



东兴期货
DONGXING FUTURES

白糖专题报告

期货研究报告

2015年5月13日

白糖

研发中心

于中华

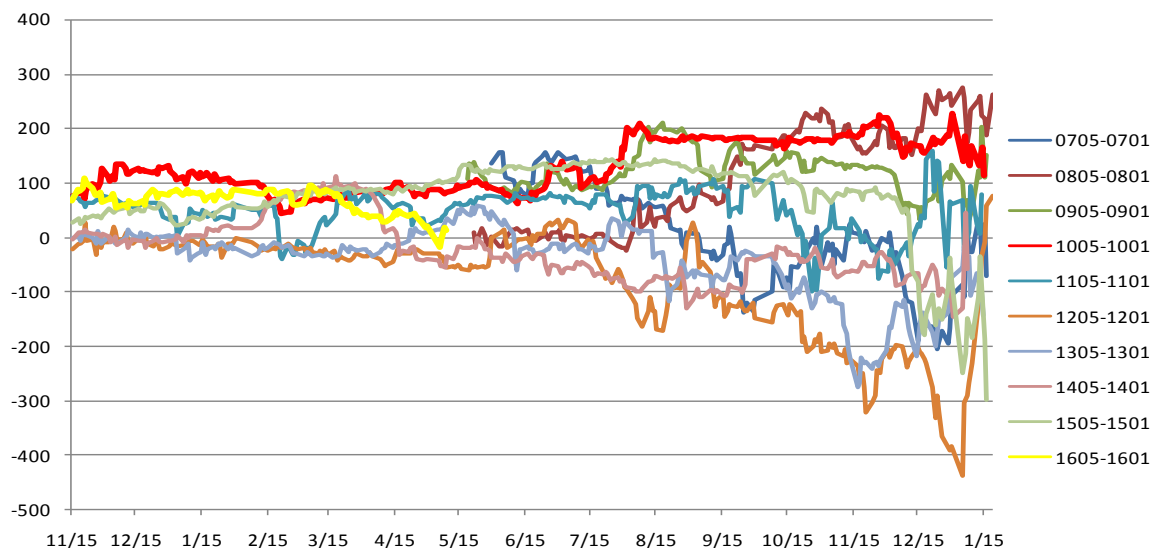
研究员, 期货执业证书编号 F0296208

