



真诚赢得客户  
专业体现价值

投资咨询研究部

研究员：李坤  
电话：020-85582209  
邮箱：lk@gz.jkqh.com

从业资格证：F0241132  
投资咨询资格证：Z0000647

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 白糖基本面仍偏空 短期反弹不改中期看空策略

### 摘要：

全球食糖方面，17/18 年度和 18/19 年度全球食糖呈供应过剩格局，特别是印度和泰国食糖产量接近或创记录高位，虽然巴西 18/19 榨季食糖产量有减产预期，但其减产幅度远小于印度和泰国食糖的增产幅度，加之中国、欧盟和俄罗斯食糖产量均有不同程度的增产，也加大了全球食糖的过剩量，供过于求的基本面下，对国际糖价形成较强压制。

对国际糖价后市，需要重点关注印度、泰国收榨产量最终的确定，巴西 18/19 榨季开榨进度以及甘蔗制糖比的变化，以及印度出口补贴的力度及实施情况。

国内方面，增产周期内，随着本榨季榨期的逐渐结束，产量增加呈定局，但消费增长不及预期，国内食糖库存累计较快，对期现糖价形成压制。

对后市糖价，需要关注国内白糖收榨情况和仓单预报以及注销情况，旺季消费情况，17/18 榨季的进口政策变化，抛储及其对现货市场的冲击以及 18/19 榨季甘蔗生长苗情。

### 操作策略：

期货方面：中长期来看，进入增产周期，市场基本面偏空，白糖期价偏空思路操作，糖厂择时择价卖出套保为宜，下方目标在 5100-5200 区间。

期权方面：建议低位看跌期权继续持有；另波动率维持低位运行，可采取卖出跨式操作。制糖企业可应用期权进行套保，现货商短期可在持有现货的基础上，进行滚动卖出略虚值看涨期权的备兑期权组合操作；或进行熊市价差策略减少资金成本。

## 一、4 月行情回顾

### (一) 期货市场行情回顾

4 月份，受国际白糖过剩，特别是印度和泰国食糖产量大幅增长加剧了食糖过剩对糖价的影响，国际原糖期货价格单边震荡走低，月末获利资金减仓，空头回补反弹。国内白糖期货价格在外盘的拖累，以及国内进入增产周期，食糖产量增加，但消费未有显著增长，且市场对月底广西糖会的预期也不乐观，致使国内白糖期价震荡走低，主力 1809 合约跌至 3400 元/吨一线。

图 1：白糖 1809 合约走势

图 2：美糖 1807 合约走势

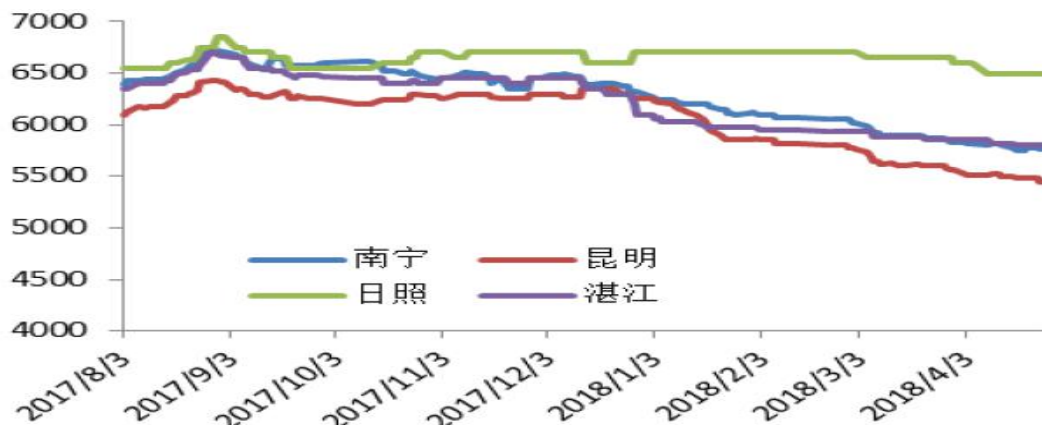


数据来源：博弈大师

### (二) 现货市场回顾

4 月份现货继续缓慢回落。4 月份糖厂开始逐渐收榨，5 月初广西全部收榨，云南预计 5 月底完成收榨，食糖供给较为充足，而消费方面依然处于淡季。月初广西南华集团南宁现货报价 5830 元/吨，月末跌到 5760 元/吨，跌幅 70 元/吨；云南英茂白糖报价跌幅更大，月初报价 5560 元/吨，月末报价 5450 元/吨，跌幅 110 元/吨；湛江地区白糖报价也有下跌，月初报价 5850 元/吨，月末报价 5800 元/吨，跌幅 50 元/吨；山东地区贸易商加工糖报价也有下调，月初报价 6600 元/吨，月末报价 6500 元/吨，跌幅 100 元/吨。甜菜糖方面，新疆中粮屯河报价 5770-5830 元/吨，较月初也有近 100 元下调，内蒙古荷丰农业本榨季新糖已售完。

