



郑糖短期难跌，仍有上涨潜力

【策略观点】

短期看，国内广西甘蔗糖减产，制糖厂惜售，预计白糖期现价短期仍有上涨潜力，但能否持续上涨很大程度上取决于 ICE 原糖走势和国际宏观环境。往后看，巴西刚进入新榨季，目前市场判断巴西糖会增产 400 多万吨，但印度糖出口量较去年减少约 500 万吨将会吞噬巴西糖的增产幅度，对 ICE 原糖形成支撑。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，但目前不适合追高。

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 印度糖出口下滑与巴西糖增产形成对冲	2
三、国内白糖供需格局分析	3
3.1 产业链中端形成“堰塞湖”	3
3.2 5-9 价差走弱，远月支撑力度强劲	5
四、后市展望	5

一、行情回顾

3月20日-24日当周，广西白糖现货成交价本周运行区间为6101-6127元/吨，收于6126元/吨，周环比上涨45元/吨，涨幅0.74%。糖价震荡反复，下游走货较慢，导致贸易商补库积极性不佳，现货购销以刚需采购为主，整体成交一般。期货市场中，郑糖主力本周价格区间为6116-6258元/吨，截至3月24日报收于6204元/吨，周环比上涨73元/吨，涨幅1.19%。

我们在《郑糖五年高位回落，6000关口初步支撑》中提出的根据MCMC方法进行的郑糖主力在未来5个交易日价格路径模拟结果“SR2305在未来5个交易日有75%的概率达到6222”暂时得到市场验证，但多少有点儿胜之不武，本周郑糖以及ICE原糖的上涨主要受原油上涨的提振。短期内，国内外糖市或仍处于偏紧局面，糖价震荡走强的可能性依然存在，但也要防范价格持续走高后带来的回调压力，短期内不适合追高。往后看，中期内，4-5月份巴西糖厂全力开工后，全球糖市供应偏紧状态将逐步缓解。

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

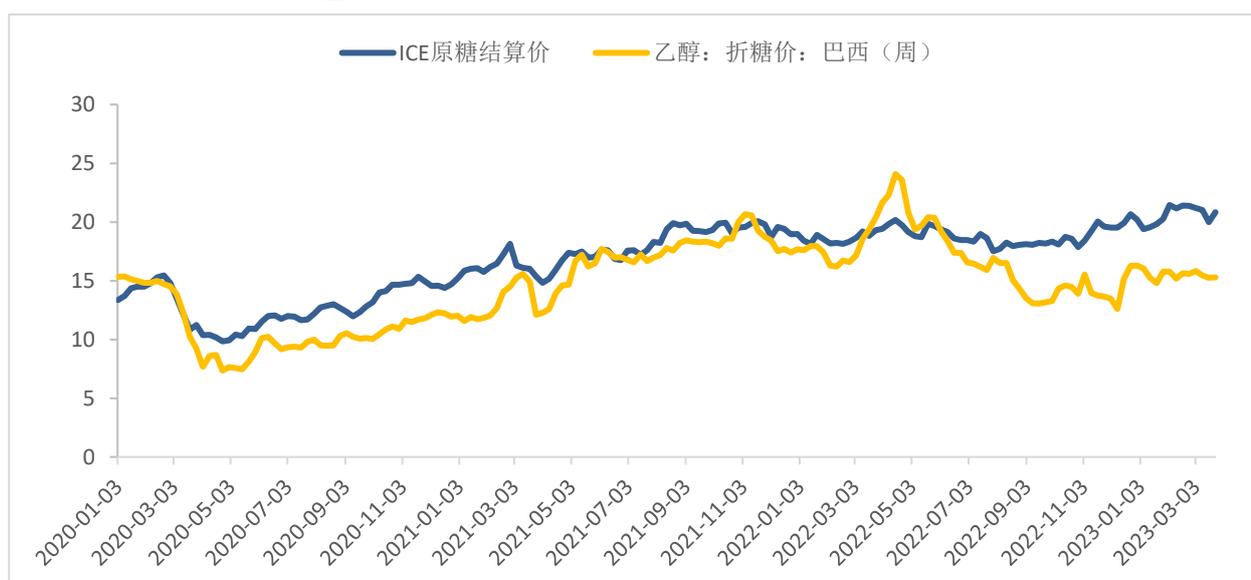
2.1 印度糖出口下滑与巴西糖增产形成对冲

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。目前，市场对印度糖产量的预估在3300-3400万吨之间，第一批食糖出口配额在600万吨，去年食糖出口配额1120万吨，如果印度没有进一步的出口计划公布，那么2022/23榨季印度食糖出口量将比去年减少500万吨。

