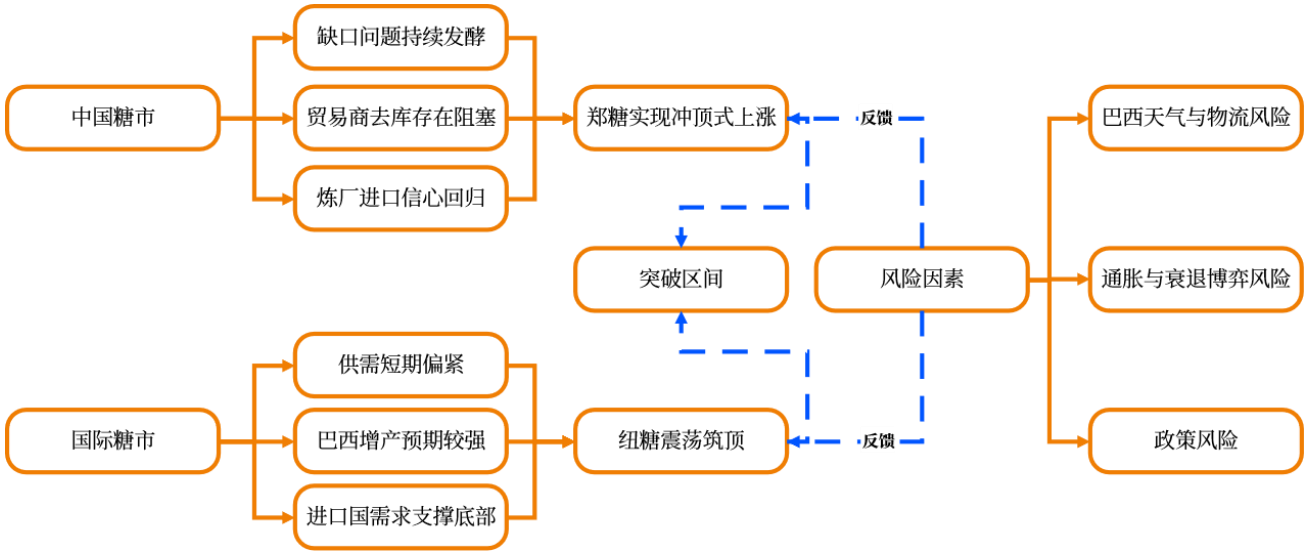


➤ 白糖：

未来半年，全球食糖平衡预期由偏紧向平衡转换。全球食糖价格看冲顶式上涨后逐步盘整。结论：国内糖价运行区间预计在【6000-7500】元/吨左右，国际糖价运行区间预计在【20-30】美分/磅左右。策略建议：待盘面接近区间低位单边做多 SR2307、SR2309。偏差与核心因素：国内市场，短期内缺口问题持续发酵，郑糖实现冲顶式上涨；但终端传导需要过程；炼厂进口信心亦有回归，远期进口量或持续恢复。郑糖看冲顶上涨的行情。国际市场，现阶段旺盛需求提振纽糖价格；但巴西依旧有较强的增产预期，糖醇比价亦使糖厂全力生产食糖；进口国心理点价价位为坚实底部。纽糖看震荡筑顶后盘整。风险因素：巴西天气与物流风险、通胀与衰退博弈的风险、政策风险。

