

## 去年春节内外共振历历在目 今朝内外糖价何去何从引人思

### 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

从国际市场来看，巴西新榨季产量预期以及印度糖产预估以及乙醇政策或将成为新驱动。市场此前一致预期高制糖比及产能的增加或将进一步抬升巴西食糖产量，而目前市场聚焦于天气风险对糖产增幅不及预期的担忧。受去年 12 月巴西中南部降雨偏低或将拖累糖分的累积，与此同时，巴西制糖比仍存较大优势、制糖比或有进一步抬升的可能，因此巴西新榨季糖产情况仍有较大不确定性。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，累库周期叠加进口糖及替代品集中供应，国内食糖供应端充足。反观需求端，春节的备货需求为现货市场带来有效支撑，现货市场消费情况良好、高于市场预期，1 月产销数据表现良好推动盘面上行。节后即将迎来食糖传统销售淡季，不过考虑到产区和销区库存维持偏低水平、且现货市场需求尚可，节后或将迎来淡季不淡的情况。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。

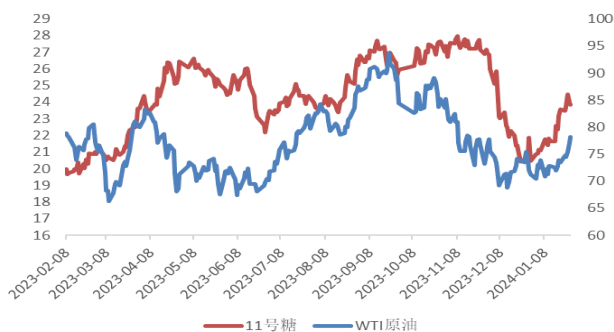
## 第二部分 基本面情况

### 一、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。随着巴西中南部主产区糖厂收榨数量的增多，目前已进入去库阶段，近期降雨同比减少提振巴西食糖的出口量，而贸易流偏紧已刺激巴西原糖升贴水有所上涨。截至1月中旬巴西全国原糖库存约为1231万吨，同比增加373万吨，在天气和物流正常的情况下，预计1季度巴西原糖出口或将超过600万吨。

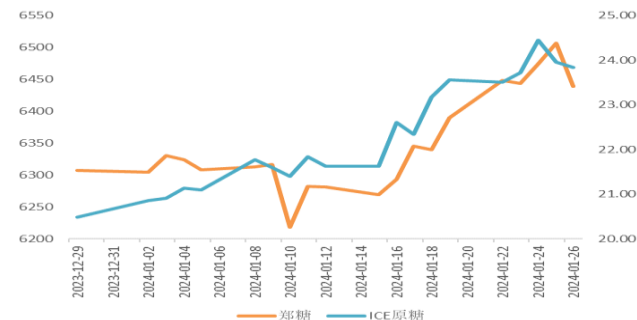
展望下个榨季，巴西和印度降雨偏少引发市场对下个榨季糖产量的担忧。巴西的传统雨季从去年11月直至目前的降水情况大幅低于正常水平，市场担忧低降雨或将导致新榨季巴西糖产量的减少。此前市场普遍预计巴西下榨季制糖比仍存上行可能，目前正处于甘蔗生长阶段，实际糖产情况尚不确定性，天气风险仍存。反观印度，目前双周累计产量同比减少、符合市场预期，不过累计产量的减少除了压榨数量有所下降意外、还有印度糖厂开榨时间延后的影响，综上所述，印度食糖减产或不及预期。若产量有所恢复，不排除印度在本榨季放宽制醇的数量。后续还需关注巴西甘蔗生长期天气变化以及印度对糖产的预估。

