

来源：东证衍生品研究院

报告摘要

走势评级：白糖:震荡

报告日期：2022年12月5日

★国际糖市分析及展望：

22/23榨季全球糖产需预期过剩，目前机构预估过剩500万吨左右，国际糖价重心料将有

所下移，后续

需关注主产国天气及巴西燃

料政策带来的供应面变数。上半年

：国际原糖贸易流预期相对偏紧，尤其是Q1，ICE原糖预计将在印度糖出口平价附近或之上运行，预估运行区间料在17-21美分/磅，关注印度第二批出口配额的公布情况。下半年：

随着巴西糖进入压榨高峰期，原糖贸易流预计将转为过剩，下半年糖价重心预期下移，总体料在16-18美分/磅区间内运行。

从更长远的角度看，

巴西、泰国

甘蔗及糖产量已恢复至

高位，印度产量及可供出口量难增，22/23榨季之后

的全球糖产量增长可能将面临瓶颈；全球年消费预期缓慢稳步增长，叠加美联储货币政策转向可能带来的美元下行周期，国际糖市长期前景偏乐观，一旦主产国遭遇不利天气，易引发价格上涨。

★国内糖市分析及展望：

22/23榨季国内表观新增供求预计相对平衡，较21/22榨季偏宽松的形势有所改善。对比全球产需过剩的预期，配额外进口严重亏损的局面或将有所修复，但难有大的利润空间。

国内自身基本面的驱动有限，市场趋势跟随外盘。上半年配额外进口成本大概率仍在国产糖成本之上，则趋势上偏向跟随外盘，范围上受国内阶段性供需主导，下方在生产成本附近支撑较强，预计区间5400-5800元/吨；下半年配额外进口成本预期将逼近甚至可能运行至国产糖成本之下，外盘对郑糖的利空影响将加大，预估区

间5000-5500元/吨。2023年郑糖总体运行区间预计在5000-5800元/吨，重心趋于下移。

套利：关注内外反套及5-9正套机会。单边

：关注Q2-Q3逢高沽空的机会，但不宜过分悲观，关注宏观面的影响及主产国天气情况，22/23榨季过后糖市或将迎来转机。

★风险提示：

宏观金融风险；天气风险；产业政策风险（巴西燃料政策、中国是否收紧进口许可等）；疫情风险等。

报告全文

1

行情回顾：2022年外盘区间震荡，郑盘震荡偏弱，配额外进口亏损扩大

1-5月份，内外糖震荡上行，郑糖指数从5650元/吨上行至6150元/吨，外盘自17.5美分/磅上行至20.5美分/磅左右。国际市场方面，俄乌局势紧张令国际原油价格持续上涨，巴西也上调汽柴油价，巴西乙醇折糖平价较糖价有较高溢价，国际机构下调巴西糖估产，外盘震荡上行至20美分一线；郑糖在外盘的带动下，回升至6100一线上下，现货价格在国内宽松的供应形势下表现相对弱于期货，基差偏弱。

6-10月，内外糖震荡下滑，郑糖指数从6150元/吨一路下滑至5500元/吨左右，外盘自20.5美分/磅回落至17-17.5美分/磅。巴西政府实施燃料减税政策，随后巴西国家石油公司连续多次下调炼油厂汽油均价，这对巴西乙醇价格形成利空打压，进而对糖价形成拖累；且亚洲地区印度、泰国降水情况良好，新榨季甘蔗及糖产量前景乐观，市场对22/23榨季全球糖产需过剩预估量有所上调，叠加宏观面美联储激进加息带来的利空，国际糖价承压走弱。而国内需求疲弱，21/22榨季糖厂结转工业库存偏高，再加上国际糖市走弱及外部宏观环境动荡影响，国内糖期现价格下滑。不过，由于配额外进口成本较高，国产糖存在成本竞争优势，价格在生产成本附近获得较强支撑。悲观情绪下，期价下行快于现货，基差转强，而正基差又在一定程度上打压了贸易商采购的积极性。

10-11月，外盘震荡走高，而郑糖在5500-5800区间内震荡，整体表现外强内弱，配额外进口亏损扩大至每吨逾千元。进入四季度，市场供应转向北半球主产国印度和泰国，而国际白糖现货市场供应紧张，ICE白糖较原糖溢价较高，市场需要亚洲糖来填补，而印度出口配额政策发布偏晚导致部分出口合同违约，且持续降水令印

