

# 糖价见顶，牛熊转换

国投安信期货 2024 年白糖年度策略

SDIC ESSENCE FUTURES

# 目录

1 2023 年国内外食糖市场行情回顾 .....	3
1.1 美糖行情回顾 .....	3
1.2 郑糖行情回顾 .....	4
2 国外食糖市场基本面分析 .....	5
2.1 巴西产糖量创纪录，增产幅度超预期 .....	5
2.2 关注港口运力问题 .....	6
2.3 预计 24/25 榨季巴西食糖产量维持高位 .....	7
2.4 预计 23/24 榨季印度甘蔗减产 .....	7
2.5 印度糖醇政策改变，制糖比例上调 .....	9
2.6 产量预期改变，关注出口政策变化 .....	9
2.7 预计泰国 23/24 榨季甘蔗减产 .....	10
2.8 预期转变，美糖顶部已现 .....	11
3 国内食糖市场基本面分析 .....	12
3.1 22/23 榨季国内产销双减 .....	12
3.2 内外价差深度倒挂，食糖进口量大幅减少 .....	13
3.3 国储糖投放市场 .....	13
3.4 预计 23/24 榨季广西产量大幅增加 .....	13
3.5 增产施压盘面，糖价趋势向下 .....	15
4 总结 .....	15

姓名 黄维

高级分析师

从业资格证号：F03096483

投资咨询证号：Z0017474

## 个人简介：

黄维，国投安信期货研究院软商品研究员，上海财经大学经济学硕士，负责白糖、苹果的研究。从事农产品研究 7 年，对国内外食糖的基本面以及糖价的运行规律有较深的研究，荣获 2020、2023 年郑州商品交易所白糖高级分析师称号。对产业链较为熟悉，擅长把握价格的周期性变化。

## 近期相关报告：

《白糖：趋势向下》

《糖价面临调整压力》

《预计 23/24 榨季广西食糖产量同比大幅增加》

《印泰减产预期较强，继续看涨美糖》

# 摘要

## 美糖：预期反转，顶部已现

国外方面，巴西超预期增产以及印度糖醇政策改变使得美糖多头逻辑被打破，美糖顶部已现，预计期价将继续下行。不过，印度甘蔗产量以及糖醇政策仍然存在不确定性，关注产量及政策变化。

## 郑糖：供需宽松，趋势向下

国内方面，预计 23/24 榨季国内增产、进口量增加，国内糖源供应充足。另一方面，近期需求较差，食糖销量减少。综合来看，23/24 榨季国内供需偏宽松，基本面驱动向下。

## 投资展望：

国内基本面驱动向下，郑糖 2409 及之前的合约以偏空思路为主。

# 1 2023 年国内外食糖市场行情回顾

## 1.1 美糖行情回顾

2023 年美糖期货大幅上涨，价格创下 2011 年以来的新高。一季度，印度超预期减产点燃美糖牛市，期价连续上涨。4 月份巴西开榨后美糖面临一定压力，主要是因为今年巴西单产明显回升，糖醇比价也较高，丰产的预期较强，6 月份美糖出现了较大幅度的回调。不过，今年上半年印度、泰国甘蔗主产区较为干旱。另外，厄尔尼诺现象再次出现，市场预期北半球的雨季降雨不足，23/24 榨季北半球的食糖减产预期较强。受减产预期的支撑，三季度美糖继续上涨。进入雨季之后，印度、泰国降雨量依然较低，减产预期加强，市场形成了一直的看涨预期，美糖价格持续上涨。不过，随着生产的进行，市场发现今年巴西增产幅度超出此前预期，现货供应压力加大，美糖出现大幅度回调。

图 1：美糖主连收盘价



资料来源：Wind，国投安信期货

## 1.2 郑糖行情回顾

2023 年郑糖冲高回落。22/23 榨季广西超预期减产，单产创下近几年新低。另外，美糖大幅上涨使得进口成本飙升，进口量大幅减少。国内外利多共振，上半年郑糖大幅上涨，主力合约最高价达到了 7202 元/吨。减产以及进口减少导致供需偏紧，国内采取轮储和抛储的方式来补充糖源供应。另一方面，上半年广西较为干旱，降雨量处于历史较低水平。厄尔尼诺现象又卷土重来，市场对 23/24 榨季广西的产量存在一定的减产预期。受多种利多支撑，三季度糖价始终在高位震荡。但是，高糖价对需求产生了明显的抑制作用，下游减少采购量，食糖销量出现明显的下降。虽然供需偏紧的预期较强，但是需求下降限制了郑糖的涨幅。进入雨季之后广西降雨量大幅增加，甘蔗长势旺盛，单产同比明显回升，市场逐渐对 23/24 榨季广西增产形成一直预期。国内供给端缺乏利多驱动，主要的多头逻辑是美糖价格继续上涨倒逼国内糖价上涨。但是，11 月份之后美糖价格大幅下跌，郑糖失去支撑。市场的交易逻辑转向增产预期以及弱需求，郑糖也出现了较大幅度的回调。

