

研究员：黄莹

期货从业证号：

F03111919

投资咨询证号：

Z0018607

联系方式：

✉huangying_qh1@chinastock.com.cn

国内供应压力有限 郑糖走势强于原糖

第一部分 前言概要

5 月国内外行情回顾：

5 月国内外盘面先扬后抑，郑糖明显强于外盘。关于原糖，目前正处于巴西新榨季生产初期，干旱天气导致本榨季提前开榨、叠加高制糖比，巴西卖压拖累原糖价格维持偏弱水平，原糖运行在 18-20 美分区间。反观郑糖，4 月产销数据向好，库存拐点显现，虽然原糖价格下跌为进口糖打开窗口，但是考虑到近期进口糖到港数量维持低位水平，国产糖供应压力有限，集团挺价支撑现货价格，导致郑糖价格有所支撑、强于原糖。

国内外行情展望：

国际方面，外盘再度走弱，当前正处于巴西开榨期，偏干气候利于甘蔗压榨，糖价近期在 18-19 美分震荡。不过天气风险以及港口拥堵情况仍需关注。本周即将公布巴西中南部 5 月上半月产糖数据，预计糖产量仍将维持同期高位，或将拖累盘面价格。综上所述，巴西近期糖产强劲或将导致原糖或将维持偏弱运行走势。

国内方面，当前处于食糖进口淡季，国产糖去库阶段，预计国内食糖短期供应压力有限。国内当前基本面尚无新驱动，内外价差修复、郑糖与外盘联系紧密，不过考虑到现货市场相对稳定，预计郑糖短期走势强于原糖。

策略推荐：

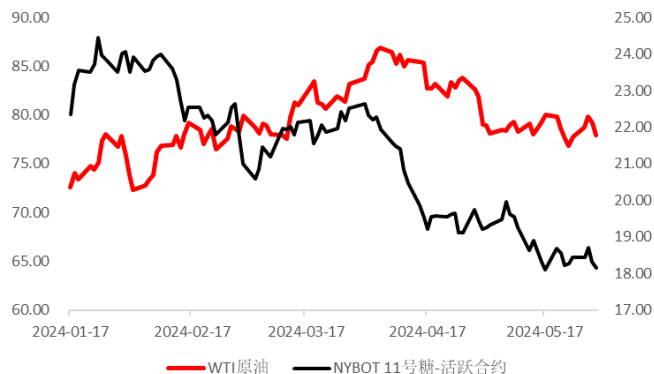
1. 单边：区间震荡，建议波段操作。
2. 套利：观望。
3. 期权：卖较虚值宽跨期权组合，持有。(以上观点仅供参考，不作为入市依据)

第二部分 基本面情况

1. 国内外行情回顾

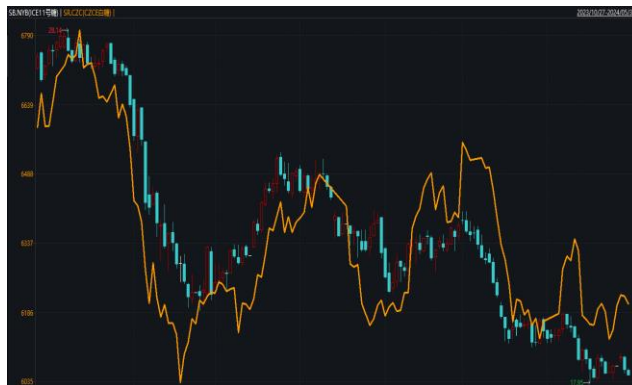
5 月国内外盘面先扬后抑，郑糖明显强于外盘。关于原糖，目前正处于巴西新榨季生产初期，干旱天气导致本榨季提前开榨、叠加高制糖比，巴西卖压拖累原糖价格维持偏弱水平，原糖运行在 18-20 美分区间。反观郑糖，4 月产销数据向好，库存拐点显现，虽然原糖价格下跌为进口糖打开窗口，但是考虑到近期进口糖到港数量维持低位水平，国产糖供应压力有限，集团挺价支撑现货价格，导致郑糖价格有所支撑、强于原糖。