度、泰国糖厂推迟开榨，令亚洲新糖集中上市推迟，外糖回升至19-20美分左右；而国内糖厂结转工业库存偏高、多地疫情反弹导致管控措施加强影响到需求、8-10月份进口糖到港量高，国内供需形势宽松令郑糖跟涨幅度受限，11月下旬糖厂开榨增多，新糖即将于12月大量上市，套保压力也令盘面上方空间受限，但由于配额外进口成本较高，郑糖在生产成本附近继续获得较强支撑。

2 国际糖市基本面：

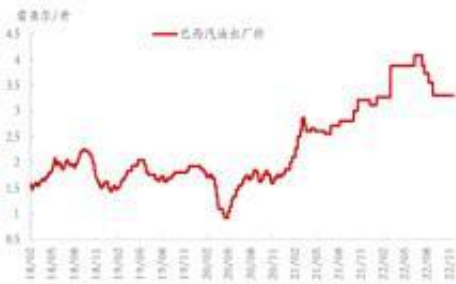
2.1、巴西

2.1.1、22/23榨季：巴西中南部甘蔗及糖产量小幅增加

22/23榨季巴西中南部甘蔗压榨生产已处于后期，据UNICA公布的数据，11月16日，巴西中南部已累计压榨甘蔗5.17亿吨，同比减少0.1%，累计产糖3196.6万吨，同比增加0.29%，累计产乙醇257.3亿公升，同比下降0.54%，平均制糖比46%，高于上榨季同期的45.2%，平均出糖量ATR为141.13千克/吨，低于去年同期的143.06千克/吨。

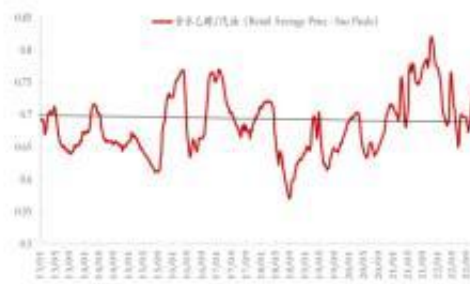
21/22榨季巴西中南部持续的旱情令甘蔗单产及产量受损严重，致使该榨季后期提前收榨，并且导致22/23榨季开榨延迟以给予甘蔗更多的生长时间，因此22/23榨季前期巴西甘蔗的压榨进度远落后于去年同期，再加上国际油价在俄乌冲突影响下高涨，带动巴西乙醇价格走高，4-5月份巴西乙醇折糖平价高于糖价，糖厂积极用甘蔗生产乙醇，22/23榨季前期巴西中南部产糖量同比降幅较大，截至4月末累计产糖量同比降幅51%，截至5月末累计产糖量同比降幅30%。但之后累计同比降幅逐步收窄，原因一方面是因为6月份巴西总统为了在竞选争取选票开始干预燃料市场价格、削减燃油税费，导致巴西乙醇价格承压下滑，糖醇比价走高，用甘蔗产糖效益明显高于乙醇，糖厂纷纷上调制糖比至高位水平；另一方面是巴西中南部降水虽然虽仍不及正常年份，但比2021年有所增加，土壤湿度改善，甘蔗单产也小幅恢复。虽然9-11月份大量的降水令甘蔗压榨进度受到一定的阻碍，但截至11月16日，巴西中南部累计甘蔗压榨量和产糖量已基本赶上上榨季同期水平，由于今年开榨推迟，收榨预计会偏晚，11-12月甘蔗压榨量将高于上年同期，且糖厂还将继续维持高制糖比，则22/23榨季巴西中南部甘蔗及糖产量预计同比有小幅增长，其中巴西中南部甘蔗产量预计同比增加5%至5.5亿吨左右，糖产量预计同比增加2.9%（约100万吨）至3300-3350万吨左右。

图表 11: 巴西炼油厂汽油均价



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 12: 巴西乙醇与汽油零售价比价情况

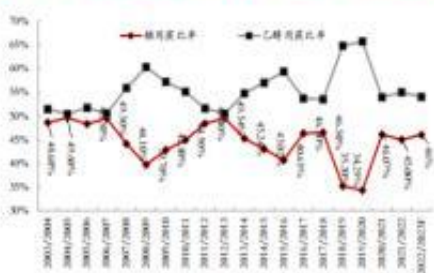


资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

年份	乙醇	汽油	乙醇/汽油
2016	0.65	0.75	0.87
2017	0.70	0.80	0.88
2018	0.75	0.85	0.88
2019	0.70	0.80	0.88
2020	0.65	0.75	0.87
2021	0.70	0.80	0.88
2022	0.75	0.85	0.88
2023	0.80	0.90	0.89