yuzh@dxqh.net

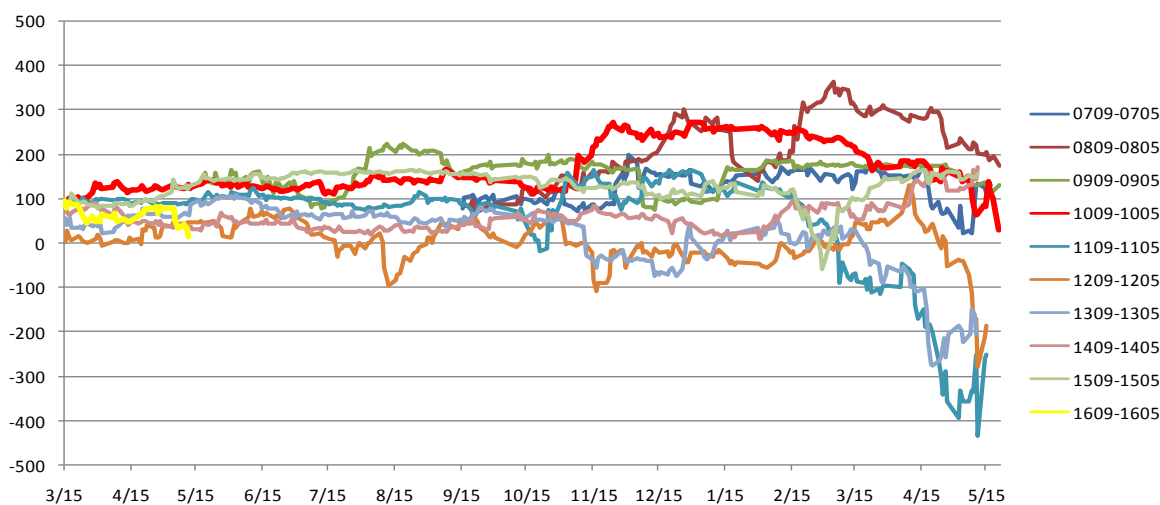
郑糖 1-5-9 套利机会研究

历史数据分析

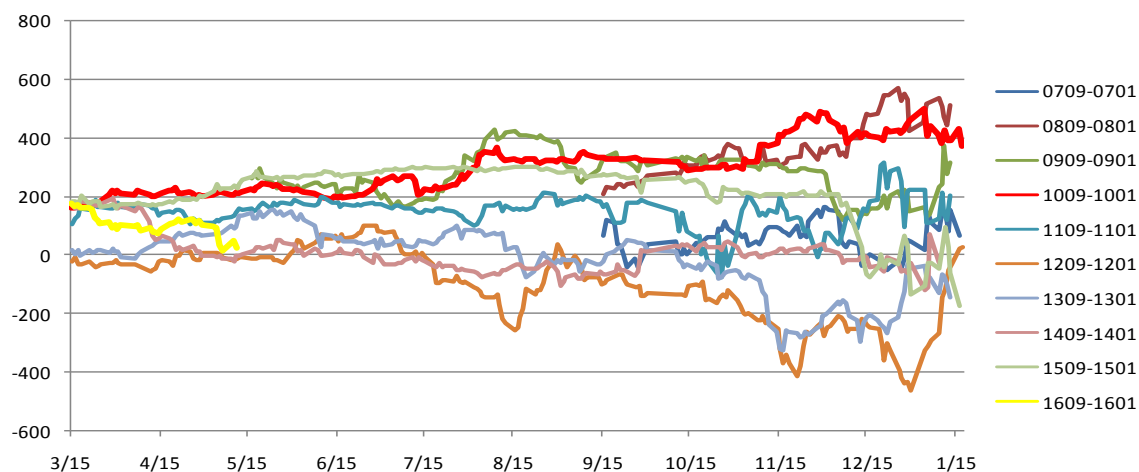
SR5-1 历史价差:



SR9-5 历史价差:

