

前高不是梦，但风大请慢走

【策略观点】

2023 年一季度，郑糖大幅上涨超 11%，技术上看，目前已处于自 2019 年上涨大周期压力线附近。基本面上来看多空因素交织，国际方面，长期来看，利多利空各占一半，印度、泰国、欧盟、中国糖产量前景下降将从长期内对糖价提供支撑，但是巴西 2023/24 榨季糖产量预估增加也将在 2023 年内制衡糖价上涨的力量。国内方面，长期来看也是利多利空各占半壁江山。第一，2022/23 榨季国内食糖产不足需，留有 627 万吨左右的供需缺口依靠进口弥补，长期利多糖价；第二，2023 年国内食糖消费的改善不会一蹴而就，消费旺季中不超预期可能就会成为不及预期，将成为阶段性制约糖价上涨的利空因素。

往后看，待 4-5 月巴西全力开榨后，6-7 月将迎来巴西糖的出口旺季，届时 ICE 原糖价格情况将会影响我国正规糖源进口窗口能否打开。综合看，短期国内外糖市仍偏紧张，糖价仍有上涨潜力，但目前追高的性价比不高。

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 全球糖市短期偏紧，后期逐步转为宽松	2
2.2 印度乙醇生产分流食糖量创纪录高位	5
2.3 巴西即将结束汽油和乙醇的燃料免税期	5
2.4 目前市场在关注巴西港口拥堵问题	5
2.5 泰国食糖产量增幅或不及预期	5
三、国内白糖供需格局分析	6
3.1 本榨季生产进入尾声，减产基本确定	6
3.2 下游消费尚可，关注预期兑现情况	6
3.3 配额外进口利润窗口关闭，关注后期进口糖流入情况	7
3.4 SR2307 中期价格模拟-基于 MCMC 方法	8
四、后市展望	9

一、行情回顾

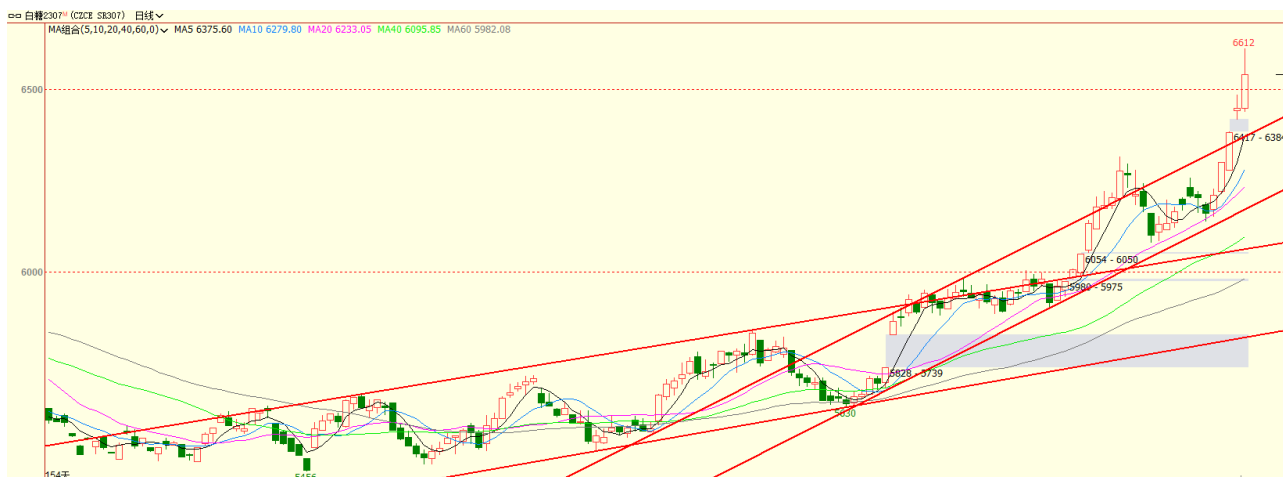
2023 年 1 月份郑糖主力走出了明显的 V 型走势，1 月初在巴西新总统卢拉延长燃料税免税期以及短期全球食糖供应偏紧情况稍有改善的影响下，内外糖价弱势运行，ICE 原糖跌至 19 美分/磅处获得支撑；随后在原油上涨带动以及印度出口平价支撑的影响下，内外糖价共振上涨。春节期间，外盘利好频发，ICE 原糖展开强势反弹行情，再度站上 21 美分/磅，主要受益于巴西上调汽油价格 7.5%以及印度提前收榨带来的利多效应。春节后郑糖盘面利多兑现，迎来补涨行情。

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。我们在 3 月月报《短期供应偏紧，郑糖强势突破 6000 平台》中指出“随着利好消息消化，原糖上涨乏力，对郑糖的带动效应也将降低；待市场中多头增仓热情消退之后，市场关注重点从之前的国际利好消息转移至关注库存累积、消费欠佳等事实，目前国内产业面状况不太支撑郑糖继续大幅上涨，上方看到前高 6300 元附近”，观点暂时得到了市场验证。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。