图 2：郑糖主连收盘价



资料来源：Wind，国投安信期货

## 2 国外食糖市场基本面分析

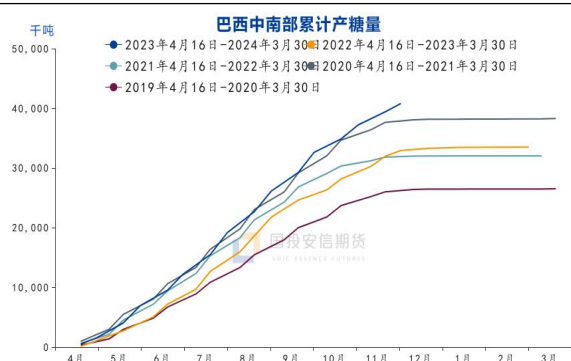
### 2.1 巴西产糖量创纪录，增产幅度超预期

今年巴西大丰产，产糖量创历史记录。截至 11 月底，巴西中南部地区累计入榨量为 61925.7 万吨，同比增加 15.94%；甘蔗 ATR 为 140.25 千克/吨蔗，同比下降 0.87 千克/吨蔗；累计制糖比为 49.32%，同比增加 3.3 个百分点；累计产乙醇 298.53 亿升，同比增加 11.87%；累计产糖量为 4081.7 万吨，同比增加 776.5 万吨，增幅达 23.50%。

今年巴西食糖的增产幅度超出了市场的预期，机构一再上调巴西甘蔗和食糖产量预估。CONAB 的最新数据显示，预计巴西 2023/24 榨季甘蔗产量将创纪录高位。预计甘蔗产量为 6.776 亿吨，同比增加 10.9%；食糖产量为 4688 万吨，同比增加约 1000 万吨，增幅为 27.4%。

巴西大丰产主要有两方面的原因。首先，单产同比明显增加。截至 10 月底，巴西中南部甘蔗单产为 89.3 吨/公顷，同比增加 21.3%。今年巴西单产提升的主要原因是天气条件较好以及蔗龄相对较低。另一方面，今年的甘蔗制糖比例同比大幅增加。截至 11 月底的累计制糖比为 49.32%，同比增加 3.3 个百分点。制糖比例增加的原因主要是因为糖醇比价较高，制糖的收益大幅高于制乙醇，使得糖厂最大化生产食糖。

