

内外联动，郑糖跟随原糖走势高位震荡

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

国际方面，虽然 2022/23 榨季国际糖市供应宽松格局不改，但是近期贸易流仍处于紧张阶段，导致贸易流偏紧的因素有很多，此前巴西、印度出口受阻，巴西食糖提前收榨以及近期印度减产的传言，都在加剧贸易流紧张格局，预计原糖维持强势。本周受国际原油上涨及巴西上调汽油价格带动，叠加印度对进一步增加出口配额悬而未决，市场普遍预期印度政府在本榨季或将停滞食糖出口，预计贸易流供应维持紧缩，春节假期期间（1 月 20 日收盘-1 月 27 日收盘）ICE 纽约原糖期货 3 月合约价格冲破 20 美分/磅关口，并于 27 日报收于 21.03 美分/磅，较春节前上涨 6.81%。1 月 30 日延续强势上涨走势，于 1 月 30 日报收于 21.21 美分/磅，攀升至 6 年最高点。目前供应紧张仍在持续，预计原糖短期内维持高位震荡走势。不过考虑到 2023/24 榨季巴西食糖预计提前开榨，且产量前景较为客观，预计随着巴西食糖的上市，原糖上行空间的压力将逐步体现。除此之外，还需关注印度估产及第二批出口配额落地情况对盘面的影响。

国内方面，春节后国内糖市需求减弱，目前食糖季节性供应压力正逐步体现，国内食糖市场将出现季节性累库。现货端，受外盘提振，周末现货市场开市，受休假期间外盘原糖期货冲高影响，糖企报价普遍较节前上涨百余元。春节期间外盘涨势强劲，郑糖在节后首个交易日高开。不过考虑到国内食糖市场正处于集中供应阶段，且上半年为食糖消费淡季，国内食糖基本面或拖累糖价涨势、上行空间有限。预计待市场情绪回稳后，糖价以高位震荡为主。

第二部分 基本面情况

一、 国内外行情回顾

4 月 ICE 原糖与郑糖盘面价格持续上扬、续创新高，其中原糖 05 合约创 27.41 美分/磅的高位，原糖 07 合约创 26.83 美分/磅的高位；郑糖主力合约（SR307）于昨日（4 月最后一个交易日）冲破 7000 关口，最高点位达 7037，最终收盘于 7035 元/吨。

2022/23 榨季亚洲各主产国糖产量低于预期，受印度、泰国及中国等主产国减产影响，多家国际机构不断下调对本榨季的供需过剩预期，近期市场普遍预期国际糖市本榨季将处于紧平衡状态，且本榨季全球库存已降至近六年最低位。供应端，考虑到印度、泰国目前正处于收榨阶段，2-3 季度印度和泰国处于纯消费期。由于目前较高的原白糖价差，预计泰国将增加生产白糖的比重，原糖供应趋向收紧，与此同时，随着印度食糖减产尘埃落定，预计印度白糖再度出口的可能性亦将降低。整体来看，全球糖市仍处于贸易流紧张的状态，未来糖市的焦点都集中在主产国巴西上，食糖主产区的天气风险、巴西能源、产量变化将带动原糖走势。目前国际糖市基本面较为乐观，价格支撑较强，此前原糖与白糖 05 合约陆续迎来交割，供应紧张在交割上有所体现，原糖价格维持在高位运行，并续创新高。

国内方面，目前食糖已基本压榨完毕、处于纯消费阶段。在国内外糖价倒挂的大背景下，内外盘价格自春节后一路上行、无回调的走势导致国内加工厂无点价机会，除了年前原糖到港、国内加工糖厂节后提货带动 1、2 月进口量抬升以外，本榨季原糖实际进口大幅减少，加工糖厂采购原糖时间一拖再拖，叠加本榨季国产糖减产，导致贸易商及终端企业主要以采购国产糖为主，从而带动产销率和食糖销售进度较往年同期有所提升。不过由于国内白糖期现价格大幅攀升，导致下游采购节奏一改往日按季备货的特点，选择随采随用。

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：贸易流紧张格局延续，关注巴西新榨季压榨进度

从国际糖市动态来看，目前北半球食糖生产已进入尾声，巴西新榨季甘蔗已开始压榨。巴西政府机构 Conab 于 4 月 26 日发布的对新榨季的首份预估报告显示，预计巴西 2023/24 榨季甘蔗产量将较上榨季增加 4.4%，至 6.371 亿吨。理由是预计单产及种植面积将双双上升。其中，预计巴西中南部地区 2023/24 榨季甘蔗产量为 5.773 亿吨，较上一年度增加 4.9%。预计 2023/24 榨季巴西产糖量将达到 3877 万吨，同比增加 4.7%。巴西中南部地区产糖量预计将增长 4.8%，至 3515 万吨。

