

## 中线看涨思路不变，逢低酌情入多

### 主要观点

#### 行情回顾

9月上半月，国内外白糖走势稍显不同。原糖方面，在巴西增产及原油价格回调的压力下，原糖价格延续8月下旬以来的下跌趋势，从13.5美分左右跌至12美分，上周跌幅有所缩窄，料在12美分附近支撑较强。

国内白糖相较于原糖走势较为坚挺，虽然原糖价格步步下挫，但在国内销糖数据提振之下，郑糖延续在5100-5200之间窄幅震荡。不过鉴于内外价差较大，郑糖在5200附近仍面临较大阻力。从成交持仓情况来看，9月成交先放大后缩小，月中和月初水平基本一致，持仓则小幅下降，9月上半月减仓6万手左右。从跨月价差来看，1-5价差从月初的30元/吨走阔至70元/吨附近，趋势流畅于单边。现货方面，9月以来白糖产区及销区均有不同程度提价，柳州地区9月上半月报价从月初的5445元/吨上移至5510元/吨，基差走阔至330元/吨左右。

#### 后市展望

国际方面，巴西2020/21产糖量将于9月下旬开始逐月下滑，不过出口量仍将维持高位，且印度方面也在加速出口补贴计划，因此未来国际糖供应压力仍不可小觑。且从宏观面和资金面角度来看，近期原油价格下挫主导了原糖跌势，非商业多头获利平仓也使空头暂时占据上风，短期内原糖仍存下行动机，关注在12美分附近的支撑情况。

国内方面，8月销糖数据利好盘面，叠加7月进口量低于预期和进口许可证发放速度偏慢造成短期加工糖厂原料供应出现一定空窗期，9月部分加工厂停机，新榨季又尚未开启，11月之前库存将继续得到去化，提振郑糖价格。不过在经历9月上半月内外糖价走势分化之后，国内白糖配额外进口利润高度升水，这将成为阻碍郑糖上行的关键因素。若原糖价格继续下挫，郑糖走势大概率会迎来短线回调。

#### 操作建议

操作上，01合约中线看涨思路不变，但目前5200一线阻力较大，多单可继续持有，逢低酌情加仓，5200附近可短线止盈。期权方面，可买入郑糖牛市看涨期权，买入SR101C5200，卖出SR101C5400，中线持有。

报告日期 2020-09-13

#### 研究所

史玥明

白糖期货分析师

从业资格号：F3048367

投资咨询证号：Z0015548

电话：010-84183099

邮件：shiyueming@guodu.cc

#### 主力合约行情走势



## 目 录

一、行情回顾 .....	5
二、国际原糖分析 .....	6
(一) 主产国供需分析 .....	6
(二) 宏观面分析 .....	8
(三) 资金面分析 .....	9
三、国内白糖分析 .....	9
(一) 产销、进口、库存分析 .....	9
(二) 进口成本利润分析 .....	11
四、后市展望 .....	12

## 插图

图 1 白糖内外盘主力合约走势.....	5
图 2 白糖 1/5/9 合约走势.....	5
图 3 白糖 9-1 价差.....	5
图 4 白糖量价分析.....	5
图 5 白糖基差.....	6
图 6 白糖现货价格.....	6
图 7 巴西双周糖入榨量.....	7
图 8 巴西糖月出口量.....	7
图 9 巴西双周糖产量.....	7
图 10 巴西双周制糖比.....	7
图 11 巴西白糖供需平衡.....	8
图 12 印度白糖供需平衡.....	8
图 13 欧盟白糖供需平衡.....	8
图 14 泰国白糖供需平衡.....	8
图 15 原油与白糖期价走势.....	9
图 16 美元指数与巴西汇率.....	9
图 17 CFTC 持仓.....	9
图 18 CFTC 净持仓与期价走势.....	9
图 19 甘蔗糖月产量.....	10
图 20 甜菜糖月产量.....	10
图 21 全国月产糖量.....	10
图 22 全国销糖率.....	10
图 23 全国食糖月进口量.....	10

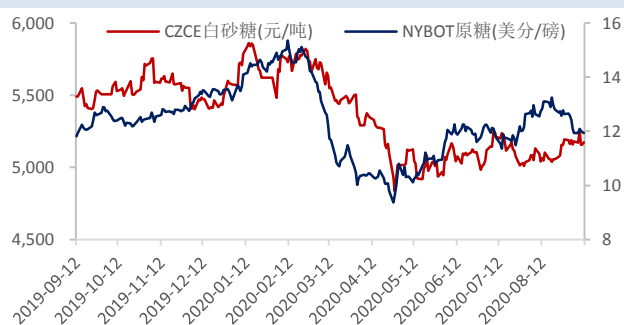
图 24 全国食糖累计进口量 .....	10
图 25 全国糖浆月进口量 .....	11
图 26 全国糖浆累计进口量 .....	11
图 27 白糖仓单量 .....	11
图 28 白糖工业库存 .....	11
图 29 巴西配额内进口成本与利润 .....	12
图 30 泰国配额内进口成本与利润 .....	12
图 31 巴西配额外进口成本与利润 .....	12
图 32 泰国配额外进口成本与利润 .....	12

