

## 全球糖市供需矛盾有望缓解，国内糖价先抑后扬

### ——白糖 2022 年度投资策略报告

#### 【报告要点】

- 因泰国、欧盟等国食糖产量恢复性增长，而巴西得益于天气改善，下榨季产糖量小幅增长的概率较高，全球食糖供需缺口将较上年度有所缩窄，食糖市场的供需矛盾有望逐步缓解
- 国产糖产需缺口扩大，因进口利润倒挂，21/22 榨季进口糖数量将较上榨季明显下降，外强内弱的格局有望在 2022 年下半年得到逆转

#### 【2022 年白糖市场行情展望】

国际方面，因泰国、欧盟等国食糖产量恢复性增长，而巴西得益于天气改善，下榨季产糖量小幅增长的概率较高，全球食糖供需缺口将较上年度有所缩窄，食糖市场的供需矛盾有望逐步缓解，因此我们认为原糖大概率将继续维持高位震荡的格局，只不过价格运行的中枢或将有所下移，预计 2021/22 年度原糖价格的运行区间在 16-20 美分/磅。

国内方面，21/22 榨季国产糖产需缺口有所扩大，进口糖仍是我国食糖市场的必要补充，因进口利润倒挂叠加进口糖浆得到有效管控，预计 2021/22 榨季我国食糖进口量将较上榨季有所下降，进口端压力将小于上榨季。不过 4 月之前仍处于国内食糖生产高峰期，国产糖供应是比较充足的，若在此期间国际原糖价格重心下移，那么进口糖成本将较前期大幅下降，从而造成进口糖再次对国产糖形成竞争优势，国内糖价的底部支撑将从国产糖制糖成本转移至进口糖成本，因此对郑糖 2205 合约的评估，我们整体维持偏空的判断。但 5 月之后，随着国产糖逐步消化，国内对于进口糖的需求将逐步增长，进口利润将得到有效修复，预计国内糖价将较上半年出现明显修复，外强内弱的格局有望得到逆转。我们对 2021/22 榨季国内糖价维持先抑后扬的判断，运行区间预计在 5400-6300 元/吨。

#### 【风险点】

- 1、拉尼娜气候对巴西中南部的影响超预期
- 2、原油、雷亚尔兑美元汇率波动不及预期



#### 郭大顺

农产品研究员

从业证书：F3067766

电话：0512- 62936002

Email: guodsh@dwqh88.com

#### 免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

**期市有风险，投资需谨慎**

## 【目 录】

一、2021 年行情回顾 .....	3
二、国际市场供需分析 .....	4
（一）巴西：极端天气导致 2021/22 榨季食糖产量大幅下降，下榨季产量有望修复 .....	4
（二）印度：燃料乙醇新政导致产量变化不大，但可出口糖源依然充足 .....	6
（三）泰国：天气改善，食糖产量自低位回升 .....	8
（四）全球：2021/22 年度全球食糖供需矛盾或将有所缓解 .....	9
三、国内市场供需分析 .....	9
（一）产量：北方甜菜糖产区大幅减产，2021/22 榨季全国食糖产量下降 .....	9
（二）进口糖数量维持高位，糖浆进口得到有效管控 .....	10
（三）消费呈现低速增长趋势 .....	11
（四）21/22 榨季国内各糖源成本有所上升 .....	11
（五）国内产需缺口扩大，表观供求平衡的松紧取决于进口量 .....	12
四、2022 年行情展望及风险提示 .....	13
（一）行情展望 .....	13
（二）风险提示 .....	13

## 一、2021 年行情回顾

图 1：2021 年内外盘糖价走势



数据来源：文华财经，东吴期货研究所

国际市场，2021 年原糖整体呈现震荡上行的走势，大致可以分为四个阶段，第一阶段，自 2020 年 12 月中旬至 2021 年 2 月下旬，原糖从 13.7 美分上涨至 17.29 美分，主要因 2020/21 榨季泰国受干旱影响，食糖产量受损，出口量大幅下降，在南半球主产国巴西尚未开榨前全球食糖贸易流趋紧，原白糖价差持续走强，而此时可供应全球市场的糖源仅有印度糖，因此原糖轻松站上印度糖出口成本之上；第二阶段，自 2021 年 2 月下旬至 3 月底，原糖从 17.29 美分下跌至 14.71 美分，主要因巴西开启新榨季压榨，全球食糖贸易流紧张的局面有望缓解；第三阶段，自 2021 年 4 月初至 8 月底，原糖从 14.71 美分一路上涨至 20.34 美分，因巴西受干旱及霜冻天气影响，甘蔗生长状况不佳，甘蔗产量较上榨季出现较大幅度的下降，市场开始交易巴西减产预期；第四阶段，自 9 月初至今，原糖在 18.5-20.5 美分区间内震荡，因巴西减产预期兑现，投机净多持仓大度减持，

市场关注焦点逐步由南半球转向北半球，而市场预期北半球主产国产量较上榨季有所恢复，原糖短期缺乏继续向上驱动。

国内市场，2021 年全年，郑糖指数同样呈现震荡上行走势，波动区间为 5173-6185，走势趋近于原糖，但相比原糖整体表现偏弱，主要受制于巨量的食糖进口，整个 2020/21 榨季，全国累计食糖进口量高达 633 万吨，同比上榨季大幅增长 68.35%，国产糖销售进度慢于往年同期，以至于榨季末积累了大量的结转库存。11 月中下旬至今，郑糖指数从高位回落，自 6185 最低下跌至 5668，主要因新榨季压榨逐渐进入高峰，10-11 月进口量依然维持在高位水平，而市场期盼的春节前备货始终不温不火，供需面趋于宽松。

