

内外价差收敛驱动有限 郑糖盘面振幅弱于外盘

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

2 月国内外行情回顾：

2 月 ICE 原糖与郑糖盘面整体呈现下行走势，外盘跌幅明显大于内盘。国内外基本面无明显变化，国际主要以交易天气预期为主，而国内则被动跟随原糖下跌。具体来看，巴西本榨季糖生产基本结束，出口创纪录新高，新榨季天气炒作降温，北半球减产幅度正在逐渐修复、产量有上修可能，原糖下行。反观国内，国产糖处于生产阶段、季节性供应压力仍在。节后进入传统消费淡季，需求端维持刚需采购。虽然产区和销区库存维持偏低水平，但是阶段性供应充足，当前内外价差收敛驱动有限，郑糖以被动跟随外盘为主。

国内外行情展望：

从国际市场来看，受主产国供给预期扰动，原糖表现疲弱，而天气风险也为原糖增加了不确定性，短期来看，原糖预计运行区间在 20-24 美分/磅。具体来看，巴西维持强劲出口量，叠加北半球主产国减产幅度的修复，供给端阶段性较为充足。而新榨季，天气变化对各主产国糖产影响较大，其中巴西降雨显著少于往年同期，导致甘蔗产量仍存不确定性。后续还需关注巴西降雨情况及印度关于制醇计划的变动对盘面的影响。而印度受降雨增加的影响、糖产高于此前预期，预计有一定数量的食糖可供出口或制醇。考虑到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。

从国内市场来看，节后即将迎来食糖传统销售淡季，市场交投情绪较淡，总体成交一般，现货价格偏弱运行，南方主产区尚未进入集中收榨期

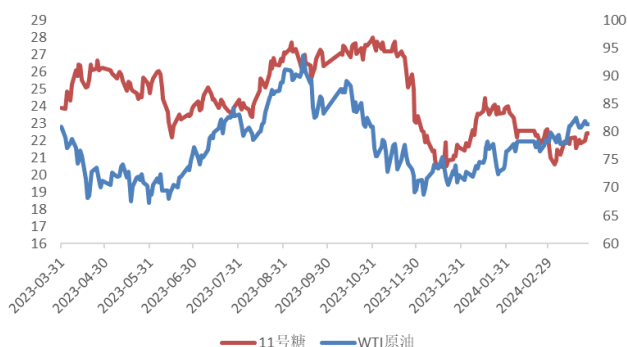
第二部分 基本面情况

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，

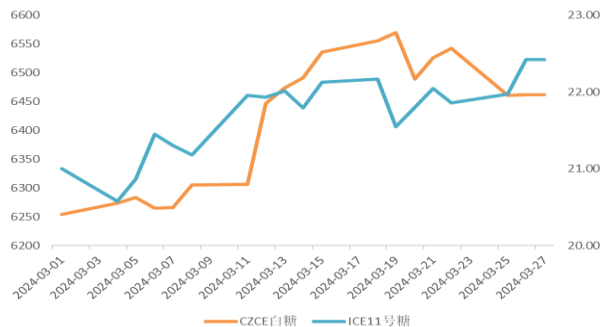
国内外基本面无明显变化，而国内则被动跟随原糖下跌。具体来看，巴西本榨季糖生产基本结束，出口创纪录新高，新榨季天气炒作降温，北半球减产幅度正在逐渐修复、产量有上修可能，原糖下行。反观国内，国产糖处于生产阶段、季节性供应压力仍在。节后进入传统消费淡季，需求端维持刚需采购。虽然产区和销区库存维持偏低水平，但是阶段性供应充足，当前内外价差收敛驱动有限，郑糖以被动跟随外盘为主、且振幅弱于外盘。

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

二、国际糖市供需格局

从国际糖市动态来看，由于印度和泰国预期减产，进口国对巴西糖的依赖度不断上行。巴西本榨季甘蔗压榨已基本结束，目前已进入去库阶段，巴西食糖出口量维持较高水平，港口等待装运的食糖数量有所减少、运输压力亦有所缓解。

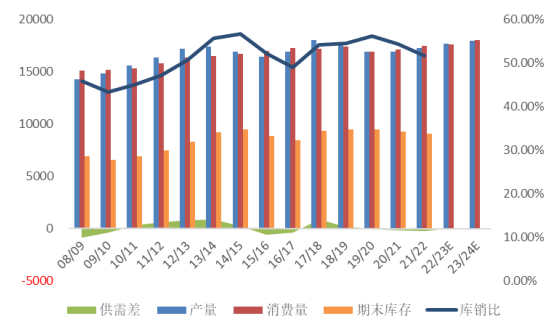
展望下个榨季，巴西和印度降雨偏少引发市场对下个榨季糖产量的担忧。巴西的传统雨季从去年11月直至目前的降水情况大幅低于正常水平，市场担忧低降雨或将导致新榨季巴西糖产量的减少。市场普遍预计巴西下

