



2023 年 3 月 12 日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com



供需结构难变，短期顺势而为

内容提要

国内需强供弱结构未变，本榨季产需缺口预期将加大。本周进口糖利润及额外糖源对抑制国内糖价的压力较小，理论而言国内白糖的市场价格上限未至，仍将维持高位运行。从库存结构来看，当前现货库存逐渐转移至中间贸易商手中。而基差走弱、下游高价采购意愿弱、上下博弈五月价格等因素，导致做多基差的贸易商短期内无法解套，盘面上出现了仓单及价格齐涨的现象。内外双强的糖价、贸易流的紧张、进口糖利润威胁较小等因素又是多头认为“五一假期前，下游厂家不得不接收高糖价补库”的底气。

操作建议

单边操作：白糖 305 主力合约看 6250-6330 宽幅震荡，激进投资者可以继续持有多单，不建议在 6330 上方追多，6330 上方可以减仓。若有回调至 6250-6280 区间的机会，可以逢低做多。

套期操作：做多 5-9 价差组合，建议在价差超过 100 后适当减仓，等待回落至 0-30 附近再次做多。

风险提示

巴西天气及 23/24 榨季开榨时间

国内消费复苏进度

巴西能源价格及政策

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、基本面分析

1、国内供需分析

本周中国农村农业部在月度对我国食糖供需分析调整中，下调 22/23 榨季 72 万吨食糖产量至 933 万吨，食糖进口量依然维持 500 万吨预期，食糖消费量依然维持 1560 万吨预期，国内食糖价格上修价格上限预期 200 元/吨至 6200 元/吨。

截至 3 月 10 日，本周广西共有 60 家糖厂收榨，同比增长 44 家，仅剩 13 家糖厂产能共 9.45 吨/日。云南累计收榨 2 家糖厂，同比增加 2 家。3 月上旬云南预计有 2-3 家糖厂收榨，中旬有 4-6 家收榨糖厂，下旬有 1-3 家糖厂收榨。鉴于即将到来的雨季，糖厂收榨时间及家数可能还会有变化。

截至 2 月末，本榨季国内生产食糖 791 万吨，同比增加 74 万吨；全国累计销售食糖 336 万吨，同比增加 63 万吨，销量增速近五年来最快；累计销糖率 42.5%，同比加快 4.5 个百分点。主产地广西 2 月单月产糖 146.56 万吨，同比增加 14.8 万吨；销糖 54.5 万吨，同比增加 19.44 万吨；月度工业库存 289.95 万吨，同比减少 38.51 万吨。2 月国内整体来看供需双强，但主产地广西由于超预期提前收榨，在结构上已出现产销倒挂。

步入 3 月，在今年春节后中间商采购量较多且叠加高糖价的影响下，上游糖厂尤其是提前收榨的广西糖厂，由于去库提前开始、库存压力较小且贸易流短时间内难以改善，故惜售意愿较强。同时 3 月处于淡季，下游高价采购白糖补库的意愿较弱，现货成交量偏淡。上下游博弈五月价格是否会缓和的过程中，食糖库存逐渐转移至做多基差套利的中游贸易商手上。2 月广西社会第三方库存 157.7 万吨，同比减少 6.84 万吨。从广西社会库存同比降幅小于工业库存同比降幅的现象也可以观察到，提货需求较淡或中间商囤货正在发生，库存转移至中游。

2 月下旬以来，糖价内强外弱格局已显，国际糖价利多出尽，市场转向交易巴西新榨季增产预期，外糖涨势难以延续。郑糖主力 305 合约受市场交易港口航运瓶颈导致贸易流缓解节点滞后的预期而居高不下。因此，国内现货价进一步上涨的空间，将受进口糖利润走强及进口糖浆套利的低价糖源增加而受限，基差走强的难度较大。

贸易商需等待五月验证强消费需求的预期，即下游不得不接收采购高糖价白糖后，有望实现基差走强。

上述情况同样反映在了期货市场的仓单量上，从图 3 和图 4 可以观察到，3 月以来的仓单量和有效仓单申报量均达到近五年来的高点。持有大量现货的贸易商积极进行套保，促使郑糖仓单量本周以来大幅上涨。

