

白糖年报

2023 年 12 月 24 日

倒转青天作湖底

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

2023 年国内外行情回顾：

2023 年供需缺口以及贸易流紧张问题推动国内外糖价大幅上行、走出牛市，而在 2023 年的最后一个月，利多消息出尽后原糖并未再创新高，多国上调产量预期、国际供需缺口收窄，原糖受到重挫、大幅下行。国内处于食糖供应高峰，销区库存薄弱、主要以按需采购为主。受原糖骤跌影响，郑糖价格亦有所走弱，不过下方受到成本支撑的作用，跌幅不及原糖，当前维持偏弱震荡走势。

国内外行情展望：

从国际糖市来看，高糖价已促进巴西、中国等多国扩大产能、增加糖供应，与此同时亦抑制部分需求。巴西、中国、欧洲的食糖增产足以抵消印度和泰国产量的下修，预计全球产需预期过剩。此前 28 美分的高位或已成为周期顶点，预计 2024 年 ICE 原糖运行区间为 19-26 美分/磅，密切关注各主产国天气、生产情况及政策调整。

下方支撑位判断：（1）印度出口成本 20 美分/磅左右（国际市场需要争取印度出口以达到贸易流的供需平衡，就意味着国际糖价至少应在印度生产成本之上运行）。（2）巴西泰国成本 18 美分/磅左右。

从国内糖市来看，新榨季国产糖恢复性增产、进口糖弥补供需缺口格局不改，因此国内外糖价联动仍将存在，而政策调控亦会影响盘面锚定准则。若原糖价格维持在 19-22 美分区间，那么郑糖的下方或以配额内进口成本价格或者国内制糖成本为支撑，而上方空间则为配额外成本价格视为顶部；若原糖价格重回 25 美分左右，那么我们认为配额内进口成本或为郑糖阶段性顶部。

策略推荐：

1. 单边：盘面易受阶段性扰动有所反弹，长期建议逢高沽空思路；
2. 套利：关注 5-9 反套机会。

风险点：天气扰动，各国产业政策，宏观政策等。

目录

一、	国内外行情回顾	5
二、	国际糖市主要矛盾——供需紧平衡转向宽松	6
(一)	主要驱动：巴西增产弥补供需缺口	8
1.	各机构纷纷上调巴西丰产预期	8
2.	当前压榨进度较好，累计增产幅度稳定在 20%左右	9
3.	高糖醇价差支撑高制糖比	11
4.	堵港预期有所缓解，高库存将随着出口释放而流向市场	12
(二)	相对明牌：泰国减产幅度或受天气转好而有所改善	13
(三)	重要变量：不确定的印度制糖&出口政策	16
1.	厄尔尼诺导致印度 2023/24 榨季食糖预计减产	16
2.	若乙醇分流糖量减少，本榨季印度仍有可能出口	18
3.	印度糖出口平价为原糖下方寻找支撑	19
4.	印度甘蔗供应不足或不利于乙醇生产工作	19
三、	国产糖的路在何方——价格如何锚定	20
(一)	郑糖价格如何锚定	20
(二)	长周期：新榨季国产糖增产不改供需缺口仍存	21
(三)	中周期：内外价差犹在，进口糖结构如何改变	23
(四)	短周期：陈糖结转库存偏低，终端补库尚未显现	25
四、	行情展望及策略推荐	26
(一)	行情展望	26
(二)	策略推荐	27

第二部分基本面情况

一、 国内外行情回顾

2023 年国内外糖市盘面走势大致可分为四个阶段来看，具体如下：

第一阶段（1-4 月）：国内外糖市大涨阶段。国际方面，受益于北半球（印度、泰国、中国等）大幅下调减产预期，2022/23 榨季全球糖市格局由过剩预期转向供不应求。产量下滑叠加印度出口配额政策的不明朗，以及巴西出口堵港问题，导致短期贸易流紧张，提振原糖大幅上行。在此背景下，外盘上涨推高进口成本的上行，国内进口量大幅下滑，叠加国内广西减产定格，供应紧张提振郑糖上行。

第二阶段（5-6 月）：国内外糖价高位震荡阶段。巴西天气干燥推动 2023/24 榨季丰产预期，堵港问题无加剧迹象。虽然厄尔尼诺时间有所发酵，但是考虑到当前主要以巴西丰产作为主基调，原糖上涨压力开始逐步显现。国内方面，消费不及预期，叠加原糖在高位盘整限制郑糖涨幅，因此郑糖亦维持高位震荡走势。

第三阶段（7 月-10 月）：原糖震荡上行、郑糖上行后高位盘整。国际方面，北半球减产预期再次成为盘面主导，印度和泰国自 8 月以来受厄尔尼诺天气影响、降雨降至近年来最低水平，持续干旱导致单产下降，印度和泰国持续下调产量和出口预期，印度并于三季度末出现禁止食糖出口的消息，以上种种再度拉动原糖大幅走强。反观国内，原糖走强对郑糖有一定刺激作用，叠加旺季备货，库存得到进一步消化，广西糖库存处于历史低位，低库存和原糖走强推动郑糖上行、并于 9 月初达到最高点，而后受放储等消息的影响，价格一直维持高位震荡走势。

第四阶段（11 月-至今）：国内外糖价快速下行。国际方面，供应缺口以及贸易流紧张问题推动原糖维持高位运行，在利多消息出尽后原糖并未再创新高，CONAB 大幅上调巴西产量、国际供需缺口收窄，原糖受到重挫、大幅下行。国内处于食糖生产期，随着糖厂开榨数量的增加，新糖供应增多，销区库存薄弱、主要以按需采购为主。受原糖骤跌影响，郑糖价格亦有所走弱，不过下方受到成本支撑的作用，跌幅不及原糖。

图 1: ICE11 号糖与 CZCE 郑糖价格走势



数据来源：银河期货，WIND

二、 国际糖市主要矛盾——供需紧平衡转向宽松

全球供需格局由短缺向过剩预期转变，主要是受到巴西大幅增产预期的影响。CONAB 预计 2023/24 榨季甘蔗产量达 6.776 亿吨,同比增长 11%。与此同时,印度食糖政策摇摆不定,ISMA 于 12 月 15 日最新预估印度 2023/24 榨季糖产量为 3250 万吨,印度政府决定准许本榨季至多有 170 万吨糖用于生产乙醇。因此,在扣除乙醇分流后的食糖产量大概为 3080-3200 万吨,除去国内消费,预计产销差为 300-400 万吨。泰国本榨季甘蔗产量随着天气的转好或较之前减产预期有所好转。目前各机构平均预计泰国糖产量将降至 800-900 万吨水平,预计出口降至 500-600 万吨水平。

印度出口假设：(1) 假设印度不出口、选择囤货累库，那么除印度外的国际糖市供应同比将有所减少，与此同时，国际糖市对巴西糖的依赖将进一步增加，预计巴西糖出口或将占国际贸易比例 50%左右。届时，巴西物流及运输风险或将对加剧国际贸易流的阶段性风险。从原白糖价差的角度来看，国际白糖贸易或将有所短缺，而国际原糖贸易则由于巴西连续两个榨季的丰产预期影响，在 24 年 Q1 出现过剩现象，届时，原白糖溢价预计将继续维持高位，从而对原糖价格有所支撑。而在 24 年 Q2（历年 Q2 为白糖需求高峰、原糖供应青黄不接），原、白糖皆出现短缺情况。而在 24 年 Q3，随着 24/25 榨季巴西糖供应高峰的来临，原糖供应充足将再度来临。

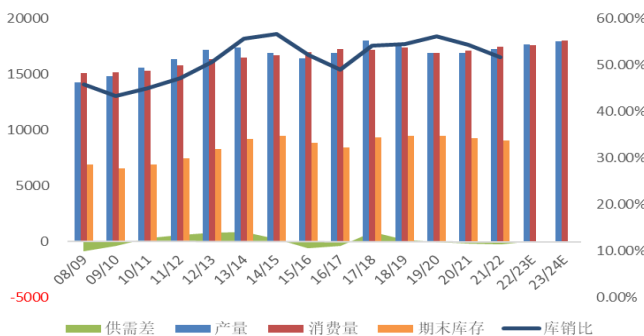
(2) 假设印度出口食糖，那么国际糖市或将面临累库情况；(3) 假设印度进口食糖，那么国际糖市或将面临紧平衡甚至产生供给缺口的情况。

高糖价已促进巴西、中国等多国扩大产能、增加糖供应，与此同时亦抑制部分需求。巴西、中国、欧洲的食品糖增产足以抵消印度和泰国产量的下修，预计全球产需预期过剩。此前 28 美分的高位或已成为周期顶点，预计 2024 年 ICE 原糖运行区间为 19-26 美分/磅，密切关注各主产国天气、生产情况及政策调整。

下方支撑位判断：(1) 印度出口成本 20 美分/磅左右（国际市场需要争取印度出口以达到贸易流的供需平衡，就意味着国际糖价至少应在印度生产成本之上运行）。(2) 巴西泰国成本 18 美分/磅左右。

图 2：ISO 对全球食糖供需预估

单位：万吨



数据来源：银河期货，ISO

图 3：各机构对本榨季全球食糖供需缺口预估

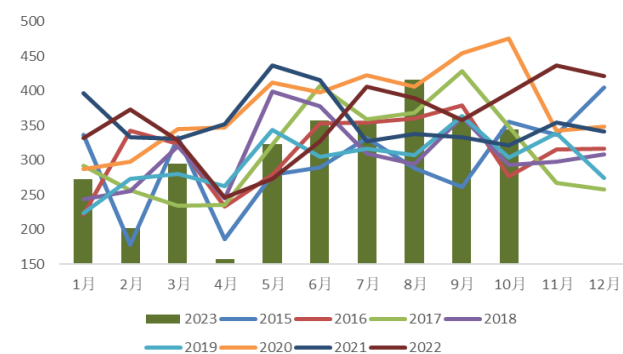
单位：万吨

万吨	Greengool	Czarnikow	StoneX	Covrig Analytics	ISO	Alvean
1月						
2月	-110	550				
3月		480				
4月		270				
5月		-10	130			
6月		-30				
7月		-80	30			
8月				-220	-212	-540
9月		-110				
10月		-320				
11月		20	-30	-240	-33	
12月						

