

糖市二季度高位难下，下半年存在下行风险



走势评级:

白糖:震荡

报告日期:

2023 年 4 月 2 日

方慧玲 资深分析师 (软商品)

从业资格号: F3039861

投资咨询资格号: Z0010565

Tel: 8621-63325888-2737

Email: hailing.fang@orientfutures.com

★国际糖市分析及展望:

在巴西糖大量产出有效供应市场之前,全球供应紧张的状况料难明显缓解。二季度,国际贸易流供应紧张的状况将继续支撑国际糖价维持高位坚挺态势,ICE 原糖 5 月合约甚至存在挤仓的风险。下半年,随着巴西糖进入压榨高峰期,如果物流顺畅,全球原糖贸易流将转为过剩。但若物流严重不畅,巴西糖出口供应被迫后移,ICE 原糖 7 月合约也可能难跌;随着时间的推移,物流竞争趋缓和、巴西糖逐渐大量流入国际市场,10 月合约上供应形势或将有所改善。若今年天气回归正常,在高糖价的刺激下,23/24 榨季亚洲主产国的产量预期增加,叠加巴西糖因物流不畅导致的后移供应,23Q4-24Q1 全球或面临供应过剩的压力。预计二季度国际糖价高位坚挺的格局料将持续,关注印度出口政策及巴西生产、物流状况,下半年市场存在下行风险。

从更长远的角度看,受主产国面积制约及乙醇产业争夺影响,全球糖产量增长遭遇瓶颈,而需求缓步提升,全球糖市长期总体前景偏乐观,一旦主产国遭遇不利天气,易引发价格大涨。

★国内糖市分析及展望:

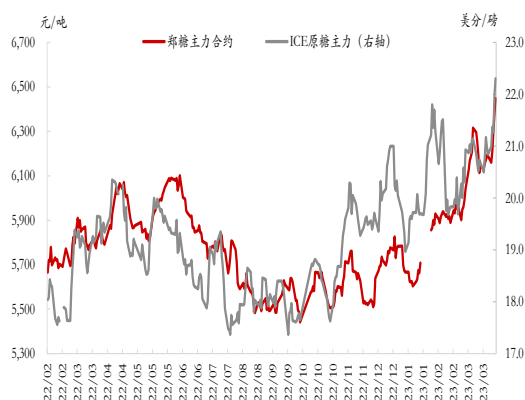
22/23 榨季,国产糖连续第二年减产令国内供需缺口拉大至 600-650 万吨,而产业链的补库需求进一步放大了缺口。目前近远期进口利润均大幅倒挂令加工厂点价的难度加大,令市场担心进口糖对国内供需缺口的填补问题。国内市场趋势还是受外盘主导,若外盘高位难下,在配额外进口严重倒挂的背景下,基本面形势仍是偏向多头,除非国家大量抛储。

结合外盘情况,预计二季度郑糖仍处于高位难下、易涨难跌的多头格局中,上方空间有多大依赖资金面的表演,但由于中间环节蓄水量较大而下游销售不畅,价格高位波动的风险也较大,密切关注国储政策面动态。操作上,建议回调择机做多为主,追涨需谨慎。下半年,全球贸易流供应预期转为过剩、人民币预期升值,郑糖预期偏空。

★风险提示:

宏观金融危机爆发的风险;产业政策面风险;疫情反弹风险等。

国内外糖期货主力合约行情走势图



重要事项: 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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。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交易建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺,见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、 行情回顾：亚洲主产国产量不及预期，推动内外糖价一季度大幅上涨.....	5
2、 国际糖市基本面：	5
2.1、 巴西：新榨季 23/24 榨季甘蔗及糖产量形势偏乐观.....	5
2.1.1、 巴西食糖出口可能面临物流不畅的问题	7
2.2、 印度.....	8
2.2.1、 22/23 榨季印度糖估产大幅下调，增发出口配额的前景渺茫	8
2.2.2、 23/24 榨季生产供应形势的初步预估	10
2.3、 泰国：糖厂提早收榨，22/23 榨季产量略不及预期.....	10
2.4、 欧盟：新烟碱类农药禁令抑制农户扩种积极性.....	11
2.5、 全球 22/23 榨季产需过剩预估量下调，巴西成为全村的希望	11
2.6、 国际糖市行情展望：二季度糖价料维持高位坚挺，下半年存在下行风险	12
3、 国内糖市基本面	13
3.1、 22/23 榨季国产糖超预期减产，23/24 榨季种植面积预计难增	13
3.2、 减产叠加淡季旺销，糖厂库存销售压力减轻，但贸易商销售不畅.....	14
3.3、 近远期进口利润均倒挂令加工厂点价难度加大.....	16
3.4、 进口糖浆及预拌粉量、非正规渠道进口糖量预计将有所增加	16
3.5、 2023 年国内食品消费预计温和复苏，高糖价或迫使替代品使用增加.....	17
3.6、 22/23 榨季国内产需缺口拉大.....	18
4、 糖市分析总结、展望及投资建议.....	19
5、 风险提示	20

图表目录

图表 1: 国内外糖期货价格走势.....	5
图表 2: 国内糖主力基差走势.....	5
图表 3: 巴西圣保罗土壤湿度.....	7
图表 4: 巴西乙醇折糖均衡价与 ICE 糖价价差走势.....	7
图表 5: 巴西中南部历年用甘蔗产糖及产乙醇的比例.....	7
图表 6: 巴西中南部甘蔗及糖历年产量情况.....	7
图表 7: 巴西中南部不同产糖用蔗比例、甘蔗入榨量情况下的糖产量初步测算.....	7
图表 8: 巴西大豆及玉米历年度产量情况.....	8
图表 9: 2022 年巴西大豆、玉米及糖的月度出口情况.....	8
图表 10: 印度历榨季糖生产进度情况.....	9
图表 11: 印度历榨季食糖产量情况.....	9
图表 12: 印度历榨季产需情况.....	9
图表 13: 印度历榨季进出口情况.....	9
图表 14: 印度乙醇计划.....	10
图表 15: 泰国甘蔗及糖产量历年情况.....	11
图表 16: 泰国糖月度出口情况.....	11
图表 17: ISO 对全球糖产需格局的预估.....	12
图表 18: 原白糖期货价差情况.....	12
图表 19: 全国及广西历年产糖量情况.....	14
图表 20: 2023 年 1 月 1 日-3 月 14 日降水距平分布图.....	14
图表 21: 全国糖厂累计产销率情况.....	15
图表 22: 全国糖月度生产情况.....	15
图表 23: 全国糖厂月度销量情况.....	15
图表 24: 全国国产糖糖厂工业库存.....	15
图表 25: 广西糖厂月度销量情况.....	15
图表 26: 广西国产糖糖厂工业库存.....	15
图表 27: 中国食糖月度进口情况.....	16
图表 28: 配额外进口巴西及泰国糖利润.....	16
图表 29: 中国糖浆及预拌粉月度进口量.....	17
图表 30: 中国糖浆及预拌粉进口量价情况.....	17
图表 31: 国内食品工业增加值及社零累计同比.....	18

图表 32: 国内白糖与果葡糖浆的现货价格价差	18
图表 33: 国内食糖供需平衡表预估	18

1、行情回顾：亚洲主产国产量不及预期，推动内外糖价一季度大幅上涨

外盘方面，一季度正值亚洲主产国印度、泰国、中国糖厂压榨生产期，各主产国生产情况均不及预期，1月底印度糖协大幅下调该国食糖估产250万吨，令市场对该国增发出口配额的可能性大降；3月份泰国糖厂日榨量超预期快速下滑，糖厂提前收榨，产量形势也不及此前预期；中国方面，由于去年严重干旱损及甘蔗产量，广西糖估产大幅下调。亚洲生产国糖生产出现400-500万吨的预期偏差，致使全球糖市供应紧张的状况延续并加深，ICE白原糖价差升至140美元/吨左右的高位水平，国际白糖及原糖期货近远月价差维持高位，3月底ICE原糖5月合约价格突破22美分一线至22.36美分/磅。整个一季度ICE原糖5月合约从18美分/磅一线上涨至22.36美分/磅，涨幅达24%。

