

拾级而上，终可拿云

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

我们通过分析当前国内和国际糖市的供给、需求和库存，认为当前郑糖的一条交易主线仍是内外价差的收敛，两大确定性和三大预期差提示我们国际糖价有一定支撑。郑糖短期或受宏观因素影响呈震荡趋势，但是随着供需矛盾的凸显，郑糖仍有一定上行空间，支撑位在 6000 元/吨左右，压力位在 6500 元/吨左右。



摘要：

核心观点：我们通过分析当前国内和国际糖市的供给、需求和库存，认为当前郑糖的一条交易主线仍是内外价差的收敛，两大确定性和三大预期差提示我们国际糖价或易涨难跌。郑糖短期或受宏观因素影响呈震荡趋势，但是随着供需矛盾的凸显，郑糖仍有一定上行空间，支撑位在 6000 元/吨左右，压力位在 6500 元/吨左右。

一条主线：内外价差的收敛。国内广西糖减产被云南糖、甜菜糖和广东糖增产对冲，展望后续需求仍有韧性，国内供需矛盾短期内尚未显现，但是中长期来看，配额外进口作为补足国内白糖市场产销缺口的边际量，其成本将作为国内糖市定价的主要驱动，后续的交易主线仍将以内外价差的收敛为主。

两大确定性：印度出口政策难以改变全球食糖贸易流的紧张和全球需求旺盛为国际糖价起到托底作用。印度减产预期被印度糖厂双周数据部分验证，假定在维持上一榨季库消比的情况下，第二批出口配额或为 180 万吨，难以实质性改善国际糖市贸易流动性；欧洲和美国食品饮料通胀处于历史高位，侧面验证全球食糖消费需求旺盛，对国际糖价形成托底作用。

三大预期差：巴西糖存在较强增产预期，但是能否缓解国际糖市流动性则涉及到制糖比、榨季进程和港口运输三大环节，其中或存在三大预期差。制糖比：原油充分定价衰退预期叠加醇油比价均衡点或高于 0.7 提示糖产量或低于预期；榨季进程：圣保罗地区降水充沛或将影响巴西不能如期开榨；港口运输：降水和巴西多个作物增产可能造成巴西港口运力挤兑，或将影响巴西食糖出口。

操作策略：买入远月看涨期权，卖出近月看跌期权；单边逢低做多，6000 元/吨为支撑位，6500 元/吨为压力位；

风险因素：宏观经济衰退风险、印度减产证伪、巴西糖产量超预期、疫情；

农业组研究团队

农业组研究团队
研究员：
李兴彪
从业资格号：F3048193
投资咨询号：Z0015543

李青
从业资格号：F3056728
投资咨询号：Z0014122

刘高超
从业资格号：F3011329
投资咨询号：Z0012689

王聪颖
从业资格号：F0254714
投资咨询号：Z0002180

吴静雯
从业资格号：F3083970
投资咨询号：Z0016293

高旺
从业资格号：F3004611
投资咨询号：Z0013482

目录

摘要：.....	1
一、2023 年一季度白糖期货走势回顾.....	5
二、2023 年二季度白糖期货展望.....	6
1. 宏观：多空因素交织，外部扰动剧烈.....	6
1) 第一阶段：通胀显现，预期先行，大宗商品共振上涨.....	7
2) 第二阶段：劳动力市场供需紧张带来通胀持续超预期.....	7
3) 第三阶段：通胀好转遇上外部催化，宏观因素多空交织，扰动剧烈.....	8
2. 基本面：配额外进口成本为核心驱动，内外倒挂支撑糖价仍有上涨空间.....	8
1) 国内市场：短期内供需矛盾尚未显现，中长期配额外进口成本成为核心驱动.....	8
2) 国际市场：贸易流动性紧张支撑原糖高位运行.....	13
三、总结和交易策略.....	18
免责声明.....	21

图表目录

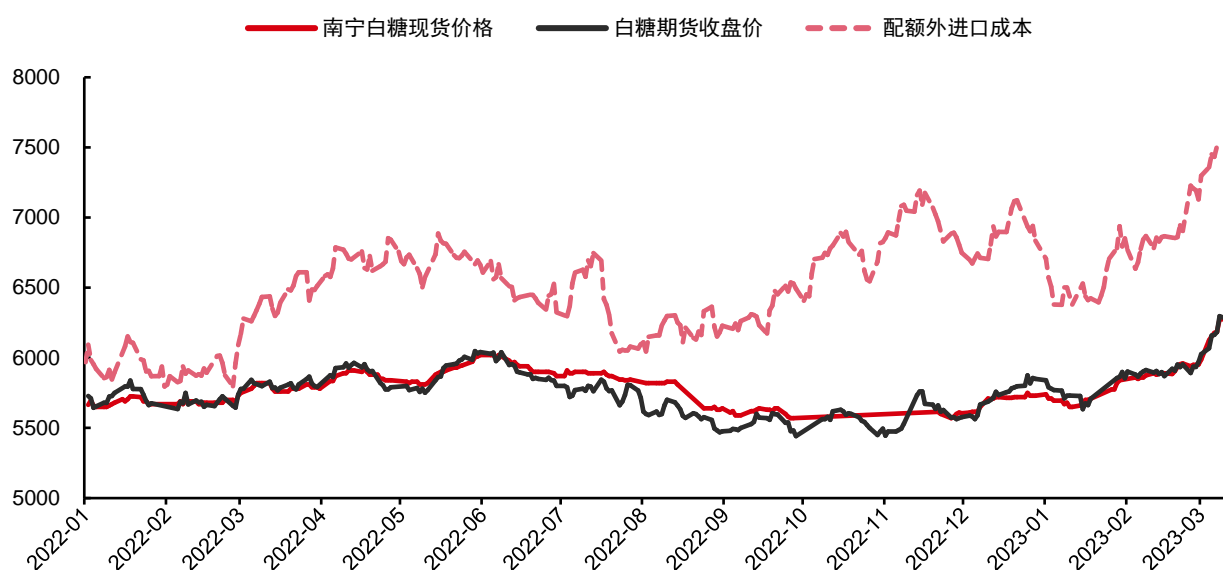
图 1：2022 年以来白糖现货、期货收盘价和配额外进口成本（元/吨）	5
图 2：纽约原糖和郑糖收盘价（单位：美分/磅，元/吨）	6
图 3：全球大宗商品走势共振	6
图 4：美国 PCE 和核心 PCE（单位：%）	7
图 5：美国 CPI 和核心 CPI（单位：%）	7
图 6：美国失业率和劳动参与率（单位：%）	8
图 7：美国职位空缺数和非农员工工资水平（单位：千人）	8
图 8：中国甜菜糖产量和 yoy（单位：千吨）	9
图 9：中国甘蔗糖产量和 yoy（单位：千吨）	9
图 10：国内食糖月度产量（单位：万吨）	9
图 11：国内食糖月度销量（单位：万吨）	10
图 12：中国食糖当季产量-销量（单位：万吨）	11
图 13：中国食糖期末库存和库存消费比（单位：千吨）	11
图 14：国内食糖工业库存（单位：万吨）	11
图 15：中国白糖进口量和进口依赖度（单位：千吨）	12
图 16：白糖配额外进口量和配额外进口量（单位：万吨）	12
图 17：中国各榨季食糖月度进口量（单位：万吨）	12
图 18：中国各榨季食糖累计进口量（单位：万吨）	12
图 19：配额外进口成本和郑糖收盘价走势趋同（单位：元/吨）	13
图 20：配额外进口成本与郑糖期价价差（单位：元/吨）	13
图 21：巴西糖和泰国糖配额外进口成本和国际原糖收盘价（单位：千吨）	13
图 22：巴西食糖产量和 yoy（单位：千吨）	14
图 23：巴西中南部甘蔗入榨量（单位：百万吨）	14
图 24：巴西中南部产糖量（单位：百万吨）	14
图 25：巴西糖和糖浆出口量（单位：千吨）	14
图 26：圣保罗降水量和预计降水量（截至 3 月 20 日，单位：mm）	15
图 27：醇油比价和历史均值	15
图 28：国际原糖价格-巴西乙醇折糖价（单位：美分/磅）	15
图 29：布伦特原油收盘价（单位：美元/桶）	16
图 30：巴西双周中南部制糖比	16
图 31：美元兑巴西雷亚尔走势	16
图 32：印度糖产量和 yoy（单位：百万吨）	17
图 33：印度双周产糖量（单位：万吨）	17
图 34：印度糖进口量和出口量（单位：千吨）	17
图 35：印度糖库存和库存消费比（单位：百万吨）	17
图 36：美国食品和无酒精饮料 CPI（单位：%）	18
图 37：欧洲食品和无酒精饮料 CPI（单位：%）	18
图 38：国际原糖价格与配额外进口成本（单位：美分/磅，元/吨）	19
图 39：配额外进口成本与郑糖期价价差（单位：元/吨）	19
图 40：软饮料产量和 yoy（单位：万吨）	20

