

## 再回首已不是从前

### 【策略观点】

投资咨询业务资格：  
京证监许可【2012】76 号

吴菁琛

电话：010-84555056

邮 箱

wujingchen@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3051432

投资咨询资格号

Z0013764

韩广宇

电话：010-84555171

邮 箱

hanguangyu@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03099424

国际糖市方面，巴西中南部超预期增产和印度糖醇政策调整带来的利空效应基本在盘面反映完毕，后期一季度的利空在于巴西主要出口港桑托斯港口拥堵问题的疏解。印度和泰国的问题较为类似，减产和出口限制问题带来的利多效应很难再次提供炒作题材，并且印度糖醇政策调整，2023/24 榨季将释放白糖产量 250-350 万吨。

国内糖市方面，小周期上，我国进入了季节性产量恢复阶段，大周期上，我国在经历两个榨季的减产之后，开始进入增产周期阶段。预计 2024 年一季度国产糖将进入压榨高峰，供应端向上驱动明显弱化，糖价反弹空间受限。进口方面，国际糖价已经迎来转势，巴西前期受压制的食糖出口可能会在 2024 年一季度放量，随着原糖价格下跌，我国远期食糖进口窗口将打开。中长期内，郑糖交易的主线将转向国内食糖增产预期和弱需求，预计糖价将开启调整周期。

综合来看，2023 年 12 月国内新糖流通上市，2023 年 12 月-2024 年 3 月是国内糖压榨高峰，2023/24 榨季增产 100 万吨，2023 年 11 月-2024 年 1 月预计有 100 多万吨糖到港；巴西 12 月底逐步收榨，2024 年 1 月份开始堵港问题逐步缓解，印度食糖压榨在 2023 年 12 月-2024 年 2 月迎来高峰，而且减产幅度缩小。2024 年 5 月巴西新榨季开始，又有增产预期。整体来说，2023/24 榨季前半程，利空因素占据主导，糖价调整较难一蹴而就。

## 【目 录】

一、行情回顾 .....	1
二、全球白糖供需格局分析 .....	2
2.1 巴西超预期增产预期逐步落地，持续关注巴西堵港情况 .....	2
2.2 新榨季印度食糖减产与出口政策扰动并存 .....	3
2.3 泰国食糖减产的确定性相对较大 .....	4
三、国内白糖供需格局分析 .....	5
3.1 新榨季国内食糖产量恢复，大周期上进入增产周期 .....	5
3.2 10 月我国食糖进口量激增，有效补充国内供给 .....	7
3.3 进口成本快速回落，但仍未完全打开空间 .....	8
四、后市展望 .....	9

## 一、行情回顾

2023 年度，内外糖价充分演绎了一波减产去库背景下的涨价行情，此次行情大致共分为四个阶段。

**第一阶段，2023 年 1 月-2023 年 4 月底，内外糖价联动上涨。**1 月份，巴西上调汽油价格 7.5%，印度提前收榨带来的利多效应，致 ICE 原糖先行上涨。春节后郑糖跳空高开，外盘的利多消息逐步在内盘体现，迎来补涨行情。短暂的大涨之后，市场情绪逐渐稳定，强预期已经转为强现实，2 月份，ICE 原糖先是受制于国际糖市贸易流紧张的压力暂缓的影响从六年高点处短暂下跌，随后受印度减产、出口配额缩减等利多提振，国际原糖受到支撑，维持高位区间震荡，2 月末在巴西、泰国增产前景良好背景下，原糖期价上行动能削减，市场做多情绪略有降温，国际原糖出现回调。同时国内消费进入传统淡季，叠加当时供应充足的环境，下游补库积极性不高，但广西收榨进度加快，减产幅度增大预期增强，随着南方甘蔗糖减产传闻的不断发酵，郑糖继续上冲。3 月初在印度减产幅度不断下修、第二批出口配额难以落地以及国内食糖减产的利多催化下，内外糖联涨，ICE 原糖创六年高位，郑糖多头一路逼空上行创五年高位，主力强势突破 6300 元。3 月中下旬，受泰国食糖增产幅度不及预期、巴西港口拥堵影响食糖出口进度、原油大涨等多重利好的刺激，郑糖主力在经过短暂的回调之后，跳空大涨突破前高，一路突破多个整数关口再创新高。4 月份，内外糖市的主基调均为涨价，但走势有所不同，ICE 原糖涨势为挑头上涨，郑糖主力涨势偏缓，为拐头上涨，4 月北半球印度、中国减产已成明牌，泰国产量和出口量不及预期尚不能缓解国际糖市供应紧张的局面；而巴西中南部 2023/24 榨季开局不顺，不仅港口拥堵问题严重，还有超过平均水平的降雨影响了收榨进程，均导致了 4 月份内外糖价的联动上涨。

**第二阶段，2023 年 5 月-2023 年 8 月，内外糖价同步回调。**5 月份之后，巴西中南部逐步进入了新榨季集中开榨阶段，巴西中南部增产预期不断兑现，港口拥堵问题有所解决，6-7 月迎来巴西食糖出口的旺季，国际糖市贸易偏紧态势得到了一定缓解，ICE 原糖价格出现了深度回调；反观国内糖市，进入消费旺季之后，年初预期的消费复苏逻辑被证伪，出现了“旺季不旺”局面，同时由于高糖价，下游企业的拿货意愿偏弱，郑糖也出现了同步回调。

**第三阶段，2023 年 8 月-9 月，内外糖价反弹。**但需要注意的是，在此次反弹过程中，外糖反弹的空间幅度与时间长度均强于国内糖，以至于郑糖在 9 月初期就结束了反弹，而 ICE 原糖的反弹时间持续到了 11 月初。ICE 原糖在 8-9 月出现反弹以及反弹时间拉长的原因在于，巴西中南部增产预期兑现的利空逐渐消化、巴西出口高峰引发港口物流拥堵、北半球印度泰国减产及出口禁令多重因素提振。郑糖主力在 8-9 月份的反弹行情主要是受到国产糖低库存和现货购销回暖的提振出现了单边上扬，并突破了 7000 元整数关口。