## 一、行情回顾

9月上半月，国内外白糖走势稍显不同。原糖方面，在巴西增产及原油价格回调的压力下，原糖价格延续8月下旬以来的下跌趋势，从13.5美分左右跌至12美分，上周跌幅有所缩窄，料在12美分附近支撑较强。

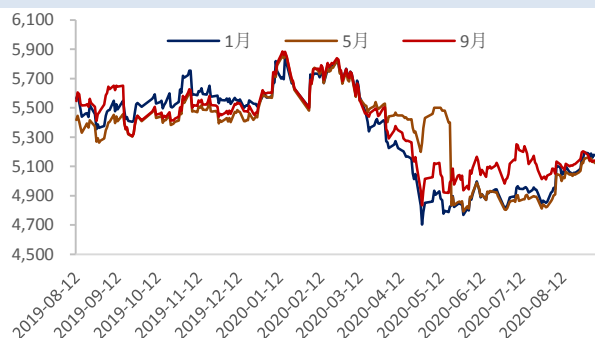
国内白糖相较于原糖走势较为坚挺，虽然原糖价格步步下挫，但在国内销糖数据提振之下，郑糖延续在5100-5200之间窄幅震荡。不过鉴于内外价差较大，郑糖在5200附近仍面临较大阻力。从成交持仓情况来看，9月成交先放大后缩小，月中和月初水平基本一致，持仓则小幅下降，9月上半月减仓6万手左右。从跨月价差来看，1-5价差从月初的30元/吨走阔至70元/吨附近，趋势流畅于单边。现货方面，9月以来白糖产区和销区均有不同程度提价，柳州地区9月上半月报价从月初的5445元/吨上移至5510元/吨，基差走阔至330元/吨左右。

图1 白糖内外盘主力合约走势



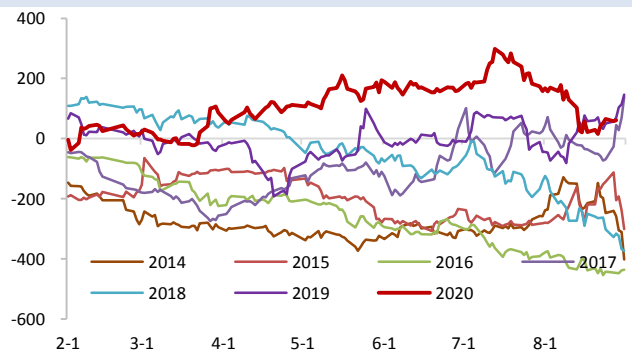
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 白糖 1/5/9 合约走势



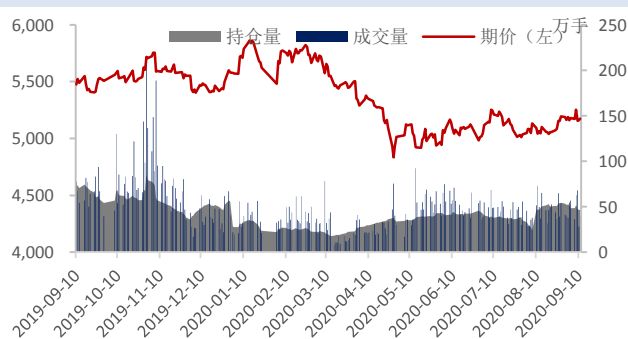
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 白糖 9-1 价差

