

## 短多长空 短之尺度何定，长之界限焉明

### 策略回顾：

3 月 1 日我们已在报告中多次推出可在 6200 元/吨左右逐步建仓、做多白糖期货主力合约/买入虚值看涨期权。截至 3 月 14 日收盘，郑糖 05 合约收盘价为 6491 元/吨，涨幅 4.69%。以均价 6250 元/吨为入场价格来算，收益率为 30.90%。

### 行情展望：

从国际市场来看，北半球主产国甘蔗压榨已接近尾声，与此同时考虑到印度食糖暂不出口，因此国际贸易流主要供应取决于巴西。目前最大的变量则是天气风险对于巴西新榨季食糖产量及甘蔗压榨进度的影响。在国际糖市大部分国家（除巴西）库存偏低的背景下，若巴西中南部降雨持续偏低，叠加政策对于无水乙醇用量增加的可能性（食糖分流乙醇的增量相应增加），原糖下方空间有限、20 美分/磅支撑较强。

从国内市场来看，产销区库存都处于历史低位水平，销售进度加快，不排除部分制糖厂及贸易商产生挺价惜售的心理。在原糖尚无明确驱动、维持偏强震荡的情况下，郑糖短期内维持偏多运行。后续还需关注糖浆及预拌粉政策变化对盘面的影响。

研究员：黄莹  
期货从业证号：  
F03111919  
期货投资咨询证号：  
Z0018607

## 第一部分 行情&策略回顾

3月1日我们已在报告中多次推出可在6200元/吨左右逐步建仓、做多白糖期货主力合约/买入虚值看涨期权。截至3月14日收盘，郑糖05合约收盘价为6491元/吨，涨幅4.69%。以均价6250元/吨为入场价格来算，收益率为30.90%。

该策略构建的核心逻辑如下：

1) 底部支撑较强：国际糖市基本面的不确定性主要存在于巴西的天气与产量，在4月甘蔗正式开榨前市场对于巴西食糖产量仍有较大分歧。降雨减少对于巴西新榨季食糖产量的实际影响尚不明确，而制糖比的上行预期或对产量提升有所帮助，但是上行空间有限；而北半球主产国食糖减产的幅度正随着开榨时间的增加而有所减少。从交易驱动的角度来看，南半球利多且能兑现在国际贸易流上，相比之下，北半球虽然相对利空，但是考虑到印度暂不出口、预计对贸易流影响相对较小，因此我们预计短期内原糖下方有支撑（中国进口需求20-21美分/磅）。反观国内，考虑到每年一、二季度为原糖进口淡季，虽然内外价差需要收敛，但是目前驱动相对较弱，因此郑糖以被动跟随外盘为主、且在制糖成本附近有较强支撑。

2) 有上行空间：虽然春节后国产糖进入甘蔗压榨高峰期、且消费端进入传统销售淡季，但是考虑到目前不论是产区还是销区的绝对库存都处于偏低水平，在产销数据趋好、销售进度相对较快的背景下，不排除部分制糖厂及贸易商产生挺价惜售的心理。由此可见，在原糖尚无明显驱动、维持偏强震荡的情况下，郑糖预计维持偏多运行。

## 第二部分 基本面情况

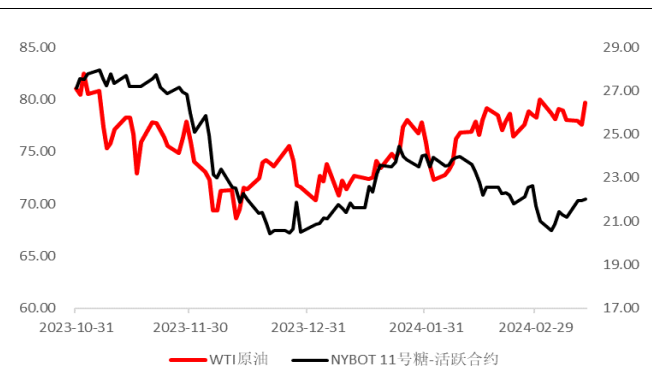
### 一、国际糖市供需格局

从国际糖市动态来看，由于印度和泰国预期减产，进口国对巴西糖的依赖度不断上行。巴西本榨季甘蔗压榨已基本结束，目前已进入去库阶段，巴西食糖出口量维持较高水平，港口等待装运的食糖数量有所减少、运输压力亦有所缓解。