图1：WTI原油与ICE 11号糖价格走势图



数据来源：银河期货，WIND

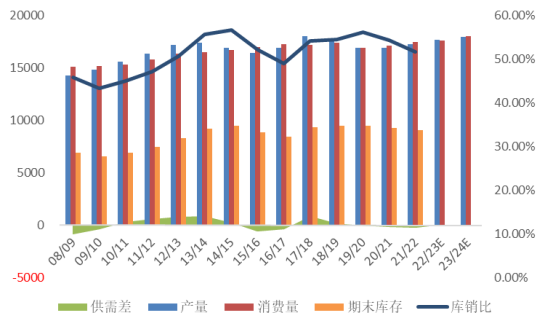
图2：ICE 11号糖与CZCE郑糖价格走势图



数据来源：银河期货，WIND

图 3：ISO 对全球食糖供需格局的预估

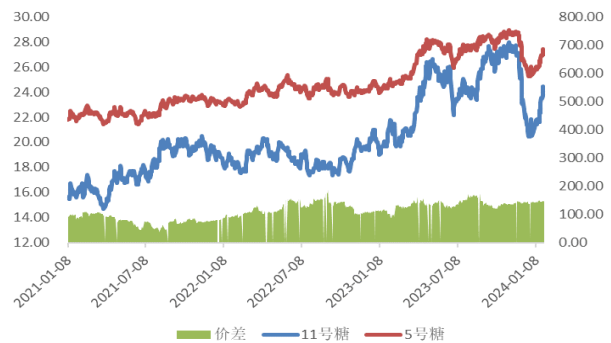
单位：万吨



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

## 二、国际糖市：新榨季产量受天气风险影响、增幅或不及预期

巴西本榨季甘蔗压榨已接近尾声，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 1 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。

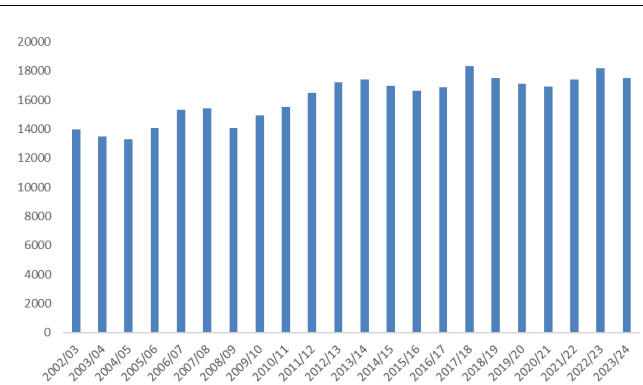
巴西双周报显示，1 月上半月，巴西中南部地区甘蔗入榨量为 111 万吨，较去年同期的 44 万吨增加了 67 万吨，同比增幅达 152.347%；甘蔗 ATR 为 133.58kg/吨，较去年同期的 131.06kg/吨上涨 2.52kg/吨；制糖比为 34.16%，较去年同期的 35.34%下降 1.18%；产乙醇 3.38 亿升，较去年同期的 2.08 亿升增加了 1.3 亿升，同比增幅达 62.41%；产糖量为 4.8 万吨，较去年同期的 1.9 万吨增加了 2.9 万吨，同比增幅达 148.63%。2023/24 榨季截至 1 月上半月，巴西中南部地区累计入榨量为 64537.6 万吨，较去年同期的 54283.2 万吨增加了 10254.4 万吨，同比增幅达 18.89%；甘蔗 ATR 为 139.55kg/吨，较去年同期的 141.15kg/吨下降了 1.6kg/吨；累计制糖比为 49.06%，较去年同期的 45.95%增加了 3.11%；累计产乙醇 317.92 亿升，较去年同期的 276.95 亿升增加 40.97 亿升，同比增幅达 14.79%；累计产糖量为 4209.9 万吨，较去年同期的 3354.8 万吨增加了 855.1 万吨，同比增幅达 25.49%。

在丰产的背景下，巴西原糖出口持续走高，预计一季度出口或将超过 600 万吨。2023 年 12 月巴西出口糖 385.35 万吨（11 月份出口量为 368.48 万吨），同比上年同期增长达 75%，2023/24 榨季（4-12 月）巴西已累计出口食糖 2694 万吨。据巴西航运机构 Williams 发布的最新数据，截至 1 月 31 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量从此前一周的 88 艘上升至 99 艘。港口等待装运的食糖数量为从此前一周的 349.05 万吨上升至 418.27 万吨。在当周等待出口的食糖总量中，高等级原糖（VHP）数量为 384.89 万吨。根据 Williams 发布的数据，桑托斯港等待出口的食糖数量为 322.49 万吨，帕拉纳瓜港等待出口的食糖数量为 61.33 万吨。

