

短多思路不变，01合约多单继续持有

主要观点

行情回顾

8月上半月，国内外白糖价格重心均向上抬升，外盘表现相对更强。从6月开始，原糖一直在11.5-12.5美分之间窄幅震荡，但进入8月后，受到原糖需求恢复和泰国方面减产以及原油价格上行等多重因素提振，原糖站上13美分，为近5个月以来价格新高。

国内白糖在底部震荡的时间要长于原糖，8月原糖上涨启动后，郑糖在成本端的支撑下也小幅上涨，但内外价差仍然较大，因此在5100附近突破阻力明显。从成交持仓情况来看，8月上半月主力合约完成了移仓，01合约增仓近20万手。从跨月价差来看，9-1价差从月初的近200元/吨回落至40元/吨左右，走势流畅于单边。现货方面，国内现货价格变化不大，柳州地区8月上半月报价稳定在5300附近，因此在郑糖抬升的情况下，基差小幅缩窄。

后市展望

国际方面，巴西方面糖醇比持续高位运行，港口发运量也维持高位，不过近期市场需求逐渐回暖，在泰国和欧盟减产的情况下，对于巴西糖的消费及进口提振盘面走高，料短期将继续维持强势。不过从中长期角度来看，印度新榨季供应量也不可小觑，在印度榨季开启后原糖或将重新遇到上行阻力。

国内方面，从7月国内销糖数据来看，国内消费与往年同期的消费量差距正在逐月减小，疫情对消费的影响在逐渐淡化，加之9月即将进入双节备货旺季，国内白糖库存将进一步得到去化，多头思路延续。不过在高进口利润下，未来国内进口糖数量仍存增加预期，这将在一定程度上影响郑糖上涨的动力和空间。

操作建议

操作上，01合约多单继续持有，初步看到5200一线。跨期方面，91价差已逐渐回落，空头可酌情止盈。

报告日期 2020-08-16

研究所

史玥明

白糖期货分析师

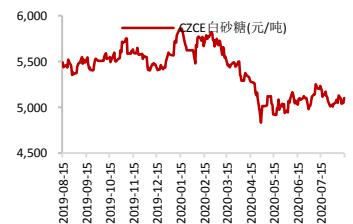
从业资格号：F3048367

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.....	8
图 10 巴西双周制糖比.....	8
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

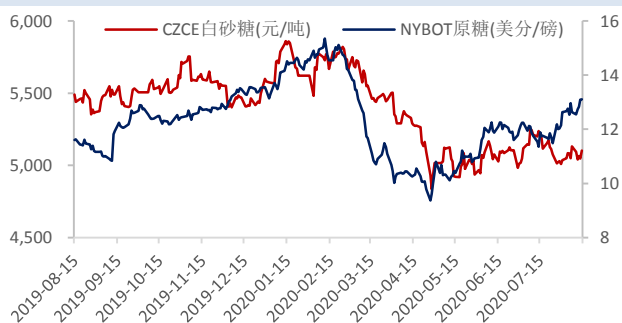
图 24 全国食糖累计进口量	10
图 25 全国糖浆月进口量	11
图 26 全国糖浆累计进口量	11
图 27 白糖仓单量	11
图 28 白糖工业库存	11
图 29 巴西配额内进口成本与利润	12
图 30 泰国配额内进口成本与利润	12
图 31 巴西配额外进口成本与利润	12
图 32 泰国配额外进口成本与利润	12

一、行情回顾

8月上半月，国内外白糖价格重心均向上抬升，外盘表现相对更强。从6月开始，原糖一直在11.5-12.5美分之间窄幅震荡，但进入8月后，受到原糖需求恢复和泰国方面减产以及原油价格上行等多重因素提振，原糖站上13美分，为近5个月以来价格新高。

