

供给端的故事落地，关注终端需求恢复情况

【策略观点】

国际糖市方面，2023/24 榨季巴西食糖增产预期较强，随着三季度巴西食糖出口高峰期到来，全球食糖贸易流紧张将结束，ICE 原糖价格将继续下探，进而打开我国食糖的配额外进口窗口。但是市场认为 9-11 月可能是此次厄尔尼诺现象转强阶段，而 7-9 月份是北半球糖料作物生长的关键期，这一阶段厄尔尼诺天气强度如何将对北半球糖料收成构成影响，一定程度上又会对 ICE 原糖价格形成支撑，下半年 ICE 原糖的运行区间大概在 20-26 美分/磅之间。

反观国内糖市方面，最近 ICE 原糖巨幅下跌的过程中，郑糖显的谨小慎微。国内食糖减产、销售同比好转、工业库存处于历史低位、进口量同比持续偏低等一系列因素形成了前期郑糖大幅上涨的逻辑并进行了后期验证。往后看，巨量供给缺口构成强现实，宏观偏弱、消费存疑构成弱预期，后面随着白糖消费旺季的到来，工业库存消化速度、销糖量、配额外进口亏损的修复程度将成为下半年郑糖运行的主线，远月偏空，预计很难再到 7000 元以上。

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76 号

吴菁琛

电话：010-84555056

邮 箱

wujingchen@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3051432

投资咨询资格号

Z0013764

韩广宇

电话：010-84555171

邮 箱

hanguangyu@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03099424

【目 录】

一、行情回顾	1
二、全球白糖供需格局分析	2
2.1 本榨季初期全球糖市偏紧，二季度之后逐步转为宽松	2
2.2 印度燃料乙醇计划大量分流食糖	4
2.3 巴西结束汽油和乙醇的燃料免税期支撑糖价	4
2.4 巴西港口运力成为全球食糖贸易流缓解的重要变量	4
2.5 泰国食糖产量增幅以及出口不达预期助推糖价	5
2.6 厄尔尼诺现象到来或将增加印度和泰国的干旱概率	5
三、国内白糖供需格局分析	6
3.1 减产的故事已经落地，官方下调我国食糖产量预测值	6
3.2 全国食糖产销同比加快	6
3.3 配额外进口窗口关闭，5月我国食糖进口量锐减	7
四、后市展望	9

一、行情回顾

2023 年 1 月份郑糖主力走出了明显的 V 型走势，1 月初在巴西新总统卢拉延长燃料税免税期以及短期全球食糖供应偏紧情况稍有改善的影响下，内外糖价弱势运行，ICE 原糖跌至 19 美分/磅处获得支撑；随后在原油上涨带动以及印度出口平价支撑的影响下，内外糖价共振上涨。春节期间，外盘利好频发，ICE 原糖展开强势反弹行情，再度站上 21 美分/磅，主要受益于巴西上调汽油价格 7.5%以及印度提前收榨带来的利多效应。春节后郑糖盘面利多兑现，迎来补涨行情。

2 月上旬，在美联储议息会议加息 25BP 的催化下，郑糖盘面小幅下跌，随后 ICE 原糖又受制于国际糖市贸易流紧张的压力暂缓的影响从六年高点处下跌。2 月中旬，多空分歧加剧，郑糖主力主要围绕 5900 元展开争夺，ICE 原糖主力主要围绕 20 美分展开拉锯战。受印度减产、出口配额缩减等利多提振，国际原糖受到支撑，维持高位区间震荡，但随着美国 1 月 CPI 数据下跌幅度不及市场预期，美元指数飙升，商品市场承压运行，且在巴西、泰国增产前景良好背景下，原糖期价上行动能削减，市场做多情绪略有降温，国际原糖出现回调。2 月下旬，郑糖主力基本呈高位震荡态势，5900 关口争夺焦灼。ICE 原糖运行区间在 19-21 美分，整体偏强震荡，主要受 2 月下旬全球糖市供应面紧张的影响。国内方面，2 月是消费的传统淡季，同时又叠加生产旺季，下游补库积极性不高，但广西收榨进度加快，减产幅度增大预期加强，市场对于国内经济好转、消费回升的预期增加，伴随着南方甘蔗糖减产传闻的不断发酵，郑糖于 2 月下旬冲击 6000 元。

