

内稳外足，去库仍需时日

年报 | 白糖

发布日期：2022-12-22

投资咨询业务资格

证监发【2014】217号

王伟

0371-68599135

0371-61732882

wangw_qh@ccnew.com

从业资格号：F0272542

投资咨询号：Z0002884



分析师微信



公司官方微信

本期要点

2022年，国际原糖在俄乌冲突和印度贸易流收紧提振下，两次触摸去年高点，并于年末创新高，全年整体在（17.5，21）美分高位震荡。国内白糖价格走势反应出了宏观性和国内自身属性的特点。一是受全球宏观货币形势影响，跟随大宗商品走势，糖价全年冲高回落；二是反映了国内自身的供需情况，外强内弱，内外价差负向扩大。

22/23年度全球糖市连续第3年增产，产量创历史高点；全球糖市供需结构年度转宽松。但受印度食糖出口限制政策，国际原糖贸易流偏紧。目前至明年一季度，北半球上市旺季，巴西提前收榨，印度出口限制政策支撑糖价难以大幅下跌，原糖预计高位震荡。二季度开始的巴西新榨季，由于甘蔗增产预计优先制糖预期，糖价有望回落。

国内方面，22/23年度国产糖增产幅度不及预期，“着力扩大国内需求”提振未来白糖的需求，长期看国产糖供需矛盾不大，且偏利好，主要在于进口的不确定性。目前新糖不断上市，进口量高企，节前备货旺季受全国疫情形势影响或旺季不旺。春节前，郑糖上涨空间有限。春节后至3月份，消费淡季叠加供应增多，原糖高位震荡给予支撑，糖价调整。二季度，内外糖价回落预期增强。下半年，在经济恢复下，糖价或表现偏好。同时贯穿全年季节性销售旺季支撑下的阶段性反弹。初步预计2023年糖价运行区间5300-6000。

目 录

1 2022 年行情回顾及分析重点.....	3
1.1 国内期货回顾：冲高回落，内外价差负向扩大.....	3
1.2 原糖期货回顾：俄乌冲突和印度贸易流收紧提振原糖两次触摸去年高点.....	3
1.3 2023 年影响糖价的主要矛盾点.....	6
2 22/23 年度全球食糖供需过剩.....	7
3 巴西基本面分析.....	8
3.1 22/23 年度中南部糖产量小幅增加.....	8
3.2 巴西食糖出口收益丰厚.....	10
3.3 国内乙醇竞争力不足.....	11
3.4 23/24 年度食糖增产预期强烈.....	14
4 印度基本面分析.....	14
4.1 22/23 年度产量增产.....	14
4.2 出口大幅减少.....	14
4.3 印度乙醇计划将使未来出口变得更少.....	15
5 全球 22/23 年度供需过剩增多，但贸易流紧张.....	16
5.1 其他国家.....	16
5.2 22/23 年度贸易流偏紧.....	16
6 国内基本面分析.....	17
6.1 22/23 年度国产糖预计小幅增产.....	17
6.2 内外价差长期持续倒挂，进口量仍旧充足.....	18
6.3 淡季更淡，国产糖仍需去库.....	20
6.4 下游含糖食品产量同比持平，长期看，食糖消费低速增长.....	21
7 2023 年糖价展望：内稳外足，去库仍需时日.....	22

1 2022 年行情回顾及分析重点

1.1 国内期货回顾：冲高回落，内外价差负向扩大

2022 年，国内白糖价格走势反应出了宏观性和国内自身属性的特点。一是受全球宏观货币形势影响，跟随大宗商品走势，糖价全年冲高回落；二是反映了国内自身的供需情况，外强内弱，内外价差负向扩大。

分阶段看：**1-2 月份**：糖价区间震荡。印度生产高峰期，国内食糖购销淡季，糖价稳定，郑糖主力波动区间在 5650-5870 元/吨。**3-6 月上旬**：糖价上涨，随后高位震荡。一方面跟随外盘上涨，俄乌战争导致油价上涨，巴西榨季初产糖降低，原糖上涨，郑糖受此提振，内外走势相关性高；另一方面国内 5 月份食糖销售数据利好，糖价创年内高点，表现强于外盘。郑糖主力波动区间在 5700-6130 元/吨。**6 月中旬-10 月上旬**：糖价高位回落，趋势性下跌。美联储加息利空，进口维持高位，销售欠佳，去库缓慢，糖价趋势性下跌，创年内低点。郑糖主力波动区间 6076-5440 元/吨。**10 月中旬-年度**：区间震荡。新年度产量或不及预期，进口量开始下降，加上外盘成本支撑，国内糖价抗跌，阶段性底部支撑震荡。郑糖主力波动区间 5500-5776 元/吨。全年郑糖主力运行区间 5400-6130，截至 12 月 16 日，郑糖主力合约收于 5719 元/吨，较年初跌 58 元/吨。

全年广西柳州现货价格下跌，截至 12 月 16 日，柳州白砂糖价格为 5750 元/吨，较年初跌 70 元/吨。

基差全年波动区间在(-161,256)，主要受期货价格波动影响。**1-6 月中旬**：基差在 0 附近上下波动。**6 月中旬-9 月份**：期货价格持续下跌，基差逐渐走强。**10 月份至今**：基差回落。

期货仓单（含有效预报）在上半年高于 2021 年水平，下半年由于价格下跌，仓单也迅速减少。截至 12 月 16 日，郑商所白砂糖仓单数量（含有效预报）5223 张，同比减少 10692 张。

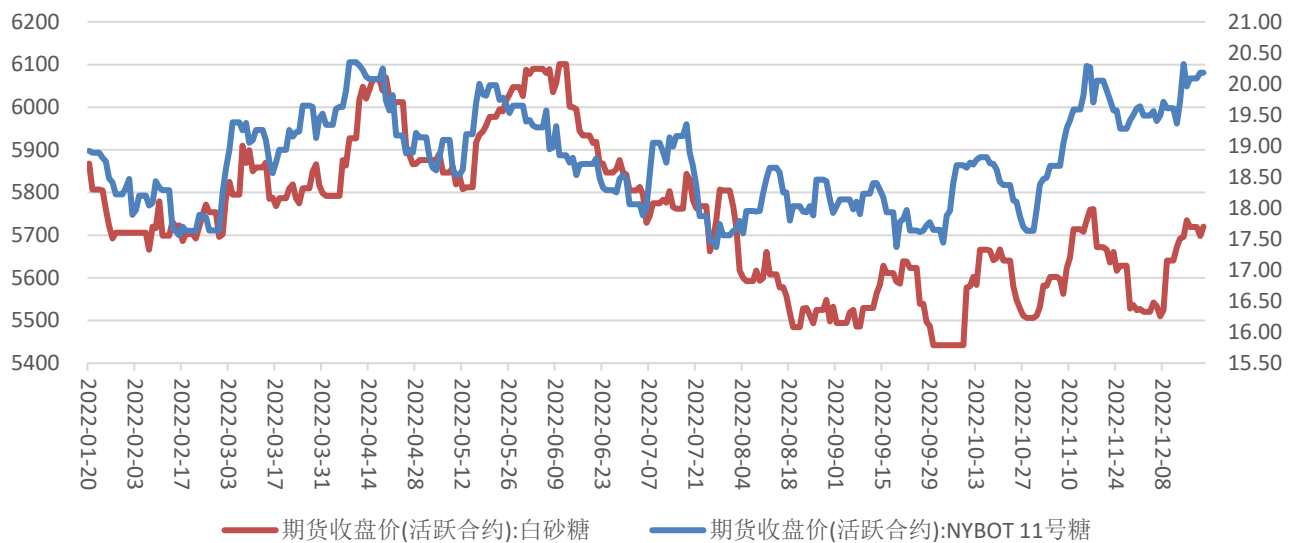
1.2 原糖期货回顾：俄乌冲突和印度贸易流收紧提振原糖两次触摸去年高点

2022 年原糖整体在 (17.5, 20.5) 美分高位震荡。**1-2 月份**：原糖震荡走弱，主要因印度生产加速，原糖跌至 17.5 美分收到支撑调整。**3-4 月份**：上涨。俄乌战争导致原油价格上涨，市场对新榨季巴西优先产醇，产糖量降低担忧。原糖最高涨至 20.5 美分/磅。**4 月中旬-7 月份**，震荡下跌。印泰糖产量和出口超预期，巴西燃油税降低，乙醇价格承压，折糖溢价降低，产糖收益回升，原糖承压回落至 17.5 附近。**8-10 月份**：围绕 18 美分上下震荡。巴西中南部断断续续

降雨影响阶段性收割进度，但制糖仍较乙醇具有优势；印度新年度产量预期调高，但出口限制政策延期，新榨季预计出口同比减少 300 万吨，多空因素干扰，原糖区间调整。11 月至今：上涨后小幅回落调整。印度榨季初产糖同比减少，同时公布了 22/23 年度首批出口配额 600 万吨，出口形势大好，贸易流阶段性偏紧，原糖再次涨至年内高点，随着印度出口限制政策利好反应，同时巴西当前产糖同比偏高，价格从高点回落。截至 12 月 16 日，原糖主力合约收于 20.09 元/吨，较年初涨 7.09%。

CFTC 持仓报告显示，今年原糖非商业投机空头资金持仓抬升，净多资金整体较去年回落。截至 12 月 13 日，非商业基金多头持仓仍有 288052 张，处于历史偏高位置；非商业空头持仓 95001 张，处于历史低位附近；净多持仓 193051 张，处于历史较高位位置。可见资金对目前原糖持看多观点。

