2023 年 3 月 26 日

Experts of financial derivatives pricing

衍生品定价专家

舍近逐远，糖在囧途

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

内容提要

一季度糖价的下沿除受国内供应趋紧支撑外，进口糖利润持续倒挂和国际贸易流持续紧张亦是重要因素。尽管 1-2 月我国食糖进口数量同比增长，但配额外进口糖自 2 月来实际到港量和报港量始终为 0，可见进口糖源集中在握有配额的少数国资粮企手中，难以撼动国内糖价。一季度糖价的上沿则受下游企业在传统消费淡季难以接受高糖价所抑制，关注二季度进入去库阶段后，旺季时国内下游终端需求是否符合增长的预期。

国际糖价再消化完印度和泰国不及预期的产量后，将围绕巴西糖厂三月提前开榨、增产，市场将向下寻找支撑。助力国际糖价下行的因素有巴西醇油比的下行趋势、欧美通胀顽固、美联储不提前降息、印度雨季降雨充沛等；而看空国际糖价的风险有巴西航运瓶颈持续堵塞港口、美联储政策转向、厄尔尼诺现象二季度提前出现等。

操作建议

单边做多策略可以选择较强的白糖 309 合约，建议待回调至 5890-5990 区间附近逢低做多。在 5 月份前，做空策略可以选择最弱的白糖 305 合约，建议在 6200-6280 区间附近逢高做空。

风险提示

美联储政策转向；巴西航运瓶颈；额外糖源替代效应；下游消费需求不及预期等。

一、 基本面分析

1、行情回顾

截止 3 月 24 日，国内白糖主力合约收 6164 元/吨，较去年末上涨 3.94%。内盘合约 1-2 月保持 contango 结构，3 月上旬市场炒作近月供给端矛盾，05 合约领涨转为 backwardation 结构。3 月中旬后资金提前完成换月，05 合约相对走弱，转回 contango 结构。

截止 3 月 24 日，ICE 原糖主力合约收 20.84 美分/磅，较去年末上涨 6.59%；ICE 原糖 5 月合约收 20.01 美分/磅，较 1 月 31 日下跌 2.29%。ICE 原糖合约于一季度中，始终呈现 backwardation 结构。

一季度，北半球印度、泰国、中国处于 22/23 榨季尾声，巴西新榨季尚未开启。内外糖价逻辑从炒作“短期贸易流的紧张”切换到博弈“新榨季的增产预期与消费复苏二者的证伪”，也即市场焦点由“印度减产使贸易流趋紧”转向“巴西增产缓解贸易流”的过程。

1 月春节期间，市场受“印度 22/23 榨季糖产量预估下调至 3400 万吨，较之前预测下降 7%”及“巴西国家石油公司意外上调石油价格 7.5%”等信息刺激，ICE 原糖突破 21 美分大涨至近 6 年高点，郑糖春节后第一个交易日因此跳空高开大涨 3.19%，并启动主升行情。

进入 2 月后，随着印度减产的预期被市场消化，ICE 原糖的定价渐渐从基本面主导转移至宏观面因素主导。1 月美国通胀数据未出现回落，顽固程度超出市场预期，且美国“弱预期强现实”的经济韧性显现。市场开始计价美联储将提高加息步长，延长加息周期及加息峰值。受宏观面利空影响，商品市场由原油领跌出现集体回落，ICE 原糖也在利多出尽的情况下结束涨势，于 19.61-21.38 区间内高位震荡。

国内糖价则在中国放开疫情管控后的消费需求复苏、国内主产地广西提前收榨和超预期减产等供弱需强的基本面预期下，延续涨势直至 3 月 10 日创下近五年新高 6343 元。白糖内强外弱、郑糖走出独立行情是一季度的显著特征。而近月合约作为炒作短期供需矛盾的标的，在国际贸易流紧张难以缓解的 2 月-3 月上旬中涨势远强

于远期合约，5-9 价差一度走扩至接近百元。

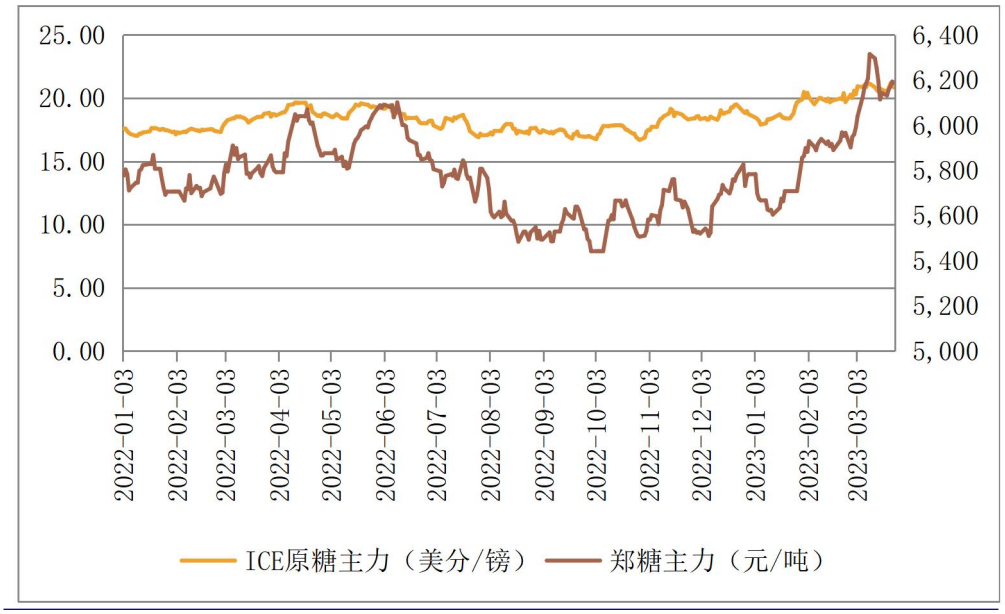
进入 3 月后，由于硅谷银行挤兑、瑞士信贷破产等一系列欧美银行信用暴雷事件的出现，引发市场恐慌情绪宣泄，计价对全球面临传导性金融危机及大萧条的可能性，原油、铜等受需求衰退预期影响较大的商品领跌市场，“油-醇-糖”的逻辑传导链重返市场视野，国际糖价完全受宏观面的主导影响。ICE 原糖在 3 月 13 日-3 月 17 日当周内最大跌幅达到 0.98 美分。

