金信期货
GOLDTRUST FUTURES

白糖·周度报告

2023 年 3 月 19 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

恐慌情绪宣泄，供需逻辑未变

内容提要

主力合约持仓量大比例减少导致盘面流动性枯竭，引发多杀多的踩踏式下跌。从现货角度来看，由于现货价格具有黏性，且国内供需基本面结构并未发生根本性变化，故本周现货价格下跌幅度远逊于期货价格，导致基差大幅走强。本周市场沉浸在欧美潜在金融危机的阴霾之下，因担忧复制 08 年全球大萧条的可能性，大宗商品受恐慌情绪影响，除黄金外悉数暴跌。国际原糖价格也结束了逆市上涨的强势，随其他商品回落，ICE 原糖本周从高点向下最深回落了 0.88 美分/磅。糖价回落和原油暴跌的关联，使“油-醇-糖”的价格传导逻辑链重返市场视野。国内供需基本面结构未变，广西接近全部收榨，云南提前收榨厂数亦同比出现增长。下游终端需求尚未因本周糖价下跌而激起增量补库需求，现货成交依然较淡。

操作建议

单边操作：白糖 305 主力合约看 6060-6190 宽幅震荡，逢高平低位多单。若有回调至 6060-6080 区间的机会，可以逢低做多。

套期操作：建议在价差回落接近 0 轴后，做多 5-9 价差组合。

风险提示

巴西天气及 23/24 榨季开榨时间

国内终端需求增长不及预期

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

截至 3 月 17 日，本周广西共有 67 家糖厂收榨，同比增长 31 家，仅剩 6 家糖厂产能共 2.45 万吨/日。云南累计收榨 4 家糖厂，同比增加 4 家。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。

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。1-2 月我国食糖进口增长量略超预期，但配额外进口糖利润仍大额为负，对糖源影响有限。

本周郑商所宣布于 3 月 15 日提高保证金后，多头主动离场。本周白糖主力合约持仓量共计减少 17.27 万张，较今年以来最高持仓量下跌了 30.49%，其中以多头持仓减少为主。大比例的持仓量减少导致盘面流动性枯竭，引发多杀多的踩踏式下跌。而从现货角度来看，由于现货价格具有黏性，且国内供需基本面结构并未发生根本性变化，故本周现货价格下跌幅度远逊于期货价格，这也导致基差大幅走强。

基差走强的同时，如图 5、图 6 所示，本周进口糖利润也在同步走强，不过仍处于近四年较低水平。本周进口糖利润的走强，有泰国糖升水回落较快、人民币升值等因素，而关键变量——国际糖价走弱，则是因为欧美潜在金融危机迹象出现，市场担忧全球性萧条将至导致商品市场暴跌。在油价暴跌后，“油-醇-糖”逻辑链再度受到关注，对乙醇燃料需求下降驱使新榨季巴西糖厂生产更多的糖。三月初巴西出口量同比增长、储备待榨甘蔗较多及泰国增产等因素缓解了二月以来贸易流的紧张情况。

根据市场调研信息，下游用糖企业一季度的用糖量大多数在年前已确定，多数企业未做好高糖价应对准备。二月末以来采购部门以观望和应对刚需为主。本轮糖价上涨后，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。2-3 月上旬，广西食糖外运数量环

比有所下降。

从下游需求方角度来看，之前与中上游博弈五月糖价最终下行初见成效。消费旺季未至，在短期现货价回落速度小于期价的过程中，下游买涨不买跌的心理使得现货成交量低迷的状况难以缓解。即使前期做多基差的中间商出现解套的空间，也难以将前期囤积的货源出清。

从广西向其他港口的外运运费来看，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，对比出二月的外运需求较为惨淡。而未来一周，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 8 日-3 月 12 日的运费报价均无变化。领先指标显示，下游对现货的需求未起波澜。

截至 3 月 17 日，本周白糖主力合约注册仓单量达到 47096 张，较上周五增加了 1866 张，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。在持仓量大幅下滑的同时，仓单数进一步上升，对盘面压力较大。

