



Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1290号

边舒扬

投资咨询证号:

Z0012647

## 市场焦点转向巴西

### 摘要

2022 年一季度白糖呈现震荡走势，上下区间仅仅只有 250 点左右的空间。全球食糖供需结构在一季度并没有发生较大改变，由于处于北半球的供应期中，印度和泰国增产的压力持续对糖价施压，尽管原油一度大幅上涨至 138 美元上方，但巴西中南部处于淡季，且巴西政府对于上调汽油和柴油价格较为谨慎，因此并未对糖价造成较大的推升动力，而国内受到疫情再度爆发影响，消费下滑导致糖价仅上涨至 5900 附近就再也无法更进一步。

展望二季度，亚洲地区进入收榨阶段，产量预估数据变化不会太大，对于市场价格影响也比较一致，受限点在于印度出口限制，而巴西中南部进入 22/23 年度压榨期，市场焦点重新转移到巴西糖醇比上。我们预计受原油不断抬升影响，食糖价格重心也会因此有所抬升，但糖醇比的调整主要还是基于巴西当地汽油价格与乙醇价格的对比来进行，因此预计糖醇比在前期比偏低，但后期如果油价进一步回落或造成糖价滞后式的回调

操作上建议，09 合约 5700-6100 区间操作，或者卖出该区间的期权。

**风险点：原油价格大幅回落 巴西糖醇比下调不及预期。**

## 目录

第 1 章	行情回顾及策略建议 .....	4
第 2 章	国内白糖市场现状分析 .....	5
2.1.	产量不及预期 库存压力减轻 .....	5
2.1.1.	工业库存低于去年 但仓单显著增加 .....	5
2.1.2.	产量低于市场预期 .....	7
2.2.	关注进口节奏 .....	7
2.2.1.	关注进口利润 .....	7
2.2.2.	糖浆保持一定体量 .....	9
2.2.3.	终端消费创同期新高 .....	9
2.3.	可套利机会不佳 .....	11
第 3 章	国际食糖市场分析 .....	11
3.1.	印度产量再创新高 但出口或受限 .....	12
3.2.	泰国产量超 1000 万吨 .....	13
3.3.	关注巴西糖醇比 .....	15
第 4 章	行情展望 .....	16
	免责声明 .....	18

## 图表目录

图 1: 郑糖价格走势图 (元/吨) .....	4
图 2: 中国食糖供需平衡表 (单位: 万吨) .....	5
图 2.1.1.1: 国内工业库存 (万吨) .....	6
图 2.1.1.2: 仓单+有效预报 (张) .....	6
表 2.1.2.1: 21/22 年度面积及产量预估 (万亩、万吨) .....	7
图 2.2.1.1: 食糖月度进口量 (吨) .....	8
图 2.2.1.2: 配额外糖进口利润 (元/吨) .....	8
图 2.2.2.1: 我国进口糖浆数量 (万吨) .....	9
图 2.2.3.1: 碳酸饮料产量 (万吨) .....	10
图 2.2.3.2: 果蔬饮料产量 (万吨) .....	10
图 2.3.1: 白糖跨期价差走势 .....	11
图 3.1: 内外糖价对照 (元/吨, 美分/磅) .....	12
图 3.1.1: 印度食糖生产状况 (万吨) .....	13
图 3.2.1: 泰国生产情况 (吨) .....	14
图 3.2.2: 泰国出口情况 (吨) .....	14
图 3.3.1: 巴西中南部甘蔗产量 (万吨) .....	15
图 3.3.2: 巴西中南部糖产量 (万吨) .....	16
图 3.3.3: 巴西中南部糖醇比 .....	16

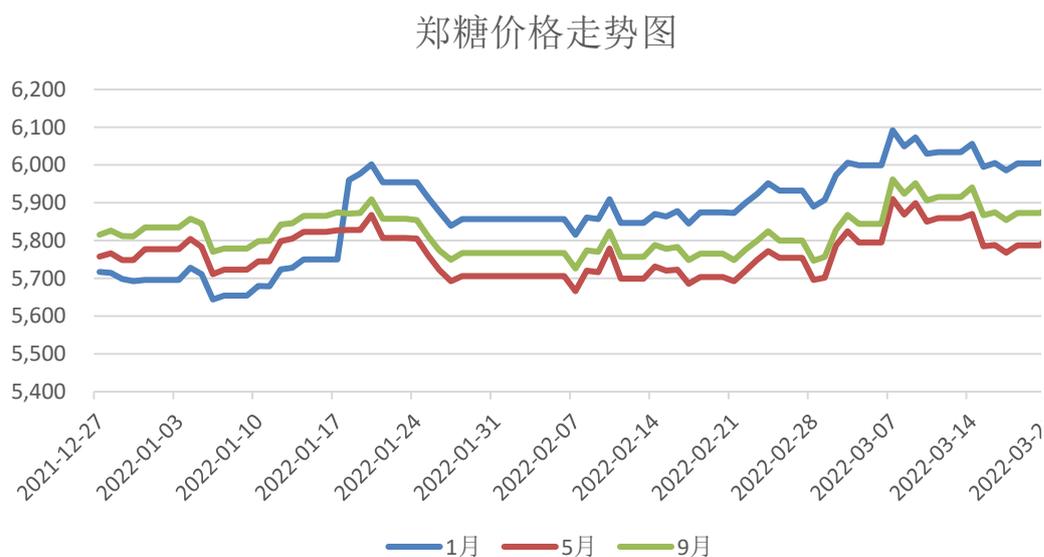
## 第1章 行情回顾及策略建议

尽管大宗商品市场走势波澜壮阔，但 2022 年一季度白糖却呈现震荡走势，上下区间仅仅只有 250 点左右的空间。全球食糖供需结构在一季度并没有发生较大改变，由于处于北半球的供应期中，印度和泰国增产的压力持续对糖价施压，尽管原油一度大幅上涨至 138 美元上方，但巴西中南部处于淡季，且巴西政府对于上调汽油和柴油价格较为谨慎，因此并未对糖价造成较大的推升动力，而国内受到疫情再度爆发影响，消费下滑导致糖价仅上涨至 5900 附近就再也无法更进一步。