郑糖外有宏观危机风险，内有淡季下游终端消费需求惨淡的基本面证伪，同时郑商所于 3 月 10 日公告，自 2023 年 3 月 15 日结算时起，白糖期货 2305 合约的交易保证金标准调整为 10%。郑糖多头在内外交困之下，投机资金 3 月 13 日开盘后大幅减仓，套保资金则顺势提前完成 5-7 和 5-9 的换月操作，05 合约的持仓量共计减少 17.27 万张，自一季度的持仓量高点下跌了 30.49%，多头资金大幅减仓引发盘面的流动性枯竭导致“多杀多”踩踏下跌。

即使贸易流紧张程度未能在 3 月得到显著缓解，但由于多头积极性被打消，郑糖期价的波动相较外糖，更轻“短期供需矛盾炒作”，而重“巴西提前开榨”等远期增产预期是否能兑现。

国内现货价格方面，1 月初至春节前基差持续走强，同时春节高频数据显示消费回暖，提振了中间贸易商的情绪，贸易商向上游糖厂大量购货，对 1-2 月的白糖消费数据贡献良多。但春节后由于期货价格补涨、现货价格具有黏性，且下游终端用糖需求在一季度的淡季中不断被证伪，高糖价之下，基差最终不断走弱。临近 3 月末，随着郑糖期价大幅回落，现货价受配额外进口糖利润持续倒挂、国内减产和国际贸易流未得缓解有所支撑，基差再度走强。