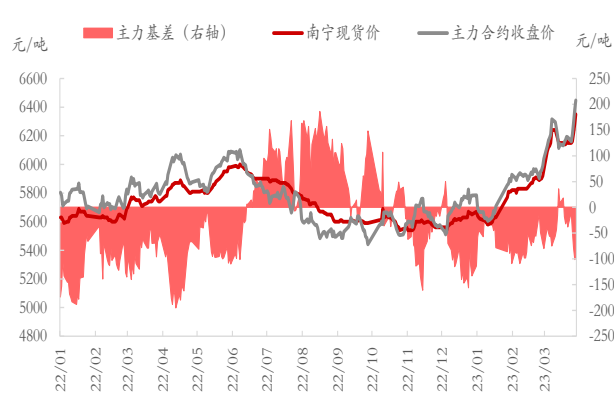
国内方面，春节前，广西正处于集中压榨生产期，新糖大量供应上市令郑糖对外盘的跟涨表现相对犹疑，主力合约总体维持在5600-5800元/吨运行；春节期间，外盘近月合约在现货供应紧张的支持下大幅上涨至逼近22美分一线，节后开盘首日，郑糖大幅高开、偏强震荡，主力合约期价整个2月份在5800-6000区间内运行；3月份，由于广西糖厂收榨进度明显较快，令市场对国内减产担忧加剧，而国际糖市在现货供应紧张及印度泰国黯淡的生产前景下高位继续上涨，近远月配额外进口利润倒挂的背景下，市场担心配额外进口量不足的问题，资金大举涌入推动郑糖主力相继突破6000、6200、6300关口，在3月底达到6500一线。整个一季度，郑糖主力从5600元/吨升至6500元/吨左右，涨幅达16%，其中3月份涨幅8.3%。

图表1：国内外糖期货价格走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：国内糖主力基差走势



资料来源：Wind，沐甜科技网，东证衍生品研究院

2、国际糖市基本面：

2.1、巴西：新榨季23/24榨季甘蔗及糖产量形势偏乐观

22/23榨季临近结束，22/23榨季截至3月上半月，巴西中南部地区累计入榨量为54389.2万吨，同比增家4.01%；累计制糖比为45.93%，较去年同期的45.01%增加了0.92%；累计产乙醇285.35亿升，同比增加4.10%；累计产糖量为3358.3万吨，较去年同期的3206.1

万吨增加了 152.2 万吨，同比增幅达 4.74%。

目前本应处于巴西中南部休榨期，巴西将于 4 月正式进入新榨季 23/24 榨季。由于 3 月下半月中南部天气转干，叠加国际高糖价吸引，这促使部分糖厂提前开榨，Unica 预计巴西中南部地区糖厂 3 月下半月将压榨约 500 万吨甘蔗，接近去年同期的五倍，若天气配合，并可能于下月加快步伐。因此 22/23 榨季，巴西中南部甘蔗压榨量约在 5.5 亿吨，最终产糖量预计在 3380 万吨左右。

23/24 榨季：

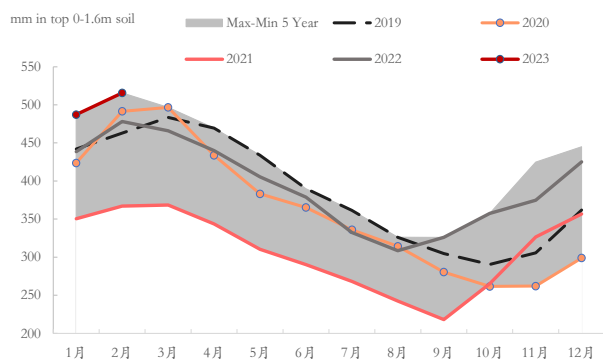
甘蔗压榨量方面，巴西中南部在 2022 年四季度及今年一季度的降水情况良好，今年一季度的累积降雨量超过历史同期均值水平，这对甘蔗单产的提升十分有利，预计新榨季甘蔗单产及产量将同比提升 7%，甘蔗压榨量预计在 5.9 亿吨左右水平，若今年剩余时间内天气情况仍配合的话，甘蔗压榨量可能升至 6 亿吨左右。

制糖比方面，巴西燃料联邦税于 3 月份恢复，而巴西国家石油公司从 3 月 1 日起下调汽油价格，这在一定程度上抵消了燃料税上调的影响，显示出政府抑燃料价格、控通胀、提振经济的意愿。自去年三季度以来，巴西糖厂用甘蔗产糖的收益就一直高于乙醇，而且在今年一季度，糖较乙醇的溢价还有所扩大，目前巴西乙醇折糖均衡价较糖价仍低 5 美分/磅以上。未来巴西燃料政策仍然存在较大变数，新政府可能改变目前巴西石油公司的定价政策，废除进口平价政策(PPI)，燃料价格上限的政策可能回归，若如此，将对糖厂生产乙醇的积极性有不利影响。相比之下，ICE 糖价远期 7 月、10 月合约价格高企，产糖收益稳定，23/24 榨季巴西糖厂用甘蔗产糖的比例仍将维持在高位水平。目前国际机构多预期 23/24 榨季巴西中南部制糖比在 47%-48%。

根据 5.9-6 亿吨的甘蔗压榨预估量、47%-48%的制糖比，由于降雨的恢复，甘蔗糖分预计同比有所下滑，23/24 榨季预期 ATR 将降至 138 kg/吨甘蔗，初步估算出 23/24 榨季巴西中南部糖产量为 3600-3800 万吨，较此前的预估区间有所上调，较 22/23 榨季增加约 300-400 万吨左右，最终产糖量取决于 2023 年的燃油相关政策、产区天气的实际情况等。

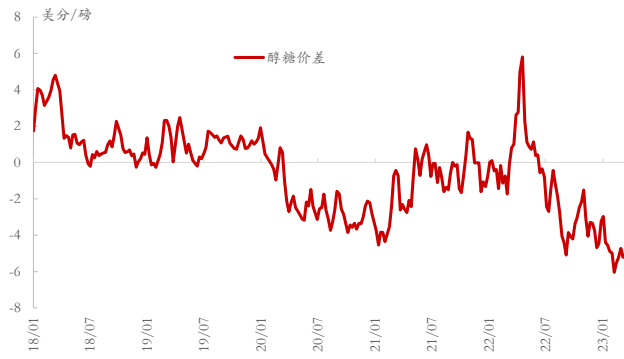
目前国际机构对新榨季巴西糖产量预期乐观，多预期新榨季巴西中南部甘蔗压榨量将升至 5.9 亿吨以上、糖产量预估在 3600-3800 万吨，其中咨询公司 Datagro 预计 2023/24 年度巴西中南部糖产量为 3830 万吨，较前一年度增长 13.1%。若果真达到 3800 万吨，则将是巴西中南部历史第二高水平，这将令下半年国际糖市贸易流预期过剩。

图表 3：巴西圣保罗土壤湿度



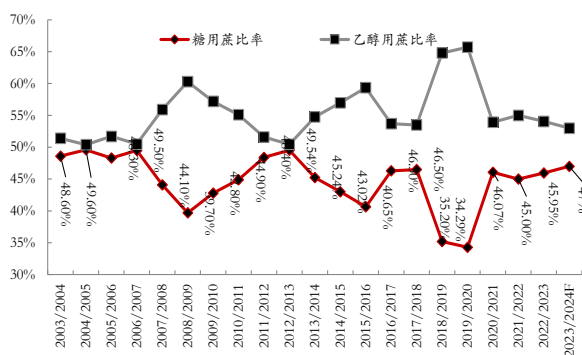
资料来源：路透，东证衍生品研究院

图表 4：巴西乙醇折糖均衡价与 ICE 糖价价差走势



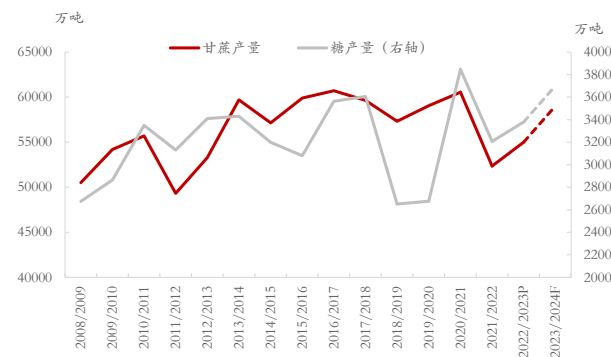
资料来源：东证衍生品研究院

图表 5：巴西中南部历年用甘蔗产糖及产乙醇的比例



资料来源：UNICA，东证衍生品研究院

图表 6：巴西中南部甘蔗及糖历年产量情况



资料来源：UNICA，东证衍生品研究院

图表 7：巴西中南部不同产糖用蔗比例、甘蔗入榨量情况下的糖产量初步测算

ATR:138kg/吨	甘蔗入榨量 (万吨)					
产糖用蔗比例	58000	58500	59000	59500	60000	60500
46%	3509	3539	3569	3600	3630	3660
46.5%	3547	3578	3608	3639	3669	3700
47%	3585	3616	3647	3678	3709	3740
47.5%	3623	3654	3686	3717	3748	3779
48%	3661	3693	3724	3756	3788	3819

