

春节期间外盘飙升，节后首日郑糖高开大涨



走势评级:

白糖:震荡

报告日期:

2023 年 1 月 30 日

方慧玲 农产品首席分析师

从业资格号: F3039861

投资咨询号: Z0010565

Tel: 8621-63325888-2737

Email: huiling.fang@orientfutures.com

★行情回顾

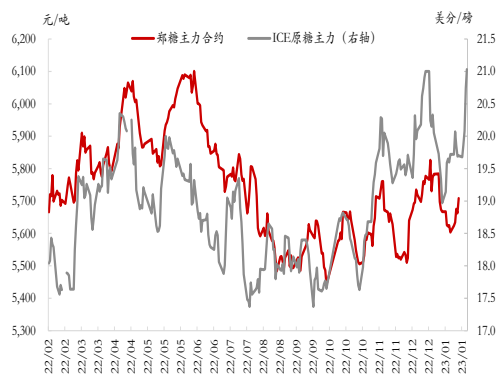
中国春节期间, ICE 原糖大幅上涨, 近月 3 月合约重返前高, 至 21 美分/磅一线, 涨幅 6.8%。主要是由于巴西上调汽油价格对巴西乙醇及糖市场影响利多, 以及印度最大产糖邦马邦食糖产量前景下降令其进一步增加出口配额的问题不确定性增加。受外糖大涨提振, 郑糖在节后首个交易日的早盘大幅高开高走, 主力合约涨幅逾 3%, 涨幅不及外盘, 近远月价差走强。

★分析及展望

- 1、印度糖产量预期的下降将抑制 22/23 年度第二批出口配额发放的前景。印度第一批出口配额已所剩无几, 若无第二批出口配额, 将支撑国际糖价维持高位以促进泰国及巴西增加出口。印度政府或将在 2-3 月对增加糖出口配额作出决定。
- 2、巴西 2023 年后续燃油政策还存在较大不确定性, 而 ICE 原糖远月合约 18 美分之上的价格带来的产糖收益却是稳稳的, 23/24 榨季巴西糖厂预计将维持高制糖比, 中南部糖产量预期增加 200-300 万吨至 3500-3600 万吨左右。但考虑到本年度巴西大豆、玉米产量创纪录, 港口或将更为拥堵, 巴西糖可能很难顺畅流入到国际市场。
- 3、ICE 原糖贸易流紧张的状况或在一季度持续, 这将支撑 ICE3 月合约维持高位坚挺的格局, 但不看好 21 美分之上继续向上的空间和持续性, 关注印度后续出口政策动态。Q2 国际原糖贸易流供应紧张的状况或略有缓解, 考虑到巴西物流问题, ICE5 月合约价格预计重心虽较 3 月合约略有下移, 但料不会很低, 下方仍将会获得较强支撑; Q3, 巴西进入压榨生产高峰期, 国际糖市供应将逐渐转向宽松, 价格或将承压下滑。关注主产国政策、天气及压榨生产情况。
- 4、外糖的坚挺表现将对郑糖形成有力支撑, 但受制于国内阶段性供需形势, 一季度郑糖跟涨幅度受限, 总体料仍将以震荡格局为主。

★风险提示

国际金融市场动荡风险、产地天气风险等



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。

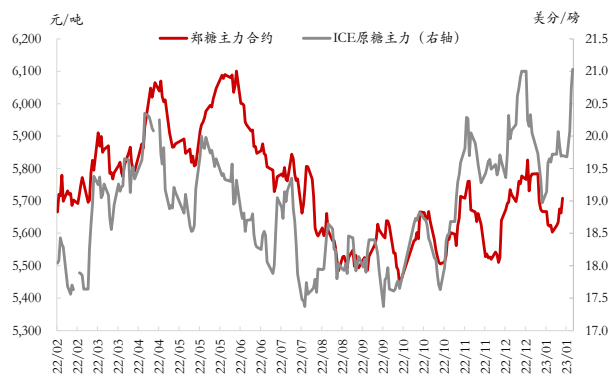
有关分析师承诺, 见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、行情回顾：春节期间外盘飙升，提振郑糖大幅高开上涨

中国春节期间，ICE 原糖大幅上涨，近月 3 月合约重返前高，至 21 美分/磅一线，涨幅 6.8%。主要是由于巴西上调汽油价格对巴西乙醇及糖市场影响利多，以及印度最大产糖邦马邦食糖产量前景下降令其进一步增加出口配额的问题不确定性增加。目前近月 ICE 白糖较原糖溢价仍在 100 美元/吨之上高位水平，ICE 原糖 3-5 月合约价差在 1.35 美分/磅的历史高位水平，显示出国际原糖现货贸易流紧张的状况。