白糖：小荷才露尖尖角



撰写人：付 斌 交易咨询证号：Z0012492
周 航 从业资格证号：F3080343

更多详情，请扫描左侧二维码观看影音版

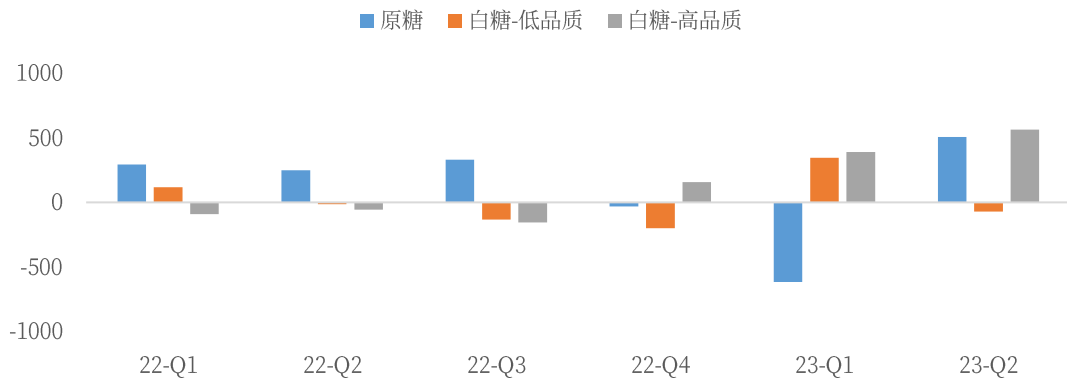
一、概况与结论

2022 年第四季度和 2023 年第一季度，国际糖价整体呈现震荡后冲顶的态势，ICE 原糖主力运行区间为【18.05，22.36】美分/磅，与 2022 年春季大报告中预测的趋势相比偏强，主要因为印度超预期减产导致。国内糖价在此期间进行了持续的偏强修复。郑商所白糖主力合作运行区间为【5500，6538】元/吨，比 2022 年春季大报告中预测的区间顶部更高，趋势与预测一致，主要原因在于郑糖波动率放大。

未来半年，国际食糖平衡由偏紧向平衡转变，全球食糖价格看偏强筑顶后逐步盘整。现阶段由于北半球各产区都存在超预期的减产，这导致短期内食糖供给呈现偏紧的态势，提振纽糖的价格以实现偏强筑顶。但是巴西作为全球最重要的产区，近期充沛的降水使其作物生长情况十分良好，叠加高糖醇比导致糖厂全力榨糖，巴西未来增产甚至超预期增产的概率非常大，原糖将继续维持 Back 结构，远月承压。

最后，虽然纽糖在远期有一定的回调压力，但是来自进口国的需求依然支撑其价格。中国与印尼等亚洲需求国的心理点价价位在 18-19 美分左右，原糖底部存在较强支撑。综合来看，由于现阶段全球食糖供应依然偏紧，短期内纽糖将维持高位并且实现冲顶。但随着南半球产能的逐步上升，原糖存在回调需求以吸引进口国需求，则需求国的心理点价价位为坚实底部，纽糖看高位偏强筑顶后逐步盘整的走势。

