

昔看黄菊与君别，旧好重修终不迟

——2023年9月白糖市场展望

2023/9月报

2023年8月30日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

农产品研究组

李伟 首席分析师

从业/投资咨询证号:

F0283072/Z0010384

何濛 分析师

从业/投资咨询证号:

F3033829/Z0014543

电话: 0551-62839067

Email: tzzx@haqh.com

网址: www.haqh.com

华安期货温馨提示:

学期货，明规则

识风险，保权益

要点提示:

1. 供给偏紧定势，低库存支撑高糖价
2. 进口略有改善，关注到港船期兑现
3. 代糖增长明显，替代作用并不显著
4. 巴西丰产有卖压，泰国印度产量调减。

市场展望与投资策略:

短期来看，糖价高位运行仍是主逻辑，在12月之前国内糖源供给仍然较为有限，进入9月之后市场交易重心也将由国内低库存向高企的加工糖成本转变，内外盘联动性将增强。预期9月郑糖主力合约价格在高位运行的原糖市场支撑下维持高位震荡走势，短期供应增强会对2401有一定压力，但支撑力量较大，预计区间为6700-7100。

关注国内到港船期兑现和进口成本，国际市场关注主产国天气。

投资策略:

套利建议——试多1-3反套或者1-5反套，注意止盈和止损；

风险因素：主产国天气变化；抛储政策。

目录

一、行情回顾.....	1
二、基本面分析.....	1
1 产销：供给偏紧定势，低库存支撑高糖价.....	1
2 进口：千呼万唤始出来，犹抱琵琶半遮面.....	2
3 价差：外强内弱或持续，现强期弱或改善.....	3
4 代糖：确有欣欣向荣之势，可惜独木难支.....	3
4 巴西：大鹏一日同风起，扶摇直上九万里.....	4
5 泰国&印度：昨夜风疏雨骤，浓睡不消残酒.....	6
6.1 套利分析.....	8
6.1.1 白糖基差趋势或收敛，历史波动率处低位.....	8
6.1.2 跨期套利：试多 1-3 反套或者 1-5 反套（卖近买远）.....	8
三、市场展望与投资策略.....	10
免责声明.....	11

图表目录

图表 1：期货收盘价(活跃)：白糖（元/吨）.....	1
图表 2：期货收盘价(活跃)：NYBOT11 号糖（美分/磅）.....	1
图表 3：食糖：工业库存：全国（万吨）.....	2
图表 4：产区累计销糖（元/吨）.....	2
图表 5：榨季进口（万吨）.....	2
图表 6：榨季累计进口（万吨）.....	2
图表 7：白糖基差（元/吨）.....	3
图表 8：进口糖利润（元/吨）.....	3
图表 9：进口糖浆及预混粉：当月值（万吨）.....	4
图表 10：F55 与白糖现货价差（元/吨）.....	4
图表 11：巴西中南部双周产糖（万吨）.....	5
图表 12：巴西中南部双周累计产糖（万吨）.....	5
图表 13：巴西中南部双周甘蔗压榨（万吨）.....	5
图表 14：巴西中南部双周乙醇产量（亿升）.....	5
图表 15：巴西中南部双周制糖比.....	5
图表 16：巴西双周食糖库存（万吨）.....	5
图表 17：运费：巴西糖（元/吨）.....	6
图表 18：现货升贴水：原糖：巴西（美分/磅）.....	6
图表 19：8.28 日全球海温距平.....	6
图表 20：海洋尼诺指数（NINO3.4）.....	6
图表 21：泰国月度出口（万吨）.....	7
图表 22：泰国原糖月度出口均价（美元/吨）.....	7
图表 23：印度双周产糖（万吨）.....	7
图表 24：印度食糖月度出口量（万吨）.....	7
图表 25：印度甘蔗种植面积（万公顷）.....	8
图表 26：印度和孟加拉湾平均 OLR.....	8
图表 27：白糖基差（元/吨）.....	8

图表 28: 白糖主力合约历史波动率 (1M)	8
图表 29: SR2401-SR2403 价差 (元/吨)	9
图表 30: SR2401-SR2405 价差 (元/吨)	9

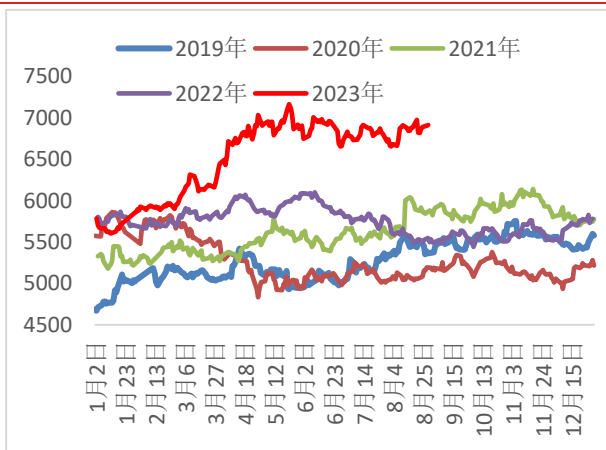
研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用,不构成任何投资建议。

