

糖史演义·白糖产业链跟踪报告

空降的政策性风险在聚集 抛储对于价格的作用如何？

白糖产业链跟踪报告

分析师：田亚雄
期货投资咨询号：Z0012209

助理研究员：陈家谊
期货从业资格证书号：F03090929

发布日期： 2023 年 4 月 4 日

报告体系

日报	每日 8 点 50 前发布
周报	每周一下午 5 点前发布
事件点评	重要事件发布后 1 天内
专题报告	不定期发布

第一季度各类利多消息涌现，郑糖主力 7 合约最高报价一度达到 6612 元/吨，创下自 2017 年下半年以来的新高。主产国印度和欧盟的超预期减产以及泰国产量增幅的不及预期导致了全球食糖贸易流的紧张，原糖 03 合约交割量不足去年同期一半进一步证实了原糖供应的短缺，全球食糖供需由过剩至紧平衡的转化催生了迪拜糖会中贸易商一致的看涨心态；国内减产糖厂存惜售心理，外盘价格持续高涨进口利润窗口全线关闭，国内外看多情绪升温，郑糖在淡季不断刷新高点，ICE 05 合约冲上 22 美分/磅。第一季度内外价格的共振向上吸引了市场参与者的关注度，市场波动加剧，2023 年 2 月郑州商品交易所白糖期货成交量为 755.53 万手，同比增长 12.82%，相比 2022 年同期增长了 85.85 万手；成交金额为 4477.31 亿元，同比增长 16.65%，相比 2022 年同期增长了 639.03 亿元。

但需要注意的是用进口利润倒挂的逻辑做多存在政策性风险。白糖属于政策影响很大的品种，这也是郑糖在过去成为边缘化品种的原因之一。目前郑糖价格涨势如虹，春节过后，白糖价格累计涨幅逼近 10%，近半年涨幅近 20%。超预期的上涨也引发市场对于政策空降风险担忧，近期有关抛储的传闻也在发酵，并导致郑糖持仓缩减、价格回调；从目前来看政策性风险的确是郑糖上涨过程中最大的不确定性。

我们尝试通过回顾过去抛储时锁对应的基本面、价格涨幅、库存水平等，推测目前是否具备抛储的条件，以及抛储后可能会对价格产生的作用。

我们通过复盘历史可以得到几个结论：

- 1、离我们最近的一次抛储周期 16/17 年度对应的郑糖价格区间在 6000-7400 元/吨，目前郑糖再次来到这个区间，抛储的可能性存在；
- 2、复盘历史，抛储的时间和国内库存水平有一定相关性，历史上第三季度抛储的频次最高，这时候正好对应国内库存偏低的时间节点；
- 3、抛储带来的价格平抑作用并非绝对，取决于抛储量的多寡，也取决于市场如何解读，抛储的初期和末

期曾出现“越抛越涨”的结果，而中期价格可能出现调整，但是却无法使食糖价格在短期内大幅回调；因为国储糖仅是部分满足了市场的供需缺口，但若本年度产需缺口较大，那么抛储很难从根本上改变整体供给形势；其次连续的抛储会导致国储库存减少，“库存见底”的担忧或再度成为炒作焦点驱动价格再次反弹。