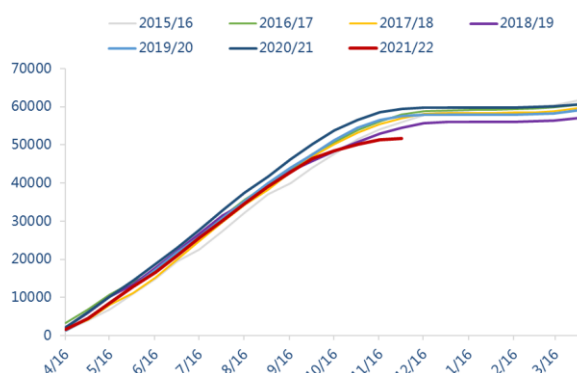
## 二、国际市场供需分析

### （一）巴西：极端天气导致 2021/22 榨季食糖产量大幅下降，下榨季产量有望修复

受拉尼娜气候影响，巴西接连遭受了干旱和霜冻天气，甘蔗压榨量大幅减少，糖和乙醇产量都出现了不同程度的下降。UNICA 最新的双周报数据显示，截至 2021 年 12 月 16 日，21/22 榨季巴西中南部累计压榨甘蔗 5.22 亿吨，同比下降 12.61%，累计产糖 3202 万吨，同比下降 16.14%，累计制乙醇 264.04 亿公升，同比下降 9.43%。虽然受欧美宽松货币政策及全球经济活动自疫情中恢复影响，国际原油价格持续上涨，但糖醇之间的比价在绝大多数时间内，依然是糖价保持着优势，巴西糖厂的甘蔗制糖比较上榨季并没有出现大幅度的下降，截至 2021 年 12 月 16 日，巴西中南部累计甘蔗制比为 45.08%，仅同比下降 1.16 个百分点。

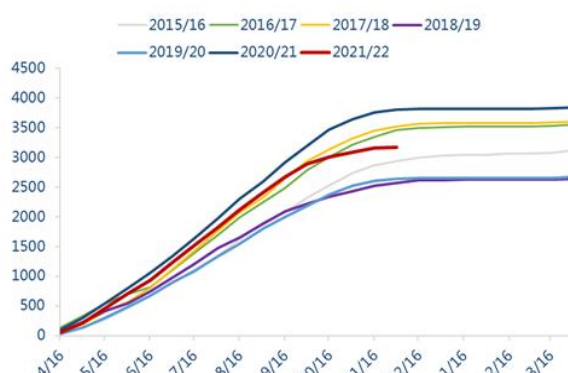
本年度巴西食糖出口并不理想，一方面源于产量下降，另一方面则是由于国际海运费价格飙升，而原白糖价差下降至历史偏低水平，无法刺激精炼糖厂的加工需求，截至 2021 年 11 月，巴西本榨季累计出口糖 1998.4 万吨，同比下降 14.98%。出口量下降使得糖产量的损失并未导致巴西中南部食糖库存降至低位，截至 2021 年 11 月底，巴西中南部食糖库存为 1143.7 万吨，虽比去年同期下降了 10.6%，但仍较近五年同期均值高 4.6%。

