

# 高糖价的解决路径 & 替代糖源、额外糖源的影响

金信期货 研究院

2023.4.13

若中巴借外交利好，巨头贸易商谈拢巴西糖快速转为贴水，在4月带来新的订单提供国内货源增量，即走进口利润修复的路径，那么国储糖提前抛储的可能性就将降低。走此路径，糖价仍然要面对巴西港口运力挤压、出口放量滞后、夏季厄尔尼诺现象等利多炒作。并且到了8-9月的消费旺季叠加节前备货需求激增背景下，供需缺口仍在，届时国储糖按照传统三季度抛储，那么供需更加紧平衡07合约将走强于09合约。

相反，若走“国储糖二季度提前抛储，直接抑制当下高糖价”的路径，那么去年储量达到600万吨左右的国储糖抛储至8月时，国内将面临“国储糖库存和工业库存同低+消费旺季”的结构，届时国储糖也有补库的需求，糖价或走到远月出现越抛越涨的现象。此路径下，09合约将强于07合约。

**策略建议：**关注国内发改委针对糖价的表态、政策变化，以及中巴外交的贸易谈判进展。若中巴新谈成降价售糖的大订单，则预期倾向走进口利润修复的路径，建议在此方向上选择7-9正套的套期策略。

# 高糖价的支撑与解决逻辑

国际

原白价差历史高位难以收敛

加工利润趋势原糖采购需求

+

北半球普遍减产贸易流收紧

+

巴西港口白糖运力被挤压

供给

巴西贸易商套保仓位月份后移至7月, 10月 (往年5月, 7月)

22/23榨季截至3月下半月, 巴西中南部地区累计入榨量为54827.6万吨, 较去年同期的52409.9万吨增加2417.7万吨, 同比增幅达4.61%; 累计产糖量为3372.8万吨, 较去年同期的3207.4万吨增加165.4万吨, 同比增幅达5.16%。