资料来源：东证衍生品研究院

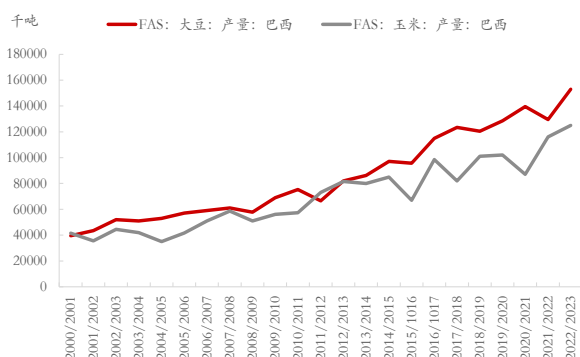
2.1.1、巴西食糖出口可能面临物流不畅的问题

尽管 2023/24 榨季巴西糖可能迎来丰产，但这些糖能否顺畅进入到国际市场对贸易流形成有效供应还是个问题。据美国农业部海外农业局的数据，22/23 年度巴西大豆预计同

比增产 18%、巴西玉米预计同比增产 7.8%，均达到历史创纪录水平，其中大豆产量的 60%、玉米产量的 40% 用于出口。而巴西超过 80% 的食糖通过桑托斯港出口，40% 的玉米、25% 的大豆也是通过该港口，粮食的增产将令港口物流资源面临激烈的争夺，物流瓶颈将限制巴西糖出货进度，进而可能导致巴西糖供应后移。

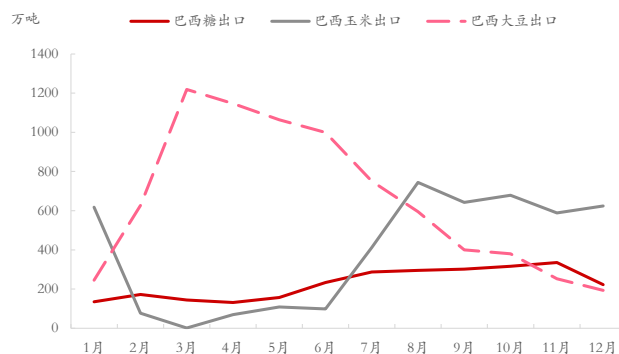
市场机构 Archer Consulting 公布的报告显示，截至 2 月底，巴西糖厂在洲际交易所，通过原糖期货对 2023/24 榨季的预期产出进行套期保值的数量已达 2020 万吨，这约为巴西 2023/24 榨季预期食糖出口量的 85%，为 2012 年以来最高水平。报告表示，仅 2 月份巴西糖厂在 ICE 的原糖套期保值规模就高达 222 万吨。预计套保平均价格为每磅 17.75 美分。可见巴西生产商套保进度达到新高，后续新增空头套保压力有限。此外，若巴西物流严重不畅可能导致生产商无法及时交货，可能加剧现货市场供应紧张的担忧，甚至可能带来逼仓风险。

图表 8：巴西大豆及玉米历年度产量情况



资料来源：FAS，东证衍生品研究院

图表 9：2022 年巴西大豆、玉米及糖的月度出口情况



资料来源：巴西农业部，东证衍生品研究院

2.2、印度

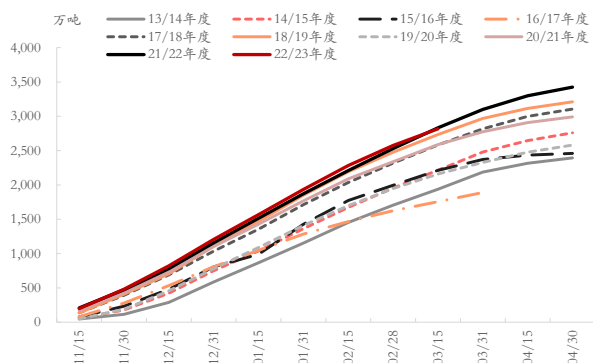
2.2.1、22/23 榨季印度糖估产大幅下调，增发出口配额的前景渺茫

1、生产：22/23 榨季印度糖产量预估被大幅下调，并还有继续下调的可能。尽管本榨季印度甘蔗面积同比增加 6%，但由于去年过量的降水损及甘蔗生长，导致甘蔗及糖产量的下滑。2022 年 12 月，印度糖协 ISMA 预计 22/23 榨季印度糖产量将在 3600-3650 万吨左右的记录高位水平，较上年度的 3600 万吨小增 2%；而随着压榨生产的进行，印度主产区马邦、卡邦甘蔗传出单产大幅下降的消息，糖厂面临提前收榨的境况，1 月底印度糖协 ISMA 将糖估产大幅下调 250 万吨至 3400 万吨水平。

22/23 榨季截至 3 月 15 日，印度累计食糖产量为 2818 万吨，较上榨季同期的 2845 万吨下降 27 万吨。当前已有 194 家糖厂收榨，高于去年同期的 78 家；尚在压榨的糖厂有 336 家，低于去年同期的 438 家。有消息称，印度主要产糖邦马邦几乎所有的糖厂将在 3 月底停榨，马邦 22/23 榨季产量预计仅为 1070-1080 万吨，比 1 月底时预估的 1280 万吨还更低，相比之下去年马邦糖厂一直运营到了 6 月份，马邦上榨季产量 1380 万吨。根据目前印度的压榨生产形势，22/23 榨季印度糖产量大概率是要降至 3400 万吨以下水平，

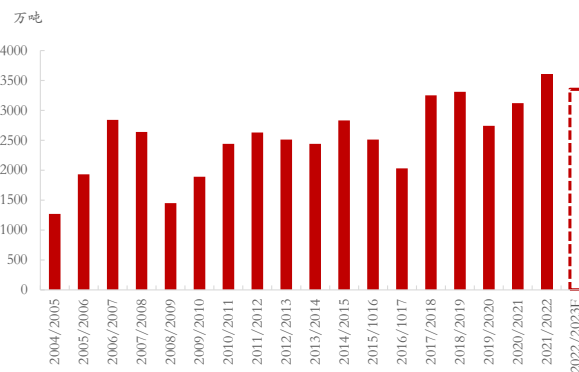
ISMA 对印度糖估产仍将进一步调降。目前国际机构对 22/23 榨季印度糖产量的主流预估区间已下调至 3300-3380 万吨。

图表 10: 印度历榨季糖生产进度情况



资料来源: ISMA, 东证衍生品研究院

图表 11: 印度历榨季食糖产量情况

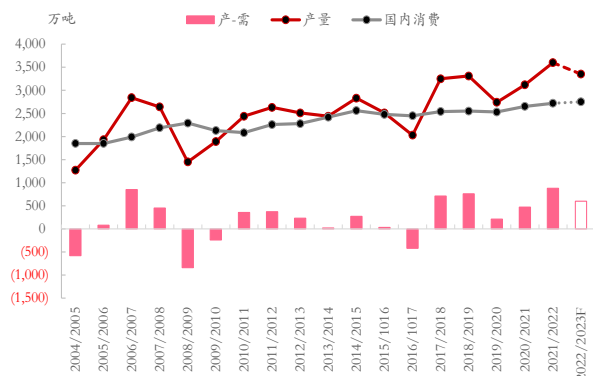


资料来源: ISMA, 东证衍生品研究院

2、出口: 增发出口配额的前景渺茫。印度本榨季国内消费量预计平稳略增至 2750 万吨; 上榨季印度糖创纪录的出口就已令期末库存降至 600 万吨左右, 为 2-3 个月的该国消费当量, 为了保证该国供应的安全, 22/23 榨季期末库存则也需保持在该水平左右; 按 3300-3400 万吨的产量预估推算本榨季印度糖可供出口量就在 600 万吨左右, 远低于上榨季 1100 万吨的出口水平以及榨季初期预估的 800-900 万吨的预期出口配额。