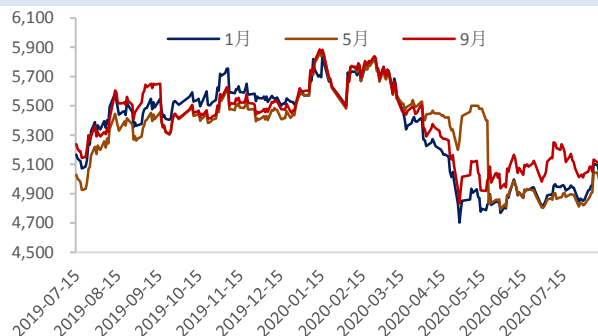
国内白糖在底部震荡的时间要长于原糖，8月原糖上涨启动后，郑糖在成本端的支撑下也小幅上涨，但内外价差仍然较大，因此在5100附近突破阻力明显。从成交持仓情况来看，8月上半月主力合约完成了移仓，01合约增仓近20万手。从跨月价差来看，9-1价差从月初的近200元/吨回落至40元/吨左右，走势流畅于单边。现货方面，国内现货价格变化不大，柳州地区8月上半月报价稳定在5300附近，因此在郑糖抬升的情况下，基差小幅缩窄。

图1 白糖内外盘主力合约走势



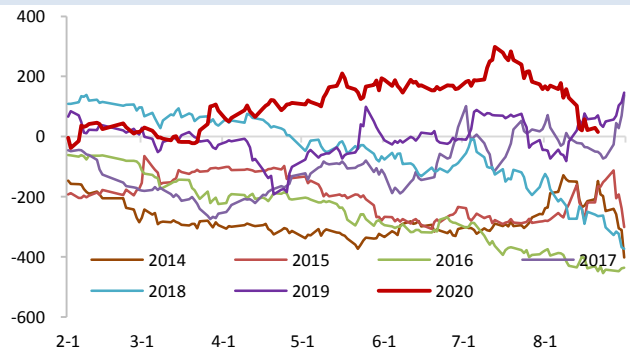
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 白糖 1/5/9 合约走势



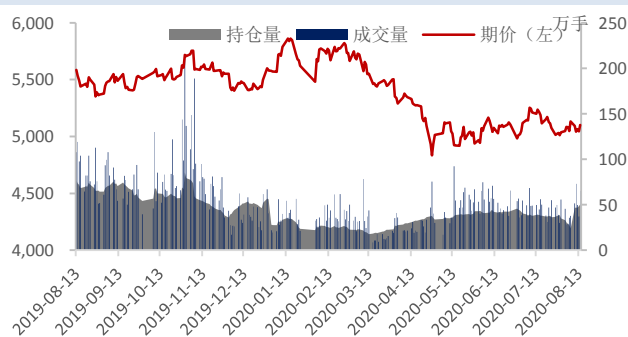
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 白糖 9-1 价差



数据来源：Wind、国都期货研究所

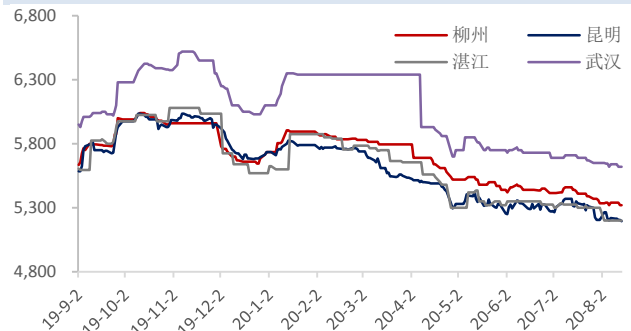
图4 白糖量价分析



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

巴西

从2020/21榨季进度来看,根据巴西UNICA公布的数据,7月下半月巴西中南部地区压榨甘蔗5047.8万吨,同比增加1.15%;期间产糖341.6万吨,同比大增37.67%,乙醇产量23.95亿升,同比下降10.09%,制糖比为47.94%,高于去年同期的36.94%。

从2020/21榨季累计数据来看,2020/21榨季截至8月1日,巴西中南部共计261家糖厂开榨,同比增加3家。糖厂累计压榨甘蔗3.26亿吨,同比增加5.66%;累计产糖1972.8万吨,同比增加47.64%;累计产乙醇145.23亿公升,同比下降6.65%;累计制糖比为46.9%,大幅高于去年同期的35.25%。通过和往年同期数据的对比可以看出,本榨季累计产糖量已处于近6年同期高位。从季节性角度来看,现在正处于巴西中南部地区糖厂压榨量的高峰期,因此9月之前来自巴西糖方面的产量压力将持续施压原糖盘面。