展望下个榨季，巴西和印度降雨偏少引发市场对下个榨季糖产量的担忧。巴西的传统雨季从去年 11 月直至目前的降水情况大幅低于正常水平，市场担忧低降雨或将导致新榨季巴西糖产量的减少。市场普遍预计巴西下榨季制糖比仍存上行可能，目前正处于甘蔗生长阶段，实际糖产情况尚不确定性，天气风险仍存。后续还需关注巴西甘蔗生长期天气变化以及印度对糖产的预估。

国际糖业组织 (ISO) 于 2 月底发布的全球食糖市场报告中，上调了对当前 2023/24 榨季全球食糖短缺的预估，全球食糖供应短缺 68.9 万吨（高于 11 月份预估：33.5 万吨），并预计 2023/24 榨季贸易量将超过 6700 万吨，创历史新高，其中巴西供应了全球一半的食糖出口量和四分之三的原糖出口量。

图 1：WTI 原油与 ICE 11 号糖价格走势



数据来源：银河期货，WIND

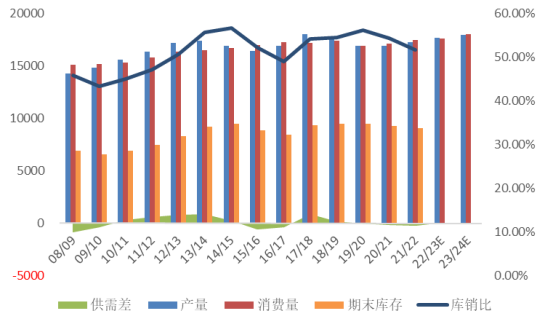
图 2：ICE 11 号糖与 CZCE 郑糖价格走势



数据来源：银河期货，WIND

图 3：ISO 对全球食糖供需格局的预估

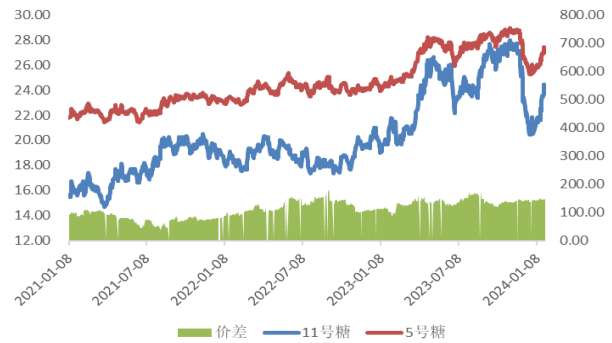
单位：万吨



数据来源：银河期货，ISO

图 4：原白糖主力合约价差

单位：美元/吨



数据来源：银河期货，ICE

## 二、国际糖市：关注天气风险对新榨季食糖产量&甘蔗压榨进度影响

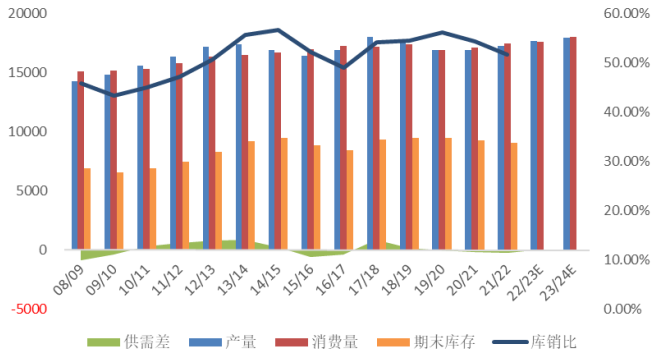
巴西 2023/24 榨季甘蔗压榨基本结束，受降雨充足、甘蔗单产表现良好以及高醇糖比推动当地糖厂制糖比例的提振，已实现丰产预期。截至 2 月下旬，巴西中南部已产糖 4200 余万吨，预计本榨季或将产糖 4200-4250 万吨，折算全巴西产糖约 4560-4610 万吨，同比增产 900 万吨左右。

