

## 天气风险到底是扰动还是新驱动？

### 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

#### 3 月国内外行情回顾：

3 月 ICE 原糖与郑糖盘面整体呈现震荡上行走势，郑糖反弹幅度强于外盘。国际主要以交易天气预期为主，市场的主要关注点都聚焦在巴西新榨季甘蔗和食糖产量的预估，而巴西降雨的减少导致市场对新榨季糖产的担忧、从而推高价格中枢。反观国内，考虑到上半年为原糖进口淡季，内外价差收敛相对较弱，郑糖以被动跟随外盘波动为主。产销区库存都处于历史低位水平，销售进度加快，淡季不淡的走货情况在一季度有所展现。在原糖尚无明确驱动、维持偏强震荡的情况下，郑糖维持偏多运行、下方有所支撑。

#### 国内外行情展望：

从国际市场来看，巴西新季开榨在即，市场博弈情绪较高。巴西即将进入新榨季，市场对其新年度食糖产量预期存在分歧，各机构预估差异较大，咨询机构 Safras&Mercado 周二表示，巴西 2024/25 年度糖产量预计为 4,530 万吨，高于 2023/24 年度的 4,408 万吨。StoneX 则表示，受干燥天气影响，预计巴西中南部地区 2024/25 榨季甘蔗入榨量为 6.02 亿吨，低于 1 月时预估的 6.22 亿吨；产糖量为 4230 万吨，低于 1 月预估的 4310 万吨。目前基本面驱动相对有限，关注市场对新榨季预期的变化以及 CONAB 第一次估产数据。

从国内市场来看，多糖源补充下供应端较为宽松，主产区第三方库存位于近年来低位，但近期累库速度有所加快。受 3 月中下旬现货价格企稳反弹影响，用糖终端的采购需求释放，现货走量有所降温。考虑到国内外盘面尚无新驱动，短期预计维持区间震荡，需关注糖浆进口等政策变化。

**策略推荐：**

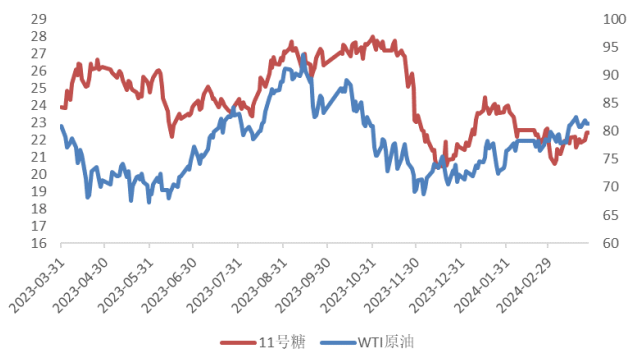
1. 单边：观望或区间波段操作。
2. 套利：5-9 逢低多
3. 期权：虚值看涨比例价差。(以上观点仅供参考，不作为入市依据)

## 第二部分基本面情况

### 一、国内外行情回顾

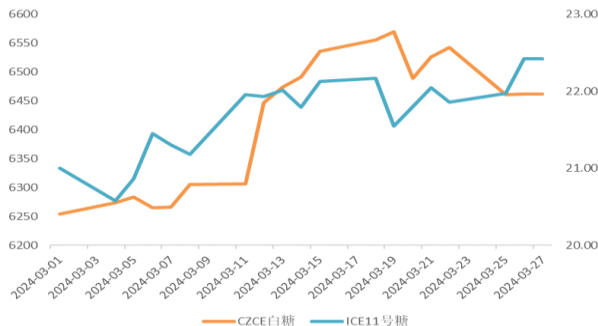
3月ICE原糖与郑糖盘面整体呈现震荡上行走势，郑糖反弹幅度强于外盘。国际主要以交易天气预期为主，市场的主要关注点都聚焦在巴西新榨季甘蔗和食糖产量的预估，而巴西降雨的减少导致市场对新榨季糖产的担忧、从而推高价格中枢。反观国内，考虑到上半年为原糖进口淡季，内外价差收敛相对较弱，郑糖以被动跟随外盘波动为主。产销区库存都处于历史低位水平，销售进度加快，淡季不淡的走货情况在一季度有所展现。在原糖尚无明确驱动、维持偏强震荡的情况下，郑糖维持偏多运行、下方有所支撑。

