

2023 年 12 月

永安研究

白糖

农产品部

路安琪

从业资格: F03087731

投资咨询: Z0019504

摘要

白糖年报：冬雪晚来急，野渡舟自横。

一念风起一荣枯，白糖重回震荡区间。

原糖在本年度于 19 美分处开启上涨，最高点达到 28 美分。随后在巴西增产的压力下开启回落，下行至 25 美分处，但印度变幻无常的政策使得国际糖市开启新一轮下跌，最低探底至 21 美分。

国内在外盘的强势下跟随上行，春节后从 5800 一线开启上涨，主力合约最高至 7200 元，随后在四季度开启下跌，低点跌破 6200 元后反弹。当前维持偏弱震荡区间运行。

免责声明

本报本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。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、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

基本面梳理如下：

国际市场呈现出供需过剩格局

巴西 - 23/24 年增产格局，本年度巴西中南部已产糖 4082 万吨，上年同期糖产量 3294 万吨，同比增约 800 万吨。且部分增量将延迟到 24/25 供应。

印度 - 23/24 政府暂时限制甘蔗汁生产乙醇，政策摇摆，但预期供给增加，出口政策待定。当前印度出口成本 19-20 美分。

泰国 - 减产格局，对国际市场供给减 200 万吨左右。

国际糖市供给增量超过减量，但国际贸易流节奏取决于巴西港口物流以及印度出口政策。

国内增产，但进口依赖格局不改

供给 - 全国恢复性增产，产量预估不到 1000 万吨，仍有 500 万吨左右依赖进口。

国内核心逻辑：

若原糖市场在天气或其他因素驱动下大幅反弹，国际糖价再度走强后国内配额外进口成本失效，政策或参与新年度进口量调整。若国际糖市重回 25-28 美分，配额内进口成本为 6400-7100 元，则视该价位为 SR 运行区间顶部。

若国际糖市维持在 21-22 美分，对应配额内进口成本为 5600-6000 元，则视之为底部。

综上，我们认为，国际糖市的走势对国内至关重要，但内外价差的收敛不仅仅取决于配额外进口成本。我们预计新年度原糖市场或呈现前高后低走势。国内进口问题主要受政策影响。

风险点：1. 印度出口/制糖政策

2. 天气扰动

一、行情回顾

2023 年原糖市场几经起落，呈现出大幅上涨后急速回调走势。原糖主力合约从 18-19 美分，上涨至高点 28.14 美分，年度上涨幅度 56%。

第一阶段：从 2022 年 10 月开始，印度压榨高峰因降雨偏离，压榨进度延迟，刺激国际糖价开启偏强运行，但整体在印度北半球阶段性供给上量的压力下，维持区间震荡走势。

第二阶段：1 月 20 日，伴随着印度压榨高峰期逐步过去，减产情况逐步明朗，且库存相对偏低。与此同时，欧盟减产带来利好，进一步驱动糖价上涨。糖价从 19 美分开始，一路上行，阶段性顶部在原糖 05 合约交割前。

第三阶段，在 05 合约交割后，巴西压榨高峰逐步到来，供给偏紧情况逐步得到缓解。随后，在前期持续的牛市中，原糖价格大幅上行，主要进口国内外价差持续扩大，国际原糖需求后移。在 6 月巴西压榨数据较上年同比不断大增的背景下，原糖大幅下挫，主力合约探底至 21.88 美分，部分买盘出手，原糖价格几近止跌。随即处于震荡走势，但价格底部逐步抬升，也是受到印度天气异常的支撑。

第四阶段，在 8 月底，印度因干旱带来较大减产预期，并宣布新年度出口计划暂停，市场预期印度出口量在 100-200 万吨甚至不出口，糖价大幅上行。分别在 9 月中和 11 月初涨至 28 美分附近。高位震荡持续两个月。

第五阶段，原糖从 18-28 美分历时一年，但从 28 跌至 22 美分仅半个月。破位下跌开启于巴西农业部公布巴西新年度产量预估，上调 600 万吨，直接打破全年供需格局，叠加估值偏高。糖价从高位 28 美分跌至 25 美分附近。随后，印度禁止甘蔗汁转产乙醇，优先生产糖，国际糖市开启新一轮下挫，5 个交易日整体跌幅达到 17%。