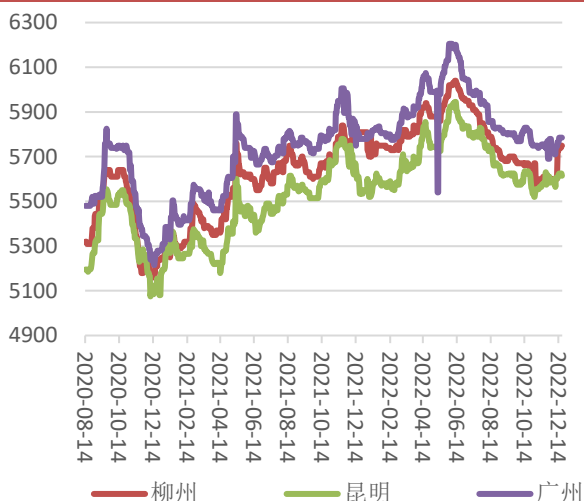
图 1 郑糖主力和 ICE 11 号原糖主力价格



资料来源：Wind 中原期货

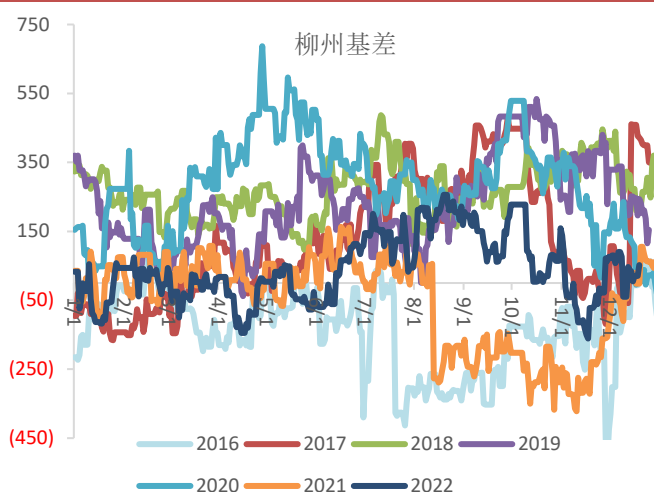
图 2 白糖主产区现货价格 (元/吨)

图 3 白糖基差



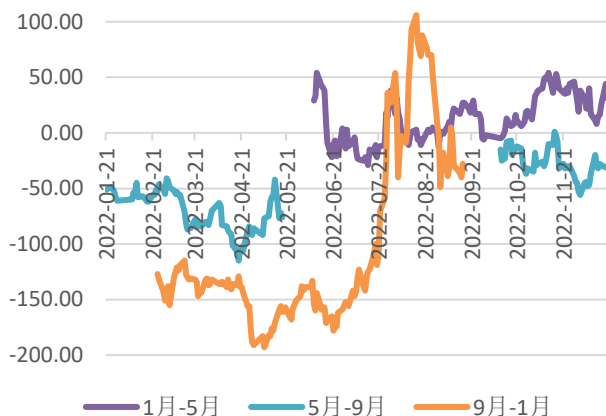
资料来源: Wind 中原期货

图 4 白糖跨期价差



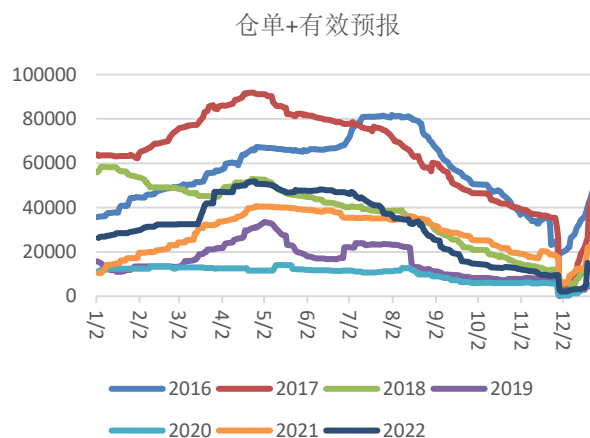
资料来源: Wind 中原期货

图 5 白糖期货仓单



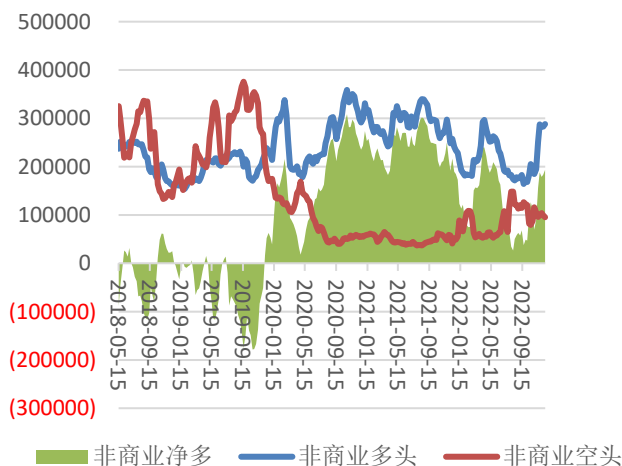
资料来源: Wind 中原期货

图 6 CFTC 11号原糖非商业持仓

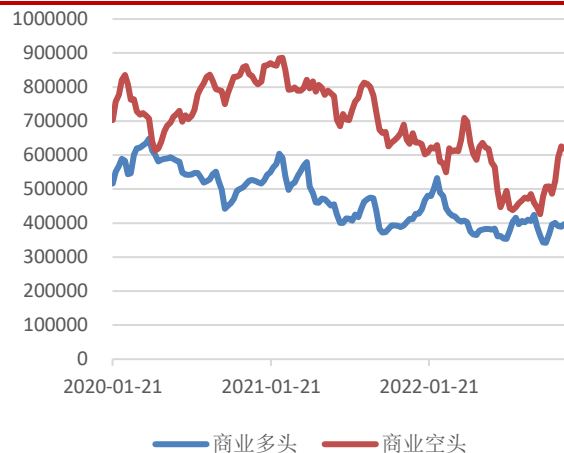


资料来源: Wind 中原期货

图 7 CFTC 11号原糖商业持仓



资料来源: Wind 中原期货



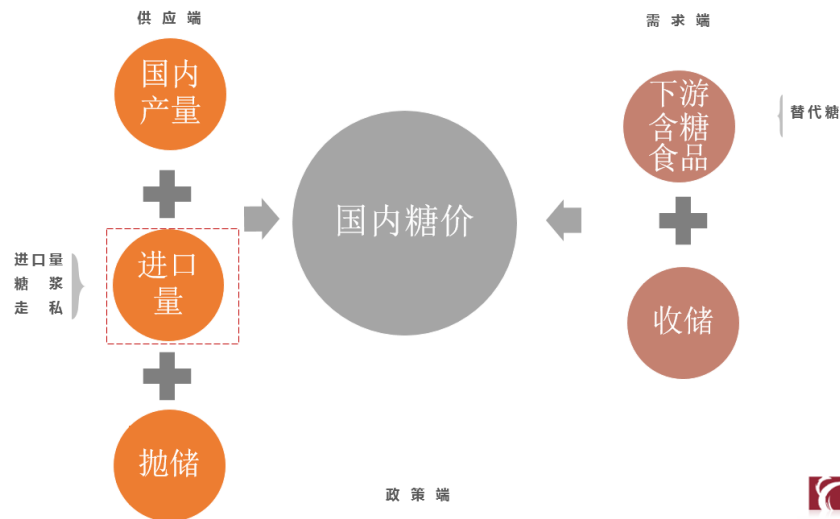
资料来源: Wind 中原期货

1.3 2023 年影响糖价的主要矛盾点

我国食糖供应源主要来自三方面：国内产量、进口量、国储抛售。国内产量占总供给约 63%，进口量占约 37%。第一，国产糖产量预计稳定在 1000 万吨左右。2021 年 12 月 29 日发布的《“十四五”全国种植业发展规划》指出“稳定棉糖菜供给，到 2025 年，全国糖料种植面积稳定在 2300 万亩左右，其中甘蔗面积 2000 万亩左右，甜菜面积 300 万亩左右；糖料总产量 1.2 亿吨以上。”2020 年糖料面积 2353 万亩，产量 1.2 亿吨，食糖产量 1067 万吨。随着甘蔗种植技术的提高，订单农业、良种及机械化等的推行，国产糖的增减产周期变化趋弱，在天气不出现极端情况下，国产糖产量预计变化不大。第二，进口不确定成为国内食糖供给的最大变量。进口量细分为三类：食糖直接海关进口量、糖浆（含预混粉）进口量、走私量。食糖进口量主要关注中国买船以及月度海关发布的进口数据，自从 2020 年 5 月 22 日开始食糖保障关税措施到期，配额外进口关税降低为 50% 之后，三年来，国内年均进口量超 500 万吨，同时内外糖价联动性加大，进口利润成为影响进口量的主要因素。2022 年泰国丰产，我国糖浆进口量大增，糖浆（含预混粉）进口成为不容忽视的供应源。在 2018 年以来大力严控走私的高压下，近年来，食糖走私数量大为减少，2023 年走私量预计甚微。最后，国储抛储属于政策层面，目前尚不好衡量。