榨季制糖比仍存上行可能，目前正处于甘蔗生长阶段，实际糖产情况尚不确定性，天气风险仍存。后续还需关注巴西甘蔗生长期天气变化以及印度对糖产的预估。

国际糖业组织 (ISO) 于昨日发布的全球食糖市场报告中，上调了对当前 2023/24 榨季全球食糖短缺的预估，全球食糖供应短缺 68.9 万吨（高于 11 月份预估：33.5 万吨），并预计 2023/24 榨季贸易量将超过 6700 万吨，创历史新高，其中巴西供应了全球一半的食糖出口量和四分之三的原糖出口量。苏克顿的报告中称，印度 2024/25 榨季受降雨及水库下降食糖产量预计将下降至 2800 万吨（不包括转产甘蔗乙醇的产量预估），主要原因是降雨以及水库水位的下降对甘蔗种植产生了不利影响，特别是在印度南部甘蔗产区。2024/25 榨季年度巴西主产区（中南部地区）食糖产量为 4080 万吨，同比减少 180 万吨。

图 3：ISO 对全球食糖供需格局的预估

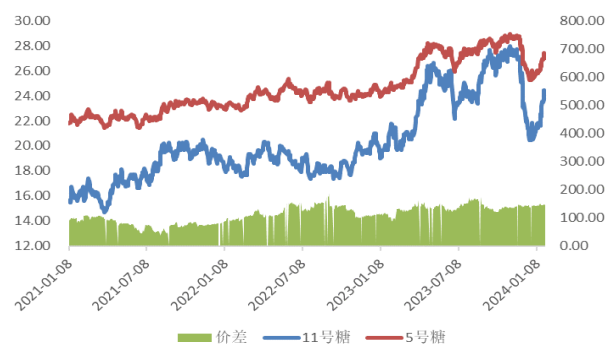
单位：万吨



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

三、国际糖市：天气炒作有所降温，高制糖比下、新榨季糖产仍存疑

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 2 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，2 月上半月巴西中南部地区的糖产量达到 2.7 万吨，上年同期为 0.2 万吨。甘蔗压榨量为 54.9 万吨，去年同期为 7.3 万吨。乙醇产量为 3.85 亿升，上年同期为 2.08 亿升。甘蔗含糖量为 137.97 公斤/吨，上年同期为 143.38 公斤/吨。37.06% 的蔗汁用于制糖，上年同期为 23.57%。2023/24 榨季截至 2 月上半月，巴西中南部地区累计入榨量为 64659.6 万吨，较去年同期的 54321.2 万吨增加了 10338.4 万吨，同比增幅达 19.03%；甘蔗 ATR 为 139.54kg/吨，较去年同期的 141.14kg/吨下降了 1.60kg/吨；累计制糖比为 49.04%，较去年同期的 45.95%

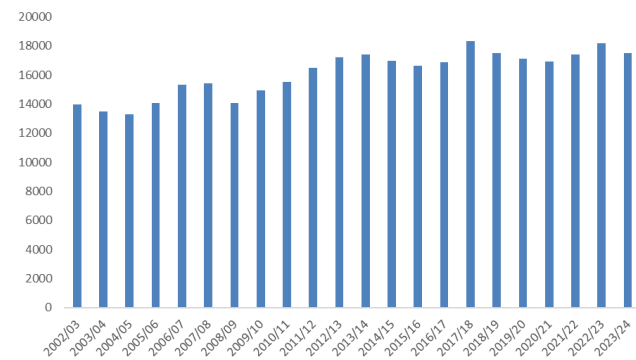
增加了 3.09%；累计产乙醇 324.84 亿升，较去年同期的 281.16 亿升增加了 43.68 亿升，同比增幅达 15.53%；累计产糖量为 4215.8 万吨，较去年同期的 3356.7 万吨增加了 859.1 万吨，同比增幅达 25.59%。