预计待 4-5 月巴西中南部全力开榨后，6-7 月将迎来巴西食糖出口的旺季，国际糖市贸易偏紧态势将得到一定缓解，ICE 原糖主力或将保持 21-23 美分高位运行，郑糖受广西产区减产的影响将保持在 6300-6700 元之间高位运行。

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 全球糖市短期偏紧，后期逐步转为宽松

我们认为全球糖市在 2022/23 年度前期将处于偏紧状态，待 4-5 月份巴西中南部全力开榨之后，6-7 月将迎来巴西糖出口旺季，市场会逐步转为偏宽松状态，此期间国际糖价将保持偏强运行。短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还会导致第二批出口配额下达不及预期或者根本不会落地，本年度印度食糖出口不足成为国际市场首要担心的问题。

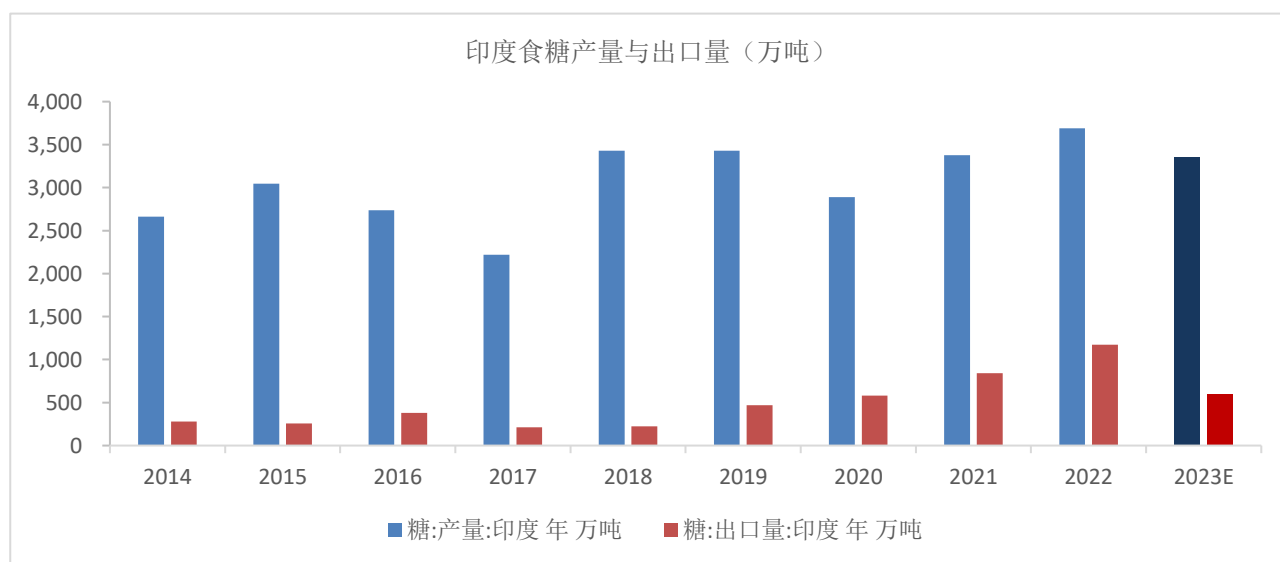
据外电 2 月 28 日消息，全印度糖贸易协会(AISTA)在其第二次评估中表示，由于甘蔗产量和糖分回收率下降，预计印度 2022/23 年度糖产量将下降 100 万吨至 3350 万吨，而此前预估为 3450 万吨。其中马邦产糖量为 1130 万吨，低于 2021/22 榨季的 1370 万吨。卡邦产

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，目前，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 15 日，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。产糖量降低或阻碍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。

关于印度食糖出口方面，我们在 2 月月报《外盘利好频发，郑糖能否进一步上涨》中指出“印度 2022/23 榨季最终的定产预估会影响第二批出口配额，如果定产较低，则印度第二阶段可供出口的糖量会低于之前市场预估的 300 万吨，原定的第二阶段 300 万吨出口配额下放也可能会远不及市场预期，预计只能再下放 100 万吨左右的出口配额，在巴西集中开榨供应食糖之前，食糖贸易流紧张仍是主要矛盾，国际糖价将整体保持强势行情”，目前来看，该观点仍然成立，并且我们认为有很大可能印度不会再追加第二批出口配额。3 月 1 日，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。3 月 3 日，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。

