



2017.07.31

白糖：最艰难的时刻

近期报告：

---基差变化、仓单注销与价格走势研究



周小球

021-52138201

zhouxiaoiu@gjjas.com

证书编号

Z0001891

投资要点：

现阶段市场正处于整个榨季以来最艰难的时刻。SR1709 合约交割前，糖源集中在少数糖厂手里，糖厂降价速度在加快，由于目前正处于消费淡季，降价仍难以刺激消费放量，现货价格易跌难涨；同时由于期货仓单的结构性问题，造成市场多头更加不愿意接货。市场只能通过基差走高的方式来刺激仓单注销，且基差较往年更高。

SR1709 合约交割以后，因为巨量仓单而导致的市场价格下跌将告一段落，供求关系将再次成为影响价格的主要因素。17/18 榨季国内食糖市场依然供应短缺，**我们认为对于 6100 元/吨的糖价来说，上涨和下跌的机会是均等的**，如果考虑到仓单的金融价值（仓单是最容易流通的现货、还可以抵押）以及可能的低仓单风险（期货贴水不利于注册仓单），那么持续贴水的远月合约就被低估了。

1. 近期白糖期货价格走势特征

白糖期货价格自6月16日开始破位下跌，截至7月28日收盘，SR1709合约价格下跌480元/吨至6118元/吨，跌幅为7.27%；SR1801合约下跌687元/吨至6046元/吨，跌幅为10.2%。

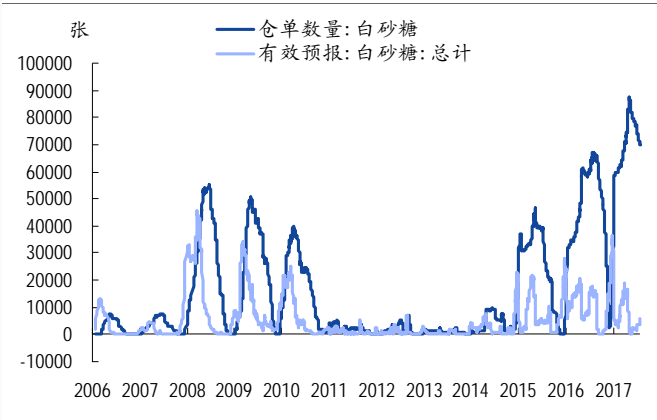
巨量仓单是压垮价格的重要原因，由于市场供求关系较上榨季更宽松，且仓单存在结构性问题（甜菜糖无贴水+部分交割仓库升水过高），因此市场多头更加不愿意接货，基差也明显高于往年。

2. 巨量仓单背景下基差变化、仓单注销与价格走势回顾

2.1 基差较低是形成巨量仓单的原因

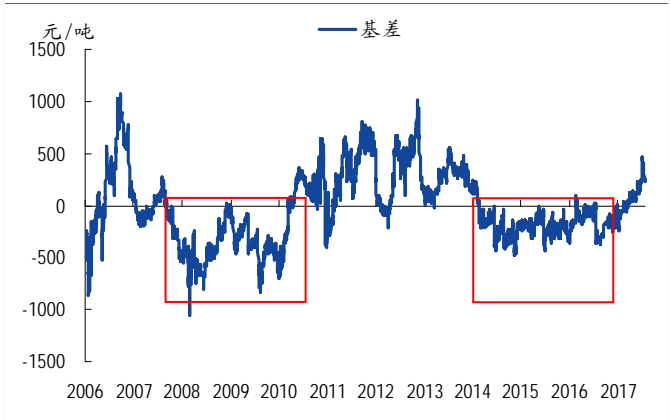
白糖期货上市12年，总共有6个榨季形成了巨量仓单，分别是07/08榨季、08/09榨季、09/10榨季、14/15榨季、15/16榨季和16/17榨季（如图1）。6次仓单的峰值分别产生在2008年6月25日（55268张）、2009年5月12日（50399张）、2010年3月31日（39898张）、2015年5月12日（46807张）、2016年8月8日（67040张）和2017年5月3日（87274张）。