展望 2022 年二季度，市场关注的重点将逐步从亚洲转向巴西，4 月巴西进入压榨期，糖醇比的价格变化则就尤为关键，考虑到巴西汽油调价相对原油存在滞后性，因此巴西糖醇比的调整预期为前低后高，因此糖价或难有趋势线上涨行情，建议仍为区间操作为宜。

策略建议：操作上建议，09 合约 5700-6100 区间操作，或者卖出该区间的期权。

图 1：郑糖价格走势图（元/吨）



资料来源：郑商所 南华研究

## 第2章 国内白糖市场现状分析

与年度报告相比，我们根据当下情况调整了供需平衡表，由于广西受天气影响，含糖有所下降，同时云南境外甘蔗运输存在较大问题，因此全国产量我们下调至 980 万吨。消费端受疫情影响，春节后受到一定影响，但是我们预判全年消费影响预期不会下降太多，因此给出了 900 万吨的预判。进口端维持与年报数据一致，即 480 万吨，后续会根据进口政策和利润进行调配。

图 2：中国食糖供需平衡表（单位：万吨）

		国内食糖供需平衡表（万吨）					
		16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22（预估）
榨季							
上季工业结转库存		59.83	57.87	45.52	35.41	56.62	104.86
产量		928.82	1031.4	1076.04	1041.51	1066.66	980
销量		870.95	985.88	1040.63	984.89	961.8	900
销糖率		93.77%	95.59%	96.71%	94.56%	90.17%	91.84%
当季工业结转库存		57.87	45.52	35.41	56.62	104.86	80
进出口	进口	230	243	325	375	633	480
	走私+糖浆折算（估计）	230	200	80	80	50	50
	出口	12.49	18.4	19.2	15.85	16	16
	净进口	217.51	224.6	305.8	359.15	617	464
	净进口（含走私+糖浆）	447.51	424.6	385.8	439.15	667	514
储备库	国储抛储量	98.96	0	0	0	0	0
	广西抛储量	37.27	0	0	12.73	0	0
供给量	当年总供给	1224.69	1210.48	1346.43	1356.77	1578.8	1364
	当年总供给（含走私+糖浆）	1454.69	1410.48	1426.43	1436.77	1628.8	1414
	国内总供给	1284.52	1268.35	1391.95	1392.18	1635.42	1468.86
	表观需求量	1456.65	1422.83	1436.54	1415.56	1580.56	1438.86

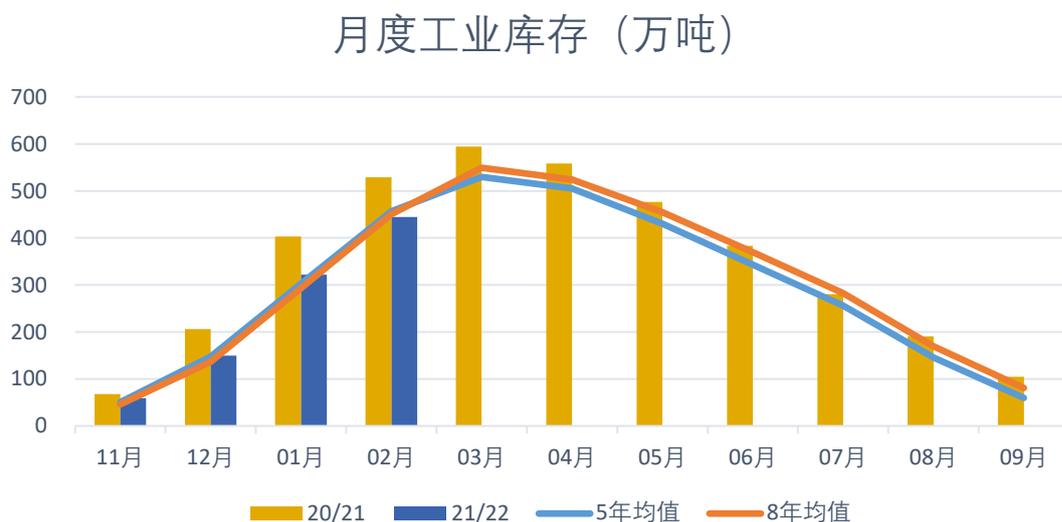
资料来源：南华研究

### 2.1. 产量不及预期 库存压力减轻

#### 2.1.1. 工业库存低于去年 但仓单显著增加

截至 2022 年 2 月底，全国已累计产糖 717.66 万吨，同比减少 150.01 万吨，其中甘蔗糖 632.31 万吨，同比减少 82.1 万吨，产甜菜糖 85.35 万吨，同比减少 67.91 万吨。全国累计销售食糖 273 万吨，同比减少 65.5 万吨，累计销糖率 38.04%，而上榨季为 39.01%，其中销售甘蔗糖 222.92 万吨，同比减少 33.19 万吨，销糖率 35.25%，去年同期为 35.85%，销售甜菜糖 50.08 万吨，同比减少 32.31 万吨，销糖率 58.68%，去年同期为 53.76%。截至 2 月底的工业库存为 444.66 吨，同比下降 15.97%。

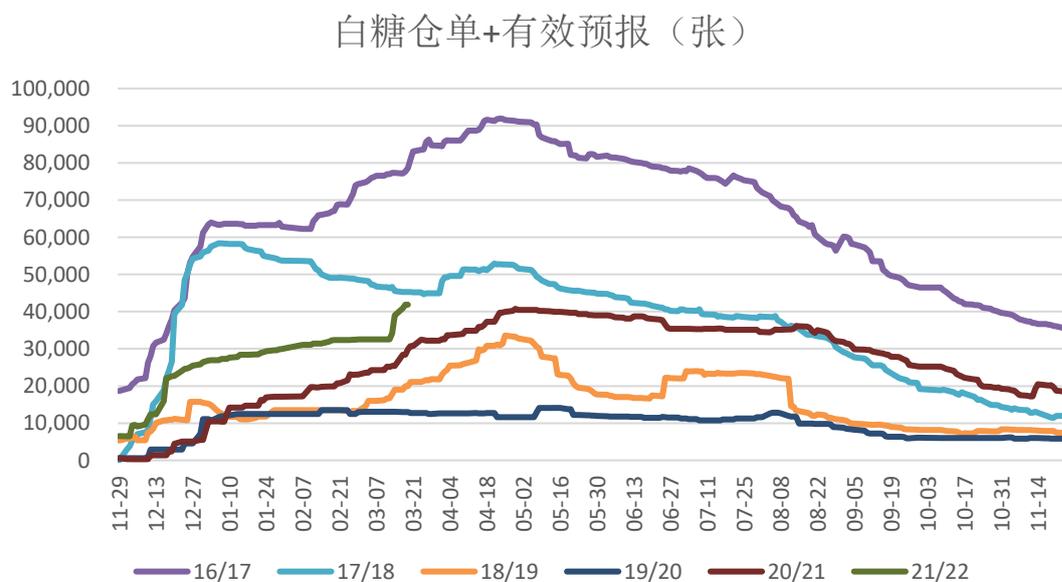
图 2.1.1.1: 国内工业库存 (万吨)



