

【申银万国期货】抛储等待落地 巴西缓解供应 ——6 月份白糖期货投资策略报告

2023 年 5 月 31 日

摘要：

- 前期印度、泰国产量不及预期推动原糖价格上涨，近期减产炒作有望结束。
- 巴西中南部新榨季大规模压榨，跟踪后续压榨和出口进度。
- 关注国内新季定产后疫情时代的消费复苏情况。

核心因素评定表：

分析师

徐盛 农产品高级分析师
执业编号：F3083505
投资咨询号：Z0016250
电话：021-5058 1577
邮箱：xusheng@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
宝安大厦 7、8、10 楼
邮编：200122
电话：021 5058 8811
传真：021 5058 8822
网址：www.sywgqh.com.cn

核心利多因素	影响力演化方向	评级
全球能源价格强势	趋弱	★
新榨季国内消费改善	稳定	★★★
北半球主产国减产	稳定	★★★
核心利空因素	影响力演化方向	评级
巴西开榨缓解供应压力	趋强	★★★
宏观衰退预期主导	趋强	★★★
国内糖浆进口偏大	稳定	★★

综评：原糖近月强势，郑糖逐步走强。

注：“★★★”主动推涨型因素或主动打压型因素；“★★”支撑型因素或阻力型因素；“★”背景型因素。



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

目录

一、6月份操作策略	3
1、波段操作建议	3
2、期权操作建议	3
3、套期保值操作建议	3
二、行情分析	4
1、关键数据表	4
2、产业链分析	5
3、行情图解	6
4、热点问题	12
三、交易逻辑	13
1、单边交易逻辑	13
2、期权交易逻辑	13
3、套期保值交易逻辑	13
四、风险提示	14

一、6 月份操作策略

1、波段操作建议

2023 年 6 月份，建议白糖期货逢高卖出，回调后反手买入。具体操作如下表。总仓位控制在 20%以内。策略止损后，如果满足开仓条件，可重新进入。总止损次数不超过 2 次；盈利 200 点后止损改为开仓价。

操作类型	开仓区间	止损位	退出区间	仓位建议
空 SR309	7100-7300	7500	6500-6700	20%

2、期权操作建议

2023 年 6 月份，建议可考虑卖出白糖看涨期权的单边策略。卖出 SR309-C-7100 的看涨期权。

3、套期保值操作建议

配额外进口巴西食糖成本 8000-8500 元/吨左右，目前原糖 7 月对郑糖 7 月盘面配额外进口亏损在 1000-1500 左右，建议在 国内制糖出现利润的时候，在白糖期货上做空套保，以规避糖价下跌的风险。

二、行情分析

1、关键数据表

期货 期权		ICE: 11 号糖指 数涨跌	SR307 涨跌	SR309 涨跌	SR309-C-6500	SR309-P-6500
	4 月	+19.35%	+9.10%	+8.71%	+201.06%	-61.22%
	5 月	-4.59%	-0.65%	-1.75%	-20.91%	-10.15%
国内		柳州现货	昆明现货	白砂糖现货: 日照	白砂糖现货: 营口	白砂糖现货: 天津
	4 月	7050 元/吨	6885 元/吨	7105 元/吨	7050 元/吨	7100 元/吨
	5 月	7330 元/吨	6975 元/吨	7295 元/吨	7340 元/吨	7260 元/吨
产需		中国累计产糖量	中国累计销糖量	产销率	食糖进口量	糖浆进口量
	3 月	872 万吨	437 万吨	50.2%	7 万吨	16.23 万吨
	4 月	896 万吨	515 万吨	57.4%	7 万吨	17.92 万吨