图1 白糖仓单历史情况



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

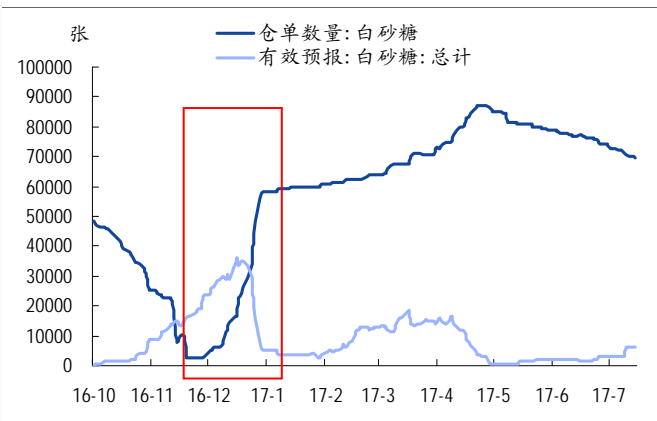
图2 白糖期货活跃合约基差



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

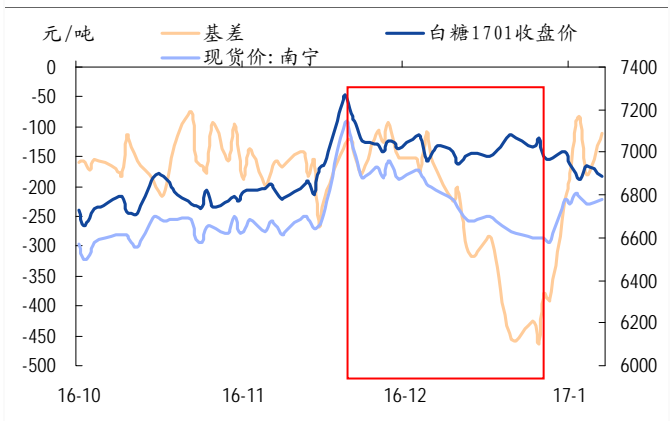
基差较低是形成巨量仓单的原因。通过对历史数据的梳理，我们发现基差较低与巨量仓单形成在时间上一一对应（如图2），即基差持续处于低位时，仓单数量往往较大。例如SR1701合约基差在2016年12月至2017年1月快速走低，这段时期仓单大量形成（如图3、4）。另外，**基差越低越能刺激市场去注册仓单**，主要是因为基差越低，注册仓单获得的无风险收益越高。

图3 16/17榨季白糖注册仓单情况



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图4 SR1701合约基差走势



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

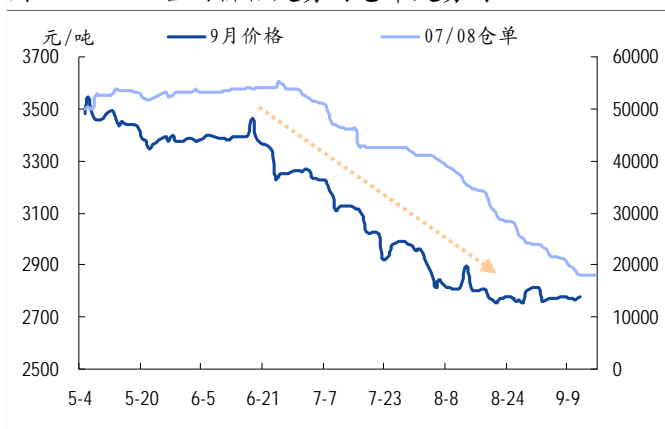
2.2 基差变化、仓单注销与价格走势回顾

白糖仓单的有效期为榨季结束后的11月份，由于11月合约的交易量较小，仓单主要选择在交易比较活跃的9月合约进行交割，因此仓单数量越大、9月合约的交割压力就越大、仓单的交割压力对价格走势的影响程度就越大。07/08榨季、08/09榨季、09/10榨季、14/15榨季、15/16榨季和16/17榨季的巨量仓单导致的交割压力最后都是落在SR0809合约、SR0909合约、SR1009合约、SR1509合约和SR1609合约上。