4 月上半月巴西中南部地区甘蔗入榨量为 1360.5 万吨，较去年同期的 528.8 万吨增加了 831.7 万吨，同比增幅达 157.30%；甘蔗 ATR 为 108.35kg/吨，较去年同期的 98.67kg/吨增加了 9.68kg/吨；制糖比为 38.58%；产乙醇 7.68 亿升，较去年同期的 3.94 亿升增加了 3.74 亿升，同比增幅达 94.71%；产糖量为 54.2 万吨，较去年同期的 13.1 万吨增加了 41.1 万吨，同比增幅达 312.57%。

出口方面，根据巴西航运机构 Williams 的数据，截至 4 月 26 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量已从上周的 50 艘上升到 61 艘。港口等待装运的食糖数量从上一周的 214.36 万吨上升到了 253.61 万吨，本周等待出口的食糖总量中，高等级原糖（VHP）的数量为 253.61 万吨。根据该机构发布的数据，桑托斯港等待出口的食糖数量为 194.21 万吨，巴拉那瓜港等待出口的食糖数量为 47.97 万吨。

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

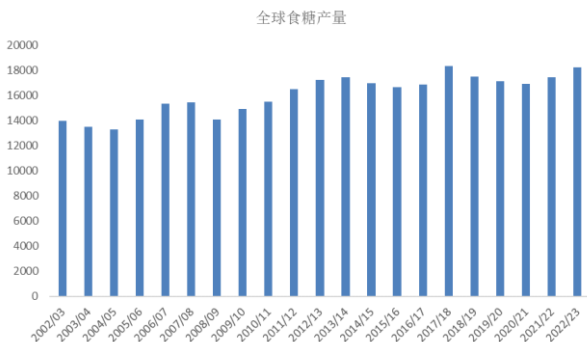
单位: 美元/吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 4: 全球食糖产量

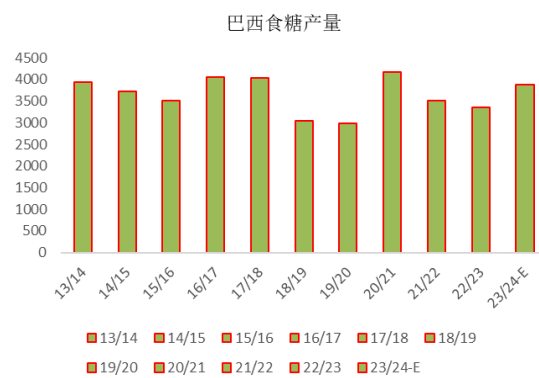
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISO

图 5: 巴西中南部食糖产量

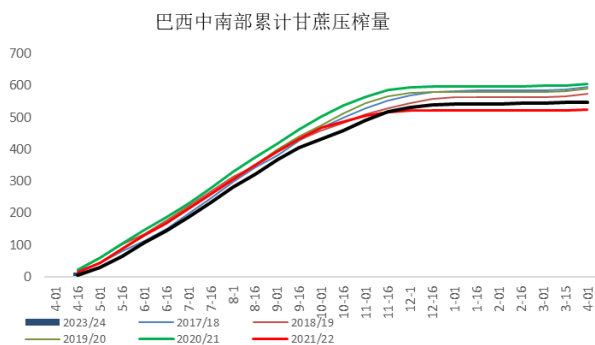
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 6: 巴西中南部累计甘蔗压榨量

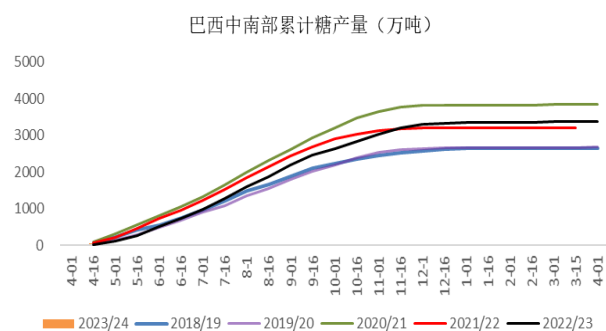
单位: 百万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 7: 巴西中南部累计产糖量

