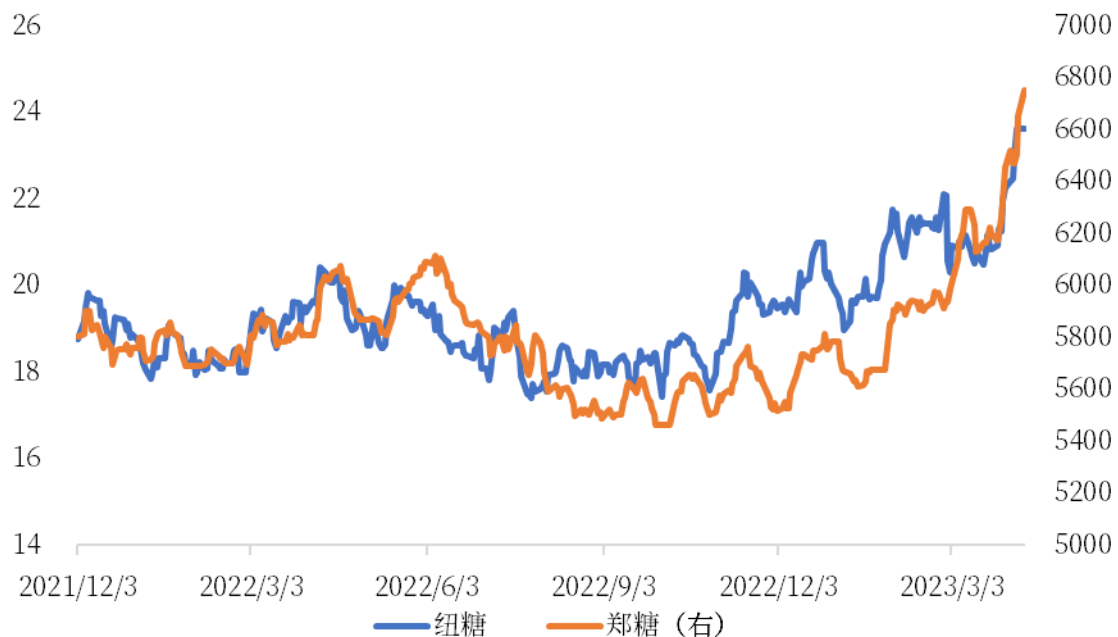


白糖：海水倒灌

糖在近期成为了最耀眼的明星品种，在其他品种表现平平的时刻，本周郑糖和纽糖实现了共振上涨，郑糖一度触及 6790 元/吨，并逐渐站稳 6700 一线。而纽糖在伦敦白糖逼仓的加持下实现了 6 连阳突破 23 美分/磅。郑糖实现了从年前到上周五以来的 20% 的涨幅，这在前三年是完全不敢想象的。那么郑糖是如何涨到现在高位的呢？是否还有空间呢？

