

软商品： 趋势延续or逆转？

东证衍生品研究院

2023年11月

方慧玲 首席农产品分析师
从业资格号：F3039861
投资咨询号：Z0010565
Tel: 021-63325888-2737
Email: huiling.fang@orientfutures.com

棉花：积弱难返，但长期前景不悲观

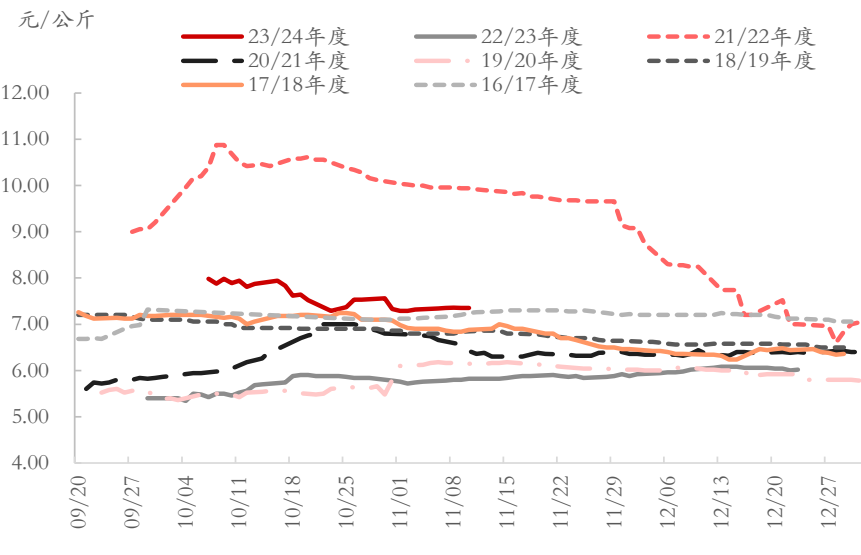
棉纺产业面临的几个主要问题

- 一、轧花厂销售进度偏慢的问题
- 二、下游需求不足、棉纱库存过高如何消化的问题
- 三、国内基本面阶段性过剩VS进口有利润的问题
- 四、国际市场弱需求的现实VS USDA消费增长的预期

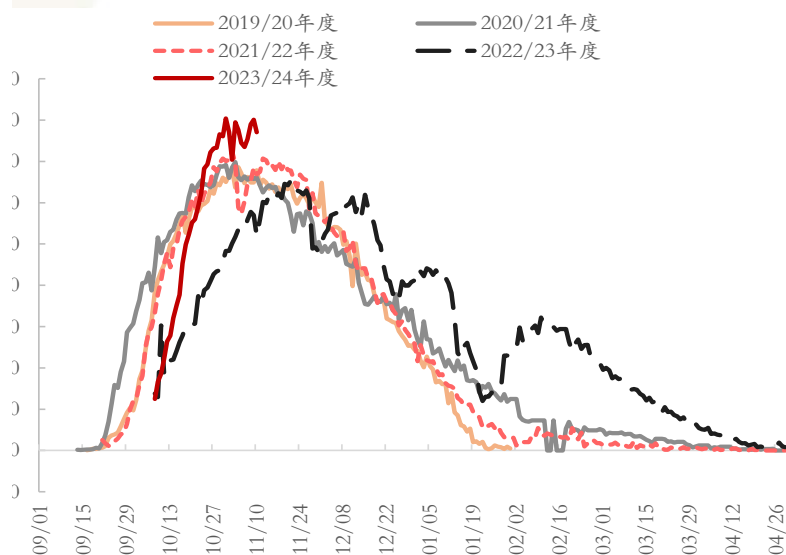
23/24轧花厂销售压力较大，基差预计走弱

衍生无限未来

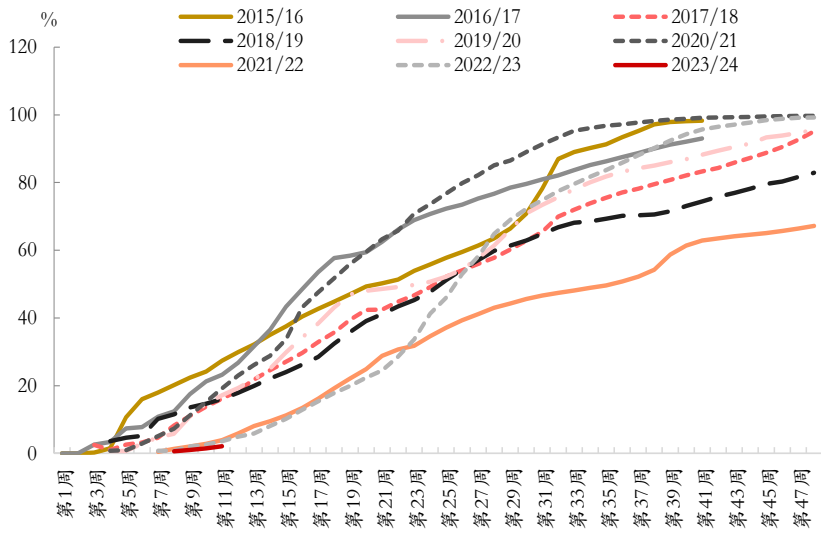
新疆籽棉收购价



新疆轧花厂每日加工量



全国轧花厂棉花销售率



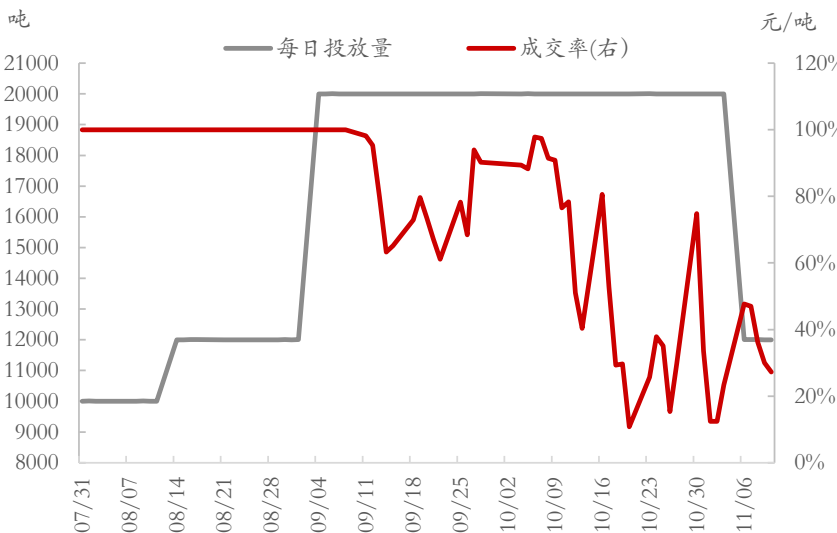
疆棉收购加工成本估算

棉籽价格 (元/公斤)	籽棉收购价 (元/公斤)							
	7	7.2	7.3	7.4	7.5	7.6	7.7	8
3.2	15295	15434	15697	15961	16611	16874	17137	17926
3.1	15424	15950	16213	16476	16739	17003	17266	18055
3	15553	16079	16342	16605	16868	17132	17395	18184
2.9	15682	16208	16471	16734	16997	17261	17524	18313
2.8	15811	16337	16600	16863	17126	17389	17653	18442

- 目前北疆新棉交售处于尾声，南疆交售逾7成，新棉皮棉逐渐固化，机采棉籽棉收购价集中在7.3-7.5元/公斤，折皮棉成本在16300-16800元/吨，成本与盘面倒挂。
- 轧花厂加工进度快VS销售进度慢：据国家棉花监测系统的数据，截至11月9日，全国棉花交售率75.4%，同比下降1.4个百分点，较过去四年均值下降10.8个百分点；全国棉花加工率53.1%，同比增加18.3个百分点，较过去四年均值增加6.1个百分点；全国销售率2.1%，同比下降1.4个百分点，较过去四年均值下降6.3个百分点。
- 新棉高基差令期现贸易商采购意愿不强；纺企因下游订单不足采购更是谨慎；外盘下跌令进口棉性价比凸显，成交明显活跃，以及国储棉的竞拍，这都不利于23/24疆棉销售；新棉成本较盘面倒挂令轧花厂也难以套保，目前新棉大量集中于轧花厂手中，轧花厂面临压力较大，现货销售基差预计还将继续走弱。

政策调控力度大

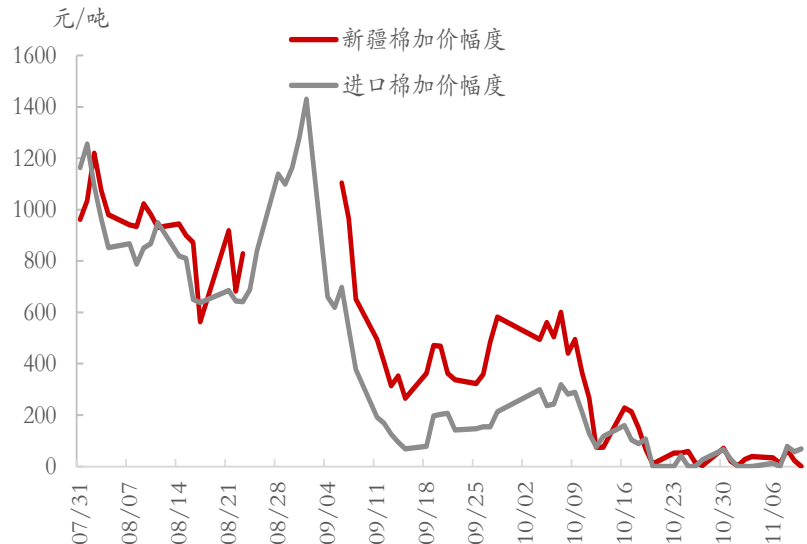
国储每日投放量及竞拍成交率



储备棉每日投放量及竞拍成交价



储备棉竞拍成交加价幅度



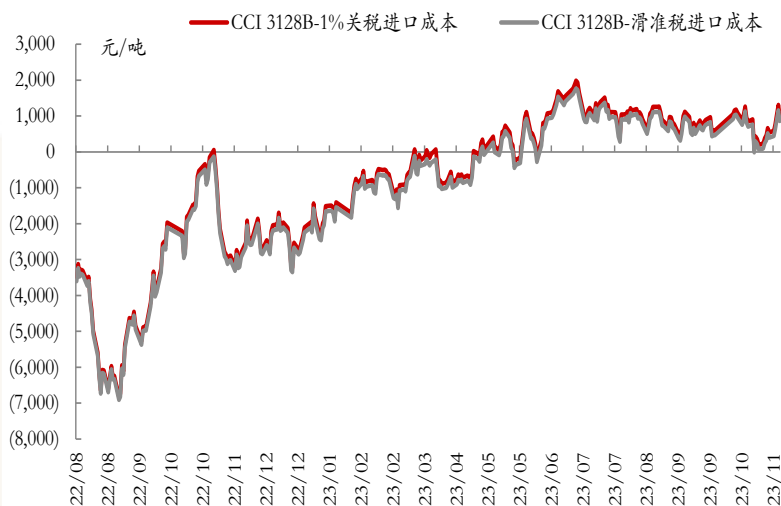
- 1、今年的棉花抛储于7月31日开始启动，至11月13日累计成交总量87.06万吨，成交率74.5%。
- 2、每日投放量1万吨→1.2万吨→2万吨→1.2万吨→11.15停拍。
- 3、成交：9月中旬开始国储竞拍热度降温，9月11日后出现流拍，国庆节后成交率降至平均3-4成；成交均价从18000逐步下滑至16100，国储棉是具有价格竞争力的资源。
- 4、11.15停拍，短期影响利多，但预计有限