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、新驱动——巴西新榨季食糖产量猜想

巴西 2023/24 榨季甘蔗压榨基本结束，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。截至 3 月上旬，巴西中南部已产糖 4200 余万吨，预计本榨季或将产糖 4200-4250 万吨，折算全巴西产糖约 4560-4610 万吨，同比增产 900 万吨左右。

巴西双周报显示，2023/24 榨季截至 3 月上半月，巴西中南部地区累计入榨量为 64938.9 万吨，较去年同期的 54388.9 万吨增加了 10550 万吨，同比增幅达 19.40%；甘蔗 ATR 为 139.44kg/吨，较去年同期的 141.09kg/吨下降了 1.65kg/吨；累计制糖比为 48.96%，较去年同期的 45.93%增加了 3.03%；累计产乙醇 330.71 亿升，较去

年同期的 285.35 亿升增加了 45.36 亿升，同比增幅达 15.90%；累计产糖量为 4224.5 万吨，较去年同期的 3358.3 万吨增加了 866.2 万吨，同比增幅达 25.80%。

天气风险增加了新榨季甘蔗产量的不确定性，各大机构纷纷下调产量预估。此前市场聚焦于天气风险对糖产增幅不及预期的担忧、导致盘面有所上行，而后随着主产区降雨的增加带动天气炒作有所降温。各家机构预计 24/25 榨季巴西中南部甘蔗入榨量大约为 6 亿吨，制糖比上调至 52% 左右，糖产量预估在至 4250-4450 万吨。

### 1. 制糖比取决于绝对收益

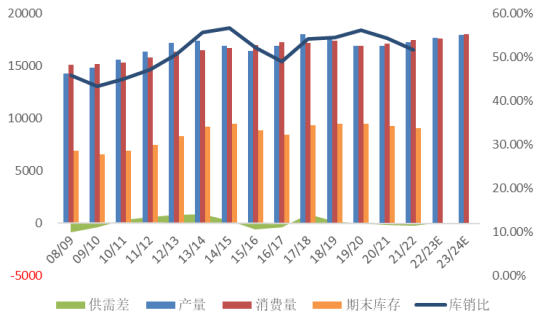
乙醇销售价格低于原糖，制糖收益远高于制醇。截至 3 月中旬，巴西醇油比为 0.62，乙醇价格较汽油仍然偏弱，乙醇销量不断恢复。目前乙醇折糖价在 14 美分/磅上下浮动，糖醇价差在 7 美分/磅左右，乙醇生产收益依然远低于原糖。24/25 榨季糖厂或将扩大产能制糖，各机构预计 24/25 榨季巴西制糖比将进一步提高至 51-52.5% (23/24 榨季制糖比为 49%)。

### 2. 种植面积、产能 VS 单产的博弈

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

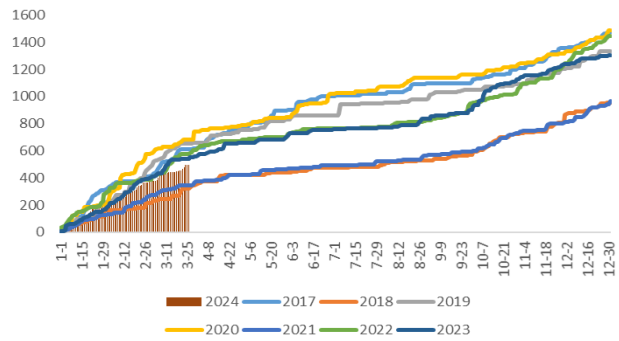
在绝对收益的刺激下，甘蔗种植面积或维持不变，产能有所抬升，单产受降雨不足影响略有下调，24/25 榨季巴西中南部食糖产量或在 4100-4280 万吨的区间。

