



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

消费复苏底抬升 前紧后松寻良机

摘要

2022 年白糖市场波动剧烈，内外盘价格走势几度分化。整体看，原糖基本维持在 18-20 美分区间，而郑糖先扬后抑，整体重心下移，波动区间在 5450-6100 之间。

展望 2023 年，我们认为全球糖市供需结构过剩，原糖贸易流上半年偏紧，而下半年则转为过剩。4 月份以前，市场关注点主要集中在印度、泰国和中国，尤其是印度的生产和出口情况将成为市场的核心焦点。如果前期印度出口的食糖过多可能令市场陷入阶段性紧张局面。而随着巴西生产季的开始，增产预期将令该偏紧格局重新转为过剩。相比海外而言，国内市场由于整体产量预期的下降及上半年进口量的收缩，供需结构可能转为偏紧，下半年随着进口的增加，市场偏紧格局或因此缓解。

策略建议：2023 年糖价或难有质的突破，但是不缺乏波动的机会，我们预计波动区间在 5200-6100。逢低寻找机会做多 2305，寻找 05-09 正套机会。

风险点：印度产量不及预期；巴西政策调整超预期；国产糖产量变动超预期。

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.	关注库存消化 新季甜菜糖增产.....	5
2.1.1.	结转库存偏高 新糖开榨较早.....	5
2.1.2.	22/23 年度增产预期下降.....	7
2.2.	进口大概率略降.....	8
2.2.1.	进口前高后低.....	8
2.2.2.	预拌粉纳入管制 糖浆进口或有所下滑.....	9
2.2.3.	预计 2023 年消费有所复苏.....	10
第 3 章	国际食糖市场分析.....	11
3.1.	印度保持丰产 出口节奏成关键.....	12
3.2.	巴西恢复增产 关注卢拉新政.....	13
3.3.	泰国.....	17
第 4 章	行情展望.....	17
	免责声明.....	19

图表目录

图 1：内外盘糖价走势图（元/吨、美分/吨）	4
表 2：中国食糖供需平衡表（万吨）	5
图 2.1.1.1：国内产销数据（万吨）	6
图 2.1.1.2：国产糖工业库存变化（万吨）	6
图 2.1.1.3：仓单+有效预报（张）	7
表 2.1.2.1：22/23 年度面积及产量预估（万亩、万吨）	8
图 2.2.1.1：食糖进口量（吨）&巴西进口量（万吨）	9
图 2.2.2.1：配额外进口利润（元/吨）&我国进口糖浆数量（万吨）	10
图 2.2.3.1：饮料&乳制品产量（万吨）	11
图 3.1：ISO 供应过剩预估（万吨）	12
图 3.1.1：印度食糖产量（万吨）&甘蔗面积（万公顷）	13
图 3.2.1：巴西中南部甘蔗产量（万吨）	14
图 3.2.2：巴西糖出口量（万吨）	14
图 3.2.3：巴西汽油调价（雷亚尔/升）&乙醇汽油比	15
图 3.2.4：巴西中南部糖产量（万吨）	16
图 3.3.5：巴西中南部糖醇比	16
图 3.3.1：泰国甘蔗收购价（泰铢/吨）	17

第1章 行情回顾及策略建议

2022 年白糖市场波动剧烈，内外盘价格走势几度分化。整体看，原糖基本维持在 18-20 美分区间，而郑糖先涨后跌，整体重心下移，波动区间在 5450-6100 之间。

第一阶段（1-5 月），泰国减产叠加印度出口受限于集装箱进度缓慢，给全球糖市带来支撑，伴随原油上涨，巴西糖醇比预期下降，原糖震荡上行至 20 美分一线，郑糖在外盘带动下，回升至 6100 一线。

第二阶段（6 月-10 月），印度产量预估不断上调，出口加速，叠加巴西汽油税及价格不断下调，刺激糖醇比上升，另外美联储加息背景下，原糖价格回落至 17-17.5 美分，郑糖则另外受到工业库存偏高，国内需求疲软影响，一路跌至 5500 附近。

第三阶段（10 月-年底），印度出口配额延迟公布，最终公布配额 600 万吨不及市场预期，抬升糖价上涨，且巴西降雨影响压榨及运输进度，引发原糖价格重新上行至 20 美分以上。但国内结转库存偏高，叠加疫情管控影响及进口大量到港，糖价在反弹至 5700 上方后重新回落至 5500 附近，内外盘价格延续倒挂。

展望四季度，市场的关注焦点主要围绕以下几个因素。其一，国内新糖供应节奏及产量预估；其二，进口节奏的变化；其三，巴西新榨季的甘蔗产量及糖醇比变化；其四，印度产量及出口情况。

策略建议：2023 年糖价或难有质的突破，但是不缺乏波动的机会，我们预计波动区间在 5200-6100。逢低寻找机会做多 2305，寻找 05-09 正套机会。

图 1：内外盘糖价走势图（元/吨、美分/吨）



资料来源：郑商所 ICE 南华研究

第 2 章 国内白糖市场现状分析

21/22 年度国内市场整体表现为供大于求的格局,在国产糖减产进口下降的背景下,需求出现了明显的下滑,令市场价格重新回至 5500 糖厂盈亏平衡线一带。我们在上一次季报的基础上对于 21/22 年度的数据进行了最终的修正,包括结转库存数据和进口数据。

而对于 22/23 年度,我们对于国产糖产量进行了较大的修正,大幅调降了产量预估,考虑到国内消费的复苏,整体供求情况要比 21/22 年度有明显改善。

表 2: 中国食糖供需平衡表 (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	22/23(预计)
榨季								
上季工业结转库存		59.83	57.87	45.52	35.41	56.62	104.86	89
产量		928.82	1031.4	1076.04	1041.51	1066.66	956	960
销量		870.95	985.88	1040.63	984.89	961.8	867	900
销糖率		93.77%	95.59%	96.71%	94.56%	90.17%	90.69%	93.75%
当季工业结转库存		57.87	45.52	35.41	56.62	104.86	89	60
进出口	进口	230	243	325	375	633	534	500
	走私+糖浆预拌粉等折算 (估计)	230	200	80	50	43	80	80
	出口	12.49	18.4	19.2	15.85	16	16	16
	净进口	217.51	224.6	305.8	359.15	617	518	484
	净进口 (含走私+糖浆+预拌粉)	447.51	424.6	385.8	409.15	660	598	564
储备库	国储抛储量	98.96	0	0	0	0	0	0
	广西抛储量	37.27	0	0	12.73	0	0	0
	当年总供给	1224.69	1210.48	1346.43	1356.77	1578.8	1385	1384
供给量	当年总供给 (含走私+糖浆)	1454.69	1410.48	1426.43	1406.77	1621.8	1465	1464
	国内总供给	1284.52	1268.35	1391.95	1392.18	1635.42	1489.86	1473
	表观需求量	1456.65	1422.83	1436.54	1385.56	1573.56	1480.86	1493