数据来源：银河期货，新闻整理

图 4：三个主产国食糖月度出口

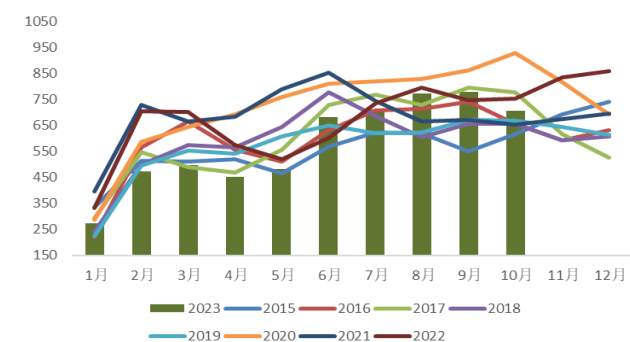
单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA,ISMA,OSCB

图 5：三个主产国食糖累计出口

单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA,ISMA,OSCB

图 6：全球主产国产量预估

单位：万吨

	2022/23	2023/24预估	产量变化
巴西中南部	3370	4200	830
印度	3280	3080	-200
泰国	1103	880	-223
欧盟	1470	1553	83
中国	896	980	84
总和	10119	10693	574

数据来源：银河期货

（一）主要驱动：巴西增产弥补供需缺口

1. 各机构纷纷上调巴西丰产预期

各机构纷纷上调本榨季巴西增产数量，其中 CONAB 第三次估产较第二次估产增加 600 万吨。CONAB 于 11 月进行的第三次估产中大幅上调巴西总糖产至 4688 万吨，中南部产量 4322 万吨，较 8 月上次预估值上调 600 万吨，同比增产接近 1000 万吨。机构 GreenPool 最新预测显示，预计 2023/24 榨季巴西中南部地区糖产量将在 4050 万吨，创纪录高位，较之前预估值高出 50 万吨。因该地区天气炎热干燥利于甘蔗的收割，并且糖厂将大量甘蔗分配用于制糖。STONEX 调高巴西中南部产量估值，较上月上调 11 万吨，嘉利高最新估产较上次估产上调 210 万吨。

考虑到 CONAB 历年估产与定产仍存一定误差，因此我们依据 UNICA 目前生产数据来推测，本榨季巴西中南部或生产食糖 4130-4180 万吨，折算巴西全国产糖或在 4500 万吨左右，同比增加 800 万吨。

图 7：CONAB 历年估产&定产对比
单位：万吨

巴西产量&定产总量的偏离情况				
	5月	8月	11月	定产
	第一次	第二次	第三次	第四次
2014/15	390.00	269.00	84.00	3559.00
2015/16	386.00	379.00	112.00	3349.00
2016/17	-118.00	128.00	112.00	3969.00
2017/18	83.00	152.00	159.00	3787.00
2018/19	644.00	521.00	269.00	2904.00
2019/20	51.00	198.00	412.00	2990.00
2020/21	-595.00	-191.00	60.00	4125.00
2021/22	385.00	185.00	-123.00	3494.00
2022/23	347.00	-292.00	-41.00	3681.00
2023/24	3877.00	4090.00	4688.00	

数据来源：银河期货，CONAB

图 8：巴西中南部 23/24 榨季食糖生产预估
单位：万吨

	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
4-01	14.19	42.64	81.57	15.76	14.23	19.69	13.77									
4-16	48.97	114.59	152.69	60.35	39.32	145.67	42.14	38.80	142.90	70.40	71.40	34.00	97.10	63.30	12.70	28.80
5-01	98.40	147.79	186.72	155.63	102.40	208.10	94.04	104.30	180.60	112.91	122.70	104.20	202.30	122.40	93.40	98.90
5-16	154.39	188.67	222.71	241.03	195.95	185.78	191.21	121.70	206.00	210.77	190.70	160.50	248.50	238.70	166.80	252.60
6-01	150.89	175.70	230.42	202.02	136.62	179.80	202.38	196.60	168.00	175.31	134.00	187.10	255.70	264.90	231.10	290.20
6-16	177.35	191.28	255.00	259.78	179.52	151.02	232.07	197.30	120.00	237.93	197.80	187.00	256.00	222.70	214.20	255.00
7-1	196.73	198.90	251.12	258.54	263.46	241.74	258.49	250.90	279.00	297.20	227.70	221.20	273.80	292.50	248.70	269.50
7-16	227.66	214.83	277.30	282.59	297.13	254.13	254.89	144.10	284.20	310.10	238.90	194.20	302.00	298.00	297.60	324.10
8-1	169.94	233.88	274.59	265.94	302.81	292.32	233.82	279.00	310.40	341.30	261.50	248.10	344.00	304.70	330.20	368.10
8-16	238.81	184.25	295.86	296.98	333.83	322.92	279.78	286.20	297.90	315.90	171.50	213.00	323.60	299.60	263.50	345.60
9-1	215.54	178.62	264.91	276.29	313.60	297.72	301.82	283.90	253.70	251.60	237.10	252.10	293.40	296.80	313.90	346.10
9-16	209.25	176.59	197.00	284.49	220.67	230.41	250.21	168.30	240.80	312.60	214.70	203.80	320.40	255.40	286.40	311.60
10-01	162.43	215.58	150.10	178.12	279.04	190.72	165.53	238.70	295.00	284.80	128.60	179.70	286.60	224.90	170.00	217.91
10-16	191.74	166.90	192.43	147.64	234.14	246.48	235.25	209.00	224.20	197.80	111.80	191.40	262.10	114.60	183.10	224.70
11-01	123.43	153.96	146.43	127.21	174.23	197.49	204.63	217.20	204.90	188.30	95.80	151.80	173.60	85.80	211.60	235.00
11-16	150.74	124.72	103.18	50.40	183.41	143.26	119.88	119.90	136.60	123.60	88.00	79.10	124.40	62.60	166.50	219.00
12-1	98.38	51.36	26.72	14.33	184.44	88.16	75.87	70.40	113.70	73.40	52.80	34.80	43.10	16.00	103.00	139.90
12-16	23.99	35.71	6.99	3.53	11.00	23.43	37.10	63.60	36.20	50.60	41.90	5.90	8.50	1.90	29.80	100.00
1-01	4.94	7.10	0.84	1.22	1.39	0.83	11.86	38.30	12.70	11.10	7.20	1.30	1.10	0.00	16.50	50.00
1-16	4.08	4.78	0.24	1.63	0.06	0.23	1.45	2.95	3.50	0.30	1.10	0.40	0.80	0.00	1.90	50.00
2-01	2.37	6.69	0.39	0.64	0.00	0.00	1.35	9.70	1.10	0.40	0.50	0.40	0.20	0.00	1.70	50.00
2-16	1.63	4.19	0.32	0.40	0.64	0.00	0.47	3.20	0.90	0.50	0.20	0.30	2.10	0.00		
3-01	3.86	5.78	0.36	0.23	0.41	0.32	0.17	1.40	2.00	0.50	0.20	0.00	1.90	0.00		
3-15																
4-01									27.00	17.30	13.90	22.70	17.40	1.20		

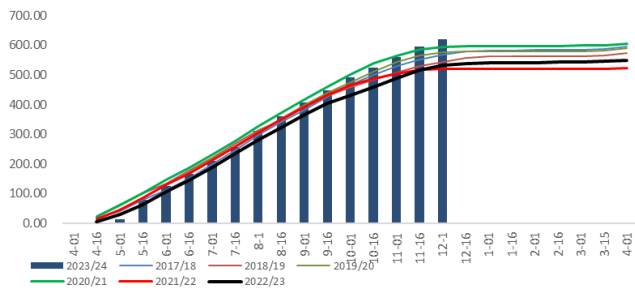
数据来源：银河期货，UNICA

2. 当前压榨进度较好，累计增产幅度稳定在 20%左右

目前巴西糖正处于压榨后期，整体压榨进度良好。由于单产及制糖比的提升，预计本榨季巴西糖较上一榨季增产 20%左右。11 月下半月，巴西中南部地区甘蔗入榨量为 2390.1 万吨，较去年同期的 1635.5 万吨增加了 754.6 万吨，同比增幅达 46.14%；甘蔗 ATR 为 132.07kg/吨，较去年同期的 139.6kg/吨下降了 7.53kg/吨；制糖比为 46.51%，较去年同期的 47.62%下降了 1.11%；产乙醇 12.48 亿升，较去年同期的 8.92 亿升增加了 3.56 亿升，同比增幅达 39.91%；产糖量为 139.9 万吨，较去年同期的 103.6 万吨增加了 36.3 万吨，同比增幅达 35.03%。2023/24 榨季截至 11 月下半月，巴西中南部地区累计入榨量为 61925.7 万吨，较去年同期的 53414.1 万吨增加了 8511.6 万吨，同比增幅达 15.94%；甘蔗 ATR 为 140.25kg/吨，较去年同期的 141.12kg/吨下降了 0.87kg/吨；累计制糖比为 49.32%，较去年同期的 46.02%增加了 3.30%；累计产乙醇 298.53 亿升，较去年同期的 266.85 亿升增加了 31.68 亿升，同比增幅达 11.87%；累计产糖量为 4081.7 万吨，较去年同期的 3305.2 万吨增加了 776.5 万吨，同比增幅达 23.50%。

