



作者：农畜产品组 张向军

执业编号：F0209303（从业） Z0002619（投资咨询）

联系方式：010-68571692 /zhangxiangjun\*@foundesc.com

成文时间：2022年3月15日星期二

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

## 半江瑟瑟半江红

## ——2021 年白糖市场回顾与 2022 年展望

方正中期研究院 张向军

## 目录

第一部分 白糖价格历史走势回顾.....	3
一、早期糖价牛熊交替 近年波幅逐渐收敛 .....	3
二、2021 年白糖期货行情回顾 .....	5
第二部分 主要产区此消彼长 2021/22 年度全球食糖略有短缺.....	8
一、2020/21 年度全球食糖小幅减产 .....	8
二、2021/22 年度预计供需缺口依然存在 .....	8
三、2020/21 年度国内食糖产量基本稳定 外糖进口达到高位 .....	12
四、2021/22 年国内产糖及进口量预计小幅减少.....	13
第三部分 供需平衡表预测及解析.....	16
一、国内食糖供需形势预测 .....	16
二、国际食糖供需形势略偏紧 .....	17
第四部分 国际原糖持仓及国内食糖价差分析.....	18
一、2021 年原糖净多持仓处于历史高位 .....	18
二、期现价差及郑糖跨合约套利 .....	19
第五部分 白糖期货价格技术与展望.....	20
一、技术分析 .....	20
二、季节性分析 .....	21
三、期权交易分析 .....	22
第六部分 对 2022 年糖价的行情展望.....	23
第七部分 相关股票价格及涨跌幅.....	23

## 内容摘要：

2021 年国内糖价震荡上行，主要是受到国际糖价走高的提振。从供需面来看，虽然国产糖小幅增产，但由于国内疫情防控得力，社会经济基本恢复正常，食糖消费也出现回升。不过，外糖进口量达到创纪录高点，这对糖价走势带来压力，这是国内糖价升幅（郑糖指数年度上涨约 30%）显著低于国际糖价（ICE 原糖年度涨幅约 115%）的重要原因。国际糖价走强一方面是由于巴西主要产区先后遭遇严重干旱以及霜冻的影响，导致甘蔗产量同比下降约 13%，且甘蔗制糖比例由 2020 年平均 46.6%下降至今年的 45.3%；另一方面，美联储超常规的宽松货币政策对于商品市场有利多刺激，很多商品的价格都已显著超过 2020 年疫情爆发前的水平。

不过，2021 年底美联储逐渐缩减购债力度，市场预计 2022 年下半年可能进入加息周期，从货币政策转变来看对于国际糖价将会产生长期偏空的影响。还有，2021/22 年度预计印度、泰国食糖产量及出口量将处于历史较高水平，如果产区气候正常，2022 年二季度前后全球食糖不会出现明显短缺。而巴西甘蔗生长可能略好于 2021 年，但食糖产量还要受到原油价格、货币汇率以及市场供需情况等多重因素的影响而存在较大不确定性。不过，除非全球主要产区因异常情况而出现较大减产，否则国际糖价再创新高的动力恐怕不足。对于国内市场来说，来自国外糖价上涨的带动作用可能也会减弱，但国内预期减产且外糖进口量可能下降，这些因素则对糖价有支持作用。预计 2022 年郑糖期货价格走势仍以宽幅震荡为主，可能主要会在 5200~6200 元区间波动。

# 第一部分 白糖价格历史走势回顾

## 一、早期糖价牛熊交替 近年波幅逐渐收敛



图 1-1. 郑商所白糖指数长期走势图  
资料来源：Wind 方正中期研究院整理

### 1、早期糖价走势牛熊交替

回顾以往市场表现，糖价牛熊行情交替与食糖供需形势密不可分。由于食糖消费逐年稳步增长，所以食糖产量的增减是推动价格走势的主要因素。国内白糖期货于 2006 年 1 月挂牌上市，至 2019 年经历了三次熊市（2006~2008 年、2011~2014 年、2017~2018 年）和两次牛市（2009~2010 年、2015~2016 年）。

**第一次熊市：**2006 年初白糖期货上市伊始，正值国内食糖连续第三年减产，市场大肆推高糖价。为稳定价格、保证市场需求，国家在当年累计抛储百万吨，加上 2006/07 年度国内开始进入增产周期，且国际糖价也冲高回落，到当年 9 月份，期货糖价回落至 3200 元，较高点几乎跌去一半。2007 年糖价走势相对平淡，波幅较 2006 年明显收敛，只是糖价在回落至 3400 附近时引发政策收储，虽然当年收储数量不大，但对提振市场信心有帮助，当年四季度糖价回到 4000 元上下波动。2008 年迎来第三年增产，虽然当年 2 月份曾因南方产区出现罕见的冰冻天气而刺激糖价一度飙升至 4800 元，但随着全年产量创历史新高的局面日益明朗，糖价重新回到四千元下方。而且，由于美国次贷危机逐渐显现，糖价跟随其他大宗商品持续下行，10 月国庆长假之后一路跳水，最低下探至 2800 元左右。

**第一次牛市：**2009 年国内外食糖重新开始减产周期，且美国政府推出 QE 量化宽松刺激政策，中国也出台四万亿的利好措施，国内外糖价迎来新一轮牛市行情。到 2009 年底，郑糖期货价格上摸至 5600 元，较年初几乎翻一倍。2010 年国内食糖继续减产，巴西、泰国的食糖产量及预期，全球食糖市场的供给缺口扩大至 940 万吨（原糖值），这也是继 2008/09 制糖年出现 1170 万吨的供给缺口之后的第二个供小于求的年份。供需矛盾尖锐加上美国继续推出货币刺激政策，国际糖价再创新高，国内糖价也跟随走高，政策抛储不但未能缓和上涨速度，反而造成供应紧张的预期，11 月份糖价突破了七千元。

**第二次熊市：**2011 年国内外食糖迎来增产周期，年初经历惯性冲高之后进入宽幅震荡，国内政策抛储力度进一步加强，进口规模也有所扩大，当年国内食糖总供应量较上一年增加 40 万吨。随着供需形势的转变，糖价也出现牛熊市场交替的拐点。2012 年起白糖市场正式进入熊市，尽管国内政策由抛储转为收储，但仅刺激价格出现短暂反弹，未能扭转下跌趋势。而且，人为造成国内糖价一度大大高于国际市场，配额外高关税进口也有可观利润，于是 2011/12 年度外糖进口量由上年度 207 万吨大增至 426 万吨。加上国内食糖产量增加了 106 万吨，于是供应压力导致糖价回到 5000 元附近寻找支撑。2013、2014 年食糖继续增产，进口量也维持在 400 万吨上下徘徊，市场总供应量则分别接近 1600、1800 万吨。虽然 2013 年国家收储数量达到空前的 180 万吨，但无法改变供应过剩的事实，反而使得国内外食糖价差继续扩大，进口量居高不下。

**第二次牛市：**2015 年国内糖价由熊市向牛市转变，由于 2014/15 年度食糖减产 280 万吨，且外糖进口量受到有效控制，国内食糖供应形势向利多倾斜。2016 年国内糖价进入本轮牛市的第二年，2015/16 年度食糖产量创出 870 万吨的新低，且外糖进口量继续受到有效控制，国内食糖供应形势倾向利多。不过，由于销售形势相对低迷，糖价上涨走势并不顺利。而且，国家恢复抛储调控，供应缺口被有效弥补。

**第三次熊市：**2017 年国内食糖进入增产周期，全球市场也由短缺向过剩转化，国内外糖价都结束上涨趋势转为回调。2016 年 12 月抛储行为打破了此前在榨季不会抛储的预期，也为贯穿 2016/17 制糖年度的政策抛储做好了铺垫。2017 年 5 月下旬商务部公布对进口食糖征收保障特别关税，郑糖价格当日高开低走，外糖持续下跌使得提高关税的作用大大降低。进入 2018 年以后，国内糖价整体下行，特别是期货价格走势更弱。国内食糖连续第二年增产，而销售形势不乐观。此外，国际市场面临严重过剩，印度、泰国食糖产量创出新纪录，巴西减产的影响被抵消，国际糖价也创下 2015 年 10 月份以来的新低。

## 2、近年糖价波幅收敛

进入 2019 年之后，国内糖价止跌回升。但是，没有像以前那样重返牛熊循环，而是进入震荡格局。一方面国内食糖产量波幅收敛，随后连续三个年度国产糖保持在 1042-1076 万吨，非常稳定。另一个方面国际糖价在 2019-2020 年波幅较小，对国内糖价的冲击也有所减弱。2019 年上半年糖价走势偏弱，"即将取消进口糖特别保障关税"的题材令糖价承压。不过，广西推迟糖厂兑付甘蔗收购款，并且实施临时收储，大大缓解了糖厂的资金压力。且下调增值税令 3 月食糖销量创历史单月新高对糖价有利好刺激。下半年国内销售形势乐观以及外糖进口量显著萎缩对糖价起到刺激作用。特别是，对于国际食糖可能在 2019/20 年度、2020/21 年度存在 350 万吨、600 万吨供应缺口的预期带来利多支撑。