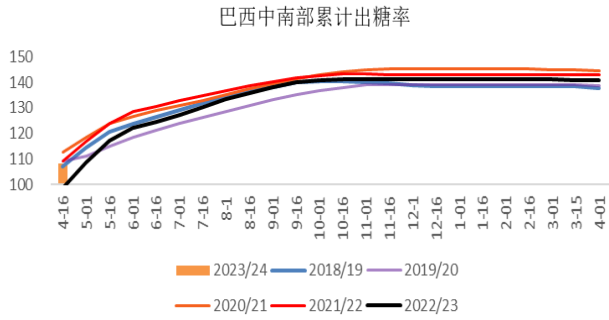
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 8: 巴西中南部累计出糖率

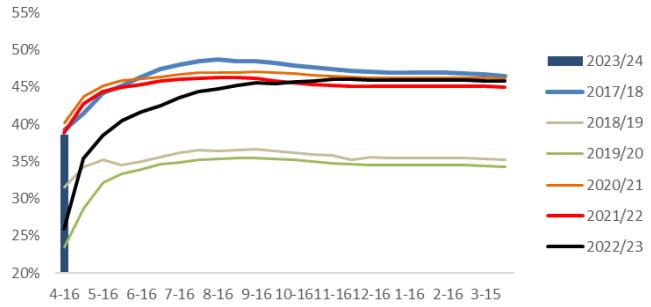
单位: kg/t



数据来源: 银河期货, UNICA

图 9: 巴西中南部双周制糖比

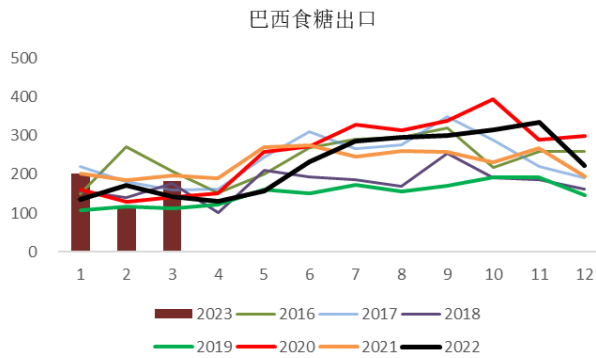
单位: %



数据来源: 银河期货, UNICA

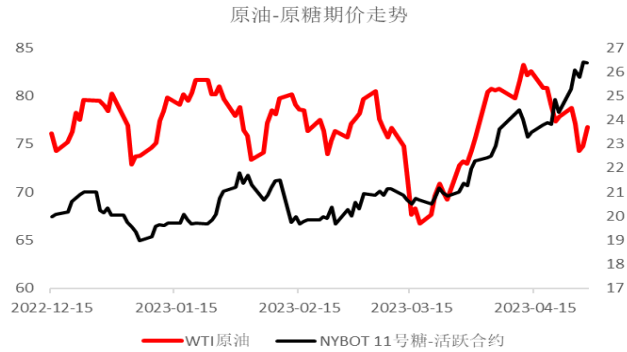
图 10: 巴西出口

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

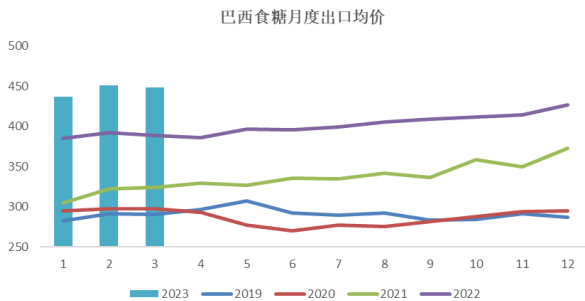
图 11: 原油原糖期价走势



数据来源: 银河期货, WIND

图 12: 巴西食糖月度出口均价

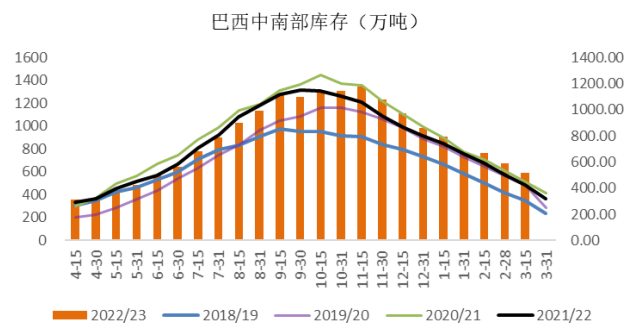
单位: 美元/吨



数据来源: 银河期货, UNICA

图 13: 巴西中南部食糖双周库存

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, UNICA

印度食糖生产已基本结束，印度糖厂协会（ISMA）在 4 月 25 日举行的会议上指出，预计印度 2022/23 榨季产糖量为 3280 万吨，较此前预估减少 3.5%。下调产量预测理由是主要产区的不利天气条件导致甘蔗产量下降。产量的减少可能造成印度食糖出口受限，推高国际糖价。ISMA 主席 Aditya Jhunjhunwala 表示，甘蔗在生长阶段未能获得充沛降雨，然后又在不需要水分的时候出现了太多的降雨。尽管产糖量下降，但印度拥有的食糖足以满足国内 2750 万吨的需求。ISMA 在 1 月时曾预期印度将在 2022/23 榨季生产 3400 万吨糖。