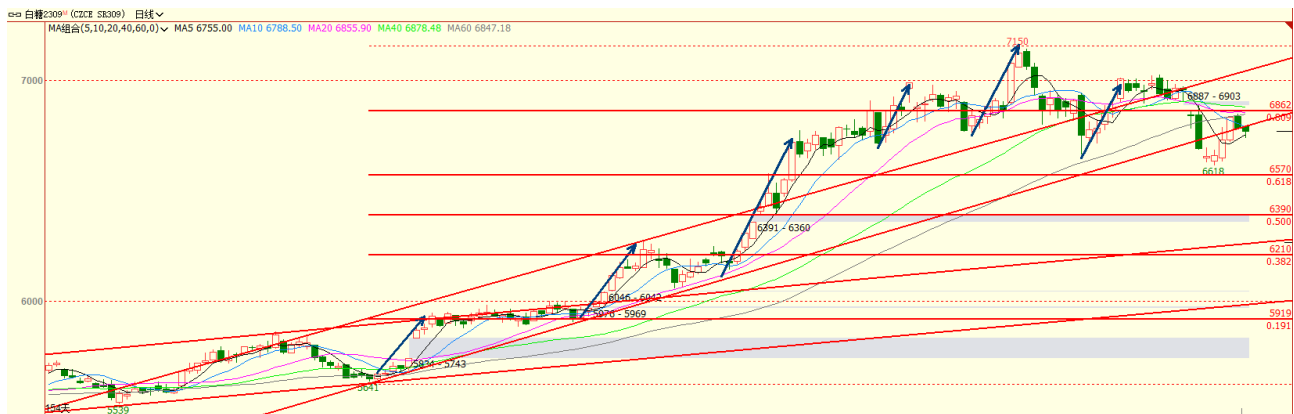
3 月初在印度减产幅度不断下修、第二批出口配额难以落地以及国内食糖减产的利多催化下，内外糖联涨，ICE 原糖创六年高位，最高涨至 21.33 美分/磅，郑糖实现九连阳，多头一路逼空上行创五年高位，最高涨至 6343 元/吨。郑糖突破 6300 元前期高点后，出现了多头减仓上涨动能减弱迹象，同时随着硅谷银行破产揭开了全球银行业流动性紧张的面纱，全球市场均陷入了金融危机和经济衰退的担忧，以原油为带头的商品市场普跌，黄金、美债等避险资产大涨，在外围宏观风险加剧的催化下，郑糖出现了跳空下跌，继续向 6000 关口并考验其支撑性。3 月中下旬，受泰国食糖增产幅度不及预期、巴西港口拥堵影响食糖出口进度、原油大涨等多重利好的刺激，郑糖主力在经过短暂的回调之后，跳空大涨突破前高，一路突破多个整数关口再创新高。

4 月份，内外糖市的主基调均为涨价，但 ICE 原糖价格涨势为挑头上涨，郑糖 07 合约涨势偏缓，为拐头上涨，内盘相对理性。4 月北半球印度、中国减产已成明牌，泰国产量和出口量不及预期尚不能缓解国际糖市供应紧张的局面；而巴西中南部 2023/24 榨季开局不顺，不仅港口拥堵问题严重，还有超过平均水平的降雨影响了收榨进程，远水难解近渴。

5 月份之后，随着我国食糖消费进入旺季，全国食糖产销进程同比偏快，全国食糖工业库存降至近 10 年来最低，国内基本面偏好支撑郑糖高位偏强整理，但 ICE 原糖弱势及交易所保证金提高限制了郑糖涨幅，7000 关口压力较大。在期货价格上涨的同时，现货价格也联动上涨，糖企挺价惜售心态较强，多数调价积极，夏季消费来临，下游终端刚性采购增加，现货市场成交有所放量。

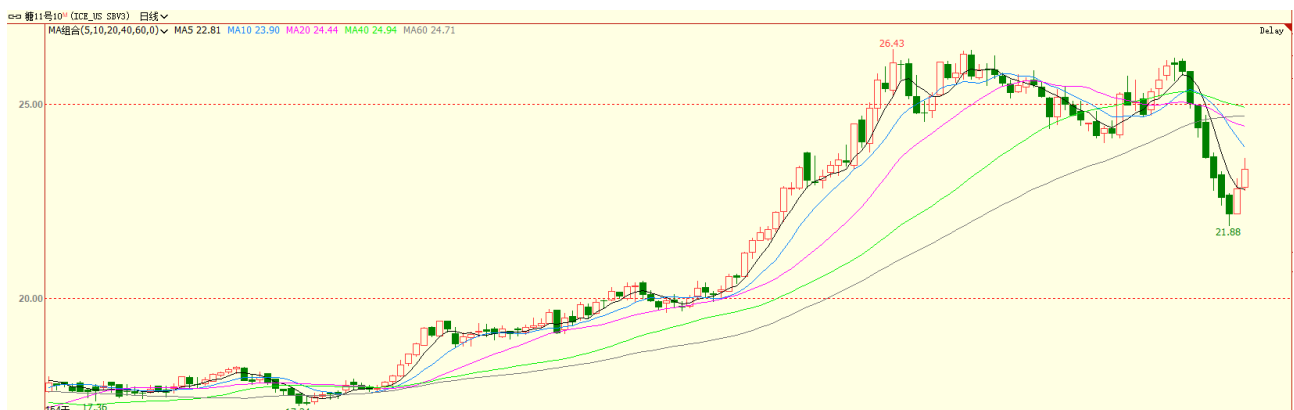
6 月份，内外糖价在高位盘整后均出现了技术性回调，但回调过程中内外糖价走势稍显背离，受短期内巴西中南部开榨进程顺利的影响，ICE 原糖价格明显下挫，最低跌至 22 美分/磅位置形成支撑。由于国内糖市自身矛盾的存在，郑糖并未跟随 ICE 原糖大幅下调，但 SR2309 与 SR2311 合约交易保证金提高，市场多空分歧加大，使得主力合约在 7000 关口止步不前，目前呈高位整理态势，上下空间均较为有限。

