

## 国内下游需求支撑糖价 原糖走势决定郑糖上行空间

### 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

#### 1 月国内外行情回顾：

1 月 ICE 原糖与郑糖盘面整体呈现震荡上行走势，外盘涨幅强于内盘。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上涨。具体来看，巴西本榨季糖生产基本结束，而北半球减产况较基本符合预期、此前已在盘面有所体现，巴西雨季降雨偏少引发市场对下一榨季甘蔗生产情况的担忧，原糖上行。反观国内，国产糖处于生产阶段、季节性供应压力仍在，产区和销区库存维持偏低水平。需求端一直保持着贸易商和终端的刚需采购，对糖价有所支撑，各大糖企顺势报价、区间有所上行。

#### 国内外行情展望：

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，春节的备货需求为现货市场带来有效支撑，产区和销区库存维持偏低水平。需求端一直保持着贸易商和终端的刚需采购，叠加外盘走强，对糖价有所提振，各大糖企顺势报价、区间有所上行。原糖回调后郑糖或将有所回落，考虑到现货市场需求尚可，节后或将迎来淡季不淡的情况，预计郑糖或将维持震荡走势。

#### 策略推荐：

1. 单边：天气风险推动原糖冲高至 25 美分高位后回落，而郑糖此前在原糖上行驱

动下、被动上涨，预计原糖回调后郑糖或将有所回落，考虑到现货市场需求尚可，节后或将迎来淡季不淡的情况，预计郑糖或将维持震荡走势。

2. 套利：观望

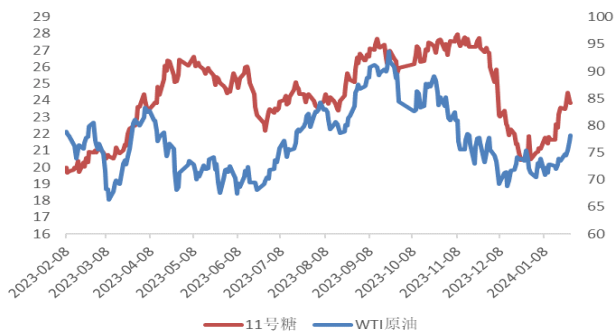
3. 期权：卖出 SR405C6600 期权&卖出 SR405P5800 期权已平仓。(以上观点仅供参考，不作为入市依据)

## 第二部分 基本面情况

### 一、 国内外行情回顾

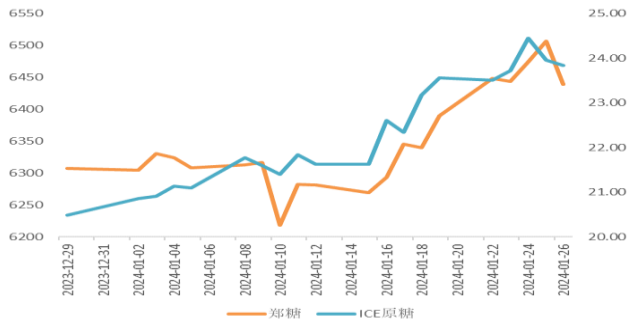
1 月 ICE 原糖与郑糖盘面整体呈现震荡上行走势，外盘涨幅强于内盘。国内外基本面无明显变化，国际主要以交易天气预期为主，而国内则被动跟随原糖上涨。具体来看，巴西本榨季糖生产基本结束，而北半球减产况较基本符合预期、此前已在盘面有所体现，巴西雨季降雨偏少引发市场对下一榨季甘蔗生产情况的担忧，原糖上行。反观国内，国产糖处于生产阶段、季节性供应压力仍在，产区和销区库存维持偏低水平。需求端一直保持着贸易商和终端的刚需采购，对糖价有所支撑，各大糖企顺势报价、区间有所上行。

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。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 12 月底巴西全国原糖库存约为 855 万吨，同比增加 411 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。

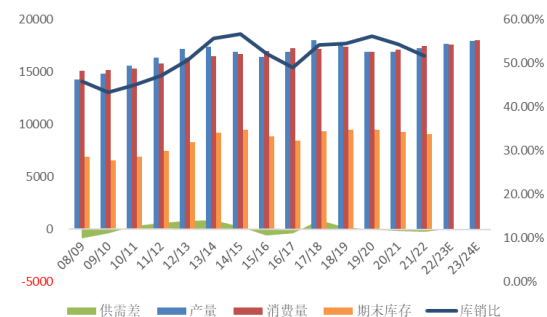
展望下个榨季，巴西和印度降雨偏少引发市场对下个榨季糖产量的担忧。巴西的传统雨季从去年 11 月直至目前的降水情况大幅低于正常水平，市场担忧低降雨或将导致新榨季巴西糖产量的减少。市场普遍预计巴西下