图 3：白糖现货价格走势



数据来源：wind，广金期货投研部

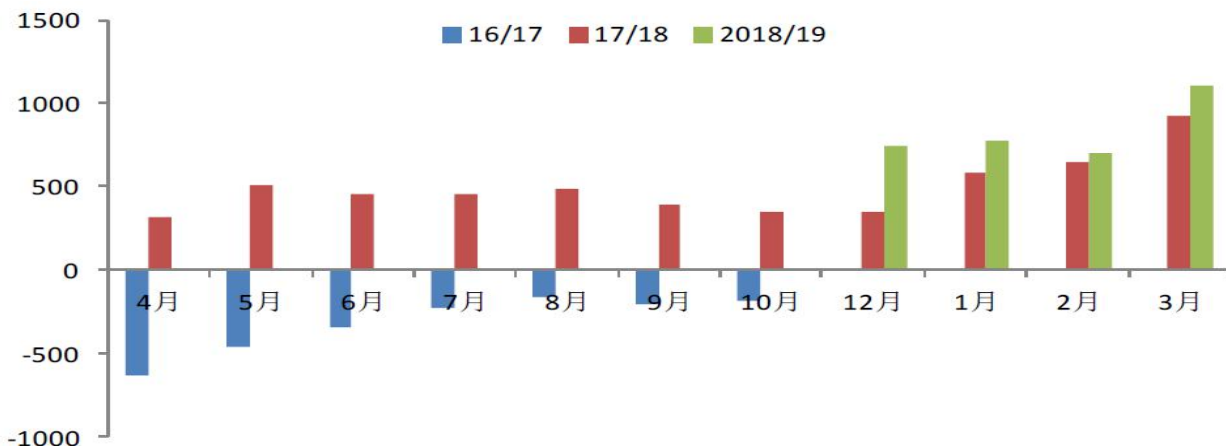
### 三、影响因素分析

#### (一) 国际方面

##### 1、Kingsman：上调本榨季全球食糖过剩量至 924.3 万吨

Kingsman 最新 3 月月报里，过剩量较上月预估增加 273 万吨至 924.3 万吨。同时将 18/19 过剩量也大幅调增 406.5 万吨至 1105.4 万吨。

图 4：Kingsman 报告过剩量预测



数据来源：广金期货投研部

##### 2、巴西产量维持高位

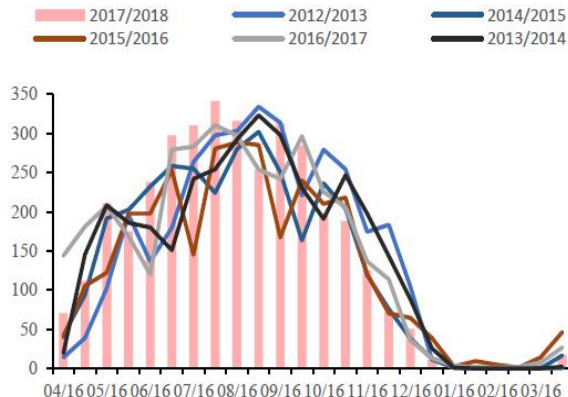
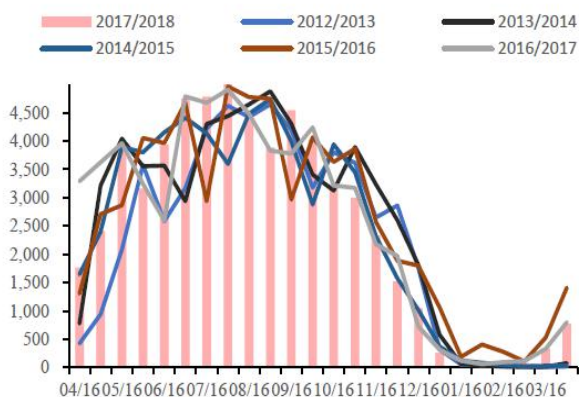
F.O. licht 最新报告称，巴西中南部地区 18/19 榨季甘蔗压榨量预计为 5.9 亿吨，其中糖产量或为 3000 万吨，乙醇产量或为 270 亿公升。

报告显示，4 月上半月，巴西中南部地区的甘蔗压榨量为 2221 万吨，去年同期为 1770 万吨，有 68.5% 的甘蔗用于生产乙醇，乙醇产量跳升 44.6% 至 9.93 亿公升。巴西中南部地区的糖产量却持稳在 71.4 万吨，因糖厂迫切希望将所有精力投入到乙醇生产当中。目前糖价触及两年半最低，因此生产乙醇会给糖厂带来更高利润。

甘蔗压榨量以及糖产量双双略高于市场预期。S&P Global Platts 组织的调查显示，分析师对巴西中南部地区糖产量的平均预期为 57.8 万吨，甘蔗压榨量为 1910 万吨。咨询机构 Datagro 称，巴西中南部 2018/19 年度糖产量预计为 3080 万吨，低于稍早预估的 3160 万吨。

图 5：巴西中南部双周压榨数量 单位：万吨

图 6 巴西中南部糖生产数量 单位：万吨



数据来源：Unica 广金期货投研部

图 7：巴西原糖与乙醇价差



数据来源：Unica 广金期货投研部

在当前亚洲地区糖产量逐步增加的情况下，市场寄希望于巴西 18/19 榨季的主动减产。巴西 18/19 榨季的糖产量预估在 3000 万吨有余，有明显下降，但是由于印度和泰国产量压力使得其影响被一定程度上抵消。

## 2、印度食糖产量增加，关注出口补贴政策

印度糖厂协会总负责人 Abinash Verma 近日表示，本榨季该国最终糖产量或将达 3150 万吨，较 3 月预估上调 200 万吨，同比增长 55%，并高于 2006/07 榨季记录（2836 万吨），因恰到好处的降雨提振了甘蔗单产。Verma 称，国内食糖过剩量预估也相应由 450 万吨上调至 650 万吨，出口将是削减库存的主要手段。

印度部长会议提出三个建议，包括征收 5% 糖税、将乙醇消费税由 18% 降至 5%、提供 4500 卢比/吨糖出口补贴。

## 3、泰国食糖产量和出口量均大幅增长

泰国 2017/18 榨季截至 4 月 15 日累计压榨甘蔗 1.26 亿吨，同比增加 35.7%；累计产糖 1384.1 万吨，同比增加约 38.25%。54 家糖厂中有 17 家已收榨，去年同期已有 49 家收榨。4 月上旬的压榨因新年宋干节而有所放慢，但预计之后将重新加速，行业预计本榨季泰国甘蔗压榨量将达到 1.3 亿吨。泰国甘蔗和糖协会办公室（Office of the Cane and Sugar Board）称，泰国 2017/18 年度糖产量预计为创纪录的 1200-1300 万吨。

