



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，通过合理判断并得出结论，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：

国际方面，5 月原糖价格以反弹为主，但全球供应过剩压力依旧很大，基本面仍是偏悲观的，但糖价抗跌的力量在增强，整体而言是处在较长周期的底部震荡中。近期的反弹受助于巴西天气及罢工、印度的政策预期、以及基金操作的变动。关注商业套保的压力。

国内目前也是延续熊市格局，但从季节性来看，国内五月份糖厂已经陆续收榨完毕，白糖供应达到最高峰，接下来属于纯消费的季节，随着天气的逐渐炎热，白糖将逐渐进入消费旺季，对糖价有一定的支撑，且目前糖价已经处于成本线之下，糖价继续向下的空间已经不大，但目前国内糖市仍处于增产周期第二年，增产周期下糖价上行压力依旧很大，糖价上行仍缺乏有效驱动，后市糖价将考验成本及政策的支撑。技术上，近期将考验 60 日均线压力。

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，以及印度收储是否实施和巴西罢工进展。

对国内后市糖价，需要关注国内白糖消费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、5 月行情回顾

(一) 期货市场行情回顾

5 月份内外盘糖价走势基本同步，国际原糖期价和国内郑糖期价双双走出止跌反弹行情，原糖的反弹幅度相当大，从前期低点算起超过 15%，而郑糖的反弹幅度很小，从前期低点算至最高点也不过 4%，国际原糖 10 月合约期价创出 13.08 美分/磅的反弹高点；郑糖主力合约 1809 最高至 5569 元/吨。

图 1：白糖期货指数走势

图 2：美糖 N011 号期货指数走势

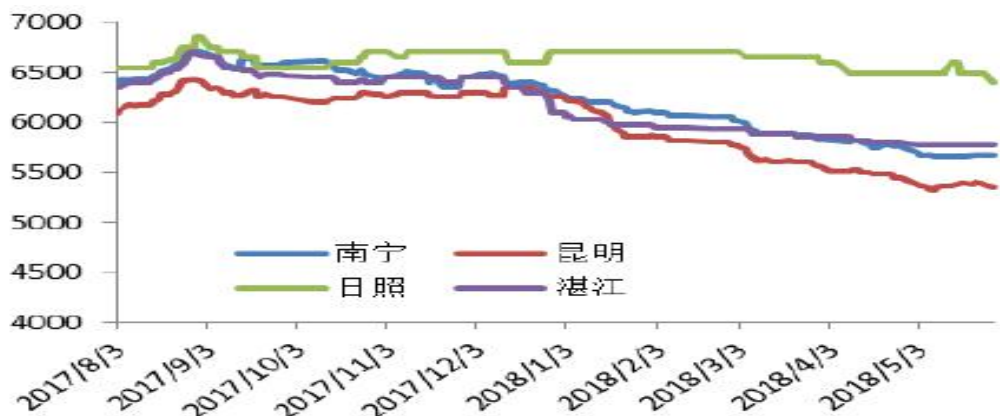


数据来源：博弈大师

(二) 现货市场回顾

5 月份现货糖价总体上是下滑的，具体来看是月初出现了较大幅度的下跌，中下旬价格有所回弹。国内白糖现货市场价格在 2018 年 5 月份继续下跌，但跌幅有所缩小，其中广西南宁现货价至 5 月 31 日跌至 5615 元/吨。月初广西南华集团南宁现货报价 5760 元/吨，月末跌到 5670 元/吨，跌幅 90 元/吨；云南英茂白糖报价跌幅基本相当，月初报价 5450 元/吨，月末报价 5350 元/吨，跌幅 100 元/吨；湛江地区白糖报价基本未变，维持在 5780 元/吨；山东地区贸易商加工糖报价有下调，月初报价 6500 元/吨，月末报价 6400 元/吨，跌幅 100 元/吨。甜菜糖方面，新疆中粮屯河报价 5670-5770 元/吨，较月初也有近 70 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、国际糖业组织 (ISO)：上调本榨季全球食糖过剩量至 1051 万吨

国际糖业组织 (ISO) 5 月底上调了 2017/18 榨季供给过剩预估至高位，全球 2017/18 年度 (10 月-次年 9 月) 糖供应过剩规模达 1,051 万吨，远超之前预测的 515 万，全球糖产量预估也上调逾 650 万吨至 1.8521 亿吨，增幅远高于消费量增幅，ISO 初步预计 18/19 榨季全球食糖供给过剩量为 600 万吨左右，而 19/20 榨季可能会结束过剩状态，并表示国际糖价回升可能性不大。

