



**申银万国期货**  
SHENYIN & WANGUO FUTURES

# 新周期下食糖路在何方 ——2024年白糖投资策略展望

分析师：徐盛（F3083505，Z0016250）

2023.12

# 新周期下食糖路在何方

——2024年白糖投资策略展望

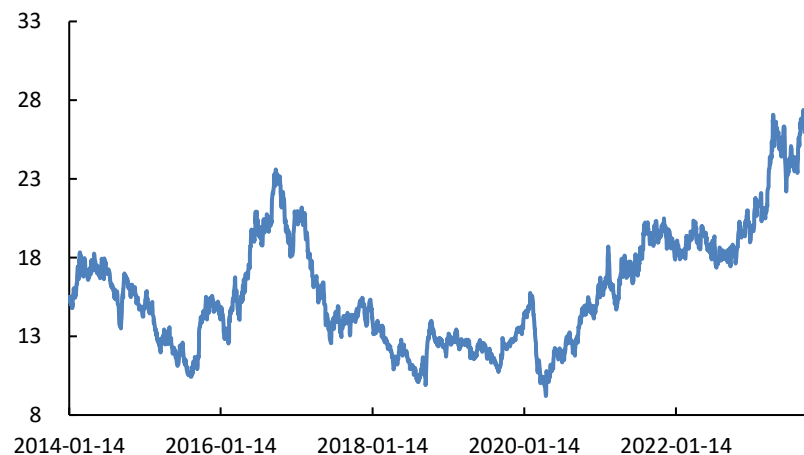
## 关注焦点

- 回顾2023年，全球糖市在1季度呈现强势。5月之后逐步转为弱势，7月之后再度走强，11月底之后，随着巴西压榨超预期叠加印度政策变动，糖价出现快速下跌。
- 2023年国内糖价进口长期维持严重倒挂。
- 展望2024年，新季糖价有望先进入补库行情，随后随着周期性增产，糖价将进入抵抗式回落。
- 核心波动区间：2024年SR预计运行区间5500-6800。

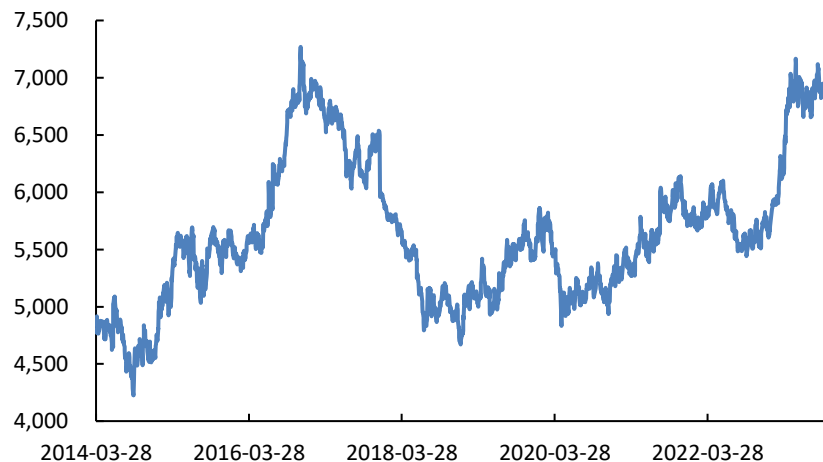
# 白糖走势回顾

- 进入2023年之后，随着防疫政策逐渐放松，白糖消费预期逐步改善，同时国内外减产预期加剧，食糖价格逐步走强。
- 5月随着巴西进入压榨高峰，甘蔗压榨进度偏高使得原糖走弱并带动国内出现下跌。
- 7月之后国内外库存偏低、印度出口政策的变化使得糖价再度走强。
- 11月底之后，随着巴西压榨超预期叠加印度政策变动，糖价出现快速下跌。