图1：原糖 11 主连走势



数据来源：文华财经、永安期货研究院

国内方面，大体走势跟随原糖，但整体涨幅大幅不及外盘，这主要是由于两个因素，其一，我国内外价差倒挂主要来自于关税，因此国内糖价估值起点较高，涨幅不及外盘。其次，我国糖市属于政策市，7000 以上的糖价随时面临政策风险。对于主力合约而言，基本 7100-7200 为政策顶。SR 走势可分为如下阶段：

第一阶段：自从去年夏天至年底，均处于弱势震荡走势，但底部不断抬升。春节期间，外盘在利好下大幅上行拉动国内糖价上涨，SR 春节后跳空高开在 5800 元左右。彼时国内处于广西压榨末尾，减产传言利好糖市，但市场不相信糖价能上 6000。

第二阶段：在原糖市场不断走强的氛围下，SR 从 5900 元左右上涨至 6300 元附近。随后遭遇硅谷银行事件引发金融市场恐慌，回调至 6100 元后再度上涨。上涨持续到 5 月下旬。

第三阶段：原糖市场在巴西开榨之后承压，开始高位震荡，并在6月底因高价抑制需求大幅回落。国内端午节后跟随外盘大幅回落，并在07合约上因甜菜糖仓单压制涨势的缘故，三季度主力合约维持高位震荡走势，非主力合约在6月底7月初开启快速上涨向上靠拢。偏强走势持续到十一。

第四阶段，十一后，9月产销数据不及预期，持续上涨动力减弱。市场预计大批进口到港，且新榨季开启，市场普遍预期广西提前开榨，国内供给放量，此前支撑国内一路上涨的短缺逻辑被打破。随后原糖市场在巴西和印度的双重利空驱动下开启顺畅下跌，国内跟随，从6800元附近破位下行至6200元附近，跌幅9.7%。

图2: SR 主连走势



数据来源：文华财经、永安期货研究院

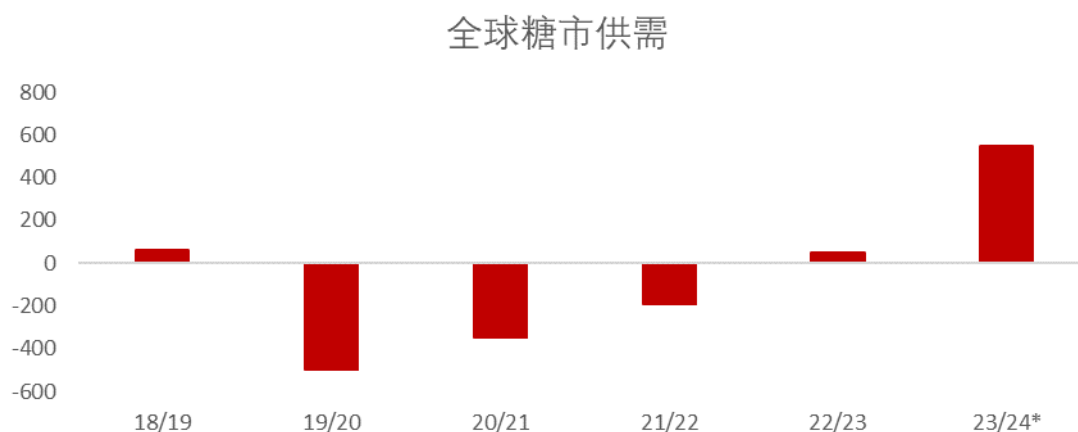
发现投资机会创造投资价值

二、国际市场 - 全球供需调整为过剩预期

全球供需从大幅缺口预期下调至过剩预期，因巴西增产较大。当前巴西国家供应公司预计23/24年度甘蔗产量达6.776亿吨，同比增长11%。与此同时，印度生产政策转向，禁止用甘蔗汁生产乙醇，这使得印度的生产预期有所增加。由于巴西和印度生产均有所提升，在消费维持不变的情况下，全球当前处于整体过剩的状态。

11月底ISO公布的供需报告显示，全球短缺33万吨，但彼时巴西还没有600万吨的增产预期，印度没有禁止甘蔗汁生产乙醇。基于基本面的明显变化，保守估计，全球至少有550吨左右的过剩预期。（暂时我们先按照印度不出口计算，详细原因且看下文）