2018 年 3 月份泰国共计出口糖约 71.5 万吨，同比增加 6.7%。其中原糖出口量同比大增 29%，至 42.3 万吨，主要为印尼（25.9 万吨）、韩国（5.03 万）和台湾（3.4 万）进口；低质量白糖和精制糖出口量分别为 5.7 万吨（同比增 3.6%）和 23.5 万吨（同比减 18%），柬埔寨（6.5 万）、缅甸（3.4 万）和台湾（4.3 万）为泰国精制糖的主要进口国。3 月份泰国向中国出口约 1.84 万吨糖。2017/18 榨季 10 月-3 月泰国累计出口糖约 309.5 万吨，上榨季同期为 302 万吨。

泰国的大幅增产，使得其出口同样大增。我们注意到缅甸和台湾的进口量依旧维持一定的量，侧面反映我国走私的量依旧不少。

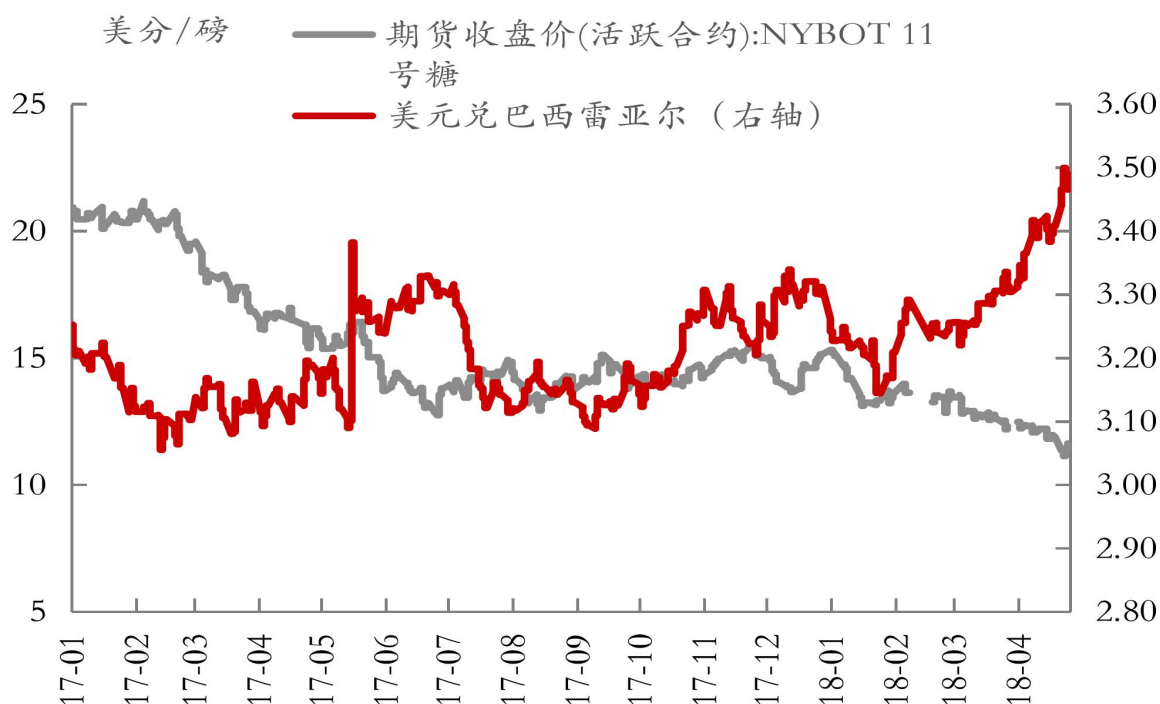
#### 4、USDA：欧盟 2018/19 年度甜菜糖产量料为 2198 万吨

美国农业部（USDA）驻欧盟大使馆专员表示，欧盟 2018/19 年度甜菜糖产量料为 2198 万吨，略低于 2017/18 年度创纪录高位的 2280 万吨。

#### 5、关注汇率因素

主产国汇率对国际原糖影响较大，其中影响最明显的当属巴西，巴西是世界最大的食糖生产国，食糖出口国，在巴西国内食糖业套保度非常高，如若巴西雷亚尔贬值，生产企业会选择在盘面上抛售原糖对锁。这就在一定程度上会打压原糖价格。反之雷亚尔的升值则将导致原糖易涨难跌。因此导致巴西货币出现较大波动的时候，原糖价格就会与其出现较高相关性。

图 8：巴西雷亚尔汇率对国际糖价的影响



数据来源：wind 广金期货投研部

## （二）国内因素

### 1、广西糖会中性偏空

4月27-28日，广西糖会召开，通报了17/18制糖期产销情况，预计全国产糖为1020万吨，实际销量高于去年同期，销糖率基本持平，食糖消费在1500万吨左右。进口按需有序进行，走私不要妄加猜测，储备糖会按食糖需求和价格情况投放，没有硬性要求。大会提出加大食糖产销和市场监管，加强企业蔗款兑付，引导市场销售，加大对大型企业、进口原糖加工企业的监督指导，规范企业经营，防止过度投机，维护市场政策秩序，继续严厉打击食糖走势等。