食糖消费基本属于刚性需求，阶段性销售高峰影响去库存节奏，进而影响糖价走势。

基于农产品主要看供给的特点，进口量是供应端最大的不确定性，所以受内外价差的影响，国内糖价大体也将跟随国际原糖市场走势；季节性需求旺季和去库进度影响糖价的节奏。



2 22/23 年度全球食糖供需过剩

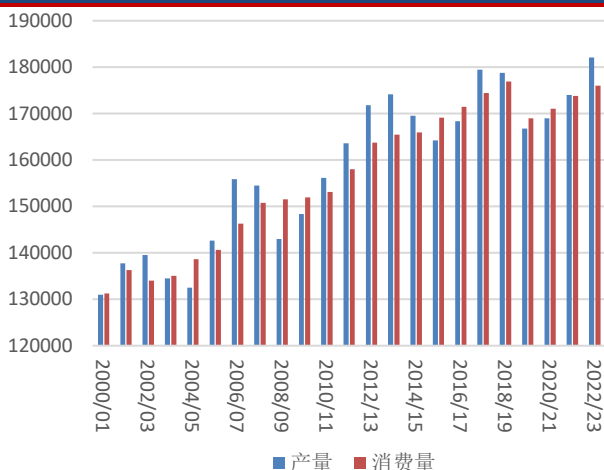
国际糖业组织（ISO）在每年 2、5、8、11 月分别会发布季度供需预测。2022 年，ISO 从 5 月份的报告中开始对 22/23 年度食糖供需进行预估，目前已有三期，最新一期（11 月上旬）的预估报告，上调了 2022/23 年度（10 月至次年 9 月）全球糖过剩预期。2022/23 年度全球糖过剩 620 万吨，高于 8 月预估的 560 万吨。因北半球的供应随着收获开始而增加，而出口供应随着印度政府宣布出口许可和泰国供应增加而改善。预计 2022/23 年度全球糖产量将升至创纪录的 1.821 亿吨，高于此前预测的 1.819 亿吨，而消费量预估则从 1.763 亿吨下调至 1.760 亿吨。ISO 预计，2021/22 年度供应缺口为 170 万吨。年度看，全球糖市的增减产周期明显，基本上两（或三）年的增减产周期转换。2022/23 年度全球糖市连续第 3 年增产，产量创历史高点；需求增加；供需结构由短缺转为过剩，全球糖市供需结构年度转宽松。边际变化看，今年 5 月、8 月、11 月三次预估逐月调高产量和过剩量，显示出边际宽松倾向。

USDA 每年 5、11 月发布全球食糖供需报告。2022 年 11 月 22 日报告显示，全球产量预计增加 280 万吨至 1.832 亿吨，因巴西、泰国、中国和俄罗斯产量的增加将远远抵消欧盟、印度和乌克兰产量的下降。消费量将刷新历史纪录，预计增加 300 万吨至 1.772 亿吨，由于中国、印度尼西亚和俄罗斯等市场的增长。期末库存预计下降 593 万吨至 3856 万吨。USDA 的报告显示，22/23 年度全球产需增加，库存继续下降，全球过剩 592 万吨，相比上年度过剩 613 万吨。

加上其他机构的预估，22/23 年度全球食糖产量过剩量约 200-620 万吨，整体供需宽松。

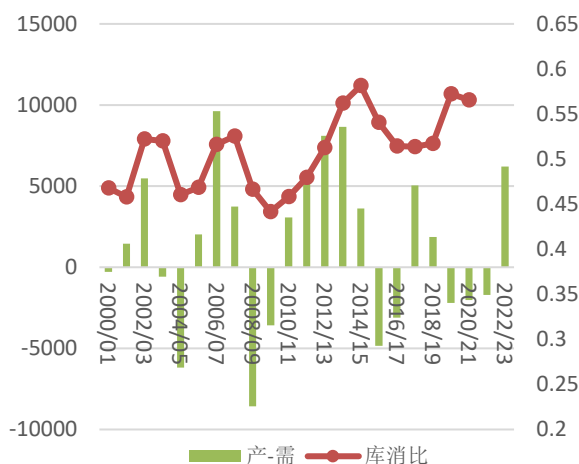
图 8 iso: 全球食糖供需（千吨）

图 9 iso: 全球食糖缺口（千吨）



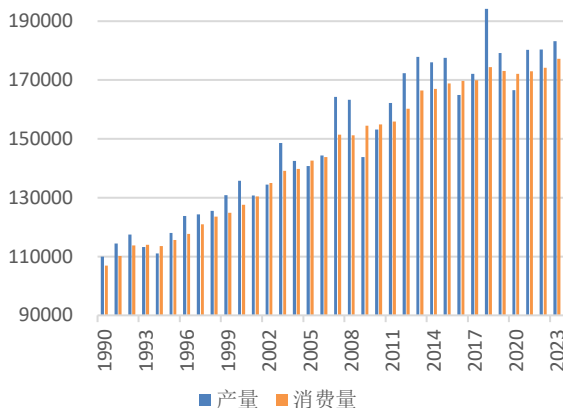
资料来源：ISO 中原期貨

图 10 USDA：全球食糖供需（千吨）

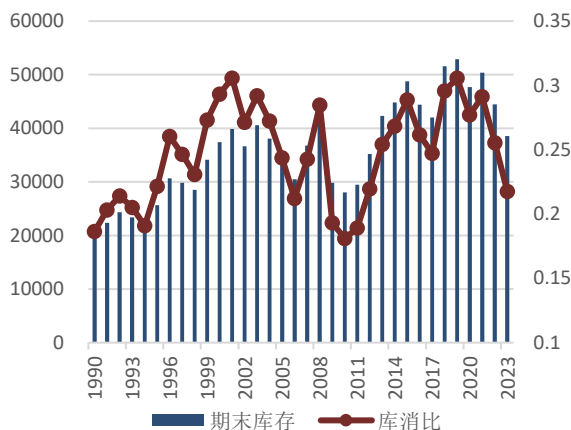


资料来源：ISO 中原期貨

图 11 USDA：全球食糖库存（千吨）



资料来源：USDA 中原期貨



资料来源：USDA 中原期貨

3 巴西基本面分析

3.1 22/23 年度中南部糖产量小幅增加

22/23 年度产量将小幅增加。由于降雨的恢复，预计 2022/23 年制糖期中南部地区甘蔗产量恢复性增加；食糖生产长时间较乙醇有优势，预计中南部糖产量 3250-3500 万吨，同比增加 50-300 万吨，根据当前生产情况，中南部产量最终落在 3350 万吨的概率较大，增产 150 万吨，21/22 年度为 3206 万吨。

截至 11 月，中南部糖产量增产 90 万吨，榨季后半期糖厂优先制糖。2022 年受原油价格波动以及压榨期降雨影响，巴西中南部甘蔗压榨进度一直同比偏慢，直到 11 月上旬甘蔗压榨量和糖产量才追平去年。22/23 年度截至 11 月底，中南部累计压榨甘蔗 5.3193 亿吨，同比增加 2.06%；累计产糖 3294 万吨，同比增 90 万吨，增幅 2.82%；累计制糖比 46.05%，去年同期为 45.12%。

甘蔗 ATR 为 141.12kg/吨，较去年同期的 142.99kg/吨下降了 1.87kg/吨。当前，甘蔗制糖优势仍然明显，截至 12 月 16 日，巴西含水乙醇价格 2.6781 雷亚尔/升，折糖价约 14.41 美分，原糖溢价 5.68 美分。预计榨季末期，糖厂仍然优先制糖。

降雨或导致提前收榨。截至 11 月底，中南部有 84 家工厂在运营，而 2021/2022 年有 27 家公司在运营。今年由于开榨时间较晚，且三季度阶段性降雨影响收割，目前尚在生产的工厂同比偏多，但由于 12 月降雨又开始增多，导致中南部主要甘蔗产区的大多数工厂都停止了在本季度的甘蔗压榨，留下了数百万吨甘蔗等待明年收割。这将导致本年度食糖产量不及早前预期，市场担忧供给。

图 12 巴西中南部食糖产量 (万吨)

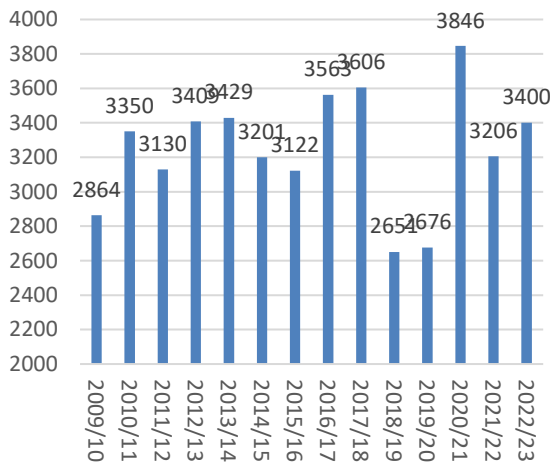
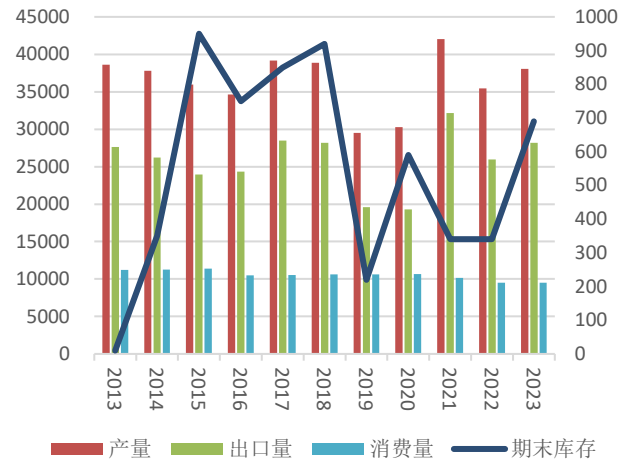


图 13 usda: 巴西食糖供需 (千吨)



资料来源: unica 中原期货

资料来源: USDA 中原期货

图 14 巴西中南部累计产糖量 (万吨)