图：抛储信息

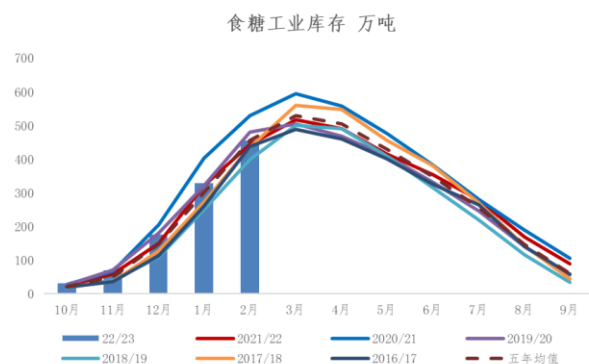
抛储情况				
抛储日期	数量 万吨（左）	均价：元/吨	现货价格	期货价格
2006/1/5	9.2	4557.9	4405	#N/A
2006/1/16	9.2	4558.68	4500	4833
2006/4/18	9.2	4871.98	4650	4698
2006/4/25	9.2	4742.07	4675	4702
2006/5/23	9.2	4856	4735	4881
2006/5/30	9.2	4876.28	4755	4786
2006/6/27	9.2	4567.55	4550	4258
2006/7/19	9.2	4392.97	4400	3995
2006/7/26	7.13	4121.91	4190	3870
2006/9/13	14.66	3969	4330	3338
2006/9/19	13.9	4218.77	4300	3566
2006/10/13	8	3414	4320	3494
2009/12/10	20	4915.15	4920	5301
2009/12/21	30	4672.23	4915	5413
2010/1/21	36	4797.61	5010	5680
2010/3/5	26	5437.51	5410	5697
2010/4/8	10	4945.55	5165	5078
2010/7/6	10	5247.93	5250	4965
2010/8/12	15	5417	5435	5257
2010/9/9	24	5660.1	5655	5555
2010/10/22	21	6680.56	6670	6533
2010/11/22	20	6288.43	7000	6318
2010/12/22	20	6866.56	6850	6991
2011/2/28	15	7423.07	7250	7279
2011/5/31	25	6862.55	7100	6687
2011/7/6	25	7357.06	7190	6946
2011/8/5	20	7730.57	7660	7243
2011/8/22	20	7672.03	7770	7290
2011/9/16	20	7021	7430	6824
2013/1/26	16.55	5430	5560	5412
2016/10/28	20	6920	6687.5	6819
2016/11/9	10.8	6890	6630	6775
2016/12/30	9.2	6770	6630	6826
2017/1/23	24.93	6328	6810	6917
2017/9/15	9	6430	6630	6184
2017/9/18	17	6538	6650	6181
2017/9/28	17.9	6510	6610	6086
2017/9/30	10.8	6400	6610	6117

来源：wind，公开信息整理

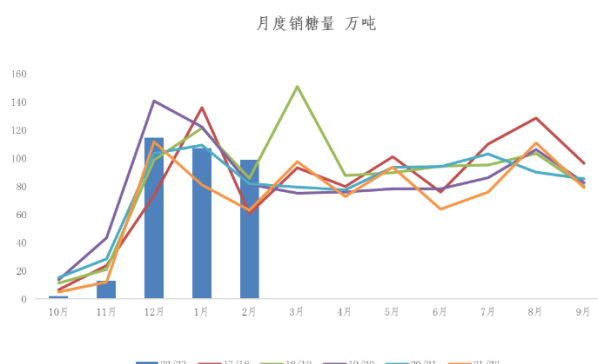
1、抛储的时间和国内库存水平有一定相关性，历史上第三季度抛储的频次最高

通过复盘历史的情况，抛储竞卖的时间和国内库存水平呈现一定的相关性，第一度国内食糖供应处于累库阶段，因此在第一季度竞拍的频率较低；相反，第三季度常常对应国内的库存低点和消费的旺季，食糖供应相对紧张，此时国内也常常迎来季节性的糖价高点，也是历史抛储比较集中的时间区间。

