

交易咨询资格号：
证监许可[2012]112

白糖品种
策略报告

2023 年 5 月 25 日

分析师

陈乔

软商品高级分析师

期货从业资格：F0310227

投资咨询资格：Z0015805

联系电话：0531-81916297

客服电话：400-618-6767

摘要

■ 本文阐述了由于外围经济环境忧虑，整体商品下行仍面临较大的压力，糖市虽然供给收缩带来的供应过剩预期下调，贸易流紧张局势在伴随着巴西生产的有序推进，新糖季节性供应增加或将不利于糖价续冲，回调在所难免。不过，一旦宏观面忧虑缓释，巴西中南部甘蔗最大化生产糖的力度不及预期，2023/24 年度全球再度面临供应紧缺，那么糖价仍可能再度形成一波上涨。国内市场，弥补供需缺口的关键是进口糖供应和国家储备糖供应两个方面。在内外倒挂依旧较大的背景下，我们预计内糖后续仍有上行可能，但政策是不确定性因素，当下叠加国际糖市巴西市场的季节性新增压力，内糖将跟随国际糖价进入调整模式。总体而言，本榨季国内糖价是否见顶，在政策面还不确定下，我们无法给出判断，但是高价带来的风险需要我们谨慎对待。若回调幅度足够，在内外倒挂还未修复前，低吸力量依旧较强。

风险因素：宏观扰动、需求预期兑现较长、政策变化等

中泰期货研究所



中泰期货服务号



是回调还是见顶？

我们不得不说近期白糖市场的疯狂上涨给人糖高宗再现的情形。国内白糖现货持续大幅拉涨至 7200 元/吨以上（广西产区），期货郑糖最高也上冲逼近 7200 关口。不过伴随着国际原糖的调整展开而遭遇资金减持回落，5 月 25 日郑糖 7 月合约期价大幅度回落至 7000 关口，远期 9 月合约下破 7000 关口运行，资金大幅度减持 2.8 万多手，成为五月以来资金减持最大的一个交易日，从此看期糖或已经面临资金面的抑制作用。

前期我们对二季度的行情预估是先扬后抑行情，先扬的行情已经将糖价推高至近 7200 高位，伴随资金减仓离场，抑制行情或已经展开，因为我们从强基差的态势中可以看出，期货的上推越发困难，毕竟郑糖价格已经推升至历史高价附近。伴随资金减持，糖价出现回落行情，是技术性回落调整还是见顶信号？我们分析如下：

图 1 国内郑糖主力合约价格走势



来源：文华财经，中泰期货整理

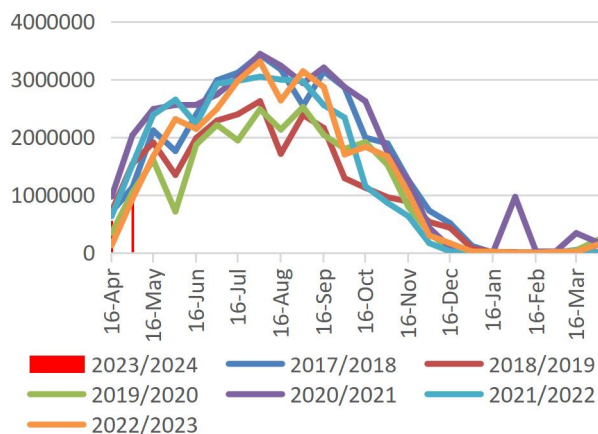
外部宏观压力逐步演绎

- 早在 3 月美国硅谷银行关闭事件出现引发了市场的忧虑情绪便形成了市场大宗商品下行的导火索，这是美联储去年至五月持续加息的结果。当前由于美国银行业压力导致的预期信贷收缩可能会使经济陷入衰退的预期压力越来越大，全球商品下行承压运行持续演绎中。另外，美国债务违约情绪仍旧弥漫，市场忧虑节点或在 6 月初。美国财长部长耶伦多次警告，美国财政部最早在 6 月 1 日时就可能无钱可用，所以当前美国债务上限谈判正在推进中，但是目前为止谈判仍处于僵局状态，若美国不能够及时提高债务上限将有可能令金融体系和更广泛的经济出现极为不利的混乱情况，这些担忧我们必须警惕，这是不利于大宗商品价格上涨的主要外部力量。