在丰产的背景下，巴西原糖出口持续走高，预计一季度出口将超过 600 万吨。2024 年 1 月巴西出口糖 320 万吨，同比上年同期增长达 59%，2023/24 榨季（2023 年 4 月-2024 年 1 月）巴西已累计出口食糖 2962 万吨，同比增加 19%。据巴西航运机构 Williams 发布的最新数据，截至 2 月 21 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 64 艘，此前一周为 78 艘。港口等待装运的食糖数量为 242.43 万吨，此前一周为 285.58 万吨。在当周等待出口的食糖总量中，高等级原糖（VHP）数量为 228.68 万吨。桑托斯港等待出口的食糖数量为 181.92 万吨，帕拉纳瓜港等待出口的食糖数量为 40.01 万吨。

新榨季甘蔗产量仍存不确定性，还需关注主产区降雨对甘蔗产量的影响。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。根据天气预报来看，2 月累计降雨仍低于同期及历史均值。部分机构下调了对巴西新榨季食糖产量的预估，其中苏克敦预计受巴西 2023 年 12 月至 2024 年 2 月的降雨量较平均水平偏低约 30%的影响、巴西中南部食糖产量为 4080 万吨，同比减少 180 万吨。Safras & Mercado 也表示由于降雨不佳，巴西中南部地区 2024/25 榨季（4 月至次年 3 月）甘蔗产量预计为 6.5 亿吨，较 1 月估值下调 1000 万吨。

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

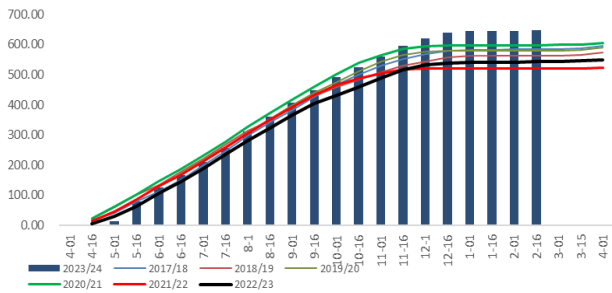
单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 7: 巴西中南部累计甘蔗压榨量

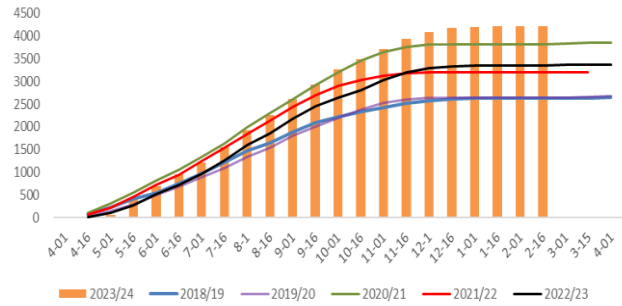
单位: 百万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 8: 巴西中南部累计产糖量

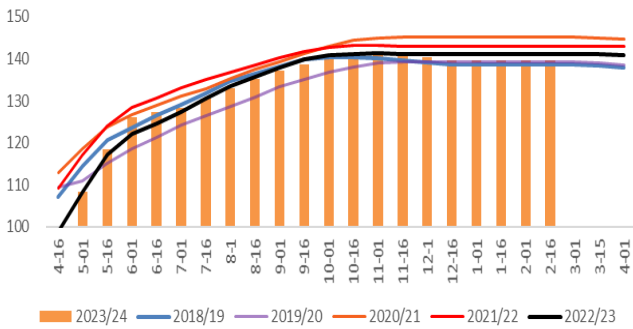
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 9: 巴西中南部累计出糖率