2.2.1 SR0809 合约市场通过基差走高来刺激仓单注销

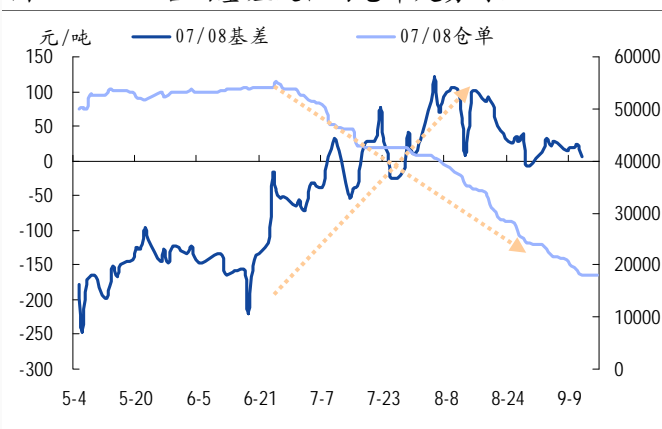
SR0809 合约仓单注销期间期货价格下跌、基差走高，基差最大上涨至100元/吨附近并维持正基差直至9月合约交割（如图5、6），我们认为因为市场对后市看法悲观，所以期货市场通过价格下跌的方式来使得基差走高，从而刺激仓单注销。

图5 SR0809 合约价格走势与仓单走势对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图6 SR0809 合约基差变化与仓单走势对比

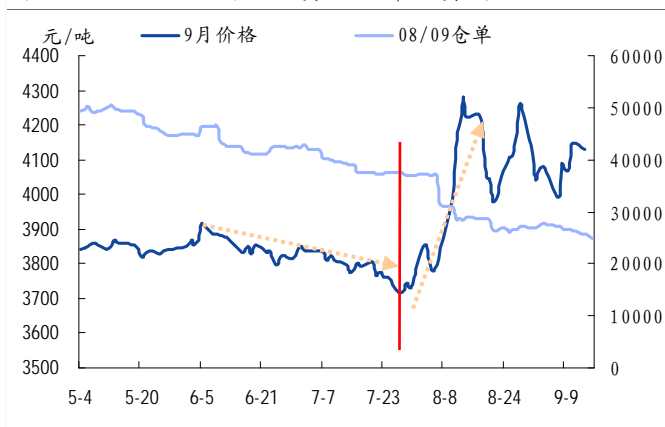


资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

2.2.2 SR0909 合约市场通过价格上涨和基差走高共同来刺激仓单注销

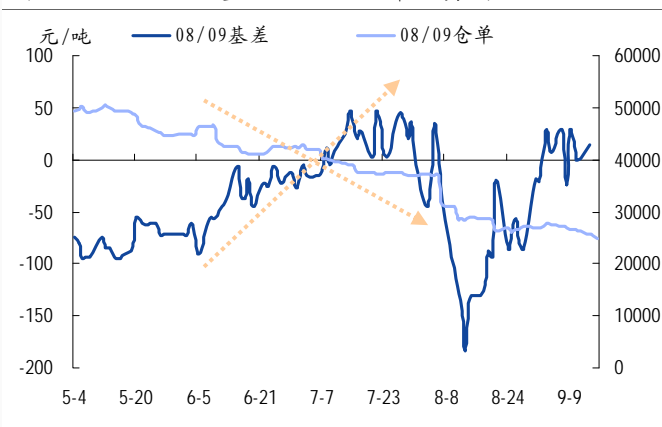
SR0909 合约仓单注销初期价格下跌、基差走高；但是7月份下旬开始，随着期货价格快速上涨，基差开始下跌，期间仓单加速注销（如图7、8），我们认为价格上涨和基差走高在刺激仓单注销方面都发挥了作用。

图7 SR0909 合约价格走势与仓单走势对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图8 SR0909 合约基差变化与仓单走势对比



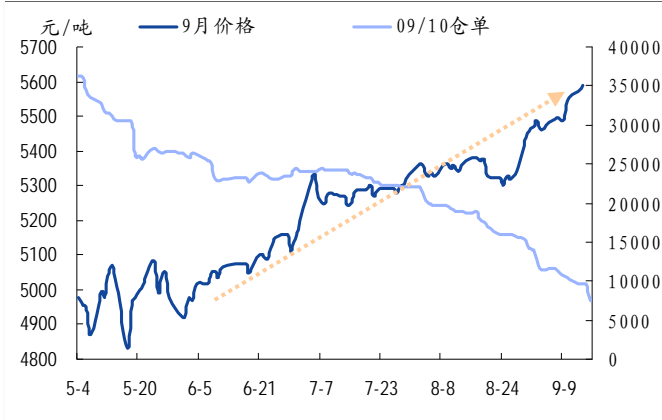
资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