图3：全球供需（前者为ISO历史数据，23/24*预估为永安期货预估）



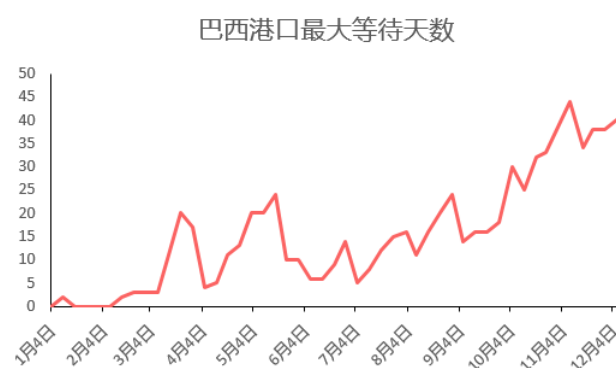
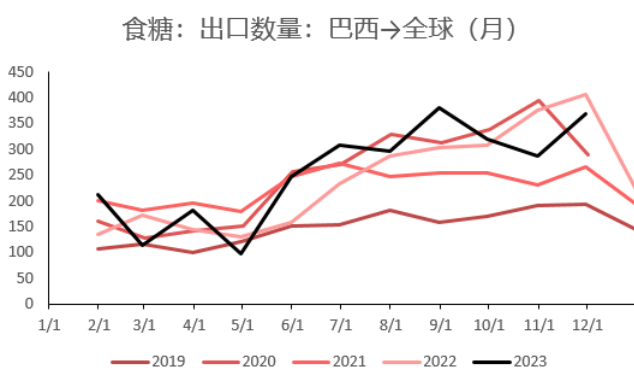
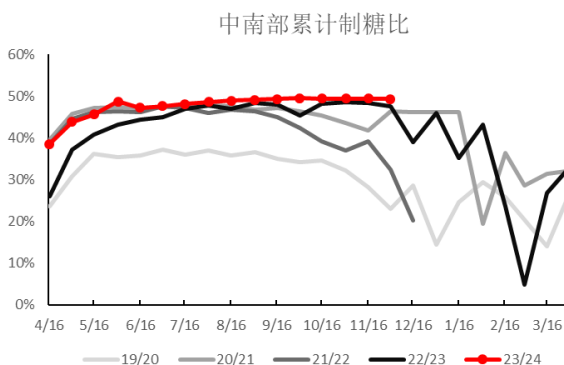
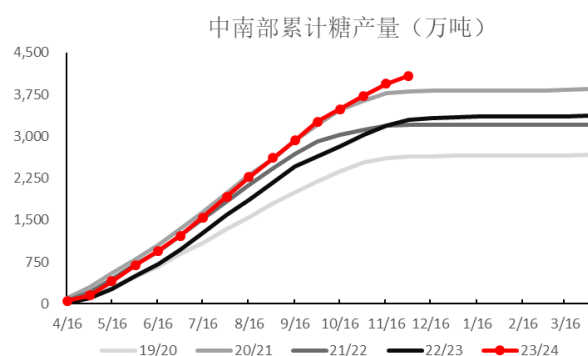
数据来源：ISO、永安期货研究院

巴西产量大幅超预期，因制糖比较高，且未来还有进一步提升空间。截止23/24榨季12月1日，巴西累计糖产量4082万吨，同比增加800万吨。累计制糖比超过49%，这主要是由于巴西乙醇折糖价格持续走弱，糖醇价差持续扩大所导致。截止12月8日，巴西乙醇折糖价13.16美分，糖醇价差在原糖的下跌之后有所收窄，但仍旧在9美分左右。这使得制糖比毫无悬念的依旧维持高位。此外，在高糖价刺激下，未来可能会有更多制糖产能增加，因此24/25榨季制糖比还有进一步提升的空间。

全球糖源供给集中在巴西，物流风险或持续。今年以来，巴西港口等待天数逐渐飙升，这与巴西农作物丰产以及物流问题有关。截至12月6日当周，巴西港口等待天数40天（上周38天），待装运量465.98万吨（上周537.07万吨）。未来需要持续关注巴西港口是否有所缓解。

巴西本年度出口景气，这与全球糖源集中有一定关系，也与全球主要需求国国家库存偏低有关系。23/24榨季（23年4月起），巴西累计出口2308.59万吨，上年同期2203.2万吨。我们预计未来巴西出口景气度维持，但这对巴西的港口待装运数量也会有影响，从而影响港口等待天数。

图4：巴西产量、制糖比、港口等待天数、巴西食糖出口



数据来源：路透、Unica、永安期货研究院

印度制糖政策摇摆，依旧是糖市变量。印度受到天气影响，预计 23/24 年度产量大幅下滑。ISMA 预估印度在不分流乙醇的情况下产糖 3370 万吨，且发布政策暂时禁止甘蔗汁生产乙醇。因此我们按照印度糖供给量在 3370 万吨计算，若今年最后印度出口 400 万吨糖，则期末库存在 757 万吨，较 20/21 年左右相对持平。若印度出口 200 万吨，则期末库存在 957 万吨，较 19/20 年相对持平。在这样的情况下，印度期末库存重回高位。

