

白糖：不悲不喜

——成本支撑有效 大牛驱动不足

研究总监：张笑金

执业资格证号：F0306200

投资咨询资格号：Z0000082

年报摘要：

● 2022 年市场分析逻辑

- 1、2021/22 榨季全球原糖市场持续去库存，如宏观面无太大扰动，糖价有望保持高位，但因缺口幅度有限，天气因素不超预期的情况下，不具备大牛行情的基础。全球主要供应国并没有大的减产预期，2021 年全球糖消费领域的恢复令市场充满信心，高糖价、高运输价格对于消费端的抑制低于预期，全球范围内食糖消费回升是普遍共识，全球供需平衡表中，食糖处于去库存周期中的第二年，对于缓解现有库存压力意义积极，也支持原糖价格维持在偏高位置，但因各主产国产量预估变化不大，供需矛盾不突出，尚不具备走大牛市行情的基础。不确定性来自于原油价格及天气因素。
- 2、国内维持“减产、不缺糖”的判断，价格方面国内制糖成本附近将显现明显支撑，但上行驱动主要来自于原糖价格。2021/22 榨季国内产量预计 1020 万吨，进口预计略低于上榨季，但不确定性较大。糖浆进口仍维持在一定的水平，走私糖可不做过考虑，下半年国内逐渐去库后如糖价大幅上涨储备糖因素需给予关注。
- 3、国内产不足需、需要靠进口糖补充的情况下，糖价的核心因素仍是进口量、进口价格。当原糖价格维持高位，进口成本高企，国内糖价价格中枢将逐渐上移，向配额外进口成本靠近。进口成本不出现坍塌的情况下，国内制糖成本附近将显现明显支撑。农产品估值上升的预期也将利好糖价。预计 2021/22 榨季白糖期货价格运行主要区间在 5600—6600 元/吨。

● 风险因素

- 1、原油价格；
- 2、拉尼娜气象对于甘蔗主产区降雨的影响；
- 3、全球疫情仍面临较大不确定性。

一、2021 年白糖行情回顾

2021 年原糖期价前低后高，震荡上行，全年涨幅近 24%。年初因巴西干旱题材，延续此前涨势，二季度因欧洲疫情反复，期价于 4 月下行至全年低点 14.67 美分/磅。巴西开榨后，干旱、霜冻天气对于产量的影响逐渐显现，压榨过程中产量低于预期，且持续，糖价一路震荡上行，并于 8 月刷新四年半高点，此后原糖期价持续在 19.5-20.5 美分/磅区间运行，临近年末，出于对变异毒株“奥密克戎”蔓延的担忧，原糖价格一度走低，在 18.7 美分/磅附近徘徊。

2021 年郑糖期价表现弱于原糖，全年主力合约期价上涨 11.7%。2-4 月受前期进口糖充裕压制，国内市场表现平平，压榨结束后现货销售情况尚可，伴随着原糖走强，市场对于远期合约逐渐乐观，期价逐渐走高，创出上半年高点。此后国内甜菜糖减产确认，原糖走强进口成本抬升，国内期价稳步上移，全年波动区间 5180-6160 元/吨。

图表 1：ICE11 号原糖主力连续周线图（美分/磅） 图表 2：白糖主力合约周线图（元/吨）



资料来源：文华财经

资料来源：文华财经

二、21/22 榨季全球食糖继续小幅去库

1、22/23 榨季巴西产量不确定性较大

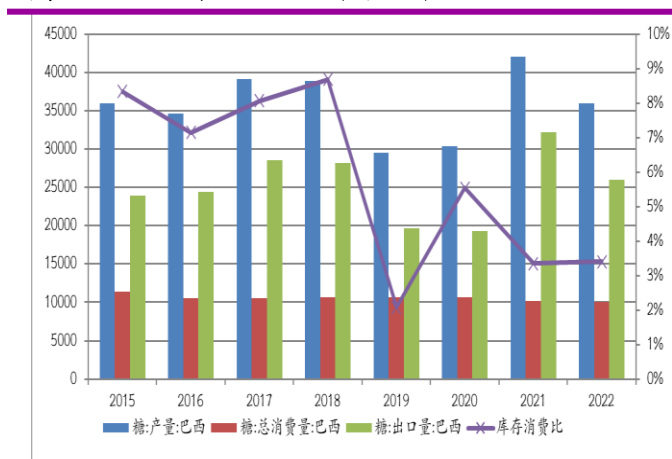
21/22 榨季，干旱及霜冻对于巴西甘蔗产量及质量的影响逐渐显现，最终巴西中南部糖产量下降幅度超 15%，为全球糖供应进入缺口周期奠定基础。截至 2021 年 11 月上半月，巴西中南部

入榨甘蔗量 5.17 亿吨，同比下降 11.8%，产糖量由去年 3850 万吨峰值回落至 3184 万吨，同比下降 15.44%。甘蔗累计含糖量 ATR 为 143 千克/吨甘蔗，较去年同期的 145.14 千克/吨甘蔗下降 1.5%；累计制糖比为 45.2%，较去年同期的 46.45%下降 2.7%。至此，百年一遇的干旱天气对于巴西甘蔗产量及亩产的影响充分显现。