图 9：巴西中南部累计甘蔗压榨量

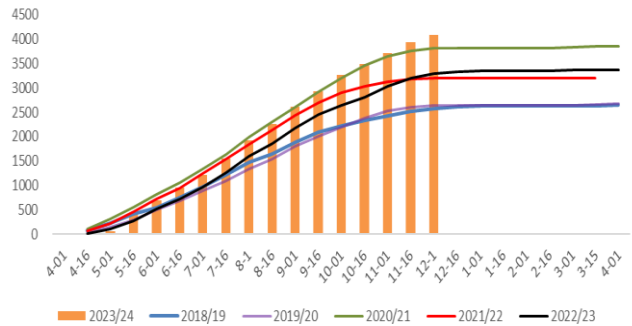
单位：百万吨



数据来源：银河期货，UNICA

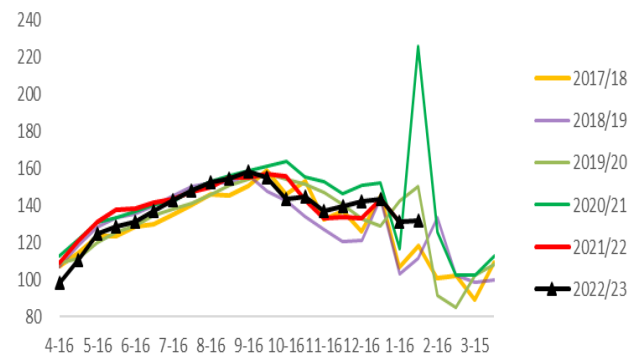
图 10：巴西中南部累计食糖产量

单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

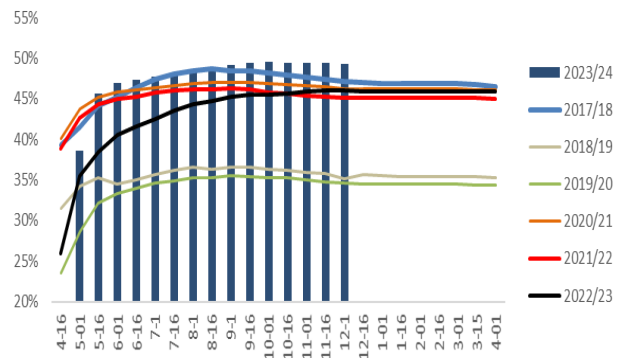
图 11：巴西中南部双周出糖率



数据来源：银河期货，UNICA

图 12：巴西中南部双周制糖比

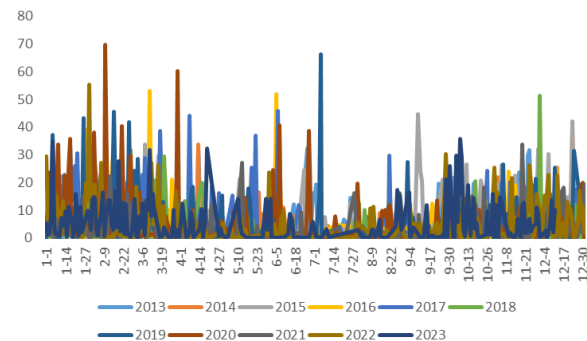
单位：%



数据来源：银河期货，UNICA

图 13：巴西圣保罗降雨

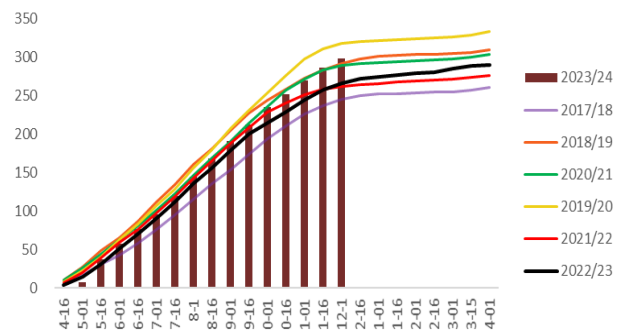
单位：mm



数据来源：银河期货，路透

图 14：巴西中南部乙醇累计产量

单位：亿升



数据来源：银河期货，UNICA

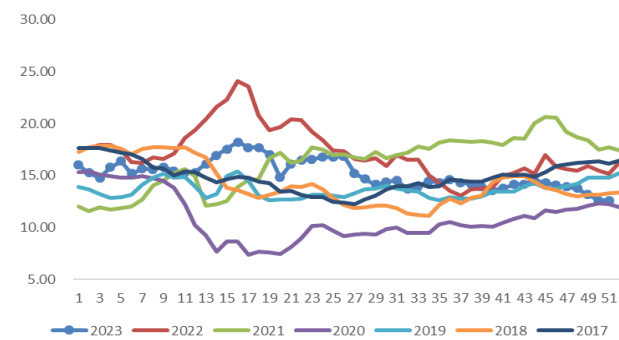
3. 高糖醇价差支撑高制糖比

2023/24 榨季至今，巴西中南部天气除了 4 月和 10 月降雨偏多外，其他月份天气整体偏干燥，这也刺激糖厂生产的快速推进。得益于天气的利好，虽然当前已进入压榨后期，巴西中南部 12 月上旬仍压榨甘蔗 2390 万吨，同比增加 47.29%。

除充足的可供压榨甘蔗量之外，2023/24 榨季巴西中南部糖厂制糖比也较上榨季有所提升。由于巴西新政府对燃料价格控制严格，而国际糖价持续高企，导致用甘蔗制糖的收益远高于乙醇，糖厂最大化用甘蔗制糖，本榨季中南部糖厂双周制糖比持续维持在纪录高位。在此背景下，叠加天气的配合，预计 2023/24 榨季巴西中南部食糖生产维持强劲。

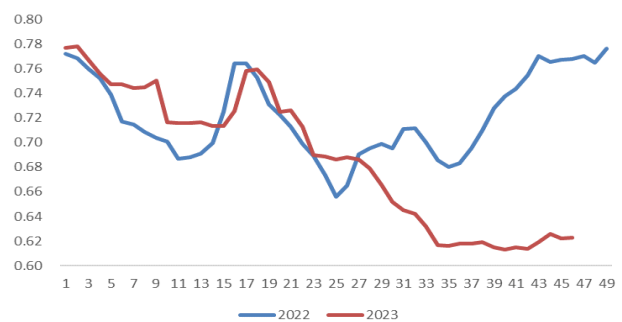
图 15：含水乙醇折糖价价差

单位：美分/磅



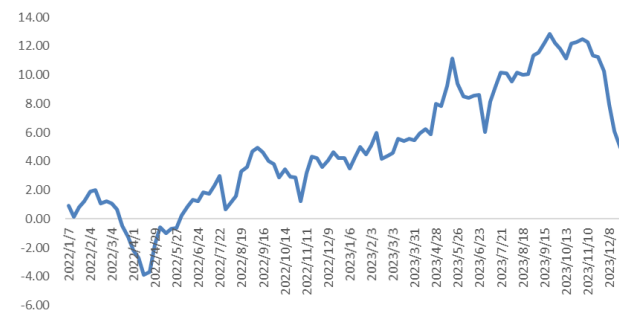
数据来源：银河期货，UNICA

图 16：圣保罗周度醇油比价



数据来源：银河期货，UNICA

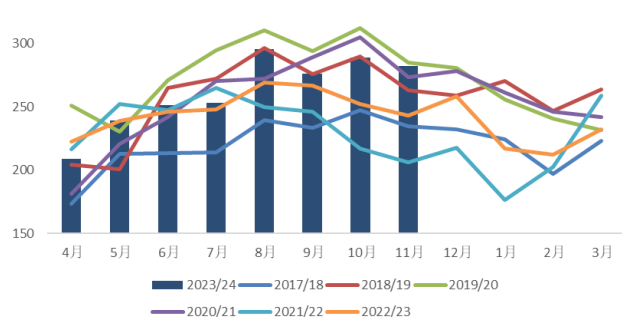
图 17：糖醇溢价



数据来源：银河期货，UNICA

图 18：巴西中南部乙醇销售情况

单位：万立方米



数据来源：银河期货，UNICA

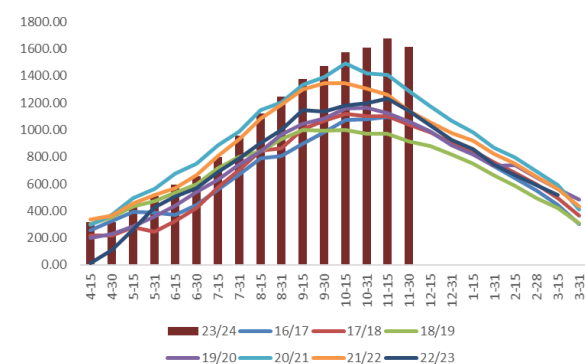
4. 堵港预期有所缓解，高库存将随着出口释放而流向市场

全球糖源供给集中在巴西，相比于高丰产、目前出口量的增幅不及产量增幅，主要是由于此前巴西运力受限的影响。不过近期巴西堵港情况有所缓解，巴西港口等待装运食糖的船只数量和天数环比下降。巴西航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 12 月 20 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 88 艘，此前一周为 105 艘。港口等待装运的食糖数量为 334.1 万吨，此前一周为 472.11 万吨。其中，高等级原糖（VHP）数量为 311.19 万吨。桑托斯港等待出口的食糖数量为 204.88 万吨，帕拉纳瓜港等待出口的食糖数量为 74.5 万吨。巴西对外贸易秘书处（Secex）公布的最新出口数据显示，巴西 11 月出口糖和糖蜜 368.48 万吨，同比增长约 10%。

2023/24 榨季受创纪录产量影响，叠加港口物流瓶颈，巴西库存亦创下新高。截至 11 月末，巴西全国食糖库存近 1613 万吨，同比增加 41.54%，创历史纪录高位；巴西中南部库存 1542.62 万吨，同比增加 42.87%，为近 12 个榨季同期最高位。目前巴西国内库容较为紧张，巴西糖升贴水虽然较前期有所回暖、但是远低于去年同期水平。

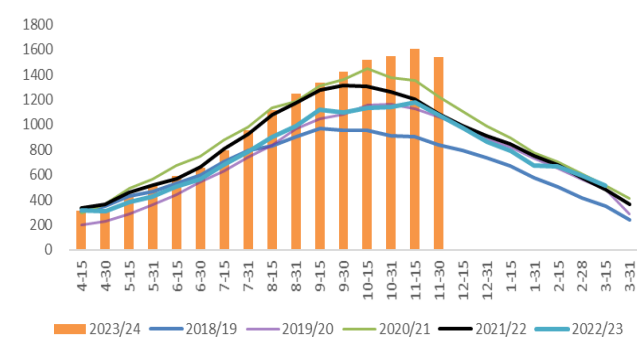
高产量及高库存的背景下，巴西高出口预期较为强烈。尽管巴西港口拥堵可能造成出口时间有所后置，但这仅仅只能影响出口节奏，并不会改变最终的贸易流总量。随着堵港情况的缓解，预计本榨季大量食糖库存或将于 2024 年一、二季度逐步流入国际糖市，从而将在一定程度上弥补北半球出口供应不足的缺口。考虑到本榨季巴西预计增产至少 800 万吨，因此我们预计本榨季或将增加出口 500-700 万吨。

图 19：巴西双周食糖库存单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

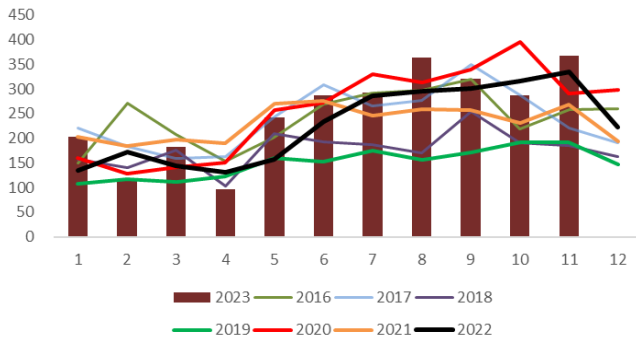
图 20：巴西中南部食糖库存单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