印度国内通胀高企，出口时间大概率是 5 月之后。印度 24 年 5 月大选，领导人压制通胀任务较重，因此我们预计在印度食糖完成压榨之前出口概率不大。印度的对于国际市场可提供的供给，大部分程度上取决于政策。

图5：印度平衡表

印度食糖平衡表（乐观预估）

	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24F
期初库存	750	910	774	404	1070	1456.1	1066	816	596	572
糖产量	2830	2510	2030	3261	3316.1	2890	3090	3600	3296	3370
进口	0	0	50	0	0	0	0	0	0	0
出口量	110	166	0	45	380	580	710	1100	600	400
消费量	2560	2480	2450	2550	2550	2700	2630	2720	2720	2785
期末库存	910	774	404	1070	1456.1	1066.1	816	596	572	757

印度食糖平衡表（悲观预估）

	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24F
期初库存	750	910	774	404	1070	1456.1	1066	816	596	572
糖产量	2830	2510	2030	3261	3316.1	2890	3090	3600	3296	3370
进口	0	0	50	0	0	0	0	0	0	0
出口量	110	166	0	45	380	580	710	1100	600	200
消费量	2560	2480	2450	2550	2550	2700	2630	2720	2720	2785
期末库存	910	774	404	1070	1456.1	1066.1	816	596	572	957

数据来源：公开资讯整理、永安期货研究院

印度国内糖价高企，此前马邦现货在 4350 INR，孟买 3820 INR，折算出口成本在 20.4 美分。近期均有所回落。马邦现货回落至 4250 INR，孟买 3775 INR。在当前印度国内糖价折出口成本在 19.08 美分左右。尽管如此，当前印度糖价较 2021 年前后仍旧处于高位，因此我们需要关注印度现货价格的波动来动态寻找原糖的下方支撑位。

图6：印度国内糖价

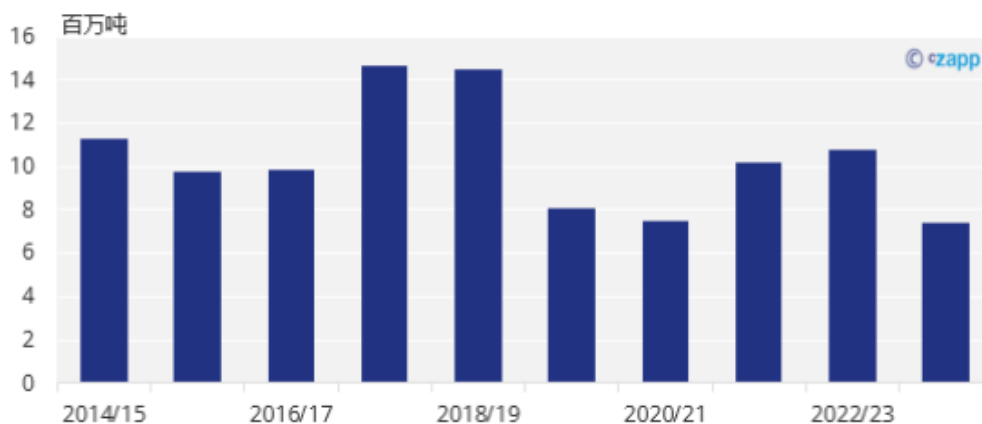


数据来源：Bloomberg、永安期货研究院

泰国由于上半年干旱，导致部分甘蔗被其他作物替代。泰国对于原糖市场的供给或有明显减少。机构预计泰国产量大概在 800 万吨左右，同比减量在 200 万吨左右。泰国减产一定程度上对于国际市场的供给会减少，大概减少 200 万吨左右。