**第四阶段，2023 年 10 月份至今，内外糖价分化。**10 月份国际国内糖价走势分化较为明显，ICE 原糖价格走势明显强于国内郑糖，ICE 原糖价格震荡上行，以波段反弹为主，再次触及 12 年内高点 28 美分，反观国内郑糖盘面走势以波段下跌为主，偏弱窄幅震荡运行。ICE 原糖出现较强上行动能的原因在于巴西出口高峰引发港口物流拥堵、北半球印度泰国减产及出口禁令多重因素提振，而国内郑糖走势分化的主要原因在于新榨季有增产预期、四季度到港

高峰、新糖定价偏低等因素驱动。11 月外糖摸高 12 年高点后突破无果，在 28 美分处受阻，随即展开顺畅下跌，目前 ICE 原糖 3 月合约已经跌至三个月低位附近，基金多头离场较多，ICE 原糖此轮大幅下跌的原因既有基本面因为也有资金面因素，主要压力仍在巴西超预期大幅增产所致。11 月郑糖走出了技术上双顶形态，在广西开榨季节性供应压力增加、四季度到港量激增、原糖急跌多因素共同影响下，郑糖急速跌破了 6700 元颈线位。新榨季来临，广西糖厂增产预期施压糖价，贸易商观望居多，下游终端以刚需采购为主，报价区间整体呈下行趋势。

图表 1 郑糖加权合约价格走势图（元/吨）



数据来源：文华财经、国元期货

图表 2 ICE 原糖加权合约价格走势图（美分/磅）



数据来源：文华财经、国元期货

## 二、全球白糖供需格局分析

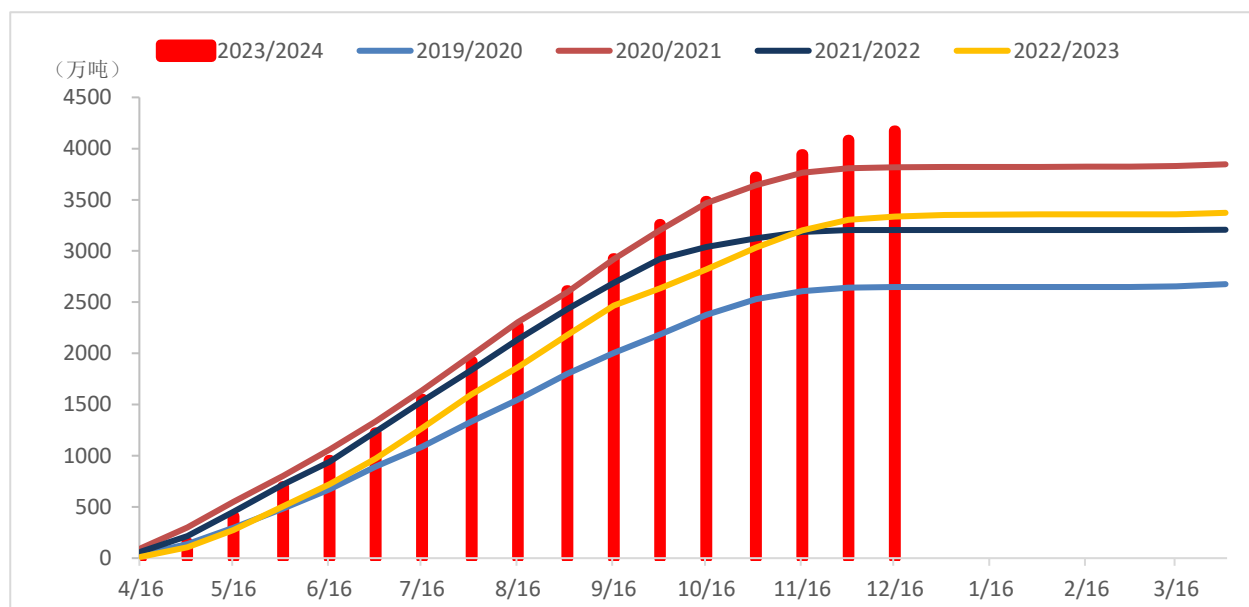
### 2.1 巴西超预期增产预期逐步落地，持续关注巴西堵港情况

巴西作为全球最大的糖生产国和出口国，巴西食糖增产预期的兑现是 2023 年 ICE 原糖回调的主要驱动。巴西 2023/24 年度甘蔗产量创下 6.975 亿吨纪录高位，其中中南部地区产量为 6.354 亿吨，东北部地区产量为 6210 万吨，由于创纪录的高收成和高糖价，巴西中南部地区的甘蔗工厂将把 2023/24 年度压榨季节延长到常规关闭期之后，市场最新预估巴西糖产量 4600 万吨，超量增产预期，全球食糖供需短缺预期正在下修。