原糖主力收盘价（美分/磅）



白糖主力收盘价（元/吨）

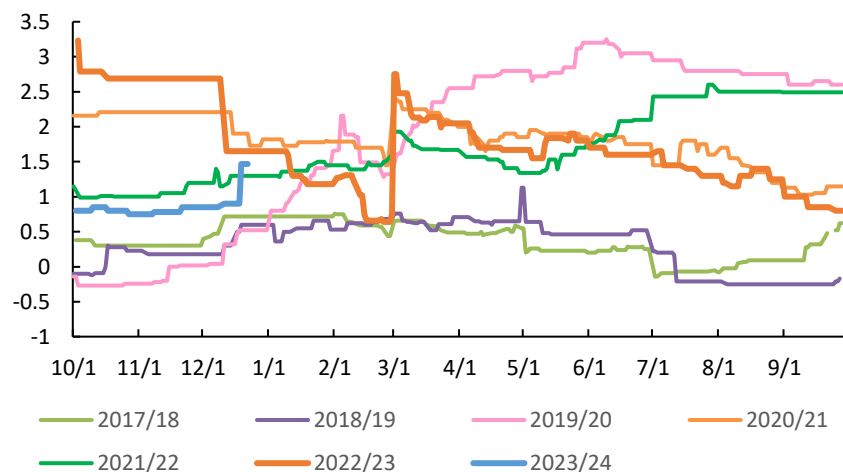


资料来源：Wind，申万期货研究所

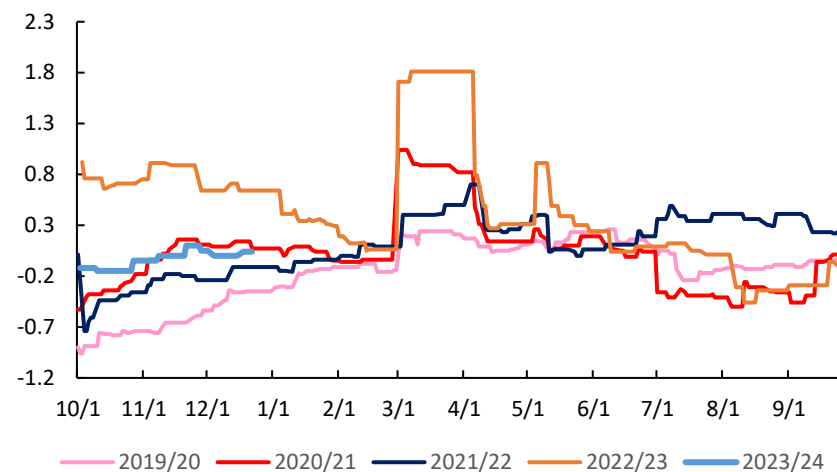
# 原糖现货总体紧张态势缓解

- 随着巴西压榨进入高峰后期，印度泰国进入压榨高峰，原糖现货总体紧张态势缓解。
- 持续关注2024年的现货升贴水变化。

泰国原糖升贴水（美分/磅）



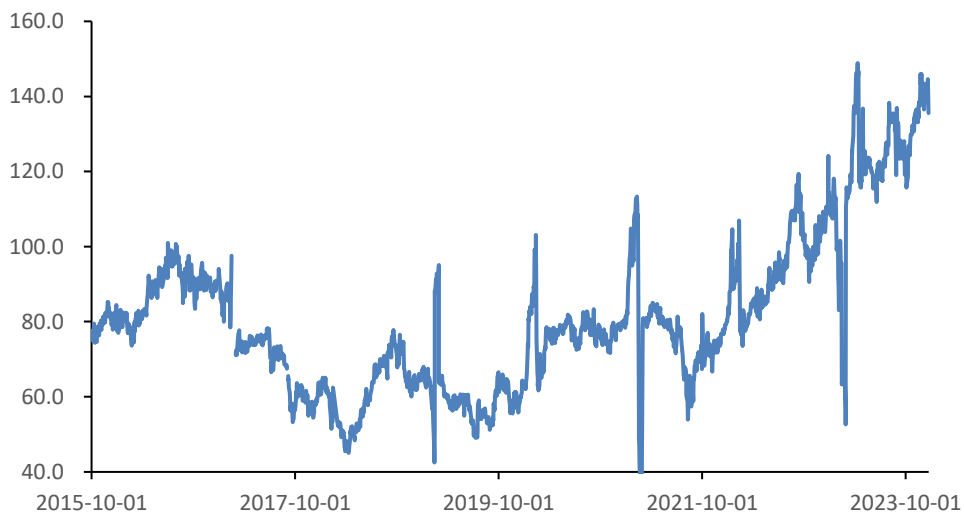
巴西原糖升贴水（美分/磅）



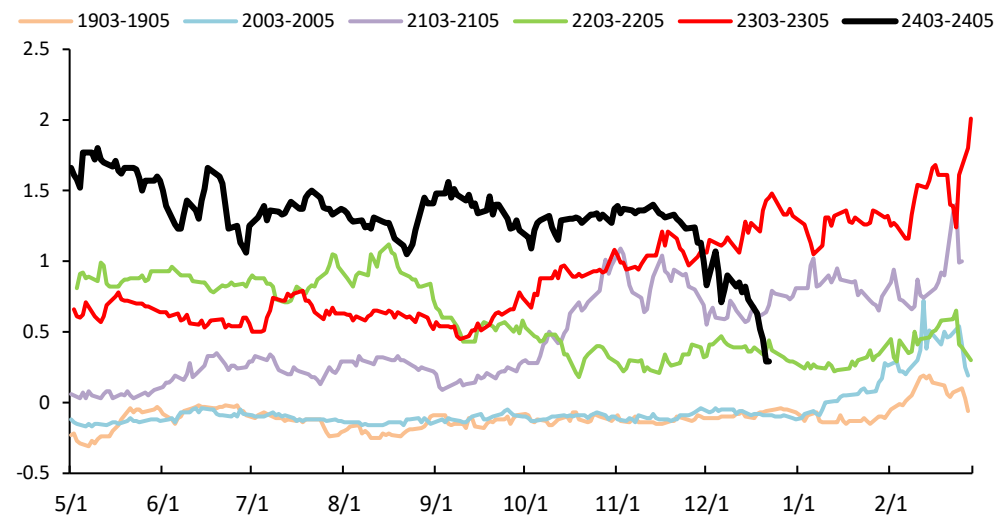
# 原糖价差结构出现平缓

- 随着原糖供应增加，原糖近月升水减少。
- 原白糖价差短期出现回落。

3月合约原白价差（美元/吨）