但是，进入 2020 年后，因突发公共卫生事件的冲击，糖价跟随其他商品普遍走低。巴西甘蔗制糖比例大幅上升，食糖增产近千万吨。这样，全球食糖供需可能大致平衡，糖价缺乏大涨暴跌的基础。此后，多国为重振经济出台了力度可观的刺激措施，原油及股市回升带动糖价反弹。不过，国内因进口糖及糖浆增多带来供应压力，整体上维持低位震荡格局。

2019-2020 年郑糖价格高低点波幅仅 1200 元左右，显著低于以往牛熊市波幅 3000、4000 元的水平。虽然 2021 年郑糖跟随国际糖价走高，但这三年中波幅最大时也不过 1500 元。国内食糖产量保持稳定，进口原糖加工产能提高将导致供应潜力稳中有增，而社会消费习惯转变可能拖累食糖需求增长，预计糖价保持相对稳定的局面还会延续。

## 二、2021 年白糖期货行情回顾



图 1-2. 2021 年 ICE11 号糖走势图

资料来源：Wind 方正中期研究院整理



图 1-3. 2021 年郑糖指数走势图

资料来源：Wind 方正中期研究院整理

2021 年郑糖价格震荡上行，节奏感不强。主力合约历经数次换月，价格自 5200 元附近升至 6100 元，整体表现与 2019 年相似。尽管 2020/21 年度国内进口外糖创出 633 万吨的历史新高，国产糖数量也处于 2014/15 年度以来的高位，供应压力较为沉重，但糖价不跌反涨，主要原因在于国际糖价走强起到提振作用。

国际糖价走势主要经历了 1-2 月、4-5 月、7-8 月三次阶段性上涨，除了 3 月份出现较明显回调之外，5-6 月、9-10 月则以震荡休整为主。巴西甘蔗主产区先后遭遇严重干旱及霜冻的影响，甘蔗产量下降以及原油价格走高刺激甘蔗生产乙醇比例上升拖累巴西食糖生产，这是全年影响国际糖价走势的主线逻辑。此外，欧洲疫情反复、法国霜冻、印度食糖出口等因素也对糖价阶段性表现造成影响。

2021 年一季度，郑糖走势先是震荡上行，主力合约价格由 5200 元附近上涨至 5600 元，而进入 3 月份之后糖价开始回调，再次接近 5200 元左右。在此期间，国际市场糖价一度受泰国食糖减产及中国、印尼等采购意愿强烈的推动而走高，且美联储实施宽松政策在宏观面也起到利多作用。而国内食糖正处生产旺季，且外糖进口量持续保持偏高水平，供应压力令郑糖走势弱于外糖。2 月末国际糖价冲高回落，3 月份持续震荡下行，印度产量可能高于预期，且出口形势好转。巴西主产区临近开榨，乙醇需求疲软令市场预

期甘蔗制糖比例可能继续保持在高位。此外，欧洲疫情出现反复引发对于食糖消费增长的担忧。国内供应压力沉重是当时主要的利空因素。

4月起巴西主产区进入开榨旺季，但干旱天气使得甘蔗产量同比减少，另外法国因霜冻造成甜菜严重受损，且极度宽松的货币政策使得商品通胀预期强烈。以上因素推动国际糖价再创年内新高。此时，国内产糖榨季进入尾声，国际糖价走势强劲起到带动作用，郑糖主力合约在5月中旬冲高至5800元。

5月下旬至7月底国内外糖市都以震荡整理走势为主。虽然泰国、欧盟食糖减产，但印度增产且出口量刷新纪录，现阶段全球食糖供需矛盾有所缓和。国内则处于销糖淡季，工业库存持续处于2015年以来的高位。

7月中旬以后，国内外糖价震荡上行。8月中旬，ICE11号原糖10月合约突破20美分，创出2017年二季度以来的新高。郑糖走势相对偏弱，但主力SR2201合约在也突破6000元关口。国际糖价仍是领涨地位，6月底到7月初巴西南部地区曾出现连续三夜霜冻天气，7月下旬以来再次发生零度以下的严重霜冻，出现60年一遇的低温降雪。考虑到年初巴西曾发生90年来最严重的持续干旱，与此时霜冻影响叠加，市场预测巴西本年度甘蔗产量可能下降15%，或许是近九年来最低水平。国内方面，进口糖数量增长对国产糖消费有不利影响，国产糖库存持续处于2015年以来的高位。虽然有外糖的带动，但国内糖价的升幅明显偏低。

经过9月份震荡整理之后，10月初起国内外糖价走势有所分化，外强内弱的规律被打破。尽管巴西甘蔗减产使得糖厂提前收榨，但减产题材最终兑现使得其利多作用被市场所消化。而且，产区降雨增加令甘蔗长势得到一定好转，对2021/22年度食糖增产埋下伏笔。而且，泰国、欧盟食糖产量预期增加，可部分弥补巴西减产带来的不利影响。尽管印度增加甘蔗乙醇的生产将影响食糖产量，但预计印度仍具有出口600万吨左右食糖的能力。此外，美联储宣布自11月起逐渐减少购债力度，宽松政策转向对于商品市场造成普遍压力。这样，国际糖价延续震荡格局。对于国内市场而言，虽然百万吨以上的结转陈糖和创纪录的进口糖形成现实的供应压力，但是前期糖价走势外强内弱使得配额外进口糖利润转为负值，市场预期未来较长时期内进口糖数量会显著减少，于是国庆假期之后郑糖发动了新一轮涨势，主力合约一度突破6100元。不过，外糖走势偏弱，且宏观面存在利空压力，国内新糖上市高峰临近，郑糖最终还是遇阻回落。

## 第二部分 主要产区此消彼长 2021/22 年度全球食糖略有短缺

### 一、2020/21 年度全球食糖小幅减产

2020/21 年度，虽然泰国、欧盟食糖减产，但印度增产且后劲十足，食糖出口量高达 720 万吨，刷新历史纪录。且世界上部分地区疫情出现反复，高海运费也不利于食糖进口，国际食糖消费增幅有限。这样，全球食糖供需矛盾有所缓和。巴西主产区因先后遭遇严重干旱以及低温霜冻的影响，甘蔗产量显著减少，再加上乙醇价格飙升的影响，甘蔗制糖比例也明显低于 2020 年。作为世界最大的产糖国，巴西糖产量下降拖累全球总产。

#### 主要产糖国具体生产情况如下：

印度：由于今年天气状况有利，且国际糖价表现强劲，印度食糖产量及出口量均有明显增长。2020/21 榨季印度累计产糖量为 3067 万吨，同比增加 355 万吨。本榨季食糖出口总量达 720 万吨，同比增加 130 万吨。

泰国：受不利天气的影响，2020/21 榨季甘蔗减产使得榨季缩短，累计压榨甘蔗 6665.88 万吨，同比降 11%；产糖 757 万吨，同比降 8.5%，为 2009/10 榨季以来最低水平。

巴西：自 2021 年年初以来，巴西甘蔗产区降水量长期偏低。5 月下旬，巴西政府发出干旱警告，称该国正面临 91 年来最严重干旱期。今年 1-6 月份的降雨量比正常水平低 43%。据专业机构预测，2021 年 4 月份开始的 2021/22 制糖年度中，甘蔗压榨量可能将减少 10%，主产区食糖产量可能为 3410 万吨，较上年度减产约 400 万吨。7 月前后巴西出现霜冻天气，食糖产量再次下调。近期巴西政府将主产区产量预估进一步下调至 3070 万吨。

### 二、2021/22 年度预计供需缺口依然存在

2021 年 11 月份巴西食糖生产进入尾声，预计主产区同比上年减产 400 余万吨。因年初干旱及年中霜冻对甘蔗生长造成损害，2022 年甘蔗产量即使恢复性增加，预计幅度也有限。印度得益于有利天气及国际高糖价的刺激，2021/22 年度食糖生产及出口仍可能维持高位。泰国在连续两年减产之后恢复增产，食糖产量有望重回千万吨左右。还有，欧盟地区甜菜长势改善预计推动食糖增产。整体看，巴西减产的影响大



体被印度、泰国、欧盟等地增产所弥补，但可能依然存在部分缺口。产区天气状况以及原油、糖价走势将影响食糖产量。

专业机构大多认为 2021/22 榨季全球食糖会有短缺，也有部分预测小幅过剩。国际糖业组织（ISO）认为，全球食糖产量预估为 1.7047 亿吨，同比减少 18.5 万吨，由于消费放缓，2021/22 榨季全球糖短缺 255 万吨。机构(TRS)预计全球 2021/22 年度食糖供应趋紧，供需缺口达 663 万吨。Alvean 预计 2021/22 年度全球供应缺口将比上一年度增加近一倍，达到 600 万吨。经纪商 StoneX 预计 2021/22 年度全球食糖供应缺口 180 万吨。嘉利高糖业预估，2021/22 榨季全球将生产 1.7432 亿吨糖，产量将比消费量多出 40 万吨。

