

## 进口利润倒挂尚未改善，郑糖价格支撑较强

### 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

#### 国内外行情回顾：

8 月 ICE 原糖与郑糖盘面均为上升趋势，不过价格有所分化，郑糖上行动力略强于外盘。

#### 国内外行情展望：

从国际糖市来看，目前巴西糖正处于出口高峰，北半球主产国即将迎来甘蔗压榨、糖生产阶段。巴西由于天气和降雨的利好、以及处于历史高位的糖醇比，预计将进一步加大该国糖丰产的可能性、对原糖价格上行有所压制；反观北半球主产国，此前得益于厄尔尼诺对天气的恶劣影响，年中原糖盘面受印度、泰国降雨量减少的预期提振一路上行。后续若厄尔尼诺持续发酵，或将影响北半球甘蔗的生长以及糖的产量，并传导至原糖盘面价格。不过考虑到此前在巴西出口高峰物流拥堵预期以及厄尔尼诺担忧的炒作下、原糖价格已处于较高水平，预计后续天气的再度炒作或对价格上行驱动有限，预计短期内原糖将维持高位震荡走势。

从国内糖市来看，在国产糖低库存的背景下，集团和贸易商均出现挺价惜售的情况，期货盘面长期贴水现货，该情况在品质最优的广西糖价格上体现的淋漓尽致。在进口利润倒挂的背景下，预计糖价支撑较强，短期内将维持偏强运行，后续还需关注 8.9 月进口糖到港情况以及加工糖供应情况。

## 第二部分 基本面情况

### 一、 国内外行情回顾

8月ICE原糖与郑糖盘面均为上升趋势，不过价格有所分化，郑糖上行动力略强于外盘。国际方面，在巴西出口高峰物流拥堵预期以及厄尔尼诺担忧的炒作下、原糖价格已处于较高水平，天气的再度炒作对价格上行驱动有限。而国内郑糖虽然已处于历史高位，但是考虑到本榨季国产糖减产、进口糖数量锐减，配额外进口成本与郑糖价格倒挂严重，与此同时，在资金的推动下，导致本月郑糖涨幅略优于原糖。

图 1：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：本榨季全球食糖或存在供需缺口

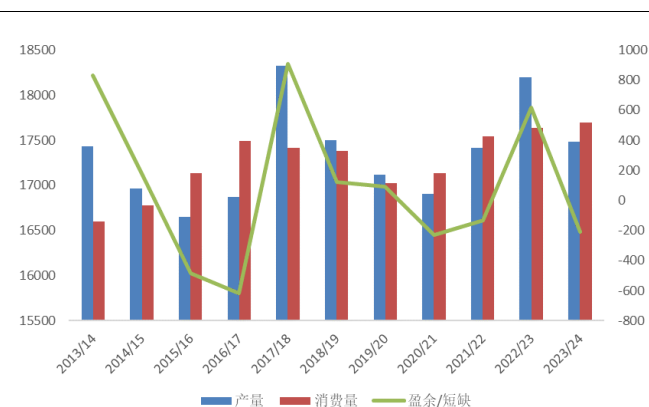
从国际糖市动态来看，目前巴西糖正处于出口高峰，北半球主产国即将迎来甘蔗压榨、糖生产阶段。巴西由于天气和降雨的利好、以及处于历史高位的糖醇比，预计将进一步加大该国糖丰产的可能性、对原糖价格上行有所压制；反观北半球主产国，此前得益于厄尔尼诺对天气的恶劣影响，年中原糖盘面受印度、泰国降雨量减少的预期提振一路上行。后续若厄尔尼诺持续发酵，或将影响北半球甘蔗的生长以及糖的产量，并传导至原糖盘面价格。

基于部分国家和地区受干旱天气以及种植面积减少而导致的减产预估以及消费预期的下降，各大机构纷纷预计 2023/24 榨季全球食糖或将存在一定供需缺口。糖业咨询公司 Covrig Analytics 于 8 月上旬更新了对全球食糖主产区产量预估，下调了对泰国、印度和欧盟等的产量预估，并预计 2023/24 榨季全球食糖供应缺口为 220 万吨。国际糖业组织(ISO)于 8 月上旬对新榨季食糖市场状况进行首次预估，2023/24 榨季全球产糖量预计为 1.7484 亿吨，低于 2022/23 榨季的 1.7702 亿吨；消费量预计仅增加 0.3%至 1.7696 亿吨；全球食糖供需缺口为 212 万吨。