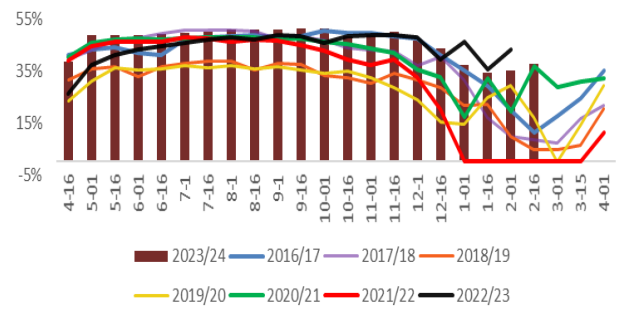
单位: kg/t



数据来源: 银河期货, UNICA

图 10: 巴西中南部双周制糖比

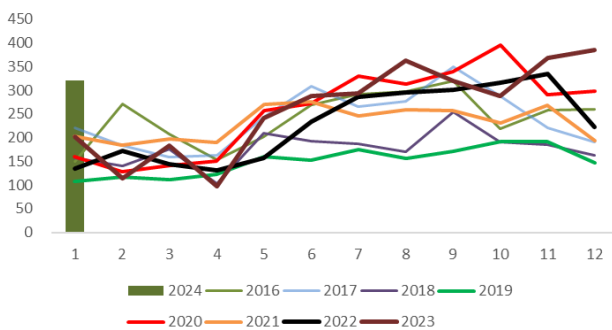
单位: %



数据来源: 银河期货, UNICA

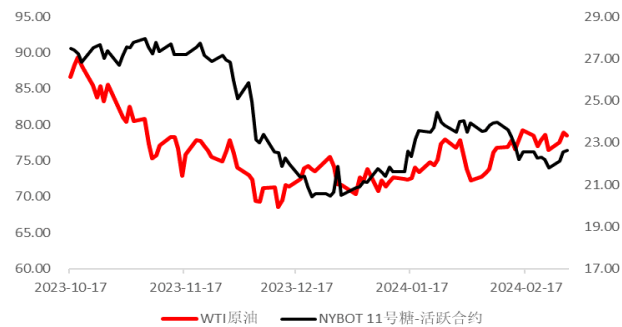
图 11: 巴西出口

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

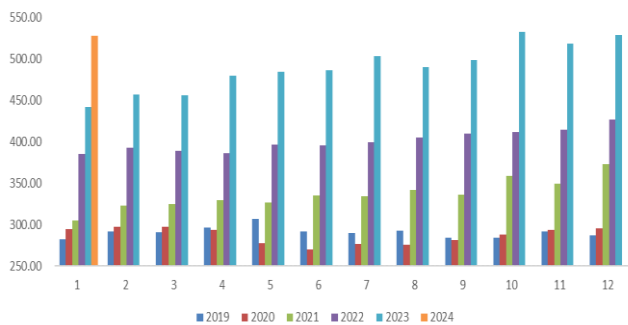
图 12: 原油原糖期价走势



数据来源: 银河期货, WIND

图 13：巴西食糖月度出口均价

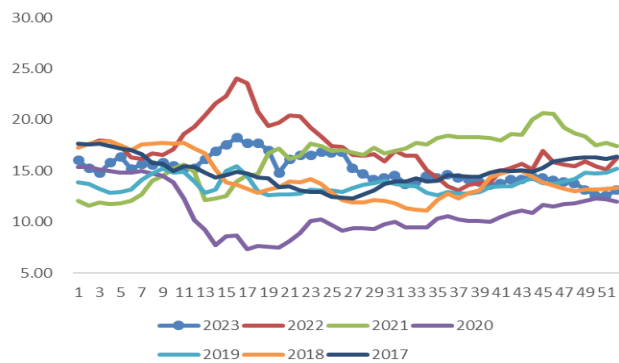
单位：美元/吨



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、国际糖市：印度本榨季减产幅度有所收窄，新榨季收购价上调刺激种植意愿

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。

印度此前受厄尔尼诺影响、糖产预期同比下降，不过减产幅度正在逐步修复。据 ISMA 公布的最新数据，2023/24 榨季截至 2 月 15 日，印度共有 505 家糖厂开榨，同比增加 3 家；产糖量为 2236.8 万吨，同比下降 56.9 万吨，降幅 2%。其中，北方邦开榨糖厂数量为 119 家，较去年同期的 116 家增加了 3 家；产糖量为 677.70 万吨，较去年同期的 612 万吨下降 65.70 万吨，降幅 10.74%。马邦开榨糖厂数量为 203 家，较去年同期的 194 家增加了 9 家；产糖量为 794.50 万吨，较去年同期的 859.30 万吨下降 64.80 万吨，降幅 7.54%。卡邦开榨糖厂数量为 58 家，较去年同期的 66 家减少了 8 家；产糖量为 432.00 万吨，较去年同期的 460.50 万吨下降 28.50 万吨，降幅 6.19%。

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。**

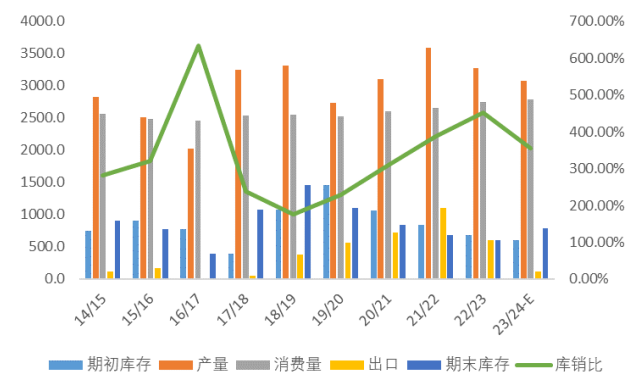
基于新榨季产量和库存双低的预期下，市场普遍预计新榨季食糖出口或将处于低位水平。考虑到印度糖出口旺季一般在 12 月至次年 3 月左右，若印度实施食糖低出口量，那么 2024 年一季度国际糖市对巴西的依赖程度将进一步提高。除此以外，印度即将迎来大选，通过禁止粮食出口、建立储备来控制通胀成为了关键举措，此前印政府已对非巴斯马蒂白米及洋葱出口实施了限制政策。目前印度已对糖蜜出口设限，食糖出口配额也并未发放。后续还需关注政策对于印度食糖出口的影响。