22/23 榨季巴西食糖产量变数较大，产量预估难下定论，天气及原油价格是关键因素。下榨季巴西产量预估难度较大，关注两个关键因素：一、天气。当前巴西天气尚可，未来不确定性较大，2022 年一季度能否有充足的降水是保证甘蔗产量的关键因素。目前拉尼娜现象显现已经显现，气象机构预计将持续整个冬季，通常情况下拉尼娜天气使巴西中南部出现干旱的概率较大，降雨将明显少于平均水平。整个冬季降雨量将是我们一季度的关注要点。二、原油价格。巴西将于 2022 年 10 月举行总统选举，能源价格扰动因素增加，进而影响巴西乙醇价格，制糖比也将因此而受到影响。目前看巴西甘蔗产量不具备大幅下降的基础，糖最终产量受制糖比及甘蔗糖分影响较大，各家机构目前预计最终巴西产量将持平或微降。

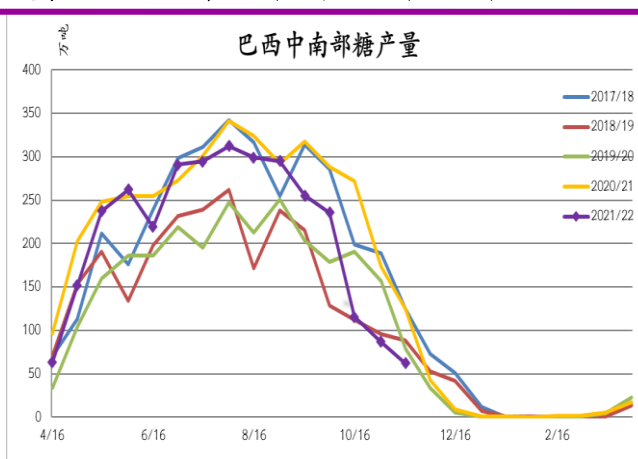
嘉利高预计：22/23 榨季巴西中南部甘蔗压榨量 5.4 亿吨，糖产量 3300 万吨。

图表 3：巴西食糖供需（千吨）



资料来源：美国农业部 光大期货研究所

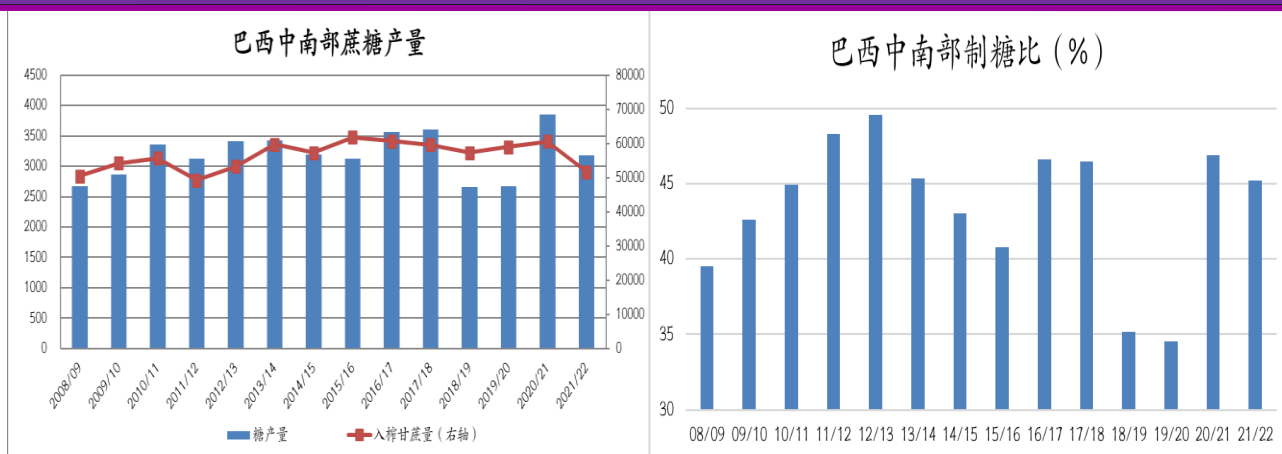
图表 4：巴西中南部糖产量（万吨）



资料来源：巴西甘蔗协会 光大期货研究所

图表 5：中南部入榨甘蔗量及糖产量（万吨）

图表 6：制糖比（%）



资料来源：巴西甘蔗协会 光大期货研究所

资料来源：巴西甘蔗协会 光大期货研究所

2、印度产量的不确定性来自于乙醇生产，出口预估仍为 600-700 万吨

印度 2021/22 榨季产量预计变化不大，不确定性来自于乙醇生产对于甘蔗的消耗，出口仍将维持高位。根据印度糖厂协会（ISMA）预计：因乙醇生产带来甘蔗消耗，2021/22 榨季印度食糖产量稳定在 3050 万吨，本榨季仍需出口 600 万吨糖。截至 2021 年 11 月底，印度糖产量为 472.1 万吨，同比去年同期的 439.2 万吨增加了 41.9 万吨。已经签订了约 350 万吨的糖出口合同。