图 2：巴西中南部累计甘蔗入榨量

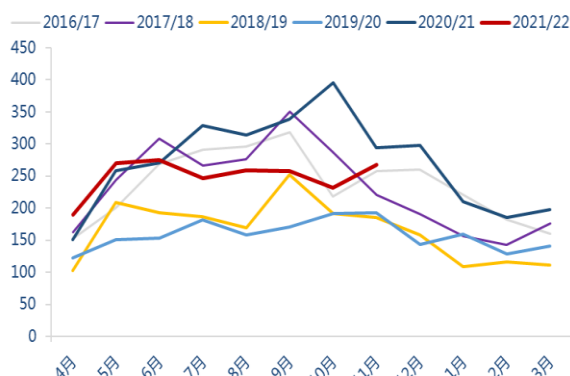


数据来源：UNICA，东吴期货研究所

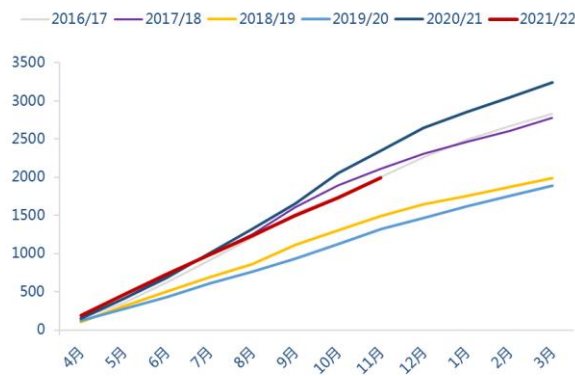
图 3：巴西中南部累计产糖量



数据来源：UNICA，东吴期货研究所

**图 4：巴西食糖月度出口量**


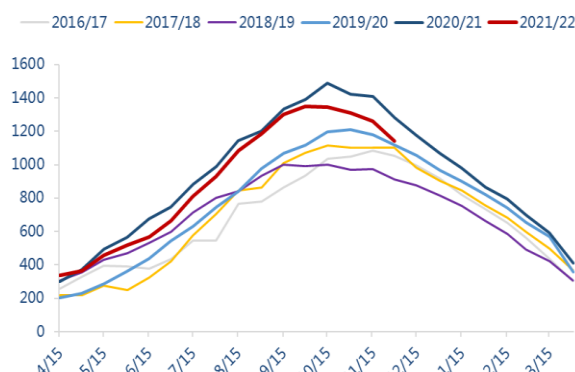
数据来源：UNICA，东吴期货研究所

**图 5：巴西食糖月度累计出口量**


数据来源：UNICA，东吴期货研究所

**图 6：原白糖价差**


数据来源：WIND，东吴期货研究所

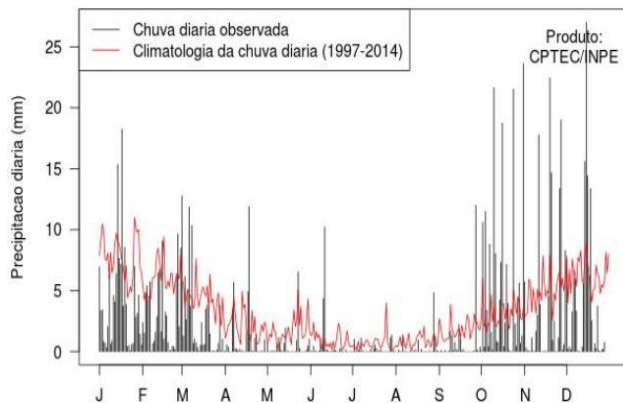
**图 7：巴西中南部食糖库存**


数据来源：UNICA，东吴期货研究所

巴西 21/22 榨季压榨即将结束，最终糖产量基本也已经尘埃落定，不过新榨季将在明年三四月份再度开启，我们认为影响巴西下榨季产量前景的因素主要是天气和原油。目前市场担忧双拉尼娜气候侵袭，但从近期巴西中南部地区的降雨情况看，虽然个别时间段降雨量仍然偏少，但自 2021 年 10 月份以来整体是处于恢复中的，除非明年 1-3 月降雨量大幅减少，要不然似乎看不到巴西甘蔗产量会变得比这个榨季更加糟糕。之所以认为原油走势会影响巴西下榨季食糖产量前景，主要还是因为汽油和乙醇是巴西国内主要的两种能源，消费者会根据比价在两种能源中进行选择，由于今年含水乙醇与汽油 C 的的比价始终高于 70% 的平衡值，因此消费者更倾向于选择汽油，从而导致含水乙醇的需求大幅减少，而如果后期国际油价从高位大幅回落，那么含水乙醇将失去最重要的价格支撑因素，从而在糖醇的收益对比中落入下风，我们可以看到最新的巴西含水乙醇折糖报价为 17.71 美分/磅，较纽约原糖 03 合约低 1.32 美分/磅，较 05 合约低 1.06 美分/磅，如果糖价对含水乙醇的价格优势可以持续保持，那么新榨季巴西糖厂将会继续倾向于产糖。而对于国际油价未来的走势预判，我们认为美联储在明年加息的预期越来越强，如何解决国内的高通胀以及能源危机问题或许是美国当前最大的关切，而在加息的背景下，国际油价上行的压力是比较大的。根据以上的分析，我们认为 2022/23 榨季巴西糖产量大概率会得到修复，至于恢复到什么程度，我们暂时借用普式的预估，巴西 22/23 榨季甘蔗总产量预计为 5.5 亿吨，高于 21/22 榨季的 5.2 亿吨，食糖总产量为 3370 万吨，比 21/22 榨季 3207 万吨高 170 万吨。