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。

各大机构纷纷上调巴西 2023/24 榨季糖产评估，预计 2024/25 榨季三大主产国糖产量或将同比下行。Datagro 还预计泰国 2024/25 榨季食糖产量为 800 万~850 万吨，较上榨季下降约 25%。Czarnikow 预计，因巴西天气以及泰国降雨状况良好，2023/24 榨季全球食糖将小幅过剩 160 万吨。2023/24 榨季的全球食糖总产量将达到 1.797 亿吨，较此前预测增加 130 万吨；消费量预计为 1.781 亿吨。咨询公司 Datagro 于 1 月中旬发布的报告预测显示，预计巴西中南部地区 2024/25 榨季甘蔗压榨量为 6.2 亿吨；食糖产量将跃升至创纪录的 4310 万吨，因糖厂计划优先生产利润更高的糖而非乙醇，制糖比预计为 52.4%。预计 2023/24 榨季巴西中南部地区食糖产量将达 4223 万吨。市场机构 hEDGEpoint Global Markets 于 1 月 9 日发布的一份报告中称，预计干燥天气将令巴西中南部地区 2024/25 榨季的甘蔗产量下降。该机构预计巴西中南部地区 2024/25 榨季甘蔗产量为 6.2 亿吨，较此前预估的产量 6.4 亿吨下调；甘蔗单产将同比下降 6%，因土壤湿度下降；产糖量为 4170 万吨。预测巴西中南部地区 2023/24 榨季甘蔗产量为 6.515 亿吨，较此前的预测有所上调，因干燥的天气令糖厂开榨时间较往年延长；产糖量为 4220 万吨；糖出口量为 3300 万吨。

图 3：ISO 对全球食糖供需格局的预估

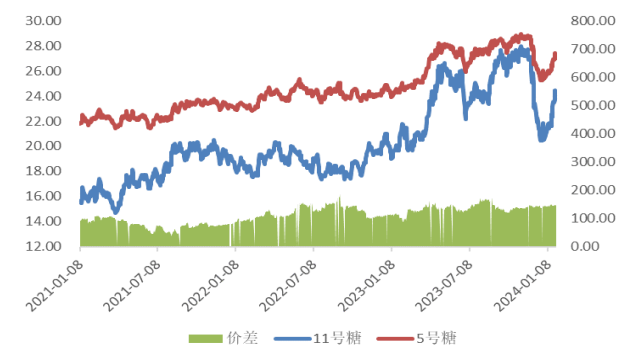
单位：万吨



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：23/24 榨季巴西糖产量创纪录，而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。

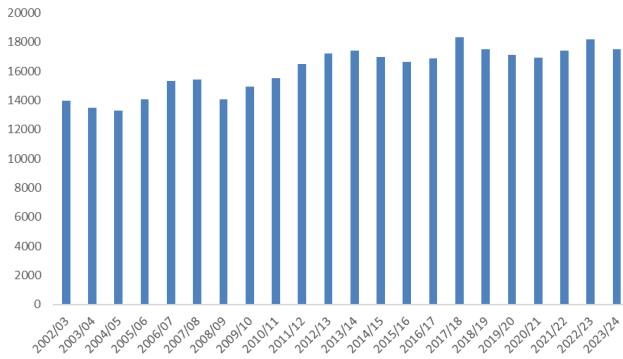
巴西双周报显示，1 月上半月，巴西中南部地区甘蔗入榨量为 111 万吨，较去年同期的 44 万吨增加了 67 万吨，同比增幅达 152.347%；甘蔗 ATR 为 133.58kg/吨，较去年同期的 131.06kg/吨上涨 2.52kg/吨；制糖比为 34.16%，较去年同期的 35.34%下降 1.18%；产乙醇 3.38 亿升，较去年同期的 2.08 亿升增加了 1.3 亿升，同比增幅达 62.41%；产糖量为 4.8 万吨，较去年同期的 1.9 万吨增加了 2.9 万吨，同比增幅达 148.63%。2023/24 榨季截至 1 月上半月，巴西中南部地区累计入榨量为 64537.6 万吨，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 24 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量从此前一周的 79 艘上升至 88 艘。港口等待装运的食糖数量为从此前一周的 324.02 万吨上升至 349.05 万吨。在当周等待出口的食糖总量中，高等级原糖（VHP）数量为 320 万吨。桑托斯港等待出口的食糖数量为 256.69 万吨，帕拉纳瓜港等待出口的食糖数量为 63.7 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