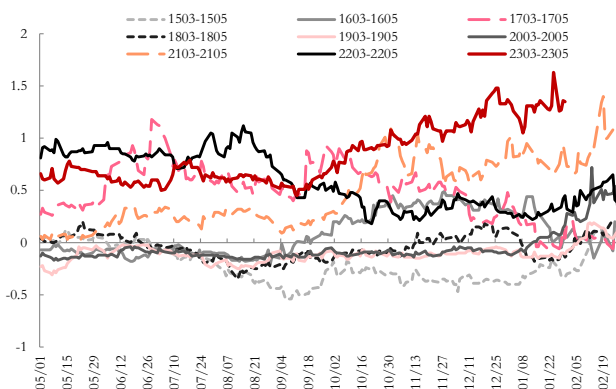
受外糖大涨提振，郑糖在节后首个交易日的早盘大幅高开高走，主力合约涨幅逾 3%，涨幅不及外盘，但突破了 2022 年 12 月份的高点。截至 1 月 30 日收盘，郑糖主力 3 月合约报 5856 元/吨，涨幅 3.19%，远月合约涨幅相对小一些，近远月价差走强。实际上，在期货开盘前的 1 月 28、29 日，国内白糖现货市场就响应了春节期间外盘大涨的带动。节后第一天 1 月 28 日广西南华三次上调现货报价，累计上调 110-120 元/吨，报 5740-5780 元/吨；节后第二天 1 月 29 日广西南华二次上调现货报价，累计上调 20 元/吨，报 5760-5800 元/吨。集团现货成交差异较大，由于价格涨幅过大，市场观望者居多。30 日上午广西南华再度上调现货报价 10 元/吨，报 5770-5810 元/吨，依然处于负基差状态。

图表 1：内外盘主力合约期价走势



资料来源：wind，东证衍生品研究院

图表 2：ICE 原糖 3-5 合约价差



资料来源：wind，东证衍生品研究院

2、春节期间外盘重要影响事件分析点评

● 印度：产量前景下降令其进一步增加出口配额的问题不确定性增加

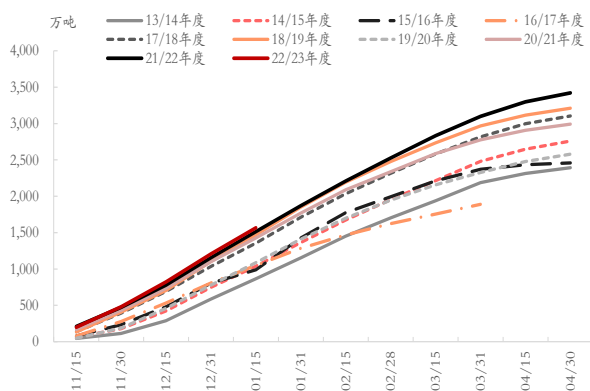
印度最大产糖邦马邦由于过量的降水抑制甘蔗生长，马邦产糖量可能低于预期，该邦糖厂预计将比去年提前 45 至 60 天结束压榨，22/23 榨季马哈拉施特拉邦预计产糖 1280 万吨，低于上榨季的 1380 万吨。马邦糖产量占全国总产量的三分之一以上，该邦产量前景的下滑意味着印度本榨季糖产量可能低于此前市场预期，这将抑制印度增加出口配额。在国际原糖现货贸易流紧张、印度第一批出口配额所剩无几的情况下，这给市场带来较大利多影响。

影响分析:

此前市场预期 22/23 榨季印度糖产量将升至创纪录的 3600-3650 万吨, 现在一些机构的预估已降至 3430-3500 万吨左右, 相对于国内需求 2750 万吨, 供需过剩量由最初预期的 800-900 万吨降至 680-750 万吨, 印度糖产量预期的下降将抑制 22/23 年度第二批出口配额发放的前景。此前印度政府发放了第一批 600 万吨的出口配额, 目前已签约出口 570 万吨左右, 配额已所剩无几, 市场关注后续配额的发放情况。