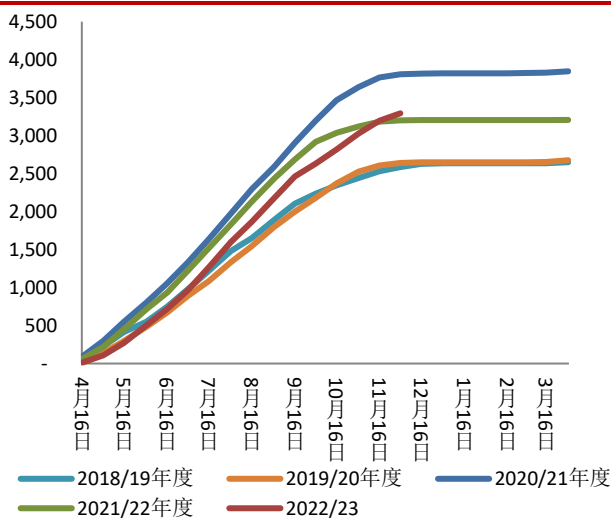
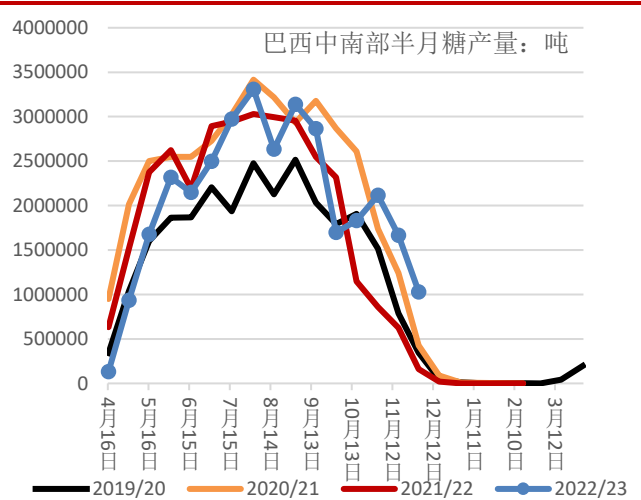


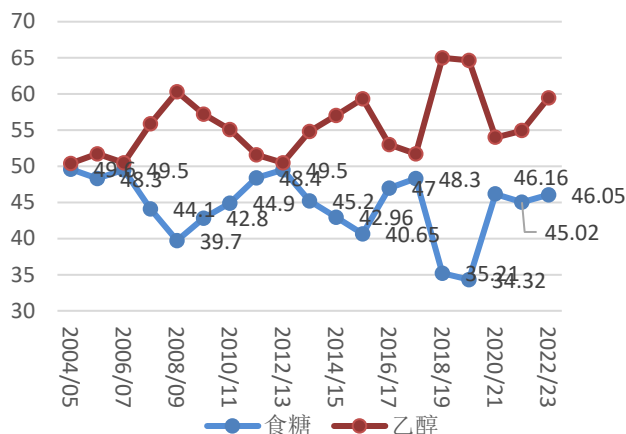
图 15 巴西中南部双周产糖量 (吨)



资料来源: unica 中原期货

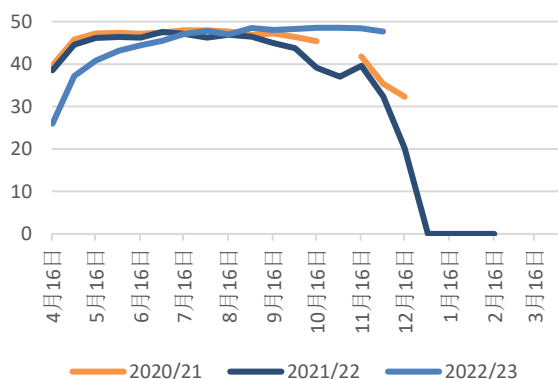
资料来源: unica 中原期货

图 16 中南部年度制糖比（累计）



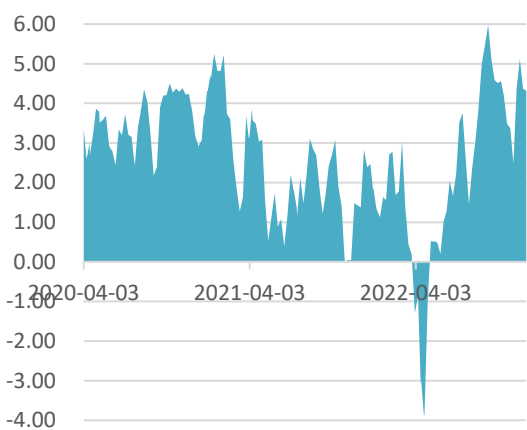
资料来源：unica 中原期货

图 17 中南部半月制糖比



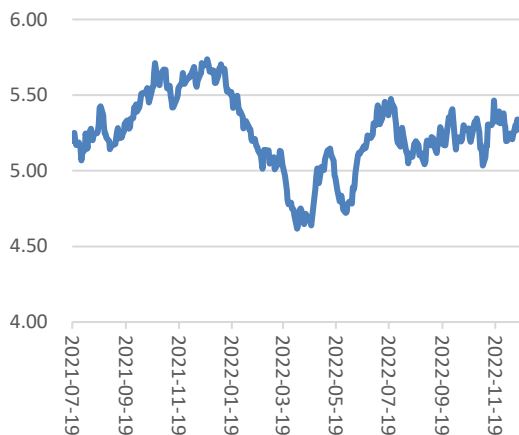
资料来源：unica 中原期货

图 18 原糖溢价（原糖-乙醇折糖价）



资料来源：cepea 中原期货

图 19 汇率：巴西:美元兑雷亚尔:买入价



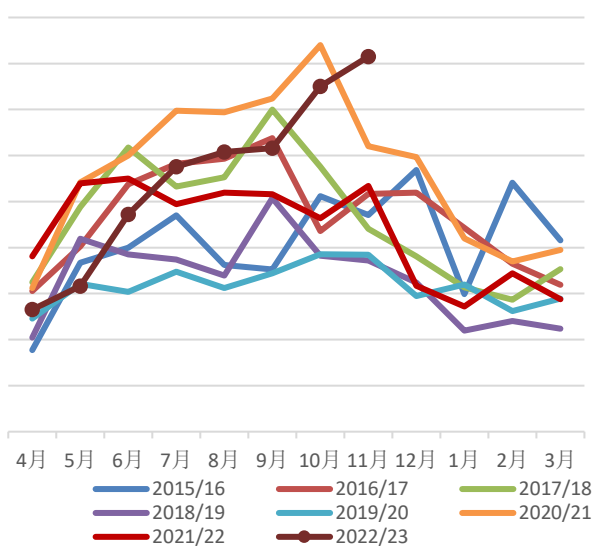
资料来源：wind 中原期货

3.2 巴西食糖出口收益丰厚

2022 年 11 月份，巴西出口 407.47 万吨糖和糖蜜，显示巴西食糖出口处于景气状态，巴西趁印度糖大量上市前加紧出口，同时市场需求强劲。2022 年 4-11 月巴西累计出口糖 2208.71 万吨，同比增加 210 万吨，增幅 12.41%。另外，雷亚尔处于相对美元贬值区间，食糖出口收益丰厚。12 月至明年一季度是巴西糖出口淡季，对国际市场的贸易流压力减小。

图 20 巴西食糖出口（万吨）

图 21 原糖折雷亚尔价格



资料来源：泛糖科技 中原期货



资料来源：wind 中原期货

3.3 国内乙醇竞争力不足

2022 年巴西国内乙醇价格先仰后抑。上半年，受到全球能源供应有限而需求高涨的影响，巴西石油价格调高，连带乙醇价格上涨，导致制醇收益高于糖，糖厂优先制醇。6 月中下旬，巴西降低燃油税政策落地，随后当地连续 5 次下调燃料价格。

① 7 月 20 日起，巴西国家石油公司下调汽油平均销售价格至 3.86 雷亚尔/升，下调幅度 4.9%。这是自 2021 年 12 月以来巴西国家炼油厂汽油价格的首次下调。

② 7 月 29 日开始，下调经销商的汽油价格至 3.71 雷亚尔，下调幅度 3.88%。

③ 8 月 15 日开始，下调炼油厂的汽油均价至 3.53 雷亚尔/升，下调 4.8%，这是国际油价下跌之后不到一个月的第三次下调。

④ 9 月 2 日开始，将炼油厂的汽油销售均价从 3.53 雷亚尔/升下调到 3.28 雷亚尔/升，下调幅度 7%，此为 7 月 19 日以来连续第四次下调。

⑤ 12 月 7 日开始，分销商的汽油平均售价从 3.28 雷亚尔/升下调至 3.08 雷亚尔/升，下调幅度 6.1%。

燃料价格同时下跌，但是乙醇价格跌幅小于汽油，所以含水乙醇/汽油的比价连续 3 个月在 0.7 以上，限制了乙醇燃料消费，特别是含水乙醇燃料的需求差于去年。根据巴西政府强制性燃料掺混要求，含水乙醇可以直接在灵活燃料汽车或乙醇汽车中使用。无水乙醇则需以 18%—27.5% 的比例强制混入汽油中使用，目前实施的政策是 2015 年 3 月 16 日出台的，要求无水乙醇混合比例为 27%。

乙醇缺乏优势，消费者倾向于使用汽油。乙醇需求仅比去年略好，糖厂也在源头减少了含水乙醇的生产，该行业优先生产无水乙醇。生产上看，22/23 榨季截至 11 月底，累计产乙醇 265 亿升，同比增+1.3%。其中，无水乙醇累计生产 112 亿升，同比增 5.78%，含水乙醇 153 亿升，同比减-1.75%。销售上看，累计销乙醇 198 亿升，同比增 4%；其中，国内销售 181 亿升，同比增 1.7%；出口 17 亿升，同比增 55%；分品类看，销售无水乙醇 83 亿升，同比增 15%；销售含水乙醇 114 亿升，同比减 2.5%。