备注：*数据截至 5 月 30 日；数据来源：Wind，我的农产品网，申万

期货研究所

**表中的价格数据为月末值，期货价格为月收盘价。

2、产业链分析

✚ 进入 5 月巴西中南部 23/24 榨季大规模开榨，2023/24 榨季巴西中南部地区累计入榨量为 7896.8 万吨，较去年同期的 6359.2 万吨增加了 1537.6 万吨，同比增幅达 24.18%；甘蔗 ATR 为 118.39kg/吨，较去年同期的 117.67kg/吨增加了 0.72kg/吨；累计制糖比为 45.61%，较去年同期的 38.50%增加了 7.11%；累计产乙醇 36.74 亿升，较去年同期的 31.53 亿升增加了 5.21 亿升，同比增幅达 16.52%；累计产糖量为 406.3 万吨，较去年同期的 274.5 万吨增加了 131.8 万吨，同比增幅达 48.04%。对于 2023/24 榨季，市场预期巴西中南部将大幅增产，缓解现货压力。

✚ 印度方面，印度北方邦 2022/23 榨季即将结束，预计将产糖 1050 万吨。根据官方数据，截至 2023 年 5 月 15 日，该邦甘蔗入榨量为 1.08201 亿吨，产糖量为 1040.1 万吨。在蔗款兑付方面，糖厂迄今已支付 27718.64 亿卢比，占总款项的 75.69%。随着印度本榨季减产，全球供应总体紧张，关注 3 季度印度食糖贸易和最低糖售价政策的变化。

✚ 泰国方面，随着本榨季增产，泰国食糖出口也有所增加。泰国外贸部数据显示，2023 年 4 月泰国出口食糖 60.53 万吨，同比增加 6.39 万吨，增幅达 11.80%。其中出口原糖 35.16 万吨、白糖 5.14 万吨、精制糖 20.23 万吨。2022/23 榨季截至 4 月，累计出口食糖 439.48 万吨，同比增加 33.64 万吨，增幅 8.29%。

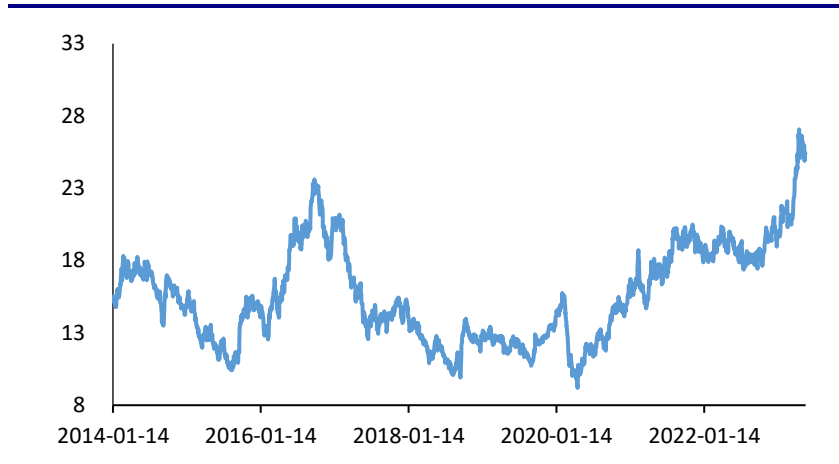
✚ 除此以外，玉米和糖存在关联。这表现在争地、乙醇替代和淀粉糖替代上。去年玉米价格水平偏高一方面会减少糖料的种植面积（或者使得糖厂被迫提高糖料收购价）并影响北方甜菜糖产量，同时淀粉糖和玉米乙醇会增加糖和甘蔗乙醇的替代从而促进需求。未来随着玉米价格下跌，新季甜菜种植面积有望回升。

✚ 国内方面，随着国内放开进口，2022 年进口持续亏损且亏损额度不断加大，目前可以预期 22/23 榨季食糖进口有望不断减少。

✚ 当前随着防疫政策的放开，国内感染高峰过后，食糖消费有望逐渐复苏，这对于 2023 全年的食糖产业有利。后续观察食糖月度产销数据是否存在超预期的情况。同时要注意到边贸同样放松后走私糖是否会国内食糖供应形成新的冲击。