图7：泰国减产

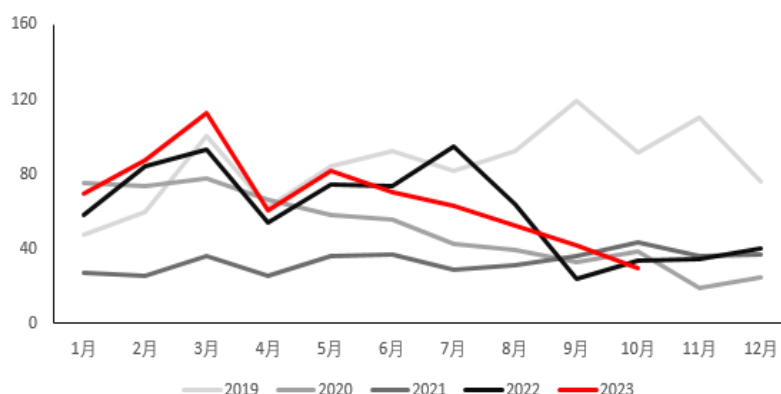
泰国食糖产量



数据来源：Czapp、永安期货研究院

图8：泰国出口情况

泰国月度出口量



数据来源：泛糖科技、永安期货研究院

三、国内市场 - 增产不改进口依赖格局

国内 23/24 榨季增产年，全国产量预估 982 万吨。由于广西产量恢复，云南在疫情后边贸放开，因此整体今年国内糖整体处于同比增产的阶段。22/23 年度国内糖产量 897 万吨，今年产量预估在 982 万吨，增加 85 万吨，增幅在 10% 左右。当前广西全面开榨，南部其他产区陆续开榨。产量增速较快，当前供给较为宽裕。

图9：全国产量预估、全球产销

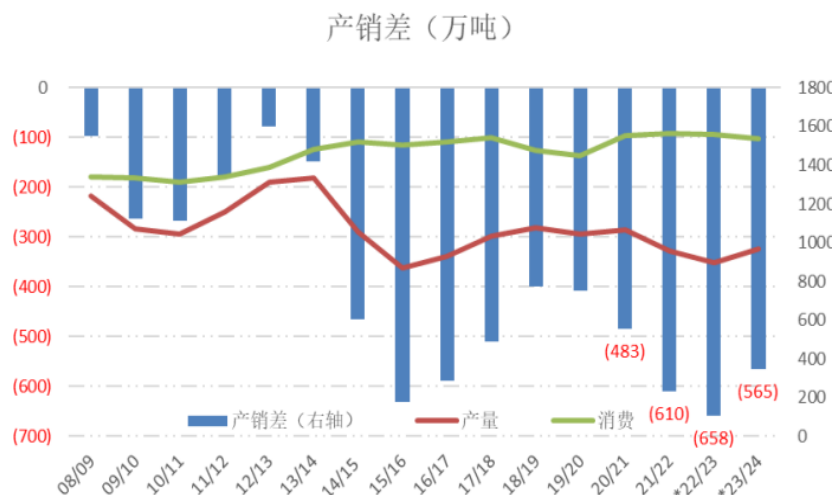
主产区糖产量预估 (万吨)				
	22/23榨季	23/24榨季	同比	原因
广西	527	600	73	雨水增加, 单产恢复
云南	201	210	9	疫情结束, 境外甘蔗种植面积恢复
广东	52	52	0	
海南	9	9	0	
新疆	46	57	11	种植面积增加, 持续推行的种植模式、施肥方案初见成效
内蒙古	58	50	-8	缺乏政策支持, 竞争作物影响, 种植面积大幅下降
其他	4	4	0	
合计	897	982	85	



数据来源: 糖会、泛糖、永安期货研究院

增产不改进口依赖格局。 尽管本年度国内增产, 但鉴于我国产量在 1000 万吨上下, 消费在 1450-1500 万吨的产销格局, 我们仍旧有 500 万吨左右的进口需求。因此我们认为, 增产不改进口依赖格局。外盘定价仍旧是主流逻辑。