图 1：国内外糖期货价格走势

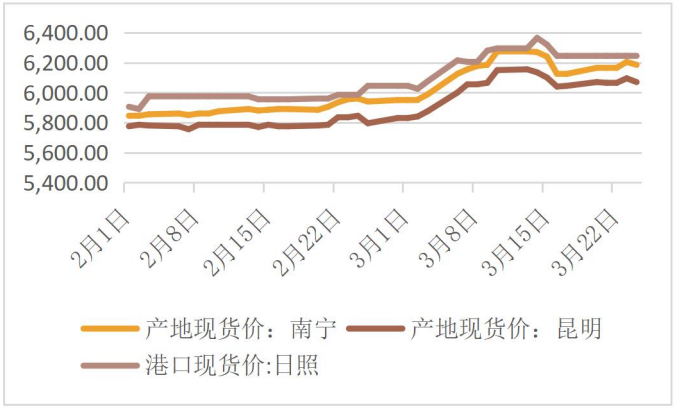


资料来源：ifind，优财研究院

图 2：白糖主力合约季 K 线

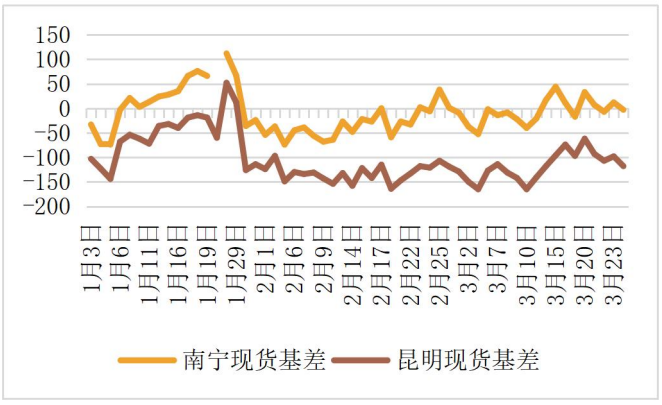
资料来源：同花顺，优财研究院

图 3：白糖现货价格走势（元/吨）



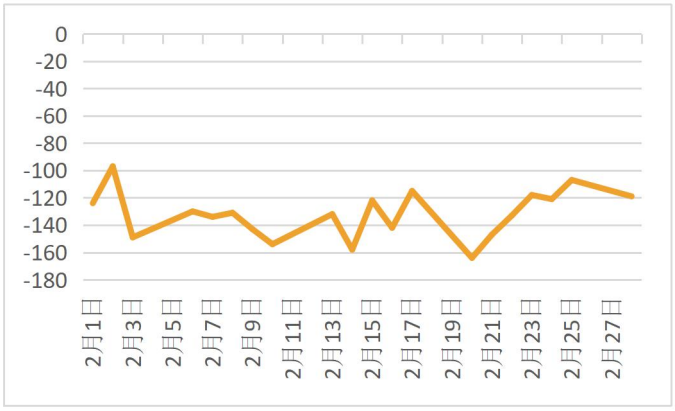
资料来源：ifind，优财研究院

图 4：一季度现货基差走势（元/吨）



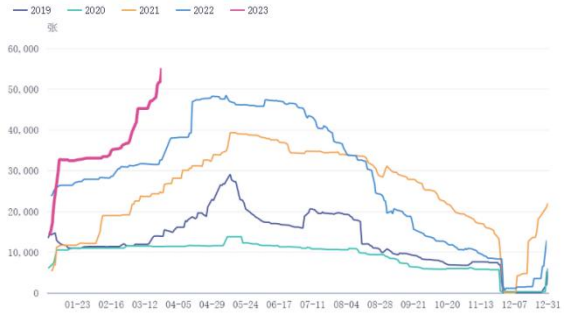
资料来源：ifind，优财研究院

图 5：2 月（昆明）基差走势（元/吨）



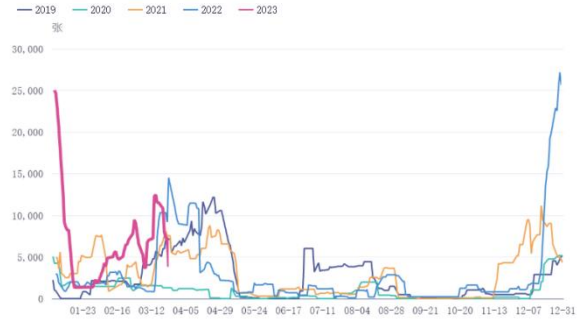
资料来源：ifind，优财研究院

图 6：白糖仓单数量季度性图表（张）



资料来源：ifind，优财研究院

图 7：白糖有效仓单预报季度性图表（张）

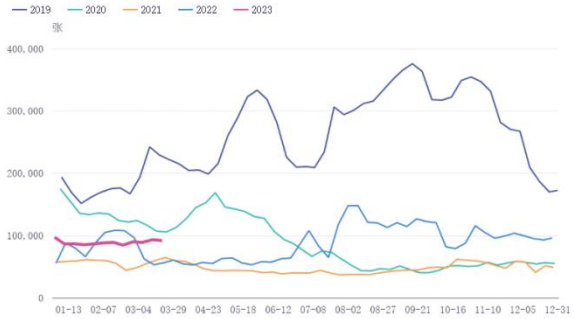


资料来源：ifind，优财研究院

图 8：CFTC 非商业多头持仓季度性图表（张）

资料来源：ifind，优财研究院

图 9：CFTC 非商业空头持仓季度性图表（张）



资料来源：ifind，优财研究院

2、全球气候变化与供需结构：对话 16/17 榨季糖价高点

一季度连续突破前高的糖价走势，一度让市场联想到白糖在 16/17 榨季时达到的高位。但从全球气候和供需结构来看，彼时和当下的基本面境遇是有所差异的。

ENSO 现象是影响农作物产量的重要变量，也即厄尔尼诺和拉尼娜现象的变化。厄尔尼诺通常导致东南亚地区高温干燥，甘蔗对降雨尤其敏感。厄尔尼诺年份，印度食糖的单产通常会有较明显的下降。此外，厄尔尼诺也容易导致巴西东北部的甘蔗产量下降。但因巴西东北部食糖产量占比较低（10-15%），对于巴西食糖总产量影响较小。

拉尼娜现象则是造成东太平洋（南美）较为干燥，西太平洋（东南亚、印度）降水增多，理论上会使印度、泰国等产地雨水充足增加产量。但拉尼娜现象同时会增加极端天气扰动的概率，带来供给端的预期差。例如 22 年 8 月印度降雨偏离度为负出现干旱，同年 10 月又出现超预期降雨延缓了马邦等地开榨进度并最后导致减产。

从全球供需缺口来看，2016 年受严重厄尔尼诺现象影响，出现了 21 世纪以来的第二次全球供需缺口。临近 22/23 榨季尾声，根据国际糖业组织（ISO）发布的最新季度报告，对本榨季的全球糖供应过剩量虽然下调了 200 万吨预期，但全球供需结构依然过剩 420 万吨。

2015 年末至 2016 年末发生的厄尔尼诺现象的严重程度，从图 12 中可以观察到，印度马邦 2016 年的降雨量，在当榨季中的大部分时间处于五年内的最低位。而后 2017 年厄尔尼诺转为了拉尼娜现象，干旱不再的气候与印度等主产地政府刺激甘蔗种植的政策出台，形成天时地利人和，全球食糖产量开始恢复、供需转为大幅过剩。与 16/17 榨季不同的是，当前我们已经历过罕见的三重拉尼娜现象（2020、2021 和 2022 冬季），根据国家气候中心预测，本次拉尼娜将在 2023 年春季转为中性状态，到夏季开始大概率转为厄尔尼诺，美国气象部门则暗示 7 月底有发生厄尔尼诺的风险。

不过，根据印度全国合作制糖厂联合会（NFCSF）分析称，由于去年三重拉尼娜现象导致的过度降雨，当前印度的大坝、水库和土壤湿度均已饱和，在厄尔尼诺爆

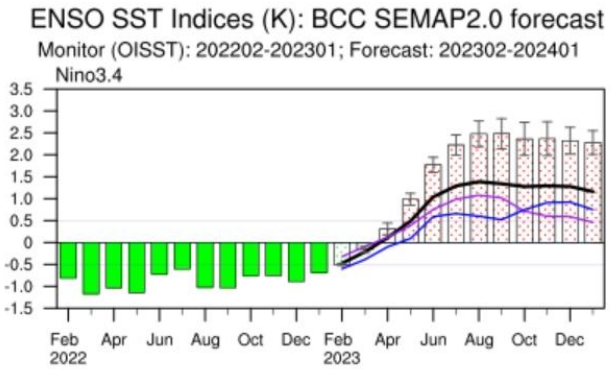
发之前，预计 6/7 月印度整体降雨良好。预计 2023 年的厄尔尼诺现象对该国 2023-24 榨季糖生产产生不利影响的概率很小，下榨季的糖产量将再次回升。

综合来看，今年一季度和二季度是结束三重拉尼娜现象后，太平洋回归平静期的阶段，在此期间有提前开榨倾向的巴西增产预期较强，且即使三季度转为厄尔尼诺现象，印度在夏季降雨量不出现负偏离的前提下，土壤的储水量足够仍能保证较 22/23 榨季出现产量的回升。故二季度开启 23/24 榨季后，全球继续维持供需过剩的结构较为乐观，糖价难以企及历史性供需缺口背景下的 16/17 榨季高位。

图 10：全球食糖供需缺口

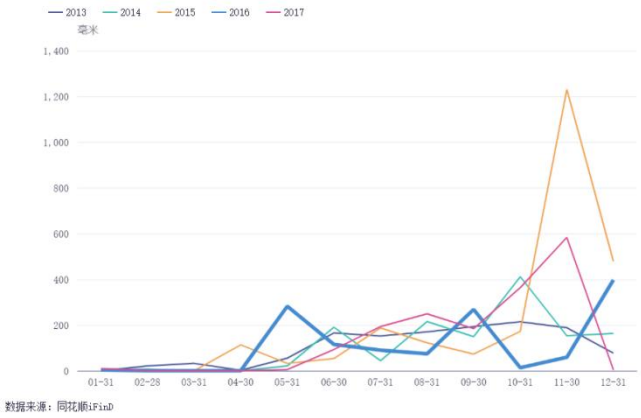
资料来源：ifind，优财研究院

图 11：ENSO 气候变化指数预测



资料来源：国家气候中心，优财研究院

图 12：印度马邦降雨量（2013-2017 年）



资料来源：ifind，优财研究院

3、国内供需、库存和进出口分析：

截至 2023 年 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 1-2 月产糖 3115.1 万吨，同比减少-3.82 万吨；销糖 111.86 万吨，同比增加 24.63 万吨，产销率 42.48%，同比增长 8.65 个百分点。云南 1-2 月产糖约 99.2 万吨，同比增加 26.95 万吨，销售食糖 34.06 万吨，同比增 11.32 万吨。

