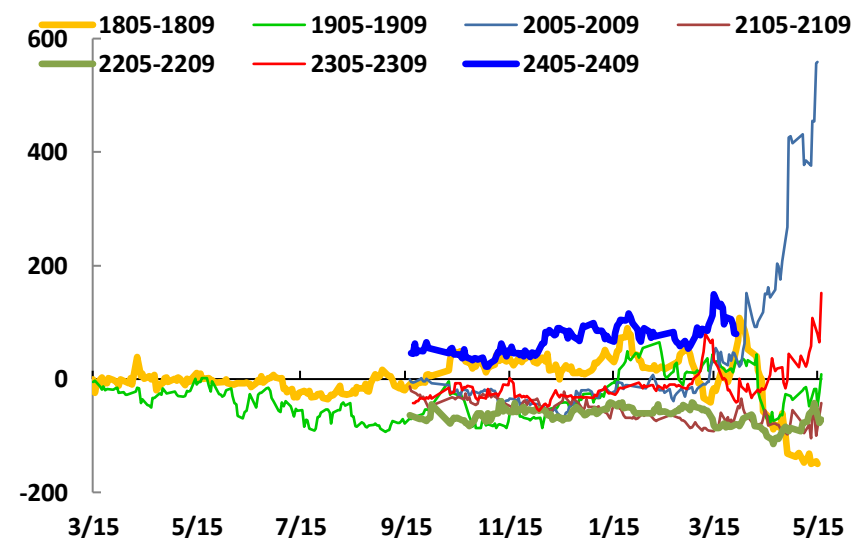
月差套利的转变

- 2023/24榨季仓单加有效预报出现增加，目前总体仓单量为过去几年相对低位。
- 未来关注仓单数量以及对5-9、9-1价差的影响。

仓单+有效预报（张，10吨）

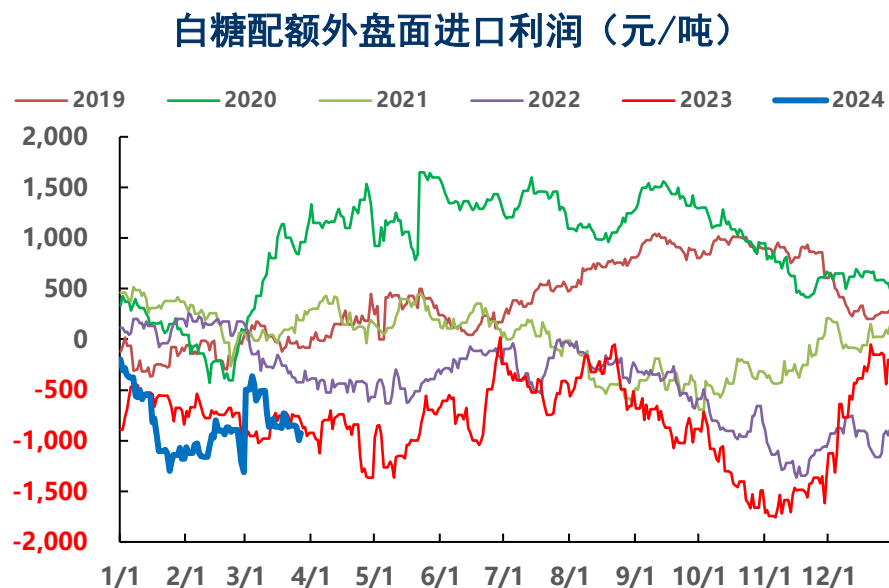


白糖5-9月差（元/吨）



23/24榨季国内进口继续倒挂，但程度有所下降

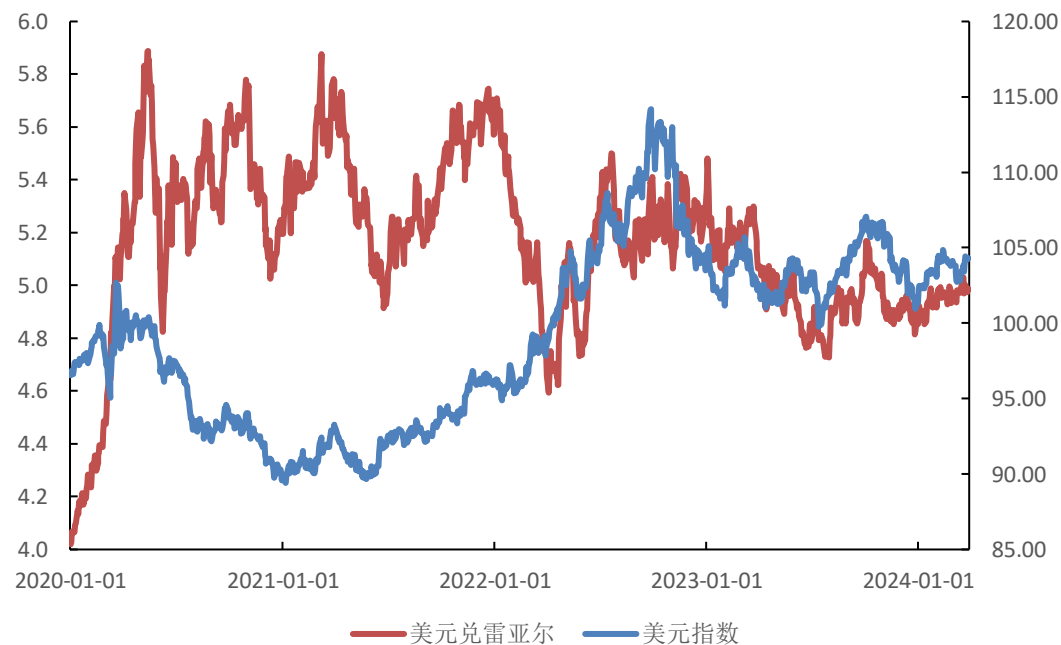
- 回顾历史，当进口贸易流基本畅通时，国内进口利润一般在0至小幅亏损之间波动。而当国内糖价达到配额内进口成本的时候则会形成强支撑。