新榨季，市场此前一致预期高制糖比及产能的增加或将进一步抬升食糖产量，该利空因素已在盘面有所体现，而目前市场聚焦于天气风险对糖产增幅不及预期的担忧。巴西甘蔗种植户协会最新观点认为 2023/24 榨季巴西中南部甘蔗压榨量达 6.5 亿吨，创历史新高，但受天气因素影响，预计 2024/25 榨季巴西中南部工厂的甘蔗入榨量将会降至 6.2 亿吨左右，同比下降约 4.6%。受去年 12 月巴西中南部降雨偏低影响、新榨季甘蔗单产或有下行可能。不过考虑到降雨减少或将促进糖分的累积，与此同时，巴西制糖比仍存较大优势，目前巴西乙醇折糖价在 13-13.5 美分/磅区间，糖醇价差超过 10 美分，食糖收益远高于乙醇，预计制糖比或有进一步抬升的可能，因此巴西新榨季糖产情况仍有较大不确定性，后续还需关注天气对甘蔗生长的影响以及 CONAB 第一轮估产。

图 5: 全球食糖产量

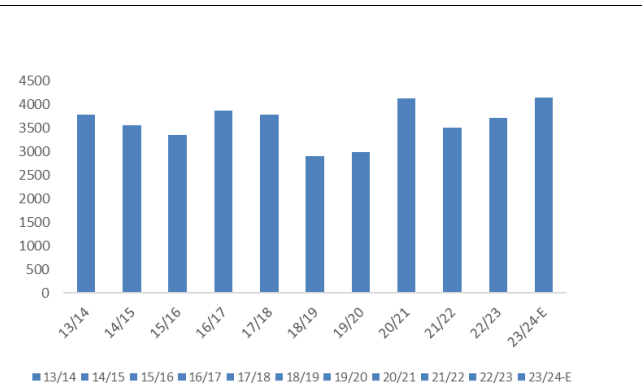
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISO

图 6: 巴西食糖产量

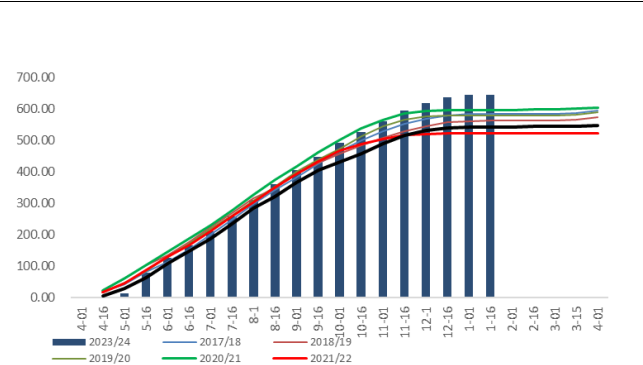
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 7: 巴西中南部累计甘蔗压榨量

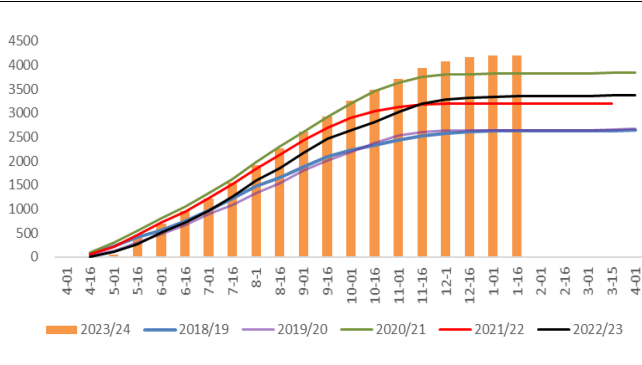
单位: 百万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 8: 巴西中南部累计产糖量

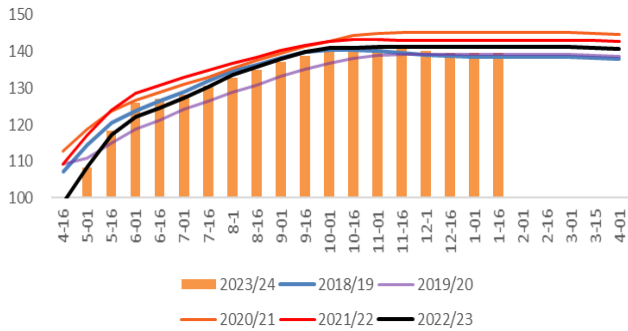
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 9: 巴西中南部累计出糖率

