



高价依旧抑制消费 但低库仍支撑市场

摘要

7月，郑糖期价与国际原糖价格走势有所分化，郑糖主力2309合约期价触及6962元/吨高点后回落，由于旧作国内供需缺口依旧支撑，加之6月进口糖数据维持低位，支撑糖市。不过产销数据一般，去库量降幅不及预期，限制糖价反弹高度。截止2023年7月25日月度涨幅超1.0%。

后市展望：新作来看，机构预测23/24年度全球食糖产量恢复，加之出口增速明显，不过报告显示，厄尔尼诺现象可能在夏末形成，持续到2024年的几率为70%-80%。厄尔尼诺现象通常会抑制降雨，各产区食糖产量增幅或放缓，在一定程度上支撑糖价。

国内糖市：2022/23年制糖期，截至6月底，本榨季全国共生产食糖896万吨，同比减少39万吨。海关总署公布的数据显示，6月当月进口糖数量仅为4万吨，远远低于预期，且维持近十年低位，与之形成鲜明对比的是，6月进口糖浆及预拌粉为21.41万吨，增幅明显，可见在高价糖的抑制作用下，市场选择低价糖源作为替代。高价对国产糖、进口糖等需求仍有抑制作用。不过目前食糖工业库存为209万吨，处于近五年低位，加之下游进入消费旺季，在一定程度上仍支撑糖市。

风险提示：1、宏观面风险 2、国储政策 3、国内消费 4、产量预估 5、食糖进口贸易政策

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
王翠冰
投资咨询证号：
Z0015587

咨询电话：059536208232
微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 一、2023年7月国内外糖价走势回顾..... | 2 |
| 1.1 全球食糖市场回顾..... | 2 |
| 1.2 国内白糖期货市场回顾..... | 2 |
| 二、全球糖市供需预估..... | 3 |
| 2.1 全球食糖供需预估情况..... | 3 |
| 2.2 23/24 榨季巴西中南部糖压榨数据低于预期..... | 4 |
| 2.3 22/23 年度印度糖减产题材基本已在盘面消化..... | 6 |
| 2.4 泰国糖产量预计恢复有限..... | 7 |
| 三、国内食糖产销情况预测..... | 7 |
| 3.1 国内旧作供需缺口仍存支撑..... | 7 |
| 3.2 国内食糖工业库存维持低位，但月度降幅低于预期..... | 9 |
| 3.3 国内外糖价差仍倒挂，进口数量维持低位..... | 10 |
| 四、郑糖历史季节性规律及价差分析..... | 12 |
| 4.1 白糖价格季节性规律..... | 12 |
| 4.2 白糖基差分析..... | 12 |
| 4.3 白糖套利分析..... | 13 |
| 五、白糖期权方面..... | 14 |
| 5.1 期权流动性分析..... | 14 |
| 5.2 期权波动率角度分析..... | 15 |
| 六、8月白糖市场行情展望..... | 15 |
| 免责声明..... | 16 |

一、2023 年 7 月国内外糖价走势回顾

1.1 全球食糖市场回顾

ICE 原糖 10 月合约价格持续拉涨，月度涨幅近 10%，因厄尔尼诺天气的影响，印度及泰国供应担忧，加之巴西甘蔗压榨数据低于预期，推动美糖上涨。

图：ICE 原糖 10 月合约日线走势图



数据来源：文华财经

1.2 国内白糖期货市场回顾

7 月，郑糖期价与国际原糖价格走势有所分化，郑糖主力 2309 合约期价触及 6962 元/吨高点后回落，由于旧作国内供需缺口依旧支撑，加之 6 月进口糖数据维持低位，支撑糖市。不过产销数据一般，去库量降幅不及预期，限制糖价反弹高度。截止 2023 年 7 月 25 日月度涨幅超 1.0%。

图：郑糖 2309 合约日线走势图



数据来源：文华财经

二、全球糖市供需预估

2.1 全球食糖供需预估情况

以下各机构对 2022/23 年度（10 月至次年 9 月）全球糖市供需预估为过剩状态，目前主产国食糖产量基本明确，22/23 年度全球食糖供需过剩量再次下调，由于几大主产国产量的下调，从 2 月预计的 420 万吨过剩调整至过剩 85 万吨的紧平衡状态。前期印度减产题材基本已在盘面消化。