一、行情回顾

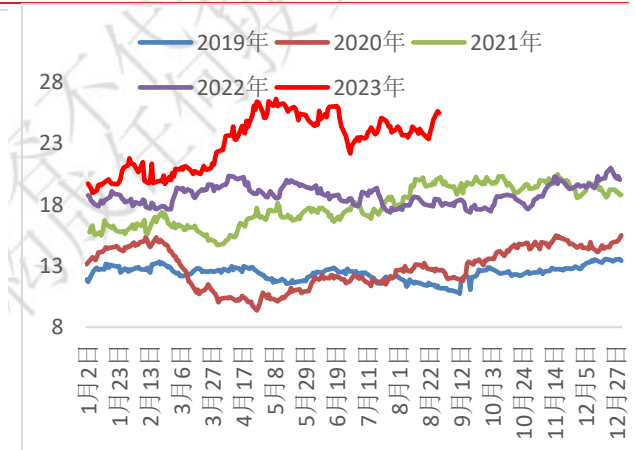
夏季是传统的白糖销售旺季，但是在 8 月之前，不佳的销售数据使得主力合约期货价回调。进入 8 月后随着双节备货的来临，需求拉动下成交量有所提振，走货改善明显，甚至有厂商出现超卖优级糖的情况，低库存、需求拉动和期现回归共同拉涨主力合约价格至 7013 的高点。但是由于高糖价也促使新榨季糖厂开始套保，进口糖供给改善，以及甜菜糖仓单贴水问题，主力合约冲高回落。本月下旬，印度有消息称将禁止下榨季食糖出口，郑糖跟随外盘上涨。

ICE 原糖 8 月也走出“先抑后扬”行情，在国际市场基本面趋紧的情况下，市场交易的重点在于供给，月初巴西丰产供应充足，卖压占据上风，但巴西下旬公布的上半月压榨数据不及市场预期，叠加下榨季印度或将禁止出口的消息，外盘走出上扬行情。

图表 1: 期货收盘价(活跃):白糖(元/吨)



图表 2: 期货收盘价(活跃):NYBOT11 号糖(美分/磅)



数据来源: 同花顺iFinD; 华安期货研究所

二、基本面分析

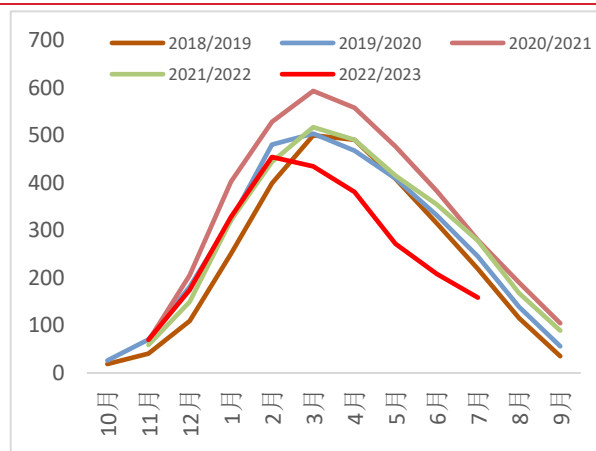
1 产销: 供给偏紧定势, 低库存支撑高糖价

截止 2023 年 7 月底, 2022/23 年制糖期(以下简称本制糖期)食糖生产已全部结束, 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, 减产事实落定, 偏紧供给格局将一直延续至本榨季结束。7 月份单月销糖 50 万吨, 同比减少 26 万吨, 全国累计销售食糖 738 万吨, 同比增加 62 万吨; 累计销糖率 82.3%, 同比加快 11.5 个百分点, 工业库存 159 万吨, 同比减少 120 万吨。

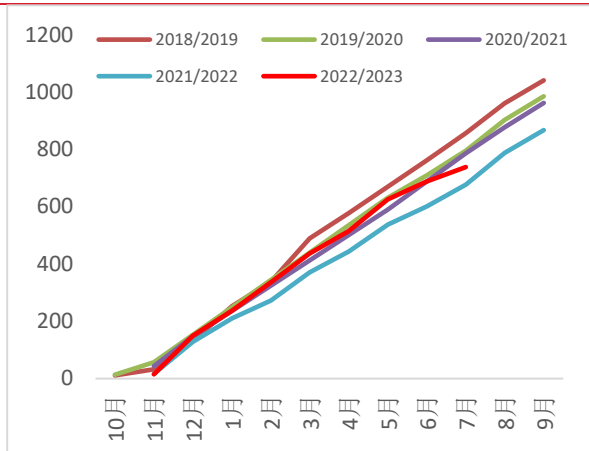
偏紧的供给基本面下, 现货商占据主动, 下游采购随采随用, 持续的低库存是现货企业挺价的主要原因。在进入双节备货期的 8 月, 陆续有厂商清库, 现货跟随期货提价维持着较高的基差, 预期 8 月销糖数据要好于 7 月。此外, 随着库

存的见底，或有厂商出现惜售的情况。整体来看，预期良好的 8 月销糖数据以及持续降低的工业库存都将维持着偏紧的供给，国内白糖价格或持续高位运行。

图表 3: 食糖:工业库存:全国(万吨)



图表 4: 产区累计销糖(元/吨)



