

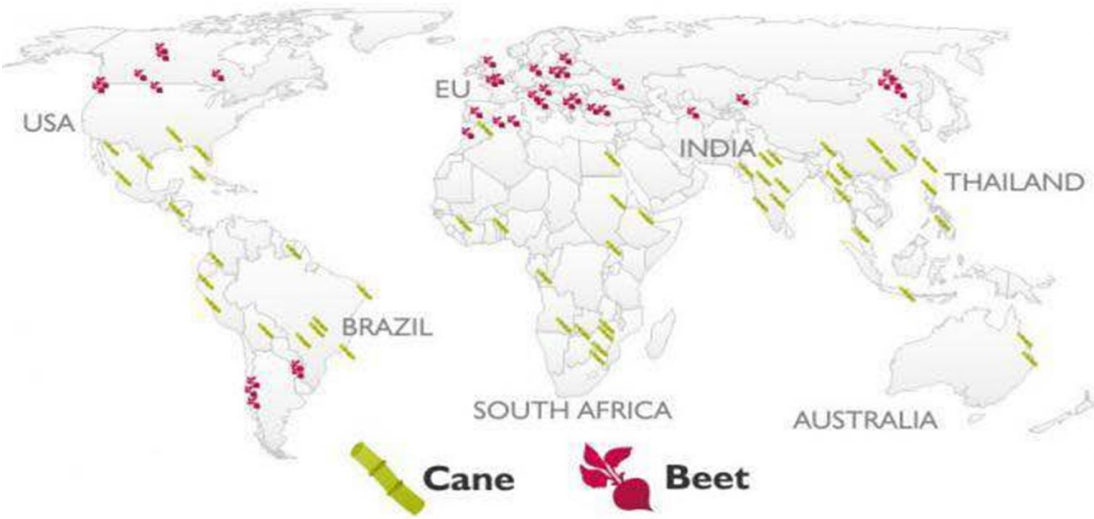
白糖近期交易焦点及后市行情展望

- 招商农业-马幼元
- mayouyuan@cmschina.com.cn
- 联系电话：0755-88377240
- 执业资格号：Z0018356

I 白糖季产年销，各阶段供应主体及定价中心不同

- 白糖主要由甘蔗和甜菜两种植物制成，甘蔗糖和甜菜糖分别占总供给的80%和20%。其中，美洲和亚洲的甘蔗产量占全球甘蔗产量的90%以上
- 白糖有着季产年销的特性

World Sugar Production

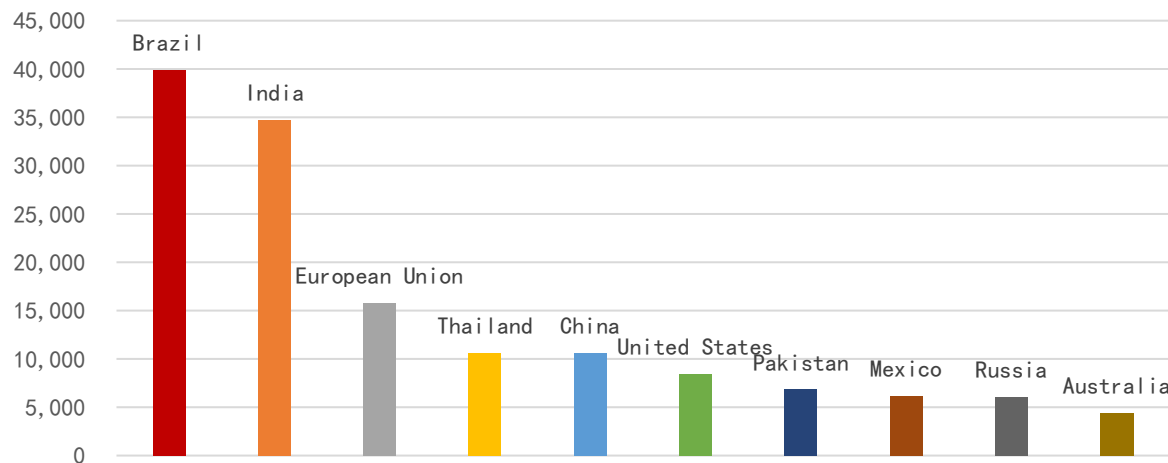


*Data courtesy of www.sucrose.com

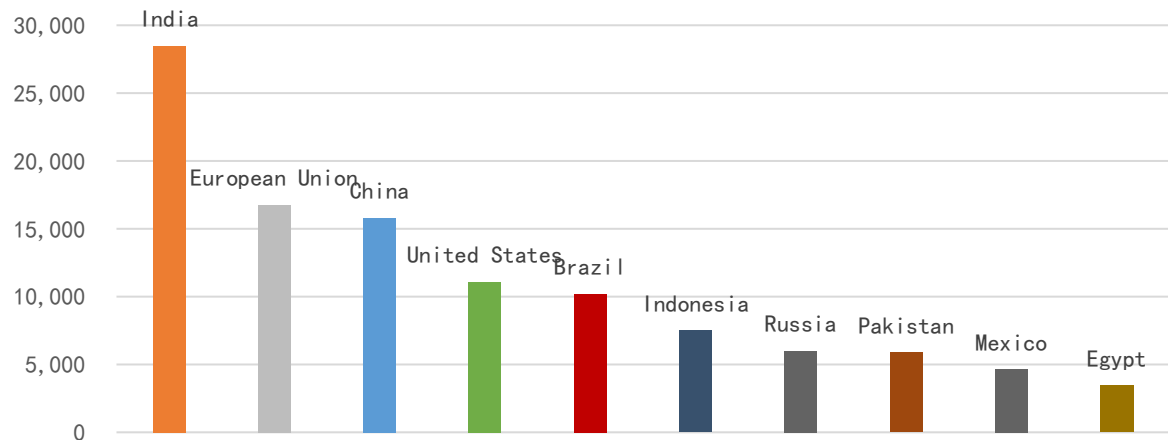
国家	区域	甘蔗榨季（开榨-收榨）											
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
巴西	中南部												
	东北部												
泰国													
印度													
中国	南方												
	北方												