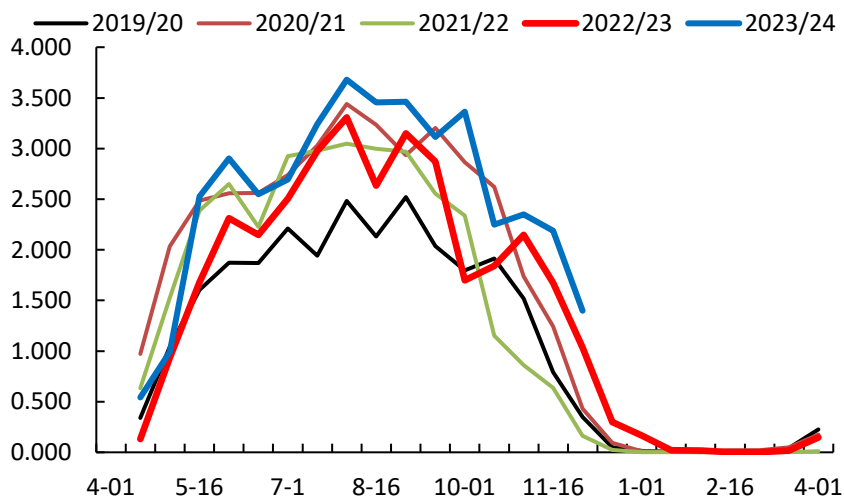
原糖3-5价差（美分/磅）



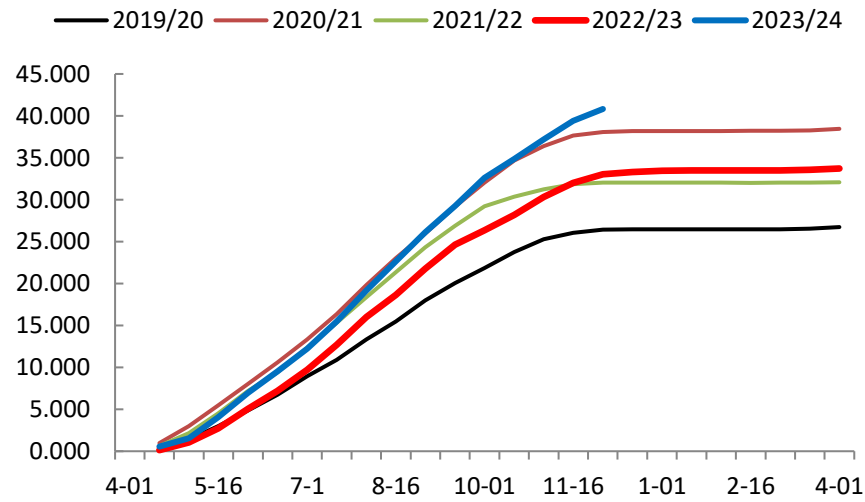
# 榨季压榨末期巴西中南部压榨进度依然偏快

- 巴西中南部大规模开榨后期，截至12月1日累计产糖量为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%。
- 巴西农业部下属的国家商品供应公司11月29日发布了最新的蔗糖产业报告，报告显示，预计自4月1日开始的2023/24榨季年度巴西甘蔗收成将达到创纪录的6.776亿吨，同比上年度增长10.9%，上一次的预估值为6.529亿吨；2023/24年度巴西甘蔗种植面积预计为835万公顷，上一次预估值为829万公顷；2023/24年度巴西食糖产量预计为4,688万吨，同比上年度增长27.4%，上一次预估值仅为4,089万吨。

