

再回首又似从前？

【策略观点】

印度 2023/24 榨季减产幅度不及预期的利空已经经过了一轮消化，巴西 2024/25 榨季预期减产的利好也带动了内外糖价一波上涨。随着 4 月份巴西新榨季开启，05 合约到期后，市场关注点将转向北半球 2024/25 榨季产量的预估，对应 09 合约，糖价承压的时间点后移。国内方面，目前产糖量和销糖量均同比下滑，销糖量同比下滑幅度较大，工业库存处于近 5 个榨季的偏低水平，配额外进口窗口尚未打开，一般情况下，二季度进口量全年最低，中短期内糖价不具备大跌的条件。目前郑糖主力距 2023 年高点仅 600 点，2022/23 榨季印度减产，2024/25 榨季巴西预期减产，能否走出相似的行情，2024 年郑糖这波上涨是反弹还是反转？目前我们仍持反弹的观点，印度新榨季有可能增产和出口，反弹关注空间和时间哪个先到，09 合约反弹上限预估在 6700-6800。

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76 号

吴菁琛

电话：010-84555056

邮 箱

wujingchen@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3051432

投资咨询资格号

Z0013764

韩广宇

电话：010-84555171

邮 箱

hanguangyu@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03099424

【目 录】

一、行情回顾1

二、全球白糖供需格局分析2

 2.1 ISO 上调 2023/24 榨季全球食糖供需缺口的预估值2

 2.2 巴西近期降水不足，新季产量看淡2

 2.3 Datagro 预测 2024/25 榨季巴西食糖预期减产2

 2.4 印度泰国减产幅度不及预期3

 2.5 ICE 原糖基金净多仓环比续增3

三、国内白糖供需格局分析4