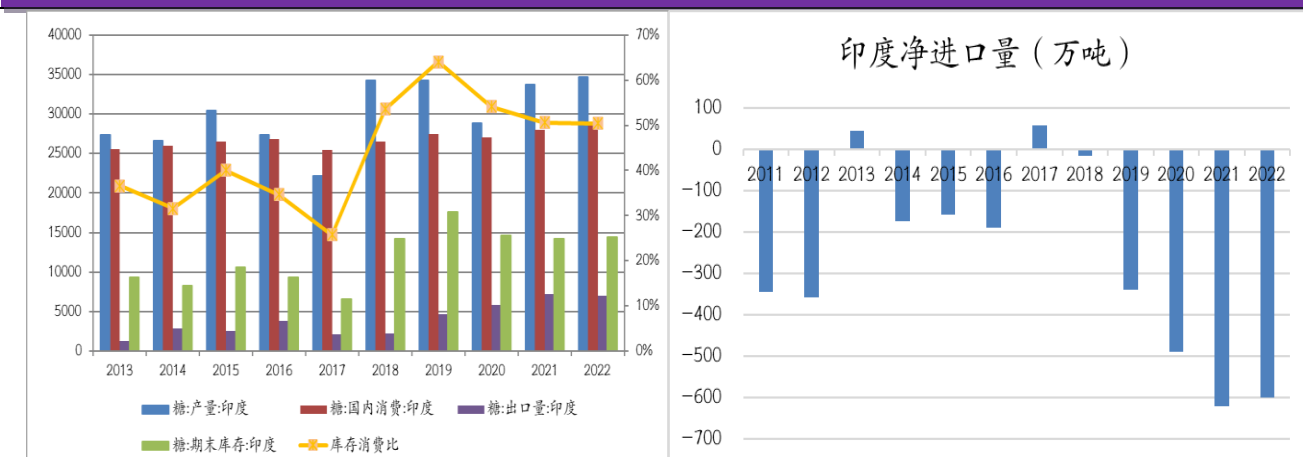
根据美国农业部报告数据，2021/22 榨季印度食糖产量预计 3470 万吨，较上榨季的 3376 万吨增加 94 万吨。消费量预计 2850 万吨，较上榨季增长 50 万吨，出口量预计为 700 万吨，比上榨季出口 720 万吨略降低。期末库存预计为 1437 万吨，与上榨季 1417 万吨相比，变化不大，库销比仍高达 50.4%。

印度乙醇生产方面，具有较大不确定性。关于乙醇与汽油的混合，印度糖厂协会（ISMA）表示，2020/21 乙醇销售年度（截至 11 月底），乙醇的混合水平将达到 8.5%，届时石油营销公司（OMCs）供应的乙醇混合汽油将达到 32.5 亿升。在 2021/22 乙醇销售年度，乙醇的混合水平估计将达到 10%，届时石油营销公司（OMCs）供应的乙醇混合汽油将达到 42.5 亿升，对应糖的转化量约为 350 万吨。印度的乙醇政策目标是，到 2023 年将 600 万吨的糖转用于乙醇生产，对于印度实现去库存有积极意义，但最终转化程度也取决于国际糖价。

印度对于国际市场价格的影响主要看出口量，2020/21 榨季出口形势好于预期，高糖价高运价都没成为销售的障碍，各家机构对印度 2021/22 榨季出口预测为 600-700 万吨不等，与上榨季持平，加上乙醇的消耗，印度国内进入明显的去库周期。

图表 7：印度食糖供需（千吨）

图表 8：印度净进口量（万吨）



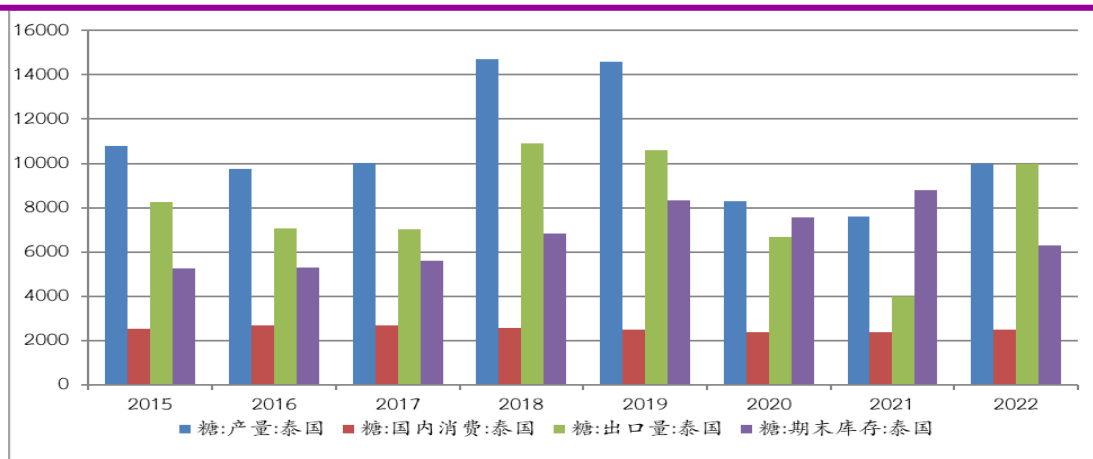
资料来源：美国农业部 光大期货研究所

资料来源：美国农业部 光大期货研究所

3、泰国产量自低位回升至常态水平

因干旱问题缓解，泰国糖产量从连续两年的历史低位回升。根据美国农业部报告的数据，2021/22 榨季泰国食糖产量预估 1000 万吨，较上年的 759 万吨，大幅回升，预计出口 1000 万吨，大幅高于上榨季 400 万吨，期末库存将从上榨季 870 万吨回落至 630 万吨。有效缓解亚洲市场贸易流紧张的局面。