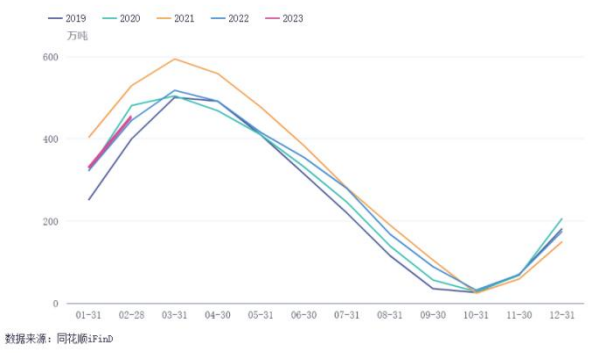
综合来看，国内白糖的供需基本面逻辑未发生变化。盘面上期货价格大波动下跌主要受多方资金平仓，持仓量大幅减少，诱发多杀多所致。

额外糖源方面，据我们测算，3 月 13 日-3 月 17 日当周，受国际糖价先抑后扬和泰国糖升水减少影响，从泰国进口蔗糖水溶液还原为原糖的利润，较上周增长约 130 元/吨，但仍为负值，平均约为-170.59 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，或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）

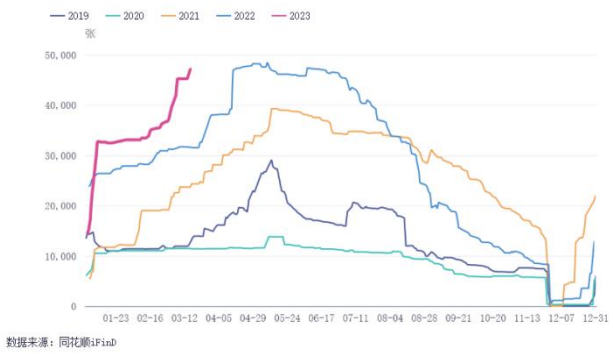
资料来源：ifind，优财研究院

图 2：全国食糖工业库存（万吨）



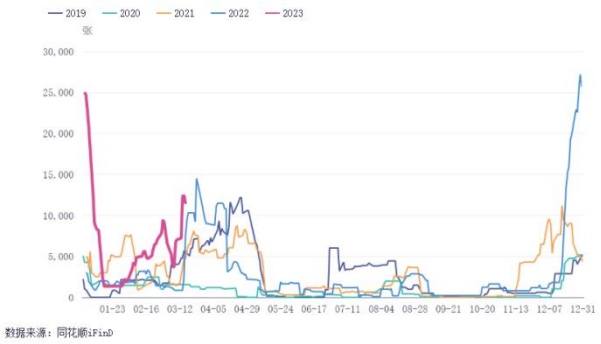
资料来源：ifind，优财研究院

图 3：注册仓单数（张）



资料来源：ifind，优财研究院

图 4：有效仓单预报（张）

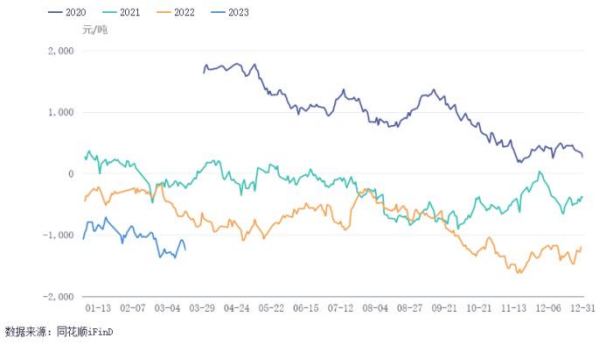


资料来源：ifind，优财研究院

图 5：配额外进口泰国糖利润季节性分析（元/吨）

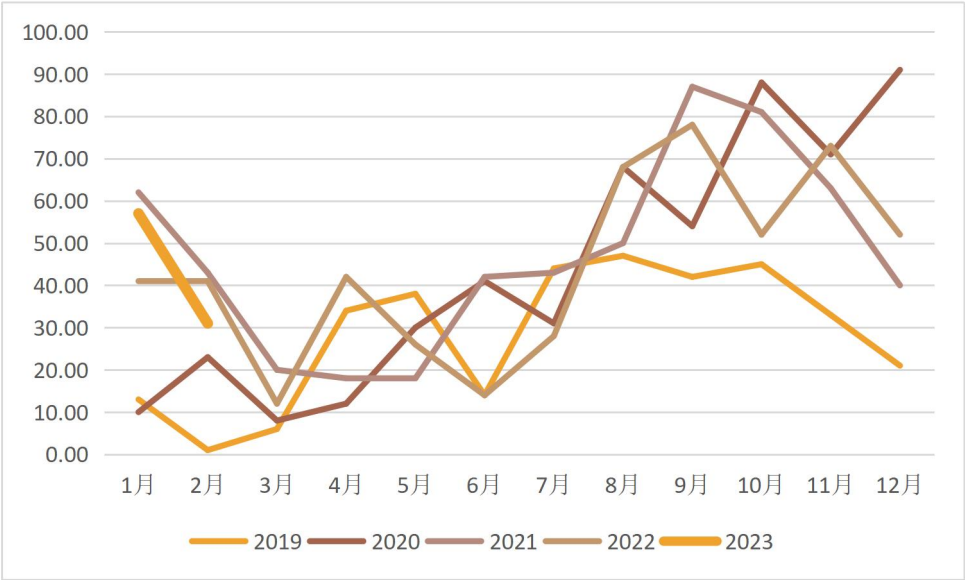
资料来源：ifind，优财研究院

图 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：食糖进口数量（万吨）



资料来源：海关总署，优财研究院

2、主产国供需分析及资讯总结

印度全国合作制糖厂联合会（NFCSF）分析说，厄尔尼诺对该国 2023-24 榨季糖生产产生不利影响的概率很小。NFCSF 会长 Jaiprakash Dandegaonkar 表示，预计 2022-23 榨季糖产量将为 3340 万吨，与去年的 3590 万吨相比减少近 250 万吨。NFCSF 的常务董事 Prakash Naiknavare 说，估产数据将有助于保持当地糖价稳定。本年度的结转库存约 600 万吨糖，能够满足榨季结束后两个半到三个月的国内需求。

预计下榨季的糖产量将再次回升。虽然美国气象部门已暗示 7 月底有发生厄尔尼诺的风险，但由于去年降雨过大坝、水库和土壤湿度已饱和，在厄尔尼诺爆发之前，预计 6/7 月整体降雨良好。**（中性）**