从食糖贸易流角度来看，受巴西丰产影响，三季度全球贸易流处于平衡状态。而四季度起，受到北半球主产国食糖产量、出口量双减的预期下，贸易流或将出现小幅缺口。由于本榨季印度库存大幅下降，今年下半年零出口已经在预期之中，若 2023/24 榨季禁止出口预计更多将影响到明年上半年的贸易流，可能导致市场增加至少 200 万吨缺口。考虑到巴西食糖丰产已为市场所熟悉，预计市场关注点将聚焦至北半球天气情况和食糖出口情况。

图 2：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 3：原白糖主力合约价差

单位：美元/吨



数据来源：银河期货，泛糖科技

### 三、国际糖市：2023/24 榨季巴西糖或将实现丰产预期

巴西本榨季受降雨充足、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，预计将实现丰产预期。巴西农业部下属的国家商品供应公司 CONAB 于 8 月中旬发布报告预计巴西本榨季甘蔗产量将同比增长 6.9%至 6.529 亿吨，预计食糖产量将同比增长 11.1%至 4090 万吨。咨询机构 Job Economia 于 8 月 31 日公布的报告中上调了对巴西中南部和东北部地区甘蔗加工和产糖量的预估，并预测巴西 2023/24 榨季产糖量预计将创新

高至 4270 万吨（较最初预估高出 230 万吨），食糖出口预计也将创下新高、达到 3220 万吨，较之前预估高出 240 万吨。

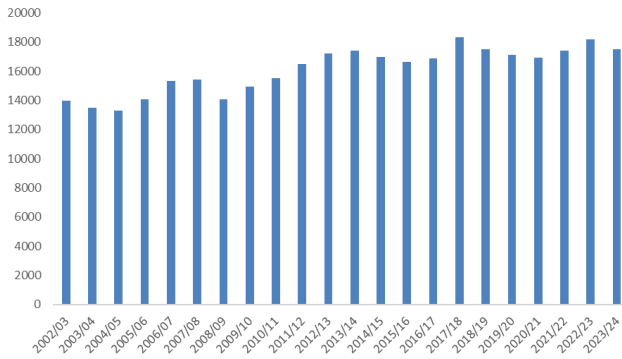
巴西双周报显示，截至 8 月上半月，巴西中南部糖产量高于市场预期，但含糖量低于去年同期。巴西中南部地区甘蔗入榨量为 4787.1 万吨，较去年同期的 3879.9 万吨增加了 907.2 万吨，同比增幅达 23.38%；甘蔗 ATR 为 149.23kg/吨，较去年同期的 152.57kg/吨下降了 3.34kg/吨；制糖比为 50.77%，较去年同期的 46.69%增加了 4.08%；产乙醇 23.46 亿升，较去年同期的 20.15 亿升增加了 3.31 亿升，同比增幅达 16.43%；产糖量为 345.6 万吨，较去年同期的 263.4 万吨增加了 82.2 万吨，同比增幅达 31.22%。023/24 榨季截至 8 月上半月，巴西中南部地区累计入榨量为 36004.6 万吨，较去年同期的 32248.1 万吨增加了 3756.5 万吨，同比增幅达 11.65%；甘蔗 ATR 为 135.09kg/吨，较去年同期的 135.81kg/吨下降了 0.72kg/吨；累计制糖比为 48.93%，较去年同期的 44.65%增加了 4.28%；累计产乙醇 167.88 亿升，较去年同期的 157.14 亿升增加了 10.74 亿升，同比增幅达 6.84%；累计产糖量为 2267.6 万吨，较去年同期的 1863.4 万吨增加了 404.2 万吨，同比增幅达 21.69%。