2、巴西 5 月上半月甘蔗压榨量同比大幅增加 食糖出口减少

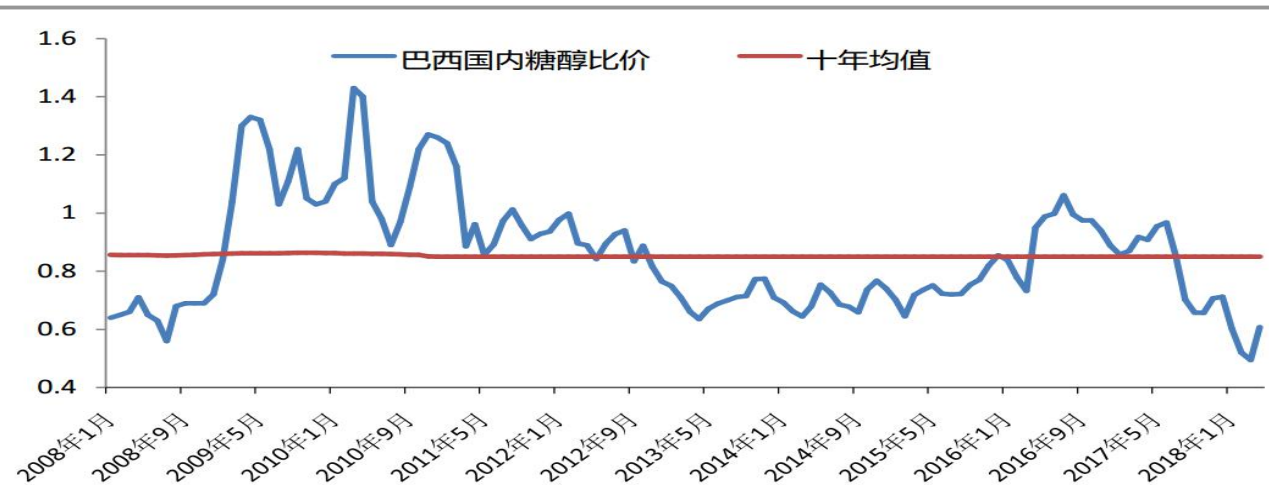
甘蔗行业组织 Unica 表示，巴西中南部地区 5 月上半月共计产糖 190.7 万吨，高于 4 月下半月的 152.7 万吨。2018/19 年度巴西糖产量总计为 415 万吨，较上年同期高出 5%。在此期间中南部地区糖厂共计压榨甘蔗 4264.4 万吨，4 月下半月为压榨 3768.6 万吨。2018/19 年度甘蔗压榨量总计为 1.025 亿吨，较上年同期增加 27%。Unica 数据并显示，5 月上半月乙醇产量为 20.72 亿公升，高于 4 月下半月的 17.3 亿公升。2018/19 年度乙醇产量总计为 48.1 亿公升，较上年同期大幅增加 55%。

图 3：巴西中南部蔗糖生产情况 (2017/2018 榨季累计产量，截至 5 月 16 日)

Product	South-Central region		
	2017/2018	2018/2019	Var. (%)
Sugarcane ¹	80,518	102,521	↑ 27.33%
Sugar ¹	3,955	4,148	↑ 4.87%
Anhydrous ethanol ²	1,139	1,240	↑ 8.85%
Hydrous ethanol ²	1,971	3,573	↑ 81.25%
Total ethanol ²	3,110	4,813	↑ 54.73%
TRS ¹	9,389	12,358	↑ 31.62%
TRS/ ton of sugarcane ³	116.61	120.54	↑ 3.37%
Share % sugar	44.21%	35.23%	↓
ethanol	55.79%	64.77%	↑
Liters of ethanol/ ton of sugarcane	38.20	46.07	↑ 20.59%
Kg of sugar/ ton of sugarcane	49.12	40.46	↓ -17.63%

数据来源：Unica 广金期货投研部

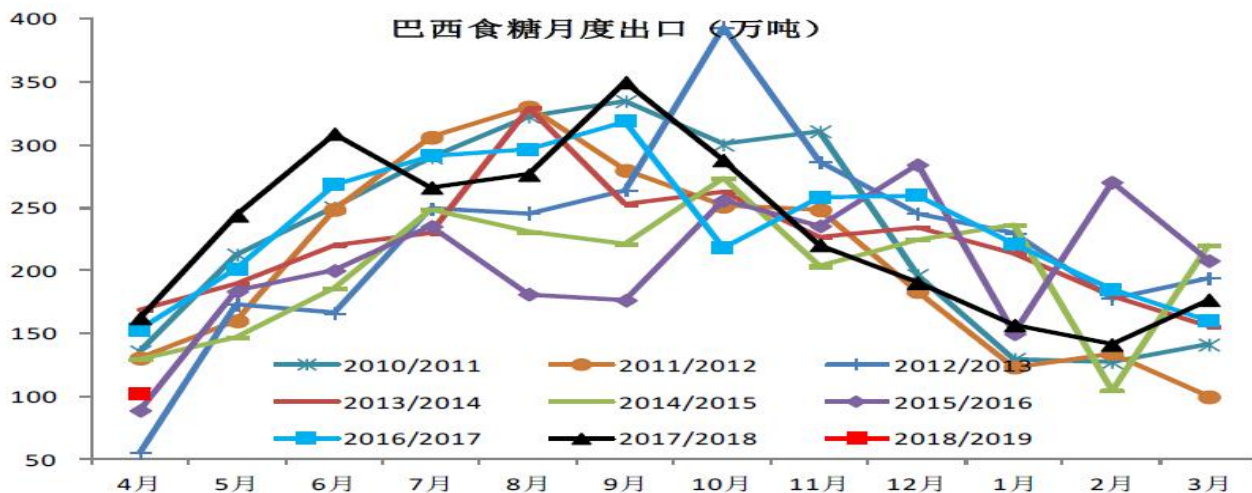
图 4：巴西原糖与乙醇比价



数据来源：Unica 广金期货投研部

4 月巴西出口 102.1 万吨糖，环比下降 42.2%，同比下降 37.1%。其中，76.7 万吨糖为原糖，25.4 万吨为精炼糖。更多甘蔗用于乙醇生产与国际市场的低迷糖价是出口下滑的原因。

图 5：巴西食糖出口



数据来源：Unica 广金期货投研部

3、印度食糖产量增加，关注是否收储

印度三大产糖邦之一的北方邦 2017/18 年度（10 月/次年 9 月）截至 5 月 24 日累计产糖 1185.8 万吨（白糖值），同比增加 35.5%。截至报告日期，北方邦 119 家糖厂中的 28 家仍在压榨，去年同期仅 1 家。