图表 1 郑糖主力合约价格走势图（元/吨）



数据来源：文华财经、国元期货

图表 2 ICE 原糖主力合约价格走势图（美分/磅）



数据来源：文华财经、国元期货

二、全球白糖供需格局分析

2.1 本榨季初期全球糖市偏紧，二季度之后逐步转为宽松

全球糖市在 2022/23 年度前期将处于偏紧状态，4-5 月份随着巴西中南部开榨，以及 6-7 月巴西食糖出口旺季，市场逐步转为偏宽松状态，在此期间国际糖价将保持偏强运行。

本榨季前期全球糖市偏紧主要体现在全球第二大产糖国印度因强降雨损及甘蔗产量，印度主要产糖邦马邦糖厂的压榨时间或较去年缩短 45-60 天。2022/23 榨季马邦预计产糖 1280 万吨，低于上榨季的 1380 万吨，此外，印度提前收榨造成减产风波又导致了第二批出口配额没有落地，本年度印度食糖出口不足成为国际市场首要担心的问题。

据外电 2 月 28 日消息，全印度糖贸易协会 (AISTA) 在其第二次评估中表示，由于甘蔗产

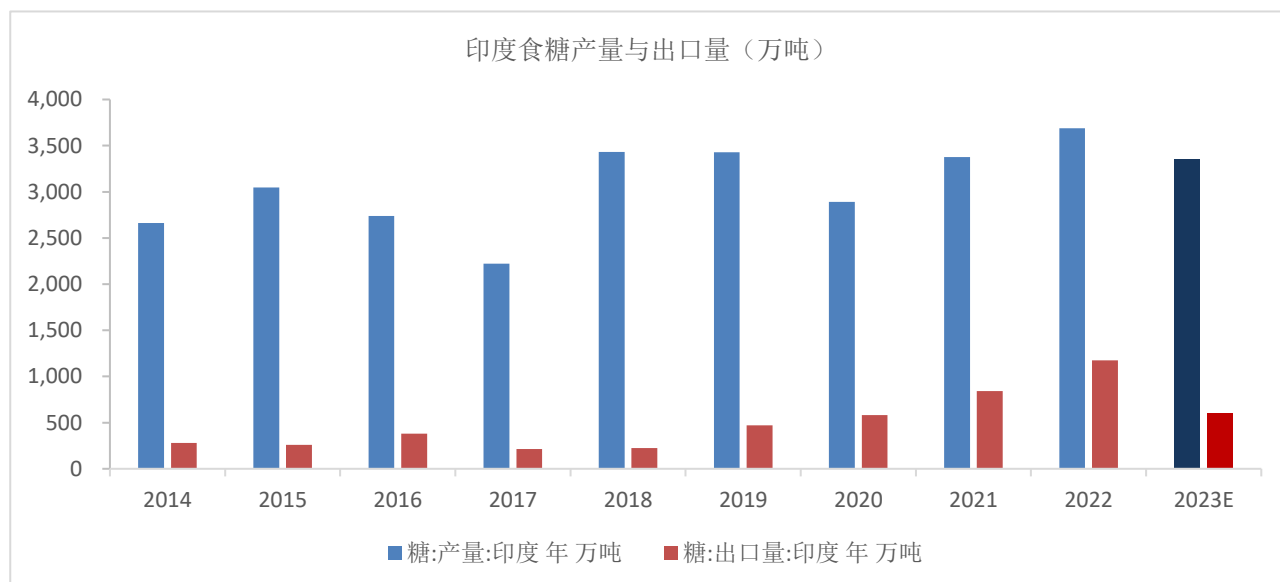
量和糖分回收率下降，预计印度 2022/23 年度糖产量将下降 100 万吨至 3350 万吨，而此前预估为 3450 万吨。其中马邦产糖量为 1130 万吨，低于 2021/22 榨季的 1370 万吨。卡邦产量略微下降至 550 万吨，低于 2021/22 榨季的 620 万吨；预计北方邦 2022/23 榨季的食糖产量将略高于 2021/22 榨季的 1020 万吨，为 1080 万吨。根据最新预测，印度糖产量可能会较 2021/22 年度的实际产量 3580 万吨下降 230 万吨，市场对印度糖产量的预估在 3300-3400 万吨之间。