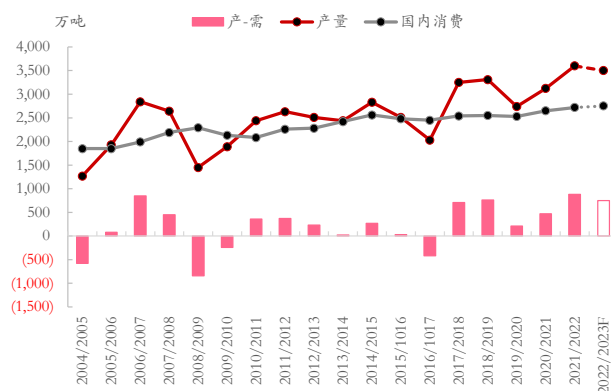
当前印度各糖协对产量预估方面还存在分歧, 印度政府需要在评估国内产量和内部需求后(尤其是需要看到产量形势的进一步明朗), 或将在 2-3 月对增加糖出口配额作出决定。而据印度糖协 ISMA 的数据, 截至 1 月 15 日, 印度食糖产量为 1568 万吨, 同比增加 60 万吨, 当前的压榨形势还可以, 但若马邦提早收榨, 产量不及预期的情况将在后续压榨生产数据中表现出来, 密切关注后续印度压榨生产数据情况。若无第二批出口配额, 则国际原糖贸易流紧张的状况比此前预期持续的时间更长, 二季度贸易流供应比此前年报中预期的将更少, 这将支撑国际糖价维持高位以促进泰国及巴西增加出口。

图表 3: 印度糖压榨生产进度



资料来源: ISMA, 东证衍生品研究院

图表 4: 印度历榨季供需格局



资料来源: ISMA, 东证衍生品研究院

● 巴西国家石油公司将汽油价格上调 7.5%

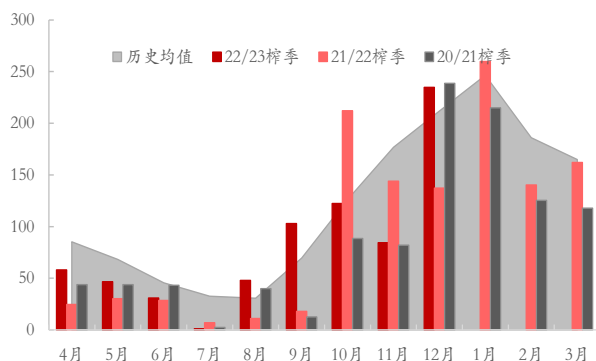
巴西国家石油公司(Petrobras)24 日宣布, 将从 1 月 25 日起将向经销商销售的汽油价格上调 7.5%。汽油的平均价格将上升到每升 3.31 雷亚尔, 每升上涨 0.23 雷亚尔。这是卢拉政府首次上调汽油价。根据《环球报》公布的巴西燃料进口商协会(Abicom)的数据, 巴西国家石油公司销售的汽油价比国外销售价格低 14%(每升 0.49 雷亚尔)。

影响分析:

巴西石油公司 1 月 25 日起上调汽油价 7.5%, 带动乙醇价格上涨, 对糖市影响利多, 但利多有限, 目前产糖收益仍远高于生产乙醇, 且新总统执政下, 2023 年后续燃油定价政策还存在较大不确定性, 为了抑制通胀, 新政府有可能采取燃料价格上限的政策, 这对燃料乙醇市场影响不利。而远月合约 18 美分之上的价格带来的产糖收益却是稳稳的,

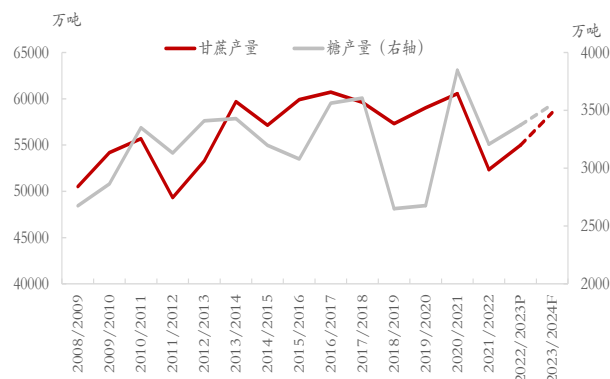
将于4月1日开始的23/24榨季，巴西糖厂预计将维持高制糖比，而巴西中南部进入雨季以来整体降雨量充沛，这将有利于新榨季甘蔗单产的提升，23/24榨季巴西中南部糖产量预期继续增产，产量预期将增加200-300万吨至3500-3600万吨左右。但新榨季巴西糖能否顺利出口是个问题，本年度巴西大豆、玉米产量均达到创纪录水平，巴西糖的出口物流资源将遭遇更大的挤占，港口或将更为拥堵，致使巴西糖可能很难顺畅的流入到国际市场。