巴西双周报显示，2 月下半月，巴西中南部地区甘蔗入榨量为 55.2 万吨，较去年同期的 7.2 万吨增加了 48 万吨，同比增幅达 668.49%；甘蔗 ATR 为 131.14kg/吨，较去年同期的 99.42kg/吨增加了 31.72kg/吨；制糖比为 23.39%，较去年同期的 5.15%增加了 18.24%；产乙醇 3.29 亿升，较去年同期的 1.54 亿升增加了 1.75 亿升，同比增幅达 113.49%；产糖量为 1.6 万吨。2023/24 榨季截至 2 月下半月，巴西中南部地区累计入榨量为 64714.8 万吨，较去年同期的 54328.4 万吨增加了 10386.4 万吨，同比增幅达 19.12%；甘蔗 ATR 为 139.55kg/吨，较去年同期的 141.14kg/吨下降了 1.59kg/吨；累计制糖比为 49.02%，较去年同期的 45.94%增加了 3.08%；累计产乙醇 327.04 亿升，较去年同期的 282.7 亿升增加了 44.34 亿升，同比增幅达 15.68%；累计产糖量为 4218.1 万吨，较去年同期的 3356.7 万吨增加了 861.4 万吨，同比增幅达 25.66%。

新榨季，市场此前一致预期高制糖比及产能的增加或将进一步抬升食糖产量，该利空因素已在盘面有所体现，而目前市场聚焦于天气风险对糖产增幅不及预期的担忧。各机构对于新榨季食糖产量预估分歧较大，对巴西中南部食糖产量预估大致在 4050-4200 万吨区间。除降雨对甘蔗单产及糖分累积的影响以外，巴西制糖比仍存较大优势，目前巴西乙醇折糖价在 15 美分/磅区间，糖醇价差超过 5 美分，食糖收益远高于乙醇，预计制糖比或有进一步抬升的可能，因此巴西新榨季糖产情况仍有较大不确定性，后续还需关注天气对甘蔗生长的影响以及 CONAB 第一轮估产。

图 5：全球食糖供需

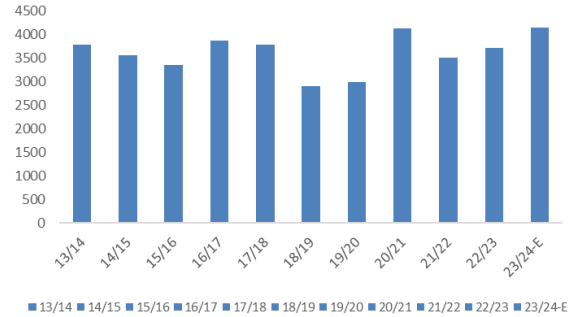
单位：万吨



数据来源：银河期货，ISO

图 6：巴西食糖产量

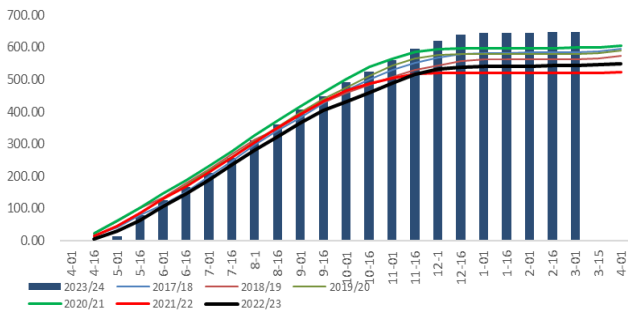
单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 7：巴西中南部累计甘蔗压榨量

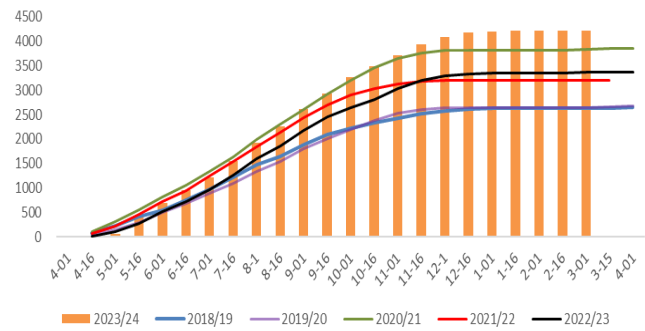
单位：百万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 8：巴西中南部累计产糖量