图 41：乳制品产量和 yoy（单位：万吨）	20
图 42：酒、饮料和精制茶制造业存货和 yoy（单位：亿元）	20
图 43：食品制造业存货和 yoy（单位：亿元）	20
表 1：2013/14 榨季-2022/23 榨季白糖月度产量表	9
表 2：2013/14 榨季-2022/23 榨季白糖月度销量表	10

一、2023 年一季度白糖期货走势回顾

2023 年一季度，白糖期货整体呈现持续上涨趋势。2023 年以来，国内白糖市场现实和预期保持同步，期货与现货共振格局。配额外进口成本两度大幅走强，引领国内白糖市场走势，但整体上涨幅度高于郑糖；从基差角度来看，在美联储公布一月通胀数据前，现货价格几乎一直贴水期货价格，基差维持在-100 元/吨-0 元/吨区间，随着美国 1 月通胀数据高于预期，基差由负转正，基本维持在 0 元/吨-50 元/吨区间，预期较前半季度转弱。

图 1：2022 年以来白糖现货、期货收盘价和配额外进口成本（元/吨）

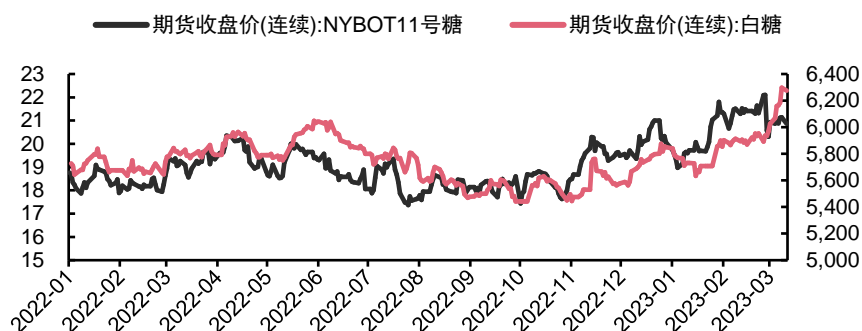


来源：Wind 中信期货研究所

第一阶段（春节前）：贸易流动性偏低带动原糖和郑糖价格持续上涨。在 2023 年春节之前，市场对于主产国增产预期较强，国际原糖价格横盘 20 美分/磅。随着印度马邦糖厂受降水影响提前关闭，印度产量预期下调，叠加库存处于相对低位，出口配额仅剩 100 万吨左右，市场对于全球原糖流动性偏悲观，带动原糖价格和郑糖价格持续上涨。

第二阶段（春节之后）：云南糖、甜菜糖和广东糖对冲广西减产预期，郑糖表现偏弱。春节之后，郑糖价格上涨幅度不及原糖，主要系国内广西减产幅度几乎被云南糖、甜菜糖和广东糖增产对冲，国内供需矛盾偏弱，一定程度上限制了郑糖价格的涨幅，从而导致郑糖表现弱于纽约原糖。

图 2：纽约原糖和郑糖收盘价（单位：美分/磅，元/吨）



来源：Wind 中信期货研究所

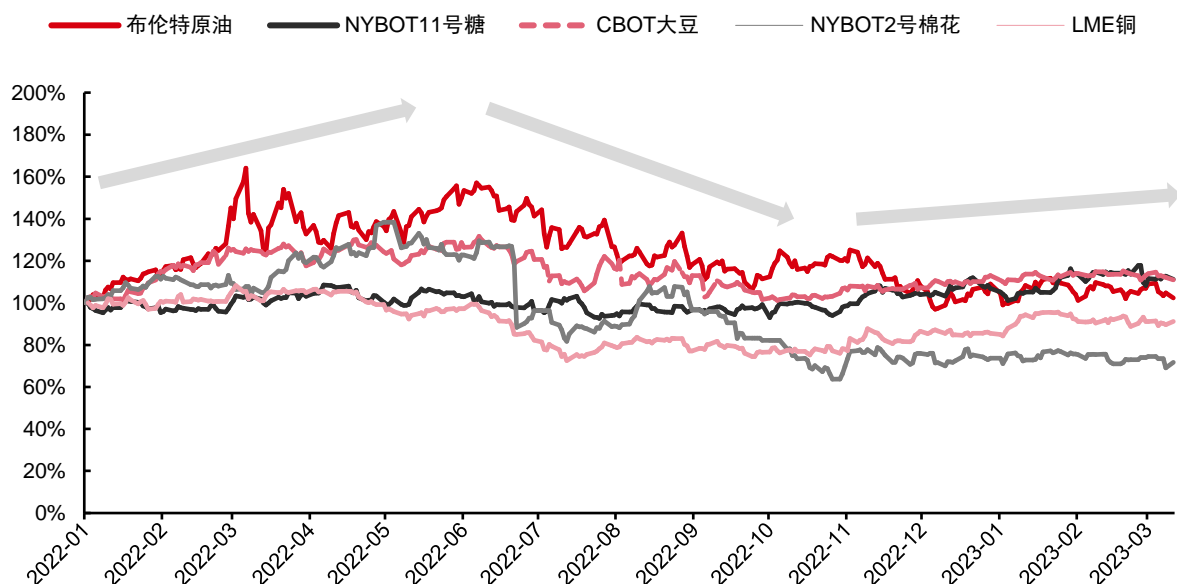
二、2023 年二季度白糖期货展望

宏观决定商品价格变动趋势，基本面决定商品价格的弹性。由于商品价格同时包含商品属性和金融属性，宏观经济形势和政策将会影响商品价格。因此，我们认为商品价格将由宏观和基本面两个因素共同定价，白糖也不例外。

1. 宏观：多空因素交织，外部扰动剧烈

2022 年以来，全球主要大宗商品价格呈现出共振趋势，宏观经济影响大宗商品的变动方向。

图 3：全球大宗商品走势共振

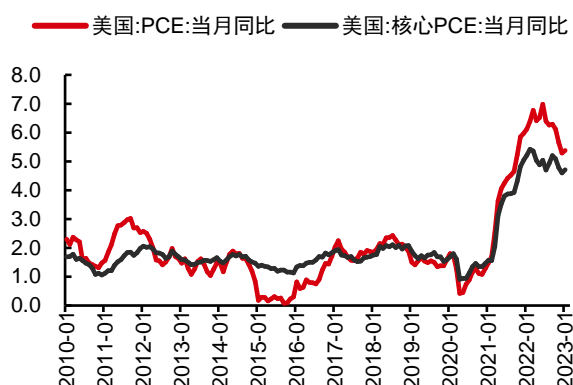


来源：Wind 中信期货研究所

1) 第一阶段：通胀显现，预期先行，大宗商品共振上涨

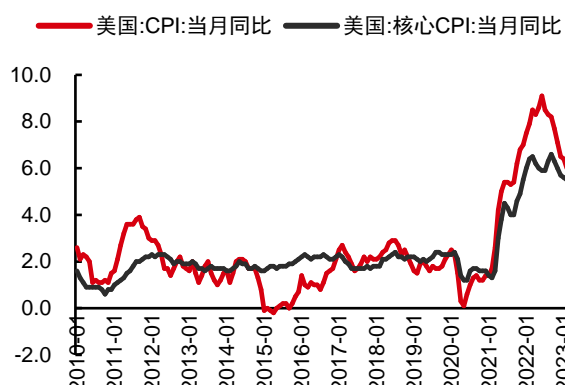
2022 年 1 月，在均衡通胀目标制的货币政策框架下，鲍威尔发言认为当前货币政策滞后，不再需要宽松的货币政策，美联储加息预期强烈。从历史经验来看，由于美联储加息通常在通胀高点达到高点 3 个月之前开始，商品价格上涨导致通胀和加息在内在逻辑上保持一致，因此，美国历次加息周期均伴随着通胀在短期内的上行。在此基础上，尽管当时美联储通胀已经处于近 40 年高位，但是在美联储释放加息信号之后，全球主要大宗商品仍然呈现出一定上行趋势，其中原油由于地缘政治冲突事件的爆发，增长弹性放大显著。