资料来源: 南华研究

2.1. 关注库存消化 新季甜菜糖增产

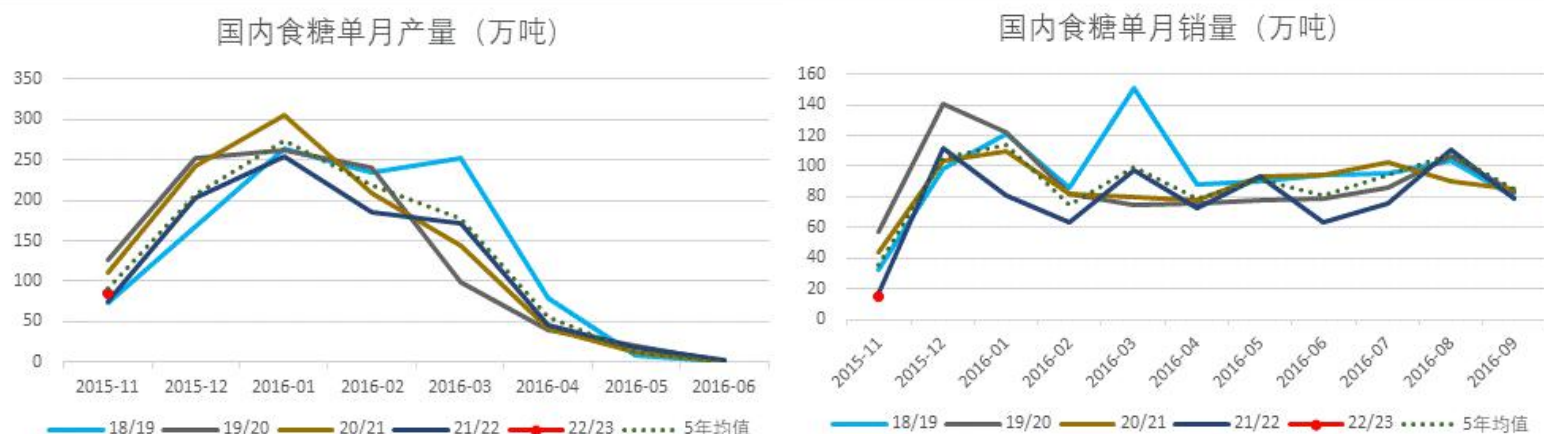
2.1.1. 结转库存偏高 新糖开榨较早

虽然 21/22 榨季国内减产,但疫情背景下,消费受到了较大影响,在 6-7 月食糖销量下降较为明显,导致 21/22 年度我国结转库存偏高。21/22 年度我国累计产糖 956 万吨,同比减少 10.37%,销糖 867 万吨,同比减少 9.85%,结转库存 89 万吨,同比减少 15.14%。尽管结转库存上榨季的 104.88 万吨,但仍处于过去 7 年次高库存。

由于今年农历春节较早,因此广西糖厂在 11 月中下旬集中开榨,截至 11 月 2 日,广西累计开榨糖厂数达到 40 家,开榨糖厂数已经过半。由于从新糖开榨到送至终端仍需要时间,因此在压榨初期,陈糖库存快速去化,11 月中下旬广西集团陈糖基本清库,根据泛糖科技数据,截至 11 月 26 日广西第三方仓库库存为 29.22 万吨,基本与去年同期持平,有利于 01 合约的抬升,但也给 03 合约造成了一定的压力。

截至 11 月底,22/23 榨季甜菜糖厂已经有 6 家停机,甘蔗糖厂陆续开榨,共生产食糖 85 万吨,同比增加 9 万吨,销糖 15 万吨,累计销糖率 18.2%。

图 2.1.1.1：国内产销数据（万吨）



资料来源：中国糖业协会 南华研究

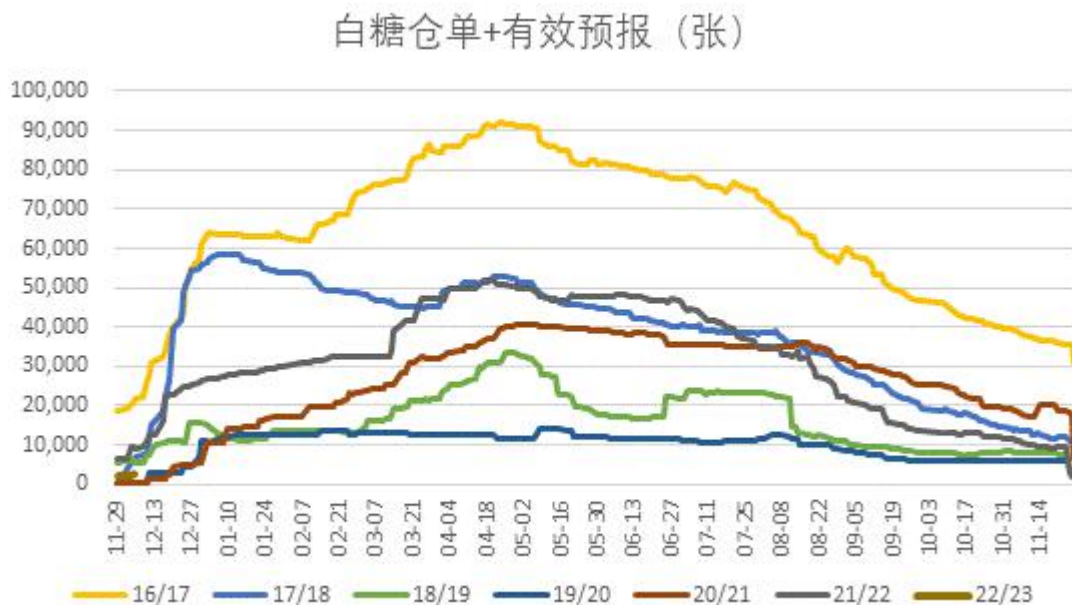
图 2.1.1.2：国产糖工业库存变化（万吨）



资料来源：中国糖业协会 南华研究

从仓单数量看，21/22 榨季仓单数量整体偏高，仓单季节性峰值数量仅次于 16/17 榨季。仓单变化中可以看到，在 4-6 月间仓单压力最大，随后快速下降。12 月开始，22/23 榨季仓单开始注册，截至 12 月 7 日，注册仓单+有效预报 2839 张，仓单数量处于同期偏低水平。我们预估 22/23 榨季整体的仓单水平较 21/22 年度会有明显下降。