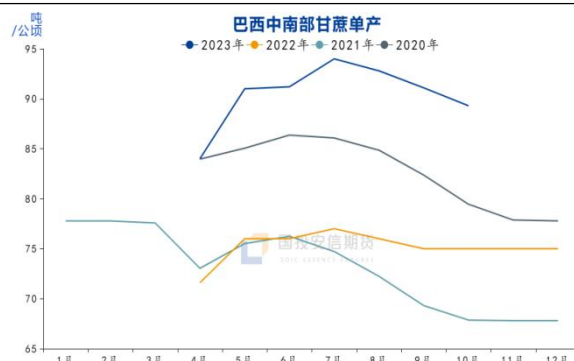
图 3：巴西中南部累积产糖量



数据来源：UNICA

资料来源：UNICA，国投安信期货

图 4：巴西中南部甘蔗单产



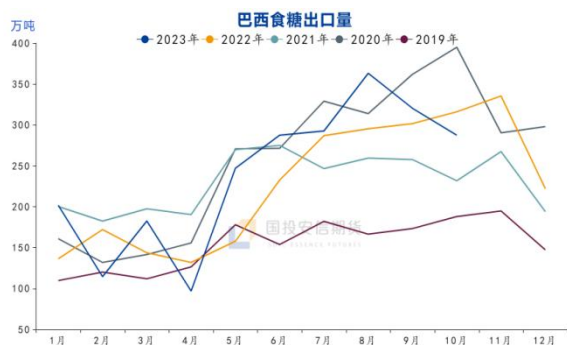
数据来源：UNICA

资料来源：UNICA，国投安信期货



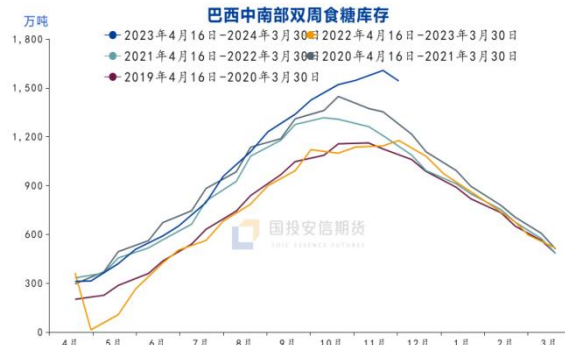
巴西大丰产导致巴西糖出口量增加、库存累积，国际食糖市场现货供应压力较大。截至11月底，23/24榨季巴西累积出口食糖2309万吨，同比增加4.54%。截至11月底，巴西港口等待发运的食糖仍然有547万吨。另外，巴西糖的库存也处于历史高位。

图5：巴西食糖出口量



数据来源：泛糖科技

图6：巴西食糖库存



数据来源：泛糖科技

资料来源：UNICA，国投安信期货

资料来源：UNICA，国投安信期货

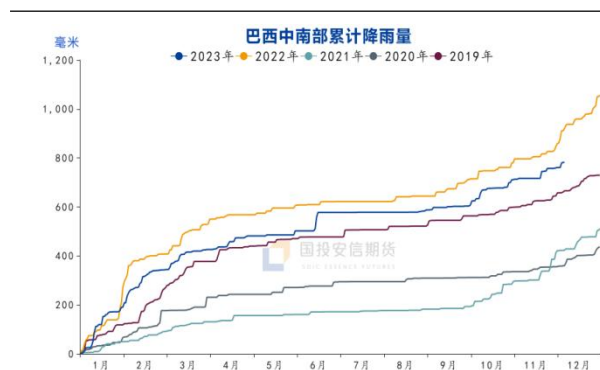
## 2.2 关注港口运力问题

虽然巴西食糖产量创历史记录，但是目前出口量的增幅相对较小，主要是因为巴西运力受限，无法及时把生产出来的糖运到港口并输送至海外。22/23 季度巴西大豆和玉米也丰产，玉米产量同比增加 16%，大豆产量同比增加 23%，谷物产量同比增加了 4800 万吨，大量谷物和食糖争抢运力。另一方面，谷物的出口量远大于食糖出口量，因此在物流运输中谷物占优，糖的运输受到阻碍。此外，港口的运输能力也有限，23/24 榨季增产的食糖无法在短期内全部运出。因此，明年一季度能分配多少运力用来出口食糖也是影响供应的重要因素。近期巴西港口等待装运食糖的船只数量下降，运力问题略有缓解，关注后续发运情况。

## 2.3 预计 24/25 榨季巴西食糖产量维持高位

2023 年巴西中南部降雨量同比有所下降，但是依然处于历史平均水平附近。2023 年 1-11 月巴西中南部的总降雨量为 759 毫米，同比下降 10%，处于 10 年均值附近。今年巴西中南部甘蔗单产较高，预计 24/25 榨季单产略有下降，但是幅度不大。制糖比方面，今年糖醇比价高位运行，制糖的收益大幅高于制乙醇，截至 11 月底的制糖比例达到了 49.32%。不过，近期美糖大幅下跌，糖醇比价也有所回落。糖醇比价下跌会对 24/25 榨季的制糖比产生一定影响，不过，目前制糖的收益依然大幅高于乙醇，预计制糖比将继续高位运行。综合来看，预计 24/25 榨季巴西中南部食糖产量依然维持高位。

图 7：巴西中南部累积降雨量



数据来源：NOAA

图 8：巴西中南部糖醇比价



数据来源：Bloomberg, Bloomberg

资料来源：NOAA，国投安信期货

资料来源：UNICA，国投安信期货

## 2.4 预计 23/24 榨季印度甘蔗减产

今年印度甘蔗主产区非常干旱，上半年累计降雨量同比降低 60%，进入雨季之后降雨量有所增加，但是总量依然偏低。缺水对甘蔗生长产生较大影响，预计单产会出现较大幅度下降。从遥感数据来看，印度马邦甘蔗长势较差，缺水导致甘蔗生长缓慢，植被指数与 2016 年、2019 年印度大减产时的数值相当。受厄尔尼诺影响，2016、2019 年印度马邦出现较为严重的干旱，甘蔗单产出现较大幅度的下降。今年厄尔尼诺卷土重来，马邦又出现了严重干旱，预计单产将