在巴西食糖产量预估再次上调的同时，巴西港口拥堵问题也有所解决，巴西航运机构

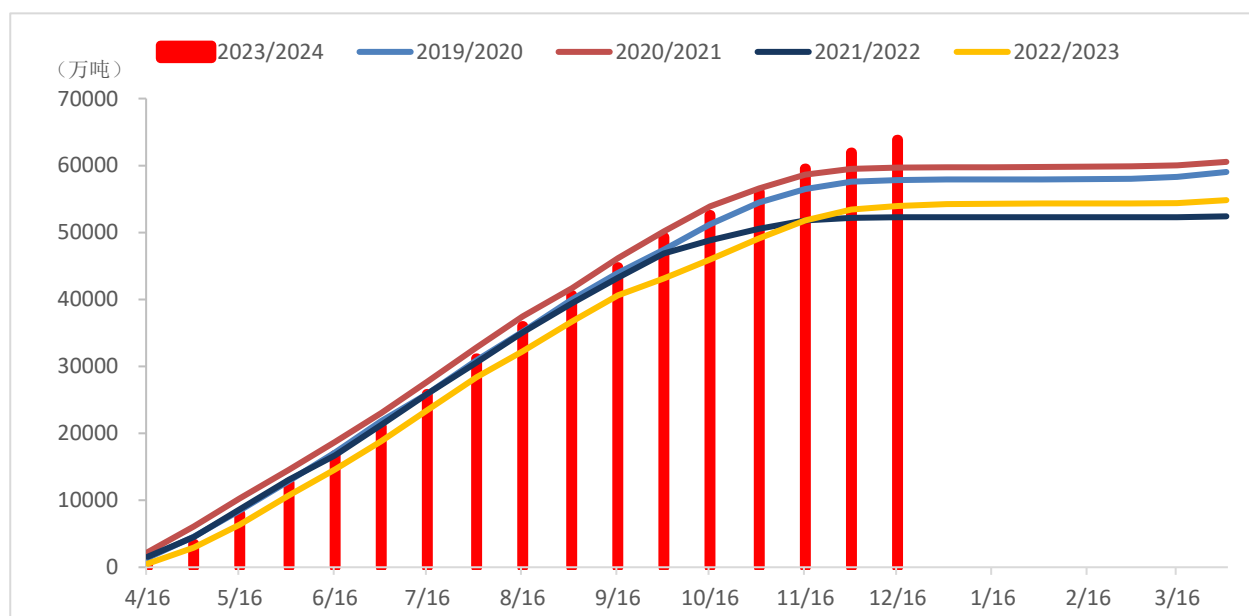
Williams 发布数据显示，截至 11 月 29 日当周巴西港口等待装运食糖的船只数量为 112 艘，此前一周为 113 艘，港口等待装运的食糖数量为 537.07 万吨，此前一周为 516.42 万吨，处于年内高位水平。在印度宣布禁止食糖出口和泰国收紧食糖出口政策之后，巴西食糖发运情况对于国际糖市贸易流的影响程度不断提高，目前巴西港口等待装运食糖的数量仍处于年内高位，从船期来看，或将影响 2024 年初我国食糖进口。

图表 3 巴西双周累计产糖量



数据来源：Wind、国元期货

图表 4 巴西双周累计甘蔗入榨量



数据来源：Wind、国元期货

## 2.2 新榨季印度食糖减产与出口政策扰动并存

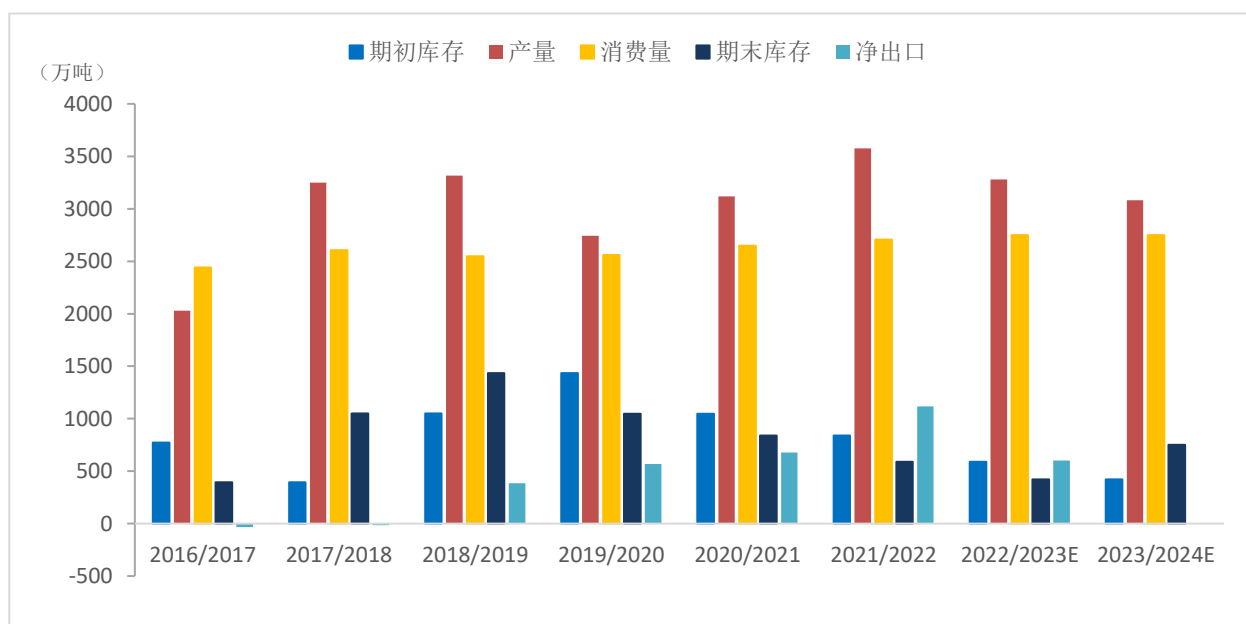
印度甘蔗主产区缺少季风降雨，使得新榨季印度甘蔗产量预估降至 3.9 亿吨，已是连续第二年下滑。根据印度糖厂协会称，干旱已经造成了单产的大幅下降，将导致 2023/24 年度糖产量同比下滑 3.4%至 3168 万吨。印度气象部门称，2023 年 6-9 月，季风降雨达到长期平