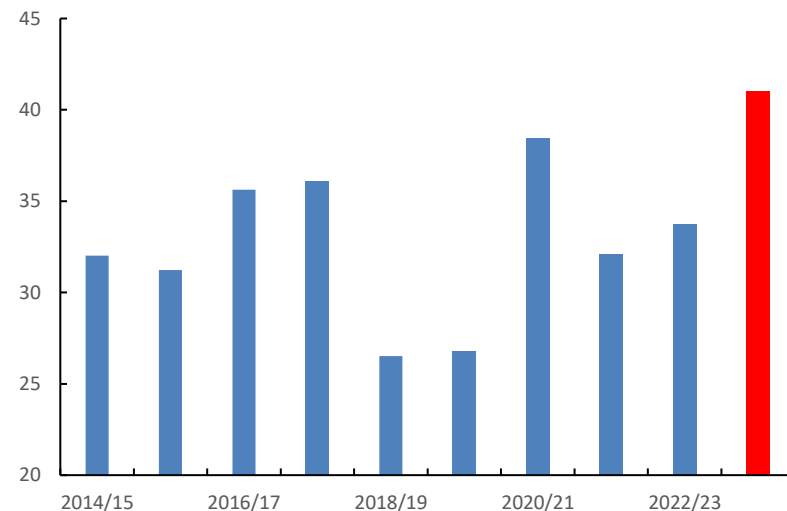
## 巴西中南部双周糖产量（百万吨）



## 巴西中南部累计糖产量（百万吨）



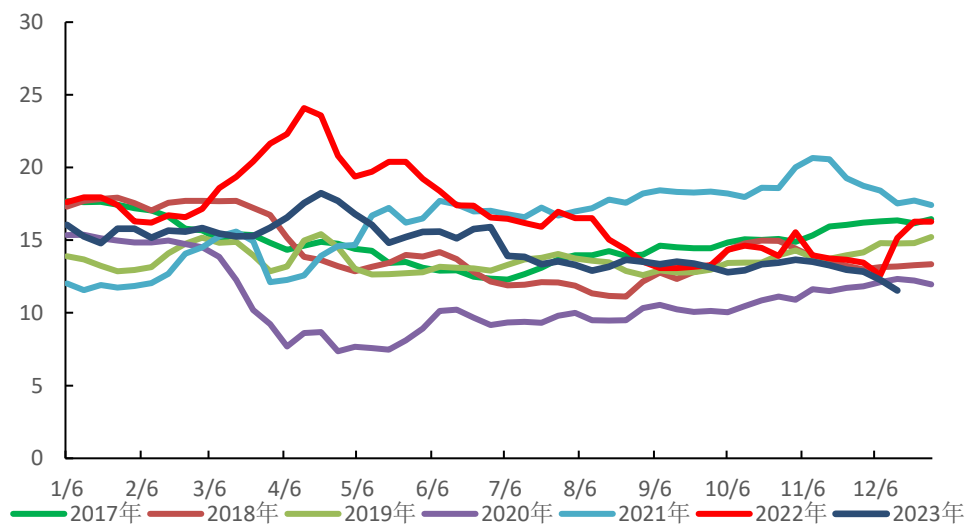
## 巴西中南部历年糖产量（百万吨）



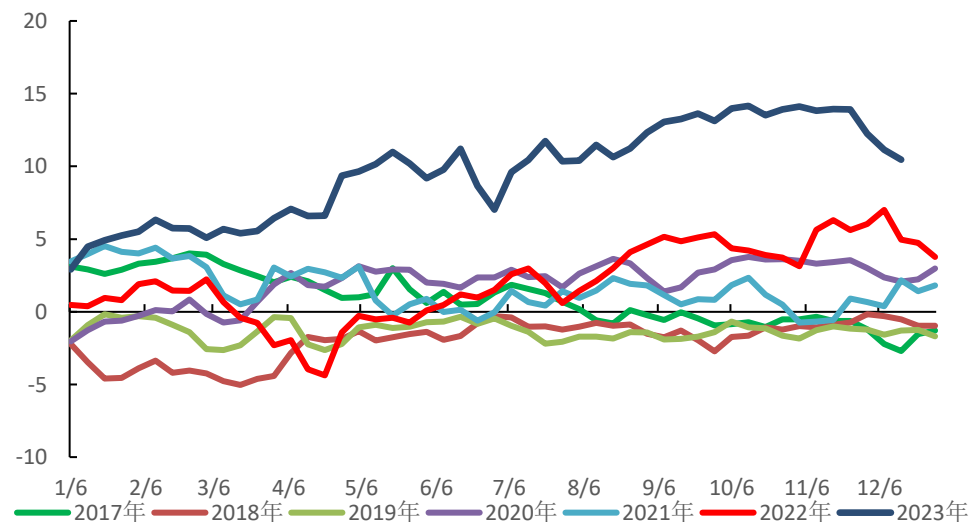
# 巴西乙醇对原糖价格形成长期压力

- 目前糖-乙醇价差处于高位，将有利于巴西糖厂持续最大化制糖比。本榨季巴西中南部糖厂制糖比创历史新高，从目前趋势看，下榨季制糖比有望持续维持高位。

巴西乙醇折糖价（美分/磅）



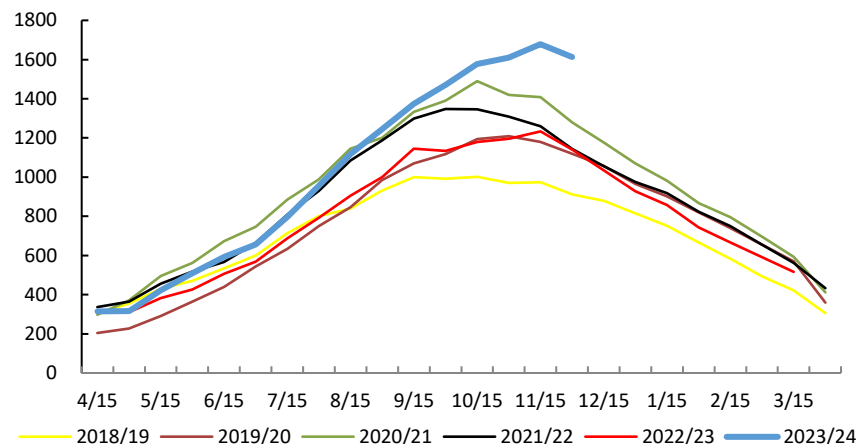
原糖-乙醇价差（美分/磅）



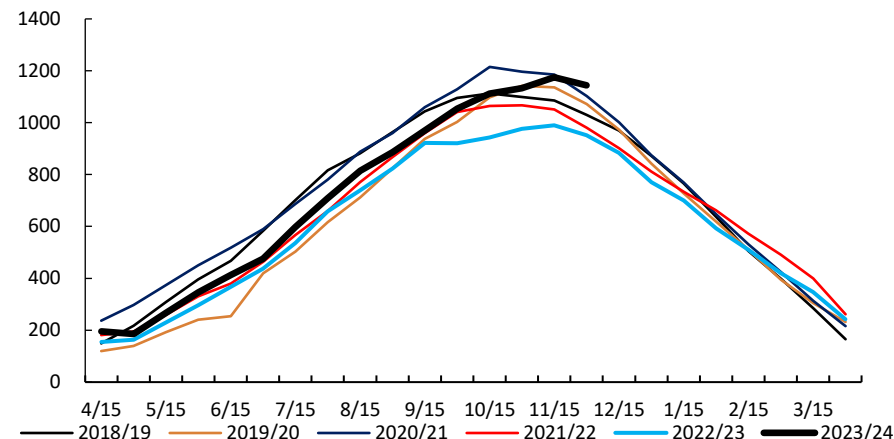
# 关注巴西去库速度，注意乙醇销售有所改善

- 关注巴西糖和乙醇去库速度。目前糖和乙醇库存偏高

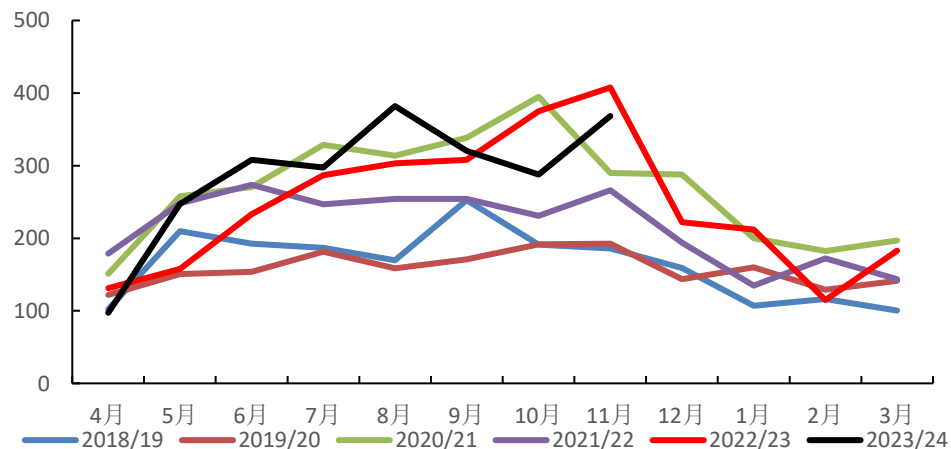
## 巴西糖库存（万吨）



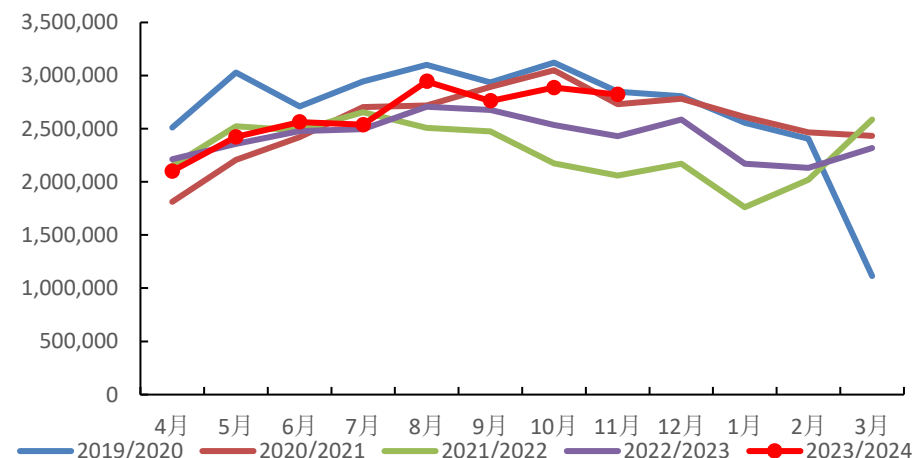