图表 3 印度食糖产量与出口量



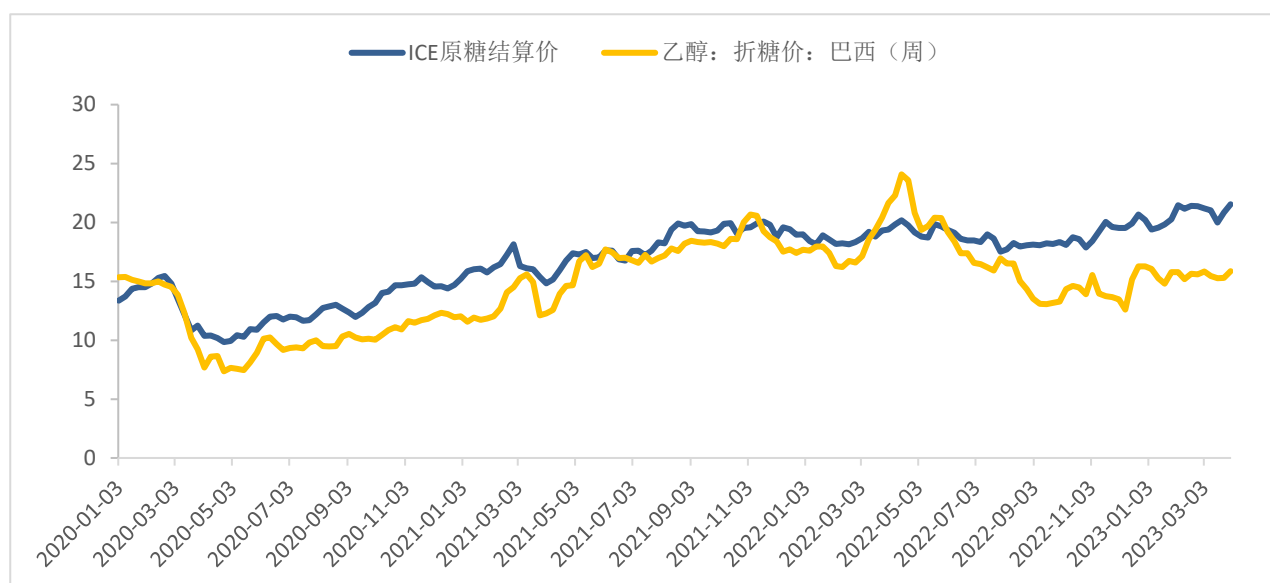
数据来源：Wind、国元期货

巴西 2023/24 榨季将提前开榨且小幅增产，除此之外，截至 3 月 31 日，ICE 原糖主力合约结算价 21.54 美分/磅，巴西乙醇折糖价 15.86 美分/磅，原糖溢价 5.68 美分，巴西糖厂 2023/24 榨季仍会偏向于食糖生产，预计 2023/24 榨季巴西制糖比最终会落在 44%–46% 相对偏高区间。据外媒 2 月 28 日报道，咨询公司 DATAGRO 高管在迪拜糖业年会上表示，预计巴西中南部地区 2023/24 榨季产糖量将增长 13% 达 3800 万吨，上榨季产糖量为 3362 万吨。据

路透社 2 月 28 日报道，巴西某能源生产商的总监于近日表示，预计 2023/24 榨季巴西中南部地区的制糖比为 48%。据资讯公司 DATAGRO 最新预计，2023/24 榨季巴西中南部地区产糖量将达到 3830 万吨，较 2022/23 榨季增长 13.1%，较此前预期增加 30 万吨。我们认为在 2022/23 榨季的后半程即 2023 年度 4 月份之后全球糖市将逐步转为略宽松态势。

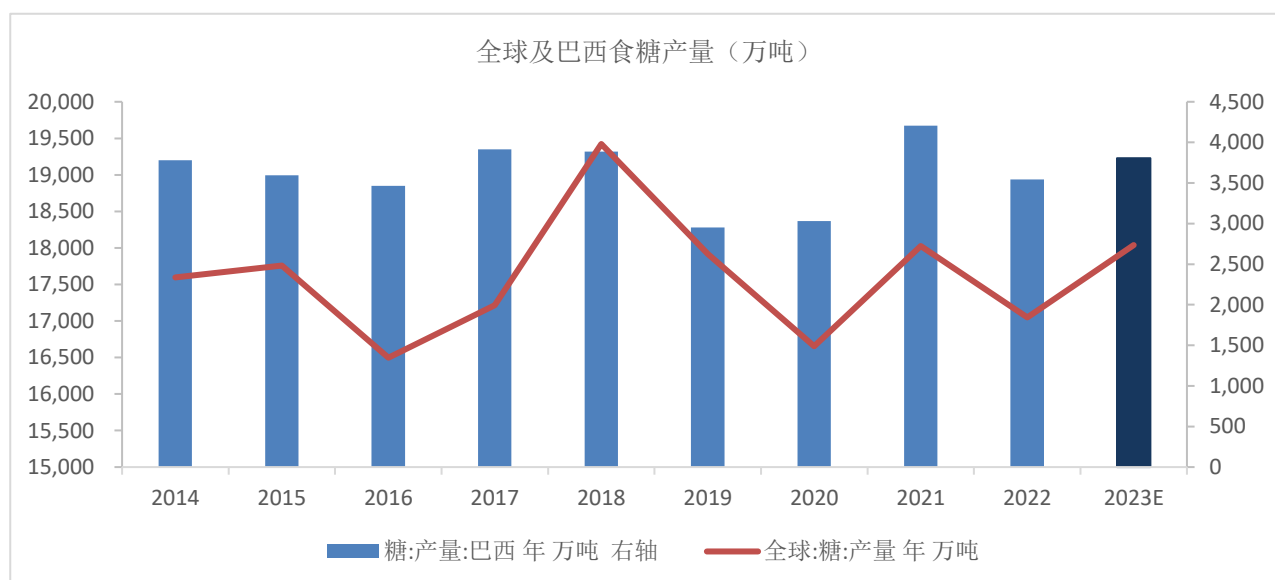
中长期来看，2022/23 榨季全球食糖供需呈略宽松格局，但由于产糖量低于预期，近日国际糖业组织于 2 月 24 日发布的报告中下调了 2022/23 榨季全球食糖供应过剩量，从过剩 620 万吨下调至 420 万吨。国际糖业组织预计，2022/23 榨季全球产糖量从此前预估的 1.821 亿吨下调至 1.804 亿吨。

