

原糖的阶段支撑在哪里

第一部分前言概要

研究员：黄莹

期货从业证号：

F03111919

期货投资咨询证号：

Z0018607

联系方式：

huangying_qh1@chinastock.com.cn

n

4 月国内外行情回顾：

4 月 ICE 原糖与郑糖盘面整体呈现下行走势，郑糖跌幅小于外盘。国际主要以交易北半球产量现实与南半球产量预期为主，巴西降雨预期的恢复、新榨季产量预估数据不断上抬，北半球主产国糖产上修、减产幅度不断缩小，导致此前天气风险溢价大幅回落，原糖快速、破位下行。反观国内，国产糖本榨季增产预期初显，叠加原糖破位下行，郑糖以被动跟随原糖下行为主。在宏观通胀的大环境下，叠加低库存及制糖成本的支撑，走势略强于外盘。

国内外行情展望：

从国际市场来看，全球食糖供需格局正在向供应过剩转变。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。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。

从国内市场来看，产销数据自 2 月起有所回落，1-2 月进口量激增叠加国产糖增产预期，近期累库速度有所加快，多糖源补充下供应端较为宽松。考虑到国内外盘面尚无新驱动，郑糖预计被动跟随原糖为主，近日出台的糖浆预拌粉管控政策对盘面影响有限，短期预计维持区间震荡，关注下方制糖成本对盘面的支撑。

策略推荐：

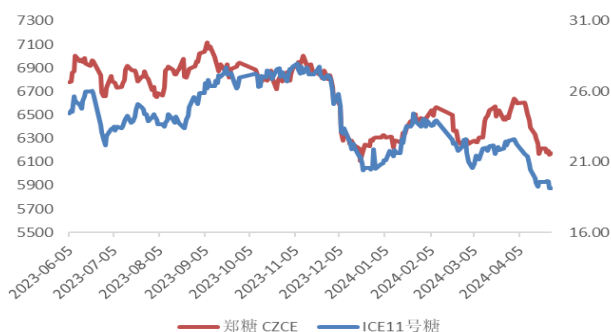
1. 单边：观望。
2. 套利：59 正套止盈离场，91 正套入场持有。
3. 期权：卖出虚值看涨期权。(以上观点仅供参考，不作为入市依据)

第二部分基本面情况

一、 国内外行情回顾

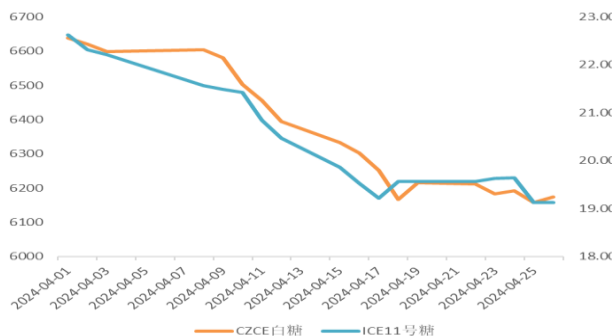
4 月 ICE 原糖与郑糖盘面整体呈现下行走势，郑糖跌幅小于外盘。国际主要以交易北半球产量现实与南半球产量预期为主，巴西降雨预期的恢复、新榨季产量预估数据不断上抬，北半球主产国糖产上修、减产幅度不断缩小，导致此前天气风险溢价大幅回落，原糖快速、破位下行。反观国内，国产糖本榨季增产预期初显，叠加原糖破位下行，郑糖以被动跟随原糖下行为主。在宏观通胀的大环境下，叠加低库存及制糖成本的支撑，走势略强于外盘。

图 1：WTI 原油与 ICE11 号糖价格走势



数据来源：银河期货，WIND

图 2：ICE11 号糖与 CZCE 郑糖价格走势



数据来源：银河期货，WIND

二、 国际糖市格局——原糖的阶段性支撑在哪里？

全球食糖供需格局正在向供应过剩转变。Czarnikow 预计 2024/25 榨季的全球食糖供应盈余量为 540 万吨。因泰国和欧盟糖料种植面积恢复，预计 2024/25 榨季的全球食糖产量为 1.873 亿吨；全球食糖消费量为 1.82 亿吨。就当前阶段而言，虽然 2023/24 榨季巴西创纪录增产，叠加北半球产量不断上修、减产幅度低于预期，全球供应压力逐渐缓解，不过考虑到北半球食糖出口维持偏低水平，全球贸易流主要依靠巴西出口，糖源的集中导致边际风险不断抬升。