 3.1 目前国内食糖库存偏低，支持现货涨价4

 3.2 2023/24 榨季全国食糖产量较前期小幅下调5

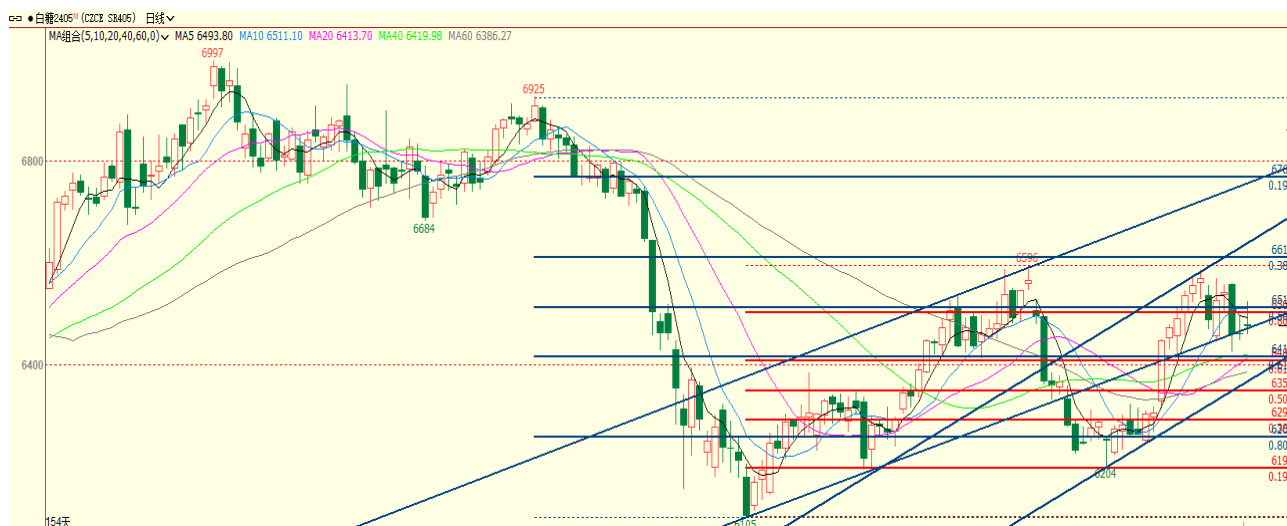
 3.3 配额外进口窗口仍未打开6

四、后市展望7

一、行情回顾

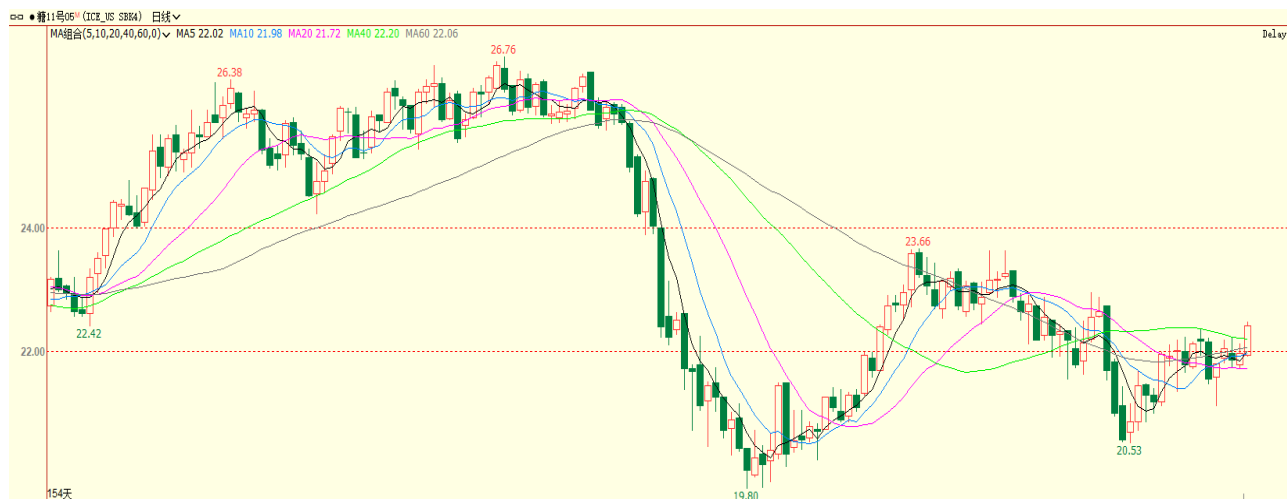
郑糖主连在 2023 年 12 月 19 日见阶段性低点后，出现了波段反弹行情。2024 年 1 月份，郑糖的重心在不断抬升，从之前的 6200-6400 元/吨抬升到了 6300-6500 元/吨。主要驱动因素有巴西 2023/24 榨季收榨，利空因素消退；巴西近期天气干燥，土壤湿度下降，甘蔗产量预计下降，导致巴西 2024/25 榨季糖产量前景看淡；印度、泰国糖压榨进度同比下降；ISMA 协会欢迎印度政府对糖蜜加征 50% 出口关税。2024 年 2 月初，郑糖主力出现了明显的大幅上涨与大幅下跌交替的情况，多空争夺激烈同时市场情绪受消息左右较快。2024 年 2 月中下旬，郑糖在春节后连续两个交易日破位下跌，基本延续春节期间外盘原糖走势，印度减产幅度低于前期市场预期。2024 年 3 月份，印度减产不及预期的消息消化后，郑糖出现了见底且较大幅度的反弹，再次触及 2024 年 2 月份高点，近 6600 元/吨，走的是内外价差修复的逻辑。

图表 1 郑糖主力合约价格走势图（元/吨）



数据来源：文华财经、国元期货

图表 2 ICE 原糖主力合约价格走势图（美分/磅）



数据来源：文华财经、国元期货

二、全球白糖供需格局分析

2.1 ISO 上调 2023/24 榨季全球食糖供需缺口的预估值

国际糖业组织于 2 月 28 日发布的全球食糖市场报告中，上调了对 2023/24 榨季全球食糖短缺的预估，其对 2023/24 榨季供需平衡表的第二次修订显示，全球食糖供应短缺 68.9 万吨，高于 11 月份预估的 33.5 万吨。