图 3：ISO 对全球食糖供需格局的预估单位：万吨



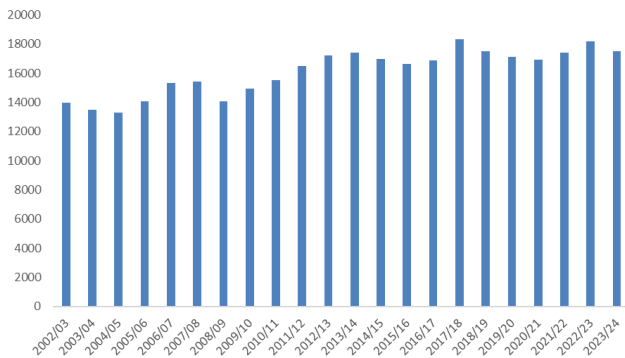
数据来源：银河期货，ISO

图 4：巴西圣保罗周累计降雨单位：mm



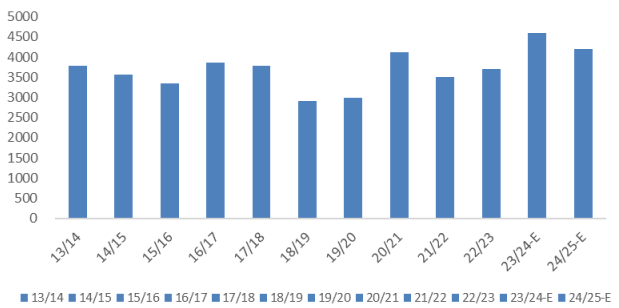
数据来源：银河期货，ICE

图 5：全球食糖产量单位：万吨



数据来源：银河期货，ISO

图 6：巴西食糖产量单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 7：巴西中南部累计甘蔗压榨量单位：百万吨

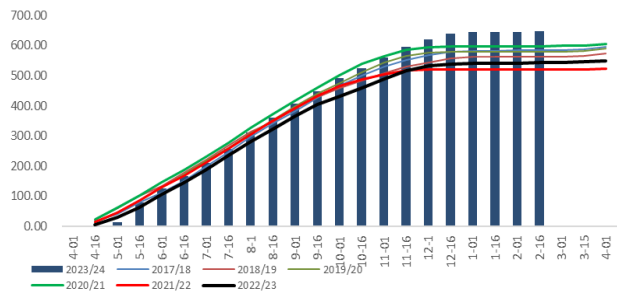
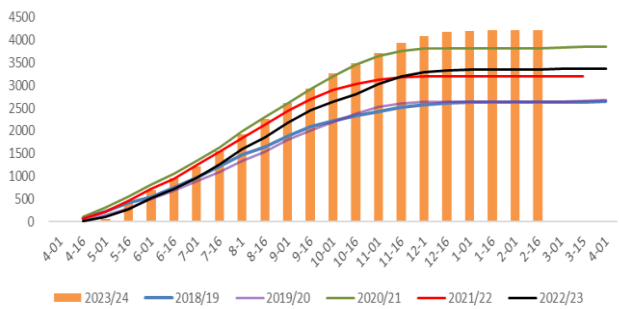
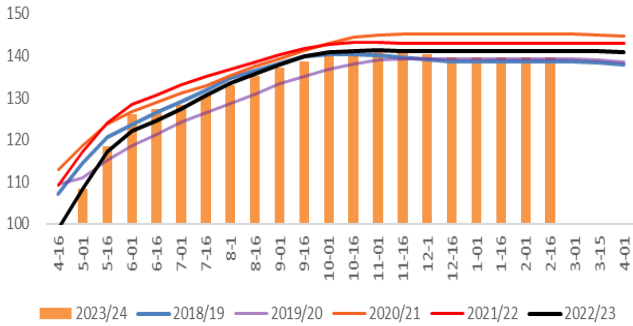