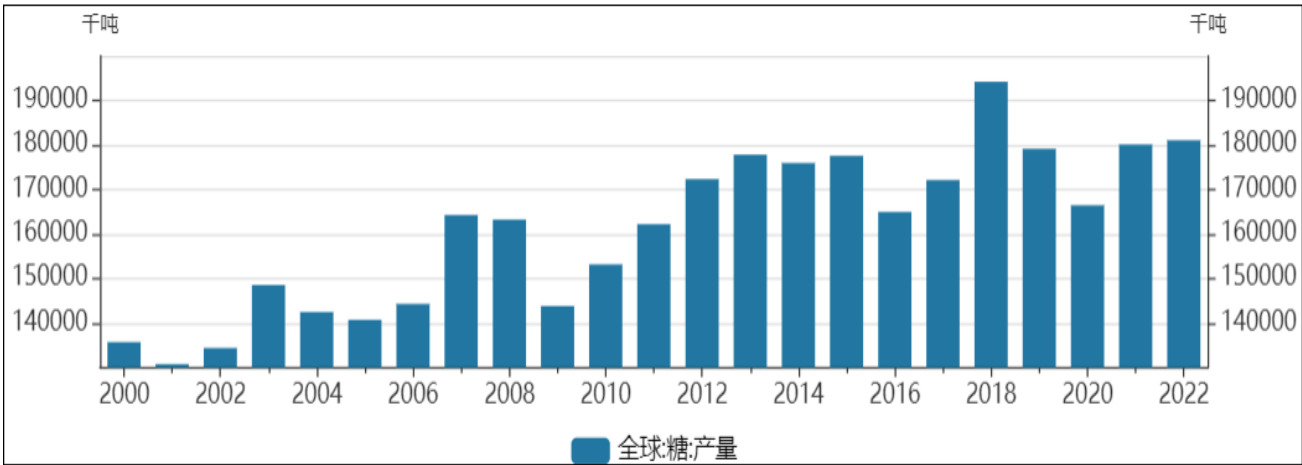


图 2-1. 近 20 年来全球食糖生产形势  
资料来源：Wind 方正中期研究院整理

主要产糖国生产形势如下：

1、巴西：2021 年榨季进入尾声，十月份上半月的甘蔗入榨量略高于预期，为 1969 万吨。因此，巴西中南部本榨季累计压榨了 4.87 亿吨甘蔗，累计产糖 3035 万吨。随着接下来的生产偏向于乙醇，本榨季最终产糖量预估为 3200 万吨。

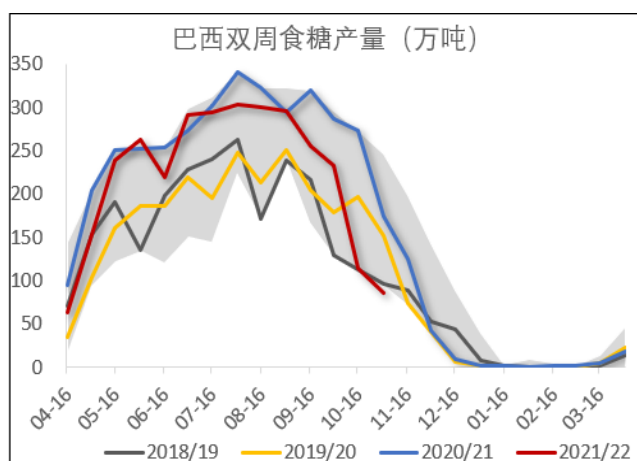


图 2-2. 巴西食糖生产进入尾声

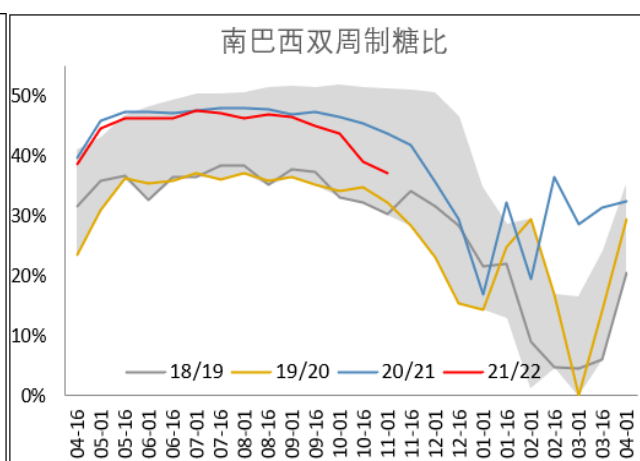


图 2-3. 巴西甘蔗制糖比例由高位下降

资料来源：Unica 方正中期研究院整理

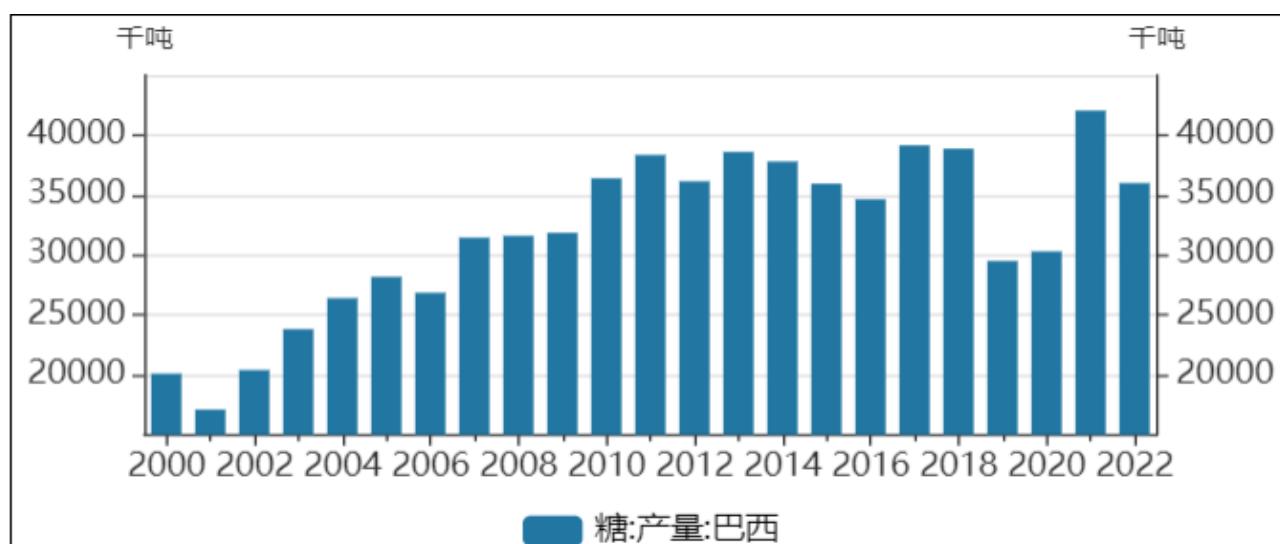


图 2-4. 巴西食糖长期生产形势

资料来源：Wind 方正中期研究院整理

由于2021年巴西甘蔗生长遭受严重干旱及霜冻打击，预计2022年产量难以显著回升。机构预估巴西中南部产区2022/23年度甘蔗产量可能在5.3-5.5亿吨，略高于本年度的5.25万吨。2021年底出现拉尼娜现象，对于巴西甘蔗生长的影响还有待观察，但可能会导致甘蔗产量预期下调。

**2、印度：**截至2021年11月底，印度已有416家糖厂开榨，高于上年同期的409家。已产糖472.1万吨，同比增加41.9万吨。

印度2021/22榨季甘蔗面积为543.7万公顷，同比增加3%。印度糖协在10月底的第二次估产中，下修糖估产至3050万吨，较7月的首次估产低50万吨。由于乙醇生产增加分流食糖产量，食糖的供应压力