出口方面，目前巴西港口尚未发生此前市场担心的港口挤兑问题，不过 8 月底 9 月初预计巴西中南部和港口或将出现持续性降雨，预计将对后续甘蔗压榨进度和食糖出口带来一定影响。榨季初期由于降雨量偏多，港口曾发生过阶段性装运排队时间延长的情况，待运货物量也处于相对高位水平，受此影响，榨季初期巴西食糖出口节奏有所放缓；与此同时，考虑到本榨季巴西粮食和食糖等作物预计丰产，而作为原糖主要出口港口的桑托斯港口亦是玉米、大豆等作物的主要出口港，市场普遍预计在巴西食糖出口高峰的阶段或将发生港口挤兑的情况。

据巴西航运机构 Williams 发布的最新数据，截至 8 月 30 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量从此前一周的 81 艘上升至 92 艘；港口等待装运的食糖数量从此前一周的 429.2 万吨，上升至 459.91 万吨。在当周等待出口的食糖总量中，高等级原糖（VHP）数量为 444.46 万吨。桑托斯港等待出口的食糖数量 349.58 万吨，帕拉纳瓜港等待出口的食糖数量为 103.38 万吨。

图 4: 全球食糖产量

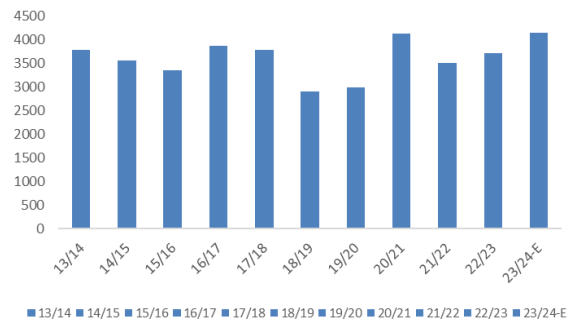
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISO

图 5: 巴西食糖产量

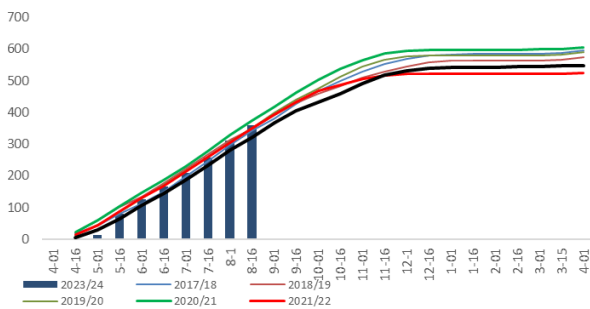
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 6: 巴西中南部累计甘蔗压榨量

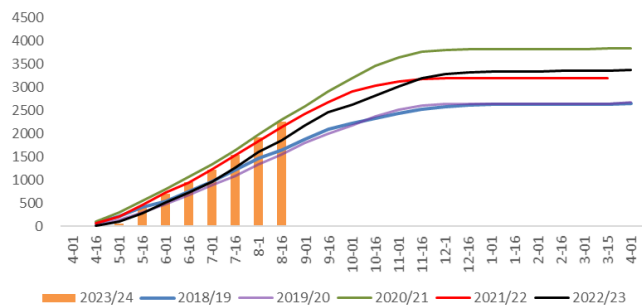
单位: 百万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 7: 巴西中南部累计产糖量

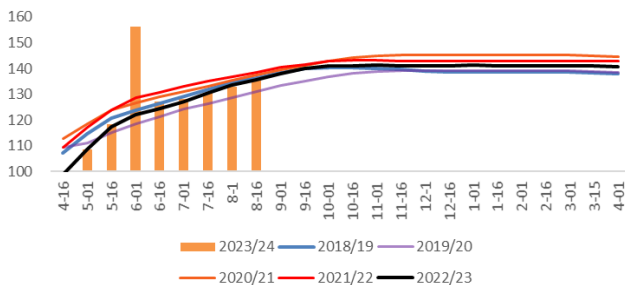
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 8: 巴西中南部累计出糖率