图 2.1.1.3: 仓单+有效预报 (张)



资料来源: 郑商所 南华研究

2.1.2. 22/23 年度增产预期下降

中糖协数据显示,2021 年度我国糖料种植面积为 1889 万亩,其中甘蔗种植面积 1673 万亩,甜菜种植面积 216 万亩,而 2022 年全国面积为 1944 万吨,其中甘蔗种植面积为 1667 万亩,甜菜种植面积为 277 万亩。对于细分省份数据我们做了预估,广西实行“按退蔗进”的政策,甘蔗种植面积 1116 万亩,同比增加 10 万亩;云南境外种植面积有增长趋势,预估甘蔗种植面积 406 万亩,同比增长 8 万亩;广东 118 万亩,以持平对待;新疆甜菜种植面积为 88 万亩,同比增加 10 万亩,内蒙甜菜种植面积 180 万亩,同比增加 50 万亩。

内蒙古 22/23 生产期共有 12 家生产,较上年少 1 家,最早开榨时间为 9 月 15 日,最晚开榨为 10 月 20 日,其中 5 家糖厂在 9 月开机。据不完全统计,内蒙古 22/23 年度甜菜地头收购价为 570-600 元/吨,同比提高 45-60 元/吨。新疆 22/23 生产期 9 月 20 日开机,比前两年提前 5 天。新疆甜菜收购到厂价最高达到 600 元/吨,同比大幅提高。

表 2.1.2.1：22/23 年度面积及产量预估（万亩、万吨）

22/23年度种植面积及产量预估						
地区	21/22面积	22/23面积	面积变化	21/22产量	22/23产量	产量变化
全国	1862	1944	82	956.2	960	3.8
广西	1106	1116	10	611.94	600	-11.94
云南	394	406	12	194.13	188	-6.13
广东	118	118	0	54.65	55	0.35
海南	27	27	0	8.44	10	1.56
内蒙	130	180	50	49	60	11
新疆	78	88	10	33.75	42	8.25
其他	9	9	0	4.29	5	0.71

资料来源：中糖协 南华研究

随着种植面积有明显增加，但各产区整体的产量或与此前预估有较大变化。广西作为主产区今年遭遇持续旱情，整体产量可能有明显下降。根据调研情况看，崇左、柳州、来宾、南宁四大蔗区甘蔗株高均较去年同期低很多，有效茎数量也不及去年同期。不过从 11 月的压榨情况看，广西整体的产糖率较高，北海、钦州地区的产糖率达到 11% 左右，而南宁地区也有 9%，混合产糖率为 8.8%，同比增加 0.81 个百分点。根据沐甜科技预计本榨季广西产量仅为 540-570 万吨，泛糖科技则预估为 600 万吨，均不及去年的 612 万吨，我们保守估计广西产量为 600 万吨，后续我们会关注新糖的压榨进度和变化以进行调整。

此外，内蒙和新疆纷纷完成了甜菜的收获。截至 11 月底，内蒙甜菜收购已经结束，总收购量为 442 万吨，其中加工 330 万吨，产糖 43.8 万吨，同比增加 7.8 万吨，出糖率 13.27%。可以看到，内蒙甜菜出糖率显著提高，达到了 13% 以上，而 21/22 榨季平均仅为 12.56%。但是可以看到甜菜单产并不理想，在种植面积显著增加的情况下，最终的收购量仅同比增加了 52 万吨，根据当前出糖率推算，内蒙产量将不足 60 万吨，我们保守以 60 万吨计算。新疆截至 11 月底收购甜菜 350 万吨，加工 181 万吨，产糖 20.86 万吨，同比减少 4.53 万吨，出糖率 11.55%，因此最终新疆的产量可能为 40 万吨出头，我们且估为 42 万吨。

当前市场上的悲观预估为 930 万吨，不过糖协的官方预估为 1100 万吨。我们综合评估各产区的情况后，预估 22/23 年度全国产量为 960 万吨，同比小幅略增。

2.2. 进口大概率略降

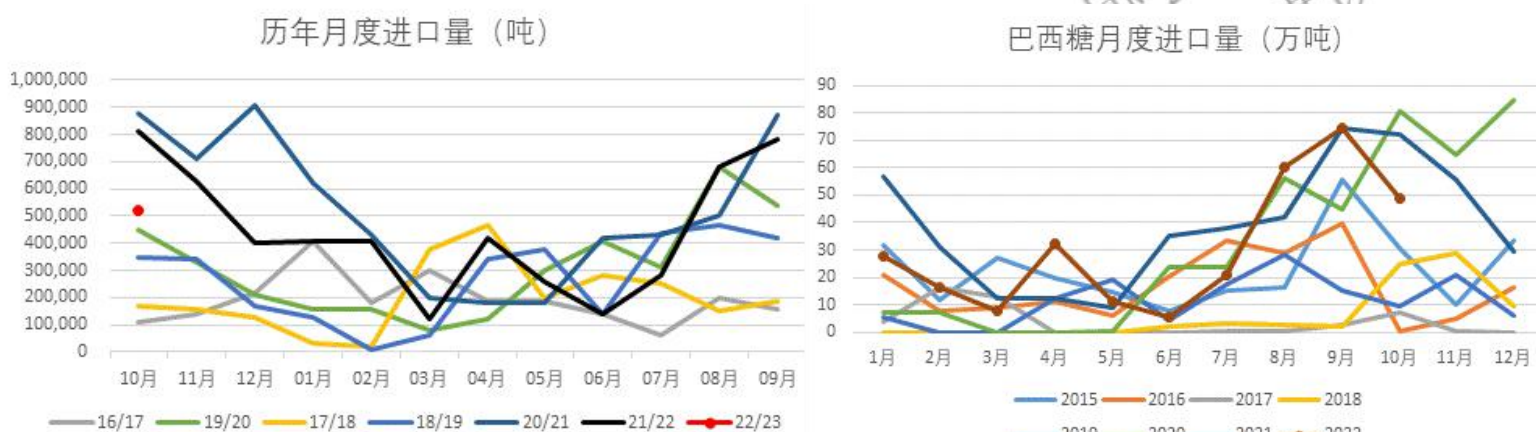
2.2.1. 进口前高后低

2022 年 1-10 月我国累计进口糖 402 万吨，同比下降 3 万吨。21/22 榨季累计进口 534 万吨，同比下降 15.64%。当榨季进口下降的主要原因在于进口利润倒挂，绝大部分时间配额外进口都是亏损的，而进口量居高不下的主要原因在于加工糖厂希望尽可能用