图 4：美国 PCE 和核心 PCE（单位：%）



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 5：美国 CPI 和核心 CPI（单位：%）

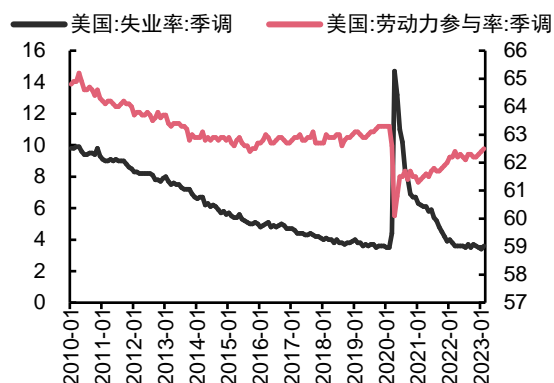


数据来源：Wind 中信期货研究所

2) 第二阶段：劳动力市场供需紧张带来通胀持续超预期

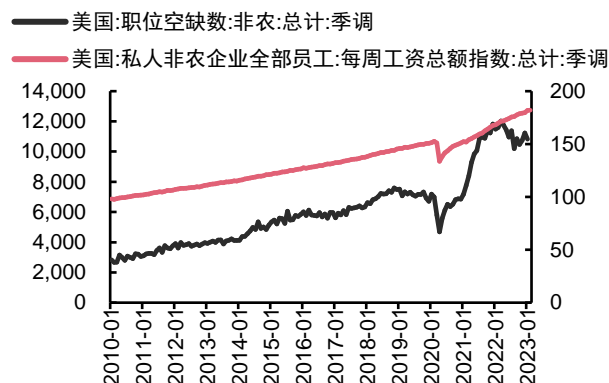
从劳动力市场供给端来看，政府高额补贴改变部分劳动力生活方式和部分 55 岁以上劳动力永久退出劳动力市场带来失业率处于历史低位；从需求端来看，疫情政策完全放开后带来职位空缺率持续上行。供需两端的不匹配导致劳动力市场紧俏，叠加供需匹配效率的低下，美国劳动力薪酬持续上涨，通胀持续超预期。在此背景下，高通胀带来强烈加息预期，叠加商品价格长期高位运行承压，商品价格趋势性回调。

图 6：美国失业率和劳动参与率（单位：%）



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 7：美国职位空缺数和非农员工工资水平（单位：千人）



数据来源：Wind 中信期货研究所

3) 第三阶段：通胀好转遇上外部催化，宏观因素多空交织，扰动剧烈

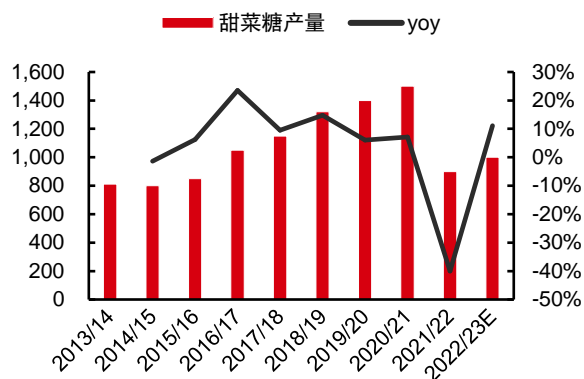
随着美联储加息进程持续推进，美国通胀持续好转。2023 年 2 月，美国 CPI 为 6.0%，核心 CPI 为 5.5%，整体复合预期，为后续美国货币政策可能发生的转向提供了外部环境基础。另一方面，美国硅谷银行的破产反映出美联储快速加息周期给金融稳定性带来的冲击，提示了金融风险和经济衰退发生的可能性，市场降息和衰退预期并存。展望二季度，我们认为宏观因素在短期内仍将多空交织，扰动盘面，对于基本面是一个较大考验。

2. 基本面：配额外进口成本为核心驱动，内外倒挂支撑糖价仍有上涨空间

1) 国内市场：短期内供需矛盾尚未显现，中长期配额外进口成本成为核心驱动

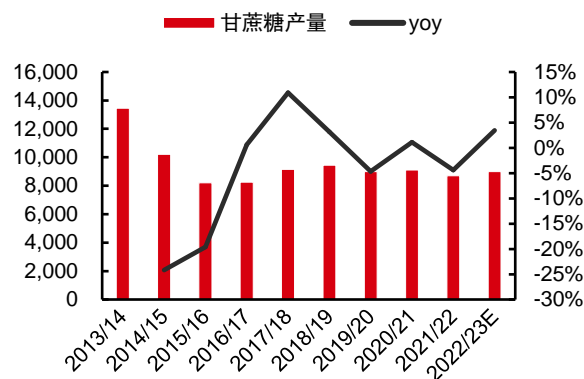
从供给端来看，甜菜糖和云南糖对冲广西甘蔗糖减产，2022/23 榨季至今供应接近历史平均水平。一方面，由于去年下半年广西干旱天气频发，高温少雨天气影响甘蔗生长。据卓创资讯，预计 2022/23 榨季广西糖料蔗产量降至 4400 万吨左右，减产 619 万吨，同比-12.33%。糖料蔗产量的下降导致 2022/23 榨季广西糖厂开机时间缩短、食糖产量下降。据泛糖科技，广西 2022/23 榨季已收榨糖厂达 67 家，同比增加 31 家，较 2020/21 榨季增加 13 家。另一方面，广东糖、云南糖和甜菜糖的增产存在增产预期，一定程度上抵消了广西甘蔗糖减产的影响。综上，2022/23 榨季至今产量 791 万吨，接近历史平均水平，供应端造成的压力在短期内可能有限。

图 8：中国甜菜糖产量和 yoy（单位：千吨）



数据来源：Wind USDA 中信期货研究所

图 9：中国甘蔗糖产量和 yoy（单位：千吨）



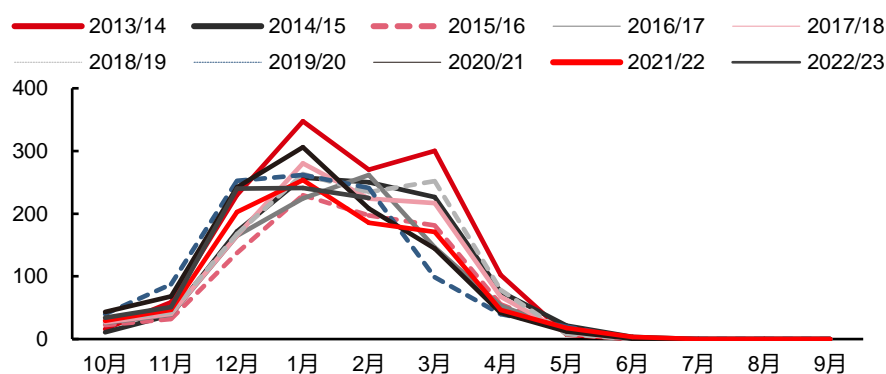
数据来源：Wind USDA 中信期货研究所

表 1：2013/14 榨季-2022/23 榨季白糖月度产量表

榨季	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	均值	季度均值
10 月	16.1	10.9	22.3	25.8	26.9	30.1	39.9	43.3	29.2	34.0	27.8	
11 月	58.8	38.5	32.0	39.1	40.2	42.6	87.4	68.1	46.7	51.0	50.4	91.9
12 月	229.8	171.7	137.3	164.8	165.2	167.4	252.4	242.1	202.6	240.0	197.3	
1 月	347.4	257.5	229.5	224.3	280.3	263.2	261.8	306.0	253.6	241.0	266.5	
2 月	270.2	250.1	197.3	261.7	224.0	234.4	241.1	208.3	185.5	225.0	229.8	231.0
3 月	300.2	226.4	181.2	146.2	216.9	252.0	98.6	144.4	170.9		193.0	
4 月	102.4	75.6	55.4	53.3	67.6	78.5	39.8	41.9	46.5		62.3	
5 月	7.1	21.4	15.0	13.6	9.5	7.9	19.7	12.1	17.6		13.8	25.7
6 月	0.0	3.4	0.2	0.0	0.4	0.0	0.8	0.6	3.3		1.0	
7 月	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	
8 月	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0
9 月	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	