再看巴西2023/24榨季的丰产预期。由于2022/23榨季巴西剩余800-900万吨甘蔗没有收割，相对应的80万吨食糖产量将后置形成2023/24榨季的食糖供应；此外，由于2022年巴西降雨充沛，2023/24榨季甘蔗生长情况良好，并且当前制糖较生产乙醇收益更高，两方面因素来看2023/24榨季巴西糖产量预计增加400多万吨。3月上旬，资讯公司Datagro预计，2023/24榨季巴西中南部甘蔗压榨量将达到5.9亿吨，高于2022/23榨季的5.52亿吨；预计2023/24榨季巴西中南部糖产量为3830万吨，此前预计为3800万吨；预计糖厂将48%的甘蔗用于榨糖，目前国际机构普遍预计巴西2023/24榨季制糖比例在46%-48%之间。

印度糖减产至3300-3400万吨以及出口量同比减少500万吨是较为确定性的，不确定性在于巴西提前开榨的预期、巴西糖增产的预期以及巴西糖集中进入市场的时间点。目前市场已经接受印度糖减产230多万吨，出口量减少500万吨的事实，开始转向巴西新榨季的产量。基准情况来看，印度糖出口量的缩减将吞噬巴西糖约400多万吨的增产，预计全球食糖将转至紧平衡，如果供应端再出现风吹草动，糖价将继续上涨。

图表3 ICE原糖结算价与巴西乙醇折糖价



数据来源：Mysteel、国元期货

三、国内白糖供需格局分析

3.1 产业链中端形成“堰塞湖”

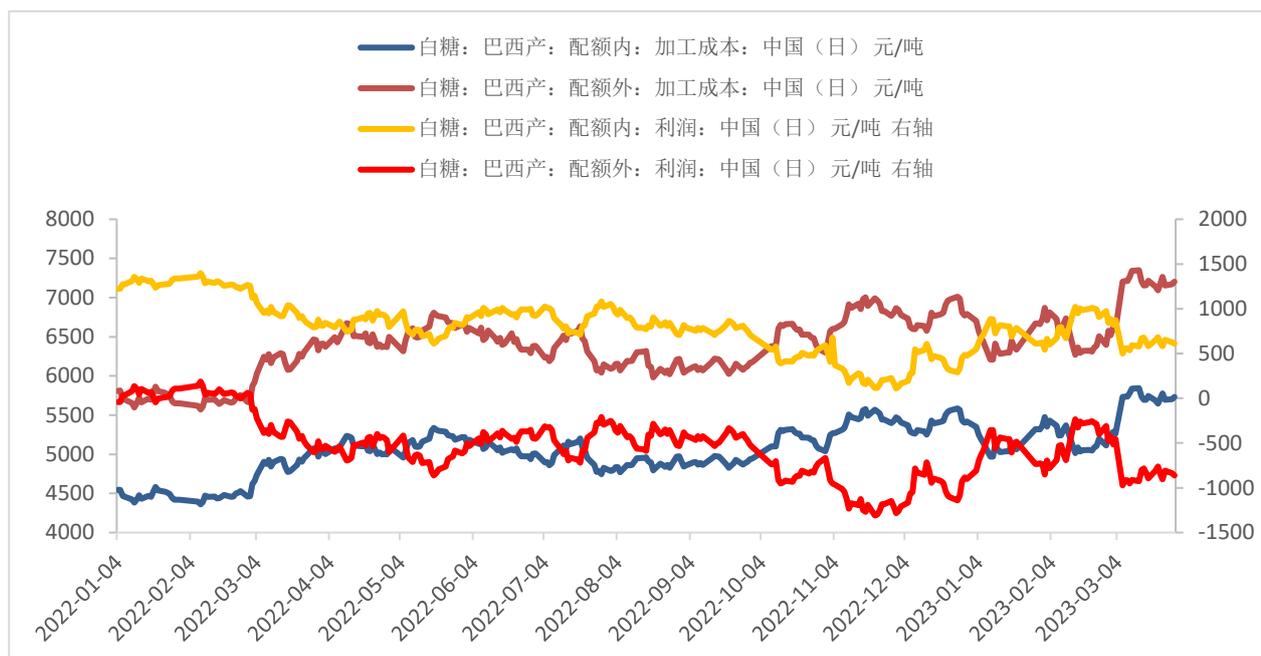
我们将食糖产业链划分四个环节拆解。首先是上游制糖厂方面，今年存在收榨速度快，销售进度快，食糖库存低的特点。2022/23 榨季广西糖厂的收榨和去库的速度要快于往年，收榨速度较同期偏快的原因在于去年天气原因导致今年可供压榨的蔗料不足，目前广西大部分糖厂已经结束收榨，截至 3 月 20 日，2022/23 榨季广西已收榨的糖厂达 71 家，较 2021/22 榨季增加 29 家，较 2020/21 榨季增加 8 家，未收榨糖厂仅有 2 家。销售进度偏快的原因在于存在预售，2 月单月广西销糖 54.5 万吨，同比增加 19.44 万吨。食糖库存低的原因在于本榨季广西收榨快、单产低且销售快，2 月广西工业库存 289.95 万吨，同比减少了 38.51 万吨。目前正处于食糖消费的传统淡季，但市场普遍对于后市的旺季消费抱有较高的预期，所以目前上游制糖厂的状态是库存压力小、对后市消费看好、对价格看高，存在一定的惜售心理。