综合来看，郑糖短期仓单数的增量，掩盖不住中间商短期抬价的意愿及信心，对于盘面的压力有限。同时，当前国内糖价离 2017 年国家抛储压价前的趋势高点还有 1000 元/吨的空间。

从进口糖利润角度来看，由于本周巴西糖和泰国糖升水价及运费图均显著上升，即使 ICE 原糖涨势弱于国内糖价，进口糖利润仍大幅走弱，这也是国内糖价本周上涨受阻较小的原因之一。当前配额外进口巴西糖/泰国糖的利润仍在-1000 元/吨左右，处于近四年最低位的水平。

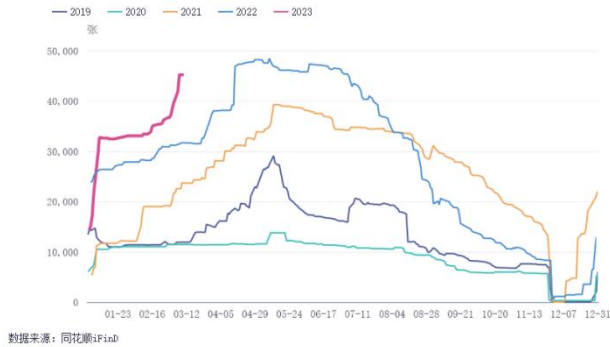
额外糖源方面，据我们测算，3 月 6 日-3 月 10 日当周，由于人民币对外贬值及泰国糖升水影响，通过从泰国进口蔗糖水溶液还原为原糖的利润仍为负值，但国内糖价本周涨势迅猛，该负值从平均约-490 元/吨缩窄至平均约-300 元/吨。若国内糖价进一步上涨或人民币升值，则生厂商可能考虑引进额外糖源，这将对未来供给结构带来扰动。

图 1：广西糖累计月产量季节性分析（万吨）



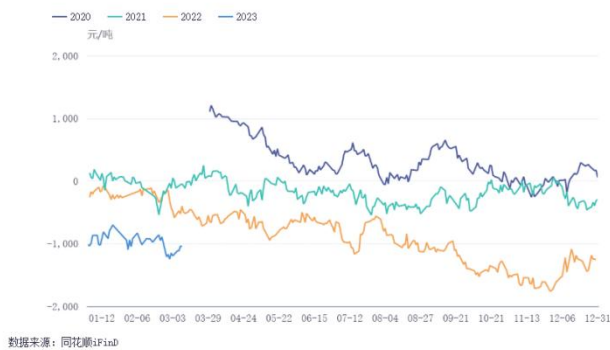
资料来源：ifind，优财研究院

图 3：注册仓单数（张）



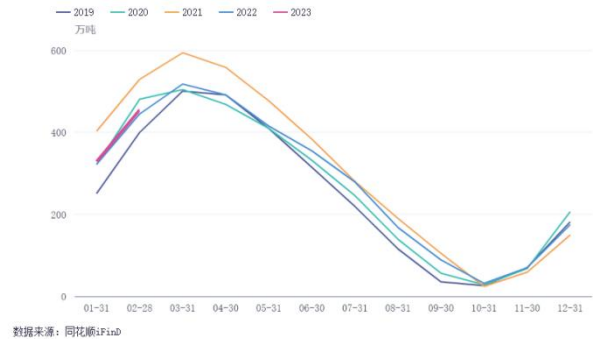
资料来源：ifind，优财研究院

图 5：配额外进口泰国糖利润季节性分析（元/吨）



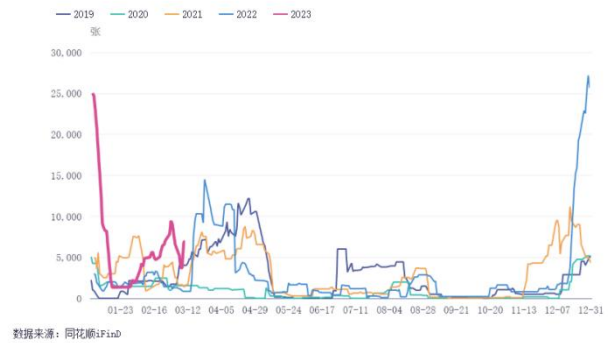
资料来源：ifind，优财研究院

图 2：全国食糖工业库存（万吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 4：有效仓单预报（张）



资料来源：ifind，优财研究院

图 6：配额外进口巴西糖利润季节性分析（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 7：中国食糖供需平衡表