截至 2023 年 2 月末，全国食糖新增工业库存 455 万吨，同比增加 10.34 万吨，当前食糖工业库存处于近五年平均水平。广西 2 月月度工业库存 289.95 万吨，同比减少 38.51 万吨。2 月广西社会第三方库存 157.7 万吨，同比减少 6.84 万吨。内蒙古 2 月甜菜糖工业库存 36.2 万吨，同比增加 27 万吨。

截至 3 月 24 日当周，广西 2022/23 榨季已收榨糖厂达 71 家，同比增加 29 家，较 2020/21 榨季增加 8 家；未收榨糖厂 2 家，榨蔗能力为 1 万吨/日。云南累计收榨糖厂 8 家，同比增加 8 家。本榨季开榨共 50 家糖厂的累计产能为 7.22 万吨/日，同比增加 0.62 万吨/日。

海关总署公布数据显示，2023 年 1 月我国进口食糖 57 万吨，同比增加 15.92 万吨；2 月进口食糖 31 万吨，同比减少 9.6 万吨。2022/23 榨季截至 2 月累计进口食糖 265.13 万吨，同比增加 0.48 万吨。1-2 月进口食糖数量处于近五年的平均水平。一季度配额外进口糖利润持续倒挂，商务部数据显示 2023 年 1 月我国配额外进口糖实际到港数 12.06 万吨，高于往年同期水平（春节提前效应），2-3 月实际到港数均为 0，4 月预报到港数仍为 0。

从已达产量和广西提前收榨的数据推测，预计广西 3 月月度产量同比将减半，累计产量或达到 550-570 万吨，同比减少 35-55 万吨。而云南截至 2 月末本榨季已累计同比增产 37.68 万，内蒙古、广东等产区分别累计同比增产 11.3 万吨和 3.57 万吨。一季度其他产区的超预期增产基本可以对冲广西减产造成的供应收紧影响。但进入 3 月中下旬后，云南糖厂亦加快收榨进度，参考往年云南收榨时间点将达到 5 月末，如提前收榨家数同比继续增长，则在广西基本收榨的情形下，国内糖产量预

期或进一步下降。关注云南二季度进入传统雨季后的降雨量情况，以及 3 月末的异常天气（冰雹、强对流）对两广地区农作物的影响情况。

根据上述主产地生产情况的变化，农村农业部于 3 月下调了我国 22/23 榨季 72 万吨的食糖产量预期至 933 万吨，同比下降 134 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。

1-2 月广西产销率高增长和产量下滑的组合，造就了广西糖厂提前去库的景象，一季度的高糖价也使上游糖厂产生了惜售的心理。此外，从广西 2 月社会库存同比下滑幅度远低于厂库的结构来看，货源由上游逐渐转移到了中间贸易商的手中。中间贸易商向上游糖厂进货，贡献了 1-2 月旺盛的销量数据，而对于未来消费旺季的糖价博弈也提前转移到了囤货的中间商与下游终端用糖企业两方身上。

从一季度现货成交来看，下游终端用糖企业未做好高糖价的应对准备，春节后仍以刚需补库为主，淡季消费惨淡，这也导致基差以期货抬价、现货难涨的形式走弱，前期囤货、做多基差的中间贸易商则无法解套。大量货源继续囤积在中游，使得盘面的上的仓单量也持续走高，达到近五年的最高水平。

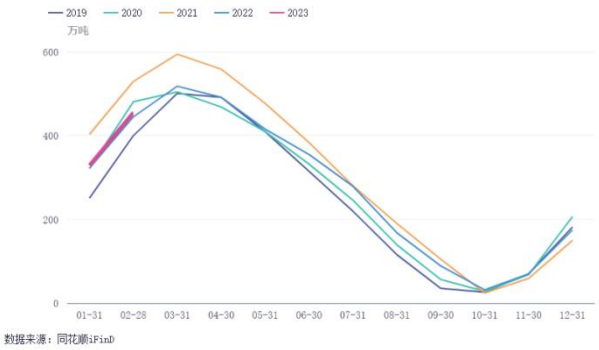
临近一季度收关，郑糖期价由于宏观面影响和郑商所提高保证金标准引发多头资金提前换月等因素大幅回调。基差以期价杀跌，现货支撑的形式再度走强，但基差贸易商把握巴西开榨前的出货窗口，仍需下游终端需求接货支持。

但广西向其他港口的外运运费映证了下游需求的惨淡，广西钦州港 2 月末发往宁波、天津、营口、上海的海运费价格为每柜 2300 元、1800 元、1900 元、2100 元，环比分别下降 300 元、100 元、200 元、400 元，考虑到一月份春节影响，2 月的外运数据表现较弱。另根据“海力物流”对 3 月 14 日-3 月 20 日的海运运费报价，广西运至宁波港的海运费较 3 月中上旬的运费报价均无变化。3 月下游对现货的需求亦未起波澜。

综合来看，一季度糖价的下沿除受国内供应趋紧支撑外，进口糖利润持续倒挂和国际贸易流持续紧张亦是重要因素。尽管 1-2 月我国食糖进口数量同比增长，但配额外进口糖自 2 月来实际到港量和报港量始终为 0，可见进口糖源集中在握有配额

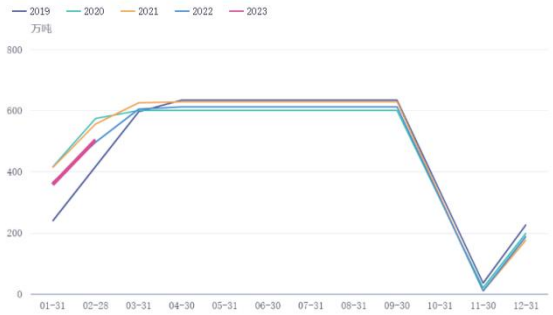
的少数国资粮企手中，难以撼动国内糖价。一季度糖价的上沿则受下游企业在传统消费淡季难以接受高糖价所抑制，关注二季度进入去库阶段后，旺季时国内下游终端需求是否符合增长的预期。

