

【申银万国期货】糖市回弱 关注桑巴

——3 月份白糖期货投资策略报告

2024 年 2 月 29 日

摘要:

- 巴西甘蔗 4 月开榨，产量预期变化将对市场产生影响。
- 北半球压榨接近尾声，关注相关国家种植面积变化。
- 关注增产周期下的现货行情。

核心因素评定表:

核心利多因素	影响力演化方向	评级
全球能源价格强势	稳定	★★
新榨季国内食糖倒挂	稳定	★★
全球食糖库存降低	趋弱	★★
核心利空因素	影响力演化方向	评级
巴西新季继续大幅增产	趋强	★★★★
高糖价导致消费抑制	趋定	★★
北半球种植面积增加	稳强	★★★★
综评：原糖近月强势，郑糖逐步走强。		

注：“★★★★”主动推涨型因素或主动打压型因素；“★★★”支撑型因素或阻力型因素；“★★”背景型因素。

分析师

徐盛 农产品高级分析师
 执业编号：F3083505
 投资咨询号：Z0016250
 电话：021-5058 1577
 邮箱：xusheng@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
 宝安大厦 7、8、10 楼
 邮编：200122
 电话：021 5058 8811
 传真：021 5058 8822
 网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

目录

一、3 月份操作策略	3
1、波段操作建议	3
2、期权操作建议	3
3、套期保值操作建议	3
二、行情分析	4
1、关键数据表	4
2、产业链分析	5
3、行情图解	6
4、热点问题	12
三、交易逻辑	13
1、单边交易逻辑	13
2、期权交易逻辑	13
3、套期保值交易逻辑	13
四、风险提示	14

一、3 月份操作策略

1、波段操作建议

2024 年 3 月份，建议白糖远月期货逢高卖出。具体操作如下表。总仓位控制在 20%以内。策略止损后，如果满足开仓条件，可重新进入。总止损次数不超过 2 次；盈利 200 点后止损改为开仓价。

操作类型	开仓区间	止损位	退出区间	仓位建议
空 2405	6400-6600	6800	5900-6100	20%

2、期权操作建议

2024 年 3 月份，建议可考虑买入白糖看跌期权的单边策略。买入 SR405-P-6000 的看跌期权。

3、套期保值操作建议

配额外进口巴西食糖成本 7000-7500 元/吨左右，目前原糖 5 月对郑糖 5 月盘面配额外进口亏损在 500-1000 左右，建议在 国内制糖出现利润的时候，在白糖期货上做空套保，以规避糖价下跌的风险。

二、行情分析

1、关键数据表

期货 期权		ICE: 11 号糖指 数涨跌	SR405 涨跌	SR409 涨跌	SR405-C-6300	SR405-P-6300
	1 月	+14.29%	+2.44%	+2.90%	+52.02%	-46.13%
	2 月	-4.27%	-3.10%	-3.066%	-63.52%	+45.00%
国内		柳州现货	昆明现货	白砂糖现货: 日照	白砂糖现货: 营口	白砂糖现货: 天津
	1 月	6620 元/吨	6535 元/吨	6700 元/吨	7100 元/吨	6680 元/吨
	2 月	6510 元/吨	6415 元/吨	6575 元/吨	7090 元/吨	6590 元/吨
产需		中国累计产糖量	中国累计销糖量	产销率	食糖进口量	糖浆进口量
	12 月	319.51 万吨	169.82 万吨	53.2%	44 万吨 (11 月)	12.98 万吨 (11 月)
	1 月	586.76 万吨	311.71 万吨	53.1%	50 万吨 (12 月)	12.00 万吨 (12 月)