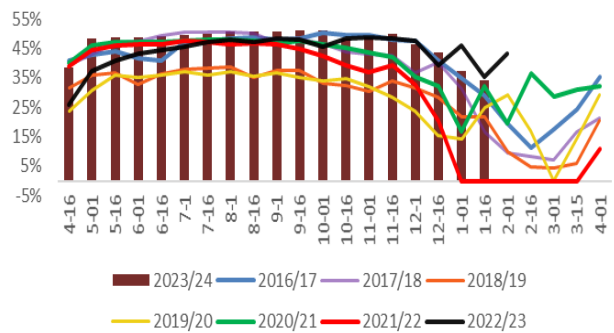
单位: kg/t



数据来源: 银河期货, UNICA

图 10: 巴西中南部双周制糖比

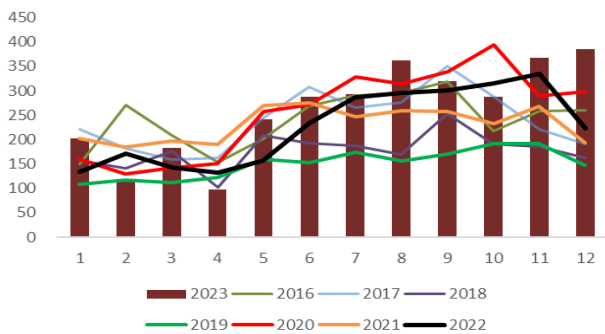
单位: %



数据来源: 银河期货, UNICA

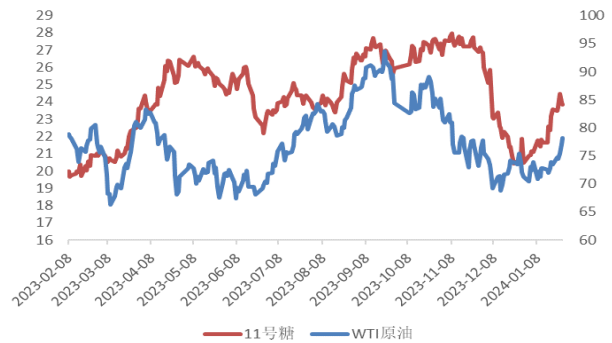
图 11: 巴西出口

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

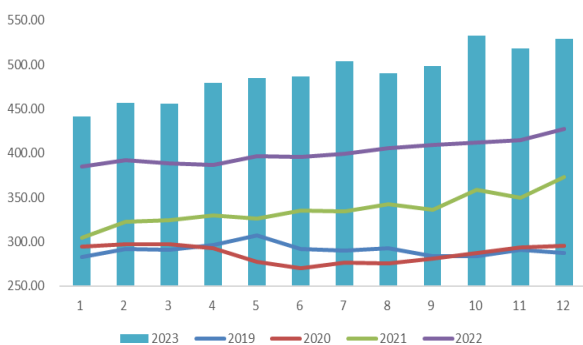
图 12: 原油原糖期价走势



数据来源: 银河期货, WIND

图 13: 巴西食糖月度出口均价

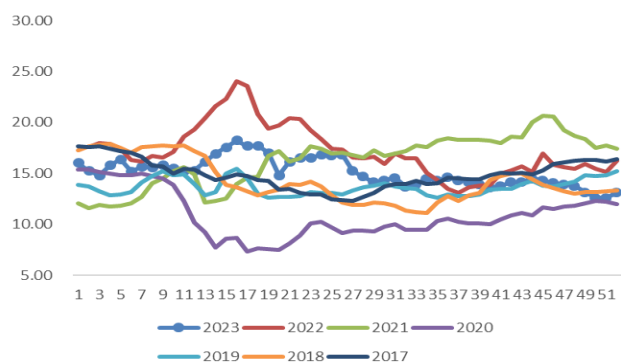
单位: 美元/吨



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



### 三、 国际糖市：印度产量变化或影响制醇政策，泰国累计产糖率仍低于 10%

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。印度自 6 月开始季风降雨整体偏少，其中东部累计降雨比正常值低接近 30%，马邦和卡邦累计降雨累计减少超过 10%，受此影响预计本榨季印度产量减产预期较大。