图 13：全国食糖新增工业库存季节性分析（万吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 14：广西月度产量季节性分析（万吨）

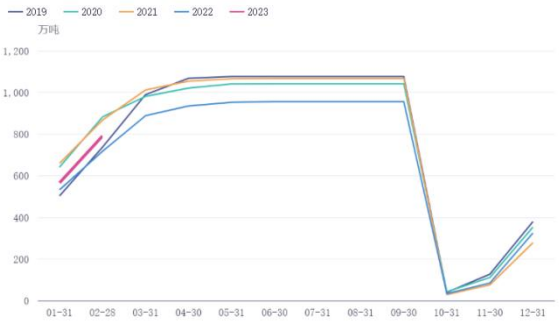


资料来源：ifind，优财研究院

图 15：云南月度产量季节性分析（万吨）

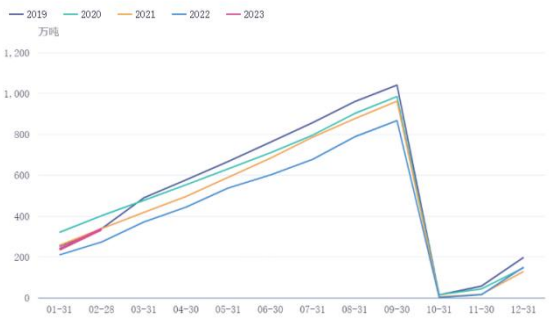
资料来源：ifind，优财研究院

图 16：全国食糖产量季节性分析（%）



资料来源：ifind，优财研究院

图 17：全国食糖销量季节性分析（万吨）

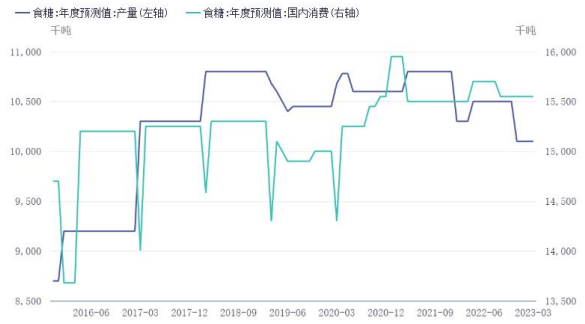


资料来源：ifind，优财研究院

图 18：全国库存消费比预测值季节性分析（%）

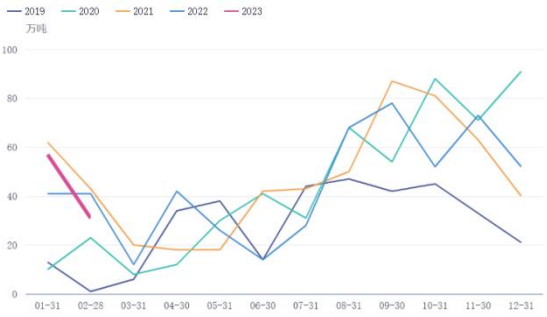
资料来源：汇易网，ifind，优财研究院

图 19：全国食糖供需预测变化（千吨）



资料来源：汇易网，ifind，优财研究院

图 20：糖月度进口量季节性分析（万吨）

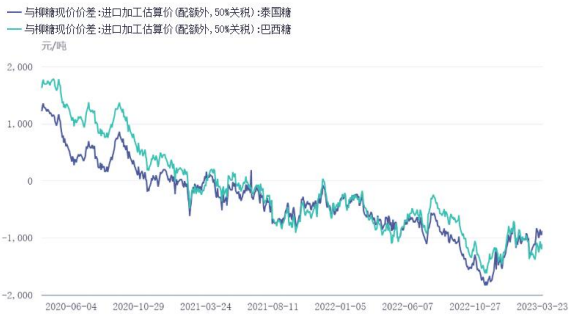


资料来源：海关总署，ifind，优财研究院

图 21：配额内进口糖利润（元/吨）

资料来源：ifind，优财研究院

图 22：配额外进口糖利润（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 23：饮料类商品零售值季节性分析（亿元）

资料来源：ifind，优财研究院

4、国外主产地供需情况

巴西：增产预期与航运瓶颈的矛盾

由于 22/23 榨季巴西储备的甘蔗量较多，且去年足够的降雨量利于 23/24 榨季的甘蔗生长，市场一致认为巴西 23/24 榨季甘蔗产量和产糖量将高于历史的平均水平。咨询公司 Safras & Mercado 预计 23/24 巴西的甘蔗压榨总量可能达到 6.207 亿吨（同比增加约 0.21 亿吨）。

根据 UNICA 于 3 月 24 日公布的巴西双周生产数据显示，3 月上半月，巴西中南部地区已有 24 家糖厂开始运营，甘蔗入榨量为 60.8 万吨，较去年同期的 14.2 万吨增加了 46.6 万吨，同比增幅达 327.32%；制糖比为 26.84%，去年同期全部制乙醇；产乙醇 2.65 亿升，较去年同期的 1.68 亿升增加了 0.97 亿升，同比增幅达 57.44%；产糖量为 1.6 万吨，去年同期为 0 万吨。

22/23 榨季，巴西中南部地区累计入榨量为 54389.2 万吨，较去年同期的 52291.8 万吨增加了 2097.4 万吨，同比增幅达 4.01%；累计制糖比为 45.93%，较去年同期的 45.01%增加了 0.92%；累计产乙醇 285.35 亿升，较去年同期的 274.11 亿升增加了 11.24 亿升，同比增幅达 4.10%；累计产糖量为 3358.3 万吨，较去年同期的 3206.1 万吨增加了 152.2 万吨，同比增幅达 4.74%。

UNICA 预计巴西中南部地区的糖厂将在 3 月下半月压榨约 500 万吨甘蔗，几乎是 2022 年同期的五倍。预计 3 月下半月将有 36 家工厂开榨，运营的糖厂总数将达到 60 家，而去年同期为 25 家。