截至 12 月 10 日，圣保罗含水乙醇/汽油价格仍然在 0.76 的高位，未来或继续抑制乙醇（特别是含水乙醇）的消费。

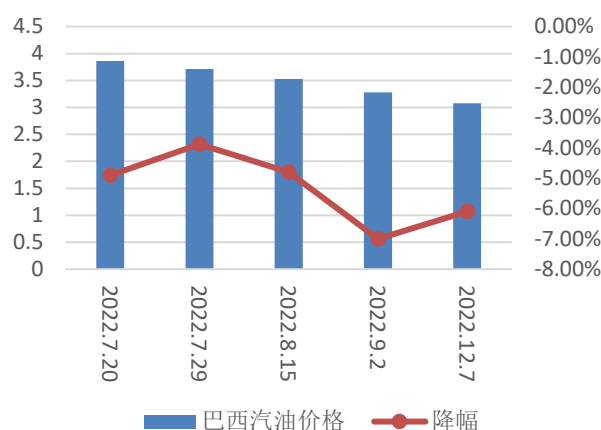
新总统 Lula 在竞选时承诺，将改变国营的巴西国家石油公司(Petrobras)的燃料价格政策，以压低汽油价格。若政策实施，将进一步减弱乙醇价格优势，预计 23/24 榨季制糖比延续今年，叠加甘蔗增产，下榨季糖增产预期强烈。

图 22 巴西乙醇价格（雷亚尔/升）



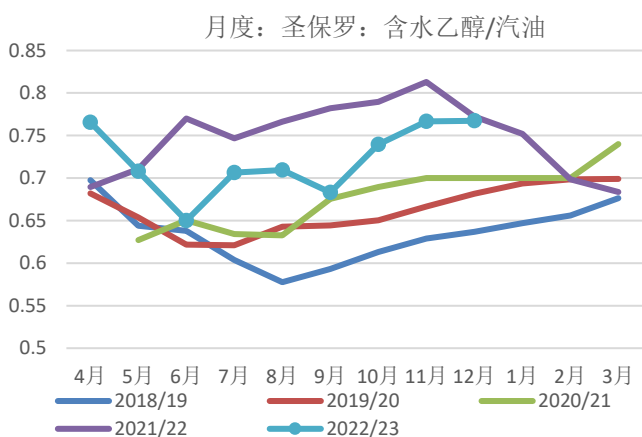
资料来源：cepea 中原期货

图 23 巴西石油公司五次下调石油价格



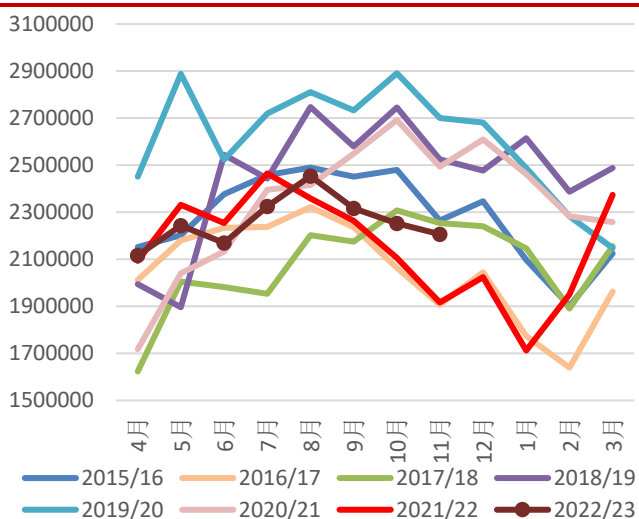
资料来源：根据新闻整理 中原期货

图 24 巴西醇油比



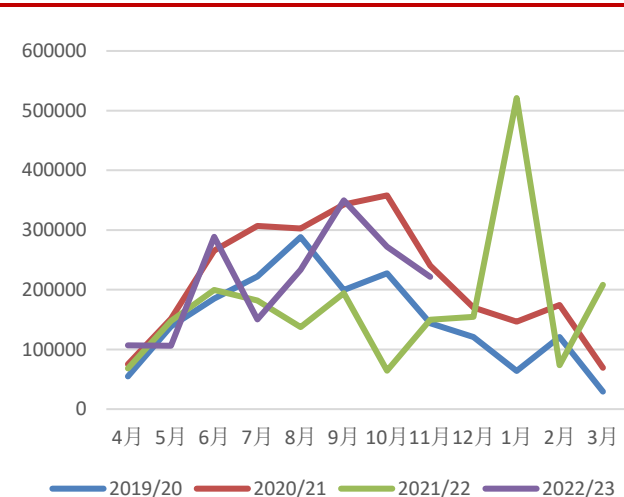
资料来源：unica 中原期货

图 25 巴西乙醇国内销售 (m³)



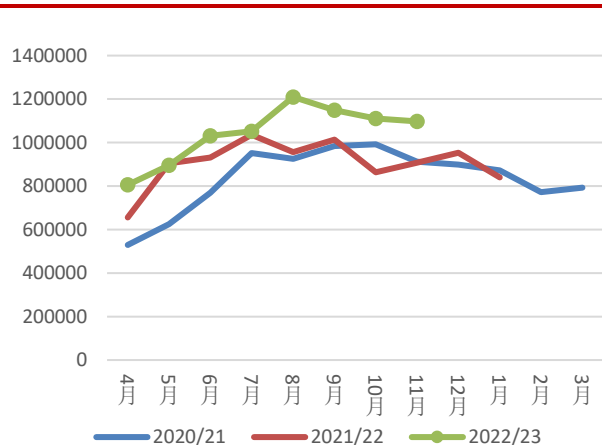
资料来源：unica 中原期货

图 26 巴西乙醇出口销售 (m³)



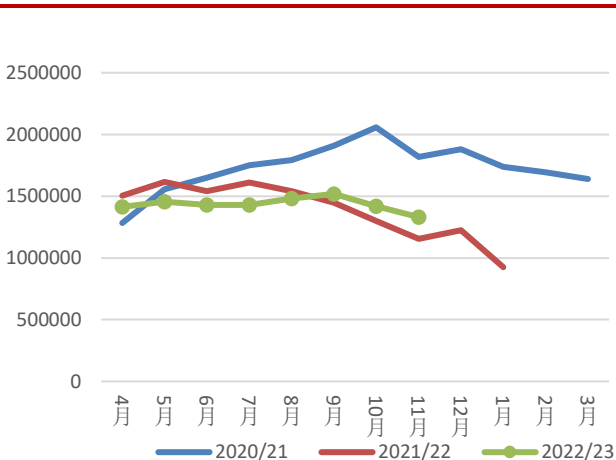
资料来源：unica 中原期货

图 27 无水乙醇月消费量 (m³)



资料来源：unica 中原期货

图 28 含水乙醇月消费量 (m³)



资料来源：unica 中原期货

3.4 23/24 年度食糖增产预期强烈

受降雨影响，预计 23/24 年度中南部甘蔗产量增加，当前食糖甘蔗制糖优势仍明显，新榨季燃料政策或进一步减弱乙醇价格优势，预计 23/24 榨季制糖比延续今年位于偏高位置，下榨季糖增产预期强烈。食品贸易商及供应链服务提供商 Czarnikow12 月预计，2023/24 年度巴西中南部地区食糖产量约 3500 万吨糖，比今年多 200 万吨以上。

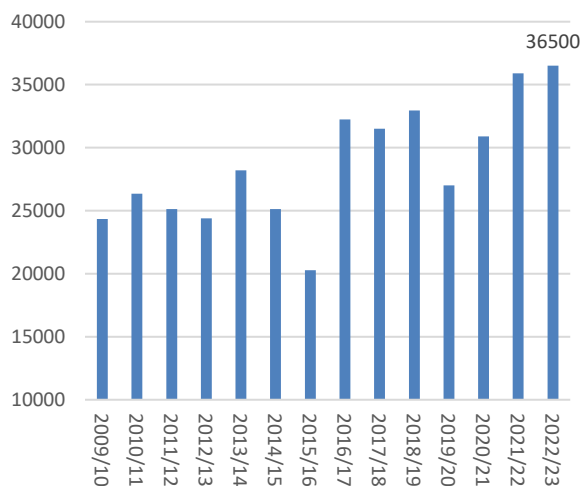
4 印度基本面分析

4.1 22/23 年度产量增产

12 月，印度糖协再次表示 22/23 年度印度食糖产量不太可能下降。预计 2022 年甘蔗种植面积约为 590 万公顷，比 21/22 年的 560 万公顷高出约 6%。22/23 年度糖产量预计约 3650 万吨，同比增约 150 万吨（考虑了乙醇），转向乙醇生产的糖约为 450 万吨；出口预计 900 万吨。

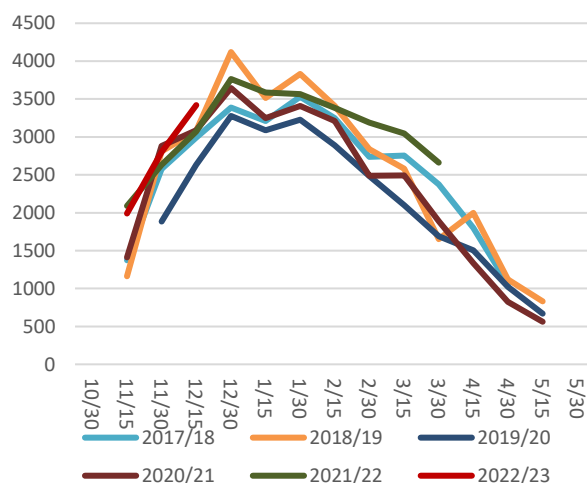
2022/23 榨季截至 12 月 15 日，印度产糖 821 万吨，去年同期为 779 万吨，同比增加 42 万吨。开榨糖厂 497 家，同比增加 18 家。

图 29 印度食糖产量（千吨）



资料来源：印度糖协 中原期货

图 30 印度糖半月产量（千吨）



资料来源：印度糖协 中原期货

4.2 出口大幅减少

印度政府在 22/23 年度继续实施食糖出口限制政策。一是将食糖出口限制延长一年至 2023 年 10 月，以保障其本国供应。印度允许在 11 月 1 日至明年 10 月 31 日期间有限度的出口食糖

(包括原糖、精制糖和白糖)。二是实施出口配额政策。11月5日,印度政府允许明年5月31日前按配额出口600万吨食糖。

截至目前,印度糖厂已经签订了大约450万吨至500万吨的食糖出口合同。截至2022年11月30日,约有60万吨已发运,12月还将发运大约80万吨至90万吨,预计到12月底的总发运量约为150万吨。剩余的可出口配额将在明年1月后经政府评估供需情况后是否继续发放。