新作来看，机构预测 23/24 年度全球食糖产量恢复，加之出口增速明显，不过报告显示，厄尔尼诺现象可能在夏末形成，持续到 2024 年的几率为 70%-80%。厄尔尼诺现象通常会抑制降雨，各产区食糖产量增幅或放缓，在一定程度上支撑糖价。整体上，23/24 年度全球食糖产需仍处于过剩状态，预计国际原糖价格重心下移。但根据美国国家海洋和大气管理局预测中心（NOAA）近期发表的一份报告，在持续三年的拉尼娜气候模式结束后，厄尔尼诺已经回归并发挥作用。厄尔尼诺现象已经正式回归，并可能在今年晚些时候造成极端天气，这可能导致热带气旋袭击脆弱的太平洋岛屿，南美出现强降雨，澳大利亚出现干旱等。预计对巴西及拉美等国家食糖产量形成不利影响，利多国际糖市。天气的不利影响背景下，在一定程度上限制国际糖价跌幅。

| 研究机构 | 预测内容 |
|------------|--|
| ISO | 国际糖业组织预估：22/23 年度全球糖供应预估过剩 85 万吨，前期预估过剩量为 420 万吨。23/24 年度预计全球食糖产量将增加约 200 万吨，消费将增长 1.2%。 |
| Green Pool | 分析机构预测，22/23（10 月-9 月）全球食糖供应过剩为 177 万吨。23/24 年度全球供需转为缺口预期。 |
| StoneX | StoneX：预计 22/23 年度全球食糖供应将过剩 390 万吨，前期预估值为 330 万吨。 |
| USDA | 预计 23/24 年度全球糖产量预计为 1.879 亿吨，同比增加 1000 万吨，消费量预计达到 1.804 亿吨，产需预计仍为过剩状态。 |

数据来源：广西糖网整理

据美国农业部最新预估，23/24 年度全球食糖供需处于过剩，且过剩量上调，产量预期为 1.879 亿吨，同比增加 1060 万吨，其中巴西（4210 万吨）和印度（3600 万吨）的产

量增加，弥补了俄罗斯减产的影响；消费量预期为 1.804 亿吨，主要是因为印度和巴基斯坦等市场需求的增长，另外巴西、印度和泰国糖出口增加预计弥补巴基斯坦减少出口的影响，新年度全球产量恢复，全球贸易紧张格局缓解，中长期国际原糖价格进入跌势通道。

图：全球食糖供需情况



数据来源：USDA、瑞达期货研究院

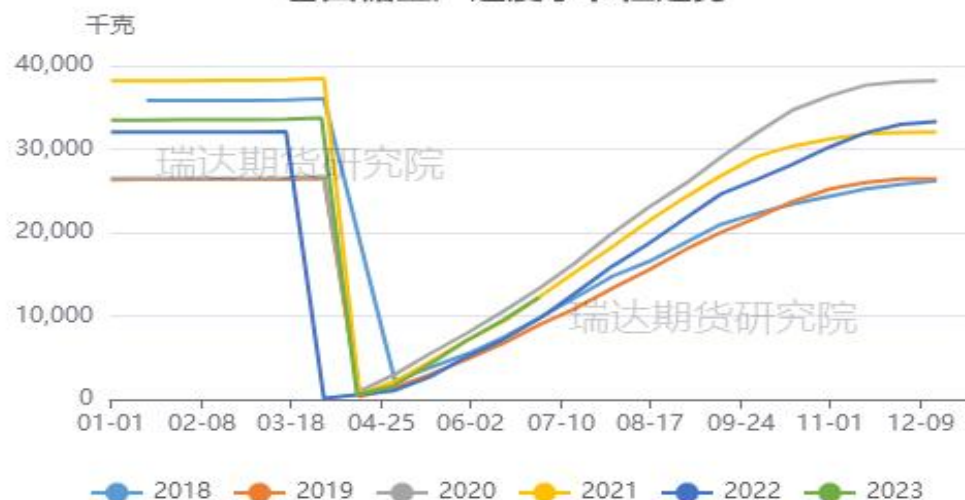
2.2 23/24 榨季巴西中南部糖压榨数据低于预期

巴西方面，巴西是全球最大的白糖生产国和出口国，其中巴西中南部地区甘蔗大约占全国产量的 90%。新榨季巴西糖产量：预计 2023/24 年度巴西中南部地区的甘蔗产量接近创纪录高位，产量预计为 3600-3800 万吨，个别机构预估值超 4000 万吨。可见市场对新榨季巴西中南部甘蔗产量前景向好。