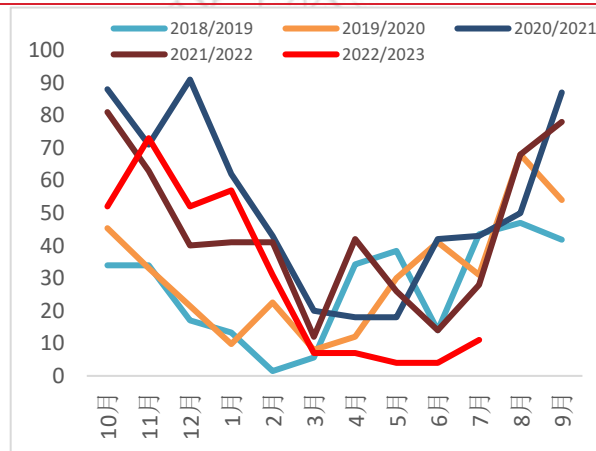
数据来源: 云南糖网; 华安期货研究所

2 进口: 千呼万唤始出来, 犹抱琵琶半遮面

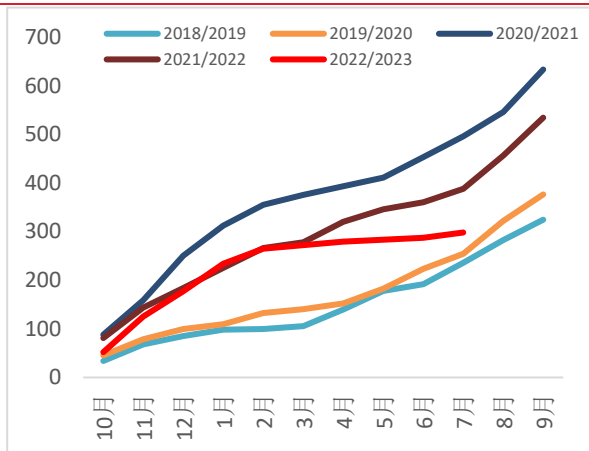
2023 年 7 月我国进口食糖 11 万吨, 同比减少 17.1 万吨, 降幅 68.85%。1-7 月累计进口食糖 120.66 万吨, 同比减少 83.79 万吨, 降幅 40.98%。相比本年度 3 月至 6 月, 进口略有改善。根据巴西船报消息, 8 至 9 月份中国港口将预报到港 100 万吨食糖, 届时会对供给带来一定的压力, 现货和 2401 价格也将承压, 需要持续关注到港船期的兑现情况。我国食糖进口改善的主要原因是巴西丰产打压 ICE 原糖价格, 此外巴西累库偏高, 开始贴水销糖。

需要注意的是, 即使进口糖源有改善, 国内本榨季以及下榨季仍然维持偏紧的供需, 每年 600 万左右的供需缺口需要从国际糖市进口, 但是亏损的进口糖利润压制国内厂商进口, 且较高的加工糖糖价也会对国内期货价进行锚定。

图表 5: 榨季进口(万吨)



图表 6: 榨季累计进口(万吨)



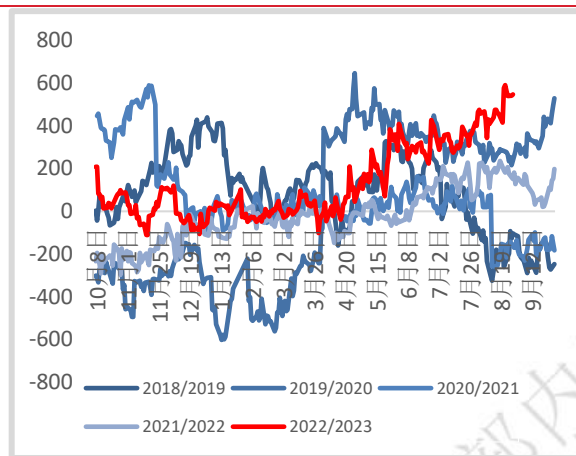
数据来源: 海关总署; 华安期货研究所

3 价差：外强内弱或持续，现强期弱或改善

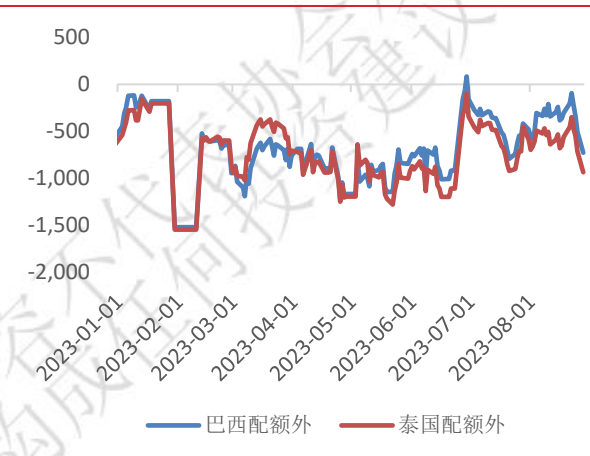
八月内盘和外盘维持外强内弱格局，各自交易自身基本面。低库存、消费回升支撑内盘价格修复，巴西丰产和北半球产糖国家天气忧虑是外盘交易的重点。需要关注的是，在库存见底之后，一直到新榨季大量糖源上市之前，国内白糖交易重心也将转移到原糖进口成本，内外盘联动性开始增强，但由于各自基本面问题，或将维持外强内弱格局。