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。
- 美联储偏鸽派同样将对糖价有利。

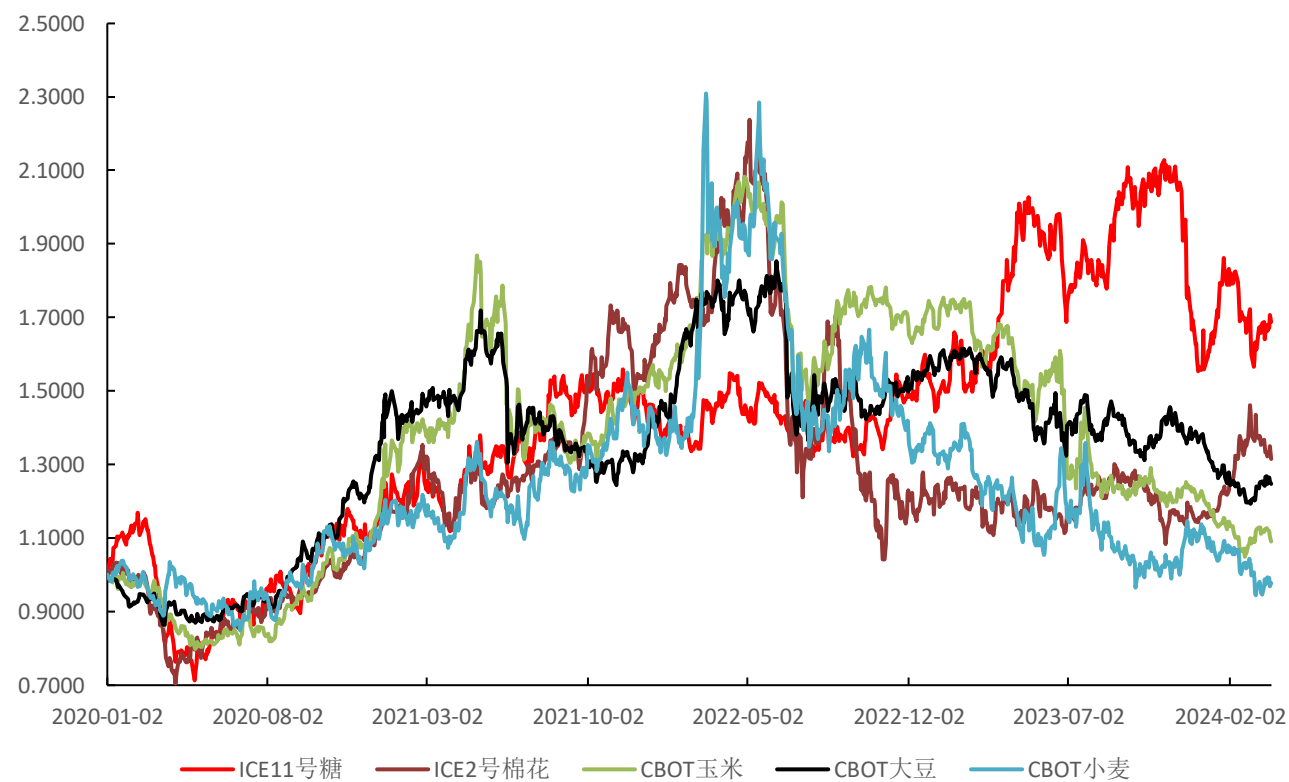
美元与雷亚尔汇率



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，11月底之后，随着巴西压榨超预期叠加印度政策变动，糖价出现快速下跌。
- 2024年1季度巴西基本处于停榨期，北半球几大主产区产量同比下降或者不及预期，因而国内外糖价震荡为主。
- 当前国内糖价进口的倒挂基本消除，但进口成本依然对糖价形成支撑。
- 关注印度政策、巴西新榨季开榨、2季度天气对糖料的影响。

风险点提示：

- 宏观波动风险。美联储若超预期降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。

二季度白糖期货操作建议

套利操作

- ❖ SR2405-SR2409差反套
- ❖ 100-120附近可做扩大

单边操作

- ❖ 白糖2405或2409逢高做空，价格区间5800至6600

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。

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出现扩大，因此上游企业买入平值或略实值的看跌期权成本将会增加，糖厂可以等待白糖波动率下降后买入看跌期权套保。
- 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，目前白糖的波动率出现扩大，因此下游企业买入平值或略虚值的看涨期权成本较高，企业可以等待白糖波动率下降后买入看涨期权套保。
- 当前白糖期货反弹，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。