备注：*数据截至 2 月 27 日；数据来源：Wind，我的农产品网，申万

期货研究所

**表中的价格数据为月末值，期货价格为月收盘价。

2、产业链分析

✚ 进入 2 月巴西中南部准备 2024/25 榨季，2023/24 榨季截至 2 月上半月，巴西中南部地区累计入榨量为 64659.6 万吨，较去年同期的 54321.2 万吨增加了 10338.4 万吨，同比增幅达 19.03%；甘蔗 ATR 为 139.54kg/吨，较去年同期的 141.14kg/吨下降了 1.60kg/吨；累计制糖比为 49.04%，较去年同期的 45.95%增加了 3.09%；累计产乙醇 324.84 亿升，较去年同期的 281.16 亿升增加了 43.68 亿升，同比增幅达 15.53%；累计产糖量为 4215.8 万吨，较去年同期的 3356.7 万吨增加了 859.1 万吨，同比增幅达 25.59%。

✚ 印度方面，当前压榨进入后半阶段。据 ISMA 公布的最新数据，2023/24 榨季截至 2 月 15 日，印度共有 505 家糖厂开榨，同比增加 3 家；产糖量为 2236.8 万吨，同比下降 56.9 万吨，降幅 2%。其中，北方邦开榨糖厂数量为 119 家，较去年同期的 116 家增加了 3 家；产糖量为 677.70 万吨，较去年同期的 612 万吨下降 65.70 万吨，降幅 10.74%。马邦开榨糖厂数量为 203 家，较去年同期的 194 家增加了 9 家；产糖量为 794.50 万吨，较去年同期的 859.30 万吨下降 64.80 万吨，降幅 7.54%。卡邦开榨糖厂数量为 58 家，较去年同期的 66 家减少了 8 家；产糖量为 432.00 万吨，较去年同期的 460.50 万吨下降 28.50 万吨，降幅 6.19%。

✚ 泰国方面，据泰国甘蔗及糖业委员会办公室近日公布的数据显示，泰国 2023/24 榨季截至 2 月 15 日，累计甘蔗入榨量为 6451.4 万吨；累计产糖量为 659 万吨，降幅 12.57%。目前看，去年的厄尔尼诺对泰国产量造成了实质性减产。

✚ 除此以外，玉米和糖存在关联。这表现在争地、乙醇替代和淀粉糖替代上。去年玉米价格水平偏高一方面会减少糖料的种植面积（或者使得糖厂被迫提高糖料收购价）并影响北方甜菜糖产量，同时淀粉糖和玉米乙醇会增加糖和甘蔗乙醇的替代从而促进需求。未来随着玉米价格相对走弱，国内甜菜种植与供应有望回升。