图 8：巴西中南部累计产糖量单位：万吨



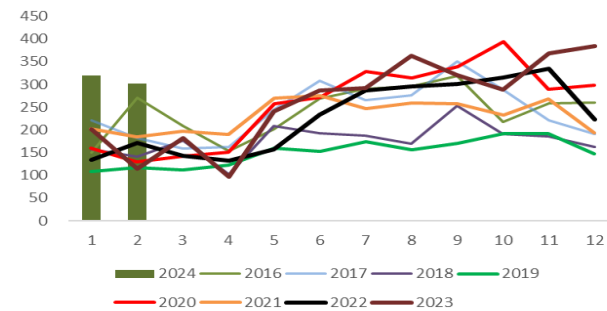
数据来源：银河期货，UNICA

图 9：巴西中南部累计出糖率单位：kg/t



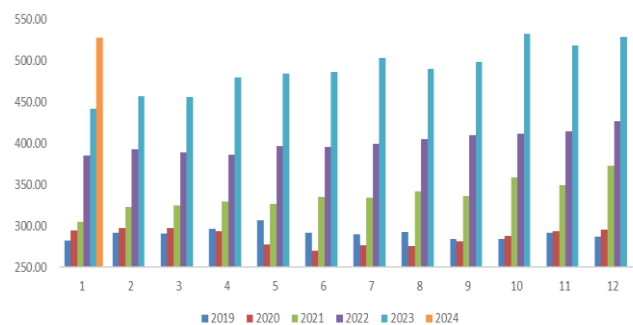
数据来源：银河期货，UNICA

图 11：巴西出口单位：万吨



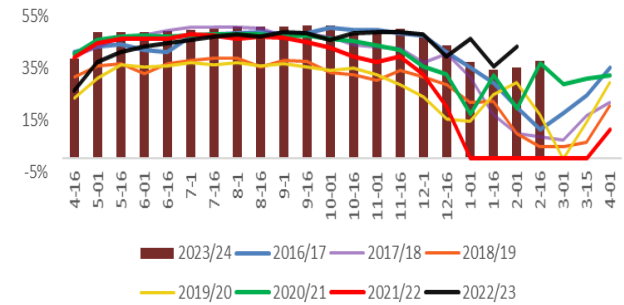
数据来源：银河期货，UNICA

图 13：巴西食糖月度出口均价单位：美元/吨



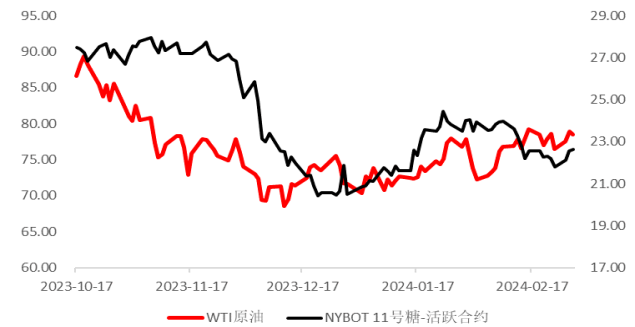
数据来源：银河期货，UNICA

图 10：巴西中南部双周制糖比单位：%



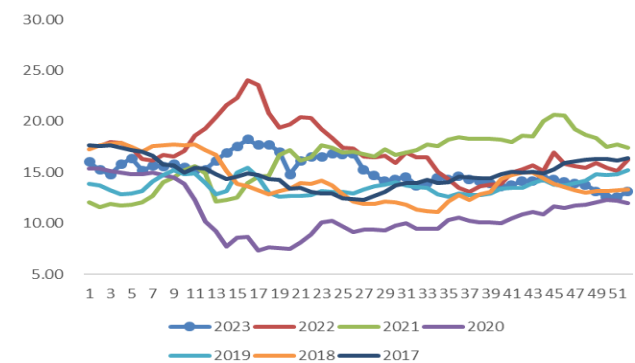
数据来源：银河期货，UNICA

图 12：原油原糖期价走势



数据来源：银河期货，WIND

图 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

数据来源：银河期货，UNICA，WIND

### 三、 常量——暂不出口的印度&产量同比下降的泰国

当前是北半球主产国开始生产食糖的阶段，每年年底至次年一季度为泰国和印度食糖供应高峰期。今年今年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 3 月 15 日，印度尚有 371 家糖厂在生产，同比增加 72 家；甘蔗入榨量为 2.78 亿吨，同比下降 0.12 亿吨，降幅 4.45%；产糖量为 2799 万吨，同比下降 48 万吨，降幅 1.71%；全国平均产糖率为 9.95%，同比增加 0.19%。