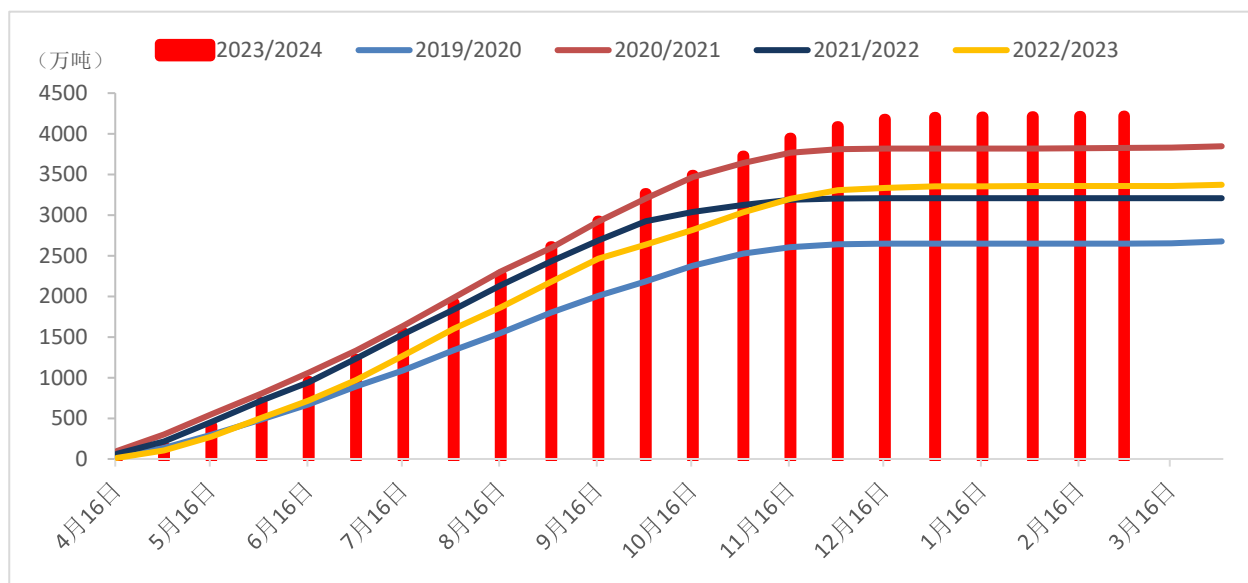
ISO 对 2023/24 榨季全球食糖产量预估值从之前的 1.7989 亿吨下调至 1.7975 亿吨，对 2023/24 榨季全球食糖消费量预估值从之前的 1.804 亿吨上调至 1.802 亿吨，较上一榨季增加 258.1 万吨。

2.2 巴西近期降水不足，新季产量看淡

巴西甘蔗行业协会最新报告显示，由于 2023/24 榨季巴西中南部天气持续干燥利于甘蔗收割，且制糖相较于制乙醇收益方面更具优势，糖厂将大量甘蔗分配用于制糖，累计制糖比为 49.09%，累计入榨量为 64414.1 万吨，累计产糖量为 4205.3 万吨，之前巴西中南部地区产糖量历史最高纪录为 2020/21 榨季创下的 3840 万吨。

目前巴西天气略有干燥，土壤湿度下降，市场预计巴西中南部 2024/25 榨季的甘蔗产量、甘蔗单产均将较之前预期有所下降。此前市场预估巴西 2024/25 榨季糖产量为 6.4 亿吨，此次调整为 6.2 亿吨，甘蔗单产将同比下降 6%。

图表 3 巴西双周累计产糖量



数据来源: Wind、国元期货

2.3 Datagro 预测 2024/25 榨季巴西食糖预期减产

市场机构 Datagro 在 2024 年 3 月 6 日在一份报告中表示，受降雨量不足影响，预计 2024/25 榨季巴西中南部地区的甘蔗产量将同比减少 9.8%，至 5.92 亿吨；甘蔗单产将从上榨季的 88.3 吨/公顷降至 78.8 吨/公顷；糖产量将较 2023/24 榨季的 4250 万吨，减少 4.8% 至 4045 万吨；乙醇产量预计将较上一榨季下降 9.3%，降至 304.2 亿升。

该机构表示，自去年 11 月以来，该地区的天气状况较正常情况干燥，未来三个月的天

气状况同样不佳，只有马托格罗索州和戈亚斯州 3 月份的降雨量接近正常水平，而中南部其他各州的降雨量将低于平均水平。4 月份，只有巴拉那州、南马托格罗索州南部和圣保罗州降雨量正常。