**印度此前受厄尔尼诺影响、糖产预期同比下降，不过近期 ISMA 对糖产预期有所上调。**印度糖厂协会 (ISMA) 表示，因最近的天气有利于甘蔗生长，北方邦、马邦和卡邦等主要食糖产区的糖业协会将 2023/24 榨季的食糖产量预估值上调。截至 1 月底累计产糖 1871.5 万吨，仅同比下降 3.18%。ISMA 和 AISTA 最新公布的估产分歧不大，ISMA 预计本榨季印度产糖 3135 万吨，AISTA 预计为 3160 万吨，同比下降约 4%。

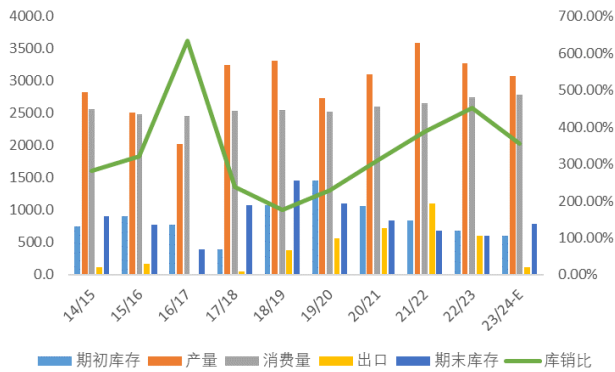
受降雨增加的影响，印度糖产高于此前预期，各主产邦 23/24 榨季糖产预估上调 5%-10%。ISMA 会长建议乙醇分流量应额外增加 100-120 万吨，国内供应仍可满足。若本榨季食糖产量在 3250-3300 万吨，那么去除乙醇分流的 170 万吨，在满足国内食糖消费的背景下，印度仍有 300 万吨左右的食糖可供出口或制醇。根据乙醇折糖价来看，目前甘蔗汁乙醇折合成原糖价格为 24-25 美分/磅，**制醇利润不亚于制糖，甚至高于制糖。不排除印度政府后续或有放宽制醇政策的可能。**

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。截至 2 月 1 日累计压榨甘蔗 4957.47 万吨，同比减少 4.2%；累计产糖 490.16 万吨，同比减少 13.8%，目前的产糖率仍低于 10%引发市场对本榨季产量的担忧。

图 15: 印度食糖供需

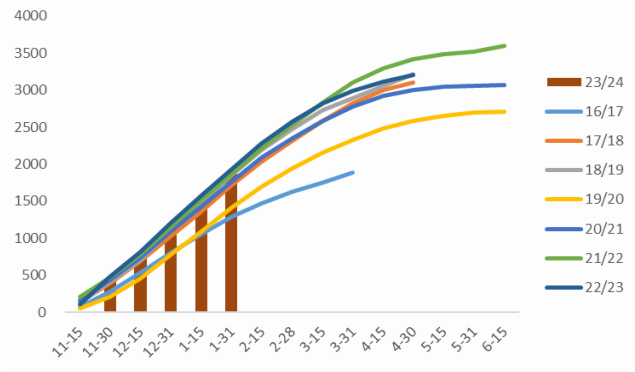
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISMA

图 16: 印度双周累计食糖产量

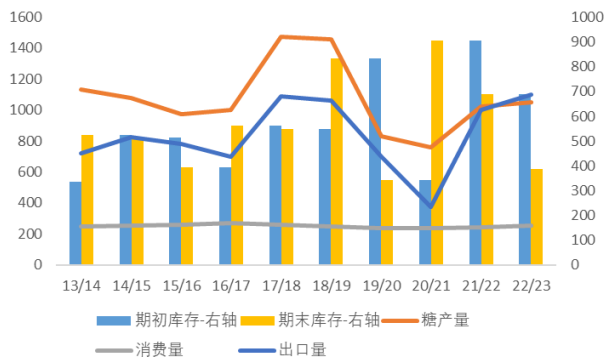
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISMA