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，

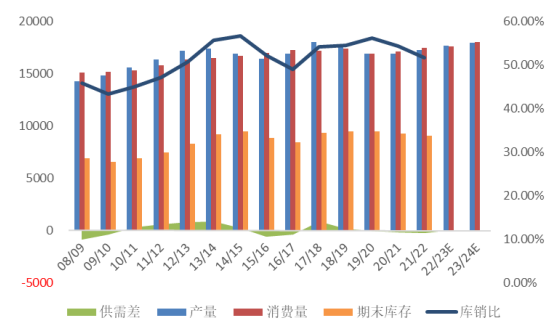
不过由于巴西新榨季食糖套保比例同比增加（ArcherConsulting 机构于 2 月 20 日称，截至 1 月底，巴西糖厂已对冲 24/25 榨季 72% 的食糖出口预期（同期为 64%）。巴西糖厂套保更加积极主动，估算套保量超过 1870 万吨，估算套保均价 22.2 美分/磅。），预计新榨季巴西制糖比仍将维持相对高位。相反，在原糖盘面快速下跌至印度出口平价的情况下，原糖出口利润正在不断缩减，有消息称印度政府正在考虑额外 80 万吨的甘蔗乙醇生产，以及政府或批准额外的 67 万吨 B 重糖蜜生产乙醇的传闻。由此可见，印度或更倾向于乙醇生产。综上所述，我们认为虽然当前巴西新榨季卖压已有所显现，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。

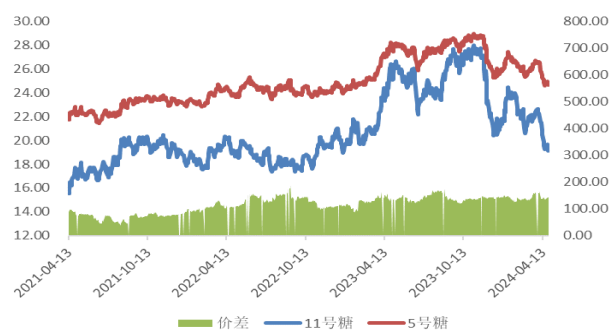
图 3：ISO 对全球食糖供需格局的预估

单位：万吨

图 4：原白糖价差



数据来源：银河期货，ISO



数据来源：银河期货，ICE，WIND

三、巴西增产预期或已提前交易，但在贸易格局中仍是主旋律

巴西 2023/24 榨季甘蔗压榨已完全结束，受降雨充足、甘蔗单产表现良好以及高醇糖比推动当地糖厂制糖比例的提振，已实现丰产预期。巴西中南部最终产糖 4242.5 万吨，同比增产 25.79%。截至 2024 年 3 月下半月，巴西中南部累计压榨甘蔗 6.54 亿吨，同比+19%；累计产糖 4242.5 万吨，同比+26%；累计产乙醇 336 亿升，同比+16%；累计制糖比为 48.87%，同期+3.01 个百分点。

新榨季强势来袭，CONAB 对巴西 2024/25 新榨季的第一轮估产为 4629 万吨，较 2023/24 榨季增产约 60 万吨。巴西双周报显示，2024/25 榨季截至 4 月上半月，巴西中南部地区的糖产量达到 71 万吨，上年同期为 54.2 万吨。甘蔗压榨量为 1581 万吨，去年同期为 1385.5 万吨。乙醇产量为 8.41 亿升，上年同期为 7.84 亿升。甘蔗含糖量

为 107.93 公斤/吨，上年同期为 107.97 公斤/吨。43.64%的蔗汁用于制糖，上年同期为 38.01%。巴西国家气象局预测 5 月圣保罗地区降雨高于均值水平，预计 4.5 月巴西或将维持较好生产前景。

细分到制糖比来看，CONAB 预测新榨季甘蔗产量低于上一个榨季，而糖产却小幅增长，巴西的甘蔗产量将为 6.8586 亿吨，同比减少 3.8%。低降雨量和中南部地区记录的高温预计导致甘蔗单产下降至每公顷 79.079 吨，较天气良好的 23/24 年度下降 7.6%。由此可见，CONAB 对新榨季制糖比有较高的预期，而较高制糖比取决于绝对收益。目前糖醇价差缩小至 3 美分左右，主要是乙醇价格在汽油销售价格走高的提振下有所上行，叠加原糖价格快速下行，导致糖醇价差有所收窄。不过正如我们上文所述，虽然巴西制糖利润有所下滑，不过由于巴西新榨季食糖套保比例同比增加，基于现货贸易商思考的维度下，糖厂制糖/醇的切换灵活度有所下降，预计新榨季巴西制糖比仍将维持相对高位。

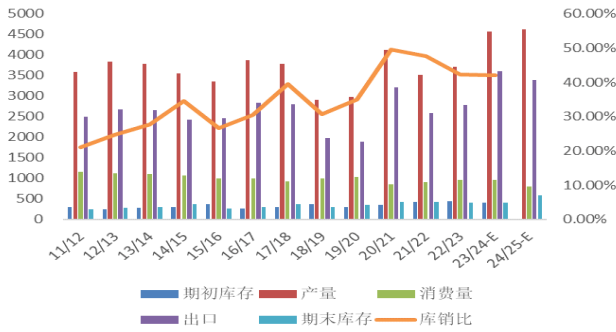
种植面积、产能 VS 单产的博弈，在绝对收益的刺激下，甘蔗种植面积或维持不变，产能有所抬升，单产受降雨不足影响略有下调，（在 CONAB 第一次产量预估前）我们已预计 2024/25 榨季巴西中南部食糖产量或在 4100-4280 万吨的区间。