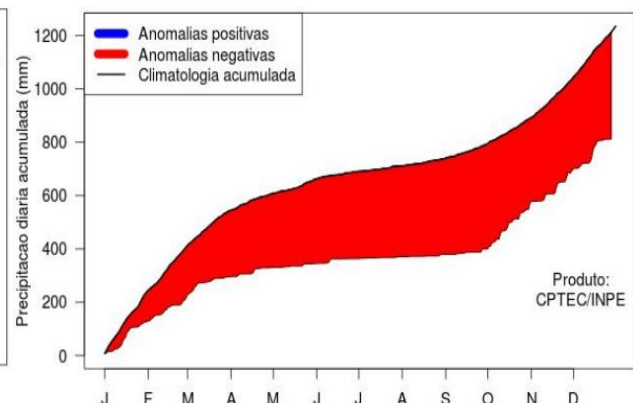


图 8：巴西中南部日度降雨量



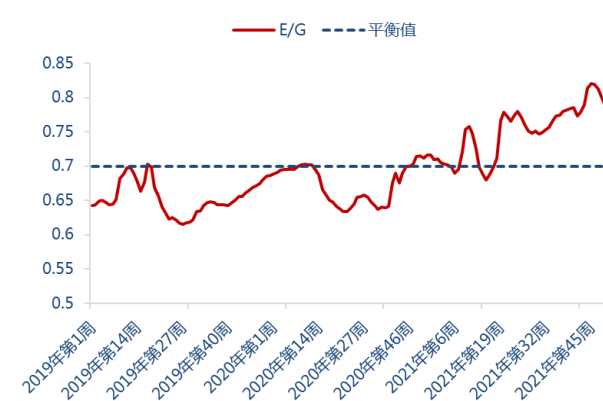
数据来源：CPTEC，东吴期货研究所

图 9：巴西中南部累计降雨量



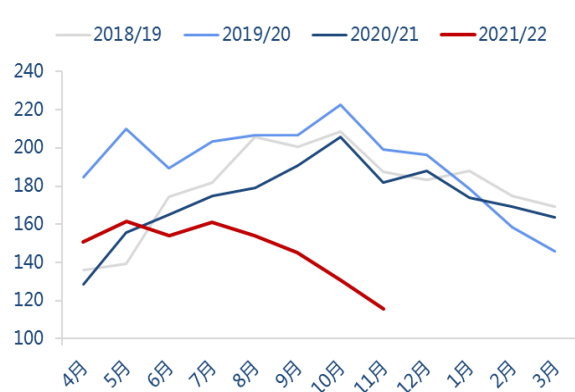
数据来源：CPTEC，东吴期货研究所

图 10：圣保罗州含水乙醇与汽油 C 比价



数据来源：UNICA，东吴期货研究所

图 11：巴西中南部含水乙醇月度销量



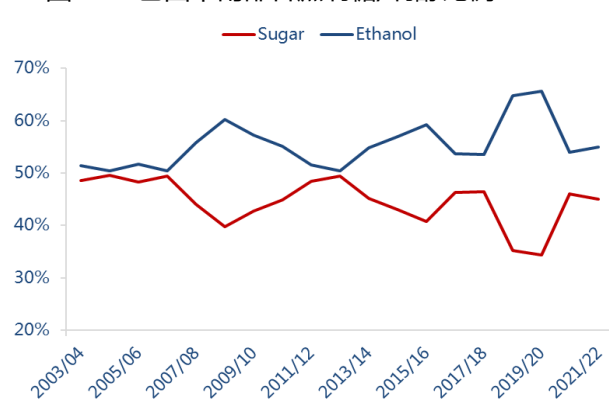
数据来源：UNICA，东吴期货研究所

图 12：巴西圣保罗含水乙醇折糖价



数据来源：ANP，东吴期货研究所

图 13：巴西中南部甘蔗制糖/制醇比例



数据来源：UNICA，东吴期货研究所

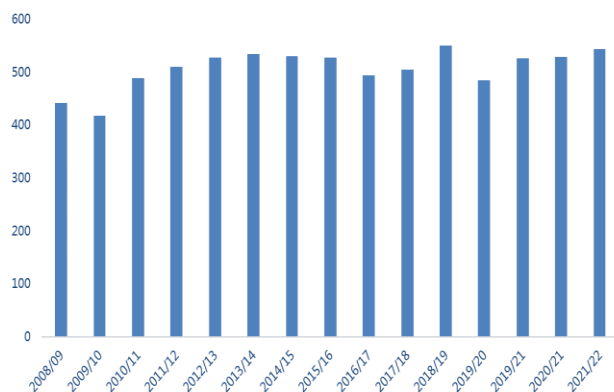
## (二) 印度：燃料乙醇新政导致产量变化不大，但可出口糖源依然充足

2020/21 榨季印度食糖产量自前一榨季的 2720 万吨增长到 3090 万吨，出口量也创下了近几年的新高，印度通过连续三年的出口补贴措施，将国内过剩的食糖库存转移至国际市场。根据 ISMA 的数据，2020/21 榨季末印度食糖库存为 829.4 万吨，已基本回到正常年份水平。

近年来印度甘蔗最低收购价 (FRP) 持续上调，种植甘蔗依然是印度农民的最优选择，因此印度甘蔗种植面

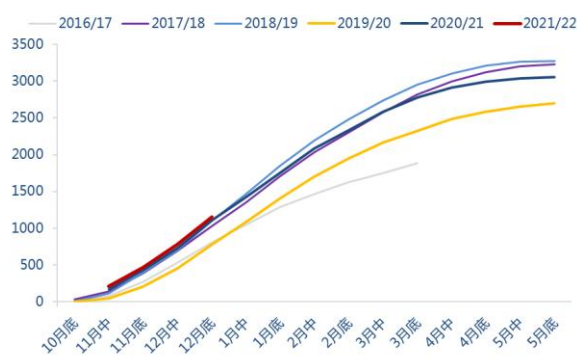
积自 2010 年后保持着稳中有升的态势，根据 ISMA 的预估，2021/22 榨季，印度甘蔗种植面积为 543.7 万公顷，较上榨季增长 2.82%，较 2011/12 榨季增长 6.61%。受益于本年度正常的季风降雨和充足的水库水位，印度甘蔗主产区的作物生长情况是比较良好的，因此在正常情况下，印度 2021/22 榨季的食糖产量将较上榨季有所增长。但是随着印度能源需求持续增长，为摆脱对国际原油的依赖，印度政府决定效仿巴西，将甘蔗原料分流一部分用于生产乙醇，并且在今年的 6 月 5 日即世界环境日当天，发布了《2020-25 印度乙醇混合路线图》，明确指出在 2021/22 年度将汽油中添加乙醇的比例提高至 10%，到 2025/26 年度实现 20% 的乙醇添加目标，这就意味着未来用于生产乙醇的甘蔗原料会呈现增长之势。根据测算，如果实现 E10，则每年转移到乙醇生产中的糖的数量是 300-400 万吨，如果实现 E20，则每年用于转移生产的食糖数量将达到 600 万吨以上。所以如果我们考虑到 350 万吨左右的糖被用于生产乙醇，那么 2021/22 榨季的印度食糖产量预计在 3050-3100 万吨，与上榨季基本持平。印度每年的国内食糖消费量在 2600 万吨左右，结合今年的食糖产量预估，那么印度在 2021/22 榨季仍有 450-500 万吨的过剩糖源可供出口，而根据 ISMA 预估，印度在 2021-22 年度将继续完成 600 万吨的过剩食糖出口。

图 14：印度甘蔗播种面积



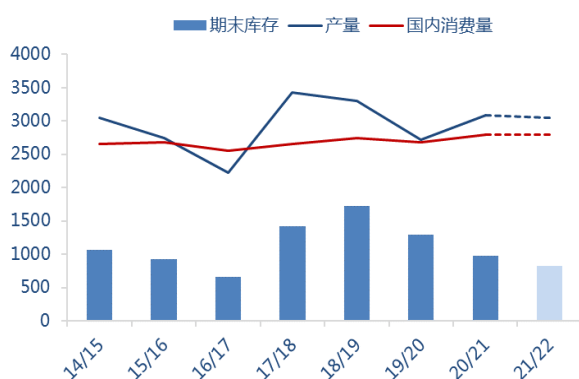
数据来源：ISMA，东吴期货研究所

图 15：印度双周累计产糖量



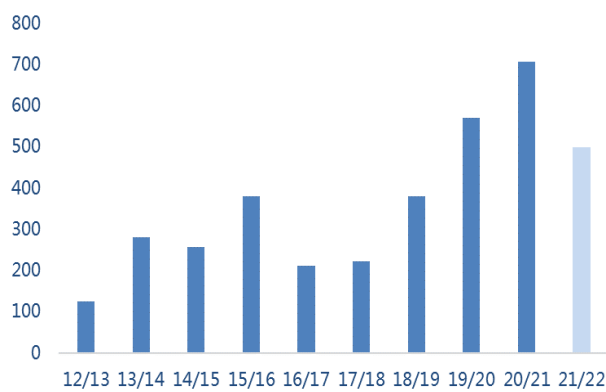
数据来源：ISMA，东吴期货研究所

图 16：印度食糖供需平衡表



数据来源：USDA，东吴期货研究所

图 17：印度食糖出口量



数据来源：ISMA，东吴期货研究所

近几个榨季，印度政府通过向糖厂提供出口补贴，刺激糖厂出口，印度食糖出口量连年增长，在刚刚过去的 2020/21 榨季，印度创下了 707 万吨的食糖出口量新高，但是从 2021/22 榨季开始，印度将取消对糖厂的出口补贴，一是因为 WTO 反对印度的食糖出口补贴政策，二是印度认为国际糖价处于高位，即使不提供出口补贴，印度糖也能实现出口，因此在原糖价格处于 20-21 美分时，印度签订了大量的出口合同，据悉到目前为