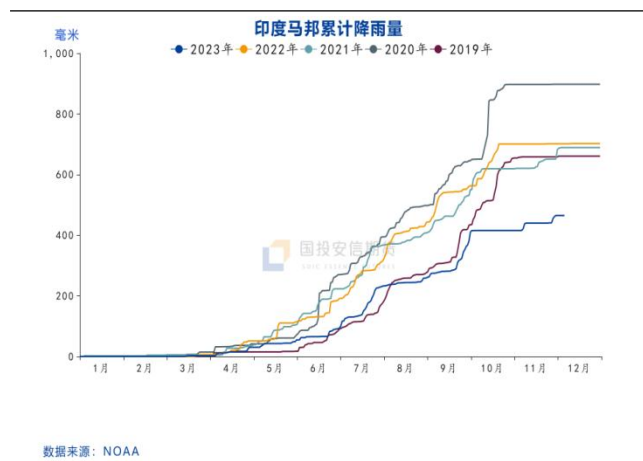


接近 2016、2019 年时的水平。这两个榨季印度马邦的甘蔗单产在 75 吨/公顷左右。因此，我们初步预计 2023/24 榨季印度马邦的单产将降至 75 吨/公顷。

上榨季马邦共生产甘蔗 1.357 亿吨，其中用于生产食糖的甘蔗为 1.052 亿吨，有约 3000 万吨甘蔗被用于制乙醇。如果 23/24 榨季马邦的单产降至 75 吨/公顷，单产将同比下降 17%，预计甘蔗总产量将降至 1.126 亿吨。如果新榨季分流 3000 万吨甘蔗用于制乙醇，可供生产食糖的甘蔗约为 8500 万吨，较 2022/23 榨季下降 19%。2022/23 榨季马邦产糖量为 1053 万吨，在出糖率保持不变的情况下，预计 2023/24 榨季印度马邦的产糖量约为 850 万吨，同比下降约 200 万吨。其他产区方面，预计北方邦产量高位稳定。卡纳塔克邦、古吉拉特邦也受到了干旱的影响，预计产量将有所下降，不过这两个产区体量不大，对总量的影响不大。

从最新数据来看，2023/24 榨季截至 12 月 15 日，印度食糖产量为 740.5 万吨，同比减少 89 万吨，降幅 10.7%；

图 9：印度马邦累积降雨量

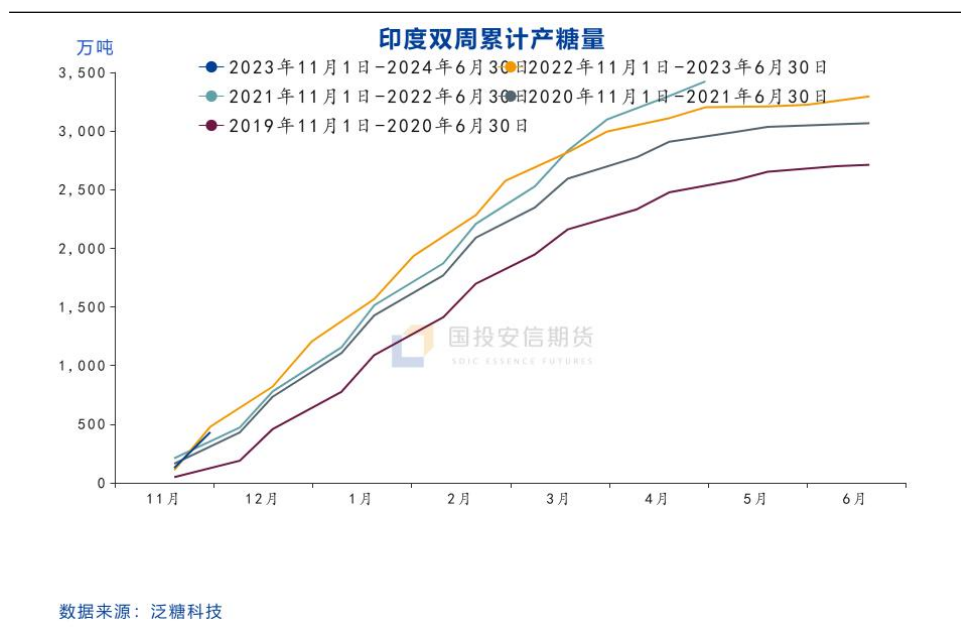


资料来源：NOAA，国投安信期货

图 10：印度马邦甘蔗植被指数



图 11: 印度双周产糖量



资料来源：泛糖科技，国投安信期货

## 2.5 印度糖醇政策改变，制糖比例上调

12月初，印度糖醇政策发生改变，印度政府要求23/24榨季限制甘蔗制乙醇产量以保证食糖的供应。截止到12月19日，最新的政策是允许糖厂使用甘蔗汁和B糖蜜来生产乙醇，但是23/24榨季用于生产乙醇的糖的分流量被限制在170万吨，此外还有170-200万吨糖转向乙醇生产的空间。