巴西中南部地区糖厂 6 月下半月压榨甘蔗 4300.3 万吨，同比增加 2.19%，产糖 269.5 万吨，同比增加 7.57%；含糖量同比下降 3.02%。截止 6 月下半月巴西中南部累计压榨甘蔗 2.098 亿吨，同比提高了 11.51%，累计产糖 1222.8 万吨，同比增加 25.85%，甘蔗压榨比例 49.43%，同比提高 3.89 个百分点，6 月下半月巴西中南部甘蔗多数各项指标均高于去年同期，但与 6 月上半月相比，同比增幅均下降明显，整体巴西产糖量数据低于预期。

图：巴西糖生产进度季节性走势

巴西糖生产进度季节性走势



数据来源：Unica、瑞达期货研究院

图：巴西甘蔗压榨生产进度情况

巴西甘蔗压榨生产进度情况

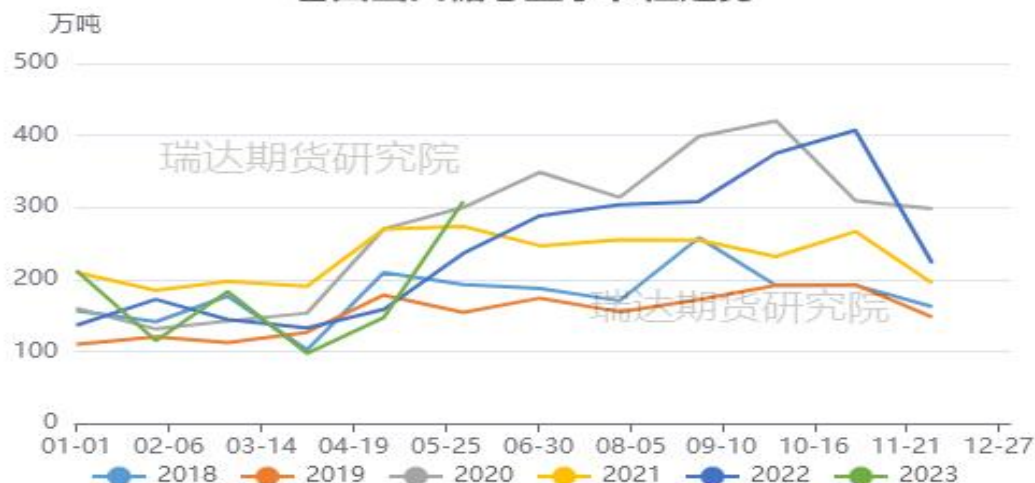


数据来源：Unica、瑞达期货研究院

新榨季巴西甘蔗进度加快，产糖量同比增加明显，不过据巴西航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 7 月 12 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量已从上周的 82 艘升至 88 艘。港口等待装运的食糖数量从上一周的 389.42 万吨回升到 392.43 万吨，本周等待出口的食品糖数量环比增加，巴西港口运力受限。巴西出口贸易数据显示，6 月巴西食糖出口量为 308.2 万吨，日均出口量为 14.68 万吨，较去年同期日均出口量 11.14 万吨增加 32%，当月同比增加 74.35 万吨或增加 31.80%。巴西出口糖数据表现强劲，短期施压国际原糖价格。

图：巴西出口总量季节性走势

巴西出口糖总量季节性走势



数据来源: wind、瑞达期货研究院

图: 巴西雷亚尔货币

巴西雷亚尔货币



数据来源: 糖协、瑞达期货研究院

2.3 22/23 年度印度糖减产题材基本已在盘面消化

印度方面, 印度糖厂协会 ISMA 公布数据显示, 2022/23 榨季截至 6 月 15 日, 印度食糖产量为 3296 万吨, 同比减少 246 万吨, 其中北方邦产量最高为 1054 万吨, 马邦食糖产量 1053 万吨, 均低于上榨季。预计整个 2022/23 榨季印度产糖量将达到 3332 万吨, 同比减产 265.5 万吨。预计 2022/23 榨季印度食糖出口量将达到 900 万吨左右。在考虑到转化为乙醇导致食糖产量减少 450 万吨后。政府允许在 2022-23 年度出口 600 万吨糖, 业界要求政府增加出口配额, 关注后期印度糖出口情况。