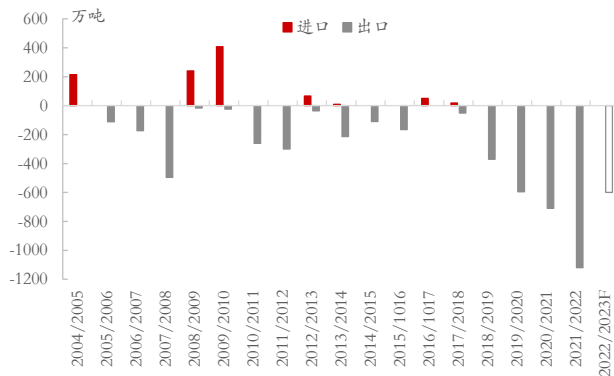
2022 年 11 月初, 印度政府就公布了第一批 600 万吨糖出口配额, 允许在 2023 年 5 月 31 日前出口。到 2023 年 1 月份时这些出口配额就已用完, 而随着印度糖产量预估的下调, 增发出口配额的可能性越来越渺茫。印度粮食部长 3 月 13 日表示, 如果印度 2022/23 年度的糖产量达到 3360 万吨的政府目标, 印度可能允许再出口 100 万吨糖。目前来看, 这个可能性也较小了, 继续关注后续印度生产形势。

图表 12: 印度历榨季产需情况



资料来源: ISMA, 东证衍生品研究院

图表 13: 印度历榨季进出口情况



资料来源: ISMA, 东证衍生品研究院

2.2.2、23/24 榨季生产供应形势的初步预估

由于印度甘蔗种植利润良好，且本榨季糖厂兑付蔗款较快，种植面积预计不会降；天气方面，虽然美国气象部门 NOAA 的气候模型显示，2023 年秋季有 61% 的可能性发生厄尔尼诺，但考虑到秋季厄尔尼诺刚出现，可能强度不大，且去年西南季风期印度降雨过量，水库蓄水量充足、土壤湿度饱和，因此厄尔尼诺对该国 23/24 榨季糖生产产生不利影响的概率较小，若持续发展，则可能影响明年的甘蔗种植和生长。因此，若天气正常，23/24 榨季印度甘蔗产量预计将有所恢复，考虑到 2023 年-2025 年印度乙醇掺混率将逐步提升至 20%，目前来看，今年 12% 的掺混目标预计能完成，分流至乙醇行业的糖量预计将有上榨季的 340 万吨增加至 450-500 万吨，23/24 榨季预计将进一步增加至 500-600 万吨，则 23/24 榨季印度食糖产量初步估计可能小幅回升至 3400-3500 万吨。该国年消费量预计平稳小增至 2750-2800 万吨左右，则可供出口量或在 600-700 万吨左右。若厄尔尼诺持续发展，印度政府可能增加国内安全库存量，则出口配额可能降至 400-500 万吨左右（安全库存按把乙醇产业耗糖量及国内食糖消费量合计使用量的 3 个月消费当量计算，则在 750-850 万吨），虽较近几年出口水平有所下滑，但处于历史年份的中偏高水平了。考虑到该国较高的蔗价及国内最低售价，印度糖出口门槛难降。

从更长期看，2025 年乙醇掺兑目标将提高至 20%，届时乙醇业消耗糖量预计达到 600 万吨以上，再之后随着人口和经济的增长推动汽油消费上升，进而推动乙醇消费继续稳步走高，生产乙醇耗糖量也跟随稳步增加。除非印度甘蔗种植面积继续扩张，未来几年印度可供出口量预计将逐年减少，再过几年印度终将解决该国国内糖过剩的问题，如果遭遇极端天气而减产，则将直接导致当年印度出口大幅萎缩。印度糖对国际市场的出口依赖度将逐渐减小，出口限制政策或将持续，在甘蔗收购价连年提升及国内食糖最低售价难降的背景下，未来几年或难以见到便宜的印度糖了，除非乙醇计划未能被切实执行。

图表 14：印度乙醇计划

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23 (E)	2023/24 (F)	2024/25 (F)	2025/26 (F)
全印度平均掺混率	5%	8.10%	10%	12%	15%	20%	20%
需分流的糖当量 (单位：万吨)	80	210	340	450-500	500-600	600	> 600
食糖产量 (万吨)	2740	3120	3600	3300-3400	3400-3500	3300-3400	3200-3300
出口量 (万吨)	595	710	1120	610	600-700	500-600	400-500

资料来源：ISMA，东证衍生品研究院（注：橙色部分为东证研究员基于正常天气情况下的初步估算）

2.3、泰国：糖厂提早收榨，22/23 榨季产量略不及预期

22/23 榨季：

截至 3 月 27 日，累计甘蔗入榨量为 9272.64 万吨，含糖分为 13.32%，产糖率为 11.729%；累计产糖量为 1099.33 万吨，其中白糖产量为 219.07 万吨，原糖产量为 846.70 万吨，精

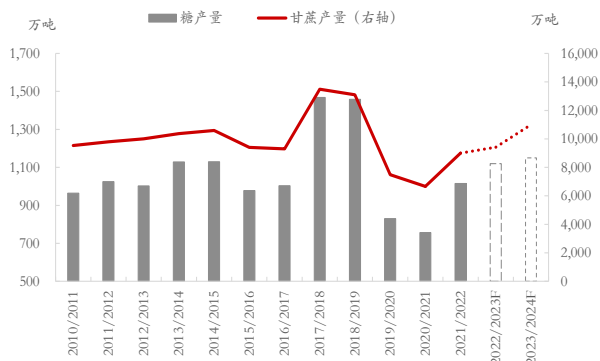
制糖产量为 33.56 万吨。泰国所有糖厂的压榨工作将于 4 月初结束，整体收榨早于市场预期，本榨季泰国甘蔗压榨量预计在 9400 万吨左右，不及此前预期的 1 亿吨之上的水平；产糖量预计在 1120 万吨，此前市场预期产糖 1150-1200 万吨，但同比上榨季的 1015 万吨仍有 10.3% 的增幅。

出口：22/23 榨季截至 2 月份，泰国糖累计出口 266.17 万吨，同比增加 3%。由于糖产量预期增加，本榨季累计出口量预计将同比增加 17% 至 900 万吨水平。

13/14 榨季：

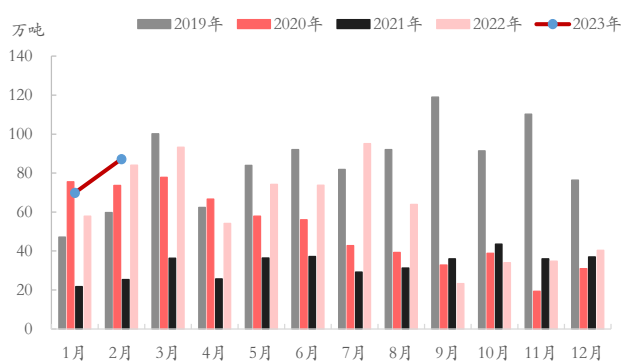
今年高企的国际糖价刺激下，若天气正常，初步预估 13/14 榨季泰国糖产量及可供出口量预计将进一步小幅提升，初步预计泰糖产量在 1150 万吨左右。

图表 15：泰国甘蔗及糖产量历年情况



资料来源：OCSB，东证衍生品研究院

图表 16：泰国糖月度出口情况



资料来源：TSM，东证衍生品研究院

2.4、欧盟：新烟碱类农药禁令抑制农户扩种积极性

据欧盟委员会发布的报告，欧盟 22/23 榨季食糖产量估计为 1500 万吨，比上榨季下降了 10%，因种植面积减少及干旱损及单产；预计 22/23 榨季欧盟食糖进口量将攀升至 200 万吨，同比增长 34%。高涨的甜菜收购价格将刺激 23/24 榨季欧盟甜菜种植面积有所修复，但由于欧盟禁止使用新烟碱类药物处理的作物种子，23/24 榨季欧盟甜菜面积预计将比五年平均水平低 3%。咨询机构 S&P Global 在 3 月份将欧盟和英国 23/24 榨季产糖量预估下调 57 万吨，至 1680 万吨，因最近的新烟碱类农药禁令将产生负面影响，但与 22/23 榨季相比，产量仍然增长 100 万吨。