ATR: 140kg/吨	巴西中南部甘蔗入榨量(万吨)											
产糖用蔗比例	58000	58500	59000	59500	60000	60500	61000	61500	62000	62500	63000	63500
45.0%	3482	3512	3542	3572	3602	3632	3662	3692	3722	3752	3782	3812
45.5%	3521	3551	3582	3612	3642	3673	3703	3733	3764	3794	3824	3855
46.0%	3560	3590	3621	3652	3682	3713	3744	3774	3805	3836	3867	3897
46.5%	3598	3629	3660	3691	3722	3753	3784	3815	3846	3878	3909	3940
47.0%	3637	3668	3700	3731	3762	3794	3825	3857	3888	3919	3951	3982
47.5%	3676	3707	3739	3771	3802	3834	3866	3898	3929	3961	3993	4024
48.0%	3714	3746	3778	3810	3842	3875	3907	3939	3971	4003	4035	4067
48.5%	3753	3785	3818	3850	3883	3915	3947	3980	4012	4044	4077	4109
49.0%	3792	3824	3857	3890	3923	3955	3988	4021	4053	4086	4119	4151
49.5%	3830	3864	3897	3930	3963	3996	4029	4062	4095	4128	4161	4194
50.0%	3869	3903	3936	3969	4003	4036	4069	4103	4136	4169	4203	4236
50.5%	3908	3942	3975	4009	4043	4076	4110	4144	4177	4211	4245	4278
51.0%	3947	3981	4015	4049	4083	4117	4151	4185	4219	4253	4287	4321
51.5%	3985	4020	4054	4088	4123	4157	4191	4226	4260	4294	4329	4363
52.0%	4024	4059	4093	4128	4163	4197	4232	4267	4301	4336	4371	4406
52.5%	4063	4098	4133	4168	4203	4238	4273	4308	4343	4378	4413	4448

巴西食糖出口量同比维持高位水平，2024 年一季度出口近 900 万吨，同比增加 78.79%。不过出口量季节性回落现象有所显现，3 月巴西出口食糖 272 万吨，同比增加 49%，环比下降 10%。4 月巴西前两周出口 104 万吨，日均出口 10.4 万吨，环比下滑。据巴西航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 4 月 17 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 80 艘，此前一周为 72 艘。港口等待装运的食糖数量为 286.86 万吨，此前一周为 265.1 万吨。

图 5：巴西食糖供需格局

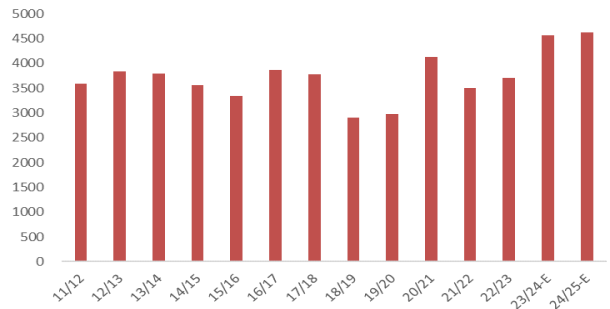
单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 6：巴西食糖产量

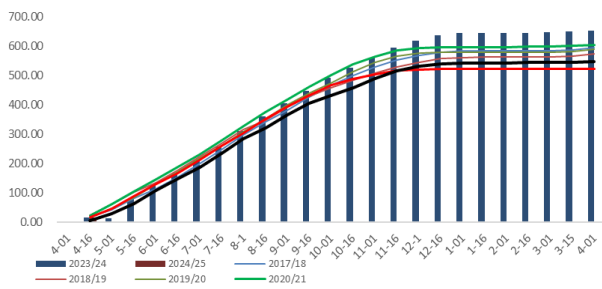
单位：万吨



数据来源：银河期货，CONAB

图 7：巴西中南部累计甘蔗压榨量

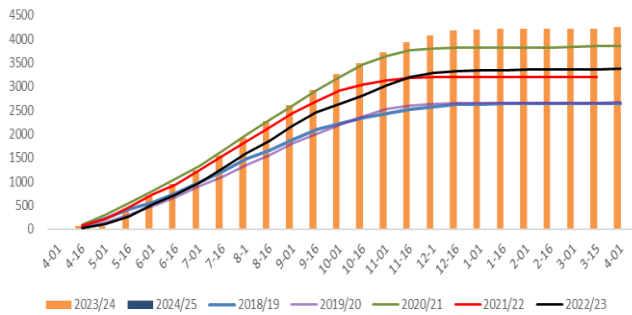
单位：百万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 8：巴西中南部累计产糖量