图: 印度糖生产情况

印度糖生产情况



数据来源：ISMA、瑞达期货研究院

2.4 泰国糖产量预计恢复有限

泰国方面，产量恢复性增长，泰国糖出口创新高。机构预测 22/23 年度泰国糖产量为 1150 万吨，较上一年度增加 14%，压榨 1.06 亿吨甘蔗，同比增加 15%。调增的原因主要是产区天气改善，有利于甘蔗生长。目前泰国甘蔗糖厂仅 1 家糖厂未收榨，同比减少 15 家，泰国糖产量预计为 1105 万吨附近，低于前期预期。

三、国内食糖产销情况预测

3.1 国内旧作供需缺口仍存支撑

2022/2023 榨季全国食糖产量下修至 900 万吨下方，供需缺口扩大至 600 万吨以上，供应端偏紧支撑糖市。2022/23 年制糖期，截至 6 月底，食糖生产已经结束。本榨季全国共生产食糖 897 万吨，同比减少 59 万吨；全国累计销售食糖 688 万吨，同比增加 86 万吨；累计销糖率 76.6%，同比加快 13.7%。其中 6 月单月销售糖 63 万吨，同比增加 2.61 万吨，6 月全国销糖进度环比放缓明显，产销数据低于预期，市场情绪相对低迷。

具体主产区来看，截至 6 月 30 日广西累计销糖 411.63 万吨，同比增加 30.56 万吨；产销率 78.1%，同比提高 15.83 个百分点；工业库存 115.4 万吨，同比减少 115.47 万吨。其中 6 月份广西单月销糖 37.19 万吨，同比减少 7.43 万吨。6 月广西糖销量环比大减，且低于去年同期，不过剩余库存偏低，对糖价仍有支撑。云南省累计销糖 146.02 万吨，高于去年同期的 97.67 万吨，其中 6 月份单月销糖 15.59 万吨，同比增加 3.62 万吨。工业库存

为 55.08 万吨，同比减少 41.38 万吨，6 月云南销糖数据符合预期，工业去库良好。

图：全国食糖产销情况



数据来源：中糖协、瑞达期货研究院

图：全国食糖累计销糖量季节性走势

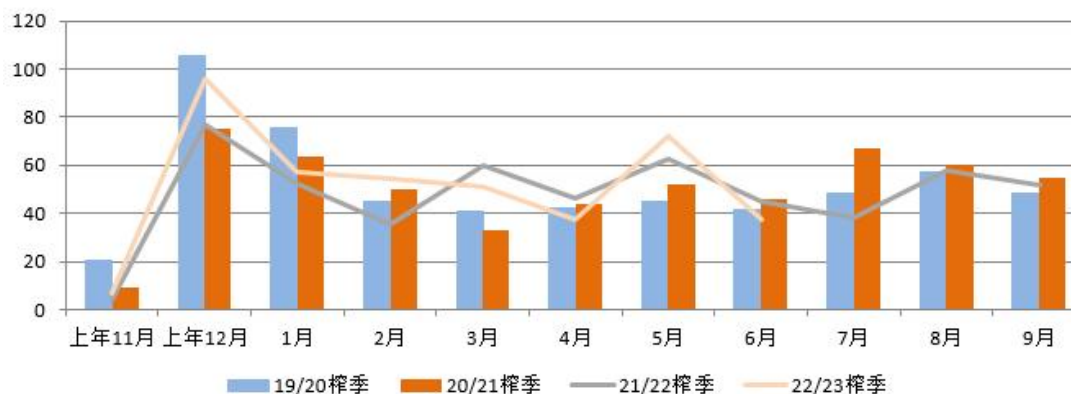


数据来源：WIND、瑞达期货研究院

国内食糖销售表现一般，截止目前全国累计销售食糖 688 万吨，同比增加 86 万吨；累计销糖率 76.6%，同比加快 13.7%。后市来看，8 月份国内天气仍处于酷暑阶段，饮料等耗糖需求增加，后市食糖销售预计仍维持稳定状态。整个年度来看，国内白糖产销率具备明显季节性趋势，其中 1 月-9 月及 11 月-12 月处于食糖产销率的上升期，主要需求来源于中秋节、春节、夏季饮料等用糖旺季，贸易商需提前备货。