印度糖厂协会发布公告显示，截至 3 月末，2022/23 榨季印度食糖产量为 2818 万吨，较上个榨季同期的 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。产糖量降低阻碍了印度追加食糖出口配额，进而支撑国际糖价，给巴西和泰国的食糖出口提供机会。3 月初，印度大型食糖和乙醇制造商之一的 Balrampur Chini Mills 的高管表示，如果印度 2022/23 榨季产糖量达到预估区间的上限（即 3400 万吨），那么印度食糖出口配额可能会追加 100 万吨。而同期印度食品部长表示，印度政府目前尚未考虑任何将 2022/23 榨季食糖出口配额从目前的 600 万吨增加的提议。产业与政府的观点看似有分歧，但均指向了“供应偏紧”这一基调。

近期有交易商称巴西中南部甘蔗收割工作进展持续良好，对 ICE 原糖价格起到了抑制作用。全球最大的糖和乙醇经销商——巴西 Copersucar 公司表示，鉴于甘蔗压榨量增加以及更多的原材料被用于榨糖，预计该公司 2023/24 年度糖销售量将同比增加 27%。

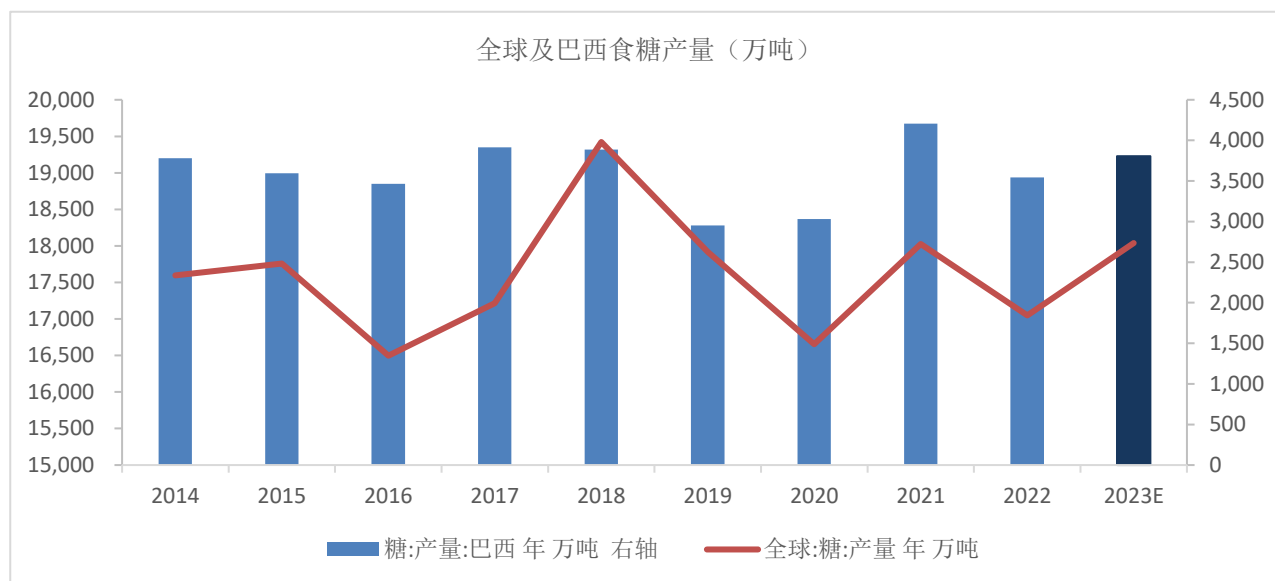
中长期来看，随着巴西火力全开压榨甘蔗，全球食糖贸易流紧张将有所缓解，但由于产糖量低于预期，国际糖业组织于一季度发布的报告中下调了 2022/23 榨季全球食糖供应过剩量，从过剩 620 万吨下调至 420 万吨。国际糖业组织预计，2022/23 榨季全球产糖量从此前预估的 1.821 亿吨下调至 1.804 亿吨。

图表 3 印度食糖产量与出口量



数据来源：Wind、国元期货

图表 4 全球以及巴西食糖产量



数据来源：Wind、国元期货

2.2 印度燃料乙醇计划大量分流食糖

3 月份印度糖厂协会发布的最新数据，2022/23 年度 10 月至 2 月期间，多达 528 家糖厂生产 2576 万吨糖，而 2021/22 年度同期为 2530 万吨。在当前年度的五个月内，约有 285 万吨糖被用于乙醇生产，达到创纪录高位，比 2021/22 年度同期增加 30%，本年度印度国内食糖产量尚足以满足国内消费，但可能无法实现第二批出口份额，再次造成了短期国际食糖供应偏紧的担忧，将继续提振全球糖价。

