

糖史演义·白糖产业链跟踪报告

供需紧平衡下关注新的预期差

## 白糖产业链跟踪报告

分析师：田亚雄  
期货投资咨询号：Z0012209

助理研究员：陈家谊  
期货从业资格证书号：F03090929

发布日期： 2023 年 3 月 8 日

### 报告体系

日报	每日 8 点 50 前发布
周报	每周一下午 5 点前发布
事件点评	重要事件发布后 1 天内
专题报告	不定期发布

近期有关糖的各类利多消息涌现，03 合约交割量偏低、印度产量和出口量的缩减、巴西燃料税的恢复、迪拜糖会贸易商一致的看涨心态、国内减产糖厂存惜售心理，国内外看多情绪升温，郑糖在淡季刷新了高点，ICE 05 合约冲上 21 美分/磅。内外价格的共振向上吸引了市场参与者的关注度，2023 年 2 月郑州商品交易所白糖期货成交量为 755.53 万手，同比增长 12.82%，相比 2022 年同期增长了 85.85 万手；成交金额为 4477.31 亿元，同比增长 16.65%，相比 2022 年同期增长了 639.03 亿元。

关注焦点：

- 1、上中下游心态和博弈焦点如何？
- 2、郑糖未来的交易重心和定价权何在？
- 3、以史为鉴 16/17 年进口利润倒挂是如何修复的？进口利润修复的做多逻辑下有哪些政策性风险？

#### 1、上中下游心态的分歧和博弈点

广西干旱导致减产以成为市场较为一致的预期，根据走访调研，广西产量降至 550 万吨以下的可能性较大。减产的背景和库存水平下衍生出上中下游当前不同的心态，也成为后市郑糖能否继续突破的关键。

**站在广西国产糖厂的角度——销售进度加速，库存较低，存惜售心理：**根据调研了解，22/23 榨季初期由于预售量较多叠加减产，广西糖厂的收榨和去库进度快于往年，这也与近期公布的广西产销数据相符：截至 2 月 28 日，2022/23 年榨季广西全区已有 40 家糖厂收榨，同比增加 35 家；共入榨甘蔗 3969.79 万吨，同比减少 158.78 万吨；产混合糖 504.11 万吨，同比增加 7.71 万吨；产糖率 12.70%，同比增加 0.68 个百分点；累计销糖 214.16 万吨，同比增加 46.22 万吨；产销率 42.48%，同比提高 8.65 个百分点。2 月单月产糖 146.56 万吨，同比增加 14.8 万吨；2 月销糖 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。

目前市场正处于传统的消费淡季，但随着疫情之后生活逐渐逐渐回归正常化，糖厂普遍看好后市（旺季）

消费，在对未来消费看好、自身库存压力不大的背景下，糖厂存在挺价惜售的心理；若今年下半年消费如期回暖，那么终端只能被迫接受高价。

**站在加工糖的角度——进口成本窗口全线关闭，预计供应压力后置：**目前原糖价格持续处于高位水平，此前 03-05 合约的高价差在 03 合约交割之后通过 05 升贴水报涨的方式收敛，15%关税的进口成本已经突破 5600 元/吨，50%关税的进口成本涨至 7000 元/吨以上，正规途径的糖源进入国内市场非常艰难；接下来随着广西逐渐收榨，定价权将逐渐向加工糖转移，也就意味着国内和国外的关联度将更加紧密；原糖呈现出 Back 结构，此外若巴西如果能顺利开榨，6-7 月将迎来巴西的出口旺季，远月原糖价格压力高于近月，也意味着远月的进出口成本低于近月，因此正规糖源的供应时间预计后置。

图：巴西糖进口成本估算

巴西进口加工糖估算				
日期	2023/2/27	2023/2/28	2023/3/1	2023/3/2
升贴水	0.06	0.06	1.71	1.71
配额内进口加工糖估算价	5308.885165	5233.195989	5685.900474	5643.894106
与郑糖主力价差	593.11	715.80	273.10	346.11
配额外进口加工糖估算价	6802.893694	6704.168681	7294.652792	7239.861878
与郑糖主力价差	-900.89	-755.17	-1335.65	-1249.86