均降雨量 94%，为 2018 年以来最低水平，由于 8 月遭受了一个多世纪以来最严重干旱，导致印度头号糖生产邦-马哈拉施特拉邦产量预计同比下滑 14%。

由于降雨不足导致甘蔗产量下降，印度预计将从 2023 年 10 月开始禁止食糖出口，这是印度政府 7 年来首次对食糖出口进行限制，主要原因可能在于 2023 年国际糖价暴涨，同时在厄尔尼诺影响下印度 2023/24 榨季食糖产量将较上榨季小幅下降，若继续放开出口，则会导致印度国内的消费量和库存难以得到保障，从而推高国内通胀水平，最终可能会导致莫迪政府连任出现问题。印度在 2022/23 榨季出口食糖 610 万吨，由于 2023/24 榨季存在减产预期，印度政府可能会进一步限制食糖出口，此前市场预期 2023/24 榨季印度可能不出口食糖或少量出口 100-200 万吨食糖。从最新数据看，截至 11 月，印度开榨糖厂数量为 433 家，较去年同期下降 18 家；甘蔗入榨量为 5101 万吨，同比下降 10.6%；食糖产量 432 万吨，同比下降 10.65%。但最近印度糖醇政策有所调整，为确保印度国内市场有足够的食糖供应以及稳定其国内糖价，印度官方主管糖业的食物与消费者事务部指示糖厂在 2023/24 榨季年度不要使用甘蔗汁或糖浆生产乙醇，市场预计可能释放 250 万吨-350 万吨的食糖产量以弥补减产的影响，届时印度国内供应可能趋于宽松，但出口仍具不确定性，后期需关注最新的印度食糖生产数据与政策变化。

考虑到印度作为全球第二大食糖出口国，随着 12 月之后巴西出口旺季消退，北半球出口国政策收紧，2024 年一季度全球食糖贸易流将持续偏紧。

图表 5 印度食糖供需平衡表



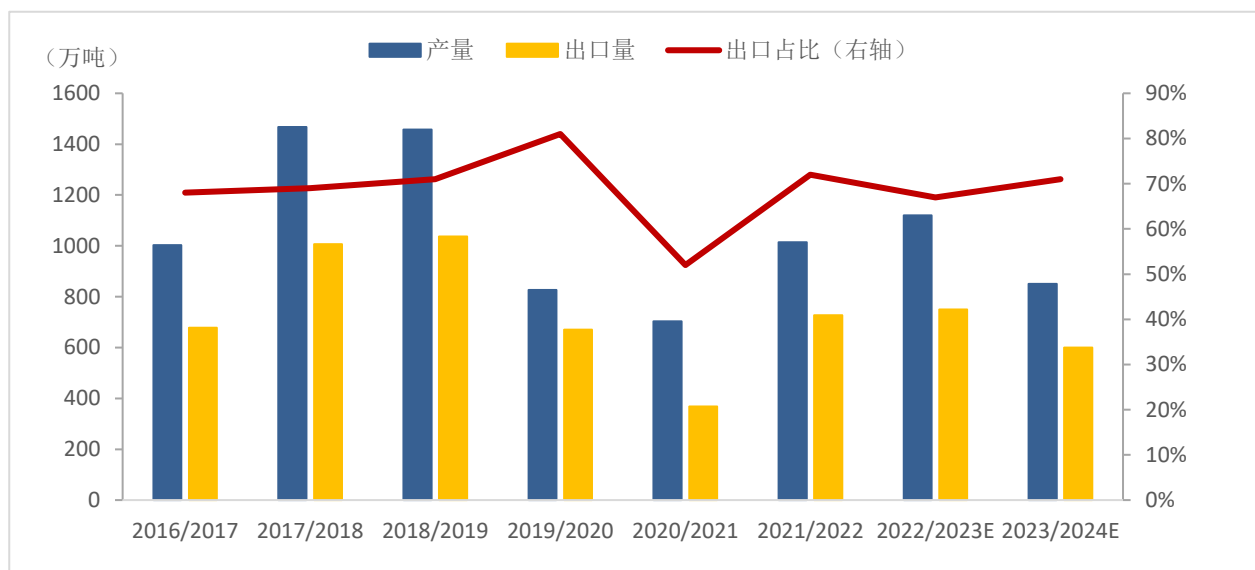
数据来源：Wind、国元期货

### 2.3 泰国食糖减产的确定性相对较大

2023 年泰国甘蔗生长过程中遭到了厄尔尼诺气候引发的干燥天气的不利影响，由于 2023 年前 8 个月没有充足降雨，甘蔗生长高度不及预期，2023/24 榨季泰国甘蔗产量预计达到 8000 万吨，较上榨季的 9400 万吨大幅下降 15%。泰国低于平均水平的降雨量将支撑糖价，如果泰国和印度一起限制食糖出口，巴西产量的恢复性增加仍有可能无法抵消这部分缺口，全球市场都将高度依赖巴西供应，将提高糖价大幅波动的风险。