图表 4 ICE 原糖结算价与巴西乙醇折糖价



数据来源: Mysteel、国元期货

图表 5 全球以及巴西食糖产量



数据来源: Wind、国元期货

2.2 印度乙醇生产分流食糖量创纪录高位

据外电 3 月 4 日消息，根据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 巴西即将结束汽油和乙醇的燃料免税期

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，将在本周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，同时也将支撑糖价。

2.4 目前市场在关注巴西港口拥堵问题

目前市场开始关注巴西堵港问题，当前市场担忧 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，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。据外电 3 月 22 日消息，巴西航运机构 Williams 周三发布的数据显示，截至 3 月 22 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量已从上周的 34 艘增加到 36 艘，港口等待装运的食糖数量从上一周的 130 万吨增加至 133.79 万吨，桑托斯港等待出口的食糖数量为 87.33 万吨，巴拉那瓜港等待出口的食糖数量为 37.36 万吨。据外电 3 月 29 日消息，截至 3 月 29 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量已从上周的 36 艘降至 33 艘，港口等待装运的食糖数量从上一周的 133.79 万吨降至 115.25 万吨，桑托斯港等待出口的食糖数量为 62.18 万吨，巴拉那瓜港等待出口的食糖数量为 41.36 万吨。

2.5 泰国食糖产量增幅或不及预期

据外电 3 月 29 日消息，泰国甘蔗及糖业委员会办公室发布的数据显示，截至 3 月 26 日，泰国 57 家糖厂中有 44 家收榨。截至 3 月 27 日，甘蔗压榨量为 9372.64 万吨，糖产量为 1099.33 万吨。目前市场形成了新的共识：本榨季泰国入榨量的上限为 9850 万吨，总压榨量非常有可能低于 9500 万吨。加速收榨最终将导致泰国甘蔗供应量预计同比增长 5.5%，低于此前预估的 14%；食糖产量增加 12%，低于此前预估的 20%。