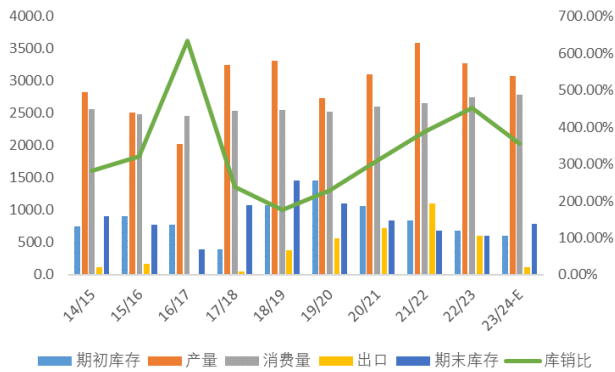
受降雨增加的影响，印度糖产高于此前预期，各主产邦 23/24 榨季糖产预估上调 5%-10%。若本榨季食糖产量在 3250-3300 万吨，那么去除乙醇分流的 170 万吨，在满足国内食糖消费的背景下，印度仍有 300 万吨左右的食糖可供出口或制醇。此前 OMC 已大幅上调本年度 C 糖蜜为原料的乙醇价格，从 49.41 卢比/升上调至 56.28 卢比/升；甘蔗汁乙醇暂时没有变动。我们将乙醇换算成糖价来看，目前甘蔗汁乙醇折合成原糖价格为 24-25 美分/磅。简而言之，**制醇利润不亚于制糖，甚至高于制糖。不排除印度政府后续或有放宽制醇政策的可能。**

**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，基于目前的天气和作物替代情况，市场预计 2023/24 榨季泰国糖产量将减至 800-850 万吨的区间，目前生产情况亦符合市场预期。**2023/24 榨季截至 3 月 20 日，泰国累计甘蔗入榨量为 8147 万吨，较去年同期的 9288 万吨下降 1141 万吨，降幅约 12%；产糖率为 10.65%，较去年同期的 11.68%下降约 1%；产糖量为 868 万吨，较去年同期的 1086 万吨下降 217 万吨，降幅约 20%。剩余 8 家糖厂未收榨，合计日榨蔗能力约 6.3 万吨。