资料来源: 中国糖业协会 南华研究

从库存压力的角度看, 似乎当前国内库存压力明显小于去年。但仓单方面的压力不容小觑。截止到3月18日, 郑商所仓单加有效预报有41864张, 自3月11日开始仓单增长较快。从各大仓库的情况看, 主要增加的有效预报来源于广西的几家仓库, 仓单压力显著上升。

图 2.1.1.2: 仓单+有效预报 (张)



资料来源: 中国糖业协会 南华研究

## 2.1.2. 产量低于市场预期

根据中糖协 11 月会议上的预估显示，我国 2021 年糖料种植面积为 1889 万亩，同比下降 9.27%，其中甘蔗种植面积 1673 万亩，同比下降 62 万亩。细分看，广西 1100 万亩，下降 20 万亩，云南 427 万亩，下降 13 万亩，广东 118 万亩，下降 26 万亩；甜菜种植面积 216 万亩，同比下降 60.65%。细分看，内蒙 130 万亩，下降 100 万亩，新疆 78 万亩，下降 24 万亩。可以看到今年的种植面积普遍下降，其中内蒙地区下降最为严重，主要是来自于种植效益下降带来的玉米的替代效应。

产量上看，截止 2 月底的产量是 717.66 万吨，其中 85.35 万吨的甜菜糖已经确定，因此后续就是看甘蔗糖最终有多少的量。由于当前已经进入压榨后期，产量数据也将会越来越清晰，广西预计会在 4 月中旬全部收榨，我们保守预估全国产量或不足 970 万吨，其中广西 605 万吨左右，云南 205 万吨左右。从 3 月的产销预估看，受疫情和持续降雨影响，全国整体产销都有一定程度的下降，这或许会影响前几个月保持较好的预期，最终影响到全年整体的情况。

表 2.1.2.1: 21/22 年度面积及产量预估（万亩、万吨）

省区	2021年面积	2020年面积	面积变化	21/22估产	20/21产量	产量变化
<b>全国</b>	<b>1889</b>	<b>2082</b>	<b>-9.27%</b>	<b>967.35</b>	<b>1066.66</b>	<b>-9.31%</b>
<b>甘蔗糖</b>	<b>1673</b>	<b>1435</b>	<b>16.59%</b>	<b>882</b>	<b>913.4</b>	<b>-3.44%</b>
广东	118	144	-18.06%	56	53.98	3.74%
其中：湛江	107	135	-20.74%	49	47.25	3.70%
广西	1100	1120	-1.79%	605	628.79	-3.78%
云南	427	440	-2.95%	208	221.23	-5.98%
海南	27	26	3.85%	12	87.77	-86.33%
其他	1	5	-80.00%	1	0.63	58.73%
<b>甜菜糖</b>	<b>216</b>	<b>347</b>	<b>-37.75%</b>	<b>85.35</b>	<b>153.26</b>	<b>-44.31%</b>
内蒙古	130	230	-43.48%	48	89.1	-46.13%
新疆	78	102	-23.53%	33.75	57.61	-41.42%
黑龙江	4	6	-33.33%	0.65	1.45	-55.17%
其他	4	9	-55.56%	2.95	5.1	-42.16%

资料来源：中国糖业协会 南华研究

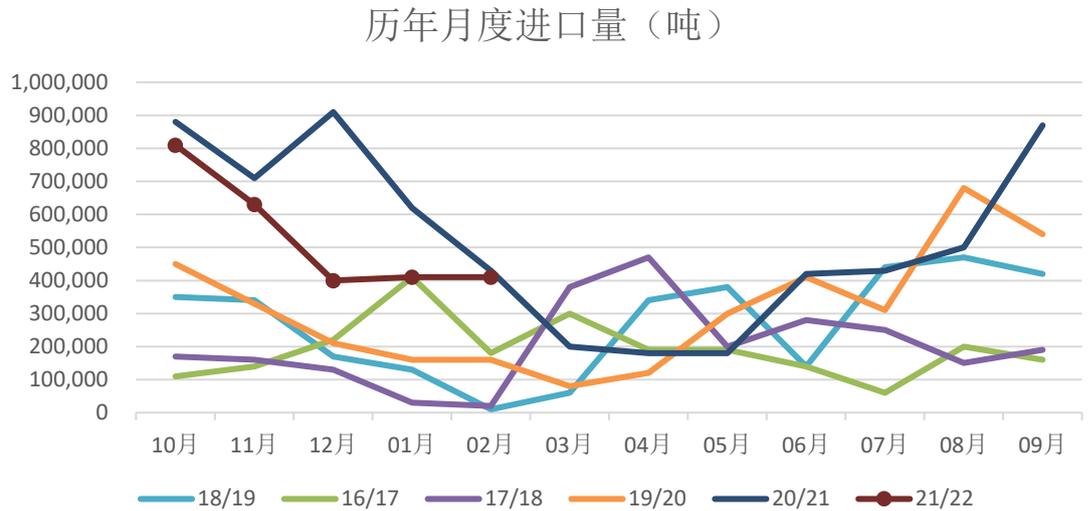
## 2.2. 关注进口节奏

### 2.2.1. 关注进口利润

截至 2 月底，21/22 年度（2021 年 10 月-2022 年 9 月）全国进口糖 266 万吨，同比上榨季减少 89 万吨，2022 年 1-2 月我国进口糖 82 万吨，同比减少 23 万吨。相比 20/21 年度新榨季的进口量相对有所下降，不过刨除 20/21 榨季看，当前的进口量依旧处于历史高量，且 12 月以来，单月的进口量均恒定在 40 万吨以上，因此进口糖对市场仍然存在较大的压力。因此整个榨季我们给出了 480 万吨的进口预估。后续需要关注配