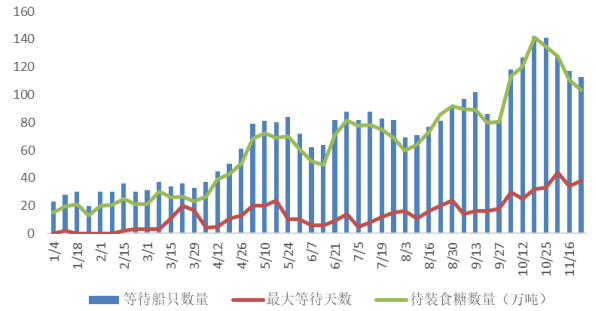
图 21：巴西食糖出口

单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

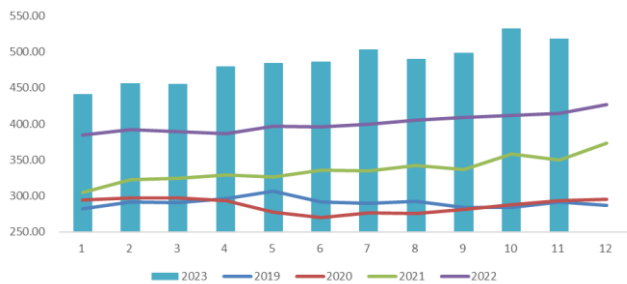
图 22：巴西港口情况



数据来源：银河期货，UNICA

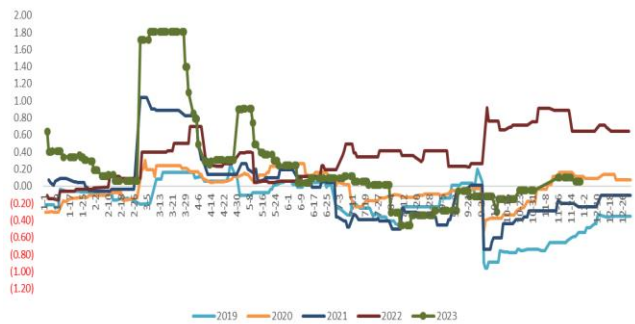
图 23：巴西食糖出口均价

单位：美元/吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 24：巴西糖升贴水



数据来源：银河期货，同花顺

（二）相对明牌：泰国减产幅度或受天气转好而有所改善

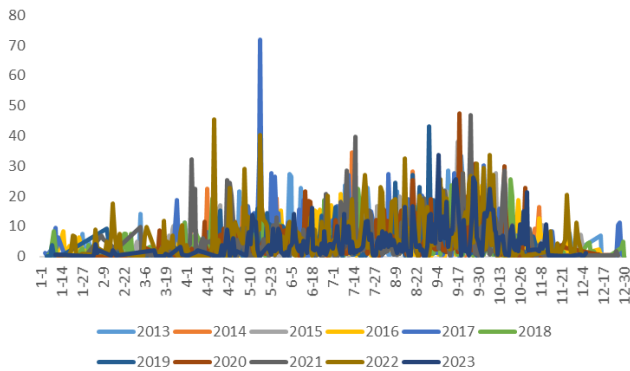
受厄尔尼诺影响，泰国遭遇干旱天气。1-8月的降雨量同比降幅42%，比历史平均值下降约20%；9月份降雨有所改善，9-11月降雨量超过了历史同期均值。据悉，北部和中部已达到去年同期水平，而东北部已恢复至正常水平、略低于去年同期。截至目前虽然甘蔗产区累计降雨量仍低于历史均值水平，但是东北部蓄水量已恢复正常水位，预计随着降雨的恢复，本榨季甘蔗产量或较之前减产预期有所好转。目前各机构平均预计泰国甘蔗产量在7000-8500万吨，糖产量将降至800-900万吨水平。

出口方面，2023/24榨季影响泰国糖出口的决定性因素仍是减产的幅度，由于本榨季产量预期下滑，预计泰国出口降至500-600万吨水平。

就 2024/25 榨季而言，甘蔗种植的高收益预计将超越木薯，或将提升农民种蔗积极性。2022/23 榨季政府公布的甘蔗收购基准价为 1100 泰铢/吨，2023/24 榨季甘蔗收购基准价或将提升至 1300-1500 泰铢/吨。收购价的上调将激发农户种植甘蔗的积极性。

图 25: 泰国中部累计降雨量

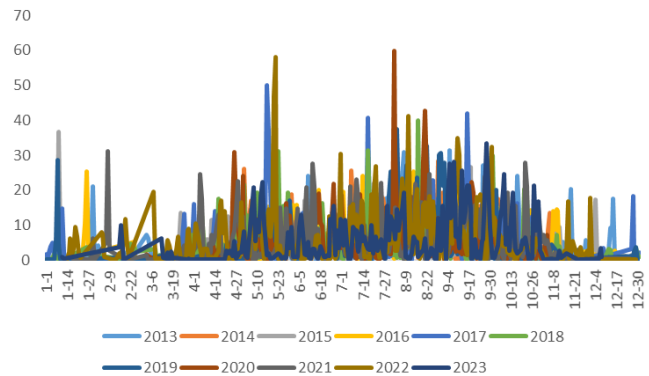
单位: mm



数据来源：银河期货，路透

图 26: 泰国北部累计降雨量

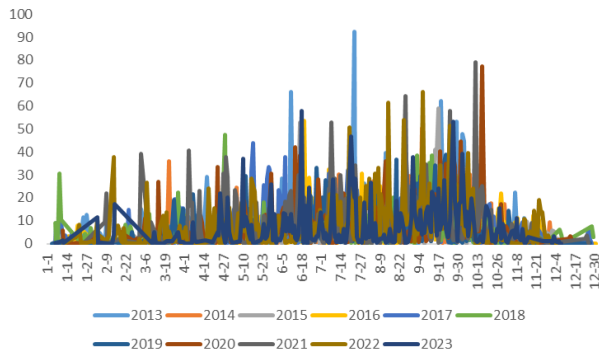
单位: mm



数据来源：银河期货，路透

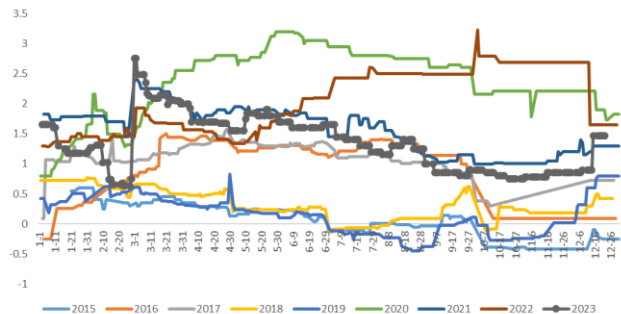
图 27: 泰国东部累计降雨量

单位: mm



数据来源：银河期货，路透

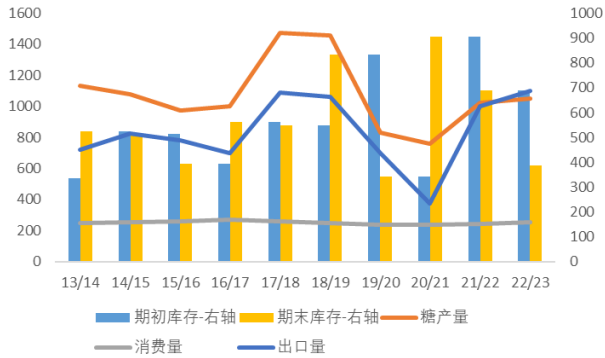
图 28: 泰国糖升贴水



数据来源：银河期货，同花顺

图 29：泰国食糖供需

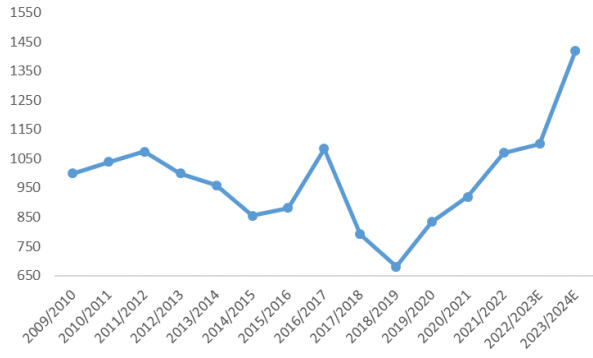
单位：万吨



数据来源：银河期货，OCSB

图 30：泰国甘蔗收购价

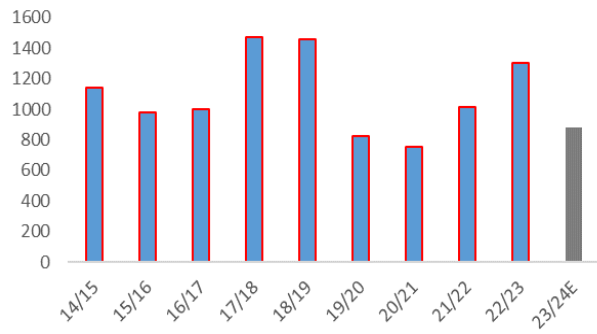
单位：泰铢/吨



数据来源：银河期货，OCSB

图 31：泰国食糖产量

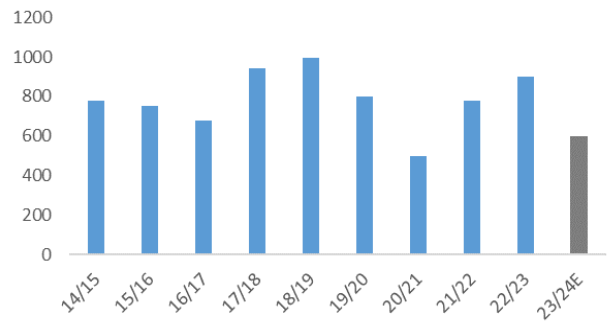
单位：万吨



数据来源：银河期货，OCSB

图 32：泰国食糖出口

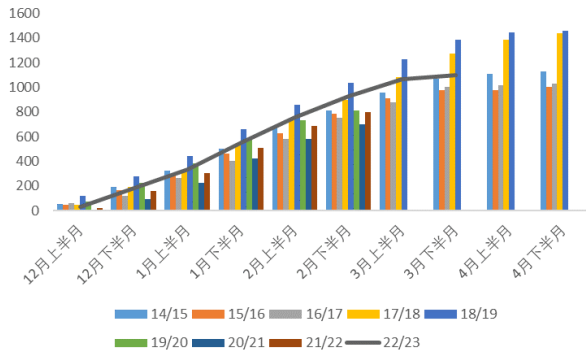
单位：万吨



数据来源：银河期货，OCSB

图 33：泰国双周食糖产量

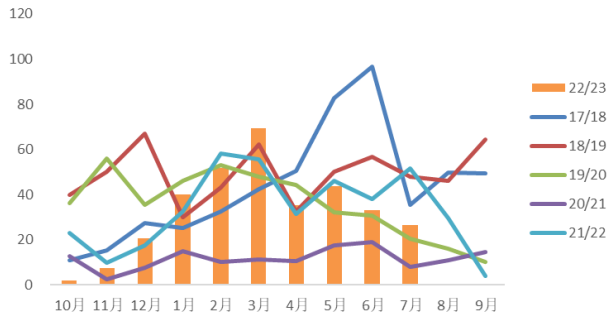
单位：万吨



数据来源：银河期货，OCSB

图 34：泰国食糖月度出口

单位：万吨



数据来源：银河期货，OCSB

（三）重要变量：不确定的印度制糖&出口政策

印度作为第二产糖大国，在国际糖市中的地位举足轻重。印度的甘蔗产量远没有巴西多，但是由于近些年巴西不断加大乙醇产业的投入，导致近几年食糖产量与巴西不相上下，甚至在 2021/22 榨季远超巴西。