印度政府数据显示，截至 5 月底，甘蔗种植面积已达 487 万公顷，略高于 2017 年同期的 479 万公顷。印度全国糖厂联盟 (NFCSE) 常务董事 Prakash Naiknavare 表示，目前难以给出一个确切的产量数字，但下一年度产量肯定高于本年度。预计下一年度之初的结转库存可能高达 1100 万吨。

产量高企或导致供应过剩。目前印度国内市场依然受此困扰，可能促使该国设法增加出口，进而拖累国际糖价。不过，从目前的情况来看，印度糖出口仍未启动。今年 3 月，印度允许在 2017-18 榨季出口 200 万吨糖，以清除剩余库存，并改善糖厂现金流，以支付全国累计高达 2000 亿卢比的甘蔗欠款。印度糖出口方面，6 月 1 日印度在中国有个见面会，印度计划 18/19 榨季往中国和孟加拉出口 300-350 万吨原糖，往斯里兰卡出口 200-250 万吨白糖。

4、泰国食糖产量和出口量均继续增长

泰国是全球食糖第二大出口国，泰国 2017/18 年度食糖产量大幅增加，其出口量也呈现上升态势。

从生产情况来看，泰国 2017/18 榨季截至 5 月 23 日累计压榨甘蔗 1.34592 亿吨，同比增加 44.8%；累计产糖 1465.2 万吨，同比增加约 45.6%。截至 5 月 23 日泰国 54 家糖厂中仅有 7 家未收榨。

从出口情况来看，4 月泰国出口糖约 84.5 万吨，同比大增 48%。其中出口原糖 50.6 万吨，同比增加 21.1%，其中超过 70% 发往印尼；精制糖出口量同比增加 1.8%，为 30 万吨，台湾（8.9 万）、缅甸（4.5 万）和柬埔寨（3 万吨）三地的进口占据半壁江山；此外低质量白糖出口量为约 3.8 万吨，同比大增 72.7%。2017/18 榨季 10 月-4 月泰国累计出口糖约 394 万吨，同比增加 9.6%。

预计 18/19 榨季泰国甘蔗面积增加 3%，甘蔗估产 1.25 亿吨，产糖量持平或

者略增。

5、巴西卡车司机罢工引发出口下降

由于卡车司机进行全国性罢工导致燃料供应短缺,巴西中南部地区 5 月下半月甘蔗压榨量料少于上半月。该地区已有几家糖厂暂停机械化收割,目前抗议柴油价格高企的示威活动已经延续多日,阻断了国内多条公路。

此次罢工对巴西主要港口的食糖和乙醇发运造成延误,据说由于卡车运输问题,港口的糖库存接近零。此外,由于柴油供应减少影响部分产区的收割机开工,导致部分糖厂甘蔗收割中断。食糖发运和甘蔗收割具体受影响的程度需要等待官方数据出炉。

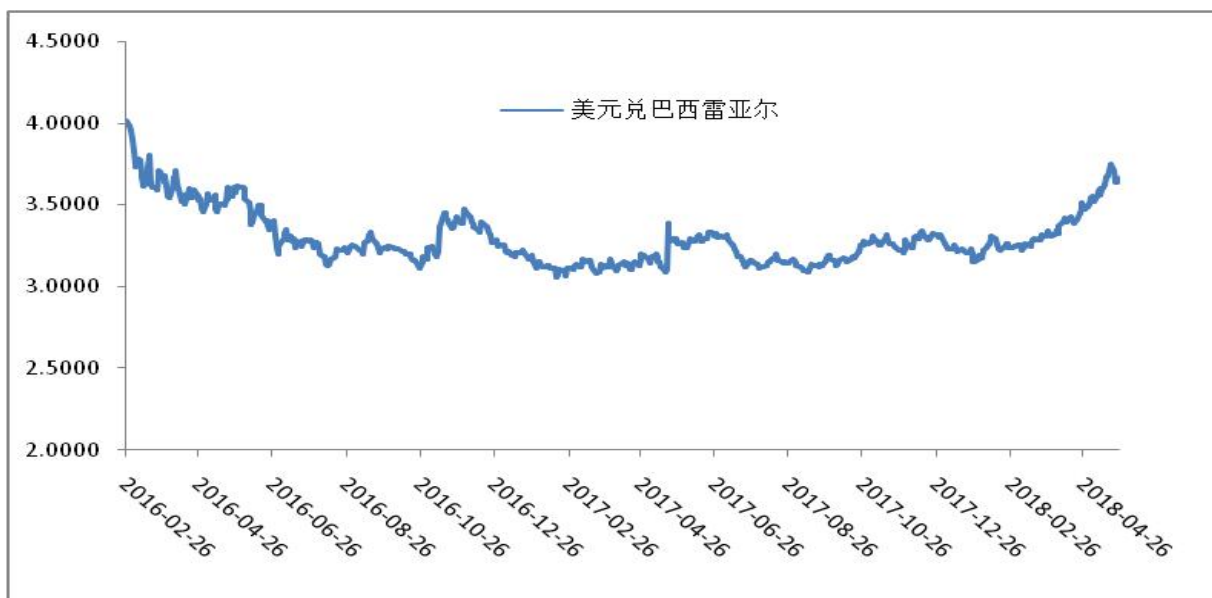
因对巴西卡车司机罢工的担忧持续,投资者大幅回补空头头寸,截止 5 月 31 日纽约原糖期货 7 月合约报收于 12.85 美分/磅,自低点的涨幅达到 17.56%。