图：广西单月糖销量情况（万吨）

广西单月糖销量情况（万吨）



数据来源：WIND、瑞达期货研究院

图：云南糖单月糖销量（万吨）



数据来源：WIND、瑞达期货研究院

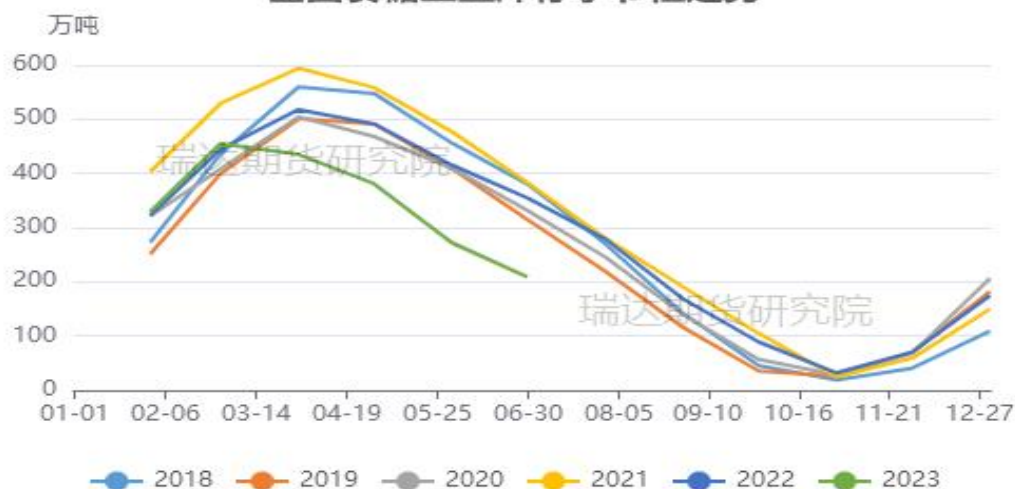
3.2 国内食糖工业库存维持低位，但月度降幅低于预期

中长期而言，按照食糖生产周期，12月-次年3月，食糖新增工业库存处于季节性上升周期，4-9月，食糖新增工业库存处于季节性去库阶段。关注后市库存累库及消耗情况。另外，8-10月为传统消费旺季，对于食糖去库节奏起到一定的催化作用，密切关注现阶段南方糖厂压榨进度。

截止2023年6月份，国内食糖工业库存为209万吨，环比减少23.16%，同比减少146万吨，或41.1%，目前食糖工业库存仍处于近八年同期低位，不过6月食糖工业库存高于预期，处于200万吨上方，对市场情绪存在一定影响。

图：全国食糖工业库存季节性走势

全国食糖工业库存季节性走势



数据来源: wind、瑞达期货研究院

仓单库存看,随着仓单有效期临近,郑商所白糖仓单流出速度加快,月度流出量超万张,不过目前白糖期货仓单库存处于历年相对高位,由于郑糖期货价格仍居高,下游贸易商对高价糖接受度较低,基差商出货受阻,大量库存积压在期货市场。仓单库存较大仍施压糖价。截止2023年7月24日,郑州商品交易所白糖仓单47894张,仓单加有效预报合计48700张,较上个月的59745张减少了11045张,折算合计大致在48.7万吨。