全球供应主要来源于巴西、印度、泰国

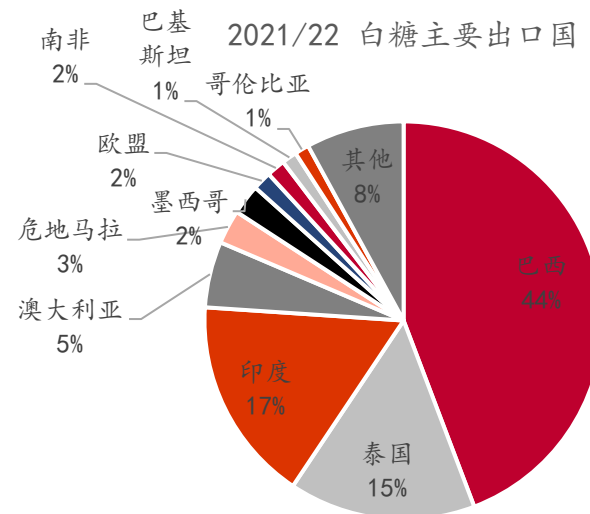
2021/22主要生产国（千吨）



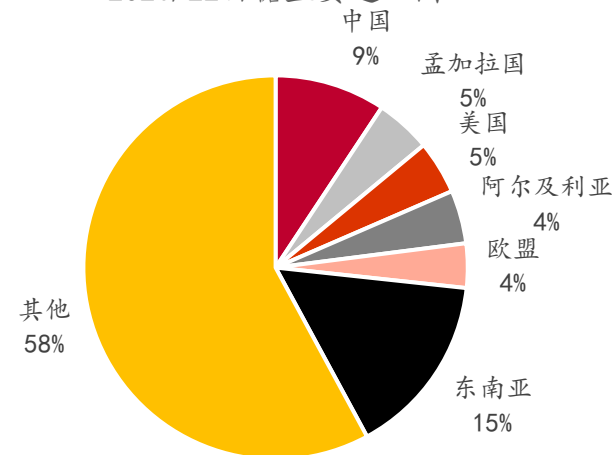
2021/22主要消费国（千吨）



2021/22 白糖主要出口国



2021/22白糖主要进口国



原糖期价走势

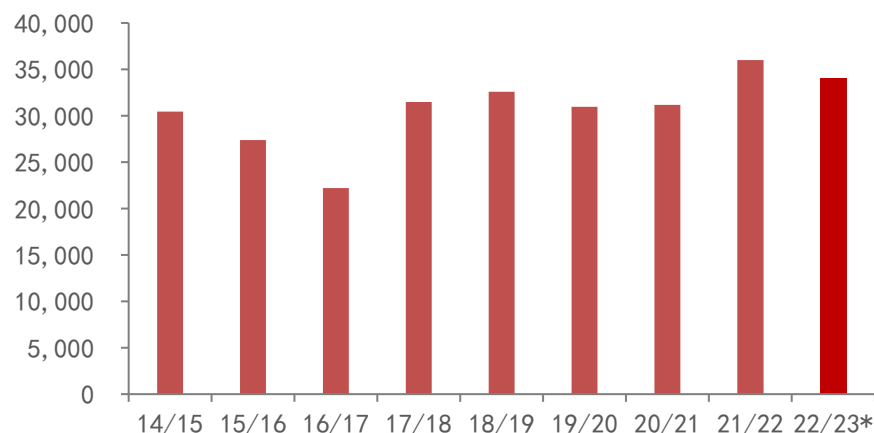


➤ 印度减产导致出口预期下调使得贸易流紧张，巴西推迟开榨导致贸易流紧张时间延长。

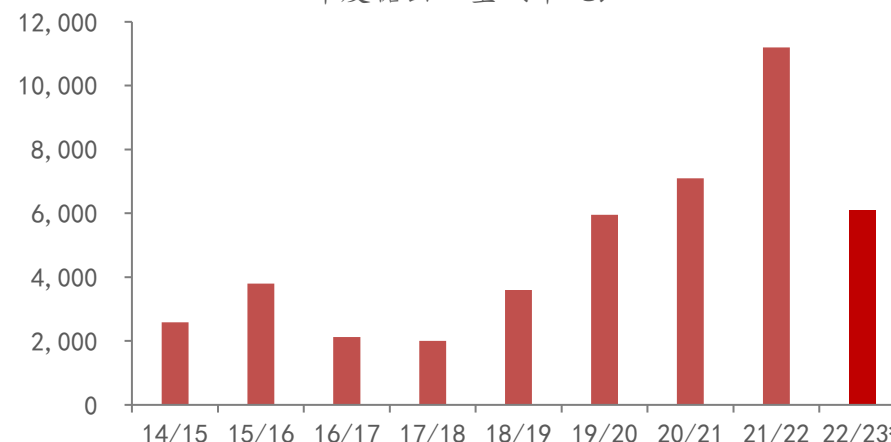
I 印度减产持续发酵，出口预期下调

- 此前市场预期22/23年度印度增产，但近期此增产预期遭受质疑，印度糖业协会ISMA下调预估产量，由最初3600万吨下调至3400万吨。下调主要受甘蔗主产区降雨过多和光照不足的影响，甘蔗普遍早熟，糖厂面临提前收榨的困境。
- 印度产量的下调意味着政府可能不会再批准更多出口（之前预期出口200万吨）。如果最终糖产量能到3400万吨以上，印度政府会考虑追加100万吨出口配额。
- 风险点：当前印度糖产量较去年同期增加62万吨，并未兑现减产预期，警惕预期差。

印度糖产量（千吨）



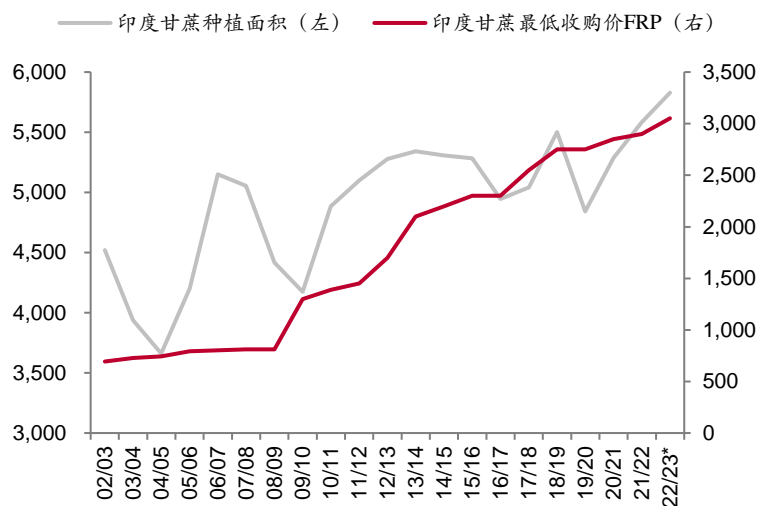
印度糖出口量（千吨）



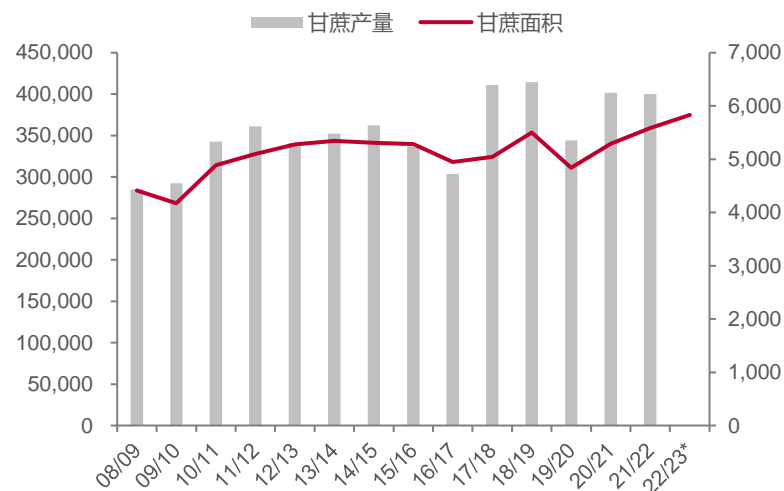
高收购价→高产量→高库存

- 因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%。
- 高收购价推升印度糖产量，进而导致的高库存问题是印度需要解决的主要问题。

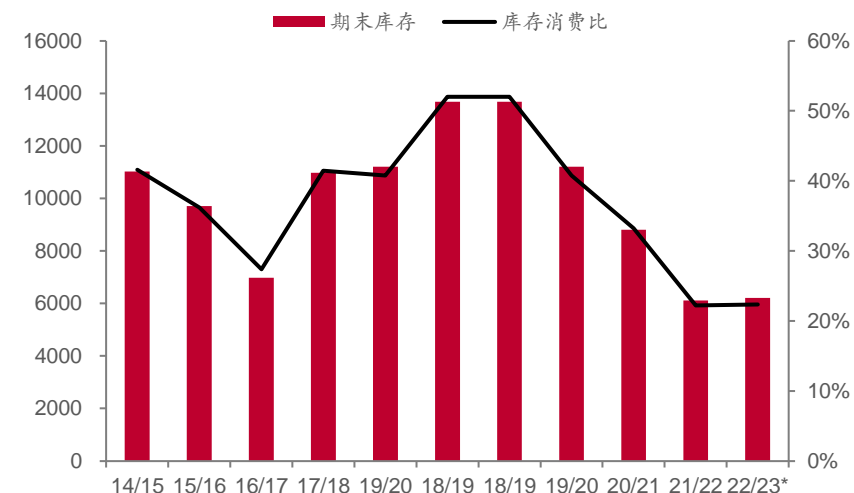
印度甘蔗最低收购价 (FRP)



印度甘蔗产量 (千吨) 和种植面积 (千公顷)