2.5、全球 22/23 榨季产需过剩预估量下调，巴西成为全村的希望

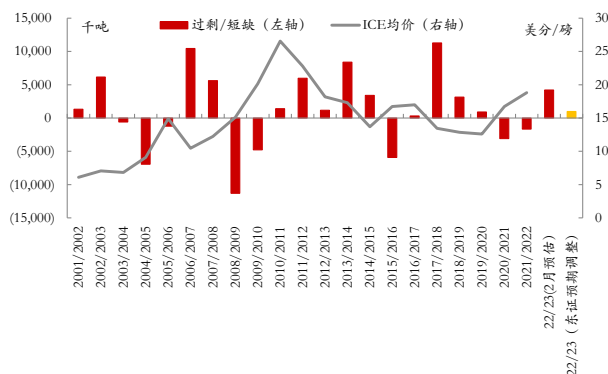
由于北半球主产国中、印、泰等国糖压榨生产形势不及预期，各机构纷纷下调对 22/23 榨季全球糖产需过剩预估量。在 2 月中旬，路透社的调查，预计 22/23 年度全球产需过剩 325 万吨；ISO 在 2 月份将 22/23 榨季全球糖市供应过剩预估量从此前的 620 万吨调降至 420 万吨。到 3 月下旬，多家国际机构对本榨季产需过剩预估量再度下调，Tropical Research Services 将 22/23 年度全球糖产需预期从此前的 450 万吨下调至 160 万吨；S&P

Global Commodity Insights 将 22/23 年全球糖过剩估计从 11 月预估的 500 万吨下调至 60 万吨。随着北半球主产国大多数糖厂收榨，产量情况基本已经明朗，通过综合评估，目前预计 22/23 年度全球糖产需过剩预估量为 100 万吨左右，后续需密切关注巴西的压榨生产情况，一旦巴西生产出问题，该温和过剩的情况就会被抹平。

在经过 19/20、20/21 连续两个榨季的供应短缺后，原本预计 22/23 榨季因亚洲主产国及南半球巴西产量增加而转为供应过剩的年份，然而一季度北半球的压榨生产形势令预期落空，亚洲主产国产量较期初预期出现 400 多万吨的偏差，全球供应紧张的状况在 22/23 榨季的上半榨季进一步加剧，尤其是白糖，ICE 白原糖 5-5 价差、8-7 价差扩大至 140 美元/吨甚至以上，ICE 原糖的近远月价差、ICE 白糖的近远月价差都在高位均显示目前全球糖市供应紧张的状况。

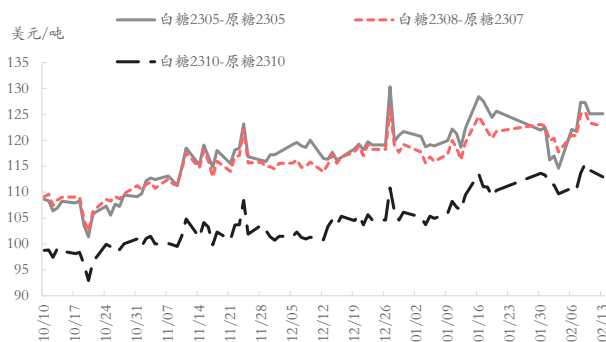
目前来看，全球供应紧张的状况缓解可能依赖两方面：1、印度增发出口配额。从本榨季印度的产量形势看，印度增发出口配额的可能性不大，即便增发，可能仅 100 万吨，缓解作用有限；2、巴西丰产。目前 23/24 榨季巴西增产的前景乐观，部分糖厂已提前开榨，如果天气配合的话，4-5 月份的压榨也可能加快，但毕竟处于榨季前期产量一般不大，6-9 月份进入季节性压榨生产高峰期。但考虑到巴西创纪录的粮食作物出口对港口物流资源的挤占，巴西糖能否顺畅出口供应到国际市场是个问题，物流拥堵可能导致巴西糖供应后移。此外，后续天气及巴西燃料政策等不确定性令巴西能否实现丰产还有一定的变数。

图表 17: ISO 对全球糖产需格局的预估



资料来源：ISO，东证衍生品研究院（注：黄色部分为东证预期 ISO 未来将调整的量）

图表 18: 原白糖期货价差情况



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.6、国际糖市行情展望：二季度糖价料维持高位坚挺，下半年存在下行风险

在巴西的大量产出有效供应市场之前，全球供应紧张的状况料难以明显缓解。二季度，巴西处于榨季前期阶段，产量本身就不大，再加上物流问题，国际贸易流供应紧张的状况难改，这将支撑国际糖价维持高位坚挺态势，ICE 原糖 5 月合约甚至存在挤仓的风险。下半年，随着巴西糖进入压榨高峰期，如果物流顺畅，全球原糖贸易流将转为过剩。但若物流严重不畅，巴西糖出口供应被迫后移，ICE 原糖 7 月合约也可能面临挤仓风险；

随着物流竞争缓和、巴西糖逐渐大量流入国际市场,10月合约上供应形势或将有所改善。若今年天气回归正常,在高糖价的刺激下,23/24榨季亚洲主产国的产量预期增加,叠加巴西糖可能因为物流不畅导致的后移供应,23Q4-24Q1全球或面临供应过剩的压力。因此,我们预计,二季度国际糖价高位坚挺的格局料将持续,关注印度出口政策及巴西生产、物流状况,下半年市场存在下行风险。

从更长远的角度看,受主产国面积制约及乙醇产业争夺影响,全球糖产量增长遭遇瓶颈,而需求缓步提升,全球糖市长期总体前景偏乐观,一旦主产国遭遇不利天气,易引发价格大涨。

①巴西甘蔗产量在23/24榨季将得到进一步的恢复,接下来几年的甘蔗及糖产量增长将面临瓶颈,而新总统卢拉的上台可能在生物燃料产业的支持上有所倾斜;②印度甘蔗面积已至创纪录水平,而该国乙醇计划雄心勃勃,食糖可供出口量将逐渐减少;③泰国甘蔗及糖产量也将在22/23年度恢复至正常水平,甘蔗面临着木薯的激烈种植竞争,甘蔗种植面积持续扩张难度较大;反观需求面,虽然全球消费年增速趋势有所放缓,当前仅有1%-2%的增速水平,但还是稳步增长的态势。

3、国内糖市基本面

3.1、22/23榨季国产糖超预期减产,23/24榨季种植面积预计难增

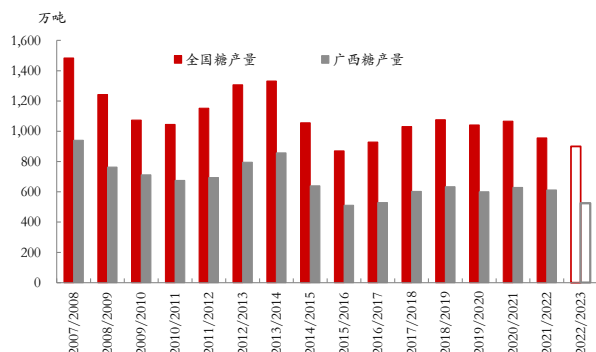
22/23榨季:2022年广西甘蔗种植面积有小幅增加,但由于广西部分产区出现持续旱情,严重影响了甘蔗生长,今年广西甘蔗及糖产量远不及此前市场预期。随着压榨的推进、产量形势日趋明朗的过程中,产业机构不断下调广西糖产量预估,由榨季初期的600万吨下调到570万吨左右再到540万吨左右,目前广西还仅剩2家糖厂未收榨,将在清明节前完成全部收榨,22/23榨季广西糖最终产量预计525万吨,同比去年的612万吨产量下滑14.2%,为近十个榨季次低水平;全国产量预计900-910万吨水平,较上榨季减少5.9%左右,为连续第二年减产。