国内

国内广西减产落地、云南提前收榨进度加快

农村农业部连续三月下调产量预期

产需缺口预期提升至660万吨

巴西糖出口放量预期将滞后, 进口利润窗口修复需巴西糖贴水

巴西在2023年4月第一周(4个工作日)。日均出口量为5.63万吨, 同比下降18.79%。但大豆、玉米日均出口量均同比增长。

二季度难以填补

总进口预期 500万吨

=

待补充缺口 160万吨

国储糖去年库存约在600万吨左右

配额内进口约195万吨

配额外约300万吨

### 表需和产量（吨）



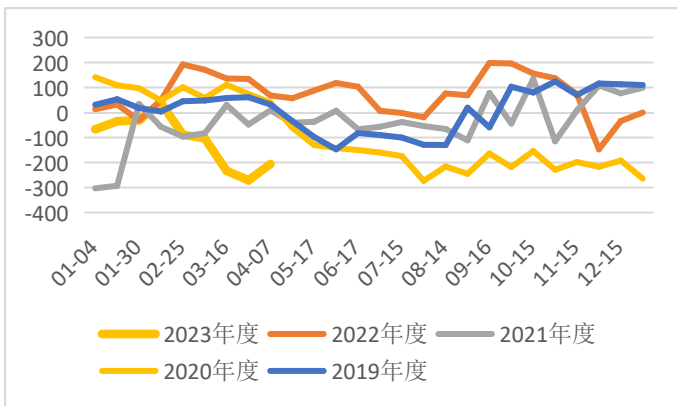
### F55果葡糖浆替代利润（元）



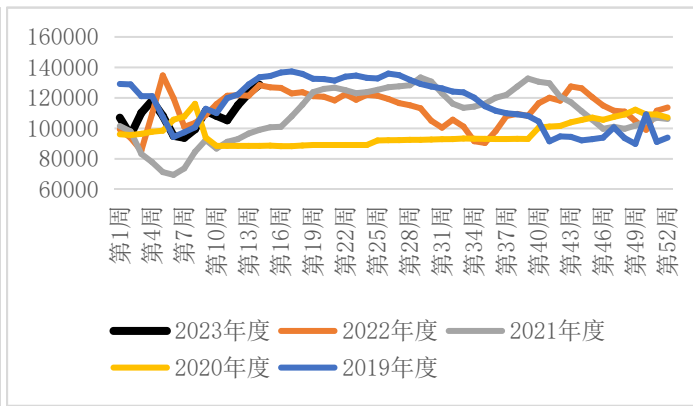
一季度以来，F55果葡糖浆与白糖的替代价差（折同甜度）达到2500元/吨左右，一般而言高于2000元/吨的果糖替代活跃性较高。但我们在3月并未看到替代糖源的需求放量，白糖价格加速上涨的过程中，果葡糖浆的表需却出现了连续的环比下降。

# 替代糖源分析

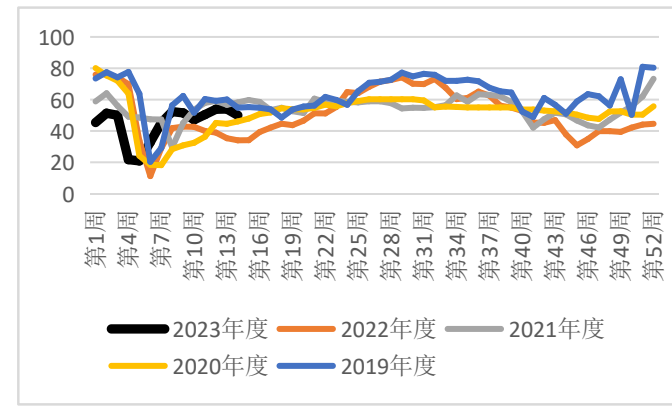
### 果葡糖浆生产利润（元）



### 果葡糖浆库存季节性分析（吨）



### 果葡糖浆开工率季节性分析（吨）



果葡糖浆的生产利润一季度以来持续下滑，处于近五年来最低位且大额为负。上游淀粉糖加工厂亏损严重，同样影响到3月开工率不及预期并回落。淀粉糖当前处于“低开工意愿+库存高点+高替代利润+弱需求”的矛盾结构，归根结底是下游终端用糖企业需求量未起。等到4月底，若国内国储糖不提前抛储，且国际糖价仍处于高位，那么届时下游终端对淀粉糖的需求或将起量，推动果葡糖浆的去库。

替代量方面，果葡糖浆目前仅在饮料行业中使用量较多，添加比例已经饱和、增量空间有限。今年巴西糖到港放量前，面对国内160-460万吨的缺口，指望年产均量在400万吨左右的F55果葡糖浆填补缺口不太现实。