2022/23 榨季截至 4 月 15 日，印度糖厂已生产了 3110 万吨糖，同比下滑 5.4%。受甘蔗供应有限影响，许多糖厂提前收榨。印度糖厂协会（ISMA）在一份声明中表示，2022/23 榨季开榨的 532 家糖厂中，有 400 家已经收榨，包括马邦所有的糖厂。ISMA 表示，马邦产糖量从上榨季的 1370 万吨下滑至 1050 万吨。孟买一家贸易公司的交易员称，马邦产糖量的下降，拖低了印度的总产糖量，没有多余的糖可供出口。该交易员还表示，预计印度总产糖量将会降至 3300 万吨，并支撑当地糖价。由于夏季需求高峰的来临，当地糖价正在上涨。目前印度食品部已将 5 月份的 240 万吨的食糖内销配额分配给了 558 家糖厂，较去年同期高出 15 万吨。

此外，天气预报机构 Skymet 于 4 月 10 日表示，印度 2023 年的雨季降雨量可能“低于正常水平”，出现厄尔尼诺现象的可能性较大。厄尔尼诺现象通常会给亚洲带来干燥天气。印度的雨季降雨量预计为长期均值水平的 94%，印度北部和中部地区将面临降雨不足的风险。

泰国方面，一项大宗商品研究报告显示，泰国 2022/23 年度甘蔗产量预计为 9400 万吨，较此前预估下调 1%。过去两周，大部分甘蔗产区干燥和炎热的天气持续。持续的恶劣天气引发对下一榨季甘蔗产量的担忧。美国农业部近日发布的报告显示，预计泰国 2023/24 榨季食糖产量将小幅增长至 1120 万吨。预计随着肥料价格从 2022 年的历史高点显著下降，农民将增加肥料使用量。由于燃料乙醇需求将随着经济复苏而持续增长，2023/24 榨季泰国糖蜜供应可能仍将保持紧缺。

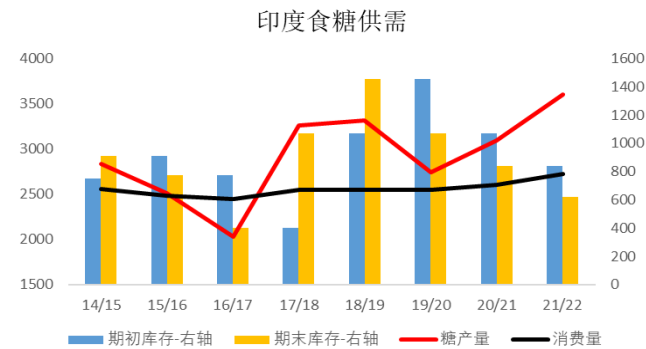
美洲方面，受干旱及缺乏足够的施肥的影响，预计墨西哥 2022/23 榨季产糖量将会从 2021/22 榨季的 618.5 万吨下降至 543 万吨。最新数据显示，预计墨西哥 2022/23 榨季产量为 543 万吨，低于之前估计的 602.6 万吨。墨西哥甘蔗生产商组织的负责人 Carlos Blackaller 表示，干旱对甘蔗的生长产生了不利影响。从 2022 年 10 月到今年 4 月，几乎全国都处于干旱状态。墨西哥国家水资源委员会 Conagua 公布的最新“干旱监测”报告显示，截至 3 月末，该国近 47% 的地区处于中度至极端干旱状态。Blackaller 表示，另一个影响产量的因素是化肥。今年的化肥成本已“上涨了一倍多”，导致一些种植户减少施肥，或者根本不施肥。