23/24榨季:新榨季广西甘蔗的种植在清明节左右就将结束,整体种植面积难增。由于种植成本连年上涨,而蔗价未提高,令甘蔗种植收益较低。此外,干旱的天气也打击蔗农种植的积极性,同时大多蔗区土壤墒情较低令宿根蔗发株、新植蔗的出苗都不利。据广西气象局报告,1月至3月中旬,与往年同期相比,国内大部蔗区降雨偏少3-9成,据预警模型分析,广西3月下旬大部蔗区干旱风险等级为中高风险,其中高风险区域还在扩大。

2022年广西糖料蔗种植面积达到1120万亩,较2021年的1106万亩增长1.36%。2023年3月广西印发《2023年全区糖业工作要点》的通知,要求2023年全区糖料蔗生产种植面积任务为确保完成1106万亩、力争完成1150万亩。可见政策面的努力也只能尽力稳定种植面积。

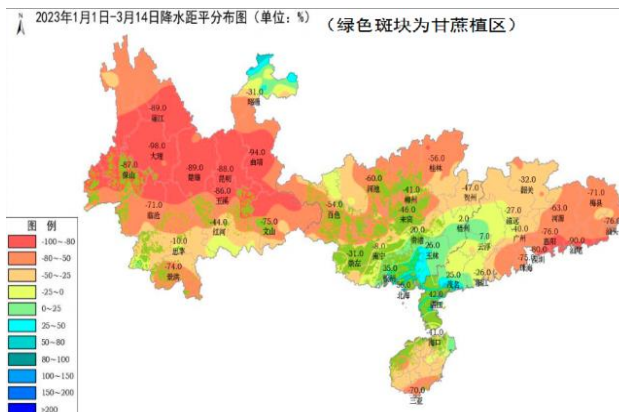
若后续蔗区天气能逐步回归正常的话,23/24榨季国产糖产量或能恢复到1000万吨左右的水平。

图表 19：全国及广西历年产糖量情况



资料来源：中糖协，东证衍生品研究院

图表 20：2023 年 1 月 1 日-3 月 14 日降水距平分布图



资料来源：沐甜科技网，东证衍生品研究院

3.2、减产叠加淡季旺销，糖厂库存销售压力减轻，但贸易商销售不畅

据中糖协发布的产销数据，2022/23 榨季截至 2023 年 2 月底，全国共生产食糖 791 万吨，同比增加 74 万吨；全国累计销售食糖 336 万吨，同比增加 63 万吨；累计销糖率 42.5%，同比加快 4.5 个百分点。全国 2 月单月销糖 99 万吨，同比增加 35.9 万吨，为过去 9 年以来最高；工业库存 455 万吨，同比增 10 万吨，处于过去 5 年及 10 年均值水平附近。

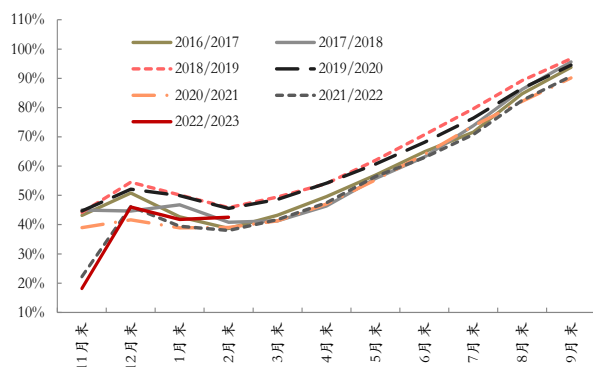
其中最大主产区广西 2 月单销糖 54.5 万吨，同比增加 19.44 万吨；截至 2 月底工业库存同比减少 38.51 万吨至 289.95 万吨，低于过去 5 年及 10 年均值。显示出糖厂年后淡季旺销的局面，糖厂库存销售压力减轻。

国内防疫政策的放开以及糖价的上涨提振了产业链补库热情，再加上现货贴水、低基差的状态也吸引了贸易商的积极参与，糖厂在去年 12 月份到今年 2 月份的单月销售情况均表现良好。3 月份因国内减产消息影响及外盘上涨推动，国内期现货价格大涨，这也带动了广西产区糖成交放量，初步预计广西 3 月销量 50 万吨左右，受减产制约比去年同期销量要低一些；而糖厂 3 月收榨加快，按前文预计的广西 525 万吨的总产量，则 3 月单月产糖同比将大降至 20 来万吨，则截至 3 月底广西工业库存预计同比大幅下降逾 100 万吨至 260-270 万吨左右，为十多年来最低水平，累计产销率将超过 5 成，为十多年来最高。年后淡季旺销，那后续旺季销售又当如何呢？较低的库存压力支持着糖厂挺价的意愿。

目前广西产区糖现货报价全面站上 6200 元/吨，高价区突破 6400 元/吨，但值得注意的是，广西糖厂的国产糖大多流入到了贸易商手中，实际被终端消费掉的量并不多，而据贸易商和加工厂反馈，目前库存销售不动，终端用糖企业对当前价格接受度不高、采购十分缓慢，价格向下传导存在不畅的情况。部分贸易商由于库存多、基差糖销售困难，且期货大涨导致套保头寸浮亏严重，陷入较为被动的局面。

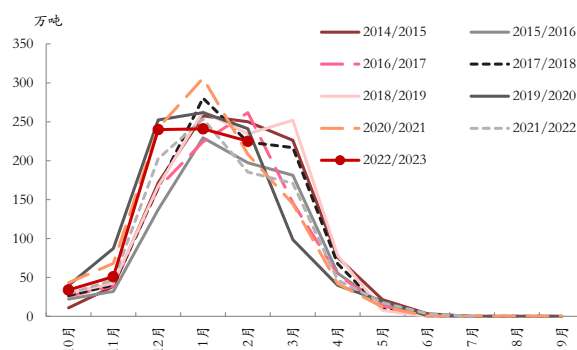
随着糖厂库存逐渐转移至贸易商，加工厂也在陆续开工，下半年糖厂定价权重将减弱，市场或将交易实际消费承接能力以及进口情况。