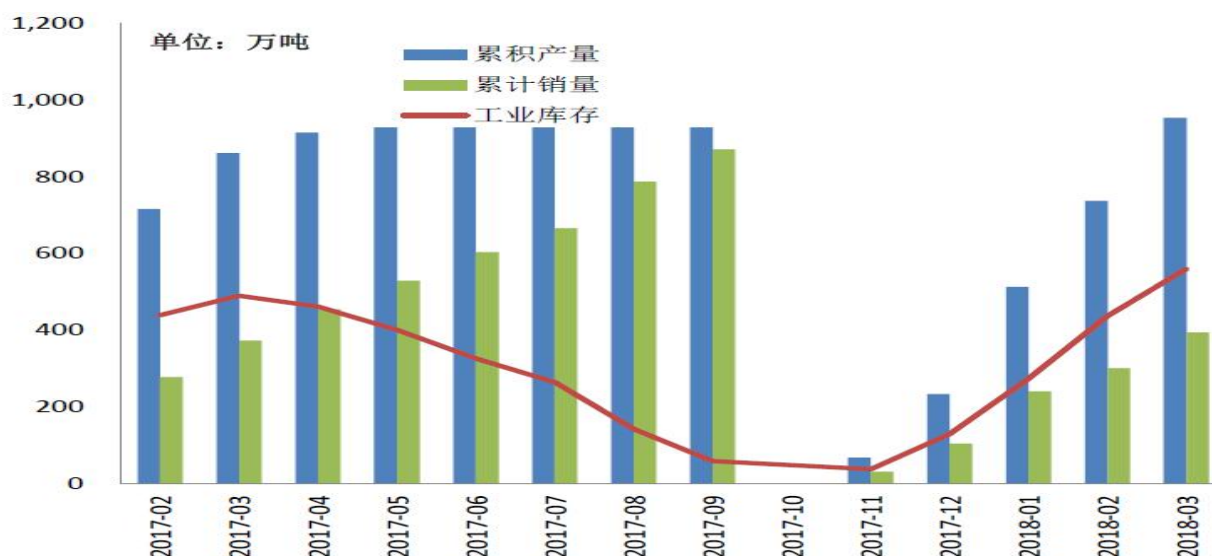
广西糖会数据显示，广西最终的产量为604万吨，17/18种植面积增加20万亩，云南的最终产量可能为200万吨，种植面积不会有规模性的增长，内蒙地区种植面积增长44万吨。18/19榨季全国种植面积有一定幅度的增长，如果没有遇到大的灾害产量会有一定的增长。

表 1: 17/18 制糖年全国糖料种植情况及产量预计

| 2017 糖料种植情况及 2017/18 年制糖期产量预计 |                  |               |      |
|-------------------------------|------------------|---------------|------|
| 单位：万亩、万吨                      |                  |               |      |
| 省 区                           | 2017 年糖料<br>种植面积 | 2017/18 制糖期预计 |      |
|                               |                  | 收购糖料量         | 产糖量  |
| 全国合计                          | 2126             | 8637          | 1020 |
| 甘蔗糖小计                         | 1847             | 7678          | 907  |
| 广 东                           | 198              | 930           | 90   |
| 其中：湛 江                        | 163              | 776           | 80   |
| 广 西                           | 1150             | 4883          | 590  |
| 云 南                           | 426              | 1577          | 194  |
| 海 南                           | 46               | 180           | 20   |
| 其 他                           | 27               | 108           | 13   |
| 甜菜糖小计                         | 279              | 959           | 113  |
| 黑龙江                           | 27               | 63            | 7    |
| 新 疆                           | 105              | 440           | 49   |
| 内蒙古                           | 130              | 400           | 50   |
| 其 他                           | 17               | 56            | 7    |

数据来源：中国糖协简报 广金期货投研部

图 9：食糖产量和库存



数据来源：中国糖协简报 广金期货投研部

## 2、增产周期，库存逐渐积累

2017/18 年制糖期截至 2018 年 3 月底，大部分糖厂已收榨。本制糖期全国已累计产糖 953.54 万吨，其中，产甘蔗糖 838.57 万吨；产甜菜糖 114.97 万吨。截至 2018 年 3 月底，本制糖期全国累计销售食糖 393.8 万吨，累计销糖率 41.3%，其中，销售甘蔗糖 321.65 万吨，销糖率 38.36%，销售甜菜糖 72.15 万吨，销糖率 62.76%。

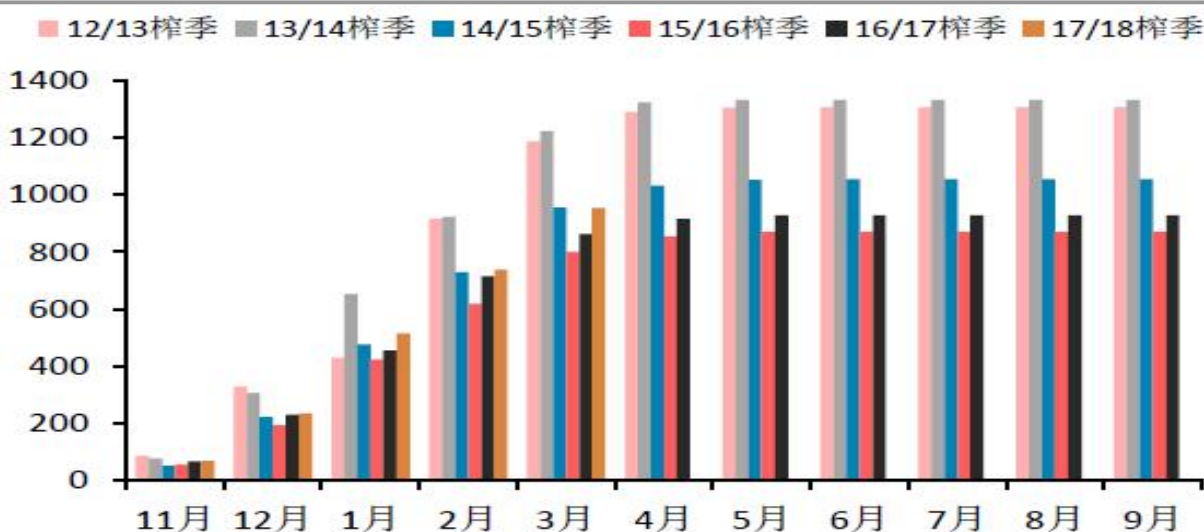
广西 3 月产量增加不少，而销量仅仅比去年同期增加了一点，从单月销糖数据来看，中协给出的产销数据中性偏空，对糖价形成压制。

