

# 糖市长期不悲观 来年路途偏曲折

## 主要内容：

第一部分：内外糖市行情回顾

第二部分：国际糖市供需格局

第三部分：国内糖市供需格局

第四部分：行情展望与应对策略

国联期货农产品事业部

徐亚光 F03093235 Z0017169

2022 年 12 月

## 摘要

21/22 榨季以来配额外进口成本持续高于国产糖成本，虽然外盘走势仍指引着内盘方向，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；外盘带动向下时，国产糖作为成本更低的主要糖源，其生产成本附近给予了郑盘较强的支撑。国产糖 22/23 榨季国产糖高成本依然难有明显的下降，广西甘蔗糖生产成本料在 5500-5600 元/吨，甜菜糖成本在 5800-6000。而进口糖我们预计整体将呈现波段市运行，在明年有望呈现 V 字型走势，低点落在二季度，外糖大幅下落背景下，配额外进口成本相对优势逐步回归，外盘对郑糖的利空影响将加大，不排除产糖可能跌破国内生产成本情况，但预计在成本之下运行时间不会长，全年波动范围预估在 5300-6300 元，内外盘联动继续增强。

## 一、2022 年内外糖市行情回顾

### 1、内盘跟随并弱于外盘，背离时间较少

上半年大部分时间内外糖震荡上行。俄乌局势紧张令国际原油价格持续上涨，巴西乙醇折糖平价较糖价有较高溢价，国际机构下调巴西糖估产。二季度末至三季度，内外糖震荡下滑，巴西政府实施燃料减税政策，随后巴西国家石油公司连续多次下调炼油厂汽油均价，且亚洲地区印度、泰国降水情况良好，新榨季甘蔗及糖产量前景乐观，叠加宏观面美联储激进加息带来的利空，国际糖价承压走弱。四季度外盘震荡走高，外强内弱明显，ICE 白糖较原糖溢价较高，市场需要亚洲糖来填补，持续降水令印度、泰国糖厂推迟开榨，印度出口配额政策发布偏晚导致部分出口合同违约，外糖阶段性供需错配推升原糖回至近六年来高位的 21.18 美分。

图 1 内外糖期货价格走势

单位：元/吨 美分/磅



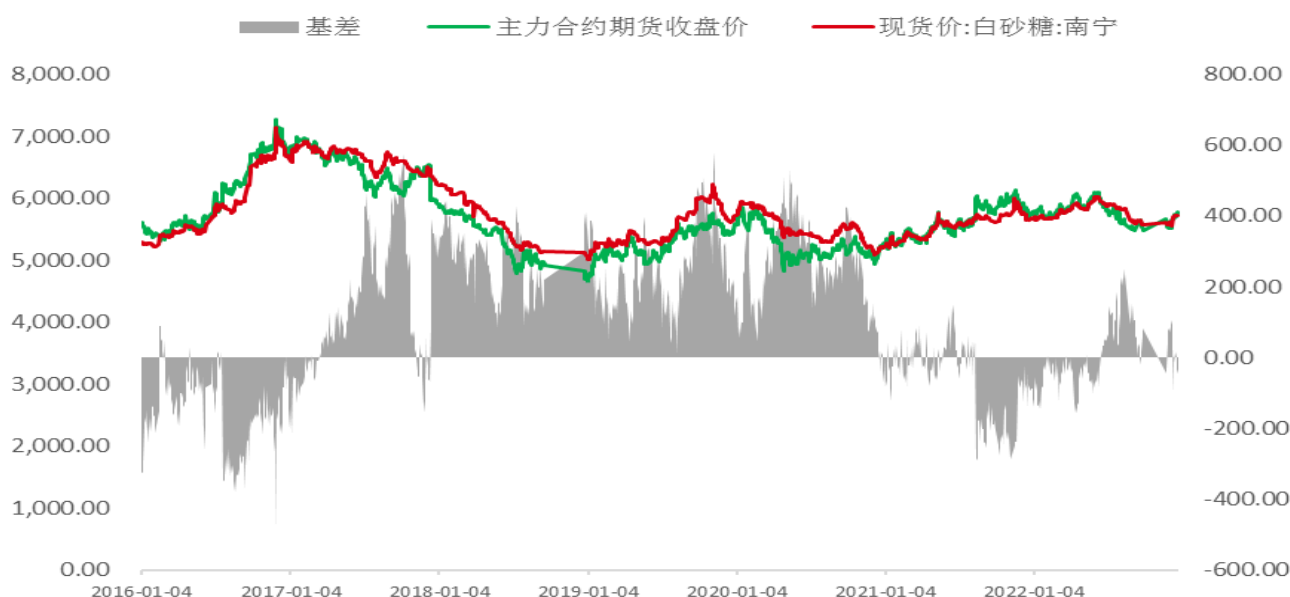
数据来源：ifind 国联期货农产品事业部

## 2、配额外进口成本提升郑糖估值

2022 年郑糖走势与外盘基本一致，背离时间较少，阶段性行情更明显，年初-6 月初跟随原油和外盘震荡上行，6 月初-9 月初单边下跌，美联储加息周期，国内消费旺季不旺，进口居高不下，21/22 榨季糖厂结转工业库存偏高，国内糖期现价格下滑。不过，由于配额外进口成本较高，国产糖存在成本竞争优势，价格在生产成本附近获得较强支撑，基差在此时大幅走扩。第三阶段为四季度的震荡上行行情，现货销售低迷、国内糖厂结转工业库存偏高、多地疫情反复抑制需求、11 月下旬糖厂开榨增多，新糖于 12 月大量上市，套保压力令盘面上方空间受限，但由于配额外进口成本较高，郑糖从估值层面继续获得较强支撑。

图 2 现货糖走势和基差

单位：元/吨



数据来源：ifind 国联期货农产品事业部

## 二、国际糖市供需

### 1、全球糖市供需逐步转向宽松

目前 22/23 榨季巴西已进入榨季尾声，北半球榨季初期，22/23 榨季全球不确定性主要集中在北半球产量兑现情况。从目前各个机构估产情况来看，机构一致预估 22/23 榨季全球供应转过剩，且近期各个机构有调增全球过剩量预估趋势。国际机构预计 22/23 年度全球糖市供需过剩格局。11 月 16 日，ISO 报告上调 22/23 年度全球糖过剩预期。过剩 618 万吨，8 月时预估过剩量为 560 万吨。预计

22/23 年度糖产量至 1.821 亿吨，高于此前预测的 1.819 亿吨，消费预估从 1.763 亿吨下调至 1.760 亿吨。11 月 25 日，嘉利高报告下调全球糖供应过剩量至 200 万吨，此前预估过剩 360 万吨。11 月 30 日，StoneX 报告预计 22/23 年度糖市供应过剩 520 万吨，此前预计过剩 390 万吨。