图表 9：泰国食糖供需（千吨）



资料来源：美国农业部 光大期货研究所

4、全球产量变化不大，因消费回升，继续去库周期

2021/22 榨季，印度产量预估基本持平，出口量也维持在上榨季水平，泰国产量恢复性增长。巴西因天气因素糖最终产量不确定性较大。全球消费逐渐恢复到常态，2020/21 榨季市场在高糖价、高运价的情况下依然保持着良好的消费，令市场对于未来食糖消费持乐观态度。随着消费端持续回暖，2021/22 榨季全球食糖继续消耗库存，供需格局环比持续改善。

根据美国农业部报告最新预估：2021/22 榨季全球糖产量将增加 96 万吨至 1.81 亿吨；全球糖消费量预计 1.75 亿吨，同比提高 338 万吨，期末库存预计 4566 万吨，同比下降 310 万吨。

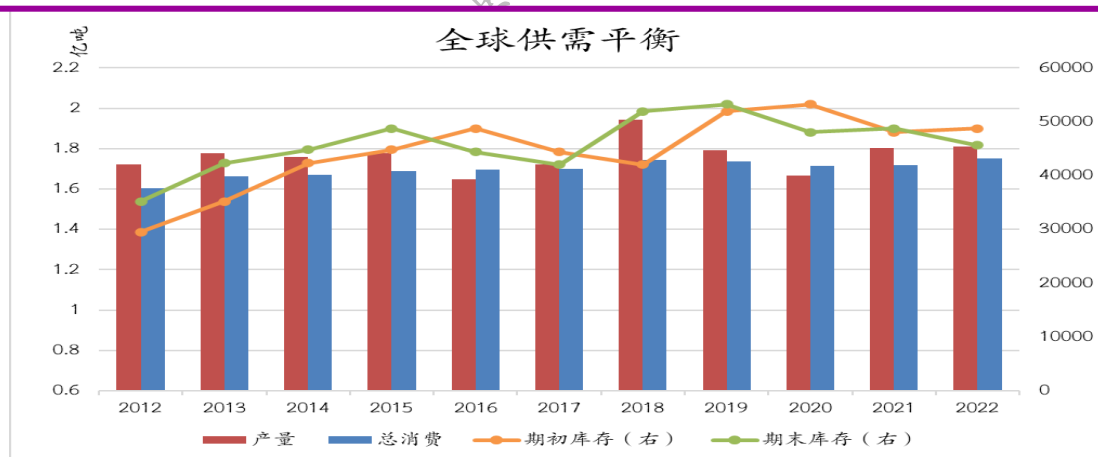
国际糖业组织（ISO）预测：2021/22 榨季全球糖短缺 255 万吨，2021/22 榨季全球食糖产量将减少 18.5 万吨至 1.7047 亿吨，全球食糖消费量将达到 1.7303 亿吨，季末库存为 9325 万吨，比上年同期的 9674 万吨减少 349 万吨，同比降幅 3.61%。

图表 10：各机构对 2021/22 榨季全球食糖产需预估

机构名称	产量(亿吨)	消费量(亿吨)	产需差(万吨)	报告日期
国际糖业组织（ISO）	1.7047	1.7303	-255	202111
嘉利高	1.753	1.739	14	202112
StoneX	1.866	1.884	-180	202111
美国农业部	1.8108	1.7529	579	202111