图表5：巴西中南部月度降水量



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

● 22/23榨季全球产需预估过剩，上半年原糖贸易流预期相对偏紧将支撑外盘

目前国际原糖现货贸易流供应紧张，22/23榨季印度糖产量可能不及预期，令该国是否会批准更多的糖出口还存在较大不确定性，印度政府还需要等待产量的进一步明朗才能做决定。若印度不再增加出口配额，则一季度将主要依赖泰国出口供应。在ICE白糖较原糖高溢价的背景下，ICE原糖贸易流紧张的状况或在一季度持续，这将支撑ICE3月合约维持高位坚挺的格局，但不看好21美分之上继续向上的空间和持续性，关注印度后续出口政策动态。

泰国甘蔗的压榨生产形势目前亦良好，截至1月19日糖产量390万吨，同比增加31.8万吨（增幅5.6%），产量前景偏乐观，可供出口量将进一步增加，预计22/23年度泰国出口量将由上榨季的740万吨升至近900万吨水平。印度糖产量虽可能低于预期，但3500万吨左右的预估产量也是历史次高位水平了，叠加泰国、巴西增产的预期下，22/23榨季全球产需过剩的预估未改，但实际贸易流过剩的压力或不及产需预估数据表现的这么大。

本榨季泰国因过量降水导致开榨推迟，但随着泰国进入压榨生产高峰期、出口供应增加，3-4月份巴西中南部就将开榨，高糖价或将促使糖厂提前开榨，国际糖市继续上涨的阻力将加大，Q2国际原糖贸易流供应紧张的状况或略有缓解；Q3，巴西进入压榨生产高峰期，国际糖市供应将逐渐转向宽松，价格或将承压回落。考虑到巴西玉米、大豆产量预期创纪录，届时可能挤占Q2季度巴西糖的出口物流资源，ICE5月合约价格预计重心虽较3月合约略有下移，但料不会太低，下方仍将会获得较强支撑，总体而言，ICE原

糖 Q1 预计维持高位坚挺状态，Q2-Q3 价格重心预计将逐步有所下移，关注主产国政策、天气及压榨生产情况。

从更长远的角度看，各主产国糖产量已恢复至历史高位水平，而甘蔗种植面积持续扩张难度较大，全球糖产量未来增长面临瓶颈；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。因此，全球糖市长期基本面前景是偏好的，一旦主产国遭遇不利天气，易引发价格上涨。

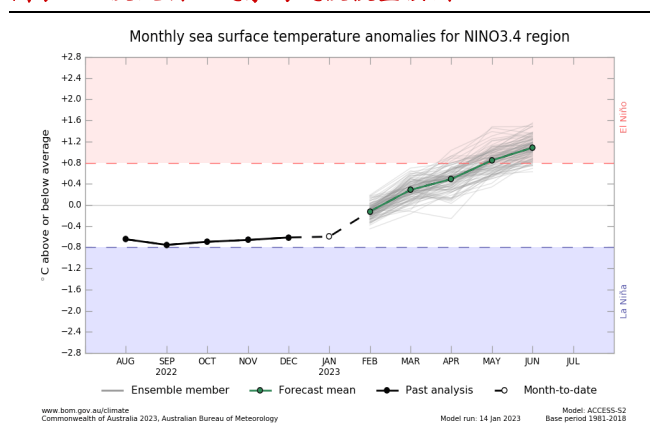
而对天气方面，国际气象机构 NOAA 的气候模型显示，2023 年 2-4 月拉尼娜气候将逐渐转化为 ENSO 中性状态，3-5 月份处于 ENSO 中性状态的概率为 82%。国际气象机构 NOAA 和 BOM(澳大利亚气象局)的模型也显示在 2023 年秋季可能出现厄尔尼诺现象。而厄尔尼诺通常将令东南亚降水偏少，进而将威胁到印度、泰国甘蔗及糖的产量前景，尤其是印度水利设施不完善、作物生产对天气依赖较强，厄尔尼诺气候下容易导致印度减产。不过，气候模型对半年以后的预测准确性通常比较低，需谨慎看待该展望，未来天气状况还存在较大变数，需持续密切跟踪。

图表 7：国际机构对全球近三个榨季的产需格局预估（单位：万吨）

单位：万吨	20/21 年度产需预估	21/22 年度产需预估	22/23 年度产需预估
ISO(2022.11)	-310	-166.5	618.5
CovrigAnalytics(2022.11)	-203	-45	544
Stonex(2022.11)	-290	-120	520
TRS (2022.11)	-412.2	-133	473.1