3、行情图解

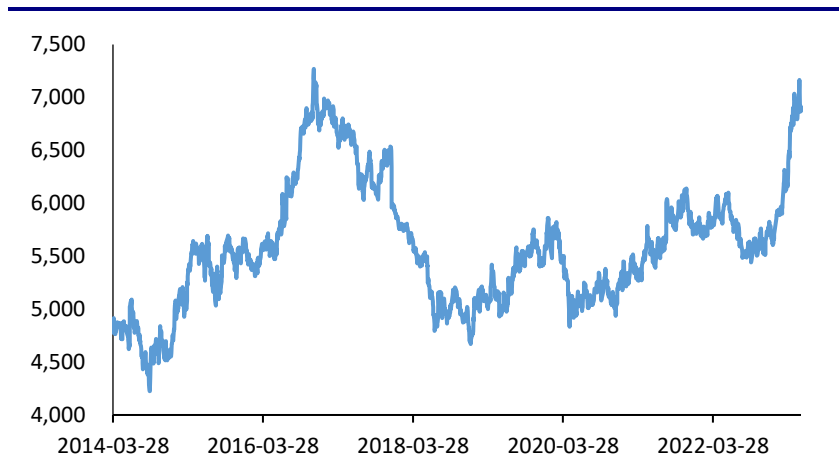
图 1：原糖连续合约走势（美分/磅）



随着巴西大规模开榨，贸易流缓解，5 月原糖出现回调。

资料来源：Wind，申万期货研究所

图 2：郑糖主力合约走势（元/吨）

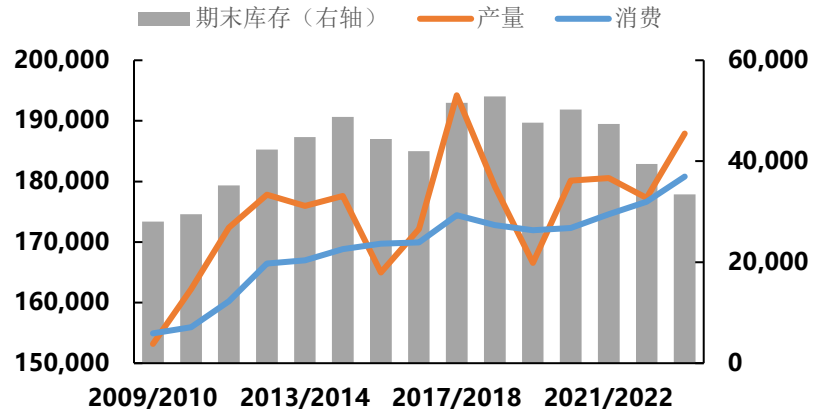


受国内进口减少、现货相对偏强、商品总体回落的影响，本月糖价大幅震荡。

资料来源：Wind，申万期货研究所

图 3：全球食糖供需情况（千吨）

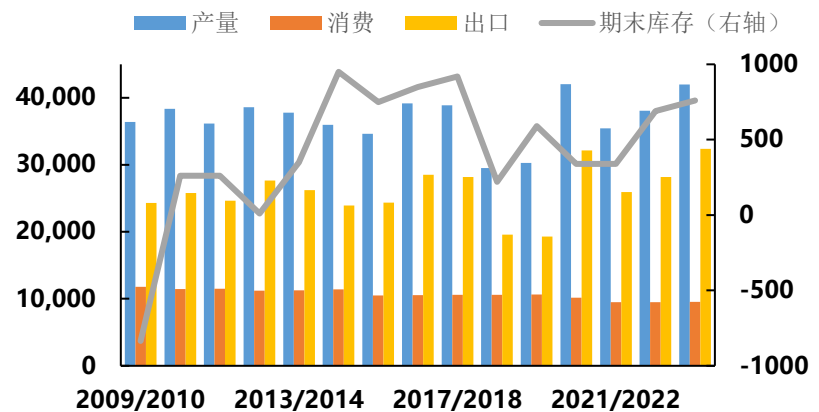
美国农业部预计 2023/24 榨季，全球结转库存下降至 3858 万吨。其中，产量大幅增加，消费也预计继续大幅增长。