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。据泰国甘蔗及糖业委员会办公室近日公布的数据显示，泰国 2023/24 榨季截至 2 月 15 日，累计甘蔗入榨量为 6451.4 万吨；累计产糖量为 659 万吨，降幅 12.57%。

展望下个榨季，政府通过上调甘蔗收购价来增加农户种植意愿。泰国 2022/23 榨季甘蔗最终价格为 1197 泰铢/吨，2023/24 榨季初始价格为每吨 1,420 泰铢/吨（已超过木薯种植收益）。印度政府批准新榨季甘蔗的最低销售价格提高约 8% 至 340 卢比/公担。食糖产量受种植面积及天气影响较大，有分析师预计新榨季印度糖产量受水库水位下降或将对甘蔗种植产生不利影响、预计将降至 2800 万吨。由此可见，天气变化仍是产量不确定的较大风险。

图 15: 印度食糖供需

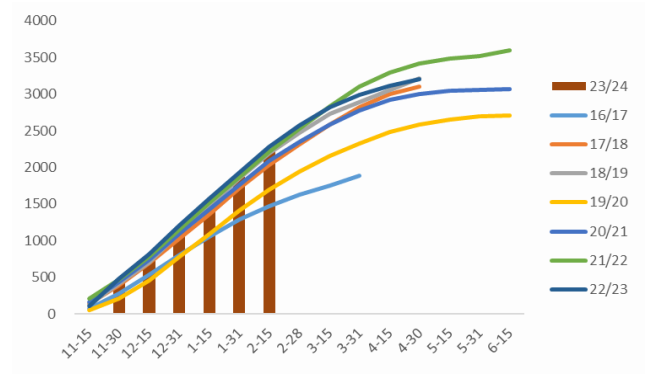
单位: 万吨



数据来源：银河期货，ISMA

图 16: 印度双周累计食糖产量

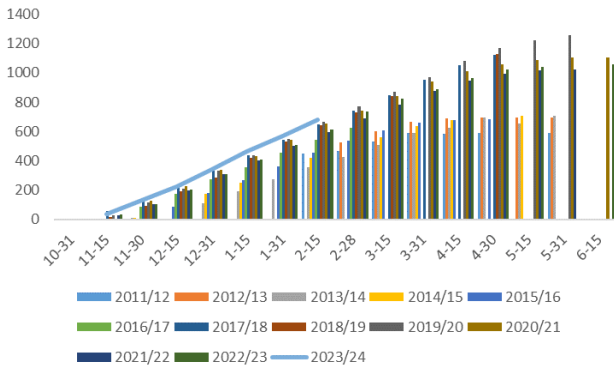
单位: 万吨



数据来源：银河期货，ISMA

图 17：北方邦双周累计食糖产量

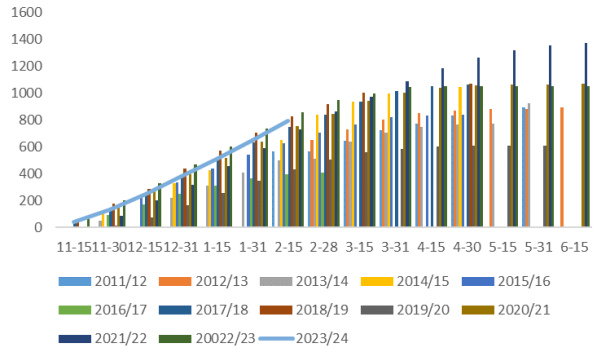
单位：万吨



数据来源：银河期货，OSCB

图 18：马邦双周累计食糖产量

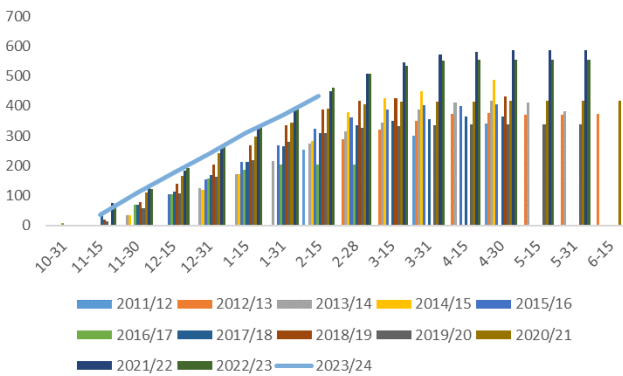
单位：万吨



数据来源：银河期货，OSCB