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。相较 2 月底披露的产量数据，本周公布的印度 22/23 榨季累计糖产量兑现了市场预期，出现同比下降。**（中性偏多）**

泰国截至 3 月 14 日共 16 家糖厂收榨，同比增加 5 家，2 月份以来主产区天气均利于压榨，累计压榨甘蔗 9097 万吨，同比增加 8.3%，累计产糖 1057.13 万吨，同比增加 15.3%，出糖率 11.62，去年同期为 10.9%。市场观点倾向于认为泰国提前收榨的可能性提高。**（中性偏多）**

咨询机构 S&P Global Commodity Insights 将欧盟和英国 2023/24 榨季产糖量预估下调 57 万吨，至 1680 万吨，因最近杀虫剂禁令将产生负面影响，但预期产量同比仍增长 100 万吨。S&P Global 在一份行业报告中表示，欧盟主要食糖生产国法国的甜菜种植面积将在 2023/24 榨季萎缩 7%。**（中性偏多）**

根据巴西航运机构 Williams 的数据，截至 3 月 15 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量已从上周的 37 艘下降到 34 艘。港口等待装运的食糖数量从上一周的 152 万吨下降到了 130 万吨。**（中性偏多）**

截至 3 月 18 日当周，巴西平均汽油价格约为 5.76 雷亚尔/升，含水乙醇价格约为 4.20 雷亚尔/升，巴西 3 月上旬全国平均醇油比约为 72.87%，高于 70%阈值。截至 3 月 17 日，巴西无水乙醇折糖价约为 19.95 美分/镑，低于 ICE 原糖主力期货价格约 0.72 美分/镑。**（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 3 月 7 日当周，ICE 原糖期货+期权总持仓为 1133679 手，较前一周增加 63853 手。投机多头持仓 326133 手，较前一周增加 16155 手；投机空头持仓 125606 手，较前一周减少 1322 手；投机净多持仓为 200527 手，较前一周增加 17477 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）