我们将巴西燃料政策可能进行调整的情形，做了以下四种情景的分析（见下表），根据初步的估算可以看出，若巴西石油公司的定价政策不变、联邦税及ICMS都恢复的情况下，巴西乙醇价格提升的幅度最大，按目前乙醇价格为基础测算，乙醇折糖均衡价（“乙醇底”）将升至20美分/磅左右。综合当前巴西通胀形势、财政及经济情况，我们认为情景3-4出现的可能性较大，即：政府改变燃油定价政策，出台价格上限措施，并且联邦税及ICMS都恢复，则乙醇价格提升幅度有限，甚至可能下降，新榨季用甘蔗产糖的收益或仍胜于产乙醇，进而将支持糖厂继续维持高制糖比。在此情形下，乙醇折糖均衡价上下浮动的区间预计有限，区间下沿位置或在15-16美分/磅左右。

图表 17: 巴西中南部历年用甘蔗产糖及产乙醇的比例



资料来源: UNICA, 东证衍生品研究院

图表 18: 巴西中南部甘蔗及糖历年产量情况



资料来源: UNICA, 东证衍生品研究院



2.2、印度

2.2.1、22/23榨季印度甘蔗及糖预计继续高产

21/22榨季：该榨季打破了此前印度甘蔗生产、食糖生产、食糖出口的所有记录。

据印度糖协ISMA公布的数据，产量：印度21/22榨季糖产量增至3600万吨历史新高水平，这不包括进入到乙醇产业中的340万吨糖。相比之下，上一榨季在扣除200万吨糖进入到乙醇行业后的印度糖产量为3119.2万吨，21/22榨季印度糖同比增加了15.4%。出口：21/12年度出口限制在1000万吨后，又额外批准120万吨糖出口配额，印度糖总出口量达1120万吨，创历史记录水平。消费：国内消费预估2720万吨，同比上榨季的2650万吨有所增加。库存：期初库存820万吨，按2720万吨的消费预估、1100万吨的出口预估、3600万吨的产量预估，期末库存预期将降至近600万吨的合理水平。

22/23榨季：

①面积及产量：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%。而6-9月份的西南季风期降水充沛，有利于甘蔗的生长，印度甘蔗产量前景预计可观。22/23榨季全印度乙醇汽油平均掺混率目标提升至12%，则进入到乙醇产业中的糖量预计为450万吨左右。扣除乙醇业分流走的糖量，22/23榨季实际糖产量预计仍将在3600-3650万吨左右的记录高位水平（ISMA10月预计为3650万吨，同比增2%，其中北方邦的糖产量预计为1230万吨，马邦为1500万吨，卡纳塔克邦为700万吨）。

②内需：预计22/23印度榨季国内消费需求略增至2750万吨水平，则该国产需或仍将过剩800-900万吨左右。可见，尽管21/22榨季印度糖库存已连续下降，但庞大的产量前景下，仍存在累库的压力，22/23榨季印度仍需要出口一定量的糖。

③出口：22/23榨季印度继续实施出口限制政策，11月初，印度政府公布了第一批600万吨糖出口配额，允许在2023年5月31日前出口。截至11月底印度已经签订了400-430万的22/23榨季出口合同，较高的国际糖价给了印度糖出口盈利空间，促使糖厂积极签售出口合同，并且很多有较大的出口溢价，预计糖厂在12月底前就能售出全部600万吨配额出口。3-4月后印度可能再公布第二批200-300万吨出口配额，视该国生产和库存情况为定，22/23榨季总出口量或在800-900万吨，虽然较上榨季有所减少，但仍为历史高位水平。

出口平价：由于本榨季不再实施出口补贴，则印度糖出口门槛仍较高。目前印度糖最低售价仍维持在31000卢比/吨，22/23榨季甘蔗收购价已提高，22/23榨季印度国内糖价预计在31000-35000卢比/吨（预计平均33000卢比/吨），初略估算：按80的汇率折16.5-18.7美分/磅（平均17.6美分/磅）。随着美联储货币政策可能转向，卢比汇率料将有所升值，这将有利于出口平价的上移。22/23榨季预计印度糖出口门槛平均在17-18美分/磅。

④期末库存：按3600-3650万吨的预估产量、2750万吨的国内年需求量、800-900万吨的出口预估，则期末结转库存仍在600万吨左右，2-3个月消费当量，处于相对合理水平。

图表 23: 印度乙醇计划

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23 (E)	2023/24	2024/25	2025/26
乙醇生产目标 (单位: 亿升)	17.3	29.6	45	55	70	100	102
全印度平均掺混率	5%	8.10%	10%	12%	15%	20%	20%
需分流的糖当量 (单位: 万吨)	80	210	340	450			