资料来源：USDA，申万期货研究所

图 4：巴西食糖供需情况（千吨）

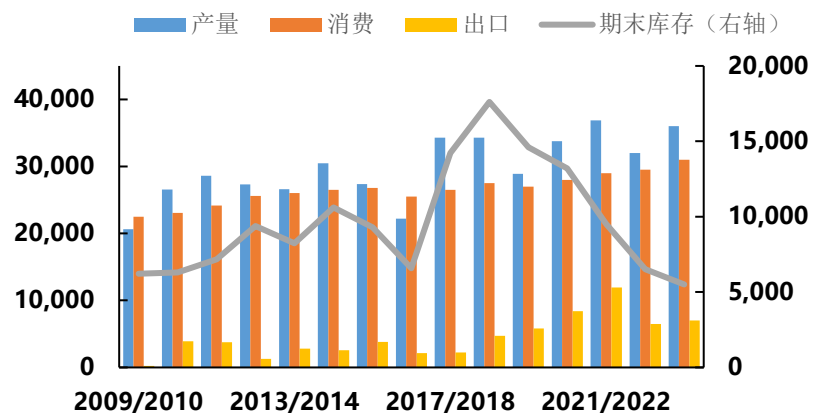
随着巴西旱情的缓解，22/23 榨季产量小幅回升。23/24 榨季产量预计大幅增加，后期关注巴西 23/24 榨季压榨进度。



资料来源：USDA，申万期货研究所

图 5：印度食糖供需情况（千吨）

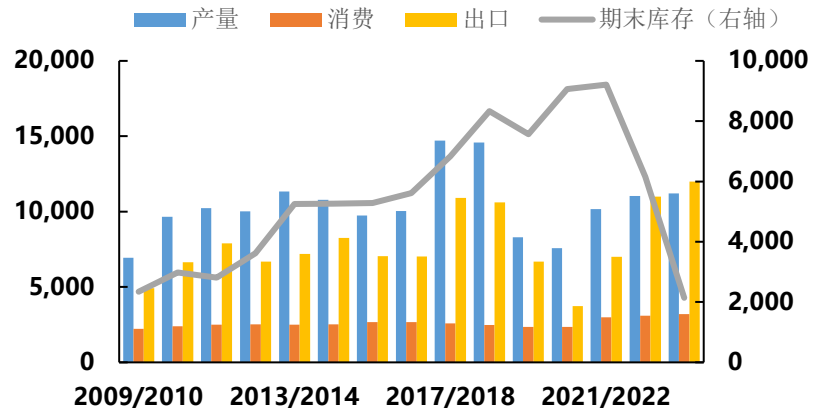
由于全球糖价走强，有利于印度出口，USDA 预计印度将努力出口其过剩库存。后续观察印度 23/24 榨季甘蔗生长情况。



资料来源：USDA，申万期货研究所

图 6：泰国食糖供需情况（千吨）

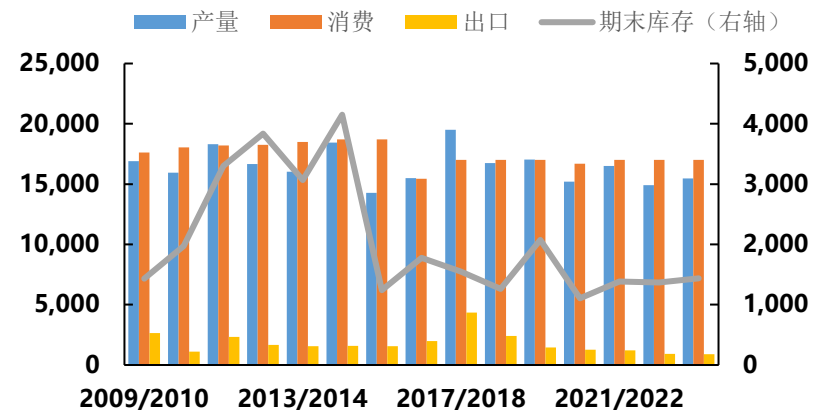
✚ 泰国过去几年为全球第二大出口国，但由于过去几年干旱和低糖价，泰国糖产量下降，出口也有所下滑，2022/23 榨季泰国产量继续恢复，出口也将继续反弹。2023/24 榨季预计产量相对持平。