图 1-1： 全球食糖贸易流——按季度（千吨）

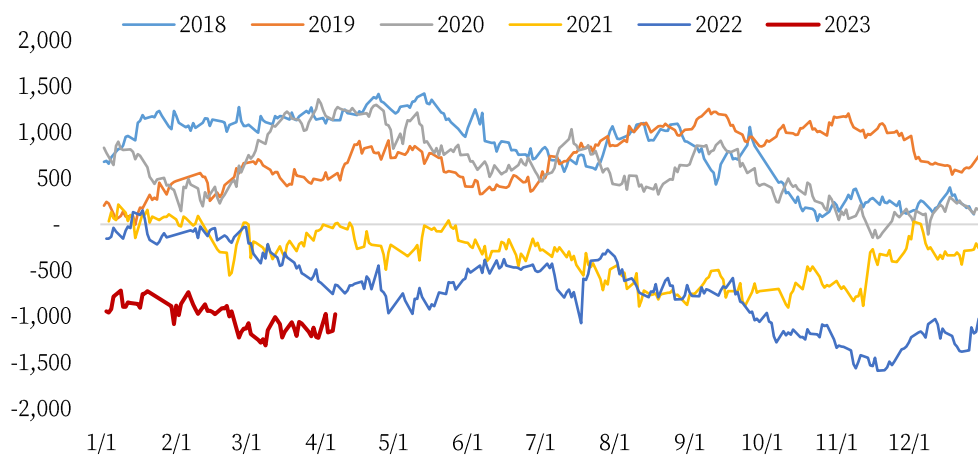


数据来源: Platts, 中粮期货研究院

国内市场，郑糖看冲顶式上涨后逐步盘整的走势。首先，由于国产糖减产叠加进口利润倒挂的情况，国内食糖供应缺口的问题开始持续发酵，进口利润修复成为了Q1-Q2 郑糖最主要的逻辑链条，郑糖将实现冲顶式上涨。但贸易商库存高企，在渠道向终端的传导途径中存在一定的阻塞，产区销区糖价存在倒挂的现象，短期内食糖供应依然充足，限制郑糖的进一步走高。

最后，随着国内糖价开始升温，炼厂进口信心回归，配额外的进口需求将逐步释放，食糖进口量将持续恢复，国内缺口问题将逐步解决。整体来看，郑糖短期将持续进行进口利润修复实现冲顶式上涨。但市场预期的进口量萎缩存在一定的偏差，叠加糖价接近抛储的阈值，糖价将在冲顶后逐步盘整。

图 1-2： 配额外进口利润-巴西糖-季节性（元/吨）



数据来源: Platts, 中粮期货研究院

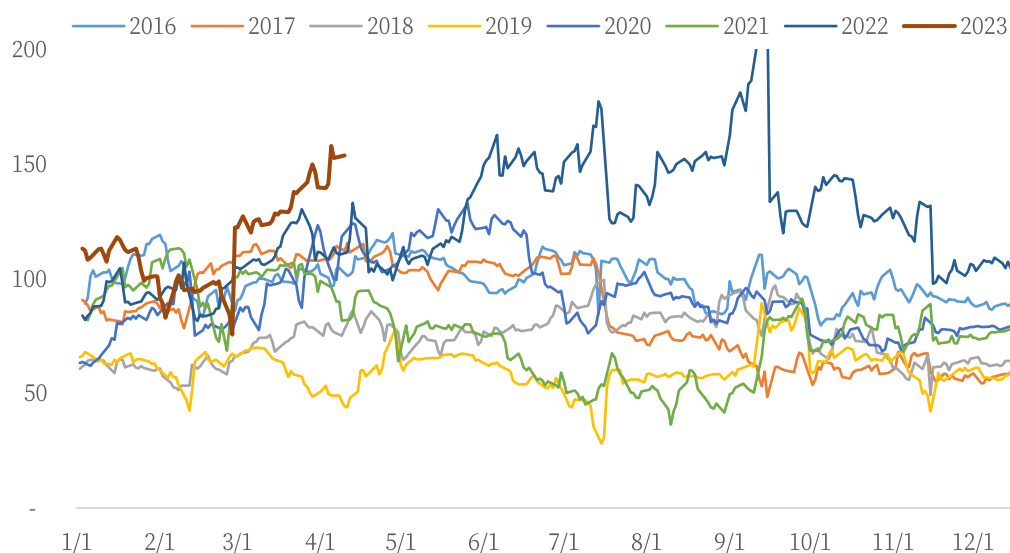
二、 偏差与核心因素

（一） 国际市场

1. 短期内的供需偏紧提振糖价

当前阶段北半球主产区基本定产，印度、泰国、欧洲、中国等主产区以令人失望的定产进入收榨的阶段。其中以印度 300 万吨的超预期减产最为突出，而泰国亦以比预期少 100 万吨的产量定产。欧洲和中国的减产使其需要进口更多的食糖以补充缺口。北半球食糖供应短期内出现了一定的问题，全球未来的食糖供给押注于独苗巴西。而巴西产区的降水亦延缓糖厂开榨速度，叠加中东的精炼糖厂产能迟滞。故现阶段全球食糖供需偏紧，使纽糖得到一定的提振，近月合约亦有逼仓的现象，短期内纽糖以偏强筑顶对待。