2.3 巴西结束汽油和乙醇的燃料免税期支撑糖价

巴西总统卢拉于 2023 年 1 月 2 日签署了将汽油和乙醇的联邦燃料税免税期延长两个月的法令，延长免税期的法令会使巴西的乙醇及制糖业受到负面影响。巴西财政部于 2 月 27 日表示，将于近期结束汽油和乙醇的免税期，恢复对燃料的联邦税，部分恢复征税后，每升汽油征税 0.47 雷亚尔，每升乙醇则征税 0.02 雷亚尔。如果全面恢复征税，每升汽油将征税 0.69 雷亚尔，每升乙醇将征税 0.24 雷亚尔。对巴西乙醇行业来说，恢复征收燃料税对乙醇生产较为有利，同时也会支撑糖价。

2.4 巴西港口运力成为全球食糖贸易流缓解的重要变量

一季度末市场已经开始关注巴西堵港问题，市场担忧 7-10 月巴西玉米外运处于高峰期，与糖外运时间叠加，届时可能造成港口拥堵，延缓国际糖市供应兑现时间点。据船报信息分析，一季度末巴西部分码头船排队停泊拥堵天数已经达到 20 天左右，高于往年平均水平，拥堵比较严重，巴西糖厂开榨后生产的食糖能否顺利发运将影响阶段性市场供应。

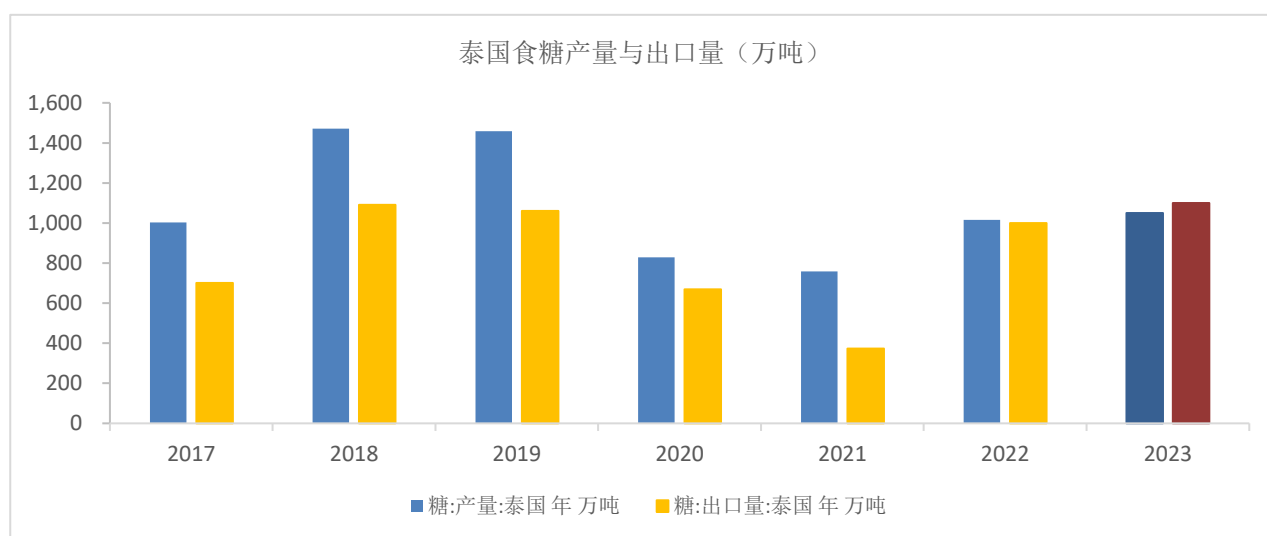
二季度之后巴西 2023/24 榨季开榨且市场预计增产 13%达 3800 万吨，目前巴西中南部制糖比高达 48%以上，可以说目前巴西已经全力开榨，堵港问题也有了一定程度缓解，出口量高于去年同期。根据 UNICA 数据显示，巴西中南部 5 月下半月甘蔗压榨量 4619.1 万吨，同比增加 5.48%；5 月下半月糖产量为 290.2 万吨，同比增加 25.16%；5 月下半月制糖比 48.76%，上榨季同期为 43.17%。据巴西对外贸易秘书处公布的数据显示，巴西 6 月出口糖约 308 万吨，环比上月继续增长，且大幅高于去年同期。巴西 6 月日均出口量为 14.68 万吨，

较上年 6 月全月的日均出口量 11.14 万吨增加 32%。

2.5 泰国食糖产量增幅以及出口不达预期助推糖价

在印度减产，一季度泰国食糖一度成为国际市场的补充，1 月出口 69.84 万吨，同比增加 20.39%，创近 3 年的同期高位；2 月出口 87.17 万吨，同比增加 3.4%；去年 10 月至今年 2 月，泰国累计出口食糖 266.19 万吨，同比增加 2.87%。截至 4 月初，泰国仅 1 家糖厂未收榨，同比减少 15 家；累计压榨甘蔗 9388.79 万吨，同比增加 2.7%；累计产糖 1102.8 万吨，同比增加 9.7%；平均出糖率 11.75%，去年同期为 11%。虽然泰国食糖产量及出口量同比均有所增加，但由于总体产量和出口量基数较低，泰国的出口完全无法弥补印度的减产，最终泰国甘蔗压榨量小于此前市场普遍预期的 1 亿吨之上，由于泰国最终食糖产量不及预期，进而会导致短期出口不达预期，对糖价产生了推波助澜作用。