国际糖市阶段性供应压力来袭，预期供应或紧张

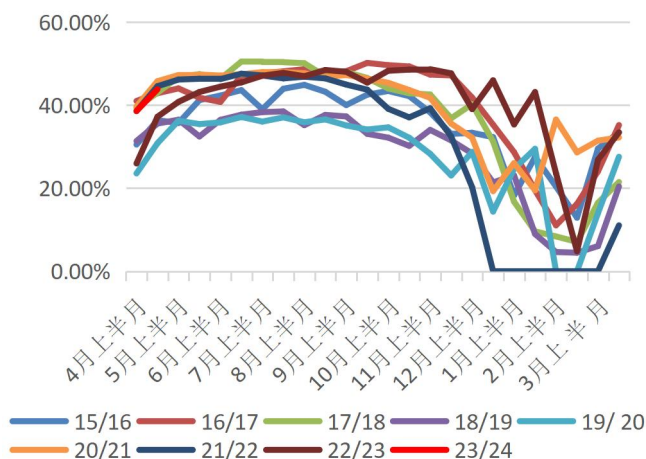
- 国际市场北半球已经结束生产，减产或产量不及预期的利多效应已经反映了在盘面的上，但自 4 月以后，南半球巴西已经进入 2023/24 榨季生产，目前生产已经开启两个月了，生产进度趋于稳定向好，产量供应陆续增加中。按照 UNICNA 公布的数据显示，2023/24 榨季截至 4 月下半月，巴西中南部地区累计入榨量为 3481.8 万吨，同比增幅达 18.82%；甘蔗 ATR 为 110.88kg/吨，较去年同期的 108.13kg/吨增加了 2.75kg/吨；累计制糖比为 41.61%，较去年同期的 35.30%增加了 6.31%；累计产糖量为 153.1 万吨，同比增幅达 43.65%。截至 5 月下旬，巴西中南部地区由于没有重大降雨，咨询机构 S&P Global Commodity Insights 对 13 位分析师的调查显示，预计巴西糖厂在 5 月上半月压榨了 4073 万吨甘蔗，比去年同期增加近 19%；产糖量为 221 万吨，同比增长 31.9%。
- 从巴西甘蔗制糖比来看，4 月下半月巴西甘蔗制糖比处于历年同期偏高的水平，并且由于制糖利润更高，巴西中南部地区自 2020 年以来，制糖比持续处于偏高水平。市场预计 2023/24 年度巴西中南部的地区甘蔗仍将最大化生产糖，因目前巴西甘蔗制糖利润非常可观。

图 2 巴西中南部地区双周食糖产量 (单位：吨)



来源：沐甜科技，同花顺，中泰期货整理

图 3 巴西中南部地区甘蔗制糖比



来源：沐甜科技，中泰期货整理

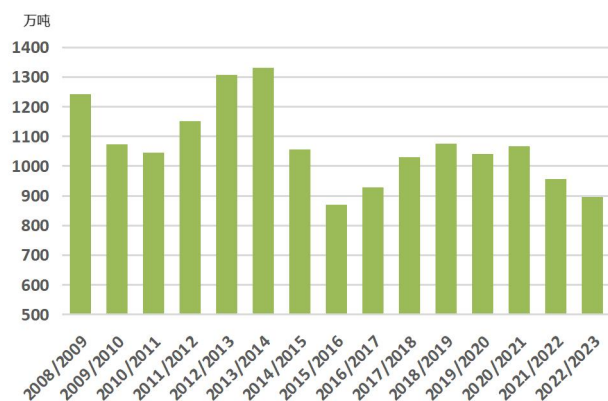
- 此外，支撑近期国际糖价维持高位的原因在于整体上市场对国际糖市的产需形势偏于利多提振，因北半球减产影响，国际糖业组织(ISO)近日将 2022/23 榨季全球糖供应过剩量预估从此前 2 月预计的 415 万吨大幅下调至 85 万吨，预计 2022/23 榨季全球食糖产量为 1.7736 亿吨，低于之前预估的 1.8043 亿吨。消费量预估被上调 23.30 万吨，至 1.7651 亿吨。不过未对 2023/24 年全球食糖供需做出预估。但之前分析机构 Green Pool 在 2 月时曾预计 2023/24 榨季全球食糖市场将供应短缺 101 万吨。

国内供应趋紧下变数在政策

- 截至 5 月底，我国国产糖生产已经落下帷幕，按照中国糖业协会 4 月底公布的数据来看，2022/23 年度我国国产糖生产了 896 万吨，同比减少 60 万吨，为近十二年来次低水平，之前产量最低的年份是 2015/16 年度，产量为 870 万吨。库存方面，对应 4 月的国产糖新增工业库存仅 381 万吨，创近十六年新低水平。受国产糖产量减少影响，国内食糖库存低，糖价自 3