图表 6 泰国食糖产量与出口量



数据来源：Wind、国元期货

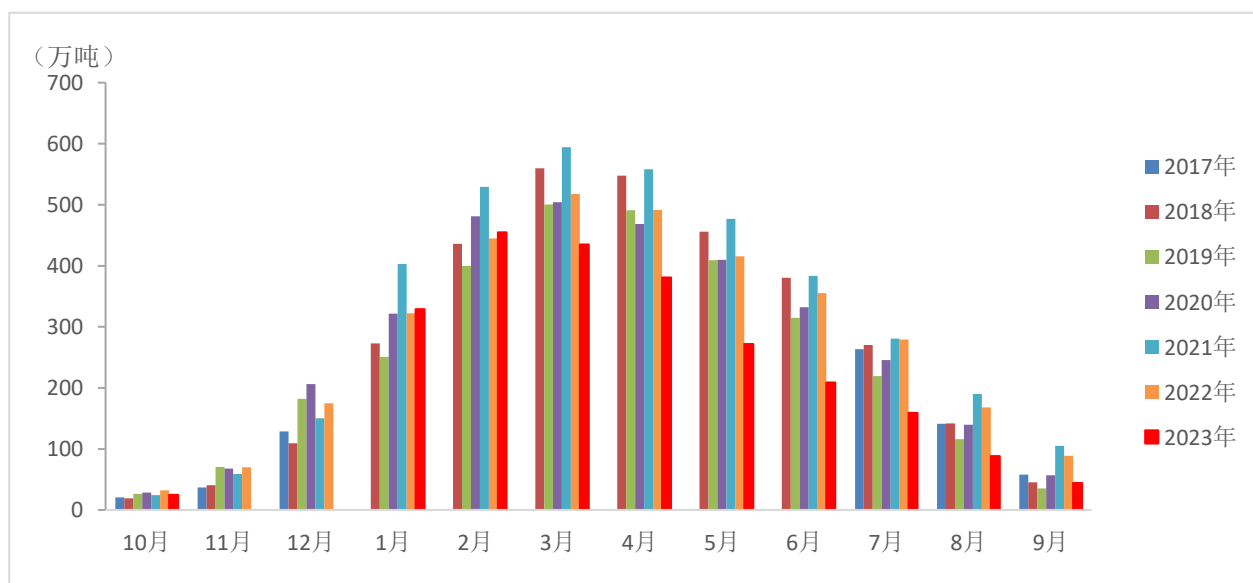
### 三、国内白糖供需格局分析

#### 3.1 新榨季国内食糖产量恢复，大周期上进入增产周期

广西压榨提速，国内糖源供应逐步增加，截至12月上旬，广西开榨糖厂超八成，日榨能力同比持平。中国糖业协会数据显示，2023/24榨季截至11月底，全国共生产食糖89万吨，同比增加4万吨，预计自12月中旬起，新糖将集中流入市场，供应压力逐步凸显。

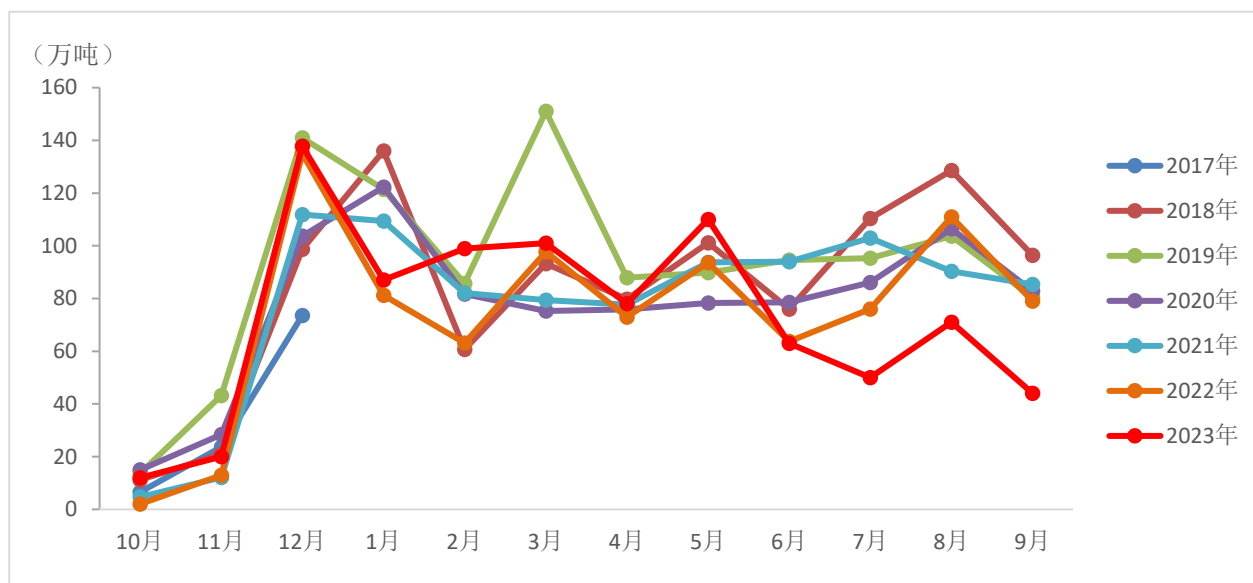
根据调研，2023/24榨季广西全区糖料种植面积1124万亩，同比增加4万亩，预计全区糖料产量4700万吨，糖产量有望同比增加70万吨至600万吨水平；云南甘蔗入榨量亦有增长可能，初步预计食糖产量在200万吨以上；全国食糖产量有望恢复至1000万吨水平。