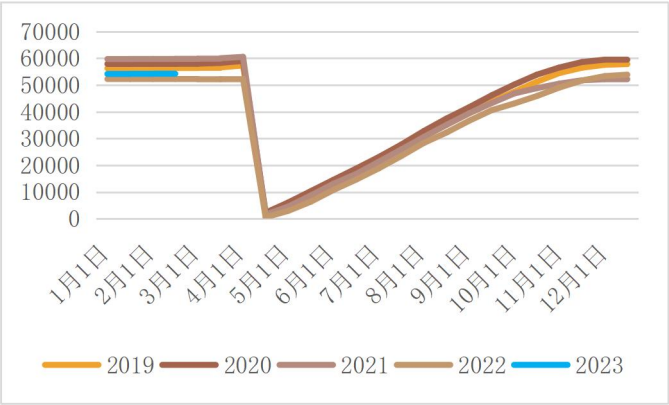
Sugar Production as on 15th March (In lac tons)

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

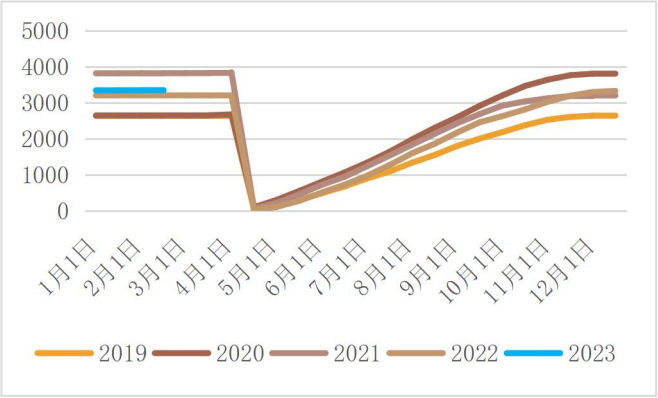
资料来源：ISMA，优财研究院

图 11：巴西中南部甘蔗双周入榨量（万吨）



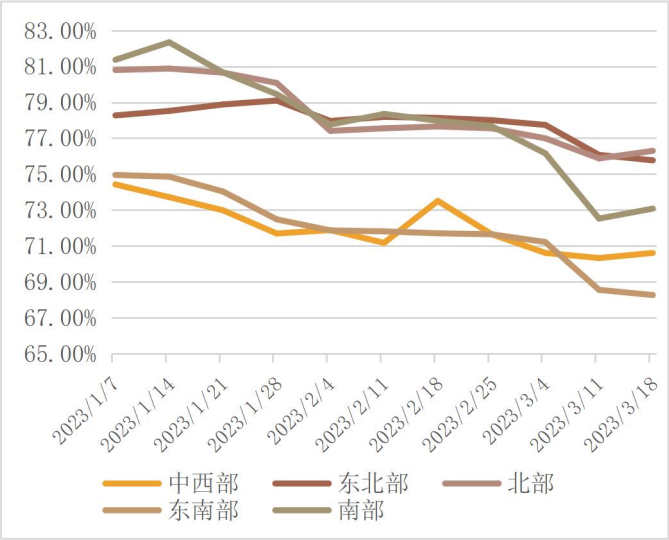
资料来源：WIND，优财研究院

图 12：巴西中南部白糖双周产量（万吨）