表 2：17/18 制糖年全国糖产销进度

| 17/18 制糖年全国食糖产销进度 |       |                  |        |       |           |
|-------------------|-------|------------------|--------|-------|-----------|
| 单位：万吨、%           |       |                  |        |       |           |
| 省区                | 预计产糖量 | 截至 2018 年 3 月底累计 |        |       | 备注        |
|                   |       | 产糖量              | 销糖量    | 销糖率   |           |
| 全国合计              | 1020  | 953.54           | 393.80 | 41.30 |           |
| 甘蔗糖小计             | 907   | 838.57           | 321.65 | 38.36 |           |
| 广东                | 90    | 81.83            | 46.23  | 56.50 | 已有 22 家收榨 |
| 其中：湛江             | 80    | 70.64            | 40.71  | 57.63 | 已有 15 家收榨 |
| 广西                | 590   | 585              | 220    | 37.61 | 已有 65 家收榨 |
| 云南                | 194   | 152.71           | 51.08  | 33.45 | 已有 3 家收榨  |
| 海南                | 20    | 17.22            | 3.44   | 19.98 | 已全部收榨     |
| 其他                | 13    | 1.81             | 0.9    | 49.72 | 已全部开榨     |
| 甜菜糖小计             | 113   | 114.97           | 72.15  | 62.76 |           |
| 黑龙江               | 7     | 7.06             | 4.64   | 65.72 | 已全部收榨     |
| 新疆                | 49    | 54.11            | 27.53  | 50.88 | 已有全部收榨    |
| 内蒙古               | 50    | 48               | 35.4   | 73.75 | 已有全部收榨    |
| 其他                | 7     | 5.8              | 4.58   | 78.97 | 已有全部收榨    |

数据来源：中国糖协简报 广金期货投研部

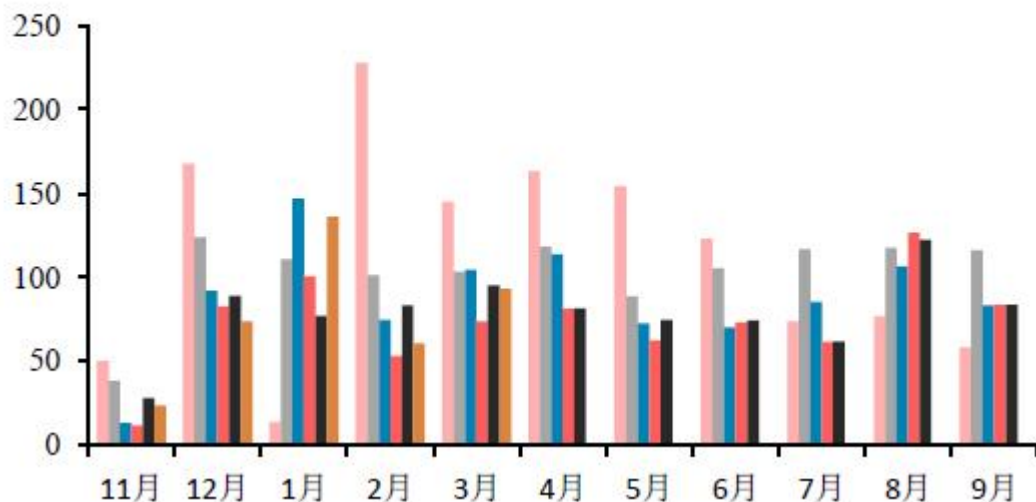
图 10：本榨季食糖月度产量



数据来源：中国糖协简报 广金期货投研部

图 11：本榨季食糖月度销量

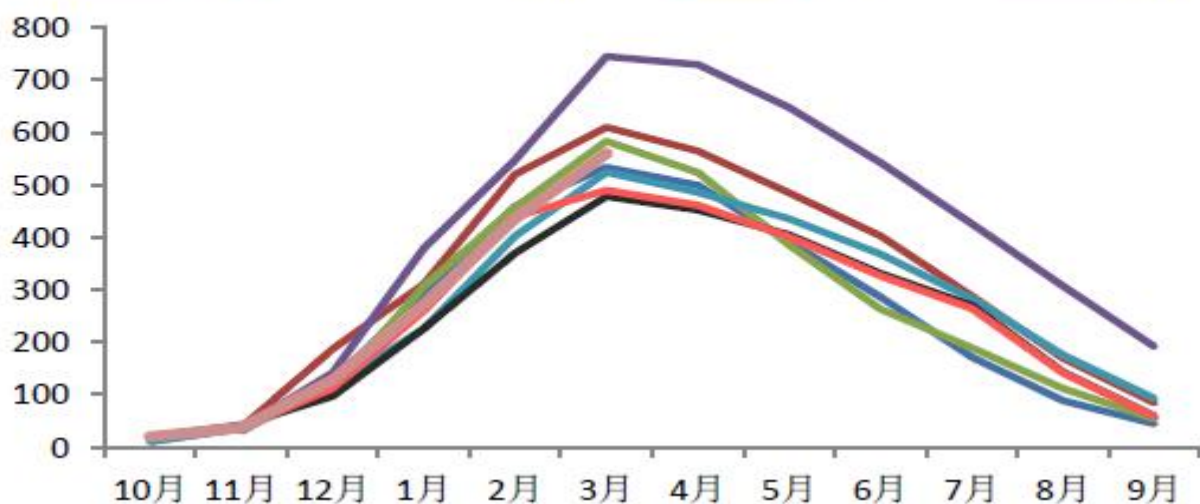
12/13榨季 13/14榨季 14/15榨季 15/16榨季 16/17榨季 17/18榨季