**图 3 全球主要机构产需格局预估**

单位：万吨

机构预估	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	-310	-166	618
TRS	-412	-133	473
Stonex	-290	-120	520
Czapp	-320	-145	200

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

我们预估 22/23 榨季全球供应将由短缺转为过剩 290 万吨，具体来看，全球产量预计增加 580 万吨至 1.808 亿吨；其中巴西产量预计增至 3350 万吨，印度产量预计继续小幅增产至 3650 万吨历史高位，泰国预计增产 130 万吨至 1150 万吨，欧盟减产 40 万吨至 1600 万吨，其他产糖国如俄罗斯、巴基斯坦等亦有小幅增产。全球消费预计小幅增加至 1.779 亿吨，供应过剩预计为 290 万吨。

**图 4 全球原糖供需平衡表**

单位：万吨

	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023
产量	16497	17214	19450	17895	16510	17250	17500	18080
进口	5463	5542	5562	5332	5380	5886	5584	5740
出口	5419	6005	6587	5814	5342	6351	5667	5867
消费	16975	16992	17350	17304	16627	17500	17600	17790
期末库存	4442	4201	5157	5099	4784	4467	4449	4820
库销比	26.17%	24.72%	29.73%	29.47%	28.77%	25.53%	25.28%	27.25%
过剩/短缺	-478	222	2100	591	-117	-250	-100	290

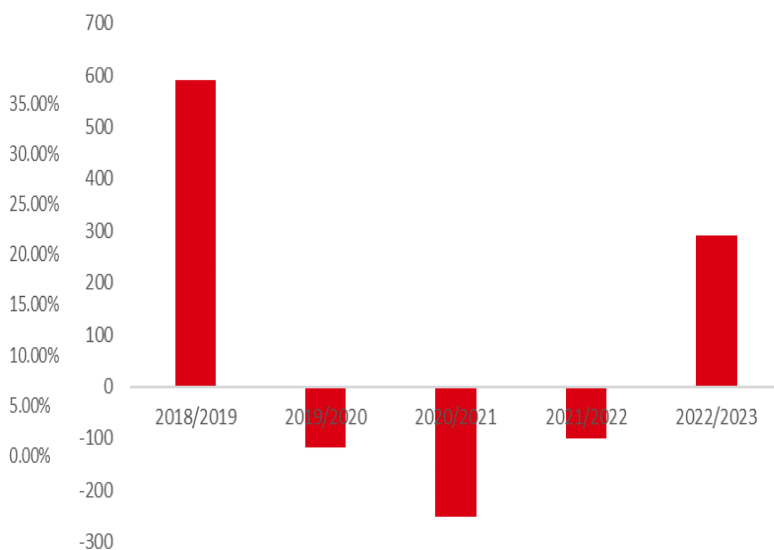
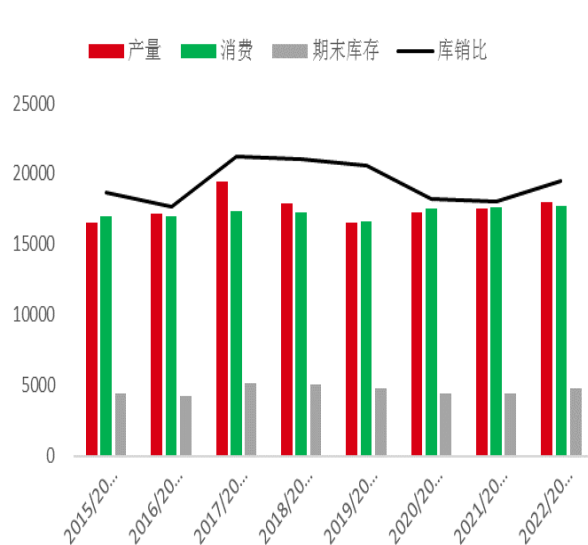
数据来源：国联期货农产品事业部

图 5 全球糖库存库销比

单位：万吨

图 6 全球糖产需历年格局

单位：万吨



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

数据来源：国联期货农产品事业部

## 2、22/23 榨季全球贸易流二季度开始转宽松

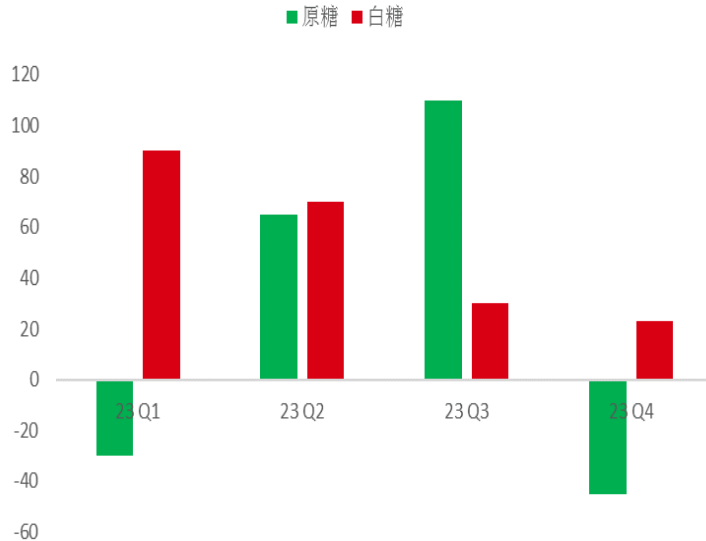
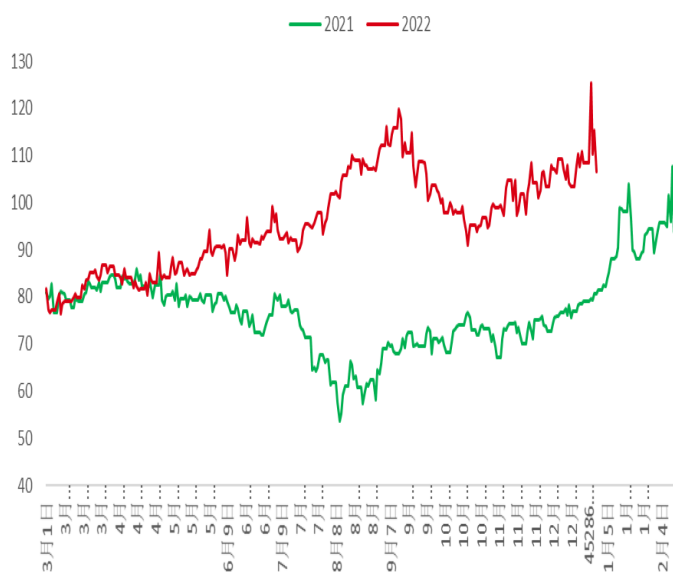
在全球增产大背景下，贸易流预计转为宽松，但宽松时点预计为明年二季度，一季度印度及泰国产量兑现情况将决定全球贸易流格局，二季度则重点关注巴西新榨季压榨情况。尽管 22/23 榨季产需过剩，亚洲主产国印度和泰国预期丰产，但由于全球白糖供应紧张，国际白糖较原糖溢价较高。国际白糖紧缺问题在欧洲几乎持续了一整年，俄乌冲突升级以后大批乌克兰难民涌入欧洲，叠加欧洲通胀问题，使得欧洲白糖价格一直高居不下，这为白糖炼厂打开利润空间，整个 2022 年炼厂补库意愿充足，使得原糖贸易整体处于偏紧格局。主产面泰国和印度可能优先生产白糖用于出口以获取更高的利润，截至 12 月底，对于 22/23 榨季合约，伦敦白糖 2303-ICE 原糖 2303 价差在 106 美元/吨、白原糖 5-5 价差在 121 美元/吨、白原糖 8-7 价差在 118 美元/吨，均处于高溢价状态，远高于去年同期的 70-80 美元/吨水平，这将鼓励亚洲糖厂加大对白糖的生产，若印度泰国均最大化生产白糖，仍会导致原糖阶段性新增供应受限。2023 年 4 月巴西进入新榨季，巴西新糖生产上市将带来原糖供应的增加，2023 年一季度国际原糖贸易流供应或相对偏紧，或对 ICE 原糖价格形成支撑。而伴随着白糖补库完成，需求热度退却，在二季度逐步转向宽松走势贸易流白糖供应大幅增加将令白原糖价差回落，而随着巴西糖进入压榨高峰期，原糖贸易流预计开始转为过剩。需要注意的是俄乌冲突还在持续，大国博弈激烈背景下，全球供应链并不稳定，一些国家可能会增加食糖战略物资补充库存以防范风险，实际贸易流过剩的压力或不及机构对供需预估表现的这么大。