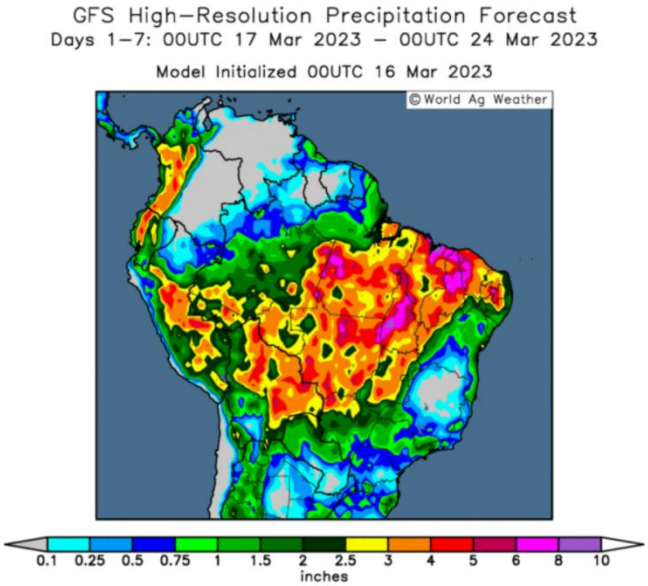
资料来源：WIND，优财研究院

图 13：巴西周度醇油比（%）



资料来源：ANP，优财研究院

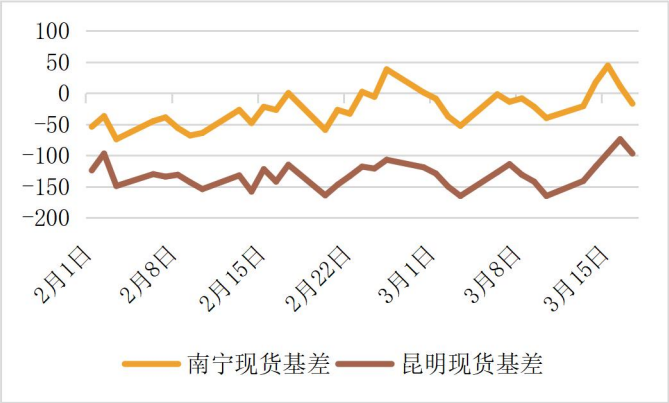
图 14：巴西未来 1-7 天预测降水量



资料来源：worldagweather，优财研究院

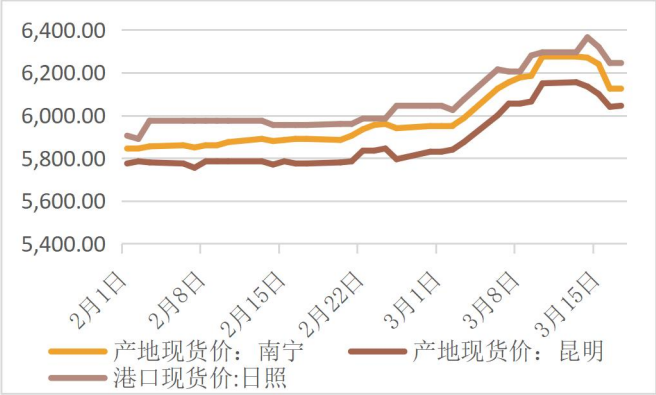
二、市场价格

图 15：近期基差走势（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 16：产地及港口现货价走势（元/吨）