出口方面,巴西7月出口量为348.7万吨,较上月环比增加了16.23%,而相较于去年同期增加了一倍之多。在从4月开始的2020/21榨季,巴西已累计出口1074.2万吨原糖,较去年同期增加了76.36%。因此巴西出口量大也将对原糖价格施压,由于近期中国对巴西采购增加,原糖价格遇到上涨提振,但若后期巴西糖消化较慢,原糖价格仍存较大突破压力。

印度

产量方面,对于下一榨季,根据印度农业数据,从今年6月开始,印度降雨量比平均水平高出10%,目前甘蔗种植面积达510万公顷,略高于

去年同期的500万公顷，料印度新榨季糖产量将同比增加。根据印度投资信息及评级机构ICRA，在从今年10月开始的2020/21榨季，印度食糖产量可能同比增长12.1%，达到3050万吨，如果不考虑糖蜜和甘蔗汁用于乙醇生产的影响，预计产量将达到3200万吨左右。从各邦的产量预测情况来看，2020/21榨季马邦糖产量或同比增加64%至1010万吨；卡邦产量预计同比增长26%至430万吨；北方邦则将同比下降3%至1230万吨，基本回到2018/19榨季产量水平。因此在巴西榨季结束后，原糖价格上行仍会受到印度方面的阻力。

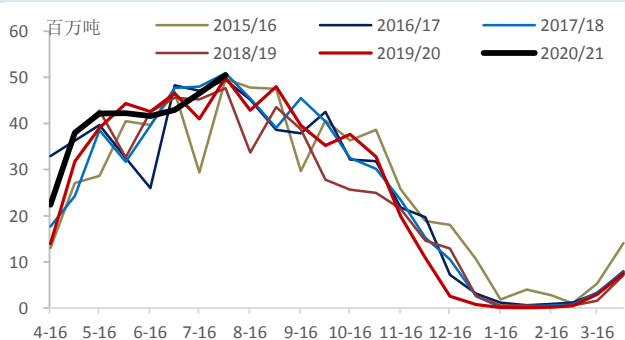
出口方面，到目前为止，本榨季全国各地糖厂已累计出口530万吨糖。全国糖厂合作联合会表示，糖厂已按照政府指令完成出口，但没有及时受到补贴，糖厂目前正处于困境中，若9月补贴及时到账，将有利于榨季开局，进一步提高新榨季开工进度。

泰国

产量及国内消费方面，泰国受严重而持续的干旱影响，宿根蔗生长受威胁，且无法种植新植蔗，甘蔗供应短缺。根据泰国糖业，泰国又一次出现的干旱或导致2020/21榨季产糖量大幅下降。此前数据显示，泰国2019/20榨季甘蔗产量为7490万吨，产糖量为827万吨，较之上榨季下降幅度达40%。未来继续关注泰国方面的降水情况对新榨季糖产量的影响，若延续减产预期，虽可在一定程度上提振原糖价格，但也需与巴西、印度增产幅度进行抵减，从而判断全球供需变动情况。

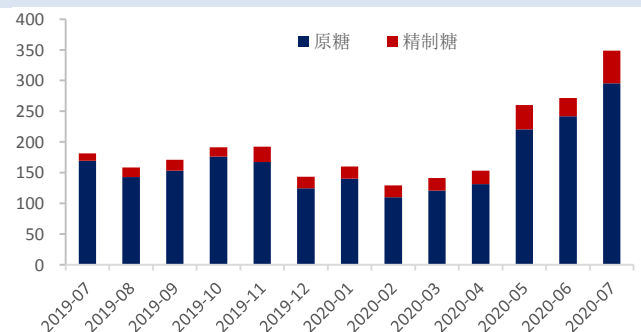
咨询公司StoneX8月表示，预计2020/21年度（10月/9月）的全球食糖总产量将同比增长1.2%，达到1.838亿吨，全球糖市将出现约130万吨缺口，关注数据后续的边际变化情况。