期现基差上，偏紧供给下现货厂商有意维持较高基差水平，厂商或将出现惜售的情况，但是随着进口糖源的陆续到港，以及国内可能提前开榨，在供给出现好转的情况下基差或将走弱。

图表 7：白糖基差（元/吨）



图表 8：进口糖利润（元/吨）



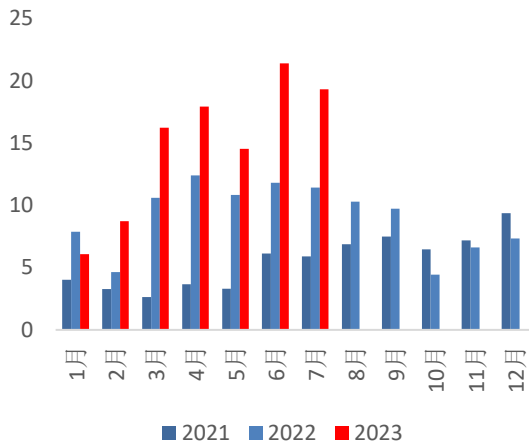
数据来源：iFinD；广西糖网；华安期货研究所

4 代糖：确有欣欣向荣之势，可惜独木难支

7月我国进口糖浆及预拌粉 19.33 万吨（指的是以下三类进口食糖的集合，分别是甘蔗糖或甜菜糖水溶液(17029011)，甘蔗糖、甜菜糖与其他糖的简单固体混合物，蔗糖含量超过 50%(17029012)，其他固体糖及未加香料或着色剂的糖浆，人造蜜及焦糖(17029090)，以下简称糖浆)，同比增加 7.9 万吨，1-7 月累计进口 104.23 万吨，同比增加了 34.62 万吨，涨幅 49.73%。

糖浆进口零关税，低价格很受中小厂商青睐，山东等地部分厂商陆续使用糖浆。但是由于糖浆保质期较短，使用需要二次加工等问题，且中大型厂商转换成本较高，糖浆仅能替代小部分用糖需求。虽然糖浆进口增长显著，但糖浆进口量换算为白糖可使用量后，其替代作用并不明显。高糖价对以玉米为原料的果葡糖浆的拉升作用并不明显，两者虽作为互补品，但由于使用习惯、生产工艺、口味差异等问题，替代作用并不显著。

图表 9：进口糖浆及预混粉：当月值（万吨）



图表 10：F55 与白糖现货价差（元/吨）



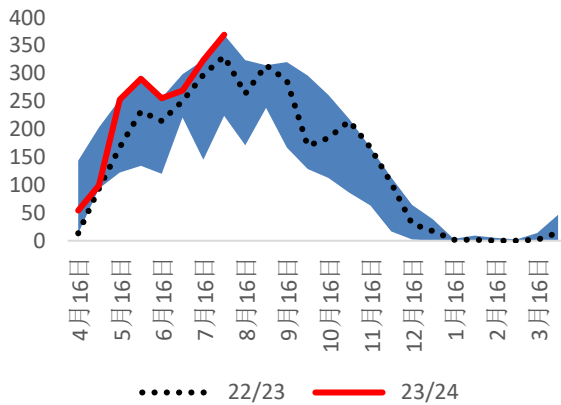
数据来源：海关总署；我的农产品网；广西糖网；华安期货研究所

4 巴西：大鹏一日同风起，扶摇直上九万里

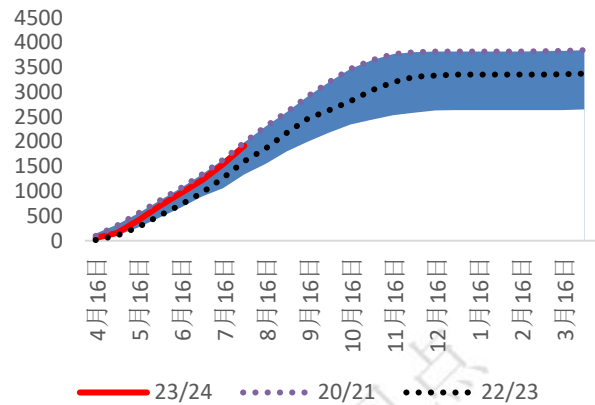
在经历了三年拉尼娜之后，今年巴西的降雨终于回归正常，在拔节期时迎来了大量降水，且压榨时天气也较为干燥，23/24 榨季迎来丰收。8 月上半月巴西中南部地区累计压榨甘蔗 4787.1 万吨，同比增加 23.38%；产糖 345.6 万吨，同比增加 31.22%；乙醇产量同比增加 16.43%，至 23.46 亿升；糖厂使用 50.77% 的甘蔗比例产糖，上榨季同期为 49.23%。累计 261 家糖厂开榨，同比增加 2 家；累计压榨甘蔗 3.60046 亿吨，同比增加 11.65%；累计产糖 2267.6 万吨，同比增加 21.69%；累计产乙醇 167.88 亿升，同比增加 6.84%；糖厂使用 48.93% 的甘蔗比例产糖，上榨季同期为 51.07%。