图 17: 泰国食糖供需

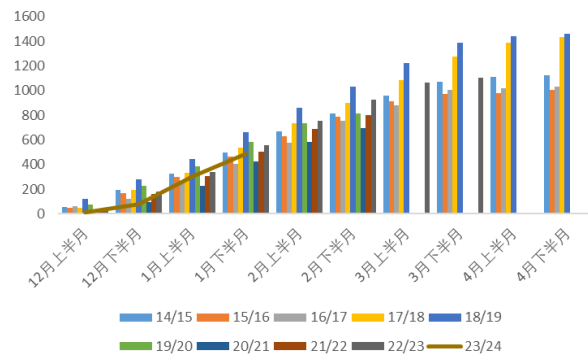
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, OSCB

图 18: 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：春节备货支撑现货价格，节后进入传统销售淡季

产区和销区库存维持偏低水平，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。现货市场消费情况良好、高于市场预期，1 月产销数据表现良好对盘面有所提振，不过考虑到节前备货接近尾声，预计上行空间有限。节后食糖进入累库周期，季节性供应压力下、传统需求淡季对糖价有所拖累，不过考虑到今年食糖库存偏低，现货市场或将迎来淡季不淡的情况。

截至 1 月底，2023/24 年制糖期（以下简称本制糖期）甜菜糖产区除新疆有 5 家尚在生产外，其余省（区）均已停机；甘蔗糖厂进入产销旺季。本制糖期全国共生产食糖 586.76 万吨，同比增加 20 万吨。全国累计销售食

糖 311.71 万吨，同比增加 75 万吨；累计销糖率 53.12%，同比加快 11.35 个百分点。食糖工业库存 275.05 万吨，同比减少 55 万吨。广西累计入榨甘蔗 3106.14 万吨，同比增加 237.70 万吨；产混合糖 373.79 万吨，同比增加 16.24 万吨；混合产糖率 12.03%，同比下降 0.43 个百分点；累计销糖 200.73 万吨，同比增加 41.07 万吨；产销率 53.70%，同比提高 9.05 个百分点。云南共入榨甘蔗 510.3 万吨（上榨季同期入榨甘蔗 543.57 万吨），产糖 61.99 万吨（上榨季同期产糖 66.13 万吨），产糖率 12.15%（上榨季同期产糖率 12.17%）。累计销售新糖 34.88 万吨（去年同期销售新糖 25.33 万吨），销糖率 56.28%（去年同期产销率 38.31%）

**全国食糖工业库存及第三方库存维持同期低位水平。**据中糖协统计数据显示，截至 12 月底，工业库存 149.69 万吨，同比减少 25 余万吨。据第三方不完全统计，截至 1 月底，广西第三方库存 173.06 万吨，同比减少近 25 万吨；截至 1 月底，云南第三方库存 27.11 万吨，同比减少近 14 万吨。

图 19: 全国月度食糖产量

单位: 万吨

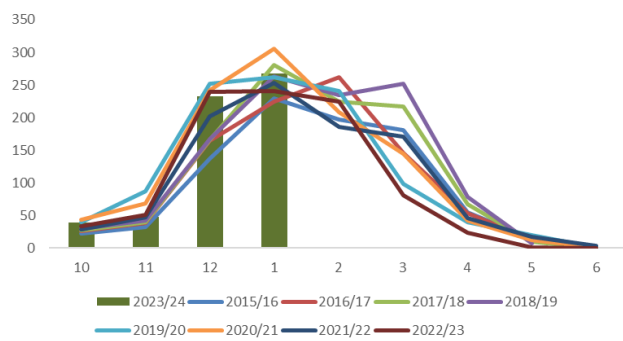
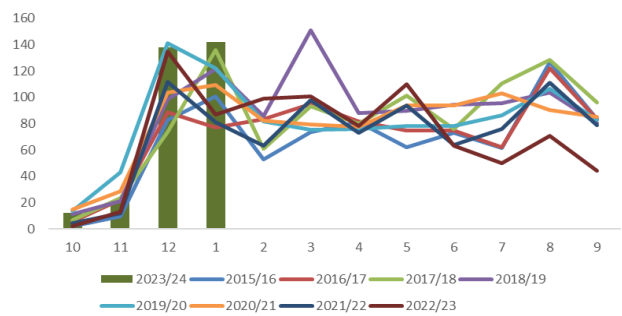