有所减轻。此外，2021/2022 榨季预计食糖出口量将达到 500-700 万吨，维持历史偏高水平，令期末库存实现二连降。

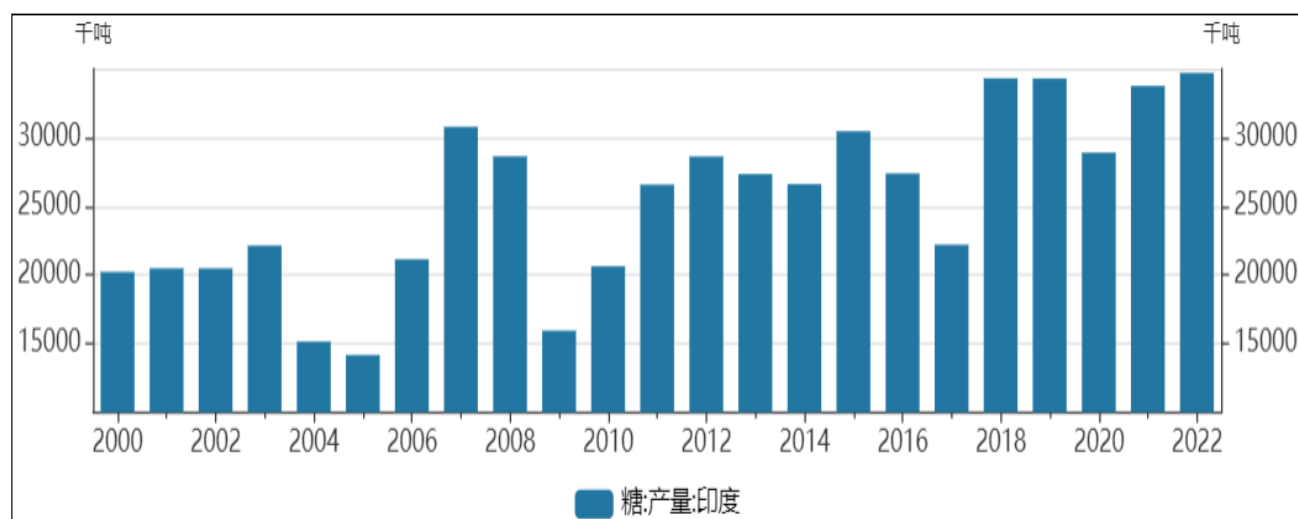


图 2-5. 印度食糖产量形势

资料来源: Wind 方正中期研究院整理

**3、泰国:** 因天气状况改善，预计 2021/22 榨季泰国蔗产量增至 9000-9500 万吨，食糖产量将回到 1000 万吨以上，或许在 1050 万吨左右。食糖出口预计升至 500-600 万吨。

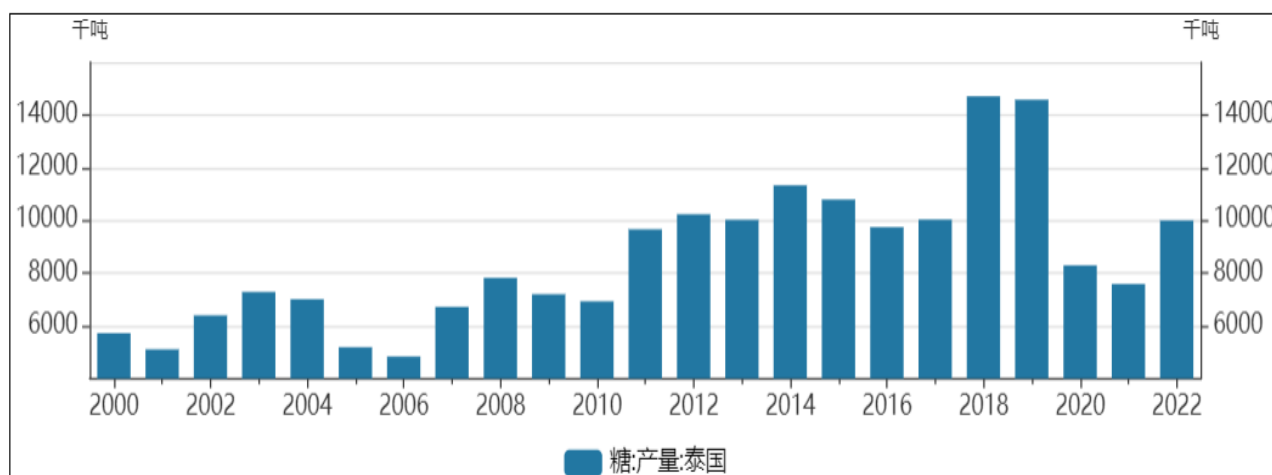


图 2-6. 泰国食糖产量形势

资料来源: Wind 方正中期研究院整理

据 11 月 19 日泰国甘蔗和食糖协会办公室(Office of Cane and Sugar Board)副秘书长 Virit

Viseshsinth 发布的信息，泰国本榨季（2021/22 年榨季）甘蔗产量预计增长近三分之一，从上一榨季受旱情冲击降至十年最低的低谷中大幅增长，他称，本年度泰国蔗区降雨情况良好，同时甘蔗收购价格高促使农民将其他农作物改种甘蔗，预计在到明年 4 月份结束的 2021/22 榨季年度泰国的甘蔗压榨量达到 8570 万吨，预计产糖量将达到 950 万吨，远高于上一榨季的 750 万吨。

### 三、2020/21 年度国内食糖产量基本稳定 外糖进口达到高位

2020/21 年制糖期全国共生产食糖 1066.66 万吨（上制糖期同期 1041.51 万吨），同比多产糖 25.15 万吨。广西、云南以及内蒙等产区有所增产。其中，甘蔗糖产量 913.4 万吨（上制糖期同期 902.23 万吨）；甜菜糖产量 153.26 万吨（上制糖期同期 139.28 万吨）。

本制糖期全国共销售食糖 961.8 万吨（上制糖期 985 万吨），累计销糖率 90.2%（上制糖期同期 94.6%）。其中，销售甘蔗糖 808.5 万吨（上制糖期同期 846 万吨），销糖率 88.5%（上制糖期同期 93.7%）；销售甜菜糖 153.3 万吨（上制糖期同期 139.3 万吨），销糖率 100%（上制糖期同期 100%）。

2021 年 1-9 月份中国累计进口糖 384 万吨，同比上年同期增长 38.4%。2020 年 10 月至 2021 年 9 月累计进口 633 万吨，同比增加 258 万吨，增幅 68.8%。

尽管 9 月国内食糖销量同比略增，但 2020/21 年度期末工业库存仍高达 104.88 万吨，较前两年同期库存总和还多出约 12 万吨，是 2015 年以来最高水平。