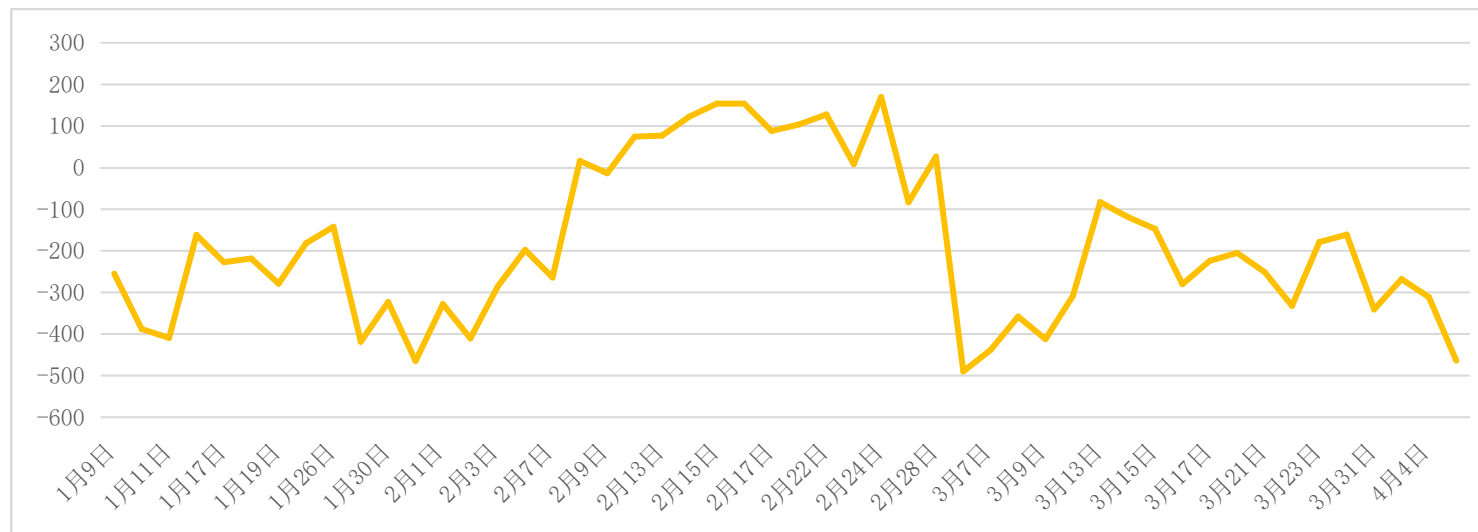
额外糖源进口数量季节性分析（千克），左为关税编号17029012的品种，右为17029090的品种



额外糖源指的是通过进口泰国等东盟国家的糖水溶液或糖预拌粉到内地工厂后再加工，蒸馏或分离筛出白糖，以实现“零关税”进口的糖源。我国每年进口糖浆量最大的国家是泰国。

从海关披露的数据上来看，编号为17029012的“甘蔗糖、甜菜糖与其他糖的简单固体混合物，蔗糖含量超过50%”的2月单月进口数量环比增长1.16万吨，同比增长2.11万吨，为近三年最高值。2023年1-2月进口糖粉及糖浆14.82万吨，同比增加2.28万吨。

进口泰国糖水溶液还糖利润（元）



另据我们测算，从泰国进口糖水溶液再还原成糖浆后的利润，在一季度中仅2月国内糖价处于高位时利润为正，其他时间段利润仍为负。数据和测算的交叉验证显示，2月高糖价刺激额外糖源需求出现显著增长。但3月以来国际糖价走势更强且泰国产量远低于预期，导致泰国糖升水居高不下，预期3月和4月进口额外糖源的放量将受到抑制。

替代量上，2019-2022年，我国年度蔗糖水溶液的进口占国内总需求比重分别为0.11%、0.70%、0.43%、0.73%，额外糖源中糖浆还糖的规模占比较低。

预拌粉方面，今年面对高糖价，多数下游终端用糖企业没有做好准备，一季度消费淡季中终端企业在补刚需库存之余，采用的均是“现购现用”的策略。同时中小终端用糖企业将目光移到了预拌粉市场。

据市场调研信息，糖预拌粉价格便宜白糖现货约500元/吨左右，一季度预拌粉市场需求主要集中在中小终端用糖企业，企业直接采购预拌粉制作面包、糕点、饼干等食品。船小好调头，但大型终端企业并未选择轻易改变食品生产配方。

**综上所述，本榨季660万吨产需缺口，减去约200万吨配额内进口量，剩余460万吨缺口依赖配额外进口糖源（农村农业部预期300万吨）、替代糖源和额外糖源难以填补。短期高糖价并未能传导至替代糖源和额外糖源的放量。**





# 谢谢大家!

金信期货 研究院

# 重要声明

---

本报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解。分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。分析师不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得任何形式的报酬或利益。

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号

投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、王志萍（投资咨询编号：Z0015287）、黄婷莉（投资咨询编号：Z0015398）、汤剑林（投资咨询编号：Z0017825）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、杨彦龙（投资咨询编号：Z0018274）。