资料来源：Wind 中国糖业协会 中信期货研究所

图 10：国内食糖月度产量（单位：万吨）



来源：Wind 中国糖业协会 中信期货研究所

从需求端来看，白糖季节性差异较小，四季度偏弱。从历史统计数据来看，

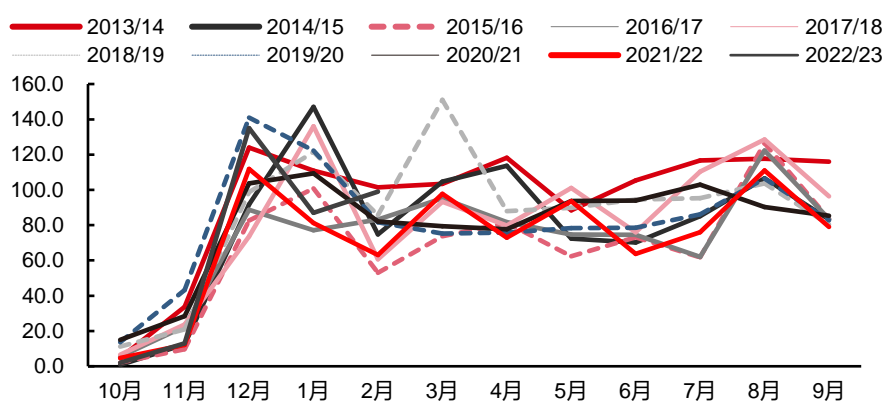
白糖在消费端的季节性特征并不明显，2013/14 榨季至今 10 年的前三季度平均销量均在 90 万吨以上，四季度偏弱，平均季度消费量仅为 68.7 万吨。此外，过去三年白糖销量受阶段性疫情和防控政策影响较大，2022/23 榨季，随着疫情防控政策的动态调整，白糖消费量明显反弹。2023 年 1 月，随着疫情感染人数的第一波达峰，白糖月度销量受到明显影响，此后在 2 月强势反弹。我们认为，随着下游食品饮料和餐饮消费场景的恢复，在没有大规模疫情爆发扰动的情況下，二季度白糖消费量有望延续强势反弹趋势，需求仍有较大韧性。

表 2：2013/14 榨季-2022/23 榨季白糖月度销量表

榨季	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	均值	季度均值
10 月	4.7	0.8	2.1	5.5	6.6	11.2	13.6	15.0	4.7	2.0	6.6	
11 月	33.7	12.4	9.7	22.6	23.7	20.9	43.2	28.4	12.1	13.0	25.7	68.7
12 月	124.0	91.7	82.6	88.7	73.6	98.7	141.0	103.7	111.9	135.0	110.5	
1 月	110.9	147.1	100.8	77.1	136.0	121.5	122.3	109.4	81.2	87.0	110.8	
2 月	101.4	74.8	53.0	83.2	60.7	85.7	81.6	82.1	63.1	99.0	82.2	99.2
3 月	103.4	104.7	73.7	95.2	93.3	151.0	75.2	79.4	97.7		104.9	
4 月	118.2	113.7	81.3	81.7	79.8	87.9	75.8	77.7	72.9		96.5	
5 月	88.4	72.4	62.4	74.7	101.1	89.8	78.3	93.7	93.6		92.8	91.9
6 月	105.4	70.2	73.1	74.5	76.0	94.5	78.5	94.0	63.7		86.6	
7 月	116.7	85.1	61.8	62.0	110.3	95.3	86.1	103.0	76.0		91.6	
8 月	117.7	106.6	126.5	122.3	128.6	103.7	106.4	90.3	111.0		107.6	93.6
9 月	116.0	83.3	83.5	83.5	96.4	80.4	82.8	85.3	79.0		81.5	

资料来源：Wind 中国糖业协会 中信期货研究所

图 11：国内食糖月度销量（单位：万吨）

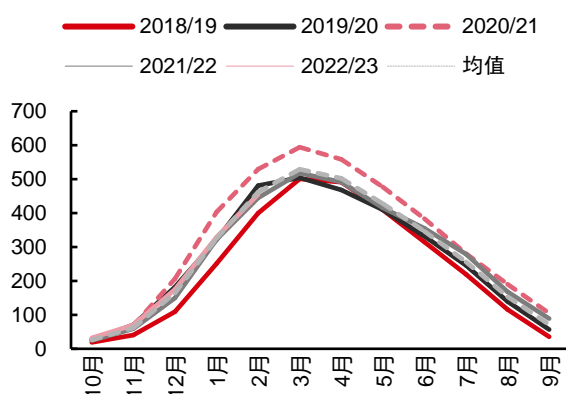


来源：Wind 中国糖业协会 中信期货研究所

供需矛盾短期内尚未显现，价格或缺乏大幅上行动力，但偏低的库存消费比历史低位为二季度白糖价格提供支撑，关注糖厂惜售对于糖价的催化作用。由于广西地区减产导致国内自产产量下降，全球食糖贸易流动性偏紧（我们将在下文进行研究分析），国内食糖消费量恢复，国内食糖期末库存大幅下降至

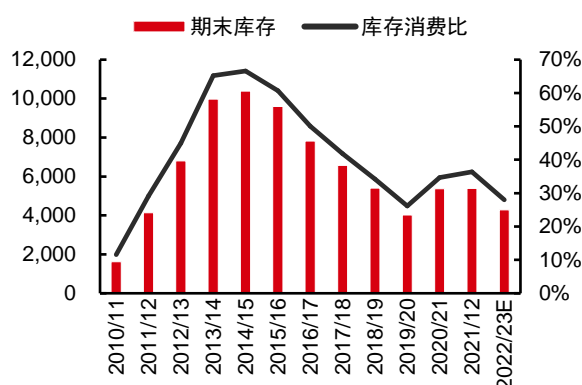
428.5 万吨，库存消费比由 36%下降至 28%，处于近十年相对低位，仅略高于 2019/20 榨季。我们认为，当前供需矛盾尚不突出，一定程度上难以支撑二季度白糖快速上行，预计后续随着糖厂库存持续去化，供需矛盾逐渐凸显，偏低的库存消费比对于全年糖价的支撑作用将愈发强势。从月度数据来看，截至 2023 年 2 月，全国食糖工业库存为 455 万吨，整体符合预期，处于历史平均水平，但是后续随着广西减产落地，叠加后续需求好转，糖厂或产生挺价惜售心理，从而对糖价产生进一步催化作用。

图 12：中国食糖当季产量-销量（单位：万吨）



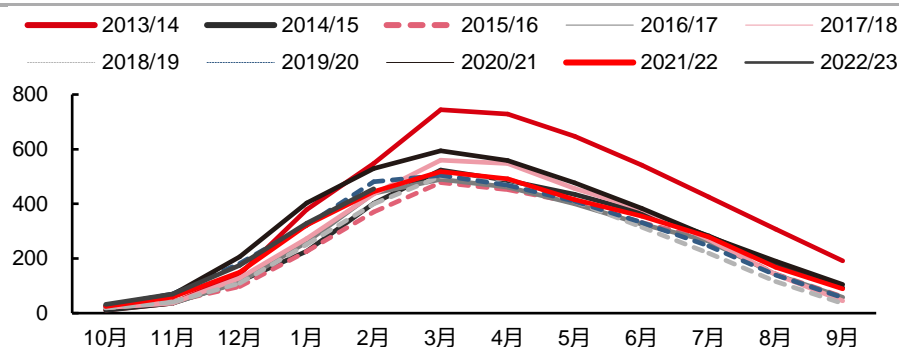
数据来源：Wind 中国糖业协会 中信期货研究所

图 13：中国食糖期末库存和库存消费比（单位：千吨）



数据来源：Wind USDA 中信期货研究所

图 14：国内食糖工业库存（单位：万吨）

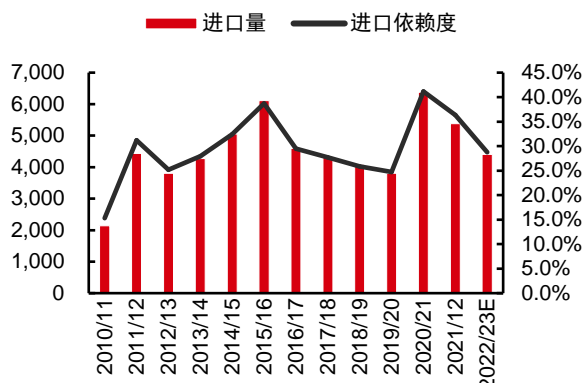


来源：Wind 中国糖业协会 中信期货研究所

后续消费补足依靠进口，国内食糖实行进口配额制，配额外进口成为填补供需缺口的边际量。自 2011/12 榨季以来，进口量占供给结构的比重和消费的进口依赖度不断提升，前者由 2010/11 榨季的 12% 提升至 2022/23 榨季预计的 35%，后者由 2010/11 榨季的 10.7% 提升至 2022/23 榨季预计的 36.4%。其中，白糖进口量持续超 2004 年以来的 194.5 万吨的进口配额，配额外进口量成为弥补供需缺口的边际量。从月度数据来看，2022/23 榨季以来，由于广西减产预期强烈，中国白糖进口量高于过去五年历史均值，截至 2023 年 2 月，中国白糖累