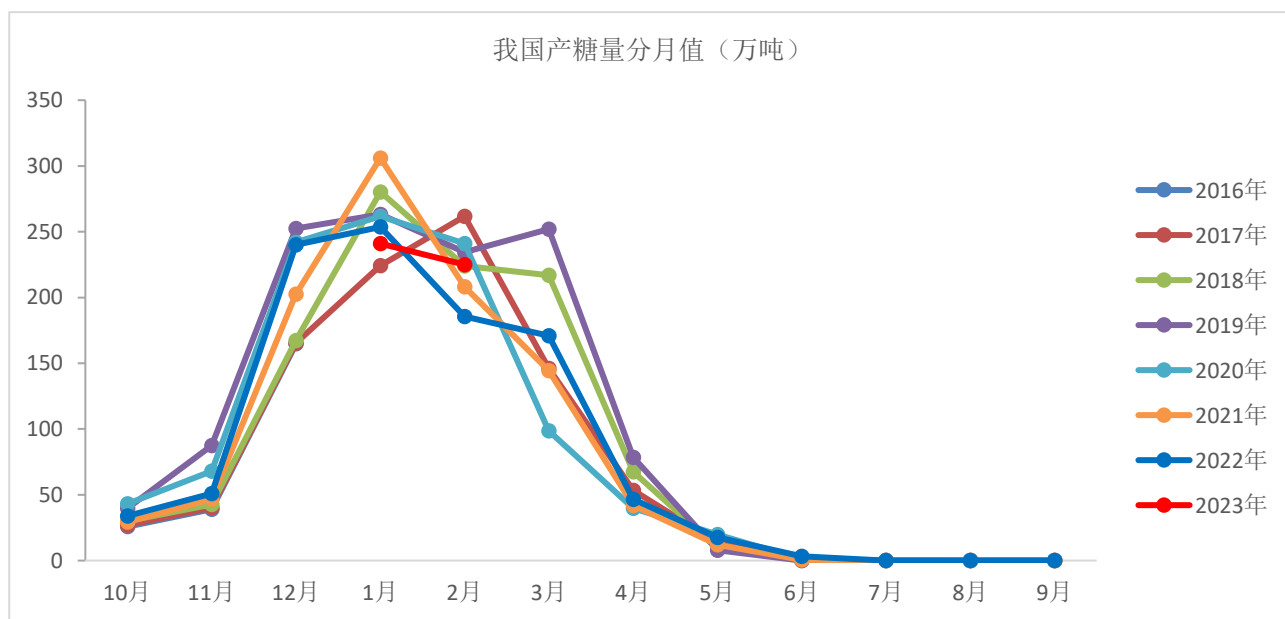
三、国内白糖供需格局分析

3.1 本榨季生产进入尾声，减产基本确定

目前国内大部分产区榨季生产已经收尾，截至 2 月底，甜菜糖厂已全部停机，甘蔗糖厂除云南省外，其他省区糖厂均已陆续收榨。中国糖业协会发布简报称，2022/23 榨季截至 2023 年 2 月底，全国共生产食糖 791 万吨，同比增加 74 万吨。但由于去年干旱天气影响，广西糖厂收榨进度持续偏快，且甘蔗单产降幅高于预期，据中国农业农村部数据显示，3 月将甘蔗单产预测下调至 60 吨/公顷，较前期预测降低了 4.8 吨/公顷，甘蔗糖产量下调 66 万吨至 825 万吨，甜菜糖产量下调 6 万吨至 108 万吨，2022/23 榨季食糖总产量下调 72 万吨至 933 万吨。根据泛糖科技不完全统计，2022/23 榨季广西总产糖量或为 536-548 万吨，较上榨季减产 64-76 万吨。

目前供给端减产预期已经初步得到印证，国内食糖超预期减产的利好对糖价的提振已经在近期的糖价上涨中得以兑现，但这个超预期减产的消息将在中长期内对糖价产生支撑作用，后续跟踪官方数据是否会做进一步调整。

图表 6 我国产糖量分月值（万吨）



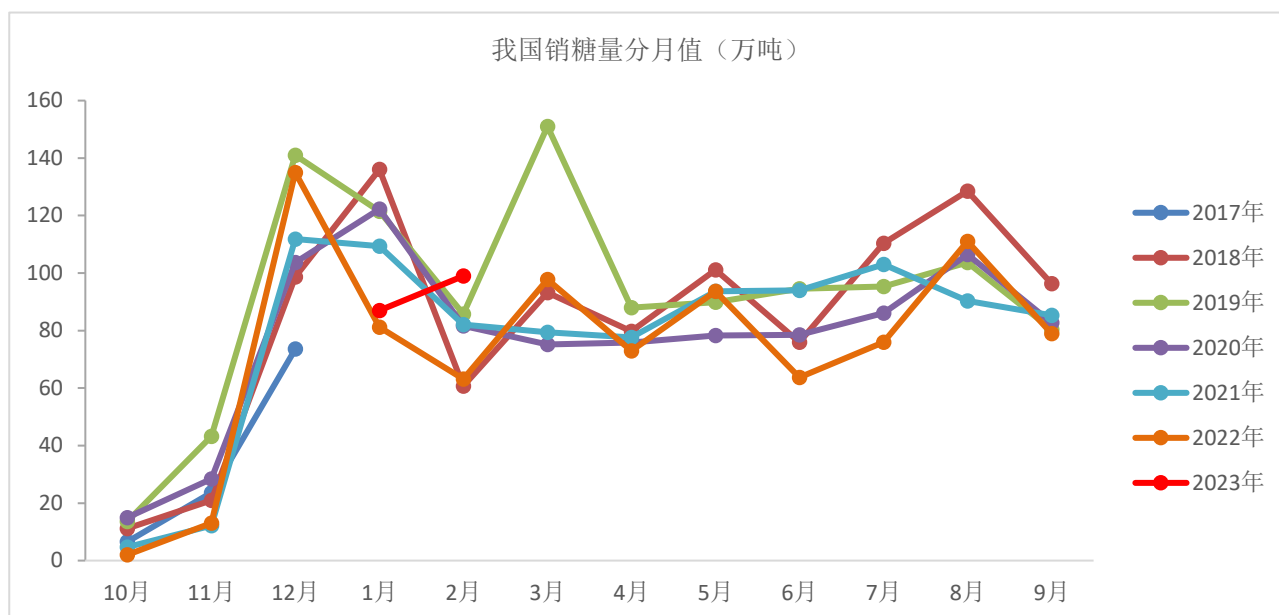
数据来源：Wind、国元期货

3.2 下游消费尚可，关注预期兑现情况

需求端来看，近期我国食糖消费尚可。春节后消费预期快速提升，引导食糖消费好转。截至 2 月底，2022/23 榨季全国累计销售食糖 336 万吨，同比增加 63 万吨；单月销糖 99 万吨，同比增加 36 万吨，创 2016 年以来新高；累计销糖率 42.5%，同比加快 4.5 个百分点。