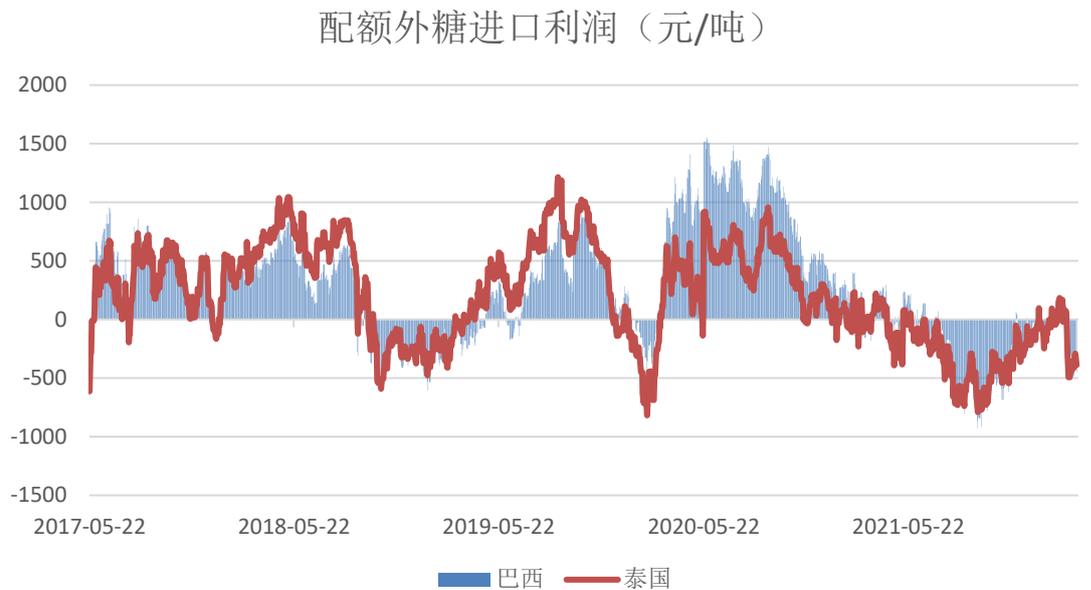
额外许可证发放情况，以及进口利润的变化，这会影响到进口糖的节奏问题。

图 2.2.1.1：食糖月度进口量（吨）



资料来源：海关总署 南华研究

图 2.2.1.2：配额外糖进口利润（元/吨）



资料来源：沐甜科技 南华研究

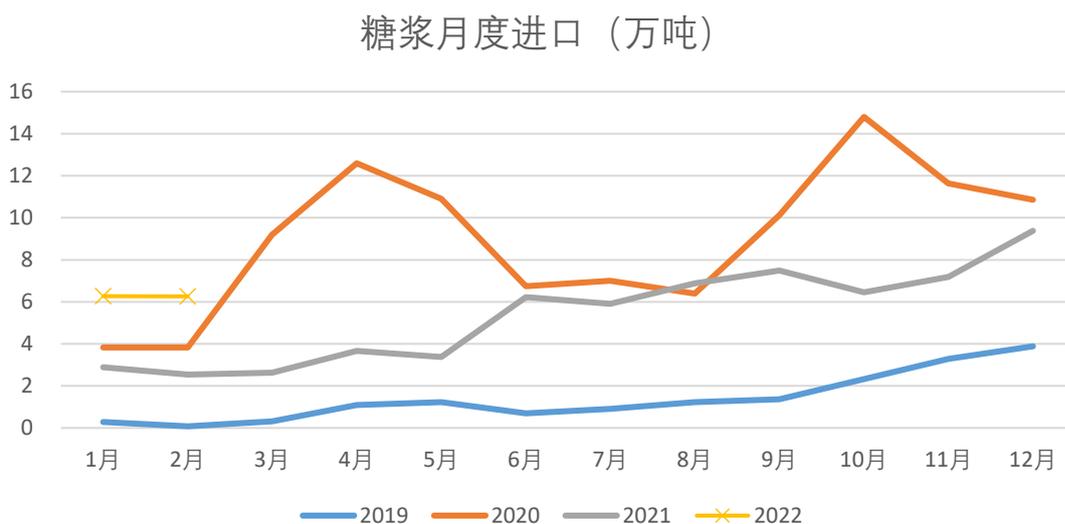
### 2.2.2. 糖浆保持一定体量

在走私糖持续遭遇打击下，不少投机分子开始寻找新的替代品来牟取暴利，进口糖浆很快就进入他们的视野。从 2019 年底开始，我国进口糖浆的数量急剧增长。2020 年我国累计进口糖浆 107.93 万吨，同比增加 91.22 万吨。以 0.54 折算，2020 年糖浆替代食糖量为 49.26 万吨。由于进口糖浆没有关税，因此可以看到原本几乎没有进口量的糖浆，出现了爆发式的增长。

2021 年海关在进口糖浆上进行了更详细的标注，甘蔗或甜菜糖水溶液被单独列出，如此一来我们可以更精准的看到进口替代糖浆的数量。2021 年该细分项合计进口 64.6 万吨，同比减少 43.31 万吨，折算食糖量为 34.89 万吨。

2022 年 1-2 月糖浆进口量为 12.53 万吨，同比增加 5.21 万吨，折合白糖 6.77 万吨，创历史新高。21/22 榨季截至 2 月底我国累计进口糖浆 35.55 万吨，同比减少 9.12 万吨，折合白糖 19.2 万吨。后续糖浆进口数量仍会有所管控，但也不至于销声匿迹。