图 1: WTI 原油与 ICE 11 号糖价格走势



数据来源：银河期货，WIND

图 2: ICE 11 号糖与 CZCE 郑糖价格走势



数据来源：银河期货，WIND

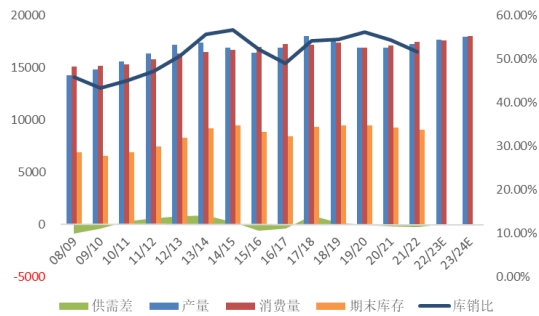
2. 国际糖市供需格局——供需变化

全球食糖供需格局正在向供应过剩转变。在全球糖市贸易供应聚焦巴西的背景下，巴西 2024/25 榨季提前开榨，天气、降雨预期转好，生产前景向好，原糖价格出现季节性回落，不过跌幅却高于往年同期，与此同时，升贴水亦有所下降。巴西制糖利润显著下滑，不过由于巴西新榨季食糖套保比例同比增加，预计新榨季巴西制糖比仍将维持相对高位。相反，在原糖盘面快速下跌至印度出口平价的情况下，原糖出口利润正在不断缩减，有消息称印度政府正在考虑额外 80 万吨的甘蔗乙醇生产，以及政府或批准额外的 67 万吨 B 重糖蜜生产乙醇的传闻。由此可见，印度或更倾向于乙醇生产。综上所述，我们认为虽然当前巴西新榨季卖压已有所显现，但是在北半球出口维持低位的情况下，全球食糖贸易流仍以巴西为主，在此背景下，原糖在 18 美分左右或有弱支撑。不过考虑到当前缺乏实质性利好因素，预计原糖短期或将维持窄幅震荡走势。

原白糖价差方面，2023/24 榨季初期起，全球原白糖一直维持分化状态，国际白糖相对短缺，伦白糖走势强于美原糖。而今，在高糖价的影响下，食糖生产终于有所反应，价差有所回落，不过仍维持高位水平。

图 3：ISO 对全球食糖供需格局的预估

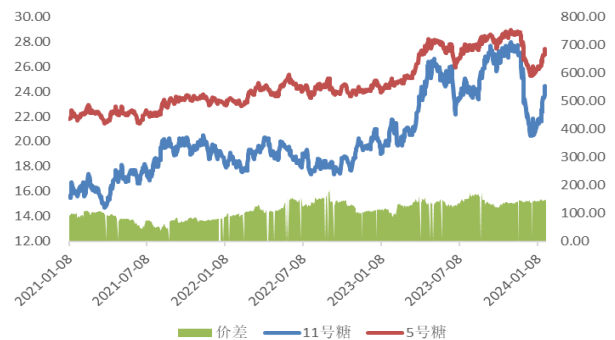
单位：万吨



数据来源：银河期货，ISO

图 4：原白糖主力合约价差

单位：美元/吨



数据来源：银河期货，ICE

3. 巴西新榨季甘蔗压榨向好，制糖比维持高位，原糖价格承压

巴西 2024/25 榨季初期得益于干燥天气、甘蔗提前压榨，截至 4 月底，本榨季甘蔗压榨量及糖产都高于去年同期。4 月下半月，巴西中南部地区甘蔗入榨量为 3457.5 万吨，较去年同期的 2143.6 万吨增加了 1313.9 万吨，同比增幅达 61.30%；甘蔗 ATR 为 115.63kg/吨，较去年同期的 112.48kg/吨增加了 3.15kg/吨；制糖比为 48.37%，较去年同期的 43.53%增加了 4.84%；产乙醇 15.15 亿升，较去年同期的 9.98 亿升增加了 5.17 亿升，同比增幅达 51.86%；产糖量为 184.3 万吨，较去年同期的 100 万吨增加了 84.3 万吨，同比增幅达 84.25%。2024/25 榨季截至 4 月下半月，巴西中南部地区累计入榨量为 5061.2 万吨，较去年同期的 3529.1 万吨增加了 1532.1 万吨，同比增幅达 43.41%；甘蔗 ATR 为 112.96kg/吨，较去年同期的 110.71kg/吨增加了 2.25kg/吨；累计制糖比为 46.96%，较去年同期的 41.42%增加了 5.54%；累计产乙醇 23.6 亿升，较去年同期的 17.82 亿升增加了 5.78 亿升，同比增幅达 32.42%；累计产糖量为 255.8 万吨，较去年同期的 154.2 万吨增加了 101.6 万吨，同比增幅达 65.91%。