数据来源：中国糖协简报 广金期货投研部

图 12：历年榨季食糖月度工业库存

10/11 11/12 12/13 13/14  
14/15 15/16 16/17 17/18



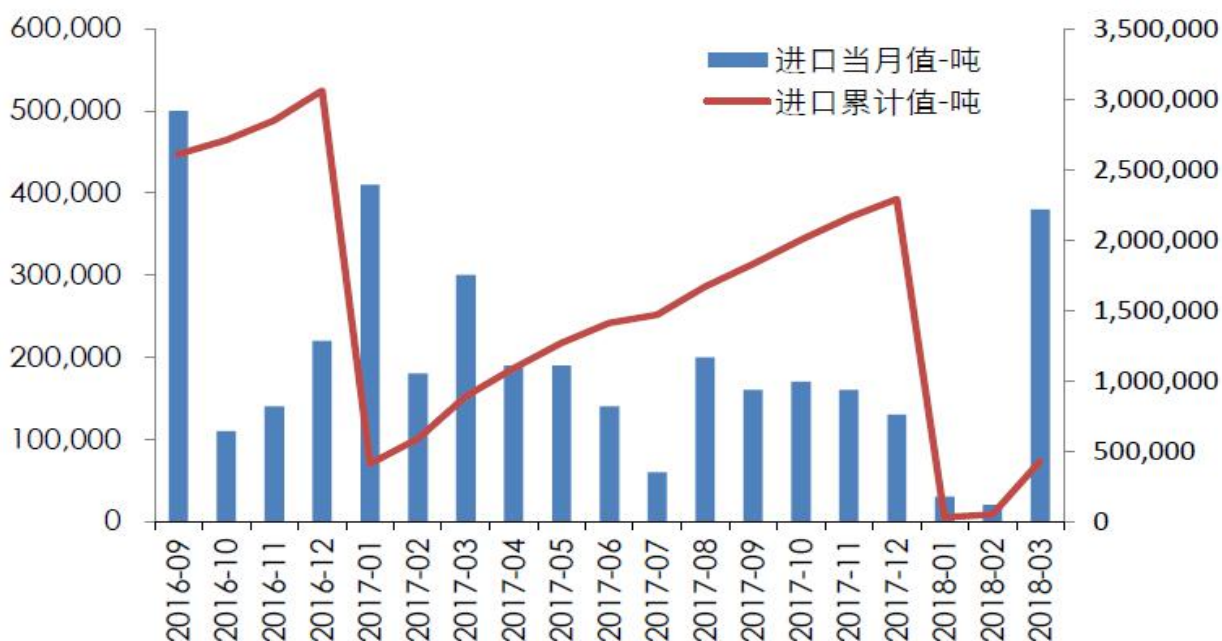
数据来源：中国糖协简报 广金期货投研部

## 2、3月进口环比大幅增加

根据海关信息显示，3月份中国进口食糖 38 万吨，环比增加 36 万吨，同比增加 8 万吨，基本符合前期预估。2018 年 1-3 月中国进口食糖数量累计 43 万吨。

3 月进口量基本符合预估，随着配额外许可证的发放，从 4 月开始糖进口量将会得到释放，今年配额外许可证达到 150 万吨，比去年增加了 50 万吨，而从 5 月 22 日开始配额外进口关税将下降为 90%。

图 13：食糖月度进口量



数据来源：wind 广金期货投研部

广西糖网数据显示，4 月初时配额外巴西原糖加工利润在 1365 元/吨上下，配额外泰国糖加工利润在 1565 元/吨上下，此后国内外糖价都是下跌走势，但外盘跌幅较内盘更大，期间美元对雷亚尔大幅升值，使得国外原糖相对贬值，加工利润扩大。月末配额外巴西糖加工利润 1813 元/吨上下，配额外泰国原糖加工利润也在 1981 元/吨上下。