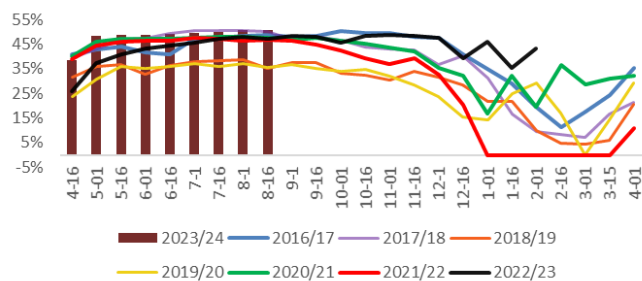
单位: kg/t



数据来源: 银河期货, UNICA

图 9: 巴西中南部双周制糖比

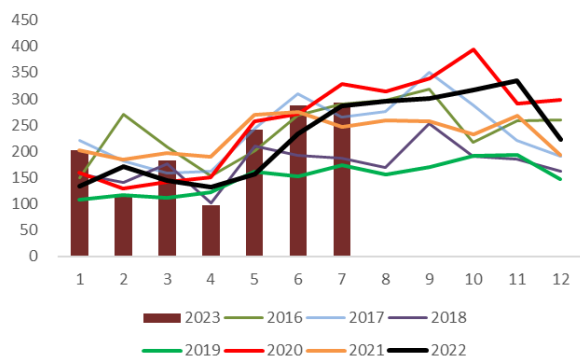
单位: %



数据来源: 银河期货, UNICA

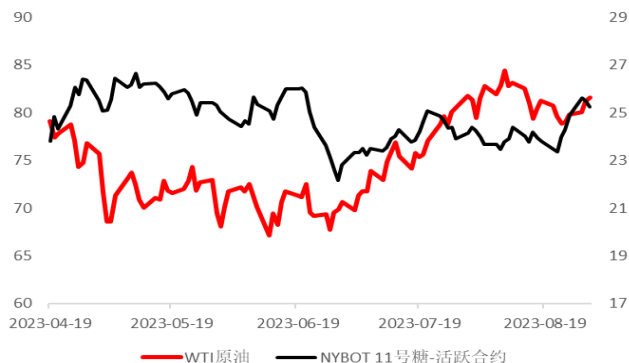
图 10: 巴西出口

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

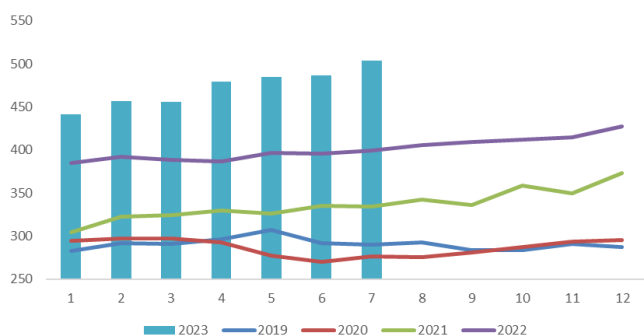
图 11: 原油原糖期价走势



数据来源: 银河期货, WIND

图 12: 巴西食糖月度出口均价

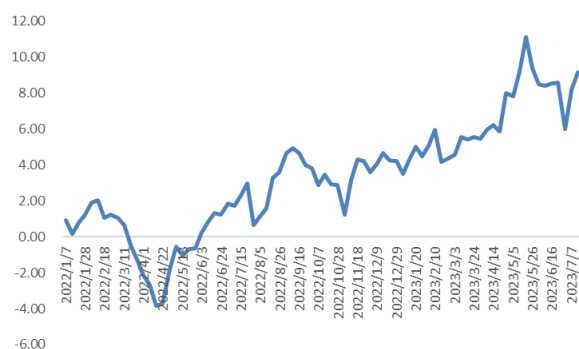
单位: 美元/吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 13: 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: 北半球主产国受天气影响、减产预期强烈

印度食糖受国内供需紧张影响、或将 7 年来首次禁止糖出口。供应方面, 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 3168 万吨; 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, 印度食糖不都为国内使用, 过剩部分用于出口。因此, 在 6 月厄尔尼诺预期的背景下, 印度已有因担心干旱天气导致减产而限制出口的消息, 但 6、7 月厄尔尼诺对印度天气的影响并未显现, 天气炒作逐渐降温, 而近期甘蔗主产区降雨量减少预期的再度来袭引发了市场对新榨季食糖产量的担忧, 印度气象局预计 8 月或将迎来 1901 年有记录以来的最低将于, 引发市场对新榨季印度糖产量的担忧。