图 2-1： 原白价差季节性（美元/吨）

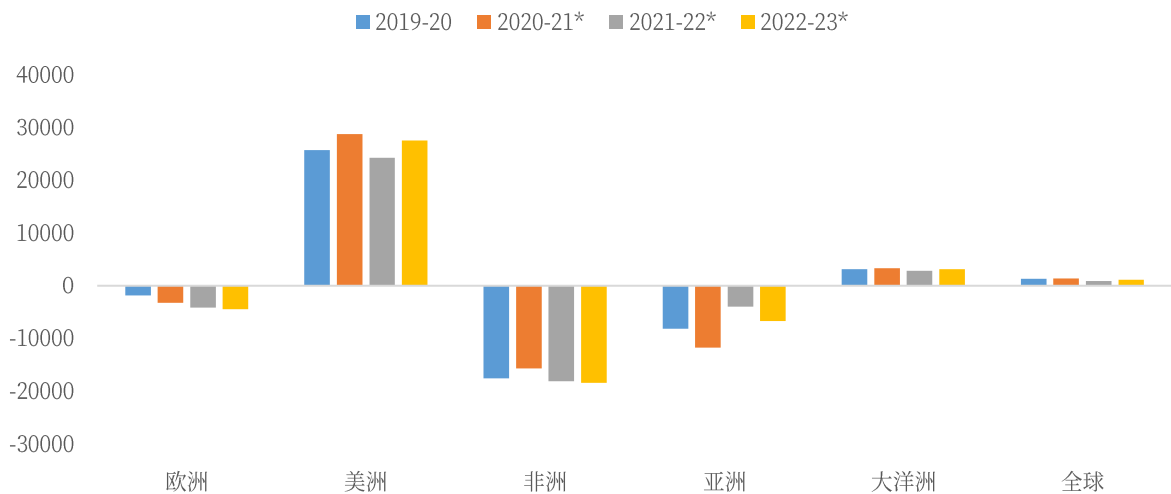


数据来源：汤森路透，中粮期货研究院

2. 巴西增产预期较强

虽然现阶段巴西降水影响糖厂开榨进度，但是自 2022 年 10 月以来的规模性降水也使巴西中南部主产区的累计降水量接近 10 年平均水平，作物生长情况得到了非常大的改善。其次，由于上个榨季巴西部分未收割甘蔗作为存量依然储存在产区，新榨季将会释放这部分未收割的甘蔗。各分析机构对于巴西新榨季的甘蔗入榨量给予了 5.9 亿吨左右的估计值，比上个榨季有 8% 左右的提升。其次，从糖醇比看，有糖价高企，乙醇相比食糖劣势非常大，糖厂会最大化生产食糖。因此巴西新榨季的增产预期非常强，随着巴西产能的上升，食糖供应也会逐步充裕，纽糖因此承压盘整以吸引需求。

图 2-2：全球食糖贸易流——区域（千吨）



数据来源: Platts, 中粮期货研究院

3. 需求国心理点价价位支撑底部

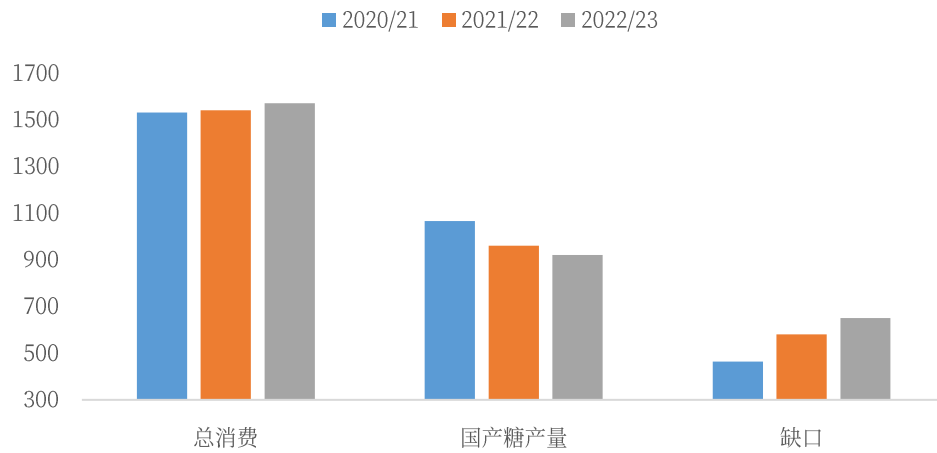
虽然纽糖在巴西大规模开榨后面临较大的压力，但是其底部依然有需求的支撑。由于北半球产区的减产而导致亚洲的食糖供应内循环被打破，其主要的食糖需求国如中国、印尼需要转而从美洲进口更多的食糖，食糖需求国的心理点价价位或成为纽糖的坚实底部。因此，虽然纽糖在巴西大规模开榨后进入盘整，但由于进口国需求的存在，纽糖将在 18-19 美分等关键价位存在强支撑。