停拍是供需面边际改善的第一步，这部分新增供应停止、少了廉价资源

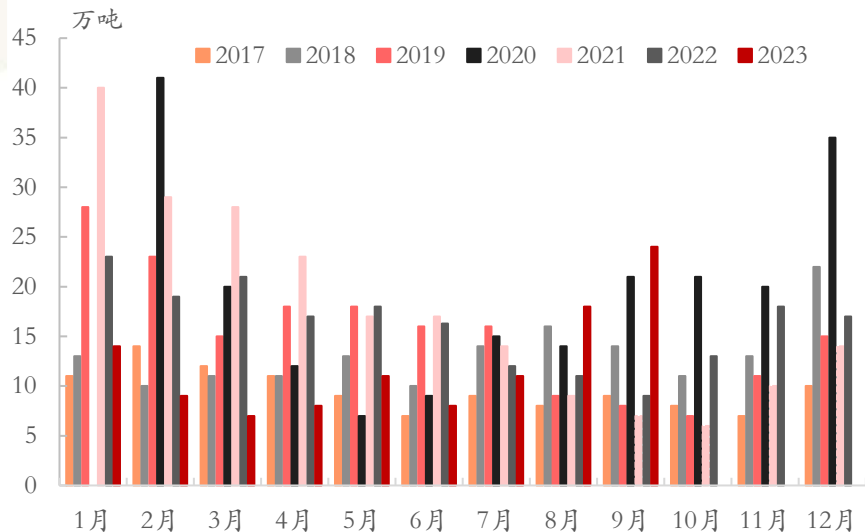
内外价差修复+滑准税配额增幅将令进口棉花回升

衍生无限未来

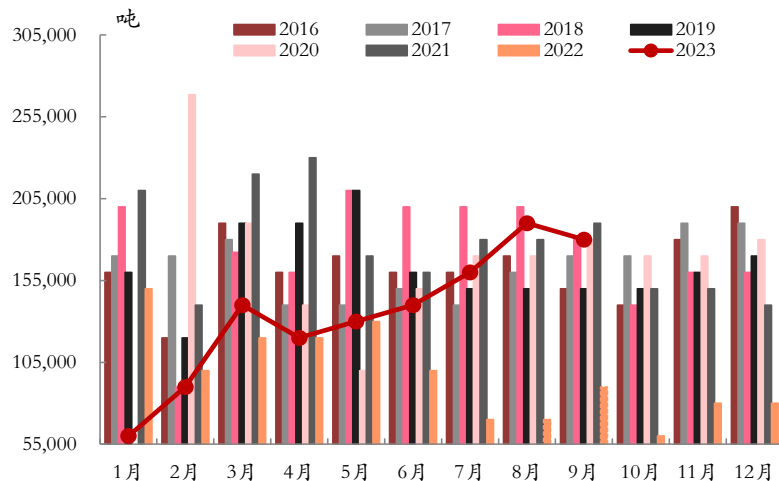
内外棉现货价差



棉花月度进口量



棉纱月度进口量



资料来源: Wind

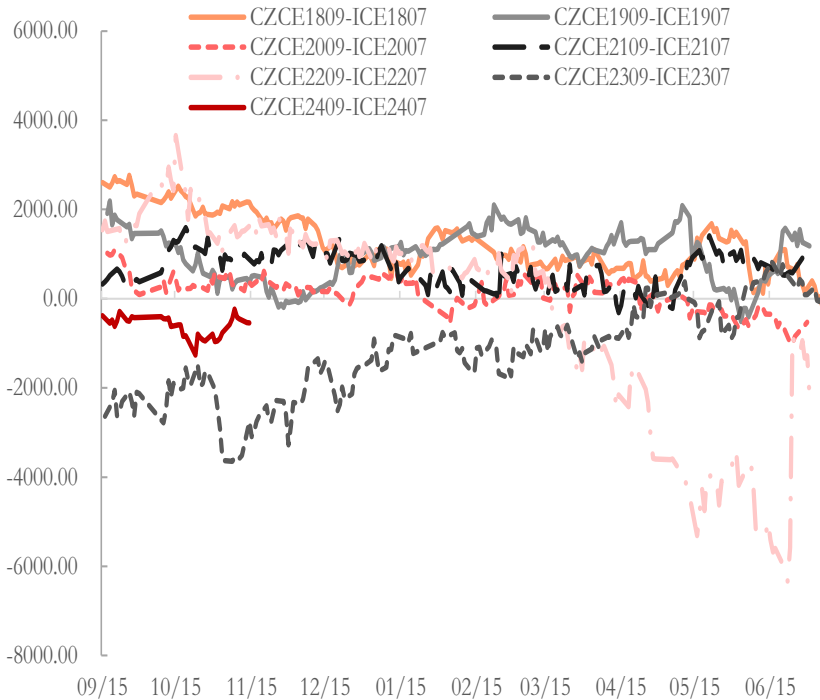
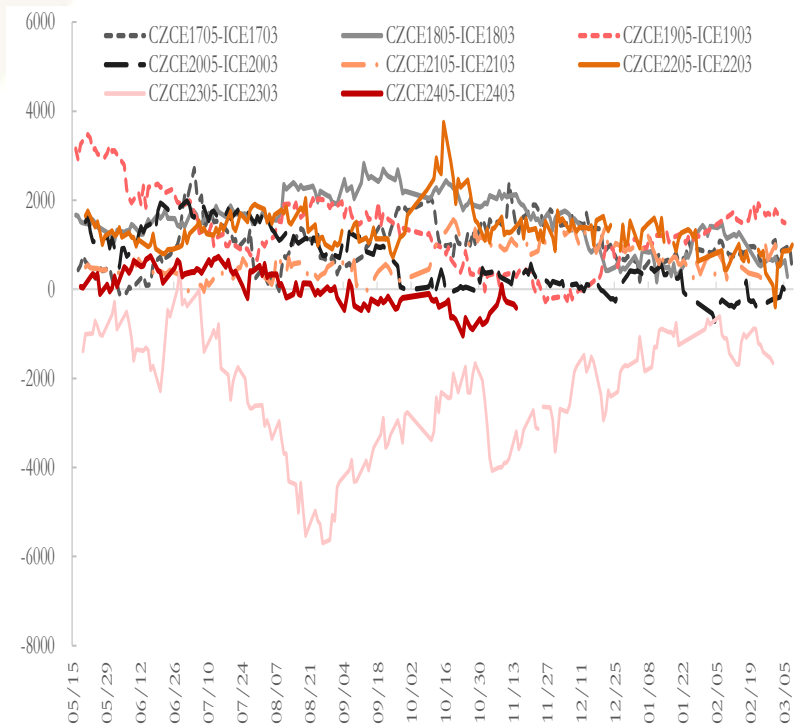
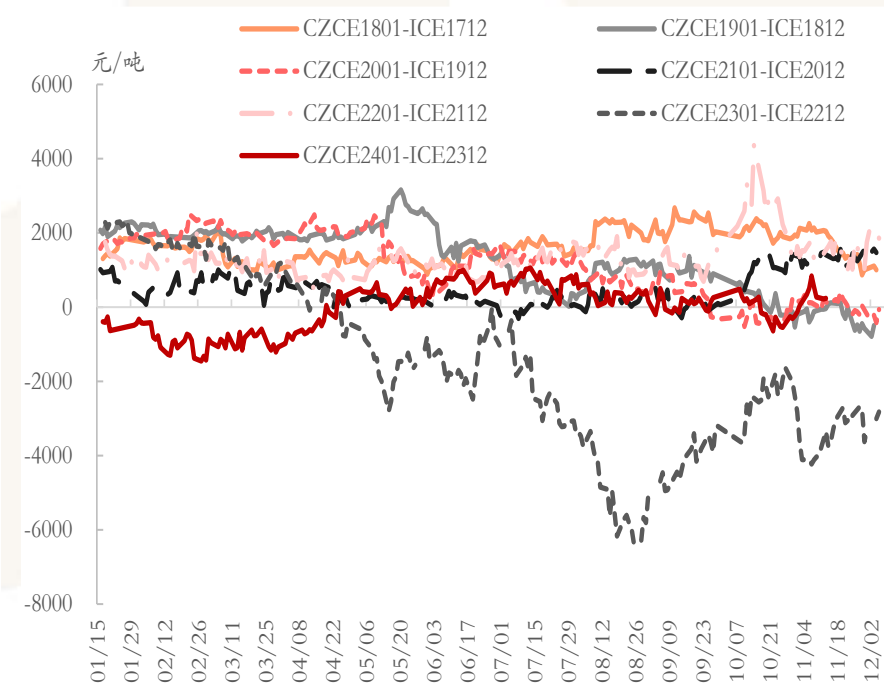
棉花: 2023年9月我国棉花进口量24万吨, 环比增幅34%, 同比增幅165%。2023年1-9月我国累计进口棉花110万吨, 同比减少24.7%。2022/23年度(2022.9-2023.8)累计进口棉花143万吨, 同比减少17.8%。

棉纱: 2023年9月我国棉纱进口量18万吨, 同比增加9万吨, 进口量翻一番; 环比增加3万吨, 增幅为18.75%。2023年1-9月累计进口棉纱121万吨, 同比增加27.37%。2022/23年度(2022.9-2023.8)累计进口棉纱134万吨, 同比减少10.07%。

据悉, 由于内外棉价倒挂, 上半年国内1%关税配额使用比例很小。随着内外棉价差的修复, 1%关税配额将得到企业积极的使用。此外, 75万吨进口滑准税配额也已下发, 且不限定贸易方式, 使得企业使用的范围更广, 这些配额量全部用完的概率也较大。因此未来几个月国内棉花进口量预计较大。

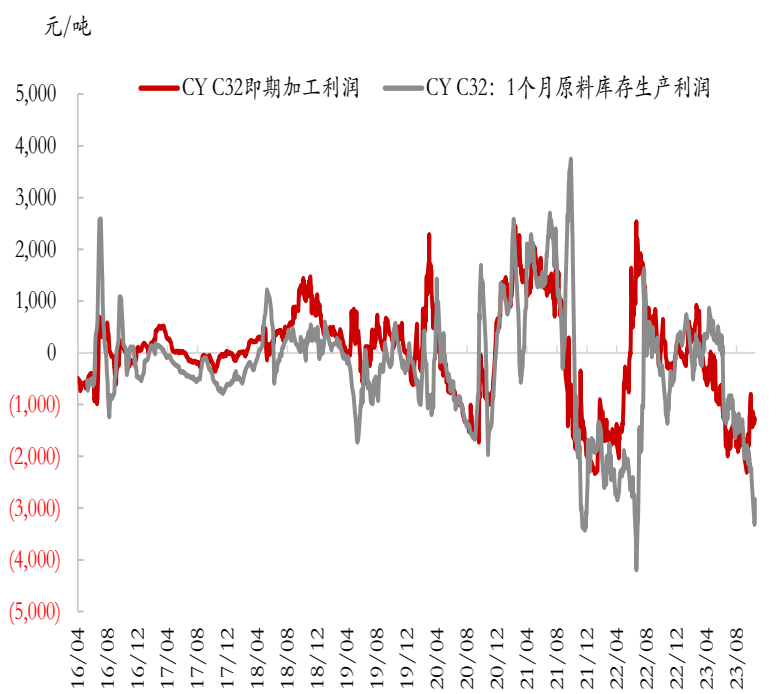
内外盘面价差

衍生无限未来

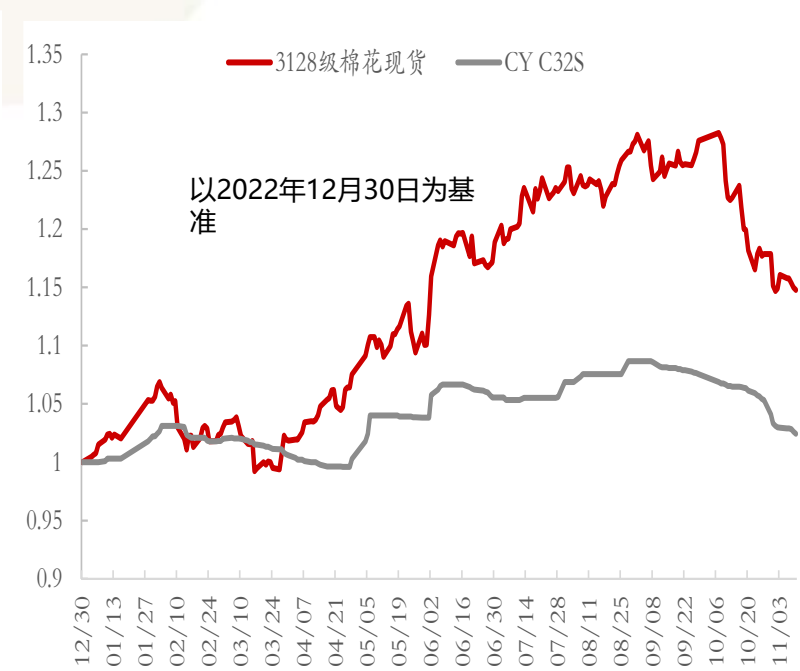


订单不足，内地纺企生产仍处于亏损状态

内地纺企棉纱C32S理论生产利润



棉花棉纱现货价格走势



纺织企业订单



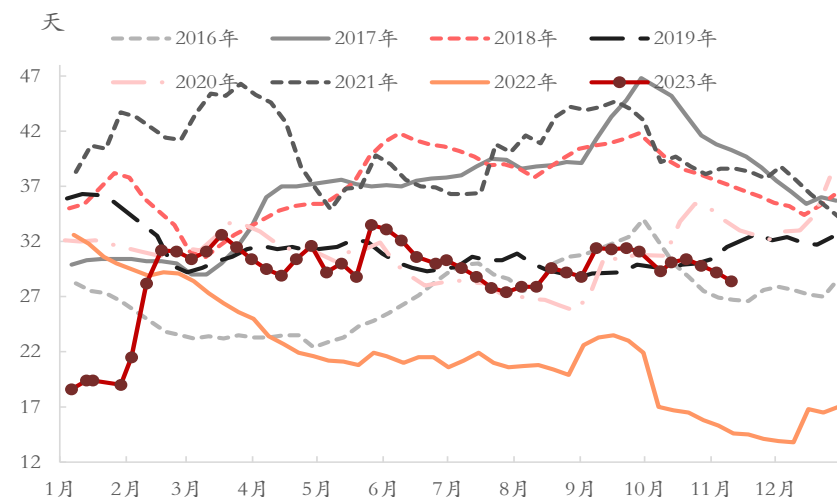
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
棉花价格涨跌幅	5.6%	-3.1%	-0.5%	5.6%	2.4%	8.0%	4.4%	2.8%	0.1%	-9.8%
棉纱C32S涨跌幅	2.2%	-0.4%	-1.2%	-0.3%	3.5%	1.7%	1.3%	1.7%	-1.0%	-3.9%