该组数据已经映证了市场的两个预期，一是巴西的丰产，二是巴西新榨季提前开榨，甚至巴西 3 月提前开榨的结果远超了市场的保守预期。在 3 月上旬时，部分机构通过天气模型预测 3 月巴西中南部降雨量将持续偏高、天气潮湿，糖厂提前开榨面临挑战。

我们认为巴西超预期的提前开榨，尚未完全反映在市场价格上，之前糖价回调计提的是由宏观面主导影响的需求衰退形成的空间。根据 worldagweather 的天气预测图来看，巴西中南部 3 月底至 4 月初当周的降雨量较前两周出现了明显下降，这将支撑 UNICA 预计的提前开榨厂数规模。

从 UNICA 公布的数据中我们还能发现提前榨糖的同时，乙醇的产量也在提升。巴西能源政策的变化仍是市场对巴西食糖产量的隐忧，尤其是在 3 月宏观面出现恐慌时，原油引领白糖暴跌的画面，使“油-醇-糖”的逻辑传导链重返市场视野。一般而言，原油价格下跌则乙醇燃料的性价比会降低，糖厂压榨甘蔗后会倾向产更多糖而不是制作乙醇。但经历史回测，这一逻辑链经常失效（在宏观面主导影响糖价时显著有效）。

一季度巴西新政府推翻了过去抑制本地油价的能源政策，不仅在 1 月上调了原油价格，还在 2 月对进口乙醇恢复 16%的进口关税，3 月起恢复征收 75%的汽油和 21%的乙醇联邦税。

根据巴西国家石油、天然气和生物燃料局的数据，一季度以来，巴西周度醇油比出现了显著下降的趋势，其中巴西中西部和东南部地区的醇油比已在 3 月末跌破了 70%的阈值。虽然在一季度中无水乙醇折糖价始终弱于国际糖价，但二季度若延续醇油比下跌的趋势，则在巴西本地对乙醇燃料的需求不断上升的背景下，糖厂将降低制糖的意愿。

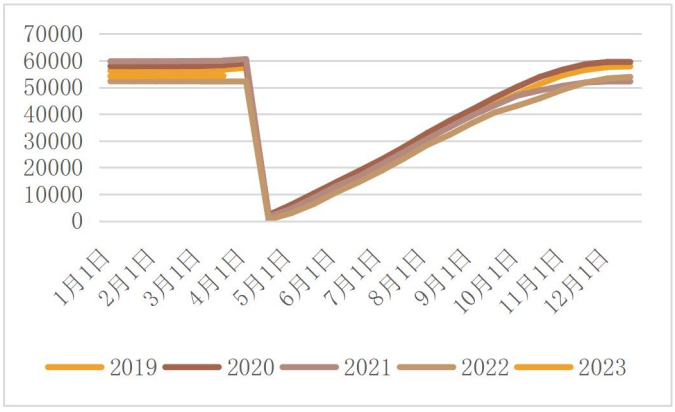
此外还需要关注巴西的航运瓶颈，未来可能造成增产与贸易流之间的预期差。3 月的第一周，巴西公布数据称当周日出口量同比增长 50%至 9.827 万吨/日，同时市场又有传言“帕拉纳瓜港一些船只要等上 35 天才能装货”，帕拉纳瓜港平均运输时间的增加推动桑托斯港的船只预定增加，桑托斯港口的白糖运力又被挤压。3 月 21 日，出口数据显示，巴西 3 月前三周出口糖 115.04 万吨，同比减少 29 万吨，日均出口量为 8.85 万吨，较第一周下降约 1 万吨/日。截至 3 月 22 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量已从上周的 34 艘增加到 36 艘，港口等待装运的食糖数量从上一周的 130 万吨增加至 133.79 万吨。桑托斯港排队天数由上一周的 0-4 天增加至 1-11 天。

数据的纵向对比可以看出，巴西的航运瓶颈确实在发生，港口堵塞与国内提前开榨增产并存。

综合来看，巴西的一举一动对二季度国际糖价波动起到基本面上的主导性作用。随着巴西榨季的提前，高糖价的拐点或将提前至 4 月。二季度国际糖价继续走强则

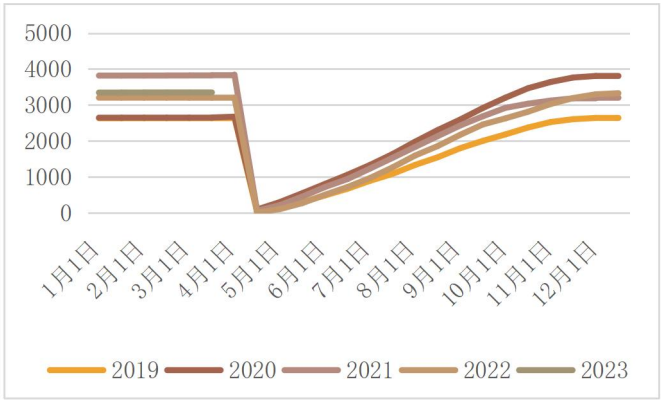
需要证实港口航运瓶颈的持续性，醇油比的持续下降和宏观面的利多（美联储货币政策方向的逆转）。