图：食糖工业库存季节性变化



图：食糖季节性销售情况



来源：wind，中信建投期货整理

2、抛储带来的价格平抑作用并非绝对：复盘历史，抛储的初期和末期曾出现“越抛越涨”的结果

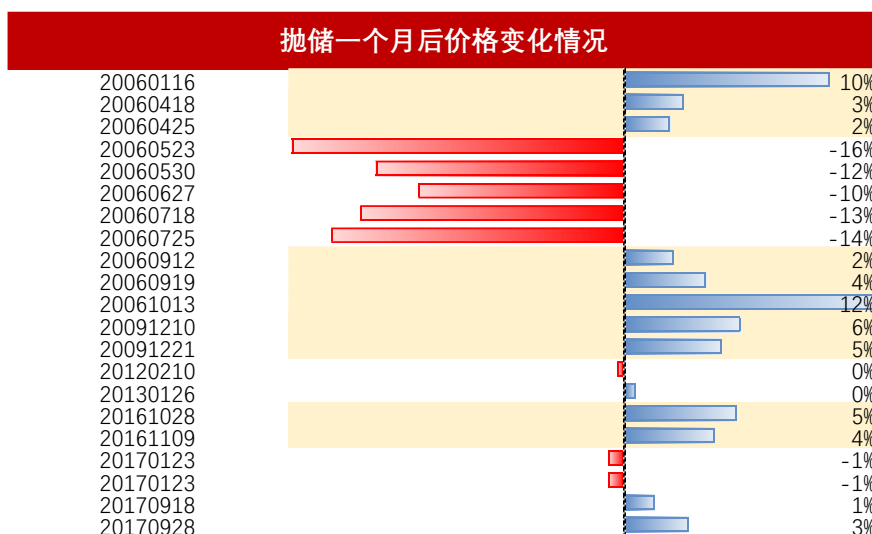
常识性的观念是，抛储的作用是调控市场价格——“调控部门根据市场上食糖的供求状况，通过收储或放储的方式,影响市场即期的供求关系，调节食糖价格，从而避免和减轻价格大幅波动给经济发展和糖业发展造成的负面影响。一般是在市场供求严重失衡、价格剧烈波动情况下使用，在一级、二级市场上调控市场并平抑暴涨的糖价。”从理论上，抛储能够一定程度上增加食糖供应，起到平抑价格的作用。

但是通过对历史数据的统计发现，有限的抛储通常只能减缓短期价格的上涨节奏，却无法使食糖价格在短期内大幅回调；甚至在2006年、2009年、2016年等年份出现了越抛越涨的情况；因为国储糖仅是部分

满足了市场的供需缺口，但若本年度产需缺口较大，那么抛储很难从根本上改变整体供给形势；其次连续的抛储会导致国储库存减少，“库存见底”的担忧或再度成为炒作焦点驱动价格再次反弹。

抛储初期和末期后常常出现不跌反涨的局面

图：抛储后价格的波动



来源：WIND，中信建投期货整理

05/06 年度：国内连续 3 年减产拉开牛市行情

2005/06 年是我国食糖减产的第三年，糖产量降至 881 万吨，比上一个制糖季减少 3.9%，其中，生产甘蔗糖 800.8 万吨，同比减少 6.6%。市场运行调节司分析说，受天气因素影响，去年海南、云南等地遭遇干旱天气，甘蔗大幅减产。此外，糖料种植面积减少也是食糖产量下降的一个重要原因。2005 年，我国糖料种植面积为 2340 万亩，比上年减少 12 万亩。减产导致国内食糖供应一直趋紧，食糖价格从 04/05 年度的 3600 元/吨一路涨至 5000 元/吨。

1) 预期先行：郑糖提前下跌兑现抛储的预期

为了调控价格，3月国家发改委召开联席会议研究国储抛糖事宜，郑糖提前兑现抛储的预期，郑糖远月合约出现见顶回调；4月初市场传闻有关部门开会研究落实国务院领导批示意见，4月10日郑糖合约集体跳空下跌；4月11日发改委、商务部和财政部联合发布公报宣布国储糖竞拍安排，13日起再次出现暴跌走势，不到三天跌幅接近300元，各合约普遍跌至4500元以下，与月初相比下跌了600元，跌幅超过12%。

2) 靴子落地：超预期的成交价格，抛储后价格不涨反跌

4月18日第一次拍卖的结果出人意料地达到平均4871.98元，比当天期货市场平均收盘价格高出近200元，届时期货合约全线涨停；19日再度冲高后回落补缺，经过三天调整，24日第二次拍卖前郑糖高开高走，午前摸至涨停板位置；中午传出将再抛储60万吨后，午后糖价明显回落；25日第二次竞拍价格较上一次普遍下跌，平均成交价为4742.07元。月末行情进入横盘整理，成交量逐渐降低。