✚ 国内方面，随着内外糖价长期倒挂，目前的进口亏损下，23/24 榨季食糖进口有望继续维持低位。

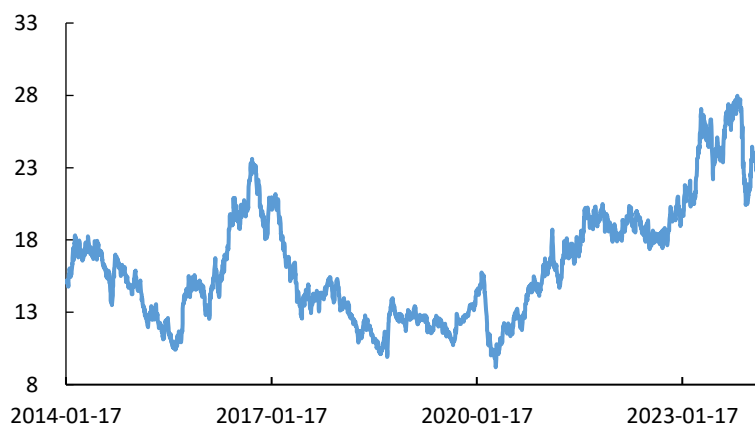
✚ 种植方面，除了甜菜职务，还可以观察甘蔗价格上涨对蔗农种植热情是否得到提升。

✚ 宏观方面，注意到国内经济宽松政策能否提振食糖消费。

3、行情图解

图 1：原糖连续合约走势（美分/磅）

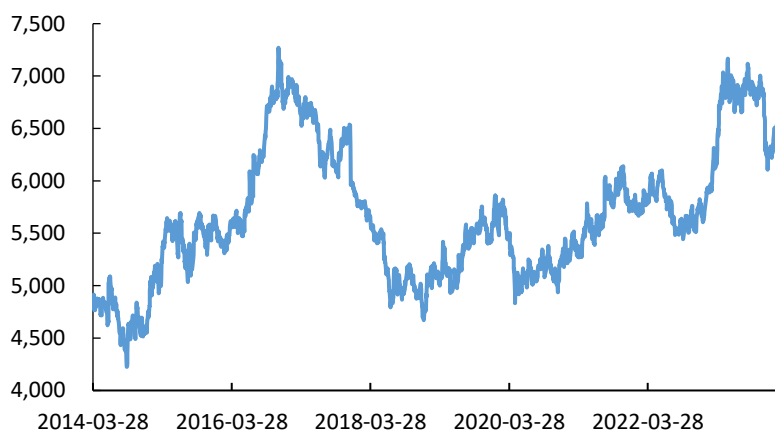
近期随着北半球减产以交易逐渐结束，原糖价格重新下跌。



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 2：郑糖主力合约走势（元/吨）

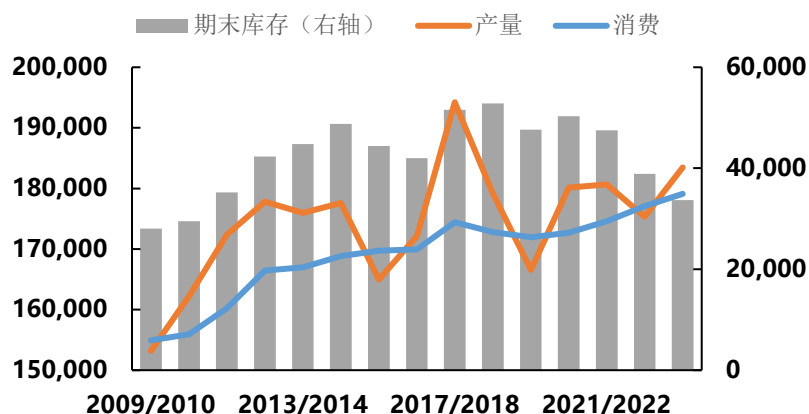
2 月国内糖价跟随外盘下跌。



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 3：全球食糖供需情况（千吨）

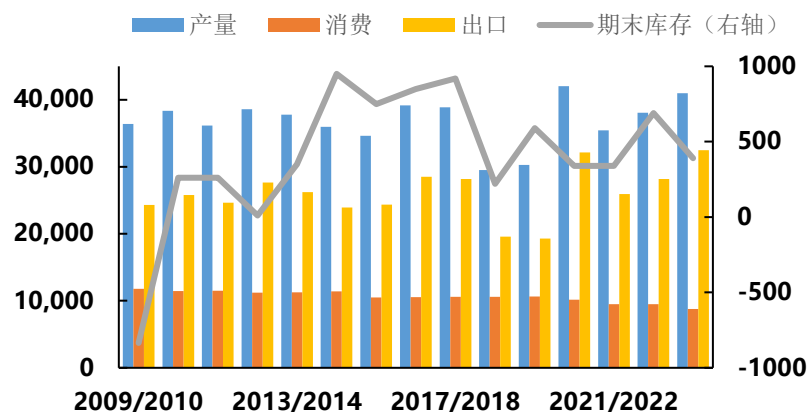
美国农业部预计 2023/24 榨季，全球结转库存下降至 3368 万吨。其中，产量大幅增加，消费也预计继续大幅增长。