中国食糖供需平衡表				
	2020/21	2021/22	2022/23	2022/23
		(3 月估计)	(2 月预测)	(3 月预测)
千公顷 (1000 hectares)				
糖料播种面积	1453	1263	1362	1362
甘蔗	1191	1122	1163	1163
甜菜	262	141	199	199
糖料收获面积	1453	1263	1362	1362
甘蔗	1191	1122	1163	1163
甜菜	262	141	199	199
吨/公顷 (ton per hectares)				
糖料单产	58.43	59.78	59.48	57.08
甘蔗	64.35	68.55	64.8	60.00
甜菜	52.5	51	54.15	54.15
万吨 (10000 tons)				
食糖产量	1067	956	1005	933
甘蔗糖	913	870	891	825
甜菜糖	154	86	114	108
食糖进口量	634	533	500	500
食糖消费量	1550	1540	1560	1560
食糖出口量	13	16	18	18
结余变化	138	-67	-73	-145
美分/磅 (cents per pound)				
国际食糖价格	16.6	18.9	16.5-19.5	16.5-20.5
元/吨 (yuan per ton)				
国内食糖价格	5378	5706	5650-6000	5650-6200

注释：食糖市场年度为当年 10 月至下年 9 月。

资料来源：农村农业部，优财研究院

2、主产国供需分析及资讯总结

印度减产预期落地，利多出尽。印度政府将在下月公布是否下方 100 万吨的出口配额，如预期不满足 3360 万吨的产糖量，则出口配额无望。（中性）

泰国 22/23 榨季截至 3 月 6 日两家糖厂收榨，去年同期为 5 家，累计压榨甘蔗 8600.46 万吨，同比增加 8.36%，产糖 990.09 万吨，同比增加约 14.88%，产糖率 11.512%，去年同期为 10.86%。（中性偏空）

国际糖价的市场焦点逐渐转向巴西产量预期及巴西港口航运瓶颈问题，后者关系到国际贸易流缓解的拐点是否会推迟到五月后。咨询公司 Datagro 在本周三（3 月 8 日）的时候表示，预计巴西 2023/24 榨季的食糖出口不太可能与生产同步增长，因为物流瓶颈会限制出货量。玉米、大豆和豆麸在巴西港口争夺出口空间。

贸易商 Raízen 预测，2023/24 榨季巴西中南部地区的食糖产量预计将增长 360 万吨，达到 3730 万吨，而出口量预计将比去年同期增长 140 万吨。2023 年大豆、麸皮和玉米的出口总量预计为 1.51 亿吨，而去年为 1.45 亿吨。Usina Aroeira 的商业分析师 Gabriela Bosquetti 称，主要出口中心桑托斯港的最大食糖出口能力为每月 270 万吨。（利多）

截至 3 月 11 日当周，巴西平均汽油价格约为 5.80 雷亚尔/升，含水乙醇价格约为 4.34 雷亚尔/升，巴西 3 月上旬全国平均醇油比约为 74.83%，高于 70% 阈值。截至 3 月 10 日，巴西无水乙醇折糖价约为 20.57 美分/磅，低于 ICE 原糖主力期货价格约 0.57 美分/磅。（中性偏多）

截至 3 月 1 日，巴西双周累计甘蔗产量同比增幅为 3.78%，较上一个双周的增幅 3.80% 有所下降，巴西 2 月第二个双周甘蔗产量同比下降 54.95%，仅有 7.2 万吨，第二个双周制乙醇量同比上升近 20%。（利多）

天气预报显示，巴西下周的降雨持续，且降雨量较大。如持续降雨不断，将滞后巴西新榨季的开榨时间。（中性）

截至 2 月 21 日当周，ICE 原糖期货及期权总持仓为 1073444 手，较前一周减少 114191 手。投机多头持仓 320596 手，较前一周减少 4443 手；投机空头持仓 122771 手，较前一周减少 129 手；投机净多持仓为 197825 手，较前一周减少 4314 手。