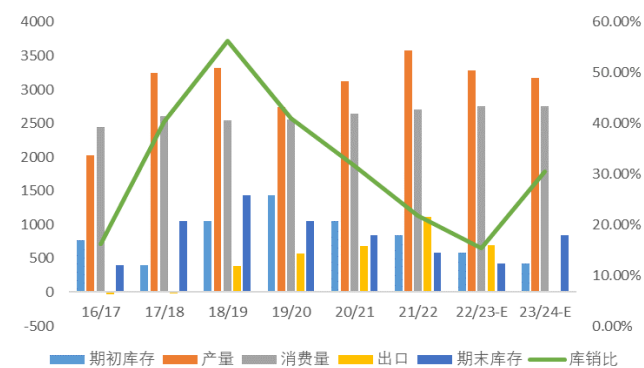
印度 8 月份的季风降水分布及其不均,8 月 1 日截至昨日最大产糖邦马哈拉施特拉邦的降水量较长期均值偏低 58%,属于缺水级别,第二大产区北方邦偏低 5%,属于正常级别,而第三大产区卡纳塔克邦偏低 74%,属于严重缺水级别。

基于新榨季产量和库存双低的预期下,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。后续还需关注政策、厄尔尼诺对于印度食糖出口的影响。

泰国方面,本年度降雨的减少(2023 年上半年全国的降雨量较去年同期下降了 28%)导致 2023/24 榨季的甘蔗种植面积和单产均有所下调。甘蔗面积的减少主要是受到替代品木薯的影响,由于木薯对降雨的需求度弱于甘蔗、易存活的特点,本榨季部分农户选择种植木薯代替种植甘蔗以增加利润;而单产预估下调主要是受到干旱天气的拖累。厄尔尼诺天气现象的出现可能会导致未来两年的降雨量进一步减少,该国今年也面临创纪录的高温预期。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 750-970 万吨的区间,不同机构的预期仍有较大分歧。鉴于泰国缺乏应对洪水和干旱的长期措施,可能会加剧极端天气对农作物产量的影响,预计后期泰国的糖产量仍存在下调空间。受此影响,后续食糖出口也不容乐观。

图 14: 印度食糖供需

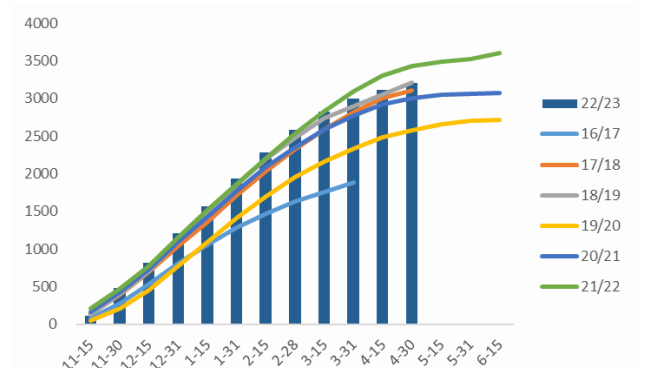
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISMA

图 15: 印度双周累计食糖产量

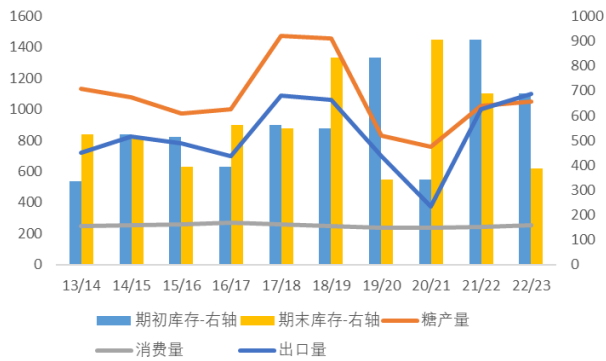
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISMA

图 16: 泰国食糖供需

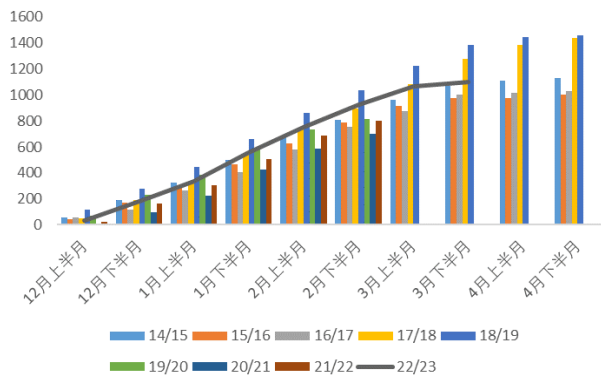
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, OSCB

图 17: 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：旧糖低库存、产销区价格倒挂，预计新糖价格或往旧糖靠拢

国内食糖供需方面，截至 2023 年 7 月底，本制糖期全国共生产食糖 897 万吨，比上个制糖期减少 59 万吨。全国累计销售食糖 738 万吨，同比增加 62 万吨；累计销糖率 82.3%，同比加快 11.5 个百分点。全国制糖工业企业成品白糖累计平均销售价格 6129 元/吨，同比回升 347 元/吨。2023 年 7 月成品白糖平均销售价格 6842 元/吨。8 月产销数据预计将在近期陆续公布，广西食糖 8 月单月销量环比增加，同比减少，预计单月销量 35-40 万吨左右，9 月可售库存量紧平衡。

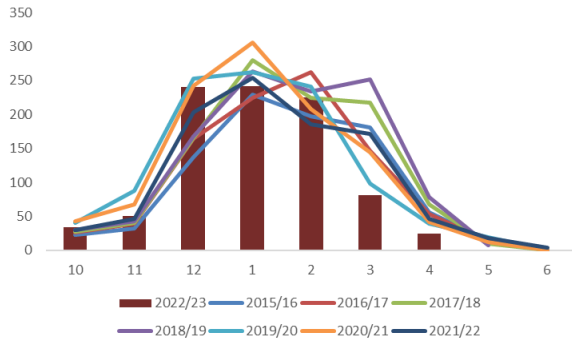
库存方面，虽然 7 月销售数据不及市场预期，但是全国食糖工业库存及第三方库存仍处于历史较低水平。据中糖协统计数据显示，截至 7 月底，工业库存 159 万吨，环比减少 50 万吨，同比减少 120 万吨。据第三方不完全统计，截至 7 月底，广西第三方库存 101.52 万吨，环比减少 18.40 万吨，同比减少 45 余万吨；截至 8 月底，广西第三方库存 70.32 万吨，环比减少 31.20 万吨，同比减少近 50 万吨。

在国产糖低库存的背景下，集团和贸易商均出现挺价惜售的情况，期货盘面长期贴水现货，该情况在品质最优的广西糖价格上体现的淋漓尽致。目前产销区食糖价格高位，新糖开局价格预计高位运行概率较大。据悉，糖厂的开榨时间或同比提前，新糖供应量预计也将同比增加。后续还需关注 9 月底结转库存以及加工糖的报价、供应情况对产区甘蔗糖厂的影响。



图 18: 全国月度食糖产量

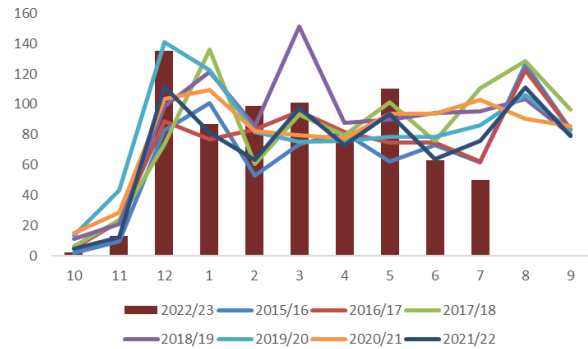
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