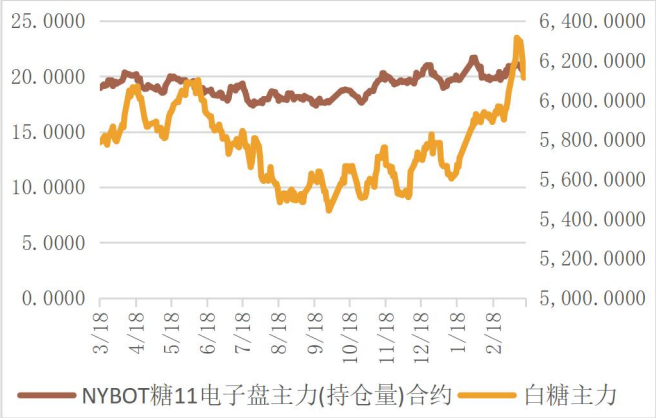


资料来源：ifind，优财研究院

图 17：配额外进口糖价格（元/吨）

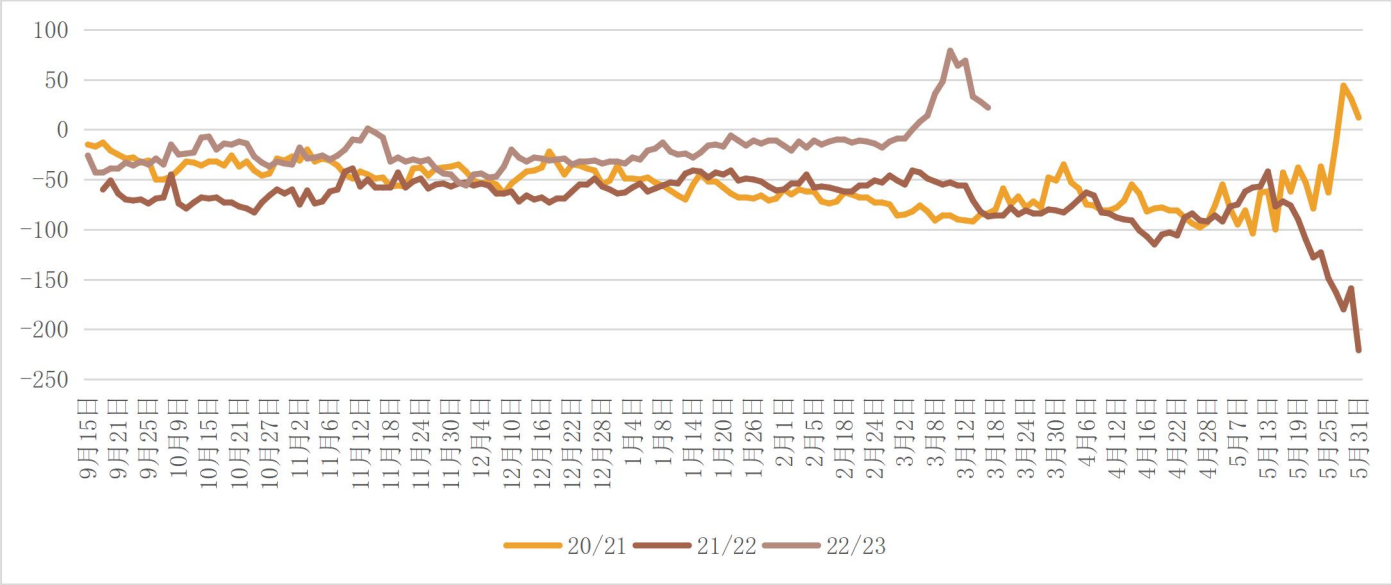
资料来源：ifind，优财研究院

图 18：原糖期价（美分/镑）和郑糖期价（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

本周市场沉浸在欧美潜在金融危机的阴霾之下，因担忧复制 08 年全球大萧条的可能性，大宗商品受恐慌情绪影响除黄金外悉数暴跌。国际原糖价格也结束了逆市上涨的强势，随其他商品回落，ICE 原糖本周从高点向下最深回落了 0.88 美分/磅。糖价回落和原油暴跌的关联，使“油-醇-糖”的价格传导逻辑链重返市场视野。

原油价格下跌，降低乙醇燃料的性价比，主产地巴西糖厂的制醇意愿下降，从而在 23/24 榨季生产更多的糖。但从本周巴西醇油价比来看，多数区域仍高于 70%的阈值，而无水乙醇折糖价亦低于原糖价格，尚无法作出巴西新榨季制醇意愿降低、制糖意愿提高的结论。

国内供需基本面结构未变，广西接近全部收榨，云南提前收榨厂数亦同比出现增长。下游终端需求尚未因本周糖价下跌而激起增量补库需求，现货成交依然较淡。

泰国截至本周，提前收榨家数同比增多，但累计产量同比增长 15.3%。印度 22/23 榨季产量预期继续下调至 3340 万吨，第二批出口配额基本无望。欧盟受杀虫剂禁令影响，23/24 榨季出现减产预期。孟加拉国和菲律宾取消糖进口关税后，国内糖价依然不见回落。综合来看，随着下周正式进入阿拉伯斋月，东南亚和中东阿拉伯国家季节性需求将持续增长，贸易流或将再度陷入紧张，糖价再次大幅回落的概率较低。

回顾我们在上月月报中推荐的做多白糖 305-309 价差策略，上周周报中提及逢高平仓。本周自 3 月 13 日以来，5-9 价差已从上周高点 79 元/吨滑落至 22 元/吨。由于本周白糖主力合约下跌过程中伴随持仓量大幅减少，投资者回避 305 合约，转向波动较小的 309 合约，309 合约持仓量出现上升，从而 5-9 价差缩窄。考虑到短期恐慌情绪宣泄完毕、白糖基本面逻辑未发生根本改变、临近巴西开榨和阿拉伯斋月，未来对贸易流的炒作及供需矛盾仍将回归到 5 月合约的交易上。维持看多 5-9 价差的观点。

下周策略（单边操作）：白糖 305 主力合约看 6060-6190 宽幅震荡，逢高平低位多单。若有回调至 6060-6080 区间的机会，可以逢低做多。

下周策略（套期操作）：建议在价差回落接近 0 轴后，做多 5-9 价差组合。

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/