图7 巴西双周糖入榨量



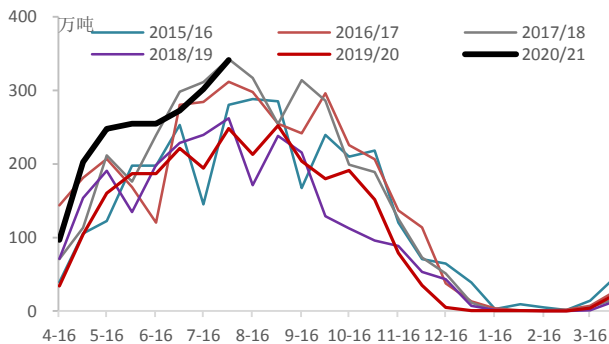
数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 巴西糖月出口量



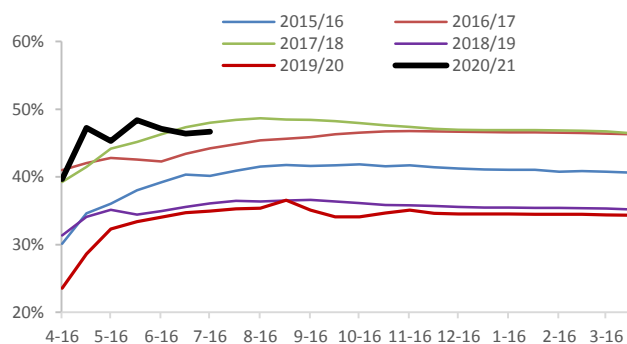
数据来源：Wind、国都期货研究所

图9 巴西双周糖产量



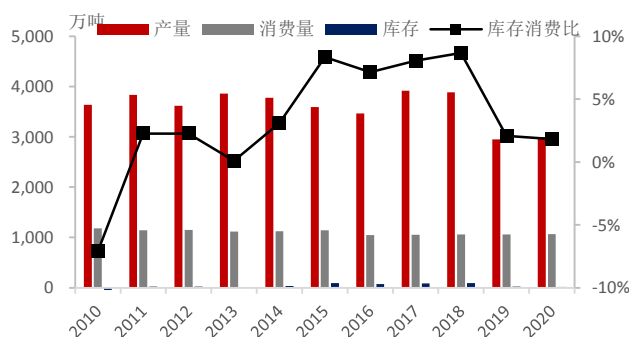
数据来源: Wind、国都期货研究所

图10 巴西双周制糖比



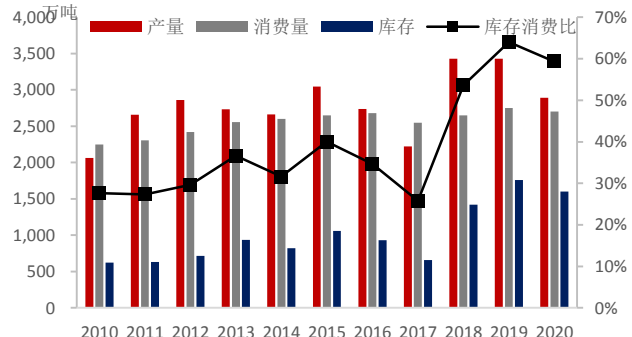
数据来源: Wind、国都期货研究所

图11 巴西白糖供需平衡



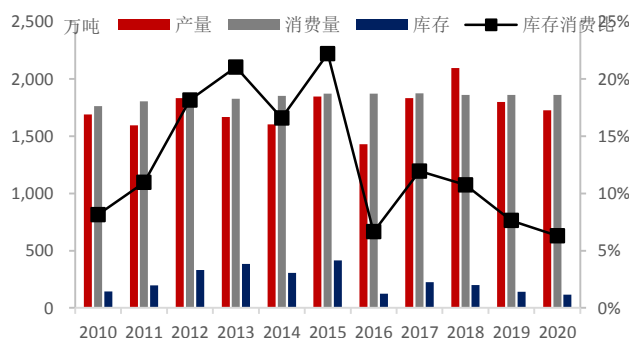
数据来源: Wind、国都期货研究所

图12 印度白糖供需平衡



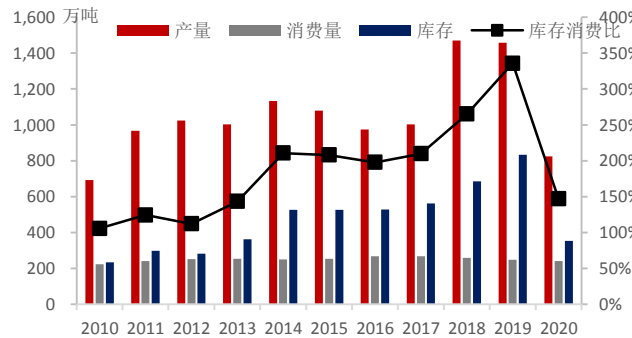
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