图 8：巴西双周产量，当榨季累计数据

Table 1. 2022/2023 harvest season: accumulated production until March 1, 2023

Product	South-Central region			São Paulo			Others states		
	2021/2022	2022/2023	Var. (%)	2021/2022	2022/2023	Var. (%)	2021/2022	2022/2023	Var. (%)
Sugarcane ¹	522,776	542,540	↑ 3.78%	298,620	311,376	↑ 4.27%	224,156	231,163	↑ 3.13%
Sugar ¹	32,061	33,504	↑ 4.50%	21,492	22,468	↑ 4.54%	10,569	11,035	↑ 4.41%
Anhydrous ethanol ²	10,910	12,031	↑ 10.27%	5,594	5,834	↑ 4.28%	5,316	6,197	↑ 16.57%
Hydrous ethanol ²	16,333	16,218	↓ -0.70%	6,325	5,998	↓ -5.16%	10,008	10,220	↑ 2.12%
Total ethanol ²	27,243	28,249	↑ 3.69%	11,919	11,832	↓ -0.73%	15,324	16,417	↑ 7.13%
TRS ¹	74,744	76,577	↑ 2.45%	42,943	43,839	↑ 2.09%	31,801	32,738	↑ 2.95%
TRS/ ton of sugarcane ³	142.97	141.14	↓ -1.28%	143.80	140.79	↓ -2.10%	141.87	141.62	↓ -0.17%
Share % sugar	45.02%	45.92%	↑	52.53%	53.79%	↑	34.88%	35.38%	↑
Share % ethanol	54.98%	54.08%	↓	47.47%	46.21%	↓	65.12%	64.62%	↓
Liters of ethanol/ ton of sugarcane	46.07	44.71	↓ -2.95%	39.91	38.00	↓ -4.80%	54.26	53.74	↓ -0.96%
Kg of sugar/ ton of sugarcane	61.33	61.75	↑ 0.69%	71.97	72.16	↑ 0.26%	47.15	47.74	↑ 1.25%

资料来源：UNICA，优财研究院

图 9：巴西双周产量，二月后两周数据

Table 2. 2022/2023 harvest season: BI-WEEKLY values (2ndt two-week period of February, 2023)

Product	South-Central region			São Paulo			Others states		
	2021/2022	2022/2023	Var. (%)	2021/2022	2022/2023	Var. (%)	2021/2022	2022/2023	Var. (%)
Sugarcane ¹	159	72	↓ -54.95%	0	17	↑	159	54	↓ -65.92%
Sugar ¹	0	0		0	0		0	0	
Anhydrous ethanol ²	5	55	↑ 1092.17%	-14	-1	↓ -92.99%	18	56	↑ 203.19%
Hydrous ethanol ²	125	100	↓ -20.01%	14	3	↓ -77.15%	110	96	↓ -12.51%
Total ethanol ²	129	155	↑ 19.69%	1	2	↑ 278.90%	129	152	↑ 18.45%
TRS ¹	16	8	↓ -48.63%	0	4	↑	16	4	↓ -72.57%
TRS/ ton of sugarcane ³	101.38	115.61	↑ 14.03%		221.60		101.26	81.50	↓ -19.51%
Share % sugar	0.00%	4.82%	↑	0.00%	0.84%	↑	0.00%	8.30%	↑
Share % ethanol	100.00%	95.18%	↓	100.00%	99.16%	↓	100.00%	91.70%	↓
Liters of ethanol/ ton of sugarcane	66.08	68.04	↑ 2.97%		133.52		62.22	46.97	↓ -24.51%
Kg of sugar/ ton of sugarcane		5.31			1.77			6.44	

Source: UNICA. Note: ¹: thousand tons; ²: million liters; ³: kg of TRS/ ton of sugarcane. Total Recoverable Sugar (TRS) index was calculated excluding corn ethanol production (the data are those shown in Table 8).