（二）国内市场

1. 短期缺口问题将持续发酵

由于前两个榨季食糖供应非常充足，国内呈现“不缺糖”的格局，导致郑糖价格长期处于偏弱震荡的状态，价格被严重低估。维持了一年多的进口利润倒挂的情况使国内食糖市场悄然酝酿缺口的问题，也终于在 2023 年第一季度由于国产糖再次减产才使市场意识到了食糖缺口的预期偏差，进而出现了贸易商集中补库和糖厂惜售的现象，糖价进而围绕消费复苏与进口利润修复两大主逻辑运行。恰恰此刻，原糖亦处于冲高筑顶的阶段，随着进口成本的不断攀高，在产业外资金的加持下，郑糖也不断刷新近期的高点。短期内，缺口问题将持续发酵，郑糖在此提振下将实现冲顶式上涨。

图 2-3：国内食糖缺口（万吨）

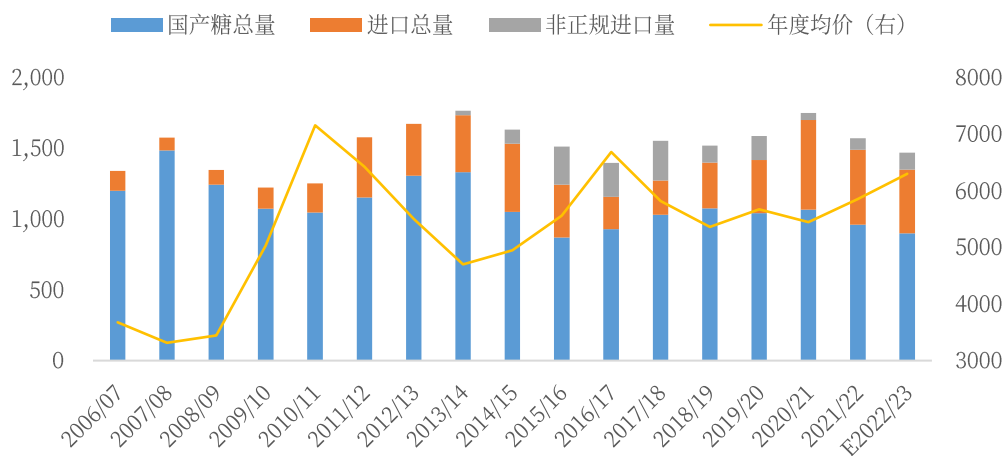


数据来源：中国糖业协会，中粮期货研究院

2. 贸易商库存向终端传导存在阻塞

虽然国内的缺口问题在持续发酵，但贸易商库存向终端传导的过程存在一定的阻塞。产区销糖进度同比大涨主要由于贸易商的集中囤货而导致，但终端接受高糖价的速度十分缓慢，终端企业仍以按需采购为主。究其原因主要在于当前阶段郑糖盘面属于预期先行，在缺口问题刚刚发酵的阶段，现实还没有任何缺糖的迹象，在食糖消费淡季就把价格拉升至较高的位置。预期先行可能导致出现预期偏差，贸易商库存传导不畅将限制郑糖短期高度，价格亦存在大幅波动的风险。