单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 9：巴西中南部累计出糖率

单位：kg/t

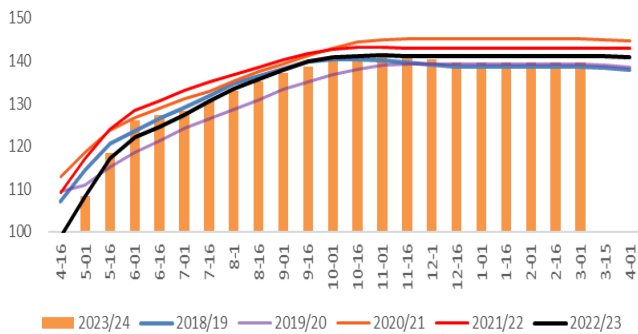
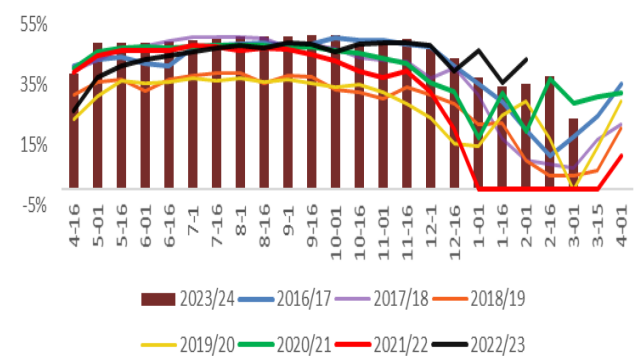


图 10：巴西中南部双周制糖比

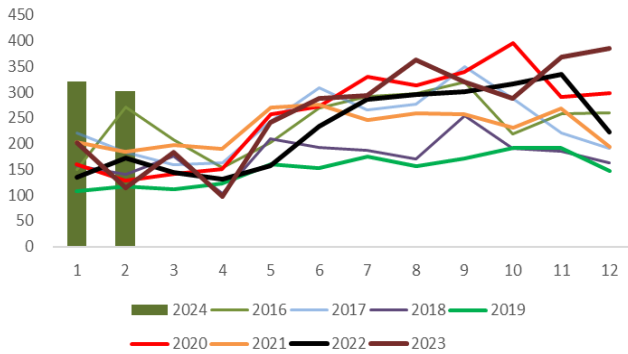
单位：%



数据来源：银河期货，UNICA

图 11：巴西出口

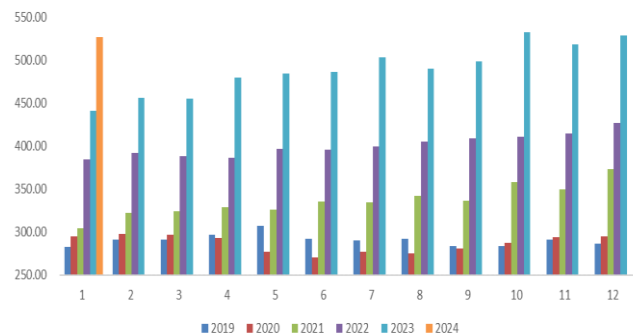
单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 13：巴西食糖月度出口均价