图表 21: 全国糖厂累计产销率情况



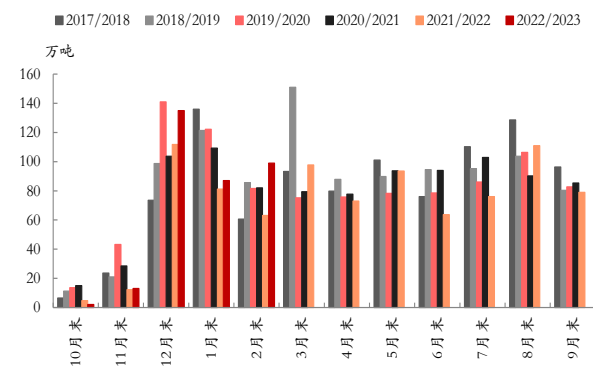
资料来源: 中糖协, 东证衍生品研究院

图表 22: 全国糖月度生产情况



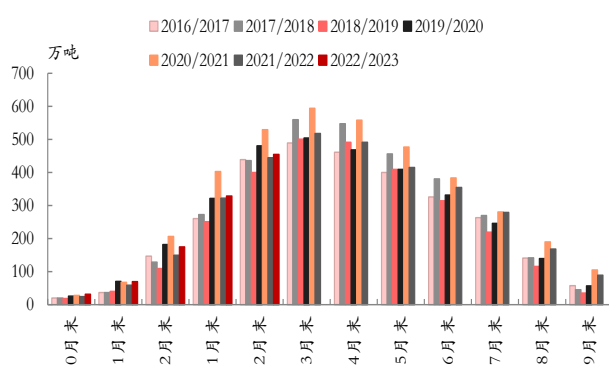
资料来源: 中糖协, 东证衍生品研究院

图表 23: 全国糖厂月度销量情况



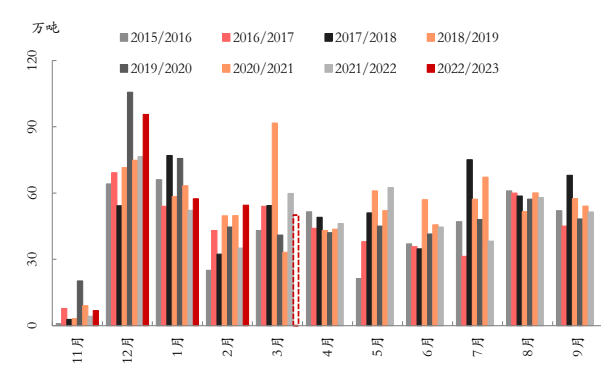
资料来源: 中糖协, 东证衍生品研究院

图表 24: 全国国产糖糖厂工业库存



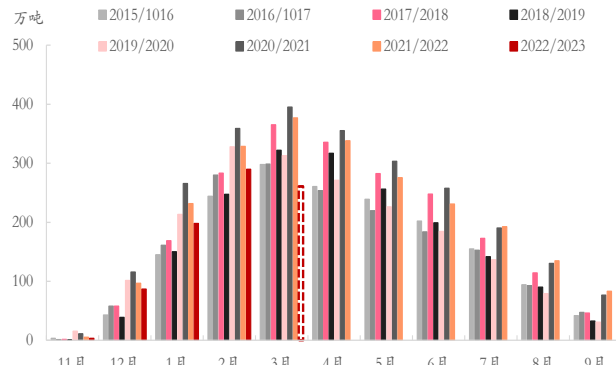
资料来源: 中糖协, 东证衍生品研究院

图表 25: 广西糖厂月度销量情况



资料来源: 中糖协, 东证衍生品研究院

图表 26: 广西国产糖糖厂工业库存



资料来源: 中糖协, 东证衍生品研究院

3.3、近远期进口利润均倒挂令加工厂点价难度加大

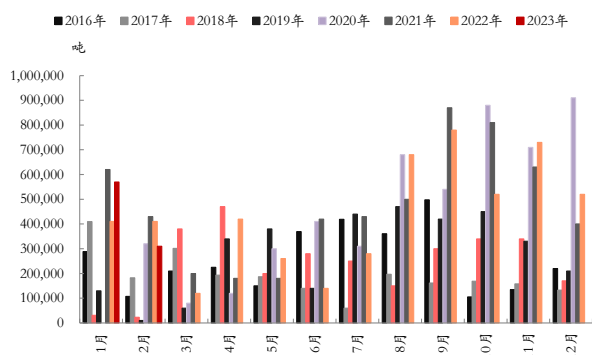
据海关数据显示，2023 年 1-2 月中国累计进口食糖 88 万吨，同比增加 6.32 万吨，增幅 7.74%；22/23 榨季截至 2 月累计进口食糖 265.13 万吨，同比增加 0.48 万吨，增幅 0.18%。

1-2 月累计进口量超过此前市场预期的 60-70 万吨左右水平，这部分糖多为去年的点价，当时价格并没有现在这么高。随着 ICE 糖价的上涨，2 月进口量较 1 月也出现了环比的下滑。近期加工厂陆续开机，目前加工厂库存普遍不高，近远期进口利润均大幅倒挂令加工厂点价的难度加大，加工厂买船积极性不高，令市场担心远期进口糖问题。

ICE 原糖远月 7 月、10 月合约在 3 月份突破 20 美分一线，现在甚至逼近 22 美分/磅，不算升贴水，折配额外进口成本已至 7000 元/吨，近月合约就更高了。配额外进口成本的居高不下对郑糖期货形成较强的支撑作用。

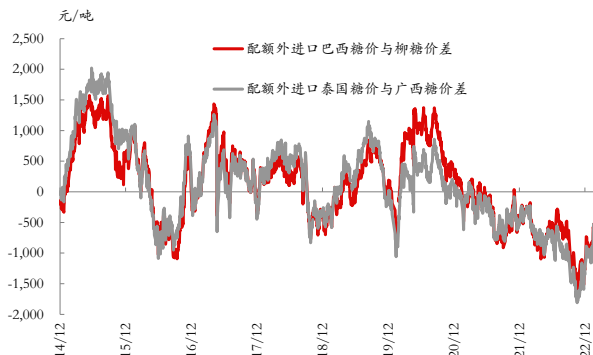
配额外进口许可可能将于 4-5 月份下发，考虑到国内加工产能 1300-1400 万吨的庞大规模，还是需要保证一定的开工率底线，加工厂或将提高采购目标价位，在一定程度上放松的进口利润预期或亏损容忍度。因巴西预期丰产，再加上中巴合作加强，加工厂的采购或倾向于下半年。我们预计 22/23 榨季总进口量仍将在 500 多万吨，初步估计在 500-530 万吨左右水平。

图表 27：中国食糖月度进口情况



资料来源：中国海关，东证衍生品研究院

图表 28：配额外进口巴西及泰国糖利润



资料来源：东证衍生品研究院

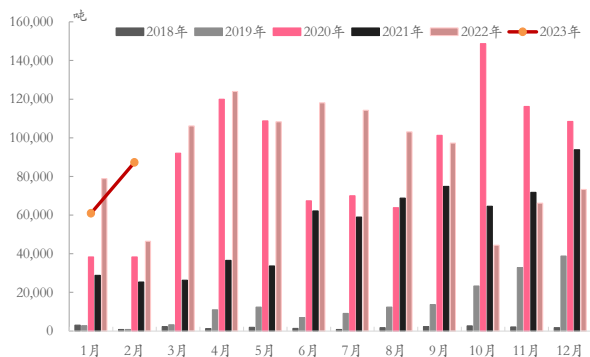
3.4、进口糖浆及预拌粉量、非正规渠道进口糖量预计将有所增加

海关总署公布数据显示，2023 年 1-2 月糖浆及含糖预拌粉合计进口量为 14.82 万吨，同比增加 2.29 万吨，增幅 18.28%；进口到岸均价为 3364.69 元/吨，较去年同期增加 7.99%。进口糖浆折糖成本测算为 5800-5900 元/吨，有较好的进口利润空间，预计今年糖浆及预拌粉进口量将有所增加，受制于糖浆保质期的问题，总进口规模料有限，月均进口量预计将达到 10 万吨左右，则今年进口总量预计 120 万吨（折糖近 80 万吨）。

此外，非正规渠道流入境内糖是否会再度增加值得关注。国内防疫政策已放开，随着国内糖价的高涨，非正规渠道流入境内的糖在国内销售存在一定的进口利润，据悉广西与越南的白糖价差有 100 美元/吨左右，这是否会再度刺激周边国家如缅甸、越南等地的

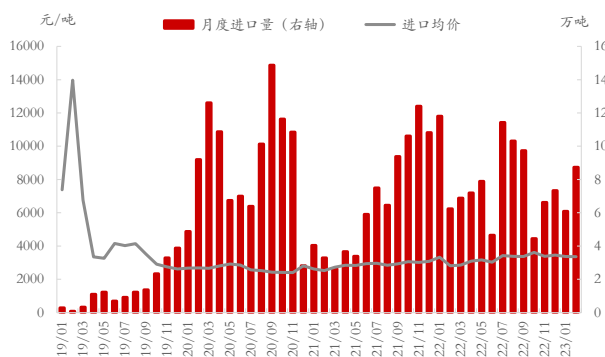
糖通过非正规渠道流入我国境内？我们认为今年这部分廉价糖流入量是会有有一定程度的恢复的，初步预计 40 万吨左右。

图表 29：中国糖浆及预拌粉月度进口量



资料来源：中国海关，东证衍生品研究院

图表 30：中国糖浆及预拌粉进口量价情况

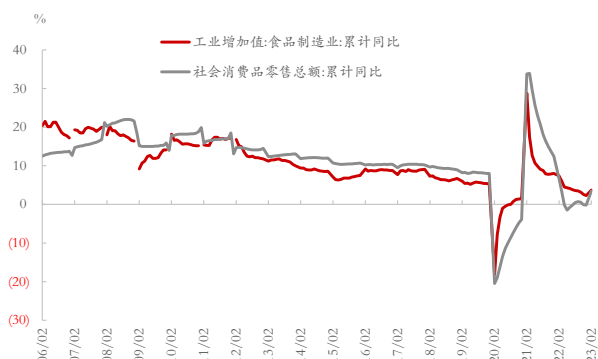


资料来源：中国海关，东证衍生品研究院

3.5、2023 年国内食品消费预计温和复苏，高糖价或迫使替代品使用增加

2023 年 1-2 月，国内规模以上工业增加值同比实际增长 2.4%，其中食品制造业同比增长 3.7%；2023 年 1-2 月社会消费品零售总额累计同比上升 3.5%，其中粮油食品类、饮料类零售额保持稳定增长，同比增速分别为 9.0%、5.2%。经济数据显示出，国家防疫放开后食品制造业、食品饮料消费都显示出明显的复苏态势，这将提振 2023 年白糖需求恢复，但考虑到三年疫情封控令民众收入减少、失业率高企，民众消费能力提升还需要时间，以及出口低迷对国内经济的拖累，国内宏观经济及消费预计复苏偏温和。此外，今年以来，国内糖价快速拉升，目前现货价格普遍已站上 6200 元/吨，其与替代品果葡糖浆的价差快速扩大。高糖价令终端用糖企业谨慎，普遍采购缓慢，在国内消费温和复苏、民众消费能力恢复缓慢的情况下，产品售价难以提高，而且食品企业本身在这几年的疫情封控期间营业利润已受到较大影响，因此大多企业可能更多考虑的是降成本问题，而糖价与果糖巨大的价差将令企业考虑增加替代品的使用，这将对糖需求的回升带来不利影响。我们初步预计 22/23 榨季国内食糖消费将回升至 1520 万吨，同比增加 40 万吨，但低于 20/21 年度消费水平。