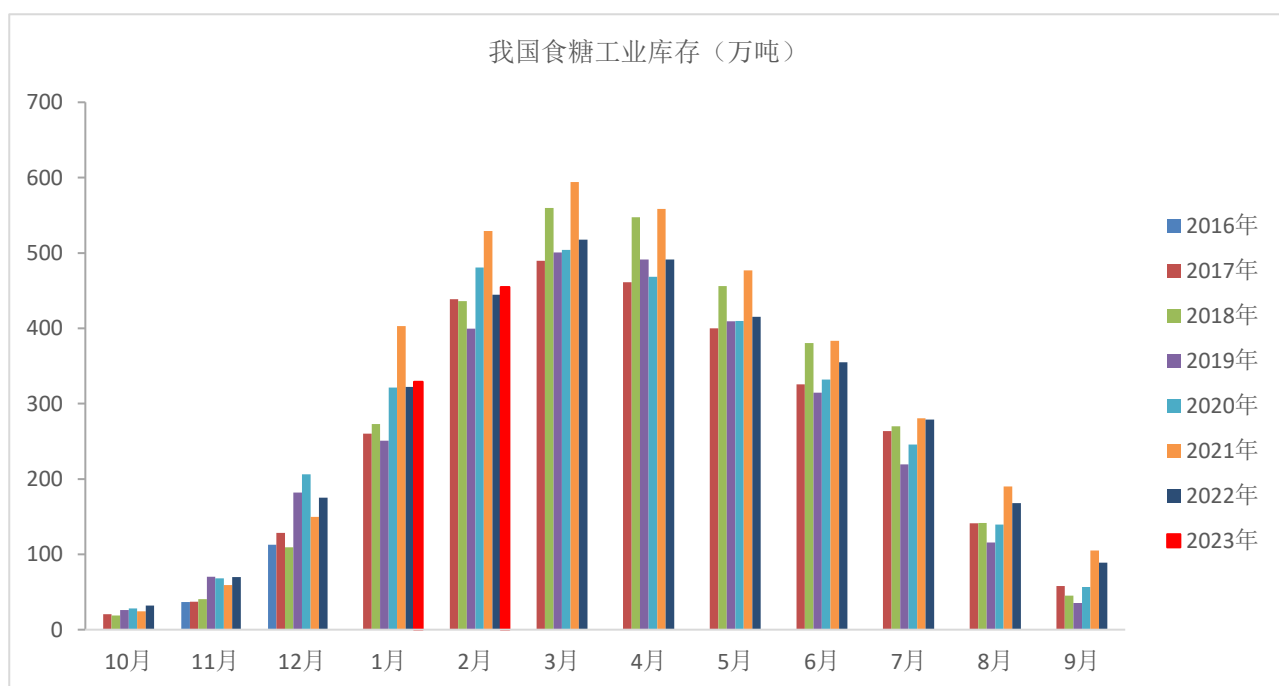
虽然销售数据可观，但是工业库存同比仍有增加。2023 年 2 月我国食糖工业库存 455 万吨，较去年同期增加约 11 万吨，按照季节性规律，食糖工业库存将在 3 月份达到峰值后进入去库阶段，叠加国内减产预期，预计后期食糖供应压力逐步降低。