图 20: 全国月度食糖销量

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

数据来源: 银河期货, WIND

图 21: 云南第三方库存

单位: 万吨

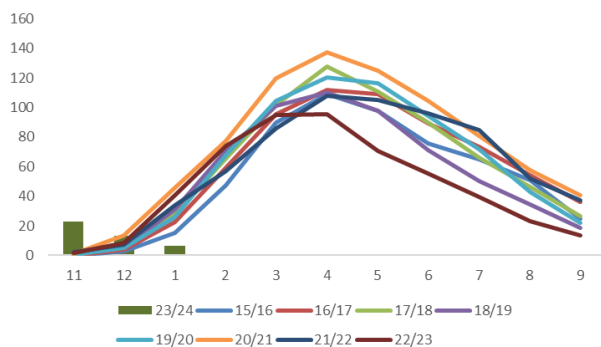
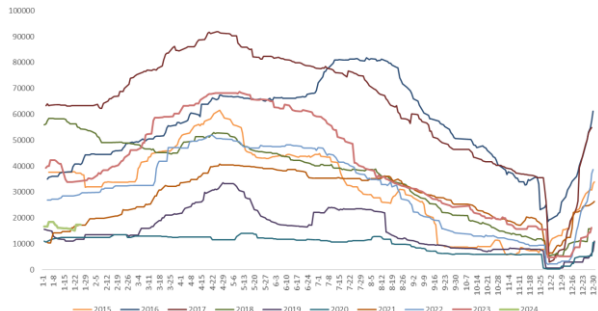


图 22: 白糖仓单

单位: 张



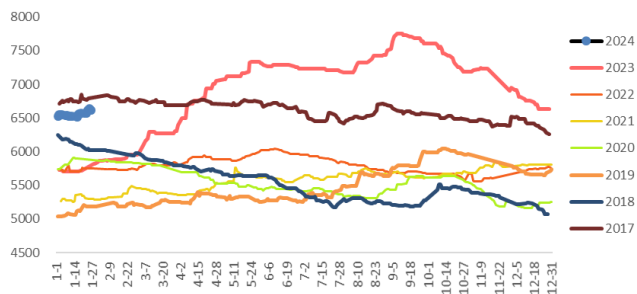
数据来源: 银河期货, WIND

数据来源: 银河期货, WIND



图 23: 柳州白糖现货价

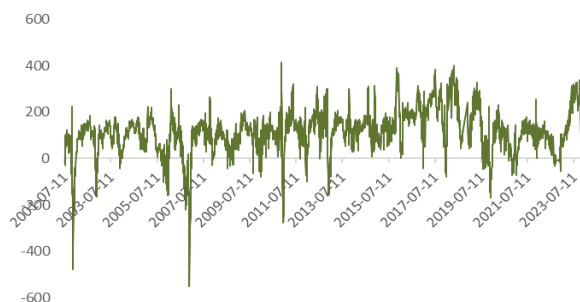
单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 24: 广西-云南现货价差

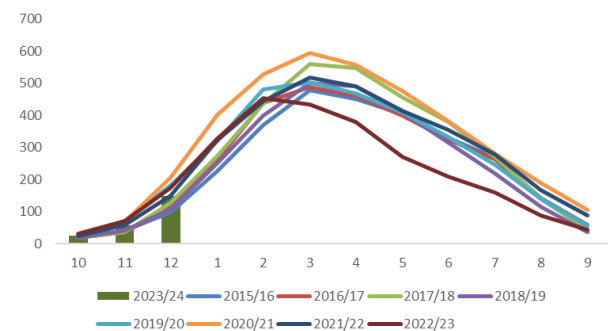
单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 25: 全国新增食糖工业库存

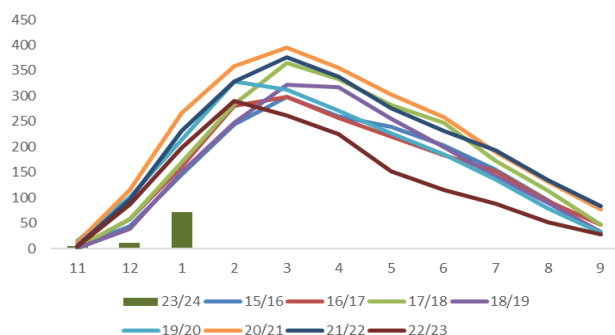
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 26: 广西第三方库存