欧盟方面，美国农业部海外局驻布鲁塞尔分部发布报告称，预计欧盟 27 国 2023/24 榨季的糖产量为 1530 万吨，较上榨季增加 4%，比 2021/22 榨季减少 6%。其中，法国甜菜种植面积同比减少，其他成员国种植面积同比增加。预计欧盟 27 国 2023/24 榨季的糖消费量稳定在 1700 万吨，此前受新冠疫情影响的消费量略有回升，而来自乌克兰的数百万难民的涌入可能也会导致消费整体上升。欧盟极高的糖价可能会导致其他替代品的使用，但

替代品的两种主要原料小麦和玉米的价格也有所上涨。预计欧盟 27 国 2023/24 榨季食糖进口量将降至 250 万吨，而 2022/23 榨季为 300 万吨，2021/22 榨季为 200 万吨。与 2022/23 榨季相比，欧盟 27 国 2023/24 榨季的糖出口预计保持稳定，但低于前几个榨季的水平。

图 14: 印度食糖供需

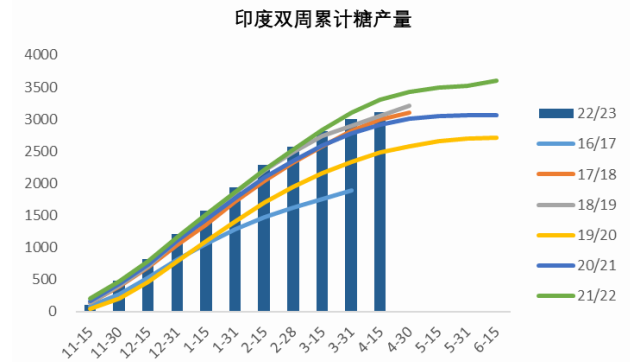
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISMA

图 15: 印度双周累计食糖产量

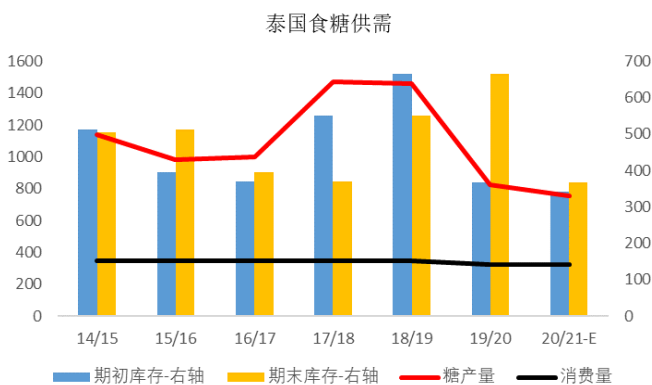
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISMA

图 16: 泰国食糖供需

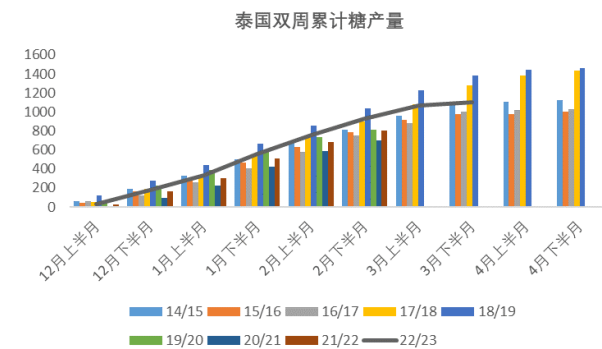
单位: 万吨



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

整体来看，北半球糖供应缩减提供支撑，印度方面糖厂提前休榨，2022/23 年度产量或将进一步下滑，消息称，本月近 75% 的印度糖厂已经休榨，较正常提前两个月时间，预计印度 2022/23 市场年度糖产量料为 3,280 万吨，较此前预估减少 3.5%，下调理由是主要产区的不利天气条件导致甘蔗产量下降。与此同时南半球巴西已经开榨，此前巴西政府机构 Conab 预估，巴西 2022/23 榨季甘蔗产量料为 6.101 亿吨，同比增长 5.4%，但降雨或对

生产节奏造成干扰，据悉圣保罗过去几天的降雨导致甘蔗收割活动受阻，妨碍压榨工作并造成白糖供应量较低，短期继续关注巴西生产进度及物流情况。目前贸易流紧张的局面仍然延续，预计原糖价格仍将维持高位。