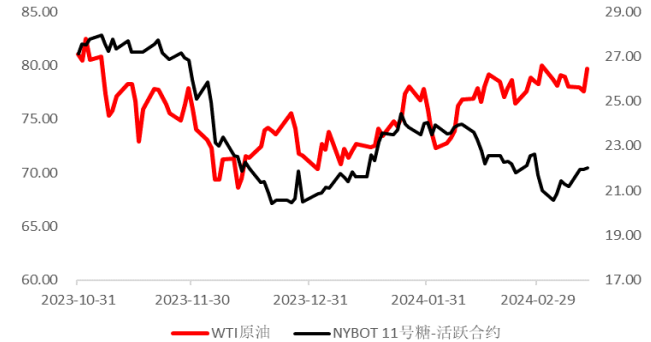
单位：美元/吨



数据来源：银河期货，UNICA

数据来源：银河期货，UNICA

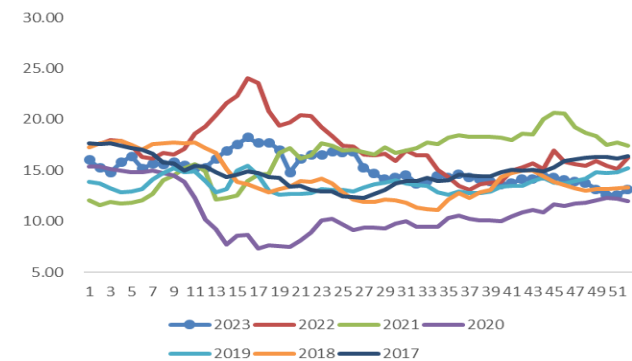
图 12：原油原糖期价走势



数据来源：银河期货，WIND

图 14：原糖与含水乙醇折糖价价差

单位：美分/磅



数据来源：银河期货，UNICA，WIND

### 三、国际糖市：北半球减产幅度的预期正逐步修复

当前是北半球主产国开始生产食糖的阶段，每年年底至次年一季度为泰国和印度食糖供应高峰期。今年今年受厄尔尼诺影响导致两大主产国降雨偏少，市场普遍预期两国食糖产量将有所下降。不过根据最新的双周报数据来看，两国的食糖产量同比降幅正在逐渐缩小。

印度此前受厄尔尼诺影响、糖产预期同比下降，不过减产幅度正在逐步修复。印度糖厂协会（ISMA）表示，因最近的天气有利于甘蔗生长，北方邦、马邦和卡邦等主要食糖产区的糖业协会将 2023/24 榨季的食糖产量预估



值上调。ISMA 上调 2023/24 榨季印度食糖总产量至 3400 万吨（未分流糖制乙醇），较此前预测的 3305 万吨上调 95 万吨。

受降雨增加的影响，印度糖产高于此前预期，各主产邦 23/24 榨季糖产预估上调 5%-10%。ISMA 会长建议乙醇分流量应额外增加 100-120 万吨，国内供应仍可满足。若本榨季食糖产量在 3250-3400 万吨，那么去除乙醇分流的 170 万吨，在满足国内食糖消费的背景下，印度仍有 300-400 万吨左右的食糖可供出口或制醇。根据乙醇折糖价来看，目前甘蔗汁乙醇折合成原糖价格为 24-25 美分/磅，制醇利润不亚于制糖，甚至高于制糖。不排除印度政府后续或有放宽制醇政策的可能。

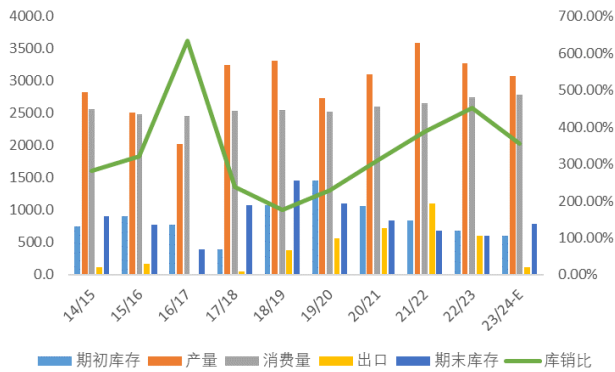
基于新榨季产量和库存双低的预期下，市场普遍预计新榨季食糖出口或将处于低位水平。考虑到印度糖出口旺季一般在 12 月至次年 3 月左右，若印度实施食糖低出口量，那么 2024 年一季度国际糖市对巴西的依赖程度将进一步提高。除此以外，印度即将迎来大选，通过禁止粮食出口、建立储备来控制通胀成为了关键举措，此前印政府已对非巴斯马蒂白米及洋葱出口实施了限制政策。目前印度已对糖蜜出口设限，食糖出口配额也并未发放。后续还需关注政策对于印度食糖出口的影响。

泰国方面，基于目前的天气和作物替代情况，市场预计 2023/24 榨季泰国糖产量将减至 850-900 万吨的区间。截至 2 月 23 日，累计甘蔗入榨量为 7200.45 万吨，同比减少 392.96 万吨，降幅 5.18%；含糖分为 12.19%，同比减少 0.93%；产糖率为 10.38%，同比减少 0.96%；累计产糖量为 747.27 万吨，同比减少 113.69 万吨，降幅 13.21%。