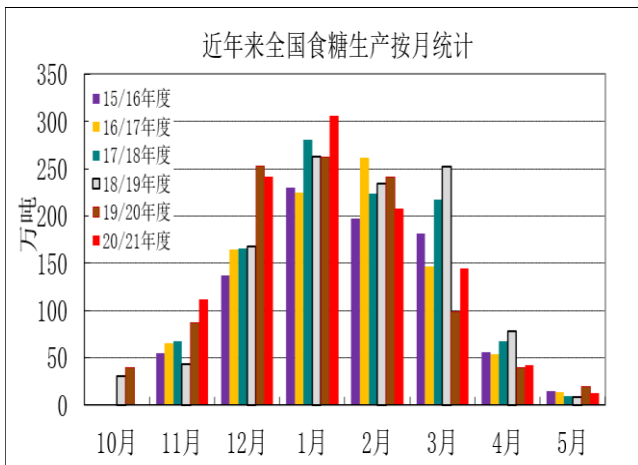


图 2-7 国内白糖月度产量

资料来源：中糖协 方正中期研究院整理

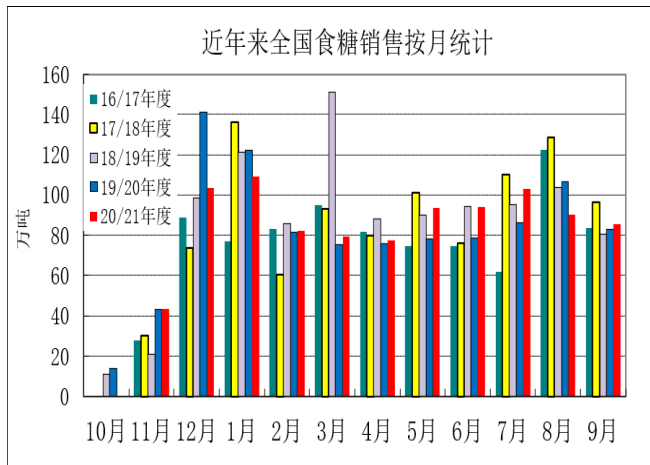


图 2-8 全国食糖销售进度

资料来源：中糖协 方正中期研究院整理

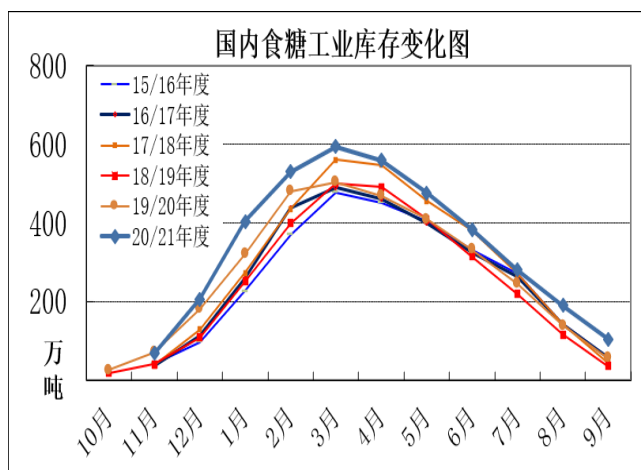


图 2-9 国内白糖工业库存  
资料来源：中糖协 方正中期研究院整理

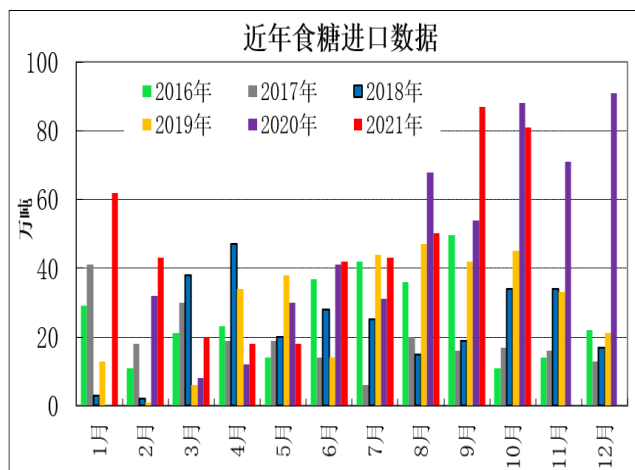


图 2-10 近年食糖进口数据  
资料来源：中糖协 方正中期研究院整理

#### 四、2021/22 年国内产糖及进口量预计小幅减少

受玉米种植收益增高的影响，2021 年内蒙甜菜种植面积明显萎缩，预估由 230 万亩降至 130 万亩，新疆种植也有减少。甘蔗产区种植面积稍有下降，全国糖料作物总的种植面积预计低于 2000 万亩，较 2020/21 年度缩小了 150 万亩。

糖料生长期间产区大部分时间天气状况较为正常，因降水较为充沛，甘蔗、甜菜的单产预计较上年有所增加。据农业农村部预测，甘蔗单产增加 0.08 吨/亩，甜菜单产增加 0.11 吨/亩。2021/22 年度甘蔗糖产量预估为 917 万吨，与上年度基本持平。甜菜糖产量预估为 114 万吨，同比下降了 40 万吨。

11 月初召开的广州糖会上，中糖协预测 2021/22 年度甘蔗糖产量约 916 万吨，甜菜糖产量约 107 万吨，总计约 1023 万吨。

表 2-1:2021 年糖料种植面积及 2021/22 年度食糖产量预计

数据来源：中糖协 方正中期研究院整理

省区	2021 年糖料种植面积	2020/21 年度预计产糖量
全国合计	1889	1050
广东	118	56
广西	1120	650

云南	427	226
海南	27	12
其他	1	1
黑龙江	4	1
新疆	78	49
内蒙古	130	52
其他	4	3

单位:万亩、万吨

进口糖是国产糖的重要补充，2020/21 年度进口糖数量达到创纪录的 633 万吨。由于近年来国内原糖加工产能快速提升，对于进口糖需求也在明显增加。据中糖协统计当前原糖加工能力达到 1000 万吨，而国产糖与消费量的缺口约为 500 万吨左右。这样，外糖大量进口将导致国内供应过剩，2021 年大部分时间里国内糖价低于外糖进口及加工成本（配额外）的原因就是如此。

综合参考国内需求以及原糖精炼产能，预计 2021/22 年度外糖进口量可能在 400-500 万吨。如果配额外进口糖利润由负转正，则进口量会较大，否则会偏低。

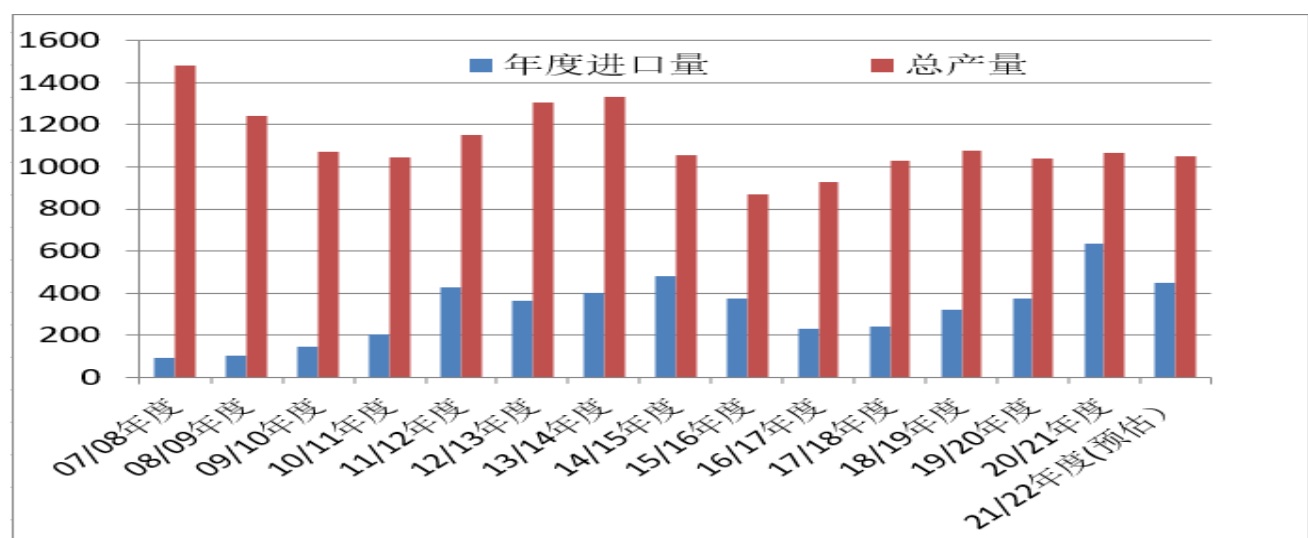


图 2-11. 中国近年食糖产量及进口形势  
资料来源：中糖协 方正中期研究院整理

中糖协产销简报消息，2021/22 年制糖期截至 2021 年 11 月底，北方甜菜糖厂已有 7 家收榨，南方甘蔗糖厂相继开机生产。全国已经开工生产的糖厂有 69 家，比上制糖期同期少开工 9 家。

截至 2021 年 11 月底，本制糖期全国累计产糖 75.91 万吨（上制糖期同期产糖 111.32 万吨）。其中，产甘蔗糖 11.57 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 21.55 万吨）；产甜菜糖 64.34 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 89.77 万吨）。

截至 2021 年 11 月底，本制糖期全国累计销售食糖 16.84 万吨（上制糖期同期 43.39 万吨），累计销糖率 22.18%（上制糖期同期 38.98%），其中，销售甘蔗糖 4.23 万吨（上制糖期同期 9.02 万吨），销糖率 36.56%（上制糖期同期 41.86%）；销售甜菜糖 12.61 万吨（上制糖期同期 34.37 万吨），销糖率 19.6%（上制糖期同期 38.29%）。