图: 郑商所白糖仓单及有效预报季节性走势



数据来源: 郑商所、瑞达期货研究院

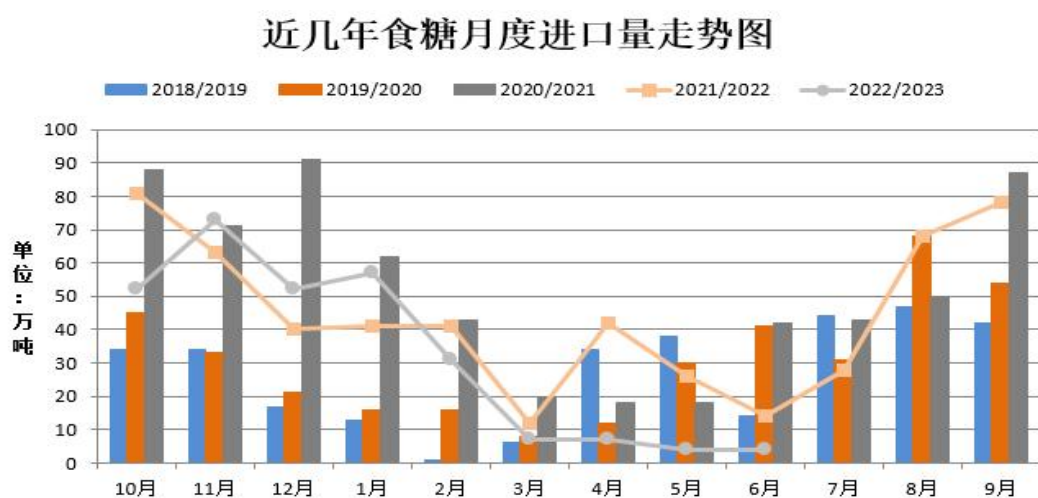
3.3 国内外糖价差仍倒挂, 进口数量维持低位

海关总署公布的数据显示,我国6月份进口食糖4万吨,同比减幅为71.1%。2023年1-6月份我国累计进口食糖110万吨,同比减少66万吨或37.7%。6月当月进口糖数量仅为4万吨,远远低于预期,且维持近十年低位,由于进口糖利润缩小,且配额外许可尚未发放,6月进口糖量维持低位,供应压力较小,利多国内糖市。不过进口糖浆及预拌粉增

幅明显，市场对低价糖源需求增加，或在一定程度上限制国产糖消耗。6月我国进口糖浆及预拌粉 21.41 万吨，同比 9.6 万吨，增幅达 81.29%，累计进口 54.91 万吨，同比增加 26.73 万吨，增幅 45.94%。

进口巴西糖及泰国糖配额外利润处于亏损状态，食糖进口量维持偏低水平。值得注意的是，近几个月进口糖和进口糖浆及预拌粉数量形成反差，“0”关税糖浆的涌入，市场潜在风险预期增加。截止 2023 年 7 月 25 日，与国内柳州白糖价格相比，进口巴西糖配额外利润为-1247 元/吨。与此同时，与国内广西柳州白糖相比，进口泰国糖配额外利润为-1370 元/吨。

图：中国食糖月度进口量



数据来源：WIND、瑞达期货研究院

图：进口巴西糖配额外成本利润估算价



数据来源：wind、瑞达期货研究院

图：进口泰国糖配额外成本利润估算价



数据来源: wind、瑞达期货研究院

四、郑糖历史季节性规律及价差分析

4.1 白糖价格季节性规律

食糖具有季产年销的特点，即季节生产、全年消费。我国食糖生产具有非常强的周期性。近十年来，食糖生产大致上以 5—6 年为一个大的生产周期：基本上是 2—3 年连续增产，接下来的 2—3 年连续减产。

一般情况下，每年 11 月至次年 5 月为集中生产期，全年均为销售期。若新年度的产量预期增加情况下，10—12 月份则先下跌，下一年的 1—2 月份则呈上涨；若新年度的产量预期下滑，则 11—下一年的 2 月份呈上涨。此阶段主要影响因素是产量预期和气候炒作。

3—6 月份则由于生产压力高峰，主要呈下跌走势。此阶段主要影响因素是产量的实际体现和消费。

7—9 月份一般呈振荡上涨走势。此阶段主要影响因素夏季和中秋的消费旺季的消费情况。

4.2 白糖基差分析

7 月底，主产区白糖现货价格出现小幅调整，但仍维持居高水平，广西柳州糖现货价格为 7210 元/吨，较上个月下跌了 120 元/吨。目前期货价格贴水现货价格，价差处于 400 元/吨附近，后期价差仍处于修复阶段。建议产业终端对比期现价差，如套保交割存在利润，可买入白糖期货，并积极介入交割。