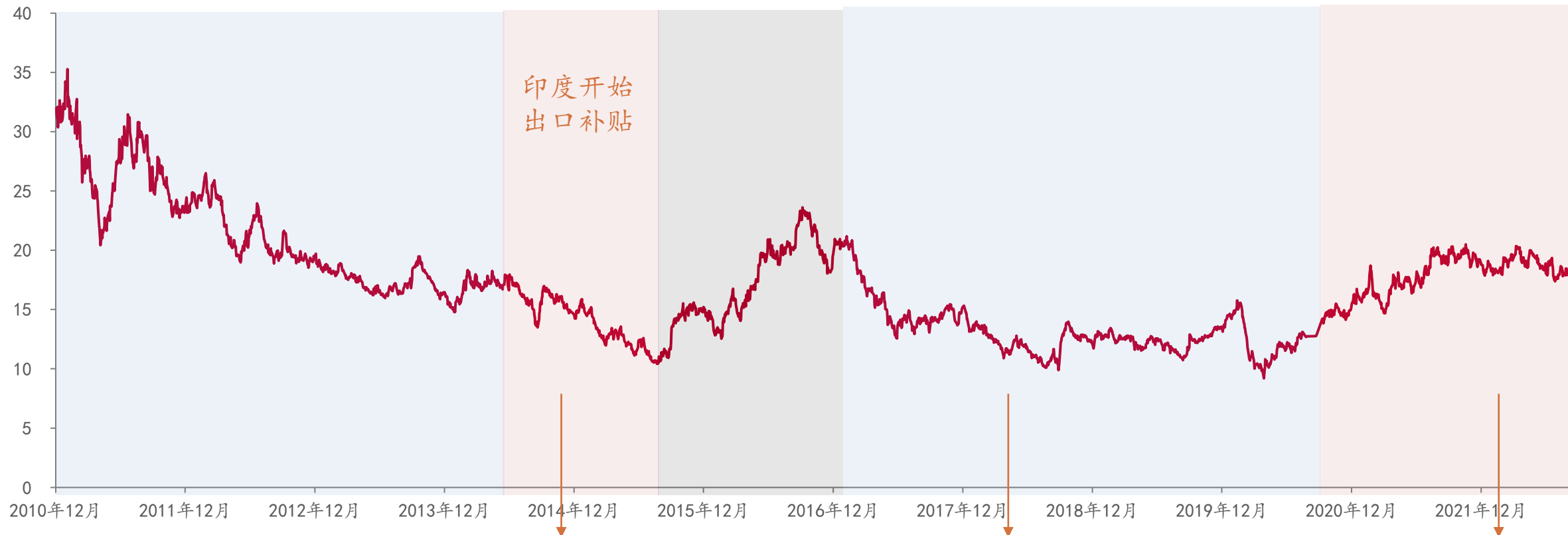


印度食糖库存



I 高库存解决方法-从补贴出口至E20乙醇计划

印度补贴出口



- 2014年起，印度政府一直对食糖出口进行财政补贴
- 包括最低国内价格、库存贴息和贷款补贴。支付给农民的甘蔗价格也由政府设定
- 糖供应过剩推动了全球食糖价格走低

- 2018年，印度推出了一项新的乙醇计划——国家生物燃料政策。该政策扩大了糖基乙醇原材料选择范围，允许B级重糖蜜、甘蔗汁和受损粮食转化为乙醇
- 2019年，巴西、澳大利亚和危地马拉投诉印度对农民的补贴违反世贸规则

- 2021年，WTO要求印度在120天内取消非法补贴
- 印度在2022年6月不再提供糖出口补贴并承诺在2023年结束对农产品的补贴
- 印度发布《2020—2025年印度乙醇混合规划》，简称E20计划

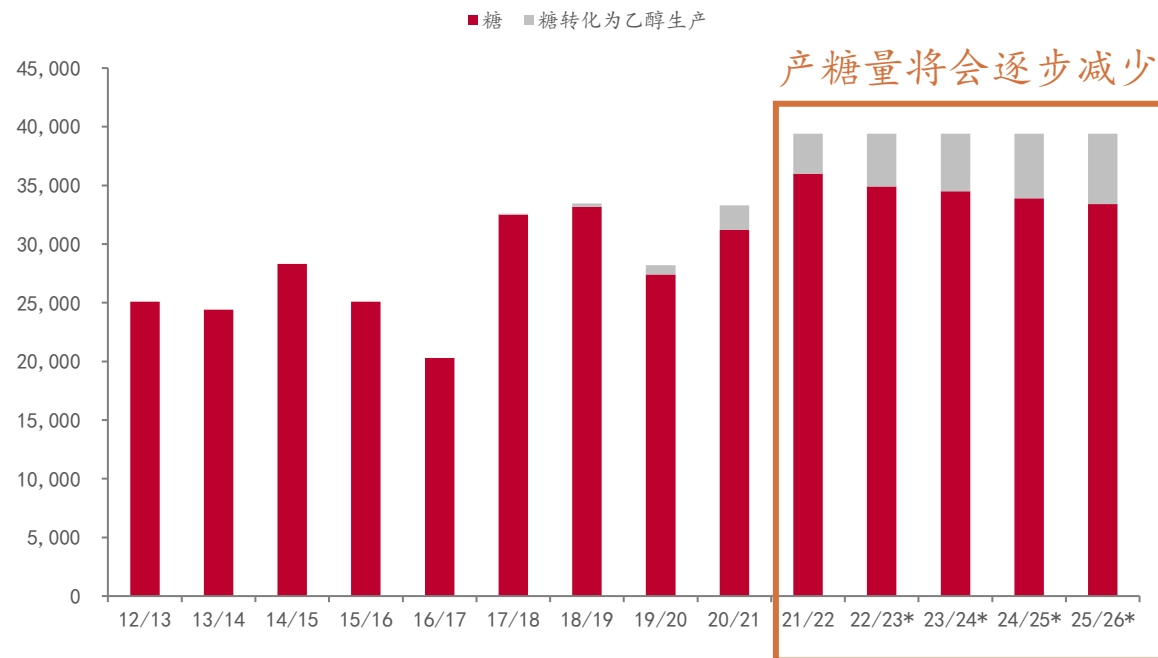
印度乙醇计划推升国际糖价，减少出口、加大供应脆弱性

CMF 招商期货

印度2025年乙醇计划（按原料划分）



印度甘蔗糖产量（千吨）



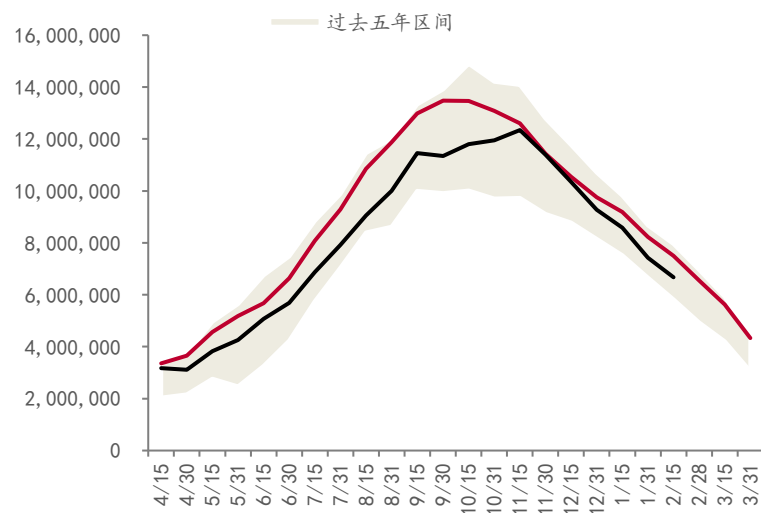
- 22/23年度，全印度平均乙醇汽油掺混率将提升至12%。该数据意味着将有450万吨糖进入乙醇产业。2025年乙醇掺兑目标将提高至25%，用于生产乙醇的糖量将越来越大，到2025年乙醇业消耗糖量预计达到 600万吨以上。
- 除非印度甘蔗种植面积继续扩张，未来几年印度可供出口量及年度结转库存量预计将逐年减少。印度糖对国际市场的出口依赖度将逐渐减小，出口限制政策或将持续。在甘蔗收购价连年提升及国内食糖售价难降的背景下，除非乙醇计划未能被切实执行，未来几年或难以见到便宜的印度糖了。