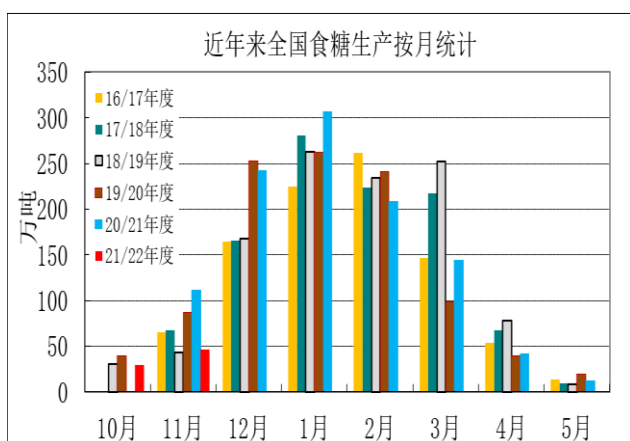


图 2-12. 中国近年食糖生产进度  
资料来源：中糖协 方正中期研究院整理

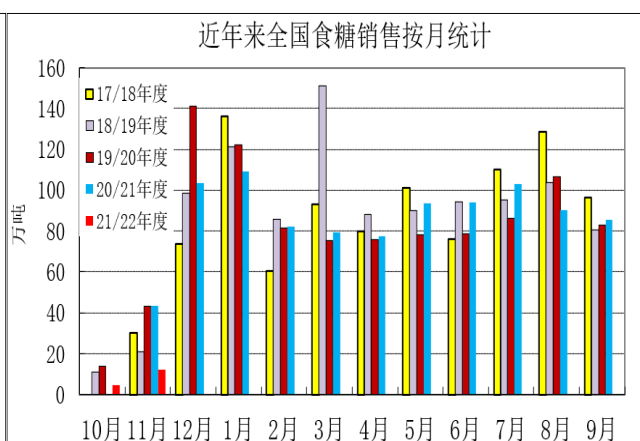


图 2-13. 中国近年食糖销售进度  
资料来源：中糖协 方正中期研究院整理

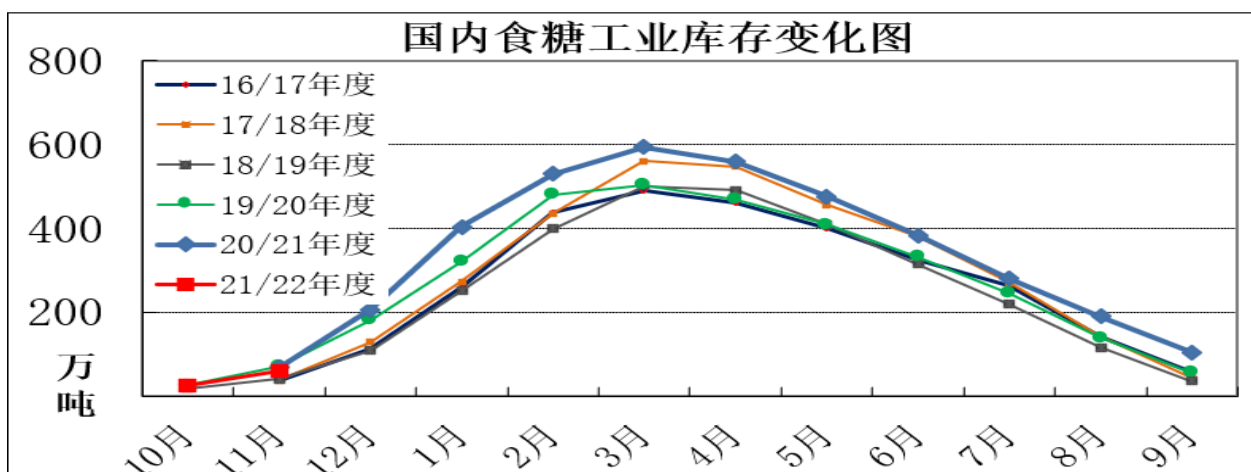


图 2-14. 中国近年食糖工业库存变化  
资料来源：中糖协 方正中期研究院整理

### 第三部分 供需平衡表预测及解析

#### 一、国内食糖供需形势预测

**表 3-1：中国食糖供需形势**

数据来源：中糖协 方正中期研究院整理

（万吨）	2017/18 年度	2018/19 年度	2019/20 年度	2020/21 年度	2021/22 年度 （预测）
国内产量	1031	1076	1042	1067	1050
国产糖结转库存	58	45	35	57	105
进口量	243	324	375	633	450
政策抛储	109	--	--	--	40
消费量	1520	1520	1520	1550	1550
供应-消费	-192	-188	-75	+207	+95

因 2021 年甜菜产量显著低于 2020 年，2021/22 年度国内食糖总产量预计会同比小幅下降，市场预期值约在 1010-1050 万吨，很可能自 2017/18 年度起保持在稍高于一千万吨的规律还会延续。本年度广西糖厂集中开榨的时间有所延迟，对糖分积累有利，或许整个榨季的产量会小幅高于预期。

外糖进口是弥补国内食糖供需缺口的重要手段。2020/21 年度进口量达到创纪录的 633 万吨，由于近期配额外进口糖成本与国内糖价倒挂，2021/22 年度总进口量预计会有下降，考虑到原糖加工产能达到 1000 万吨，所以实际进口仍会高于 2020 年以前的平均水平，目前预测值为 450 万吨。

国储糖也是调控市场供需的重要手段，而且目前国储糖数量庞大，能够保证国内食糖不会出现明显短缺。2021/22 年度国内食糖产量及外糖进口量预计都有一定下降，再加上开局糖价高于 2020 年同期 300 元左右，糖厂利润较有保证，必要时投放国家储备的可能性在上升。出去国储库存正常轮换之外，预计本年度还会净出库 40 万吨左右已满足市场需求。



整体上看，2021/22 年度国内食糖生产及消费都相对稳定，虽然进口糖规模可能较 2020/21 年度有所下降，但供需形势依然较为宽松，如果国储糖投放则或许会稍有过剩。

## 二、国际食糖供需形势略偏紧

**表 3-2：全球食糖供需预测**

数据来源：USDA 方正中期研究院整理

（万吨）	2017/18 年度	2018/19 年度	2019/20 年度	2020/21 年度	2021/22 年度 （预测）
期初库存	4092.9	5190.8	5321.1	4806.2	4875.6
产量	19422.2	17915.8	16646.9	18012.4	18108.2
进口量	5601	5375.8	5295.4	5516.6	5422.6
出口量	6579.5	5777.1	5314.8	6268.8	6311.7
消费量	17345.8	17304.1	17074.3	17110	17454.5
期末库存	5190.8	5321.1	4806.2	4875.6	4565.7
库存消费比	29.9%	30.8%	28.1%	28.5%	26.16%

整体而言，市场普遍预期 2021/22 年度全球食糖供需形势偏紧。巴西食糖减产但印度、泰国、欧盟等地增产令全球总产量较上年略有增加。不过，印度、泰国、中国等尚未进入榨糖旺季，天气因素对于未来食糖产量的影响不可忽视。2021 年出现双“拉尼娜”现象，可能使得东南亚地区低温多雨，而巴西仍有出现干旱的可能。

2021/22 年度食糖消费量预计小幅增长，多地疫情反复影响需求恢复的程度，但经过一年疫苗推广后或许将可以放松对于人员流动的限制，社会生活逐渐恢复常态。需求回升能促进食糖进出口贸易，而运费偏高对于海运仍有不利影响。预计本年度期末库存会有小幅下降，相应库存消费比走低，对长期糖价走势有利多作用。

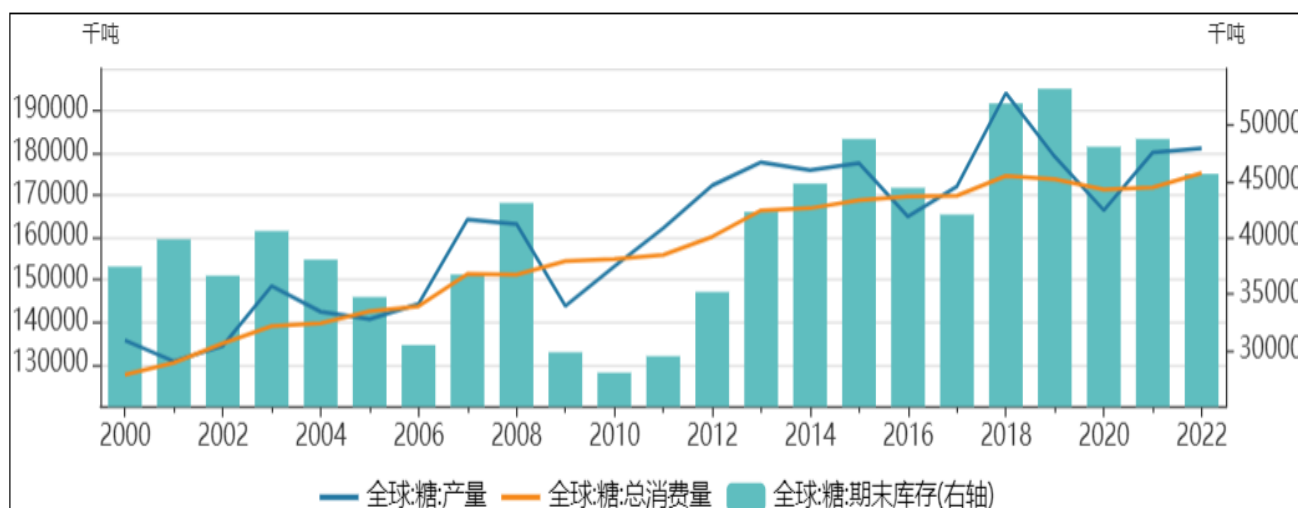


图 3-1. 全球食糖供需形势

资料来源：美国农业部（USDA） 方正中期研究院整理

## 第四部分 国际原糖持仓及国内食糖价差分析

### 一、2021 年原糖净多持仓处于历史高位

2021 年国际糖价震荡上行，巴西遭遇严重干旱及霜冻导致甘蔗显著减产，而原油价格走高又使得甘蔗制糖比例下降，再加上美联储的宽松货币政策刺激，国际糖价一度回升并保持在 20 美分/磅上方，创下自 2017 年 2 月份以来的新高。不过，高糖价刺激印度食糖出口量也达到历史新高，天气状况转好令泰国食糖产量恢复到千万吨以上，而疫情分散性反复影响食糖需求，再叠加美联储将逐渐收紧宽松政策，四季度国际糖价逐渐走弱。

2021 年 ICE 原糖非商业净多持仓保持在历史高位附近，主要在 20-30 万手。目前市场普遍预期 2021/22 年度全球食糖供应会出现缺口，且不少消费国会增加进口需求。不过，印度、泰国食糖增产可缓和供需矛盾，且美联储收紧宽松政策将带来利空压力。这样看，2022 年糖价可能会以震荡走势为主，场内净多持仓自高位回落的可能性较大。截至 2021 年 11 月 30 日，净多持仓为 214995 手，较年内峰值减少 87272 手。