资料来源：TTEB，东证衍生品研究院

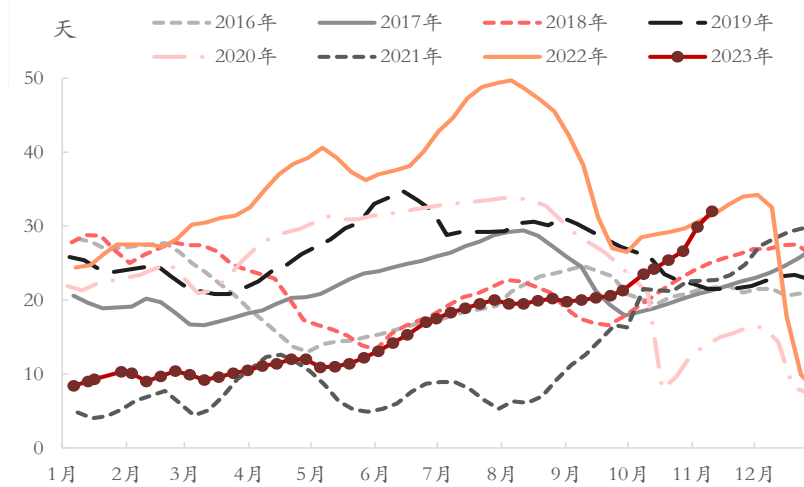
- 自10月以来，纱线价格已下跌1000-1500元/吨，目前市场上纱的价格很乱，同样的纱支，现在市场上差价最高能达到2500元/吨。
- 目前贸易商降价抛货，但仍然走货不畅，目前市场上流动性很差。由于市场上价格低，纺织企业成本相对高，导致他们有些订单也接不了。另外，市场上订单也确实少。

棉纱贸易商库存积压严重，纺织企业累库压力加重

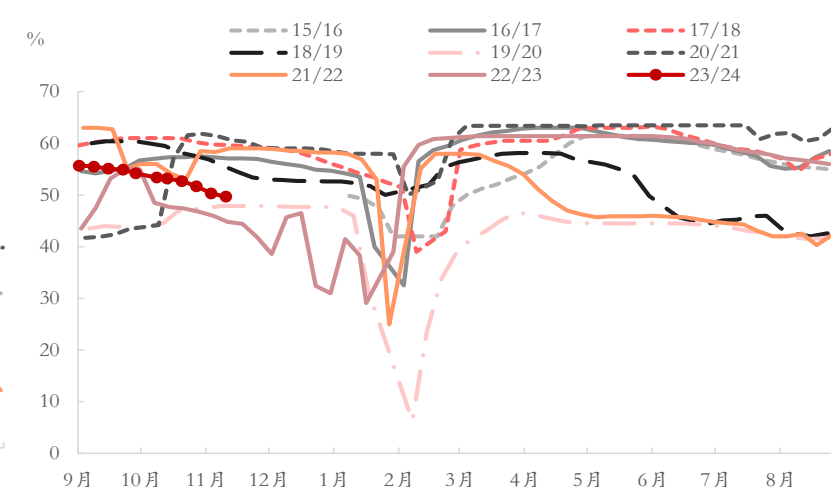
纺企棉花库存



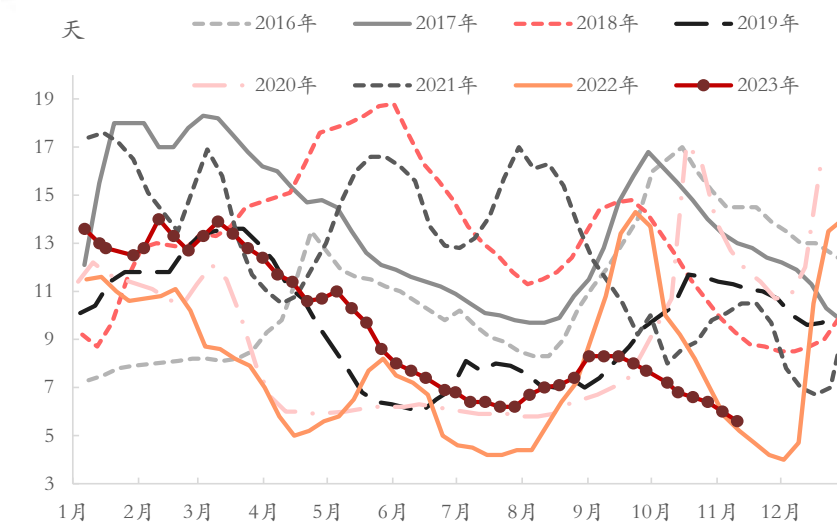
纺企棉纱库存



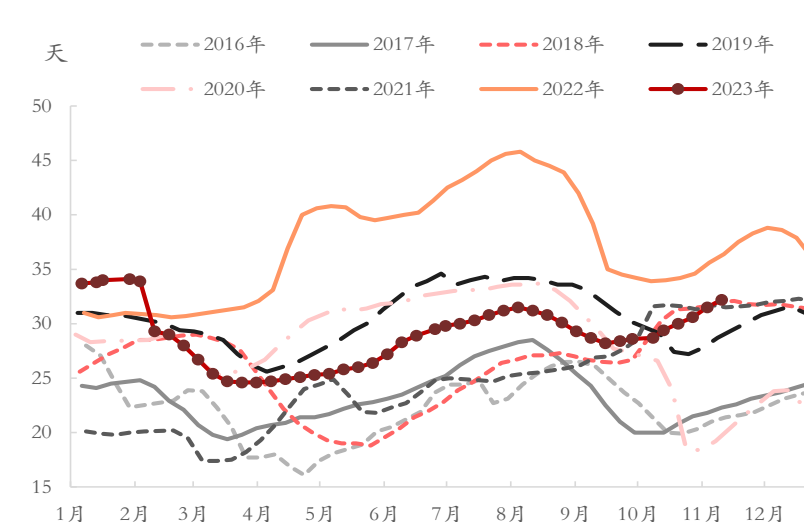
纺企开工率



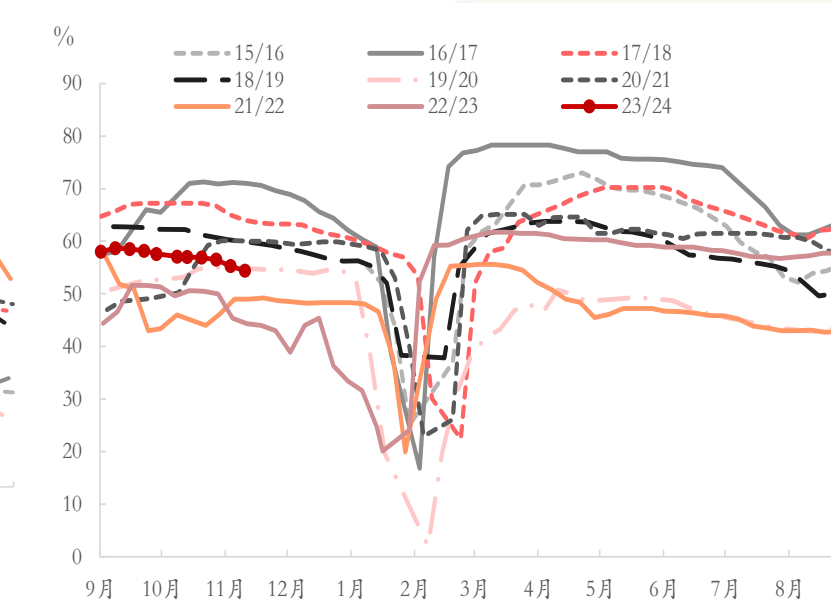
织厂棉纱库存



织厂坯布库存



织厂开工率



23/24虽减产，但政策调控将令流通领域供应能得到满足

衍生无限未来

机构	中国棉花信息网						USDA					
年度	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24 (10月)	23/24 (11月)	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24 (10月)	23/24 (11月)
期初库存 (万吨)	543	524	545	564	569	569	781.9	785.9	812.0	828.8	814.3	814.3
产量 (万吨)	575	633	583	679	598	578 (-20)	597.7	644.5	583.5	668.4	587.9	587.9
进口 (万吨)	160	274	174	143	180	180	155.4	280.0	170.7	135.7	217.7	217.7
消费 (万吨)	750	869	735	815	810	810	745.7	898.1	734.8	816.5	816.5	816.5
出口 (万吨)	4	0	3	2	2	2	3.4	0.2	2.6	2.0	2.2	2.2
期末库存 (万吨)	524	562	564	569	535	515	785.9	812.0	828.8	814.3	801.3	801.3
库存消费比 (%)	69.87%	64.67%	76.73%	69.82%	66.05%	63.58%	104.9%	90.4%	112.4%	99.5%	97.7%	97.7%

资料来源：中国棉花信息网，USDA，东证衍生品研究院

22/23年度：虽然高产，但流通领域去库明显

23/24年度：与上年度相反，虽然预期减产，但流通领域预期供应充足

其中分阶段看，供需矛盾最为显著的是23Q4-24Q1：

供应面—大量的进口棉、新棉集中上市、抛储

需求面—棉纱高库存待消化、纺织企业产成品库存均累积至偏高位、需求不足→至少到24Q1需求形势都不乐观

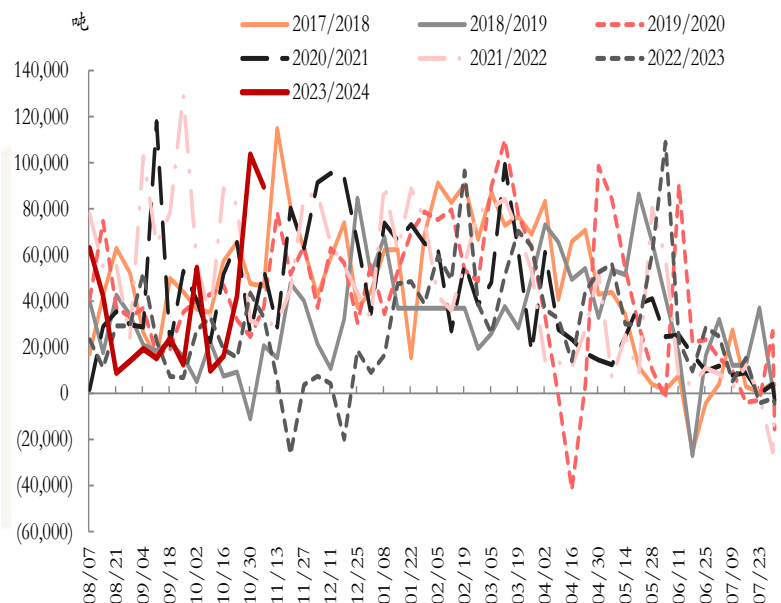
供需改善→内外价差走弱抑制进口棉&进口纱（考虑买外抛内正套）

24Q2之后:供需压力最大的时候逐渐过去，市场关注下年度产需缺口的填补。24/25种植面积下滑、单产提升，产量预期持稳→产需缺口仍需要填补，进口是不可缺少的填补力量

