

## 长路漫漫，国际糖市贸易流紧张何时能缓解

### 第一部分 前言概要

研究员：黄莹

期货从业证号：

F03111919

期货投资咨询证号：

Z0018607

郑糖价格与外盘关联性较强，近期国内主产区销量较好进一步支撑了糖价，截至本周五收盘，糖价已冲破 6000 关口，达到近期新高。考虑到当前正处于国产糖大量上市供应期，阶段性供应宽松格局或将限制糖价上行空间，预计近期糖价偏强震荡，谨慎追高，关注 6200 元/吨一线的压力。

长期来看，考虑到下半年是我国食糖进口旺季，预计进口压力或对糖价造成一定影响。一般来说，巴西将在第二、三季度集中供应原糖，届时巴西将成为原糖定价权的主导国，若新榨季巴西食糖产量和出口正常，那么国际糖市格局将从供需紧张逐渐向供应宽松转变，需谨慎进口成本对国内糖价的冲击。长期来看，价格或跟随外盘自高位有所回落。

## 第二部分 基本面情况

### 一、国际糖市长期供给过剩格局已成事实

从国际糖市供需角度来看，国际糖业组织(ISO)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，主要原因是产糖量低于预期。ISO 在季度报告中表示，预计 2022/23 榨季全球食糖供应过剩 420 万吨，较此前在 2022 年 11 月预估的过剩量 620 万吨下调 200 万吨。受访的贸易商和分析师在 2 月初对过剩量预计的中值显示，2022/23 榨季全球食糖供应过剩 325 万吨。ISO 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。其中，印度产糖量预估从此前预计的 3550 万吨下调至 3430 万吨。此前，蔗农和贸易商表示，由于主要产区的天气状况导致甘蔗提早成熟且重量下降，印度产糖量将低于此前预期。西欧的产糖量预估从之前预计的 1660 万吨下调至 1520 万吨。消费量从 1.76 亿吨上调至 1.763 亿吨。

就全球食糖的供需格局而言，虽然各机构纷纷下调对 2022/2023 年度国际糖市的过剩量的预估，但纵观全年，国际食糖供应宽松格局已成事实。ICE 原糖近月与远期合约价差自 2 月开始有回调趋势，说明远月合约正逐步兑现供需宽松预期，维持高位的糖价已逐渐开始抑制下游食糖的需求，或抑制糖价上行空间。

图 1：ISO 对全球食糖供需格局的预估

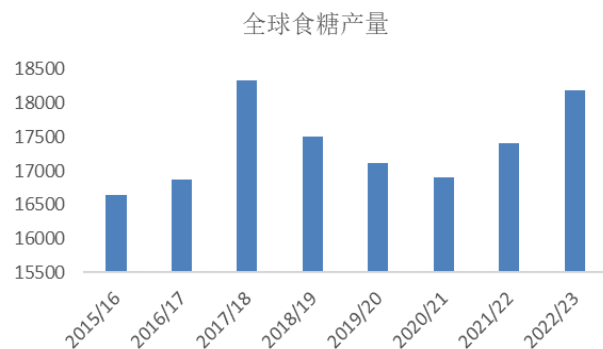
单位：万吨



数据来源：银河期货，ISO

图 2：全球食糖产量

单位：万吨



数据来源：银河期货，ISO

### 二、国际糖市近期贸易流紧张导火索

自 2022 年第四季度起，受印度食糖出口的不确定以及巴西港口拥堵的拖累，两个食糖出口大国出口纷纷受阻，国际糖市贸易流一度开始紧张，带动糖价一路上行。而后，由于原糖价格高企、印度糖厂出现毁约现象，

这让出口又增加了很多不确定性，糖厂为了博取更高的出口价格准备违约出口合同大大刺激了市场的担忧情绪，叠加强降雨导致印度、泰国推迟开榨，原糖一路冲高，并维持高位震荡。虽然在 12 月底 1 月初，由于供应端的改善：印度和泰国产量超过部分人的预期，以及巴西政府意外延长燃料税豁免期现，承压糖价，但仍维持在高位震荡。