8月上半月WTI原油从40美元附近小幅抬升至43美元,一定程度上提振巴西乙醇消费,不过相较于往年原油的价格水平,巴西乙醇当前的价格仍不具备较强的消费优势,因此巴西糖醇比大概率将继续维持高位,原油价格如果没有明显上涨,其对于原糖价格的提振作用则相对有限,需要建立在原糖自身基本面改善的前提之下。

从汇率水平来看,8月上半月美元指数继续下行,不过美元兑巴西雷亚尔小幅抬升,触及5.2附近。从后续角度看,巴西疫情仍处于继续蔓延阶段,巴西雷亚尔汇率在本国疫情缓解之前升值动力不强,但贬值空间也不

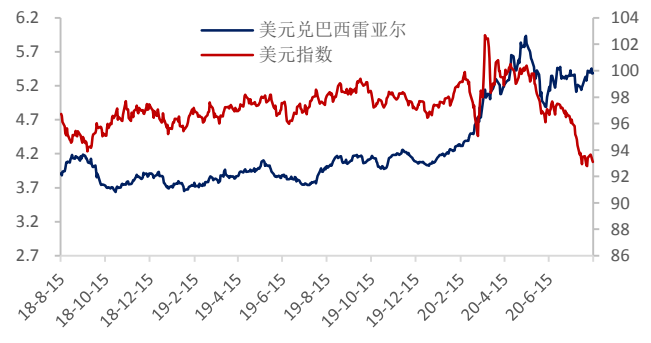
会太大，因此美元兑巴西雷亚尔汇率方面大概率维持高位震荡，以美元计价的原糖价格难以得到汇率方面的提振作用。

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

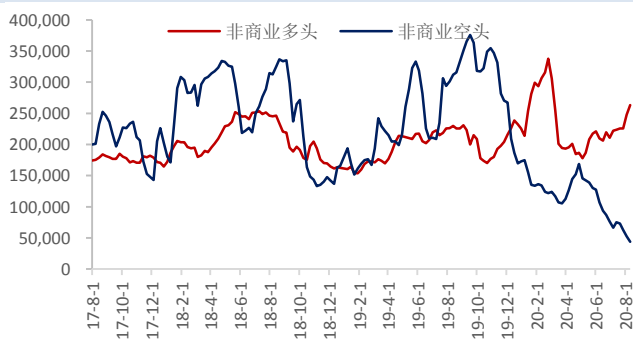


数据来源：Wind、国都期货研究所

(三) 资金面分析

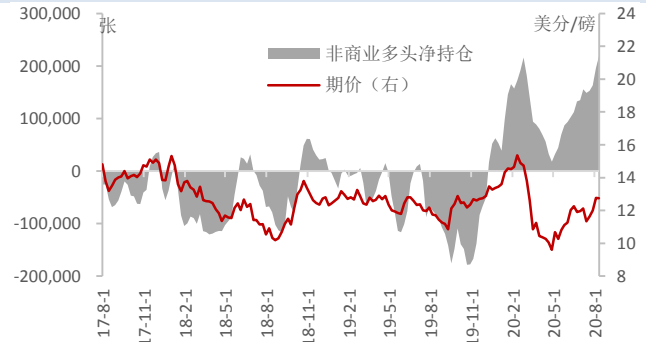
据美国CFTC持仓报告，2020年8月上半月非商业空头继续减仓，非商业多头明显加仓。截至8月11日当周，非商业净多头由月初的262,968手小幅增加56,149手至219,117手。其中非商业多头头寸增加37,315手，至263,040.00手；非商业空头头寸减少18,834手，至43,923.00手。因此从资金面角度来看，ICE原糖多头趋势在空头让步的背景下继续增强，净多头持仓已达到年初高位水平。