资料来源: ISMA, 东证衍生品研究院

2.3、泰国

2.3.1、22/23榨季泰国糖产量及可供出口量预期进一步提升

21/22榨季：

21/22榨季，泰国糖产量为1015万吨，同比增加34%，甘蔗压榨量为9207万吨，同比增加40%。在经历了连续两个榨季的减产，由于种植面积的增加及降水情况的恢复，该榨季泰国糖产量大幅回升，累计出口量736万吨，同比增加368万吨。

22/23榨季：

22/23榨季泰国甘蔗种植面积进一步扩大；2022年，泰国全年降雨量异常高，到年底预期总降雨量将高出均值10%，充沛的降水有利于甘蔗的生长，但持续潮湿的天气令泰国22/23榨季开榨推迟1-2周，进入12月份，泰国新榨季的收获即将开始，市场预期甘蔗总产量将达到1.05-1.1亿吨、糖产量预计将增至1100万吨左右，可供出口量将进一步增加至900万吨左右。

23/24榨季：

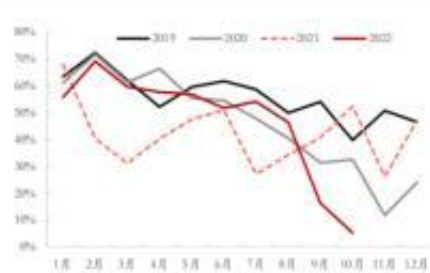
泰国公布，22/23榨季泰国甘蔗价格暂定为1040泰铢/吨，上榨季为1070泰铢/吨，较高的甘蔗收购价格或将有利于23/24榨季种植面积的稳定。

图表 26: 国际机构对全球近三个榨季的产需格局预估 (单位: 万吨)

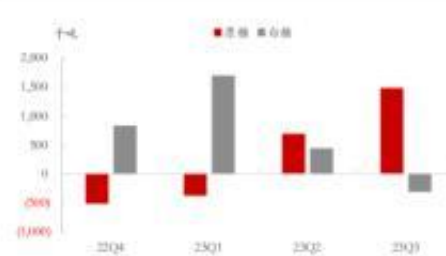
单位: 万吨	20/21 年度产需预估	21/22 年度产需预估	22/23 年度产需预估
ISO(2022.11)	-310	-166.5	618.5
CovrigAnalytics(2022.11)	-203	-45	544
Stonex(2022.11)	-290	-120	520
TRS (2022.11)	-412.2	-133	473.1

从贸易流情况来看, 尽管22/23榨季产需过剩, 亚洲主产国印度和泰国预期丰产, 但由于全球白糖供应紧张, 国际白糖较原糖溢价较高, 印度、泰国优先生产白糖用于出口以获取更高的利润。从泰国食糖月度出口结构上可以看出, 9-10月份, 泰国原糖出口占比大幅下滑, 糖厂加大生产白糖来出口而非原糖。截至11月底, 对于22/23榨季合约, 伦敦白糖2303-ICE原糖2303价差 (简称: 白原糖3-3价差) 在106美元/吨、白原糖5-5价差在117美元/吨、白原糖8-7价差在114.9美元/吨, 均处于高溢价状态, 远高于去年同期的70-80美元/吨水平, 这将鼓励亚洲糖厂加大对白糖的生产, 若印度泰国均最大化生产白糖, 则将导致原糖新增供应受限。2023年4月巴西进入新榨季, 巴西新糖生产上市将带来原糖供应的增加, 但4-5月份为巴西榨季前期, 新糖上市量尚不大, 且22/23年度巴西大豆玉米产量预期创纪录, 出口量庞大可能造成港口物流拥堵, 或将对2023年4-5月份的巴西糖出口带来阻碍和延迟。因此, 综合考虑, 2023年上半年国际原糖贸易流供应或相对偏紧, 进而将对ICE原糖价格形成支撑, 贸易流白糖供应大幅增加将令白原糖价差回落; 2023年下半年, 随着巴西糖进入压榨高峰期, 原糖贸易流预计将转为过剩, 进而给ICE原糖价格带来下行压力。

图表 29: 泰国食糖月度出口中原糖占比情况



图表 30: 原白糖贸易流情况预估



2.5、国际糖市行情展望：2023年重心或有所下移，但糖市长期前景不悲观

22/23榨季全球糖产需由连续二个年度的缺口转为预期过剩的局面, 目前国际机构预估过剩量在500万吨左右, 这或将令2023年国际糖价承压而重心有所下移, 后续仍需关注主产国天气及巴西燃料政策带来的供应面变数。