展望下个榨季，政府通过上调甘蔗收购价来增加农户种植意愿。泰国 2022/23 榨季甘蔗最终价格为 1197 泰铢/吨，2023/24 榨季初始价格为每吨 1,420 泰铢/吨（已超过木薯种植收益）。印度政府批准新榨季甘蔗的最低销售价格提高约 8%至 340 卢比/公担。食糖产量受种植面积及天气影响较大，有分析师预计新榨季印度糖产量受水库水位下降或将对甘蔗种植产生不利影响、预计将降至 2800 万吨。由此可见，天气变化仍是产量不确定的较大风险。

图 15: 印度食糖供需

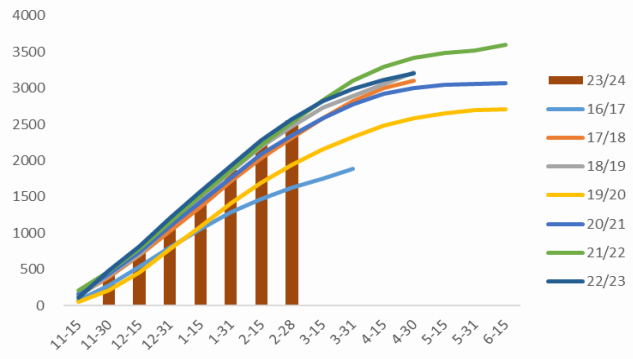
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISMA

图 16: 印度双周累计食糖产量

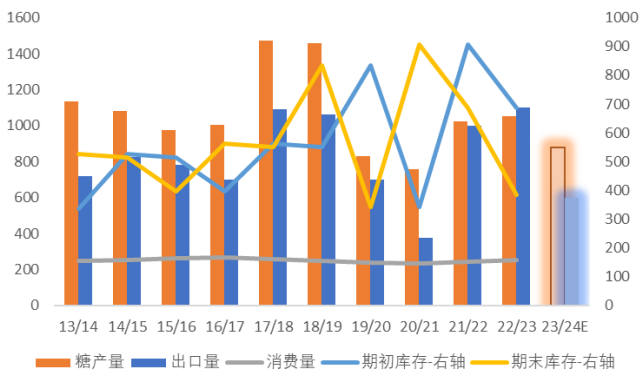
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISMA

图 17: 泰国食糖供需

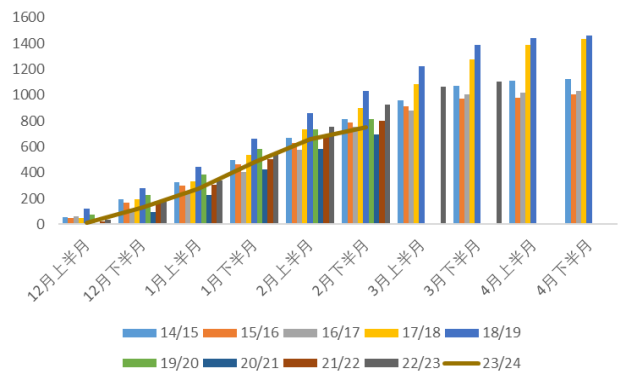
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, OSCB

图 18: 泰国双周累计食糖产量

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, OSCB

#### 四、国内糖市: 库存处于历史低位, 销售进度较快支撑现货价格

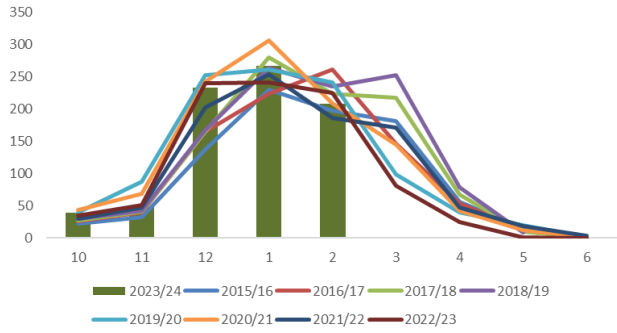
截至 2 月底, 2023/24 年制糖期 (以下简称本制糖期) 甜菜糖厂已全部停机, 甘蔗糖厂已有收榨。从产销数据来看, 虽然绝对数值有所回落, 但是产销率高于去年同期。叠加新增工业库存&多地第三方库存均处于历史低位, 预计对盘面价格有所支撑, 不排除部分制糖厂及贸易商产生挺价惜售的心理。