图表 5 泰国食糖产量与出口量



数据来源：Wind、国元期货

2.6 厄尔尼诺现象到来或将增加印度和泰国的干旱概率

持续三年的拉尼娜现象已于 2023 年 4 月末结束，随之而来的厄尔尼诺现象可能会加剧全球气候变暖。5 月以来，东南亚大部分国家和地区气温已经突破 40 度，接连刷新了历史同期最高气温纪录，这让市场对今年的厄尔尼诺现象更加担忧。

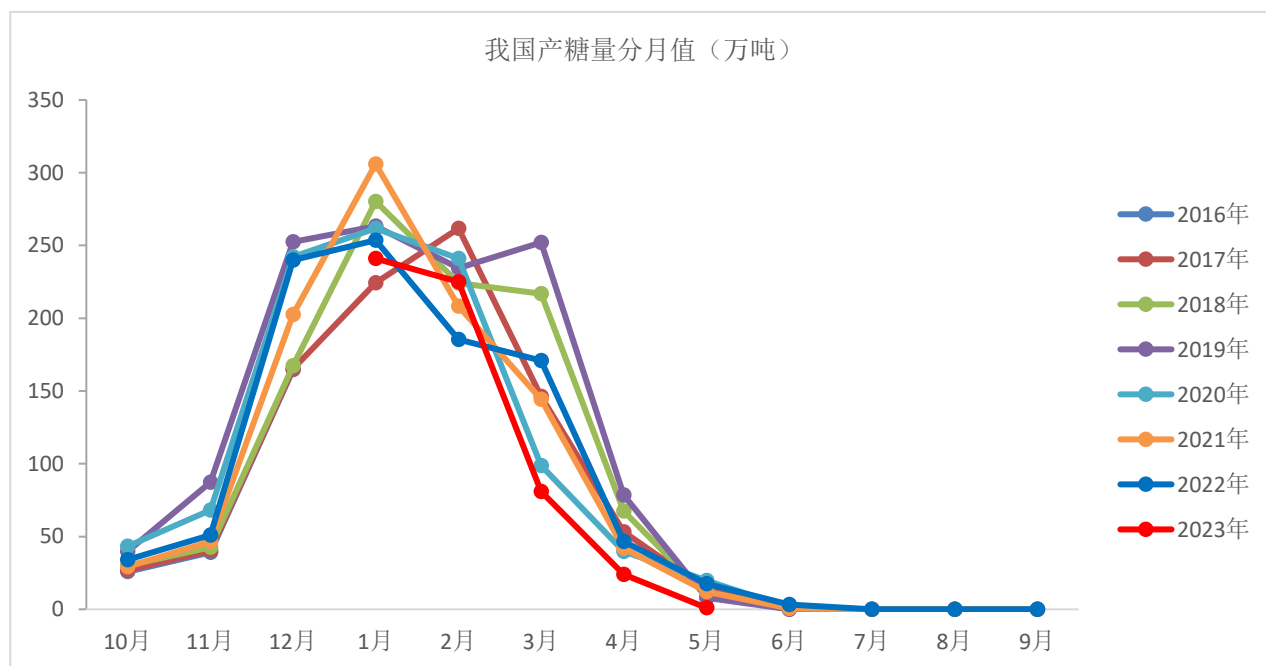
对北半球产糖国印度、泰国而言，厄尔尼诺会令其夏季风减弱，季风雨带南移，中部和南部降雨增多，而北部遭遇干旱、高温。西南季风期降雨的多寡会对其蔗糖产量的影响较为明显，厄尔尼诺会造成印度和泰国降水减少，增加干旱发生的概率，而极强的厄尔尼诺会引发较为严重的干旱，进而导致本榨季甘蔗歉收、蔗糖产量下降，也会引起下榨季甘蔗的生长，最终造成连续两个榨季的减产。

三、国内白糖供需格局分析

3.1 减产的故事已经落地，官方下调我国食糖产量预测值

2023 年 4 月初，中国农业农村部公布了农产品供需形势分析报告，调整了 2022/23 年度食糖产量及价格预测数据。受天气、病虫害等综合因素影响，广西等主产省（区）甘蔗糖产量下降，当月下调食糖产量至 900 万吨。目前供给端减产的强现实已经在盘面反映完毕，郑糖估值已高，关注减产之后国内供应缺口的弥补问题。