完配额外许可证以保证下一年有足够的许可证数量，同时重点在三季度糖价跌破 18 美分的阶段进行大量采购，以平衡全年的进口成本。

从进口来源看，今年食糖进口的主要来源国还是巴西，巴西糖数量巨大，且价格相对便宜，且品质也比泰国糖要好，巴西糖运输到中国大概需要 45 天船期，装卸运输时间大概 1 个星期。2022 年前 10 个月我国从巴西进口食糖 304.13 万吨，同比下降 20%。而我国原本每年从古巴进口 40 万吨左右的食糖，今年也大幅削减，去年古巴减产，我国进口古巴糖仅为 21 万吨，今年进口仅为 9 万吨，因古巴今年进一步减产，最终产量不足 50 万吨。今年相比去年增加了印度和泰国糖的进口，截至 10 月底，印度糖进口量为 25.71 万吨，而去年全年度仅为 10.7 万吨，泰国糖进口量为 21.96 万吨，而去年全年度仅为 10.34 万吨。考虑到四季度海外糖价持续强势，内外价差持续扩大，进口亏损扩大的情况下，2022 年 11 月至 2023 年一季度食糖进口量较小，下半年进口量或有显著增加。

图 2.2.1.1：食糖进口量（吨）&巴西进口量（万吨）



资料来源：海关总署 南华研究

2.2.2. 预拌粉纳入管制 糖浆进口或有所下滑

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。

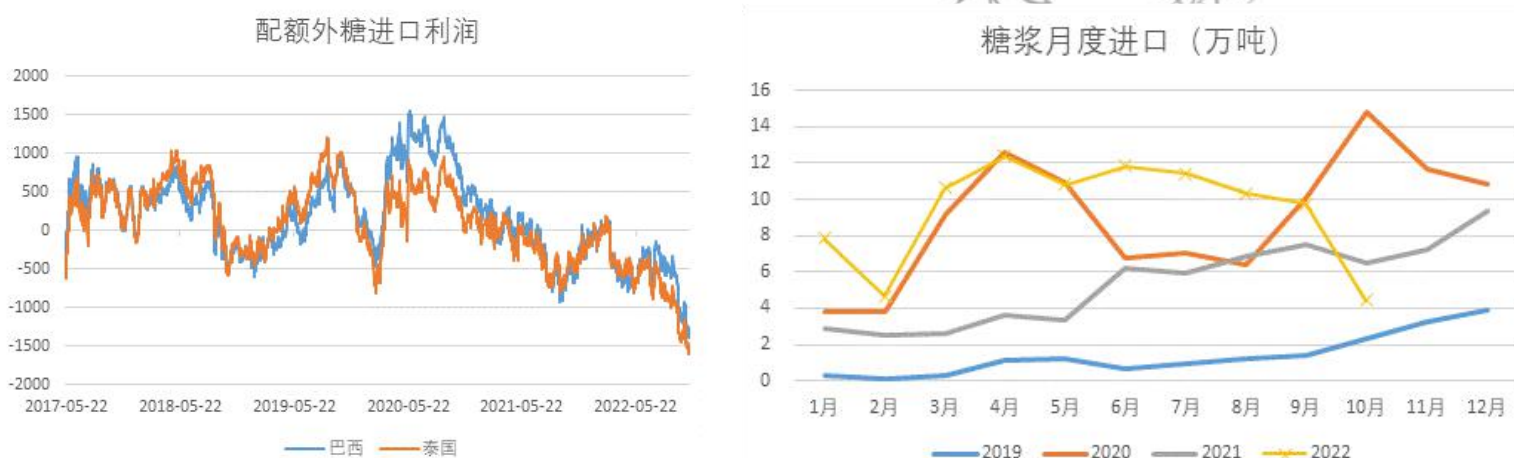
2021 年海关在进口糖浆上进行了更详细的标注，甘蔗或甜菜糖水溶液被单独列出，如此一来我们可以更精准得到进口替代糖浆的数量。2021 年该细分项合计进口 64.6 万吨，同比减少 43.31 万吨，以最低的 54% 计算，折算食糖量为 34.89 万吨。

2022 年 1-10 月糖浆进口量为 94.08 万吨，同比增加 46.04 万吨，折合白糖 50.8 万吨，创历史新高。21/22 榨季我国累计进口糖浆 112.66 万吨，同比增加 33.8 万吨，折合白糖 60.84 万吨。可以看到今年糖浆进口数量大增，进口量超过 19/20 和 20/21 两个进口量最大的年度，考虑到糖浆最低折糖率为 0.54，而最大折糖率为 0.67，预计最终量为 68 万吨左右。

此外，预拌粉在去年四季度开始悄然升起，从一开始的每个月几千吨，到去年 11 月的突破 1 万吨，今年每个月保持在 2 万吨以上，预拌粉白糖含量 88%，葡萄糖含量 12%，因此年度进口量可能折算白糖为 20 万吨。

不过，从 8 月底海关总署将预混粉（即预拌粉）按照成分含量纳入进口税管理，封堵了进口糖的一个大漏洞，大大提高了预拌粉进入国内市场的成本和门槛，对糖价有明显的支撑作用。具体政策为，预混粉中蔗糖 $\geq 90\%$ ，归为税号 1701.9990；蔗糖+其他糖 $\geq 90\%$ （可含其他食品原料），且 $50\% > \text{蔗糖} > 90\%$ ，归为税号 1702.9012；蔗糖+其他食品原料（可可除外），且 $50\% > \text{蔗糖} > 90\%$ ，归为税号 2106.9062。因此下榨季，预拌粉对市场的冲击将大大减少，数据也更为透明。