其次是中上游的加工糖厂，从正规的进口糖源来看。由于 ICE 原糖价格较高，截至 3 月 28 日，从巴西进口加征 15%进口关税的食糖进口成本预估在 5700 元左右，加征 50%进口关税的食糖进口成本预估在 7300 元左右，进口利润窗口关闭，正规糖源进口较难。后续国内食糖的定价权将逐步向加工糖转移，如果 4-5 月份巴西全力开榨，那么 6-7 月将迎来巴西糖出口旺季，三季度是我国食糖进口高峰期，再加上 40 天的船期，预计三季度末将出现食糖供应的后置现象。目前 ICE 原糖呈现 Back 结构，远月压力较高，由于我国今年的食糖供需缺口较大，近 627 万吨左右，所以待正规糖源进口弥补产需缺口后，并不会对国内糖价造成压力，反而会带来支撑。

再次是中下游的贸易商，由于下游走货较慢，导致贸易商补库积极性不佳，现货购销以刚需采购为主，整体成交一般。春节前贸易商从制糖厂买货量较大并在盘面卖出，但春节后郑糖涨势凶猛且基差走弱，又是传统的消费淡季，下游购销不乐观，导致贸易商有大量库存砸在了手中，从而导致整个产业链条中端形成了“堰塞湖”，五一节前下游的备货情况如何将成为能否打开“堰塞湖”缺口的关键因素。

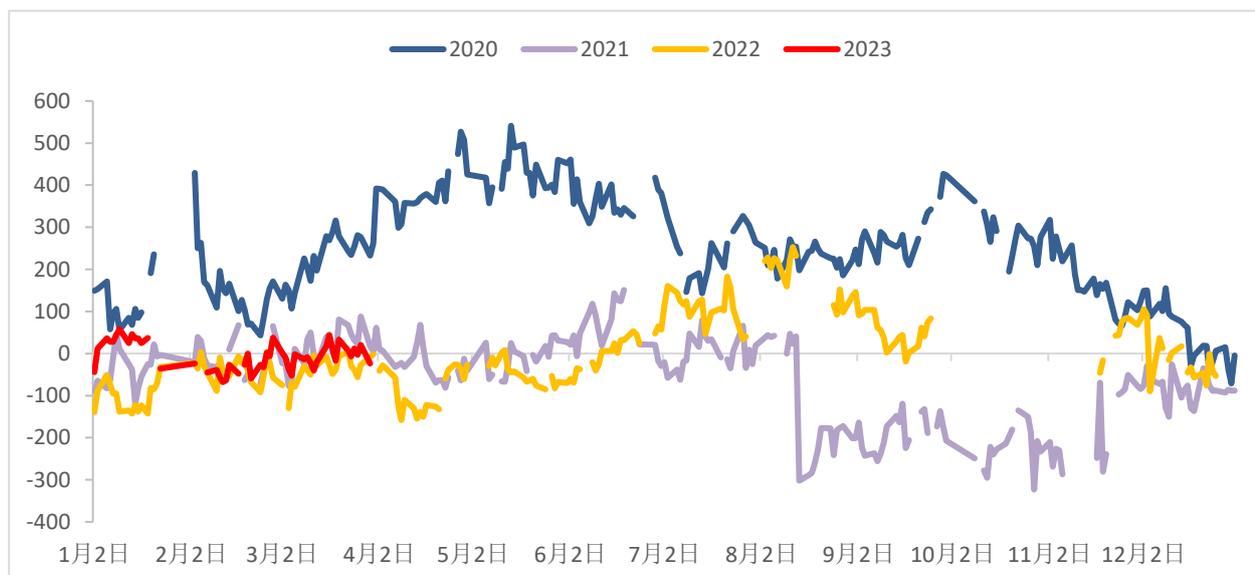
最后是下游终端。目前食糖期现价格较高，下游接货意愿不强，并且下游手中的库存不多且价格便宜，2022 年末下游终端消化了大量的陈糖库存，同时由于去年末食糖价格较低又从制糖厂预购了价格较低的新糖。五一后进入传统消费旺季后，下游终端有补库需求，ICE 原糖价格是否还会对我国食糖进口形成制约，以及能否有足量的正规糖源来解决我国食糖供需缺口问题需边走边看，如果出现悲观情形，那么短期食糖将继续供需错配，下游将被迫接受高价糖。