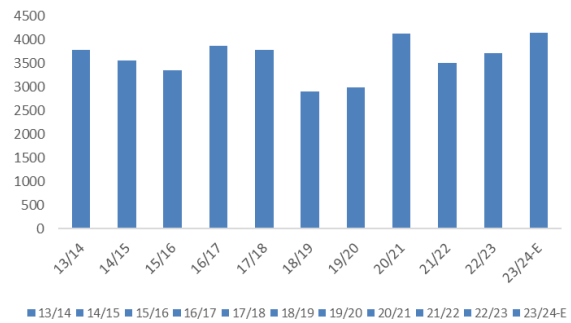
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISO

图 6: 巴西食糖产量

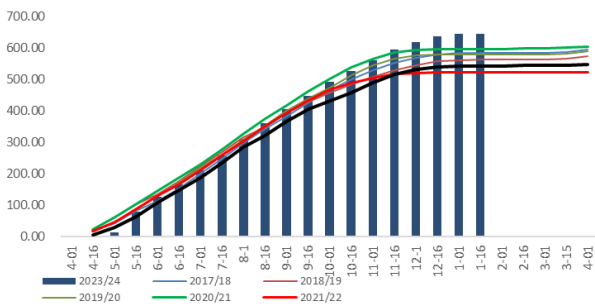
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 7: 巴西中南部累计甘蔗压榨量

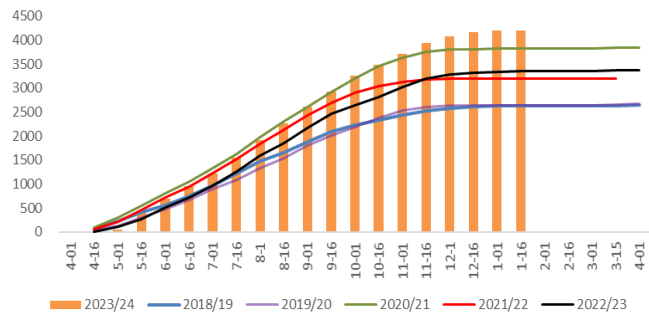
单位: 百万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 8: 巴西中南部累计产糖量

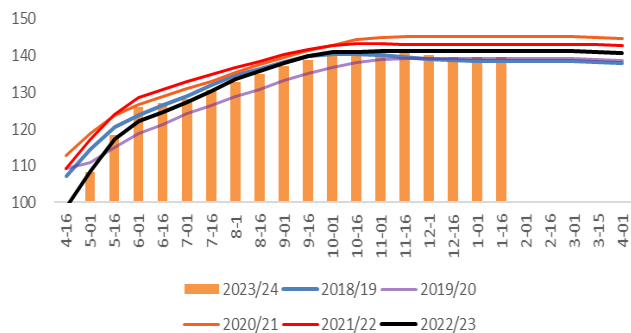
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 9: 巴西中南部累计出糖率