图 2.2.2.1：配额外进口利润（元/吨）&我国进口糖浆数量（万吨）



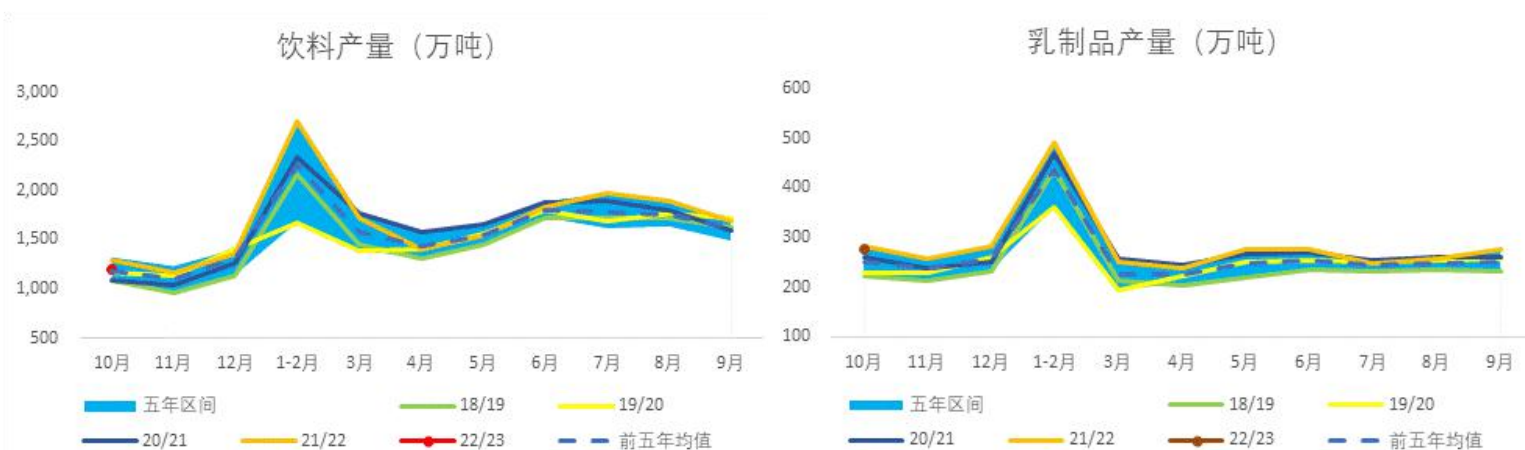
资料来源：海关总署 南华研究

2.2.3. 预计 2023 年消费有所复苏

终端消费看，2022 年受疫情影响，整体消费水平低于年初预期。我们拿两个数据进行佐证。其一，饮料产量。我国饮料 21/22 榨季产量为 1.86 亿吨，同比增加 3.9%，但是根据年度数据计算，2022 年 1-10 月饮料产量为 1.6 万吨，同比增长就只有 1%，其中 4-5 月数据下降比较明显，主要受疫情影响导致产量出现下滑，7 月产量出现恢复，8 月和 9 月已经大幅超过去年同期，但是 10 月产量大幅下滑再度低于去年同期。其二，乳制品产量。我国乳制品 21/22 榨季产量为 3134.61 万吨，同比增加 3.46%，2022 年 1-10 月乳制品产量为 2587.8 万吨，同比增加仅为 1.02%，其中 4 月产量受疫情影响同比下滑，但 5 月恢复较快，超过去年同期水平，不过 7-8 月的表现要弱于去年同期，尽管 9 月有所恢复，但 10 月产量停滞不前，再度低于去年同期。考虑到当前疫情管控措

施的变化，2023 年消费有望出现恢复性增长。

图 2.2.3.1：饮料&乳制品产量（万吨）



资料来源：国家统计局 南华研究

第 3 章 国际食糖市场分析

2022 年国际食糖市场波动剧烈，上下区间在 17-20 美分之间。市场持续围绕着巴西糖醇比和印度出口做文章，由于缺乏一致性预期，市场并没有走出很大的单边行情，更多是波段势的。对于 2023 年，市场依旧会围绕印度和巴西的供应情况展开，具体需要关注印度的产量及出口状况，以及巴西的糖醇比变化。

主流机构对于 22/23 年度全球糖市的供需情况预估整体较为悲观，主要原因是全球产量前景的上调以及对于消费恢复增量的悲观预期。国际糖业组织（ISO）在 11 月的预估数据显示，22/23 年度全球过剩 618.5 万吨，相比 8 月预估的 557.1 万吨，增加了 61.4 万吨。预估 22/23 年度全球产量 1.82 亿吨，相比 8 月小幅增加 10 万吨，消费 1.76 亿吨，相比 8 月小幅下降 30 万吨。经济衰退预期下消费疲软预期较为强烈。

图 3.1：ISO 供应过剩预估（万吨）



资料来源：ISO 南华研究

3.1. 印度保持丰产 出口节奏成关键

印度 21/22 榨季甘蔗产量、糖产量及出口量均创了历史记录。根据印度糖厂协会 ISMA 公布的数据显示，印度 21/22 年度糖产量增至 3600 万吨，同比增加 13.36%，出口量达到 1120 万吨，消费量增至 2720 万吨，同比增加 70 万吨。此外，有 340 万吨糖用于乙醇生产，而上榨季为 200 万吨，期末库存降至 600 万吨。

2022 年 10 月，印度开启了 22/23 榨季。印度糖厂协会（ISMA）数据根据卫星图像预估，印度 22/23 年度甘蔗总种植面积约为 582.8 万公顷，这较当前年度增加约 4%，当前年度种植面积约为 558.3 万公顷。ISMA 在 10 月预估 22/23 榨季产量为 3650 万吨，同比增加 2%，其中北方邦糖产量预计为 1230 万吨，马邦为 1500 万吨，卡邦为 700 万吨。

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% 掺混目标已经能够实现，乙醇需求约为 45 亿公升，较去年预计供应高出 11.7 亿公升。22/23 年度印度乙醇汽油平均掺混率目标提高至 12%，即进入乙醇产业中的糖产量预计为 450 万吨左右。