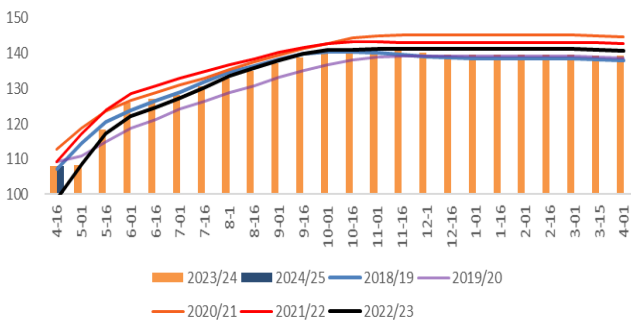
单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 9：巴西中南部累计出糖率

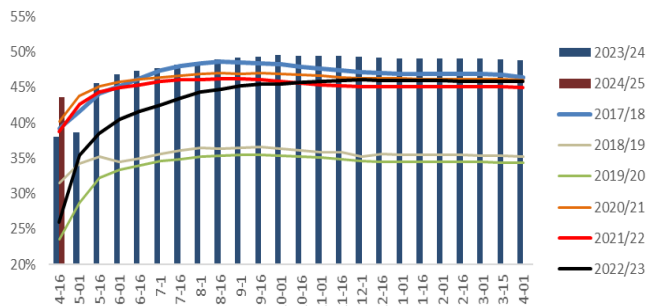
单位：kg/t



数据来源：银河期货，UNICA

图 10：巴西中南部双周制糖比

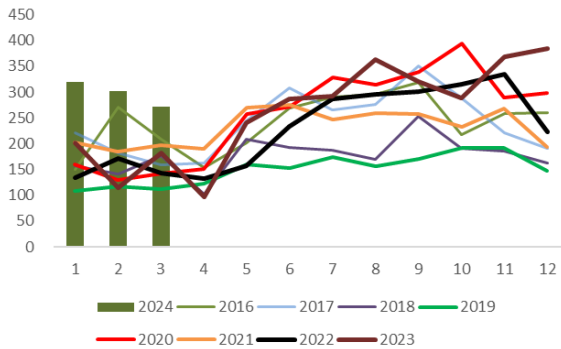
单位：%



数据来源：银河期货，UNICA

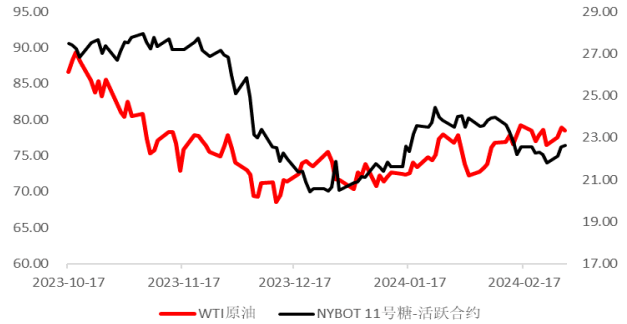
图 11: 巴西出口

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

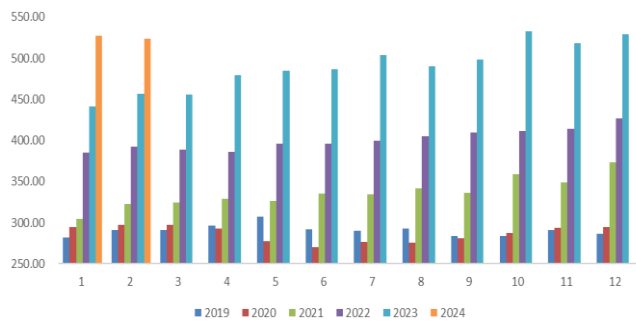
图 12: 原油原糖期价走势



数据来源: 银河期货, WIND

图 13: 巴西食糖月度出口均价

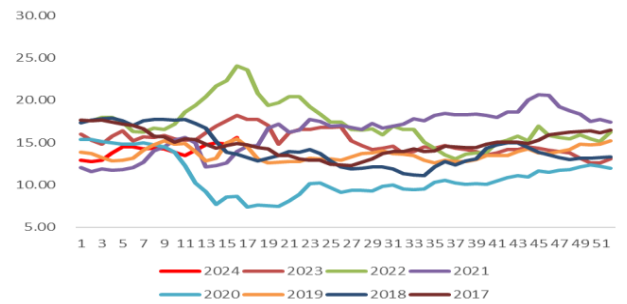
单位: 美元/吨



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

四、 北半球产量逐渐追平，出口预期仍维持偏低水平

北半球主产国食糖生产已接近尾声。本榨季受厄尔尼诺影响导致两大主产国降雨偏少，市场普遍预期两国食糖产量将有所下降。不过根据最新的双周报数据来看，两国的食糖产量同比降幅正在逐渐缩小。

印度食糖减产幅度正在逐步修复，本榨季产量或与去年持平。据 ISMA 数据显示，2023/24 榨季截至 4 月 15 日，印度尚有 84 家糖厂开榨，同比减少 48 家；累计糖产 3109 万吨，同比减少 0.46%，双周糖产 89 万吨，同比减少 23%。