资料来源：UNICA，优财研究院

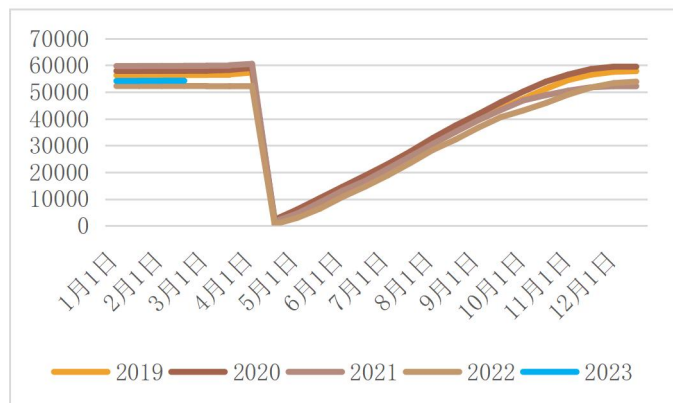
图 10：印度当榨季糖厂开工数及累计产量（万吨）

Sugar Production as on 28 th February (In lac tons)									
Sl.No.	State	No. of Working Factories		Actual Sugar Production (after Diversion)		Estimated Sugar Diversion into ethanol		Net estimated Sugar Production (without Diversion)	
		2022-23	2021-22	2022-23	2021-22	2022-23	2021-22	2022-23	2021-22
1	Uttar Pradesh	113	112	70.0	68.6	9.7	7.7	79.7	76.3
2	Maharashtra	180	197	95.2	97.2	9.0	7.2	104.2	104.4
3	Karnataka	52	60	51.2	50.8	8.8	6.3	60.0	57.1
4	Others*	122	115	41.2	36.4	1.0	0.7	42.2	37.1
Total		467	484	257.6	253.0	28.5	21.9	286.1	274.9
Increase		-17		4.6		6.6		11.2	

*Others include -Tamil Nādu, Gujarat, A.P., Telangana, Bihar, Punjab, Haryana, Rajasthan, M.P., Chhattisgarh, Uttarakhand & Odisha

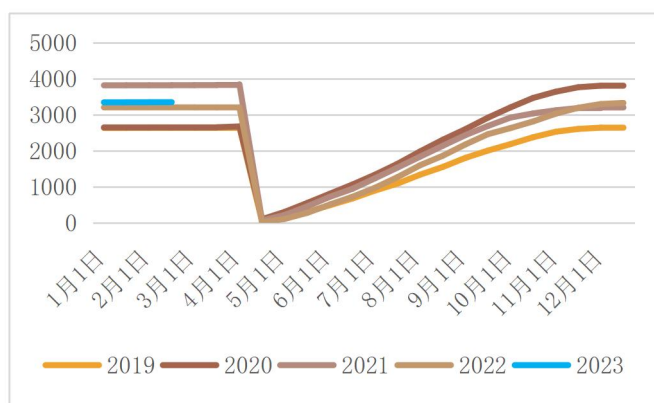
资料来源：ISMA，优财研究院

图 11: 巴西中南部甘蔗双周入榨量 (万吨)



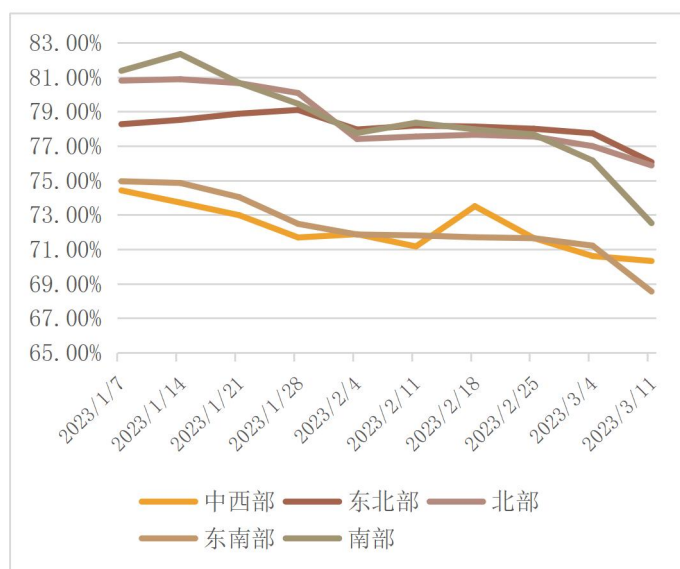
资料来源: WIND, 优财研究院

图 12: 巴西中南部白糖双周产量 (万吨)