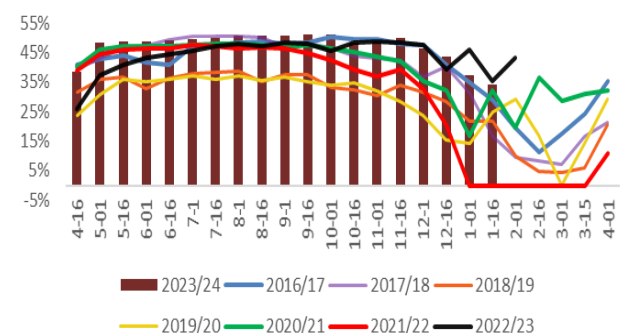
单位: kg/t



数据来源: 银河期货, UNICA

图 10: 巴西中南部双周制糖比

单位: %

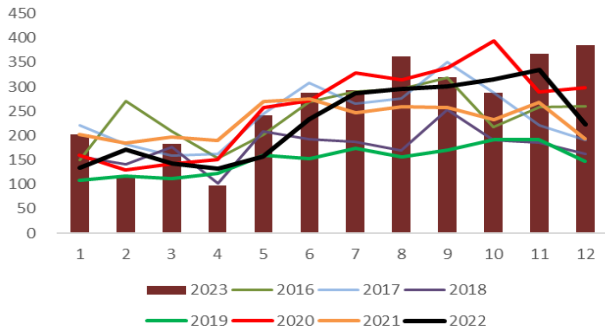


数据来源: 银河期货, UNICA



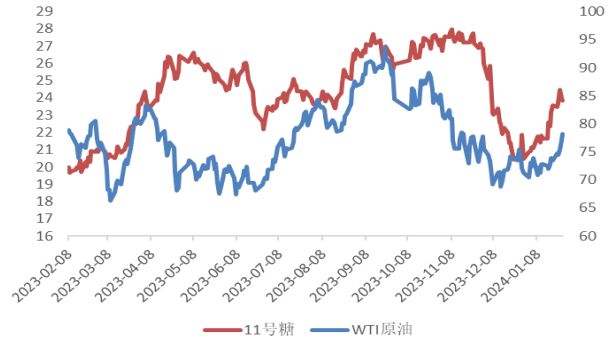
图 11: 巴西出口

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

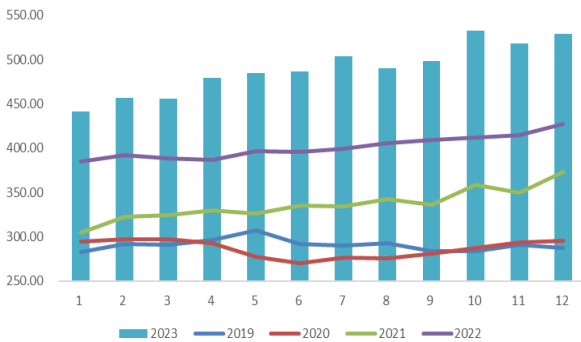
图 12: 原油原糖期价走势



数据来源: 银河期货, WIND

图 13: 巴西食糖月度出口均价

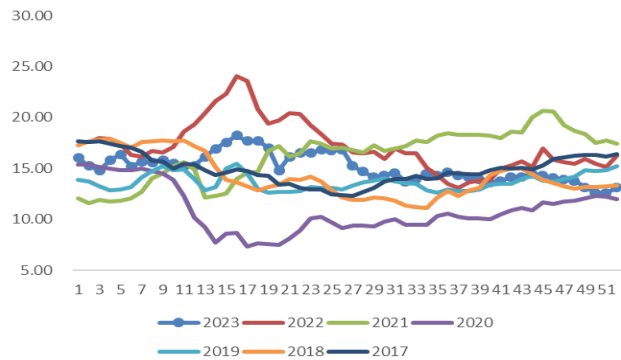
单位: 美元/吨



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

#### 四、国际糖市：印度出口受减产影响预计维持低位，泰国减产幅度符合市场预期

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至 5~10%。据印度糖厂联合会(NFCSF)最新公布的数据显示，2023/24 榨季截至 1 月 15 日，印度共

有 511 家糖厂开榨，同比下降 8 家；甘蔗入榨量为 1.56 亿吨，同比下降 0.12 亿吨，降幅 7.69%；产糖量为 1487 万吨，同比下降 113 万吨，降幅 7.6%。其中，马邦共有 197 家糖厂开榨；甘蔗入榨量为 5483.9 万吨；产糖 510 万吨。北方邦共有 120 家糖厂开榨；甘蔗入榨量为 4656.6 万吨；产糖 461 万吨。卡邦甘蔗入榨量为 3229.2 万吨；产糖 310 万吨。