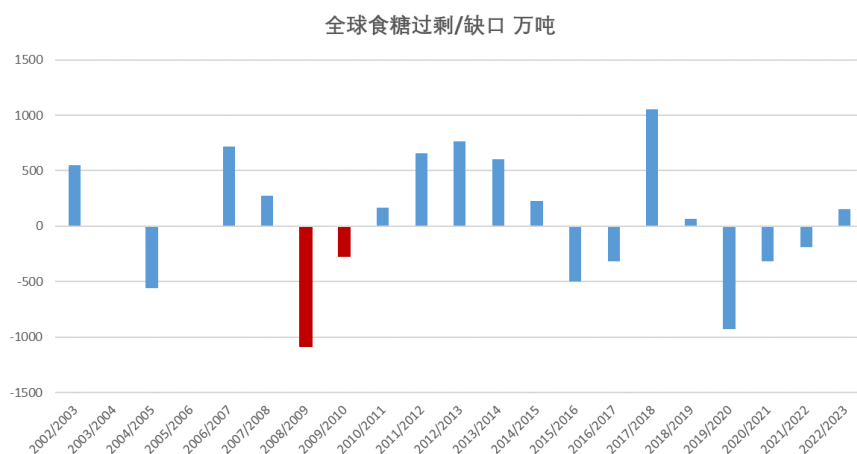
3) 新的题材：连续抛储后库存见底

为了平抑价格05/06年度一共抛储十二次，抛储量超110万吨，10月13日最后一次抛储8万吨，数量少于前几次，因为巨量的抛储量引发市场对于国储“库存见底”的担忧，市场看涨心理预期强烈，竞拍当日价格不跌反涨，主力连涨3天。

09/10 年度年底郑糖也曾无惧抛储的压力：从 4600 元/吨抛到 6400 元/吨

1) 依然始于减产：全球食糖供应持续短缺、国内减产

图：全球食糖过剩、缺口



来源：ISO，中信建投期货整理

09/10 年度各主产区产糖量都低于预期、主产地种植面积减少。我国食糖产量降至 1188 万吨，相较 08/09 榨季同比减了 4.4%，而今年 1-9 月份我国工业用糖累计需求增速 14.51%，产需缺口扩大至 300 万吨水平，用糖供不应求；国际食糖在印度大幅减产、巴西降雨阻碍生产的背景下面临连续的供应短缺，内外糖价共振驱动郑糖连续走高。

2) 抛储均已高于底价成交，印证市场短缺郑糖不跌反涨

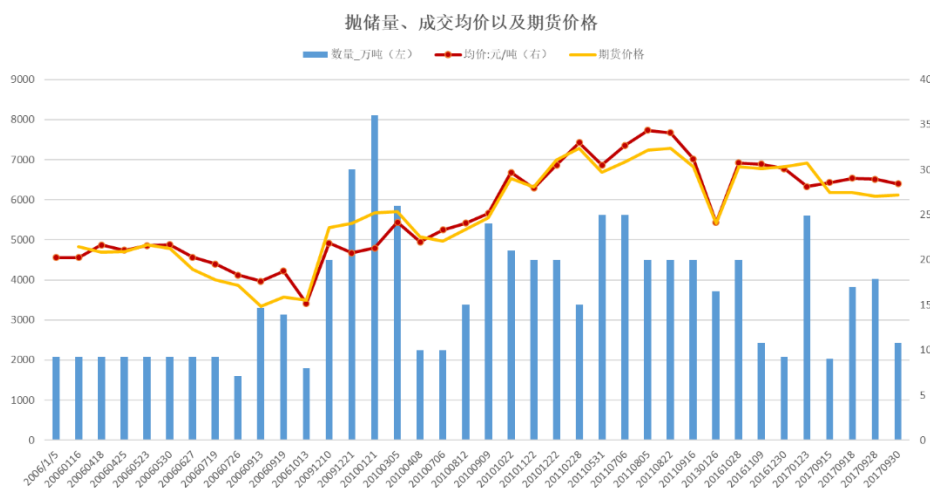
由于 2009 年 12 月份国内食糖价格出现明显上涨态势，国储于 2009 年 12 月 10 日抛储 20 万吨，于 12 月