图 2.2.2.1： 我国进口糖浆数量（万吨）



资料来源：海关总署 南华研究

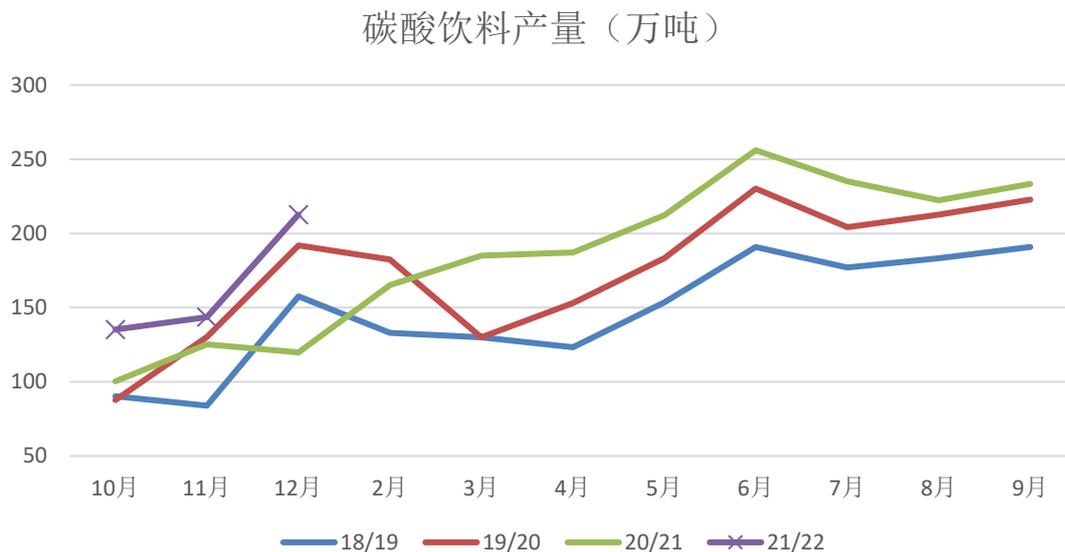
### 2.2.3. 终端消费创同期新高

据国家统计局数据，2021 年国内 7 类主要含糖食品累计产量同比均呈现上涨趋势。其中累计上涨幅度最多的是碳酸饮料，达到 18.22%，数据显示 8 月碳酸饮料累计产量为 2337.62 万吨，其他品种累计产量分别为糖果类 304.32 万吨，上涨 10.13%；速冻米面食品类 371.83 万吨，上涨 8.33%；乳制品类 3031.66 万吨，上涨 8.33%；罐头类 831.71 万吨，上涨 0.09%；冷冻饮品类 221.36 万吨，上涨 5.91%；果蔬汁饮料类 1693.5 万吨，上涨 11.16%。

值得注意的是由于受疫情影响，2020 年 12 月份仅速冻米面食品、乳制品、碳酸饮料呈正增长，其余均为负增长，且幅度较大。由于去年同期累计产量太低，且多数为负

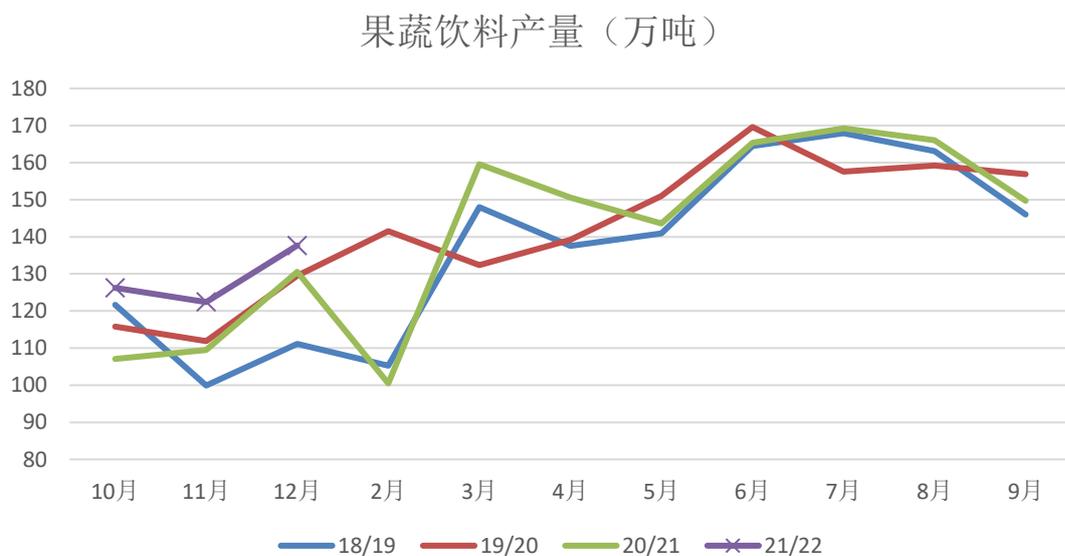
增长, 所以导致今年 10 月份 7 类含糖食品累计产量均为正增长, 且增长幅度十分明显。但受疫情影响, 预计后两个月的消费情况可能欠佳。

图 2.2.3.1: 碳酸饮料产量 (万吨)



资料来源: 国家统计局 南华研究

图 2.2.3.2: 果蔬饮料产量 (万吨)



资料来源: 国家统计局 南华研究

### 2.3. 可套利机会不佳

目前白糖是近弱远强的一个结构，也就是说市场对当下偏悲观，对未来看好一些。5-9 价差走势为榨季内的走势，从一季度的情况看，表现并不清晰，整体出现的波动大概是 50 点，目前 05 合约升水现货，不过升水不是很多，同样 09 升水 05 的幅度也没有很大，因此当前价差处于相对合理的范围内，由于 5 月和 9 月当前暂时好看不到后续存在较大的矛盾，因此价差操作难度也比较大。至于 9-1 价差可操作时间还早，我们也暂时不考虑操作，建议套利上观望为宜。

图 2.3.1：白糖跨期价差走势



资料来源：海关总署 南华研究

## 第3章 国际食糖市场分析

2022 年一季度，国际糖价先跌后涨，比国内走势要波动大很多。印度和泰国的增产在前两个月压制了糖价，3 月份原油大涨，导致糖价出现短暂一周推升，巴西汽油和柴油价格也不得不在 3 月提高，使得市场对于巴西新榨季前期糖醇比下降抱有一定的期望，未来市场关注点也在于此。