图表 6 我国产糖量分月值（万吨）



数据来源：Wind、国元期货

3.2 全国食糖产销同比加快

截至 2023 年 5 月底，我国 2022/23 榨季食糖生产已经全部结束。本制糖期全国共生产食糖 897 万吨，较上个制糖期减少 59 万吨。全国累计销售食糖 625 万吨，同比增加 88 万吨；累计销糖率 69.7%，同比加快 13.3 个百分点。全国制糖工业企业成品白糖累计平均销售价格 5979 元/吨，同比回升 214 元/吨。

图表 7 中国食糖供需平衡表

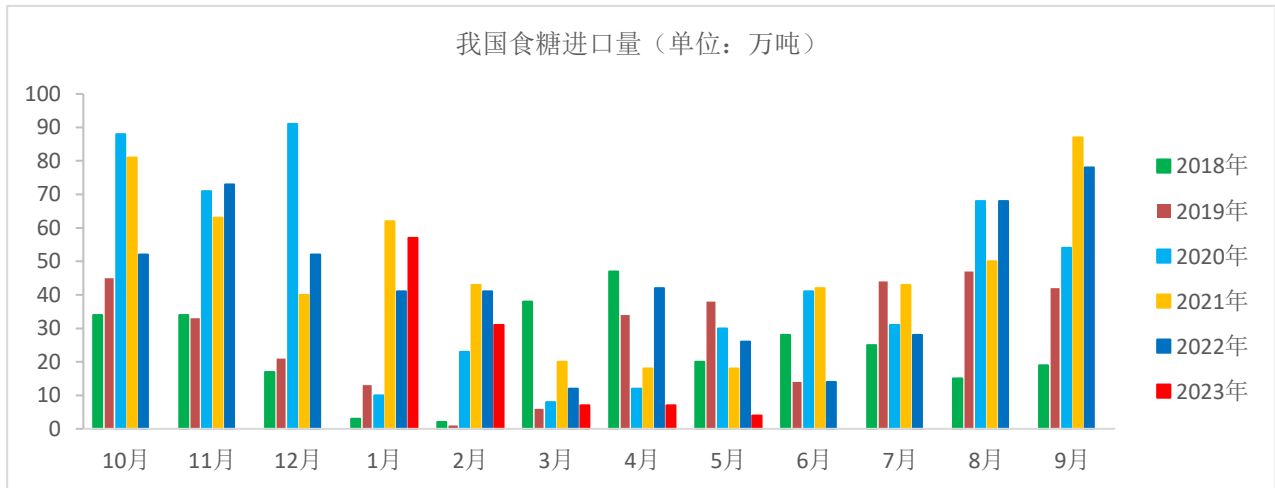
中国食糖供需平衡表				
	2021/22	2022/23	2022/23	2023/24
		(4 月估计)	(5 月估计)	(5 月预测)
千公顷				
糖料播种面积	1263	1362	1362	1340
甘蔗	1122	1163	1163	1160
甜菜	141	199	199	180
糖料收获面积	1263	1362	1362	1340
甘蔗	1122	1163	1163	1160
甜菜	141	199	199	180
吨/公顷				
糖料单产	59. 78	57. 08	57. 08	60. 12
甘蔗	68. 55	60	60	66. 39
甜菜	51	54. 15	54. 15	53. 85
万吨				
食糖产量	956	900	896	1000
甘蔗糖	870	792	788	890
甜菜糖	86	108	108	110
食糖进口量	533	500	500	500
食糖消费量	1540	1560	1560	1570
食糖出口量	16	18	18	14
结余变化	-67	-178	-182	-84
美分/磅				
国际食糖价格	18. 9	18. 5-22. 5	19. 5-23. 5	19. 5-24
元/吨				
国内食糖价格	5706	5950-6550	6150-6550	6150-6700