图表 7 我国食糖工业库存



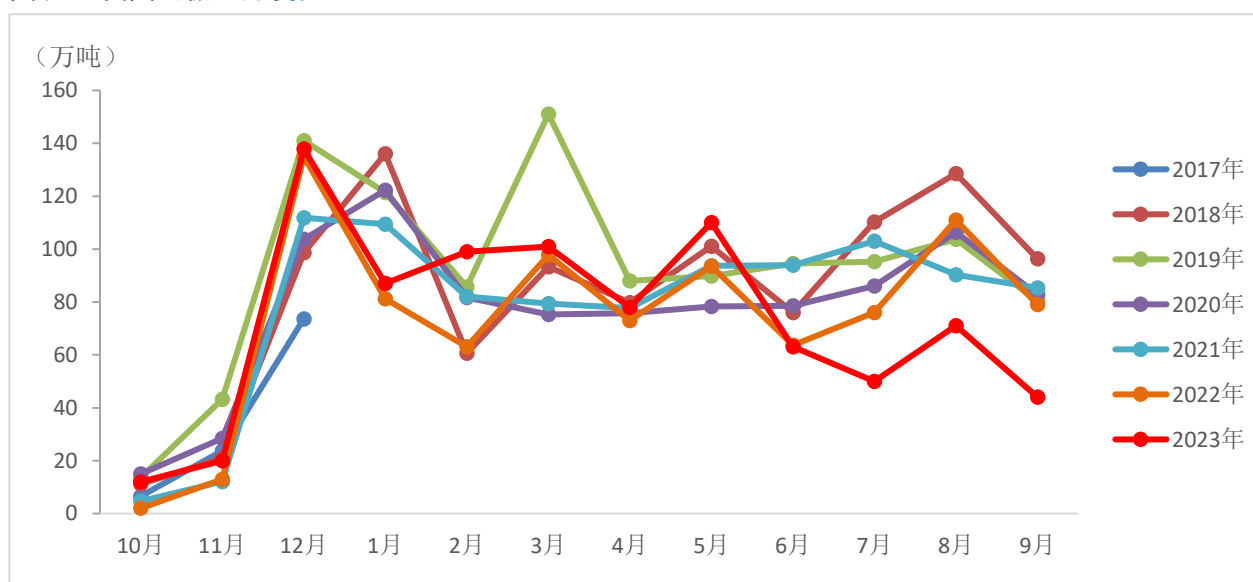
数据来源：Wind、国元期货

图表 8 我国产糖量月度值



数据来源：Wind、国元期货

图表 9 我国销糖量月度值



数据来源：Wind、国元期货

中国白糖库存周期与国内白糖的增产减产规律密切相关，国内白糖生产周期一般为三年增产三年减产，但库存变化需要结合当年度消费量而定。我们以白糖工业库存月度同比增速作为白糖库存周期的测度指标，进行CF滤波处理得到中国白糖库存周期。

由于数据区间的关系，我们从2013/14年度开始。历史上，2013/14年度是我国白糖的增产周期，呈现出“增产+累库”的特征。

2014/15年度、2015/16年度为我国白糖减产周期，呈现出一种“减产+去库”的组合。

2016/17年度、2017/18年度、2018/19年度为连续三年的增产周期，其中2016/17、2017/18年度为“增产+累库”组合，2018/19年度为“增产+去库”组合。2018/19年度在增产的同时又出现的去库，主要系食糖消费超上一年度同期所致。

2019/20年度较2018/19年度小幅减产，表面上是进入减产周期，但由于2019/20年度旺季食糖消费表现不及2018/19年度，故导致库存消耗较慢，呈现出“减产+累库”的局面。

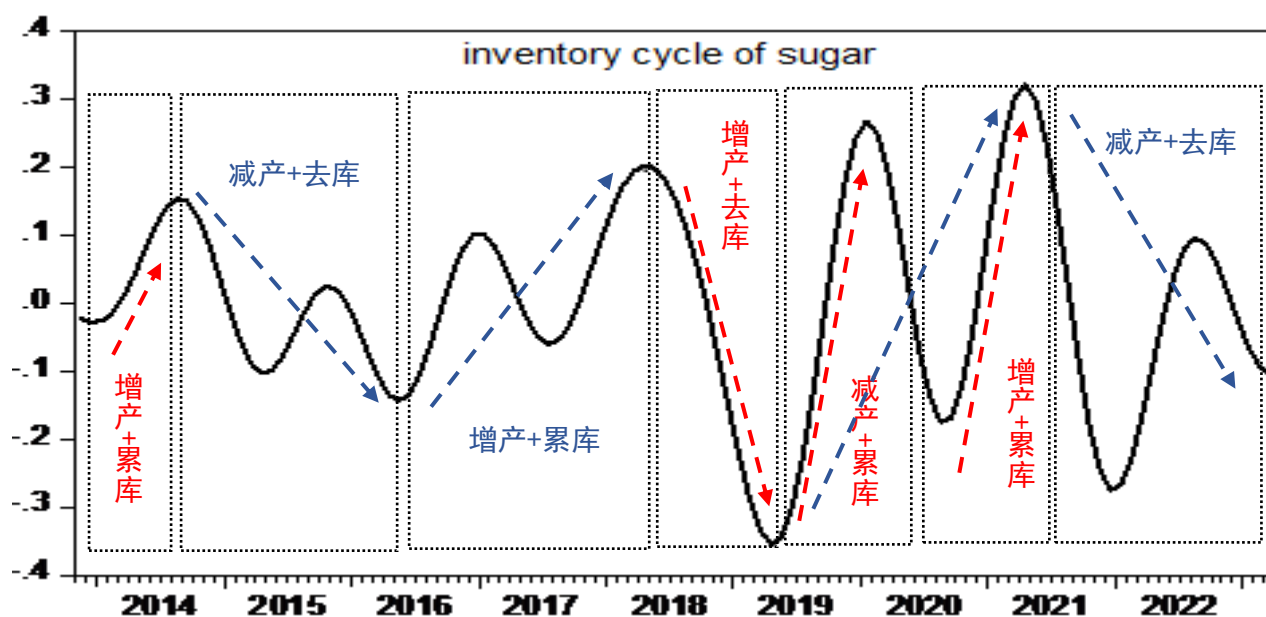


2020/21 年度再次小幅增产，同时库存量上升，呈现出“增产+累库”的特征，真正的减产周期并不是从 2019/20 年度开始。

2021/22 年度白糖产量较上一年度减少逾 100 万吨，说明最新一轮减产周期于 2021/22 年度开始启动，2022/23 年度我国白糖产量预测值再次下调，处于新一轮减产周期的第二年度，2021/22 年度和 2022/23 年度均呈现出“减产+去库”的特征。

根据周期规律和已经呈现出来 2023/24 年度我国白糖小幅增产的迹象，预计从 2023/24 年度开始我国白糖生产周期将进入增产周期，但是库存量变化目前尚不好确定。