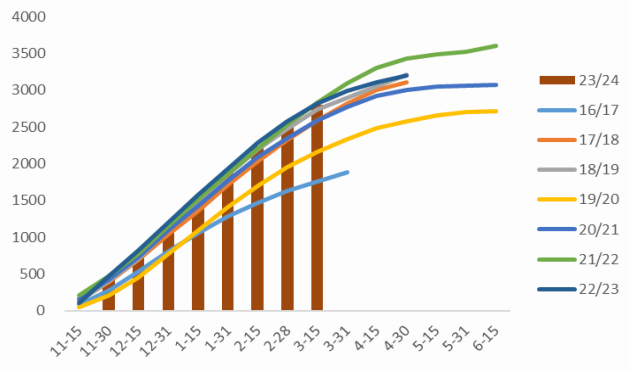


图 15：印度食糖供需单位：万吨



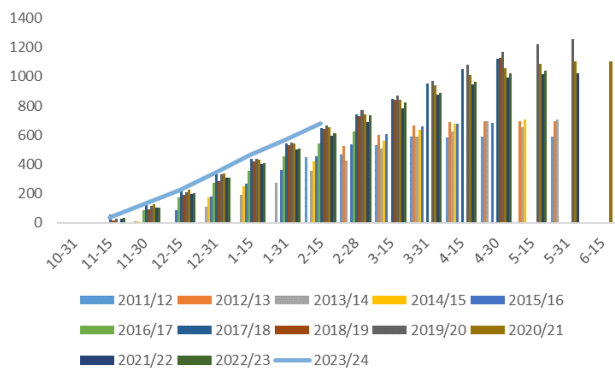
数据来源：银河期货，ISMA

图 16：印度双周累计食糖产量单位：万吨



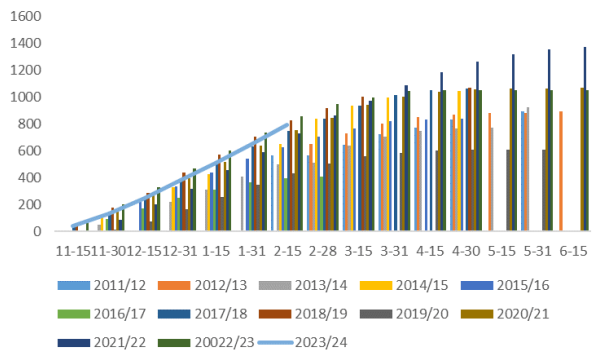
数据来源：银河期货，ISMA

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

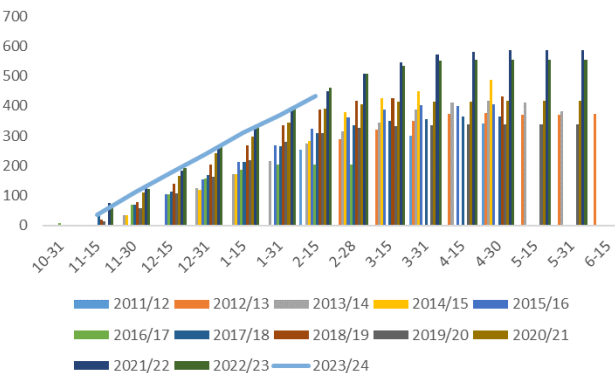
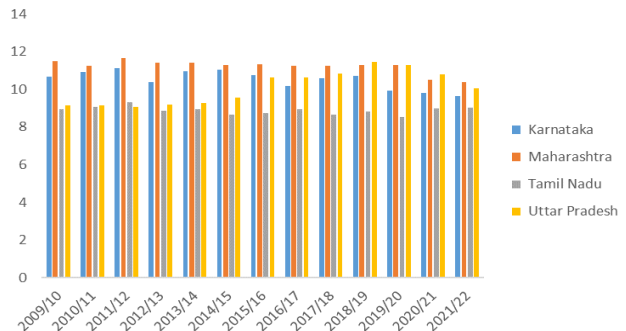


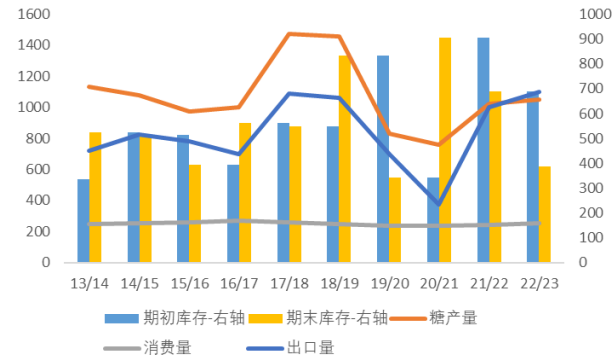
图 20：印度各邦产糖率





数据来源：银河期货，ISMA

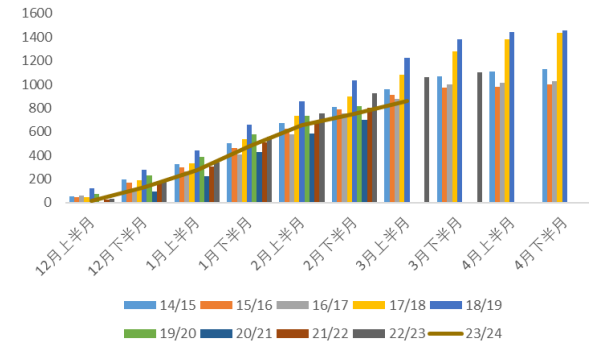
图 21：泰国食糖供需单位：万吨



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

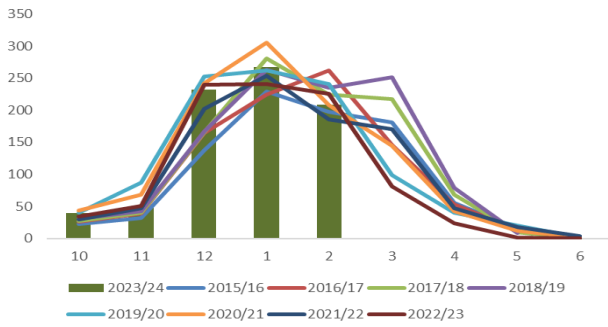
## 四、国内糖市

产销方面，根据中国糖业协会数据，2023/24 榨季截至 2 月底，全国累计产糖 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 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，同比下降 38.06 万吨。