图 24：巴西中南部甘蔗双周入榨量（万吨）



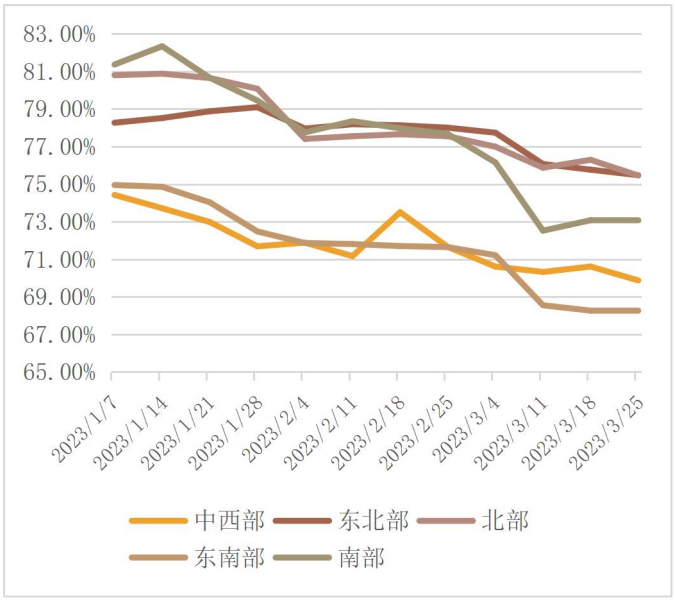
资料来源：WIND，优财研究院

图 25：巴西中南部白糖双周产量（万吨）



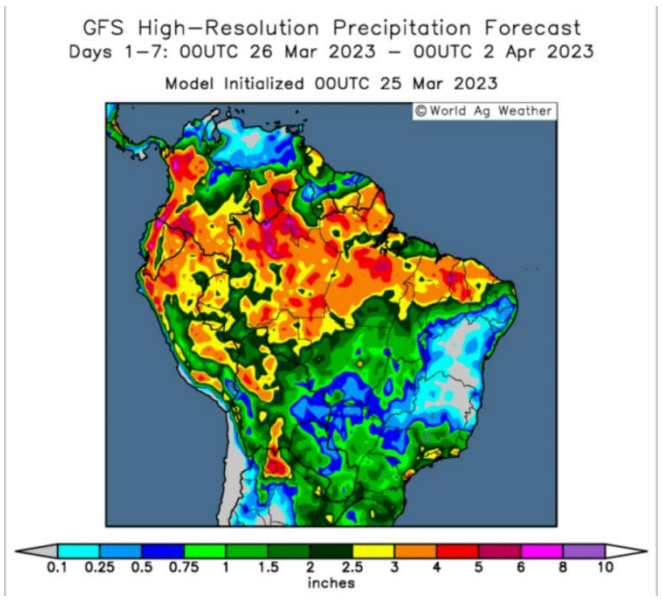
资料来源：WIND，优财研究院

图 26：巴西周度醇油比（%）



资料来源：ANP，优财研究院

图 27：巴西未来 1-7 天预测降水量



资料来源：worldagweather，优财研究院

图 28：巴西 22/23 榨季累计产量

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]	522,918	543,892	4.01%	298,620	312,346	4.60%	224,298	231,546	3.23%
Sugar [1]	32,061	33,583	4.74%	21,492	22,538	4.87%	10,569	11,044	4.50%
Anhydrous ethanol [2]	10,905	12,130	11.24%	5,591	5,833	4.33%	5,314	6,297	18.52%
Hydrous ethanol [2]	16,507	16,404	-0.62%	6,328	6,030	-4.71%	10,179	10,374	1.92%
Total ethanol [2]	27,411	28,535	4.10%	11,919	11,863	-0.47%	15,492	16,672	7.61%
TRS [1]	74,760	76,740	2.65%	42,943	43,964	2.38%	31,817	32,776	3.01%
TRS/ ton of sugarcane [3]	142.97	141.09	-1.31%	143.80	140.75	-2.12%	141.85	141.55	-0.21%
Share % sugar	45.01%	45.93%		52.53%	53.80%		34.86%	35.36%	
Share % ethanol	54.99%	54.07%		47.47%	46.20%		65.14%	64.64%	
Liters of ethanol/ ton of sugarcane	46.08	44.68	-3.03%	39.91	37.98	-4.84%	54.28	53.72	-1.03%
Kg of sugar/ ton of sugarcane	61.31	61.74	0.71%	71.97	72.16	0.26%	47.12	47.70	1.23%

资料来源：UNICA，优财研究院

印度、泰国：印度减产落地，泰国增产不及预期

印度糖厂协会（ISMA）发布的公告显示，2022/23 榨季截至 3 月 15 日印度食糖产量为 2818 万吨，较上榨季同期的 2845 万吨下降 27 万吨。当前已有 194 家糖厂收榨，高于去年同期的 78 家；尚在压榨的糖厂有 336 家，低于去年同期的 438 家。最新数据兑现了市场预期，出现同比下降。

一季度前半段时间，印度减产的消息不断发酵，由于去年拉尼娜现象扰动天气，印度马邦和卡纳塔纳邦在去年 10 月遭遇异常降雨量，马邦将食糖的产量预估下调 9%至 1250 万吨，低于先前预期的 1380 万吨。卡纳塔克邦今年的食糖产量估计为 550 万吨，同比减少 14%。

根据印度政府官员 Saraogi 透露，如果本榨季产量超过 3400 万吨，政府在 4 月份看到足够的库存，很可能批准多达 100 万吨的新增出口。然而，在 2 月末，全印度糖业贸易协会（Aista）表示，本榨季印度可能只会生产 3350 万吨。食糖贸易商 Alvean 表示，目前该机构预计印度产量为 3350 万吨，但是不排除最终产量会下调至 3300 万吨以下。

截至 3 月 19 日，泰国 22/23 榨季累计甘蔗入榨量为 9265.8 万吨，含糖分为 13.31%，产糖率为 11.67%；累计产糖量为 1081.49 万吨，同比增长 12.66%。21/22 榨季泰国于 3 月底收榨，鉴于市场预期今年泰国甘蔗压榨量难以超过 9850 万吨，泰国最终压榨量同比增速最多达到 8.12%，低于早前 14%的预期；当前 12.66%的产糖量增长率，亦低于早前 20%的预期。

综合市场一致预期，印度 22/23 榨季最终产糖低于 3400 万吨的概率较高，那么二季度最多 100 万吨的新出口配额无法实现的概率较高；泰国 22/23 榨季增产不及预期，难以弥补印度减产带来的全球贸易流缺口。二季度值得关注的是印度 5-6 月雨季的降雨量是否出现偏离，因为下半年有较大概率切换至厄尔尼诺现象，印度雨季降雨量不足将使 23/24 榨季再度面临干旱减产风险。

图 29：印度当榨季糖厂开工数及累计产量（万吨）

Sugar Production as on 15th March (In lac tons)

S. 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	108	104	79.6	78.3	11.1	9.1	90.7	87.4
2	Maharashtra	113	184	101.9	109.0	9.7	8.6	111.6	117.6
3	Karnataka	20	49	53.5	55.4	9.2	6.9	62.7	62.3
4	Others*	95	101	46.8	41.8	1.1	0.8	47.9	42.6
Total		336	438	281.8	284.5	31.1	25.4	312.9	309.9