考虑到目前天气仍未改善，市场普遍预计 5 月上旬巴西中南部甘蔗压榨量仍将高于去年同期（去年同期降水量较大），产量预计同比增加 5-6%。除了干燥天气有利于甘蔗压榨以外，高制糖比也令本榨季初期的甘蔗压榨量及糖产高于去年同期。整体来看，短期原糖价格或受巴西压榨数据拖累、维持偏弱运行。

干燥天气虽然利于甘蔗压榨，但是对于甘蔗的单产或有不影响。后续随着甘蔗压榨周期的拉长，单产数据将逐步体现，若单产受天气影响有所下降，或将导致甘蔗数量不及预期，糖厂或将面临提前收榨的情况。

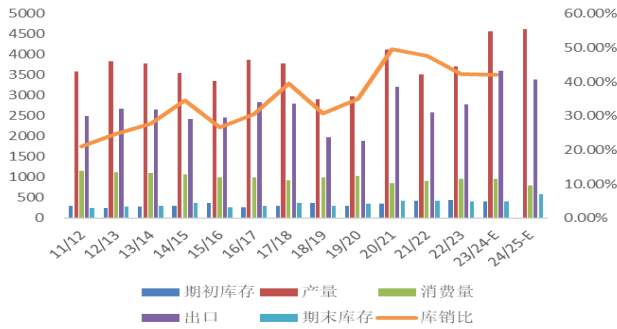
糖醇比方面，糖醇价差已经从去年同期的 9-10 美分/磅大幅缩小至 4 美分左右。考虑到近期原糖价格一直维持偏弱震荡走势，若原糖价格继续回落，那么糖醇比或有进一步缩小的可能。虽然目前巴西糖厂在原糖套保比例高于去年同期，糖厂产糖意愿仍在，不过不排除乙醇若出现新政对制糖比的影响。

出口方面，巴西港口待运维持当前水平，据巴西对外贸易秘书处（Secex）公布的出口数据，巴西 5 月前四周出口糖和糖蜜 235.21 万吨，日均出口量为 13.84 万吨，较去年 5 月全

月的日均出口量 10.95 万吨增加 26%。

图 5：巴西食糖供需格局

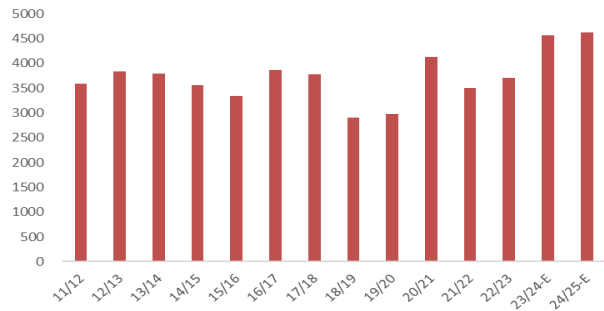
单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 6：巴西食糖产量

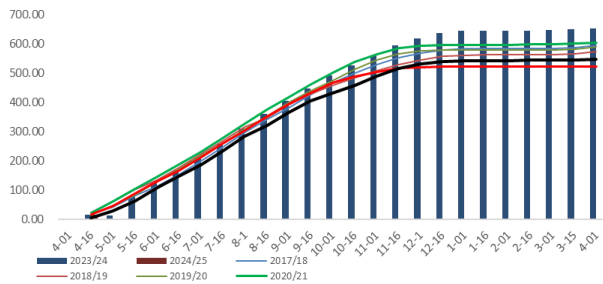
单位：万吨



数据来源：银河期货，CONAB

图 7：巴西中南部累计甘蔗压榨量

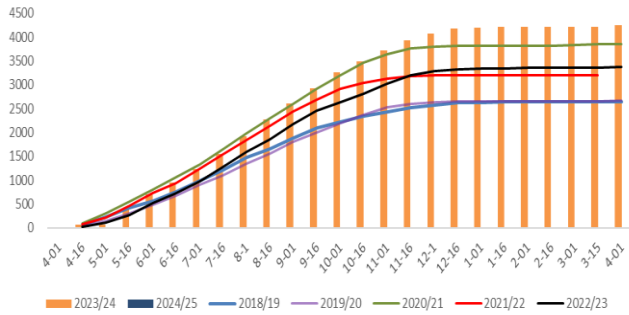
单位：百万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 8：巴西中南部累计产糖量