数据来源：嘉利高，ISMA，招商期货

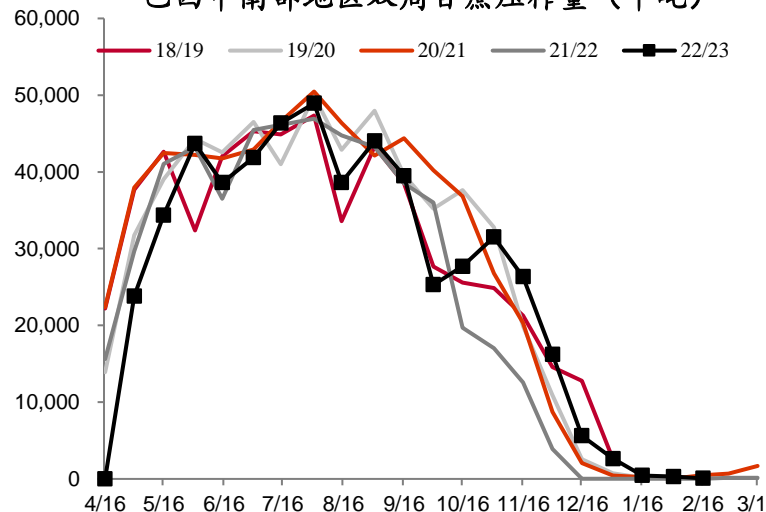
I 巴西库存低位，新季开榨或推迟，供应紧张延续

- 降雨偏多可能会导致开榨推迟，若降雨持续，会使贸易流紧张持续
- 开榨时间及产量预期是后期市场关注焦点

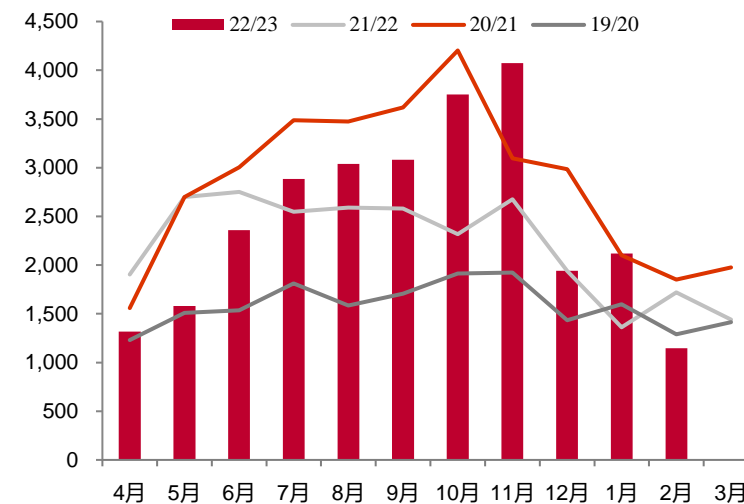
巴西糖库存(吨)



巴西中南部地区双周甘蔗压榨量(千吨)

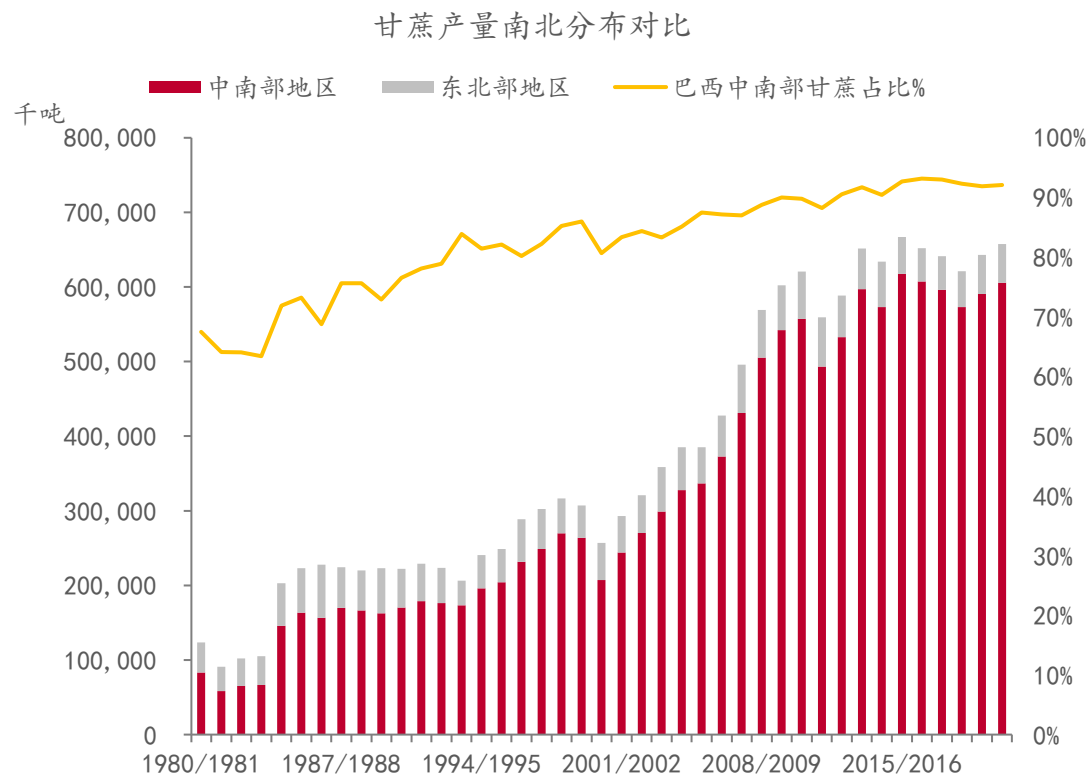


巴西糖月度出口(千吨)

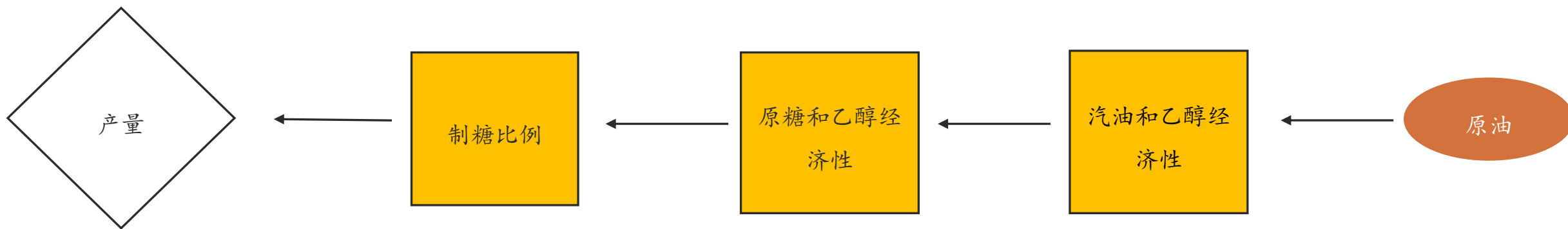


I 巴西-甘蔗生产面积稳定，以中南部为主

➤ 甘蔗生产面积稳定，甘蔗产量以巴西中南部产量为主



- 甘蔗既能生产糖也能生产乙醇，所以糖既有农产品属性也有能源属性。全球能源市场和糖通过巴西的油、醇、糖三者传导巴西糖厂基于制糖和制醇的经济性调整糖的产量，引发供给端波动
- 同时原油和乙醇形成替代关系，原油价格为外生变量影响乙醇价格进而影响糖价



I 巴西-原糖和含水乙醇的经济性是制糖比变化的核心

- 含水乙醇折糖与ICE原糖价格的比价是巴西制糖比例的核心。
- 乙醇折糖价 > ICE原糖价格，多生产乙醇
- 乙醇折糖价 < ICE原糖价格，多生产糖



巴西-含水乙醇消费受到汽油C和乙醇经济性的影响

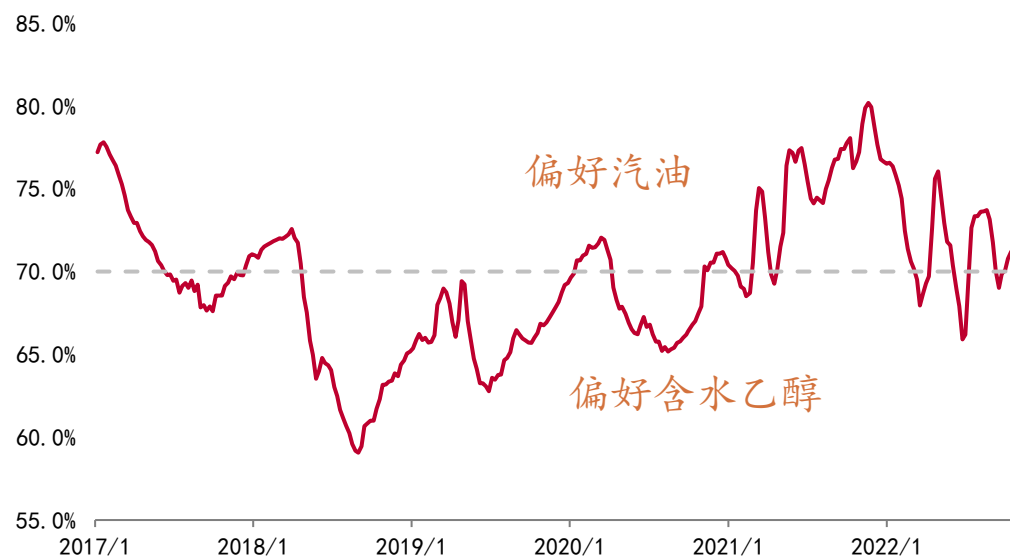


➤ 巴西汽油分为A类汽油和C类汽油

“汽油A” ——不含乙醇的纯汽油

“汽油C” ——A类汽油和无水乙醇的混合物，混合比例由政府强制规定（自2015年3月16日起，普通汽油中添加无水乙醇的比例为27%，优质汽油中的添加比例为25%）。