2.4 印度泰国减产幅度不及预期

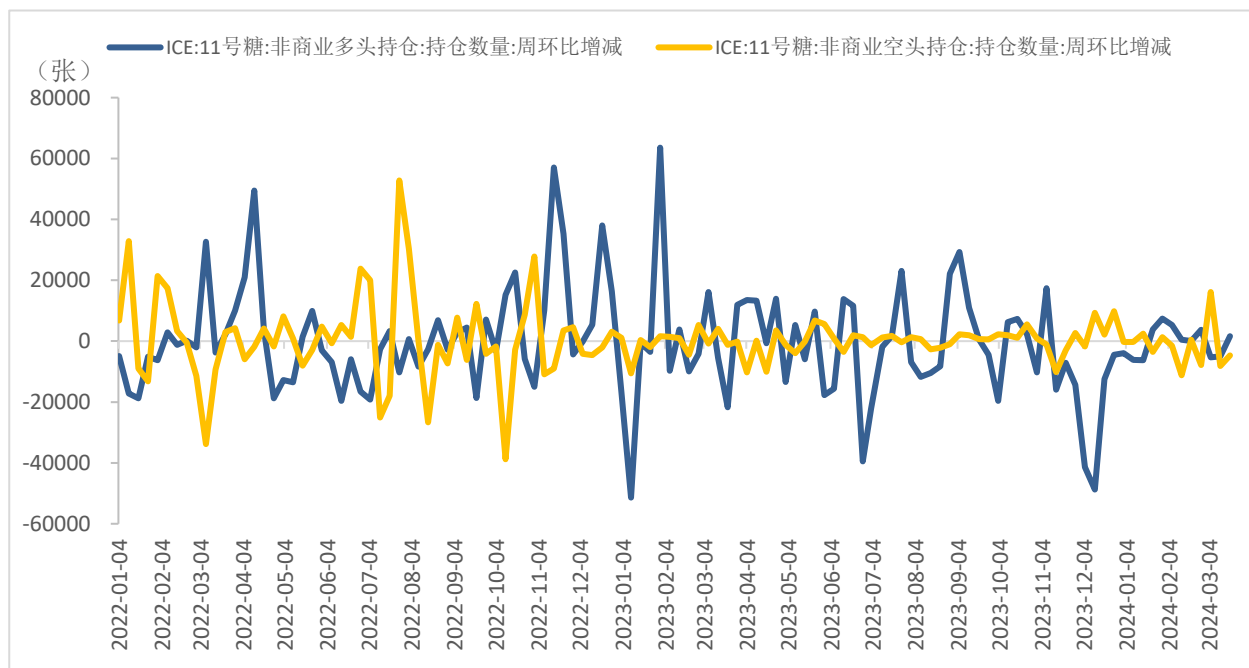
据外电 3 月 7 日消息，印度马哈拉施特拉邦糖业委员会公布的数据显示，该邦 22 家糖厂目前已经结束甘蔗压榨作业，而上年同期这一数字为 75 家。本榨季当地甘蔗产糖率也在回升，截至 3 月 6 日，该邦甘蔗产糖率 10.09%，而上一榨季同期为 9.93%。数据显示，本榨季，该邦一共有 207 家糖厂参与甘蔗压榨，其中 103 家为合作糖厂，104 家为私营糖厂，上一榨季当地一共有 211 家糖厂参与甘蔗压榨。截至 3 月 6 日，该邦甘蔗压榨量为 9448.2 万吨，糖产量为 952.9 万吨，而上年同期分别为 9981.7 万吨和 991.2 万吨。由于 2023 年上半年泰国出现干旱，甘蔗种植面积大幅减少，导致糖产量预期直线下降。近期丰益国际发布报告称泰国产量预期在 800-850 万吨左右，较此前市场预期的 750 万吨有小幅上调。

印度 2023/24 榨季产糖量修正之后同比仅小幅下降。数据显示，截至 3 月 15 日，北方邦的糖产量达到 884 万吨，高于去年同期时的 796.3 万吨。马邦糖产量则从上一榨季同期的 1019.2 万吨小幅下降至 1005.0 万吨；卡邦糖产量从上一榨季同期的 535.0 万吨降至 475.5 万吨。其他邦的糖产量为 443.4 万吨，低于上一年度同期的 475.5 万吨。ISMA 第二次预估显示，2023/24 榨季印度糖产量为 3230 万吨，此为乙醇分流之后的净产量，上一榨季净产糖量为 3282 万吨，仅小幅下降 1.5%。

2.5 ICE 原糖基金净多仓环比续增

据 CFTC 公布的最新数据显示，截至 3 月 19 日当周，对冲基金及大型投机客持有的原糖净多头仓位环比增加 6360 手至 91323 手。由于巴西即将进入新榨季，当前市场正在交易巴西开榨前的天气和产量预估，市场对于巴西干燥天气的减产预估较为敏感。