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

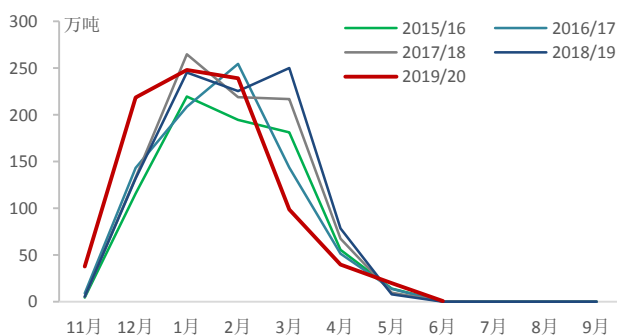
三、国内白糖分析

(一) 产销、进口、库存分析

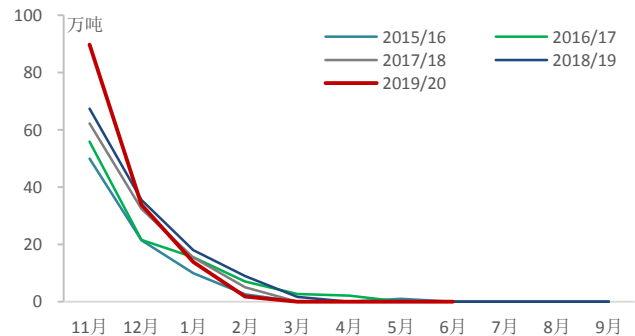
根据 2020年8月农业农村部供需报告，截至7月底，全国累计销售食糖796万吨，同比减61万吨。7月当月销售食糖86万吨，环比增8万吨，同比减9万吨，降幅收窄，食糖消费趋于正常。广西南部蔗区6、7月份干旱，对甘蔗生长造成了一定影响。8月初台风“森拉克”带来明显降雨，广西南部蔗区旱情得到缓解。目前甘蔗已进入拔节生长期，是决定甘蔗产量的

重要时期，对极端天气敏感。后期需关注气象条件对甘蔗生产的影响。本月对2020/21年度预测数据暂不调整。

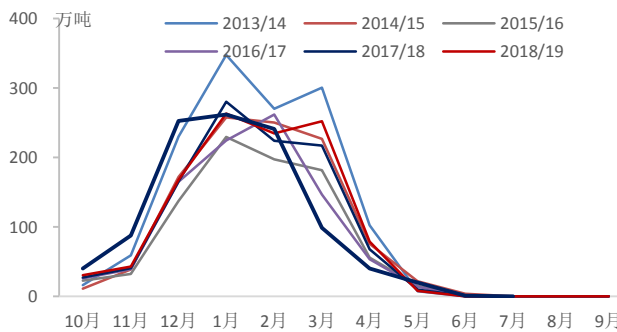
库存方面，截至2019年7月底，全国白糖工业库存为245.79万吨，环比下降25.95%，同比增加12.00%。迄今库存已连续四个月下降，相比于往年同期库存压力偏小，料随着9月进入消费旺季，库存将持续去化，关注三季度销糖进展及双节备货情况。不过，由于我国近期大量进口巴西糖，来自进口糖方面的供应压力不可小觑，还需关注7月出口数据及后续巴西发运数据对盘面价格指引。

图 19 甘蔗糖月产量


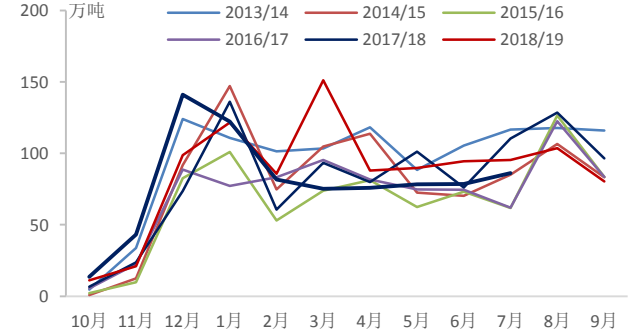
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 甜菜糖月产量