止已签订 370 万吨左右的出口合同，实现了一半以上的出口目标。根据当前的印度卢比兑美元汇率以及印度政府制定的国内最低食糖销售价格（MSP），我们可以测算出印度原糖需在 19 美分左右才能实现出口，但是随着 2021/22 年度泰国重回出口市场，我们并不排除印度糖未来在出口成本之下出口的可能性。

表 1：印度原糖出口成本测算表

榨季	印度最低食糖售价 (MSP)	出口补贴 (卢比/吨)	印度卢比兑美元汇率	出口成本 (美分/磅)
2019/20	31000	10448	0.01345	12.54
2020/21	31000	5833	0.01345	15.35
2020/21	31000	4000	0.01345	16.47
2021/22	31000	0	0.01345	18.91

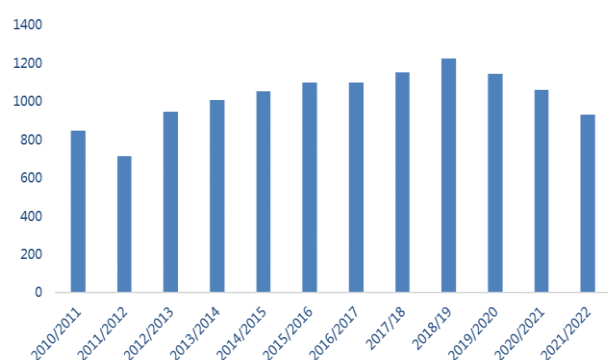
数据来源：ISMA，东吴期货研究所

### （三）泰国：天气改善，食糖产量自低位回升

近几年，由于甘蔗种植收益低于木薯等其他作物，泰国甘蔗种植面积趋于下降，叠加前两年受到厄尔尼诺气候影响，泰国甘蔗主产区遭受严重干旱，甘蔗产量大幅下降，但随着本年度降雨量恢复，虽然甘蔗种植面积没有增长，但得益于单产的大幅提高，预计 2021/22 榨季，泰国甘蔗产量将较上榨季明显增长，根据 OCSB 的估产报告，2021/22 榨季泰国甘蔗产量预估为 8547.87 万吨，较上榨季增长 14.42%，普式预计泰国 2021/22 榨季食糖产量为 1050 万吨，较上榨季的 727 万吨增长 323 万吨。

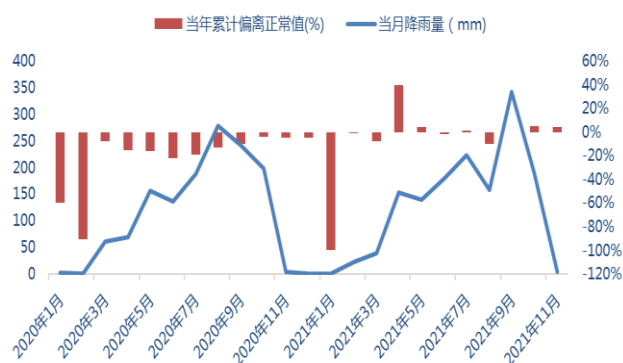
从出口情况来看，2020/21 榨季泰国累计出口食糖 368 万吨，远低于近 5 个榨季 835 万吨的出口均值。随着泰国食糖产量恢复性增长，2021/22 榨季泰国食糖出口量或将较上榨季翻番，预计出口 750 万吨左右，根据 TSMC 发布的数据，截至 2021 年 11 月，2021/22 榨季泰国累计出口 79.48 万吨糖，同比增加 21.24 万吨，出口进度明显快于上榨季。随着泰国糖重回出口市场，预计将对印度糖形成有力竞争。