图表 4 ICE 原糖非商业持仓多空环比变化



数据来源：Wind、国元期货

三、国内白糖供需格局分析

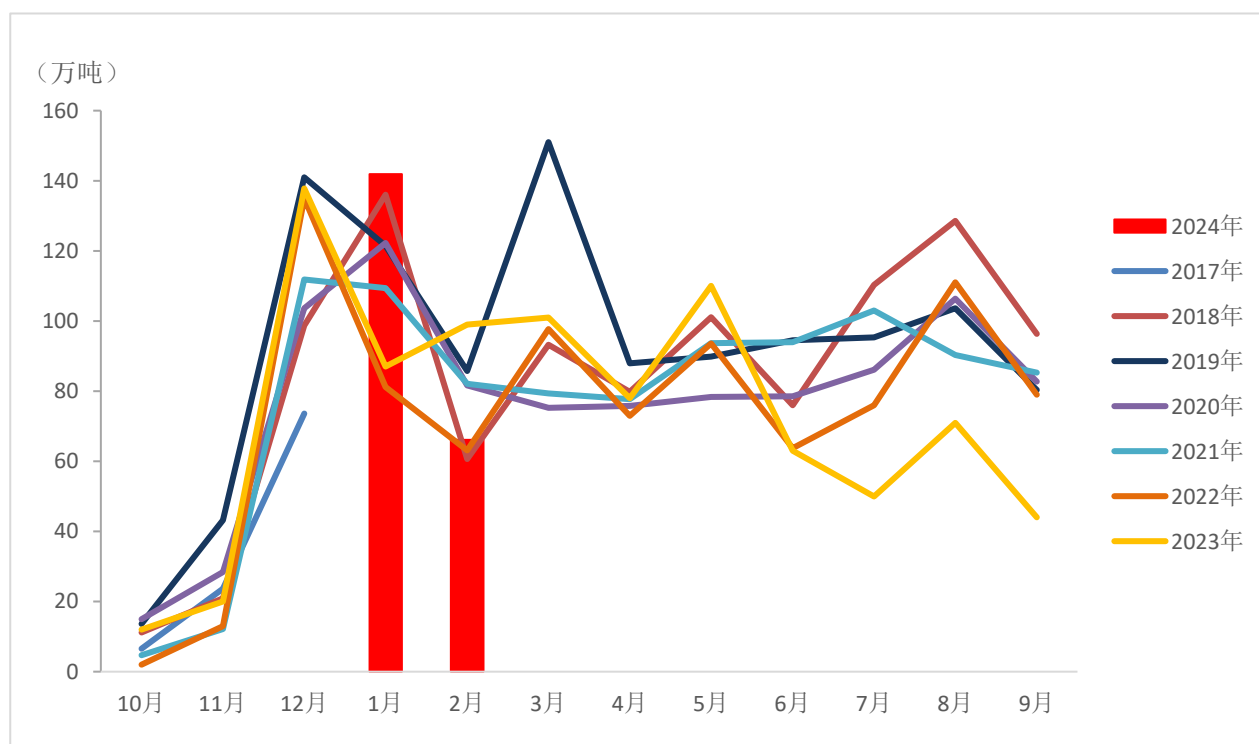
3.1 目前国内食糖库存偏低，支持现货涨价

根据中国糖业协会数据显示，2023/24 榨季截至 2 月底，全国累计产糖量为 794.79 万吨，同比增加 3.48 万吨；累计销糖 377.85 万吨，同比增加 41.37 万吨；累计销糖率为 47.54%，同比增加 5.04%。其中，2 月单月产糖 208.03 万吨，同比下降 16.97 万吨；单月销糖 66.14 万吨，同比下降 32.86 万吨；月度累计工业库存 416.94 万吨，处于近 5 个榨季的最低值，同比下降 38.06 万吨。

3 月初农业农村部对 2023/24 榨季我国食糖生产预测数据进行了小幅调整。本月将甜菜糖产量上调 4 万吨，至 114 万吨，南方部分甘蔗产区遭遇低温阴雨天气，不利于糖分积累和甘蔗砍运入榨，产糖率下降，本月将蔗糖产量下调 9 万吨，至 881 万吨；总体上，本月将食糖产量下调 5 万吨，至 995 万吨。