图 2-4：食糖供给结构（万吨）（元/吨）



数据来源: Wind, iFind, 中粮期货研究院

3. 炼厂进口信心回归

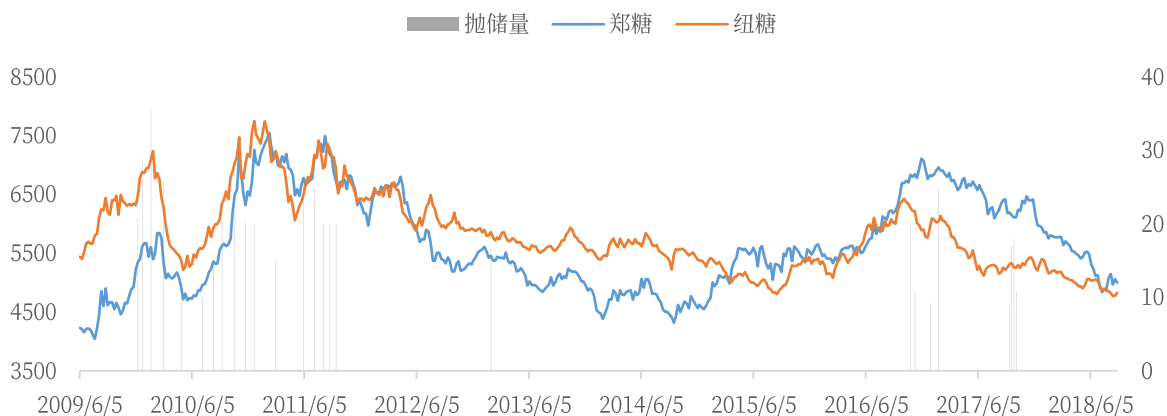
伴随着郑糖在消费淡季实现冲顶式上涨,市场看多情绪十分强烈,炼厂的进口利润预期被极大的改善。在上个榨季,由于进口利润倒挂,炼厂进口信心受到了非常大的打击,以至于配额外的进口量在近期出现了萎缩的情况。但郑糖缺口问题的发酵使糖价屡创今年来的新高,炼厂的进口信心被重铸。预期在未来的 2023 年 3-4 季度,配额外进口量将逐渐释放,食糖缺口将被持续修复,进而逐步解决缺口的问题。则郑糖价格在长期视点下得以稳定,逐步盘整为远期的主要方向。

三、策略与风险提示

首先,由于全球食糖在未来主要依靠巴西的供应,则纽糖盘面对于巴西供应上的问题变得十分敏感,若未来出现如霜冻、大规模降水等天气问题或出现如堵港、罢工等技术性问题,则纽糖不排除短期内进一步冲高,进而改变纽糖盘整的态势,促使其突破区间,需关注此方面的风险。

其次,当前阶段全球经济处于高度的压力状态,欧美国家正在面临极端通货膨胀的压力,经济本就十分脆弱。而美联储为控通胀持续激进加息使欧美各国的经济和金融体系雪上加霜。报告期内,若欧美等国出现预期外的区域性经济或金融危机事件将使糖价产生预期外波动,需警惕此方面风险。

图 3-1: 糖价与抛储 (万吨) (元/吨) (美分/磅)



数据来源: iFind, 汤森路透, 中粮期货研究院

最后,由于我国对于生产企业的原材料供应都采取保供稳价的策略,则食糖这一食品生产企业最重要的原料之一是重点的检测对象。如糖价在近期出现了剧烈的波动而导致其价格触发了监管部门的管理阈值,则对食糖进行抛储的概率将非常大,食糖价格或因此突破区间,需关注来自抛储或进出口政策变动的风险。

操作建议上，由于现阶段郑糖处于冲顶式上涨阶段，并且短期缺口问题亦无法解决。故建议在郑糖价格接近区间下沿后，单边做多 SR2307、SR2309，待接近区间上沿后逐步平仓。