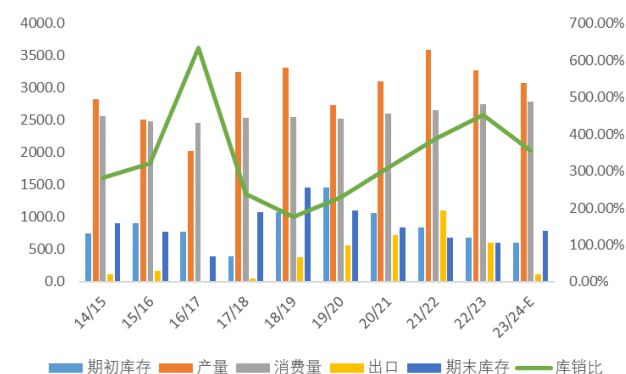
受降雨增加的影响，印度糖产高于此前预期，各主产邦 23/24 榨季糖产预估上调 5%-10%。ISMA 会长建议乙醇分流量应额外增加 100-120 万吨，国内供应仍可满足。若本榨季食糖产量在 3250-3300 万吨，那么去除乙醇分流的 170 万吨，在满足国内食糖消费的背景下，印度仍有 300 万吨左右的食糖可供出口或制醇。此前 OMC 已大幅上调本年度 C 糖蜜为原料的乙醇价格，从 49.41 卢比/升上调至 56.28 卢比/升；甘蔗汁乙醇暂时没有变动。我们将乙醇换算成糖价来看，目前甘蔗汁乙醇折合成原糖价格为 24-25 美分/磅。简而言之，制醇利润不亚于制糖，甚至高于制糖。不排除印度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。截至 2024 年 1 月 15 日，泰国累计压榨甘蔗 2982 万吨，同比-7%；产糖 277 万吨，同比-18%；含糖率 11.45%，同期为 12.55%。

图 15: 印度食糖供需

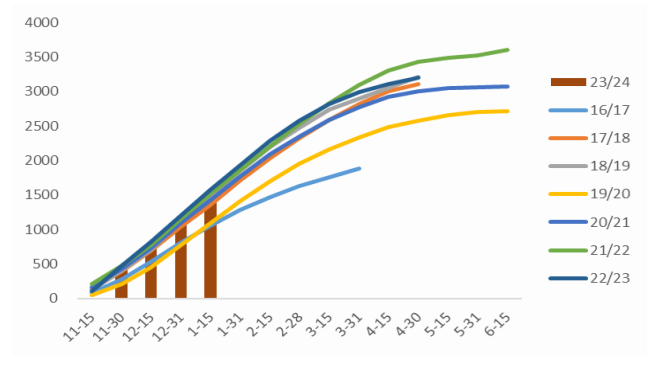
单位: 万吨



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

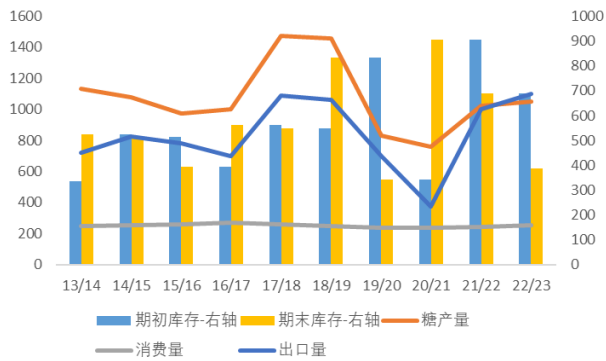


数据来源：银河期货，ISMA



图 17：泰国食糖供需

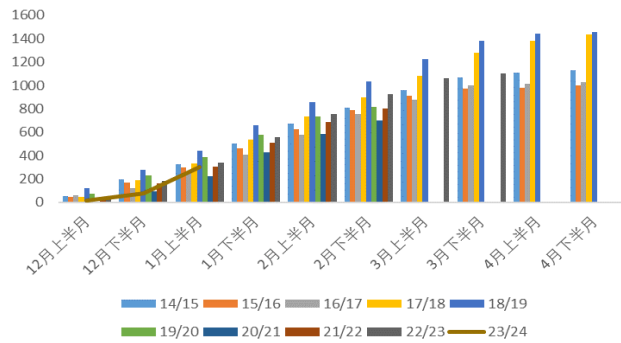
单位：万吨



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

## 五、国内糖市：春节备货支撑现货价格

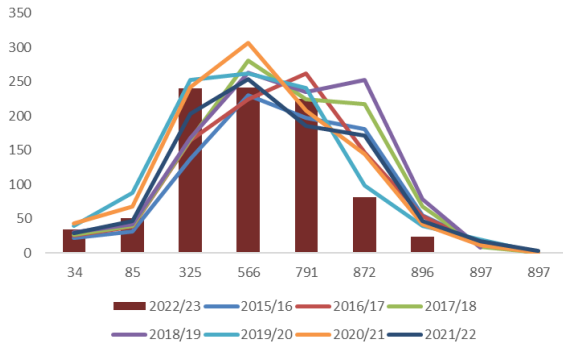
截至 12 月底，2023/24 年制糖期（以下简称本制糖期）甜菜糖产区内蒙古糖厂和黑龙江糖厂已全部停机；甘蔗糖厂进入生产旺季。制糖期全国共生产食糖 319.51 万吨，同比减少 6 万吨。全国累计销售食糖 169.82 万吨，同比增加 20 万吨；累计销糖率 53.2%，同比加快 7.2 个百分点。