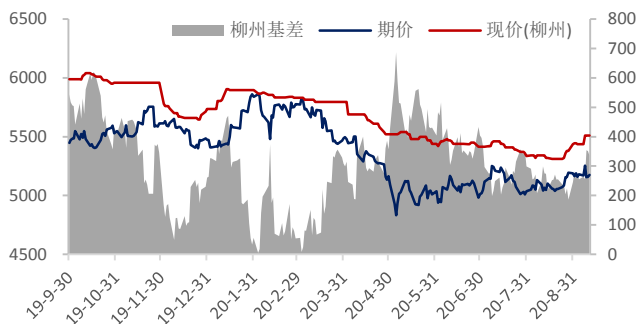


数据来源：Wind、国都期货研究所

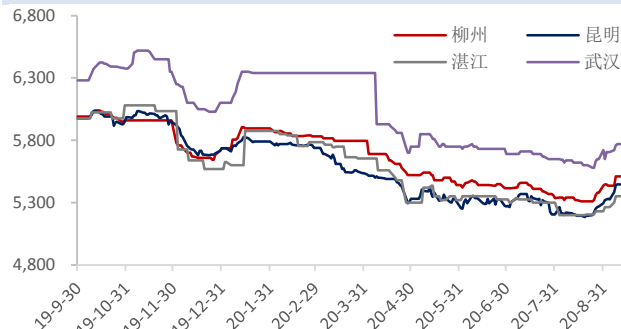
图4 白糖量价分析



数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 5 白糖基差**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 6 白糖现货价格**


数据来源: Wind、国都期货研究所

## 二、国际原糖分析

### (一) 主产国供需分析

国际糖业组织(ISO)表示, 预计全球糖市在2020/21年度出现72.4万吨小规模缺口, 因消费在新冠疫情后将出现反弹。该组织在季度报告中还大幅下调对2019/20年度缺口规模的预估, 从930万吨降至13.6万吨, 部分原因为消费预估下调。因此在巴西增产的情况下, 原计划出现于本榨季的供需缺口逐渐被填补, 糖价温和上涨的可能性较大, 上方空间不宜看得过高。

#### 巴西

从2020/21榨季进度来看, 根据巴西UNICA公布的数据, 巴西中南部地区8月下半月压榨甘蔗4211.3万吨, 较上年同期减少12.21%; 产糖293.3万吨, 同比增加16.34%; 甘蔗制糖比为46.84%, 大幅高于上年同期的36.53%。

从2020/21榨季累计数据来看, 2020/21榨季截至9月1日, 巴西中南部糖厂累计压榨甘蔗4.15亿吨, 同比增加3.83%; 累计产糖2589.7万吨, 同比增加43.76%; 累计产乙醇189.69亿公升, 同比下降8.36%; 本榨季截至9月1日糖厂用46.99%的甘蔗产糖, 高于去年同期的35.48%。因此巴西方面的供应压力仍然较大, 是阻碍短期盘面上行的主要因素。后续来看, 按照巴西榨糖的季节性规律, 未来四季度甘蔗压榨量及糖产量将逐月减少, 一定程度上缓和供应增加的压力, 但巴西国有石油公司上周宣布将炼油厂柴油价格下调7%、汽油价格下调5%, 迄今巴西最近已连续第三次下调油价, 今年以来巴西汽油价格累计下调 16.7%, 柴油价格累计下调35.5%, 因此后续糖醇比将继续维持高位, 同时也需要关注巴西糖的出口情况。

出口方面, 根据巴西外贸秘书处, 巴西8月共计出口糖347.4万吨, 同比大增118%。巴西2020/21榨季4月-8月累计出口糖1422.83万吨, 同比大

增82.5%。随着后续巴西榨季逐渐走向尾声，来自巴西糖的压力将逐渐减小。

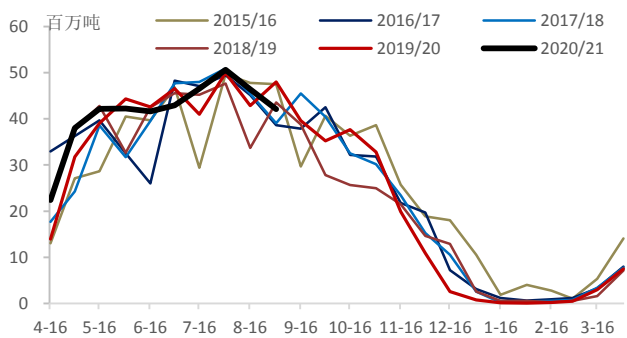
### 印度

根据印度媒体报道，在卢比贬值、泰国出口糖下降的情况下，印度本榨季食糖出口或同比增长50%至570万吨，预计本榨季结束前，出口合同还将增加50-60万吨，本榨季出口目标位600万吨，一定程度上施压国际原糖价格。不过从印度政府支付食糖出口补贴的情况来看，目前距离本年度结束不到1个月，而政府仅支付了承诺的食糖出口补贴的10%，且印度糖厂还欠着大量农民约1600亿卢比的甘蔗款，因此不排除今年新榨季开启偏晚的可能。