2.2.3 SR1009 合约市场通过价格上涨和基差走高共同来刺激仓单注销

SR1009 合约仓单注销期间价格上涨、基差走高（如图9、10），现货价格带着期货价格往上涨，但是期货价格的涨幅小于现货价格，市场通过价格上涨和基差走高的方式共同刺激仓单注销。

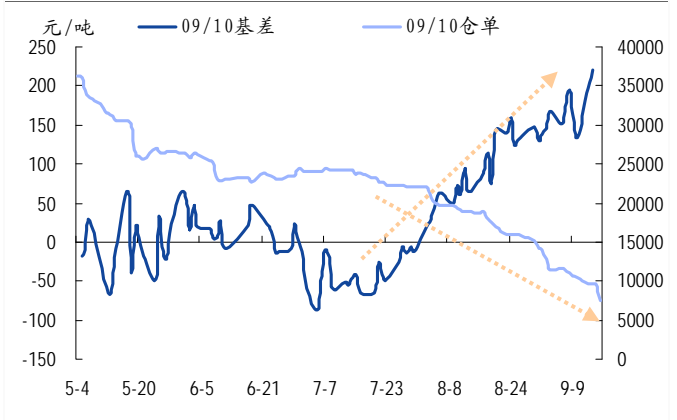


图 9 SR1009 合约价格走势与仓单走势对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 10 SR1009 合约基差变化与仓单走势对比

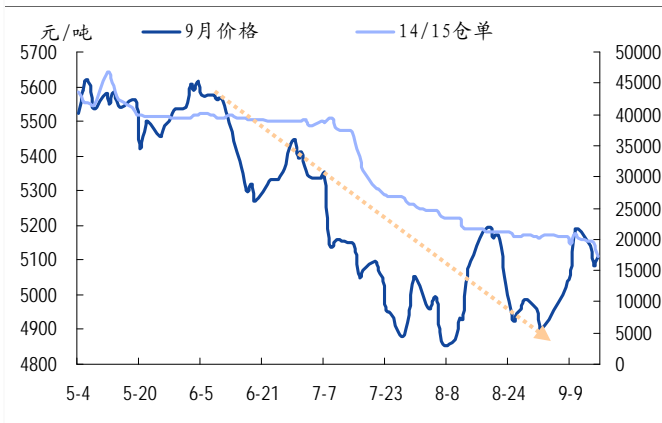


资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

2.2.4 SR1509 合约持仓通过基差走高来刺激仓单注销

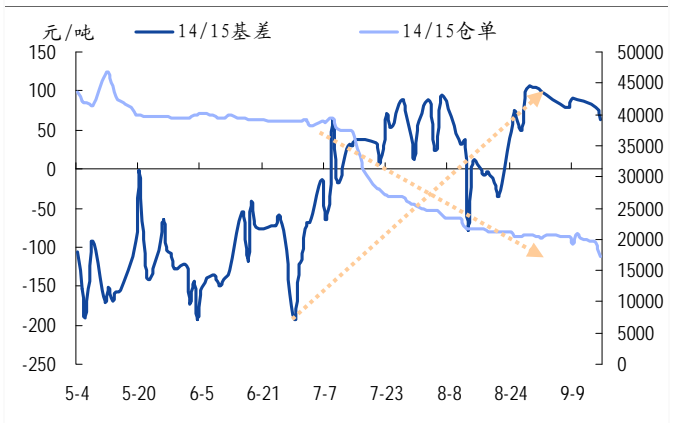
SR1509 合约仓单注销期间价格下跌、基差走高（如图 11、12），市场通过**基差走高**的方式刺激仓单注销。

图 11 SR1509 合约价格走势与仓单走势对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 12 SR1509 合约基差变化与仓单走势对比