图表 10 中国白糖库存周期



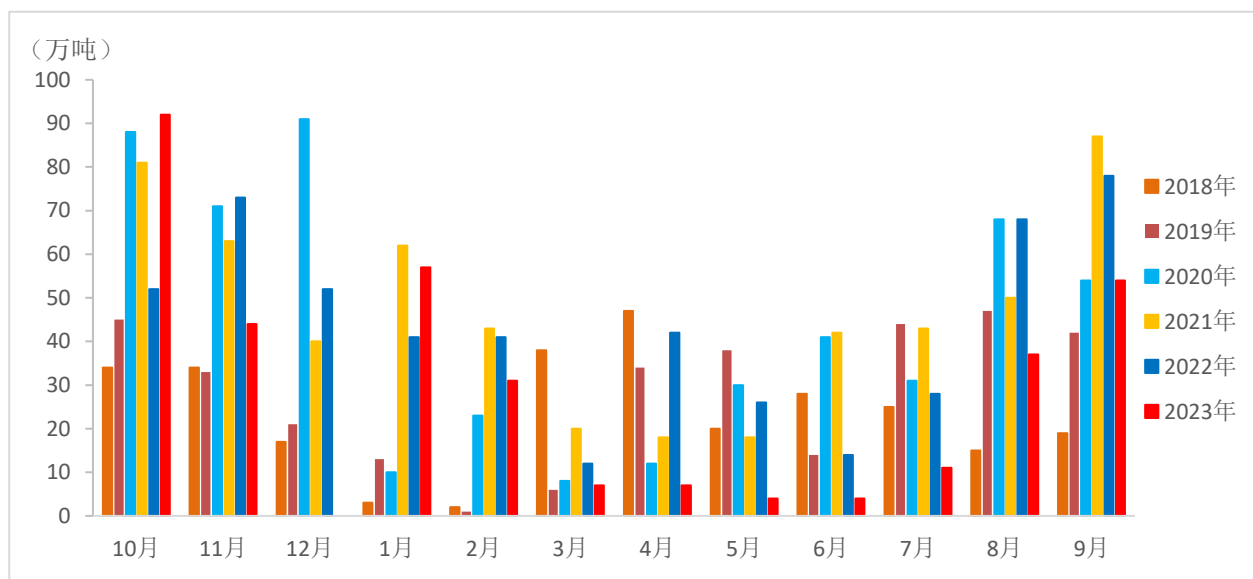
数据来源：Wind、国元期货

### 3.2 10 月我国食糖进口量激增，有效补充国内供给

海关总署公布数据显示，我国 10 月食糖进口量为 92 万吨，环比增加 71.6%，同比增加 78.8%；1-10 月累计进口量为 304 万吨，同比减少 24.4%。10 月食糖进口量为近年来同期进口的偏高水平，其中巴西为最大供应国，当月从该国进口糖 88.9 万吨，环比增加 75.52%，同比增加 82.94%。目前陈糖基本清库，随着新糖陆续上市，叠加进口增量，食糖供给逐步得到补充。

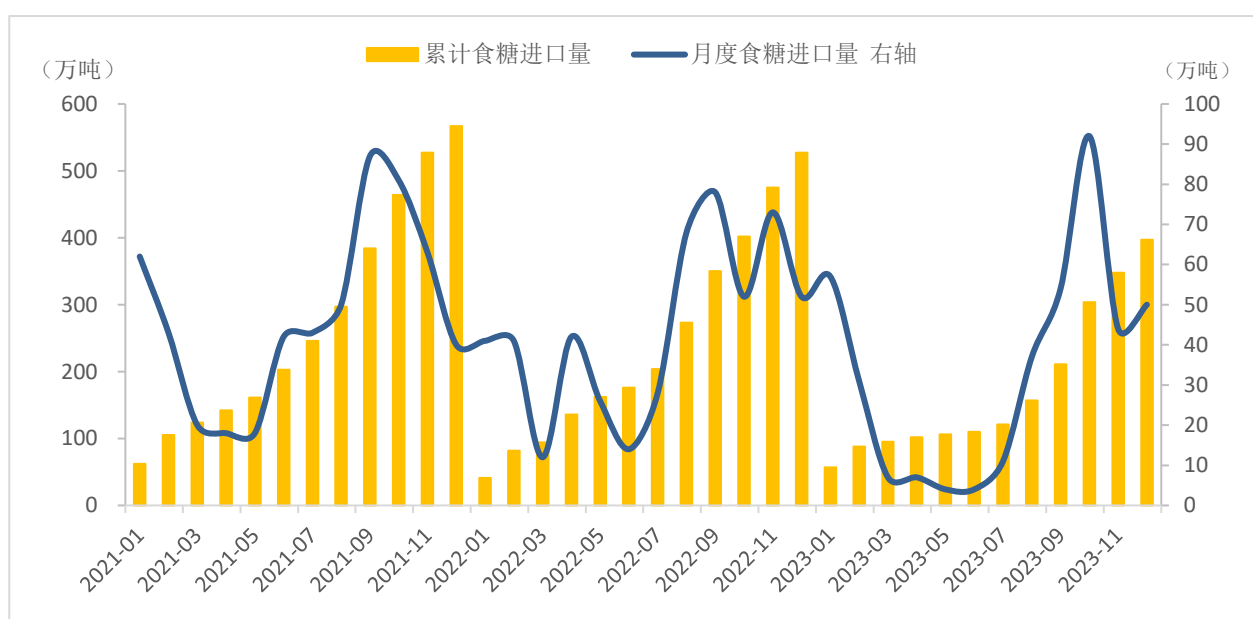
纵观 2023 年我国食糖进口量，由于国外糖价飞涨，进口成本太高，导致 2022/23 榨季累计进口量仅为 389 万吨，比 2021/22 榨季累计进口量 534 万吨减少近 150 万吨。目前国际糖价已经迎来转势，巴西前期受压制的食糖出口可能会在 2024 年一季度放量，随着原糖价格下跌，我国远期食糖进口窗口将打开。