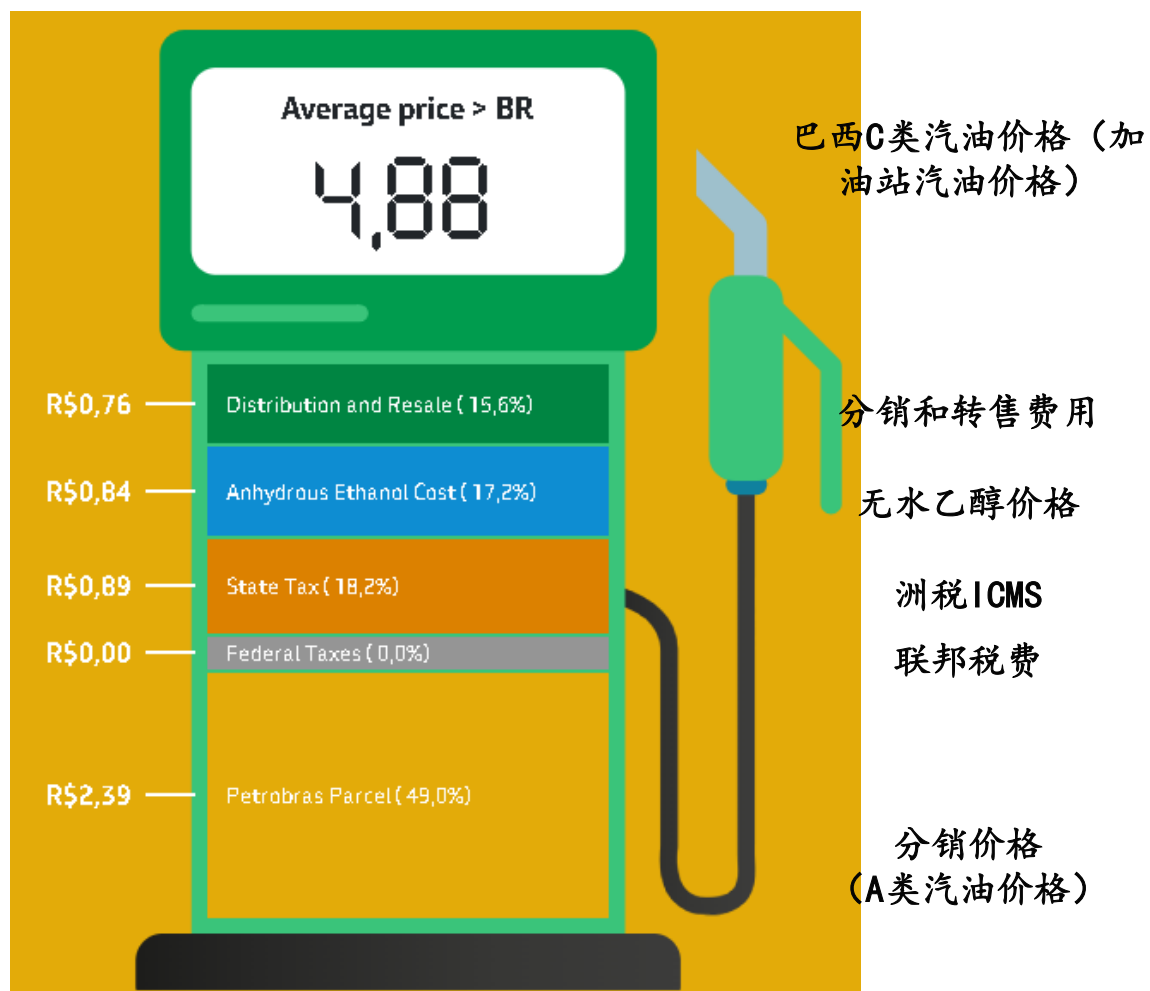
含水乙醇/汽油比价（%）



➤ 炼油厂生产的汽油为A类汽油，经销商需从炼油厂购买A类汽油，从制醇厂购买无水乙醇，将二者混合制成C类汽油后才能出售。

➤ 巴西国内大部分车辆的燃料可以在化石燃料和生物燃料之间灵活切换，其中代表性的就是含水乙醇和汽油的相互替代。

➤ 巴西混合燃料汽车占比超过80%，消费者根据汽油和乙醇的经济性比价可以以任意比例在混合燃料汽车中加入C类汽油或含水乙醇



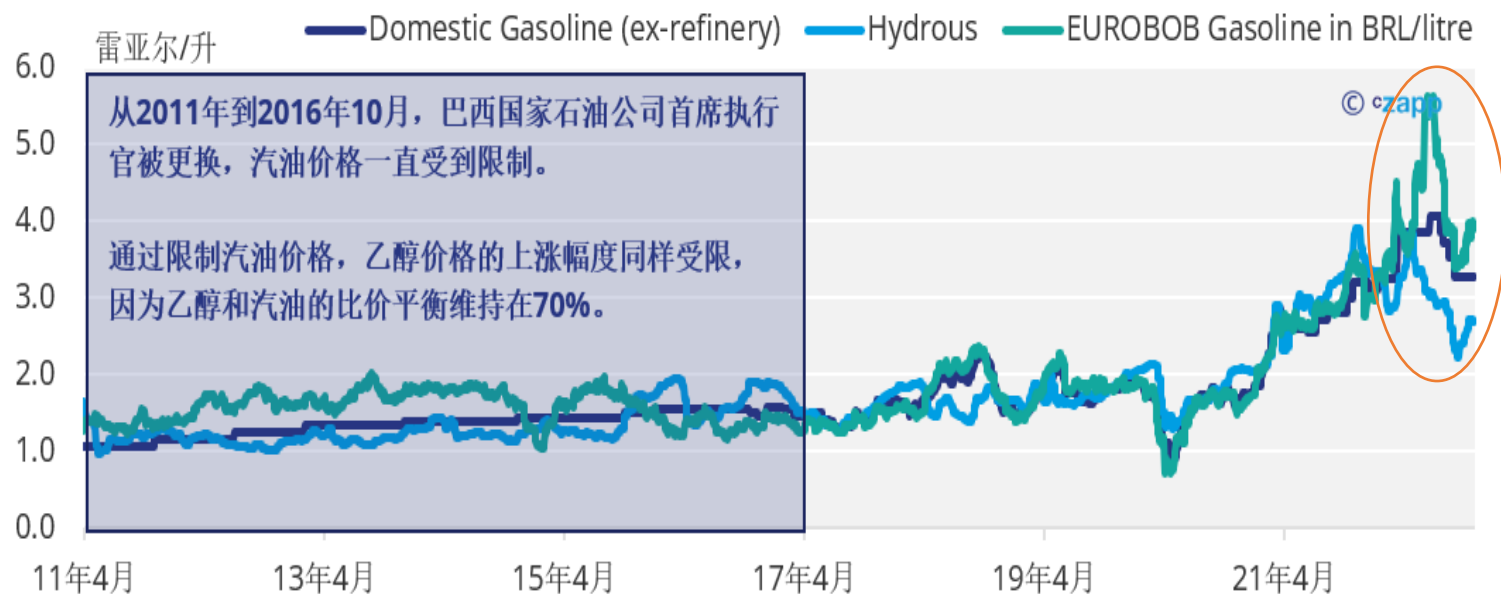
- 巴西国家石油公司（Petrobras）使用**进口平价（PPI）**燃料定价政策，据此作为其汽油出厂价格（出售给经销商的价格）的调整依据，将国内汽油价格和国际油价挂钩。
 - **进口平价包括：**巴西各港口的汽油进口价格、运费、装卸储存和相关服务的成本（不含税）。
 - **使用进口平价作为基准价的原因：**巴西政府鼓励燃料市场的开放和竞价自由，国内汽油面临着进口汽油的竞争，因此国内价格与国际市场挂钩更加合理有效。
 - **调价机制：**每当巴西国内汽油价格和国际油价偏离到一定程度（一般10%），巴西国家石油公司就会调整其国内汽油出厂价。
- 原油价格为外生变量影响乙醇价格进而影响糖价