巴西双周压榨量，双周产糖量，制糖比例均来到了历史高位，但是榨季累计产糖量受 ATR（含糖率）拖累却不及历史最高的 20/21 榨季，主要原因是压榨糖厂担心不良天气提前收榨，以及收割前的降雨影响出糖。预期 9 月巴西中南部仍有降雨，将影响收榨，且不排除巴西 ATR 含糖量进一步下调的可能。

图表 11: 巴西中南部双周产糖 (万吨)

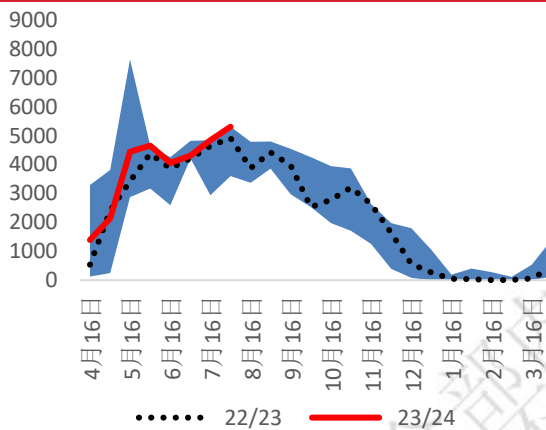


图表 12: 巴西中南部双周累计产糖 (万吨)

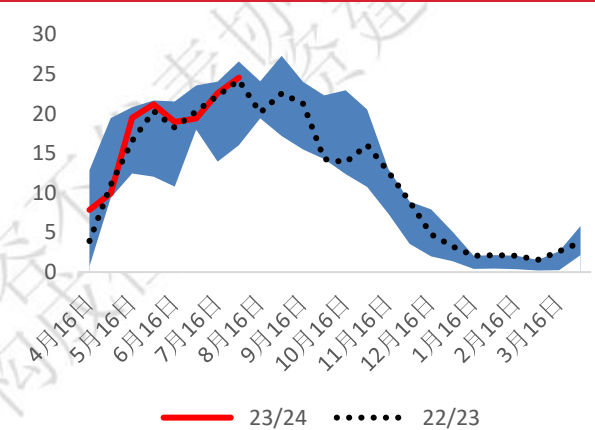


数据来源: 巴西甘蔗行业协会; 华安期货研究所

图表 13: 巴西中南部双周甘蔗压榨 (万吨)

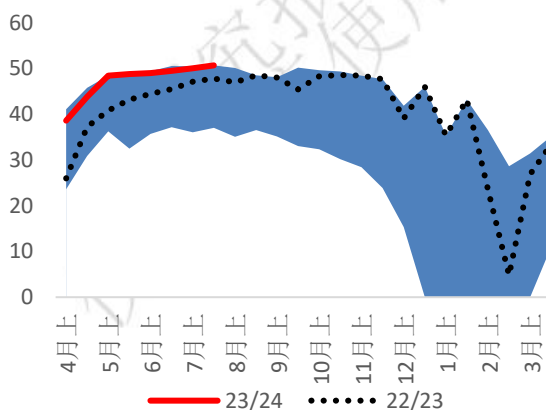


图表 14: 巴西中南部双周乙醇产量 (亿升)

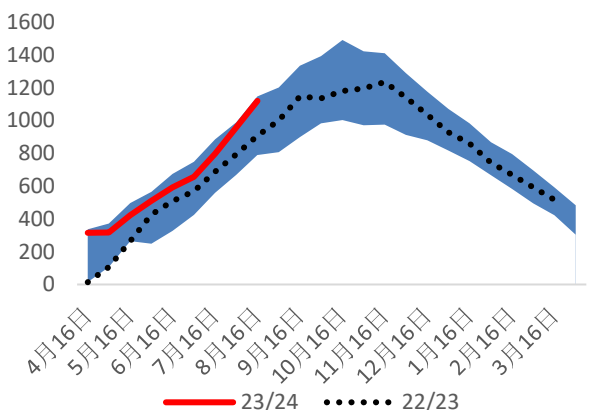


数据来源: 巴西甘蔗行业协会; 华安期货研究所

图表 15: 巴西中南部双周制糖比



图表 16: 巴西双周食糖库存 (万吨)