印度的水热条件和土壤很适合甘蔗生长，当地蔗农大规模种植甘蔗。不过由于生产力落后以及机械化水平不高，甘蔗的收成和食糖产量受天气影响非常大。与此同时，政策对于食糖产量的影响也不容小觑。印度农业人口占比较大，因此印度出台政策扶持农业，政府为甘蔗设定了最低收购价（FRP），该价格一直高于其他竞争农作物，此举带动农户大量种植甘蔗，导致甘蔗种植面积持续扩张。由于甘蔗的收购价格不断攀升，导致食糖生产成本也水涨船高，为了解决国内不断高企的食糖库存，政府又积极对食糖出口进行补贴，该补贴一直持续到 2021 年。为了降低国内库存，也为了获得高额的出口利润，印度政府自 2021/22 榨季起，通过限制出口数量来控制市场。

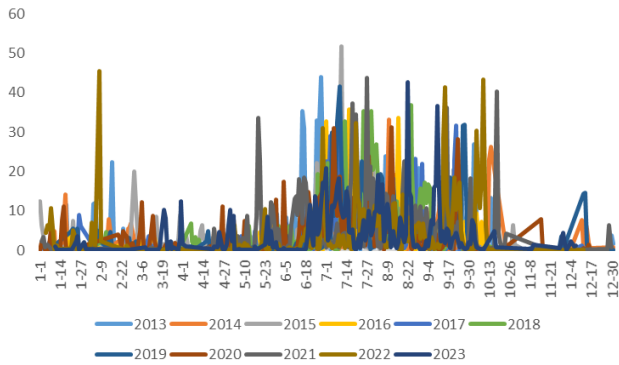
1. 厄尔尼诺导致印度 2023/24 榨季食糖预计减产

今年厄尔尼诺造成季风降雨推迟，而干旱导致部分地区出现甘蔗和食糖产量下降的情况。不利天气导致甘蔗及总糖量预计减少。2023 年 6-9 月份西南季风期的累计降雨量较长期均值低了将近 6%，为 2018 年以来最低。且降雨的时间和区域性分布极不均匀，细分来看，6 月份降雨量较长期均值低 9%，而 7 月降雨量又超过长期均值 13%，8 月份则是有记录以来最干旱的月份（降雨较长期均值减少了 36%），9 月份降雨量再次恢复，超过长期均值 13%。甘蔗主产区马邦和卡邦在季风期降雨量明显偏低，不利天气将影响甘蔗及食糖的产量。

ISMA 在 10 月底预计在不考虑转向乙醇生产的情况下，2023/24 榨季的总糖产量估计为 3370 万吨，大幅低于其在 8 月份的预测值 3620 万吨。ISMA 于 12 月 15 日最新预估印度 2023/24 榨季糖产量为 3250 万吨，与此同时，印度政府决定准许本榨季至多有 170 万吨糖用于生产乙醇。因此，在扣除乙醇分流后的食糖产量大概为 3080-3200 万吨，除去国内消费（预估为 2800-2850 万吨），预计产销差为 300-400 万吨。

图 35：印度北方邦降雨量

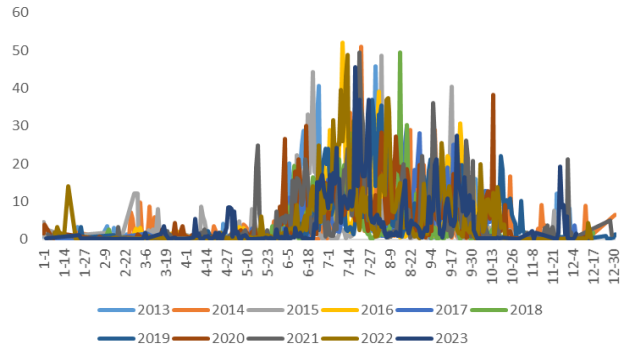
单位：mm



数据来源：银河期货，路透

图 36：印度马邦降雨量

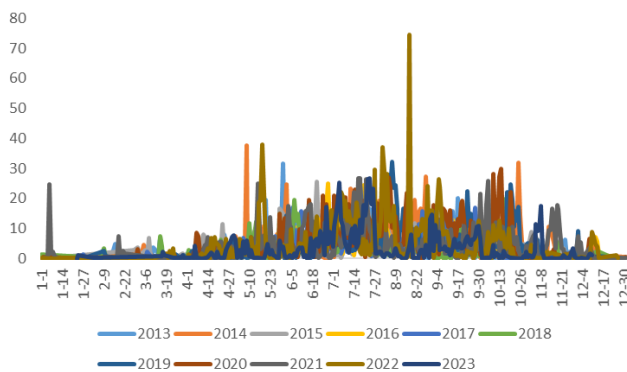
单位：mm



数据来源：银河期货，路透

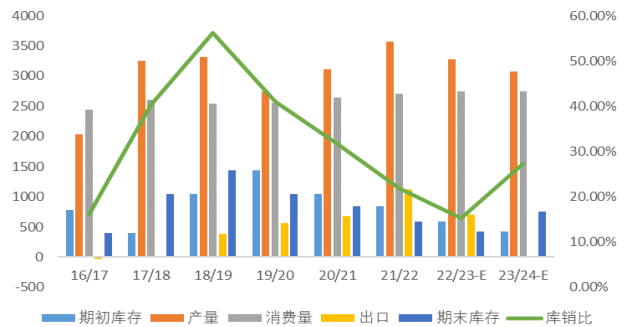
图 37：印度卡邦降雨量

单位：mm



数据来源：银河期货，路透

图 38：印度食糖供需



数据来源：银河期货，ISMA

图 39：印度甘蔗种植面积

单位：万公顷

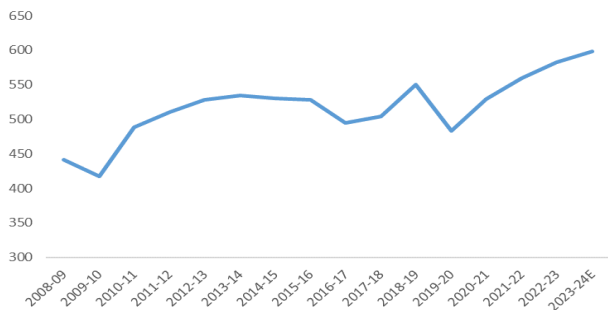
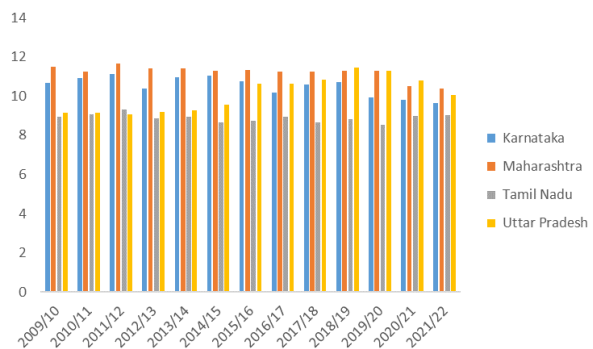