图一 纽糖与郑糖走势（美分/磅）（元/吨）

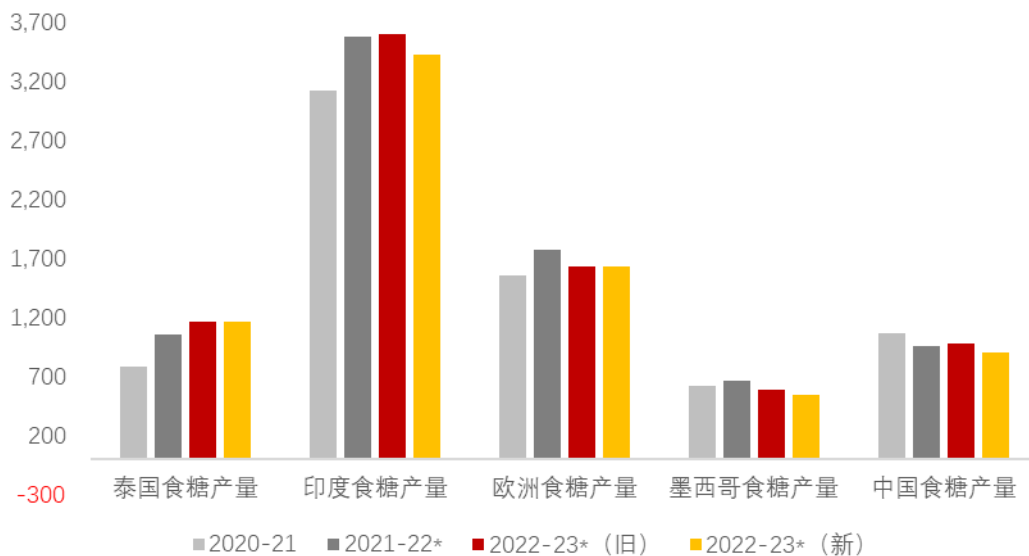


来源：汤森路透

北半球减产的程度加剧

22/23 榨季初，全球糖市都押注北半球增产将使新榨季食糖供应走向盈余。而从目前的情况来看，令市场失望的北半球产量不仅仅是印度减产的问题。在 3 月-4 月期间，除了印度产量进一步确认到 3300 万吨之外。首先，泰国甘蔗产量出现了榨季末尾甘蔗不够用的情况，部分糖厂提前收榨，产量呈现了瘦尾的情况，泰国比预期产量减少了 100 万吨左右至 1100 万吨；其次，我国的广西地区甘蔗出现了极端的单产下降的问题，下降幅度或达 18%。我国最终的产量向 900 万吨靠拢，减产幅度达 50 万吨之多；再者，墨西哥产区也出现了单产下降的情况，产量预期相比上个榨季减产 23%至 546 万吨；最后，欧洲的减产本就是预期之内的事情，进口量相较上个榨季增长 100 万吨至 300 万吨。

图二 北半球产量预估对比（万吨）



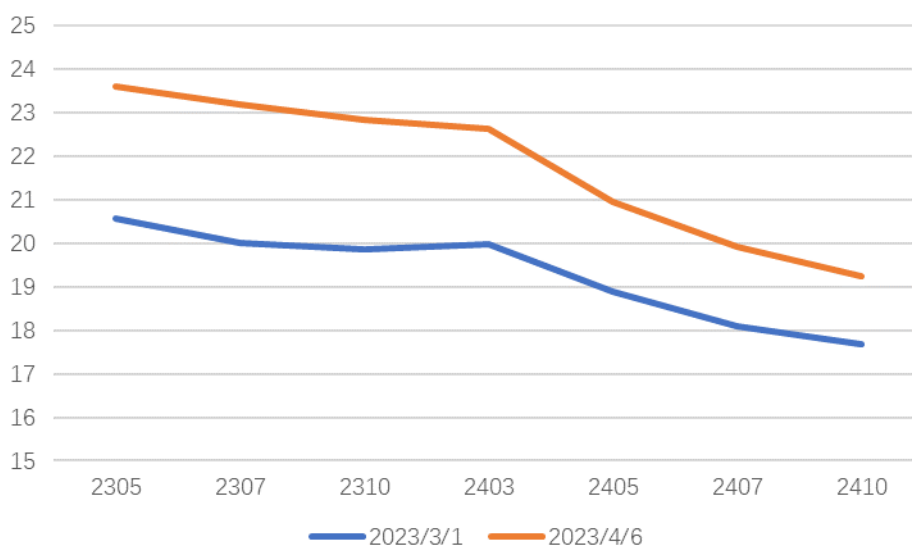
来源: Platts, 中粮期货研究院

北半球产区不约而同的出现了减产的情况，现阶段定产产量比榨季初预期的产量少了 550 万吨，直接把本预期盈余的平衡表拉到了紧平衡，并且这还是巴西增产预期打满的情况。未来糖的供应问题都将十分严峻，全球主要国家的库销比达到了近 20 年以来的低位。甚至可以预期到 22/23 榨季末，原糖都将处于偏强的情况。

全球食糖开始交易远期的供给问题

在之前的文章中，笔者提到了在北半球全线减产的前提下，全球食糖目前仅押注巴西这一独苗，食糖价格将对于巴西供应阶段出现的问题十分敏感。目前笔者仍然保持这样的观点，而随着 4 月初北半球减产的进一步确认，首先在纽糖盘面上体现的就是远期曲线进一步抬升，但是仍然保持 Back 结构。这代表了市场目前依然维持巴西解决贸易流问题的预期，但是解决问题的时间可能推迟。