图表 11 我国食糖进口量



数据来源: Wind、国元期货

图表 12 我国累计食糖进口与月度食糖进口



数据来源: Wind、国元期货

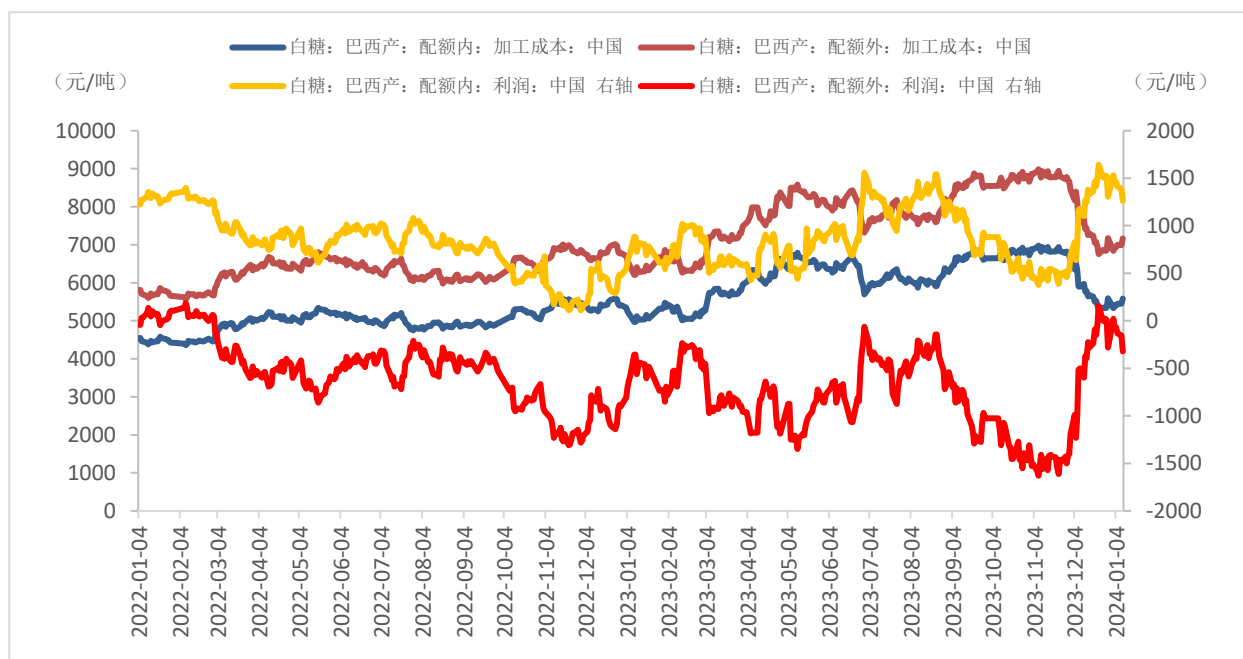
### 3.3 进口成本快速回落，但仍未完全打开空间

原糖大跌后进口成本快速回落，截至 12 月中旬，配额内进口利润大概在 530 元/吨，配额外进口利润大概在-1070 元/吨附近，在未来几个月国内供应边际好转，配额外进口需求并不强烈的情况下，缺乏主动性驱动，但由于 2023 年国内制糖成本有所提升，大概在 5800-6100 元/吨，在下跌过程中较外盘更具抗跌性，内外价差可能被动走缩。

中期内国内糖价的运行逻辑由国际原糖价格走势和国内压榨进度共同决定，虽然近期原糖大跌致使国内进口成本降低，但空间仍未完全打开，配额外进口需求仍旧偏弱。从估值角度看，目前原糖 22.5 美分/磅的价格对应配额内进口成本大约是人民币 6000 元/吨，根据测算，原糖价格变动 1 美分/磅，大概能使配额内进口成本变动 220 元/吨，汇率变动 0.1 个单位，大概能使配额内进口成本变动 77 元/吨。假设长期原糖支撑位在 20 美分/磅，对应配额

内进口成本大概在 5500 元/吨，如果将配额内进口成本作为郑糖估值锚点，郑糖长期支撑位可能会在 2023/24 年度甘蔗糖制糖成本下沿附近。

图表 13 巴西白糖配额内外加工成本与利润



数据来源：Wind、国元期货

## 四、后市展望

国际糖市方面，巴西中南部超预期增产和印度糖醇政策调整带来的利空效应基本在盘面反映完毕，后期一季度的利空在于巴西主要出口港桑托斯港口拥堵问题的疏解。印度和泰国的问题较为类似，减产和出口限制问题带来的利多效应很难再次提供炒作题材，并且印度糖醇政策调整，2023/24 榨季将释放白糖产量 250-350 万吨。

国内糖市方面，小周期上，我国进入了季节性产量恢复阶段，大周期上，我国在经历两个榨季的减产之后，开始进入增产周期阶段。预计 2024 年一季度国产糖将进入压榨高峰，供应端向上驱动明显弱化，糖价反弹空间受限。进口方面，国际糖价已经迎来转势，巴西前期受压制的食糖出口可能会在 2024 年一季度放量，随着原糖价格下跌，我国远期食糖进口窗口将打开。中长期内，郑糖交易的主线将转向国内食糖增产预期和弱需求，预计糖价将开启调整周期。

综合来看，2023 年 12 月国内新糖流通上市，2023 年 12 月-2024 年 3 月是国内糖压榨高峰，2023/24 榨季增产 100 万吨，2023 年 11 月-2024 年 1 月预计有 100 多万吨糖到港；巴西 12 月底逐步收榨，2024 年 1 月份开始堵港问题逐步缓解，印度食糖压榨在 2023 年 12 月-2024 年 2 月迎来高峰，而且减产幅度缩小。2024 年 5 月巴西新榨季开始，又有增产预期。整体来说，2023/24 榨季前半程，利空因素占据主导，糖价调整较难一蹴而就。

## 免责声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

**联系我们**

全国统一客服电话：400-8888-218

**国元期货总部**

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B

电话：010-84555000

**合肥分公司**

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座 6 楼 601-607

电话：0551-62895515

**福建分公司**

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312922

**大连分公司**

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

**西安分公司**

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

**上海分公司**

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层（实际楼层 13 层）04 室

电话：021-50872756

**广州分公司**

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元

电话：020-89816681

**合肥营业部**

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层

电话：0551-68115888

**郑州营业部**

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

**青岛营业部**

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 户

电话：0532-66728681

**深圳营业部**

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

**杭州营业部**

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

**通辽营业部**

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层西侧

电话：0475-6380818

**上海中山北路营业部**

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室

电话：021-52650802、021-52650801