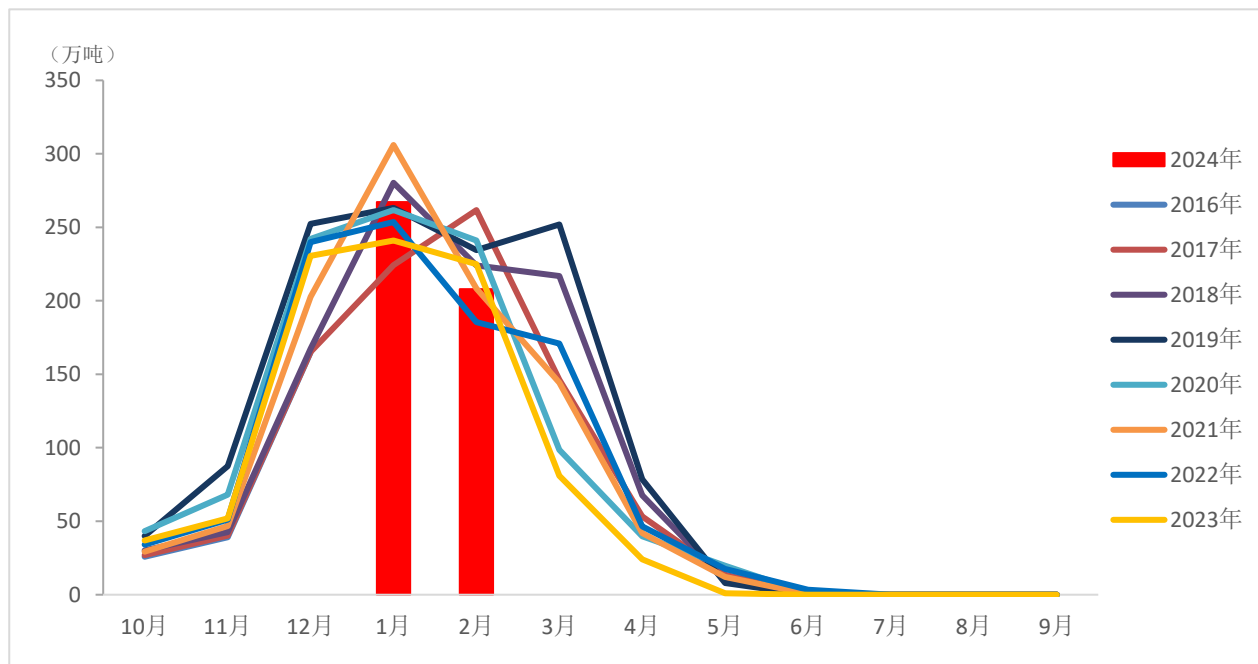
在经历集中补库后，现货交投气氛转淡，低库存下，糖厂以顺价销售为主，整体成交一般。广西制糖集团报价区间为 6610-6710 元/吨，云南制糖集团报价区间为 6480-6530 元/吨，加工糖厂主流报价区间为 6820-7130 元/吨。