*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

5、额外糖源的威胁

在国内主产地提前收榨，市场糖价高企，配额外进口糖利润持续倒挂，国内产需缺口接近 16/17 榨季高点的结构下，部分不愿高价采购、手中也没有配额的国内食品加工企业，选择了额外糖源进行替代。

从进口糖浆或糖粉再加工成原糖的角度来看，根据市场调研信息，在部分销区市场，中小型用糖企业对换包糖（白砂糖预混粉过筛分离出的白糖，专供工业需求、成本较低）的需求增多。

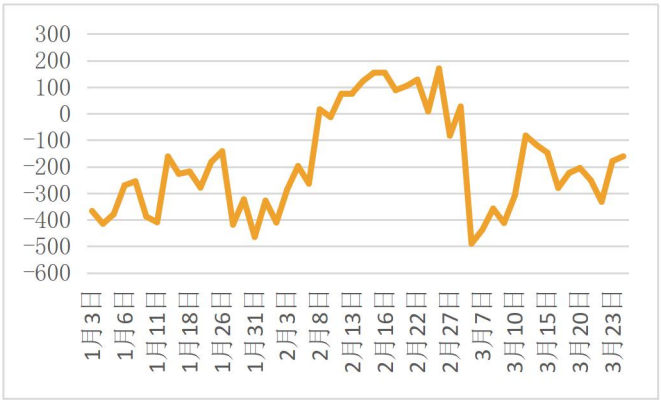
据我们测算，从泰国进口糖水溶液再还原成糖浆后的利润，在一季度中仅二月国内糖价处于高位时利润为正，其他时间段利润仍为负。而据海关总署披露的数据，2023 年 1-2 月进口糖粉及糖浆 14.82 万吨，同比增加 2.28 万吨。通过交叉验证，可以观察出 2 月份，我国部分下游用糖企业的确采取了进口此类近乎“零关税”的额外糖源的策略，对高价现货糖进行替代。

从淀粉糖的替代角度来看，替代效应并不明显。根据钢联数据，截至 3 月 24 日当周果葡糖浆开工率为 53.96%，同比+14.91 个 pct，较二月末+1.52 个 pct，但本周果葡糖浆的厂库为 11.53 万吨，较上周增长 0.99 万吨，较二月末增长 1.58 万吨，并未出现明显的去库迹象。我们使用广西白糖现货价与 F55 果葡糖浆出厂价的价差作为替代利润进行参考，观察图 32 可以发现自 2022 年四季度至 2023 年一季度，淀粉糖替代利润持续上升，截至一季度末已高于历史平均水平。二季度，国内糖价若进一步上升，则将凸显淀粉糖的替代优势，并且有望加速淀粉糖的去库。

图 30：国内食糖产需缺口（千吨）

资料来源：ifind，优财研究院

图 31：进口泰国糖水溶液再加工原糖的利润（元）

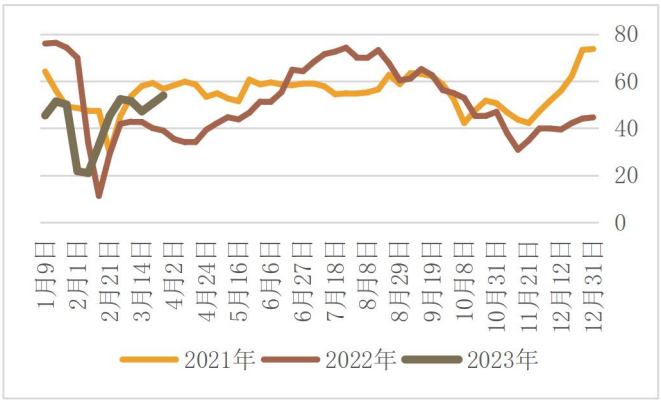


资料来源：优财研究院

图 32：F55 果葡糖浆替代利润（元）

资料来源：ifind，优财研究院

图 33：果葡糖浆开工率季节性分析（%）



资料来源：ifind，优财研究院

二、 后市展望

回顾一季度的国内外宏观面、基本面和市场的变化，白糖的交易围绕着“近月供应及贸易流紧张”与“远月巴西增产、提前开榨预期”的矛盾运行着。随着时间的推移，市场的押注逐渐从前者转移到了后者，宏观面的危机风险和恐慌情绪加速了这一进程。

展望二季度，国际糖价再消化完印度和泰国不及预期的产量后，将围绕巴西糖厂三月提前开榨、增产，市场将向下寻找支撑。助力国际糖价下行的因素有巴西醇油比的下行趋势、欧美通胀顽固、美联储不提前降息、印度雨季降雨充沛等；而看空国际糖价的风险有巴西航运瓶颈持续堵塞港口、美联储政策转向、厄尔尼诺现象二季度提前出现等。预计国际糖价二季度将在19-21美分/磅的区间内震荡向下运行。

郑糖临近一季度末，05、07、09合约转为contango结构，资金宁愿转移去远月有消费旺季支撑的合约，博弈远月“巴西增产与国内需求复苏、进口糖利润窗口关闭”的矛盾。05合约作为消费淡季叠加累库拐点的合约，在多头资金主动减仓下被提前换月，成为最弱势的主力合约。

展望二季度，在五一假期和暑期消费旺季备货前，郑糖期价有望跟随国际糖价走低，那么一季度囤货的中间贸易商即可把握在巴西新糖运抵港口前的最后窗口期内出货解套。盘面的仓单压力在二季度也将随着现货市场需求提振而逐渐减少。在该节点之后，郑糖有望见底止跌，市场计价食糖厂库和社库的去库速度，以及国际贸易流或因巴西港口堵塞无法缓解的预期。预计郑糖主力合约二季度将在5850-6250区间内先探底后回升。

策略建议：单边做多策略可以选择较强的白糖309合约，建议待回调至5890-5990区间附近逢低做多。在5月份前，做空策略可以选择最弱的白糖305合约，建议在6200-6280区间附近逢高做空。

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、修改或以其他任何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/