资料来源：USDA，申万期货研究所

图 7：欧盟食糖供需情况（千吨）

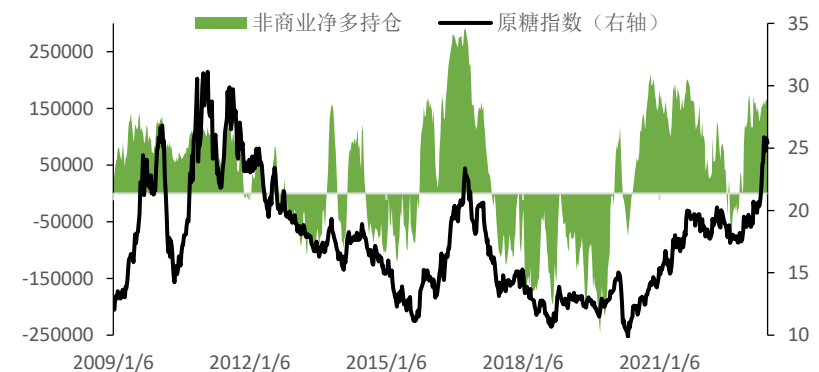
✚ 欧盟地区，2023/24 榨季预计产量将恢复性增长。



资料来源：USDA，申万期货研究所

图 8：ICE 原糖价格，非商业净持仓（美分/磅，手）

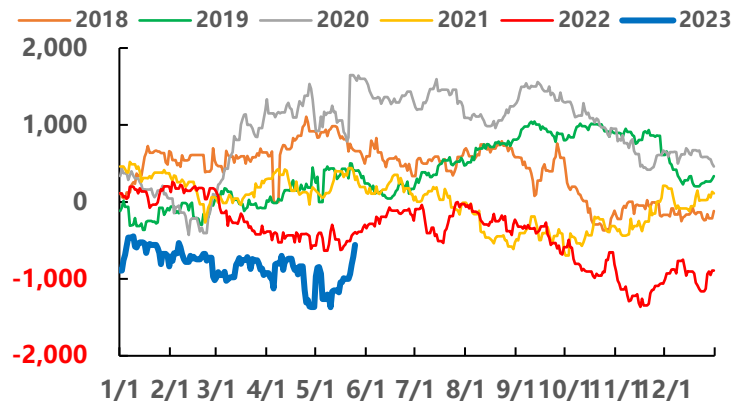
✚ 截止 2023-5-23，ICE 原糖的非商业持仓净多单 16.91 万张，占总持仓比例 13.17%。随着原糖价格回落，净多单持仓重新有望出现下降。



资料来源：CFTC，申万期货研究所

随着海外原糖期货大涨、现货升水、运费偏高，目前食糖配额外进口继续处于大幅亏损状态，但近期亏损有所减少。

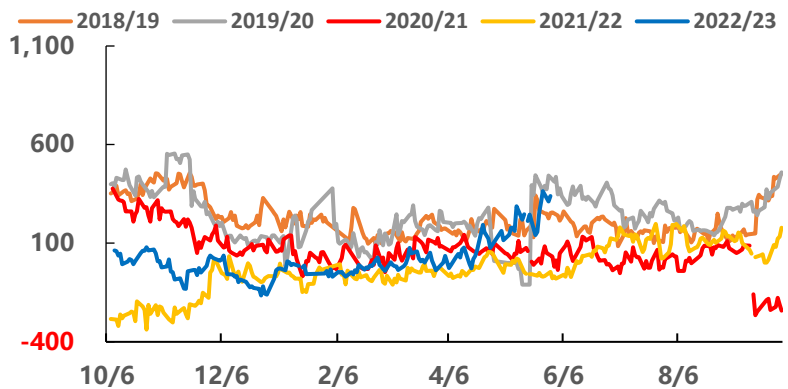
图 9：白糖配额外进口糖利润（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