印度计划在2025年将汽油中的乙醇掺混比提高到20%，22/23榨季印度有超过400万吨的糖转向生产乙醇，此前市场预期23/24榨季印度将有400-500万吨糖分流至生产乙醇。但是，今年印度甘蔗减产预期较强，为了保证食糖供应，印度政府出台政策限制乙醇产量。新政策出台后，预计23/24榨季用于生产乙醇的糖的分流量在300万吨左右。

## 2.6 产量预期改变，关注出口政策变化

虽然食糖产量预期上调，但是印度政府尚未发放23/24榨季的食糖出口配额。22/23榨

季印度出口食糖 610 万吨，由于预期减产，印度政府可能会进一步限制食糖出口，此前市场预期 23/24 榨季印度可能不会出口食糖或者少量出口 100–200 万吨。综合巴西、印度和泰国的情况来看，在最利多的情况下，巴西的增产幅度也可以覆盖印度、泰国出口减少带来的影响，国际糖的贸易流将维持紧平衡的状态。一旦印度允许食糖出口，国际食糖市场的供需将由紧平衡转向偏宽松，多空力量将发生翻转。不过，印度甘蔗产量仍存在变数，政府也没有批准新的食糖出口配额，后期印度的食糖出口情况还难以下定论，继续关注生产数据及政策变化。

**表一：印度食糖供需平衡表（单位：十万吨）**

榨季	期初库存	产糖量	进口量	总供应量	消费量	出口量	期末库存
17/18	38.8	324.79	2.15	365.74	253.9	4.64	107.2
18/19	107.2	331.62	0	438.82	255	38	145.82
19/20	145.79	274.11	0	419.9	257.09	56.5	106.31
20/21	107.4	311.92	0	419.32	265.55	71.91	81.86
21/22	81.86	357.6	0	439.46	273.3	110.7	55.46
22/23	55.46	328	0	383.46	270	60	53.46
23/24E	53.46	295	0	348.46	270	0	78.46