三、 本榨季产销数据亮眼，销售进度高于往年同期

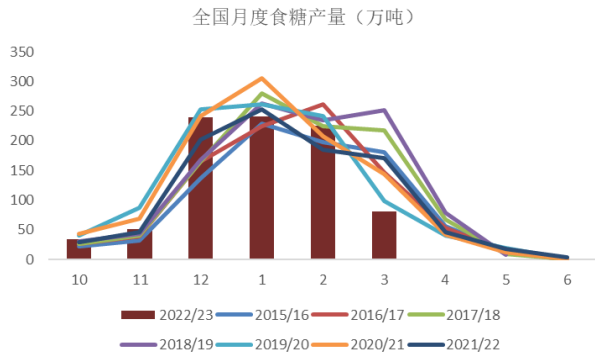
广西 2022/23 榨季种植面积 1120 万亩，同比增加 20 万亩；糖厂开榨时间始于 2022 年 11 月 15 日，于 4 月 14 日收榨，压榨时间 151 天，同比减少 5 天；开榨糖厂 73 家，同比减少 1 家；甘蔗入榨量 4122 万吨，同比减少 900 万吨；产糖量为 527 万吨，同比减少 85 万吨；亩产 3.68 吨，同比减少 0.89 吨/亩，创历史新低。极端干旱天气、病虫害增多是甘蔗减产的主要原因，此外，国内食糖价格长期低迷，影响企业效益，农民种蔗收益低，挫伤农民积极性。截至 4 月 15 日，累计销售食糖 281.38 万吨，同比增加 24.85 万吨；产销率 53.39%，同比增加 11.99%。

云南 2022/23 榨季始于 2022 年 11 月 3 日，同比推后 11 天。截至 4 月 20 日，收榨糖厂已有 38 家，同比增加 27 家，收榨进度加快；甘蔗入榨量 1476.64 万吨，同比增加 215.43 万吨；产糖率 13.22%，同比提高 0.82%；累计产糖 195.14 万吨，同比增加 35.14 万吨；预计于 5 月上旬收榨，产糖量在 197~198 万吨左右，基本符合预期。影响产量的原因有肥料价格上涨影响蔗农投入，此外，境外甘蔗入榨量达不到去年同期，但产糖率提高一定程度弥补入榨量不足。截至 4 月 20 日，当月销售食糖 13.75 万吨，累计销售食糖 94.46 万吨，同比提高 39.37 万吨；产销率 48.41%，同比提高 14.12%；工业库存约为 100 万吨。

广东 2022/23 榨季种植面积 109 万亩，甘蔗入榨量 528.5 万吨；产糖率 9.81%，同比提高 0.11%；产糖 51.84 万吨，同比下降 2.35 万吨；甘蔗收购价 485 元/吨（对应 6000 元/吨的生产成本）。糖厂开榨早、农务生产不重视，以及良种良法推广工作欠佳是甘蔗单产低和产糖率低的主要原因。

图 18: 全国月度食糖产量

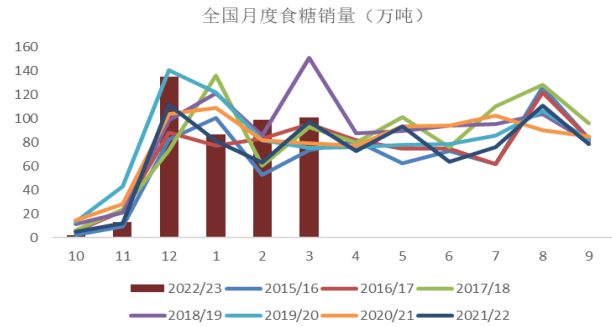
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

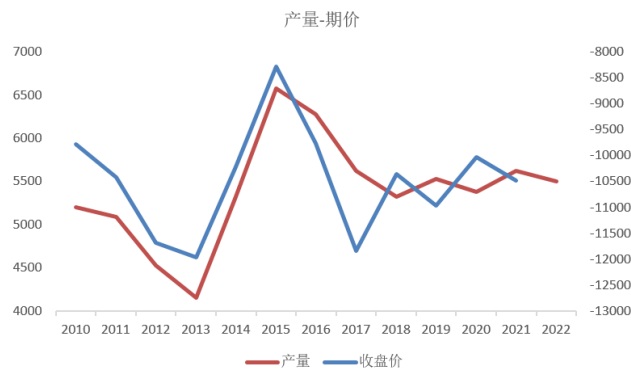
图 19: 全国月度食糖销量

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

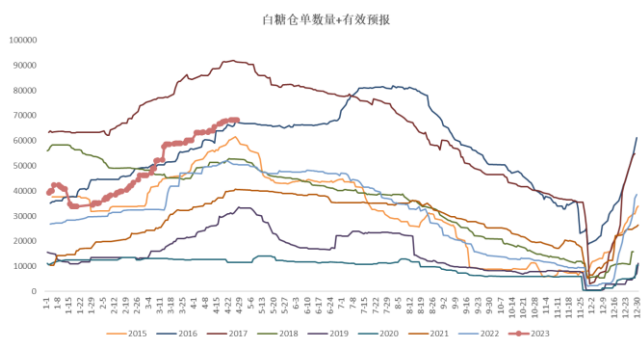
图 20: 产量-期价关系



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

四、 销售进度较往年同期较快，糖厂库存较低

中国糖业协会数据显示，2022/23 榨季截至 2023 年 3 月底，全国累计销售食糖 437 万吨，同比增加 67 万吨；累计销糖率 50.2%，同比加快 8.5 个百分点。