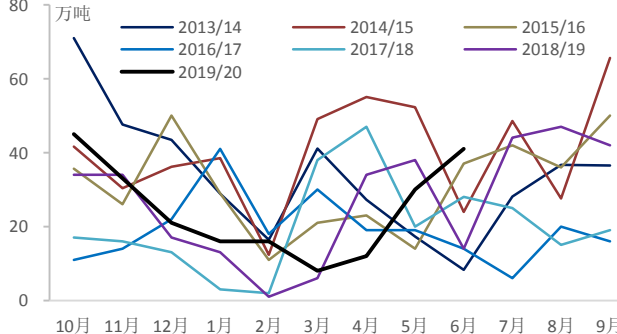
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 21 全国月产糖量


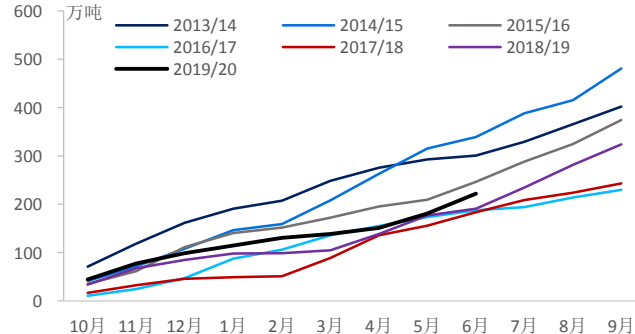
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22 全国销糖率


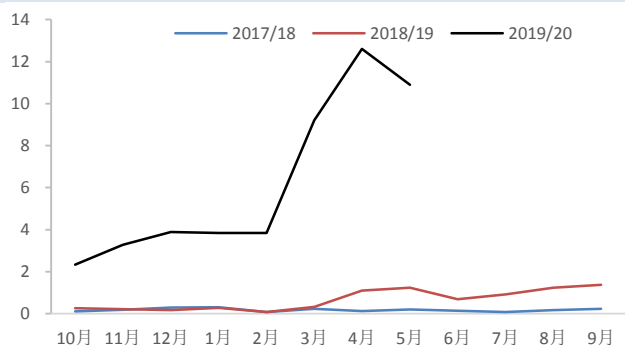
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 23 全国食糖月进口量


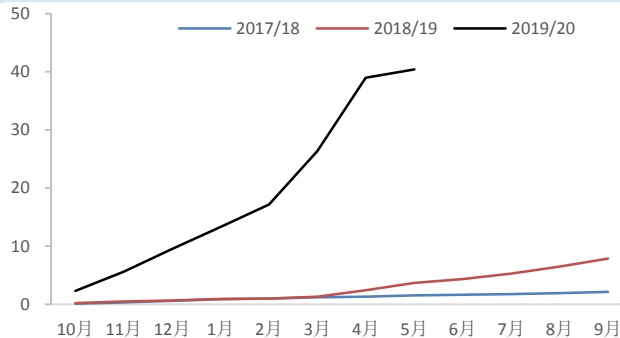
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 24 全国食糖累计进口量


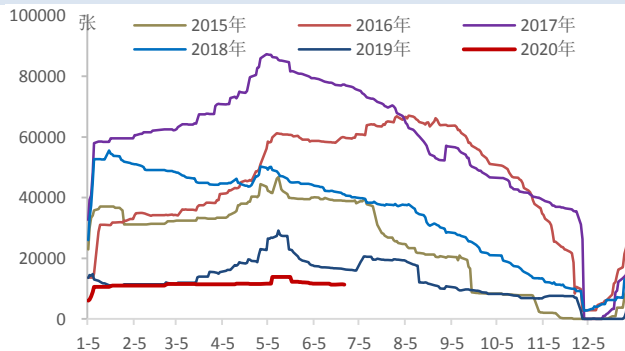
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 25 全国糖浆月进口量