按照当地糖协预计本榨季糖产量为3650万吨,考虑到满足本国2750万吨的消费量和550万吨的库存,年度内可供出口的食糖约900万吨;但若产量不及预期,那么第二批可供出口的糖将小于300万吨。基于此,预计目前至明年2月份,出口政策明朗前,原糖或维持高位震荡,难以有下跌行情,同时近月维持高升水结构。

印度食糖最低价格是国际糖价的支撑点。印度食糖出口与否取决于国内外售价,当原糖超过国内食糖最低批发售价(MSP)(目前最低价格31000卢比/吨,折算为18.5美分/磅)时,促使糖厂在无补贴情况下出口食糖,进而增加原糖供给压力,限制原糖上行空间。若原糖价格低于国内MSP时,印度食糖出口相较国内销售没有吸引力,所以巴西糖上市前原糖在17.5美分左右有强支撑。

4.3 印度乙醇计划将使未来出口变得更少

乙醇方面,印度乙醇混合计划进展顺利,2021/22年度截至5月,印度国内已实现了醇油混合比例达到10%的目标。2025年要实现20%。印度将从2023年4月开始在选定的汽油泵上供应含20%乙醇的汽油,其余的将在2025年之前供应,以减少对石油进口的依赖并解决环境问题。

实现E20,预计需要乙醇100-120亿升,大约需要600万吨糖转化。按照印度产量当前的天花板4100万吨算,除去乙醇的消耗,未来三年糖产量最多约3500万吨,除本国消费量2750万吨和稳定库存550万吨后,可供出口量进600多万吨。所以,印度乙醇发展长期对国际糖价构成支撑。

印度供需平衡表(万吨)							
	期初库存	产量	消费量	出口量	期末库存	乙醇消耗	库存消费比
2013/14	920	2436	2442.7	278.2	752		31%
2014/15	752	2831	2565	230	912		36%

2015/16	912	2512	2485	167	772		31%
2016/17	772	2026	2444	4.6	394		16%
2017/18	394	3232	2545	63	1040		41%
2018/19	1040	3295	2495	380	1460	33.7	59%
2019/20	1460	2700	2500	596	1064	92.6	43%
2020/21	1070	3090	2640	700	820	220	31%
2021/22	820	3590	2730	1090	590	360	22%
2022/23	550	3650	2750	900	550	450	20%

5 全球 22/23 年度供需过剩增多，但贸易流紧张

5.1 其他国家

泰国 22/23 年度食糖产量维持高位。美国农业部(USDA) 驻曼谷外国农业服务局(FAS) 发布的一份报告显示,2021/22 年度泰国糖产量恢复至 1013 万吨左右的正常水平,并预计在 2022/23 年度进一步增加 3%至 1050 万吨。然而,由于种植面积有限,产量仍远低于历史最高水平。由于出口供应增加和东南亚的强劲需求,2021/22 年度泰国糖出口同比增加一倍多,并将在 2022/23 年度进一步增至 1100 万吨。

欧盟预计减产约 30 万吨至 1620 万吨。由于农民减少了甜菜的种植,转而种植玉米和向日葵等更有利可图的作物,欧盟的产量估计减少了 32.9 万吨,至 1620 万吨。消费和进口保持不变,而出口和库存则因可用供应减少而减少。

巴基斯坦预计减产约 8 万吨至 710 万吨。由于主要产区洪水的影响,巴基斯坦的产量下降了 8 万吨,至 710 万吨。随着人口的增加和食品加工部门不断扩大的需求,消费继续增长。尽管产量略有下降,但出口预计将翻倍,因为仍有可出口的盈余,而库存预计只会略有下降。

5.2 22/23 年度贸易流偏紧

22/23 年度全球食糖增产,供需过剩。分主产国看,产量以及可供出口情况影响国际糖价。若巴西、印度和泰国实现增产,按照巴西 3350 万吨,印度 3650 万吨,泰国 1050 万吨计算,三国产量预计同比增约 340 万吨,可供出口的量预计增加 70 万吨,则全球食糖供需过剩,贸易流基本平衡。若巴西、印度和泰国增产不及预期,按照巴西 3350 万吨,印度 3350 万吨,泰国 1050

万吨计算，三国产量基本同去年持平，可供出口量预计同比减少 230 万吨，贸易流紧张，国际糖价大概率走强。

后期，原糖的上行驱动在于，印度产量不及预期，减少或不再增发出口配额，引发全球贸易流紧张；明年二季度开始的巴西乙醇价格上涨导致甘蔗制糖比下降。原糖的下行驱动在于，印度生产提速，产量超预期，市场将会有尽快增发配额的预期。明年巴西增产。未来原糖价格预期分阶段看，目前至明年一季度，北半球上市旺季，巴西或提前收榨，印度出口限制政策支撑糖价难以大幅下跌，5 月合约运行区间（17.5—20.5）美分，关注 2023 年 1 月印度出口政策。二季度开始的巴西新榨季，由于增产预期，糖价回落。

6 国内基本面分析

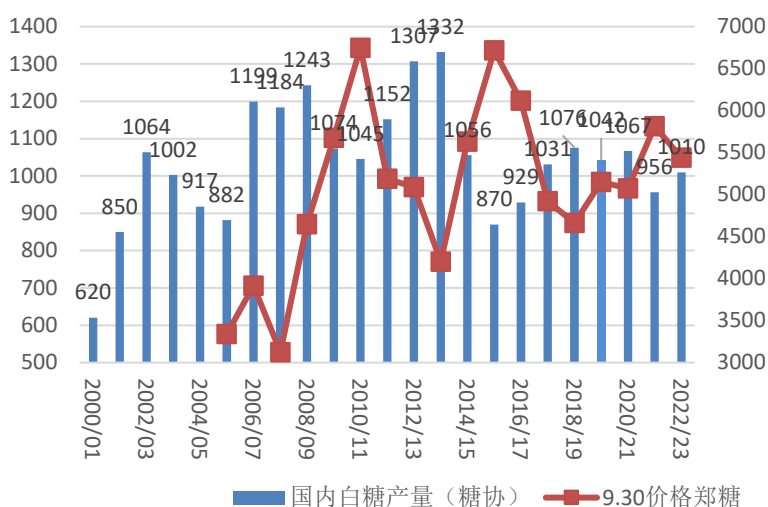
6.1 22/23 年度国产糖预计小幅增产

12 月，农业农村部发布的食糖供需报告显示，预计 2022/23 年度糖料种植面积 2043 万亩，同比增 7.8%；食糖产量预计 1005 万吨，同比增 49 万吨；进口量预计 500 万吨，同比减 33 万吨；消费量 1560 万吨，同比增 20 万吨；当年度供需短缺 73 万吨，较上年度变化不大，国产糖基本面温和。

糖协预计，2022 年全国糖料种植面积 1944 万亩，其中甘蔗种植面积 1667 万亩，甜菜种植面积 277 万亩，预计本制糖期全国食糖产量 1010 万吨，比上年度增加 54 万吨，低于早前预期；其中，甘蔗糖产量 897 万吨，比上年度增 31 万吨，甜菜糖产量 113 万吨，比上年度增 27 万吨。

根据 2021 年 12 月 29 日国家发布的《“十四五”全国种植业发展规划》，要求糖料种植面积稳定在 2300 万亩，同 2020 年，那么产量基本会稳定在 1050 万吨附近。所以，未来几年，天气正常的化，国产糖年度产量预计稳定在 1050 万吨附近，变动不大，国产糖增减产周期性继续弱化，那么进口对国内糖价的影响力在加大。

图 31 国内白糖产量（万吨）和期货价格（元/吨）



资料来源：中糖协 中原期货

农业农村部供需平衡 (万吨)						
(10-9月)	产量	进口	产量+进口	消费量	出口量	当年度结余变化
12/13	1307	366	1673	1500	4.6	168
13/14	1332	402	1734	1500	4.7	229
2014/15	1056	481	1537	1500	6	31
2015/16	870	374	1244	1520	15	-291
2016/17	929	230	1159	1490	12	-343
2017/18	1031	243	1274	1510	18	-254
2018/19	1076	324	1400	1520	19	-139
2019/20	1042	376	1418	1500	18	-100
2020/21	1067	634	1701	1550	13	138
2021/22	956	534	1490	1540	18	-68
2022/23	1005	500	1505	1560	18	-73

6.2 内外价差长期持续倒挂，进口量仍旧充足

自从 2020 年进口保障关税到期，中国进口量大幅增长，连续两年攀新高，2021 年食糖进口量达到 567 万吨。2022 年，内外价差长期持续倒挂，但进口量仍然高企。2022 年 11 月我国进口食糖 73 万吨，同比增加 10.26 万吨，增幅 16.35%。2022 年 1-11 月累计进口食糖 475.2 万吨，同比减少 51.81 万吨，降幅 9.83%。根据巴西 11 月和 12 月前三周出口食糖量，可以预见 12 月到港中国的糖仍然不会少。预计 2022 年全年食糖进口量将超 500 万吨。10 月份之后，配额外食

糖进口利润亏损扩大至 1500 元/吨，预计 2023 年一季度进口量开始季节性降低。

另外，受泰国食糖产量恢复性增长，且内外糖价差倒挂，2022 年糖浆和预混粉的进口量大幅增长。11 月，税则号 170290 项下糖浆三项商品合计进口量为 6.62 万吨，同比减少 0.57 万吨，降幅 7.98%；2022 年 1-11 月糖浆三项共累计进口 100.71 万吨，同比增加 43.6 万吨，增幅 76.34%。累计进口糖浆折同等糖度白糖约 67 万吨。前 11 个月糖浆（以同等糖度食糖算）和食糖合计进口 542 万吨，较去年同期分别增 30 万吨、减 52 万吨，糖浆进口大大弥补食糖进口缺口。我国主要从泰国进口，以糖水溶液为主。泰国 2022/23 年度产量延续丰产，且 12 月已经开榨，预计 2023 年进口糖浆的量维持高位。