受降雨增加的影响，印度糖产高于此前预期，若本榨季食糖产量在 3200 万吨左右，那么去除乙醇分流的 170 万吨，在满足国内食糖消费的背景下，印度仍有 200 万吨左右的食糖可供出口或制醇。此前 OMC 已大幅上调本

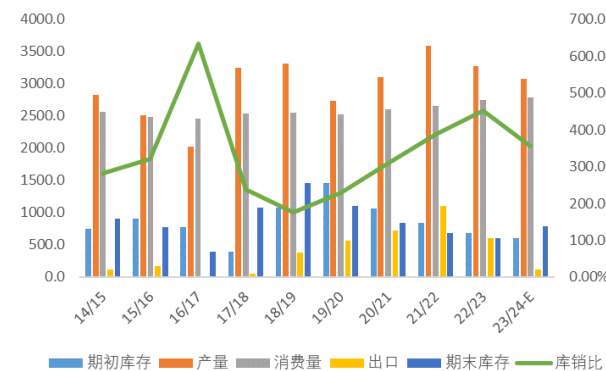
年度 C 糖蜜为原料的乙醇价格，从 49.41 卢比/升上调至 56.28 卢比/升；甘蔗汁乙醇暂时没有变动。本周有传闻称政府或批准额外的 67 万吨 B 重糖蜜生产乙醇。除此以外，ISMA 曾在 3 月底提出增加 100 万吨糖出口的申请，而后传闻称政府暂不考虑出口，4 月中旬有消息称印度政府正在考虑额外 80 万吨的甘蔗乙醇生产。考虑到近期原糖已快速下跌至印度食糖出口平价附近，由此可见，制醇利润不亚于制糖，甚至高于制糖。不排除印度政府后续或有放宽制醇政策的可能。

基于新榨季产量和库存双低的预期下，市场普遍预计新榨季食糖出口或将处于低位水平。考虑到印度糖出口旺季一般在 12 月至次年 3 月左右，若印度实施食糖低出口量，那么 2024 年一季度国际糖市对巴西的依赖程度将进一步提高。除此以外，印度即将迎来大选，通过禁止粮食出口、建立储备来控制通胀成为了关键举措，此前印政府已对非巴斯马蒂白米及洋葱出口实施了限制政策。目前印度已对糖蜜出口设限，食糖出口配额也并未发放。后续还需关注政策对于印度食糖出口的影响。

泰国方面，本榨季食糖生产已全部结束，2023/24 榨季累计压榨甘蔗 8217 万吨，同比减少 13%；累计糖产 877 万吨，同比减少 20%，高于市场预期的 800-850 万吨的区间。目前市场对于泰国下一个榨季的食糖估产较为乐观，其中丰益国际认为泰国 2024/25 榨季糖产可达 1100 万吨。OCSB 则表示，因甘蔗收购价上涨、农民可能会从种植木薯转向种植甘蔗，预计泰国 2024/25 榨季甘蔗产量或将增加至 1150 万吨。