### 欧盟

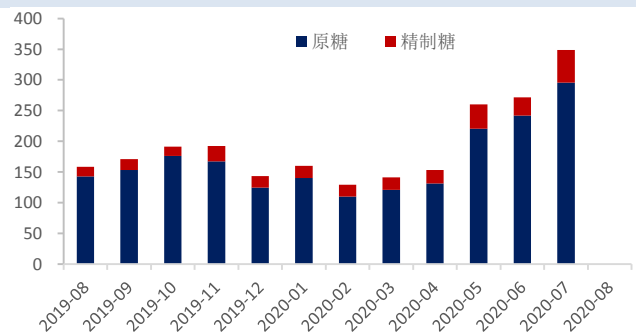
欧委会公布的市场报告显示，截至8月24日欧盟2019/20榨季累计进口168.6万吨糖，同比下降3.6%；出口73万吨糖，同比减少52.7%。2020/21榨季方面，欧盟甜菜种植面积目前预计为151.6公顷，同比下降2%；甜菜单产预计为73.5吨/公顷，较5年平均水平下降1.3%。因此欧盟将延续本榨季的减产预期，但利多的兑现仍需巴西或印度方面利好消息配合。

图7 巴西双周糖入榨量



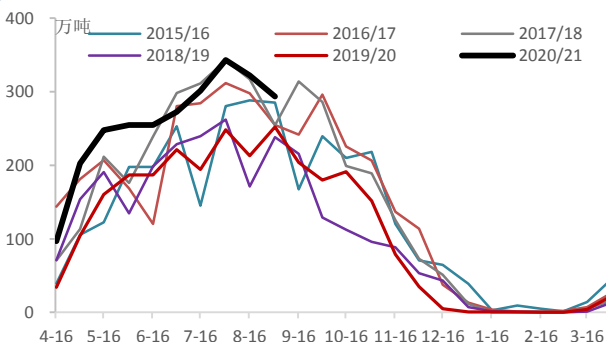
数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 巴西糖月出口量



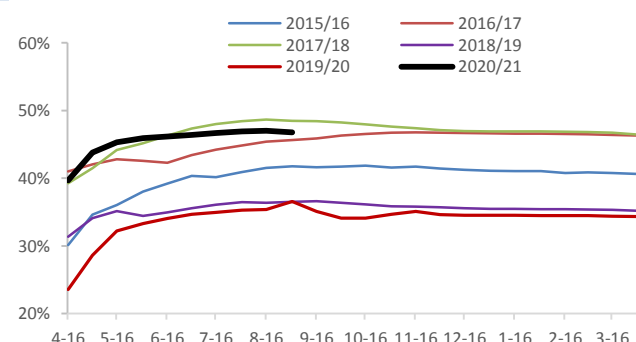
数据来源：Wind、国都期货研究所

图9 巴西双周糖产量

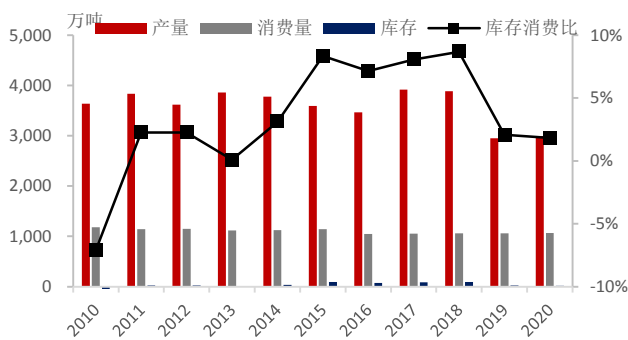


数据来源：Wind、国都期货研究所

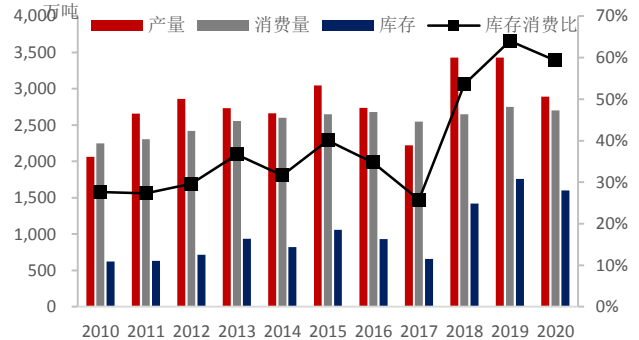
图10 巴西双周制糖比



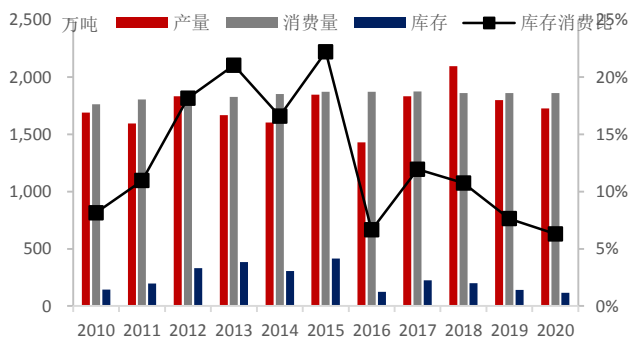
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 11 巴西白糖供需平衡**