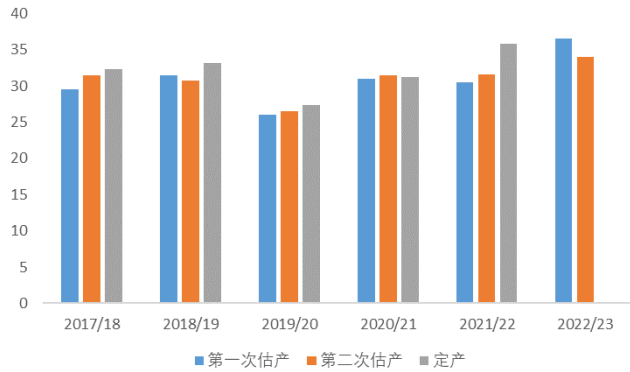
图 40：印度各邦产糖率



数据来源：银河期货，ISMA

图 41：ISMA 对印度产量预估&定产

单位：百万吨

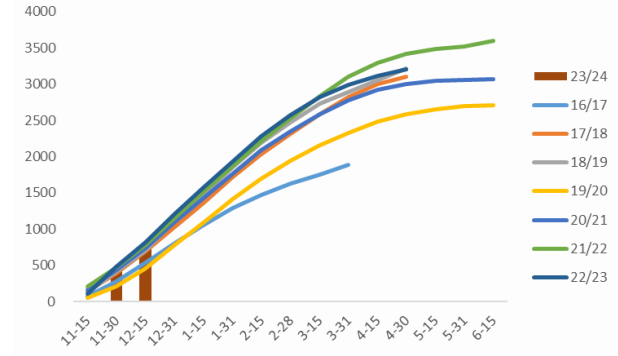


数据来源：银河期货，路透

数据来源：银河期货，ISMA

图 42：印度双周糖产量

单位：万吨



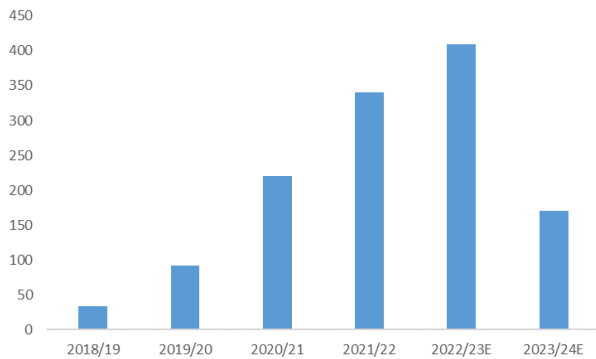
数据来源：银河期货，ISMA

2. 若乙醇分流糖量减少，本榨季印度仍有可能出口

印度食糖在经历了连续 3 年的巨量出口后，印度国内食糖库存已降至近年低位，因此新榨季食糖产量的增减与其食糖出口配额密切相关。本榨季受厄尔尼诺预期、干旱天气的影响，市场普遍预计本榨季印度食糖或将发生减产，ISMA 预估本榨季印度食糖产量为 3370 万吨（在不考虑转向乙醇生产的情况下）；而库存方面，目前该国食糖库存处于历史较低水平，主要是由于前两个榨季印度糖大量出口导致的。众所周知，印度食糖大都为国内使用，过剩部分用于出口。基于新榨季产量和库存双低的预期下，早在今年的 9 月初，许多报道称印度政府正在考虑在即将到来的榨季实施糖出口禁令（七年来首次禁止出口）。考虑到印度糖出口旺季一般在 12 月至次年 3 月左右，若印度实施食糖出口禁令，或将对 2024 年一季度的国际糖贸易流影响最大。除此以外，印度明年即将迎来大选，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。基于此前印度政府对于食糖出口政策的变动较多，若新榨季食糖产量不及 3000 万吨，那么印度出口食糖的概率将大幅降低。若新榨季食糖产量超过 3000 万吨，印度仍有出口食糖的可能。不过可以肯定的是，至少在 2024 年 2 月产量形势明朗之前或者 5 月大选之前，或将不发放出口配额。后续还需关注政策、厄尔尼诺对于印度食糖出口的影响。

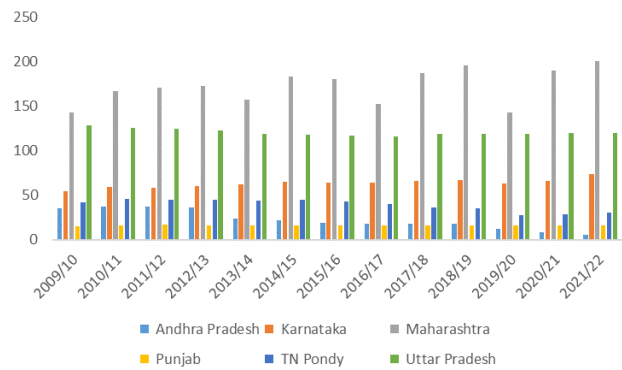
图 43: 印度糖转乙醇数量

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISMA

图 44: 印度各邦开机数量



数据来源: 银河期货, ISMA

3. 印度糖出口平价为原糖下方寻找支撑

当前印度国内糖价高企, 目前孟买现货价格在 3800INR 左右, 折合成出口成本 20 美分左右。虽然当前印度糖价在近几年仍处于高位, 但是我可以关注印度现货价格的变动锚定出口价格, 为原糖下方寻找支撑。

图 45: 印度糖榨季出口

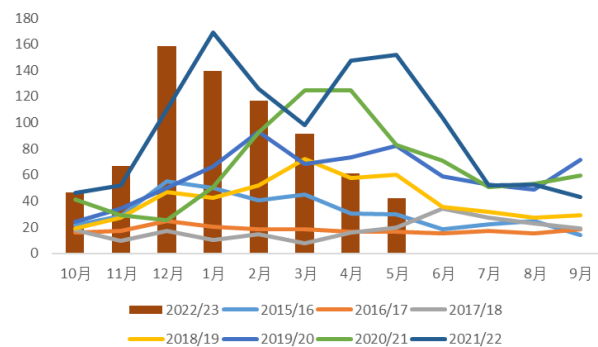
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISMA

图 46: 印度糖月度出口

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISMA

4. 印度甘蔗供应不足或不利于乙醇生产工作

印度原本计划 2025 年实现 20% 的燃料掺混目标, 但考虑到目前的状况, 预计目标很难按时完成。面对本榨

季可能出现的甘蔗短缺，印度政府于 12 月 7 日宣布在 2023/24 榨季禁止用甘蔗汁和糖浆制造乙醇，以保证该国食糖的供应。而印度石油部表示，禁止使用甘蔗汁生产乙醇的指令不太可能阻碍该国乙醇掺混目标的逐步提升，计划在 2023/24 年度实现 15% 的掺混率，到 2025/26 年度实现 20% 的掺混率。通过推算，禁止用甘蔗汁制造乙醇后，B 型糖蜜用于乙醇生产的比例将提升，同时也将有更多基于谷物类生产的乙醇，这可能导致本榨季糖产量比此前预期增加 150-200 万吨，那么 2023/24 榨季印度糖产量在扣除乙醇耗糖量后预计将在 3100-3200 万吨左右，而 2022/23 榨季扣除乙醇耗糖量后的糖产量在 3280 万吨。而 12 月 15 日又有消息称，印度已决定准许 23/24 年度至多 170 万吨糖用于生产乙醇；随后 ISMA 预计印度 23/24 年度糖产量将达到 3250 万吨。后续还需关注政策变动。

三、 国产糖的路在何方——价格如何锚定

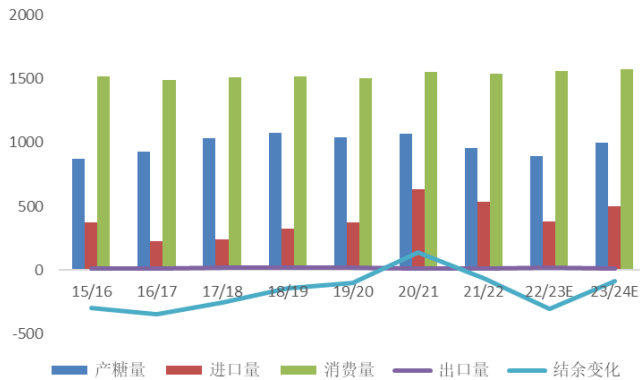
（一）郑糖价格如何锚定

考虑到产需缺口需要进口糖来弥补，因此国内外糖价联动仍将存在，而政策调控亦会影响盘面锚定准则。本年度由于外盘价格高企，较高的配额内外进口价格导致内外价差深度倒挂，原糖进口量锐减导致加工糖库存较为薄弱，与此同时进口结构发生改变，糖浆和预混粉年度进口量同比大增。在连续五个月食糖进口数量低于糖浆和预拌粉之后，8 月份终于恢复至近十年来平均水平。海关总署数据显示，2023 年 1-11 月中国累计进口食糖 348 万吨，同比减少 127 万吨，为 2020 年以来最低水平。其中原糖 290.21 万吨，白糖 56.38 万吨，绵白糖 0.92 万吨。替代品方面，2023 年 1-11 月我国进口糖浆及预混粉等三项合计 169.75 万吨，同比增加 69.04 万吨。

回顾 2023 年，本轮牛市配额外进口利润的深度倒挂为郑糖大幅上行的核心支撑，而最终政策调控弥补供需缺口带来内外联动的终结。而 12 月的下行周期则将内外倒挂的价格锚定由配额外进口成本转变为配额内进口成本。因此，我们预计若原糖价格维持在 19-22 美分区间，那么郑糖的下方或以配额内进口成本价格或者国内制糖成本为支撑，而上方空间则为配额外成本价格视为顶部；若原糖价格重回 25 美分左右，那么我们认为配额内进口成本或为郑糖阶段性顶部。

图 47：国内食糖供需

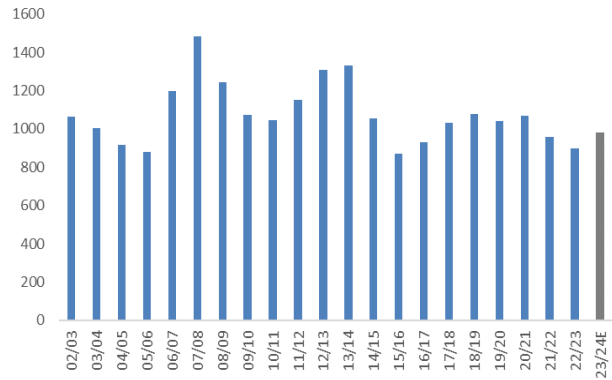
单位：万吨



数据来源：银河期货，农业农村部

图 48：各榨季国产糖数量

单位：万吨



数据来源：银河期货，中国糖业协会

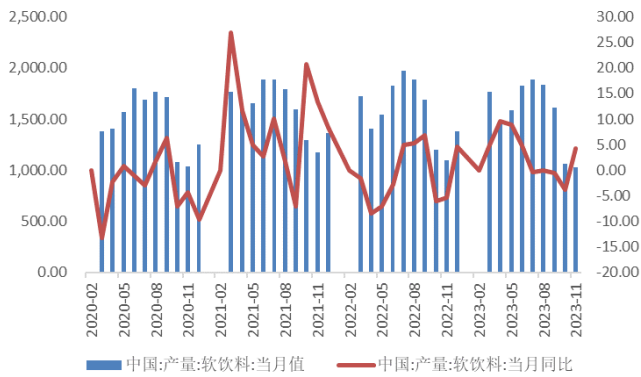
（二）长周期：新榨季国产糖增产不改供需缺口仍存

供应端：2023/24 榨季国产糖预计恢复性增产，全国产糖量预计在 980 万吨左右，同比增加 80-90 万吨。其中广西甘蔗种植面积微幅增加，且得益于下半年降水增加，甘蔗长势喜人，单产大幅提升，预计本榨季甘蔗入榨量增幅在 15%-20% 水平。不过由于雨水偏多影响到甘蔗糖分积累，预计广西甘蔗糖分较同期或有所下滑，但是不影响广西蔗糖产量小幅增加的预期，预计产糖量在 600 万吨左右，同比增加 70 余万吨。当前甜菜糖压榨已近尾声，最终产量已基本明朗，同比基本持平。

需求端：高糖价导致需求或同比略降，下游终端备货不温不火，疫情后需求恢复不及市场预期。从上个榨季国产糖销售数据来看，2022/23 榨季累计销糖 853 万吨，同比下降 14 万吨。从终端食品饮料相关行业的数据来看，从表观消费角度来看，2023 年 11 月，软饮料和乳制品行业产量分别是 1030 万吨和 256 万吨，同比分别+4.30%和-1.90%。而从终端的真实消费角度来看，下游食品饮料企业仍然处于被动去库之中，截至 2023 年 11 月，食品行业和饮料行业产成品存货同比为 0%。库销比偏高说明终端消费并不理想，市场等待的下游集中补库周期尚未到来。