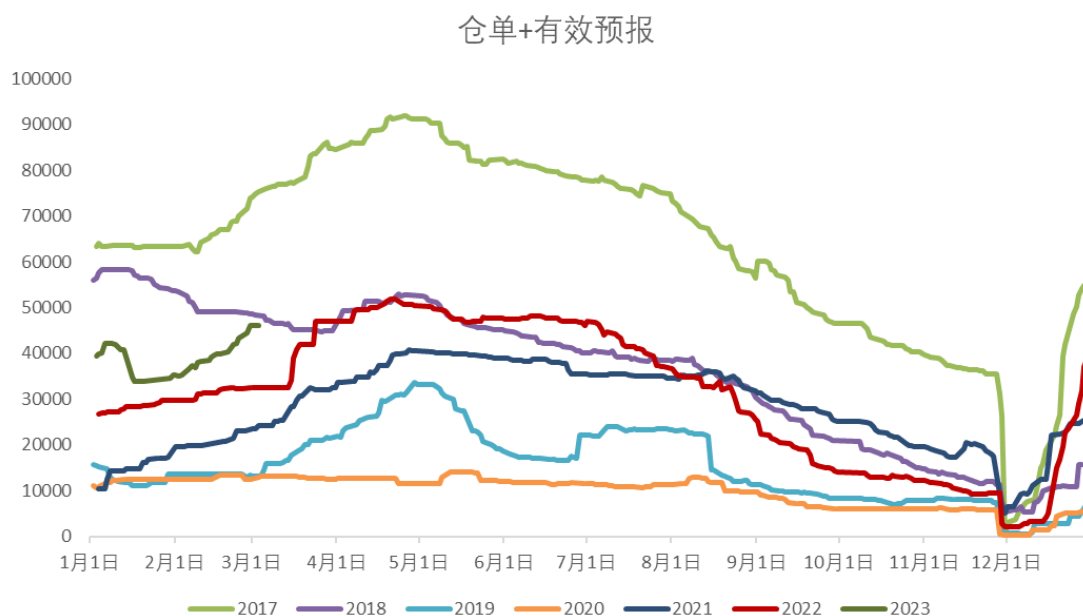
来源：WIND, 中信建投期货估算

**持续的高内外价差存在的风险：**若内外持续高的内外价差，即内盘上涨幅度不及外盘，但是国内由于缺口需要进口弥补，那么高糖价预计将吸引糖浆和糖粉的大量进口，最终导致廉价的糖源进口比例增加，相对压低原本高企的郑糖估值。

**站在贸易商的角度——基差贸易商前期大量套盘当前现货难出：**春节之前基差商大量从糖厂买货并套盘，贡献了糖厂的大量销糖量，但是春节之后郑糖并没有回头，同时春节之后又进入传统的消费淡季，下游对于当前的高价接难度偏低，基差走弱没有给到基差商出货的机会，导致了目前大量库存积压在中端，与之相对应的是增加的仓单。可能出现的转机或在五一节的节前备货，若现货需求能够增加，那么基差

或有走强的可能性，给到基差贸易商解套的可能性。

图：仓单+有效预报



来源：WIND，中信建投期货

**站在终端的角度——当前接货意愿偏淡，但存在被迫接受价格的风险：**上个榨季结转库存和前一年持平，均为近七年以来的绝对高位水平，部分终端在本榨季初期消化了大量陈糖库存，同时今年糖厂初期预售了价格相对低的新糖，给了终端补库的机会；而目前进入了传统的消费淡季，对于当前高企的价格，下游的接难度偏低，近期出现了产销价格倒挂的一幕；接下来上游和下游博弈的点在于，下半年将进入传统消费旺季，库存逐渐被消化后将有补库的需求，若原糖依然处于高位水平，正规渠道进口糖难以进入市场，那么短期将存在供需错配的可能性，下游被迫接受高价糖，但是风险在于若糖价持续高涨，或引发糖浆对于白糖使用的替代。