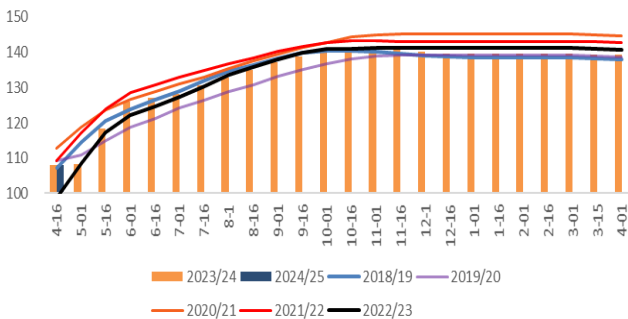
单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 9：巴西中南部累计出糖率

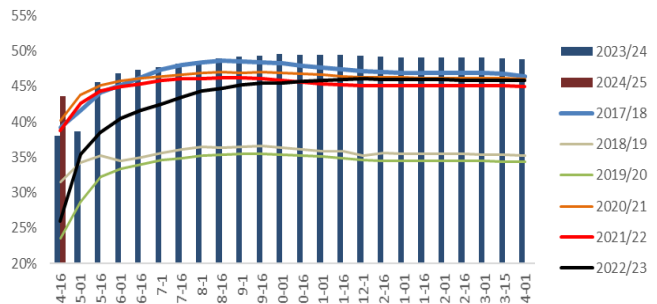
单位：kg/t



数据来源：银河期货，UNICA

图 10：巴西中南部双周制糖比

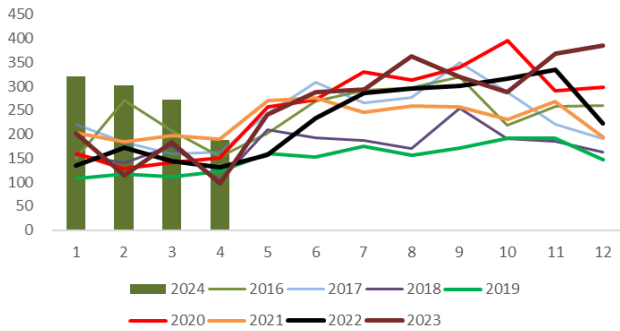
单位：%



数据来源：银河期货，UNICA

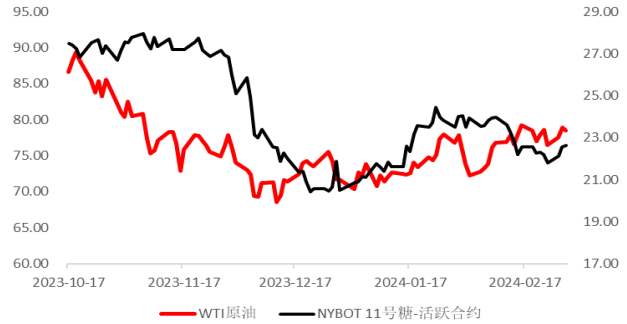
图 11: 巴西出口

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

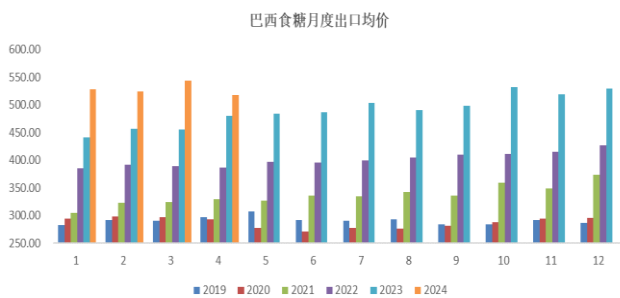
图 12: 原油原糖期价走势



数据来源: 银河期货, WIND

图 13: 巴西食糖月度出口均价

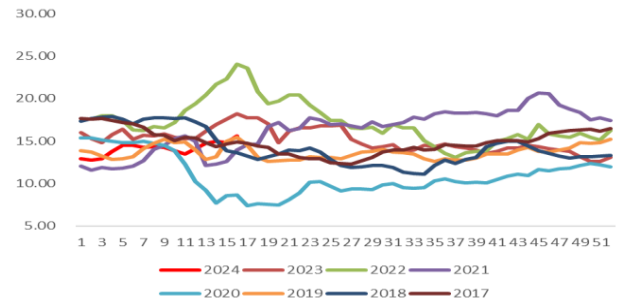
单位: 美元/吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 14: 原糖与含水乙醇折糖价价差