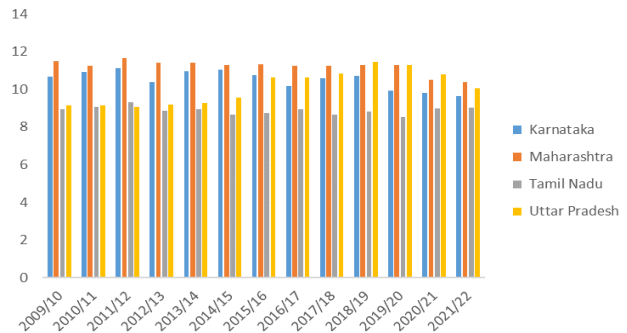
图 19：卡邦双周累计食糖产量

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

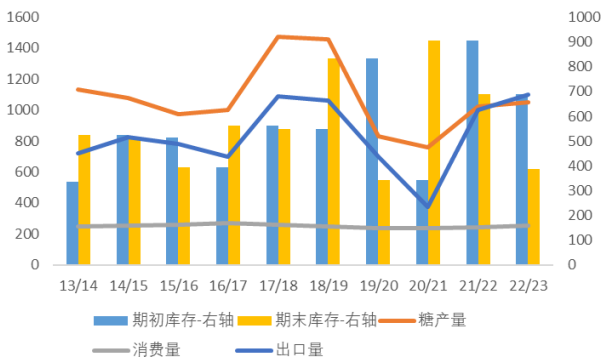
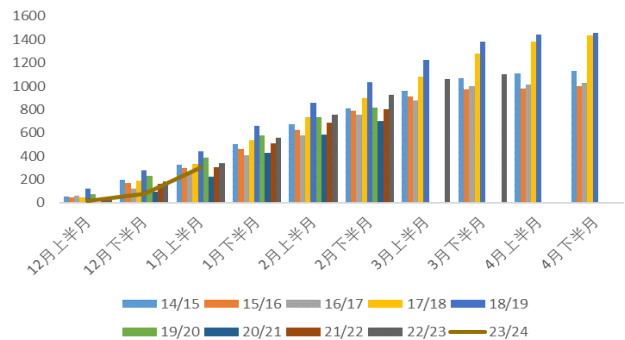


图 22：泰国双周累计食糖产量

单位：万吨



数据来源：银河期货，OSCB

数据来源：银河期货，OSCB

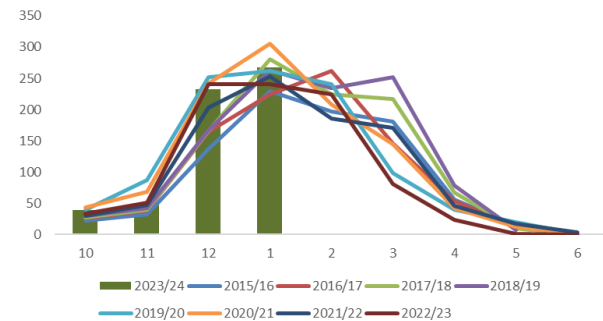
五、国内糖市：库存处于历史低位，而消费进入传统淡季

1月春节的备货需求为现货市场带来有效支撑，需求端一直保持着贸易商和终端的刚需采购，叠加前期预售影响，广西制糖集团单月销糖量较高。叠加不利天气影响压榨进度，以及春节长假的影响，2月广西第三方库存维持偏低水平。据泛糖数据显示，目前广西已收榨糖厂仅3家，预计收榨高峰期为3月。而需求端以刚需采购为主，市场进入传统消费淡季。反观云南，据沐甜数据统计，目前云南已经进入压榨高峰期，51家糖厂开榨，还剩1家糖厂尚未开榨。云南生产情况良好，而食糖销量受春节放假影响有所减少。

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1月底，工业库存275万吨，同比减少54万吨。据第三方不完全统计，截至1月底，广西第三方库存173万吨，同比减少24余万吨；截至12月底，云南第三方库存27.11万吨，同比减少近24万吨。