国际糖业组织（ISO）在 3 月的预估表示，21/22 榨季全球食糖短缺 193 万吨，低于 11 月估计的 255 万吨，同时低于 8 月份预估的 358 万吨缺口。ISO 预计 22/23 年度全球糖产量将增加至 1.7051 亿吨，高于此前预估的 1.7047 亿吨，而消费量下调至 1.7244 亿吨，低于去年 11 月预估的 1.7303 亿吨。

图 3.1：内外糖价对照（元/吨，美分/磅）



资料来源：wind 南华研究

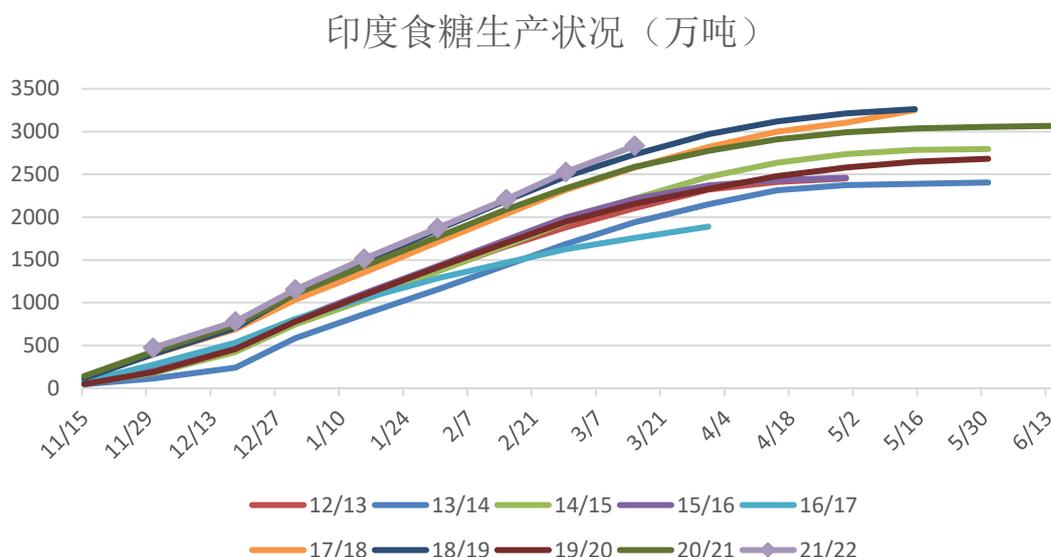
### 3.1. 印度产量再创新高 但出口或受限

印度糖厂协会（ISMA）表示，印度 21/22 年度（10 月份开始）该国糖产量为 3330 万吨，较此前预计的 3050 万吨大幅上调了 250 万吨。由于印度甘蔗的种植面积约为 543.7 万公顷，较 2020/21 榨季增加 3%，具体来看，马邦的面积扩大约 9.46%，北方邦微升 0.04%，卡邦增加 2%，因此印度产量的调增并不令市场意外。具体看，截至 3 月 15 日，印度 516 家糖厂中的 81 家收榨，产糖 2832.6 万吨，同比增加 238.9 万吨，而去年同期 503 家中的 172 家已收榨。

需要关注的是印度的乙醇计划。印度最近几年开始重点推出乙醇计划，20/21 年度约有 210 万吨糖分配给乙醇生产，而 21/22 年固定有 340 万吨糖继续分配给乙醇生产。在 21/22 年度，由于 10% 掺混目标预计能够实现，乙醇需求约为 45 亿公升，较去年预计供应高出 11.7 亿公升。如果为了实现目标，生产乙醇的糖供应量将在 210 万吨基础上再多 130 万吨，即 340 万吨糖被分配给乙醇生产。该国食品部官员称，新冠肺炎疫情、气候变化和部分消费国的不稳定性将成为该国糖产商的主要挑战。

21/22 榨季印度甘蔗保底价格从 2850 卢比/吨上调到 2900 卢比/吨。21/22 年度印度期初库存预计为 820 万吨，在国内消费 2720 万吨，出口量 750 万吨，期末库存为 680 万吨，预计比 18/19 榨季的 1450 万吨低 770 万吨。

图 3.1.1：印度食糖生产状况（万吨）



资料来源：ISMA 南华研究

出口方面，21/22 年度印度出口预计将攀升至 750 万吨糖，高于前一榨季的 710 万吨，本榨季印度已经签订了 630 万吨糖出口合同，出口合同每周都在快速推进，且是在没有出口补贴的情况下完成的。3 月下旬，有印度政府官员透露称印度可能会限制年度出口上限为 800 万吨，而这一政策公布时间可能在 4 月初，尽管这与此前预估的量相比仍多 50 万吨，但确实设置了上限。

### 3.2. 泰国产量超 1000 万吨

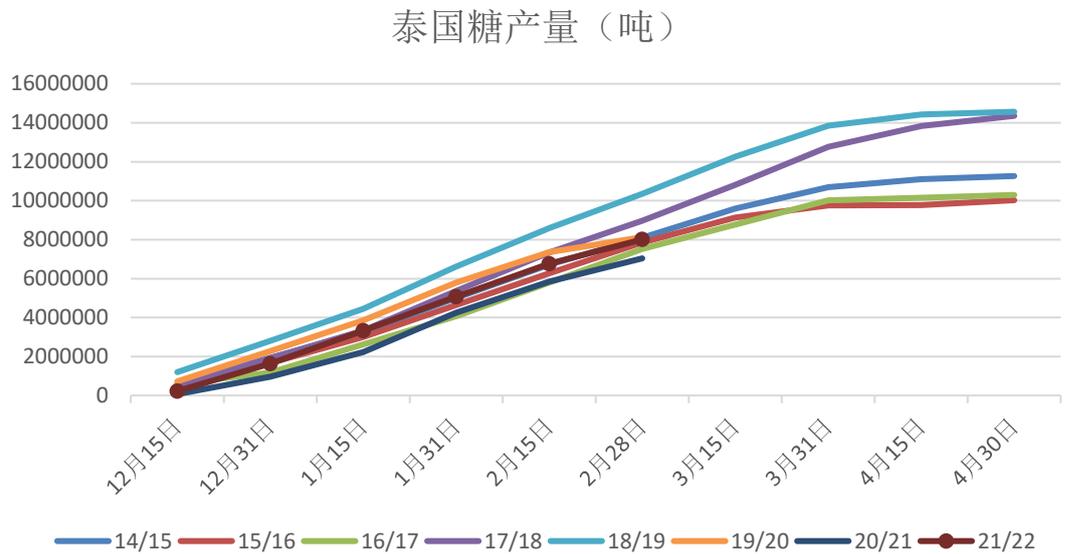
泰国已经进入压榨尾声，截至 3 月 10 日，累计甘蔗入榨量为 8210.13 万吨，含糖分为 12.67%，产糖率为 10.896%；累计产糖量为 894.57 万吨，其中白糖产量为 171.73 万吨，原糖产量为 688.37 万吨，精制糖产量为 34.47 万吨。