图7 原白糖3月价差

单位：美元/吨

图8 全球季度贸易流

单位：万吨



数据来源：Wind、国联期货农产品事业部

数据来源：国联期货农产品事业部

### 3、22/23 榨季预估巴西小幅增产，新季预估继续增产

对当前市场而言，22/23 榨季巴西产量已充分定价，在新榨季开榨前对市场影响不大，重点需关注印度及泰国。但需注意 2023 年 4 月将开启的 23/24 榨季增产预期较强，目前多家机构给出持续增产预估，因 2022 年降雨偏多。若可如期兑现，则 2023 年 4 月起全球供应及贸易流压力较大。

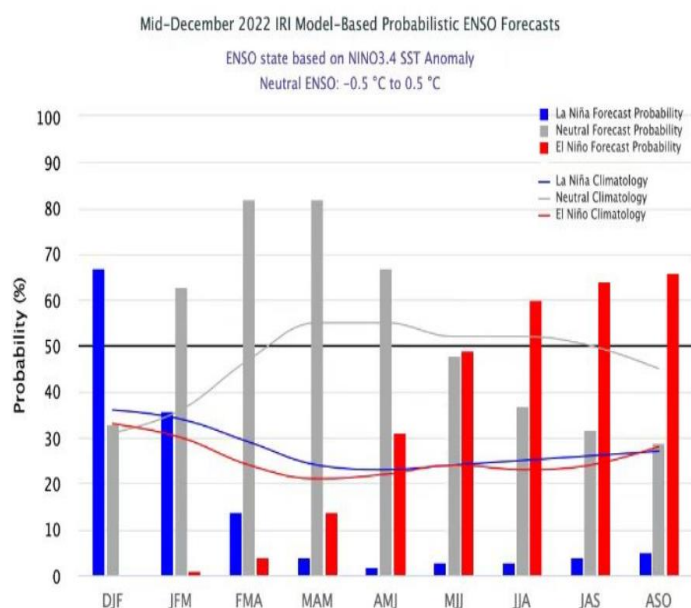
巴西 22/23 年度截止 12 月上半月，累计压榨 5.39 亿吨甘蔗，同比增加 3.13%。累计产糖 3329.2 万吨，同比增加 3.84%。本年度整体看制糖比处于较高位置，尤其是进入 10 月后，2022 年 10 月后制糖比均在 45%以上，上年同期则多数时间跌破 40%。这主要是因为去年冬季欧洲能源紧缺造成巴西乙醇价格上涨，而今年在巴西总统控制通胀下调燃油税后挤压乙醇价格优势，乙醇价格快速回落。此外，巴西国家石油公司于 12 月 13 日将汽油价格降低了 6%。因国际汽油价格一直在下跌，自 11 月底以来，国内汽油的售价一直高于国际价格。这是自总统大选以来的首次降价，但也是自 7 月以来的第 5 次降价。政府再度下调油价后，会让原本就让消费者青睐的汽油需求更好。因此短期乙醇价格难有起色，这一政策更加会使得糖厂最大化比例制糖。另外今年开榨推迟，收榨预计会偏晚，12 月甘蔗压榨量将高于上年同期，且糖厂还将继续维持高制糖比，则 22/23 榨季巴西中南部甘蔗及糖产量预计同比有小幅增长，其中巴西中南部甘蔗产量预计同比增加 5%至 5.5 亿吨左右，糖产量预计同比增加 100 万吨至 3350 万吨左右。