## 巴西乙醇库存（万立方米）



## 巴西累计食糖出口（万吨）



## 巴西中南部乙醇单月销售（立方米）

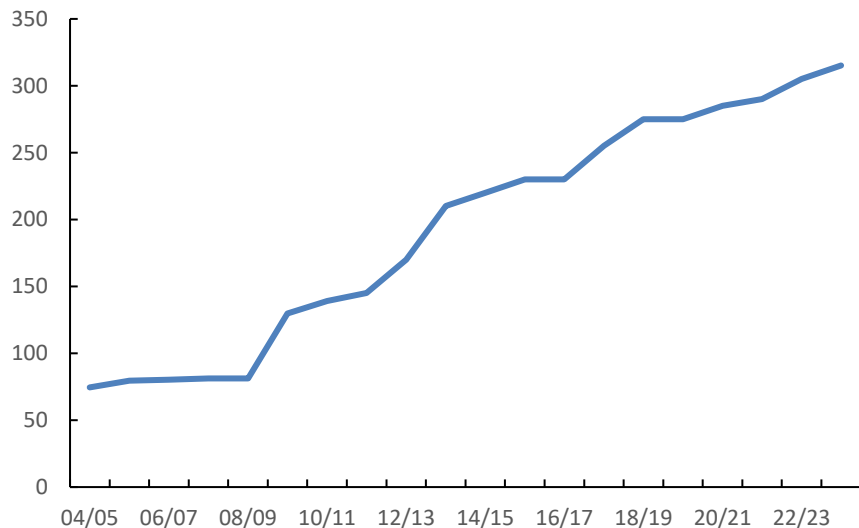




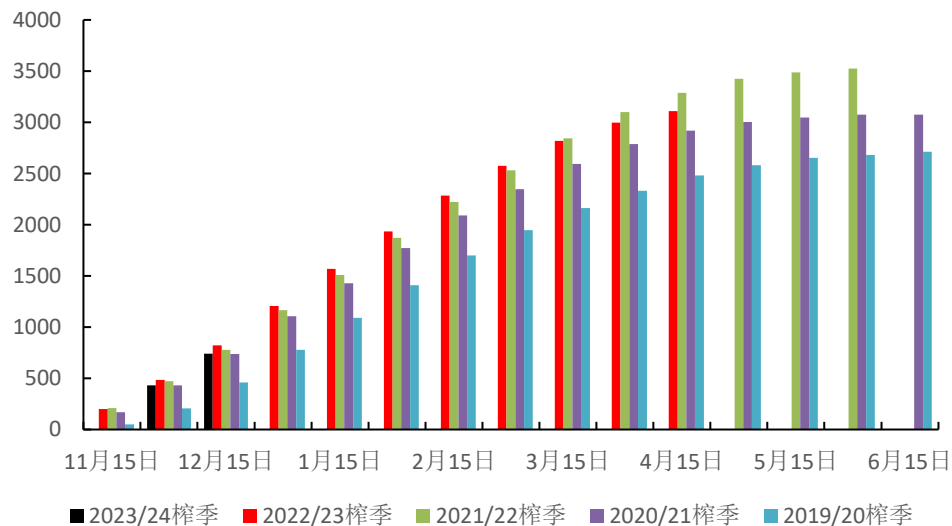
# 来自印度的变量

- 据外媒12月15日报道，印度糖业协会（ISMA）表示，预计2023/24榨季糖产量将达到3250万吨，预计2023/24榨季糖消费量将达到2850万吨。
- 当前的印度的主要变量一方面是乙醇政策的最终落地，另一方面则是甘蔗的最终产量。
- 印度糖厂协会（ISMA）公布的数据显示，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%；已开榨糖厂数量为497家，与去年同期相近。其中，马邦和卡邦的糖厂开榨时间同比去年推迟10~15天。
- 据ISMA的数据，10月1日至12月15日期间，北方邦的食糖产量比去年增加了近21万吨，达到221.1万吨；而马邦食糖产量为244.5万吨，同比减少85.7万吨，降幅26%。