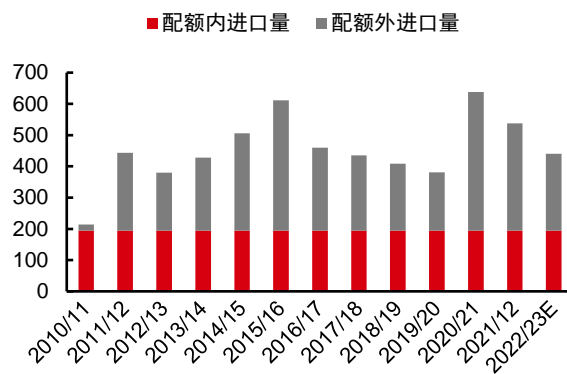
计进口量达 265 万吨。在原糖价格高企的情况下，国内进口量相对高位侧面印证国内对于消费复苏的看好。

图 15：中国白糖进口量和进口依赖度（单位：千吨）



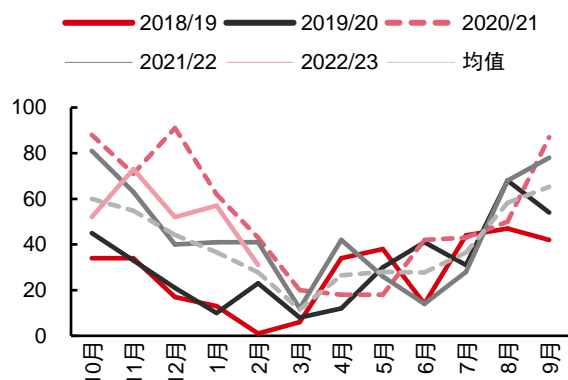
数据来源：Wind USDA 中信期货研究所（注：进口依赖度=进口量/消费量）

图 16：白糖配额内进口量和配额外进口量（单位：万吨）



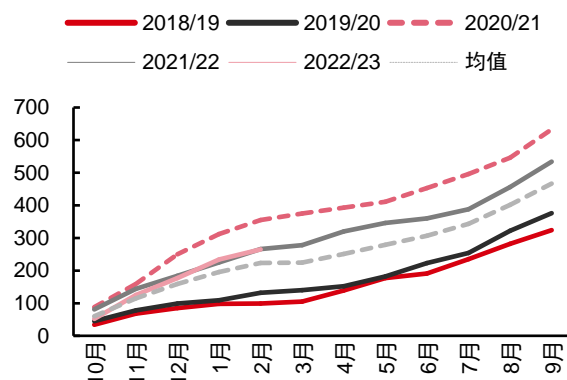
数据来源：Wind 发改委 USDA 中信期货研究所

图 17：中国各榨季食糖月度进口量（单位：万吨）



数据来源：Wind 中国糖业协会 中信期货研究所

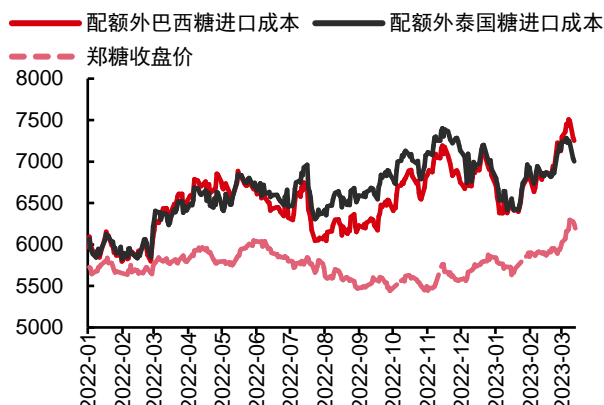
图 18：中国各榨季食糖累计进口量（单位：万吨）



数据来源：Wind 中国糖业协会 中信期货研究所

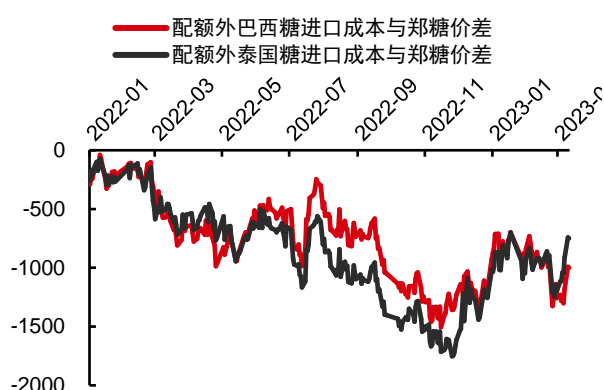
交易主线仍是进口，内外价差的收敛成为国内白糖市场的核心驱动。理论上讲，在市场供不应求时，市场价格需要给予边际供应量一定的利润，即便政策原因会使制糖企业面临亏损也会持续进口，但是由于糖的耐储存性，进口成本和国内糖价这一内外价差的的大幅倒挂仍会导致进口量不能转化到市场上实际的供应量，从而推动市场价格不断上涨，缩小内外价差。因此，进入二季度后，配额外进口成本和郑糖二者内外价差的收敛仍是交易主线，需要关注国际糖市的供需格局和贸易流动性。

图 19：配额外进口成本和郑糖收盘价走势趋同（单位：元/吨）



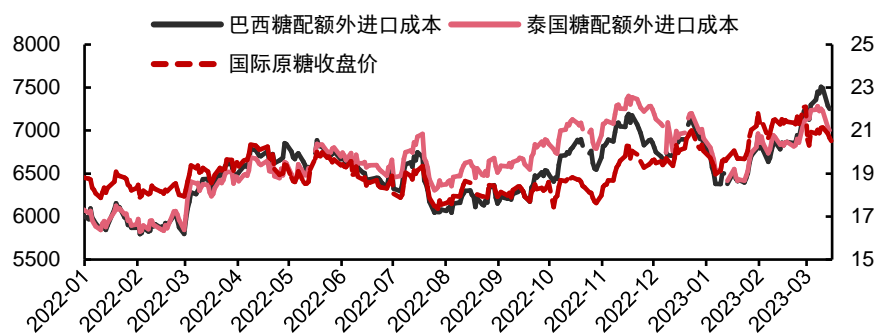
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 20：配额外进口成本与郑糖期价价差（单位：元/吨）



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 21：巴西糖和泰国糖配额外进口成本和国际原糖收盘价（单位：千吨）