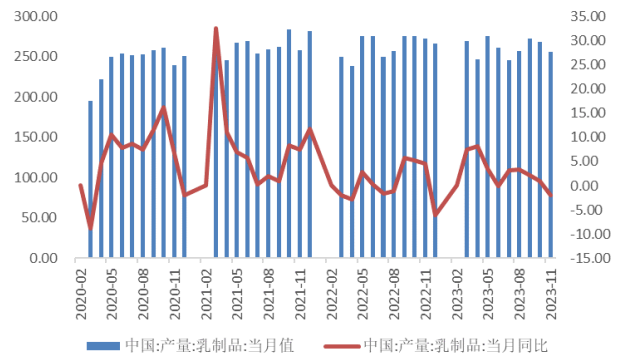
虽然 2023/24 榨季预期恢复性增产，但 500 万吨左右的产需缺口仍然存在、需要进口糖来弥补，故外盘定价郑糖仍是主逻辑。

图 49：国内软饮料产量及同比



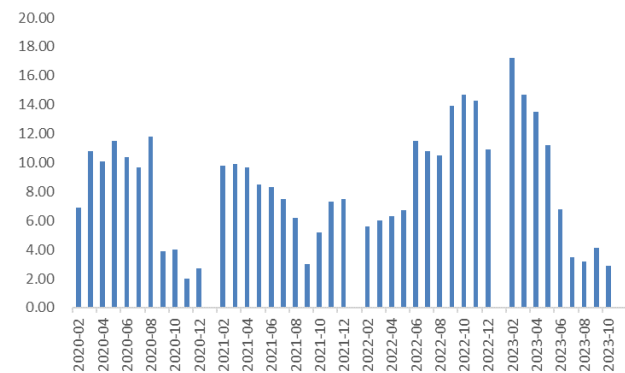
数据来源：银河期货，WIND

图 50：国内乳制品产量及同比



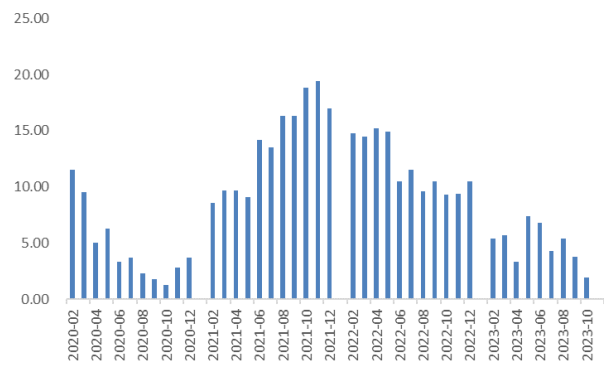
数据来源：银河期货，WIND

图 51：下游食品制造业产成品存货同比



数据来源：银河期货，WIND

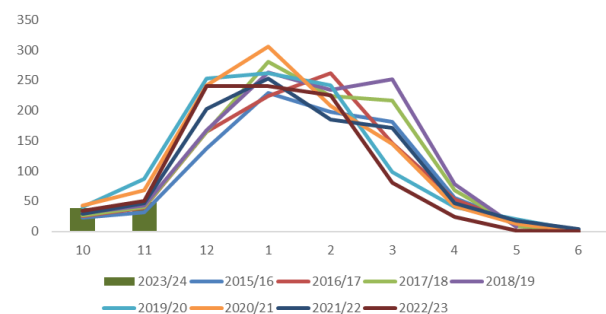
图 52：下游食品饮料行业产成品存货同比



数据来源：银河期货，WIND

图 53：全国月度食糖产量

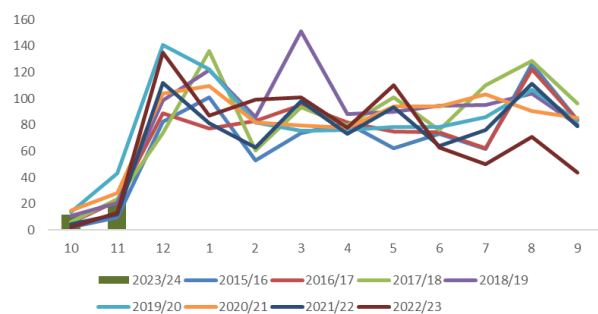
单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

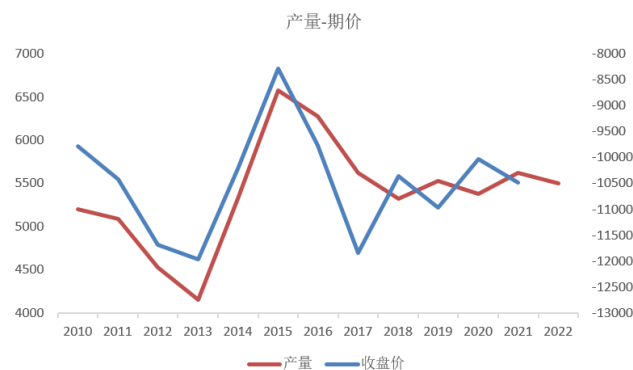
图 54：全国月度食糖销量

单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

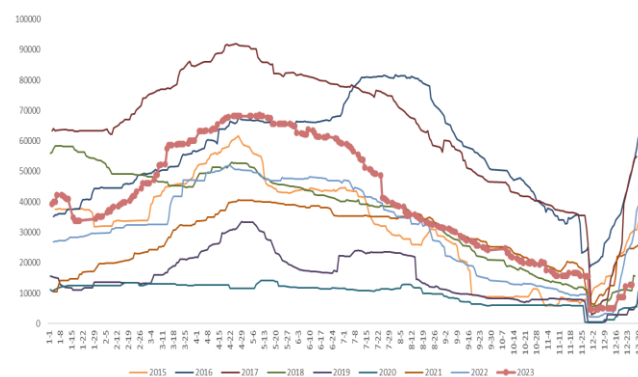
图 55：产量-期价关系



数据来源：银河期货，WIND

图 56：白糖仓单

单位：张



数据来源：银河期货，WIND

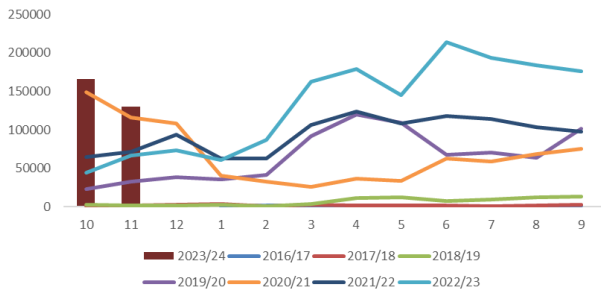
（三）中周期：内外价差犹在，进口糖结构如何改变

2023 年由于外盘价格高企，较高的配额内外进口价格导致内外价差深度倒挂，原糖进口量锐减导致加工糖库存较为薄弱，与此同时进口结构发生改变，糖浆和预混粉年度进口量同比大增。在连续五个月食糖进口数量低于糖浆和预拌粉之后，8 月份终于恢复至近十年来平均水平。海关总署数据显示，2023 年 1-11 月中国累计进口食糖 348 万吨，同比减少 127 万吨，为 2020 年以来最低水平。其中原糖 290.21 万吨，白糖 56.38 万吨，绵白糖 0.92 万吨。替代品方面，2023 年 1-11 月我国进口糖浆及预混粉等三项合计 169.75 万吨，同比增加 69.04 万吨。

2024 年，假定不增加进口配额，那么市场需要 300 万吨左右的配额外进口糖来弥补缺口。考虑到 12 月外盘大幅下跌或给加工厂带来点价机会，预计配额外进口或在 150-200 万吨。替代品方面，2024 年我国糖浆预拌粉进口预计将维持高位，或与 2023 年持平，预计在 150-190 万吨，折合成食糖 120-160 万吨。