2、随着广西加速收榨，国内定价权将逐渐向进口糖源转移，内外联动性增强；未来交易最核心的问题是

“扩大的产需缺口在进口利润倒挂的背景下如何弥补？”。

图：我国食糖供需平衡表

食糖	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
万吨							
食糖产量	929	1,031	1,076	1,041	1,067	956	933
甘蔗糖	824	916	944	902	913	870	825
甜菜糖	105	115	132	139	154	86	108
食糖消费量	1,490	1,510	1,520	1,500	1,550	1,540	1,560
食糖进口量	229	243	324	376	634	533	500
食糖出口量	12	18	19	18	13	16	16
结余变化	-344	-254	-140	-100	138	-67	-143

来源：农业农村部，中信建投期货

农业农村部，本月将甘蔗单产下调 4.8 吨/公顷，食糖总产量下调 72 万吨，产需缺口进一步扩大，需要进口糖源进行弥补，随着国产糖逐渐收榨，定价权逐渐向进口糖源转移，但是目前外盘在贸易流紧张的背景下依然处于高位水平，近远月进口利润窗口全线关闭，未来交易最核心的问题是“扩大的产需缺口在进口利润倒挂的背景下如何弥补？”，也就取决于外盘未来的方向，而国际市场的关注焦点则为印度减产的话题是否充分交易、巴西丰产的预期能否证实？

1) 原糖和升贴水报价的同涨——短期缓解不了的紧张贸易流：根据 ICE 公布的交割数据显示，原糖 3 月合约到期的原糖交割量为 11519 手，即约 58.5 万吨，数量远低于去年同期的 134 万吨，也低于过往五年的均值水平；其中用于交割的糖接近 99% 为巴西糖。偏低的交割数量印证着当前紧张的贸易流。

图：原糖 3 月合约交割量偏低

3月原糖交割情况（万吨）					
	交割量	巴西糖	印度糖	巴西糖占比	印度糖占比
2018年3月	74	59	0	80%	0%
2019年3月	104	73	0	71%	0%
2020年3月	96	74	0	77%	0%
2021年3月	89	50	3	55%	3%
2022年3月	134	103	0	77%	0%
2023年3月	59	58	0	99%	0%

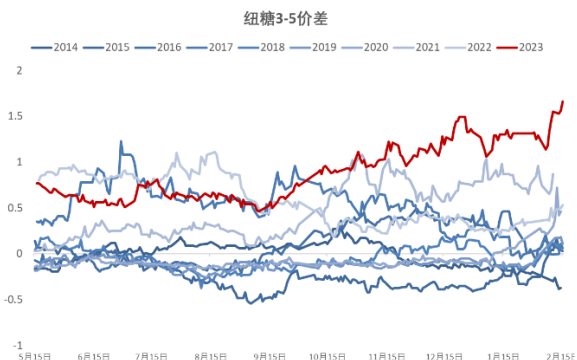
来源：ICE，中信建投期货整理

03 合约交割后，超预期的是继续上涨的不仅仅是刚刚成为主力的 ICE05 合约，还有巴西升贴水，03 合约交割之后，3 月和 4 月船期的升贴水从 0.06 美分/磅上涨至 1.71 美分/磅，升贴水暴涨的原因一是此前 03-05 合约的高价差（2.09 美分/磅）在 03 合约交割之后通过升贴水报涨的方式收敛；另外需要注意的是昨日在原糖继续上行的背景下，升贴水再度上调至 1.81 美分/磅；原糖和升贴水的同涨背后的逻辑是至少在 3 月-4 月国际原糖的供应依然维持紧张的状态。