单位: 美分/磅



数据来源: 银河期货, UNICA, WIND

4. 北半球降雨有所增加, 或利于新榨季甘蔗生长

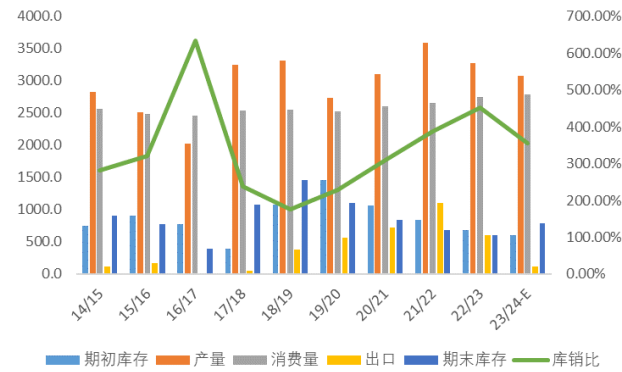
新榨季甘蔗&食糖产量与天气情况方面, 季风的到来带动印度和泰国的降雨量有所增加, 对新榨季甘蔗生长有一定促进作用。印度气象办公室表示, 预计印度 2024 年 6-9 月的季风降雨水平将为长期均值的 106% (2023 年 6-9 月季风降雨量比平均水平低 6% 左右), 但东北部地区降雨可能低于正常水平。泰国气象部门表示, 泰国主要甘蔗种植区在 4 月的平均降雨量远低于正常水平。后续还需关注北半球甘蔗主产区天气情况对新榨季甘蔗及糖产的影响。

需求方面, 有贸易相关人士表示, 2024-25 年度(10 月至 9 月)印度糖的净消费量增长率或稳定在 2.2%, 远远高于接近 1% 的世界平均水平。达到前所未有的 3000 万吨高位 (糖的净消费量不将乙醇分流量计算在内)。在将于 9 月结束的 2023-24 年度印度糖消费量创了 2900 万吨的新纪录, 这是由于高温和持续的选举带来了强劲的需求。2023-24 年度, 23 年 10 月至 24 年 5 月期间中央政府释放了 1960 万吨销售配额, 同比增加 9%。这也意味着, 2023-24 年度的头 8 个月的糖需求量大约上升了 9%。因此, 2023-24 年度印度糖净产量预计为 3200 万