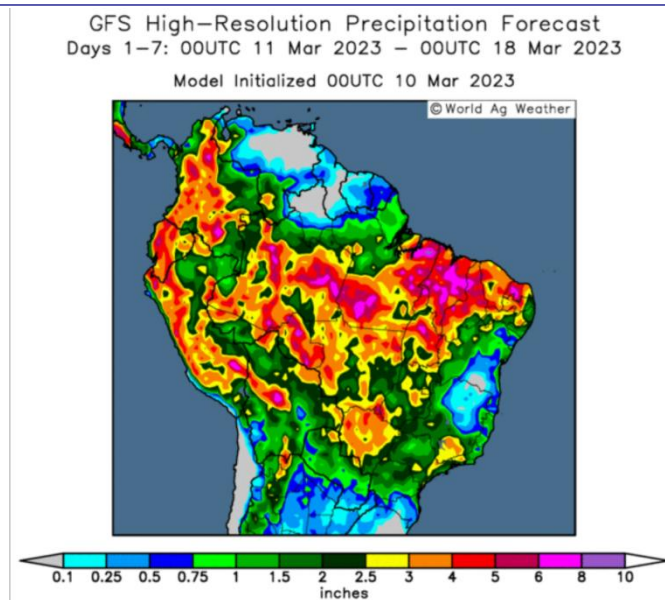
资料来源: WIND, 优财研究院

图 13: 巴西周度醇油比 (%)



资料来源: ANP, 优财研究院

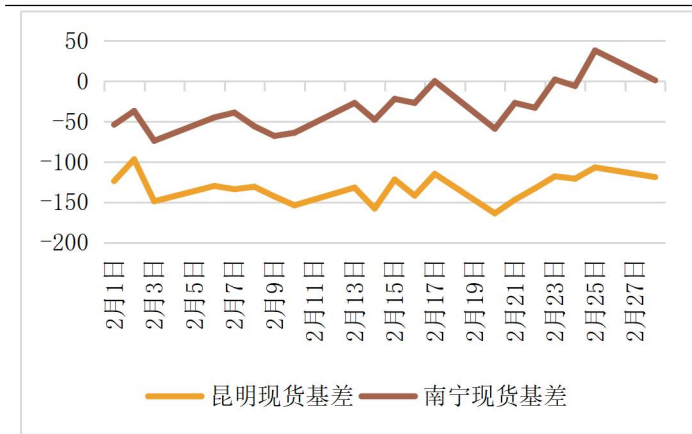
图 14: 巴西未来 1-7 天预测降水量



资料来源: worldagweather, 优财研究院

二、市场价格

图 15: 近期基差走势 (元/吨)



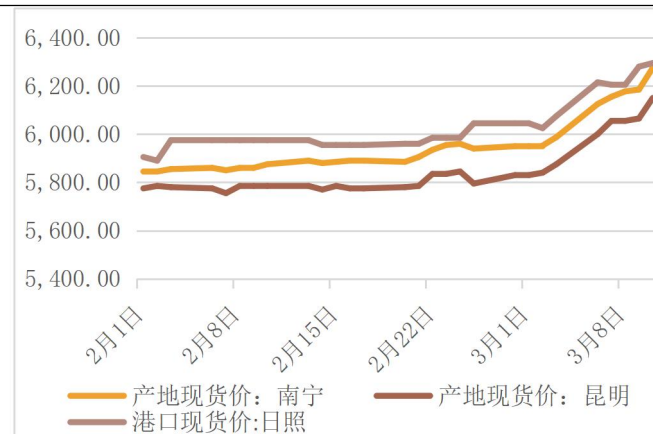
资料来源: ifind, 优财研究院

图 17: 配额外进口糖估算价 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 16: 产地及港口现货价走势 (元/吨)