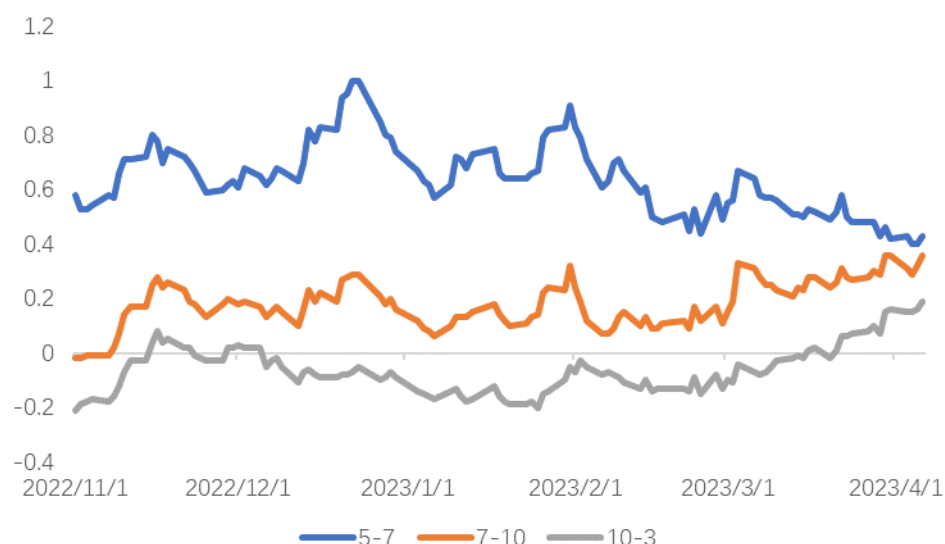
图三 纽糖远期曲线（美分/磅）



来源：汤森路透

此外，我们也可以从月间价差的变化中观察出来一些端倪，即 5-7 月差走缩、7-10 和 10-3 月差走阔。这至少说明两点问题：1、市场认为巴西能够缓解贸易流问题的时间点有所推迟；2、市场认为在 23/24 榨季北半球开榨前，贸易流一直都处于偏紧的状态。价格已经开始交易到远期供给依然偏紧的问题，并且也在交易巴西在供应阶段的不确定性问题。

图四 纽糖月间价差（美分/磅）



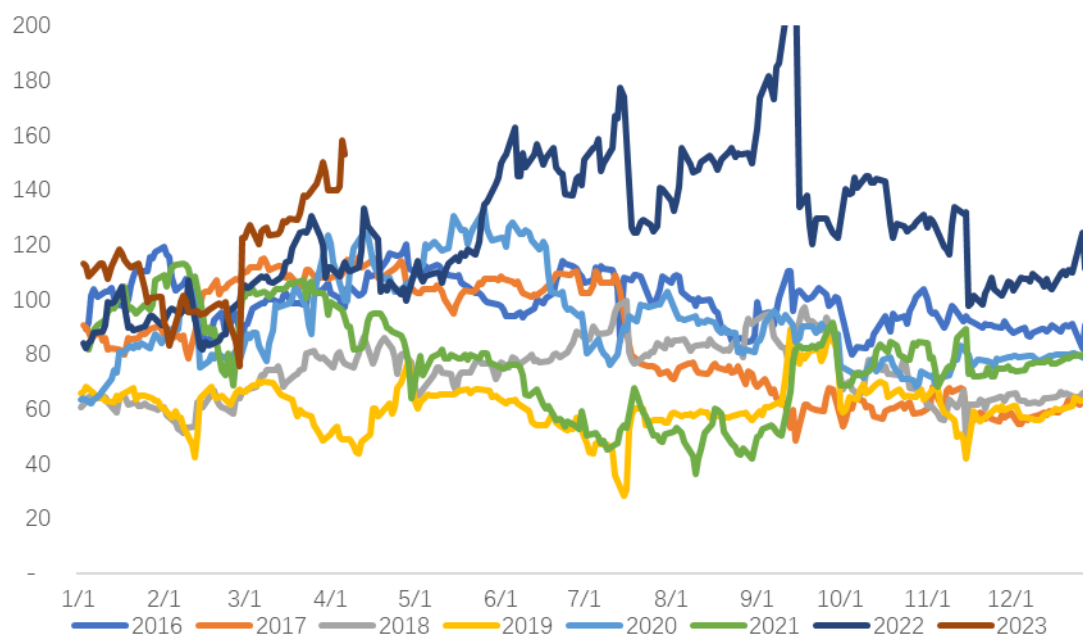
来源：汤森路透

除了远端问题，近端也在逼仓

近期伦敦白糖在临近交割前也出现了逼仓的情况。究其原因，除了其延续自俄乌冲突以来的牛市行情外，通胀问题、埃及食糖出口禁令、斋月需求等因素也一起助推伦敦白糖期货飞涨。原白价差也处于历史高位达到了 150 美元/吨以上，现货的供给十分有限，逼仓或延续至 4 月 14 日其合约摘牌。

而对于原糖的近端来说，巴西中南部地区降水延缓了糖厂提前开榨的进度，3 月上半月仅有 10 家糖厂开榨，比预期减少了 8 家。虽然 4 月初巴西天气转为干燥适宜收割。但 4 月中旬，巴西又会面临新一轮的降水，巴西产能提升依旧需要一个过程，不排除 05 原糖合约也会出现逼仓的情况。