由于国内进入纯销售季。基差近期维持强势。

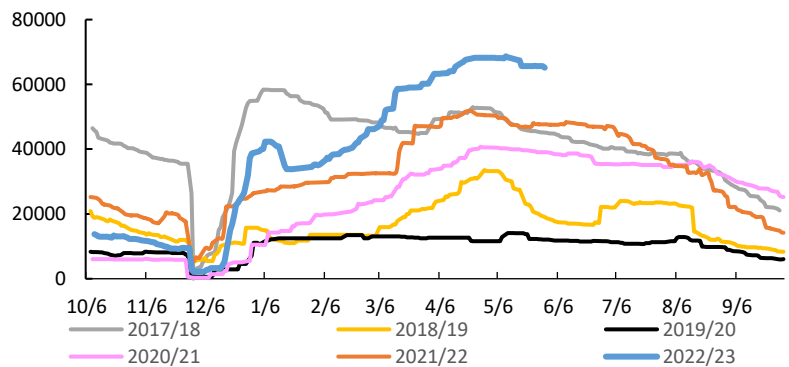
图 10：白糖基差（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

由于今年糖价大幅上涨，导致今年仓单数量同样大幅增加。

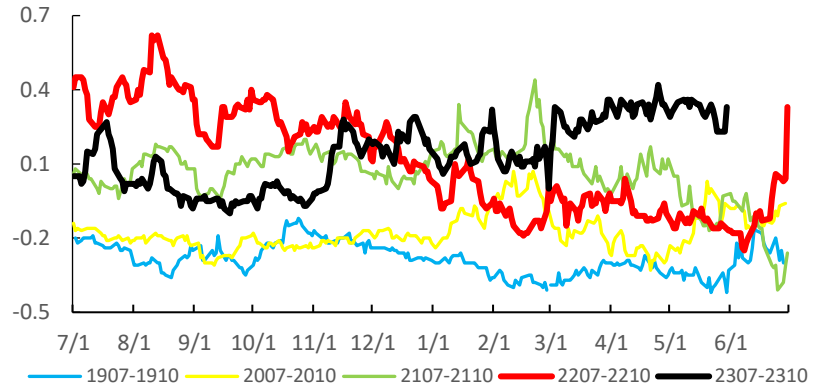
图 11：白糖期货仓单+有效预报（张）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 12: 原糖 7-10 价差 (美分/磅)

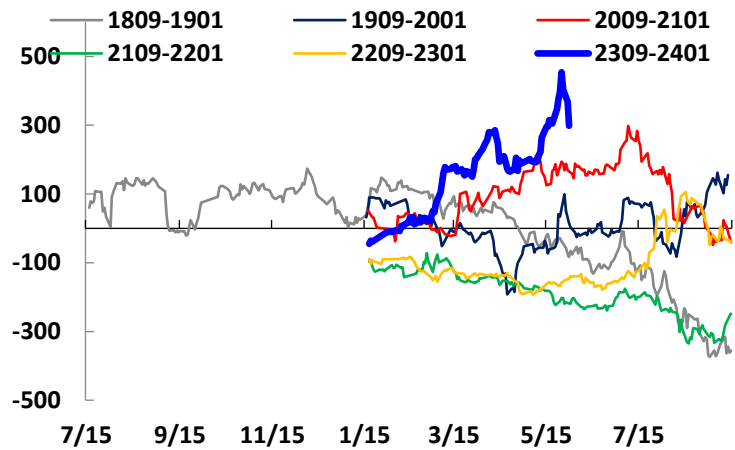
目前 7-10 价差终维持在近月升水状态, 后期观察 7-10 价差的变化。



资料来源: Wind, 申万期货研究所

图 13: 白糖期货 9-1 价差 (元/吨)