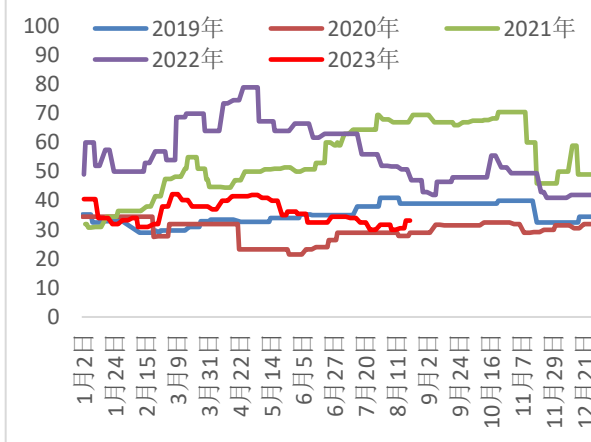


数据来源: 巴西甘蔗行业协会; 华安期货研究所

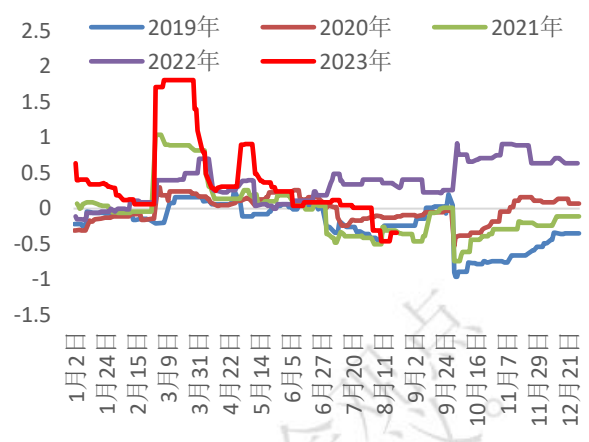
当前巴西贸易流较为宽松, 港口暂无堵港现象, 运费同样处于较低水平, 此外巴西累库加快, 现货开始贴水销售。按照往常情况, 巴西高峰压榨一般将持续到十月份, 库存累库至十一月份, 贴水销售将至少持续北半球新榨季开始, 即十月

份，短期来看充分的巴西糖供应对国际糖市有一定压制作用。

图表 17: 运费:巴西糖 (元/吨)



图表 18: 现货升贴水:原糖:巴西 (美分/磅)

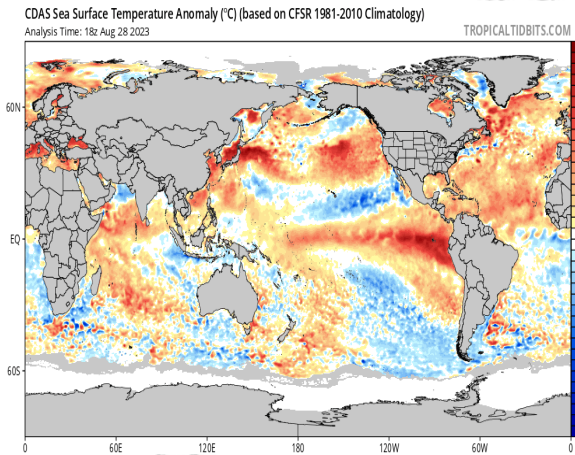


数据来源: 广西糖网; iFinD; 华安期货研究所

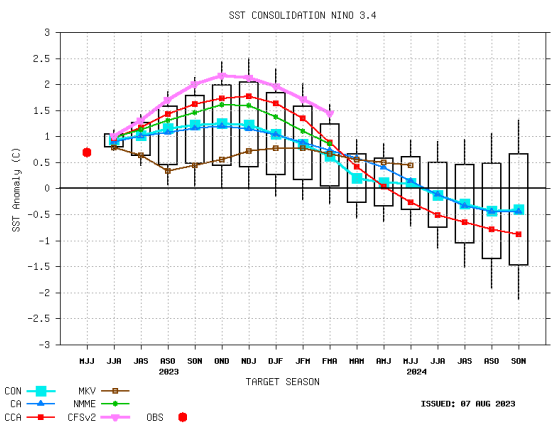
5 泰国&印度: 昨夜风疏雨骤, 浓睡不消残酒

国际糖业组织 (ISO) 8 月首次预估 2023/24 年度 (10 月-次年 9 月) 全球糖市场缺口为 212 万吨, 以及将 2022/23 年度的糖市过剩预估下修至 49.30 万吨, 之前预估过剩 85 万吨。受异常天气厄尔尼诺影响, 市场对印度和泰国下榨季食糖产量预估均调减。

图表 19: 8.28 日全球海温距平



图表 20: 海洋尼诺指数 (NINO3.4)



数据来源: Tropicaltidbits; NOAA; 华安期货研究所

厄尔尼诺将显著降低太平洋西岸的印度和泰国蔗区降雨量。泰国 7 月之后甘蔗进入拔节生长期, 需要大量降水, 而泰国灌溉主要依靠自然降水, 降水不足将显著影响 23/24 榨季甘蔗产量; 此外由于今年的高温干旱, 耐旱作物木薯将侵蚀甘蔗种植面积, 因此市场普遍预期泰国下榨季食糖产量和出口大概率下调。22/23 年度泰国糖产 1100 万吨, 机构对 23/24 泰国糖产最低的预估降至 800 万吨以下。

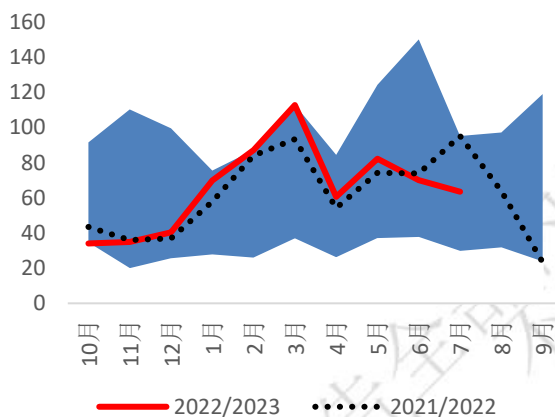
同样的, 印度最大产糖邦马哈拉施特拉邦一些地区的降雨量比正常情况少了 20%, 卡纳塔克邦一些地区降雨减少多达 27%, 与泰国相比印度灌溉设施较为完善,