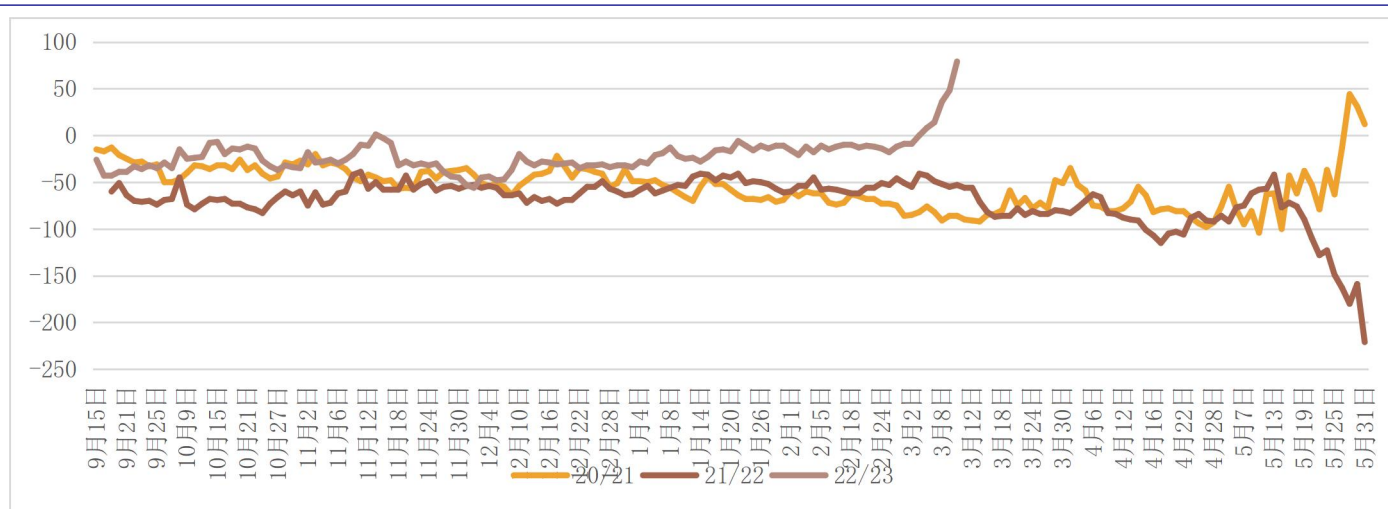
资料来源: ifind, 优财研究院

图 18: 配额内进口糖估算价 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 19: 郑糖期货 5 月-9 月合约价差



资料来源: ifind, 优财研究院

三、综合分析和交易策略

回顾我们上周在月报中推荐的做多白糖 305-309 价差策略，本周自 3 月 6 日以来，5-9 价差已由 3 月 3 日的 0 元/吨，快速上涨至 79 元/吨，策略收益较为可观。同时内盘白糖期货已呈现较深度的 backwardation 结构，供给矛盾集中在近月。

本周的市场焦点已从印度减产减出口预期转至巴西新榨季的出口及产量，而桑托斯港大量的大豆、玉米等其他农作物挤压了白糖的运力，造成了航运瓶颈，以及巴西三月持续降雨的气象等消息，让市场担忧巴西开榨滞后、国际贸易流缓解的时间节点滞后。此外，十一天后的 3 月 23 日，今年的阿拉伯斋月即将开启，季节性需求叠加国际贸易流的紧张，为下周乃至本月国际糖价延续强势震荡打下基础。

国内需强供弱结构未变，本榨季产需缺口预期将加大。本周进口糖利润及额外糖源对抑制国内糖价的压力较小，理论而言国内白糖的市场价格上限未至，仍将维持高位运行。从库存结构来看，当前现货库存逐渐转移至中间贸易商手中。而基差走弱、下游高价采购意愿弱、上下博弈五月价格等因素，导致做多基差的贸易商短期内无法解套，盘面上出现了仓单及价格齐涨的现象。内外双强的糖价、贸易流的紧张、进口糖利润威胁较小等因素又是多头认为“五一假期前，下游厂家不得不接收高糖价补库”的底气。

当前的库存结构虽表明多头敢于囤货逼空，但若未来国际贸易流出现缓和迹象，或进口糖利润走强，则该库存结构又带来了未来大量仓单压盘成真，市场加速下跌的风险。

下周策略（单边操作）：白糖 305 主力合约看 6250-6330 宽幅震荡，激进投资者可以继续持有多单，不建议在 6330 上方追多，6330 上方可以减仓。若有回调至 6250-6280 区间的机会，可以逢低做多。

下周策略（套期操作）：做多 5-9 价差组合，建议在价差超过 100 后适当减仓，等待回落至 0-30 附近再次做多。

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，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。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。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或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>