图 32 国内白糖进口量（万吨）

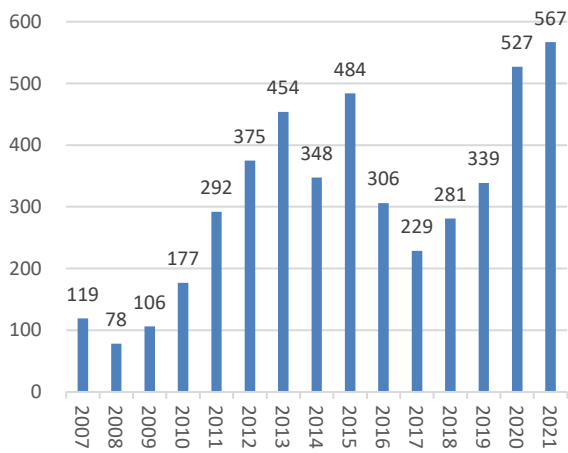
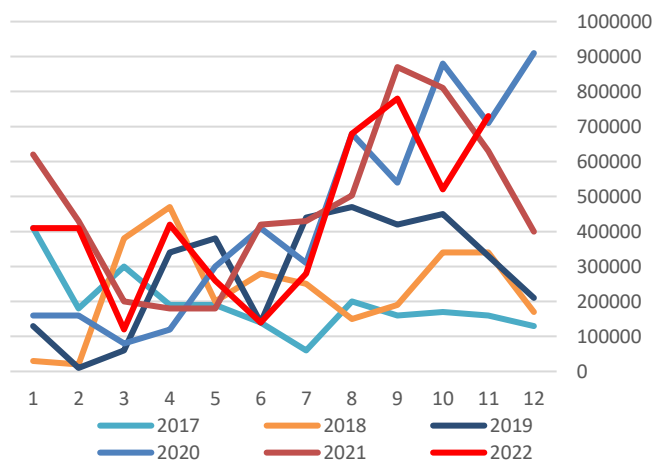


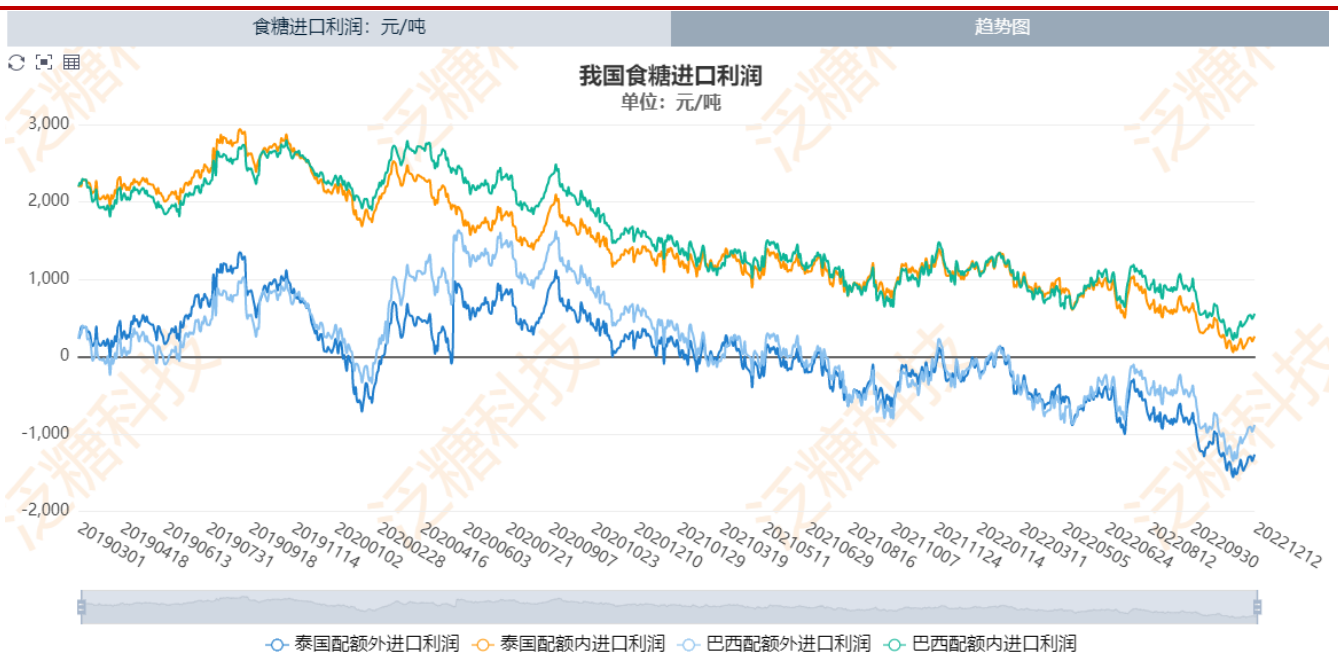
图 33 国内白糖月度进口量（吨）



资料来源：海关 中原期货

资料来源：海关 中原期货

图 34 配额外白糖进口利润



资料来源：泛糖科技 中原期货

图 35 “糖浆三项”年度进口量（万吨）

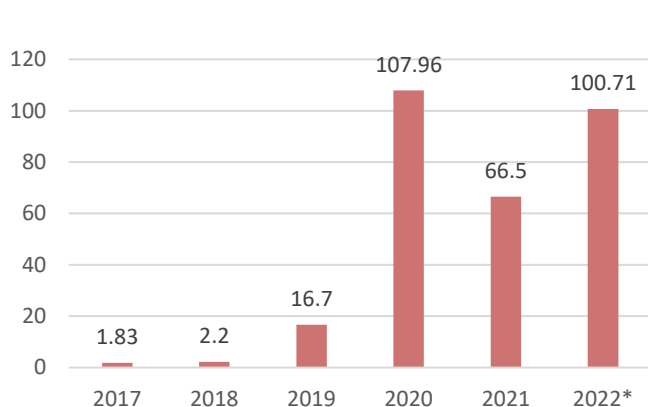
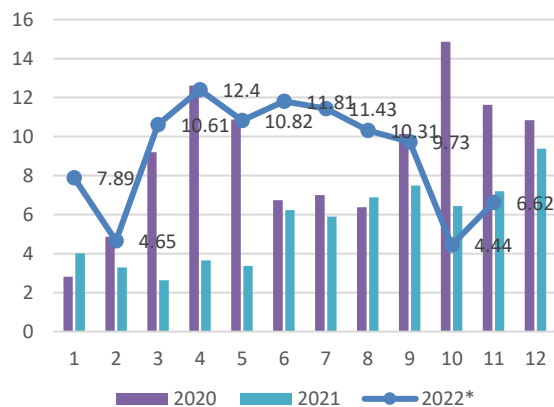


图 36 糖浆三项月度进口量（万吨）



资料来源：海关 中原期货

资料来源：海关 中原期货

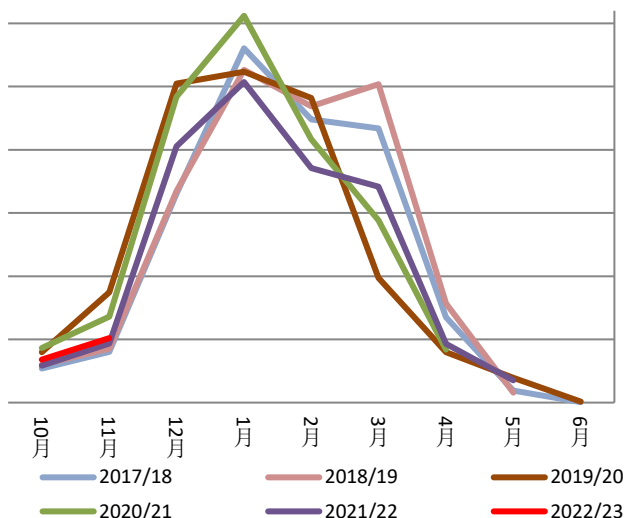
6.3 淡季更淡，国产糖仍需去库

22/23 榨季截至 11 月底，全国共生产食糖 85 万吨，同比增加 9 万吨；累计销售食糖 15 万吨，累计销糖率 18.2%；全国制糖工业企业成品白糖累计平均销售价格 5649 元/吨，同比下跌 130 元/吨；工业库存 70 万吨，同比高 11 万吨。

当前正值国内甘蔗新糖上市高峰期，截至 11 月底，新糖上市量处于历史偏高水平，近 9 年平均上市量为 78 万吨。11 月是季节性销售清淡，今年的特征是淡季更淡，截至 11 月底的累计销糖量大幅低于 9 年均值（27 万吨）；库存偏高，高于 9 年均值（48 万吨）。

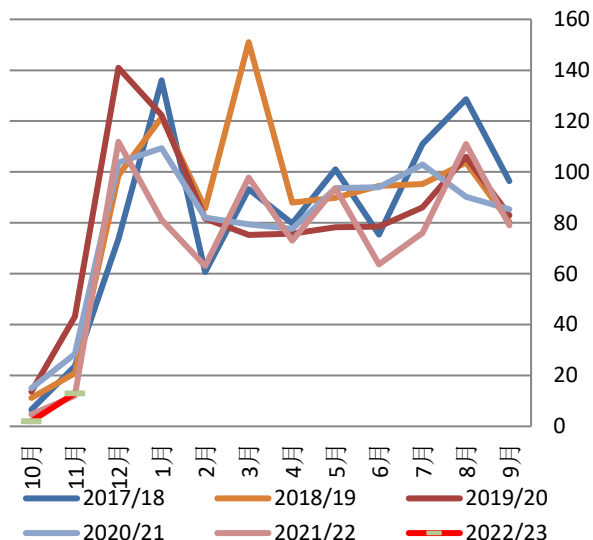
陈糖方面，21/22 年度末食糖工业库存为 89 万吨，处于近十年高位水平，可见，旧作新糖国内去库压力仍大。