吨，而消费量估计为 2900 万吨。

图 15：印度食糖供需

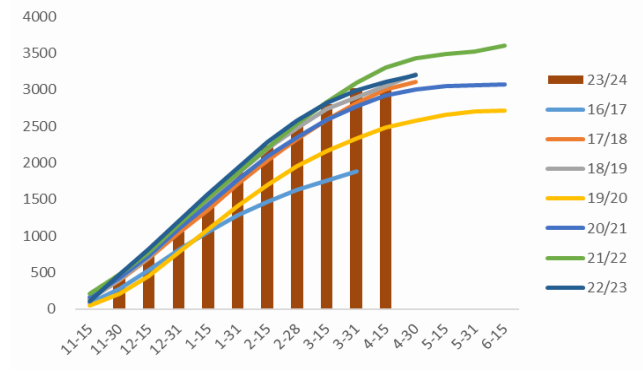
单位：万吨



数据来源：银河期货，ISMA

图 16：印度双周累计食糖产量

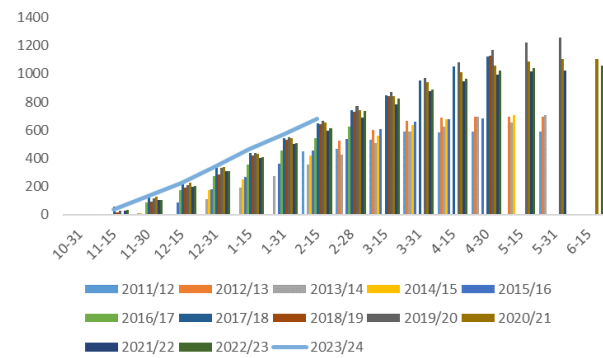
单位：万吨



数据来源：银河期货，ISMA

图 17：北方邦双周累计食糖产量

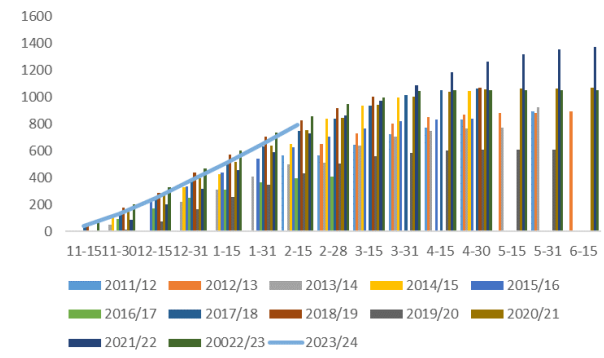
单位：万吨



数据来源：银河期货，OSCB

图 18：马邦双周累计食糖产量

单位：万吨



数据来源：银河期货，OSCB

图 19：卡邦双周累计食糖产量

单位：万吨

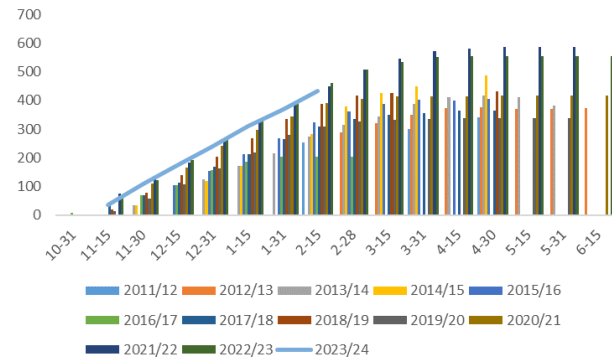
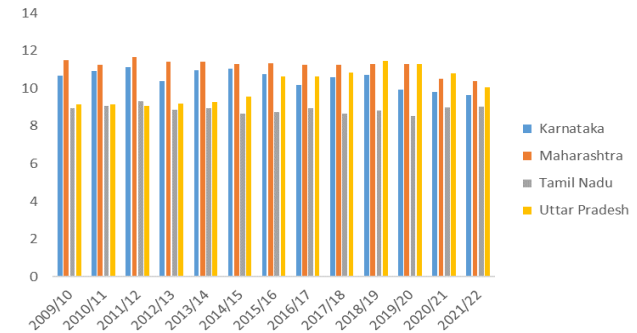
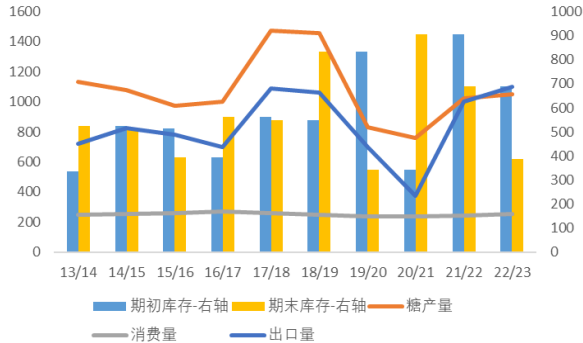