虽然印度由于去年第三季度的强降雨天气导致甘蔗开榨时间有所延迟，但是降雨有利于甘蔗的生长以及单产的增加，叠加甘蔗种植面积的增加，市场对于印度食糖增产的预期非常强烈。印度糖业协会（ISMA）于 2022 年 10 月和 12 月先后两次预估该榨季印度食糖预计增产，将再创新高、达到 3650 万吨。在保证国内预计 2780 万吨的国内消费后，印度预计将有 800 万吨-900 万吨的食糖出口需求，扣除第一批 600 万吨的出口配额之后，预计仍将有 200 万吨左右的食糖可供贸易出口。

然而 AISTA 于 2023 年 1 月上旬预计本年度印度产量 3450 万吨，低于印度糖业协会 12 月预估的 3650 万吨，主要原因是榨季初期降雨过多导致单产下降，从而下调产量预期。若减产预期兑现，预计本榨季印度出口量将降至 700 万吨左右，在扣除已经发放的 600 万吨第一批出口配之后，意味着第二批食糖出口配额或在 100 万吨左右，印度出口的不确定性加剧贸易流紧张格局。贸易流改善的时间点有可能继续延迟。目前印度第一批出口配额已基本用完，贸易流紧张的问题仍是原糖定价的关键因素。

### 三、国际糖市供需格局转变节点再思考

近期市场的关注点一直围绕在处于压榨高峰的印度和即将开榨的巴西之间。其中，市场对于印度产量的预测众说纷纭，部分食糖贸易商和工作人员预测本榨季印度食糖的产量将低于行业机构和政府机构此前的估计，主要是受到甘蔗主产区降雨过剩和光照不足的影响，甘蔗普遍早熟，糖厂面临提前收榨的困境。据悉，马邦和卡纳塔克邦的糖厂已开始面临甘蔗短缺问题，目前马邦至少有 17 家糖厂收榨，另外 20 多家糖厂预计将在 2 月底前停榨。与此同时，也有部分人认为目前印度食糖产量较为可观，数据并未兑现印度减产预期，反而较同期略有增产。印度糖厂协会（ISMA）2 月 20 日发布的公告显示，2022/23 榨季截至 2 月 15 日，印度食糖产量为 2284 万吨，较去年同期的 2222 万吨增加 62 万吨。尚在压榨糖厂 505 家，高于去年同期的 504 家；当前已有 17 家糖厂停止压榨作业，去年同期为 12 家。后续还需关注印度糖厂产糖进度，谨防预期差再度出现、放大市场情绪。

印度食糖出口方面，此前市场均预期本榨季印度或将不再出口食糖，不过印度最大的糖和乙醇制造商之一的一名官员于本周三表示，如果产量达到目前估计的上限（目前对印度糖产量的估计在 3350 万吨至 3450 万吨之间），印度可能在 2022/23 年度出口多达 100 万吨的糖。2022/23 年度，印度迄今仅出口了 610 万吨糖，低于上

一季度创纪录的 1100 万吨。由于减产预期，印度政府和行业官员淡化了更多出口的前景。然而，如果本榨季食糖产量超过 3400 万吨，并且政府认为 4 月份有足够的库存，则很可能批准多达 100 万吨食糖出口配额。此前，市场对于印度食糖的产量和出口量已不抱有期望，整体情绪较为悲观，若此消息被证实，将在一定程度上缓解市场对贸易流紧张格局的担忧情绪。