图表 4 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

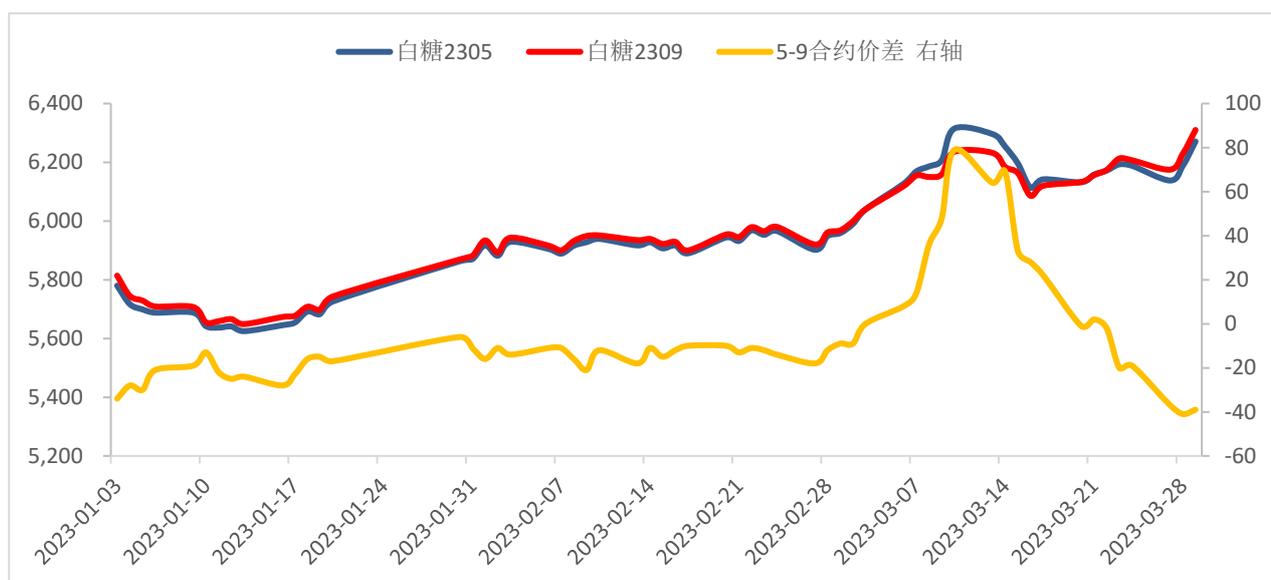
图表 5 白糖基差（元/吨）



数据来源：Wind、国元期货

3.2 5-9 价差走弱，远月支撑力度强劲

图表 6 5-9 价差（元/吨）



数据来源：Wind、国元期货

四、后市展望

短期看，国内广西甘蔗糖减产，制糖厂惜售，预计白糖期现价格短期仍有上涨潜力，但能否持续上涨很大程度上取决于 ICE 原糖走势和国际宏观环境。往后看，巴西刚进入新榨季，目前市场判断巴西糖会增产 400 多万吨，但印度糖出口量较去年减少约 500 万吨将会吞噬巴西糖的增产幅度，对 ICE 原糖形成支撑。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，但目前不适合追高。

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

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

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