资料来源：泛糖科技，ISMA

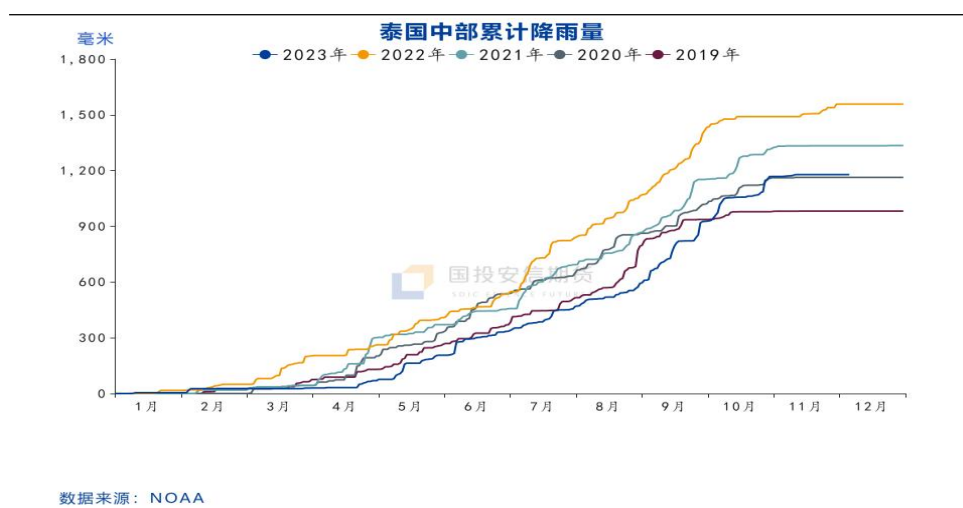
## 2.7 预计泰国 23/24 榨季甘蔗减产

泰国方面，今年 1–8 月较为干旱，对甘蔗生长产生一定影响。1–8 月泰国中部的累计降雨量为 592 毫米，较十年均值下降 26%。不过 9 月份降雨较多，9 月份的单月降雨量为 334 毫米，十年均值只有 188 毫米。从甘蔗的生理来看，进入 7 月份之后甘蔗进入伸长期，7、8 月份降雨较少对甘蔗生长产生较大影响。不过 9 月份降雨较多有利于甘蔗的生长，预计可以弥补一定的单产损失。今年泰国降雨较少和厄尔尼诺现象再次发生有一定关系，从历史上来看，2014 年 10 月至 2016 年 4 月的超强厄尔尼诺使得泰国中部的年降雨量连续三年低于 900 毫米，2014/15 榨季–2016/17 榨季，泰国甘蔗单产连降三年。2015/16 榨季的单产只有 57.18 吨/公顷，同比降低 17%。2018 年 9 月–2019 年 6 月的厄尔尼诺导致了更严重的减产，

2019/20 榨季泰国甘蔗单产只有 44.3 吨/公顷，同比降低 30%，创近年来的新低。

综合来看，今年 1-8 月泰国的干旱情况比较严重，和 2019、2020 年厄尔尼诺现象发生时比较相似。但是 9 月份降雨较多有利于甘蔗的生长，预计单产将略高于 2019、2020 年大减产时的水平。2020/21 榨季泰国甘蔗单产只有 45 吨/公顷，预计 23/24 榨季的单产为 50 吨/公顷，同比下降约 20%。2022/23 榨季泰国共生产甘蔗 9300 万吨，预计新榨季的甘蔗产量将下降至 7440 万吨，预计产糖量将减少约 200 万吨。

图 12：泰国中部累积降雨量



资料来源：NOAA，国投安信期货

## 2.8 预期转变，美糖顶部已现

下半年以来美糖一直是弱现实、强预期的格局。今年巴西大丰产，巴西糖的出口和库存较多，短期国际市场供应压力较大。另外，随着生产的进行，机构多次上调巴西产量预估，预计 23/24 榨季巴西产糖量将创历史新高。巴西增产幅度超预期使得短期的供应压力继续加大，利空有所增加。巴西超预期增产使得多头逻辑被打破，多空力量翻转，美糖顶部已现，预计期价将继续下行。

表二：全球食糖供需平衡表：（单位：万吨）

	期初库存	产量	进口量	出口量	总供应量	总消费量	期末库存
18/19	5157	17916	5316	5827	28389	17280	5283
19/20	5283	16656	5374	5354	27312	17193	4765
20/21	4765	18011	5910	6386	28686	17269	5031
21/22	5031	18066	5593	6480	28691	17458	4753
22/23	4753	17531	5741	6432	28025	17707	3886
23/24E	3886	18346	5787	6741	28020	17911	3368

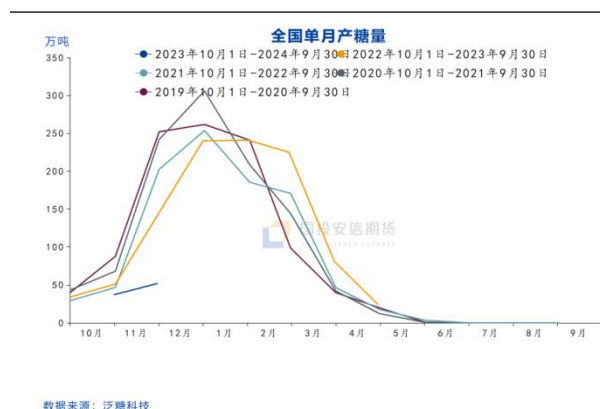
资料来源：USDA，国投安信期货

## 3 国内食糖市场基本面分析

### 3.1 22/23 榨季国内产销双减

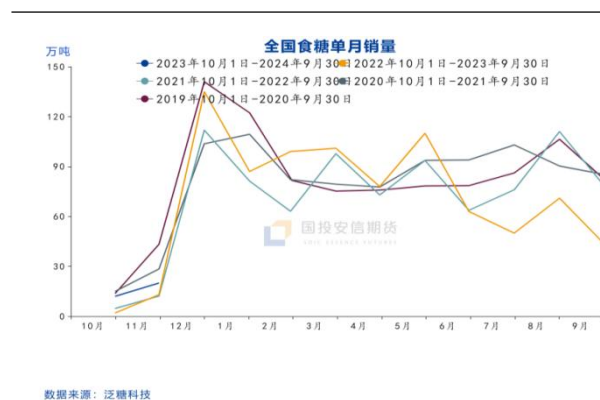
22/23 榨季全国共生产食糖 897 万吨，比上个制糖期减少 59 万吨。其中广西累计入榨甘蔗 4122.13 万吨，同比减少 897.28 万吨；产混合糖 527.03 万吨，同比减少 84.91 万吨。另一方面，销量也有所减少。22/23 榨季全国累计销售食糖 853 万吨，同比减少 14 万吨。高价对消费产生抑制作用，下游采购量有所减少。另外糖浆、预拌粉也挤占了市场份额，下游对高价糖的接受意愿较低。库存方面，22/23 榨季的结转库存只有 27.63 万吨，创近年来的新低。