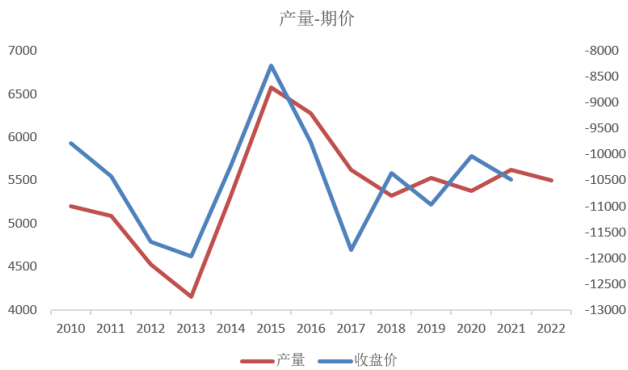
图 19: 全国月度食糖销量

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

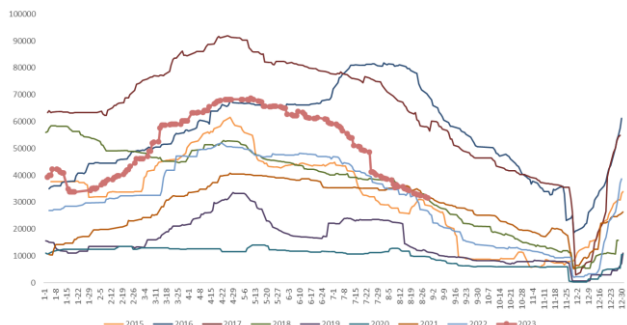
图 20: 产量-期价关系



数据来源: 银河期货, WIND

图 21: 白糖仓单

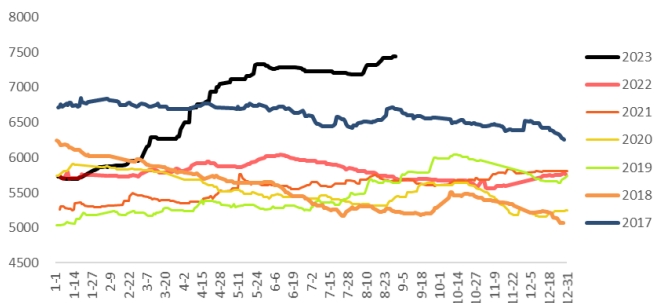
单位: 张



数据来源: 银河期货, WIND

图 22: 柳州白糖现货价

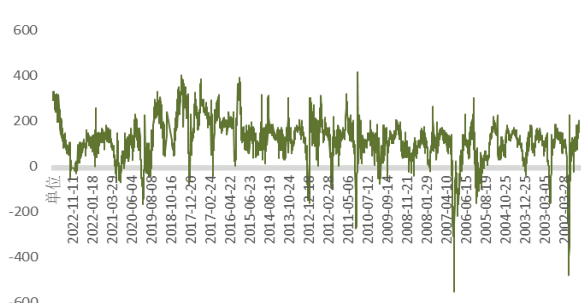
单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 23: 广西-云南现货价差

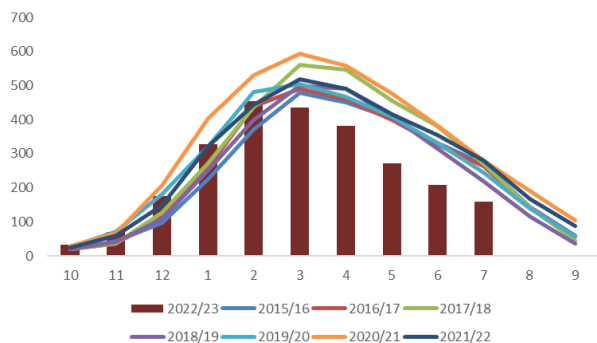
单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 24: 全国新增食糖工业库存

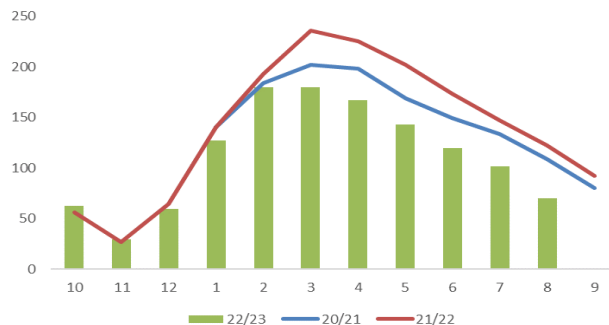
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 25: 广西第三方库存