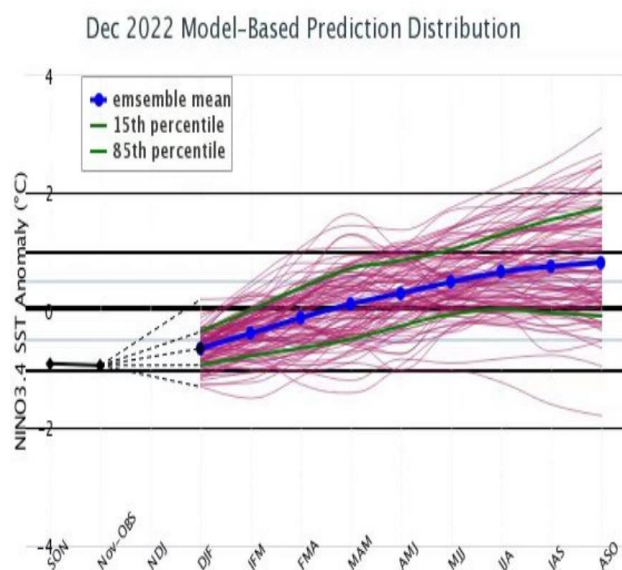
对后期巴西产量预估上主要需关注甘蔗产量和制糖比。近十年来巴西甘蔗种植面积停滞不前，而种植成本不断提升，尤其 2022 年因能源、肥料等农资价格上涨及国内通胀影响令种植成本大幅提升，而 2022 由于政府对燃料市场的干预政策令乙醇价值下降，巴西甘蔗价格下滑，当前甘蔗累计均价已经下降到 165 雷亚尔/吨，低于成本。相比之下，大豆、玉米都有着较好的种植收益，蔗农种植积极性将受到抑制，23/24 年度巴西种植面积料仍难增。单产方面由于 2022 年巴西中南部降雨量较上年有所恢复，尤其是 8-10 月份降水量超过历史均值水平，土壤湿度明显改善，天气预报预计巴西大部分蔗区 11-12 月土壤湿度仍将保持良好，这有利于甘蔗的生长及 23/24 榨季甘蔗单产的提升，后续还要继续密切关注 2023 年一季度降水情况，这对甘蔗单产的恢复仍极为重要。目前正处于连续第三个拉尼娜年份，据 NOAA 气候模型，2022-23 年北半球冬季（12-2 月）出现拉尼娜的概率为 76%，2023 年 2-4 月转变为 ENSO 中性的概率为 57%。目前来看第三个拉尼娜对巴西中南部的影响已明显减弱，2023 年一季度的降水或将相对正常。如天气如预期正常，23/24 年度单产或进一步提升 5% 左右，预计甘蔗产量或增至 5.7-5.9 亿吨左右。目前国际机构预计 23/24 榨季巴西中南部甘蔗产量将增至 5.65-6 亿吨，基本符合主流预估。

图 9 拉尼娜概率预测

图 10 NINO3.4 指数预估



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

政策层面看在 2022 年的巴西大选中，卢拉击败博索纳罗再度当选为巴西新一任总统，将于 2023 年 1 月 1 日正式上任，新总统卢拉可能对燃油政策做出一系列调整。卢拉表示 ICMS（州）燃料税和汽油价格政策的限制将发生变化，这或意味着将于 12 月结束的燃油联邦税减免可能不会延长到 2023 年。另外卢拉在竞选期间就强调，国内燃料价格绝不能遵循国际基准，将改变目前巴西石油公司的定

价政策，废除进口平价政策(PPI)，以降低燃料零售价格。这或意味着燃料价格上限的政策可能回归，这将打破与国际能源市场的联系。总体来说联邦税(PIS/ Cofins 和 Cide)的减免政策到期后，2023年可能恢复征收，进而利多乙醇价格，但是考虑到通胀问题，且新政府可能改变燃油定价、燃料价格上限的政策可能回归，压缩石油公司的利润，乙醇价格空间收到压制，新榨季甘蔗制糖的收益仍胜于制乙醇。

另外从远期价格层面看，ICE 原糖 10 月合约近期在 18 美分左右波动，巴西糖厂对 23/24 榨季糖的套保已经获得良好的正收益，且高于乙醇的远期合约收益，ICE 原糖期货上的商业空头头寸大幅拉升。巴西糖厂对 23/24 榨季糖的套保进度仍将较快，这也将促使糖厂更多的去产糖。制糖收益和套保比例综合考虑 23/24 榨季制糖比预计仍将处于 46%左右的高位水平。根据甘蔗产量、制糖比，估算出 23/24 榨季巴西中南部糖产量为 3500 万吨以上，较 22/23 榨季增加超 150 万吨左右，基本符合国际机构主流预估。

图 11 历年制糖比

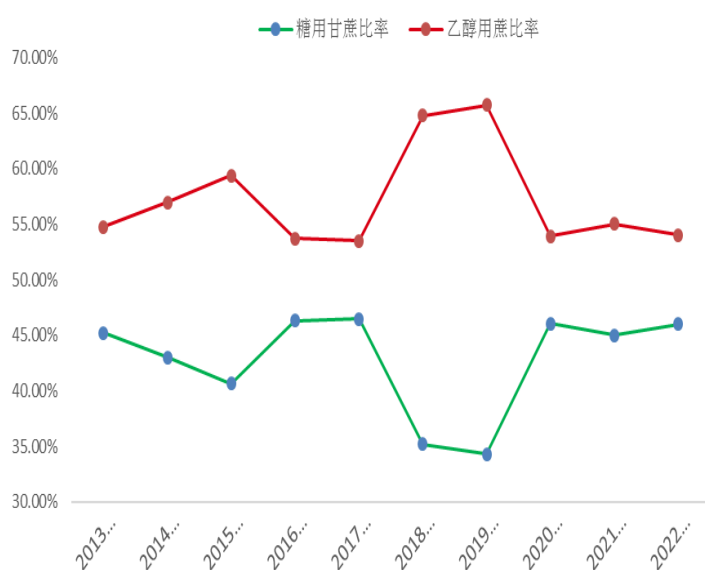
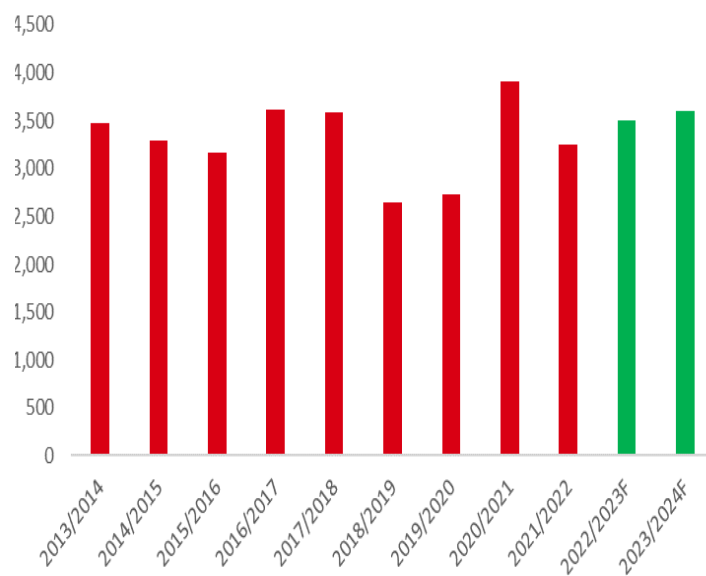


图 12 巴西历年产量

单位：万吨



数据来源：Unica、国联期货农产品事业部

数据来源：Unica、国联期货农产品事业部

图 13 巴西中南部甘蔗入榨量-制糖比对应关系

单位：万吨

甘蔗入榨量 (亿吨)	42%	43%	44%	45%	46%	47%	48%
5.4	3062	3135	3208	3281	3353	3426	3499
5.5	3119	3193	3267	3341	3416	3490	3564
5.6	3175	3251	3326	3402	3478	3553	3629