本次由于巴西卡车司机罢工引发的反弹行情,属于事件型行情,其对糖价的推动作用属短期影响因素。

6、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 6: 美元兑巴西雷亚尔汇率



数据来源: wind 广金期货投研部

(二) 国内因素

1、4 月销售数据偏空

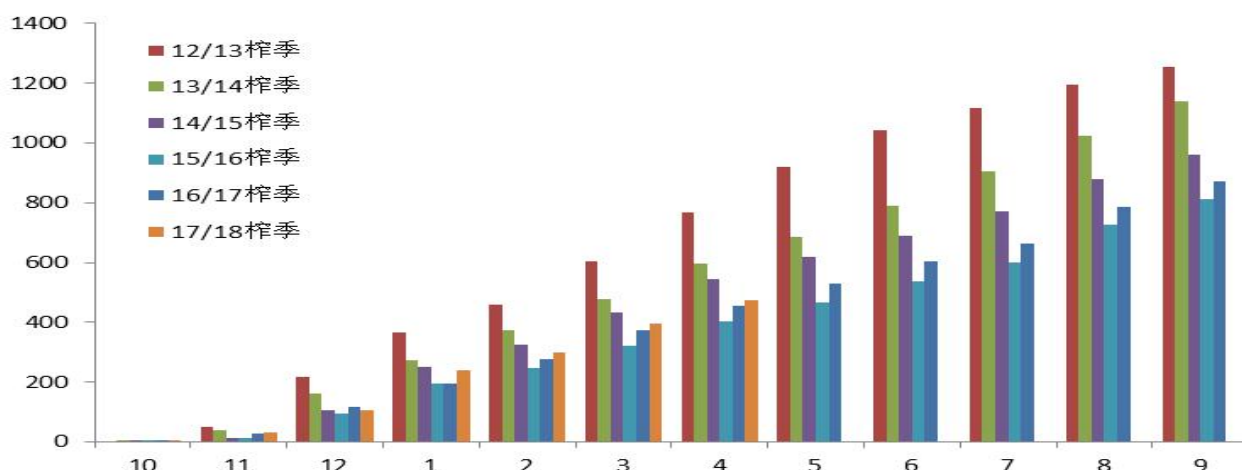
据中糖协的数据,截至 2018 年 4 月底,本制糖期全国已累计产糖 1021.14 万吨(上制糖期同期产糖 915.18 万吨),同比增加 105.96 万吨;其中,产甘蔗糖 906.17 万吨;产甜菜糖 114.97 万吨。

截至 2018 年 4 月底,本制糖期全国累计销售食糖 473.58 万吨(上制糖期同期销糖 453.95 万吨),同比增加 19.63 万吨,同比增 4.32%,库存 547.56,同

比增 18.76%。，其中，销售甘蔗糖 392.29 万吨，销糖率 43.29%；销售甜菜糖 81.29 万吨，销糖率 70.71%。4 月单月全国销糖 79.78 万吨（上制糖期同期销糖 81.72 万吨），同比减少 1.94 万吨，产销率 46.38%（上制糖期同期产销率 49.60%），同比下降 3.22 个百分点。4 月份单月的销售情况不如去年，下游需求不够给力。

国内食糖供需状况的预测方面，据中糖协 2018 年 5 月份预测的数据，2018/19 年度国内食糖种植面积提升约 4% 左右，预计中国食糖产量为 1050 万吨。

图 7：国内累计产糖量（万吨）



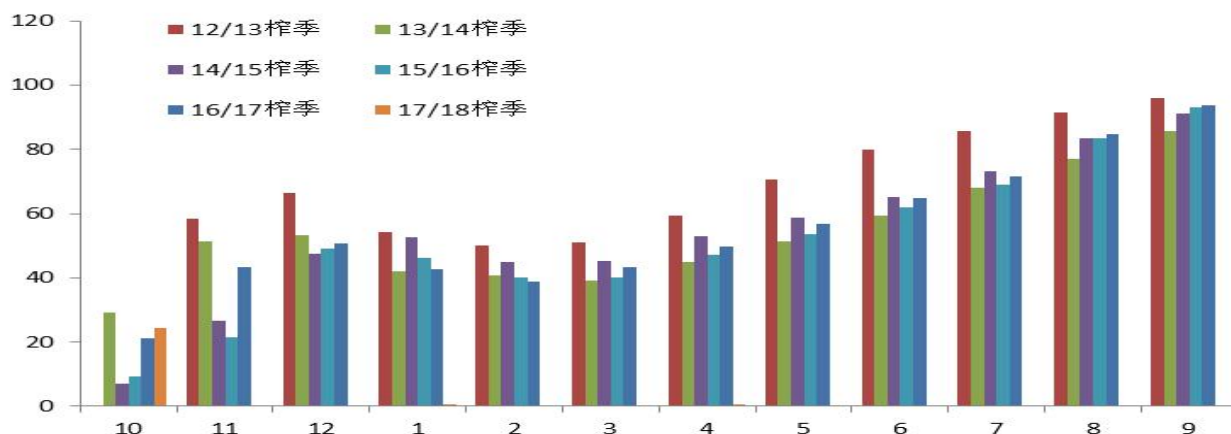
数据来源：中国糖协简报 广金期货投研部

表 1：17/18 制糖年全国 4 月糖产销进度

附表： 2017/18 年制糖期全国食糖产销进度				
截至 2018 年 4 月底累计				单位：万吨、%
省 区	产糖量	销糖量	销糖率	备注
全国合计	1021.14	473.58	46.38	
甘蔗糖小计	906.17	392.29	43.29	
广 东	87.13	47.78	54.84	已全部收榨
其中：湛 江	75.4	44.17	58.58	已全部收榨
广 西	602.5	269	44.65	已全部收榨
云 南	197.2	69.65	35.32	已有 35 家收榨
海 南	17.22	4.55	26.42	已全部收榨
其 他	2.12	1.31	61.79	已有 2 家收榨
甜菜糖小计	114.97	81.29	70.71	
黑龙江	7.06	4.88	69.12	已全部收榨
新 疆	54.11	30.39	56.16	已全部收榨
内蒙古	48	41	85.42	已全部收榨
其 他	5.8	5.02	86.55	已全部收榨