但根据印度中央水利委员会数据，该国 146 座水电站蓄水已经同比降低 21%，需要季风降水来补充水源。根据气象部门预测，印度洋季风在九月份或将继续走弱，给下榨季的印度糖产带来更多的不确定性。印度甘蔗种植面积略有提升，受限于降水不足甘蔗单产下降幅度更大，下榨季印度食糖产量预估大概率调减。

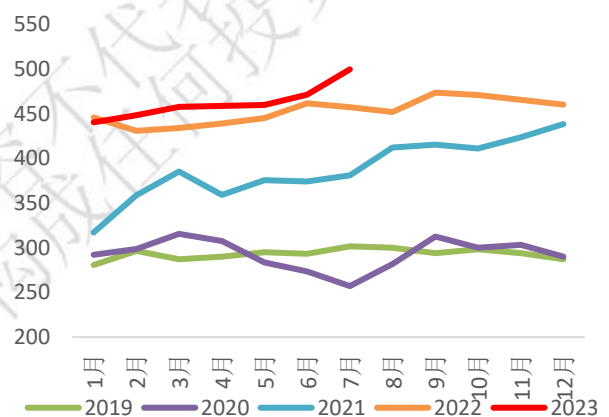
产量降低可能会促使总理莫迪政府在明年初选举前限制出口，类似于印度对大米出口实施的措施，以防止国内价格飙升。由于产量和印度出口政策的不确定性，分析机构 Tropical Research Services (TRS) 预计印度将把 2023-24 年食糖出口限制在 250 万吨，并且出口要推迟到 2024 年第一季度末期。也有政府消息人士声称，印度下榨季将禁止食糖出口。

9 月为印度季风季节的最后一个月，关注印度地区降雨情况，待季风结束后印度将统计甘蔗种植情况并确定下榨季出口政策，若印度 9 月天气异常延续，利多国际糖价。

图表 21: 泰国月度出口 (万吨)

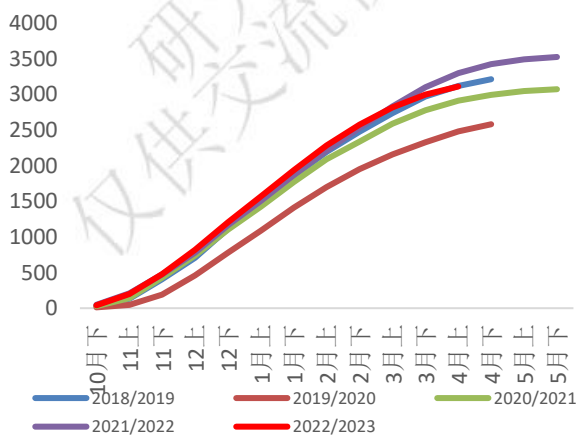


图表 22: 泰国原糖月度出口均价 (美元/吨)

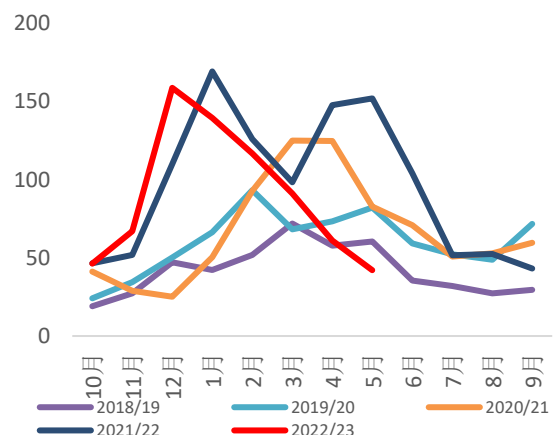


数据来源: 泰国外贸部; 华安期货研究所

图表 23: 印度双周产糖 (万吨)

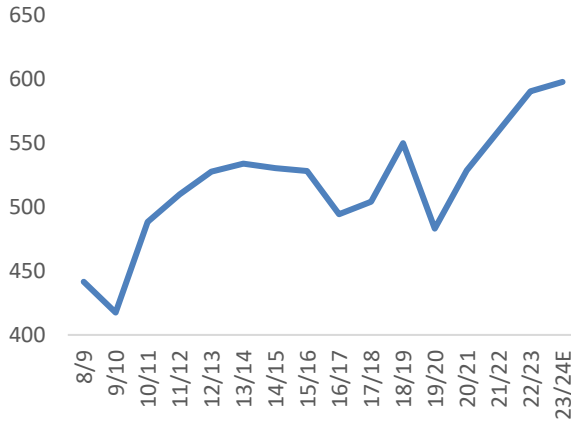


图表 24: 印度食糖月度出口量 (万吨)