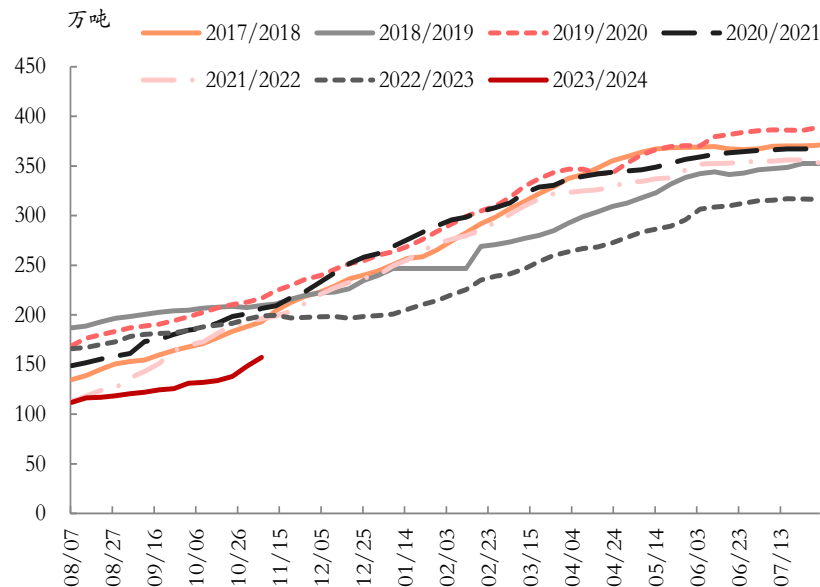
美棉出口签约进度落后

衍生无限未来

当前年度美陆地棉周度出口签约量



当前年度美陆地棉累计出口签约量



截至11月2日美棉出口进度情况

单位: 万吨	年度陆地 棉装运总 量	截至目 前已装 运量	已装运 占年度 出口比 例	未装 运量	截至目 前总签 约量	已签约 量占年 度出口 比例
5年均值	304.7	59.1	19%	146.4	205.5	67%
18/19	298.4	48.5	16%	161.1	209.5	70%
19/20	321.5	56.3	18%	160.2	216.6	67%
20/21	337.5	79.2	23%	127.3	206.4	61%
21/22	298.9	48.7	16%	147.2	195.9	66%
22/23	267.1	62.9	24%	136.1	199.0	75%
23/24	260.1	46.2	18%	111.0	157.2	60%
同比		-27%		-18%	-21%	

23/24年度美棉出口签约进度明显落后，需求低迷的态势还在持续。究其原因，一方面是因为，欧美纺服持续渠道去库，令东南亚纺织订单不足、纺织市场行情持续疲软令其对原料采购谨慎；另一方面，南半球巴西、澳洲棉花丰产，价格也较美棉具有明显的优势，美棉出口面临着较强的竞争压力，美棉即将收获，季节性供应上市压力将在四季度继续体现。

逢低买盘还是会有：国储轮入外棉的需求。

23/24年度年度美棉整体供需格局预期不宽松

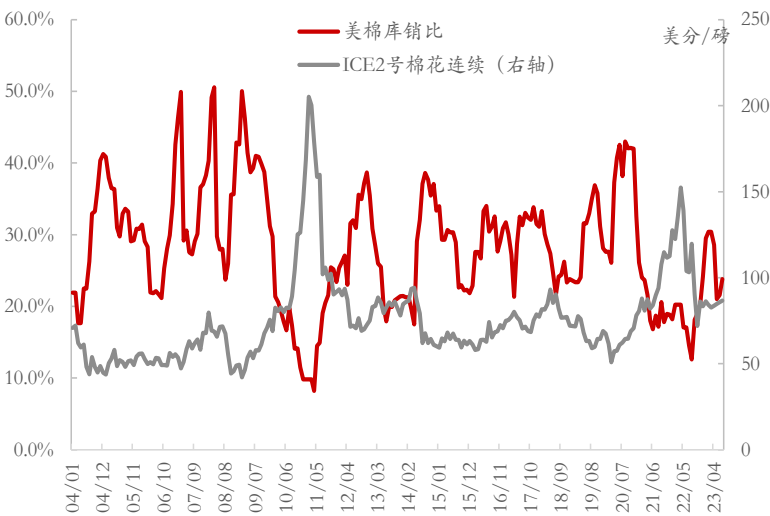
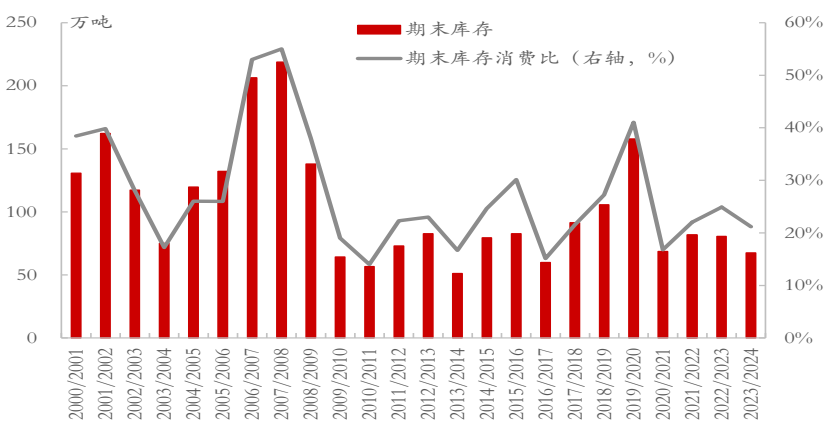
衍生无限未来

美棉供需平衡表

	20/21	21/22	22/23 Est.				23/24 Proj.			
			10月	11月	环比	同比%	10月	11月	环比	同比
面积	百万英亩						弃收率: 21.6%	弃收率: 21.6%		
种植面积	12.09	11.22	13.76	13.76	0	22.60%	10.23	10.23	0	-25.7%
收获面积	8.22	10.27	7.31	7.31	0	-28.80%	8.02	8.02	0	9.7%
	磅/英亩									
单产	853	819	950	950	0	16.00%	767	783	16	-17.6%
	万吨									
期初库存	157.9	68.6	88.2	88.2	0	28.6%	92.5	92.5	0.0	4.9%
产量	318.1	381.5	315.1	315.1	0	-17.4%	279.1	285.0	5.9	-9.5%
进口	0.0	0.2	0.0	0.0	0		0.2	0.2	0.0	
总供应量	476.0	450.3	403.2	403.2	0	-10.5%	371.7	377.8	6.1	-6.3%
国内消费	52.3	55.5	44.6	44.6	0	-19.7%	46.8	44.6	-2.2	0.0%
出口	356.0	318.3	278.0	278.0	0	-11.8%	265.6	265.6	0.0	-4.5%
总使用量	408.2	373.8	322.7	322.7	0	-13.0%	312.4	310.3	-2.2	-3.8%
损耗	-0.9	-5.2	-12.0	-12.0	0	37.8%	-1.7	-2.4	-0.7	
期末库存	68.6	81.6	92.5	92.5	0	4.9%	61.0	69.7	8.7	-24.7%
库销比	16.8%	21.8%	28.7%	28.7%	0	20.7%	19.5%	22.5%	2.9%	-6.2%

资料来源：USDA，东证衍生品研究院

美棉期末库存和库存消费比情况



◆ 23/24美棉期末库存及库销比预计同比下滑，ICE棉价预计较22/23年度重心有所抬升。

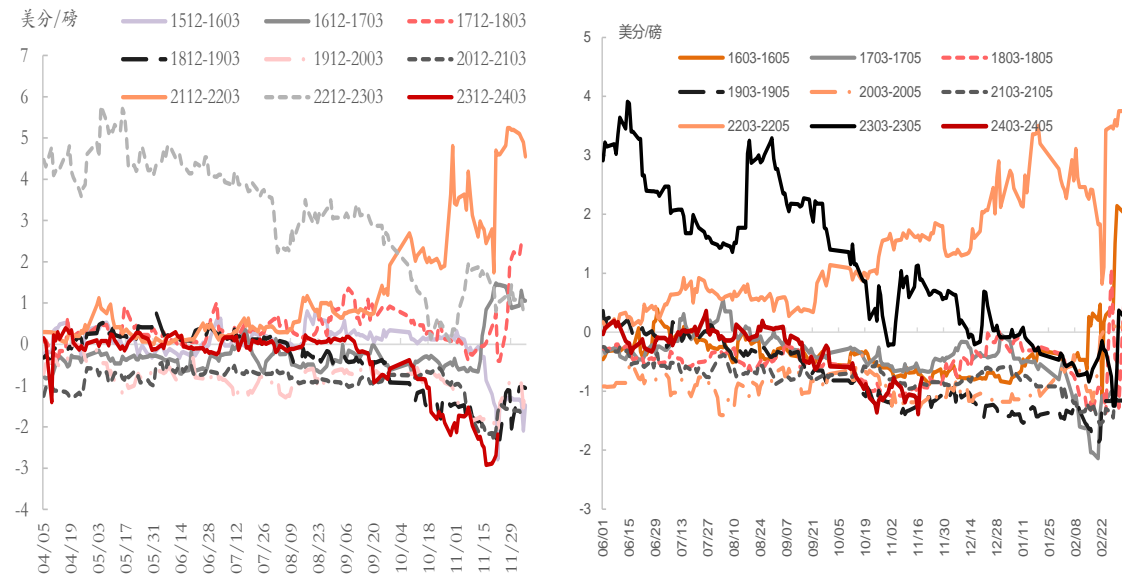
全球：23/24产需预期偏短缺，但消费预估存疑

衍生无限未来

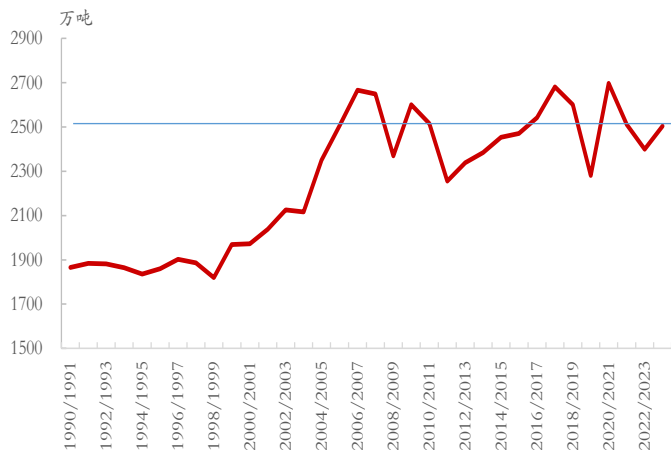
全球及各主产国、主消费国的产需情况

产量 (万吨)		中国	美国	印度	巴基斯坦	澳洲	巴西	全球	全球同比
	2018/2019	609.6	399.9	566.1	165.5	47.9	200.7	2495.4	-6.2%
	2019/2020	597.7	433.6	620.5	135.0	13.6	283.0	2594.8	4.0%
	2020/2021	644.5	318.1	598.8	98.0	61.0	300.0	2483.7	-4.3%
	2021/2022	583.5	381.5	529.1	130.6	127.4	235.6	2494.0	0.4%
	2022/2023	668.4	315.0	572.6	84.9	126.3	255.2	2539.7	1.8%
	2023/2024	587.9	285.0	544.3	141.5	111.0	317.0	2470.3	-2.7%
	同比	-12.1%	-9.5%	-4.9%	66.7%	-12.1%	24.2%	-2.7%	
消费 (万吨)		中国	印度	巴基斯坦	孟加拉	土耳其	越南	全球	全球同比
	2018/2019	860.0	529.1	233.0	156.8	150.2	152.4	2601.4	-3.0%
	2019/2020	745.7	446.3	206.8	152.4	155.7	143.7	2281.3	-12.3%
	2020/2021	898.1	566.1	237.3	185.1	181.8	158.9	2697.2	18.2%
	2021/2022	734.8	544.3	233.0	185.1	187.2	145.9	2511.0	-6.9%
	2022/2023	816.5	511.7	189.4	154.6	163.3	140.4	2399.4	-4.4%
	2023/2024	816.5	522.5	217.7	167.7	172.0	145.9	2503.8	4.4%
	同比	0.0%	2.1%	14.9%	8.5%	5.3%	3.9%	4.4%	