图五 原白价差（美元/吨）

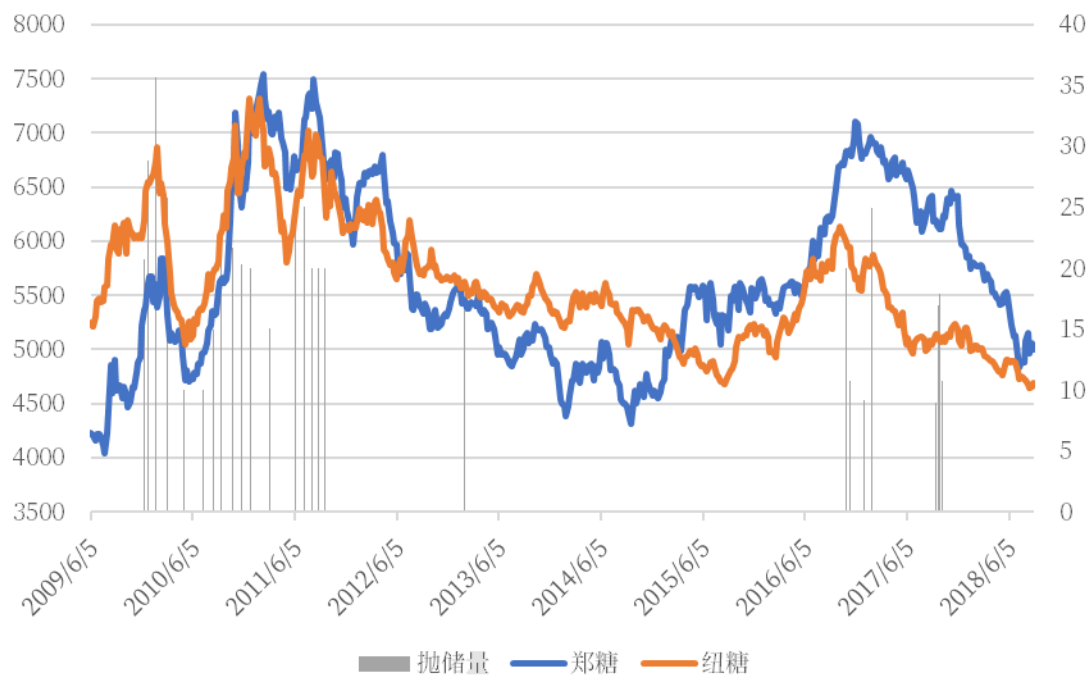


来源: Platts

郑糖面临纽糖的海水倒灌

国内方面，郑糖近期围绕消费复苏和进口利润修复两大主逻辑运行，向上攻势迅猛且凌厉。产区减产的情况愈发证实，外盘也水涨船高，市场开始交易缺口的问题。郑糖逐渐释放潜力，在产业外资金的加持下实现了 6700 元/吨的突破。价格迅猛的涨势也使郑糖逐渐积聚政策性风险，抛储基本可以作为预期内的偏差对待。

图六 糖价与抛储（万吨）（元/吨）（美分/磅）



来源: IFind, 中粮期货研究院

对于近十年来的抛储进行复盘就变得十分有必要。从复盘结果来看, 近十年以来抛储对于糖价长期的走势来说有非常明显的稳价作用。但是抛储并不是促使糖价出现拐点的主要因素, 国内糖价还是以外盘为锚, 每次行情的拐点依然是以外盘出现拐点为主。笔者通过参考中粮可口可乐胡总的比喻, 把纽糖比作海水, 把郑糖比作内湖湖水。抛储更接近于对于内湖的洪水进行疏导以降低内湖水位, 但是海水代表的纽糖涨势汹涌终究会使海水短期倒灌流入内湖。

简而言之, 随着外盘的冲高, 国内加工糖厂的心里点价价位也在一点一点的抬高, 近端与远期的进口成本也水涨船高。郑糖的缺口矛盾目前看依然没有完全解决, 郑糖向上能走多远还是需要看外盘本轮逼仓行情能到何时结束, 暂时短期看到伦敦白糖 05 合约的摘牌日。中长期看, 郑糖将持续进行进口利润修复并保持偏强态势, 但预期抛储量之外的风险亦需要关注。

风险提示

1. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

更多资讯，欢迎扫描二维码！



中粮期货有限公司(Institute of COFCO Futures Co., Ltd)

地址(address): 北京市东城区东直门南大街 5 号中青旅大厦 15 层 邮政编码: 100007
15th Floor, CYTS Plaza No.5 Dongzhimen South Ave, Beijing P.C: 100007
电话(phone): 010-5913 7331 传真(fax): 010-5913 7088

【法律声明】

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格(证监会批文号：证监许可[2011]1453)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。