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

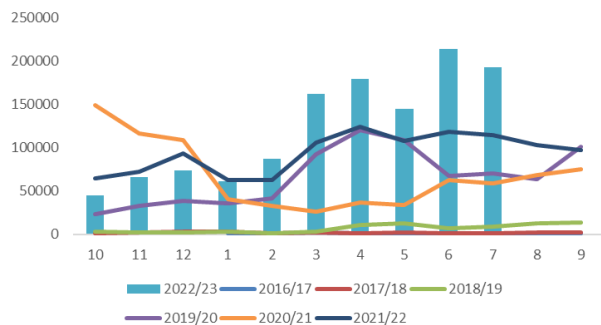
## 六、国内糖市：进口结构发生改变，糖浆和预混粉年度进口量几乎和食糖持平

本年度自 3 月起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几乎和食糖持平。据海关总署公布数据显示，2023 年 7 月我国进口食糖 11 万吨，同比减少 17.1 万吨，降幅 68.85%，为近十年第二低的 7 月份单月进口量。2022/23 榨季截至 7 月累计进口食糖 297.86 万吨，同比减少 89.56 万吨，降幅 23.12%。2023 年 1-7 月累计进口食糖 120.66 万吨，同比减少 83.79 万吨，降幅 40.98%。其中原糖 85 万吨，最大来源国是巴西 77 万吨，其次是危地马拉 4 万吨，第三是古巴 3 万吨。在 4 月份有 3 万吨古巴原糖进口之后，5、6 月份进口的 4 万吨均为白糖，7 月份终于有约 8 万吨巴西原糖进口；白糖 35 万吨，最大来源国是印度 17 万吨，其次是韩国 7 万吨，第三是泰国 5 万吨。

随着 6 月底原糖价格来到 22 美分附近，配额外进口窗口短暂开启，预计 8-10 月进口糖到港量预计增加。据路透排船数据显示，截至 8 月 29 日，预计 8 月进口原糖到港量约为 34 万吨，9 月进口原糖到港量约为 63 万吨，10 月进口原糖到港量约为 60 万吨。

图 26: 糖浆及预拌粉月度进口量

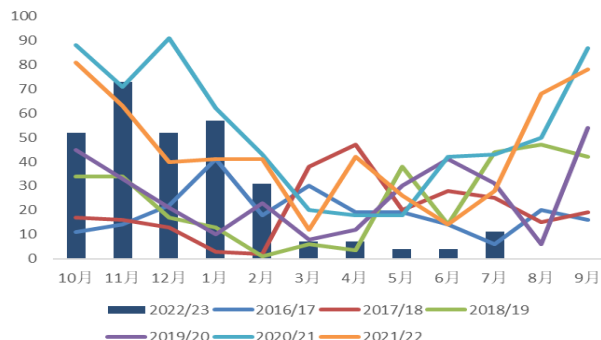
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, 新闻整理

图 27: 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

从国际糖市来看, 目前巴西糖正处于出口高峰, 北半球主产国即将迎来甘蔗压榨、糖生产阶段。巴西由于天气和降雨的利好、以及处于历史高位的糖醇比, 预计将进一步加大该国糖丰产的可能性、对原糖价格上行有所压制; 反观北半球主产国, 此前得益于厄尔尼诺对天气的恶劣影响, 年中原糖盘面受印度、泰国降雨量减少的预期提振一路上行。后续若厄尔尼诺持续发酵, 或将影响北半球甘蔗的生长以及糖的产量, 并传导至原糖盘面价格。不过考虑到此前在巴西出口高峰物流拥堵预期以及厄尔尼诺担忧的炒作下、原糖价格已处于较高水平, 预计后续天气的再度炒作或对价格上行驱动有限, 预计短期内原糖将维持高位震荡走势。

从国内糖市来看, 在国产糖低库存的背景下, 集团和贸易商均出现挺价惜售的情况, 期货盘面长期贴水现货, 该情况在品质最优的广西糖价格上体现的淋漓尽致。在进口利润倒挂的背景下, 预计糖价支撑较强, 短期内将维持偏强运行, 后续还需关注 8.9 月进口糖到港情况以及加工糖供应情况。

## 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