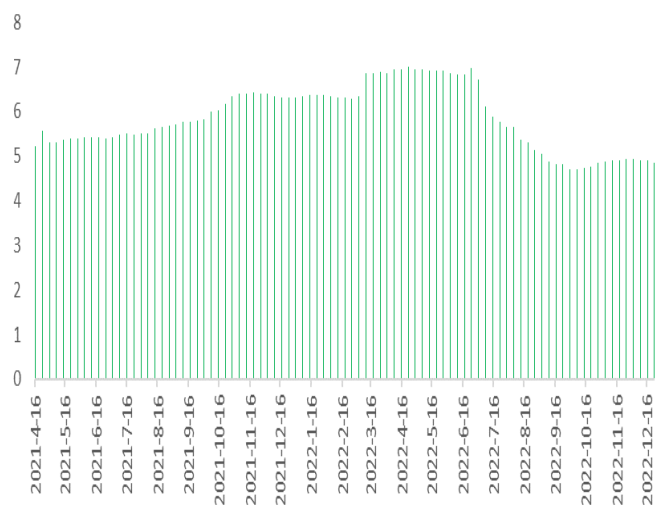
5.7	3232	3309	3386	3463	3540	3617	3694
5.8	3289	3367	3445	3524	3602	3680	3758
5.9	3345	3425	3505	3584	3664	3744	3823
6	3402	3483	3564	3645	3726	3807	3888

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

图 14 巴西汽油价格 单位：美分/磅

图 15 巴西燃料乙醇价格 单位：美分/磅

汽油价格



燃料乙醇价格

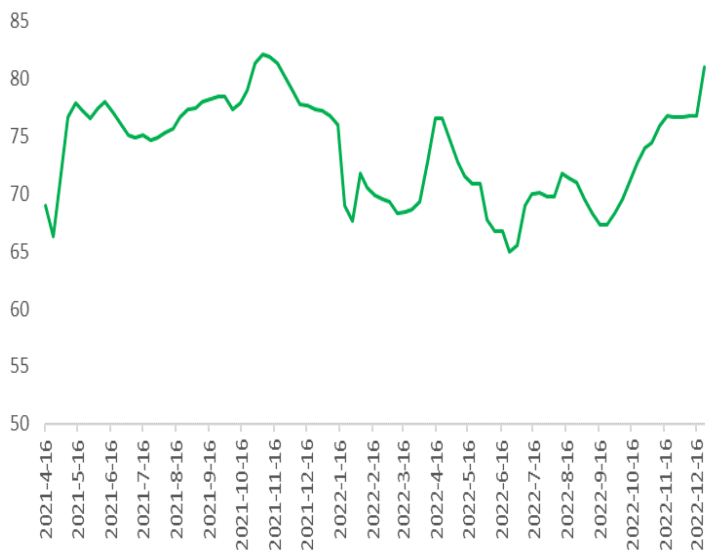


数据来源：Unica、国联期货农产品事业部

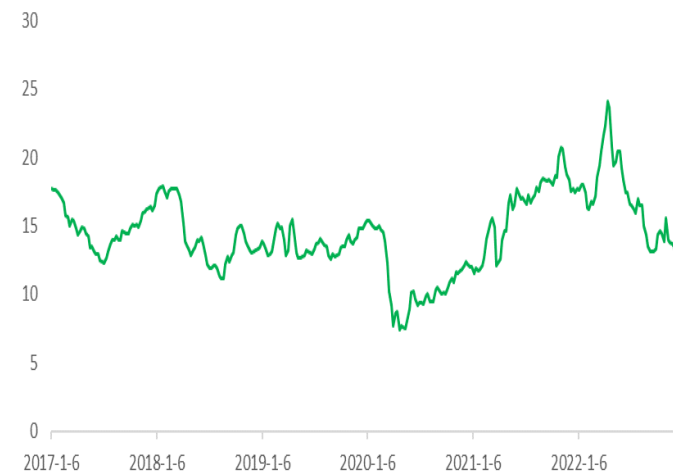
数据来源：Unica、国联期货农产品事业部

图 16 巴西醇油比

图 17 乙醇折糖价 单位：美分/磅



乙醇折糖价



数据来源：Unica、国联期货农产品事业部

数据来源：Unica、国联期货农产品事业部

#### 4、22/23 榨季印度糖继续丰产

印度甘蔗种植收益远高于其他作物，蔗农种植积极性仍较高，印度糖协 ISMA 预计 22/23 年度印度甘蔗种植面积同比增加 4%。而 6-9 月份的西南季风期降水充沛，有利于甘蔗的生长，印度甘蔗产量前景预计可观。22/23 榨季进入到乙醇产业中的糖量预计为 340 万吨左右。扣除乙醇业分流走的糖量，22/23 榨季实际糖产量预计仍将在 3650 万吨左右的记录高位水平。

出口方面 22/23 榨季印度继续实施出口限制政策，11 月初，印度政府公布了第一批 600 万吨糖出口配额，允许在 2023 年 5 月 31 日前出口。截至 12 月底印度已经签订了 500 万吨的 22/23 榨季出口合同，较高的国际糖价给了印度糖出口盈利空间，促使糖厂积极签售出口合同，并且很多有较大的出口溢价，目前有说法声称马邦单产下降，造成印度产量不足预期，阶段出口进度不快是国际糖强势的主要推动力。3-4 月后印度可能再公布第二批 200-300 万吨出口配额，视该国生产和库存情况而定，22/23 榨季总出口量或在 800-900 万吨，虽然较上榨季有所减少，但仍为历史高位水平。

出口平价：由于本榨季不再实施出口补贴，印度糖出口门槛仍较高。目前印度糖最低售价仍维持在 31000 卢比/吨，印度国内糖价预计在 31000-35000 卢比/吨（预计平均 33000 卢比/吨），22/23 榨季预计印度糖出口门槛平均在 17-18.5 美分/磅。