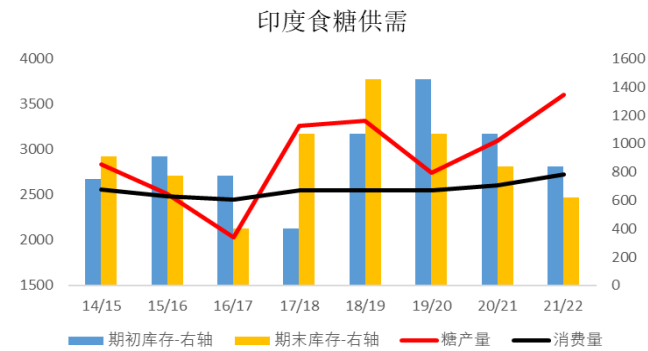
虽说远水不救近火，但是市场对于即将迎来新榨季的巴西充满期待。2022/23 榨季巴西有数百万吨的甘蔗（可制造大约 80 万吨食糖）滞留田间，并在此前预计该部分甘蔗要等到今年 3 月开始的 2023 年新季节初期加工。2023/24 榨季甘蔗得益于降雨充沛、水分充足，生长情况良好，且当前制糖较制醇的收益更加明显（糖醇溢价 4-5 美分/磅），预计下个榨季巴西糖产量将增加。行业咨询公司 DATAGRO 的高管 Guilherme Nastari 于本周二在迪拜糖业年会上表示，预计巴西中南部地区 2023/24 榨季甘蔗产量预计将增长 6.9% 达 5.9 亿吨，产糖量将增长 13% 达 3800 万吨（上榨季产糖量为 3362 万吨）。预计制糖比将为 47.9%，高于上榨季的 45.6%。而巴西能源生产商 Raizen 的总监 Bruno Trombelli 于近日表示，预计 2023/24 榨季巴西中南部地区的制糖比为 48%，该预测值略高于 2 月早些时候路透社发布的预测中值 46%。由此可见，市场对于 2023/24 榨季巴西食糖增产预期强烈。

众所周知，天气对农作物的影响很大，不同时期对农作物的影响也各有不同。例如降雨，既有利于甘蔗生长，又可能会导致开榨进度受阻。目前巴西新榨季甘蔗生长周期已接近尾声，此时甘蔗开榨时间和进度变得尤为重要。市场需关注巴西甘蔗主产区天气和降雨对新年度甘蔗开榨的影响。

根据路透最新天气预报显示，2023 年 1-2 月，巴西圣保罗地区持续降雨，降雨量处于历年高位，不过略低于去年同期。而 3 月上半月，圣保罗地区降雨将有所减少，基本处于近五年平均水平。若实际降雨量如预期一样，或低于预期降雨量，那么新榨季甘蔗提前开榨或能实现，一定程度上或缩短贸易流紧张格局的时间。后续还需持续关注主产区降雨情况。