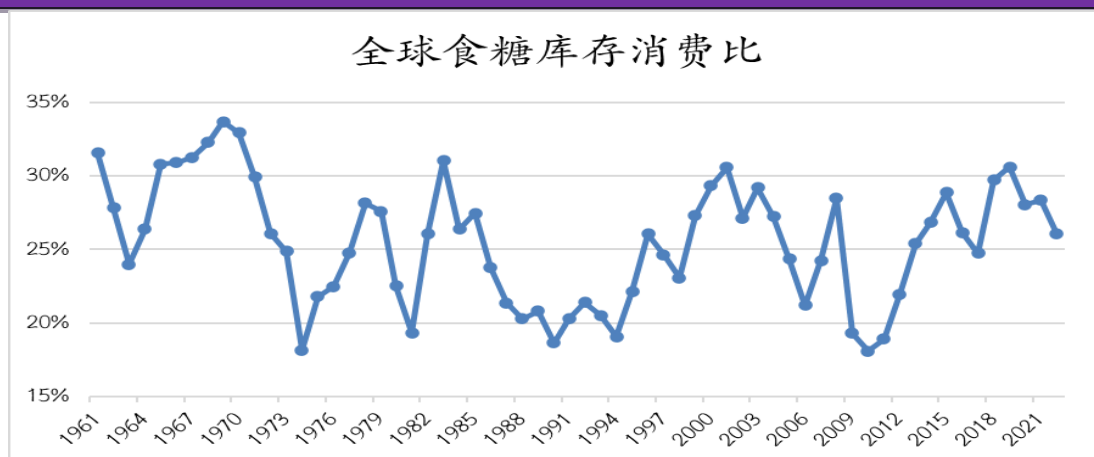
资料来源：光大期货研究所根据公开资料整理

图表 11：全球食糖供需（亿吨、千吨）



资料来源：美国农业部 光大期货研究所

图表 12：全球食糖库销比 (%)



资料来源：美国农业部 光大期货研究所

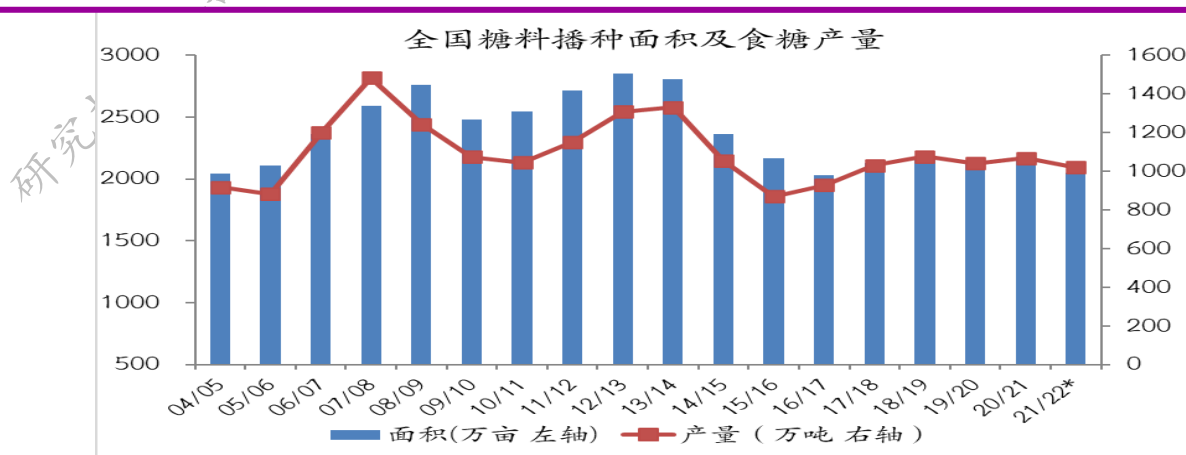
三、国内糖产量小幅回落 进口仍是最大变量

1、21/22榨季因甜菜糖减产我国食糖产量小幅下降

根据农业农村部 12 月预测：2021/22 榨季我国糖料种植面积 2048 万亩，较上一年减少 6%，预计产糖量 1017 万吨，比 2020/21 榨季的 1067 万吨减少 50 万吨，降幅为 4.7%。该产量数据略低于 2021 年 11 月初糖业会议上预计的 1022 万吨。降幅主要来自于甜菜糖产量的大幅下降，新榨季内蒙古、新疆甜菜预计减少 47 万吨。甘蔗糖产量预计变化不大，广西估产 630 万吨、云南估产 220 万吨。

近年来我国糖料种植面临较大的其他作物争地的压力，北方甜菜种植区更为突出。加之化肥等农资价格上涨较快，人力成本维持高位，尽管糖料收购价已经连续多年维持高位，但糖料种植方面难有太大改善空间，长期来看国内糖产量的提升更多要寄希望于广西等地良种、双高基地及天气因素。

图表 13：我国糖料种植面积及产量（万亩；万吨）



资料来源：农业农村部 光大期货研究所

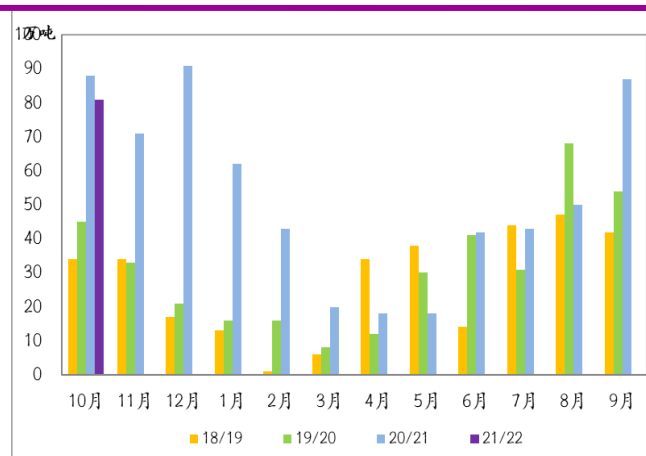
2、进口量依然是国内供需平衡的关键因素

我国食糖进口依然采取配额制加备案制。我国食糖进口采取配额制，配额内进口税率为15%，进口数量为194.5万吨。保障性关税到期后，配额外进口税率恢复到50%。自2020年7月1日起，将关税配额外食糖进口纳入《实行进口报告管理的大宗农产品目录》，实行大宗农产品进口报告管理。