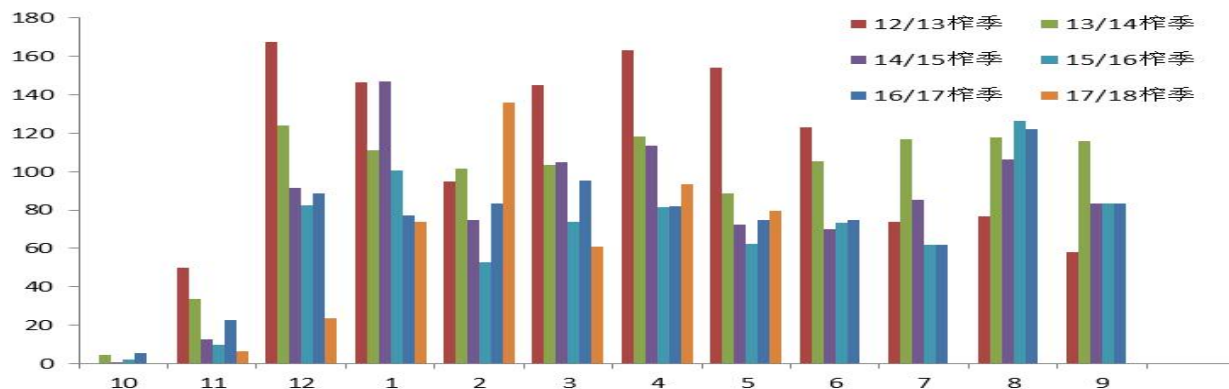
数据来源：中国糖协简报 广金期货投研部

图 8：本榨季食糖月度销糖率



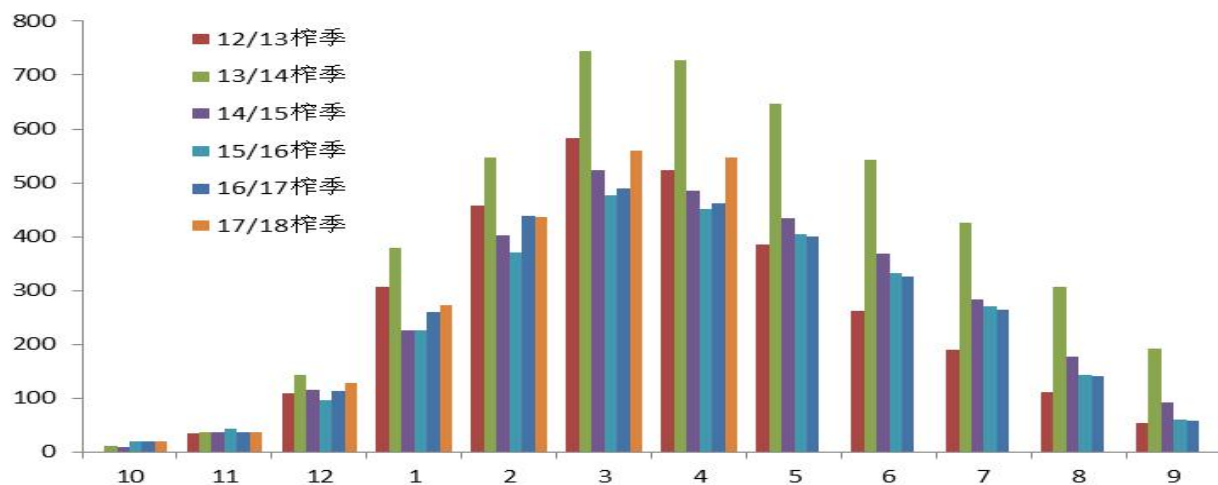
数据来源：中国糖协简报 广金期货投研部

图 9：本榨季食糖月度销量



数据来源：中国糖协简报 广金期货投研部

图 10：历年榨季食糖新增工业库存

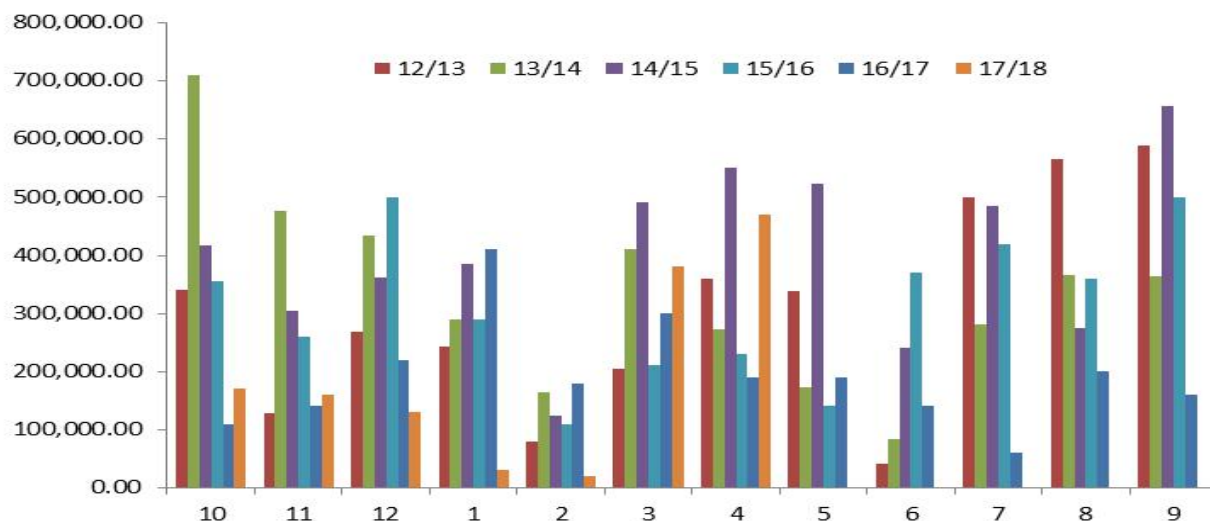


数据来源：中国糖协简报 广金期货投研部

2、4 月进口环比大幅增加

中国 4 月进口糖 47 万吨，同比增加 28 万吨，略高于市场预估。2018 年 1-4 月我国累计进口糖 90.19 万吨，同比减少 18.54 万吨。