图 3：印度食糖供需

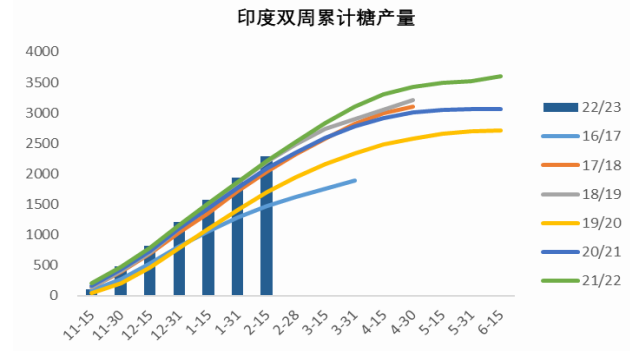
单位：万吨



数据来源：银河期货，ISMA

图 4：印度双周累计食糖产量

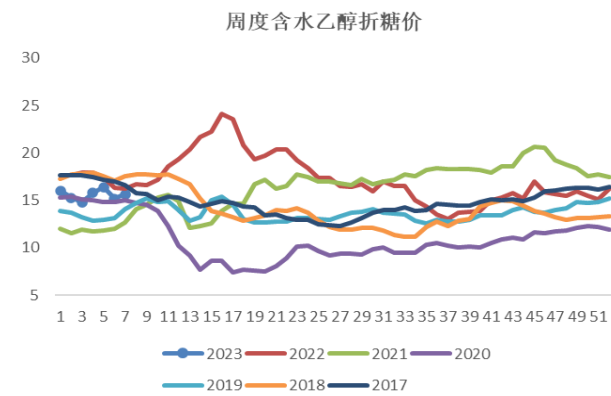
单位：万吨



数据来源：银河期货，ISMA

图 5：周度含水乙醇折糖价

单位：美分/磅



数据来源：银河期货，巴西农业部

图 6：周度原糖于含水乙醇折糖价价差

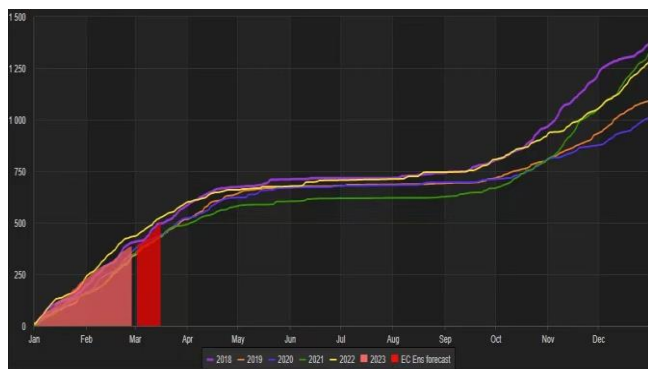
单位：美分/磅



数据来源：银河期货，巴西农业部

图 7：圣保罗历年降雨量

单位：mm



数据来源：银河期货，路透



### 第三部分 行情展望

国际方面，贸易流紧张一直是原糖价格居高不下的主要驱动原因，不过预计随着巴西新榨季开始或有所缓解。印度市场对于第二批食糖出口限额的“松口”，以及巴西甘蔗主产区降雨量预期减少、不会阻碍甘蔗提前开榨，皆利于缓解远月原糖紧张的贸易流格局。从 ICE 原糖近月与远期合约价差来看，不难发现价差的回调意味着远月合约正逐步兑现供需宽松预期。预计短期原糖价格仍维持高位震荡，随着巴西新榨季供应量的提升，供应逐渐充足，预计糖价上行空间有限，或有所回落。后续还需关注印度食糖第二批出口配额的实际落地情况以及巴西中南部降雨情况对新榨季甘蔗开榨的影响。

国内方面，目前本榨季食糖生产已步入后半段，虽然本榨季市场纷纷预计广西食糖减产，主流观点预计集中在 30 万吨左右，但是考虑到我国每年需进口食糖 500 万吨左右，叠加糖浆和预拌粉的进口，因此预计广西食糖减产对郑糖盘面价格的影响有限，不足以成为糖价持续上行的动力。从阶段性来看，由于本榨季国内食糖生产预计减少，而主产区制糖集团销售情况良好。截至 2 月 28 日，2022/23 年榨季广西全区已有 40 家糖厂收榨，同比增加 35 家；共入榨甘蔗 3969.79 万吨，同比减少 158.78 万吨；产混合糖 504.11 万吨，同比增加 7.71 万吨；产糖率 12.70%，同比增加 0.68 个百分点；累计销糖 214.16 万吨，同比增加 46.22 万吨；产销率 42.48%，同比提高 8.65 个百分点。其中，2 月单月产糖 146.56 万吨，同比增加 14.8 万吨；销糖 54.5 万吨，同比增加 19.44 万吨；月度工业库存 289.95 万吨，同比减少 38.51 万吨。虽然贸易商采购积极，但是销售至下游的食糖数量并不多，目前注册仓单数量处于近 4 年同期最高水平，或在 05 合约临近交割时造成一定压力。

郑糖价格与外盘关联性较强，近期国内主产区销量较好进一步支撑了糖价，截至本周五收盘，糖价已冲破 6000 关口，达到近期新高。考虑到当前正处于国产糖大量上市供应期，阶段性供应宽松格局或将限制糖价上行空间，预计近期糖价偏强震荡，谨慎追高，关注 6200 元/吨一线的压力。

长期来看，考虑到下半年是我国食糖进口旺季，预计进口压力或对糖价造成一定影响。一般来说，巴西将在第二、三季度集中供应原糖，届时巴西将成为原糖定价权的主导国，若新榨季巴西食糖产量和出口正常，那么国际糖市格局将从供需紧张逐渐向供应宽松转变，需谨慎进口成本对国内糖价的冲击。长期来看，价格或跟随外盘自高位有所回落。

## 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

## 联系方式

银河期货有限公司 银河农产品

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799