资料来源：USDA，申万期货研究所

图 4：巴西食糖供需情况（千吨）

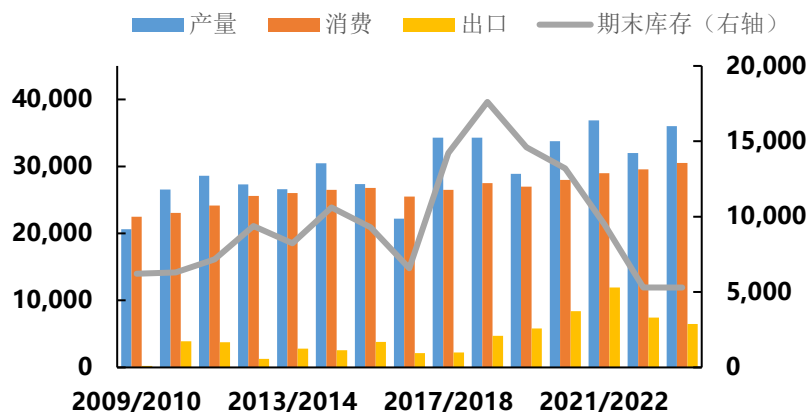
随着巴西旱情的缓解，且糖对于乙醇的经济性，22/23 榨季产量小幅回升。23/24 榨季产量继续增加。



资料来源：USDA，申万期货研究所

图 5：印度食糖供需情况（千吨）

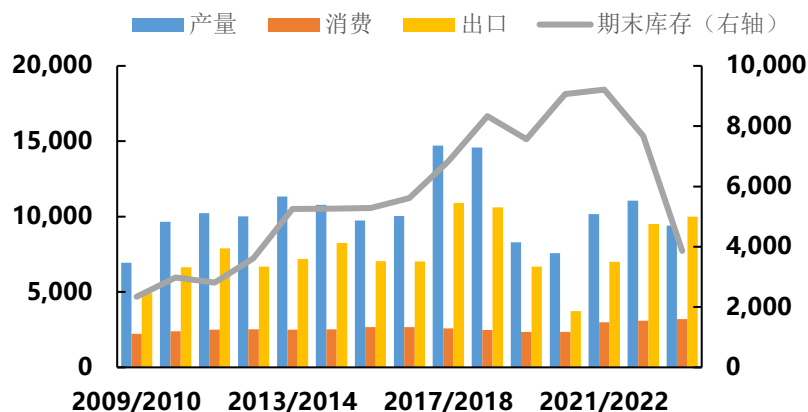
由于全球糖价走强，有利于印度出口。后续观察印度 23/24 榨季甘蔗压榨情况。



资料来源：USDA，申万期货研究所

图 6：泰国食糖供需情况（千吨）

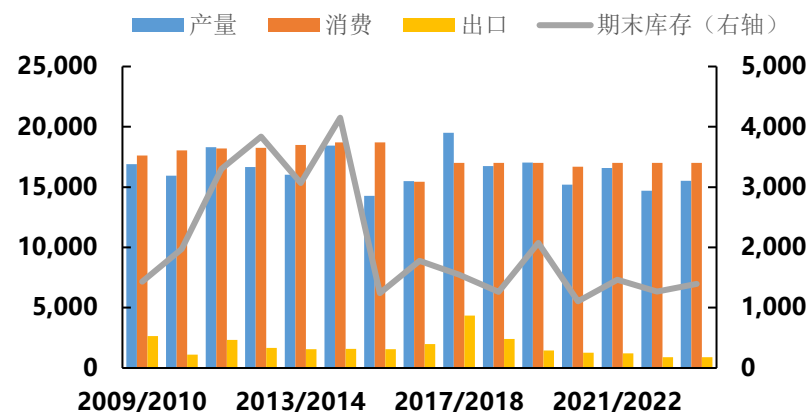
泰国过去几年为全球第二大出口国，但由于过去几年干旱和低糖价，泰国糖产量下降，出口也有所下滑，2022/23 榨季泰国产量继续恢复，出口也将继续反弹。2023/24 榨季预计产量有所下降。