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。

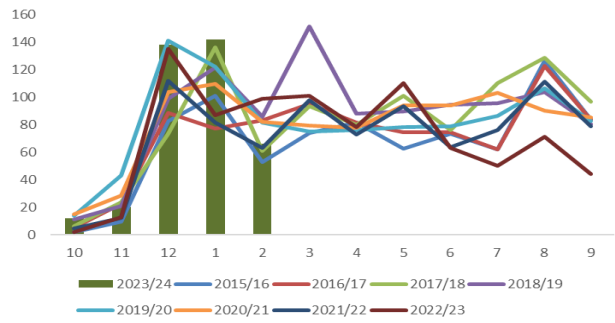
库存方面，全国食糖工业库存及第三方库存维持低位水平。据中糖协统计数据显示，截至 2 月底，工业库存 416.94 万吨，同比减少 40 余万吨。据第三方不完全统计，截至 2 月底，广西第三方库存 71.10 万吨，同比减少 15 余万吨；截至 2 月底，云南第三方库存 6.19 万吨，同比减少近 2.5 余万吨。

图 23：全国月度食糖产量单位：万吨



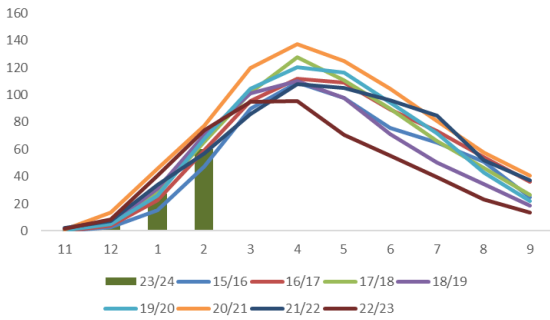
数据来源：银河期货，WIND

图 24：全国月度食糖销量单位：万吨



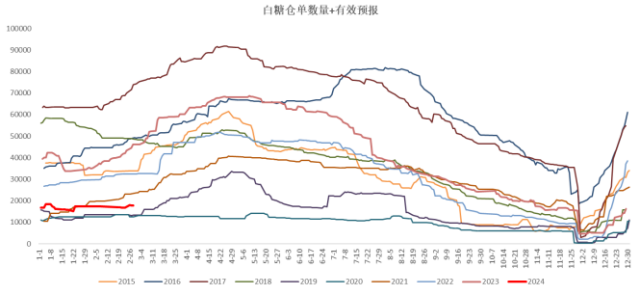
数据来源：银河期货，WIND

图 25：云南第三方库存单位：万吨



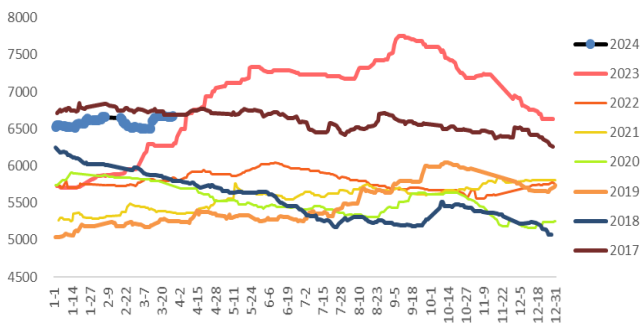
数据来源：银河期货，WIND

图 26：白糖仓单单位：张



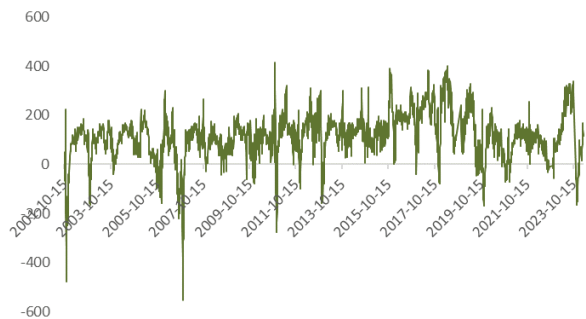
数据来源：银河期货，WIND

图 27：柳州白糖现货价单位：元/吨



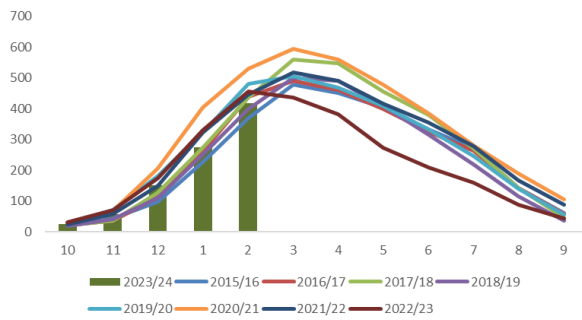
数据来源：银河期货，WIND

图 28：广西-云南现货价差单位：元/吨



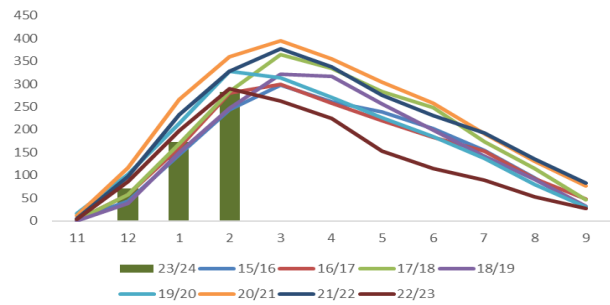
数据来源：银河期货，WIND

图 29：全国新增食糖工业库存单位：万吨



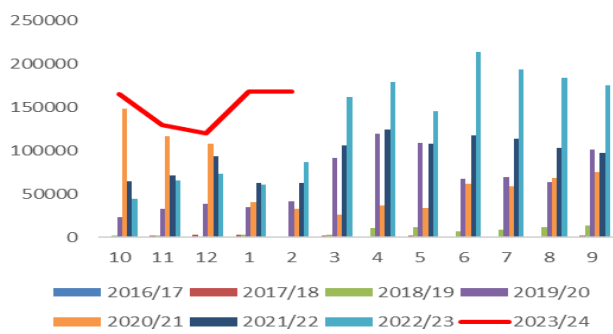
数据来源：银河期货，WIND

图 30：广西第三方库存单位：万吨