图 15：印度食糖供需

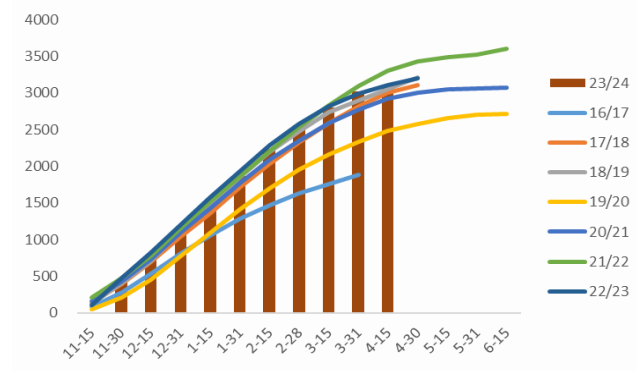
单位：万吨



数据来源：银河期货，ISMA

图 16：印度双周累计食糖产量

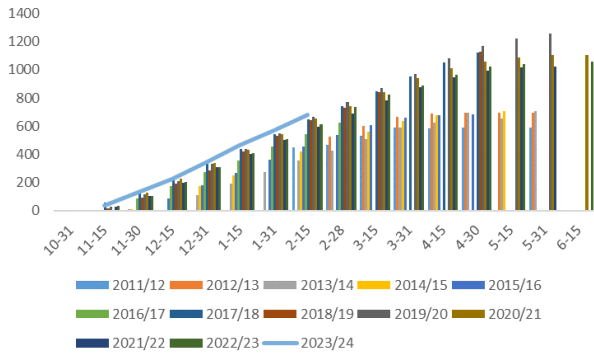
单位：万吨



数据来源：银河期货，ISMA

图 17：北方邦双周累计食糖产量

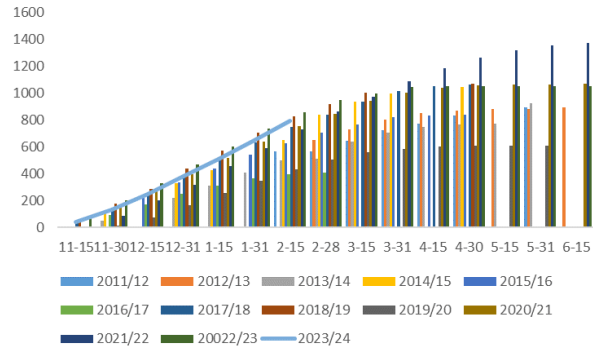
单位：万吨



数据来源：银河期货，OSCB

图 18：马邦双周累计食糖产量

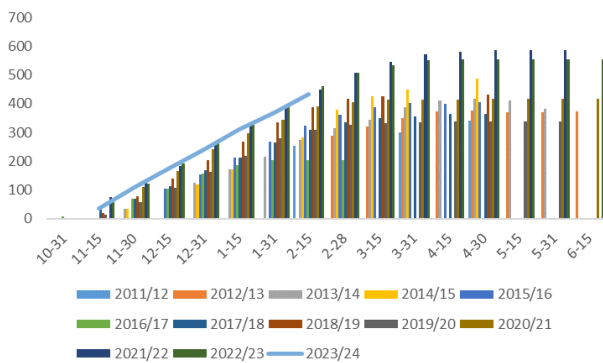
单位：万吨



数据来源：银河期货，OSCB

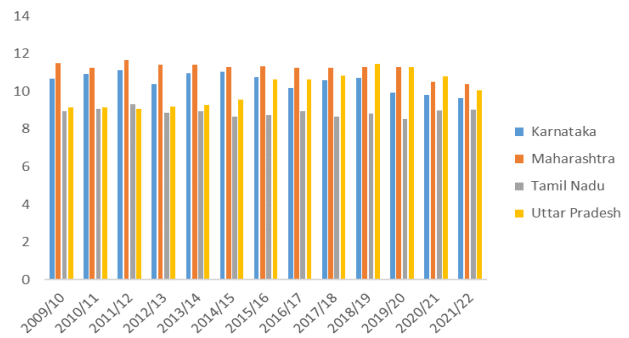
图 19：卡邦双周累计食糖产量

单位：万吨



数据来源：银河期货，ISMA

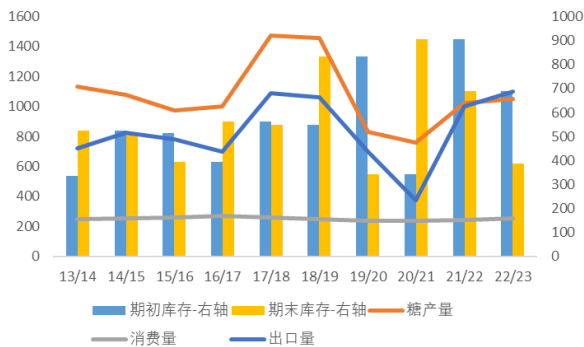
图 20：印度各邦产糖率



数据来源：银河期货，ISMA

图 21：泰国食糖供需

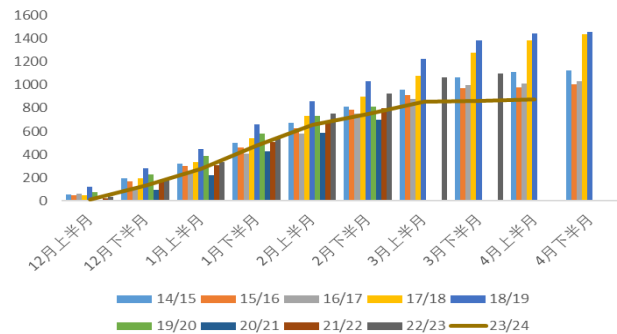
单位：万吨



数据来源：银河期货，OSCB

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

五、 国产糖恢复性增产，产销数据有所回落，食糖供应宽松

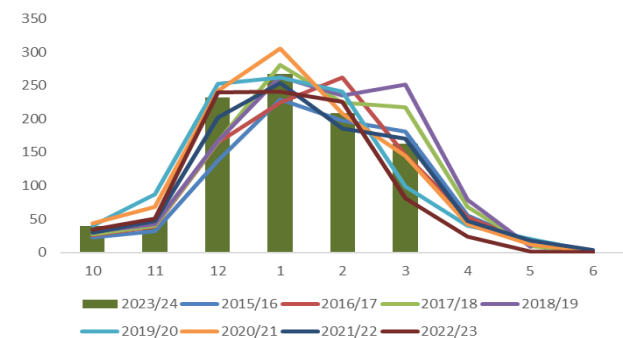
目前食糖生产进入尾声，国内恢复性增产已成定局。市场普遍预计产量 1001 万吨左右，较上榨季增产约 104 万吨。其中，广西本榨季最终产糖量为 619 万吨，云南产糖预计为 207 万吨，同比增加约 7 万吨，不及此前预期的 215 万吨。截至 3 月底，累计产糖 957 万吨，比上年同期增加 86 万吨；累计销糖 473 万吨，比上年同期增加 36 万吨；累计销糖率 49.5%，比上年同期减少 0.7 个百分点。自 2 月起，产销数据有所回落，1.2 月进口量激增叠加国产糖增产预期，预计上半年国内食糖供应宽松。