截至 2 月底, 23/24 榨季已累计产糖 795 万吨, 同比增加 3 万吨; 累计销糖 378 万吨, 同比增加 41 万吨; 新增工业库存 417 万吨, 同比减少 38 万吨。据第三方不完全统计, 广西第三方库存 283 万吨, 同比减少近 9 万吨; 云南第三方库存 60 万吨, 同比减少近 14 万吨。



图 19: 全国月度食糖产量

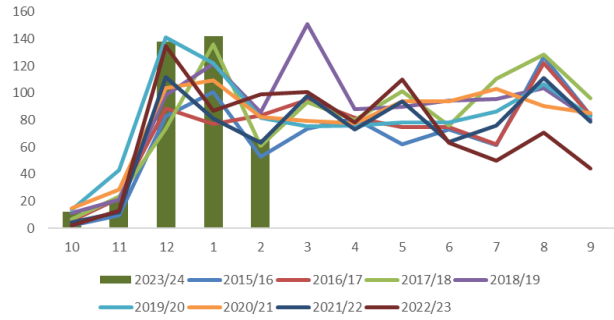
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 20: 全国月度食糖销量

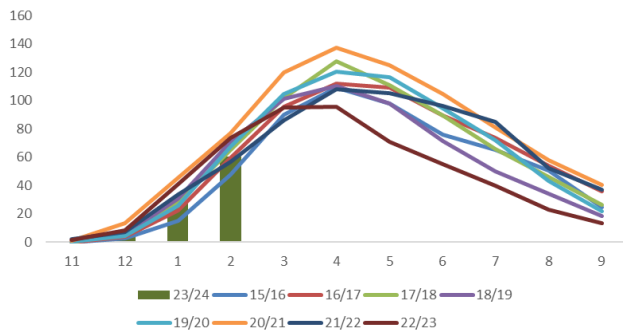
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 21: 云南第三方库存

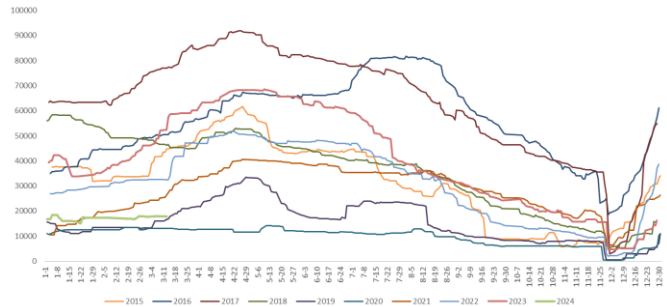
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 22: 白糖仓单