资料来源：USDA，申万期货研究所

图 7：欧盟食糖供需情况（千吨）

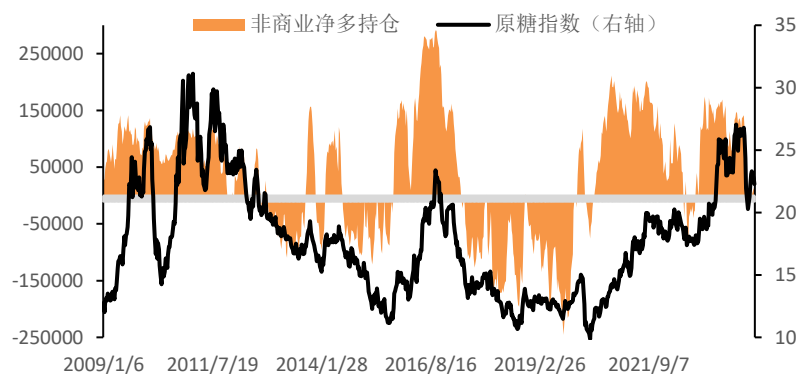
欧盟地区，2023/24 榨季预计产量将恢复性增长。



资料来源：USDA，申万期货研究所

图 8：ICE 原糖价格，非商业净持仓（美分/磅，手）

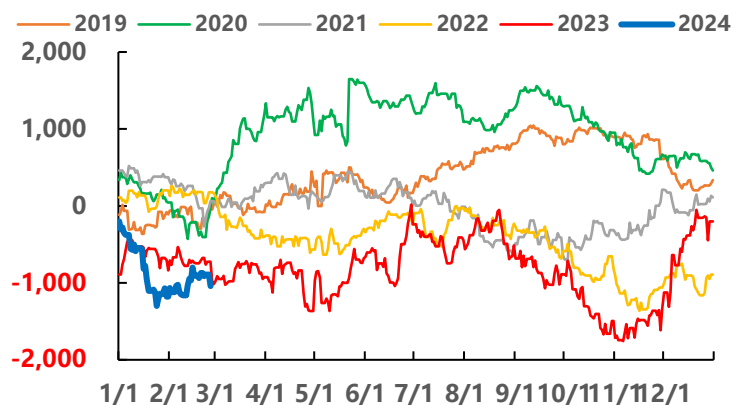
截止 2024-02-20，ICE 原糖的非商业持仓净空单 0.46 万张，占总持仓比例-0.20%。前期原糖价格巨幅震荡，原糖投机净多单悉数离场。



资料来源：CFTC，申万期货研究所

随着海外原糖期货维持在 20 美分以上、现货升水、运费偏高，目前食糖配额外进口继续处于大幅亏损状态。

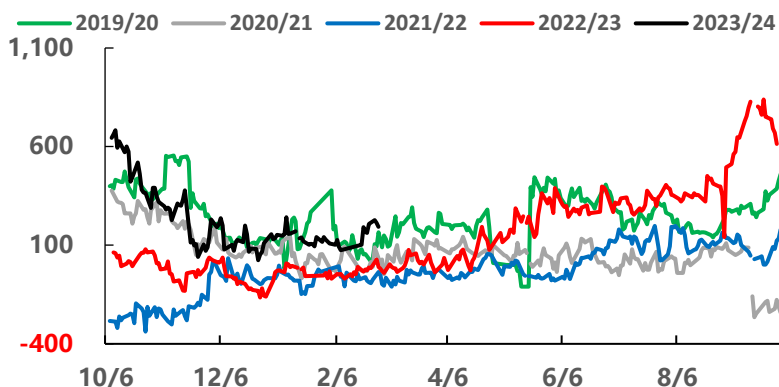
图 9：白糖配额外进口糖利润（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