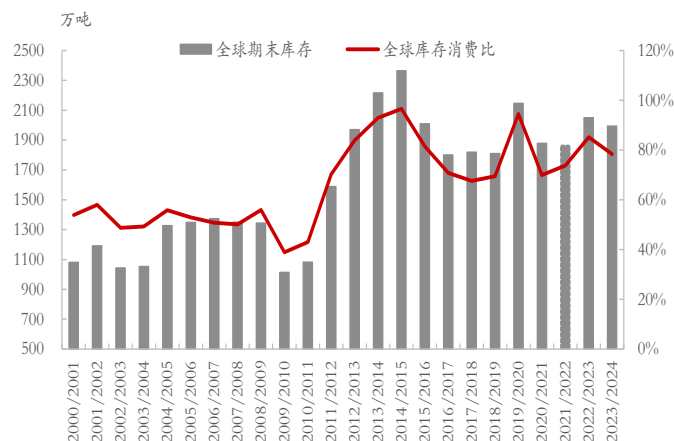
外盘近远月价差



全球棉花消费



全球期末库存和库销比



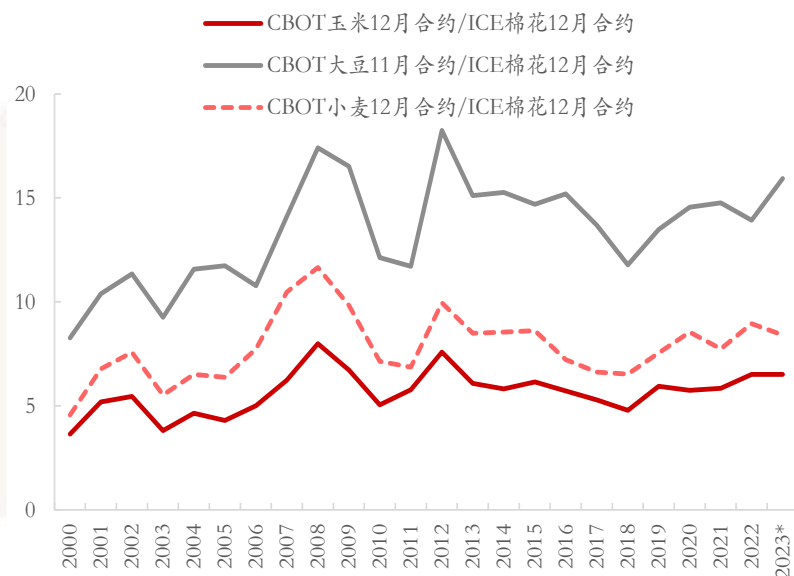
- 22/23: USDA11月报告中, 22/23年度产需过剩预估124.6万吨。
- 23/24年度全球产需自22/23年度过剩格局转变为产不足需的格局 (USDA11月报告: 产需预估短缺40万吨), 期末库存及库销比同比下降。

资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

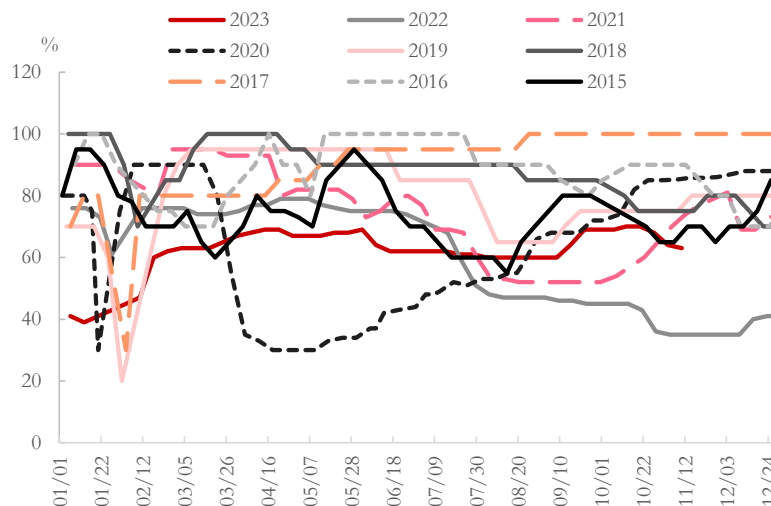
需求担忧情绪释放后，下年度全球产需短缺预期或再度主导市场

衍生无限未来

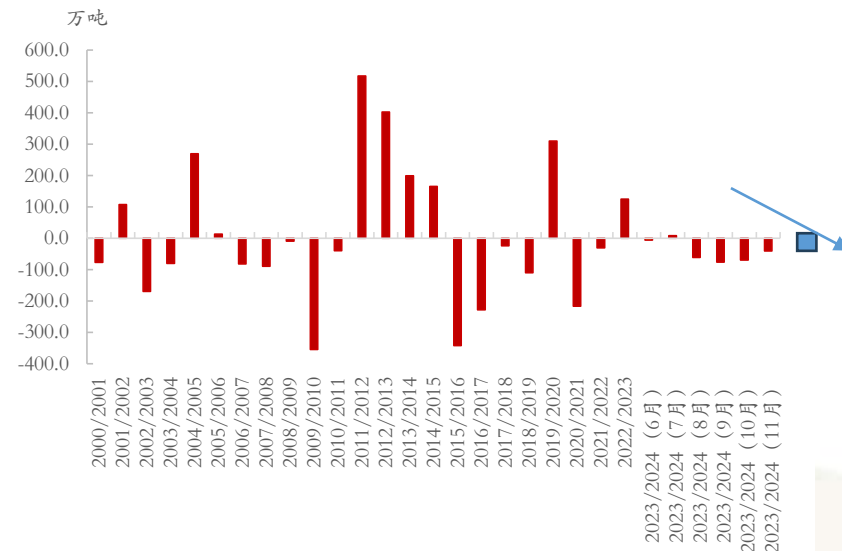
美豆、玉米、小麦与棉11-12月合约比价均值



越南棉纺企业开工率



全球产-需格局



资料来源：Wind, TTEB, USDA, 东证衍生品研究院

- 1、全球棉花种植相对粮油作物没有明显的竞争优势（从CBOT大豆、玉米、小麦分别与ICE棉花的比价关系看，2023年粮油作物与棉花的比价均值处于偏低的水平），中国新疆的保粮政策也还将继续抑制其棉花的种植面积，2024年美国及全球棉花种植面积很难看到明显的增长，这就意味着24/25年度全球棉花产量没有明显提升的基础，若天气正常，单产可能有所修复，但产量提升的幅度预计不大，可能在2500万吨左右。
- 2、在经过了持续一年的纺织市场低迷后，东南亚纺织国各产业链去库或较为彻底，一旦未来订单需求改善，各环节或均存在补库需求，隐性需求将增加。
- 3、欧美主动去库已持续一年多，未来进入被动去库或主动补库的预期将逐步增强；24/25年度随着美联储的转向，全球经济的进一步恢复或将提振棉花需求的进一步改善。现实可能不会很快好转，但市场至少会先给出这种预期。
- 4、24/25年度全球产量预计没有明显提升的基础，而需求预期进一步增长，产需短缺的形势或较本年度进一步加深。
- 5、22/23全球过剩100-200万吨，23/24全球预期偏短缺，24/25全球产需初步预期短缺进一步加深，国际棉价长期向好。
- 6、2024年棉价的驱动力量或来自国际市场。

衍生无限未来

行情展望

郑棉上方阻力重重

➤ 国际市场:

Q4: 23/24年度, 国际市场需求疲软, 尤其美棉面临着巴西棉、澳棉资源供应竞争而出口形势难言乐观。随着美棉及其他北半球主产国棉花陆续收获上市, 季节性供应压力较大。**外盘四季度处于弱势格局, 但下方空间预计不大, 支撑位70美分。**

长期: 国际市场基本面前景向好, ICE棉价长期方向预计向上。22/23全球产需过剩, 23/24全球产需预期相对均衡或偏短缺, 24/25全球产需或仍将偏短缺。

➤ 国内市场:

Q4-Q1: 供需矛盾突出, 棉纱高库存需要消化, 纺织企业开工率预计继续下滑。郑棉上行阻力重重, 整体料震荡偏弱。1月合约下方空间预计不大, 1月交割后, 5月及9月至Q1行情仍难言乐观。

长期: 随着上半年度供应压力最大的时候逐渐过去, 市场供需矛盾逐渐缓和, 关注焦点也将逐渐转向下年度, 新作种植面积预计继续减少, 外盘未来或将对国内提供向上的带动作用。

➤ 投资建议

1) 单边: 反弹沽空、波段操作为主。2) 套利: 关注5-9反套机会。

➤ 风险提示

金融动荡的风险; 产业政策超预期的风险; 产地天气风险等。

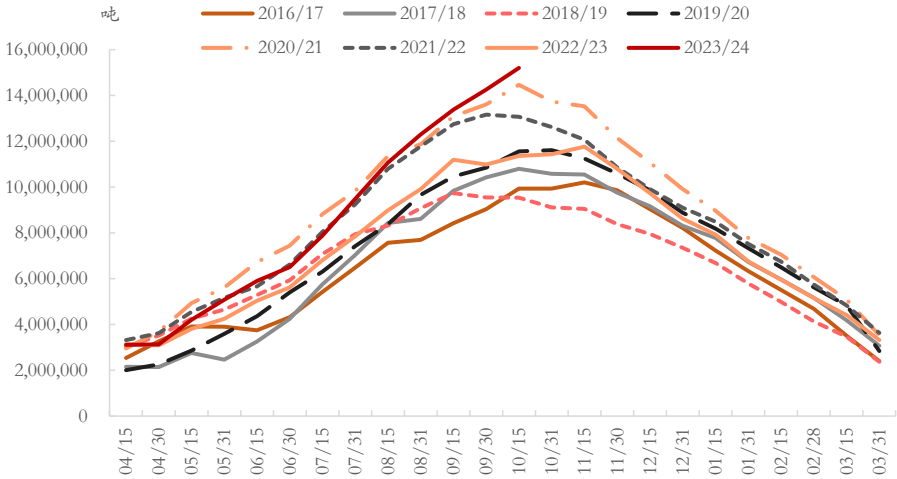
白糖：国际贸易流趋紧，内外糖居高难下

巴西23/24丰产，24/25预计再创新高

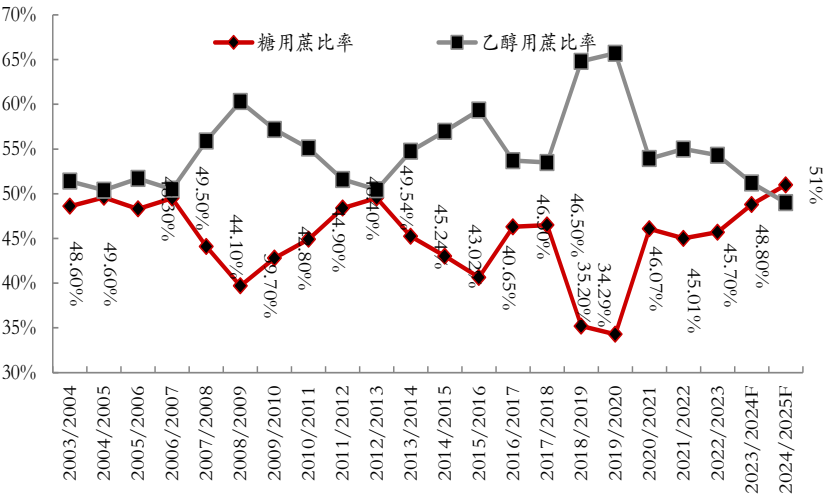
衍生无限未来

各机构对23/24榨季巴西中南部甘蔗及糖产量预估						24/25榨季		
	预估时间	甘蔗产量 (亿吨)	糖生产用蔗比例	糖产量 (万吨)	调整方向	甘蔗产量 (亿吨)	糖生产用蔗比例	糖产量 (万吨)
TRS	2023.10.2	6.15	48.80%	3970	上调			
StoneX	2023.10.6			4080	上调	6.29		4110
Green pool	2023.11			4050	上调			
LDC	2023.11	6.39	48.5%	4120		6.14	51.1%	4160
Datagro	2023.10	6.245	48.6%	4030	持平	6.2	51.8%	4260
hEDGEpoint	2023.9	6.248		4030	上调			
Czarnikow	2023.9	6.151	48%	3920	上调			
Job Economia	2023.8			4270 (全巴西)	上调			