图 18：泰国甘蔗播种面积



数据来源：OCSB，东吴期货研究所

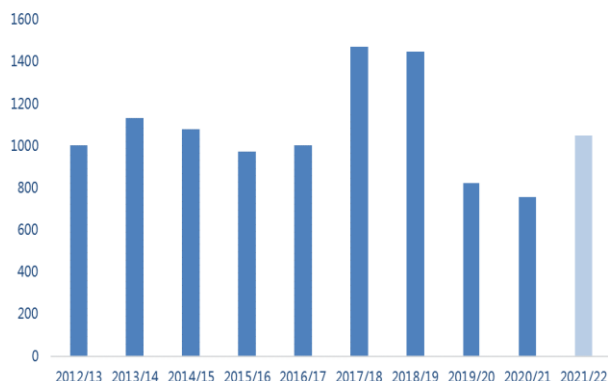
图 19：泰国东北部降雨量



数据来源：泰国气象局，东吴期货研究所

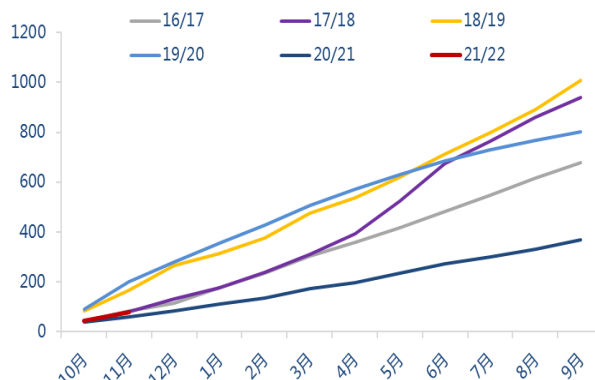


图 20：泰国食糖产量



数据来源：OCSB，东吴期货研究所

图 21：泰国食糖月度累计出口量

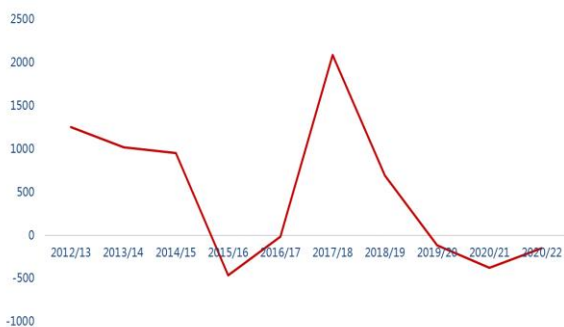


数据来源：TSMC，东吴期货研究所

#### （四）全球：2021/22 年度全球食糖供需矛盾或将有所缓解

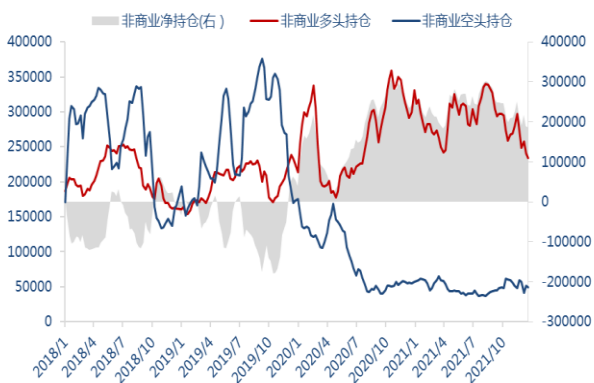
因泰国、欧盟等国食糖产量恢复性增长，而巴西得益于天气改善，下榨季产糖量小幅增长的概率也较高，全球食糖供需缺口将较上年度大幅缩窄，根据普氏（Platts）的预估，2021/22 年度全球食糖产量将增长 463.3 万吨至 1.834 亿吨，消费量预计增长 1.3% 至 1.849 亿吨，全球食糖供需缺口为 148.85 万吨，低于 2020/21 年度的 371.9 万吨。从 CFTC 原糖基金持仓变化来看，自 2021 年 8 月中旬开始，CFTC 原糖非商业净多持仓自高位持续减持，截至 2021 年 12 月 21 日当周，原糖非商业净多持仓为 189198 张，较 2021 年 8 月 17 日当周下降 37%。

图 22：全球食糖供需差



数据来源：ISO，东吴期货研究所

图 23：CFTC 原糖非商业持仓



数据来源：WIND，东吴期货研究所

### 三、国内市场供需分析

#### （一）产量：北方甜菜糖产区大幅减产，2021/22 榨季全国食糖产量下降

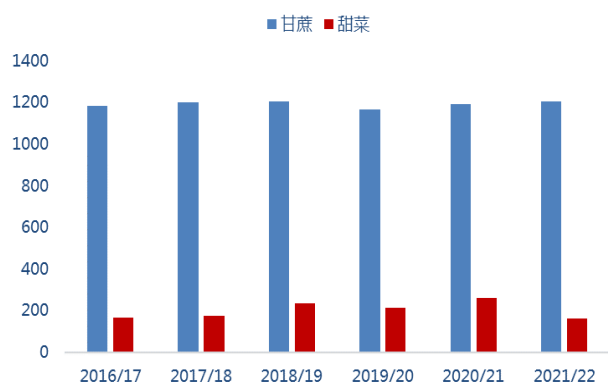
2021/22 榨季北方甜菜产区种植面积大幅下降，甜菜糖产量自上榨季的历史高位下滑，甜菜糖在国产糖中的产量占比预计将从上榨季的 14% 下降至 10% 左右。由于替代作物价格大幅上涨叠加高补贴，甜菜的比价收益较低，本榨季内蒙古产区甜菜种植面积大幅减少，预计为 130 万亩，同比下降 43% 左右，预计产糖 50 万吨，同比减少 39 万吨；新疆产区同样因为玉米比价收益更高，因此甜菜种植意愿也不强，预计种植面积同比下降 20%，且在原料采收期间雨雪天气频发，部分甜菜原料受到一定损伤，预计新疆产区最终产糖量在 47 万吨左

右，同比减少 10 万吨。

由于连续三个榨季甘蔗收购价定为 490-520 元/吨，且继续实施对脱毒、健康种苗新植蔗提供 350 元/亩的良种补贴政策，农民种蔗意愿有所提高，2021/22 榨季甘蔗糖产区种植面积小幅增长，预计产糖量总体与上榨季相比变化不大，根据农业农村部 12 月份的预估，2021/22 榨季我国甘蔗糖总产量预计为 917 万吨，较上榨季增产 4 万吨。

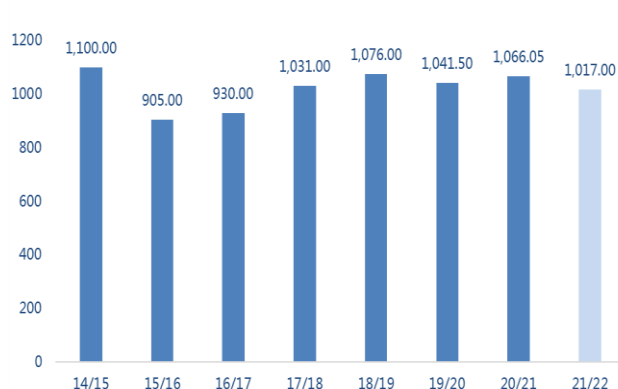
综上，2021/22 榨季我国食糖产量因甜菜糖减产将较上个榨季出现一定程度的下降，预计全年产糖量在 1017 万吨，较上榨季减产 50 万吨。