印度甘蔗最低收购价（FRP，卢比/100公斤）



印度累计糖产量（万吨）

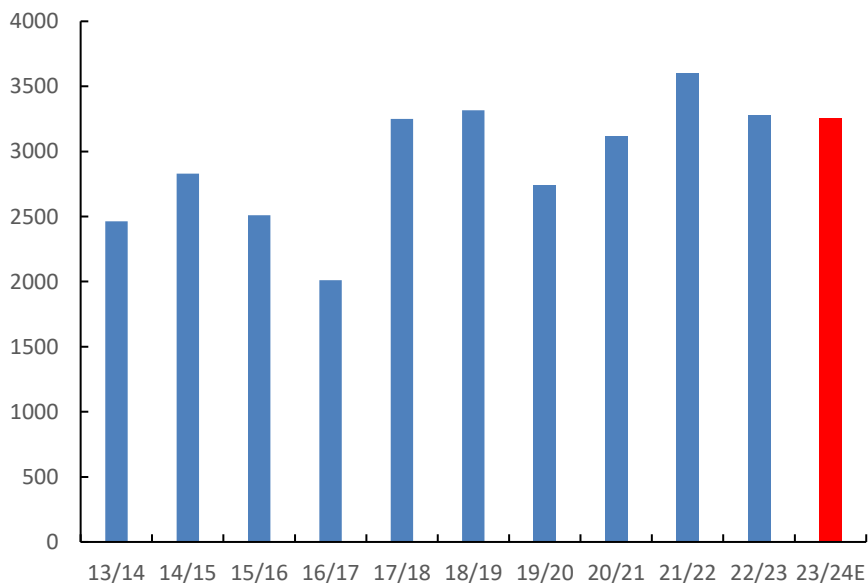


资料来源：ISMA，申万期货研究所

# 来自印度的变量

- 印度食品部秘书近日表示，2023/24榨季印度甘蔗产量预计为4.348亿吨，去年为4.942亿吨。此外，政府将制定计划提高玉米产量，以满足乙醇混合计划。
- 同时印度政府官员表示，印度政府已允许糖厂将170万吨糖用于乙醇生产。官员补充说，即使将蔗糖转用于乙醇生产，现有食糖供应仍足以满足当地需求。

印度榨季糖产量（万吨）



资料来源：ISMA，申万期货研究所

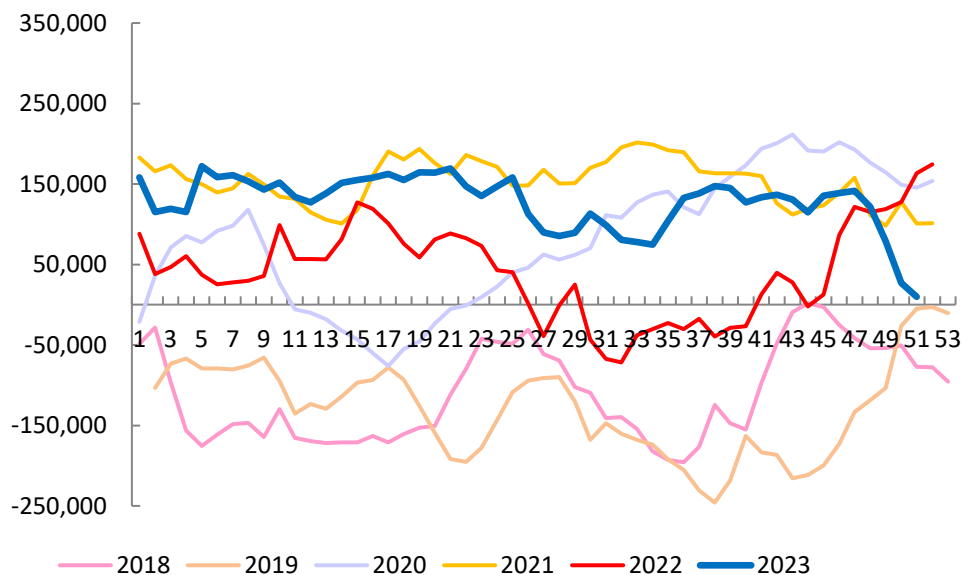
## 其他地区糖产量存在不确定性

- 美国农业部近日发布的一份报告显示，由于甘蔗产量减少，预计2023/24榨季巴基斯坦食糖产量将减少 60 万吨降至 630万吨。
- 与此同时，美国农业部（USDA）在11月21日发布的一份报告中表示，预计2023/24榨季欧盟食糖产量将增长3%，因欧盟东部地区的收成强劲，足以抵消法国等地区的产量的下降影响。美国农业部表示，2023/24榨季欧盟甜菜糖产量预计为 1550 万吨，主要得益于波兰、罗马尼亚、斯洛伐克和匈牙利以及西班牙甜菜种植面积增加，产量增加19%。由于担心禁用化学物质，法国的甜菜种植面积有所减少。美国农业部预计2023/24榨季欧盟进口量将减少50万吨，为250万吨。
- 外媒12月7日报道，欧盟委员会(European Commission)表示，预计未来10年欧盟糖产量将减少1%。欧盟委员会补充称，预计食糖消费量的下降将降低欧盟的食糖进口量。
- 根据泛糖科技的报导，11月15日公布的一份大宗商品研究报告显示，泰国2023/24榨季甘蔗产量预计为8000万吨，较上榨季的9400万吨大幅减少15%，因厄尔尼诺现象给甘蔗生长带来不佳影响。一些种植户表示，由于今年前8个月没有充足的降雨，甘蔗高度比预期低，且生长条件更加糟糕，尤其是在非灌溉地区。