图表 7 我国食糖销糖量分月值（万吨）



数据来源：Wind、国元期货

图表 8 我国食糖工业库存（万吨）



数据来源：Wind、国元期货

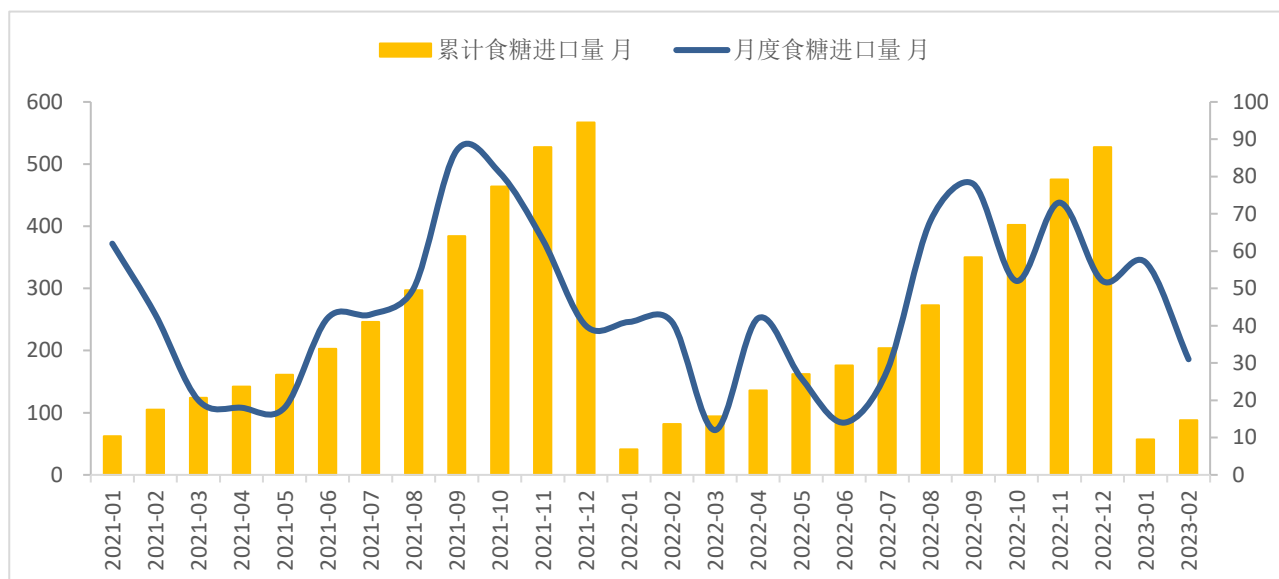
3.3 配额外进口利润窗口关闭，关注后期进口糖流入情况

由于广西甘蔗糖减产和今年我国消费复苏，2022/23 年度我国食糖供需缺口预计将达到 627 万吨左右，巨大的缺口将由后续的进口糖源进行填补。据农业农村部数据显示，我国食糖总产量下调 72 万吨至 933 万吨，同比减少 23 万吨，预计消费同比增加 20 万吨至 1560 万吨。

国内进口糖成本持续高企，目前配额外进口利润仍为负值，截至 4 月 3 日最新数据，巴西配额外进口食糖利润为-961 元/吨，海关总署公布数据显示，2023 年 2 月我国进口食糖 31

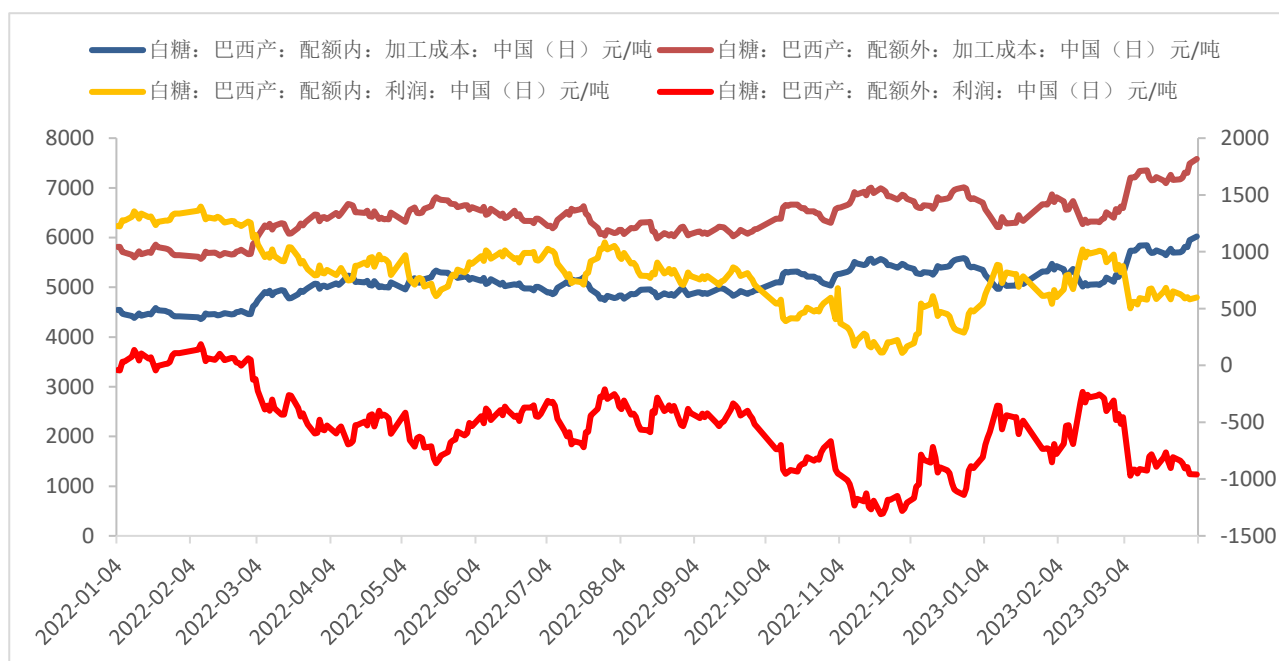
万吨，同比减少 9.6 万吨，降幅 23.65%。但近期 ICE 原糖呈现 back 结构，07 和 10 合约要明显贴水于 05 合约，对应的进口成本也大幅低于当前，故我们认为后期随着巴西 4-5 月全力开榨后，全球食糖贸易流紧张形势有望缓解，进口供应压力将后置。