图 37 全国白糖单月产糖 (万吨)



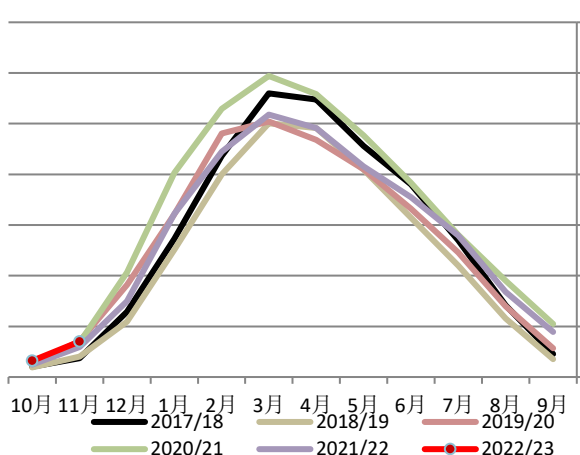
资料来源：中国糖协 中原期货

图 38 全国月销糖 (万吨)



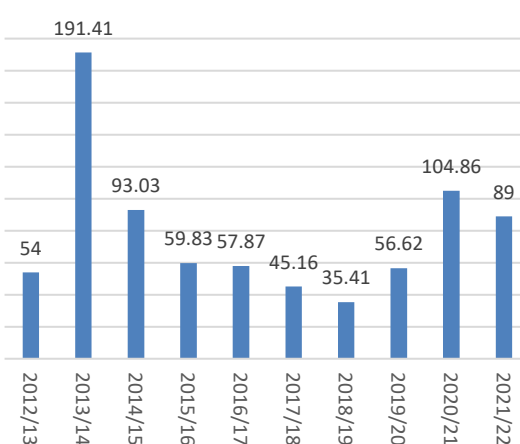
资料来源：中国糖协 中原期货

图 39 全国工业库存 (万吨)



资料来源：中国糖协 中原期货

图 40 榨季末库存 (万吨)



资料来源：中国糖协 中原期货

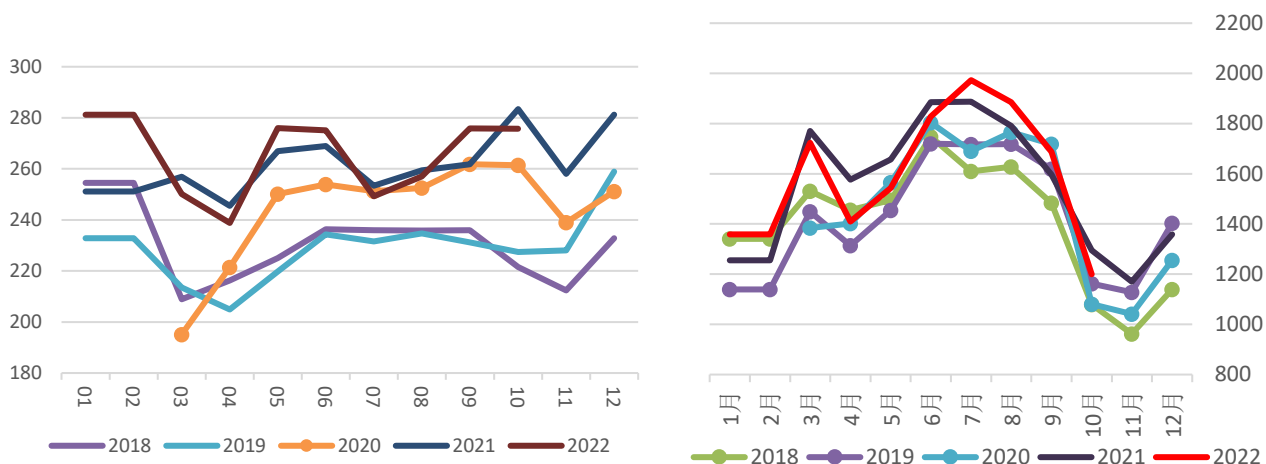
6.4 下游含糖食品产量同比持平，长期看，食糖消费低速增长

终端消费看，11 月份，社会消费品零售总额 38615 亿元，同比下降 5.9%，消费增速连续 3 个月下滑。1—11 月份，社会消费品零售总额 399190 亿元，同比下降 0.1%。分类看，11 月饮料类限额以上单位商品零售总额 252 亿元，同比下降 6.2%，增速由正转负。

主要下游含糖食品产量与去年大致持平。2022 年 1-10 月乳制品累计产量为 258 万吨，同比增长 2%。1-10 月软饮料累计产量为 15701 万吨，同比下降 0.15%。

图 41 乳制品月度产量 (万吨)

图 42 软饮料月度产量 (万吨)

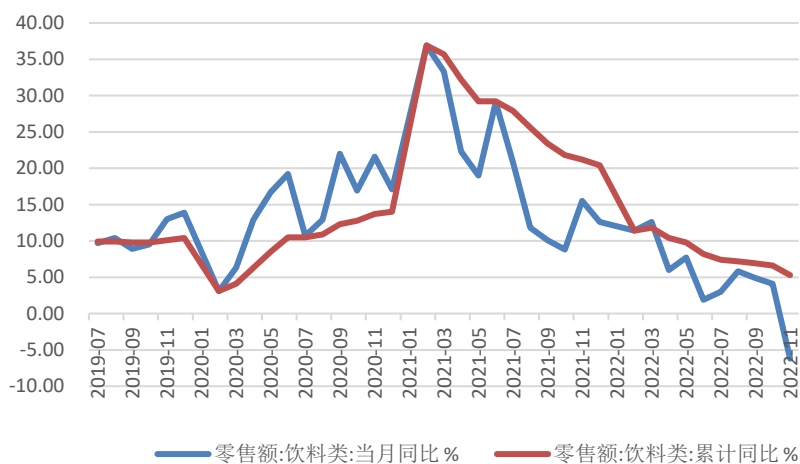


资料来源：wind 中原期货

资料来源：wind 中原期货

长期看，食糖消费或维持年度低速增长甚至减速趋势，一是国家“减糖”倡导压低白糖消费量的增长。二是“0糖、0脂、0卡”产品成为越来越多消费者的新选择，传统含糖饮料面临新兴无糖饮料的挑战。三是人口红利的消退。四是糖浆等替代品的冲击。

图 43 社会消费品零售总额同比变化：饮料类



资料来源：wind 中原期货

7 2023 年糖价展望：内稳外足，去库仍需时日

2022/23 年度全球糖市连续第 3 年增产，产量创历史高点；需求增加；供需结构由短缺转为过剩，全球糖市供需结构年度转宽松。但若巴西、印度和泰国增产不及预期，可供出口量预计同比减少，导致全球原糖的贸易流紧张。目前至明年一季度，北半球上市旺季，巴西或提前收榨，印度出口限制政策支撑糖价难以大幅下跌，预计原糖在明年 1 月前印度出口政策明朗前维持高

位震荡，5月合约运行区间关注（17.5—20.5）美分。二季度开始的巴西新榨季，由于甘蔗增产预计优先制糖预期，糖价有望回落。

国内方面，22/23年度国产糖增产幅度不及预期，“着力扩大国内需求”要求提振未来白糖的需求，长期看国产糖供需矛盾不大，且偏利好，主要在于进口的不确定性。目前新糖不断上市，进口量高企，节前备货旺季受全国疫情形势影响或旺季不旺，春节前，郑糖上涨空间有限。春节后至3月份，消费淡季叠加供应增多，原糖高位震荡给予支撑，糖价调整。二季度开始，内外糖价回落预期增强。下半年，在经济恢复下，糖价或表现偏好。同时贯穿全年季节性销售旺季支撑下的阶段性反弹。初步预计2023年糖价运行区间5300-6000。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中原期货股份有限公司违反当地的法律或法规或可致使中原期货股份有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中原期货股份有限公司。未经中原期货股份有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中原期货股份有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中原期货股份有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中原期货股份有限公司认为可靠，但中原期货股份有限公司不能担保其准确性或完整性，而中原期货股份有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中原期货股份有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中原期货股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中原期货股份有限公司

地址：河南省郑州市郑东新区 CBD 商务外环路 10 号中原广发金融大厦四层

电话：4006-967-218

网址：www.zyfutures.com

分支机构

上海分公司 021-68590799

上海市自贸区福山路 388 号、向城路 69 号 15 层 07 室

西北分公司 0951-8670121

宁夏银川市金凤区 CBD 金融中心力德财富大厦 1607 室

山东分公司 0531-82955668

济南市历下区经十路 15982 号第一大道 19 层 1901

新乡营业部 0373-2072882

河南省新乡市荣校路 195 号 1 号楼东 1-2 层

南阳营业部 0377-63261919

河南省南阳市宛城区光武路与孔明路交叉口兴旺家园 3 幢 1 楼 001-1 室

灵宝营业部 0398-2297999

河南省灵宝市函谷大道北段西侧（灵宝市函谷路与五龙路交叉口金湖公馆）

洛阳营业部 0379-61161502

河南省洛阳市洛龙区开元大道 260 号财源大厦综合办公楼 1 幢 2 层

西安营业部 029-89619031

陕西省西安未央区未央路 138-1 号中登大厦 A 座 8 层 F7 室至 F8 室

大连营业部 0411-84805785

辽宁省大连市高新技术产业园区黄浦路 537 号泰德大厦 06 层 05A 单元

杭州营业部 0571-85236619

浙江省杭州市拱墅区远洋国际中心 E 座 1013 室