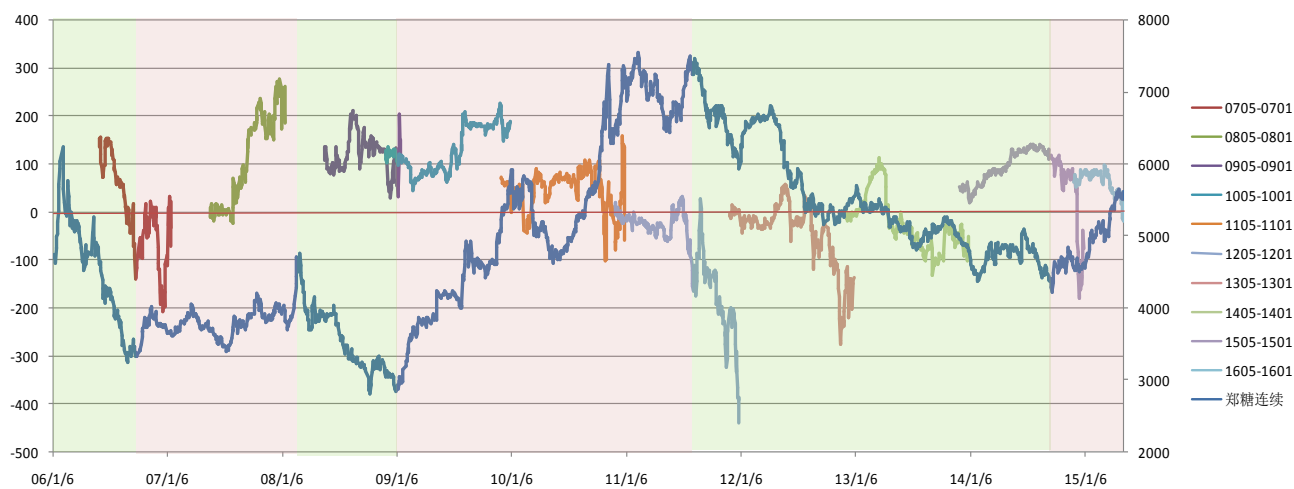


SR9-1 历史价差

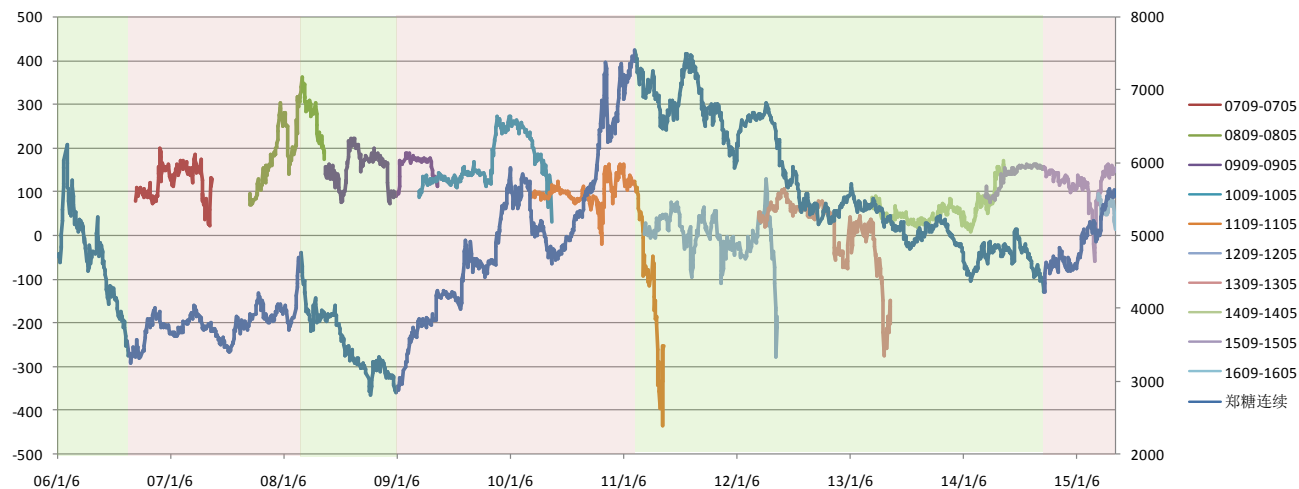


将月间价差与郑糖走势相结合:

SR5-1:



SR9-5:



SR9-1:



通过观察，白糖期货价差结构在大部分时间内处于正向市场（远月升水近月），反向市场基本仅存在于熊市和牛市末期。且牛市处于预期之时，正向价差结构有扩大趋势（10 年合约表现尤其明显），极端情况下会扩大至能完全覆盖持仓成本的高位。

基本面分析

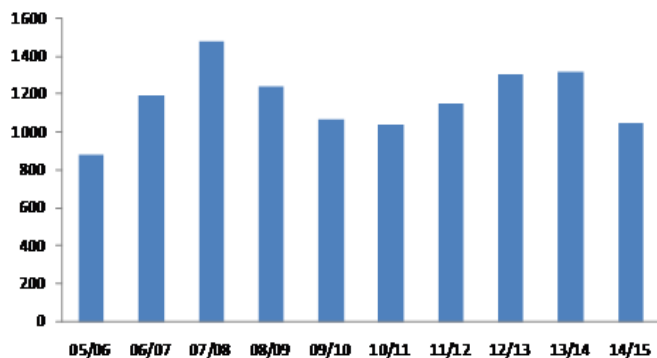
当前国内糖市长期牛市预期已基本确认，主要基于以下几点：

1. 经过连续三年多的熊市，糖价低迷，种植意愿下降，国内食糖已步入减产周期，15/16 榨季将继续减产。
2. 本榨季的进口限制政策取得卓越成效，国内糖价提前上涨步入牛市初级阶段，为长牛打下根基。
3. 国际糖价寻底完成，低于所有主产国成本的糖价下行空间有限，而基本面改善预期和潜在的厄尔尼诺天气升水炒作的可能性为原糖中长期上涨打开想象空间。