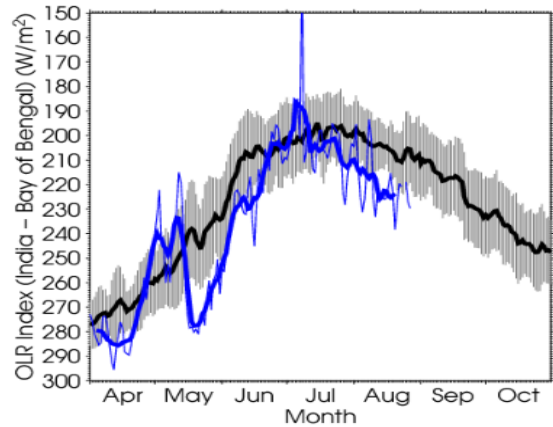


数据来源: ISMA; 印度商务部; 华安期货研究所

图表 25: 印度甘蔗种植面积 (万公顷)



图表 26: 印度和孟加拉湾平均 OLR



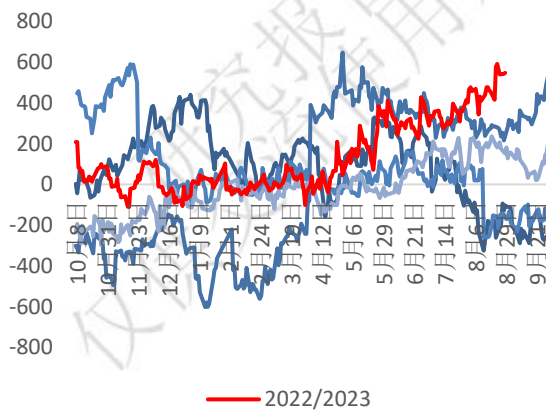
数据来源: ISMA; JMA; 华安期货研究所

6.1 套利分析

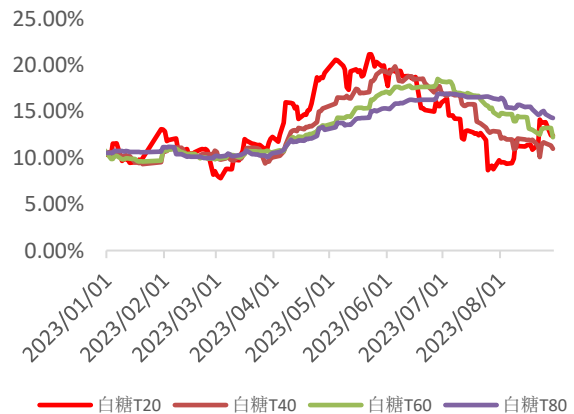
6.1.1 白糖基差趋势或收敛, 历史波动率处低位

基差方面, 截至 8 月 29 日, 现货 (白糖基准地南宁站台现货价) 与主力 2401 合约基差为 548 元/吨, 较月初走强了 147 元/吨, 处于历史同期高位, 当进口糖源的陆续到港, 以及新榨季可能提前开榨, 强基差大概率走弱, 可做空基差。波动率方面, 截至 8 月 29 日, 主力 09 合约 20 日历史波动率升至 12.39%, 较月初走强了 2.9%, 在历史百分位数中处于 44% 的位置, 为同期居中水平, 6900 平值看涨期权隐含波动率报价在 13.79%, 目前国内甘蔗生长良好, 库存见底, 市场定价主要是进口糖, 不确定性较大, 建议观望为主。

图表 27: 白糖基差 (元/吨)



图表 28: 白糖主力合约历史波动率 (1M)



数据来源: 同花顺 iFinD; 华安期货研究所

6.1.2 跨期套利: 试多 1-3 反套或者 1-5 反套 (卖近买远)

建议做空 SR2401-SR2403 套利, 当前价差为 87, 目标 20 元/吨以下, 止损区

间 130 元/吨以上；建议做空 SR2401-SR2405 套利，当前价差为 115，目标 50 元/吨以下，止损区间 150 元/吨以上。参与逻辑：（1）在供应方面，巴西船报预报 8 至 9 月份到港 100 万吨食糖，以及高糖价可能促使糖厂提前收榨，短期供应改善会对 2401 合约带来一定的压力，此外高糖价也会使得糖厂提前在主力合约上套保，主力 2401 合约承压（2）原糖市场 2310 和 2403 正向结构（远期价格更贵），而国内郑糖市场则为反向机构（近月价格更贵），远期进口成本更高，即国内市场远期价格有低估的可能。

图表 29: SR2401-SR2403 价差 (元/吨)



数据来源：文华财经；华安期货研究所

图表 30: SR2401-SR2405 价差 (元/吨)



数据来源：文华财经；华安期货研究所

三、市场展望与投资策略

短期来看，糖价高位运行仍是主逻辑，在 12 月之前国内糖源供给仍然较为有限，进入 9 月之后市场交易重心也将由国内低库存向高企的加工糖成本转变，内外盘联动性增强。预期 9 月郑糖主力合约价格在高位运行的原糖市场支撑下维持高位震荡走势，短期供应增强会对 2401 有一定压力，但支撑力量较大，预计价格区间为 6700-7100。关注国内到港船期兑现和进口成本，国际市场关注主产国天气。

投资策略：

套利建议——试多 1-3 反套或者 1-5 反套，注意止盈和止损；

风险因素：主产国天气变化；抛储政策。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。

联系我们

华安期货有限责任公司

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心超高层写字楼 40、41 层

电话：400-882-0628、62839752