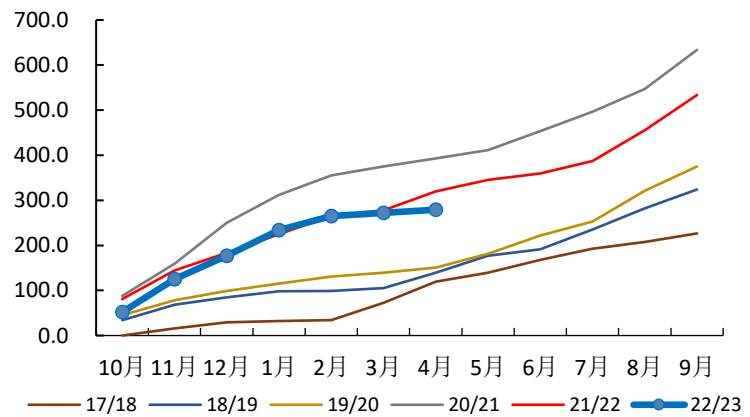
白糖期货 9-1 价差前期呈现近月强升水态势, 预计未来随着盘面走弱, 月差以震荡偏弱为主。



资料来源: Wind, 申万期货研究所

图 14: 中国糖进口数量累计 (万吨)

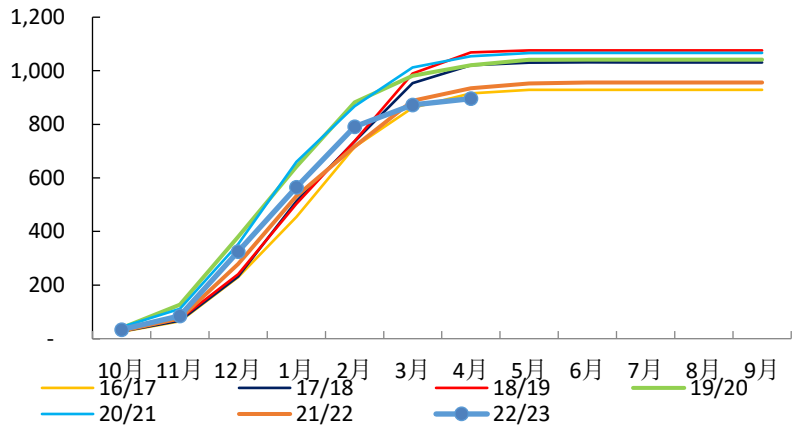
2023 年 4 月我国进口食糖 7 万吨, 同比减少 35.3 万吨, 降幅 83.45%。预计 22/23 榨季进口将进一步下降。



资料来源: 海关总署, 申万期货研究所

图 15: 中国国内糖产量 (万吨)

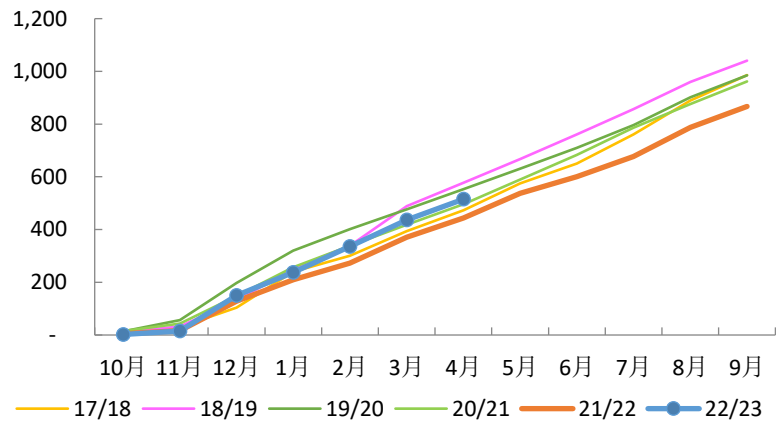
2022/23 年制糖期截至 2023 年 4 月底, 本制糖期全国累计产糖 896 万吨, 上制糖期同期产糖 935 万吨。



资料来源: 中国糖业协会, 申万期货研究所

图 16: 中国国内糖销量 (万吨)