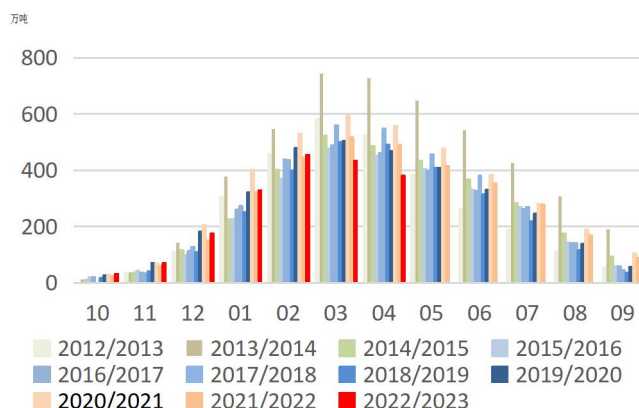
月开始就持续大幅度走高。

图4 国内食糖产量（单位：万吨）



来源：中国糖业协会，中泰期货整理

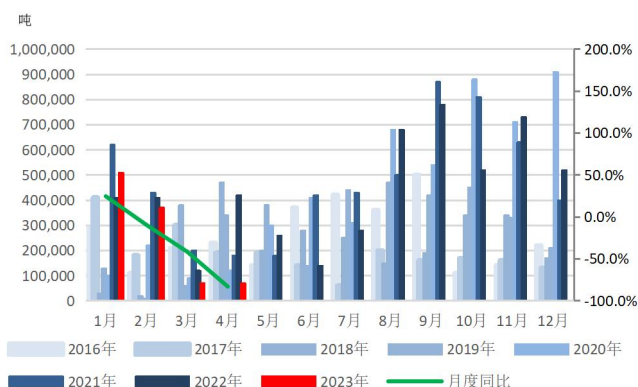
图5 国产糖新增工业库存



来源：中国糖业协会，同花顺，中泰期货整理

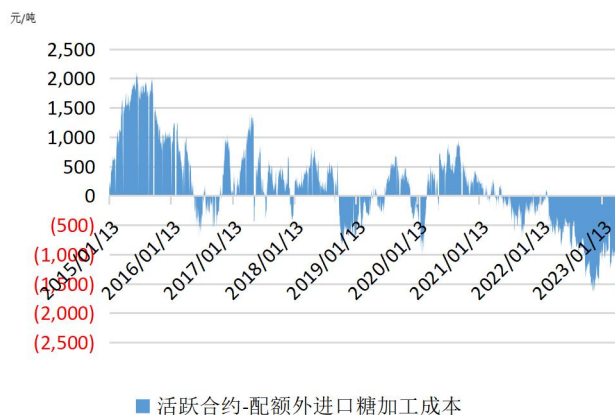
- 另外，我国是产不足需的国家，供需缺口通常在500万吨左右。近几年每年需要从海外市场进口500万吨以上的食糖才能弥补国内需求。2022/23榨季我国产需缺口扩大至600万吨以上，这或需要通过进口糖供应弥补缺口。按照2023年以来内外糖价差（配额外）的情况来看，持续倒挂1000元/吨以上，进入5月以来，配额外进口加工糖加工利润倒挂幅度再度扩大500元/吨以上，进一步加剧了国内糖价继续上涨的动力，以至于国内糖价持续攀升，期价从3月初不足6000元/吨的低点快速上涨至7200元/吨，上涨幅度达20%左右。
- 由于配额外进口糖利润倒挂幅度大，进口糖供应难以形成对供需缺口的有效补充。4月我国食糖月进口量仅7万吨，环比3月持平，同比大幅下降83.3%，为近十年历史同期最低水平。2023年1-4月我国累计进口102万吨，同比下降25%，是除了贸易保障救济三年外，同期累计偏低水平。基于现实进口供应有限，预期配额外进口受内外倒挂严重影响，自2月开始至4月下旬，我国配额外进口糖预报基本都是零，意味着5月-6月国内进口供应仍难有增量，加剧了五月下旬价格持续攀升。

图6 中国食糖按榨季月度进口



来源：中国海关，中泰期货整理

图7 配额外进口利润



来源：沐甜科技，中泰期货整理

- 不过进口糖并不是国内产需缺口的唯一补充，当前国储糖库存充盈，一旦国储糖出库满足市场供应，当季产需缺口的弥补通过国家储备糖进行了补充，糖价续冲将形成困难，这需要我们动态的关注国家储备糖的轮出政策

才能判断糖价的运行方向。

■

- 总结上方分析，由于外围经济环境忧虑，整体商品下行仍面临较大的压力，糖市虽然供给收缩带来的供应过剩预期下调，贸易流紧张局势在伴随着巴西生产的有序推进，新糖季节性供应增加或将不利于糖价续冲，回调在所难免。不过，一旦宏观面忧虑缓释，巴西中南部甘蔗最大化生产糖的力度不及预期，2023/24 年度全球再度面临供应紧缺，那么糖价仍可能再度形成一波上涨。国内市场，弥补供需缺口的关键是进口糖供应和国家储备糖供应两个方面。在内外倒挂依旧较大的背景下，我们预计内糖后续仍有上行可能，但政策是不确定性因素，当下叠加国际糖市巴西市场的季节性新增压力，内糖将跟随国际糖价进入调整模式。总体而言，本榨季国内糖价是否见顶，在政策面还不确定下，我们无法给出判断，但是高价带来的风险需要我们谨慎对待。若回调幅度足够，在内外倒挂还未修复前，低吸力量仍旧较强。

风险因素：宏观扰动、需求不及预期、政策变化等

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。