进口方面，1 月进口 70 万吨，2 月进口 49 万吨，基本符合此前船报预期。3 月开始或将进入原糖进口淡季，3 月我国进口食糖 1.07 万吨，同比减少 84%。

库存方面，全国食糖工业库存及第三方库存维持低位水平。据中糖协统计数据显示，截至 3 月底，工业库存 483.86 万吨，同比增加 48 万吨。据第三方不完全统计，截至 3 月底，广西第三方库存 319 万吨，同比增加 57 万吨；截至 3 月底，云南第三方库存 97 万吨，同比增加 2 万吨。

图 23：全国月度食糖产量

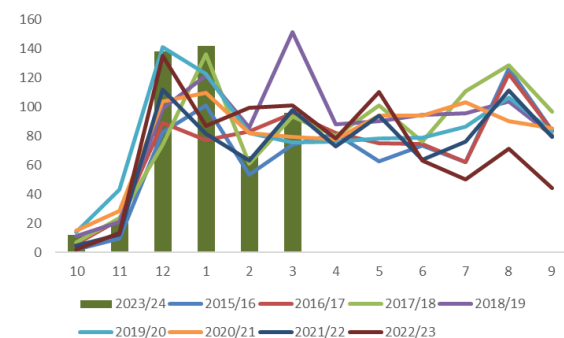
单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

图 24：全国月度食糖销量

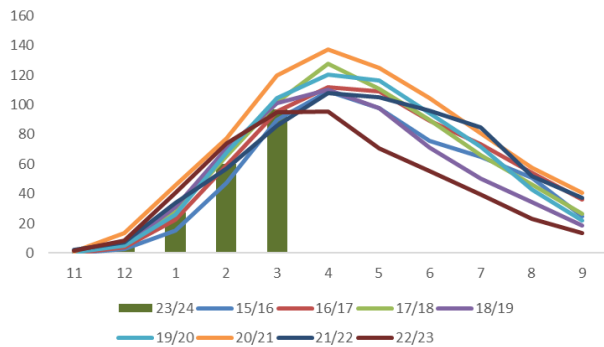
单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

图 25：云南第三方库存

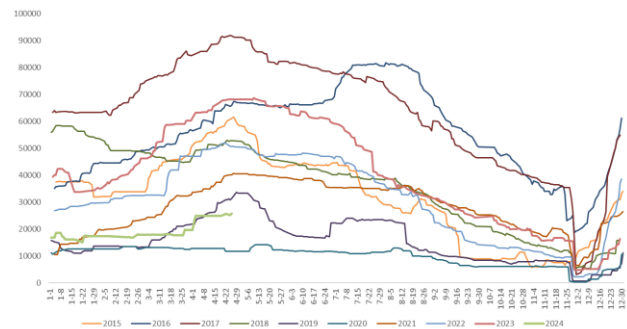
单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