图：郑糖基差走势

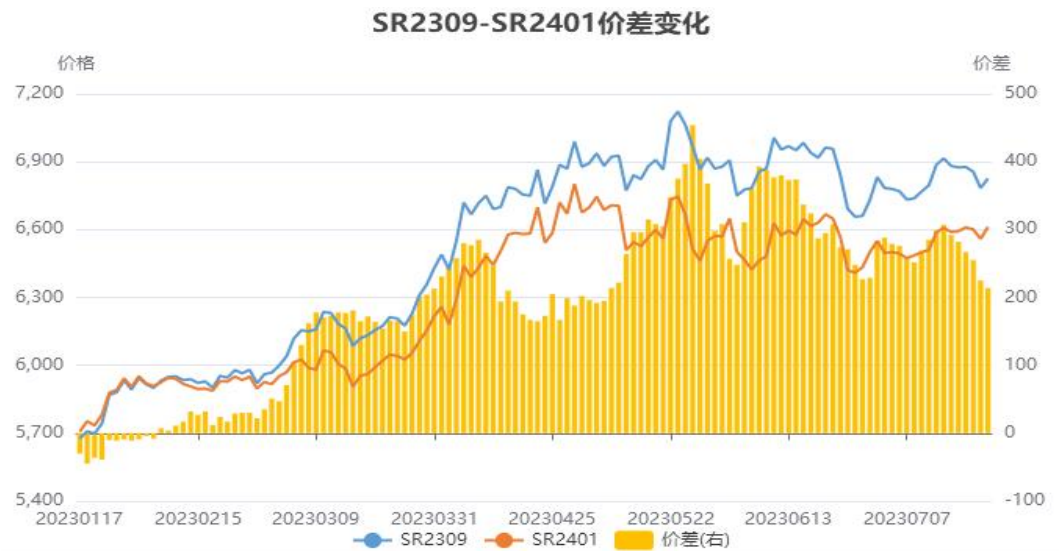


数据来源：wind、瑞达期货研究院

4.3 白糖套利分析

白糖 9-1 价差建议观望，短期来看，22/23 榨季全国食糖减产基本在前期盘面消化，但低库存仍支撑糖市。中长期来看，且新榨季产量预计有所恢复、国产糖高价背景下，进口糖供应峰值预计在三季度，不过厄尔尼诺天气影响，仍支撑远月合约，预计近远月合约价格均维持震荡走势。

图：SR2309-SR2401 价差变化



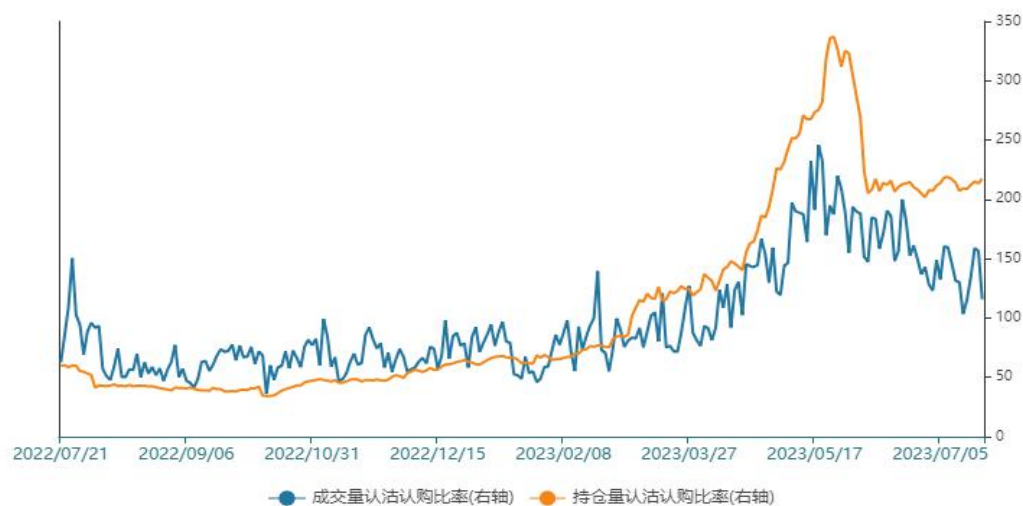
数据来源：wind、瑞达期货研究院

五、白糖期权方面

5.1 期权流动性分析

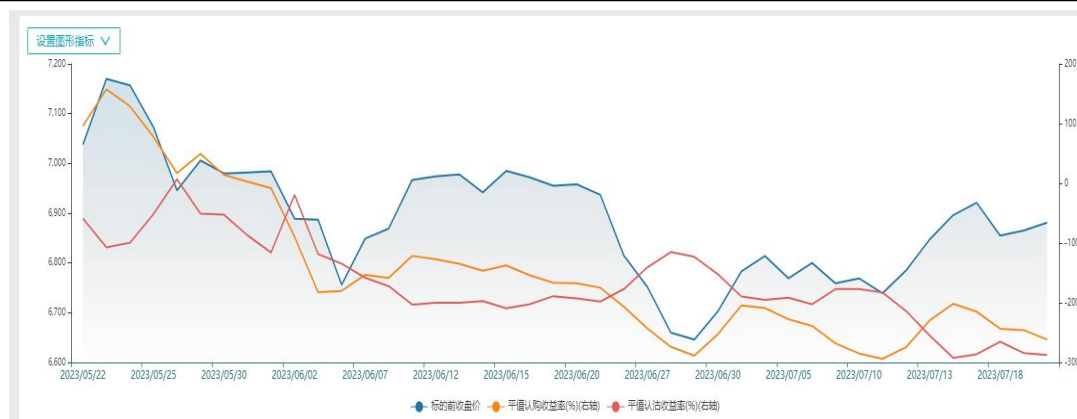
白糖期货 2309 合约标的基本横盘整理，白糖平值期权市场交易情绪波动同步，期权市场成交分布明显偏中等偏上水平，成交量 PCR 处于 110%附近，持仓量 PCR 降至 210%附近。从市场中期情绪来看，平值期权认购收益率值为-260%附近，白糖期权平值合约认沽收益率为-280%附近，本月平值认购期权收益率、认沽期权收益均陷入亏损状态，且亏损空间仍有扩大的趋势，短期主流多空方向不明。