据多家广西糖企所述，由于采购原材料及销售食糖等流程均由各家集团统一管理，因此糖企对于旗下糖厂的食糖销售及库存情况较为熟悉。截至 4 月中旬，多家糖企已销售食糖 60%左右，更有甚者产销率高达 80%左右。

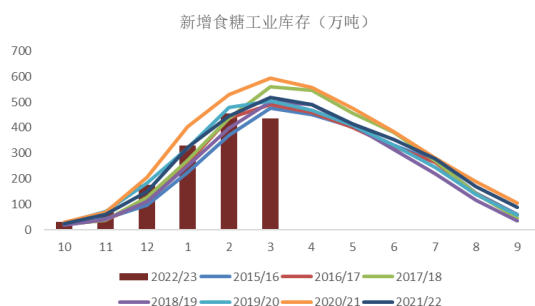
下游消费端，糖企的客户以贸易商居多，主要是由于客户需要全额打款后才可提货，而终端企业出于降低

资产占用和库存的考虑，会倾向于向贸易商采购，随用随采。往年传统的采购方式以按季度备货为主，今年白糖期、现价格自春节后普涨，大型终端企业纷纷一改往日采购习惯、选择按月采购，部分中小型终端企业选择随用随采，主要取决于其接受的订单数量，更有甚者今天采购原材料、明天就投产做订单。据悉，多家大型终端食品企业已于上个月陆续备货一定数量白糖，可供工厂使用至 6 月底。

整体来看，销售数据高于去年同期，实际提货量也高于去年同期。销售进度较往年同期提速除了贸易商、大型终端企业囤货采购外，亦有进口糖较往年大幅减少的原因，贸易商及终端企业为了保证正常贸易及订单的进行，需要采购国产糖来弥补进口糖空缺的部分，因此导致产销率较往年同比提升。而就本年度国内消费增长而言，目前尚无法证伪，终端消费数据暂无法显现大幅提升的表现。据悉，虽然大型终端企业消费较去年或同比增加，但是中小型终端企业消费并不理想，开机时间与开机率基本与往年持平，有 1/3 小型食品厂尚未开机，并出现了断断续续开工的情况。由于终端销售情况一般，小型食品厂流动性资金有限，需消化库存后才会再次开机，即产品库存少则开机加工，库存量过多时则停机修整。消费端的逐步恢复或在 4 月开始有所体现。

图 22: 全国新增食糖工业库存

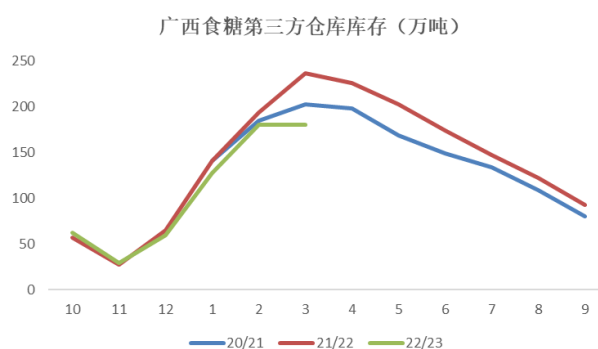
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

图 23: 广西第三方库存

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, WIND

五、 本榨季食糖库存较去年同期有所减少、进口格局有所改变

2022/23 榨季截至 3 月底，全国新增工业库存 435 万吨，较上月减少 20 万吨，较去年同期减少 80 余万吨。其中，广西 3 月食糖库存 261.84 万吨，环比减少 28 万吨，较去年同期减少 115 万吨；广西食糖第三方仓库库存 180.29 万吨，较去年同期减少 56 万吨。云南 3 月食糖库存 95.08 万吨，较上月增加 22 万吨，较去年同期减少 10.73 万吨。