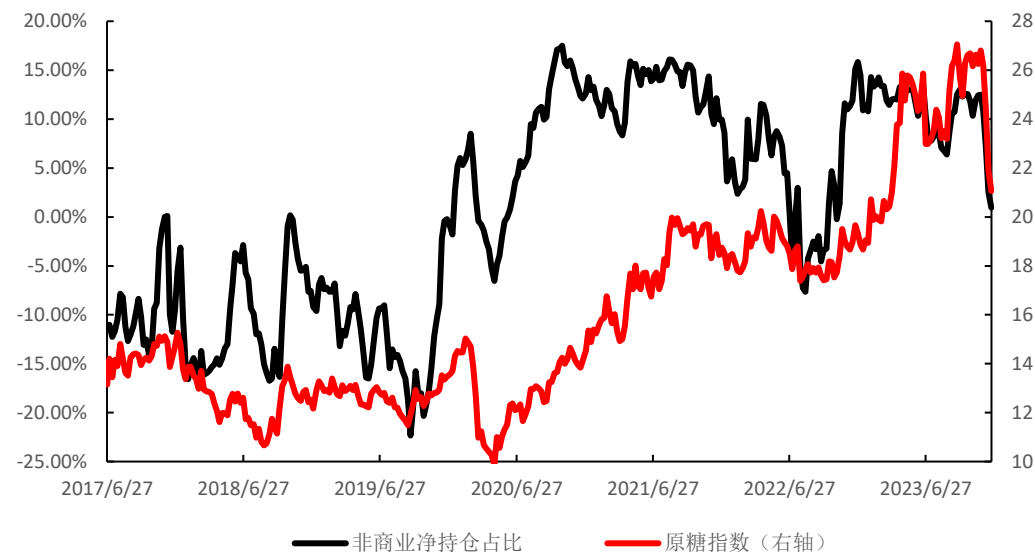
# 关注基金持仓的变化

- 历史上看，原糖价格与基金持仓高度正相关。随着近期糖价下跌，基金净持仓大幅下降。

CFTC非商业净多（手）



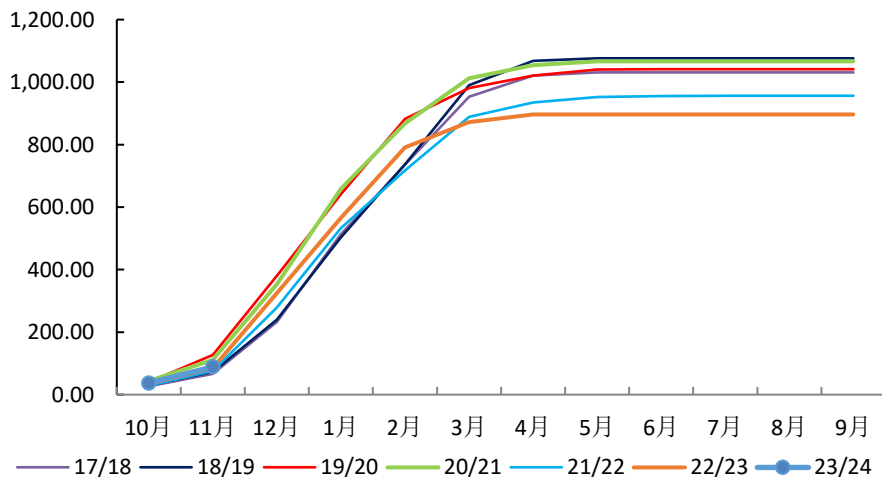
非商业净多持仓占比与原糖价格（%，美分/磅）



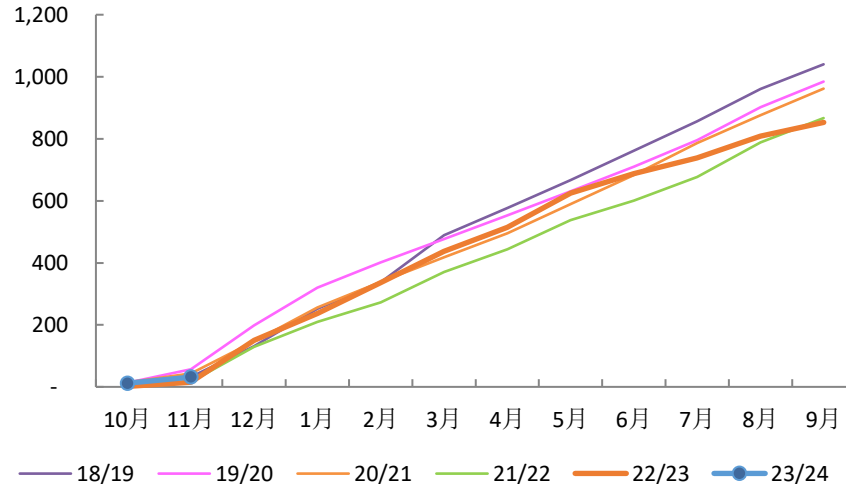
# 2023/24榨季有望增产

- 2023/24年制糖期（以下简称本制糖期）甜菜糖厂已全部开机生产，甘蔗糖厂已有18家糖厂开榨。截至11月底，本制糖期全国共生产食糖89万吨，同比增加4万吨。全国累计销售食糖32万吨，同比增加16万吨；累计销糖率35.7%，同比加快17.6个百分点。本制糖期全国制糖工业企业成品白糖累计平均销售价格6766元/吨，同比回升1116元/吨。2023年11月成品白糖平均销售价格6800元/吨。