图：巴西升贴水报价



图：03 交割之前 3-5 价差不断创新高



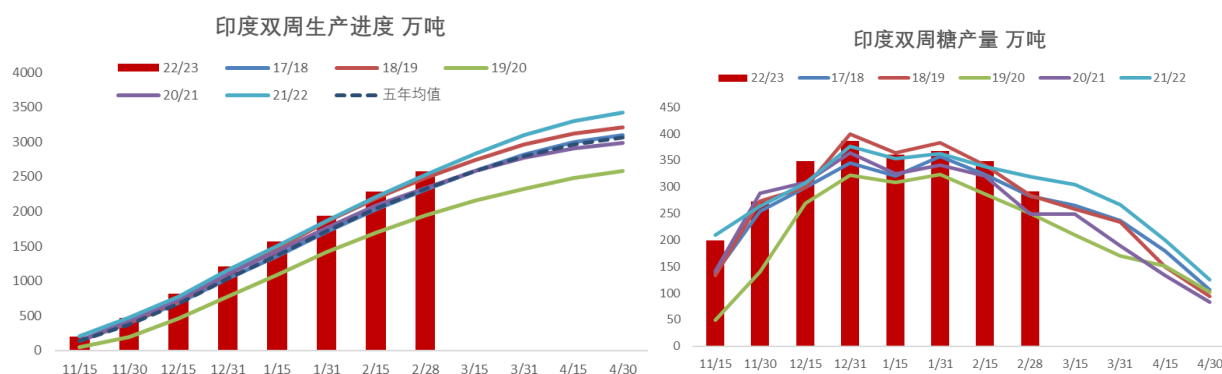
来源：网络公开信息，中信建投期货整理

2) 印度超预期的减产抵消了巴西的增产——全球供应端容错度降低：关于印度产量的信息继续发酵，印度的糖产量预计低于行业机构和政府机构此前的估计。根据路透消息，由于主要种植区降雨过剩以及季

风降雨后半段时间里持续的光照不足，甘蔗普遍早熟也意味着印度或面临提前收榨，据悉主产区马邦和卡邦的部分糖厂当前已经面临蔗料不足的情况，当前同比增加的收榨糖厂数量能够初步印证。印度糖厂协会（ISMA）3月3日发布的公告显示，2022/23榨季截至2月28日印度食糖产量为2576万吨，较上榨季同期的2530万吨提高46万吨，但双周产量为292万吨，同比减少27.2万吨；印度当前已有61家糖厂收榨，高于去年同期的32家；尚在压榨的糖厂有467家，低于去年同期的484家，收榨速度加快。

图：印度生产高峰已过

图：印度双周产量低于去年同期



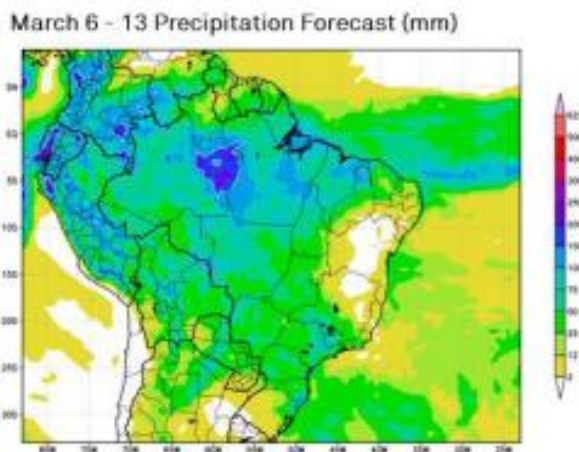
来源：ISMA，中信建投期货整理

**印度生产高峰已过，减产已经充分计价后，交易重心转向巴西丰产预期是否落空？**当前市场对于印度产量的预估在3300-3400万吨附近，若印度没有进一步出口计划，那么22/23年度印度的出口量将同比缩减超500万吨，吞噬了巴西400万吨的增产预期，全球供需从过剩的预期转向紧平衡，全球供应端的容错度变低。目前大家将太多“缓解紧张贸易流的期许”压在巴西身上，这一点也在原糖back结构上得以体现，一方面22/23季度遗留了约800-900万吨的甘蔗，因此23/24榨季巴西提前开榨的预期强烈，一方面由于去年巴西降雨的充沛23/24榨季的甘蔗生长情况良好，且当前制糖较制醇的收益更加明显，下个榨季巴西糖产量预计也将增加。但谨防一旦巴西出口放量的预期落空或再次出现类似于“印度增产落空的价格反弹”，从当前监测到的信息来看，根据模型预测，至少到3月上半月，巴西中南部降雨高于正常值，预计将导致原计划提前开榨的糖厂推迟生产计划，那么巴西提前开榨的预期将落空，巴西糖集中进入市场的