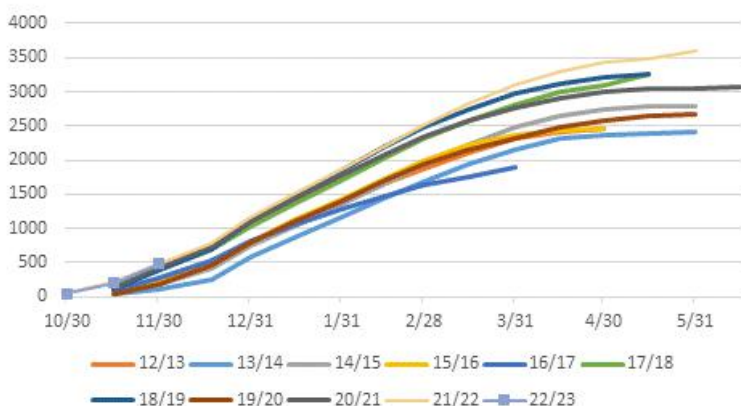
截至 11 月底，印度累计产糖 479 万吨，去年同期为 472 万吨，开榨糖厂数量也从去年同期的 416 家增加到 434 家。相比 11 月中旬的数据，可以看到糖厂生产进度加快，

已经从落后去年的进度转为超过去年的水平。

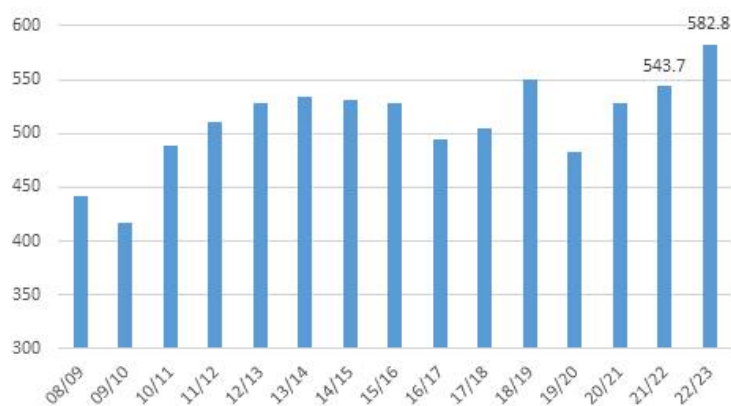
不过受西南季风影响，印度在 9 月底遭遇大范围降雨，9 月 25 日，其中北方邦的降雨量比正常降雨量高出 297 毫米，高出 889%，除了对该地区造成产量损失外，降雨还推迟北方邦和哈里亚纳邦等地区的作物收割。这也让印度当地农户、糖厂及贸易商给出了印度产量可能下降 7% 的预估。未来我们会进一步跟踪印度的生产情况。

图 3.1.1：印度食糖产量（万吨）&甘蔗面积（万公顷）

印度食糖生产状况（万吨）



印度甘蔗种植面积（万公顷）



资料来源：ISMA 南华研究

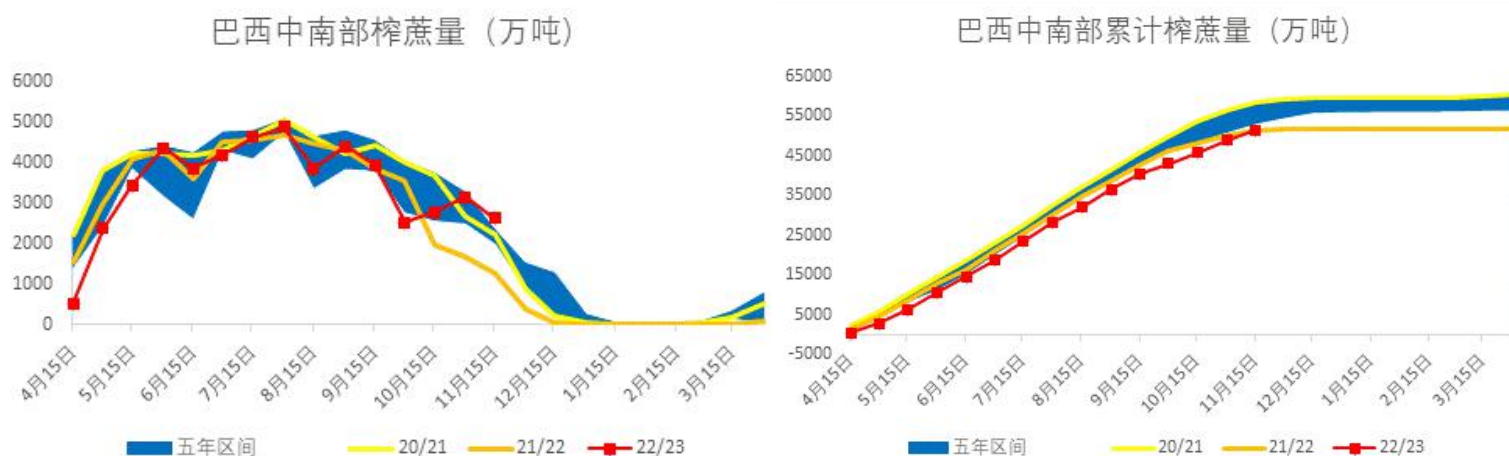
22/23 榨季印度将继续实行出口配额制度，11 月初印度政府公布了第一批 600 万吨糖出口配额，允许在 2023 年 5 月 31 日前出口。而截至 11 月底印度已经签订了 430 万吨的 22/23 榨季出口合同，较高的国际糖价给予印度出口较大的盈利空间。预计 12 月底前印度就能完成 600 万吨的出口配额。明年印度可能会额外公布 300-400 万吨出口配额，这将由国内产量及库存水平决定。预计 22/23 榨季印度出口量将在 800-900 万吨之间，虽然相比上榨季有所减少，但仍处于历史次高水平。

整体看，印度产量继续增加，但是由于当前处于印度压榨初期，较高的期初产量预估下，一旦出现新的情况则最终产量可能不及预期，而由于前期出口较快，则可能造成印度后期出口偏紧的格局，这需要我们格外注意。