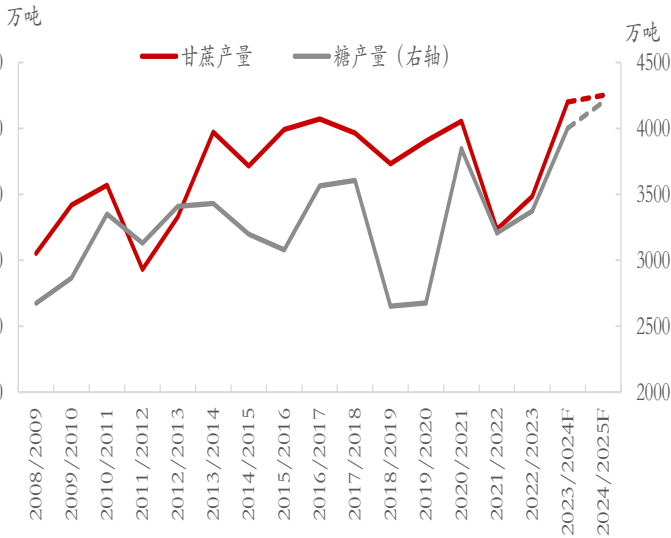
巴西中南部双周库存情况



巴西中南部历年用甘蔗产糖及产乙醇的比例



巴西中南部历榨季甘蔗及糖产量及本榨季、下榨季预估

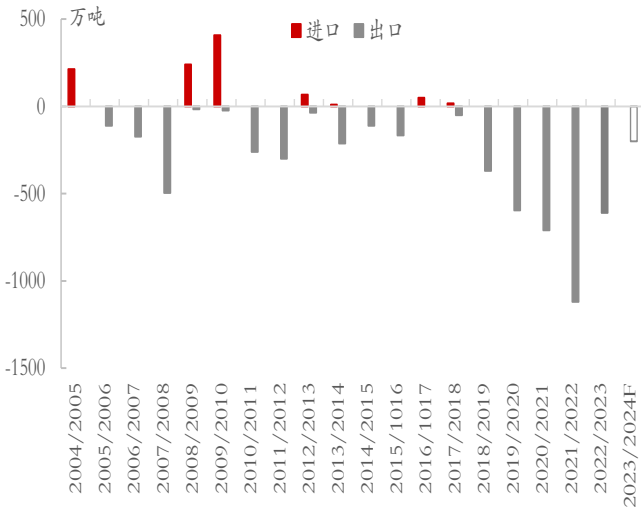
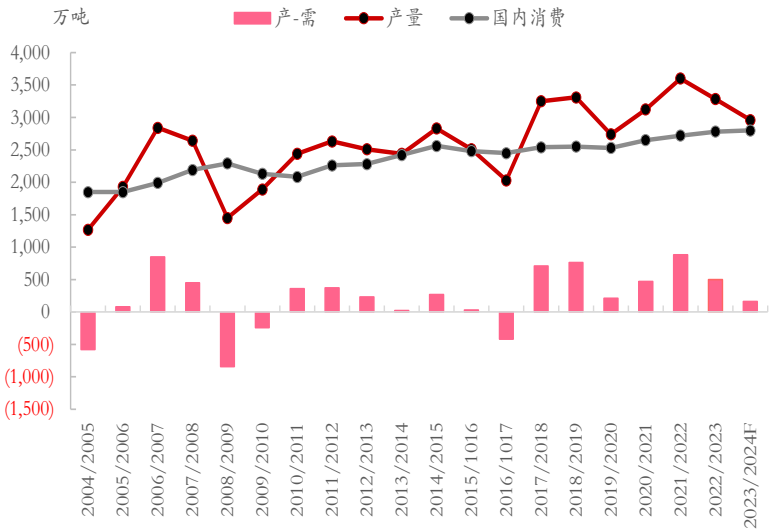


- 由于2022年四季度和今年一季度巴西中南部降雨量情况良好，充沛的雨水有利于甘蔗的生长及23/24榨季甘蔗单产的提升，预计甘蔗压榨量上调至6.2-6.3亿吨左右水平。目前国际机构多预期23/24榨季巴西中南部制糖比在48.5%-49%。由于降雨的恢复，甘蔗糖分预计同比有所下滑，23/24榨季预期ATR将降至138kg/吨甘蔗，估算出23/24榨季巴西中南部糖产量为4000万吨左右，较此前预估区间有所上调，较22/23榨季的3380万吨增加约600-700万吨左右，达到历史纪录高位。
- 巴西本榨季压榨生产形势强劲，10月份达到高峰，当地仓库基本满仓，糖厂需要租用第三方仓库。
- 24/25榨季：高糖价促使糖厂扩大糖产能，制糖比例预计将突破50%历史上限，达到51%-52%；甘蔗种植面积预计小增而单产料难维持今年高位，甘蔗产量预计持稳略增，初步预计24/25榨季巴西中南部食糖再创新高，增至4100-4200万吨左右

印度23/24榨季生产及出口预计下滑

印度23/24榨季糖产量及出口量预估

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24 (ISMA)
全印度平均掺混率	5%	8.10%	10%	12%	15%
需分流的糖当量 (单位: 万吨)	80	210	340	410	350-450 (?)
食糖产量 (万吨)	2740	3120	3600	3280	2920-3020
总糖分量 (万吨)	2820	3330	3940	3690	3370
出口量 (万吨)	595	710	1120	610	0 (?)

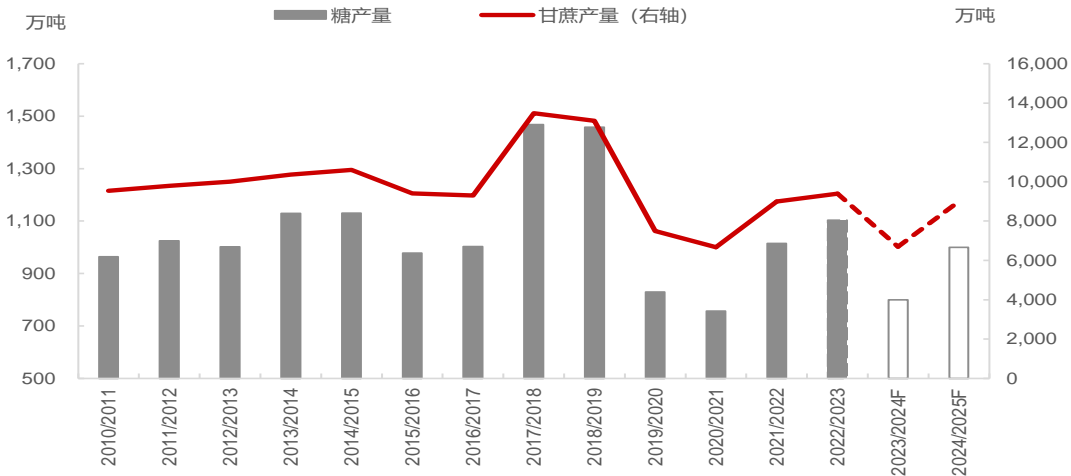


资料来源：IMD，NOAA，东证衍生品研究院

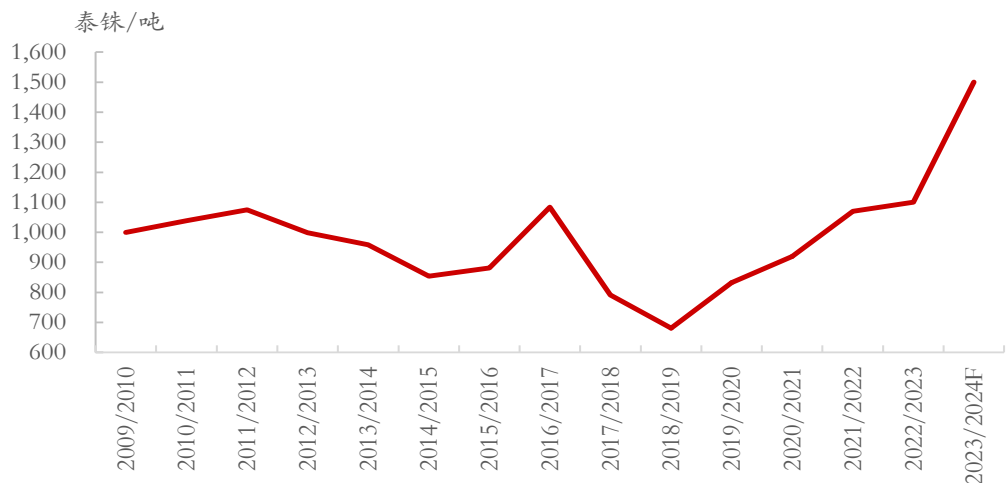
- 6月1日-至9月29日，印度全国季风期累计降水量较往年正常水平低5.6%。季风期截至9月29日，印度甘蔗三大主产区：北方邦累计降雨量较正常值低17%、马邦累计降雨较正常值低4%、卡邦累计降雨量较正常值低18%。
- 据IMD统计，6-9月份印度全国降雨量为长期平均水平的94%，是2018年以来最低。印度西南季风的发展不均衡，整个季风期降水不连续，且降水分布不均，对本榨季甘蔗生长影响不利，同时也会在一定程度上影响到24/25榨季甘蔗宿根及新蔗种植。
- 印度糖协ISMA于10月底预计，在不考虑转向乙醇的情况下，23/24榨季印度总糖产量下调至3370万吨左右。而初步估计23/24榨季乙醇行业耗糖量将从上榨季的410万吨增加至450万吨，则意味着23/24印度扣除乙醇行业耗糖量后的食糖产量预估在2920-2960万吨，较上次估产下调250万吨。目前国际各机构对23/24印度食糖估产在2900-3200万吨左右，按ISMA最新的这种预估，印度新榨季禁止出口的可能性较大。至少在明年2月产量形势明朗之前，可能不会发出口配额，待产量形势明朗后才做出决定，关注印度是否会严格执行乙醇计划，否则产量将比预期多。
- 24/25榨季印度有成为净进口国的可能性。

泰国： 23/24榨季预期减产，下榨季或有所恢复

泰国甘蔗及糖产量



泰国甘蔗收购价



资料来源：泛糖科技，东证衍生品研究院

23/24榨季:

泰国前期面临严重持续干旱，1-8 月的降雨量同比降幅 42%，比历史平均值下降约20%；9-11月份有良好的降雨，可以帮助改善泰国甘蔗的生长情况，但即使改善，程度可能也有限。

由于干旱及竞争作物木薯种植收益更好，23/24榨季泰国甘蔗种植面积及甘蔗单产预计将下滑。目前各机构平均预计泰国甘蔗产量在7000-8500万吨，糖产量将降至800-900万吨水平，可供出口量或将降至500-600万吨左右。泰国22/23榨季产糖量1103万吨，出口量750万吨左右水平。

泰国将糖实施出口管制，出口超过1吨将需要得到政府批准，这将导致糖出货放慢。

24/25榨季:

高糖价刺激下，24/25榨季泰国甘蔗价格很可能会超过1500泰铢/吨，则收益可能超过木薯和玉米，下榨季印度甘蔗及糖预计增产，出口供应也将随之提升，但预计产量和出口也只是适度增长。



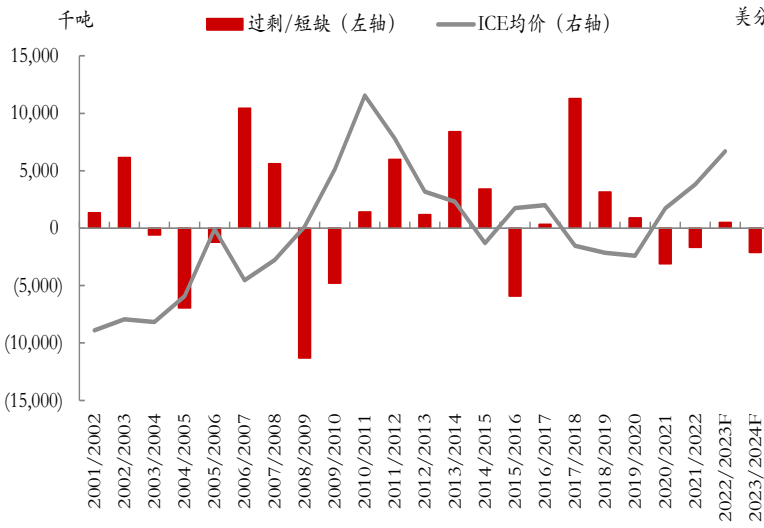
23/24全球产需预期短缺，上半年贸易流预期紧张

衍生无限未来

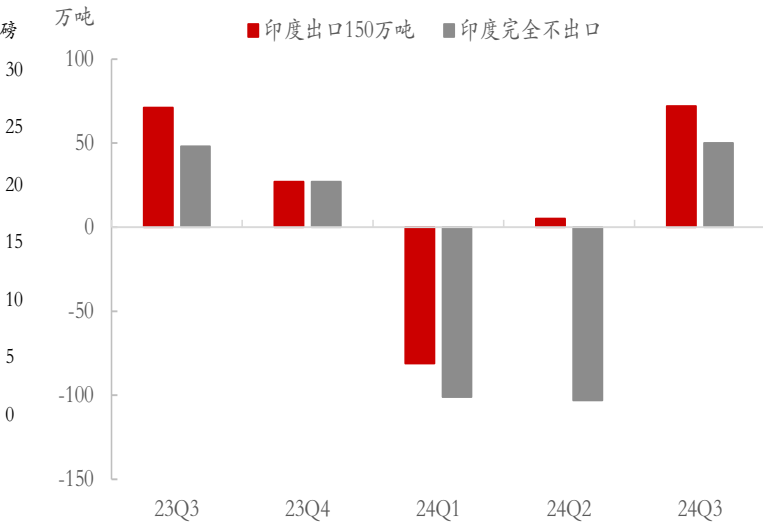
国际各机构对全球近几个榨季的产需预估

单位：万吨	20/21年度 产需预估	21/22年度产 需预估	22/23年度产 需预估	23/24年度产 需预估
TRS (2023.11)	-385.9	-227.9	-40	-694
LDC (2023.10)	-590	-440	-150	-230
Stonex (2023.10)	-290	-120	110	-29
CovrigAnalytics (2023.11)	-158	-22	26	-240
ISO (2023.7)	-310	-166.5	49.30	-212