上半年：

从贸易流看, 考虑到国际白糖较原糖的高溢价, 亚洲主产国印度、泰国将更多生产白糖以出口, 而非原糖, 且4-5月份巴西可能因庞大的粮油出口竞争而面临港口物

流拥堵的问题，2023年Q1-Q2国际原糖贸易流或相对偏紧，ICE原糖3月和5月合约价格将受到支撑而表现坚挺，贸易流白糖供应大幅增加将令国际白原糖价差回落。2023Q1-Q2，ICE原糖预计将在印度糖出口平价附近或之上运行，预估运行区间料在17-21美分/磅，关注印度第二批出口配额的公布情况，若不及预期则易引发行情上涨。

下半年：

2023年Q3-Q4，随着巴西糖进入压榨高峰期，原糖贸易流预计将转为过剩，进而给ICE原糖价格带来下行压力。过剩压力下，国际糖价预计将回落至印度糖出口平价之下运行，但综合考虑巴西、泰国糖生产成本，巴西乙醇折糖均衡价下沿位置预期15-16美分/磅左右，以及中国在17美分以下可能逐步增加对国际糖的采购（因美联储货币政策预期转向，美元走弱，人民币2023年大概率稳中趋升的情况下，国际糖价跌至17美分之下，配额外进口糖对国产糖成本优势或将逐渐显现），国际糖价下方空间也将受限。2023年下半年糖价重心预期下移，总体料在16-18美分/磅区间内运行，下方支撑位15-16美分/磅，风险因素在于：主产国天气风险及巴西燃料政策超预期利多（如：恢复燃油税而不改定价政策）。

长期前景偏乐观：

从更长远的角度看，①巴西甘蔗产量在23/24榨季将得到进一步的恢复，接下来几年的甘蔗及糖产量增长将面临瓶颈，而新总统卢拉的上台可能在生物燃料产业的支持上有所倾斜；②印度甘蔗面积及糖产量已至创纪录水平，而该国乙醇计划雄心勃勃，食糖可供出口量将逐渐减少；③泰国甘蔗及糖产量也将在22/23年度恢复至正常水平，甘蔗面临着木薯的激烈种植竞争，甘蔗种植面积持续扩张难度较大；反观需求面，虽然全球消费年增速趋势有所放缓，当前仅有1%-2%的增速水平，但还是稳步增长的态势。因此，全球糖市长期前景并不悲观，一旦主产国遭遇不利天气，易引发价格上涨。

3 国内糖市基本面

3.1、干旱或令22/23榨季糖产量仍不足千吨

产量方面：

21/22榨季：全国共生产食糖956万吨，减产110万吨，其中甜菜糖减产68万吨。

22/23榨季：2022年广西甘蔗种植面积有小幅增加，但由于广西部分产区出现持续旱情，影响了甘蔗生长，据调研机构反馈消息，除崇左外，柳州、来宾、南宁蔗区

株高均较去年同期低很多；四大蔗区的有效茎数量也不及去年同期。今年广西甘蔗产量或将不及此前市场预期，沐甜科技预计本榨季广西糖产量仅为540-570万吨，而泛糖科技预计为600万吨，均不及去年的612万吨；今年甜菜收购价的大幅提升令北方甜菜种植面积有所恢复，预计增产30%左右（20-30万吨）。本榨季全国产糖量预计将在960万吨左右，低于农业农村部10月预估的1035万吨，有悲观者预计全国产糖量可能仅930万吨，后续需关注糖厂生产情况。

成本方面：

22/23榨季成本依然较高。甘蔗糖：22/23榨季，广西甘蔗收购价除了崇左有所增加外，其他蔗区维持“普通蔗490元/吨，良种加价30元/吨”的收购价不变，22/23榨季国产糖整体成本仍将维持在高位水平。不过，干燥的天气将有利于糖分的提升，预计广西甘蔗糖分将由去年的12.19%提升至12.5%-13%，这将在一定程度帮助削减糖厂的生产成本，初步估算广西蔗糖成本在5500-5600元/吨。甜菜糖：为了保障种植面积，北方甜菜糖厂对22/23榨季甜菜收购价大幅提升，部分地区创历史新高，收购价同比上调了50-100元/吨左右不等，原料成本进一步抬升，甜菜糖成本料将达到5800-6000元/吨。