I 巴西新总统使得原油传导链条断裂

在国有企业改革方面，卢拉反对巴西国家电力公司（Eletrobras）的私有化，并提议结束巴西国家石油公司（Petrobras）的“进口平价政策”（PPI，将国内油价与国际市场挂钩的定价政策）。卢拉的承诺为了降低国内汽油价格，巴西可能长时间面临内外价格脱钩的情况，制醇利润面临打压。



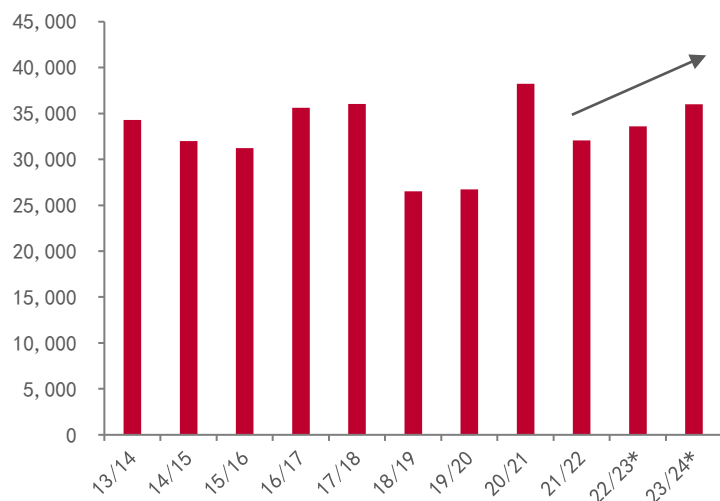
汽油价格上限意味着乙醇涨价的空间受限



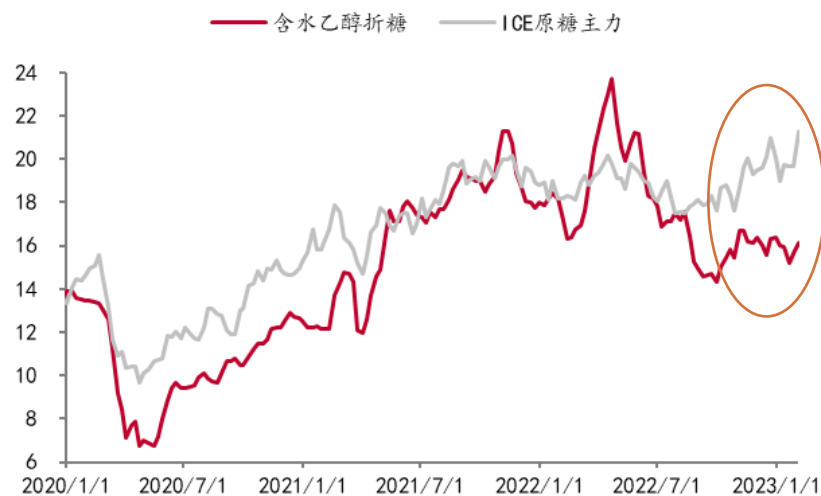
I 巴西-决定下一阶段走势

- 巴西作为第二季度的定价核心国，将决定下一阶段价格走势
- 一方面市场对23/24榨季增产预期强烈，甘蔗压榨量预估高达6亿吨，制糖比例预估在46%-48%，糖产量预估区间3600-3800万吨，但另一方面物流瓶颈和厄尔尼诺风险可能导致巴西今年的出口及压榨受到影响，是潜在的利多因素。巴西产量和出口节奏将是影响行情的关键。

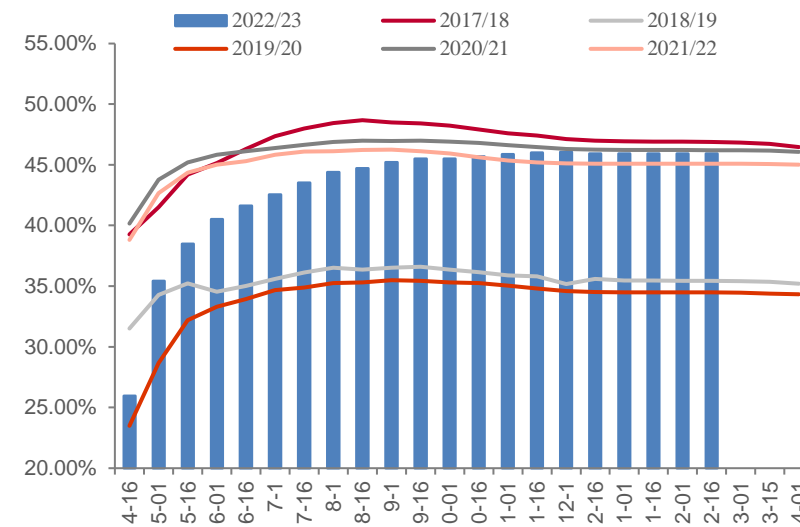
巴西中南部糖产量（千吨）



乙醇折糖与ICE原糖比较（美分/磅）



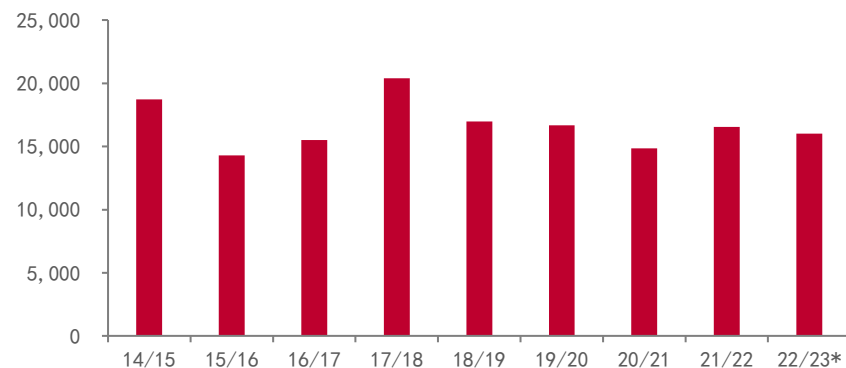
巴西中南部双周累积制糖比 (%)



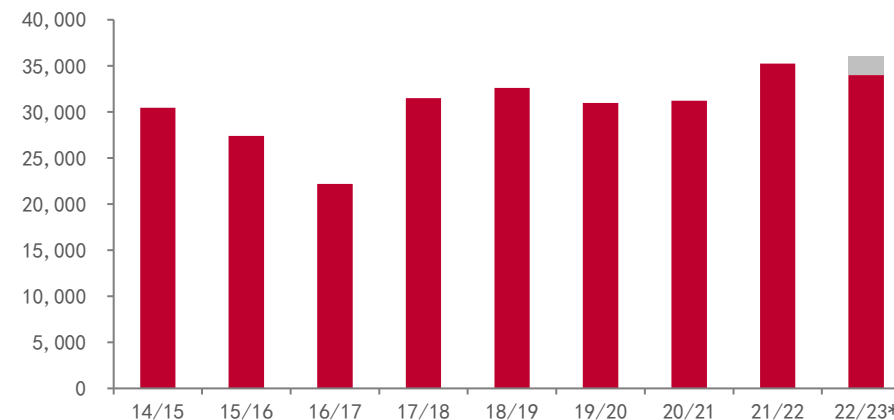
I 目前北半球产量不及预期

➤ 欧盟、印度、泰国、中国下调预估产量

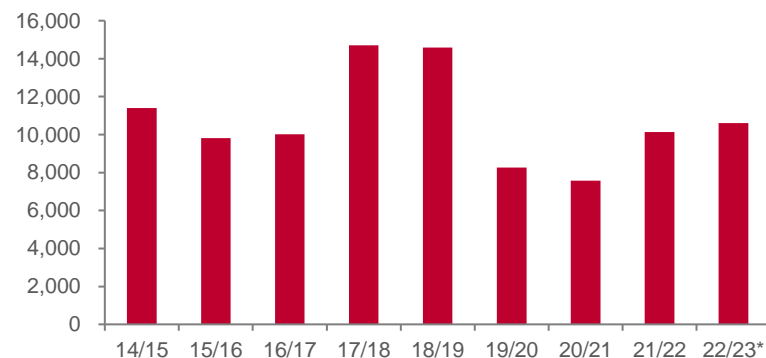
EU+UK甜菜糖产量 (千吨)