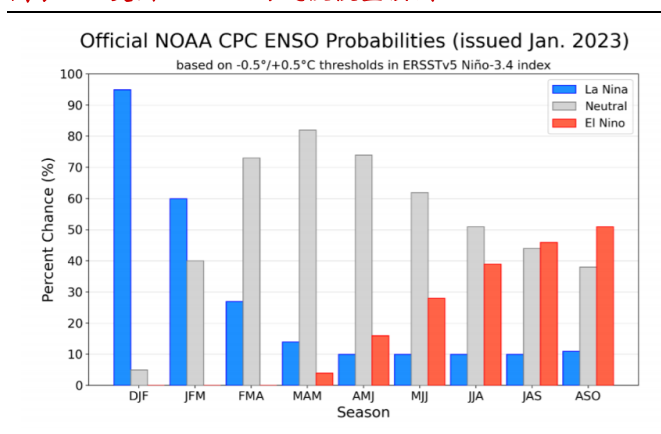
资料来源：Unica，东证衍生品研究院

图表 8：澳大利亚气象局气候模型预测



资料来源：BOM，东证衍生品研究院

图表 9：美国 NOAA 的气候模型预测



资料来源：NOAA.CPC，东证衍生品研究院

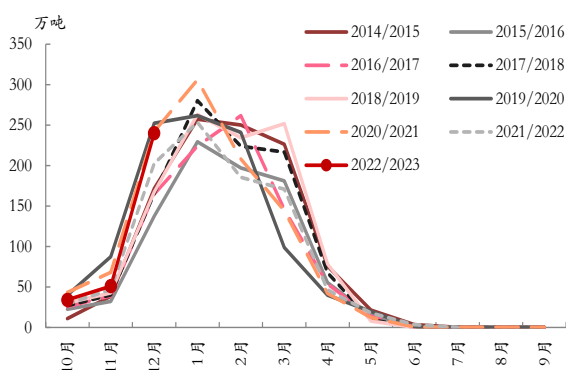
● 国内阶段性供需状况制约郑糖的跟涨幅度

虽然防疫政策放开后，本轮疫情高峰快速过去、形势好于预期，将利好于节后下游的补库需求，但年后一般进入季节性需求淡季，且一季度国内正处于集中压榨上市供应期，

国内阶段性供需状况将制约郑糖跟涨外盘的幅度。12 月份以来国内糖市负基差的状态吸引了基差贸易商的采购及套保,注册仓单量大幅提升,考虑到糖厂的生产成本,期价 5800 元/吨以上仍可能吸引糖厂进行大量套保。

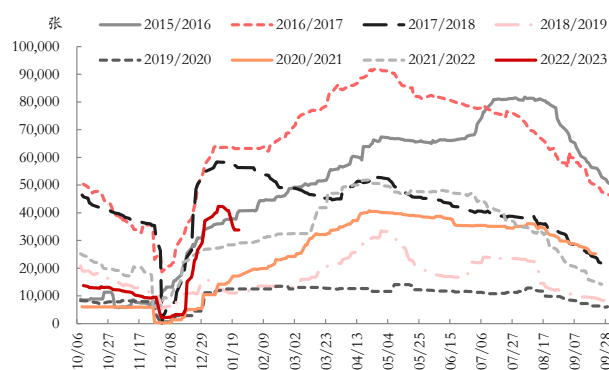
目前配额外进口仍然处于严重亏损的状态,国产糖仍存在竞争优势,盘面更多反映低成本糖源即国产糖的定价。虽然外盘走势仍引领着内盘方向,但外盘带动向上时,郑盘跟涨的幅度取决于国内阶段性供需情况。因此,外糖的坚挺表现将对郑糖形成有力支撑,但受制于国内阶段性供需形势,一季度郑糖跟涨幅度受限,总体料仍将以震荡格局为主。

图表 10: 全国糖月度产量情况



资料来源: 中糖协, 东证衍生品研究院

图表 11: 郑糖注册仓单及有效预报总量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

我们在白糖年报《糖市重心预期下移, 历困后或迎转机》中对国际国内糖市做出了详尽的分析, 目前观点基本没有改变, 详情可翻阅该报告。

3、风险提示

国际金融市场动荡风险、产地天气风险等。

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。

东证期货以上海为总部所在地,在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有33家营业部,并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有134个证券IB分支网点,未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的营网络。

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，需注明出处为东证期货衍生品研究院，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