3.2. 巴西恢复增产 关注卢拉新政

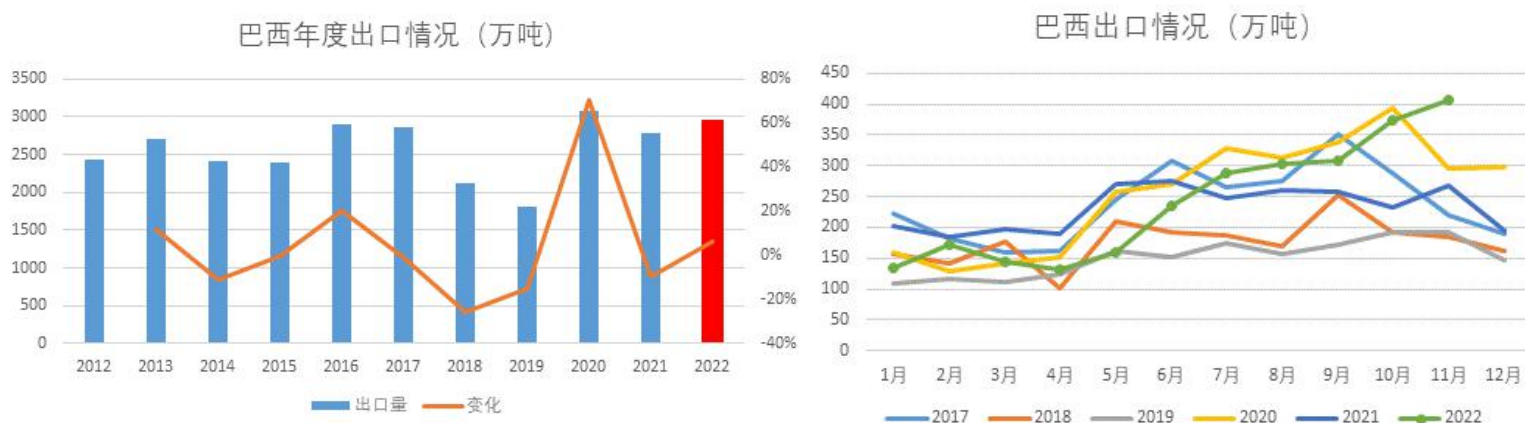
22/23 榨季巴西已经进入压榨尾声，UNICA 数据显示，22/23 榨季截至 11 月 16 日，巴西中南部累计压榨甘蔗 5.17 亿吨，同比下降 0.1%，累计产糖 3196.6 万吨，同比下降 0.29%，累计产乙醇 257.3 亿升，同比下降 0.54%，平均甘蔗制糖比例为 46%，低于上榨季同期的 45.2%，平均甘蔗出糖量(ATR)为 141.13kg/吨，低于去年同期的 143.06kg/吨。

图 3.2.1：巴西中南部甘蔗产量（万吨）



资料来源：UNICA 南华研究

图 3.2.2：巴西糖出口量（万吨）



资料来源：UNICA 南华研究

22/23 榨季巴西压榨进度推迟，受上个榨季中南部干旱影响，叠加国际油价受俄乌战争影响下大幅上涨，带动了巴西乙醇价格的上涨。巴西多次上调汽油价格，令生产乙醇的利润大幅提升，导致巴西在压榨前期生产乙醇的动力大幅增加，糖醇比被压得比较低。但是随着巴西总统选举进入白热化阶段，当局政府不断干预市场，调降了燃料市场价格、削减了燃油税费，导致巴西乙醇价格承压下滑，糖醇比走高，因此最终巴西糖产量相比去年差异不大，甚至最终可能超过去年。22/23 年度巴西中南部产量预计为 5.5 亿吨，糖产量则为 3300-3350 万吨左右。

从 2023 年 4 月开始，巴西将进入 23/24 年度，市场更关心新年度巴西的生产情况，首先是甘蔗产量。根据市场整体预估看，由于今年巴西整体降雨丰沛，因此巴西 23/24 年的甘蔗产量可能会达到 5.7-5.75 亿吨，整体增长 5%-6%。在甘蔗产量的增长的背景下，糖产量也

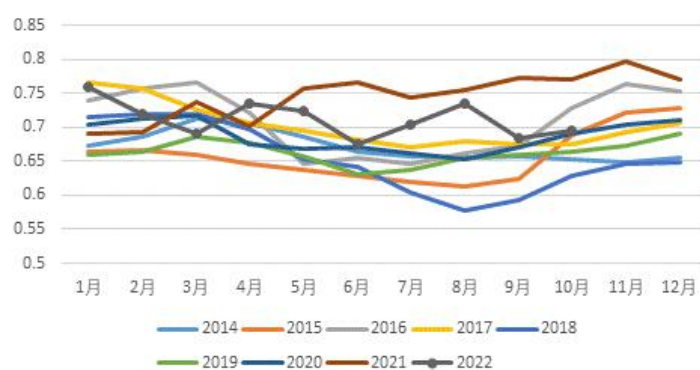
出现了相应的增长。不过市场对于增长幅度有较大的分歧。假如按照上榨季的水平计算，最终产量可能在 3560 万吨左右，但是卢拉新政府的上台可能令糖醇比发生变化。

图 3.2.3: 巴西汽油调价（雷亚尔/升）&乙醇汽油比

巴西汽油调价情况（雷亚尔/升）



巴西含水乙醇与汽油价格比



资料来源：巴西国家石油公司 南华研究

2022 年，巴西前总统博索纳罗政府于 6 月份削减了燃料的州税和联邦税。根据各州的不同，燃油的 ICMS 州税限制在 17%和 18%，汽油和乙醇的联邦税 PIS/Cofins 则将在 12 月 31 日前免除。除了调降燃料税外，巴西石油公司将炼油厂汽油均价自 7 月以来连续四次下调，这也是导致巴西汽油机燃料乙醇价格持续下滑的原因，最终令巴西糖厂更多地生产糖而非乙醇。

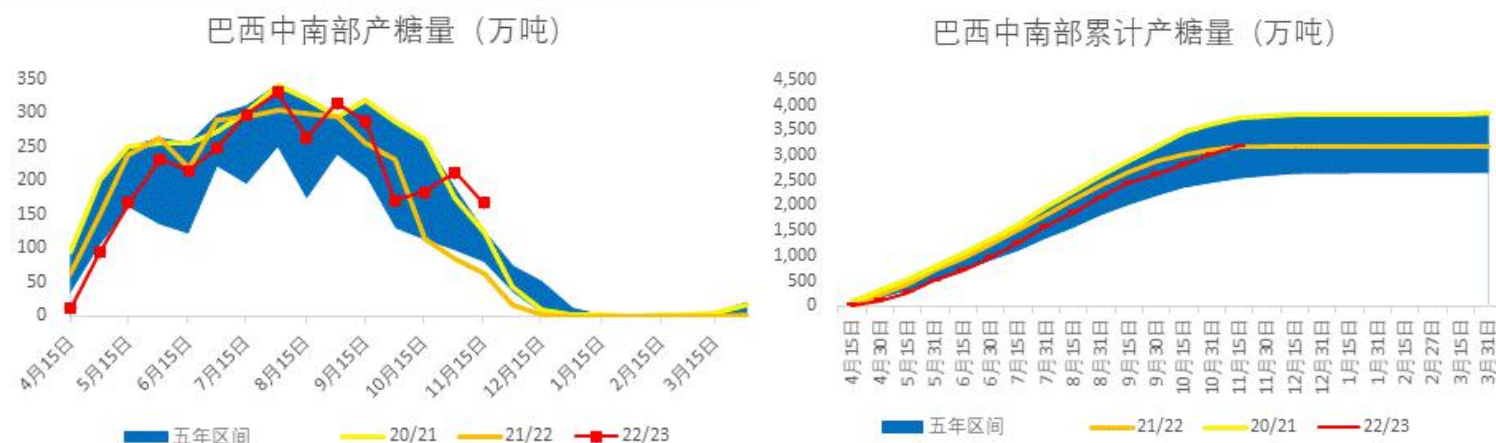
而随着卢拉在 2022 年 10 月的大选的胜出，2023 年燃油政策可能因此做出一些调整。