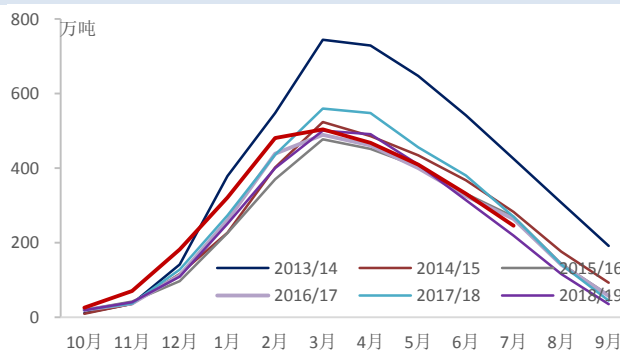
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

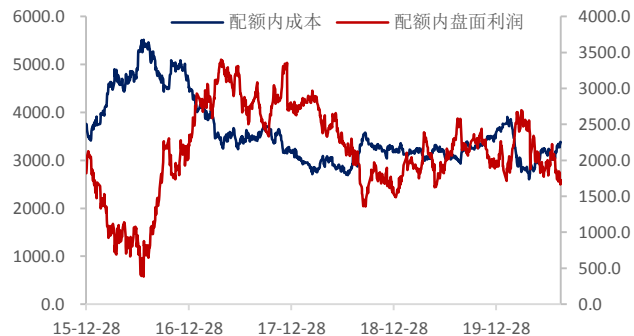
(二) 进口成本利润分析

截至8月上半月，巴西配额内进口成本为3568.5元/吨，配额内进口利润为1533.5元/吨，较月初减少35.1元/吨；巴西配额外进口成本为4548.1元/吨，配额外进口利润为553.9元/吨，较月初减少50.9元/吨。泰国配额内进口成本为3378.8元/吨，配额内进口利润为1723.2元/吨，较月初增加减少36.1元/吨；泰国配额外进口成本为5222.4元/吨，配额外进口利润为-120.4元/吨，较月初增加60.9元/吨。

由此可见，在原糖走势强于内盘的情况下，配额内、外进口利润延续7月下半月以来的下降趋势，泰国配额外进口利润已跌至0以下，不过由于我国取消了对巴西的配额外进口关税，巴西方面的配额外进口利润仍高度升水，刺激进口商增加进口。根据咨询公司Datagro 8月10日公布的港口待运数据，巴西计划在未来几周内向中国发运81.68万吨糖，若出口继续以同样的速度增加，国内未来进口糖将大量增加，或施压国内盘面。因此从进口利润角度来看，即使后续原糖价格上行突破，郑糖价格跟涨幅度也将有限，等待巴西配额外进口利润的高升水逐渐挤出后，郑糖上涨动能方能得到有效释放。

图 29 巴西配额内进口成本与利润

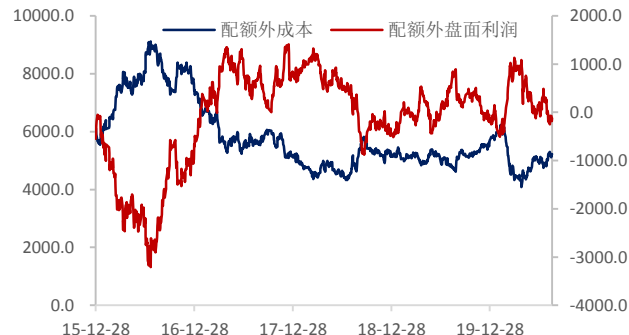

数据来源: Wind、国都期货研究所

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，巴西方面糖醇比持续高位运行，港口发运量也维持高位，不过近期市场需求逐渐回暖，在泰国和欧盟减产的情况下，对于巴西糖的消费及进口提振盘面走高，料短期将继续维持强势。不过从中长期角度来看，印度新榨季供应量也不可小觑，在印度榨季开启后原糖或将重新遇到上行阻力。

国内方面，从7月国内销糖数据来看，国内消费与往年同期的消费量差距正在逐月减小，疫情对消费的影响在逐渐淡化，加之9月即将进入双节备货旺季，国内白糖库存将进一步得到去化，多头思路延续。不过在高进口利润下，未来国内进口糖数量仍存增加预期，这将在一定程度上影响郑糖上涨的动力和空间。

操作上，01合约多单继续持有，初步看到5200一线。跨期方面，91价差已逐渐回落，空头可酌情止盈。

分析师简介

史玥明，量化金融专业硕士，现任白糖期货分析师。

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。