图 23: 全国月度食糖产量

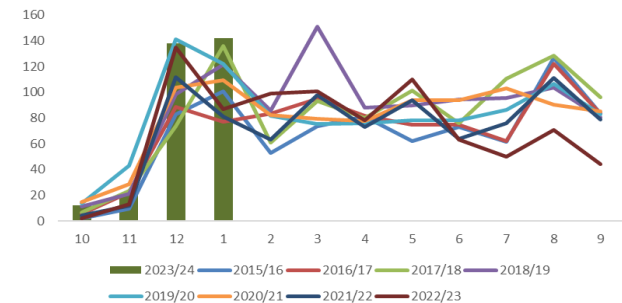
单位: 万吨



数据来源：银河期货，WIND

图 24: 全国月度食糖销量

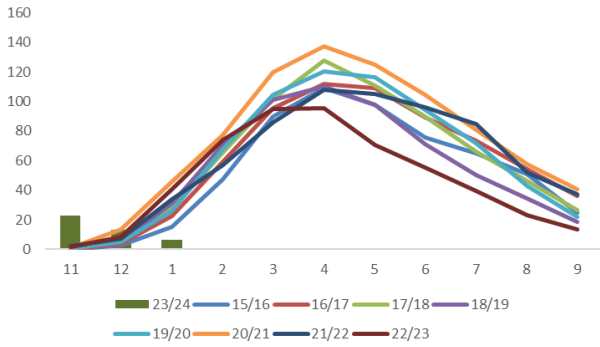
单位: 万吨



数据来源：银河期货，WIND

图 25: 云南第三方库存

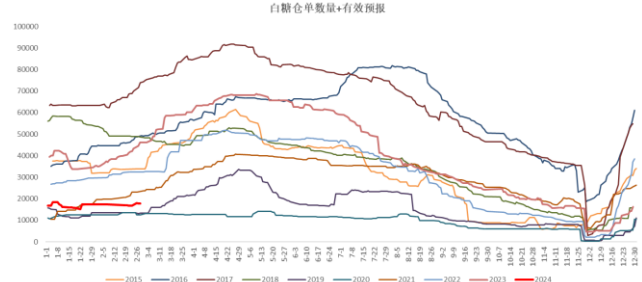
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 26: 白糖仓单

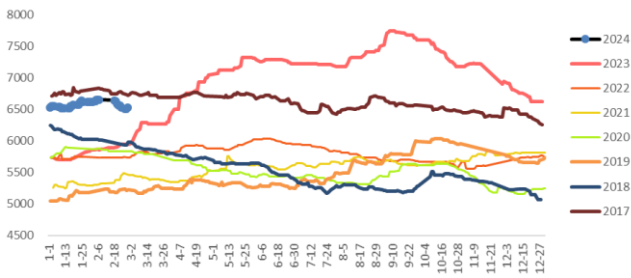
单位: 张



数据来源: 银河期货, WIND

图 27: 柳州白糖现货价

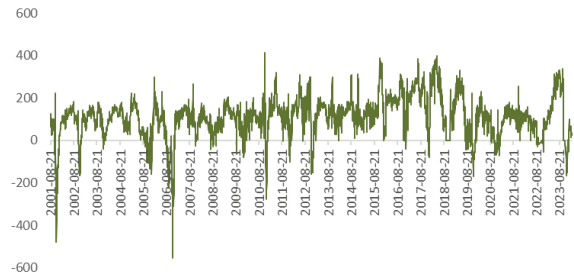
单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 28: 广西-云南现货价差

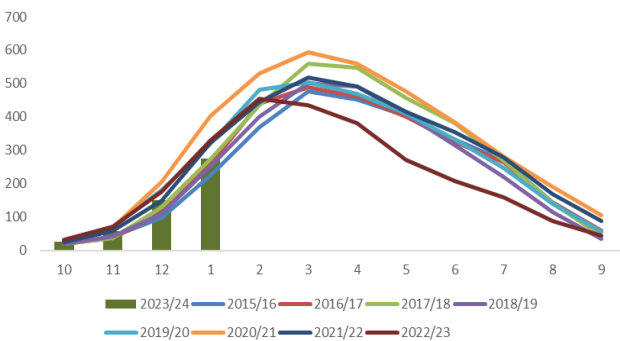
单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 29: 全国新增食糖工业库存