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

## 五、国内糖市：雨雪霜冻天气拖累广西甘蔗糖分积累

据广西区气象局和农业农村厅 1 月 22 日联合发布的甘蔗寒冻害风险预警显示, 1 月 23 日-29 日, 7 天有明显低温雨雪冰冻天气, 全区大部甘蔗遭遇寒冻害风险较高。甘蔗寒冻害重度和特重风险区占主要种植区面积的 3.3%, 主要分布在环江、罗城、河池市辖区等地局部蔗区; 中度风险区占 56.2%, 主要分布在柳州、来宾、贵港、钦州等市以及上林、横州、田阳、德保、上思等县市的蔗区。据泛糖调研信息显示, 低温多雨天气不利于甘蔗糖分累积。所调研糖厂普遍反馈甘蔗含糖分较近年同比偏低 1%-1.5%。截至 1 月中下旬, 全区产糖率约为 12%, 天气预报显示后期广西出现阴雨天气的概率仍然较多, 因此调低广西 2023/24 榨季产糖量区间 11.9%-12.2%。

目前，制糖集团大多已完成 2023/24 榨季中期估产工作，柳州、来宾蔗区的甘蔗产量较榨季初期的预估有所调增；而南部蔗区糖厂则略微调减入榨量预估。据泛糖调研显示，在本榨季广西食糖实现修复性增产，但受开榨期间多雨、霜冻等不利天气及甘蔗砍运秩序等多重因素影响，产糖率估值调低至 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，较上期预估值（595-618 万吨）调减 8-10 万吨。

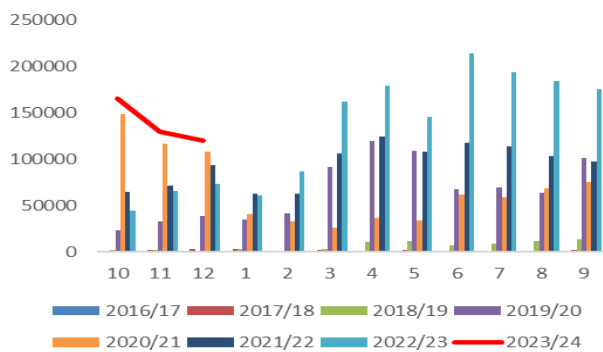
## 六、食糖边际进口压力仍存，关注配额内利润&进口量

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。关注国内外价差变化对配额内进口利润的影响，该变化将进一步影响近月食糖进口数量。

图 27：糖浆及预拌粉月度进口量

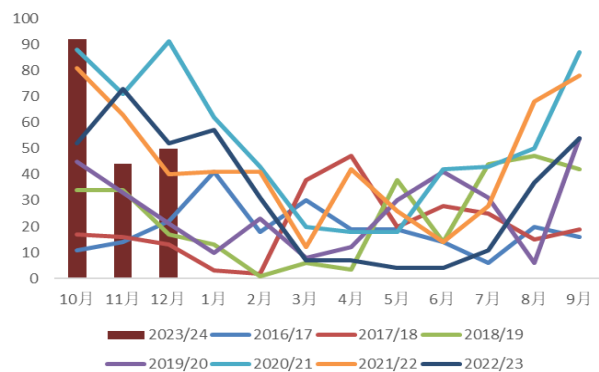
单位：万吨



数据来源：银河期货，新闻整理

图 28：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，巴西新榨季产量预期以及印度糖产预估以及乙醇政策或将成为新驱动。市场此前一致预期高制糖比及产能的增加或将进一步抬升巴西食糖产量，而目前市场聚焦于天气风险对糖产增幅不及预期的担忧。受去年 12 月巴西中南部降雨偏低或将拖累糖分的累积，与此同时，巴西制糖比仍存较大优势、制糖比或有进一步抬升的可能，因此巴西新榨季糖产情况仍有较大不确定性。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，累库周期叠加进口糖及替代品集中供应，国内食糖供应端充足。反观需求端，春节的备货需求为现货市场带来有效支撑，现货市场消费情况良好、高于市场预期，1 月产销数据表现良好推动盘面上行。节后即将迎来食糖传统销售淡季，不过考虑到产区和销区库存维持偏低水平、且现货市场需求尚可，节后或将迎来淡季不淡的情况。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。

## 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