

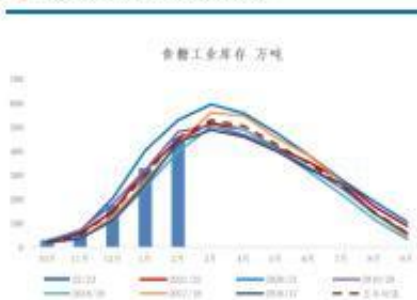
来源：CFC农产品研究

第一季度各类利多消息涌现，郑糖主力7合约最高报价一度达到6612元/吨，创下自2017年下半年以来的新高。主产国印度和欧盟的超预期减产以及泰国产量增幅的不及预期导致了全球食糖贸易流的紧张，原糖03合约交割量不足去年同期一半进一步证实了原糖供应的短缺，全球食糖供需由过剩至紧平衡的转化催生了迪拜糖会中贸易商一致的看涨心态；国内减产糖厂存惜售心理，外盘价格持续高涨进口利润窗口全线关闭，国内外看多情绪升温，郑糖在淡季不断刷新高点，ICE 05合约冲上22美分/磅。第一季度内外价格的共振向上吸引了市场参与者的关注度，市场波动加剧，2023年2月郑州商品交易所白糖期货成交量为755.53万手，同比增长12.82%，相比2022年同期增长了85.85万手；成交金额为4477.31亿元，同比增长16.65%，相比2022年同期增长了639.03亿元。

但需要注意的是用进口利润倒挂的逻辑做多存在政策性风险。白糖属于政策影响很大的品种，这也是郑糖在过去成为边缘化品种的原因之一。目前郑糖价格涨势如虹，春节过后，白糖价格累计涨幅逼近10%，近半年涨幅近20%。超预期的上涨也引发市场对于政策空降风险担忧，近期有关抛储的传闻也在发酵，并导致郑糖持仓缩减、价格回调；从目前来看政策性风险的确是郑糖上涨过程中最大的不确定性。

我们尝试通过回顾过去抛储时锁对应的基本面、价格涨幅、库存水平等，推测目前是否具备抛储的条件，以及抛储后可能会对价格产生的作用。

图：食糖工业库存季节性变化



图：食糖季节性销售情况



通过复盘历史的情况，抛储竞卖的时间和国内库存水平呈现一定的相关性，第一季度国内食糖供应处于累库阶段，因此在第一季度竞拍的频率较低；相反，第三季度常常对应国内的库存低点和消费的旺季，食糖供应相对紧张，此时国内也常常迎来季节性的糖价高点，也是历史抛储比较集中的时间区间。

2、抛储带来的价格平抑作用并非绝对：复盘历史，抛储的初期和末期曾出现“越抛越涨”的结果

图：全球食糖过剩、缺口



为了调控价格，3月国家发改委召开联席会议研究国储抛糖事宜，郑糖提前兑现抛储的预期，郑糖远月合约出现见顶回调；4月初市场传闻有关部门开会研究落实国务院领导批示意见，4月10日郑糖合约集体跳空下跌；4月11日发改委、商务部和财政部联合发布公报宣布国储糖竞拍安排，13日起再次出现暴跌走势，不到三天跌幅接近300元，各合约普遍跌至4500元以下，与月初相比下跌了600元，跌幅超过12%。

### 2) 靴子落地：超预期的成交价格，抛储后价格不涨反跌

4月18日第一次拍卖的结果出人意料地达到平均4871.98元，比当天期货市场平均收盘价格高出近200元，届时期货合约全线涨停；19日再度冲高后回落补缺，经过三天调整，24日第二次拍卖前郑糖高开高走，午前摸至涨停板位置；中午传出将再抛储60万吨后，午后糖价明显回落；25日第二次竞拍价格较上一次普遍下跌，平均成交价为4742.07元。月末行情进入横盘整理，成交量逐渐降低。

### 3) 新的题材：连续抛储后库存见底

为了平抑价格05/06年度一共抛储十二次，抛储量超110万吨，10月13日最后一次抛储8万吨，数量少于前几次，因为巨量的抛储量引发市场对于国储“库存见底”的担忧，市场看涨心理预期强烈，竞拍当日价格不跌反涨，主力连涨3天。

09/10年度年底郑糖也曾无惧抛储的压力：从4600元/吨抛到6400元/吨

### 1) 依然始于减产：全球食糖供应持续短缺、国内减产

09/10年度各主产区产糖量都低于预期、主产地种植面积减少。我国食糖产量降至188万吨，相较08/09榨季同比减了4.4%，而今年1-9月份我国工业用糖累计需求

增速14.51%，产需缺口扩大至300万吨水平，用糖供不应求；国际食糖在印度大幅减产、巴西降雨阻碍生产的背景下面临连续的供应短缺，内外糖价共振驱动郑糖连续走高。

## 2) 抛储均已高于底价成交，印证市场短缺郑糖不跌反张

由于2009年12月份国内食糖价格出现明显上涨态势，国储于2009年12月10日抛储20万吨，于12月21日抛储30万吨，拍卖底价均为4000元/吨，成交均价分别为4915元/吨、4672元/吨。抛储成交情况良好，不仅印证市场对于价格的接纳度良好，也说明目前市场食糖相对紧缺。第二次竞拍结束后，抛售对市场的压力随之终结，期货糖早盘探低后逐渐走高，全天收涨0.30%，而产区现货糖报价基本保持稳定，部分地区仍有小幅上涨。从拍卖情况来看，现货流通区域偏紧，国储糖两次竞拍在一定程度上缓解了销区食糖供应偏紧状况，对白糖价格上涨形成压力。节前备货使得白糖生产进入高峰，需求偏旺，后市糖价有望延续高位震荡。国内食糖行业都将维持景气状态，糖价也将保持高位趋涨，

## 3) 连续8次抛储之后，郑糖对抛储免疫