图：白糖平值期权成交量及持仓量认沽认购比率



数据来源：WIND、瑞达期货研究院

图：白糖期权平值合约认沽收益率和认购收益率走势

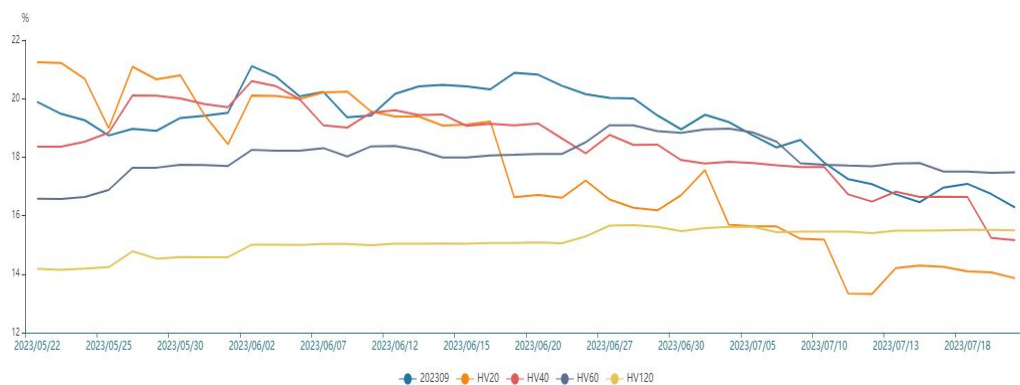


数据来源：WIND、瑞达期货研究院

5.2 期权波动率角度分析

期权市场隐含波动率处于偏低水平，目前白糖平值期权隐含波动率为 12.6%左右，相比上个月隐含波动率 18.6%下降了约 4.0 个百分点，低于 20 日、40 日、120 日历史波动率。从目前的情况看，隐波仍处于历史均值低位，可做多波动率策略。

图：白糖期权平值合约历史波动率和隐含波动率走势



数据来源：WIND、瑞达期货研究院

六、8 月白糖市场行情展望

国际糖市，新作来看，机构预测 23/24 年度全球食糖产量恢复，加之出口增速明显，不过报告显示，厄尔尼诺现象可能在夏末形成，持续到 2024 年的几率为 70%-80%。厄尔尼诺现象通常会抑制降雨，各产区食糖产量增幅或放缓，在一定程度上支撑糖价。

国内糖市：2022/23 年制糖期，截至 6 月底，本榨季全国共生产食糖 896 万吨，同比减少 39 万吨。海关总署公布的数据显示，6 月当月进口糖数量仅为 4 万吨，远远低于预期，且维持近十年低位，与之形成鲜明对比的是，6 月进口糖浆及预拌粉为 21.41 万吨，增幅明显，可见在高价糖的抑制作用下，市场选择低价糖源作为替代。高价对国产糖、进口糖等需求仍有抑制作用。不过目前食糖工业库存为 209 万吨，处于近五年低位，加之下游进入消费旺季，在一定程度上仍支撑糖市。

操作建议：

1、投资策略：

建议郑糖 2401 合约在 6500-6850 元/吨区间高抛低吸，止损各 100 元/吨。

2、套利策略

白糖期货 2309 合约与 2401 合约价差处于+190 元/吨附近，建议白糖价差观望为主。

风险提示： 1、宏观面风险 2、国储、直补、许可证等政面 3、产区天气 4、产量预估
5、食糖进口贸易政策

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