国内进入开榨后期，当前基差维持小幅正值。

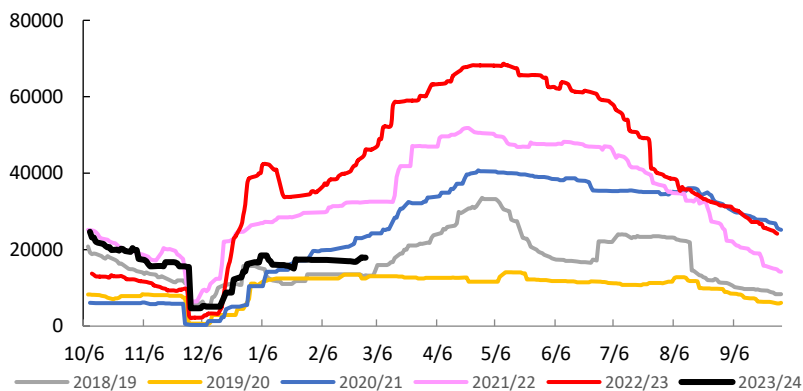
图 10：白糖基差（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

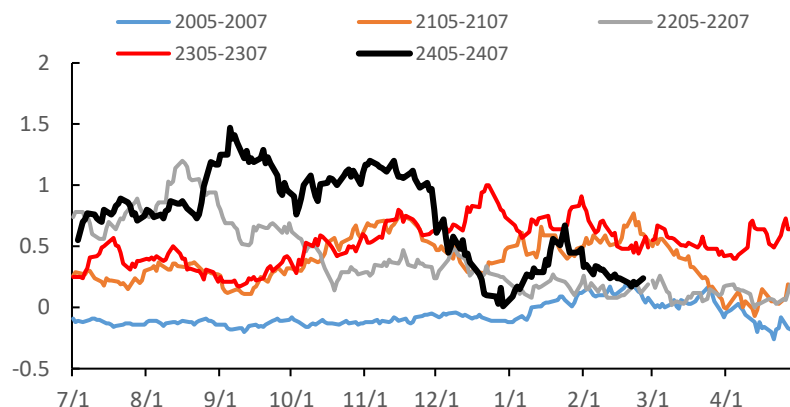
新榨季开榨高峰，观察仓单变化的数量。目前仓单+有效预报属于中等水平。

图 11：白糖期货仓单+有效预报（张）



资料来源：Wind，申万期货研究所

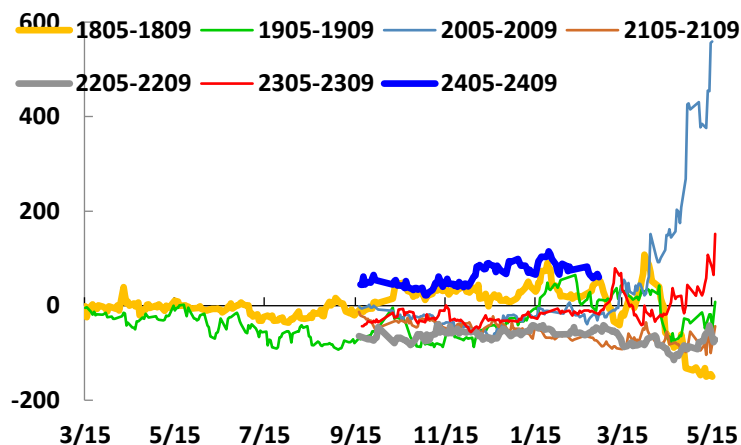
图 12：原糖 5-7 价差（美分/磅）



资料来源：Wind，申万期货研究所

目前 5-7 价差跟随单边波动，处于近月小幅升水状态，后期观察 5-7 价差的变化。

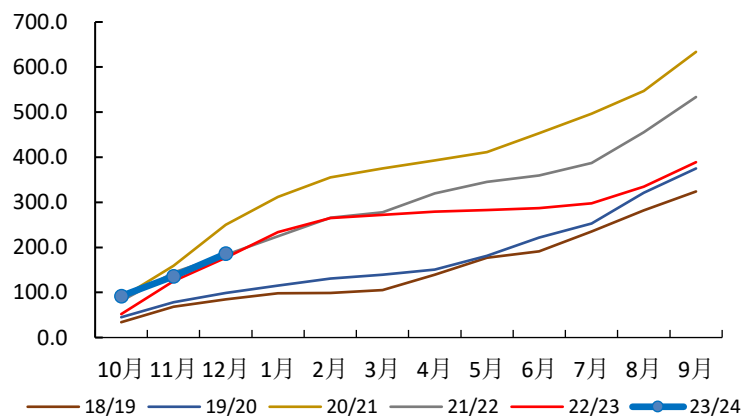