图 14：国内食糖进口巴西糖利润

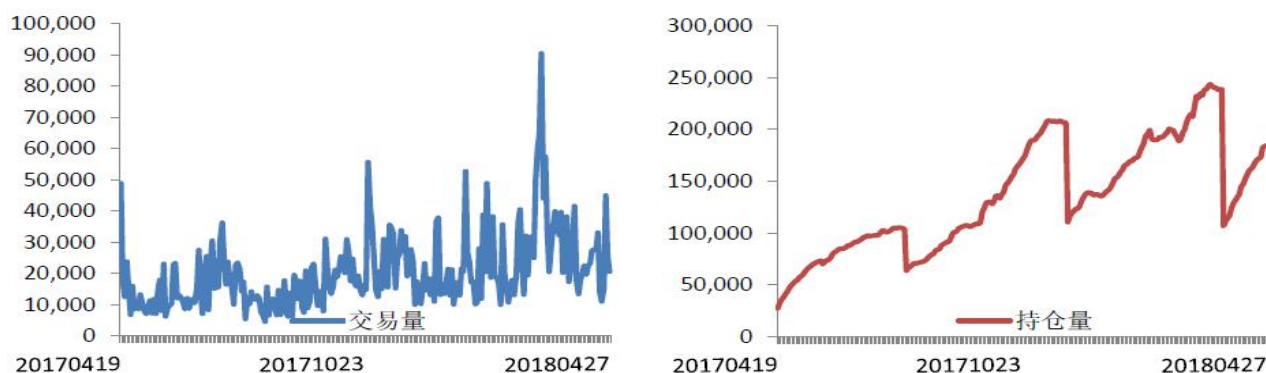


数据来源：wind 广金期货投研部

#### 四、白糖期权分析

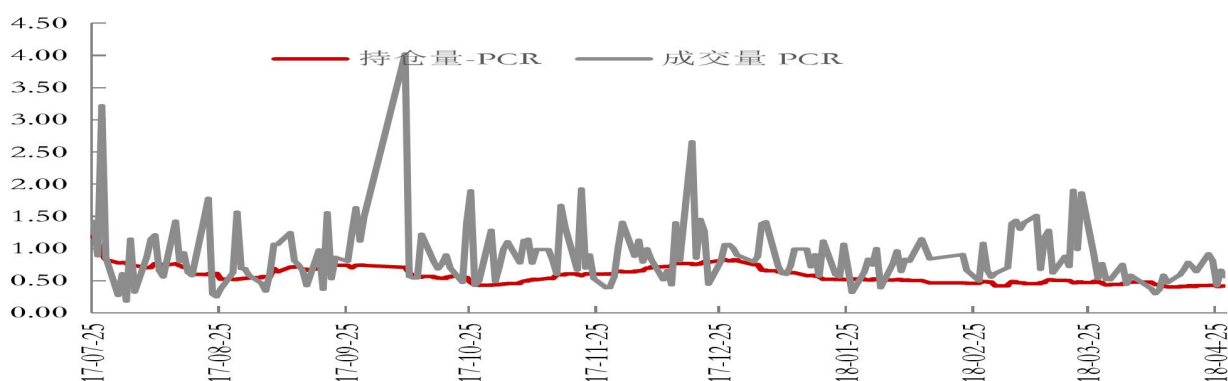
白糖期货期权上市一年来，持仓量呈上升态势，表明企业利用期权进行风险管理积极性较高，但从成交上看，期权成交量因缺乏足够的投机者使得成交量处于低位，不能很好的满足现货企业风险管理需求。

图 15: 白糖期权成交量和持仓量



数据来源: wind 广金期货投研部

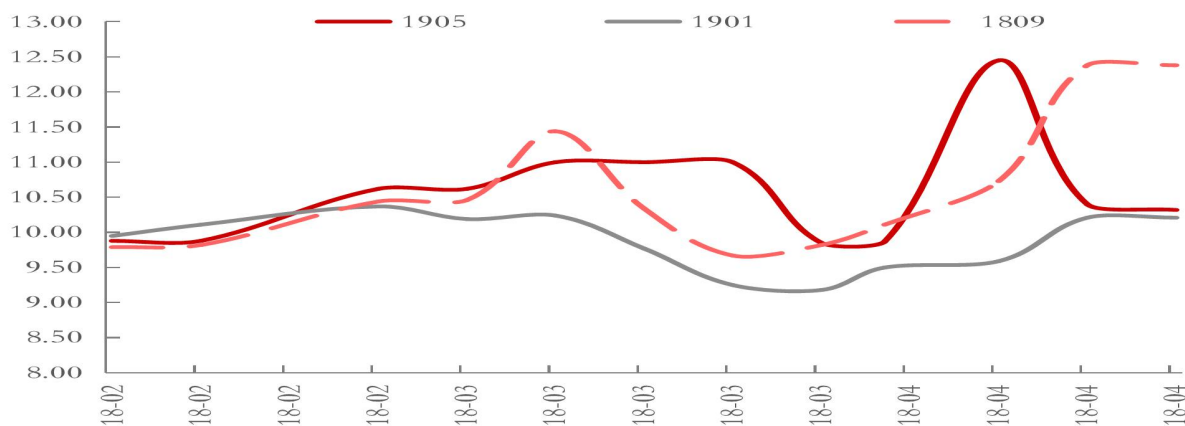
图 16: 白糖期权成交量和持仓量 PCR



数据来源: wind 广金期货投研部

从期权成交量和持仓量 PCR 看, 持仓量 PCR 保持平稳, 整体在 0.5-0.55 之间, 且波动较小, 表明投资者对后市仍旧悲观。成交量 PCR 看, 仍旧维持在 1 以下, 表明投资者对后市仍旧看空。