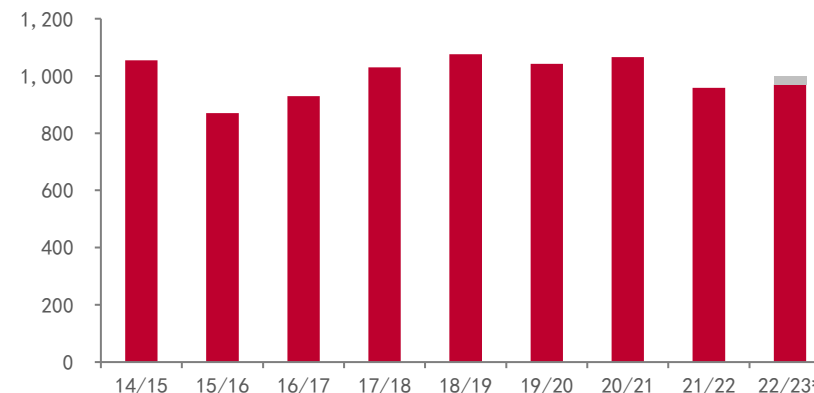
印度糖产量 (千吨)



泰国糖产量 (千吨)

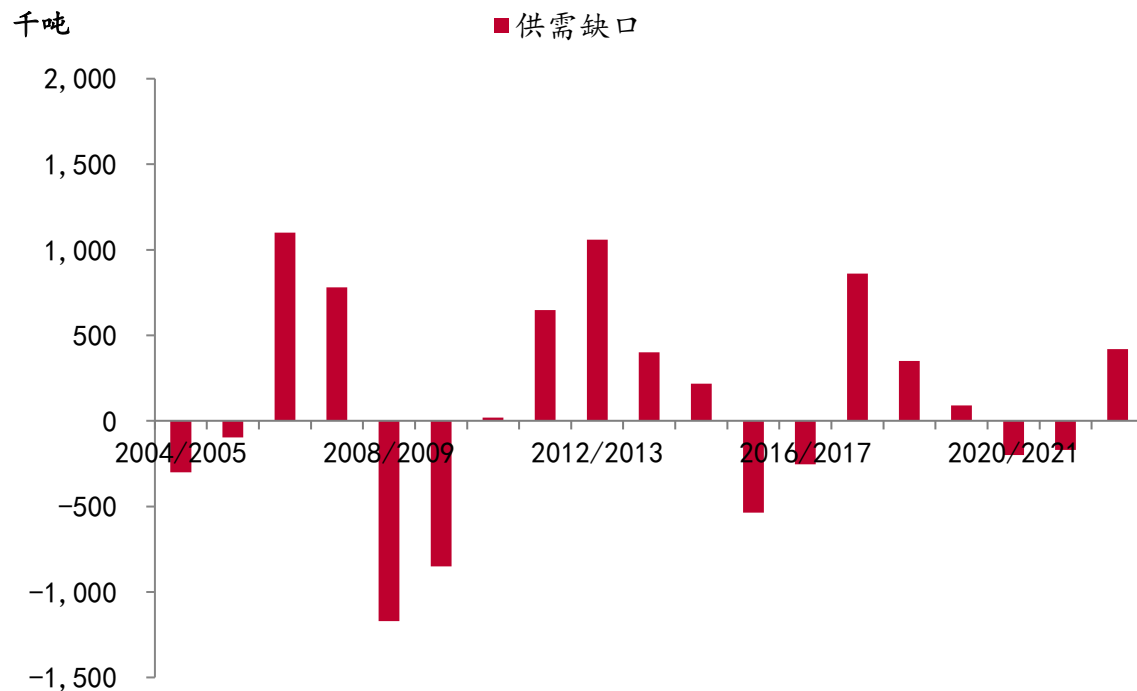


中国食糖产量 (万吨)

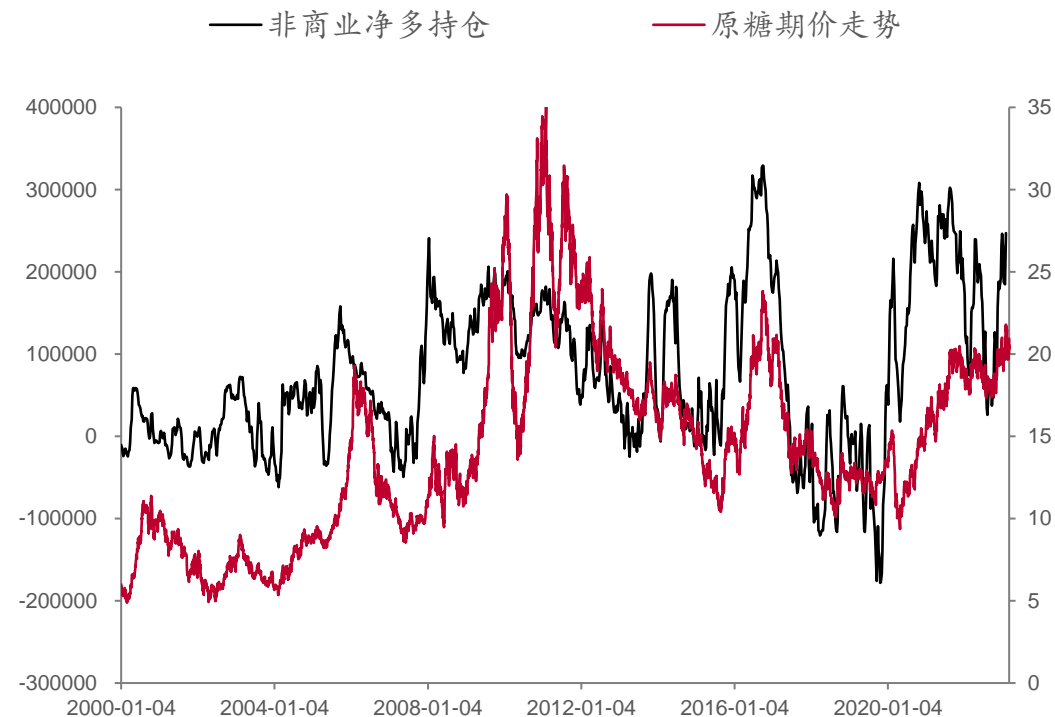


- 国际糖业组织ISO预计2022/23年度（10月-9月）全球糖市供应过剩为420万吨，低于此前于2022年11月份的预估620万吨，下调是因为印度产量预估调降至3430万吨，上次预估为3550万吨。
- 贸易流偏紧，原糖近期偏强运行。但年度过剩预期维持，随着后期巴西供应接上，贸易流将转宽松，原糖预计高位震荡（巴西增产超预期，则预计回落）。基金净多仓高位，预示着目前做多动能有限。

ISO白糖年度供需缺口预估



CFTC非商业净持仓-原糖收盘价



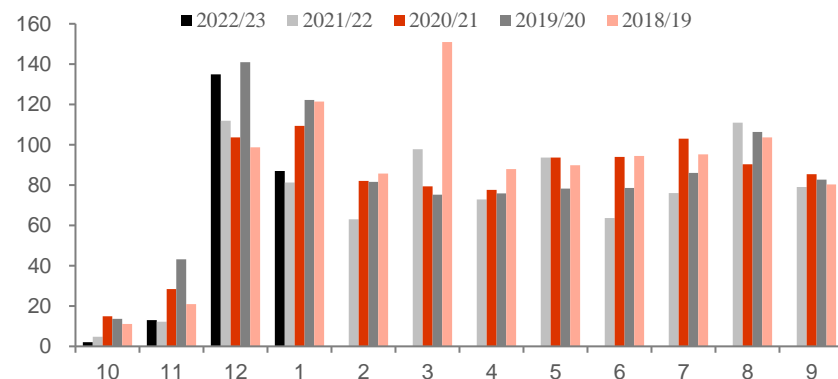
国内：广西库存新低，减产预估助长郑糖，疫后需求恢复

CMF 招商期货

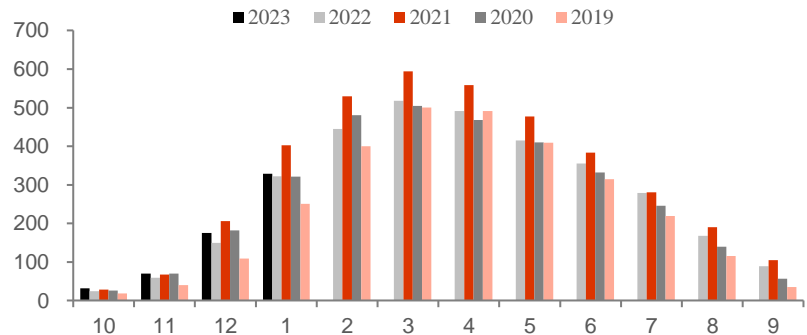
- 销售进度加速，未来消费看好，自身基本面驱动好转：截止 2 月底，广西工业库存为290万吨，是近4年以来的最低值，同比减40万吨。
- 广西产量预估在540-560万吨（较前期预期下调30万吨左右）。广西减产预期推动短期上行，直到巴西集中开榨。