2020/21榨季我国食糖进口633万吨，创历史新高，同比增加256万吨，增幅68%。2021年1-10月我国食糖进口量464万吨，同比增加近百万吨，增幅27%。

糖浆进口方面仍未见有效的抑制措施，原糖价格上行是一个抑制因素，但泰国产量恢复，又给了进口可能性。2019/20、2020/21连续两个榨季糖浆进口量均在80万吨左右，按照七成的折糖比率测算，大约相当于每年进口60万吨白糖。2021/22榨季，仍未看到有效抑制的因素，边境国家从泰国进口糖的数量、边境加工厂的产能、内外价差等因素仍需继续跟踪。

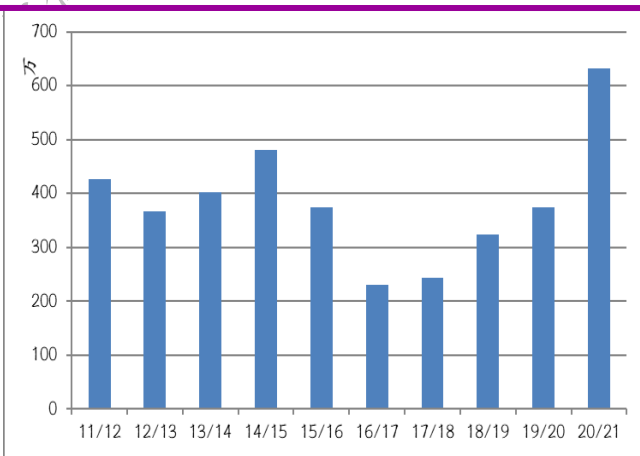
图表 14：月度进口量（万吨）



资料来源：海关总署 光大期货研究所

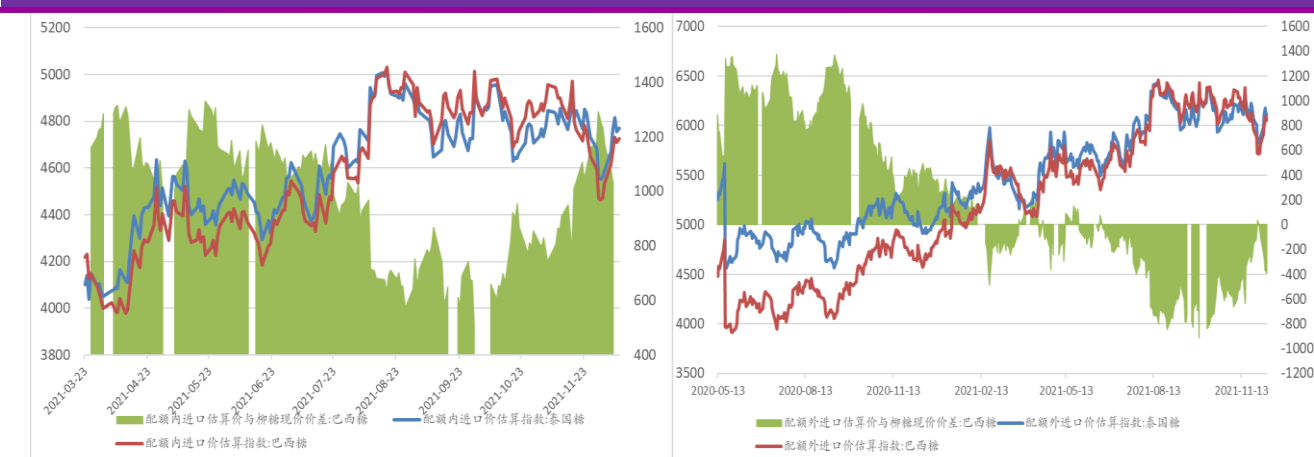
图表 16：配额内进口估算价（元/吨）

图表 15：榨季进口量（万吨）



资料来源：海关总署 光大期货研究所

图表 17：配额外进口估算价（元/吨）



资料来源: Wind 光大期货研究所

资料来源: Wind 光大期货研究所

3、国储糖因素再受关注

因过去两个榨季国内糖价不高,国储糖问题被淡化。2020年9月16日国家发展改革委就《中央储备糖管理办法(征求意见稿)》公开征求意见,并于2021年4月10日正式施行。办法规定:中央储备糖原则上实行均衡轮换。原糖年度轮换数量按15-20%比例掌握,根据市场调控需要可适当增减,原则上不超过库存总量的30%;白砂糖原则上每年轮换一次。

对于可以动用中央储备糖的情形,办法中明确规定:(一)全国或部分地区食糖明显供不应求或市场价格异常波动的;(二)发生重大自然灾害或其他突发事件需要动用中央储备糖的;(三)国务院认为需要动用中央储备糖的其他情形。