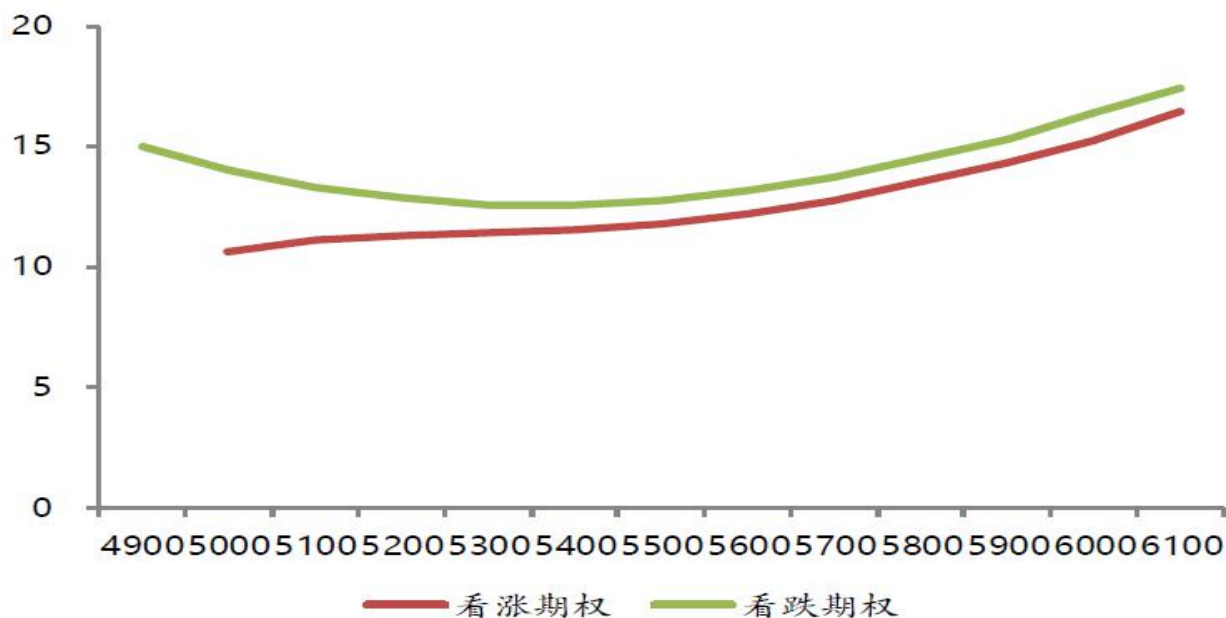
图 17: 白糖期权隐含波动率



数据来源: wind 广金期货投研部

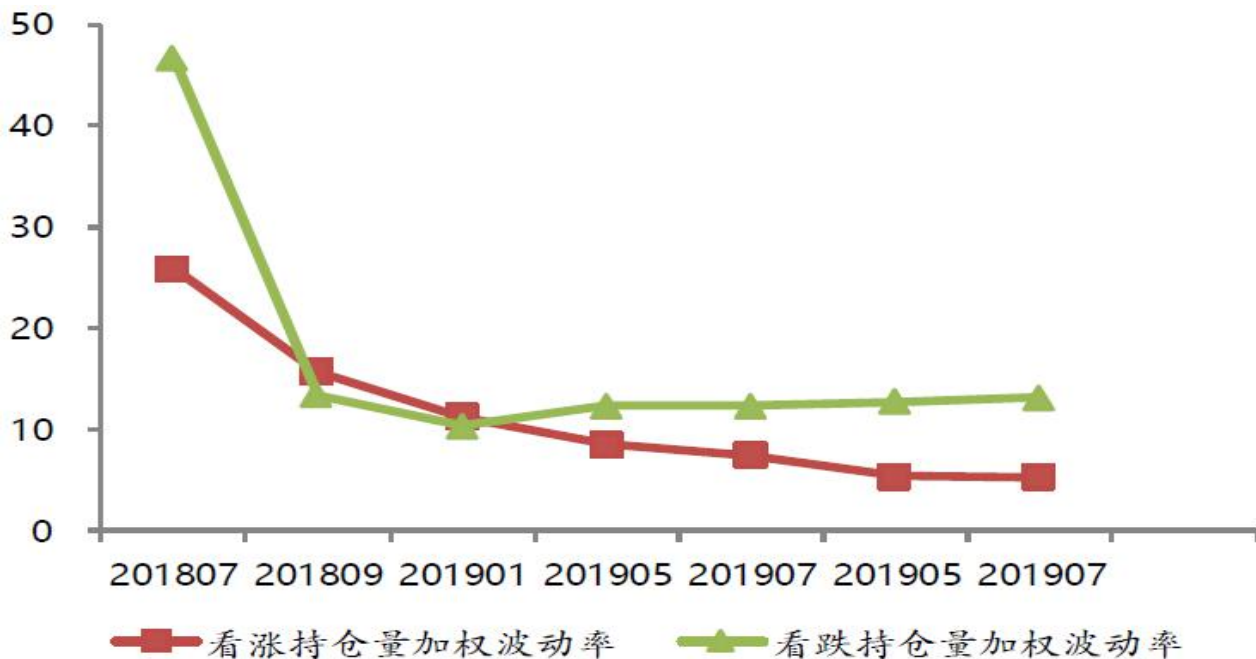
因 4 月白糖期货跌幅较大，使得白糖 SR809 期权合约的隐含波动率 4 月涨幅较大，目前看涨平值期权隐波在 12% 左右，看跌平值期权隐波在 13% 左右，高于标的历史波动率。后市期权隐含波动率将保持在该水平或略有回落。

图 18：白糖期权隐含波动率微笑



数据来源：wind 广金期货投研部

图 19：白糖期权隐含波动率期现结构



数据来源：wind 广金期货投研部

## 五、技术分析

### (一) 白糖期货主力期价可能走势一

图 20: SR1809 技术分析 1



数据来源: wind 广金期货投研部

## 六、后市研判

全球食糖方面，17/18 年度和 18/19 年度全球食糖呈供应过剩格局，特别是印度和泰国食糖产量接近或创记录高位，虽然巴西 18/19 榨季食糖产量有减产预期，但其减产幅度远小于印度和泰国食糖的增产幅度，加之中国、欧盟和俄罗斯食糖产量均有不同程度的增产，也加大了全球食糖的过剩量，供过于求的基本面下，对国际糖价形成较强压制。

对国际糖价后市，需要重点关注印度、泰国收榨产量最终的确定，巴西 18/19 榨季开榨进度以及甘蔗制糖比的变化，以及印度出口补贴的力度及实施情况。

国内方面，增产周期内，随着本榨季榨期的逐渐结束，产量增加呈定局，但消费增长不及预期，国内食糖库存累计较快，对期现糖价形成压制。

对后市糖价，需要关注国内白糖收榨情况和仓单预报以及注销情况，旺季消费情况，17/18 榨季的进口政策变化，抛储及其对现货市场的冲击以及 18/19 榨季甘蔗生长苗情。

### 操作策略：

期货方面：中长期来看，进入增产周期，市场基本面偏空，白糖期价偏空思路操作，糖厂择时择价卖出套保为宜，下方目标在 5100-5200 区间。

期权方面：建议低位看跌期权继续持有；另波动率维持低位运行，可采取卖出跨式操作。制糖企业可应用期权进行套保，现货商短期可在持有现货的基础上，进行滚动卖出略虚值看涨期权的备兑期权组合操作；或进行熊市价差策略减少资金成本。

## 广州金控期货分支机构

### 广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元

电话：020-38298555

### 顺德营业部

地址：佛山市顺德区容桂桥东路 10 号濠钢大厦首层

电话：0757-28626699

### 佛山营业部

地址：佛山市禅城区汾江中路 148 号华美大厦 11 楼

电话：0757-88352866

### 大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房

电话：0411-84806645

### 济南营业部

地址：山东省济南市历下区泉城路 180 号齐鲁国际大厦 6 楼

电话：0531-58766302

### 大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号期货大厦 2012 室

电话：0411-84995079

### 梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区正兴路 25 号（金雁富源大酒店侧）

电话：0753-2182595

**总部地址：广州市天河区体育西路 103 号维多利广场 A 塔 1901-06**

**联系电话：020 85592686**

**公司官网：www.gzjkqh.com**

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。