春节的备货需求为现货市场带来有效支撑，产区和销区库存维持偏低水平。需求端一直保持着贸易商和终端的刚需采购，叠加外盘走强，对糖价有所提振，各大糖企顺势报价、区间有所上行。

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 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 12 月底，广西第三方库存 71.10 万吨，同比减少 15 余万吨；截至 12 月底，云南第三方库存 6.19 万吨，同比减少近 2.5 余万吨。

图 19: 全国月度食糖产量

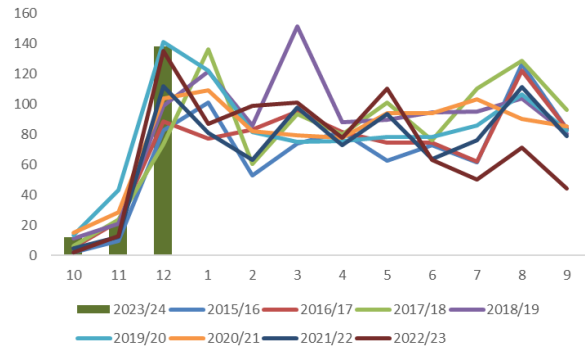
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 20: 全国月度食糖销量

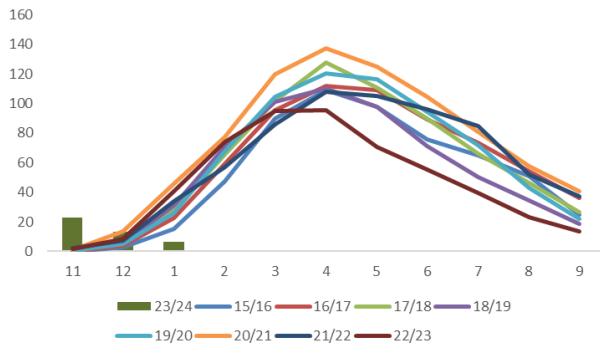
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 21: 云南第三方库存

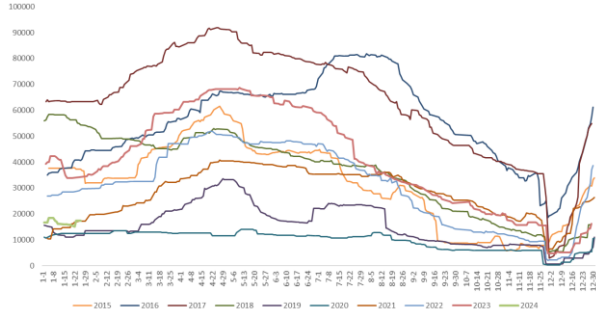
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 22: 白糖仓单