图 13：全国单月产糖量



资料来源：泛糖科技，国投安信期货

图 14：全国单月销糖量

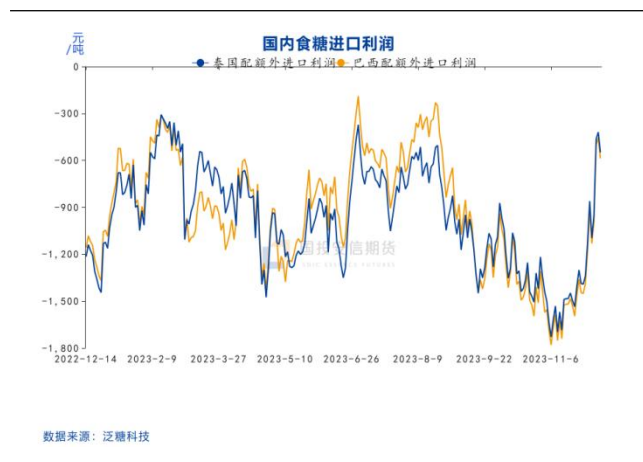


资料来源：泛糖科技，国投安信期货

### 3.2 内外价差深度倒挂，食糖进口量大幅减少

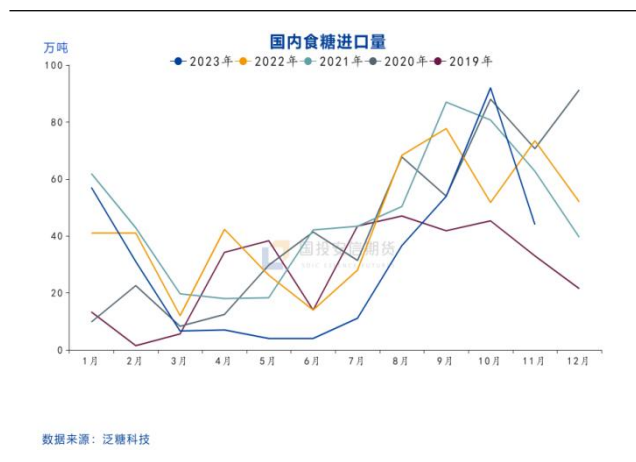
今年大部分时间内外价差处于深度倒挂的状态，11 月份之后美糖大幅下跌使得价差快速缩窄。今年上半年美糖大幅上涨，进口成本飙升使得国内进口量大幅减少。2023 年 1-11 月我国累积进口食糖 348 万吨，同比减少 127 万吨。近期美糖大幅下跌，进口成本也迅速下降，预计后期进口量将有所回升。另一方面，糖浆及预拌粉进口有所增加。2023 年 1-11 月我国累积进口糖浆及预拌粉 169.75 万吨，同比增加 69.04 万吨。

图 15：配额外进口利润



资料来源：泛糖科技，国投安信期货

图 16：国内食糖进口量



资料来源：泛糖科技，国投安信期货

### 3.3 国储糖投放市场

今年国内供需偏紧，国家采取轮储和抛储的方式来增加糖源供应。据了解，上半年轮出的食糖数量约为 60 万吨。抛储方面，9 月 27 日进行了国储糖首次竞拍，总成交量约 10 万吨。本次抛储量较少，主要因为政策的目的是保证食糖供应，而非打压糖价。进入新榨季之后，国内糖源供应增加，进口成本也有所下降，没有再进行抛储。

### 3.4 预计 23/24 榨季广西产量大幅增加

22/23 榨季广西出现较大幅度的减产，单产只有 3.68 吨/亩，是近十年来的最低水平。从降雨来看，2022 年广西整体降雨情况并不差，2022 年来宾年累计降雨量为 1689 毫米，