图 13：白糖期货 5-9 价差（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

白糖期货 5-9 价差近期震荡偏弱为主。

图 14：中国糖进口数量累计（万吨）

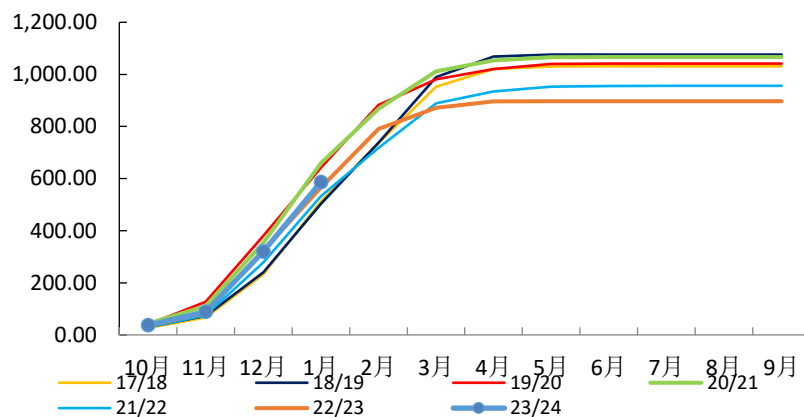


资料来源：海关总署，申万期货研究所

海关总署公布数据显示，2023 年 12 月我国进口食糖 50 万吨，同比减少 1.97 万吨，降幅 4.3%。2023 年 1-12 月累计进口食糖 397 万吨，同比减少 129.89 万吨，降幅 24.7%。2023/24 榨季截至 12 月累计进口食糖 186.25 万吨，同比增加 9.12 万吨，增幅 5.15%。

图 15：中国国内糖产量（万吨）

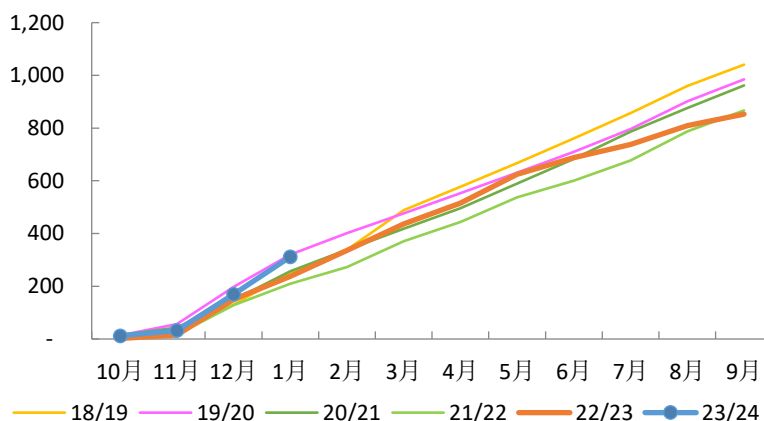
2023/24 年制糖期截至 2023 年 1 月底，本制糖期全国累计产糖 678.76 万吨，同比增加 20.76 万吨。