嘉利高预计目前看泰国的压榨会持续到 4 月上旬，预计甘蔗压榨总量将为 9370 万吨，因此我们粗略计算泰国糖产量最终可能为 1020 万吨左右。由于泰国糖厂向蔗农以 1000 泰铢/公顷的价格收购 22/23 榨季的甘蔗，这已经高过木薯的价格，因此可以预见 22/23 年度泰国产量将会继续增加。

出口方面，泰国 2021 年出口糖 401.13 万吨，同比减少 33.78%。21/22 榨季 21 年 10 月-12 月泰国累计出口糖 116.42 万吨，同比增加 39.84%。

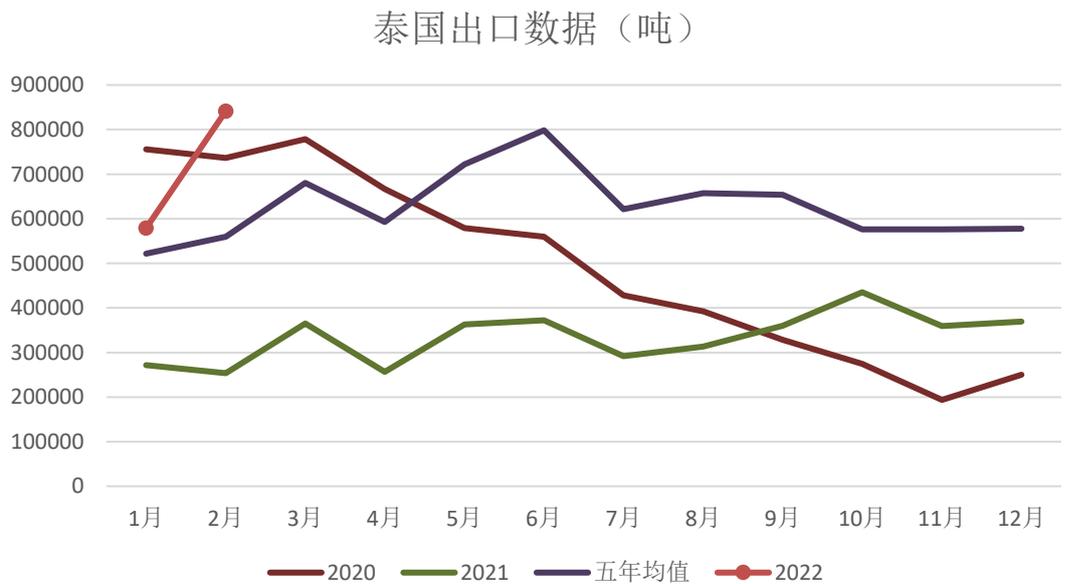
2022 年 1-2 月泰国累计出口食糖 142.02 万吨，较去年同期的 52.54 万吨大增 170.32%。

图 3.2.1：泰国生产情况（吨）



资料来源：泰国糖协 南华研究

图 3.2.2：泰国出口情况（吨）

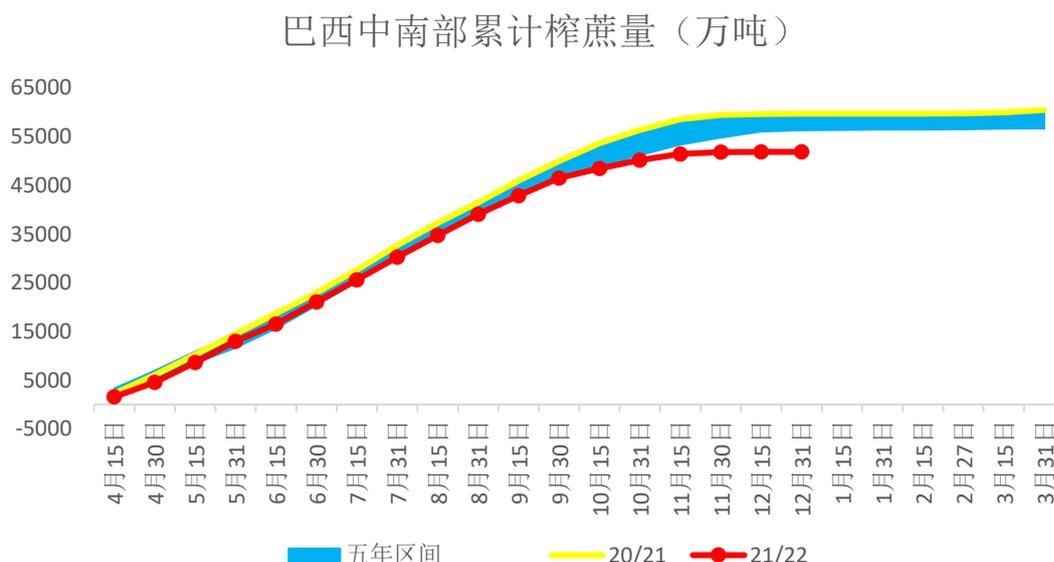


资料来源：泰国海关 南华研究

### 3.3. 关注巴西糖醇比

UNICA 数据显示, 21/22 榨季巴西中南部累计压榨甘蔗 5.293 亿吨, 同比下降 13.08%, 累计产糖 3202.9 万吨, 同比下降 16.16%, 累计产乙醇 273.4 亿升, 同比下降 8.88%, 甘蔗制糖比例为 45.08%, 低于上榨季同期的 46.21%。21/22 榨季巴西在 12 月提前结束了当前榨季, 也彰显出当榨季的产量偏低的现实, 1-3 月期间巴西仅有少量的压榨厂生产乙醇, 而没有糖生产。