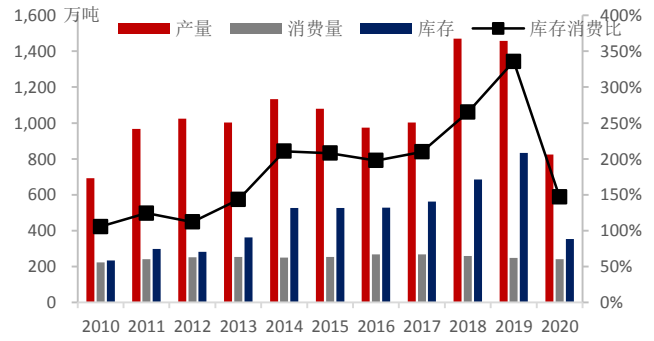
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 12 印度白糖供需平衡**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 13 欧盟白糖供需平衡**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 14 泰国白糖供需平衡**


数据来源: Wind、国都期货研究所

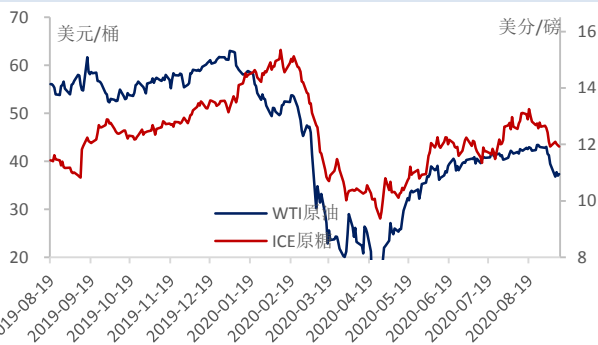
## (二) 宏观面分析

从原油价格来看，9月上半月，由于一些国家新冠肺炎病例上升，需求低迷，经济指标及全球股价面临挑战，全球原油供过于求的局面推动原油价格从月初的43美元下降至37美元附近，这是9月上半月原糖回调的主要原因。后续来看，沙特和科威特近期都调低了10月对亚洲的官方原油销售价格，美国原油期货和期权净多头头寸也有所调减，因此短期原油价格存在继续走软的可能，巴西糖醇比将继续维持高位，原油端对糖价的支撑较弱，且宏观悲观情绪也对糖价有较大影响。

从汇率水平来看，9月上半月美元指数企稳小幅抬升，但巴西雷亚尔汇率也逐渐走强，因此美元兑巴西雷亚尔汇率变动不大，从月初的5.37附近小幅下调至5.29，对盘面影响不大。后续来看，若巴西雷亚尔继续升值，或能从汇率端支撑以美元计价的原糖价格。



图 15 原油与白糖期价走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16 美元指数与巴西汇率



数据来源: Wind、国都期货研究所

### (三) 资金面分析

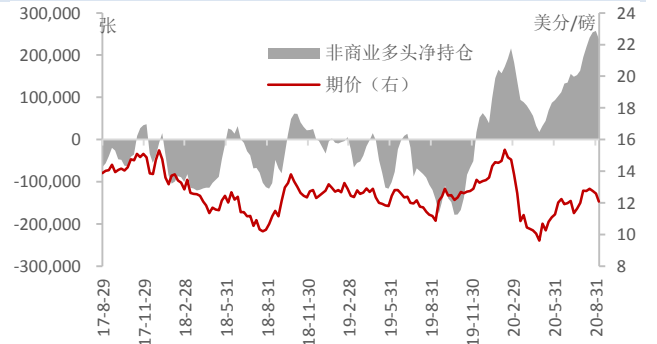
据美国CFTC持仓报告,2020年9月上半月非商业空头逐渐加仓,非商业多头则陆续减仓。截至9月8日当周,非商业净多头由月初的195,222手减少16,800手至237,289手。其中非商业多头头寸减少12,540手,至288,387.00手;非商业空头头寸增加4,260手,至51,098.00手。因此从资金面角度来看,ICE原糖多头趋势在多头获利平仓的背景下短期或有调整,但空单增加的数量并不多,预计原糖12美分附近的支撑仍然偏强。

图 17 CFTC 持仓



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 CFTC 净持仓与期价走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