图表 33: 国内 22/23 榨季各主产区糖产量预估

	全国及主产区面积及产量预估			
	21/22 榨季面积 (万亩)	22/23 榨季面积 (万亩)	22/23 榨季产量 预估 (万吨)	产量同比 (万吨)
广西	1115	1125	600	-12
云南	430	410	188	-6
广东	143	140	53	-0.5
海南	26.2	25	8	-0.5
内蒙	135	178	60	+11
新疆	72	86	43	+9.5
全国合计	1940	1980	961	+5

资料来源：泛糖科技网，东证衍生品研究院

东证衍生品研究院

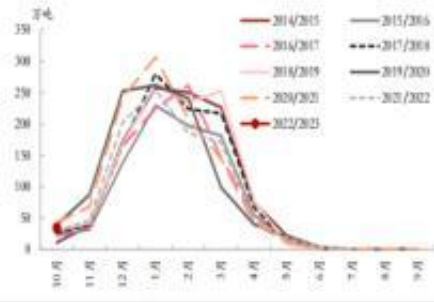
3.2、陈糖结转库存偏高，集团陈糖于11月基本清库

虽然21/22榨季国内减产，但新冠疫情在多地反反复复和严格的疫情清零管控措施令消费受到了较大影响，该榨季内多个月的糖厂单月销量低于上年同期及5年、10年均值水平，尤其是6、7月份，导致21/22榨季末糖厂结转库存仍偏高。根据糖协公布的数据，上榨季末全国糖厂结转库存量为89万吨，同比减少15万吨，但仍处于高位水平。

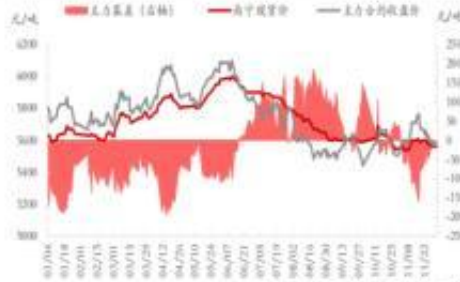
不过，由于今年农历春节来得较早，而广西糖厂11月中下旬开始集中开榨新糖，截至12月2日糖厂开榨数刚过半，新糖生产出来加上运输时间，能及时输送至终端的量有限，贸易商多用陈糖供货，因此，在新榨季初期，广西集团陈糖去库加快，在

11月上中旬集团陈糖基本清库。第三方仓库方面，据泛糖调研数据，截止11月26日，广西第三方仓库食糖库存为29.22万吨，基本上跟去年同期持平，11月的第三方去库幅度高于上月及去年同期，去库速度快于预期。产区干旱天气令新榨季糖产量或不及此前预期，且配额外进口利润严重倒挂也给了国产糖成本竞争优势，10-11月的主力负基差及冬季消费季节性向好促进了白糖现货需求的改善，促使去库加快。

图表 36: 全国国产白糖单月产量



图表 37: 2022 年郑糖主力基差 (南宁现货-主力期货)



3.3、配额外进口亏损扩大，2023年上半年进口压力或相对较轻

3.3.1、配额外进口亏损扩大或导致22/23榨季食糖进口量略减

进口量方面，21/22榨季中国累计进口糖534万吨，同比减99万吨；22/23榨季10月进口52万吨，同比减20万吨；2022年1-10月累计进口糖402万吨，同比减少62万吨。

根据巴西出口至中国的数据，6-10月都处于高位，按45天左右的航运时间，则8月开始巴西糖到中国港量将偏高，而中国海关8-10月的进口到港月度数据表现也在一定程度上做出了印证，11-12月中国进口糖到港量预计也较高。四季度大量的进口糖到港，叠加国产新糖压榨上市不断增加，而消费面仍受制于疫情管控的不利影响，国内食糖阶段性整体供应宽松，令郑糖上行乏力。

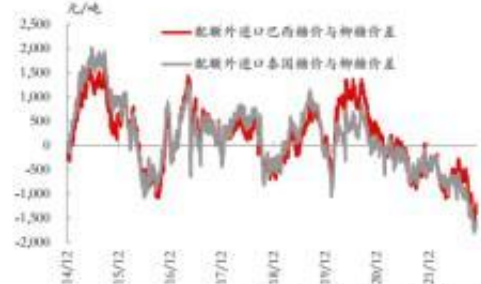
进口成本方面，今年ICE原糖基本维持在17-20.5美分/磅区间内运行，而由于美联储持续激进加息以及中国疫情反弹引发的严格封控损及国内经济等，人民币持续走弱，从年初的6.3一直贬至7.3，目前仍在7之上徘徊，人民币大幅贬值导致了配额外进口成本的大幅抬升，这导致配额外进口倒挂幅度加深，下半年配额外进口亏损达到每吨逾千元的水平（配额外进口亏损幅度在9月时为700-800元/吨左右，10月扩至1000元/吨左右、11月达到1400元/吨左右），连配额外15%进口关税下的进口利润也在不断缩小甚至几近关闭。巨大的配额外进口亏损情况下，2023年上半年国内进口糖量预计同比相对偏低、成本较高；2023年下半年随着巴西开榨、国际糖价预期走弱、人民币预期升值等，配额外进口利润或将有所修复，进口量预计相对较高。