时间点有向后推迟的风险，全球贸易流紧张的现实将延续，体现在巴西 3 月和 4 月船期的升贴水报价持续处于相对高位水平。

图：巴西中南部降雨量高于均值水平



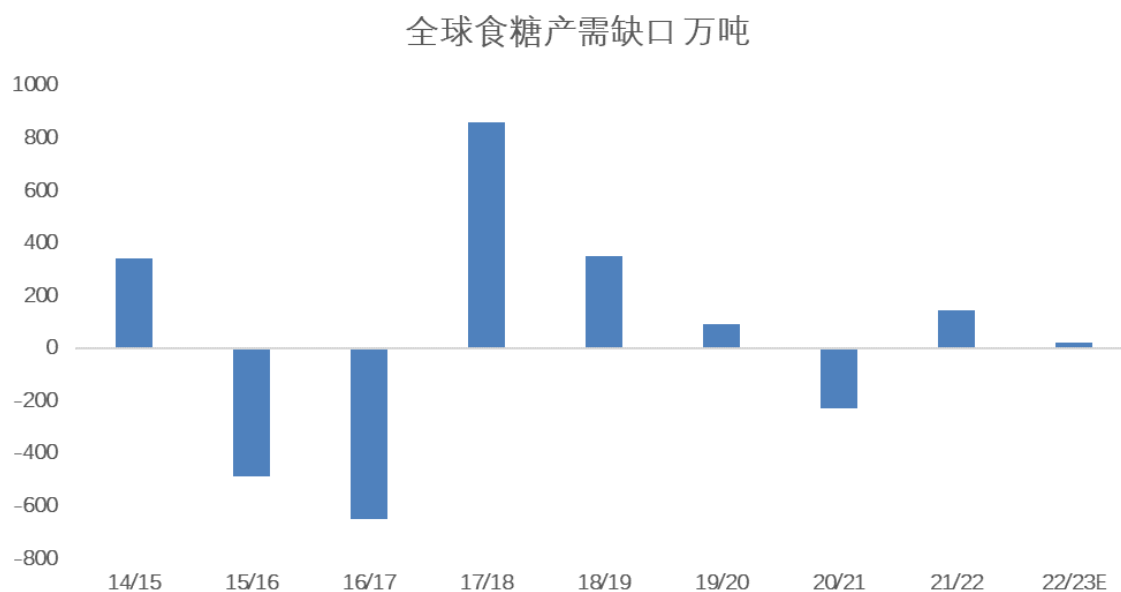
来源：NOAA

从外盘的角度，目前 03 合约交割后原糖仍然强势，意味着短期贸易流紧张的问题仍未得到缓解，而后需要关注巴西的降雨情况、能否提前开榨以及港口拥堵的情况；在不确定中能够确定的是：1、22/23 年度全球供需在印度减产的大背景下从宽松转向紧平衡；2、各产区超预期的变化极大地影响脆弱且紧张的贸易流；3、巴西丰产的预期如果落空原糖仍有上行的可能性；4、原糖下方的支撑在紧平衡下抬升；5、外盘的 Back 结构下，远月进口成本的降低将导致国内供应压力后置，这也是支撑正套的逻辑之一。

但需要注意的是用进口利润倒挂的逻辑做多存在政策性风险，白糖属于政策影响很大的品种，这也是郑糖在过去成为边缘化品种的原因之一，以史为鉴，离我们最近一次的趋势性倒挂发生在 16/17 年，而那一年内外价差的收敛受抛储政策影响明显。