图 26：白糖仓单

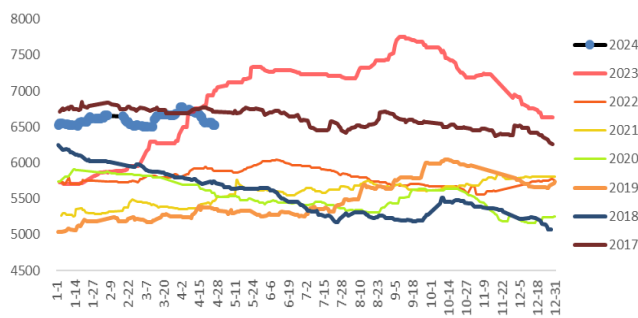
单位：张



数据来源：银河期货，WIND

图 27：柳州白糖现货价

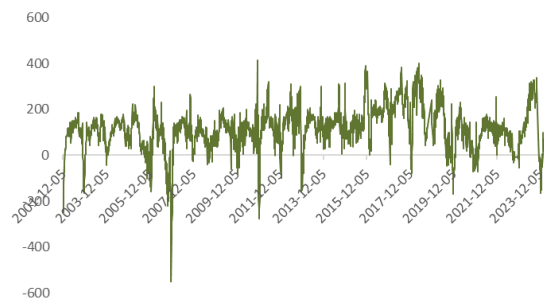
单位：元/吨



数据来源：银河期货，WIND

图 28：广西-云南现货价差

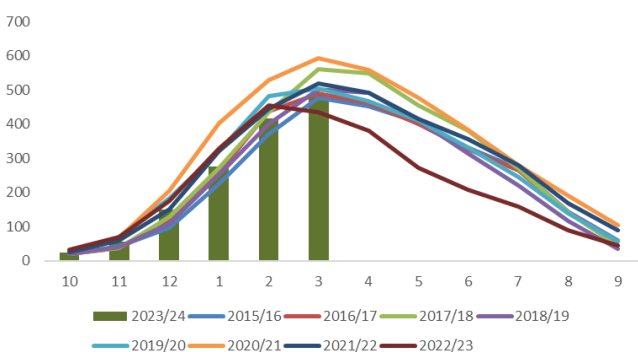
单位：元/吨



数据来源：银河期货，WIND

图 29：全国新增食糖工业库存

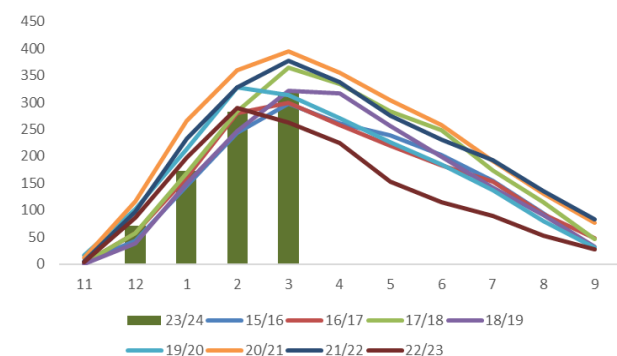
单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

图 30：广西第三方库存

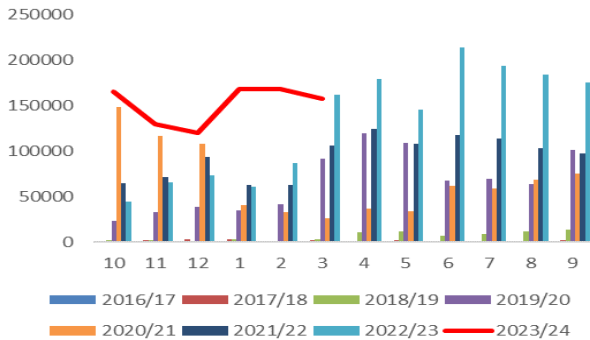
单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

图 31：糖浆及预拌粉月度进口量

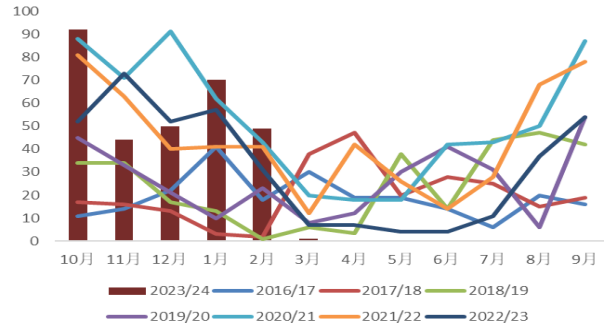
单位：万吨



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

六、 糖浆预拌粉管控政策影响几何

在配额外进口亏损的情况下，国内糖市仍存进口糖缺口的问题。我国每年食糖进口主要集中在三、四季度，不过考虑到原糖跌至 19-20 美分左右时，已有买家点价。在扣除配额内进口食糖数量后，本榨季食糖缺口或由进口糖浆及预拌粉来补充。

4 月 18 日，海关发布《关于调整海关特殊监管区域和区外加工贸易食糖管理措施的公告》，自 2024 年 7 月 1 日起，对海关特殊监管区域和区外加工贸易食糖的管理措施予以调整。食糖商品范围：《公告》所述食糖是指《中华人民共和国进出口税则》税目 1701 项下的商品。

该公告对应的食糖商品范围为税目 1701 项下的商品，而我国进口的成本较低的糖浆&预拌粉主要集中在税目 1702 项下，故该部分进口受此次管理措施影响有限。后续还需关注更多糖浆&预拌粉进口监督管理措施的出台对盘面的影响。

第三部分 行情展望及策略推荐

从国际市场来看，全球食糖供需格局正在向供应过剩转变。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。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。

从国内市场来看，产销数据自 2 月起有所回落，1.2 月进口量激增叠加国产糖增产预期，近期累库速度有所加快，多糖源补充下供应端较为宽松。考虑到国内外盘面尚无新驱动，郑糖预计被动跟随原糖为主，近日出台的糖浆预拌粉管控政策对盘面影响有限，短期预计维持区间震荡，关注下方制糖成本对盘面的支撑。

策略推荐：

1. 单边：观望。
2. 套利：59 正套止盈离场，91 正套入场持有。
3. 期权：卖出虚值看涨期权。(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

Floor 31/33, IFC Tower, 8 Jianguomenwai Street, Beijing, P.R.China

上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

28th Floor, No.501 DongDaMing Road, Sinar Mas Plaza, Hongkou District, Shanghai, China

公司网址: www.yhqh.com.cn