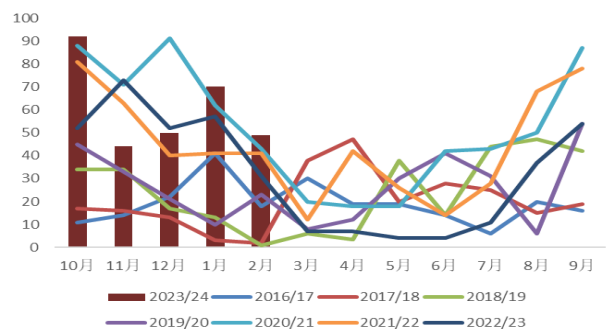
数据来源：银河期货，WIND

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

### 第三部分行情展望及策略推荐

从国际市场来看，巴西新季开榨在即，市场博弈情绪较高。巴西即将进入新榨季，市场对其新年度食糖产量预期存在分歧，各机构预估差异较大，咨询机构 Safras&Mercado 周二表示，巴西 2024/25 年度糖产量预计为 4,530 万吨，高于 2023/24 年度的 4,408 万吨。StoneX 则表示，受干燥天气影响，预计巴西中南部地区 2024/25 榨季甘蔗入榨量为 6.02 亿吨，低于 1 月时预估的 6.22 亿吨；产糖量为 4230 万吨，低于 1 月预估的 4310 万吨。目前基本面驱动相对有限，关注市场对新榨季预期的变化以及 CONAB 第一次估产数据。

从国内市场来看，多糖源补充下供应端较为宽松，主产区第三方库存位于近年来低位，但近期累库速度有所加快。受 3 月中下旬现货价格企稳反弹影响，用糖终端的采购需求释放，现货走量有所降温。考虑到国内外盘面尚无新驱动，短期预计维持区间震荡，需关注糖浆进口等政策变化。

#### 策略推荐：

1. 单边：观望或区间波段操作。
2. 套利：5-9 价差逢低多。
3. 期权：虚值看涨比例价差。(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

### 银河期货有限公司银河农产品

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 号白玉兰广场 28 层

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799