图 20：印度各邦产糖率



数据来源：银河期货，ISMA

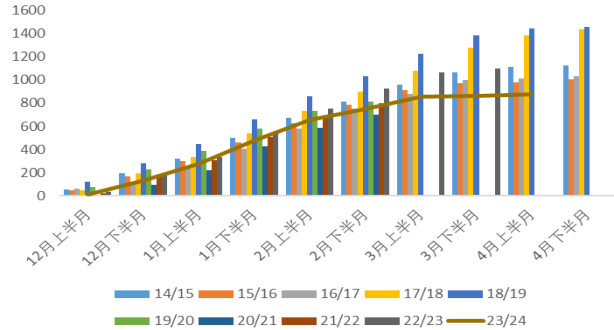
图 21：泰国食糖供需 单位：万吨



数据来源：银河期货，OSCB

数据来源：银河期货，ISMA

图 22：泰国双周累计食糖产量 单位：万吨



数据来源：银河期货，OSCB

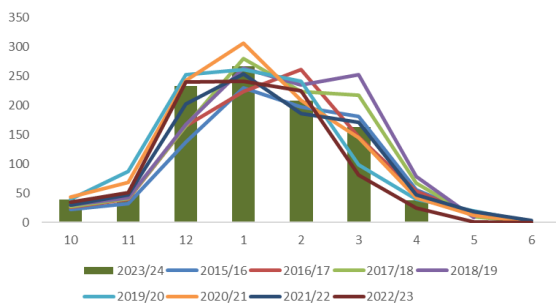
5. 国产糖供应压力较小，集团挺价意愿较强

4 月产销数据较好，库存出现拐点、当前处于去库阶段。截至 4 月底，2023/24 年制糖期甘蔗糖厂除云南省外，其他省(区)糖厂均全部收棉。全国共生产食糖 995.39 万吨，同比增加 99 万吨，增幅 11.06%。其中，产甘蔗糖 881.49 万吨；产甜菜糖 113.9 万吨。全国累计销售食糖 574.65 万吨，同比增加 59.82 万吨，增幅 11.62%；累计销糖率 57.73%，同比加快 0.29 个百分点。截至 4 月底，食糖工业库存 420 万吨，同比增加 39 万吨。虽然较去年同期大幅提高，但是在近年来仍处于偏低水平。

当前进口糖供应压力还未显现。虽然原糖回落导致内外价差不断缩窄，但是从船报数据来看，目前发往我国的船较少，预计二季度平均进口量在 7-9 万吨左右。

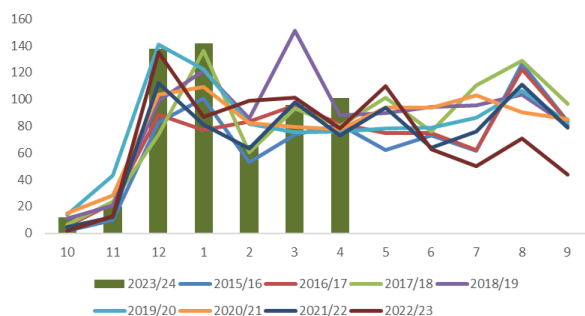
由此可见，当前国产糖供应压力相对有限，集团挺价销售对郑糖盘面有所支撑。

图 23：全国月度食糖产量 单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

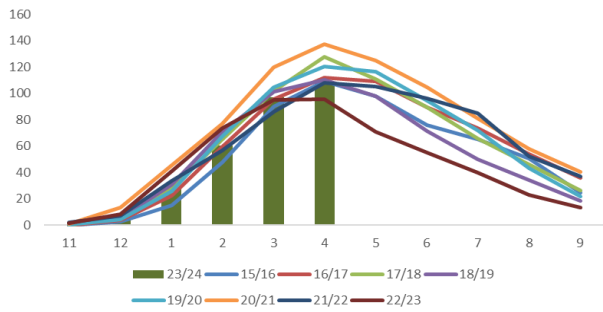
图 24：全国月度食糖销量 单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

图 25：云南第三方库存

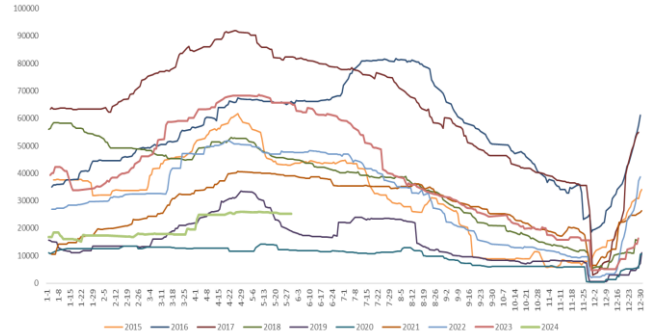
单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