图 18 印度历榨季产需情况 单位：万吨

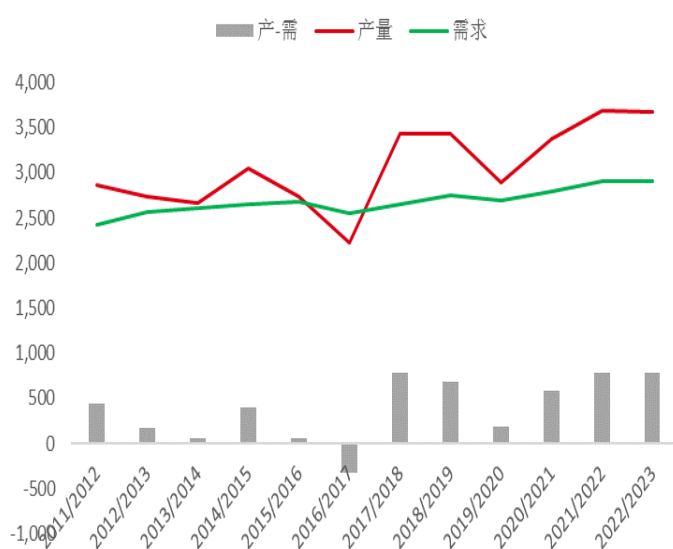
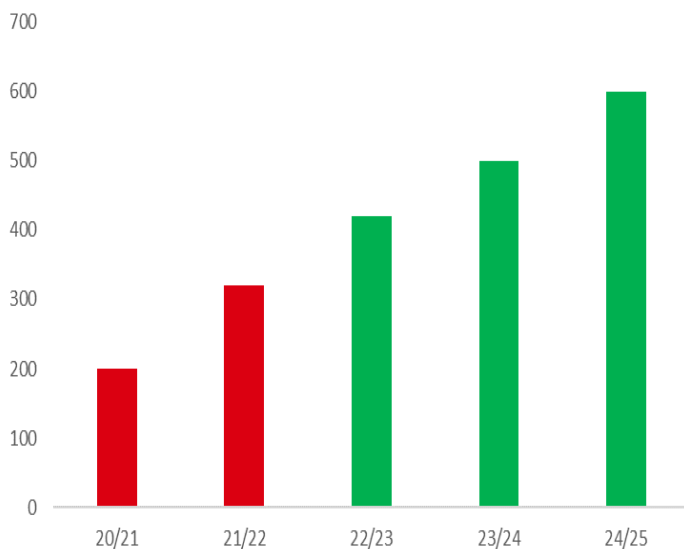


图 19 印度乙醇分流量 单位：万吨



数据来源：Unica、国联期货农产品事业部

数据来源：Unica、国联期货农产品事业部

## 5、其他国家:泰国产量小增 欧盟产量有所下调

北半球另一主产国泰国在 21/22 榨季产量为 1015 万吨,同比增加 34%,甘蔗压榨量为 9207 万吨,同比增加 40%。在经历了连续两个榨季的减产后,由于种植面积的增加及降水情况的恢复,该榨季泰国糖产量大幅回升,累计出口量 736 万吨,同比增加 368 万吨。22/23 榨季泰国甘蔗种植面积进一步扩大;2022 年,泰国全年降雨量异常高,到年底预期总降雨量将高出均值 10%,泰国 22/23 榨季因降雨开榨推迟 1-2 周,12 月 1 日起泰国新榨季的收获即将开始,市场预期甘蔗总产量将达到 1.05-1.1 亿吨、糖产量预计将增至 1150 万吨左右,可供出口量将进一步增加至 900 万吨左右。

除巴西、泰国、印度三大主产区外,欧盟也是北半球主要产区之一。公开资料显示,欧盟整体产量有所下调,21/22 年度产量大约在 1640 万吨左右,至 22/23 年度大约至 1600 万吨。这主要是由于法国在 6 月至 8 月,降雨量比 1990 年至 2020 年同期平均降雨量少 25%。在 7 月份,降雨量减少了 85%,这影响了法国甜菜在夏季的生长情况。其余食糖产国并未有明显产量变化,整体较为稳定。

## 三、国内糖市供需

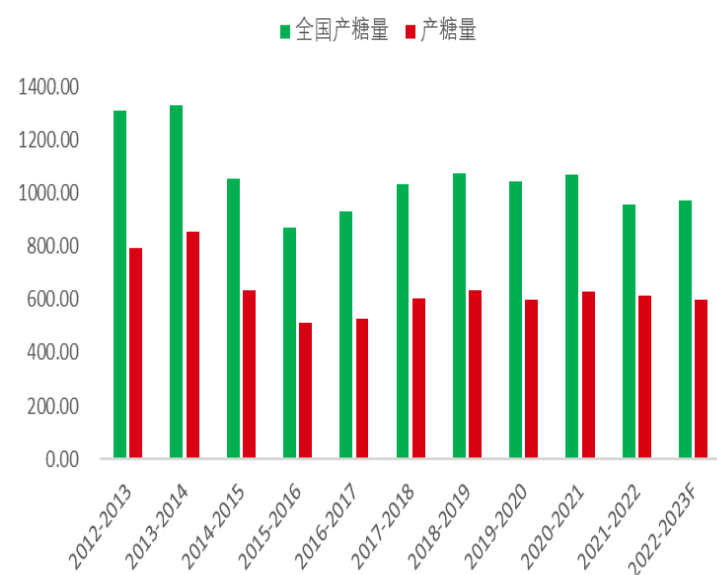
### 1、供应端:结转库存高,新季产量仍偏低

在过去的 21-22 榨季中,全国共生产食糖 956 万吨,减产 110 万吨,其中甜菜糖减产 68 万吨。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,影响了甘蔗生长,除崇左外,柳州、来宾、南宁蔗区株高均较去年同期低很多;四大蔗区的有效茎数量也不及去年同期。沐甜科技调研称,由于单产下滑,22/23 制糖期内蒙古增产幅度从 40%下调至 20%;旱情的持续导致广西甘蔗估产出现 10%左右的下调。甜菜糖增产幅度降低,广西估产下调,广西糖产量仅为 540-570 万吨,而泛糖科技预计为 600 万吨,均不及去年的 612 万吨。农业农村部 11 月预测,22/23 榨季国内食糖产量 1005 万吨,比 10 月调减 30 万吨,因甘蔗部分产区持续干旱。目前市场悲观声音认为全国产糖量可能仅在 930 万吨,我们认为产量不足千万,落在 950-980 万吨概率较大,后续需关注糖厂生产情况。

成本方面 22/23 榨季成本依然较高。甘蔗糖:22/23 榨季,广西甘蔗收购价除了崇左有所增加外,其他蔗区维持“普通蔗 490 元/吨,良种加价 30 元/吨”的收购价不变,疫情影响下劳动力难招 22/23 榨季国产糖整体成本仍将维持在高位水平。初步估算广西蔗糖成本在 5500-5600 元/吨。甜菜糖:为了保障种植面积,北方甜菜糖糖厂对 22/23 榨季甜菜收购价大幅提升,部分地区创历史新高,收购价同比上调了 50-100 元/吨左右不等,原料成本进一步抬升,甜菜糖成本料将达到 5800-6000 元/吨。

