

在白糖期货的月间价差中，9月合约与1月合约的近远月价差（下称9-1价差）可交易时间段长，月间矛盾相对突出，交易逻辑相对稳定和清晰，因此常受到月间套利者的追捧。9-1价差运行逻辑主要是产量和消费的预期和兑现。9-1价差一般开始于新榨季加速的1月中旬，而结束于9月中旬，即市场年度内最后一个季节性消费行情的尾声，中间跨越8个月的市场行情，其间经历供给端的压榨高峰和停榨去库，以及需求端的节日备货和夏季消费，这些季节性市场特征在不同年度中的变化会影响不同年度9-1价差的运行特征。2022/2023产季，随着白糖期货合约SR2301在1月交割退市，新的白糖1月合约SR2401上市交易，新的9-1价差（SR2309-SR2401）为市场提供新的月间套利标的和交易逻辑。

近期库存累积利空9-1价差

我国糖厂产糖期间通常从10月开始持续到翌年5月，工业库存快速累积的糖料压榨高峰通常从12月开始持续到翌年3月。由于9月合约是当年产季合约而1月合约是未来产季合约，9月合约在这个期间内受到的持续累积库存压制的影响要强于1月合约，因此9-1价差在压榨高峰期间通常会持续保持弱势。

2022/2023产季，市场已经进入压榨高峰期。截至2022年12月31日，国产糖产量累计达到325万吨，同比增加46.5万吨，12月单月产糖240万吨，同比增加37.36万吨。国产糖截至2022年12月新增工业库存175万吨，同比增加25.14万吨。根据中国糖业协会的估计，本产季国产糖预计总产量为1010万吨，同比增加54万吨。随着增产预期在每月压榨数据上的兑现，9月合约在去库到来前预计持续受到生产和库存两方面的压力，且同比增加的供给端数据让SR2309受到的压制更多。

远期消费反弹利多9-1价差

通常国内多数糖厂在进入4月就会陆续停榨，当年制糖季节随即进入尾声，而需求端将在未来面临夏季消费和双节备货两个季节性旺季，工业库存数据通常在3月达到高峰，上游市场在4月就进入了去库存阶段。从基本面的层面来看，9-1价差在经历压榨高峰的压制之后，去库阶段的走势在很大程度上受到需求端好坏的影响。如果消费好转，销糖率同比增加，伴随着工业库存压力减少，9月合约就会受到需求端提振，9-1价差大概率反弹走强；如果消费疲弱，9月合约会继续受到库存压制，9-1价差大概率继续随着产季末期的临近而继续走弱。

截至2022年12月31日，国产糖累计销售150万吨，同比增加21.31万吨，12月单月销量135万吨，同比增加23.15万吨。尽管10月和11月的销售情况不及上一产季，但12月疫情防控措施优化之后，国产糖销售量不仅环比大幅度增加，而且处于5年历史区间的高位；销糖率在2022年10月和11月大幅度落后前产季同期，但是12月环比反弹，和前产季同期相比已经持平。预计社会和经济活动的恢复会带动国内白

糖消费增加，国产糖的月销售数据预计会同比改善，从而带动9-1价差在去库时期触底反弹。

本产季9-1价差预计先抑后扬

从历史走势来看，压榨高峰的库存积累期间，9-1价差受到压制是常态，时间通常持续到3—4月。而之后走势是反弹还是继续走弱，是随当期年度的消费变化而确定的，消费好则反弹，消费不好就继续走弱。

少数产季因为突发事件或交割问题而出现例外的情况，例如，2019/2020产季疫情突发使得市场对于远期的价格预期过度悲观，在消费疲弱的情况下，当年9-1价差在去库时期持续走强；2017/2018产季甜菜糖大量在SR1809合约交割，导致9月合约多头接货意愿低，期货价格持续向甜菜糖成本线回归，尽管当年国产糖消费数据良好，但是出现了9-1价差在去库时期持续走低的例外情况。对于2022/2023产季，产量预计同比增加，而消费同比反弹，预计总体销糖率改善，工业库存压力不大，如果不发生特殊情况，本产季的9-1价差预计会先抑后扬。（作者单位：国海良时期货）

本文源自期货日报