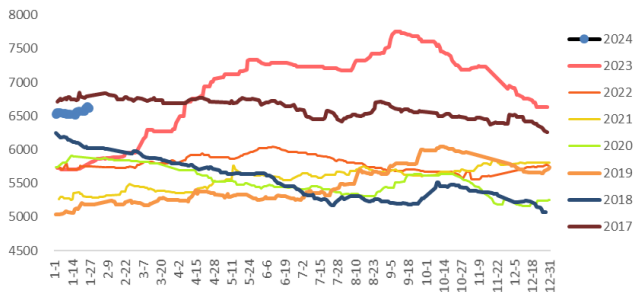
单位: 张



数据来源: 银河期货, WIND

图 23: 柳州白糖现货价

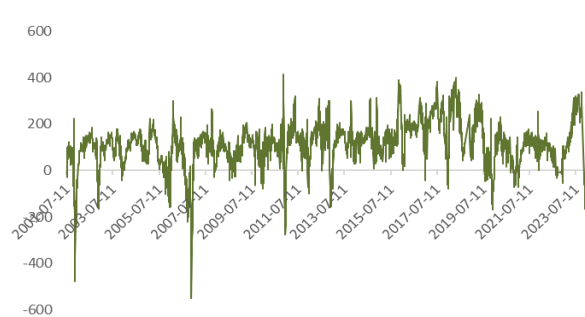
单位: 元/吨



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

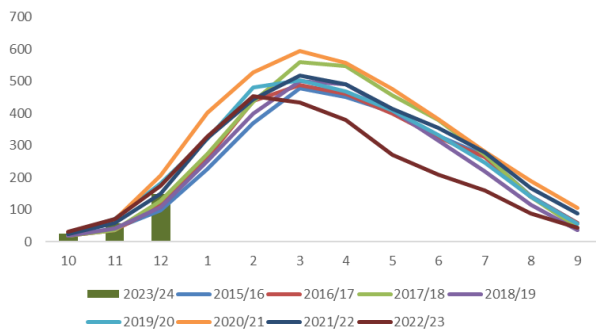
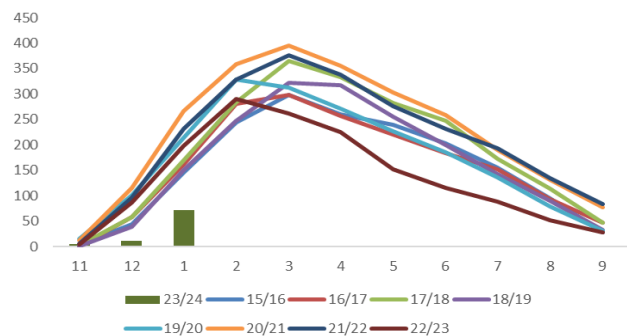


图 26: 广西第三方库存

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

数据来源: 银河期货, WIND

## 六、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。泛糖产业研究预计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。

## 七、食糖边际进口压力仍存, 关注配额内利润&进口量

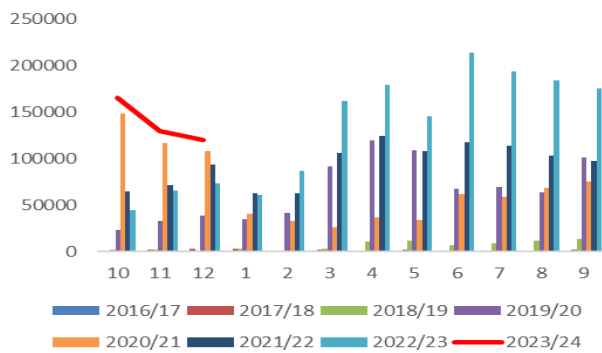
2023 年 12 月我国进口食糖 50 万吨, 同比-4%, 1-12 月累计进口 397 万吨, 同比-25%。1 月仍有 60-80 万吨左右的高量进口糖, 进口边际供应仍然较为充足。糖浆及预拌粉进口 12 万吨, 同比增加 4.67 万吨, 增幅 63.71%。2023 年 1-12 月累计进口食糖 397 万吨, 同比减少 129.89 万吨, 降幅 24.7%; 进口税则号 170290 项下三类商品

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

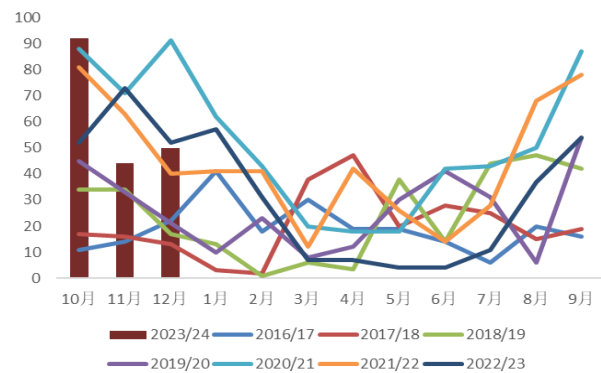
单位：万吨



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，春节的备货需求为现货市场带来有效支撑，产区和销区库存维持偏低水平。需求端一直保持着贸易商和终端的刚需采购，叠加外盘走强，对糖价有所提振，各大糖企顺势报价、区间有所上行。原糖回调后郑糖或将有所回落，考虑到现货市场需求尚可，节后或将迎来淡季不淡的情况，预计郑糖或将维持震荡走势。

1. 单边：天气风险推动原糖冲高至 25 美分高位后回落，而郑糖此前在原糖上行驱动下、被动上涨，预计原糖回调后郑糖或将有所回落，考虑到现货市场需求尚可，节后或将迎来淡季不淡的情况，预计郑糖或将维持震荡走势。
2. 套利：观望
3. 期权：卖出 SR405C6600 期权&卖出 SR405P5800 期权已平仓。（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