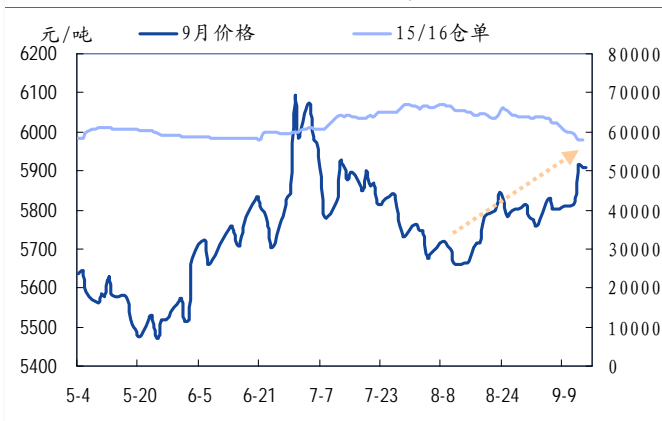


资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

2.2.5 SR1609 合约市场通过价格上涨和基差走高共同来刺激仓单注销

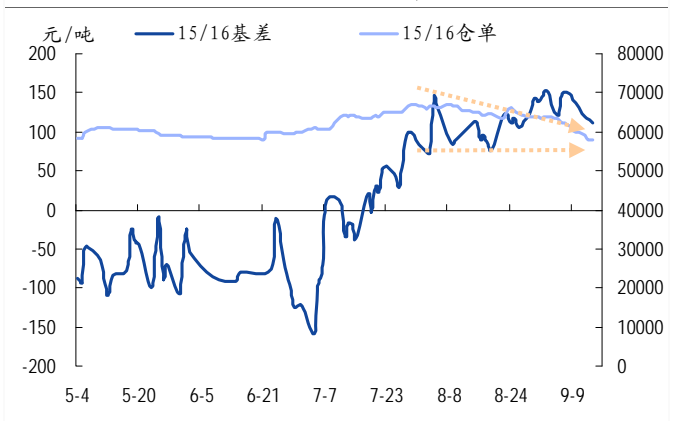
SR1609 合约基差注销期间价格上涨，基差维持在 100-150 元/吨的高位（如图 13、14），市场通过**价格上涨和基差走高**共同来刺激基差注销。

图 13 SR1609 合约价格走势与仓单走势对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 14 SR1609 合约基差变化与仓单走势对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

2.2.6 小结

当期货价格上涨时，市场通过价格上涨和基差走高共同来刺激仓单注销；而当期货价格下跌时，市场只能通过基差走高的方式来刺激仓单注销。

3. SR1709 合约基差变化、仓单注销与价格走势

3.1 9月合约交割前，现货价格上涨无望

糖源更集中，糖厂降价抛货。15/16榨季国内食糖产量为870万吨，进口373万吨，消费量1500万吨，供应短缺257万吨；16/17榨季国内白糖产量为929万吨，进口预计250万吨，抛储82万吨，消费量1500万吨，供应短缺239万吨，两个榨季供应短缺的部分多数被走私糖填补了。市场预测16/17榨季走私量为200万吨，这意味着榨季末库存（不含国储）同比下降30万吨左右，但是由于原糖的进口量同比减少，产业链中下游以及加工厂的库存同比下降，糖源主要集中在上游的糖厂，因此关键是糖厂是否会继续杀价抛货。6月份，白糖现货价格下跌120元/吨，7月份下跌230元/吨，**糖厂降价的速度在加快。**

现货价格上涨无望，只能通过基差走高的方式来刺激仓单注销。SR1709合约交割前，商业库存同比增加，由于消费的旺季已经过去，我们认为现货价格易跌难涨，因此市场只能通过基差走高的方式来刺激仓单注销。