考虑到加工厂需要保持一定的开工率以及保证进口许可获取的持续性等，22/23榨季总进口量预计仍将在500多万吨，初步估计在500-530万吨左右水平，但预计上半年进口同比将减少，集中在下半年进口；进口成本则上半年偏高、下半年相对低。

图表 40: 巴西出口至中国量



图表 41: 配额外进口巴西及泰国糖利润



3.3.2、进口糖浆及预拌粉量增加，但总体预期可控

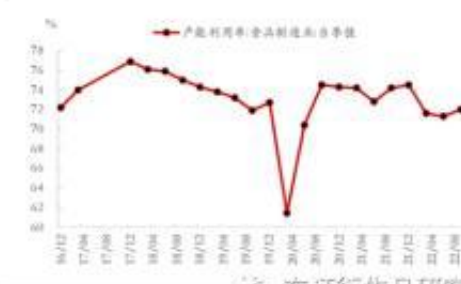
2022年1-10月糖浆及含糖预拌粉共累计进口94.09万吨，同比增加44.16万吨，月均进口量9-10万吨，高于去年。糖浆及含糖预拌粉因来自东盟零关税进口有利可图而促进了进口量的增加，尤其是含糖预拌粉（甘蔗糖、甜菜糖与其他糖的简单固体混合物，蔗糖含超过50%（税则号17029012））进口增加明显，2022年总进口量预计达到110万吨，2023年预计将进一步增长至130万吨。

糖浆及预拌粉的进口已引发行业关注，考虑到糖浆的进口受制于其不易储存的特性以及其对白糖需求替代领域的限制；含糖预拌粉进口迅猛增长更让人担忧，不过体量还不大，预计糖浆及预拌粉的进口总量还是总体可控，对糖市的总体影响预计还是相对有限，后续需密切关注行业政策及进口变化情况。

图表 44: 国内粮油、食品类零售额累计同比



图表 45: 食品制造业产能利用率



3.5、新榨季国内供需料相对平衡，配额外进口利润或有所修复

21/22榨季：

因疫情影响，21/22年度消费预计同比减少70万吨至1480万吨，产量减至956万吨，算上进口糖及进口糖浆折糖量，该榨季表观新增供求处于小幅过剩的局面，考虑到上一榨季结转库存量较大，21/22榨季整体供需仍偏宽松，其中该榨季末结转至

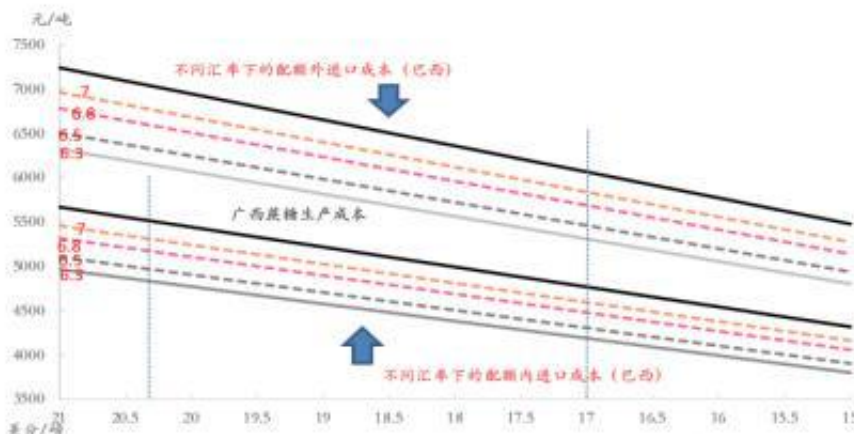
新榨季的工业库存在89万吨的偏高位水平。

22/23榨季：

因南方持续干旱影响，国产糖产量或不及此前预期，料在960万吨左右；国内消费料将有所回升，至1530万吨；进口料在500-530万吨，则新榨季表观新增供求预计将处于相对平衡态势，较21/22榨季形势有所改善。考虑到国际市场产需预期过剩，配额外进口严重亏损的局面或将有所修复，但仍很难见到配额外进口有大的利润空间。