数据来源：中国农业农村部、国元期货

3.3 配额外进口窗口关闭，5 月我国食糖进口量锐减

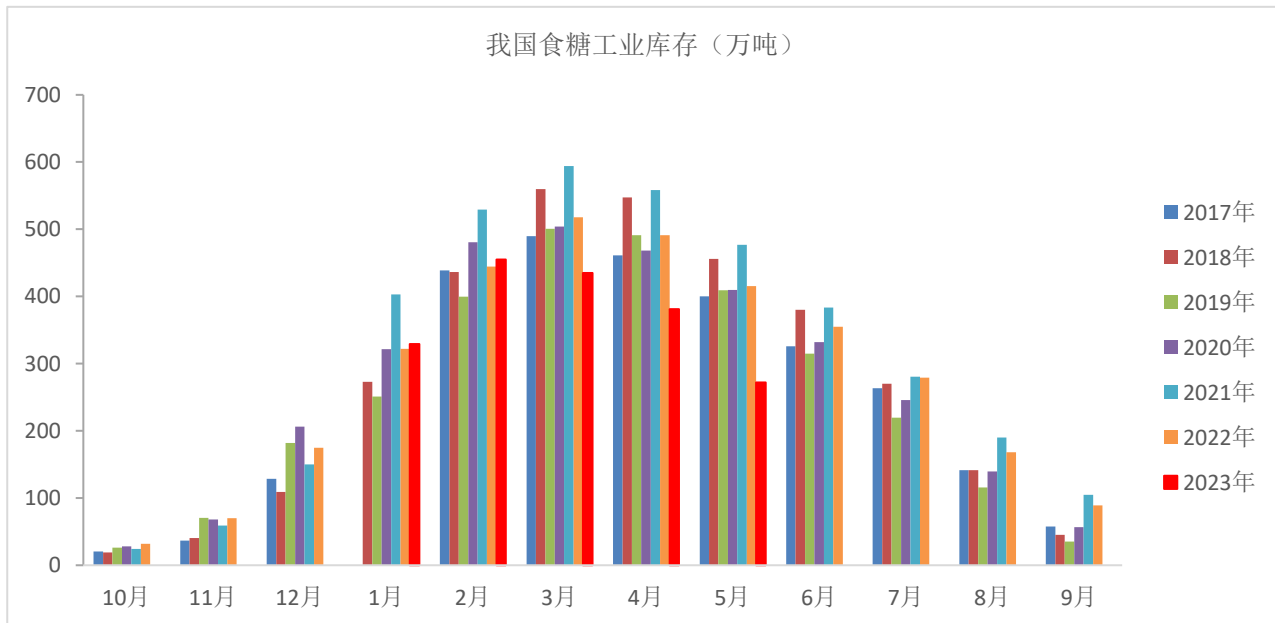
ICE 原糖价格的接连上涨，导致我国食糖进口成本的持续增加，截至 7 月 3 日，配额外食糖进口成本大概高于国内制糖集团报价 800 元/吨左右，产区制糖集团报价区间为 6840-7380 元/吨，加工糖厂报价区间为 7110-7600 元/吨，我国食糖进口量同比持续降低。我国 5 月进口食糖 4 万吨，环比下降 53.14%，同比大幅减少 86.59%；1-5 月累计进口量 106 万吨，同比减少 34.9%，导致我国食糖工业库存处于低位，5 月份我国食糖工业库存 272 万吨，较去年同期减少 143.39 万吨。

图表 8 我国食糖进口量（万吨）



数据来源：Wind、国元期货

图表 9 我国食糖工业库存（万吨）



数据来源：Wind、国元期货

图表 10 进口糖成本估算

食糖进口成本估算										
日期	ICE 原糖收盘价	人民币汇率	巴西				泰国			
			海运费（美元/吨）	进口升贴水（美分/磅）	巴西配额内估算成本	巴西配额外估算成本	海运费（美元/吨）	进口升贴水（美分/磅）	泰国配额内估算成本	泰国配额外估算成本
20230627	23.10	7.2273	34.50	0.09	5942	7628	13.00	1.60	6070	7796
20230628	22.61	7.2390	34.50	0.09	5841	7497	13.00	1.60	5970	7665
20230629	22.18	7.2480	34.50	0.09	5751	7380	13.00	1.60	5892	7563
20230630	22.82	7.2520	34.50	0.09	5898	7571	13.00	1.60	6038	7754
20230703	23.33	7.2450	34.50	0.09	6006	7713	13.00	1.65	6147	7896

数据来源：Wind、国元期货

四、后市展望

国际糖市方面，2023/24 榨季巴西食糖增产预期较强，随着三季度巴西食糖出口高峰期到来，全球食糖贸易流紧张将结束，ICE 原糖价格将继续下探，进而打开我国食糖的配额外进口窗口。但是市场认为 9-11 月可能是此次厄尔尼诺现象转强阶段，而 7-9 月份是北半球糖料作物生长的关键期，这一阶段厄尔尼诺天气强度如何将对北半球糖料收成构成影响，一定程度上又会对 ICE 原糖价格形成支撑，下半年 ICE 原糖的运行区间大概在 20-26 美分/磅之间。

反观国内糖市方面，最近 ICE 原糖巨幅下跌的过程中，郑糖显的谨小慎微。国内食糖减产、销售同比好转、工业库存处于历史低位、进口量同比持续偏低等一系列因素形成了前期郑糖大幅上涨的逻辑并进行了后期验证。往后看，巨量供给缺口构成强现实，宏观偏弱、消费存疑构成弱预期，后面随着白糖消费旺季的到来，工业库存消化速度、销糖量、配额外进口亏损的修复程度将成为下半年郑糖运行的主线，远月偏空，预计很难再到 7000 元以上。

免责声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层
1901, 9 层 906、908B

电话：010-84555000

合肥分公司

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座 6 楼
601-607

电话：0551-62895515

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即
磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312922

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A
座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西
塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际
楼层 13 层)04 室

电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A
单元

电话：020-89816681

合肥营业部

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层

电话：0551-68115888

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道
2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4
幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦
12 层西侧

电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室

电话：021-52650802、021-52650801

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B
室

电话：010-84555050