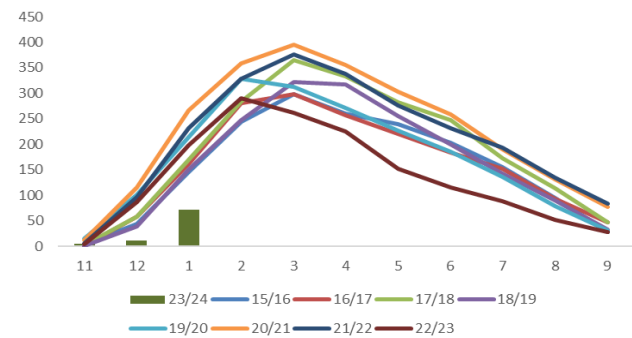
单位: 万吨



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

六、国内糖市：广西糖产受雨雪霜冻天气影响或有下修可能

广西 1 月下旬受低温雨雪冰冻天气影响，甘蔗糖分累积有所下降，导致糖产下修。截至 1 月中下旬，全区产糖率约为 12%，基于泛糖科技对广西 2023/24 榨季产糖量区间的调低(11.9%-12.2%)，对应产糖量区间为 585-610 万吨，较上榨季同比增加 58-83 万吨。市场传言广西产量不及预期、或不达 600 万吨，考虑到本榨季广西收榨时间有所延期，后续还需关注天气变化对广西糖产的实际影响。

七、食糖边际进口充足，关注配额内利润&进口量

2023 年 12 月我国进口食糖 50 万吨，同比-4%，1-12 月累计进口 397 万吨，同比-25%。1 月仍有 60-80 万吨左右的高量进口糖，进口边际供应仍然较为充足。糖浆及预拌粉进口 12 万吨，同比增加 4.67 万吨，增幅 63.71%。2023 年 1-12 月累计进口食糖 397 万吨，同比减少 129.89 万吨，降幅 24.7%；进口税则号 170290 项下三类商品 181.75 万吨，同比增加 73.42 万吨，增幅 67.77%。

从中国食糖进口船期来看，预计 1 月国内进口量仍维持高位，短期食糖进口较为充足。考虑到我国食糖集中进口阶段为三季度，因此当前内外价差收敛驱动有限。

图 31：糖浆及预拌粉月度进口量

单位：万吨

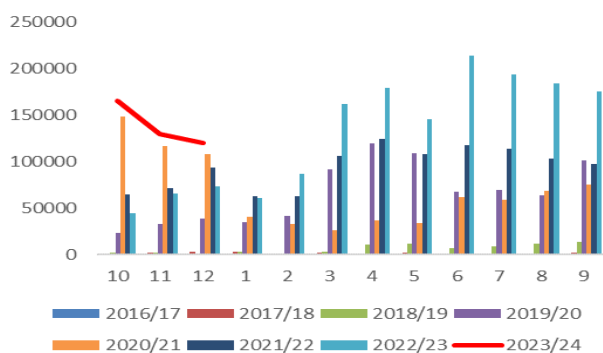
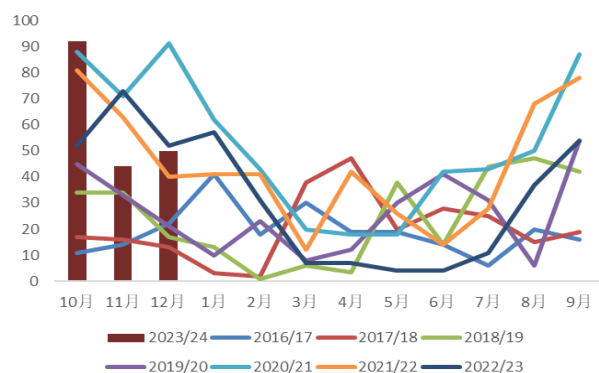


图 32：食糖月度进口量

单位：万吨



数据来源：银河期货，新闻整理

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，受主产国供给预期扰动，原糖表现疲弱，而天气风险也为原糖增加了不确定性，短期来看，原糖预计运行区间在 20-24 美分/磅。具体来看，巴西维持强劲出口量，叠加北半球主产国减产幅度的修复，供给端阶段性较为充足。而新榨季，天气变化对各主产国糖产影响较大，其中巴西降雨显著少于往年同期，导致甘蔗产量仍存不确定性。后续还需关注巴西降雨情况及印度关于制醇计划的变动对盘面的影响。而印度受降雨增加的影响、糖产高于此前预期，预计有一定数量的食糖可供出口或制醇。考虑到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。

从国内市场来看，节后即将迎来食糖传统销售淡季，市场交投情绪较淡，总体成交一般，现货价格偏弱运行，南方主产区尚未进入集中收榨期，目前整体仍处累库阶段，糖价内生上行动力较为有限。不过考虑到产区和销区库存维持偏低水平、现货市场维持刚需采购，或对盘面有弱支撑。叠加内外价差需要收敛，预计节后郑糖仍将以被动跟随外盘为主。

策略推荐：

1. 单边：观望。
2. 套利：观望
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

电话：400-886-7799