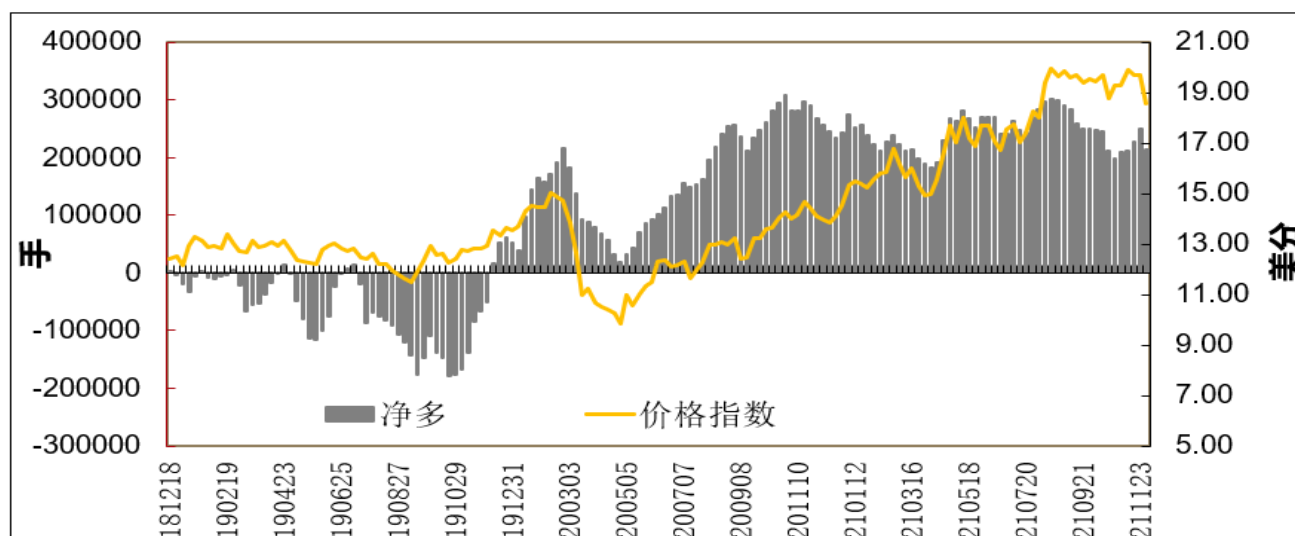


图 4-1. ICE 原糖非商业净多持仓

资料来源：CFTC 方正中期研究院整理

## 二、期现价差及郑糖跨合约套利

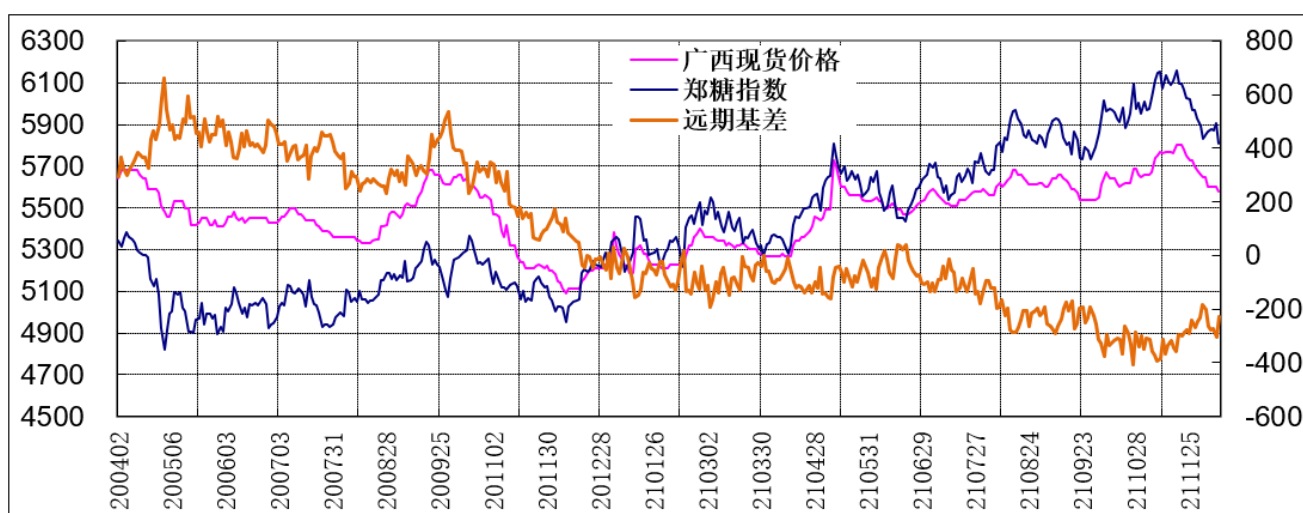


图 4-2. 郑糖期货指数与广西现货价格基差对比

资料来源：文华财经、沐甜科技 方正中期研究院整理

2021 年国内白糖基差稳中有降，大部分时间在 0~400 元之间波动，这是自 2017 年 6 月以来现货贴水持续时间最长的一次。2021 年国内糖价走势震荡上行，郑糖期货价格受国际糖价不断创出近年新高的提振，而现货报价因受到进口糖偏多所带来的供应压力使得走势相对平缓。特别是在下半年，基差走弱的现象更加明显，进口糖增幅扩大令现货价格承压。不过，10 月中旬之后基差稳定在-200~-400 元的水平，配额外进口糖成本与国内糖价倒挂使得进口量萎缩预期增强，且期货过分上涨会面临期现套利的压力。预计后期基差下行空间有限，现货向期货靠拢的可能性增大。制糖企业可考虑逐渐加大卖保力度。

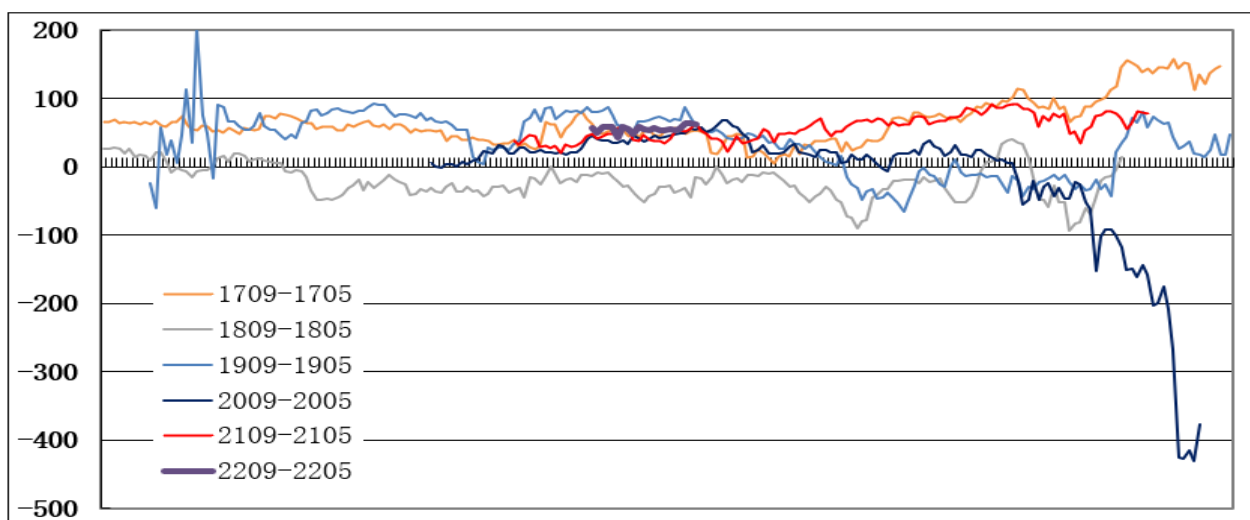


图 4-3. 近年郑糖期货 9 月与当年 5 月合约价差对比

资料来源：郑州商品交易所 方正中期研究院整理

历史上 9 月合约多数情况下价格高于同年的 5 月合约，因为 5 月份前后仍处于糖厂库存的高峰期，而 9 月则进入陈糖销售的后期阶段。2209 合约与 2205 合约的价差目前在 50 元左右，参考以往同期合约价差看处于中等水平，建议逢低做多 2209-2205 合约的价差。

## 第五部分 白糖期货价格技术与展望

### 一、技术分析



图 5-1. 郑糖期货指数走势分析

资料来源：Wind 方正中期研究院整理

在 2019 年以来，郑糖走势牛熊交替出现，但近几年波幅有所收敛，趋势性不很明显。2019-2021 年国内食糖产量稳定在 1050 万吨附近，虽然外糖进口量变化较大，但供需矛盾并不突出。2021/22 年度预计国内食糖产量继续保持在 1000 万吨以上，而国外食糖进口量预计将明显低于 2020/21 年度，但国际糖价恐怕难以再现 2021 年涨势。预计 2022 年郑糖期货价格继续震荡走势，6200 元附近会有阻力，5200 元附近可能会存在支持。