图：全球食糖产需缺口 万吨

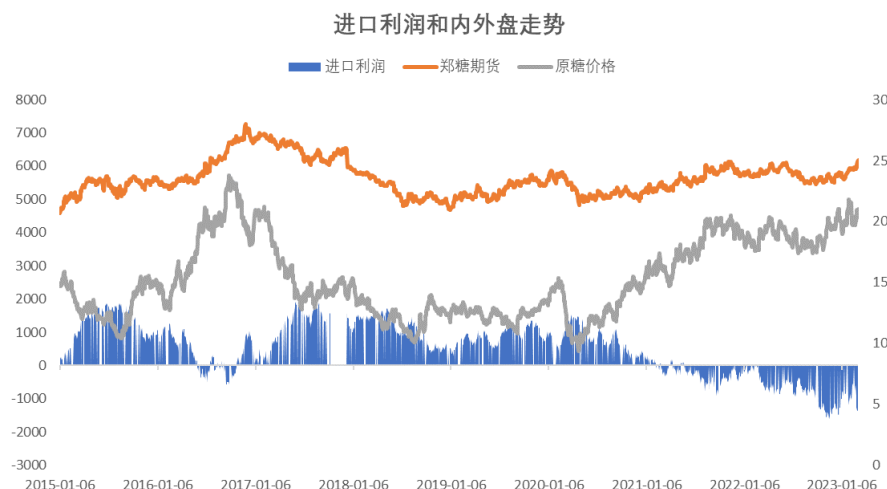




来源：网络公开信息，中信建投期货整理

2016/17 年度受到厄尔尼诺影响，泰国干旱导致大量的宿根蔗枯死，使得泰国的糖产量降至 1000 万吨以下，出口量减少 20%，仅为 710 万吨；同时印度甘蔗在种植期间受到降雨偏少的影响，产量减少 7%，全球出现超 600 万吨的产需缺口，原糖大幅上涨最高突破 24 美分/磅，国内涨幅不及原糖，导致进口利润倒挂，郑糖价格飙升，最后通过抛储的方式结束了这一轮的上涨。

图：50%关税进口利润持续倒挂



来源: WIND, 中信建投期货整理

16/17 年-17/18 年, 为了调控糖价, 政策端从抛储和抬高甘蔗收购价格等方式抑制糖价; 1) 16/17 年国储抛储量达到 98.96 万吨, 广西也抛出了 2011 年的地储陈糖, 国家+地方共计抛储 140 万吨; 2) 广西提前启动甘蔗二次联动, 收购价提高至 500 元, 刺激了国内的种植意愿, 国内进入增产周期, 17/18 年国产糖量增加 102 万吨。此外全球主产国也在高糖价的刺激下扩大种植面积和产量, 17/18 年印度产量创下历史高点为 2950 万吨, 同比增加 45%, 国内外共同进入增产周期, 糖价回落。

对于后市, 我们在此前提到 03 合约交割是一个验证贸易流的指标, 而目前 03 合约交割后原糖仍然强势, 意味着短期贸易流紧张的问题仍未得到缓解, 而后需要关注巴西的降雨情况、能否提前开榨以及港口拥堵的情况; 国内在减产的背景下, 糖厂惜售心理明显, 预计期现价格短期延续涨势, 但是能否持续上涨仍将取决于外盘的方向和宏观环境。

## 联系我们

### 中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话: 023-86769605

### 上海分公司

地址: 中国(上海)自由贸易试验区浦电路490号, 世纪大道1589号8楼08-11单元

电话: 021-58301589

### 济南分公司

地址: 济南市历下区冻源大街150号中信广场A座六层611、613室

### 上海浦东分公司

地址: 中国(上海)自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话: 021-68597013

### 四川分公司

地址: 成都市武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1801、1802、1803室

电话: 028-62818710

### 重庆分公司

地址: 重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话: 023-61361140

### 海南分公司



**南京分公司**

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

**北京北三环西路营业部**

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

**太原营业部**

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

**广州分公司**

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

**北京国贸营业部**

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间

电话：010-85951101

**福州营业部**

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西

大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公

电话：0591-83625596

**方顿物产（重庆）有限公司**

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室

电话：023-86769662

## 重要声明

本报告内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。

中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**全国统一客服电话：400-8877-780**

**网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)**

**南京营业部**

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

**北京北三环西路营业部**

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

**太原营业部**

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

**广州黄埔大道营业部**

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

**北京国贸营业部**

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间

电话：010-85951101

**福州营业部**

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西

大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公

电话：0591-83625596

**方顿物产（重庆）有限公司**

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室

电话：023-86769662

## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。中信建投不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则投资者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请投资者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、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中资料意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布的内容并非投资决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。投资者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**全国统一客服电话：400-8877-780**

**网址：www.cfc108.com**