首先，卢拉表示，ICMS 州燃料税和汽油价格政策限制可能发生变化，这可能会导致 12 月结束的燃油联邦税减免也许不会延长至 2023 年。

其次，卢拉可能会改变巴西石油公司的定价政策，废除进口平价政策（PPI），燃料价格上限政策可能会回归，国内燃料价格不再与国际价格完全挂钩。

其三，巴西财政赤字问题或令卢拉制定以上政策下有所顾忌。最终的政策出台可能有一些细节变化，包括时间周期，价格上限的限制等等，我们后续会进一步跟踪。

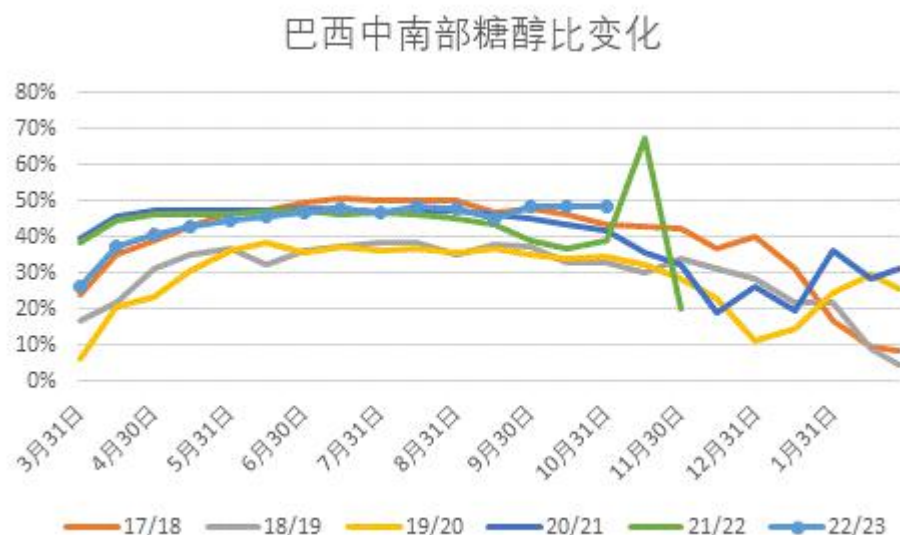
图 3.2.4：巴西中南部糖产量（万吨）



资料来源：UNICA 南华研究

对于 23/24 榨季，巴西糖醇比可能仍会维持偏高水平，预计在 46% 左右。主要原因在于，2023 年巴西乙醇将面临着诸多不确定性，新政府燃料定价及燃料价格上限政策都可能被抵消税费带来的利多所抵消，新榨季产糖的收益则要更稳定。当前巴西 23/24 榨季在 ICE 原糖上的套保量已经达到 936 万吨，平均价格为 17.31 美分，占预计出口量的 39%，整体的套保水平处于历史极高的位置。ICE 商业空头头寸大幅拉升，随着近期糖的上涨，糖厂可能会进一步增加套保比例。

图 3.3.5：巴西中南部糖醇比



资料来源：UNICA 南华研究

3.3. 泰国

泰国 21/22 榨季产量为 1015 万吨，同比增加 34%，甘蔗压榨量为 9207 万吨，同比增加 40%，累计出口量 736 万吨，同比增加 368 万吨。22/23 榨季泰国甘蔗种植面积进一步扩大，2022 年泰国全年降雨异常偏高，整体降水量可能比平均水平高出 10%，降水充沛利于甘蔗的生长，但是也令 22/23 榨季开榨时间推迟 1-2 周，进入 12 月，泰国也将开榨，市场预期总产量或低于 1 亿吨，最终产量可能增至 1100 万吨，年度出口量可能在 750 万吨上下，其中原糖 400 万吨，白糖 350 万吨。

图 3.3.1：泰国甘蔗收购价（泰铢/吨）



资料来源：UNICA 南华研究

而对于 23/24 榨季而言，泰国甘蔗价格暂定为 1040 泰铢/吨，相比上榨季的 1070 泰铢/吨有所下降。降低的甘蔗价格和高生产成本可能令 2023 年和 2024 年无法继续扩大种植面积。由于泰国甘蔗种植者以小农户为主，占比达到 70%，木薯是主要的竞争作物，而随着木薯价格上涨，且管理需求更少、生产成本更低，甘蔗面积受到积压。

第 4 章 行情展望

2022 年白糖市场波动剧烈，内外盘价格走势几度分化。整体看，原糖基本维持在 18-20 美分区间，而郑糖先扬后抑，整体重心下移，波动区间在 5450-6100 之间。

展望 2023 年，我们认为全球糖市供需结构过剩，原糖贸易流上半年偏紧，而下半

年则转为过剩。4 月份以前，市场关注点主要集中在印度、泰国和中国，尤其是印度的生产和出口情况将成为市场的核心焦点。如果前期印度出口的食糖过多可能令市场陷入阶段性紧张局面。而随着巴西生产季的开始，增产预期将令该偏紧格局重新转为过剩。相比海外而言，国内市场由于整体产量预期的下降及上半年进口量的收缩，供需结构可能转为偏紧，下半年随着进口的增加，市场偏紧格局或因此缓解。

策略建议：2023 年糖价或难有质的突破，但是不缺乏波动的机会，我们预计波动区间在 5200-6100。逢低寻找机会做多 2305，寻找 05-09 正套机会。

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

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。

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。



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

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点