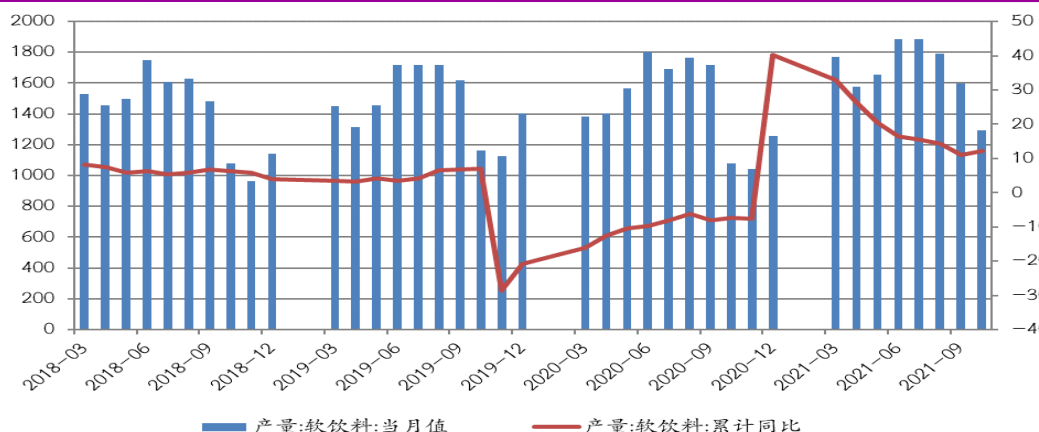
对于2022年特别是下半年的供需格局,一旦国内糖价显著上市,储备糖出库因素应当予以考虑。

四、含糖食品产量增速已回到常态,消费观念的转变悄然影响长期食糖消费

从几个主要含糖食品的生产数据来看,疫情发展到第二年,主要含糖食品的产量均已回归到常态增速。根据国家统计局数据,2021年1-10月,我国软饮料产量累计15725万吨,同比上涨12.2%,该数据2018年、2019年、2020年的增速分别为6.9%、7%、-7.7%。2021年1-5月我国糖果产量累计116万吨,同比上涨13.71%,此前三年的增速分别为5.86%、4.1%、-0.42%。1-5月我国碳酸饮料产量累计915万吨,同比上涨38.39%,此前三年的增速分别为8.14%、6.6%、4.72%。

预计2022年疫情虽仍有散点式爆发风险,但管控经验也在逐步提升,对于人们生产、生活的影响力力争最小化、生活正在趋于常态化的道路上,对于含糖食品的消费也将呈现常态。

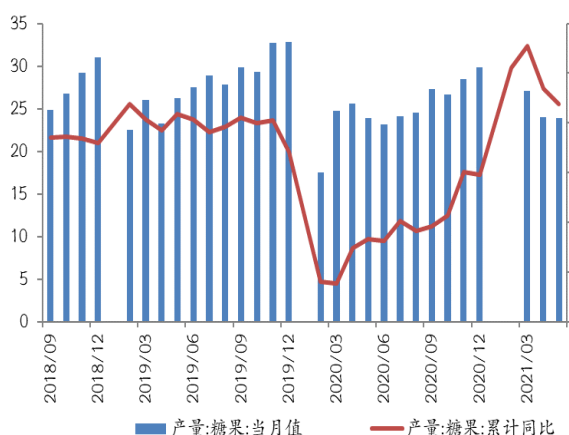
图表 18: 软饮料产量(万吨)



资料来源：国家统计局 光大期货研究所

图表 19：糖果产量（万吨）

图表 20：碳酸饮料产量（万吨）



资料来源：国家统计局 光大期货研究所

资料来源：国家统计局 光大期货研究所

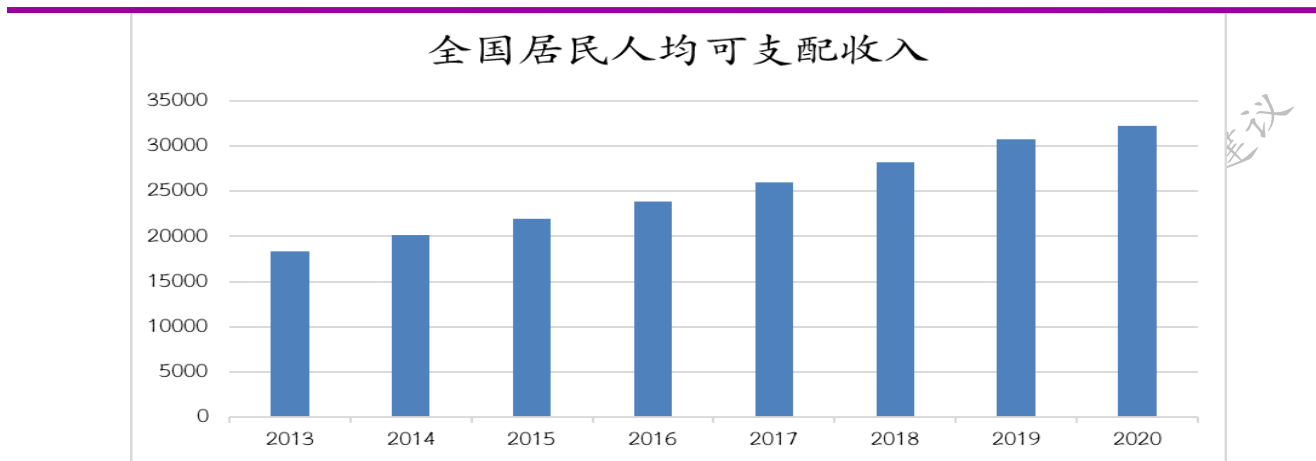
2019 年 7 月国家卫健委发布《健康中国行动(2019-2030 年)》，提倡到 2030 年人均每日添加糖摄入量不高于 25g。随着低糖、低脂、低盐、高纤维“三低一高”健康饮食概念逐渐深入人心，消费者在饮料的选择上多了一重健康考虑，“零卡、低糖、无糖”饮料逐渐被青睐，该类产品市场表现突出。且不论该类产品是否真的健康，但受此影响，该细分项下对应的糖的消费难有较好表现。