图 26：白糖仓单

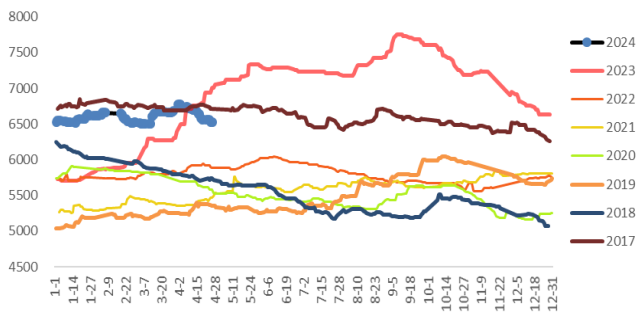
单位：张



数据来源：银河期货，WIND

图 27：柳州白糖现货价

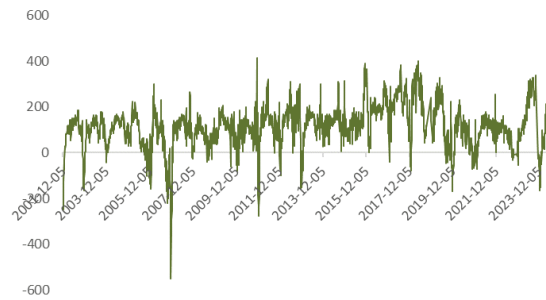
单位：元/吨



数据来源：银河期货，WIND

图 28：广西-云南现货价差

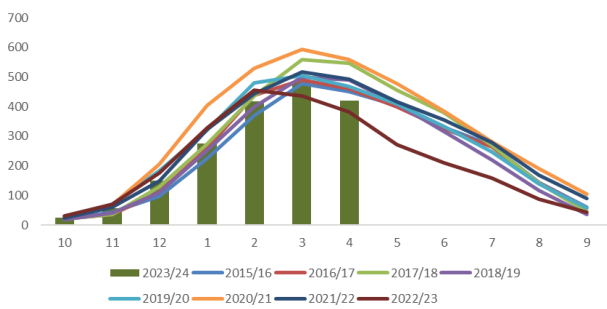
单位：元/吨



数据来源：银河期货，WIND

图 29：全国新增食糖工业库存

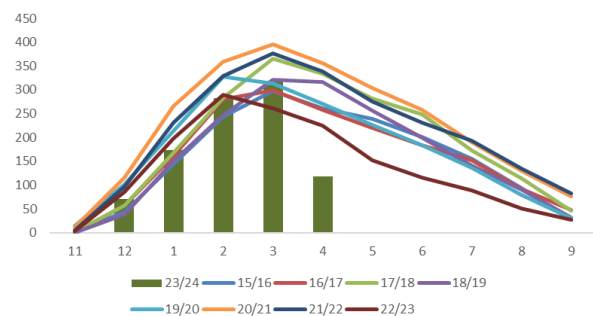
单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

图 30：广西第三方库存

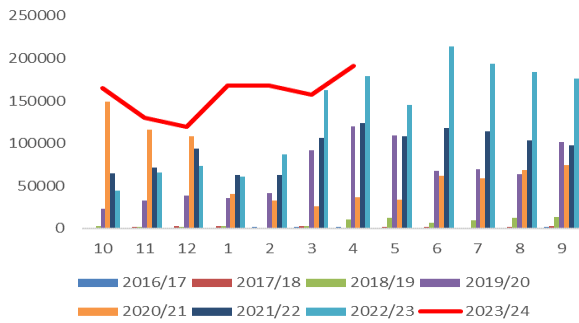
单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

图 31：糖浆及预拌粉月度进口量

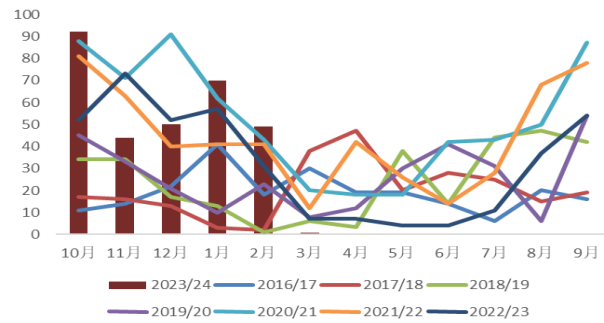
单位：万吨



数据来源：银河期货，新闻整理

图 32：食糖月度进口量

单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

第三部分 后市展望及策略推荐

国际方面，外盘再度走弱，当前正处于巴西开榨期，偏干气候利于甘蔗压榨，糖价近期在 18-19 美分震荡。不过天气风险以及港口拥堵情况仍需关注。本周即将公布巴西中南部 5 月上半月产糖数据，预计糖产量仍将维持同期高位，或将拖累盘面价格。综上所述，巴西近期糖产强劲或将导致原糖或将维持偏弱运行走势。

国内方面，当前处于食糖进口淡季，国产糖去库阶段，预计国内食糖短期供应压力有限。国内当前基本面尚无新驱动，内外价差修复、郑糖与外盘联系紧密，不过考虑到现货市场相对稳定，预计郑糖短期走势强于原糖。

策略推荐：

1. 单边：区间震荡，建议波段操作。
2. 套利：观望。
3. 期权：卖较虚值宽跨期权组合，持有。（以上观点仅供参考，不作为入市依据）

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799