## 三、国内白糖分析

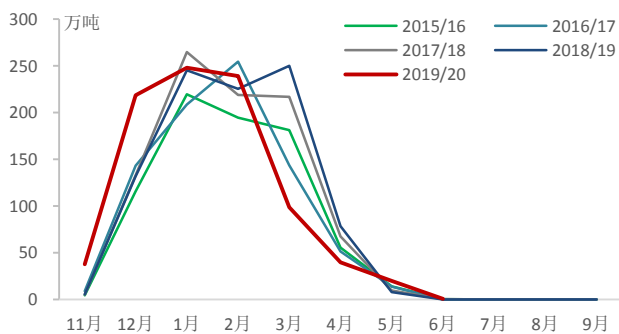
### (一) 产销、进口、库存分析

产糖方面,根据农业农村部供需报告,当下正值甘蔗产量形成关键期,8月广西大部地区气象条件有利于蔗区甘蔗茎伸长,云南降雨偏多但对甘蔗生长影响有限。2020/21年度甜菜糖生产即将展开,对于2020/21年度中国食糖预测数据暂不调整。内蒙将于9月下旬最早开榨,之前台风给东北地区带来强降雨,传闻内蒙古东部地区的甜菜也被影响,部分泡在水中影响收获,近期可加以关注。

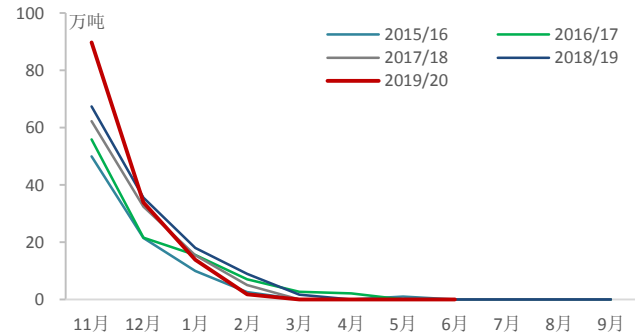
销糖方面,根据中国糖协发布的产销数据,截至今年8月底,本榨季全国累计销售食糖902.14万吨(上榨季同期960.26万吨);累计销糖率

86.62%（上榨季同期89.24%）。其中，销售甘蔗糖774.16万吨，略低于去年同期的836.99万吨，销糖率85.81%，低于上榨季的88.62%；销售甜菜糖127.98万吨，略高于上榨季同期的122.7万吨，销糖率91.89%，小幅低于去年同期的93.71%。

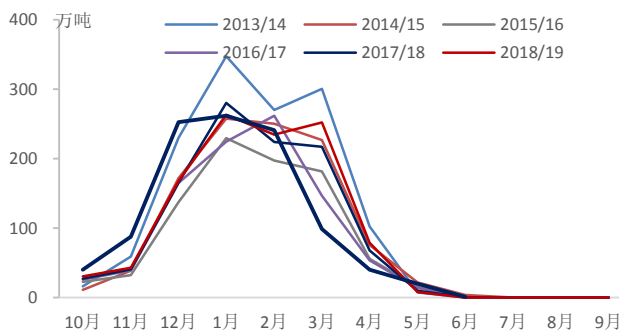
库存方面，截至2019年8月底，全国白糖工业库存为139.37万吨，环比下降43.30%，同比增加20.37%。迄今库存已连续五个月下降，相比于往年同期库存压力偏小，且7月进口量低于预期和进口许可证发放速度偏慢造成短期加工厂原料供应出现一定空窗期，9月部分加工厂停机，未来两个月白糖库存将进一步得到去化。

**图 19 甘蔗糖月产量**


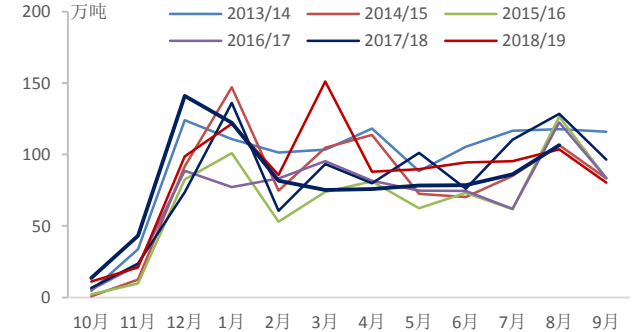
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 20 甜菜糖月产量**