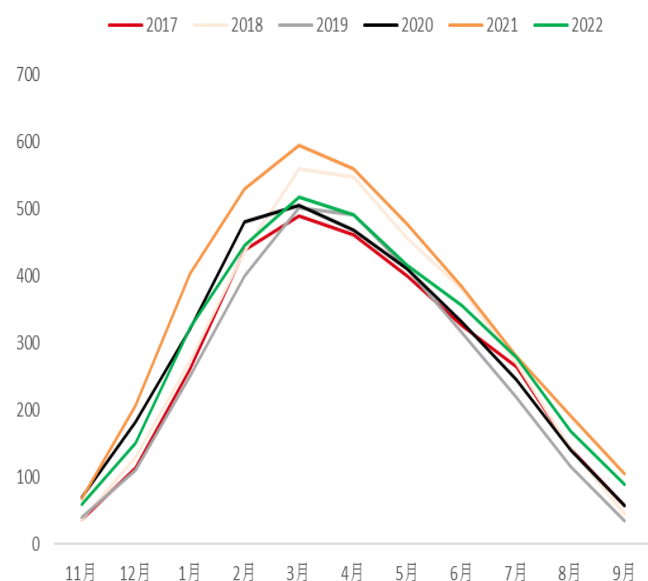
结转库存方面，虽然 21/22 榨季国内减产，但消费因新冠疫情造成的长期动态清零管控措施受到较大影响，该榨季内多个月的糖厂单月销量低于上年同期及 5 年、10 年均值水平，尤其是在本来是旺季消费的夏季，导致 21/22 榨季末糖厂结转库存仍偏高。根据糖协公布的数据，上榨季末全国糖厂结转库存量为 89 万吨，同比减少 15 万吨，但仍处于高位水平。另外预估该数据存一定程度修饰，若将各产区库存简单叠加，整体库存量处近五年最高水平。总的来看，新季国内产量虽仍偏低，但在偏高结转库存及进口补充下，国内整体供应并不缺。

图 20 国产糖和广西糖历榨季产量 单位：万吨



数据来源：中糖协、国联期货农产品事业部

图 21 国内食糖工业库存 单位：万吨



数据来源：中糖协、国联期货农产品事业部

## 2、配额外进口亏损严重，利润有待修复

国内供应端很大部分需要依赖进口，进口量方面，21/22 榨季中国累计进口糖 534 万吨，同比减少 99 万吨。22/23 榨季 11 月进口 73 万吨，同比增 10 万吨；2022 年 1-11 月累计进口糖 475 万吨，同比减少 52 万吨。根据巴西出口至中国的数据，6-10 月都处于高位，按照航运时间推算则 8 月开始巴西糖到中国港量将偏高，12 月到港预计仍偏高。但近期随着外盘连续走强，人民币贬值背景下配额内外进口成本的大幅抬升，这导致配额外进口倒挂幅度加深，巨大的配额外进口亏损情况下，2023 年至少一季度来看国内进口糖量预计将同比相对偏低并且成本较高，随着巴西开榨、原糖预期走弱，人民币回暖预期带动下配额外进口利润或将有所修复，进口量也会开始走高。另外加工厂也需要保持一定的开工率以及保证进口许可获取的持续性等，22/23 榨季总进口量仍会在 500 万吨附近。

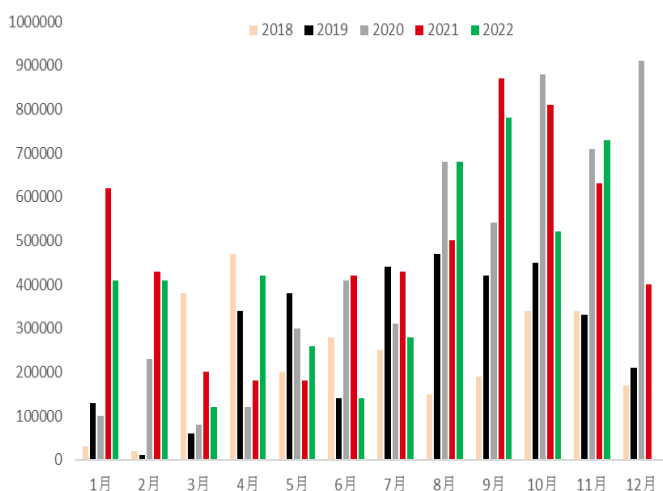
而糖浆进口方面，2022 年 1-11 月糖浆及含糖预拌粉共累计进口 103 万吨，同比增加 45 万吨，月均进口量 9-10 万吨，高于去年。糖浆及含糖预拌粉因来自东盟零关税进口有利可图而促进了进口量的增加，尤其是含糖预拌粉（甘蔗糖、甜菜糖与其他糖的简单固体混合物，蔗糖含超过 50%(税则号 17029012)）进口增加明显 2023 年有望进一步增加。糖浆及预拌粉的进口已引发行业关注，考虑到糖浆的进口受制于其不易储存的特性以及其对白糖需求替代领域的限制；含糖预拌粉进口迅猛增长更让人担忧，不过体量还不大，预计糖浆及预拌粉的进口总量还是总体可控，对糖市的总体影响预计还是相对有限，后续需密切关注行业政策及进口变化情况。