图10: 全国产销差

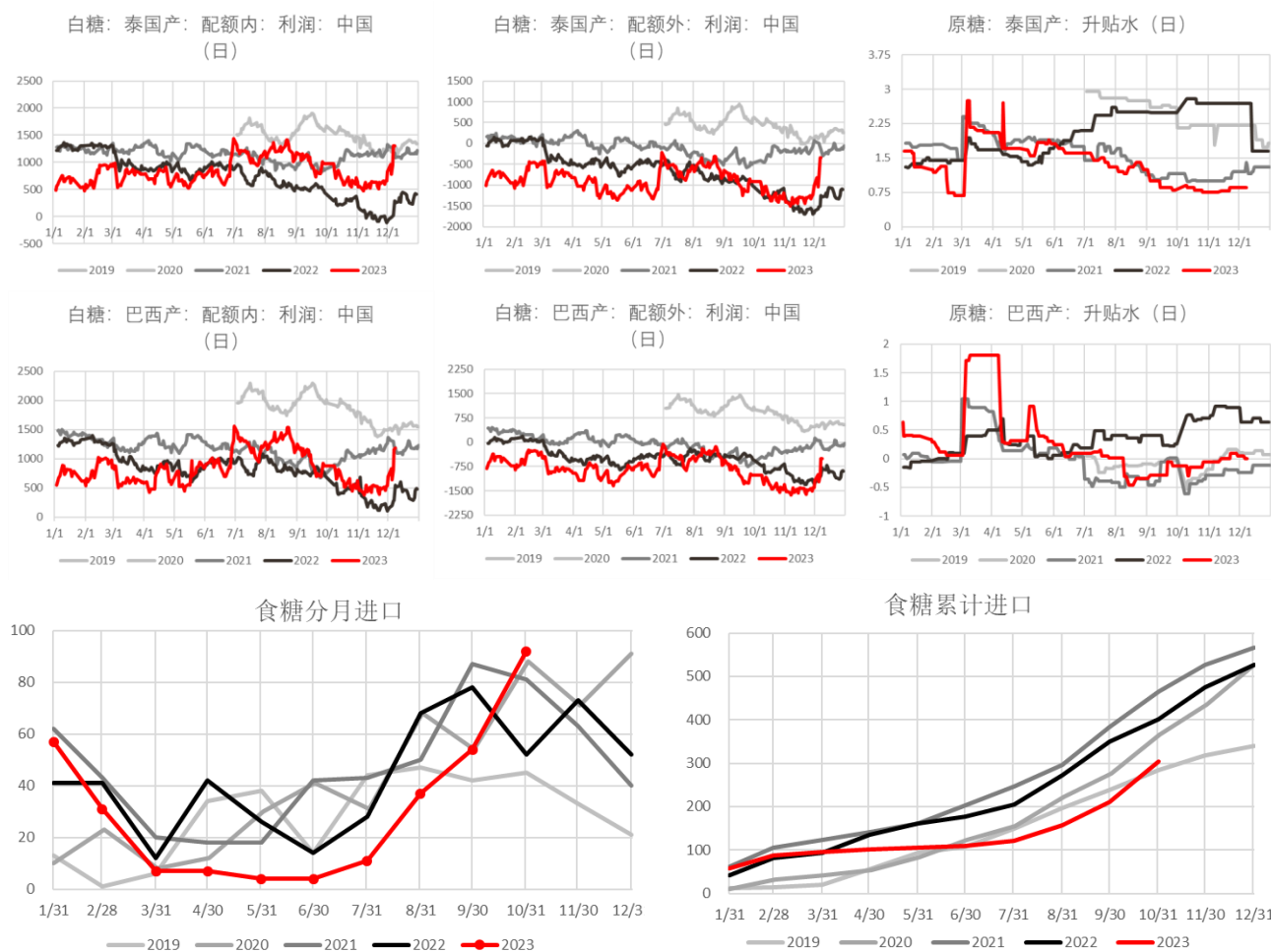


数据来源：Wind、永安期货研究院

供给需要进口补充，内外价差仍旧是SR与原糖联动的载体，但政策调控影响底层逻辑。本年度由于外盘高企，高关税内外价差深度倒挂，导致今年进口量同比大幅降低，因此预期供需偏紧，国内糖价跟随外盘上行，国内牛市的支撑来自于配额外进口利润的深度倒挂。由于配额外进口成本起点较高，关税政策有调整空间，因此本年度配额外进口利润带来的糖价内外联动性已经证实失效，在外盘开启下跌之前，内外价差倒挂超过2000元。未来，我们认为，若海外价格维持在19-21美分，则国内糖价大概率运行区间下沿为配额内进口成本或国内产糖生产成本，上方或可视配额外进口成本为锚定顶部；但若海外价格再度冲高至25美分甚至30美分，我们认为配额内进口成本将成为顶部。

进口数据如下：2023年1-10月，累计进口304万吨，上年同期402万吨。降幅25%。2022年10月-2023年9月，累计进口389万吨，上年同期534万吨。2023年1-10月，累计进口糖浆147.39万吨（折糖103万吨），上年同期94.08万吨（折糖65万吨）。增幅58%。

图11：内外价差、进口量



数据来源：泛糖科技、永安期货研究院



整体看，国际糖市的走势对国内至关重要，内外价差的收敛不仅仅取决于配额外进口成本。我们预计新年度原糖市场或呈现前高后底走势。国内进口问题主要受政策影响。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。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、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。