2017/18 榨季截至 4 月底我国累计进口糖 136.22 万吨，同比减少 18.17 万吨。随着 3 月份以来随着配额外进口许可的发放，进口糖开始逐渐放量。

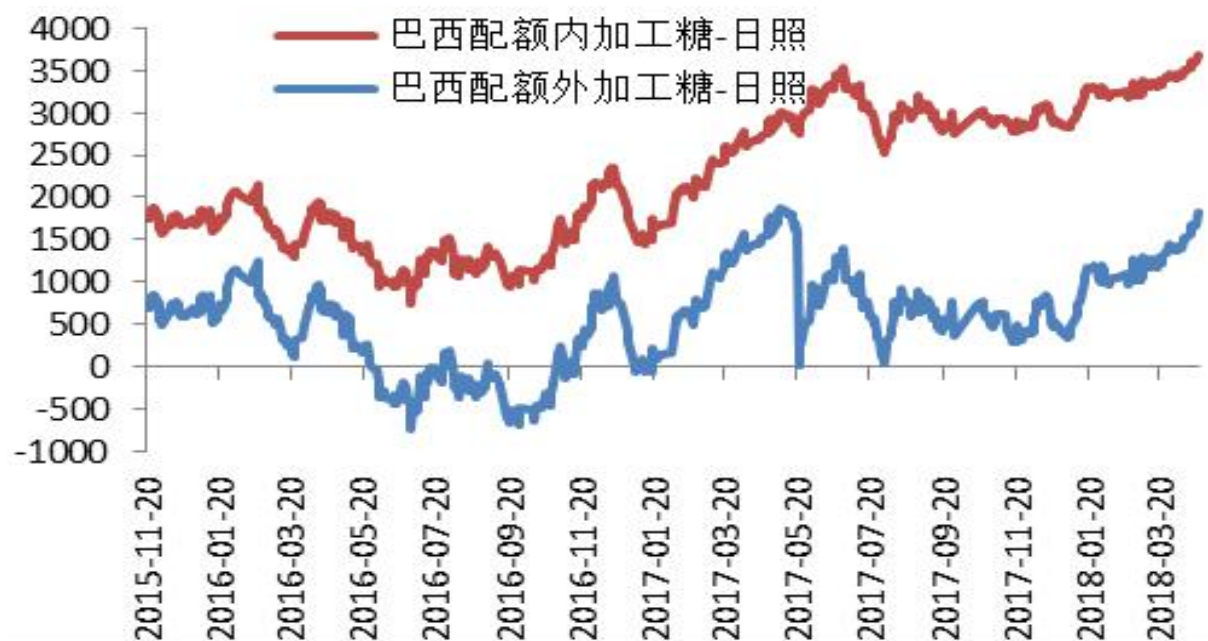
图 11：食糖月度进口量



数据来源：wind 广金期货投研部

从进口利润来看，截止 2018 年 5 月 30 日，配额内进口糖利润为 2461 元/吨，较 4 月份的 2783 元/吨下跌了 322 元/吨，因国际原糖价格涨幅大于国内，较 2017 年底的 2503 元/吨，下跌了 42 元/吨。月末配额外巴西糖加工利润 1227 元/吨上下，配额外泰国原糖加工利润在 1414 元/吨上下。