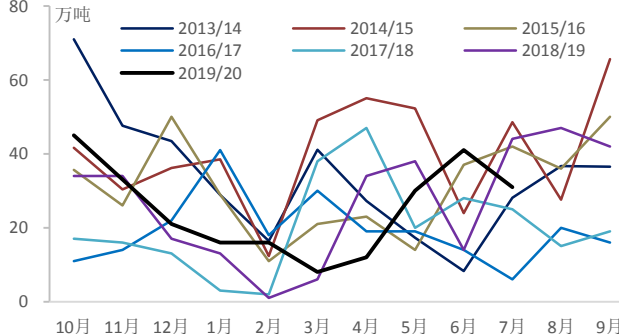
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 21 全国月产糖量**


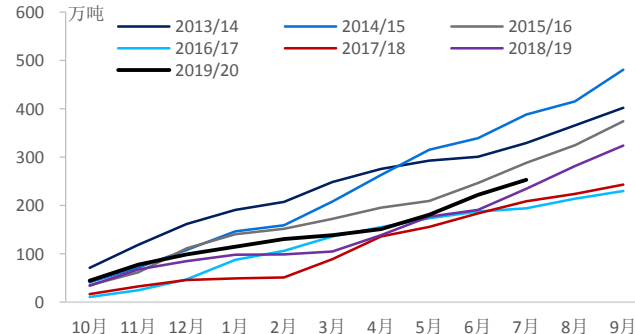
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 22 全国销糖率**


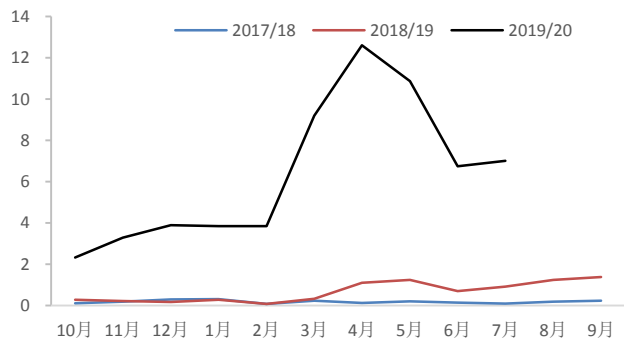
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 23 全国食糖月进口量**


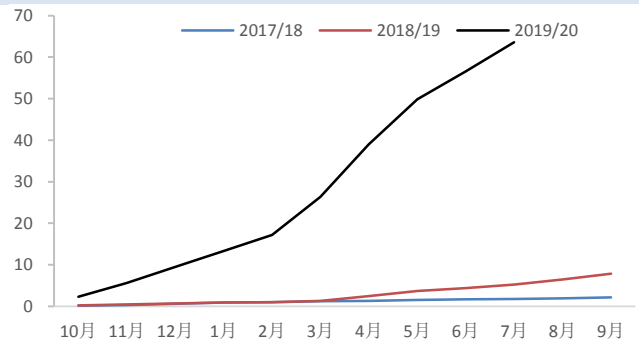
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 24 全国食糖累计进口量**


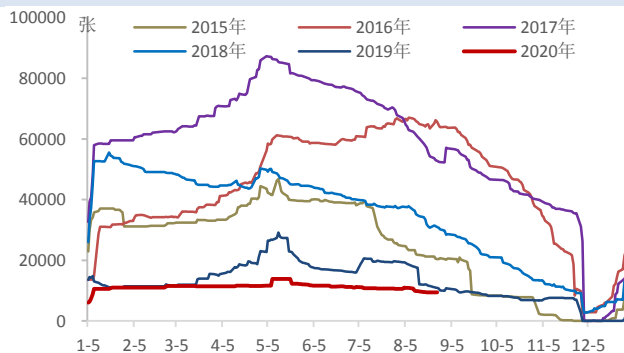
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 25 全国糖浆月进口量**


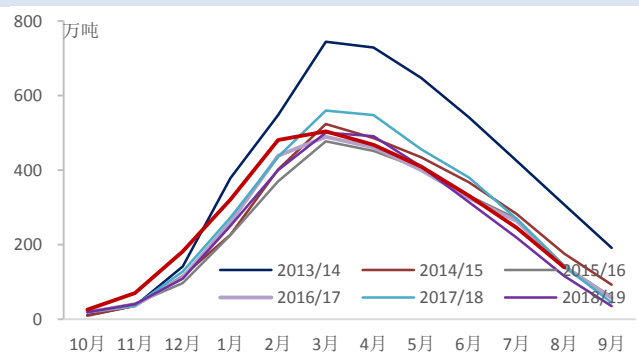
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 26 全国糖浆累计进口量**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 27 白糖仓单量**