图表 9 我国食糖进口情况（万吨）



数据来源：Wind、国元期货

图表 10 配额内外巴西进口糖利润与加工成本

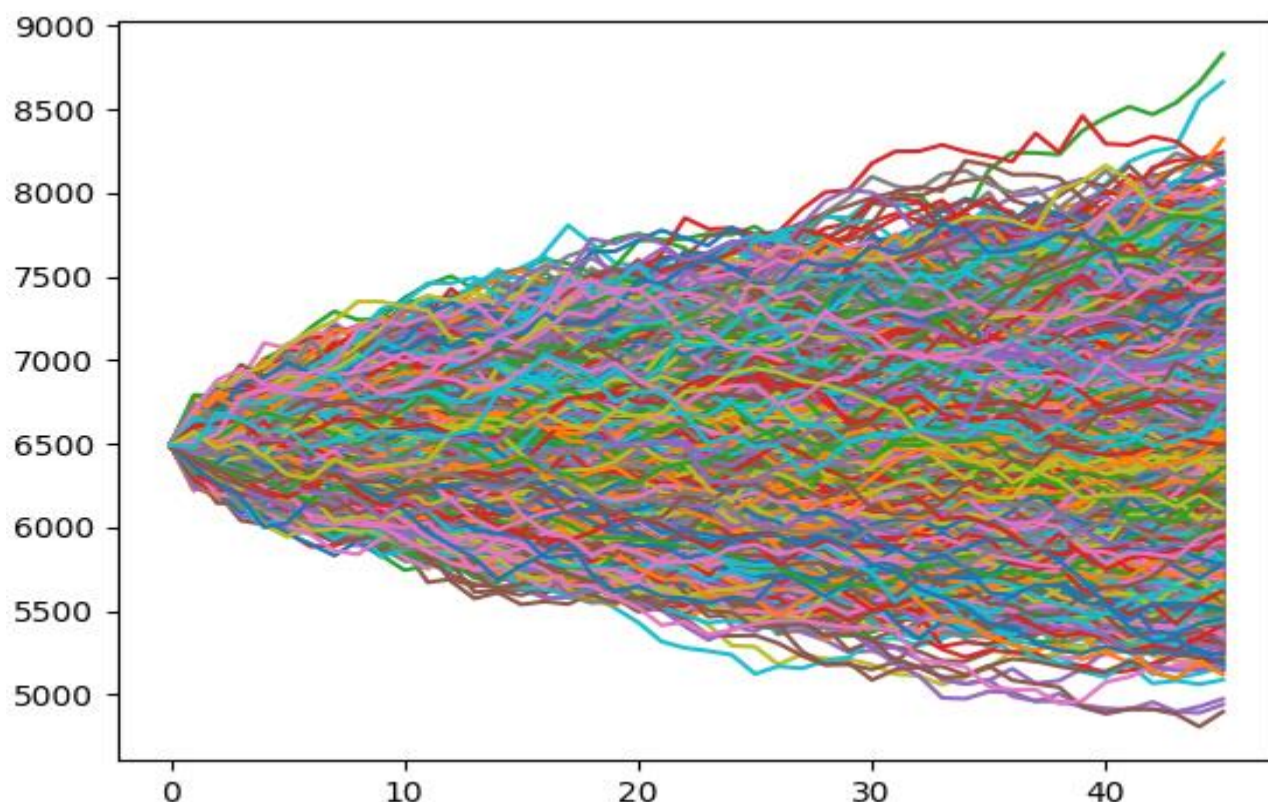


数据来源：Mysteel、国元期货

3.4 SR2307 中期价格模拟-基于 MCMC 方法

我们以 SR2307 截至 4 月 3 日收盘价 6493 为初始价格，波动率选择华泰场外期权报价系统中的白糖波动率 17.62%，模拟未来 44 个交易日的 SR2307 价格走势，进行 10000 次模拟，SR2307 中期价格走势模拟如图表 11 所示。

图表 11 SR2307 中期价格走势模拟



数据来源：Python 计算结果、国元期货整理

四、后市展望

2023 年一季度，郑糖大幅上涨超 11%，技术上看，目前已处于自 2019 年上涨大周期压力线附近。基本面上来看多空因素交织，国际方面，长期来看，利多利空各占一半，印度、泰国、欧盟、中国糖产量前景下降将从长期内对糖价提供支撑，但是巴西 2023/24 榨季糖产量预估增加也将在 2023 年内制衡糖价上涨的力量。国内方面，长期来看也是利多利空各占半壁江山。第一，2022/23 榨季国内食糖产不足需，留有 627 万吨左右的供需缺口依靠进口弥补，长期利多糖价；第二，2023 年国内食糖消费的改善不会一蹴而就，消费旺季中不超预期可能就会成为不及预期，将成为阶段性制约糖价上涨的利空因素。

往后看，待 4-5 月巴西全力开榨后，6-7 月将迎来巴西糖的出口旺季，届时 ICE 原糖价格情况将会影响我国正规糖源进口窗口能否打开。综合看，短期国内外糖市仍偏紧张，糖价仍有上涨潜力，但目前追高的性价比不高。

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