21 日抛储 30 万吨，拍卖底价均为 4000 元/吨，成交均价分别为 4915 元/吨、4672 元/吨。抛储成交情况良好，不仅印证市场对于价格的接纳度良好，也说明目前市场食糖相对紧缺。第二次竞拍结束后，抛售对市场的压力随之终结，期货糖早盘探低后逐渐走高，全天收涨 0.30%，而产区现货糖报价基本保持稳定，部分地区仍有小幅上涨。从拍卖情况来看，现货流通区域偏紧，国储糖两次竞拍在一定程度上缓解了销区食糖供应偏紧状况，对白糖价格上涨形成压力。节前备货使得白糖生产进入高峰，需求偏旺，后市糖价有望延续高位震荡。国内食糖行业都将维持景气状态，糖价也将保持高位趋涨，

3) 连续 8 次抛储之后，郑糖对抛储免疫

到 2010 年 9 月为止，为了抑制糖价累计抛储 8 次抛储，抛储总量高达 171 万吨。郑糖从 12 月底的 5300 涨至 5500 以上，现货价格也一路从 4900 元/吨附近涨至 5600 元/吨以上，成交均价从第一次的 4915 涨至 5660 元/吨；为平抑糖价，10 月 22 日 21 万吨国储糖再度投放至市场；11 月 22 日又有 20 万吨储备糖再度竞拍，此时对于“国储糖库存的担忧”以及外盘的强势背景下，郑糖价格飙升至 6400 以上，同时这两次的竞拍均价已经飙升至 6680 元/吨和 6200 元/吨。

图：抛储和成交均价



来源：网络公开信息整理

近期有关政策空降的信息在发酵，郑糖经历了减仓和回调，这符合历史规律，但靴子落地的那一刻价格又常常出现反弹（参考 2006 年）。未来政策对于价格的影响如何，我们通过复盘历史可以找到几个信息和结论：

- 1、离我们最近的一次抛储周期 16/17 年度对应的郑糖价格区间在 6000-7400 元/吨，目前郑糖再次来到这个区间，抛储的可能性存在；
- 2、复盘历史，抛储的时间和国内库存水平有一定相关性，历史上第三季度抛储的频次最高，这时候正好对应国内库存偏低的时间节点；
- 3、抛储带来的价格平抑作用并非绝对，取决于抛储量的多寡，也取决于市场如何解读，抛储的初期和末期曾出现“越抛越涨”的结果，而中期价格可能出现调整，但是却无法使食糖价格在短期内大幅回调；因为国储糖仅是部分满足了市场的供需缺口，但若本年度产需缺口较大，那么抛储很难从根本上改变整体供给形势；其次连续的抛储会导致国储库存减少，“库存见底”的担忧或再度成为炒作焦点驱动价格再次反弹。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼08-11单元

电话：021-58301589

济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话：0531-85180636

湖南分公司

地址：长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路112号滨江金融中心C座2127、2128室

电话：0731-82681681

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话：0411-84806336

河南分公司

地址：郑州市未来路69号未来大厦2205、2211、1910房，未来公寓1306、1506、1806房

电话：0371-65612397

河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话：0755-33378759

杭州分公司

地址：浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话：0571-87380613

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话：0574-89071681

西安分公司

地址：陕西省西安市高新区科技路38号林凯国际大厦十九层1905、1906、1907室

电话：029-85725585

重庆渝北分公司

地址：重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话：023-67380500

上海浦东分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话：021-68597013

四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1801、1802、1803室

电话：028-62818710

重庆分公司

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话：023-61361140

海南分公司

地址：海南省海口市龙华区滨海大道77号中环国际广场10层1002号

电话：0898-68538536

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

江西分公司

地址：江西省南昌市红谷滩区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼4801A室、4802室

电话：0791-82082701

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话：020-28325286

漳州营业部

地址：福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话：0596-6161601

安徽分公司

地址：安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话：0551-2889767

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话：021-64040178

湖北分公司

地址：武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼栋/单元36层3601号02-03室

电话：027-59909521

南京分公司

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

广州分公司

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间

电话：010-85951101

福州营业部

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西

大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公

电话：0591-83625596

方顿物产（重庆）有限公司

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室

电话：023-86769662

重要声明

本报告内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。

中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

南京营业部

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间

电话：010-85951101

福州营业部

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西

大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公

电话：0591-83625596

方顿物产（重庆）有限公司

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室

电话：023-86769662

重要声明

本报告观点和信息仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。中信建投不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则投资者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请投资者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告中资料意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布的内容并非投资决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。投资者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com