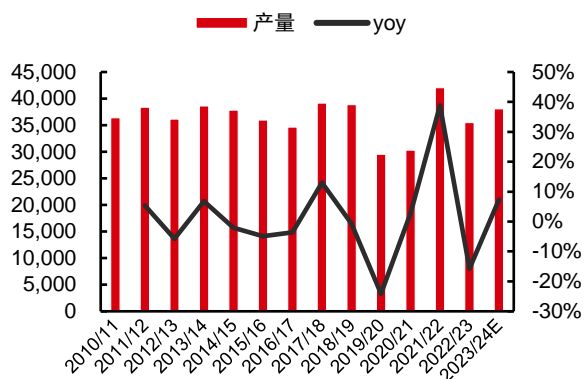
来源：Wind 中信期货研究所

2) 国际市场：贸易流动性紧张支撑原糖高位运行

我们认为，当前国际原糖价格位于历史高位的原因主要在于整体贸易流偏紧，后续关注点在于主产区对于国际食糖流动性的贡献以及需求是否具有韧性。

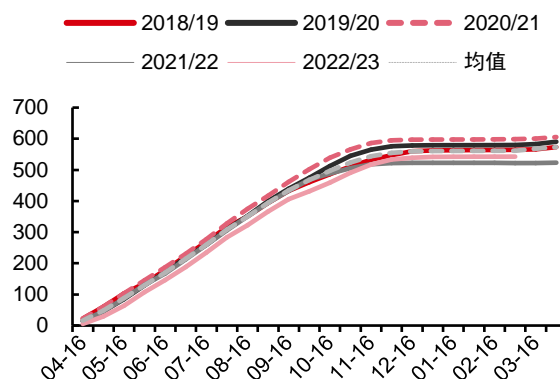
巴西：2022/23 榨季减产落地，2023/24 榨季存在较强增产预期，后续关注中南部双周压榨量、产糖量和出口情况。巴西即将于 2023 年 4 月开始新榨季，市场上对于巴西今年的产量普遍有增产预期，USDA 预计 2023/24 榨季巴西食糖产量达 3805 万吨，同比+7.3%。截至 2023 年 3 月，巴西中南部 2022/23 榨季进入尾声，累计入榨量 5.43 亿吨，低于历史平均水平，累计产糖量 3350 万吨，略高于历史平均水平。从出口端来看，2023 年 2 月，巴西糖和糖浆出口量为 114.8 万吨，低于 5 年均值。截止 2023 年 2 月，2022/23 榨季巴西糖和糖浆累计出口量为 2595.6 万吨，高于去年同期水平。整体来看，2022/23 榨季巴西糖减产预期落地，后续关注巴西中南部双周压榨量和产糖量数据以验证 2023/24 榨季增产预期，关注出口量以验证巴西增产预期能否转化为有效供给。

图 22：巴西食糖产量和 yoy（单位：千吨）



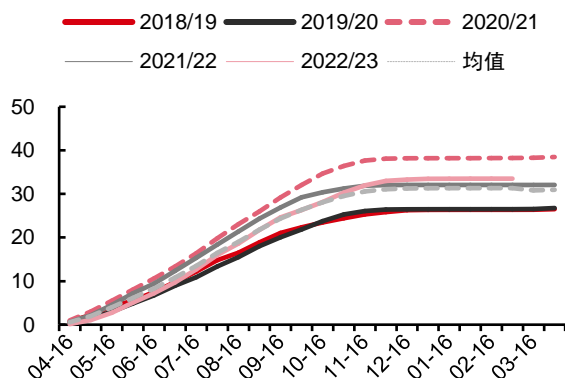
数据来源：Wind USDA 中信期货研究所

图 23：巴西中南部甘蔗入榨量（单位：百万吨）



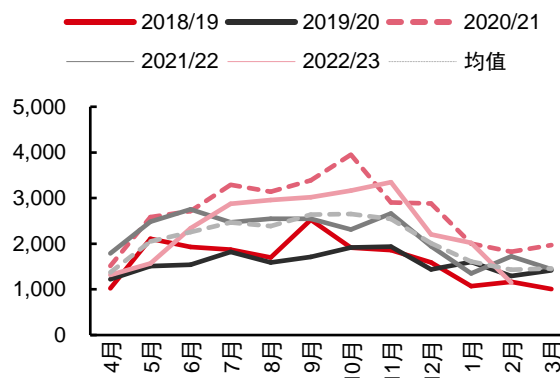
数据来源：Wind 巴西甘蔗协会 中信期货研究所

图 24：巴西中南部产糖量（单位：百万吨）



数据来源：Wind 巴西甘蔗协会 中信期货研究所

图 25：巴西糖和糖浆出口量（单位：千吨）

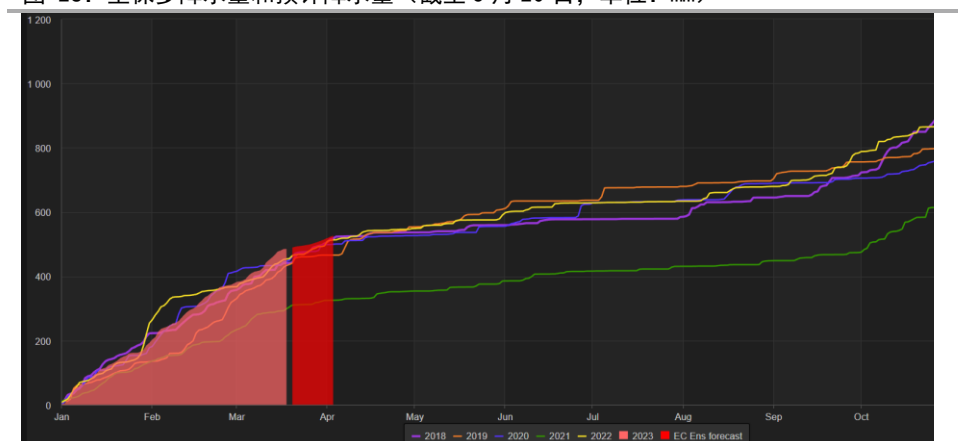


数据来源：Wind 巴西海关 中信期货研究所

关注巴西三大核心预期差，或对国际糖价形成显著影响。目前，市场上空头的核心逻辑较为统一，多为“巴西增产预期较强，2023/24 榨季开榨后，巴西糖流入市场，缓解全球食糖贸易流”，因此，三大预期差亦来源于此：

1) **巴西糖能否如期开榨：**据路透，截至 2023 年 3 月 20 日，巴西圣保罗降水偏多，且有可能持续至 4 月初。如果降水持续过多，可能影响会影响巴西榨季如期开始，从而导致巴西增产缓解全球食糖贸易流的预期落空。

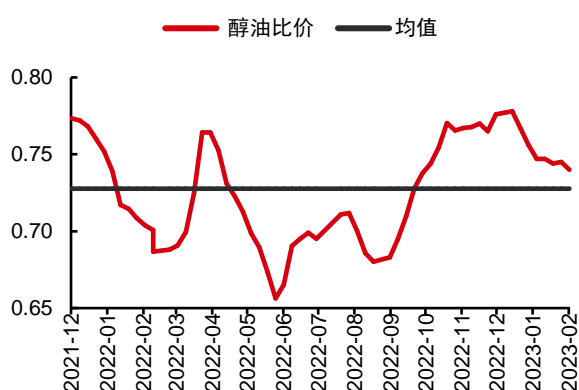
图 26：圣保罗降水量和预计降水量（截至 3 月 20 日，单位：mm）



来源：路透 中信期货研究所

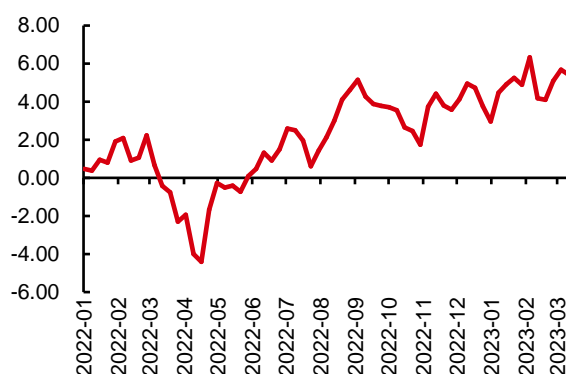
2) 有多少甘蔗用来制糖：从醇油比来看，0.75 的醇油比价提示当前燃料乙醇性价比不高，值得注意的是，我们通常认为 0.7 为醇油比价的平衡点，但是从历史数据来看，2021 年底以来的醇油比价均衡点为 0.73，后续随着原油价格对衰退预期的定价逐渐充分，糖醇比或提早回升；从国际原糖和乙醇折糖价的价差来看，当前制糖性价比处于历史高位，或将导致更多厂商选择制糖，从而对糖价形成利空。我们认为，当前原油价格处于 2022 年以来的相对低位，已充分定价衰退预期，后续有望回升带动汽油价格回暖，从而拉动乙醇价格上升，并利多糖价。