图 12：国内食糖进口巴西糖利润

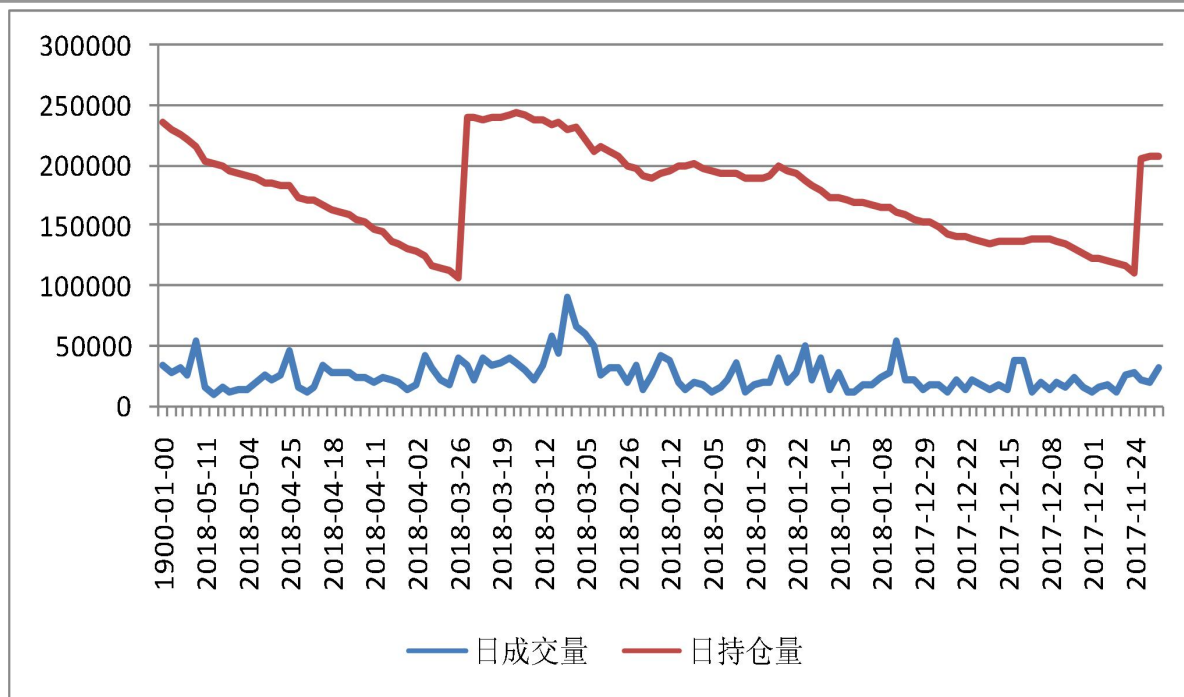


数据来源：wind 广金期货投研部

四、白糖期权分析

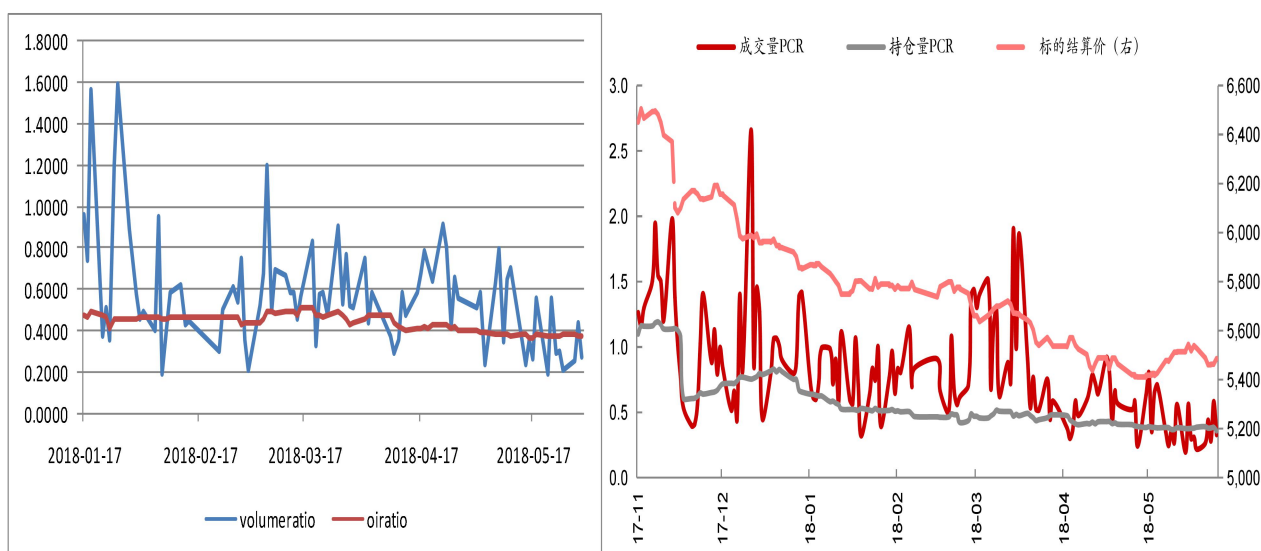
白糖期货期权上市一年来，持仓量呈上升态势，表明企业利用期权进行风险管理积极性较高，但从成交上看，期权成交量因缺乏足够的投机者使得成交量处于低位，不能很好的满足现货企业风险管理需求。