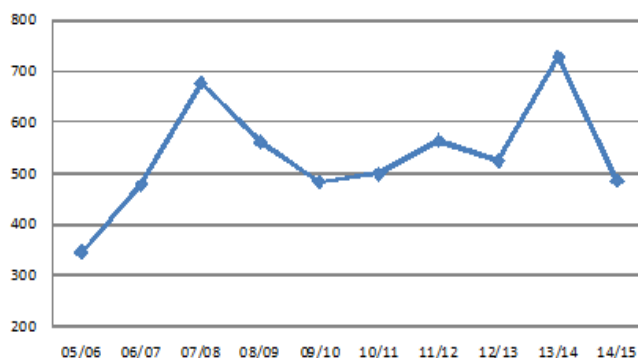
对于已经将现阶段利多完全消化的 1509 合约，在 1505 交割后将成为现货合约，且受到下游消费疲弱的风险制约，想象空间不大。而体现 15/16 榨季更好的基本面的 16 年合约 1601、1605、1609，其月间价差还没有完全拉开，甚至在多头资金集中拉升 1601 时，一度出现了 1605 贴水 1601 的局面。

此外，我们将当前的基本面情况与 09 年相对比，发现有很强的相似性。

全国产糖量



4月末工业库存



1.产量：均处于减产周期。08/09 榨季是减产周期第一年，产糖量 1243 万吨，较 07/08 榨季产量高峰下降 16%，09/10 榨季继续大幅减产至 1074 万吨；14/15 榨季也是减产第一年，产糖量约 1050 万吨，较 13/14 榨季下降 20%，15/16 榨季预期继续减产。

2.库存、产销：工业库存均处于较低水平。09 年 4 月末工业库存 560 万吨，同比下降 116 万吨（-20%）；15 年 4 月末工业库存则为 486 万吨，同比大降 242 万吨（-33%）。

3.宏观：经济处于底部，宏观政策较为宽松。

1005-1001 价差迅速扩大发生在 09 年 7 月中至 8 月上（90 点扩大至 209 点），伴随 8 月份国内糖价在需求、干旱天气和外盘带动等利好刺激下出现连续大幅上涨。1009-1005 价差迅速扩大发生在 09 年 11 月下至 12 月（112 点扩大至 273 点），同样伴随着糖价上冲。经过两波迅速扩大，1009-1001 价差也最高扩大至接近 500 的高位。

策略建议

牛市中早期价差结构为正向，今年基本面和 09 年相像，类比 09 年 1001-1005-1009 合约价差结构，1601-1605-1609 三个合约之间正向价差仍有继续扩大空间。风险点为牛市预期改变，如进口放开、过早抛储打压市场、减产预期出现变数等（概率较小）。

虽然类比 09 年尚未到价差迅速扩大的时间点，但是由于目前价差水平远低于正常值，目前逢低入场安全边际较高，先行布局赚取市场定价失误的利润，后期行情启动时再博取超额利润。套利头寸在风险收益比上比单边做多远月更具优势，可以使用比单边更重的仓位。预期 1605-1601 价差在夏季消费旺季时启动行情，对投资期限要求较短的可以选择该头寸。而 1609-1601 价差可以同时赚取两个月间价差扩大的利润，目前 1609 尚不活跃，行情启动点可能略晚，有较长投资期限预期的投资者可以选择长线做多该价差，先吃 1605-1601，再吃 1609-1605（可在 1605-1601 行情走完后平掉该头寸部分只留 1609-1605，避免 1601 成为现货月合约后的风险）。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。