图表 5 我国销糖量分月值



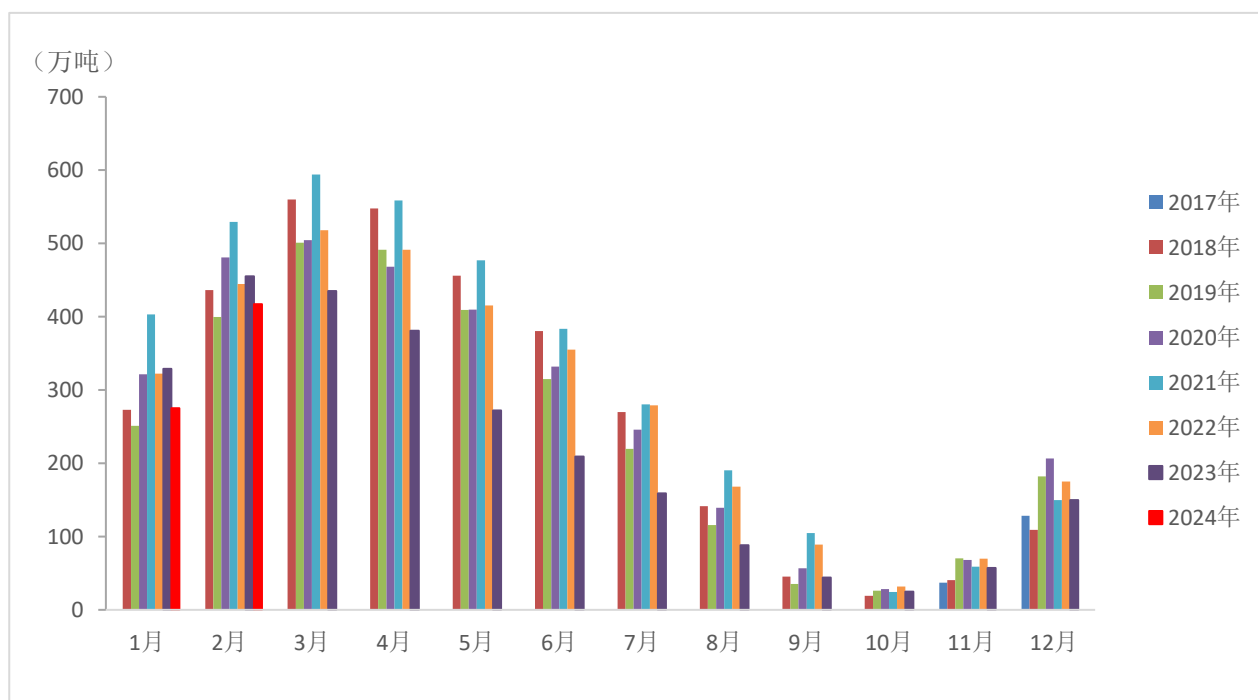
数据来源：Wind、国元期货

图表 6 我国产糖量分月值



数据来源：Wind、国元期货

图表 7 我国食糖工业库存

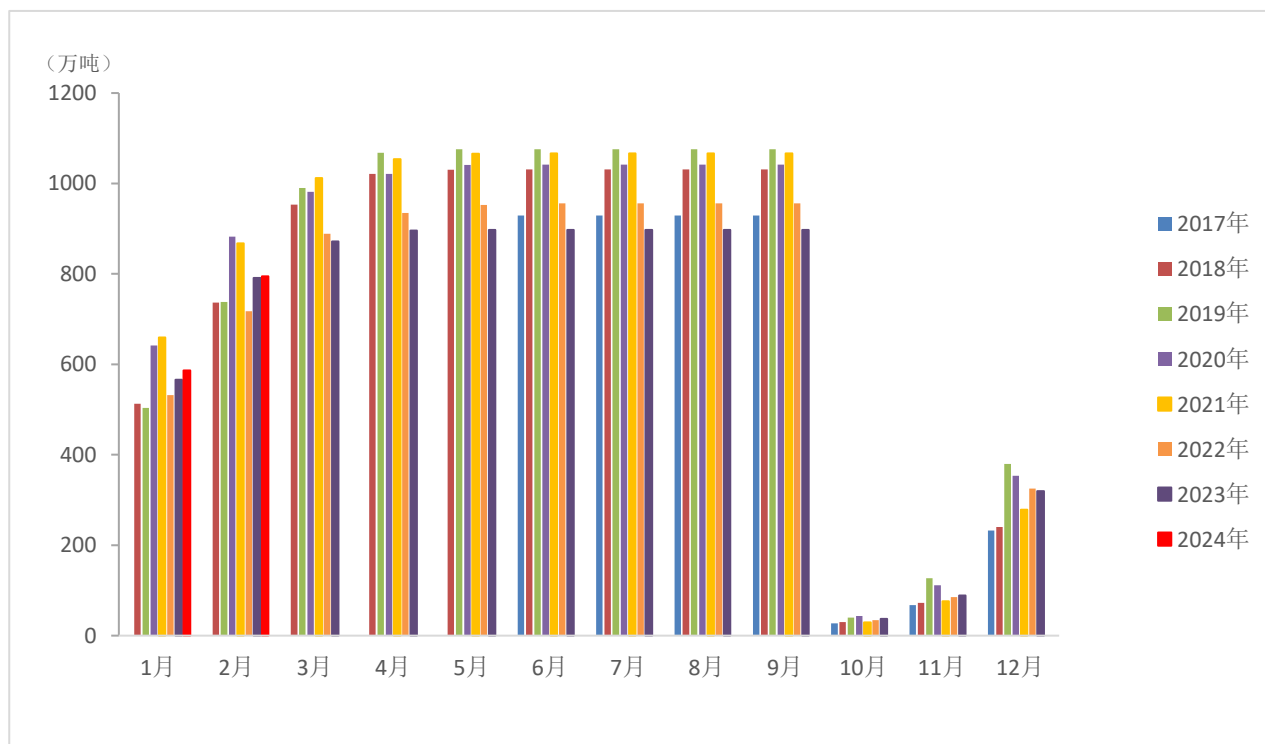


数据来源：Wind、国元期货

3.2 2023/24 榨季全国食糖产量较前期小幅下调

目前北方甜菜糖厂已全部收榨，中国农业农村部将本季甜菜糖产量上调 4 万吨至 114 万吨，南方部分甘蔗产区遭遇低温阴雨天气，对糖分积累和甘蔗砍运入榨不利，使得产糖率下降，中国农业农村部将甘蔗糖产量下调 9 万吨至 881 万吨。