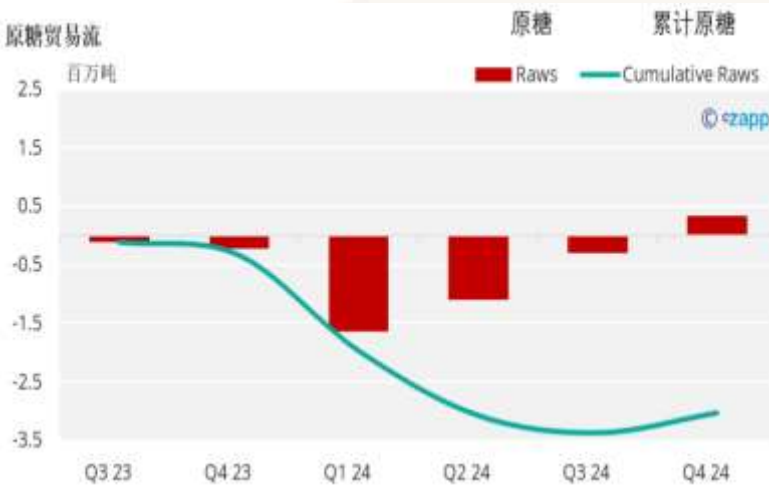
ISO对全球产需格局的预估



CovrigAnalytics对全球原糖贸易流的预估



- 22/23榨季全球总体产需相对平衡，但23/24榨季，因巴西、中国等国的食糖增产量将不足以抵消印度和泰国产量的下降，全球平均预期产需短缺200多万吨；初步估计24/25榨季全球产需可能仍难以达到均衡。连续几年的产不足需令全球尤其大多进口需求国库存偏低，而主要出口国的出口又面临着物流瓶颈及出口管制。
- 进入10月后，巴西压榨高峰已过，榨季生产进入后期，其对市场的影响力将减弱，市场关注焦点将越来越多转向亚洲印度、泰国的产量和可供出口前景方面。23/24榨季亚洲主产国可供出口量或较22/23榨季更少。在以北半球主产国供应为主的上半年，这种情况或将令国际贸易流再度收紧。
- 从季度原糖贸易流预估来看：23Q3，由于巴西糖大量的压榨上市供应，全球原糖贸易流处于偏过剩的状况。23Q4，随着巴西压榨进入后期，全球原糖贸易流过剩量预估大幅减少。24Q1，印度可能需要等到产量明朗之后（即2-3月之后）才确定出口政策，即便有出口也会很少很少；泰国由于减产预计出口供应下降；巴西虽预计有偏大结转库存，但一季度雨季料令港口物流不畅、出口有限；因此，该季度国际原糖贸易流面临的缺口预计较大，整体供应状况料非常紧张。24Q2，则更多取决于印度出口政策，若印度完全不出口，而巴西处于开榨前期上市量不多，则原糖贸易流缺口也同样会较大，供应紧张；若印度出口100-200万吨，则原糖贸易流紧张的状况预计有所缓和。
- 23Q4-24Q1,ICE原糖价格有望突破前高，波动区间预计在25-30美分/磅，不排除有更高的位置。2024年国际糖价料居高难下。

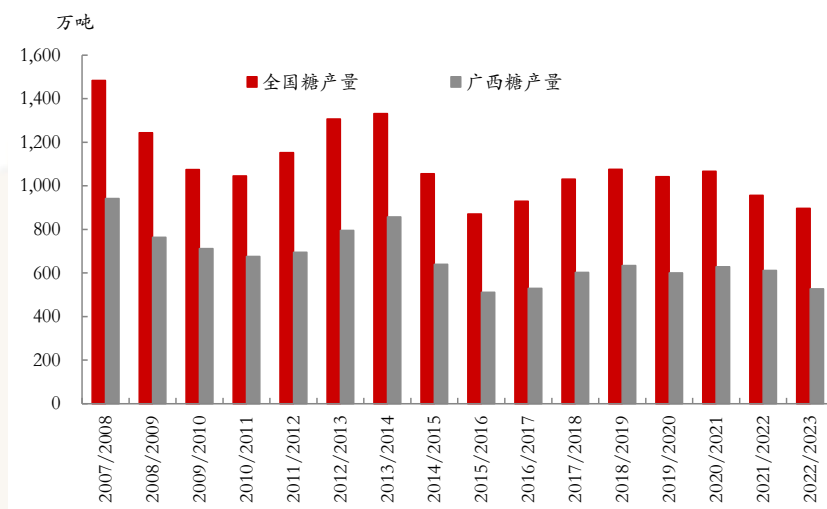


资料来源：CovrigAnalytics，ISO，TRS，Czarnikow

中国：23/24产量料有所恢复，广西甘蔗收购价上调

衍生无限未来

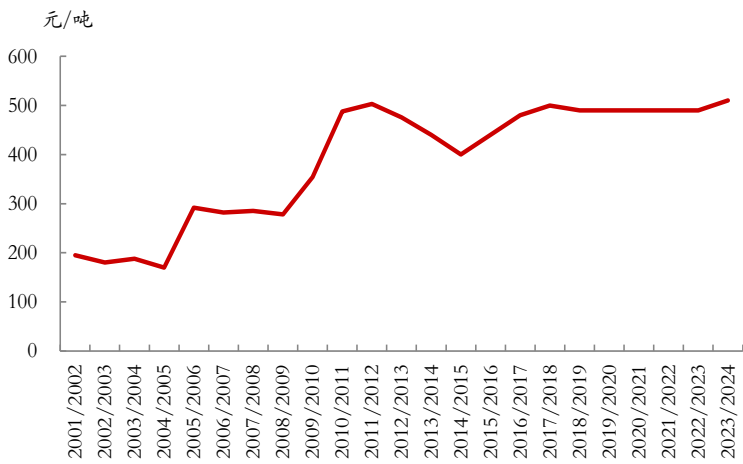
全国及广西历年产糖量情况



23/24榨季全国各主产区种植面积及产量预估

	种植面积 (万亩)	产量预估 (万吨)	产量同比变化 (万吨)
广西	1120	590-600	63-73
云南	410	210-215	9-14
广东	140	50	-1.84
海南	25	8.65	0
内蒙	178	50	-8.3
新疆	86	54.7	9.12
全国	1975	980	83

广西历年甘蔗收购价



22/23榨季：广西最终糖产量降至527万吨，为近10年次低位水平，全国糖产量降至897万吨，连续第二年减产。

23/24榨季：

- 1、整个广西新榨季的总体甘蔗种植面积是维持稳定、局部略有增加的情况。
- 2、今年1-4月份广西蔗区普遍干旱，土壤墒情较低令宿根蔗发株、新植蔗的出苗都不利；5月后降水大增，旱情消除，据机构10月末调研数据，全区株高预估平均增加约34cm，增幅达到了15%左右。考虑到蔗茎增粗、单茎重增加及后期仍有一定降雨等因素，预计全榨季甘蔗入榨量增幅约为20%左右。但糖分预计同比有所下滑，预计在12%-12.5%区间内。则广西23/24榨季产糖量为595-618万吨，同比上榨季大约增加70-90万吨左右；全国产糖量预计在980万吨左右。
- 3、广西甘蔗收购基准价有所提高，糖厂制糖成本提升：首付价格是普通品种从以前的490元/吨提高20元至510元/吨，良种加价30元/吨；二次结算时间是在2024年10月，按广西糖协公布的23/24榨季截至2024年9月底的广西全区白砂糖累计平均含税销售价，按照联动系数6%进行结算，即价格超过6300元/吨时，联动系数按照6%进行加价补给农户。

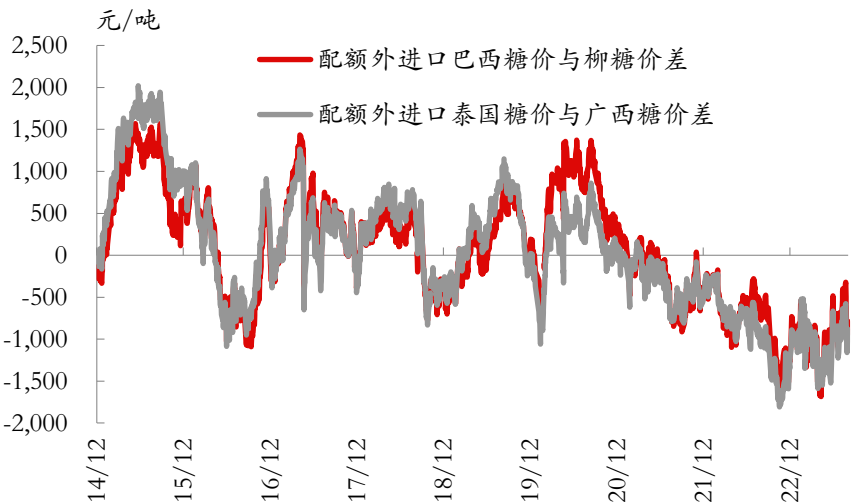
白糖含税销售价 (元/吨)	联动加价幅度 (元/吨)	良种甘蔗收购价 (元/吨)	同比增幅 (元/吨)
6800	30	570	50
6900	36	576	56
7000	42	582	62
7100	48	588	68
7200	54	594	74
7300	60	600	80
7400	66	606	86
7500	72	612	92
7600	78	618	98

若23/24榨季糖厂含税平均售价在7000元/吨以上，则意味着今年甘蔗收购成本将增加62元/吨之上，糖完全含税成本在6200元/吨之上，而在供需格局预期偏紧的格局下糖厂保守有5%以上的销售利润，则测算出广西糖销售价在6500元/吨之上。

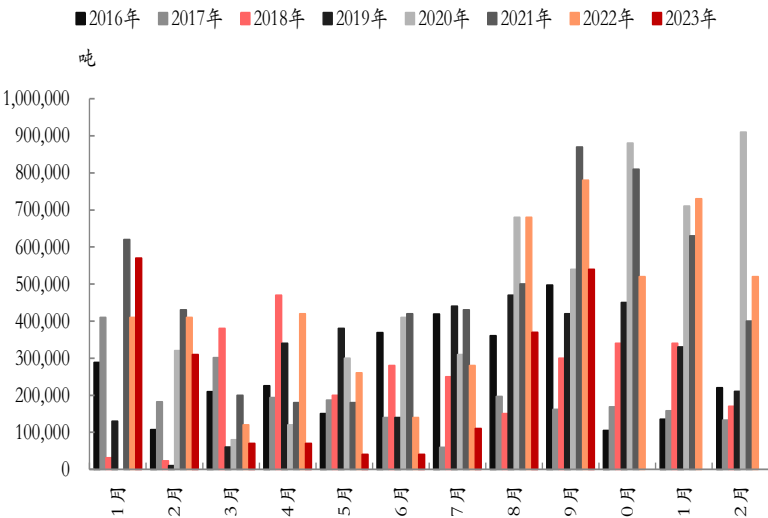
资料来源：中糖协，泛糖科技

上半年进口低，下半年进口到港量回升

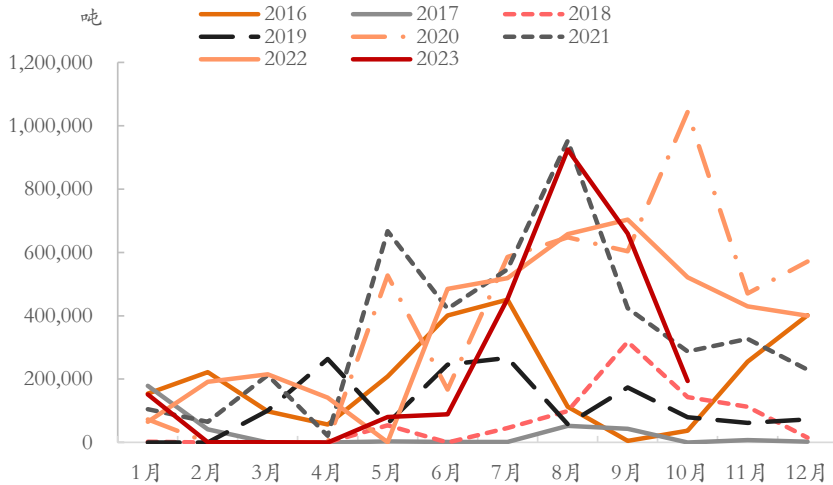
中国进口配额外糖利润



中国食糖月度进口量



巴西糖月度出口至中国量



资料来源：海关总署，商务部，巴西农业部，东证衍生品研究院

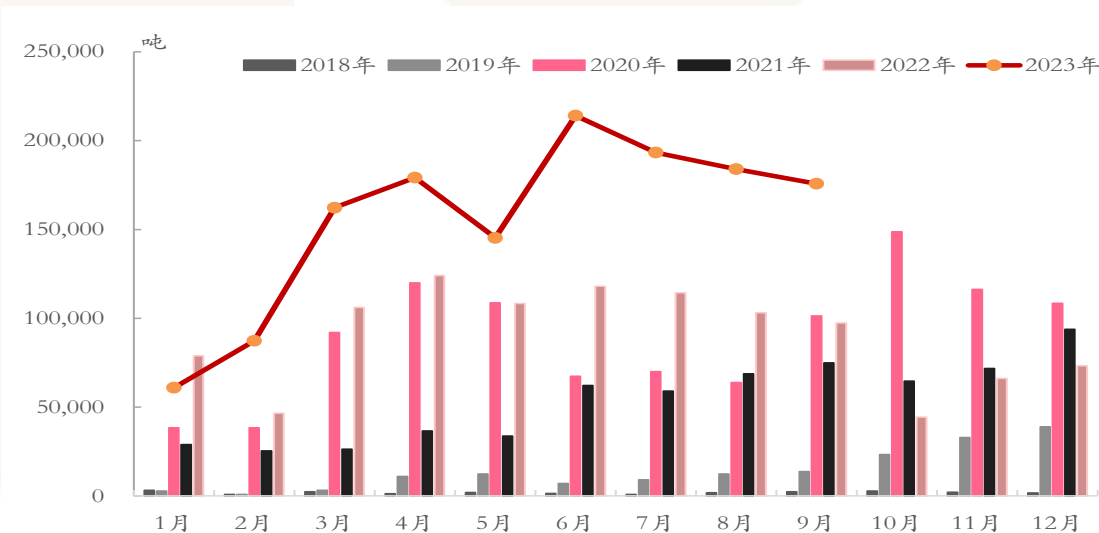
2023年1月我国进口食糖57万吨；2月进口食糖31万吨；3月进口7万吨；4月进口7万吨；5月进口4万吨，6月进口4万吨，7月进口11万吨、8月37万吨、9月进口54万吨。