图 22 中国食糖月进口量

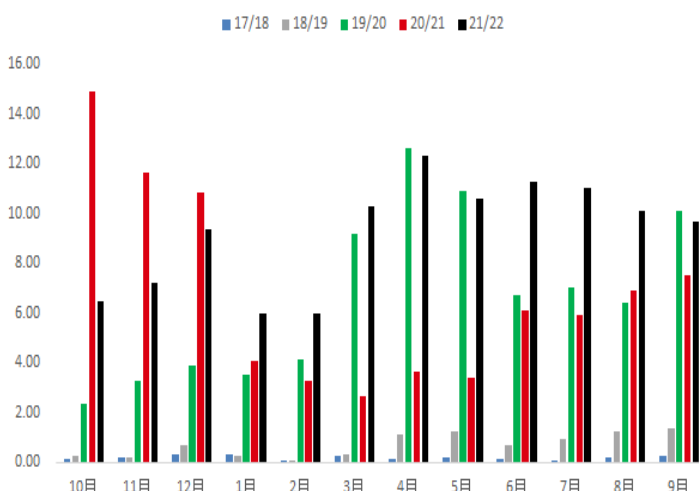
单位:吨

图 23 中国糖浆月进口量

单位:万吨



数据来源: ifind、国联期货农产品事业部



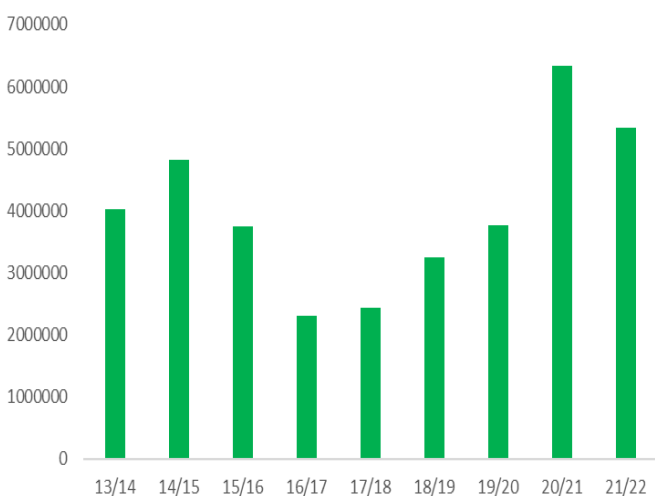
数据来源: ifind、国联期货农产品事业部

图 22 中国食糖年度进口量

单位:吨

图 23 中国糖进口成本

单位:元/吨



数据来源: ifind、国联期货农产品事业部



数据来源: ifind、国联期货农产品事业部



### 3、管控放松下的食糖消费将好转

2022 年国内多地疫情反弹和动态清零政策下的封控措施导致对餐饮和食品饮料消费带来不利影响。海外地缘政治冲突的黑天鹅和加息周期的到来、国内连续的封城措施使得国内外宏观经济都面临着较大的下行压力，居民可支配收入增速明显下滑，消费意愿和信心下降。2022 年食品饮料消费及生产都受到较大影响，食品制造业产能利用率下降，国内白糖需求因此有所下滑，预估 21/22 榨季食糖消费下滑接近 100 万吨。进入新的一年，国内放开的防疫政策大方向不会改变，随着各地感染人数在 12 月中下旬大幅上升，全国经济活跃度再度转冷或是暂时性的，短期转冷不改恢复大势。从以往经验看，区域疫情达峰当周往往也是其经济活跃度的低点。在各地分波次达峰后，经济有望再度转暖。主流预估 2023 年国内宏观经济预计将企稳回升，消费者信心将得以改善，食品饮料消费将复苏，白糖需求理应得到修复。我们将 21/22 榨季国内食糖消费预估下调至 1450 万吨，同比减少 100 万吨，目前市场普遍预期 2023 年实际 GDP 增长 5%左右，消费和房地产的复苏是主要动力，其中对于消费回升预期强烈，居民收入有望较今年回升 2.0%左右，将对应 6.0%-6.5%的社零增速。但是中国经济复苏带来的居民收入回升进而提振消费可能需要时间，实质性改善可能要到下半年才会发酵，我们对糖的消费复苏预计不敢太乐观，22/23 榨季需求将回升至 1500 万吨，同比增加 50 万吨。

**图 24 中国食糖供需平衡表**

单位：万吨

	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023F
期初库存	58	45	35	57	105	89
产量	1032	1076	1042	1067	956	970
总进口	453	424	475	718	614	590
进口	243	324	375	633	534	500
其他进口折糖	210	100	100	85	80	90
国内总供给	1543	1545	1552	1842	1675	1649
消费	1500	1530	1480	1550	1450	1500
出口	20	20	16	16	14	15
国内总需求	1520	1550	1496	1566	1464	1515
表观供求平衡	-35	-50	21	219	106	45

### 四、行情展望与应对策略

如供需平衡表展望，新榨季国内自身供需预计小幅过剩 45 万吨，供需仍相对平衡，配额外进口利润或有所修复，因疫情影响，21/22 年度消费预计同比减少 100 万吨至 1450 万吨，产量减至 956

万吨，算上进口糖及进口糖浆折糖量，该榨季表观新增供求处于小幅过剩的局面，考虑到上一榨季结转库存量较大，21/22 榨季整体供需相对偏宽松，该榨季末结转至新榨季的工业库存在 89 万吨的偏高位水平。22/23 榨季国产糖产量因广西干旱影响或不及此前预期，料在 970 万吨左右；国内消费预计将有所回升至 1500 万吨，新榨季表观新增供求预计将处于相对平衡态势，较 21/22 榨季形势有所改善。考虑到国际市场供需预期过剩，配额外进口严重亏损的局面或将有所修复，国家进口政策的调控影响下，国内市场供需面没大的矛盾，来自国内自身基本面的驱动力有限，市场趋势主要受外盘主导。

而外盘来看 22/23 榨季全球糖供需预期过剩，目前国际机构预估过剩量在 500 万吨左右，将令 2023 年国际糖价承压而重心有所下移，2023 年一季度国际原糖贸易流供应或相对偏紧，或对 ICE 原糖价格形成支撑。而伴随着白糖补库完成，需求热度退却，在二季度逐步转向宽松走势贸易流白糖供应大幅增加将令白原糖价差回落，而随着巴西糖进入压榨高峰期，原糖贸易流预计开始转为过剩。预计 2023 年外盘糖价低点预估在 15-16 美分，有望出现在二季度贸易流转过剩期。长期看随着生物燃料政策的推进，印度产量及可供出口量难增，23 榨季之后的全球糖产量增长将面临瓶颈。全球年消费预期还是稳步增长的态势，糖市长期牛市预期仍在，伴随着宏观货币政策的转向及当前密集的不利天气，原糖调整后大概率仍将回到上升通道，原糖出现价格低点后需密切关注。

21/22 榨季以来配额外进口成本持续高于国产糖成本，虽然外盘走势仍指引着内盘方向，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；外盘带动向下时，国产糖作为成本更低的主要糖源，其生产成本附近给予了郑盘较强的支撑。国产糖 22/23 榨季国产糖高成本依然难有明显的下降，广西甘蔗糖生产成本料在 5500-5600 元/吨，甜菜糖成本在 5800-6000。而进口糖我们预计整体将呈现波段市运行，在明年有望呈现 V 字型走势，低点落在二季度，外糖大幅下落背景下，配额外进口成本相对优势逐步回归，外盘对郑糖的利空影响将加大，不排除国产糖可能跌破国内生产成本情况，但预计在成本之下运行时间不会长，全年波动范围预估在 5300-6300 元，内外盘联动继续增强。

应对方面，对于制糖企业而言，操作上仍要严格匹配现货端的销售进度。有对冲头寸的，顺价点价销售；没有对冲头寸的，应趁糖价反弹 1 季度积极布局期货空单，或用卖出看涨期权对冲保值。年中若有急跌至生产成本附近，可以采取买入虚值看涨期权手法抢反弹，降低库存成本。而对于下游食品消费企业在 5500 元/吨下方，考虑用买期货和卖出看跌期权分批建立虚拟库存。对于投机者而言，波段震荡思维参与为主，上半年可考虑做空外盘做多内盘糖的做多国内进口利润策略。

## 联系方式

国联期货研究所农产品事业部

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼(214121)

电 话：0510-82758631

传 真：0510-82757630

E-mail: glqhyfb@126.com



国联期货微信公众号

## 免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

**期市有风险 投资需谨慎**