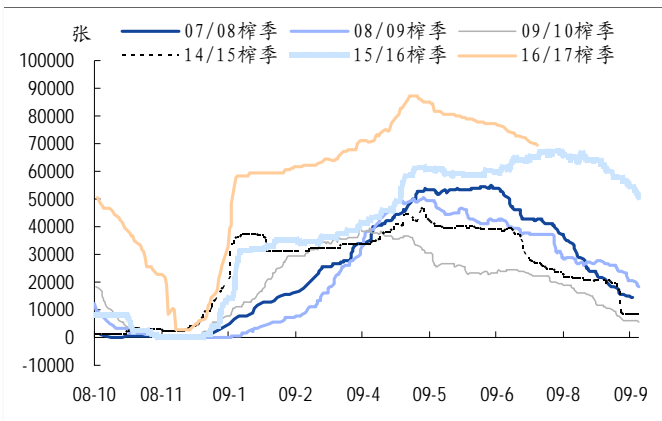
仓单的结构性问题决定交割时基差走高是必然的。仓单的结构性问题主要有2个方面，一个是甜菜糖仓单没有贴水，一个是部分销区交割仓库升水高于现货价格的实际升水，如果买方接到这些仓库的仓单，就需要低价进行销售，因此只有期货贴水足够弥补这部分损失，买家才愿意大量接货。

3.2 SR1709 合约实盘比更高，空头更有优势

期货空头更有优势。由于交割前现货价格上涨无望，巨量仓单决定了期货只能通过贴水的方式去加速仓单的流出。目前SR1709合约持仓量为39万手，仓单7.0万张；去年同期（6月27日）SR1609合约持仓量为45万手，仓单6.5万张，本榨季仓单量与持仓量的比高于上榨季同期，意味着持有仓单的期货空头更具有优势。

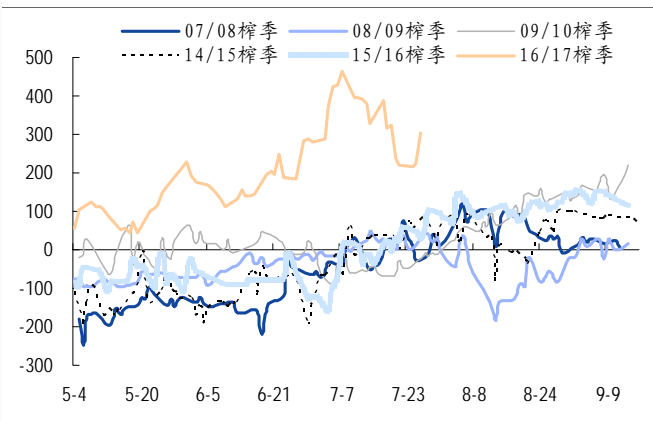
我们发现SR1709合约不仅仓单数量高于往年、基差也明显高于往年（如图15、16），基差更高说明市场多头更加不愿意接货，我们认为有两个方面的原因：一个是本榨季甜菜糖仓单更多；另一个方面就是由于商业库存增加，市场更加宽松，愿意囤货的更少。

图 15 仓单季节性走势对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 16 本榨季 9 月合约基差明显高于往年