## 二、季节性分析

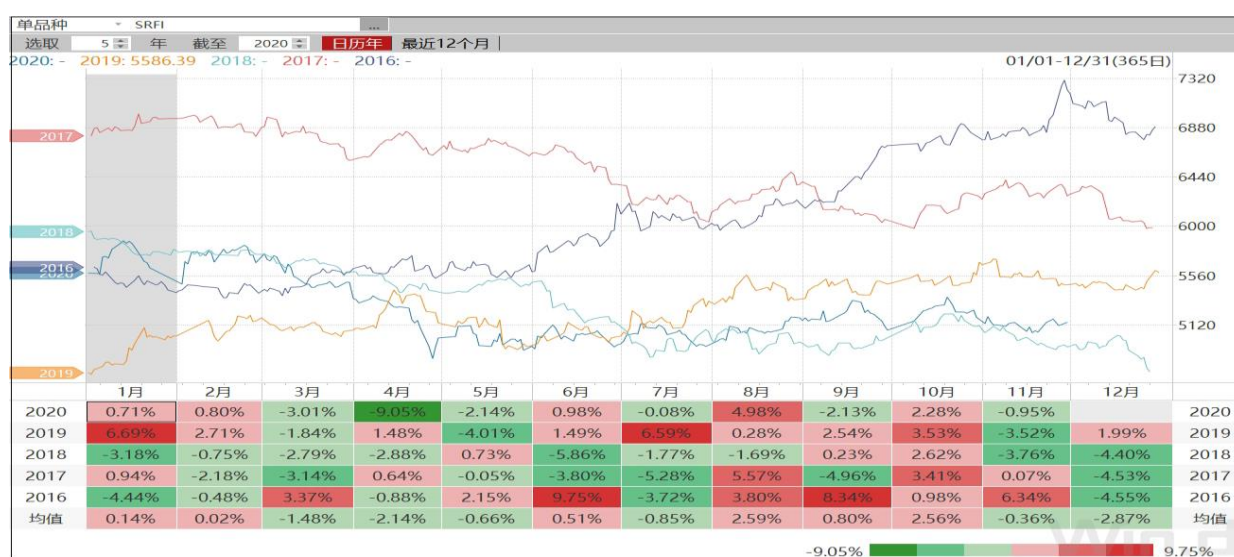


图 5-2. 郑糖期货指数季节性分析  
资料来源：Wind 方正中期研究院整理

国内食糖生产一般自 10 月开始到来年 5 月，其中 10~11 月以及 4~5 月产量较低，12 月~来年 3 月是产糖旺季。糖厂库存多在 3、4 月份达到年内峰值，而 9~11 月多为库存低点。外糖进口量一般在下半年较多。

岁末年初，12 月及来年 1 月因元旦、春节假期集中销售量较大。8、9 月份则受中秋、国庆需求增加的带动也是销售旺季。10~11 月是销售淡季，3~7 月销量相对比较稳定。

2022 年郑糖整体波幅预计与 2021 年相近，上半年自高位回调的可能性较大。国内产糖进度和印度、泰国生产及出口形势都有重要指引作用，而巴西天气及甘蔗制糖比例也是重要题材。下半年预计糖价在探明底部支撑之后逐渐回升，翘尾行情仍值得期待。

### 三、期权交易分析

2021 年 1~11 月白糖期权合约累计成交量为 9909819 张，期末持仓量为 177387 张。同期白糖期货的累计成交量为 106131946 张，期末持仓为 527840 张，期权与期货成交量之比为 9.34%，持仓量之比为 33.61%。成交量比例较上年明显增加，而持仓之比也有所上升。投资者对于白糖期权的参与热情提高。

2021 年白糖期货波动率与前两年相比保持稳定，2019 年以来郑糖就改变以往牛熊交替的规律，转为区间震荡为主。期权交易策略灵活，在行情相对平淡的背景下收益较为稳定，比期货交易有一些优势，所以 2021 年期权成交量较 2020 年增加 76%，而持仓增幅仅 7%。

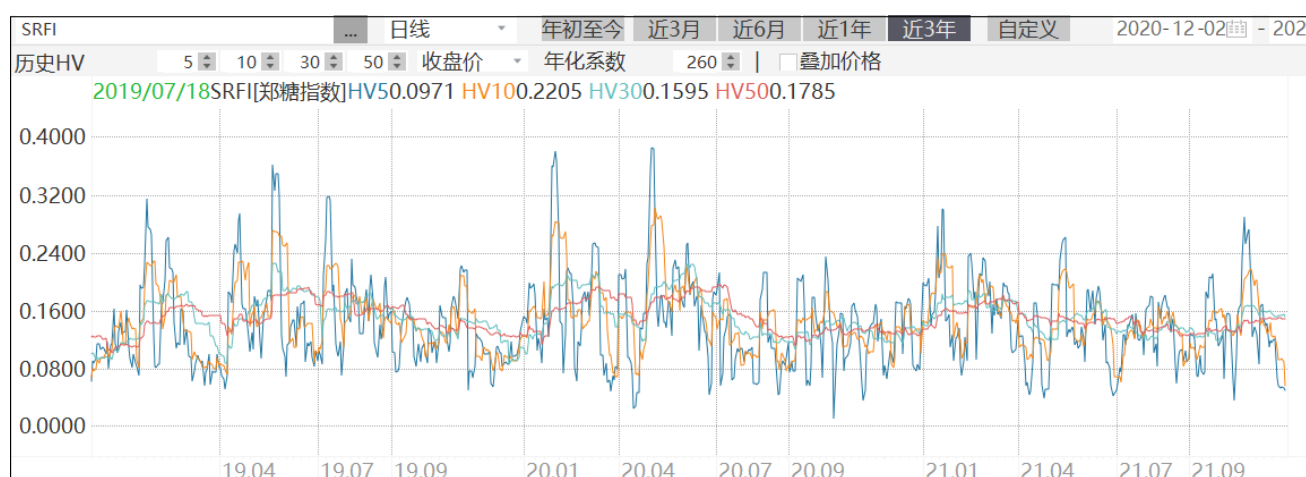


图 5-3.郑糖期货指数历史波动率  
资料来源：Wind 方正中期研究院整理

我们认为 2022 年郑糖期货可能维持宽幅震荡格局，国际糖价恐怕难以再现 2021 年的趋势上涨行情，国内食糖虽预测小幅减产，但供需形势仍能保持相对宽松。再加上美联储逐渐收紧货币政策对商品有偏空影响，预计 2022 年郑糖期货价格可能主要会在 5200~6200 元区间波动。这样，投资者可以在糖价接近以上区间两端时尝试进行反向交易，买入看涨/看跌期权相对风险较小；而当期货价格处于区间内进行波段性行情时，可以考虑进行牛市/熊市价差套利以降低交易成本。

对于现货企业来说，制糖企业可滚动卖出看涨期权，提高销售收益，在糖价接近以上区间上沿时可加大卖保力度；食品加工企业可适当卖出看跌期权，降低采购成本，在糖价接近区间下沿时可加大买保力度。

## 第六部分 对 2022 年糖价的行情展望

2021/22 年度预计国内食糖产量继续保持在 1000 万吨以上，而国外食糖进口量预计将明显低于 2020/21 年度，但国际糖价恐怕难以再现 2021 年涨势。2021/22 年度预计印度、泰国食糖产量及出口量将处于历史较高水平，如果产区气候正常，2022 年二季度前后全球食糖不会出现明显短缺。而巴西甘蔗生长可能略好于 2021 年，但食糖产量还要受到原油价格、货币汇率以及市场供需情况等多重因素的影响而存在较大不确定性。还有，2021 年底美联储逐渐缩减购债力度，市场预计 2022 年下半年可能进入加息周期，从货币政策转变来看对于国际糖价将会产生长期偏空的影响。这样，除非全球主要产区因异常情况而出现较大减产，否则国际糖价再创新高的动力恐怕不足。鉴于外糖带动作用减弱，以及国内食糖供需形势大体平衡，预计 2022 年郑糖期货价格走势仍以宽幅震荡为主，可能主要会在 5200~6200 元区间波动。

### 产业客户套保建议：

预期2022年糖价继续区间震荡，缺乏趋势性行情。上下游企业可分别考虑高抛（阻力位预计在6200元附近）、低吸（支持位可能在5200元左右）进行保值，为增加收益，制糖企业还可滚动**卖出看涨期权**，食品加工企业可适当**卖出看跌期权**。

## 第七部分 相关股票价格及涨跌幅

个股代码	个股名称	相关产品	股票涨跌%	收盘	郑糖指数涨跌幅
600737	中粮糖业	食糖	-0.73	9.53 元	10.42%
000911	南宁糖业	食糖	46.02	11.20 元	10.42%
000576	甘化科工	食糖	31.39	13.67 元	10.42%
600191	ST 华资	食糖	-44.02	3.93 元	10.42%
000833	粤桂股份	食糖	46.06	6.58 元	10.42%

涨跌幅统计由2020/12/31-2021/12/10。



联系我们：

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区中华大街89号大连友谊时代广场B座1105室	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市市南区香港中路61号阳光大厦21楼EH单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城南路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
<b>风险管理子公司</b>		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922



**重要事项:**

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。