图 13：白糖期权成交量和持仓量



数据来源：wind 广金期货投研部

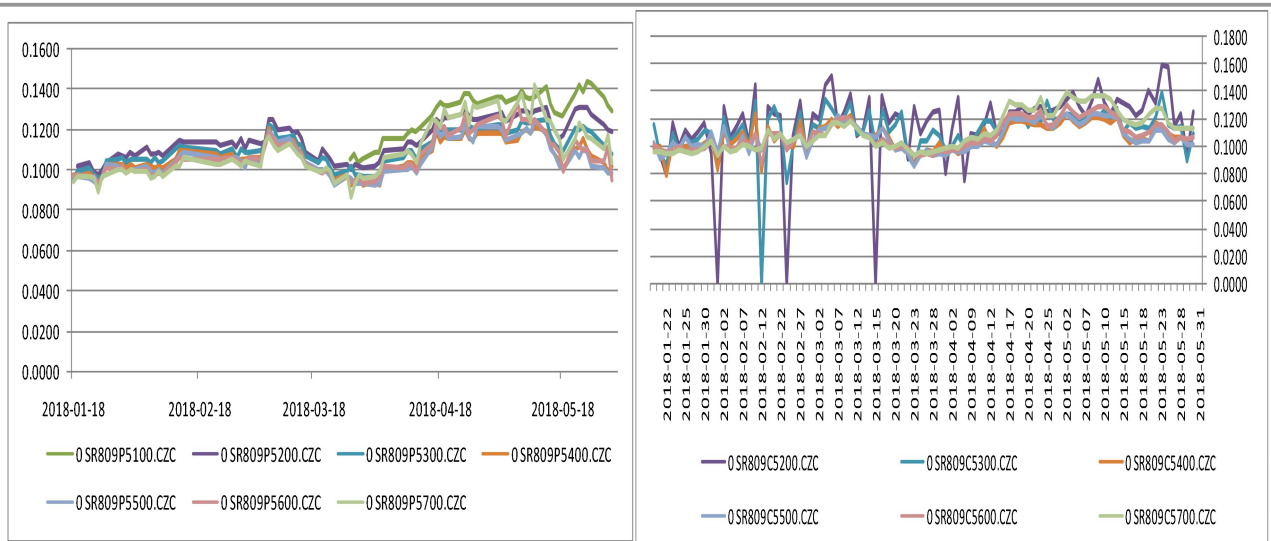
图 14：白糖期货期权和 1809 合约期权成交量和持仓量 PCR



数据来源：wind 广金期货投研部

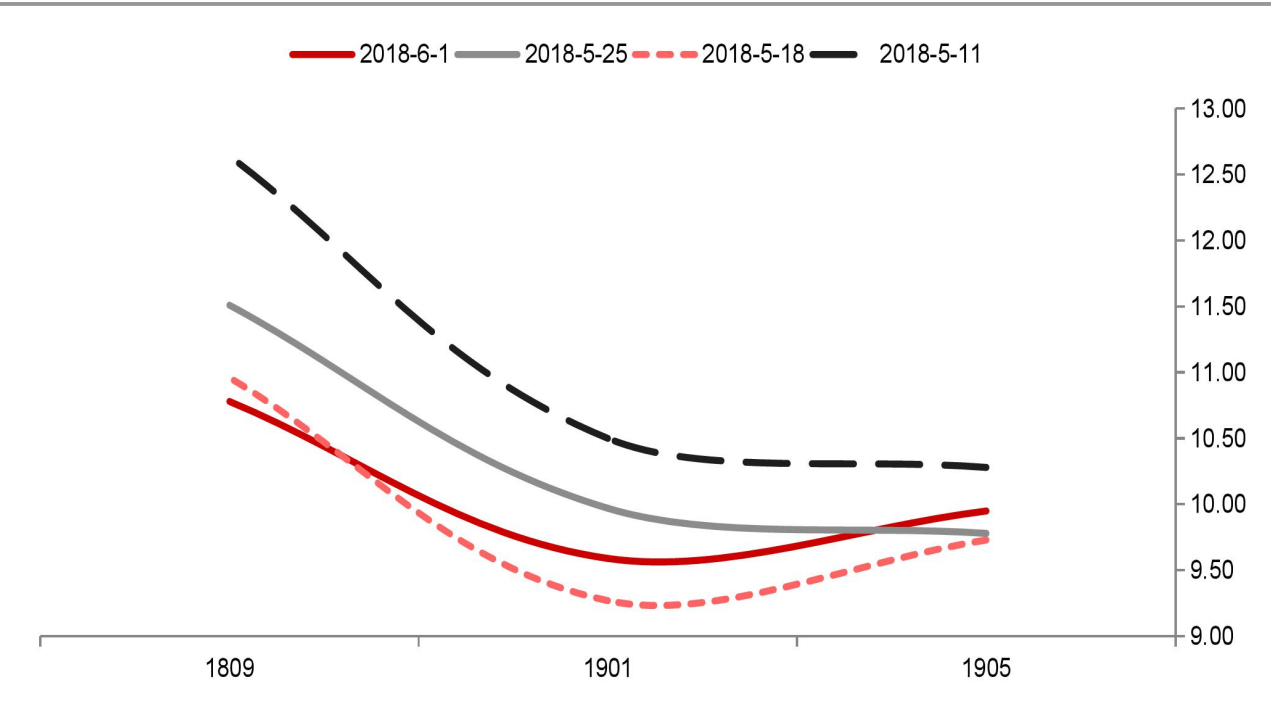
从期权成交量和持仓量 PCR 看，持仓量 PCR 保持平稳，整体在 0.35-0.45 之间，且波动较小，表明投资者对后市仍旧悲观。成交量 PCR 看，仍旧维持在 1 以下，表明投资者对后市仍旧看空。

图 15: 白糖期权隐含波动率



数据来源: wind 广金期货投研部

图 16: 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

SR1809 合约运行于下降通道之中, 上方 60 日均线 and 下降趋势线阻力较强, 下方短期支撑 20 日均线, 中期支撑前期低点 5400 一线, 糖价若不能向上突破 60 日均线强阻力, 将再次向下寻底, 下方强支撑 5350-5400。

图 17: SR1809 技术分析 1



数据来源：博弈大师 广金期货投研部

(二) 白糖期货主力期价可能走势二

白糖期货主力价格当前运行于下降通道之中，维持弱势震荡走势，短期延续反弹态势，但结合偏空基本面，糖价整体反弹空间有限，反弹无力后将重回下跌，上方阻力 5500 上方 50-100 点左右，下方目标 5100-5200。

图 18: SR1809 技术分析 2



数据来源：博弈大师 广金期货投研部

六、后市研判

国际方面，5 月原糖价格以反弹为主，但全球供应过剩压力依旧很大，基本面仍是偏悲观的，但糖价抗跌的力量在增强，整体而言是处在较长周期的底部震荡中。近期的反弹受助于巴西天气及罢工、印度的政策预期、以及基金操作的变动。关注商业套保的压力。

国内目前也是延续熊市格局，但从季节性来看，国内五月份糖厂已经陆续收榨完毕，白糖供应达到最高峰，接下来属于纯消费的季节，随着天气的逐渐炎热，白糖将逐渐进入消费旺季，对糖价有一定的支撑，且目前糖价已经处于成本线之下，糖价继续向下的空间已经不大，但目前国内糖市仍处于增产周期第二年，增产周期下糖价上行压力依旧很大，糖价上行仍缺乏有效驱动，后市糖价将考验成本及政策的支撑。技术上，近期将考验 60 日均线压力。

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，以及印度收储是否实施和巴西罢工进展。

对国内后市糖价，需要关注国内白糖消费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。