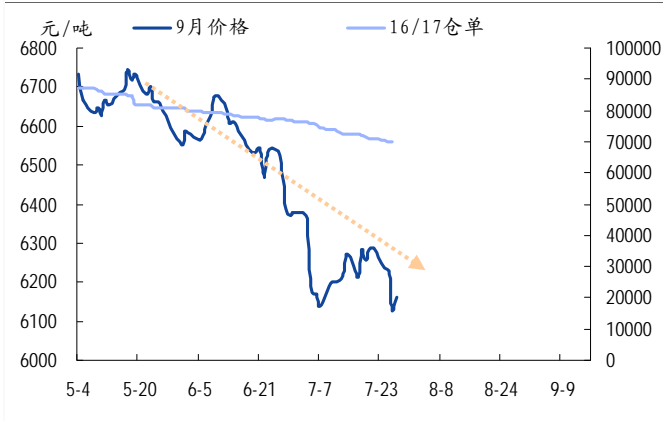
资料来源：国泰君安期货产业服务研究所



3.3 SR1709 合约市场通过基差走高的方式来刺激仓单注销

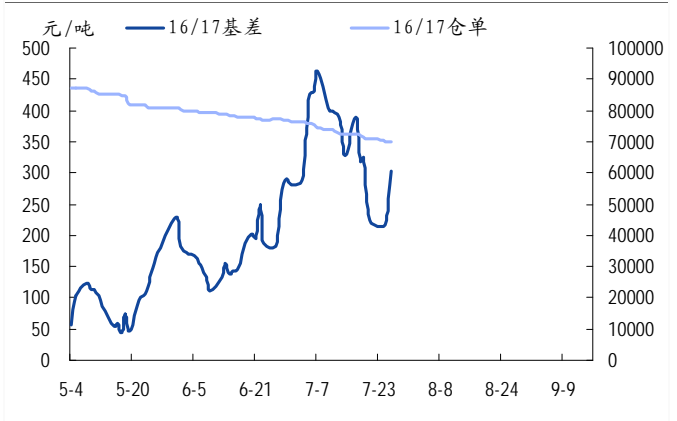
由于现货价格上涨无望叠加期货仓单结构性问题，且9月接的货转抛1月的收益为负，造成市场多头有更加不愿意接货，因此SR1709合约只能通过基差走高的方式来刺激仓单注销，且基差较往年更高。

图 17 SR1709 合约价格走势与仓单走势对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 18 SR1709 合约基差变化与仓单走势对比



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

4. 总结

现阶段市场正处于整个榨季以来最艰难的时刻。SR1709 合约交割前，糖源集中在少数糖厂手里，糖厂降价速度在加快，由于目前正处于消费淡季，降价仍难以刺激消费放量，现货价格易跌难涨；同时由于期货仓单的结构性问题，造成市场多头更加不愿意接货。市场只能通过基差走高的方式来刺激仓单注销，且基差较往年更高。

不过，由于SR1709合约的基差已经较高，且当基差达到300元/吨时，市场就愿意卖现货买期货，因此期货空头并不会主动去做空SR1709合约，而是主要集中空SR1801合约，这也是为什么1月合约比9月合约下跌更多的原因。

SR1709 合约交割以后，因为巨量仓单而导致的市场价格下跌将告一段落，供求关系将再次成为影响价格的主要因素。我们认为17/18榨季国内食糖市场依然供应短缺，市场需要给配额外进口利润，糖价的主驱动力来自于原糖市场，天气风险会给市场带来交易机会。我们认为对于6100元/吨的糖价来说，上涨和下跌的机会是均等的，如果考虑到仓单的金融价值（仓单是最容易流通的现货、还可以抵押）以及可能的低仓单风险（期货贴水不利于注册仓单），那么持续贴水的远月合约就被低估了。



本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

分析师声明：作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明：本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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“国泰君安期货金融衍生品研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区延平路 121 号 31 楼 电话：021-52137126 传真：021-52138150

金融理财部

上海市延平路 121 号三和大厦 10 楼 A 座 (200042)
电话：021-52138122 传真：021-52138110

上海期货大厦营业部

上海市浦电路 500 号期货大厦 2001B (200122)
电话：021-68401861 传真：021-68402738

天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层 (300050)
电话：022-23392200 传真：022-23300863

杭州营业部

杭州市西湖大道 58 号华顺大厦三楼 (310009)
电话：0571-56112999 传真：0571-56112821

深圳营业部

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 603、604 室
电话：0755-83734575 传真：0755-23980597

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 6 楼 (315040)
电话：0574-87816665 传真：0574-87916513

广州营业部

天河区体育西路 111-115 单号建和中心 9 楼 AB 单元
电话：020-38628010 传真：020-38628583

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 805 室
电话：0371-65600697 传真：0371-65610168

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号杰正财富 5 楼 501 室
电话：0532-80993629 传真：0532-80993630

产业发展部

上海市延平路 121 号三和大厦 28 楼
电话：021-52131163

上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室
电话：021-55892500 传真：021-65447766

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号 507、508 单元 邮编：200063
电话：021-32522822 传真：021-32522823

北京营业部

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元
电话：010-58795755 传真：010-58795787

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 2703 室
电话：0411-84807755 传真：0411-84807759

长春营业部

吉林省长春市朝阳区延安大街 99 号盛世国际 2022 室
电话：0431-85918811 传真：0431-85916622

南京营业部

南京市建邺区河西商务中心南京新地中心二期 1911 室
电话：025-87780990 传真：025-87780996

武汉营业部

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室
电话：027-82886695 传真：027-82888027

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心：95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521