图 27：醇油比价和历史均值



数据来源：泛糖科技 中信期货研究所

图 28：国际原糖价格-巴西乙醇折糖价（单位：美分/磅）



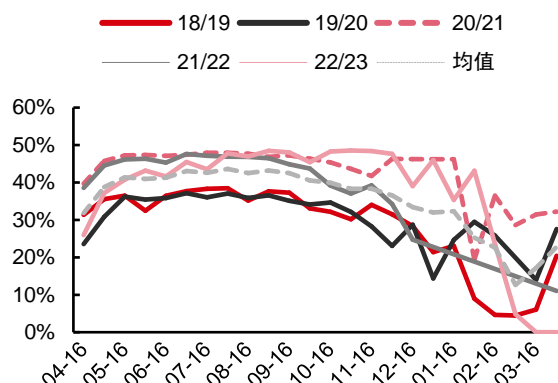
数据来源：Wind 巴西甘蔗协会 中信期货研究所

图 29：布伦特原油收盘价（单位：美元/桶）



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 30：巴西双周中南部制糖比



数据来源：泛糖科技 中信期货研究所

3) 巴西糖能否顺利流入国际糖市：2023/24 榨季巴西多个作物品种增产或将考验巴西港口运力，叠加降雨或将导致船只港口停泊时间延长，因此，巴西港口运输情况亦是我们需要关注的核心变量；此外，汇率亦将影响巴西糖的出口意愿，当前美元兑巴西雷亚尔处于正常区间，预计对巴西糖出口量影响有限。

图 31：美元兑巴西雷亚尔走势

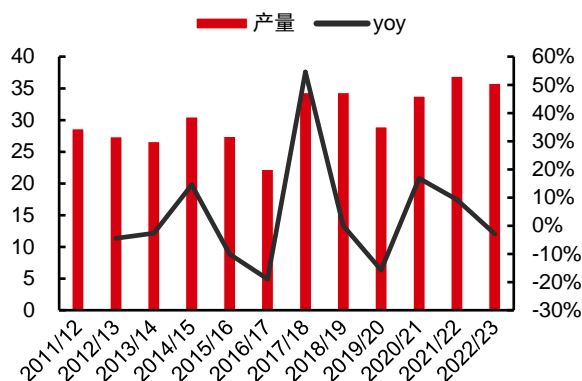


来源：Wind 中信期货研究所

印度：强烈减产预期已被充分定价，关注后续出口配额。受 2022/23 榨季恶劣天气影响，印度最大甘蔗产区马哈拉施特拉邦产量下滑。2023 年 3 月，印度制糖协会表示目前已有 194 家糖厂收榨，去年同期收榨糖厂为 78 家，且截至 2023 年 3 月 15 日，印度本榨季双周产糖量为 2818 万吨，较去年同期减少 27 万吨，后续一个月的数据也是我们的关注重点。如后续公布数据与去年同期出去的缺口持续扩大，印度减产预期基本证实。由此对应的是，印度食品部亦于去年 11 月 5 日宣布出口配额大幅缩减，第一批配额仅为 600 万吨。据泛糖科技 1 月 4 日资讯，印度糖贸易商协会(AISTA)主席 Pratul Vithalan 表示，600 万吨的食糖出口配额几乎耗尽，在没有新的出口配额下发之前，或难以提高国际糖市流动性。据我们测算，如果印度旨在维持上一榨季同期的期末库存和库

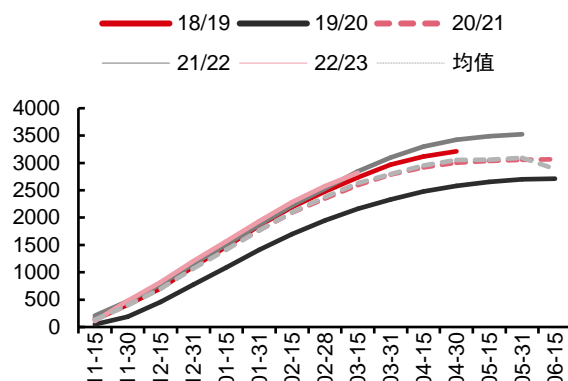
存消费比，第二批出口配额可能为 180 万吨。我们认为，印度第二批出口配额数量整体可能有限，或难以对糖价产生实质性利空。

图 32：印度糖产量和 yoy（单位：百万吨）



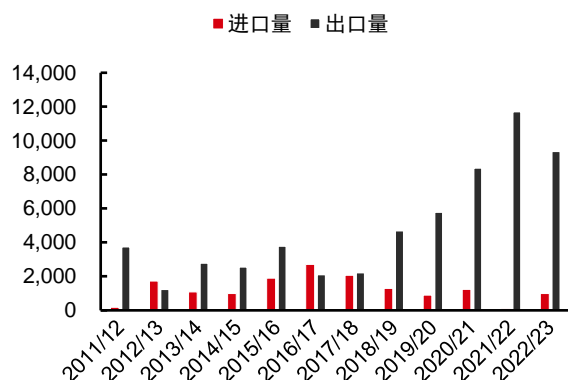
数据来源：Wind USDA 中信期货研究所

图 33：印度双周产糖量（单位：万吨）



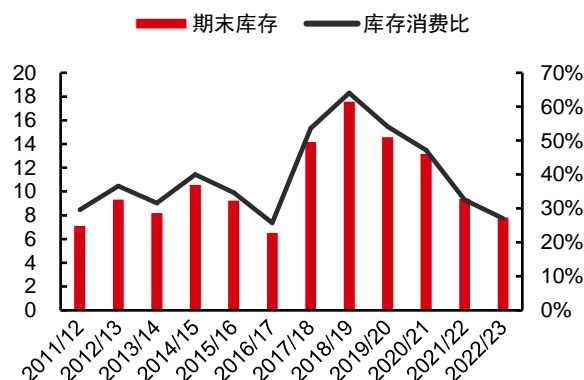
数据来源：泛糖科技 中信期货研究所

图 34：印度糖进口量和出口量（单位：千吨）



数据来源：Wind USDA 中信期货研究所

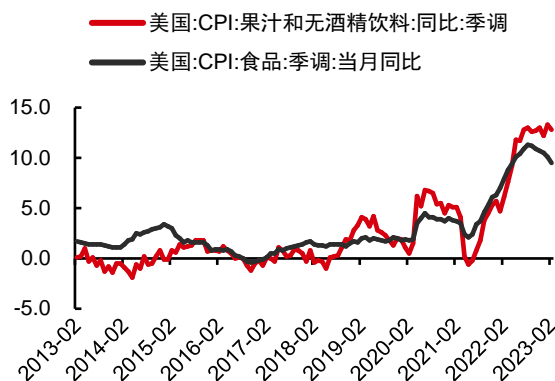
图 35：印度糖库存和库存消费比（单位：百万吨）



数据来源：Wind USDA 中信期货研究所

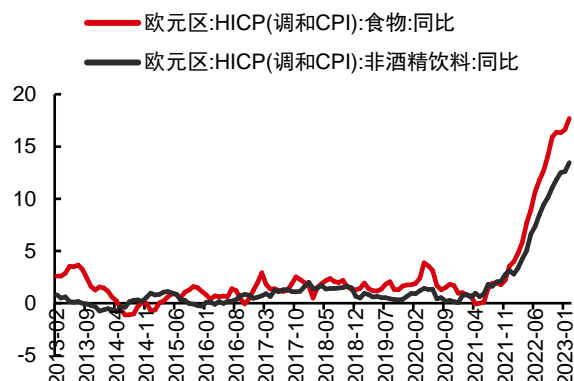
欧洲和美国的食品和无酒精饮料通胀通胀高企，全球需求旺盛。食糖的主要下游为食品饮料工业，我们认为食品饮料的通胀情况能够在一定程度上反应下游需求旺盛与否。通胀同比较高则代表着下游消费需求旺盛，通胀同比较低则意味着下游消费需求低迷。从美国和欧洲的通胀程度来看，欧洲和美国的食品通胀均处于历史高位，2023 年 2 月，美国食品与果汁和无酒精饮料 CPI 同比分别+9.50%和+12.80%，欧元区食物和无酒精饮料 CPI 同比分别+17.7%和+13.5%。我们认为，欧洲和美国下游食品饮料行业的高通胀体现了旺盛的需求，对国际原糖价格发挥了一部分托底的作用。

图 36：美国食品和无酒精饮料 CPI（单位：%）



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 37：欧洲食品和无酒精饮料 CPI（单位：%）



数据来源：Wind 中信期货研究所

综上，我们认为在国际糖市方面，巴西糖能否如期缓解全球食糖流动性存在三大预期差，印度出口难以改变国际食糖贸易流现状和全球需求旺盛发挥托底作用具有相对确定性，国际原糖价格具有一定支撑。

三、总结和交易策略

我们通过分析当前国内和国际糖市的供给、需求和库存，认为当前郑糖的一条交易主线仍是内外价差的收敛，两大确定性和三大预期差提示我们国际糖价有所支撑。郑糖短期或受宏观因素影响呈震荡趋势，但是随着供需矛盾的凸显，郑糖仍有一定上行空间，支撑位在 6000 元/吨左右，压力位在 6500 元/吨左右。