图 3.3.1: 巴西中南部甘蔗产量 (万吨)

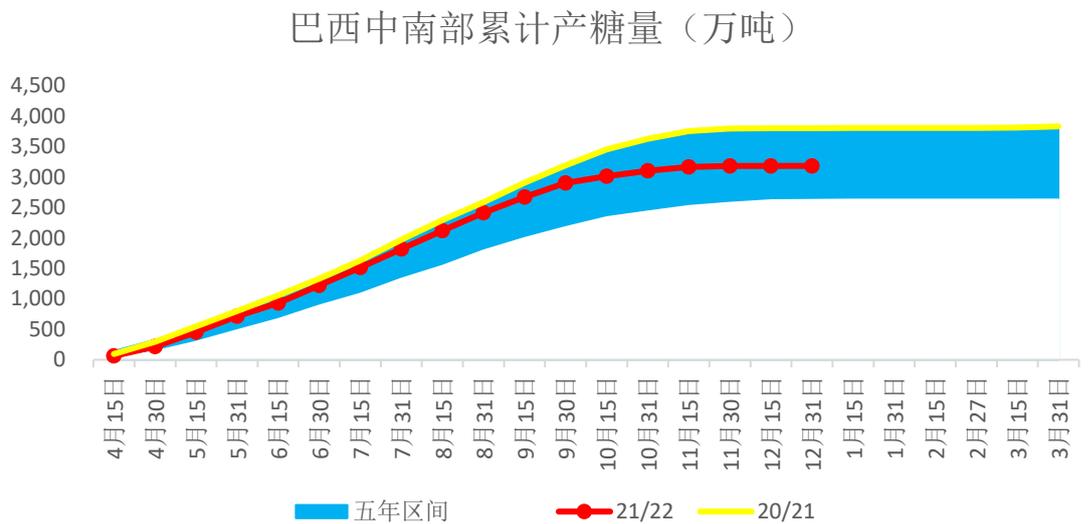


资料来源: UNICA 南华研究

巴西 3 月 11 日开始上调汽油和柴油价格, 分别提高 18% 及 25%, 这是自 1 月 13 日 (分别上调 4.85% 和 8.08%) 以来首次上调。去年 8 月开始, 巴西政府调整了汽油出厂价政策后, 巴西国内汽油价格上调幅度和国际油价一定程度上脱离, 这使得糖价在一定程度上和原油的相关性偏滞后。

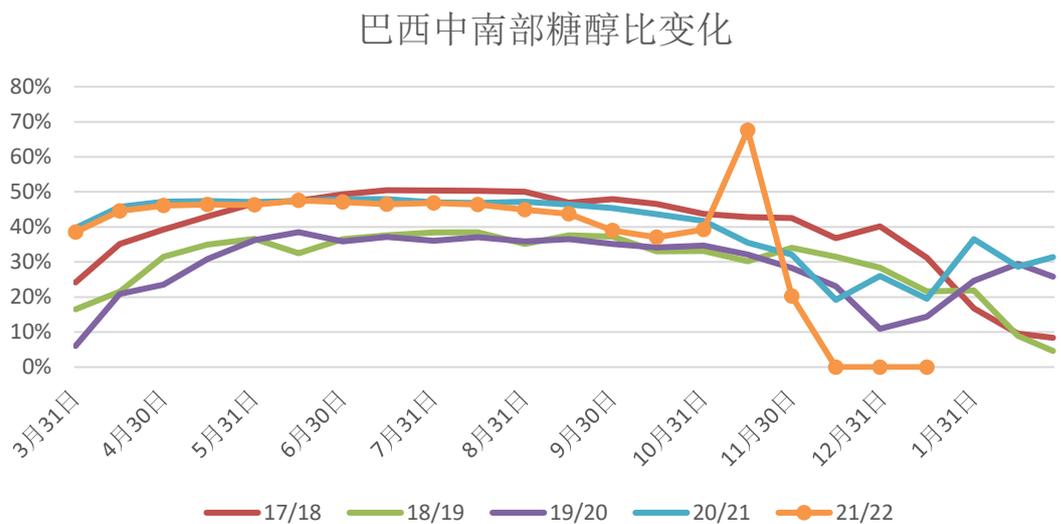
关于即将到来的 22/23 榨季, 市场尤为关心糖醇比的变化对于市场的影响, 由于已经上调了汽油和柴油价格, 这使得巴西压榨厂生产乙醇变得积极, 2 月下半月开始巴西中南部地区几家压榨厂恢复甘蔗压榨业务, 这也是去年底以来首次甘蔗压榨活动, 不过当前乙醇库存仍然同比增加 15%。巴西机构 Datagro 预估 22/23 榨季巴西中南部糖产量为 3300 万吨, 略高于 21/22 榨季, 乙醇产量预计为 298 亿公升, 高于 21/22 榨季的 277 亿公升, 糖醇比为 44.7%, 低于上榨季的 44.9%, 值得一提的是由于气候原因中南部有三分之一的甘蔗比去年情况糟糕。

图 3.3.2：巴西中南部糖产量（万吨）



资料来源：UNICA 南华研究

图 3.3.3：巴西中南部糖醇比



资料来源：UNICA 南华研究

## 第4章 行情展望

2022 年一季度糖市场表现平平，整体波动仅为 250 点左右，地缘政治及原油价格

的大幅上涨并没有使得糖价有较大幅度的上涨，印度泰国的增产对糖价形成明显压制。

展望二季度，亚洲地区进入收榨阶段，产量预估数据变化不会太大，对于市场价格影响也比较一致，受限点在于印度出口限制，而巴西中南部进入 22/23 年度压榨期，市场焦点重新转移到巴西糖醇比上。我们预计受原油不断抬升影响，食糖价格重心也会因此有所抬升，但糖醇比的调整主要还是基于巴西当地汽油价格与乙醇价格的对比来进行，因此预计糖醇比在前期比偏低，但后期如果油价进一步回落或造成糖价滞后式的回调。操作上建议，09 合约 5700-6100 区间操作，或者卖出该区间的期权。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点