图 24：国内甘蔗及甜菜种植面积



数据来源：中国糖业协会，东吴期货研究所

图 25：国内食糖产量



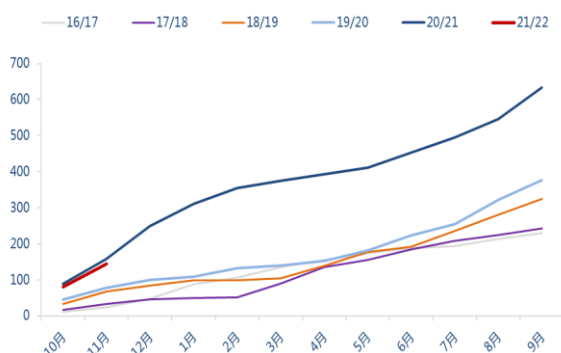
数据来源：中国糖业协会，东吴期货研究所

## （二）进口糖数量维持高位，糖浆进口得到有效管控

海关总署公布数据显示，2021 年 11 月份中国进口食糖 63 万吨，较近五年同期均值高出 87.5%，刚刚过去的 2020/21 榨季我国累计进口食糖 633 万吨，较上榨季增长 68%，较近五年均值翻了一番。造成这一现象的主要原因是去年 5 月 21 日以后，食糖贸易救济措施到期，配额外食糖进口关税由 85% 降至 50%，进口成本大幅下移，叠加将配额外食糖进口纳入进口报告管理，理论上符合申请条件的企业均可以申请食糖进口备案，这两方面的因素导致我国食糖进口量在 2020 年下半年开始大幅攀升，从而形成了持续一年多的外强内弱的格局，不过随着国际原糖价格持续上涨以及海运费大幅攀升，目前国内外糖价已出现倒挂，这在一定程度上刺激了加工糖厂挺价，同时也会限制加工糖厂后期的进口需求。

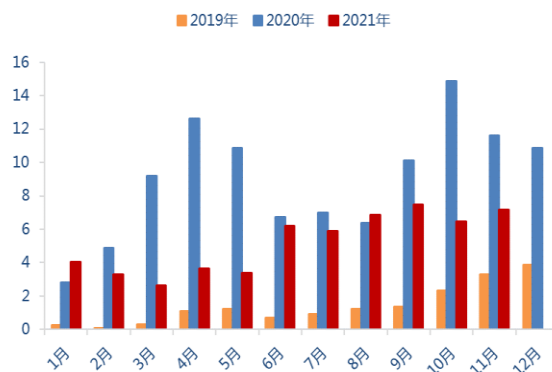
2021 年我国糖浆进口得到有效管控。2021 年 1 月 1 日正式开始实施新税则子目，糖浆进口管理更加规范，叠加年初的约谈和地方海关管控，糖浆进口量低于预期，2021 年 1-11 月糖浆进口量萎缩至 57.14 万吨，同比减少 40 万吨左右，我们预计 2021/22 榨季国内糖浆进口量将维持下降趋势。

图 26：中国食糖月度累计进口量



数据来源：中国海关总署，东吴期货研究所

图 27：糖浆月度进口量

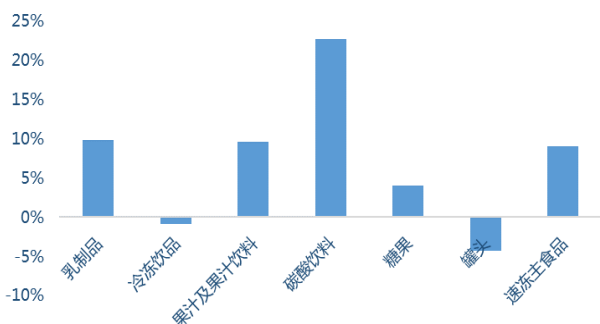


数据来源：中国海关总署，东吴期货研究所

### （三）消费呈现低速增长趋势

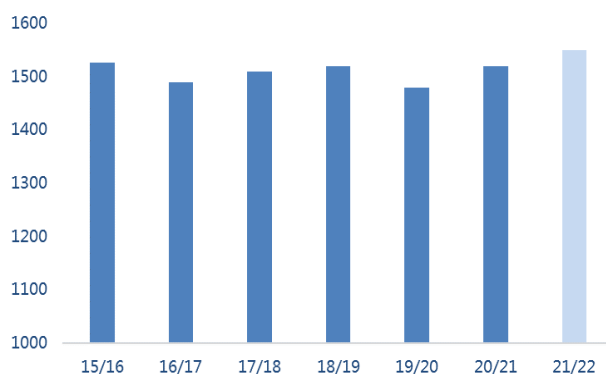
2021 年，国内食糖消费增长相对稳健，2021 年 1-11 月，全国社会消费品零售总额 399554 亿元，同比增长 13.7%，比 2019 年 1-11 月份增长 8.2%，基本已恢复到疫情前的水平。1-11 月全国各类含糖食品累计产量同比增幅均大幅高于去年同期，其中乳制品及饮料产量增速较快，食糖消费维持稳定增长趋势。国民消费往往与经济、人口密切相关，鉴于国内经济维持稳定增长态势，人口结构虽有向老龄化发展的趋势，但国家已通过多项政策进行干预，人口问题有望得到缓解，我们预计 2022 年国内食糖消费将继续维持低速增长，年消费量约为 1550 万吨。

图 28：1-11 月我国七类含糖食品产量同比增减



数据来源：沐甜科技，东吴期货研究所

图 29：中国食糖消费量



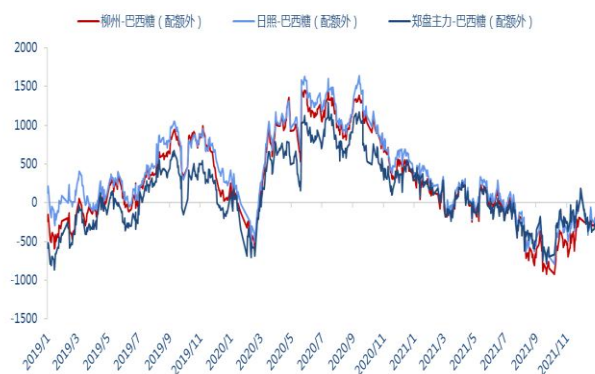
数据来源：中国糖业协会，东吴期货研究所

### （四）21/22 榨季国内各糖源成本有所上升

本榨季国产糖成本较上榨季有所增长，甜菜糖因产量大幅下降造成吨糖成本上升，另外因地租、农资以及能源价格上涨，使得 2021/22 榨季北方甜菜糖综合成本大幅上移。本榨季甘蔗糖不同产区成本也出现不同程度的上涨，甘蔗价格稳中有升，广东甘蔗收购价由上榨季的 450 元/吨增长至 480-490 元/吨，广西抢蔗的乱象也在一定程度提高了甘蔗到厂成本，虽然订单农业规定蔗价为 490-520 元/吨，但据我们了解的情况，糖厂收蔗价基本是按照 520 元/吨的上限价收购的，且甘蔗糖厂与甜菜糖厂一样，无法规避辅助材料价格上涨的风险。因此，北方甜菜糖厂和广东糖厂成本增长最为明显，云南糖成为成本最低的糖源，不同产区间成本优势变化明显，国产糖平均成本预计接近 5600 元/吨。