资料来源：中国糖业协会，申万期货研究所

图 16：中国国内糖销量（万吨）

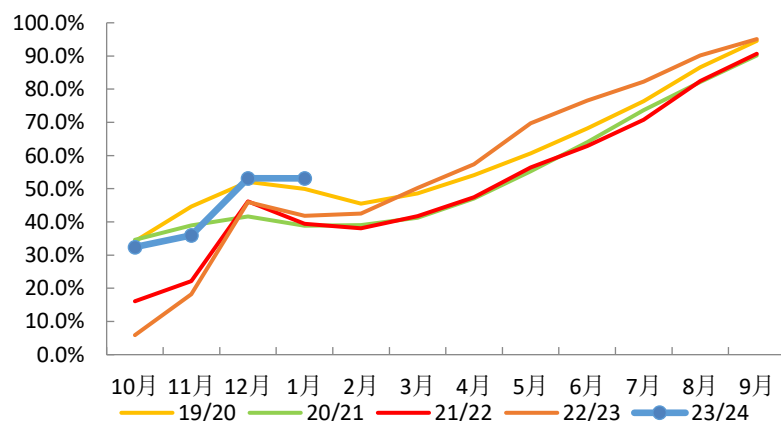
2023/24 年制糖期截至 2023 年 1 月底，本制糖期全国累计销糖 311.71 万吨，同比增加 74.71 万吨。



资料来源：中国糖业协会，申万期货研究所

图 17：中国国内糖产销率（%）

2023/24 年制糖期截至 2023 年 1 月底，本制糖期全国产销率 53.2%，同比加快 7.2 个百分点。



资料来源：中国糖业协会，申万期货研究所

4、热点问题

➤ 全球宏观影响及全球供需前景

全球宏观经济目前处于过热向衰退转换的阶段，市场转为担忧衰退。对于全球糖供需，宏观经济恢复将有利于食糖消费增长，但美联储可能延迟降息和美元走强对原糖价格不利。未来需要关注通过原油价格到乙醇链条再传导到原糖的波动以及雷亚尔等主产国货币汇率变化的影响。

➤ 巴西 2023/24 榨季食糖生产和 2024/25 榨季的生产预期

进入 2 月巴西中南部处于收榨阶段，未来市场将关注巴西食糖出口进度和 2024/25 榨季的生产预期。

➤ 北半球开榨情况

目前北半球大规模开榨。印度、泰国有望继续减产、中国等国的产量有望恢复。未来观察北半球食糖库存消耗以及新季糖料种植情况。

三、交易逻辑

1、单边交易逻辑

2月食糖价格出现回落，后期北半球进入大规模开榨期，长周期增产背景下食糖价格逢高做空为主。

2、期权交易逻辑

随着后期食糖进入增产周期，建议可考虑买入略虚值的白糖看跌期权的单边策略。

3、套期保值交易逻辑

现货对配额外进口利润处于亏损状态。盘面价格上涨后，加工糖企业可以在来料生产有利润后进行套期保值。

四、风险提示

针对 3 月份的交易策略，基本面的变化可能会带来策略失败或者交易效果不及预期。潜在风险主要体现在以下几个方面：

1、巴西 24/25 榨季超预期增产、制糖比偏高。

若巴西糖新榨季后期产量继续超预期，原糖有望承压。

2、宏观因素

美元、原油以及地缘政治等因素都是宏观层面的不确定因素，若印度卢比走弱以及美元走强或者巴西雷亚尔大幅贬值，原糖价格将承压。而能源价格波动将引发糖价波动。

3、进口变化

由于我国进口白糖大量增加叠加国内消费不振，进口利润出现深度亏损。后续存在进口减少的可能，从而减少国内糖的供应，提高国内价格的底部水平。同时要注意到边贸同样放松后走私糖和糖浆是否会国内食糖供应形成新的冲击。

4、北半球新季种植面积超预期。

关注北半球印度、泰国、中国等新季种植面积是否超预期。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

核准文号：证监许可[2011]1284号

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有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，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，作者及利益相关方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接获取任何形式的利益。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。