在国家进口政策的调控影响下，国内市场供需面没大的矛盾，来自国内自身基本面的驱动力有限，市场趋势主要受外盘主导。

图表 47：不同人民币汇率下，配额内外进口成本测算



资料来源：东证衍生品研究院

东证衍生品研究院

4 糖市分析总结、展望及投资建议

国际市场方面：

22/23榨季全球糖产需预期过剩，目前国际机构预估过剩量在500万吨左右，这或将令2023年国际糖价承压而重心有所下移，后续仍需关注主产国天气及巴西燃料政策带来的供应面变数。

上半年：

国际原糖贸易流预期相对偏紧，尤其是Q1，ICE原糖预计将在印度糖出口平价附近或之上运行，预估运行区间料在17-21美分/磅，关注印度第二批出口配额的公布情况，若不及预期则易引发行情上涨。

下半年

：随着巴西糖进入压榨高峰期，原糖贸易流预计将转为过剩，进而给ICE原糖价格带来下行压力，国际糖价预计将回落至印度糖出口平价之下运行，但综合考虑巴西

、泰国糖生产成本，巴西乙醇折糖均衡价以及中国需求等，国际糖价下方空间也将受限。2023年下半年糖价重心预期下移，总体料在16-18美分/磅区间内运行，风险因素在于：主产国天气风险及巴西燃料政策超预期利多（如：恢复燃油税而不改定价政策）。

从更长远的角度看，随着巴西、泰国甘蔗及糖产量恢复，而印度产量及可供出口量难增，22/23榨季之后的全球糖产量增长将面临瓶颈；全球年消费预期还是缓慢稳步增长的态势，全球糖市长期前景并不悲观，一旦主产国遭遇不利天气，易引发价格上涨。

国内市场方面：

22/23榨季国内表观新增供求预计将相对平衡，较21/22榨季偏宽松的形势有所改善。考虑到国际市场产需预期过剩，配额外进口严重亏损的局面或将在本年度有所修复，但仍很难见到配额外进口有大的利润空间。

在国家进口政策的调控影响下，国内市场供需面没有大矛盾，来自国内自身基本面的驱动力有限，市场趋势主要受外盘主导。

结合对2023年外盘的分析预测以及人民币大概率震荡趋升的预期，据我们初步测算，上半年配额外进口成本大概率仍在国产糖成本之上，则趋势上跟随外盘，范围上受国内阶段性供需情况主导，下方受生产成本附近支撑较强。

23年Q1,1月处于春节前后，2-3月节后需求淡季，而新糖处于集中上市期，郑糖料维持在5500-5700元/吨区间震荡运行；Q2，国产糖压榨生产后期，新糖新增上市量逐渐减少，进口糖到港及供应减少，需求或因国内经济预期改善及端午节前备货而有所改善，现货价格预期表现相对坚挺，将对期价的下行空间形成一定限制，但全球过剩的预期影响下，期价预期震荡偏弱，预计区间5400-5600元/吨，基差或呈现升水状态。

下半年配额外进口成本预期将逼近甚至运行至国产糖成本之下，外盘对郑糖的利空影响将加大，内外盘联动性将增强。考虑到国内存在产需缺口需要进口糖来弥补，随着国产糖的消耗，对进口糖的需求将增加，配额外进口利润预期将逐步修复，但可能仍难见到大的利润空间，则预期下半年郑糖料偏弱，不过美联储政策预期转向带来的美元走弱或令商品整体氛围偏多，这将限制盘面跌幅，预估区间5000-5500元/吨。

2023年郑糖总体运行区间预计在5000-5800元/吨，重心预期下移，价格波动幅度预计小于外盘。

基差预期：Q2、Q3预期呈现升水状态，并走强；Q4预期基差收窄。

配额外进口亏损幅度：

预期逐步缩小。故可以考虑二季度布局买内抛外的内外反套。

套利机会：

受外盘及上半年进口预期偏少影响，2305合约预期抗跌性较强，2309合约预期承压更重，建议关注5-9正套机会。

单边上：

建议关注Q2-Q3逢高沽空的机会，考虑到从更长远的角度看，22/23榨季之后的全球糖产量增长将面临瓶颈以及宏观面美联储货币政策的转向可能带来的弱美元周期，全球糖市22/23榨季过后或有转机，届时或可关注低位布局长线多单机会。