数据来源: Wind、国都期货研究所

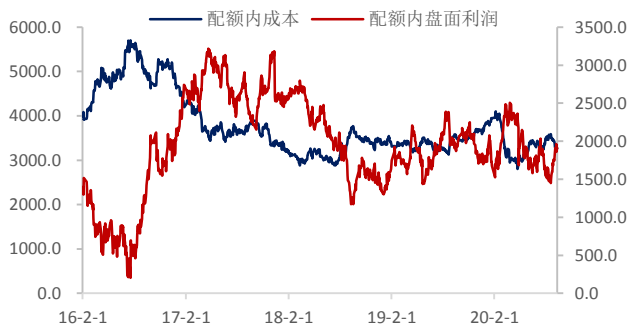
**图 28 白糖工业库存**


数据来源: Wind、国都期货研究所

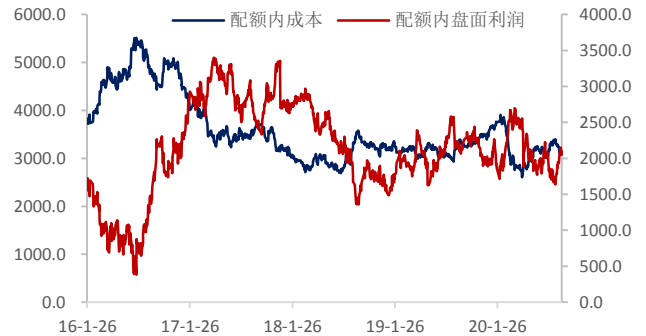
## (二) 进口成本利润分析

截至9月中旬,巴西配额内进口成本为3267.9元/吨,配额内进口利润为1906.1元/吨,较月初增加162.2元/吨;巴西配额外进口成本为4155.9元/吨,配额外进口利润为1018.1元/吨,较月初增加208.3元/吨。泰国配额内进口成本为3078.8元/吨,配额内进口利润为2095.2元/吨,较月初增加164.1元/吨;泰国配额外进口成本为4739.7元/吨,配额外进口利润为434.3元/吨,较月初增加382.6元/吨。

由此可见,在9月上半月原糖价格下挫,国内白糖价格坚挺的情况下,配额内、外进口利润均大幅上行,泰国配额外进口利润升水大幅扩大,巴西配额外进口利润则突破1000元/吨高位。因此从进口利润角度来看,当下郑糖上涨的基础仍然不够牢固,高进口利润之下,市场对于未来进口量的预期将持续偏高,郑糖在5200附近的阻力依然较大。若原糖价格继续下行,郑糖走势大概率面临回调。

**图 29 巴西配额内进口成本与利润**


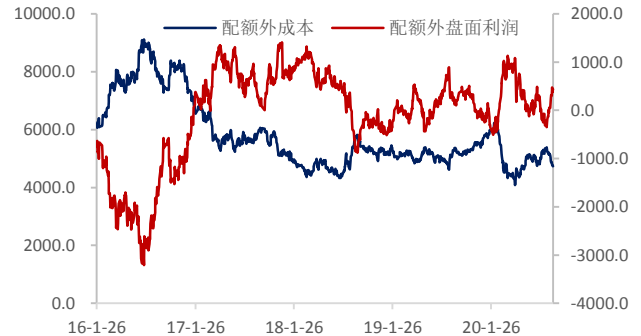
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 30 泰国配额内进口成本与利润**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 31 巴西配额外进口成本与利润**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 32 泰国配额外进口成本与利润**


数据来源: Wind、国都期货研究所

## 四、后市展望

国际方面，巴西2020/21产糖量将于9月下半月开始逐月下滑，不过出口量仍将维持高位，且印度方面也在加速出口补贴计划，因此未来国际糖供应压力仍不可小觑。且从宏观面和资金面角度来看，近期原油价格下挫主导了原糖跌势，非商业多头获利平仓也使空头暂时占据上风，短期内原糖仍存下行动机，关注在12美分附近的支撑情况。

国内方面，8月销糖数据利好盘面，叠加7月进口量低于预期和进口许可证发放速度偏慢造成短期加工糖厂原料供应出现一定空窗期，9月部分加工厂停机，新榨季又尚未开启，11月之前库存将继续得到去化，提振郑糖价格。不过在经历9月上半月内外糖价走势分化之后，国内白糖配额外进口利润高度升水，这将成为阻碍郑糖上行的关键因素。若原糖价格继续下挫，郑糖走势大概率会迎来回调。

操作上，01合约中线看涨思路不变，但目前5200一线阻力较大，多单可继续持有，逢低酌情加仓，5200附近可短线止盈。期权方面，可买入郑糖牛市看涨期权，买入SR101C5200，卖出SR101C5400，中线持有。

### 分析师简介

史玥明，首都经济贸易大学量化金融专业硕士，现任国都期货白糖期货分析师。

### 国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

### 免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。