图 57：糖浆及预拌粉月度进口量

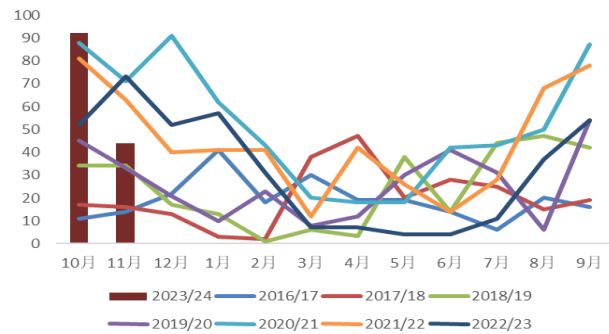
单位：万吨



数据来源：银河期货，新闻整理

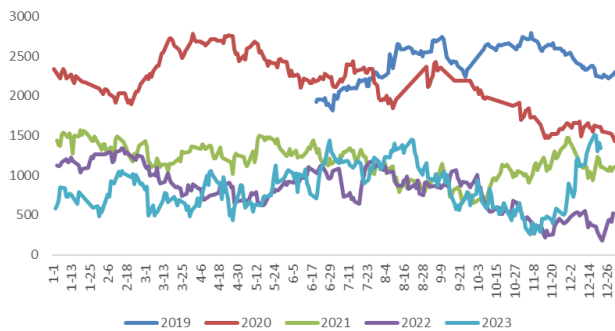
图 58：食糖月度进口量

单位：万吨



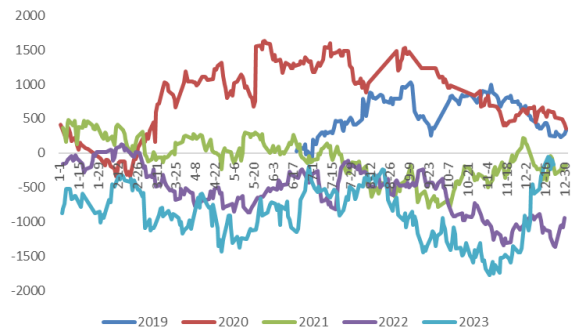
数据来源：银河期货，WIND

图 59：巴西配额内进口利润（对标港口价格） 单位：元



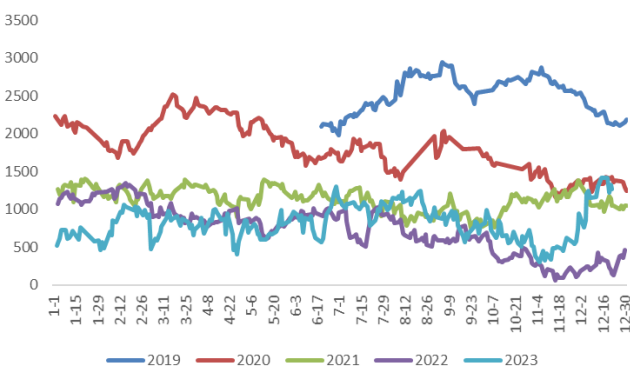
数据来源：银河期货，泛糖

图 60：巴西配额外进口利润（对标港口价格） 单位：元



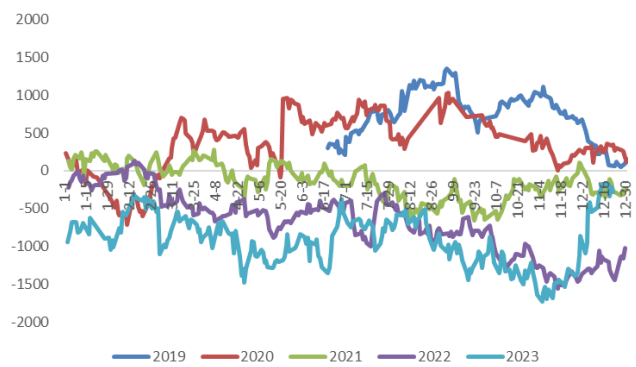
数据来源：银河期货，泛糖

图 61：泰国配额内进口利润（对标港口价格） 单位：元



数据来源：银河期货，泛糖

图 62：泰国配额外进口利润（对标港口价格） 单位：元



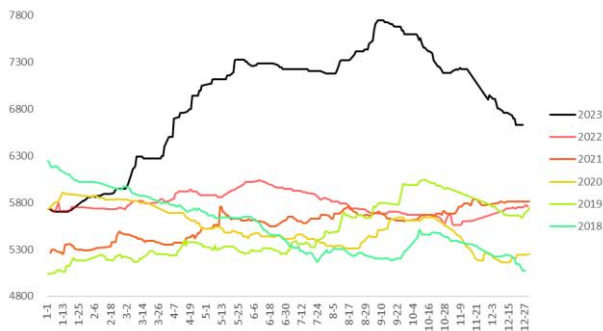
数据来源：银河期货，泛糖

（四）短周期：陈糖结转库存偏低，终端补库尚未显现

由于国产糖连续两年减产、叠加配额外进口持续大幅亏损以及糖价上涨现货买涨不买跌等一系列因素的影响，本榨季全国糖厂销售进度较快，产销率在年后持续维持在历史同期高位水平。根据糖协公布的数据，上榨季末全国糖厂工业结转库存量仅 44 万吨，同比减少 45 万吨，为近年来低位，其中主产区广西 22/23 榨季结转工业库存为 27.63 万吨，为 8 年来最低水平。至 2023 年 11 月中旬，广西制糖集团陈糖基本全部清库，第三方工业库存也持续偏低，新旧榨季交替之际，产销区库存均较为薄弱。今年广西新榨季开榨有所推迟，导致新糖集中供应后延，再加上糖厂前期预售了不少新糖，导致压榨初期提货排队的现象明显，12 月份随着新糖开始大量生产上市供应，排队提货的情况逐步缓解并回归正常。

图 63：柳州白糖现货价

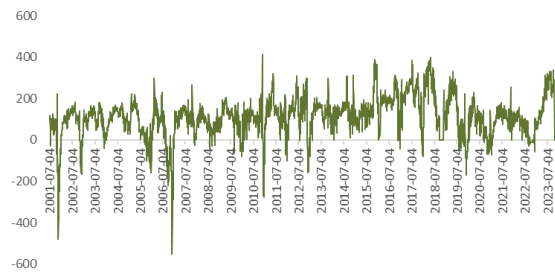
单位：元/吨



数据来源：银河期货，WIND

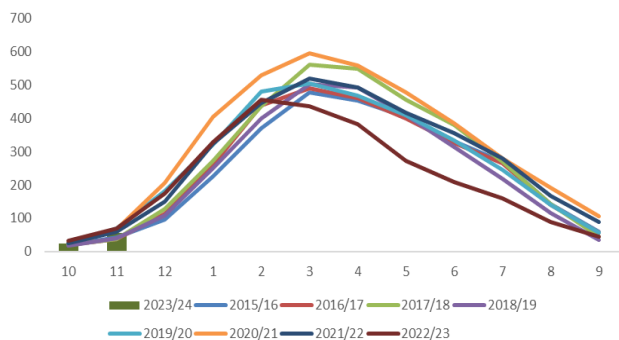
图 64：广西-云南现货价差

单位：元/吨



数据来源：银河期货，WIND

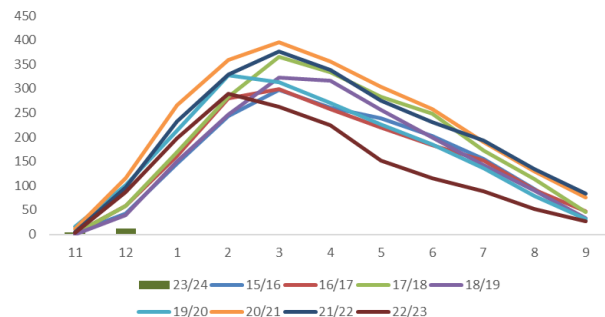
图 65：全国新增食糖工业库存单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

图 66：广西第三方库存

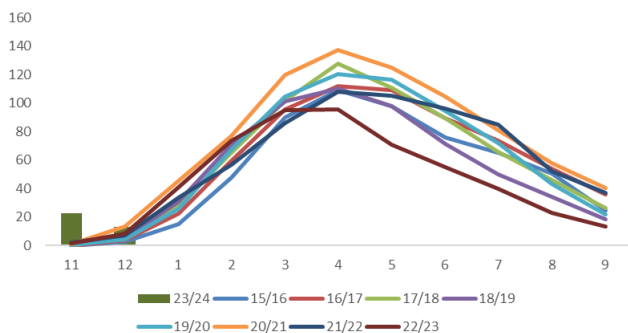
单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

图 67：云南第三方库存

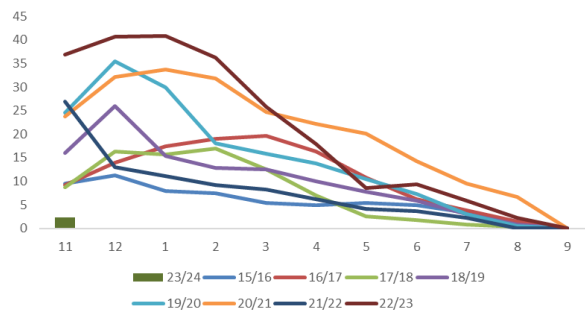
单位：万吨



数据来源：银河期货，泛糖科技

图 68：内蒙古第三方库存

单位：万吨



数据来源：银河期货，泛糖科技

四、行情展望及策略推荐

（一）行情展望

从国际糖市来看，全球供需格局由短缺向过剩预期转变，主要是受到巴西大幅增产预期的影响。CONAB 预计 2023/24 榨季甘蔗产量达 6.776 亿吨，同比增长 11%。与此同时，印度食糖政策摇摆不定，ISMA 于 12 月 15 日最新预估印度 2023/24 榨季糖产量为 3250 万吨，印度政府决定准许本榨季至多有 170 万吨糖用于生产乙醇。因此，在扣除乙醇分流后的食糖产量大概为 3080-3200 万吨，除去国内消费，预计产销差为 300-400 万吨。泰国本榨季甘蔗产量随着天气的转好或较之前减产预期有所好转。目前各机构平均预计泰国糖产量将降至 800-900 万吨水平，预计出口降至 500-600 万吨水平。

印度出口假设：（1）假设印度不出口、选择囤货累库，那么除印度外的国际糖市供应同比将有所减少，与此同时，国际糖市对巴西糖的依赖将进一步增加，预计巴西糖出口或将占国际贸易比例 50%左右。届时，巴西物流及运输风险或将对加剧国际贸易流的阶段性风险。从原白糖价差的角度来看，国际白糖贸易或将有所短缺，而国际原糖贸易则由于巴西连续两个榨季的丰产预期影响，在 24 年 Q1 出现过剩现象，届时，原白糖溢价预计将继续维持高位，从而对原糖价格有所支撑。而在 24 年 Q2（历年 Q2 为白糖需求高峰、原糖供应青黄不接），原、白糖皆出现短缺情况。而在 24 年 Q3，随着 24/25 榨季巴西糖供应高峰的来临，原糖供应充足将再度来临。

(2) 假设印度出口食糖，那么国际糖市或将面临累库情况；(3) 假设印度进口食糖，那么国际糖市或将面临紧平衡甚至产生供给缺口的情况。

高糖价已促进巴西、中国等多国扩大产能、增加糖供应，与此同时亦抑制部分需求。巴西、中国、欧洲的食糖增产足以抵消印度和泰国产量的下修，预计全球产需预期过剩。此前 28 美分的高位或已成为周期顶点，预计 2024 年 ICE 原糖运行区间为 19-26 美分/磅，密切关注各主产国天气、生产情况及政策调整。

下方支撑位判断：(1) 印度出口成本 20 美分/磅左右（国际市场需要争取印度出口以达到贸易流的供需平衡，就意味着国际糖价至少应在印度生产成本之上运行）。(2) 巴西泰国成本 18 美分/磅左右。

从国内糖市来看，考虑到产需缺口需要进口糖来弥补，因此国内外糖价联动仍将存在，而政策调控亦会影响盘面锚定准则。本年度由于外盘价格高企，较高的配额内外进口价格导致内外价差深度倒挂，原糖进口量锐减导致加工糖库存较为薄弱，与此同时进口结构发生改变，糖浆和预混粉年度进口量同比大增。在连续五个月食糖进口数量低于糖浆和预拌粉之后，8 月份终于恢复至近十年来平均水平。回顾 2023 年，本轮牛市配额外进口利润的深度倒挂为郑糖大幅上行的核心支撑，而最终政策调控弥补供需缺口带来内外联动的终结。而 12 月的下行周期则将内外倒挂的价格锚定由配额外进口成本转变为配额内进口成本。因此，我们预计若原糖价格维持在 19-22 美分区间，那么郑糖的下方或以配额内进口成本价格或者国内制糖成本为支撑，而上方空间则为配额外成本价格视为顶部；若原糖价格重回 25 美分左右，那么我们认为配额内进口成本或为郑糖阶段性顶部。

(二) 策略推荐

1. 单边：盘面易受阶段性扰动有所反弹，长期建议逢高沽空思路；
2. 套利：关注 5-9 反套机会。

风险点：天气扰动，各国产业政策，宏观政策等。

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