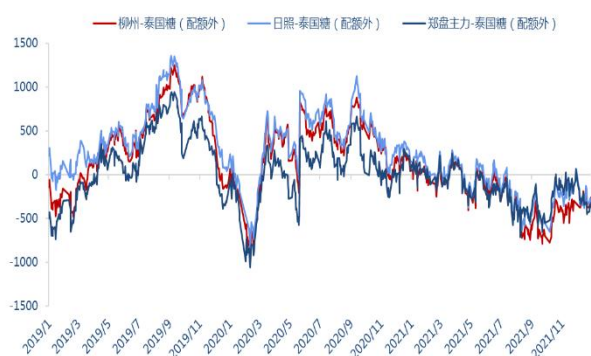
因原糖维持高位震荡的格局，目前配额外食糖进口成本在 5950 元/吨附近，进口利润维持倒挂格局，加工糖厂挺价意愿强烈，但是进口成本是随着原糖价格波动动态变化的，从全球食糖供需基本面情况看，2021/22 年度全球食糖供应偏紧的格局有望缓解，国际糖价重心有望小幅下移，我们预计原糖在 2021/22 年度运行区间为 16-20 美分，若原糖跌至 16 美分，那么按当前的汇率、海运费价格计算，配额外进口食糖成本将回落至 5380 元/吨附近。

图 30：巴西糖配额外进口利润



数据来源：泛糖科技，东吴期货研究所

图 31：泰国糖配额外进口利润



数据来源：泛糖科技，东吴期货研究所

### （五）国内产需缺口扩大，表观供求平衡的松紧取决于进口量

我国食糖常年处于产不足需的状态，需要外部糖源来补充，外部糖源供应主要通过正规渠道进口、走私以及 19/20 榨季开始兴起的糖浆进口来补充。走私糖近两年在国家的严厉打击之下已大幅减少，糖浆进口也已经得到了有效管控，但是正规渠道进口却呈现宽松之势，进口糖数量逐年增长，国内食糖供求平衡的松紧很大程度上取决于进口糖数量。

根据我们的预估，2021/22 榨季国内食糖产量与上榨季相比有所下降，消费继续维持低速增长，国产糖产需缺口由上榨季的 454 万吨扩大至 533 万吨，走私糖数量预计和上榨季相差不大，我们预估在 30 万吨左右，进口（包括进口糖浆折糖）预计将较上榨季有所回落，从 2020/21 榨季 686 万吨的天量下降至 500 万吨左右，计算得出 21/22 榨季我国食糖年度供需差在 124 万吨，较上榨季明显收缩，但进口仍然是个未知变量，且对国内食糖供需平衡影响重大，我们需持续关注并动态评估。

表 2：中国食糖供需平衡表

中国食糖供需平衡表（万吨）							
榨季	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22
期初库存	93	60	58	45	35	57	105
产量	870	929	1031	1076	1041.5	1066	1017
进口（含糖浆折糖）	373	229	243	324	428	686	500
放储	0	136	0	40	53	40	40
非正常渠道进口	275	240	225	100	50	30	30
出口	15	12	18	19	18	13	18
收储	0	0	0	0	0	0	0
消费	1526	1490	1510	1520	1480	1520	1550
供需差	70	92	29	46	109.5	346	124

数据来源：中国糖业协会，东吴期货研究所

#### 四、2022 年行情展望及风险提示

##### （一）行情展望

对于 2021/22 年度国际食糖市场的评估，我们认为因泰国、欧盟等国食糖产量恢复性增长，而巴西得益于天气改善，下榨季产糖量小幅增长的概率也较高，全球食糖供需缺口将较上年度有所缩窄，食糖市场的供需矛盾有望逐步缓解，因此我们认为原糖大概率将继续维持高位震荡的格局，只不过价格运行的中枢或将有所下移，预计 2021/22 年度原糖价格的运行区间在 16-20 美分/磅。

国内方面，21/22 榨季国产糖产需缺口有所扩大，进口糖仍是我国食糖市场的必要补充，因进口利润倒挂叠加进口糖浆得到有效管控，预计 2021/22 榨季我国食糖进口量将较上榨季有所下降，进口端压力将小于上榨季。不过 2021 年 4 月之前仍处于国内食糖生产高峰期，国产糖供应是比较充足的，若在此期间国际原糖价格重心下移，那么进口糖成本将较前期大幅下降，从而造成进口糖再次对国产糖形成竞争优势，国内糖价的底部支撑将从国产糖制糖成本转移至进口糖成本，因此对郑糖 2205 合约的评估，我们整体维持偏空的判断。但 5 月之后，随着国产糖逐步消化，国内对于进口糖的需求将逐步增长，进口利润将得到有效修复，预计国内糖价将较上半年出现明显修复，外强内弱的格局有望得到逆转，因此郑糖 2209 合约后期是存在布局反弹多单的机会的。我们对 2021/22 榨季国内糖价维持先抑后扬的判断，运行区间预计在 5400-6300 元/吨。

##### （二）风险提示

- 1、拉尼娜气候对巴西中南部的影响超预期。
- 2、原油、雷亚尔兑美元汇率波动不及预期。

#### 免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

**期市有风险，投资需谨慎！**