另一方面，我国人均可支配收入的持续增长，年轻人消费能力提升，食品细分项下不同子项目呈现不同的增长特点，部分品类休闲零食类消费仍保持较高增长。消费休闲零食种类繁多，大致可分为烘焙糕点、糖果巧克力、膨化食品、休闲卤制品、坚果炒货、饼干及其他。在饮料当中实现的“无糖”“少糖”，又以其他零食的形式被消耗掉了，尽管这种抵偿量难以实现全部替代。

总之，食糖以多元、零散的消费形式围绕着大众的日常生活，人口增速回落、健康饮食理念

影响下，少糖是长周期的趋势，但这种少糖是一个缓慢的过程，对于白糖消费绝对量的减少，不是一蹴而就的。

图表 21：全国居民人均可支配收入（元）



资料来源：国家统计局 光大期货研究所

五、未来行情展望

综合来看，2021/22 榨季全球原糖市场持续去库存，如宏观面无太大扰动，糖价有望保持高位，但因缺口幅度有限，天气因素不超预期的情况下，不具备大牛行情的基础。

巴西方面，拉尼娜气象已经确认，但影响程度尚难定论，是否会出现干旱天气损及甘蔗产量，仍需持续跟踪。该国将于 2022 年 10 月举行总统选举，能源价格扰动因素增加，原油、乙醇价格对于制糖比的影响也至关重要。目前对于巴西产量预估持微降判断。

印度产量预估同样变化有限，出口预估量仍为 700 万吨，截至目前已签订 350 万吨出口协议，加之乙醇推广计划如能顺利推进，剩余出口量仍寄希望于更高的原糖价格，不会给国际市场带来太大压力。泰国产量从历史低位修复，重新供应亚洲市场。

总的来说全球主要供应国并没有大的减产预期，但因疫情已经持续两年，特别是 2021 年全球糖消费领域的恢复令市场充满信心，高糖价、高运输价格对于消费端的抑制低于预期，全球范围内食糖消费回升是普遍共识，因此就全球供需平衡表而言，食糖处于去库存周期中的第二年，对于缓解现有库存压力意义积极，也支持原糖价格维持在偏高位置，但因各主产国产量预估变化不大，供需矛盾不突出，尚不具备走大牛市行情的基础。不确定性来自于原油价格及天气因素。

国内维持“减产、不缺糖”的判断，价格方面国内制糖成本附近将显现明显支撑，但上行驱动主要来自于原糖价格。2021/22 榨季国内产量预计 1020 万吨，进口预计略低于上榨季，但不确

定性较大。糖浆进口仍维持在一定的水平，走私糖可不做过考虑，下半年国内逐渐去库后如糖价大幅上涨储备糖因素需给予关注。总的来说，国内产不足需、需要靠进口糖补充的情况下，糖价的核心因素仍是进口量、进口价格。当原糖价格维持高位，进口成本高企，国内糖价价格中枢将逐渐上移，向配额外进口成本靠近。进口成本不出现坍塌的情况下，国内制糖成本附近将显现明显支撑。农产品估值上升的预期也将利好糖价。预计 2021/22 榨季白糖期货价格运行主要区间在 5600-6600 元/吨。

风险因素：

- 1、原油价格；
- 2、拉尼娜气象对于甘蔗主产区降雨的影响；
- 3、全球疫情仍面临较大不确定性。

图表 22：国内供需平衡表（万吨）

榨季	结转 库存	产量	进 口 量	走 私	抛 储	糖浆 折糖	合计	消费	出 口	合计	盈余
19/20	35	1041	375	60	40	50	1601	1400	15	1415	186
20/21	57	1066	633	20	—	60	1836	1530	15	1545	291
21/22*	105	1020	500	20	—	60	1705	1550	15	1565	140

资料来源：光大期货研究所

研究员简介

张笑金 郑州商品交易所白糖高级分析师。期货日报、证券时报第八届最佳期货分析师评选中荣获“最佳农产品分析师”称号。多次赴广西调研，对品种、产业链有深刻的了解。长期在《期货日报》、《中国证券报》发表评论文章。

执业资格证号：F0306200

投资咨询资格号：Z0000082

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，报告仅面向我公司客户中的专业投资者客户。我们已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操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127