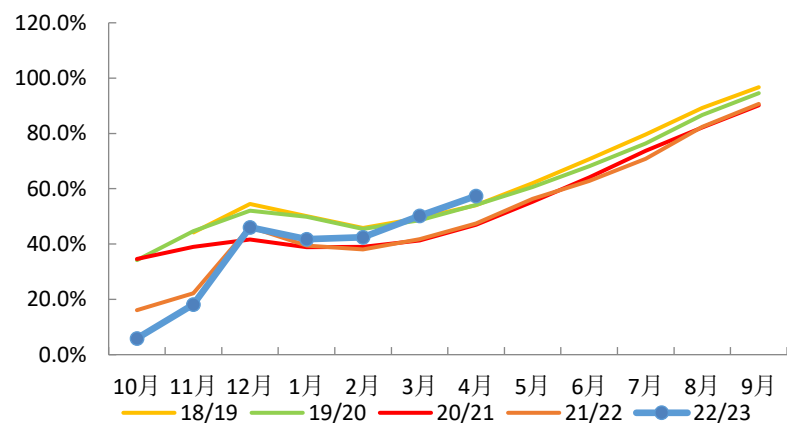
2022/23 年制糖期截至 2023 年 4 月底, 本制糖期全国累计销糖 515 万吨, 上制糖期同期销糖 444 万吨。



资料来源: 中国糖业协会, 申万期货研究所

图 17: 中国国内糖产销率 (%)

2022/23 年制糖期截至 2023 年 4 月底, 本制糖期全国产销率 57.4%, 上制糖期同期产销率 47.5%。



资料来源: 中国糖业协会, 申万期货研究所

4、热点问题

➤ 主要制糖国家疫情发展

目前全球海内外疫情的边际影响逐步降低。但我们目前继续关注“二次感染”对市场情绪的影响。

➤ 全球宏观影响及全球供需前景

全球宏观经济目前处于过热向衰退转换的阶段，市场转为担忧衰退。对于全球糖供需，宏观经济恢复将有利于食糖消费增长，但美联储加息导致的利率上升和美元走强对原糖价格不利。未来需要关注通过原油价格到乙醇链条再传导到原糖的波动以及雷亚尔等主产国货币汇率变化的影响。

➤ 巴西 2023/24 榨季食糖生产

进入 5 月巴西中南部处于大规模开榨期，未来市场将关注 2023/24 榨季巴西生产制糖比的变化。同时关注巴西上调能源价格对乙醇比价、消费的影响。

➤ 北半球消费和糖料生长情况

目前北半球压榨逐步结束。印度、泰国、中国等国的产量不及预期。未来观察北半球食糖库存消耗以及糖料种植和生长情况。

三、交易逻辑

1、单边交易逻辑

3、4月食糖价格出现大涨，后期北半球主产国减产利多逐步释放完毕，巴西开榨后市场有望转入震荡。

2、期权交易逻辑

随着糖价涨势有望减缓，建议可考虑卖出略虚值的白糖看涨期权的单边策略。

3、套期保值交易逻辑

现货对配额外进口利润处于亏损状态。盘面价格上涨后，加工糖企业可以在来料生产有利润后进行套期保值。

四、风险提示

针对 6 月份的交易策略，基本面的变化可能会带来策略失败或者交易效果不及预期。潜在风险主要体现在以下几个方面：

1、巴西新榨季超预期增产、制糖比偏高。

若巴西糖新榨季产量超预期，原糖有望承压。

2、宏观因素

美元、原油以及病毒新变种等因素都是宏观层面的不确定因素，若印度卢比走弱以及美元走强或者巴西雷亚尔大幅贬值，原糖价格将承压。而能源价格波动将引发糖价波动。

3、进口变化

由于我国进口白糖大量增加叠加国内消费不振，进口利润出现深度亏损。后续存在进口减少的可能，从而减少国内糖的供应，提高国内价格的底部水平。同时要注意到边贸同样放松后走私糖是否会国内食糖供应形成新的冲击。

4、北半球消费不及预期。

目前印度出口良好，有助于国内去库存。但随着中国防疫政策的放开，市场对消费端会有所期待，后期关注消费复苏能否持续符合预期。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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。