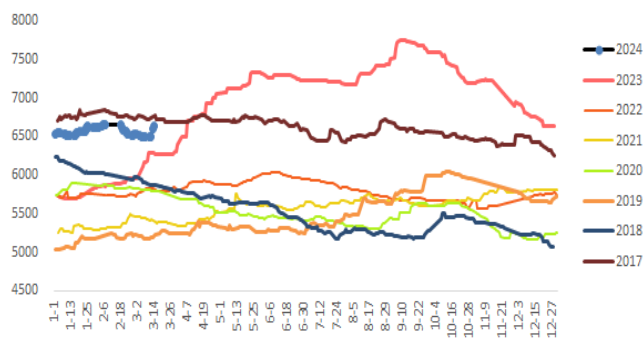
单位: 张



数据来源: 银河期货, WIND

图 23: 柳州白糖现货价

单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 24: 广西-云南现货价差

单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 25: 全国新增食糖工业库存

单位: 万吨

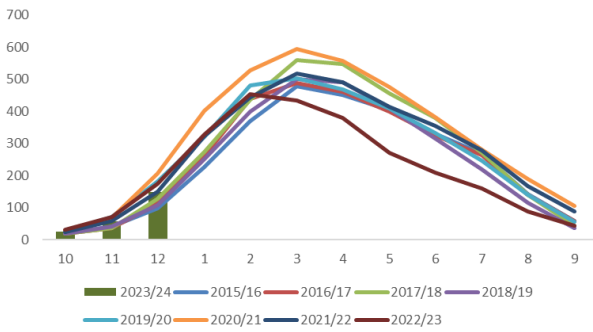
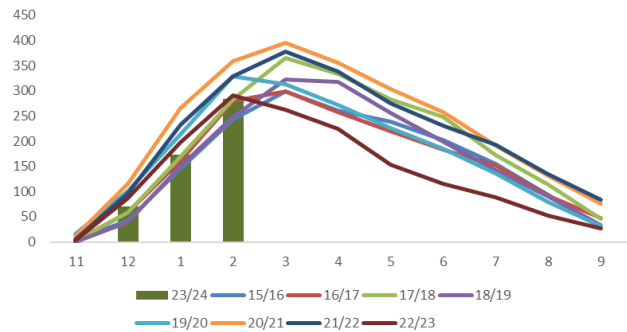


图 26: 广西第三方库存

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

数据来源: 银河期货, WIND

## 五、 原糖进口进入传统淡季

2023 年 12 月我国进口食糖 50 万吨, 同比-4%, 1-12 月累计进口 397 万吨, 同比-25%。1 月仍有 60-80 万吨左右的高量进口糖, 进口边际供应仍然较为充足。糖浆及预拌粉进口 12 万吨, 同比增加 4.67 万吨, 增幅 63.71%。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%; 进口税则号 170290 项下三类商品 181.75 万吨, 同比增加 73.42 万吨, 增幅 67.77%。

从中国食糖进口船期来看, 预计 1 月国内进口量仍维持高位, 短期食糖进口较为充足。考虑到我国食糖集中进口阶段为三季度, 因此当前内外价差收敛驱动有限。

图 27: 糖浆及预拌粉月度进口量

单位: 万吨

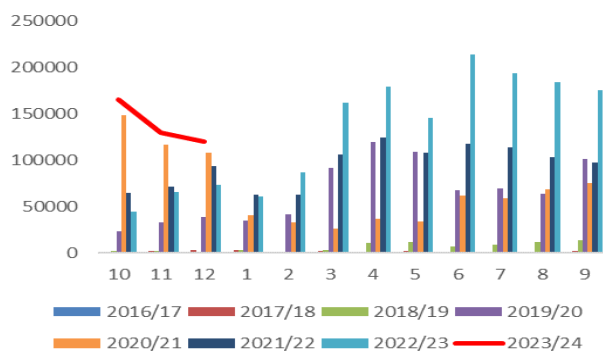
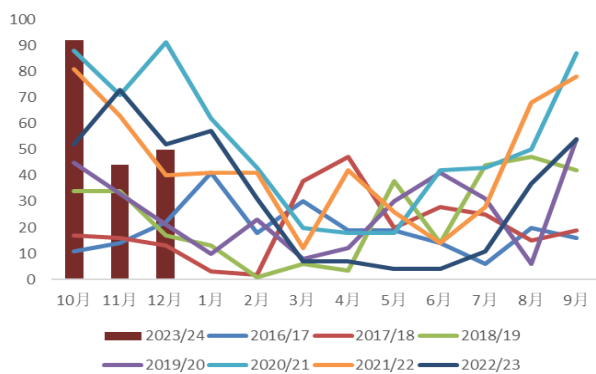


图 28: 食糖月度进口量

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, 新闻整理

数据来源: 银河期货, WIND

### 第三部分 行情展望

从国际市场来看，北半球主产国甘蔗压榨已接近尾声，与此同时考虑到印度食糖暂不出口，因此国际贸易流主要供应取决于巴西。目前最大的变量则是天气风险对于巴西新榨季食糖产量及甘蔗压榨进度的影响。在国际糖市大部分国家（除巴西）库存偏低的背景下，若巴西中南部降雨持续偏低，叠加政策对于无水乙醇用量增加的可能性（食糖分流乙醇的增量相应增加），原糖下方空间有限、20 美分/磅支撑较强。

从国内市场来看，产销区库存都处于历史低位水平，销售进度加快，不排除部分制糖厂及贸易商产生挺价惜售的心理。在原糖尚无明确驱动、维持偏强震荡的情况下，郑糖短期内维持偏多运行。后续还需关注糖浆及预拌粉政策变化对盘面的影响。

## 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

## 联系方式

银河期货有限公司 银河农产品

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799