图表 31: 国内食品工业增加值及社零累计同比



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 32: 国内白糖与果葡糖浆的现货价格价差



资料来源: 我的农产品网, 东证衍生品研究院

3.6、22/23 榨季国内产需缺口拉大

22/23 榨季, 国产糖连续第二年减产, 全国产量位于 900-910 万吨, 为近 15 年来次低位水平; 而消费随着防疫放开预计将有所回升, 这导致了国内产需缺口拉大至 600-650 万吨, 疫后产业链的补库进一步放大了缺口, 如何弥补这个缺口是市场的主要关注点。

可供弥补缺口的主要资源成本从低到高排序为: 非正规渠道流入的糖、进口糖浆及预拌粉、配额内进口糖、国储糖、配额外进口糖。其中非正规渠道流入的糖由于其隐蔽性较高, 难以跟踪, 也难以及时证伪或证实; 进口糖浆及预拌粉, 考虑到糖浆保质期短、运输不便, 而预拌粉进口规模一直较小, 这部分总体进口规模预计增长幅度有限; 配额内进口 194.5 万吨的量已固定; 国储糖方面, 政策不确定性较大, 理论上, 目前高糖价下是应该抛储, 若抛储, 量价等都是需要关注的因素; 产需缺口填补的关键还是靠配额外进口。目前近远期进口利润均大幅倒挂令加工厂点价的难度加大, 市场担心进口糖对国内产需缺口的填补问题。因此, 只要外盘高位难下, 在目前配额外进口严重倒挂的背景下, 基本面形势就是更利于多头的, 除非国家大量抛储。国内市场趋势还是受外盘主导。

图表 33: 国内食糖供需平衡表预估

单位: 万吨	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023F
期初工业结转库存	60	58	45	35	57	105	89
产量	928.82	1031	1076	1041.5	1067	956	900
国内消费	1490	1490	1510	1460	1550	1480	1520
产-需	-561.18	-459	-434	-418.5	-483	-524	-620
进口量	228	243	324	375	633	534	520
出口量	12.5	19.4	19.2	15	16	12	15
其他流入(走私+进口糖浆折糖)	200	180	80	100	80	70	120
收储量	0	0	0	0	0	0	0
抛储量	136	0	0	0	0	0	0
表观供求平衡	-9.68	-55.4	-49.2	41.5	214	68	5

资料来源: 东证衍生品研究院

4、糖市分析总结、展望及投资建议

国际市场方面：

- **巴西：**新榨季巴西糖产量预期乐观，市场多预期新榨季巴西中南部甘蔗压榨量将升至 5.9 亿吨以上、糖产量预估在 3600-3800 万吨，同比增加约 300-400 万吨左右，最终产糖量取决于 2023 年的燃油相关政策、产区天气的实际情况等。但巴西粮食产量创纪录将令港口物流资源面临激烈的争夺，巴西食糖可能面临出口物流不畅的问题。
- **印度：**22/23 榨季印度糖产量大概率是要降至 3400 万吨以下水平，目前主流预估区间已下调至 3300-3380 万吨，增发出口配额的可能性越来越渺茫。
- **泰国：**22/23 榨季糖厂整体收榨早于市场预期，本榨季泰国产糖量预计在 1120 万吨，低于预期，但同比仍有 10.3% 的增幅。
- **全球：**由于北半球主产国中、印、泰等国糖压榨生产形势不及预期，各机构纷纷下调对 22/23 榨季全球糖供需过剩预估量，目前预计 22/23 年度全球糖供需过剩预估量为 100 万吨左右，后续需密切关注巴西的压榨生产情况，一旦巴西生产出问题，该温和过剩的情况就会被抹平。

外盘行情展望：

亚洲主产国食糖生产出现 400 多万吨的预期偏差，令全球供应紧张的状况在 22/23 榨季的上半榨季进一步加剧。后续需关注印度是否增发出口配额、巴西压榨生产上市及物流情况。

在巴西的大量产出有效供应市场之前，全球供应紧张的状况料难以明显缓解。二季度，国际贸易流供应紧张的状况难改，这将支撑国际糖价维持高位坚挺态势，ICE 原糖 5 月合约甚至存在挤仓的风险。下半年，随着巴西糖进入压榨高峰期，如果物流顺畅，全球原糖贸易流将转为过剩。但若物流严重不畅，巴西糖出口供应被迫后移，ICE 原糖 7 月合约可能也难跌，甚至会面临挤仓风险；随着时间的推移，物流竞争趋于缓和、巴西糖逐渐大量流入国际市场，10 月合约上供应形势或将有所改善。若今年天气回归正常，在高糖价的刺激下，23/24 榨季亚洲主产国的产量预期增加，叠加巴西糖可能因为物流不畅导致的后移供应，23Q4-24Q1 全球或面临供应过剩的压力。因此，我们预计，二季度国际糖价高位坚挺的格局料将持续，关注印度出口政策及巴西生产、物流状况，下半年市场存在下行风险。

从更长远的角度看，受主产国面积制约及乙醇产业争夺影响，全球糖产量增长遭遇瓶颈，而需求缓步提升，全球糖市长期总体前景偏乐观，一旦主产国遭遇不利天气，易引发价格大涨。

国内方面：

- 22/23 榨季国产糖超预期减产，广西糖最终产量预计仅 525 万吨，为近十个榨季次低水平；全国产量预计 900-910 万吨水平，连续第二年减产。一季度，国内大部蔗区干旱，威胁新作生长。
- 减产叠加淡季旺销，糖厂库存销售压力轻、挺价意愿强，但糖厂资源大多转移至贸易商手中，而贸易商销售不畅，终端企业采购十分缓慢。
- 加工厂库存普遍不高，近远期进口利润均大幅倒挂令加工厂点价的难度加大，加工厂买船积极性不高，令市场担心远期进口糖问题。

22/23 榨季，国产糖连续第二年减产令国内产需缺口拉大至 600-650 万吨，而产业链的补库需求进一步放大了缺口，产需缺口填补的关键还是靠配额外进口。目前近远期进口利润均大幅倒挂令加工厂点价的难度加大，令市场担心进口糖对国内产需缺口的填补问题。国内市场趋势还是受外盘主导，若外盘高位难下，在配额外进口严重倒挂的背景下，基本面形势就是偏向多头的，除非国家大量抛储。

结合外盘基本面情况，我们预计二季度郑糖仍处于高位难下、易涨难跌的多头格局中，但由于中间环节蓄水量较大而下游销售不畅，价格高位波动的风险也较大，上方空间有多大依赖资金面的表演，后续需密切关注政策面动态。操作上，建议遇回调择机做多为主，追涨需谨慎。下半年，全球贸易流供应预期转为过剩或令外盘承压，而人民币汇率方面，下半年美联储货币政策预期转向、宏观经济预期“内升外降”，人民币下半年大概率升值，这将有助于降低国内进口成本，郑糖或存在下行风险。

5、风险提示

宏观金融危机爆发的风险；产业政策面风险；疫情反弹风险等。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司,注册资本金23亿元人民币,员工近600人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

自2008年成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持市场化、国际化、集团化的发展道路,打造以衍生品风险管理为核心,具有研究和技术两大核心竞争力,为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com