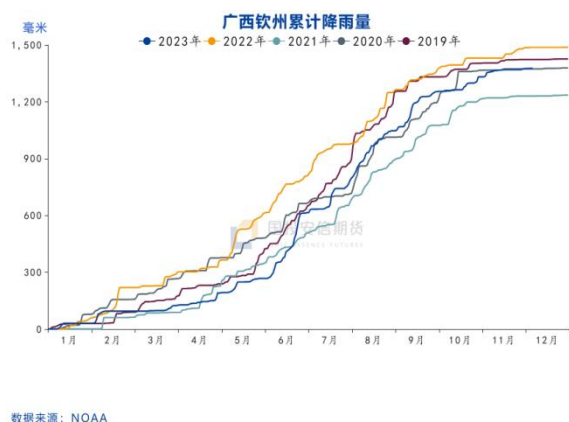
同比增加 23.6%，较十年均值增加 2.7%。造成广西甘蔗单产下降的主要原因是降雨不均，虽然全年降雨不少，但是出现了夏秋连旱，特别是秋旱较为严重，导致单产出现较大幅度的下降。2022 年 8 月份广西来宾的月累计降雨量只有 115 毫米，较十年均值下降 40%，9、10 月份累计降雨更是只有 37 毫米和 22 毫米，较十年均值下降 72%。虽然 2022 年上半年降雨较好，但是夏秋连旱对甘蔗生长造成较大影响，单产出现明显下跌。

今年的情况与去年相反。上半年广西较为干旱，2023 年 1-7 月广西来宾累计降雨量只有 757 毫米，同比下降 45%，较十年均值下降 31%。但是进入到雨季之后广西降雨量增加较快，8 月份来宾的月累计降雨量为 227 毫米，同比增加 96%，较十年均值增加 17%。9 月份的累积降雨量为 190 毫米，较十年均值增加 40%。

从降雨与单产的关系来看，甘蔗的需水量与生长阶段有关。虽然今年上半年较为干旱，但是由于甘蔗需水量不大，因此降雨少对甘蔗的生长不会造成太大影响。今年雨季降雨情况较好，甘蔗长势旺盛，预计单产将出现明显回升。

结合遥感数据与实地调研来看，今年甘蔗长势较好，虽然上半年较为干旱，但是雨季降雨充沛，株高同比明显增加，预计单产将同比增加 20%-30%。另一方面，雨水较多导致日照减少，不利于糖分积累，预计产糖率将同比下降 0.3-0.4 个百分点。综合单产与产糖率来看，预计 23/24 榨季广西食糖产量将同比增加 100 万吨。值得注意的是，今年广西延迟开榨，有利于甘蔗糖分的积累。另外，如果后期日照充足且昼夜温差较大，产糖率将进一步提升，食糖产量存在上调的可能。

图 17：广西钦州累积降雨量



资料来源：NOAA，国投安信期货

图 18：广西崇左甘蔗植被指数



### 3.5 增产施压盘面，糖价趋势向下

供应方面，从产量预估来看，预计 23/24 榨季广西食糖产量将同比增加 100 万吨，如果后期日照充足且昼夜温差加大，产量还有上调的可能。进口方面，美糖大跌使得进口成本大幅下降，预计明年的进口量同比有所增加。需求方面，近期需求偏弱，下游采购量有所减少。另外糖浆、预拌粉也挤占了市场份额，食糖销量减少。近期郑糖大幅下跌，下游观望情绪增加，预计短期内消费难以回暖。综合来看，23/24 榨季国内增产，需求偏弱，基本面驱动向下。

从交易逻辑来看，前期主要的多头逻辑是美糖继续上涨倒逼国内价格上涨。但是美糖大跌使得多头逻辑被打破，郑糖交易的主线转向国内的增产预期以及弱需求，预计 2024 年糖价将继续下行。

## 4 总结

国外方面，巴西超预期增产以及印度糖醇政策改变使得美糖多头逻辑被打破，近期美糖大幅下跌。不过，巴西港口运力问题和印度甘蔗产量、糖醇政策的不确定性依然构成潜在的利多，

关注后期产量及政策变化。不过从中长期看，明年二季度之后美糖的定价重回巴西糖，预计巴西 24/25 产糖量继续维持高位，因此从中长期看美糖的趋势向下。国内方面，23/24 榨季国内丰产，需求偏弱，基本面驱动向下。近期美糖大幅下跌使得郑糖失去支撑，郑糖交易的主线转向国内的增产预期以及弱需求，预计糖价将继续调整，操作上维持偏空思路。

## 【免责声明】

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

## 国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路 1 号高新大厦 12 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