图表 8 我国食糖产糖量累计值

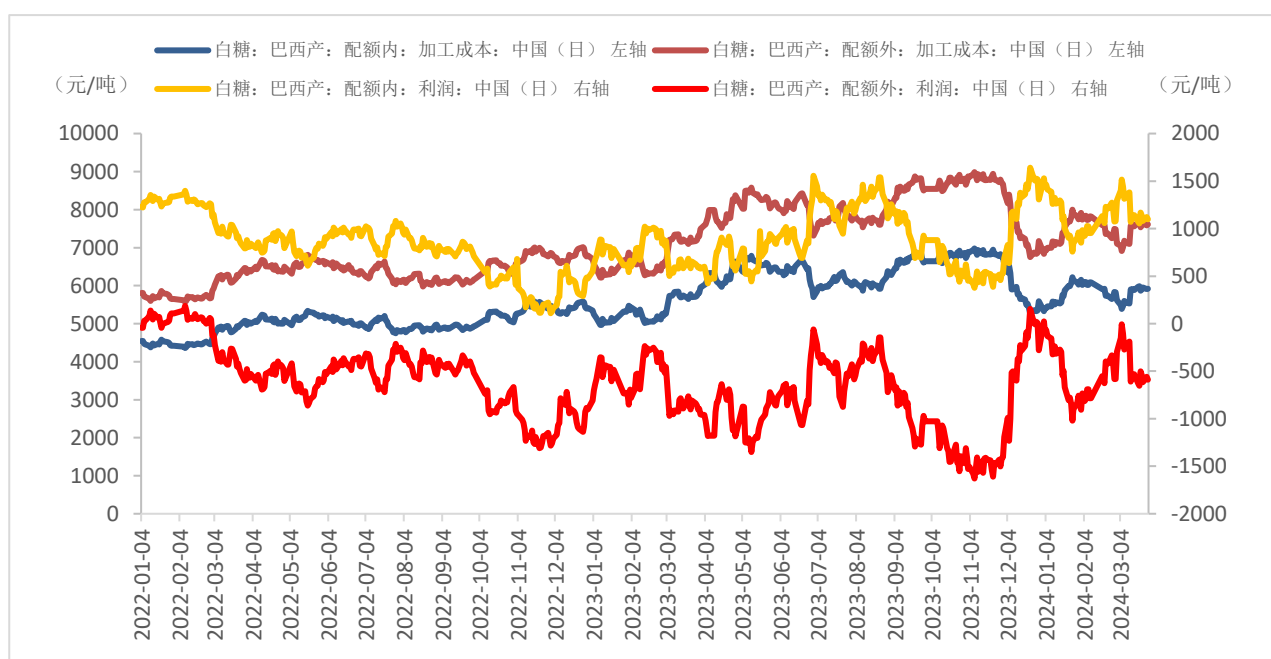


数据来源：Wind、国元期货

3.3 配额外进口窗口仍未打开

从目前进口巴西糖的加工成本及进口利润来看，截至 3 月 26 日，巴西糖配额内加工成本为 5922 元/吨，巴西糖配额外加工成本为 7608 元/吨，巴西糖配额内进口利润为 1099 元/吨，巴西糖配额外进口利润为-588 元/吨。

图表 9 巴西糖配额内外加工成本与利润



数据来源：Wind、国元期货

四、后市展望

印度 2023/24 榨季减产幅度不及预期的利空已经经过了一轮消化，巴西 2024/25 榨季预期减产的利好也带动了内外糖价一波上涨。随着 4 月份巴西新榨季开启，05 合约到期后，市场关注点将转向北半球 2024/25 榨季产量的预估，对应 09 合约，糖价承压的时间点后移。国内方面，目前产糖量和销糖量均同比下滑，销糖量同比下滑幅度较大，工业库存处于近 5 个榨季的偏低水平，配额外进口窗口尚未打开，一般情况下，二季度进口量全年最低，中短期内糖价不具备大跌的条件。目前郑糖主力距 2023 年高点仅 600 点，2022/23 榨季印度减产，2024/25 榨季巴西预期减产，能否走出相似的行情，2024 年郑糖这波上涨是反弹还是反转？目前我们仍持反弹的观点，印度新榨季有可能增产和出口，反弹关注空间和时间哪个先到，09 合约反弹上限预估在 6700-6800。

免责声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层
1901, 9 层 906、908B
电话：010-84555000

合肥分公司

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座 6 楼
601-607
电话：0551-62895515

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即
磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312922

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A
座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西
塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际
楼层 13 层)04 室
电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A
单元
电话：020-89816681

合肥营业部

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层
电话：0551-68115888

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 户
电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道
2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4
幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦
12 层西侧
电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室
电话：021-52650802、021-52650801