2023年1-9月累计进口食糖211万吨，同比减少138.91万吨，降幅39.7%；22/23榨季截至8月累计进口食糖388.56万吨，同比减少144.69万吨，降幅27.13%。22/23榨季累计进口389万吨；2023年累计进口预计350-400万吨。主要为配额内进口的糖。

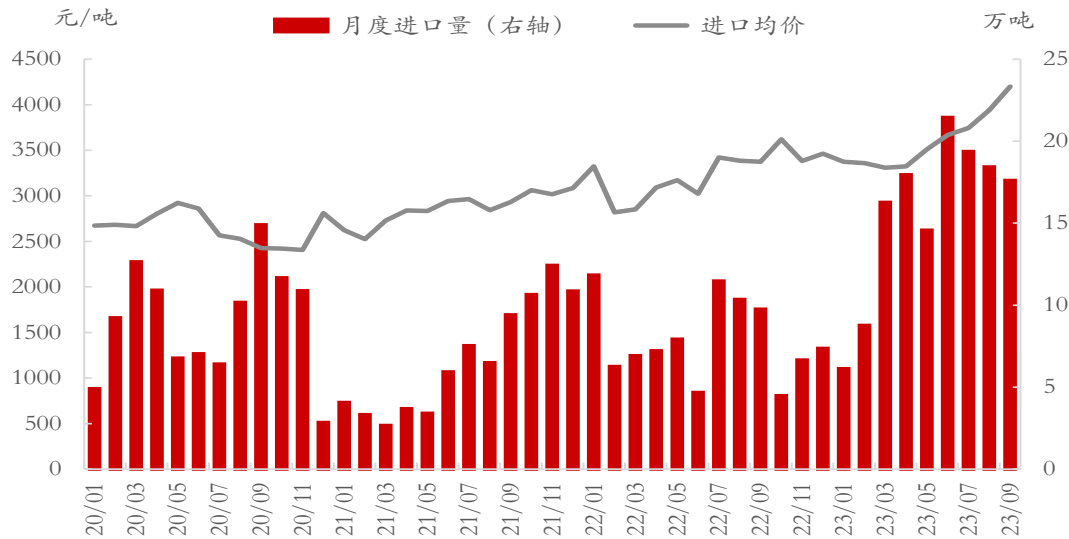
巴西三季度发往中国量达到203万吨的历史同期高位水平，根据45天船运时间，这些糖将在9-12月份到达。船期有所延迟，根据最新船期数据，10月份预期到港69.8万吨，11月到港量预计41.2万吨，12月到港量预计9.4万吨。11月之后至明年一季度，进口到港量预计较少。

进口糖浆及预拌粉量增量较大

中国糖浆及预拌粉月度进口量



中国糖浆月度进口量价情况



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

2023年1-9月糖浆及含糖预拌粉合计进口量为122.63万吨，同比增加42.71万吨，增幅53.45%。22/23榨季累计进口158.6万吨，同比增加45.93万吨。

今年糖浆及预拌粉进口量快速增加，将在一定程度上帮助补充供应，月均进口量预计将达到15万吨，则今年进口总量预计180万吨（折糖近120万吨）。22/23榨季预计160万吨（折糖100-110万吨）

成本不断提升：在过去8个月里，其进口折糖成本从5000元/吨飙升至7000多元/吨。明年进口量预计仍较大，但需关注海关进口政策变化。

储备糖轮出政策

- 据行业内消息，5月份国内轮储60万吨国储糖。
- 9月22日华储交易所公布了2023年第一次竞卖食糖公告。10月18日第二次竞拍暂停。

食糖第一次竞卖公告显示，此次竞卖白砂糖数量为12.67万吨，时间为9月27日。其中第一场竞卖在当日上午9时至11时，竞卖的是旧榨季生产的白砂糖（未标注保质期），竞卖底价为6500元/吨，竞卖量2.67万吨；第二场竞卖在当日下午13时至17时，竞卖的是2023年生产的白砂糖，竞卖底价为7300元/吨，竞卖量10万吨。

9月27日竞拍结果：并未完全成交，有流拍现象出现，传闻称成交率85%；竞拍成交加价幅度不大，2023年产的糖加价幅度10-90元/吨，竞拍成交价在7310-7390元/吨。竞拍结果影响偏中性。

政策分析：

- 轮储及抛储带来新增供应，帮助弥补国内产需缺口。
- 第一次抛储竞拍底价较高，7300元/吨，而当时广西现货成交价在7200-7300元/吨，意味着此次竞拍基本上是顺现货市场价竞拍，打压作用很小。
- 从5-6月份的轮储和此次的抛储政策出来时盘面情况来看，国储库存量较大（500-600万吨），调控的子弹目前充足，但考虑到23/24榨季甚至可能24/25榨季全球供需短缺，政府不想拿国家的战略库存冒险，去大量抛储消耗库存，更多可能通过增发15%的进口关税配额进口进来然后委托加工厂加工进而销售，这也能帮助解决加工厂开工的问题。从竞拍底价的设置来看，政策允许目前形势下糖价在合适的价格高位运行，但过度的价格上涨则将引发产业政策调控。

国内产需缺口如何弥补仍是新榨季市场的主要关注点

衍生无限未来

23/24年度如何弥补年度产需缺口仍是市场的主要关注点。

可供弥补缺口的主要资源：

1、糖浆及预拌粉进口：今年增量明显，关注后续监管政策是否加严。

2、国储糖方面，未来政策不确定性较大：轮储？抛储？

3、进口：配额外进口预计仍然困难；关注政府是否继续通过增15%关税配额来抑制国内价格的上涨→可能性大，这将导致外盘底部评估上移。

四季度：进口到港量增加、抛储、新糖上市等，四季度国内食糖货源增加、供应提升，将抑制国内糖价的上涨动能，令自身对价格的控制力增强、内外联动减弱。

中国糖供需平衡表

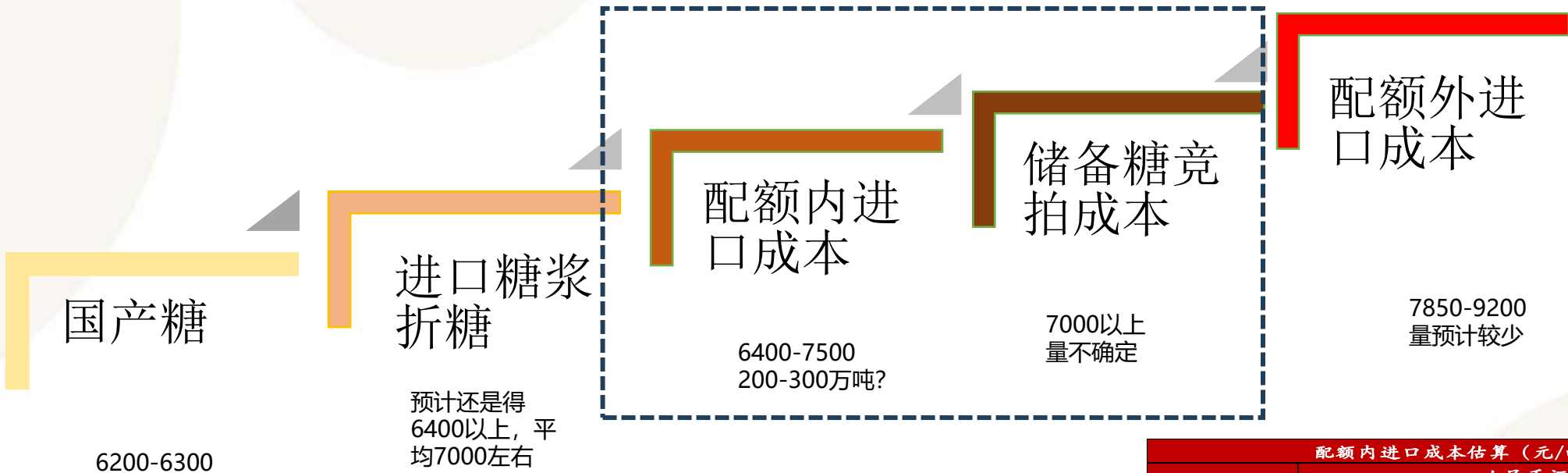
单位：万吨	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22E	22/23E	23/24E
期初工业结转	58	45	35	57	105	89	44
产量	1031	1076	1041.5	1067	956	897	980
国内消费	1490	1510	1460	1550	1480	1500	1520
产-需	-459	-434	-418.5	-483	-524	-603	-540
进口量	243	324	375	633	534	389	350 (?)
出口量	19.4	19.2	15	16	12	15	15
其他（走私量+糖浆进口折糖）	180	80	100	80	70	120	150 (?)
收储量	0	0	0	0	0	0	0
抛储量	0	0	0	0	0	70 (?)	70 (?)
表观供求平衡	-55.4	-49.2	41.5	214	68	-39	

资料来源：东证衍生品研究院

糖源供应成本

衍生无限未来

按外糖25-30美分估算



配额内进口成本估算（元/吨）			
ICE价格 (美分/磅)	人民币汇率		
	7.2	7	6.8
30	7576	7381	7185
29.5	7465	7273	7080
29	7354	7165	6975
28.5	7243	7057	6870
28	7132	6949	6765
27.5	7021	6840	6660
27	6909	6733	6555
26.5	6799	6625	6450
26	6687	6516	6345
25.5	6576	6408	6241
25	6465	6300	6136
24.5	6354	6192	6050
24	6243	6084	5926
23.5	6132	5976	5821
23	6021	5868	5715

➤ 长期：24上半榨季预计在外盘的带动下震荡偏强

23/24榨季国内产需缺口如何弥补仍是市场的主要关注点，进口糖浆及预拌粉的增加和非正规渠道流入的糖将在一定程度上帮助填补缺口，但作用有限，填补缺口的主要力量还是依赖于抛储和进口两方面。

考虑到23/24榨季全球糖预期存在供应缺口，尤其是北半球主产国供应为主的上半榨季，国际糖价长期前景看涨，有望突破前高，23Q4-24Q1价格预计在25-30美分/磅，外糖将对国内形成向上的带动作用。但由于国家储备糖政策调控影响，郑糖跟涨的幅度将受限，23Q4-24Q1Q2郑糖价格预计在6600-7500元/吨。

➤ 四季度：货源供应增多，郑糖驱动力受限

进口到港量增加、抛储、新糖上市等，四季度国内食糖货源增加、供应提升，将抑制国内糖价的上涨动能，令自身对价格的控制力增强、内外联动减弱，配额外进口倒挂的局面将得到难以修复。但下方空间预计有限，因1、国际市场；2、23/24榨季国内糖厂生产成本提升。郑糖1月合约在前期密集交投区间上沿位置6600-6700的支撑预计较强，四季度波动区间预计在6600-7100元/吨。

价差：近远月正套思路为主，基差预期走强

分析师承诺&免责声明

分析师承诺

方慧玲

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。
本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。
本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。
在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。
本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。
如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。