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23F
期初库存 (1/10)	718	692	633	674	892	947
工业库存	58	45	35	57	105	89
国储糖	660	675	640	680	650	650
产量	1,030	1,076	1,042	1,066	956	900
国内消费	1,430	1,520	1,460	1,550	1,480	1,550
产需缺口	-400	-444	-418	484	-524	-650
进口量	243	324	375	633	534	520
走私+糖浆	150	80	100	80	60	60
出口	19	19	16	11	15	15
期末库存	692	633	674	892	947	862

全国月度糖销量 (万吨)



新增食糖工业库存 (万吨)

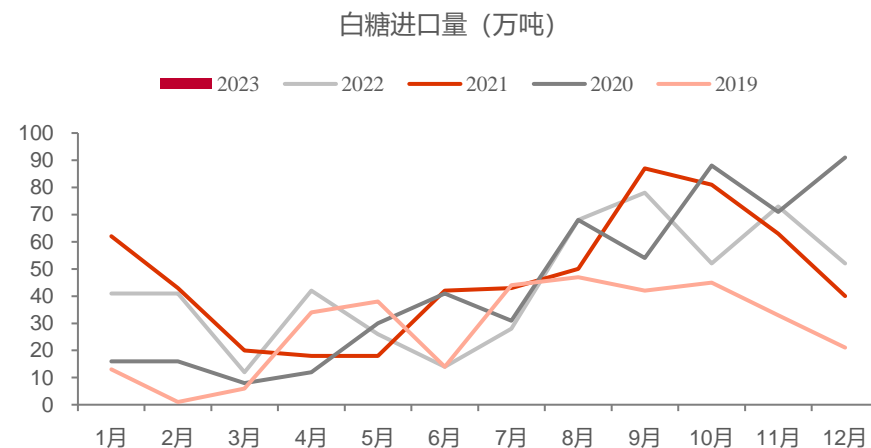
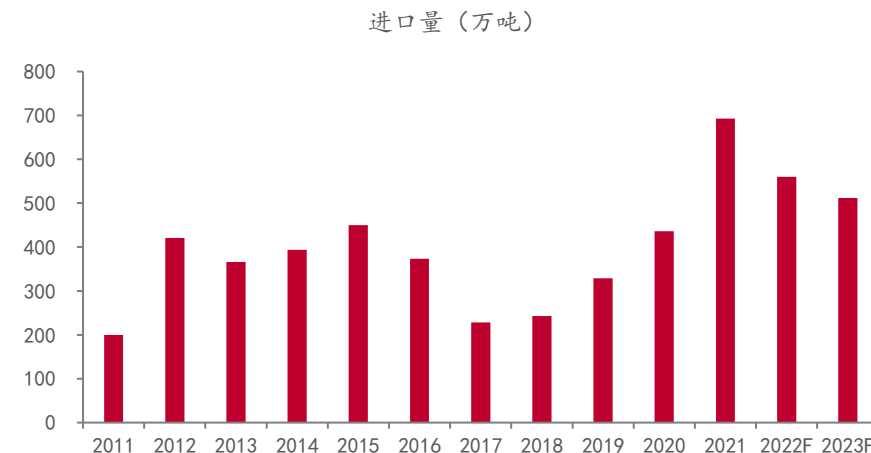


I 三季度进口增加，进口糖定价

竞争格局的转变源于加工糖的崛起。中国2001年加入WTO时针对糖业的开放做出承诺，内容是食糖进口配额在5年内递增至194.5万吨，进口糖配额内关税为15%，配额外关税为50%。据海关数据统计，2001年至2010年的10年间，我国食糖的年度进口配额几乎都没有用完。2011年开始，国内进口原糖精炼产能的快速增长彻底改变了国内市场的供应结构，精炼糖企业逐渐占据沿海主要销区，如东北、华北及华中等长江以北的用糖终端与贸易商



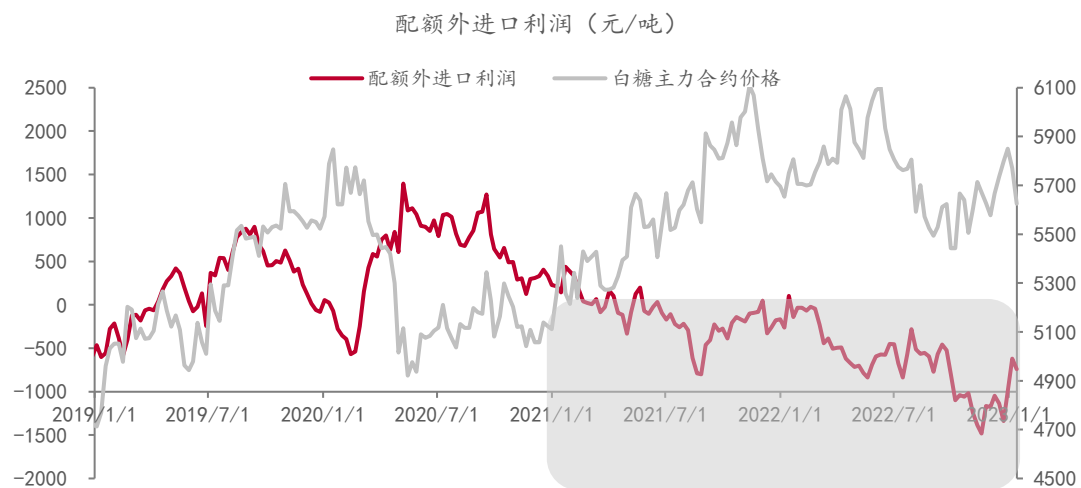
资料来源：商务部



数据来源：商务部，招商期货

I 进口利润持续亏损，进口压力后移至下半年

- 郑糖价格上方锚定进口成本
- 糖浆和预拌粉进口预计增加



22/23榨季各类糖源成本	
	成本(元/吨)
15%关税进口	5200
50%关税进口	6000-6800
走私+糖浆	5330
甘蔗糖	5500-5700
甜菜糖	5900-6000

I 总结：近端偏强，远端预期可能转弱

➤ 国际糖市：近端贸易流紧张，远端贸易流预计转宽松，全球供需过剩

1. 近端因印度减产导致出口量下调，巴西可能推迟开榨导致贸易流紧张，另外巴西后期物流、天气等因素可能影响出口及压榨，原糖偏强运行
2. 远期随着巴西开榨贸易流有望转宽松，巴西产量的增幅决定期价的方向。增产多，糖价回落，增产幅度有限或减产，原糖高位震荡或继续上行。

风险点：印度减产未落实或进一步出口，巴西开榨提前

➤ 国内糖市：跟随国际糖市，自身驱动好转

1. 现阶段，国内外减产驱动郑糖偏强运行，并有望持续至巴西开榨
2. 下半年，随着远月原糖供应增加，进口压力集中，跟随原糖走势。

风险点：进口糖浆超预期

采购建议：巴西供应释放前买入套保对冲价格上涨风险（关注时间节点3-4月份），巴西供应释放后维持安全库存或者采购后置。（如巴西受天气影响意外减产则需及时买入套保）。另外也可利用期权低价采购策略（累购期权策略）等降低采购成本。

研究员简介

马幼元（广州）：招商期货研究所农业团队饲料养殖研究员，中国农业大学农学硕士。从业至今一直从事饲料养殖产业链研究及投资策略开发，多次组织产业链深度调研，在业内权威期刊发表多篇文章，对饲料养殖产业链投研有独到见解。拥有期货从业人员资格（证书编号：F03106620）及投资咨询资格（证书编号：Z0018356）。

重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对他人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

招商期货有限公司

总部地址：深圳市福田区福华一路111号招商证券大厦16、17楼

CMF  招商期货

感谢聆听
Thank You



招商期货有限公司

总部地址：深圳市福田区福华一路111号招商证券大厦16、17楼

CMF  **招商期货**