据悉，广西多家糖企已售卖大部分白糖，且部分已在期货盘面上注册一定数量仓单，目前各家白糖库存在 20 万吨左右，有的糖企仅有 6、7 万吨白糖可售。目前糖企根据产销、库存、销售进度等情况决定日售量和成交价格，考虑到库存有限、且糖企需售卖食糖至新榨季开榨，在对未来消费看好的前提下，预计糖厂有惜售心理，若今年下半年消费如期回暖，那么终端只能被迫接受高价。

本月糖浆和预拌粉的数量所有增加，共计进口 16.23 万吨，同比增加 5.62 万吨，增幅 52.97%。2022/23 榨季截至 3 月底，我国累计进口糖浆及预拌粉等三项合计 49.43 万吨同比增加 3.27 万吨。海关总署公布数据显示，2023 年 3 月我国甘蔗糖或甜菜糖水溶液(税则号 17029011)进口量为 11.03 万吨，同比增加 2.89 万吨；甘蔗糖、甜菜糖与其他糖的简单固体混合物，蔗糖含超过 50% (税则号 17029012)进口量为 4.98 万吨，同比增加 2.73 万吨；其他固体糖及未加香料或着色剂的糖浆、人造蜜及焦糖(税则号 17029090) 进口量为 0.22 万吨，同比持平。

根据调研我们发现，虽然预拌粉和糖浆销售状况较好、供不应求，但是出于实际产能利用率、原材料采购等因素的考虑下，其对于白糖的实际替代并不乐观，对白糖冲击有限。

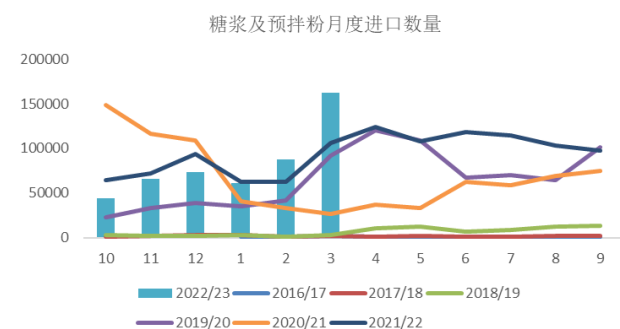
进口方面，成本倒挂严重，据调研获悉，虽然内外倒挂至 2021 年已开始，但是实际上 2021 年-2022 年加工糖厂普遍不亏钱甚至赚钱，不过今年的情况与往年较为不同，因为今年原糖价格持续上行，并没有回调、给加工糖企业点价的机会，导致买船数量整体偏少。据悉，国内加工糖企业主要点价的合约 07 合约，虽然国内加工糖企业也在不断调高点价的心理价位，由 19-19.5 美分/磅一直到现在的 22 美分/磅左右，但是若内外价格持续倒挂、加工糖厂或选择展期、推迟原糖进口的时期，届时，或引发国内糖供应紧张的问题。

图 24: 糖浆及预拌粉月度进口量

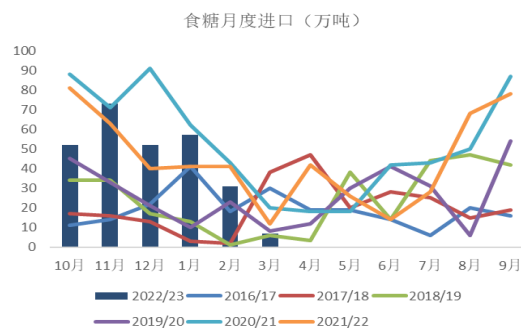
单位: 万吨

图 25: 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, 泛糖科技

第三部分 行情展望

市场对于本榨季国内减产形成较为一致的预期，供给端进口糖源补充情况成为关注焦点，目前由于配额外进口利润严重倒挂，3月份国内食糖进口量受到抑制，但糖浆、预拌粉数量同比明显增加，海关总署此前公布数据显示，中国3月进口食糖约7万吨，较去年同期减少45.56%，创近四年同期低位。不过国内3月进口糖浆、预拌粉16.23万吨，较去年同期增加52.97%。在国内食糖供应趋紧，糖价处于高位的背景下，政策调控的可能性增大。不过，在国内糖市潜在缺口被有效弥补之前，糖价或继续维持高位震荡。

国内仍处于消费淡季，大型终端备货量可维持至6月底，中小型终端以按需采购为主，整体来看，目前下游企业有一定量库存。国内糖价暂时保持稳定，郑糖近期主要受原糖影响，考虑到原糖05合约临近交割以及国内即将迎来五一小长假，因此郑糖跟涨情绪有所降温。后续还需关注下游实际消费情况及集中采购原糖时间。

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