一条主线：内外价差的收敛。国内广西糖减产被云南糖、甜菜糖和广东糖增产对冲，展望后续需求仍有韧性，国内供需矛盾短期内尚未显现，但是中长期来看，配额外进口作为补足国内白糖市场产销缺口的边际量，其成本将作为国内糖市定价的主要驱动，后续的交易主线仍将以内外价差的收敛为主。

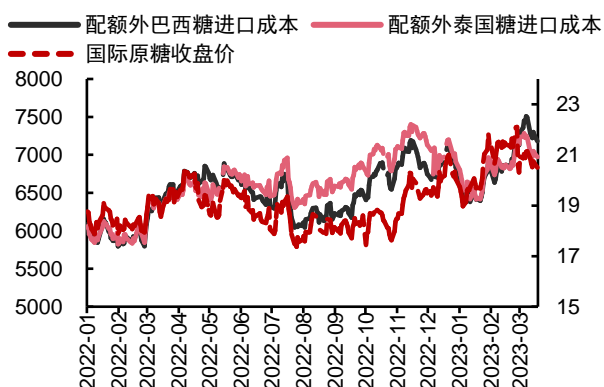
两大确定性：印度出口政策难以改变全球食糖贸易流的紧张和全球需求旺盛为国际糖价起到托底作用。印度减产预期被印度糖厂双周数据部分验证，假定在维持上一榨季库消比的情况下，第二批出口配额或为 180 万吨，难以实质性改善国际糖市贸易流动性；欧洲和美国食品饮料通胀处于历史高位，侧面验证全球食糖消费需求旺盛，对国际糖价形成托底作用。

三大预期差：巴西糖存在较强增产预期，但是能否缓解国际糖市流动性则涉及到制糖比、榨季进程和港口运输三大环节，其中或存在三大预期差。制糖比：原油充分定价衰退预期叠加醇油比价均衡点或高于 0.7 提示糖产量或低于

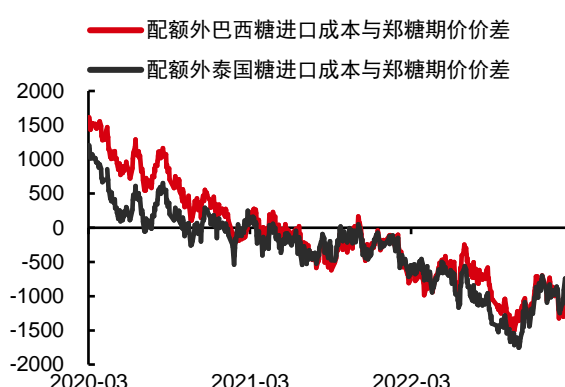
预期；榨季进程：圣保罗地区降水充沛或将影响巴西不能如期开榨；港口运输：降水和巴西多个作物增产可能造成巴西港口运力挤兑，或将影响巴西食糖出口。

综上所述，在明确交易主线的前提下，二季度交易策略亦将由此展开。我们认为，如果巴西三大预期差全部实现，且印度减产相对确定或第二批出口配额受限，后续国际原糖价格有望站稳 19.5 美分/磅的台阶，历史数据显示其对应配额外巴西进口成本在 6650 元/吨左右。从内外价差角度来看，2020 年 3 月以来配额外巴西糖进口成本与郑糖期价价差均值为-139 元/吨，则郑糖对应目标价在 6500 元/吨左右；如果后续巴西三大预期差实现 1-2 个或者印度减产被证伪，后续国际原糖价格站在 19 美分/磅，郑糖对应目标价格或在 6350 元/吨左右；如果后续巴西三大预期差全部未实现，且印度减产被证伪，国际原糖价格回落至 17-18 美分/磅，郑糖对应目标价格在 5650-6000 元/吨之间。结合我们前面的研究，我们认为，二季度糖价短期或受宏观波动影响，但是中长期来看 6000 元/吨左右有所支撑，天花板在 6500 元/吨左右，此后上行压力会不断加大。

图 38：国际原糖价格与配额外进口成本（单位：美分/磅，元/吨） 图 39：配额外进口成本与郑糖期价价差（单位：元/吨）



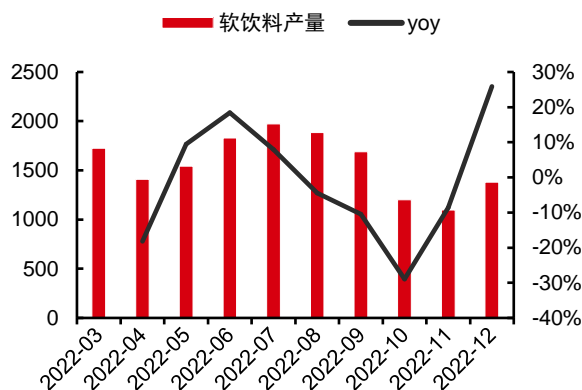
数据来源：Wind 中信期货研究所



数据来源：Wind 中信期货研究所

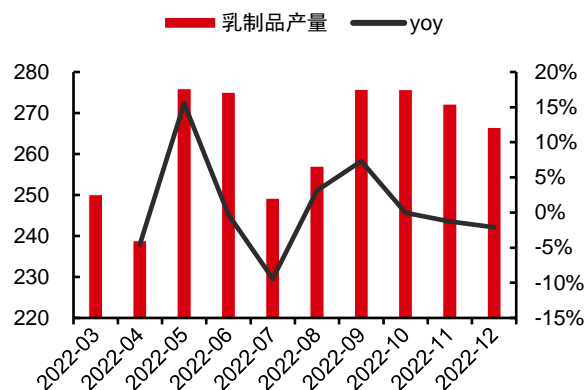
从近远月来看，下游存货去化需要时间，远期需求确定性强于近期。我们认为，2023 年白糖需求的复苏主要来源于下游食品饮料行业消费场景的复苏。2022 年国内食品饮料行业处于持续累库的阶段，下游存货持续上升，当前白糖拿货多以贸易商拿货为主，但后续随着消费如期回暖，下游食品饮料行业存货持续去化，我们认为上游的价格向下游传导或更将顺畅，从而进一步对糖价形成催化，导致远期确定性强于近期。

图 40：软饮料产量和 yoy（单位：万吨）



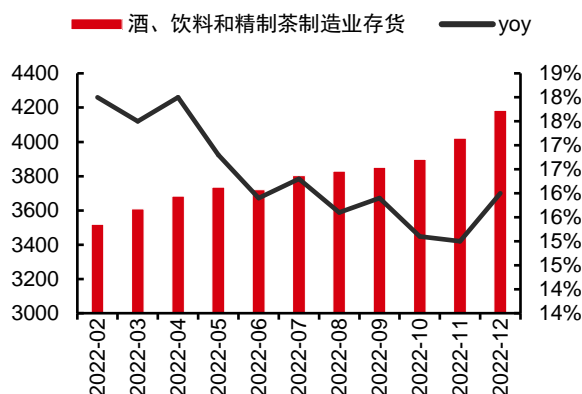
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 41：乳制品产量和 yoy（单位：万吨）



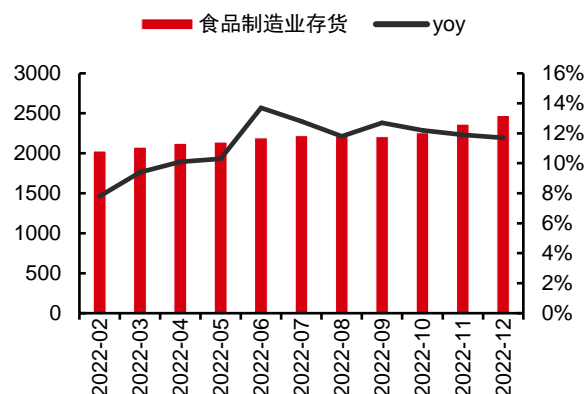
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 42：酒、饮料和精制茶制造业存货和 yoy（单位：亿元）



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 43：食品制造业存货和 yoy（单位：亿元）



数据来源：Wind 中信期货研究所

操作策略：

1、买入远期看涨期权，卖出近期看跌期权。

2、单边以逢低做多为主，支撑位在 6000 元/吨左右，压力位在 6500 元/吨左右，此后上行会不断承压。

风险因素：

宏观经济衰退风险、印度减产证伪、巴西糖产量超预期、疫情。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>