中国工业产量（万吨）



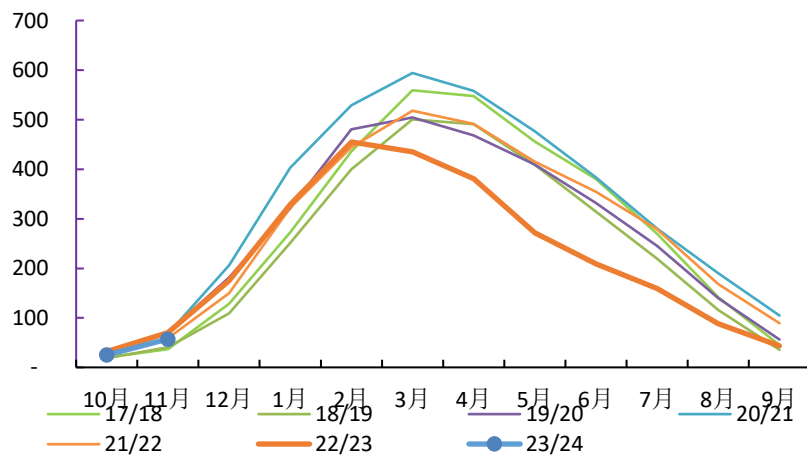
中国工业销量（万吨）



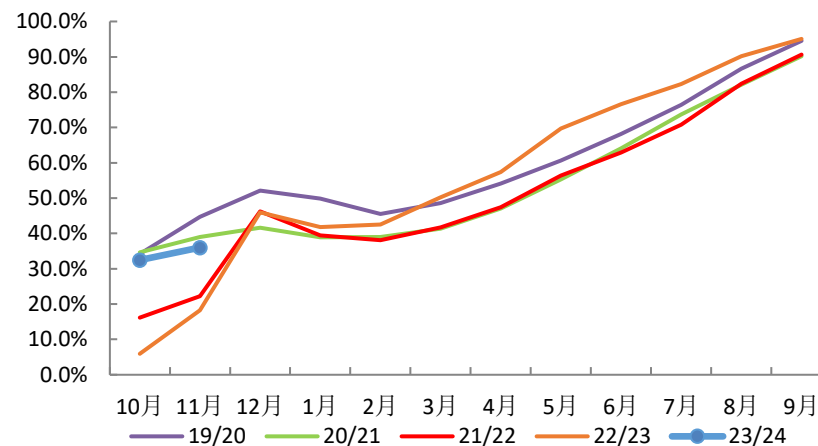
# 2023/24榨季有望增产

- 随着糖价的上涨，农民种植收益的增加，2023/24榨季食糖有望出现增产。

中国工业库存（万吨）



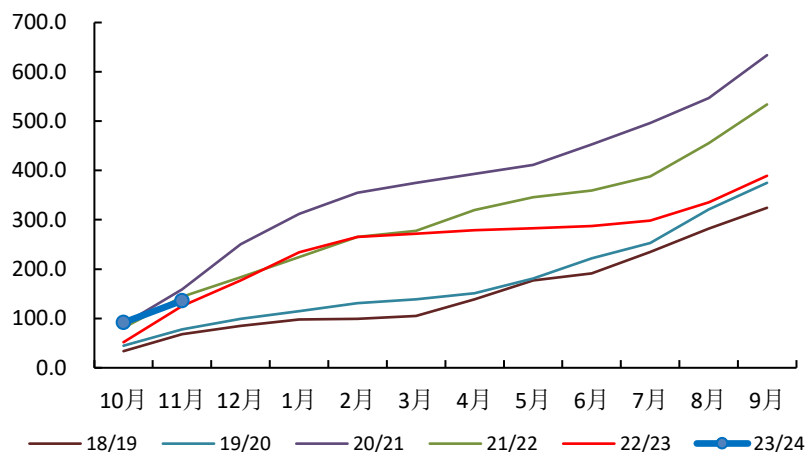
中国糖产销率（%）



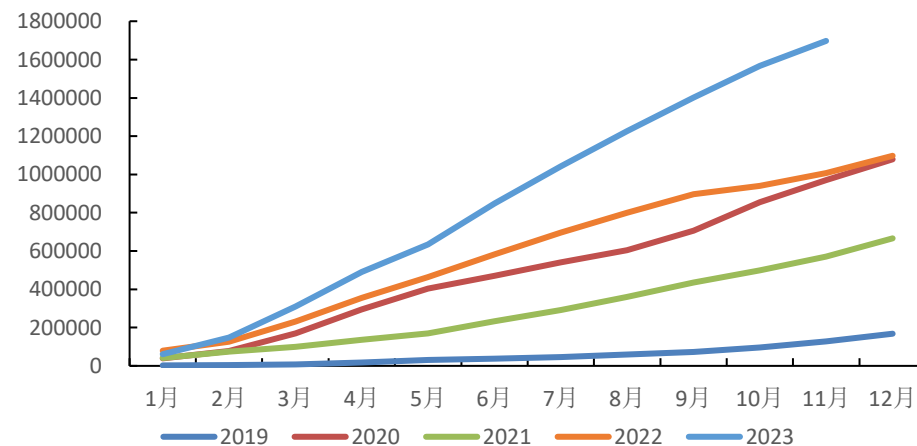
# 国内进口同比小幅增加

- 海关总署公布数据显示，2023年11月我国进口食糖44万吨，环比减少48.48万吨，降幅52.42%；同比减少29.42万吨，降幅40.07%。2023年1-11月累计进口食糖347.81万吨，同比减少127.81万吨，降幅26.87%。2023/24榨季截至11月累计进口食糖136.48万吨，同比增加11.32万吨，增幅9.04%。
- 2023年1-11月糖浆三项共累计进口169.75万吨，同比增加69.04万吨，增幅68.55%。

国内月度糖进口（万吨）



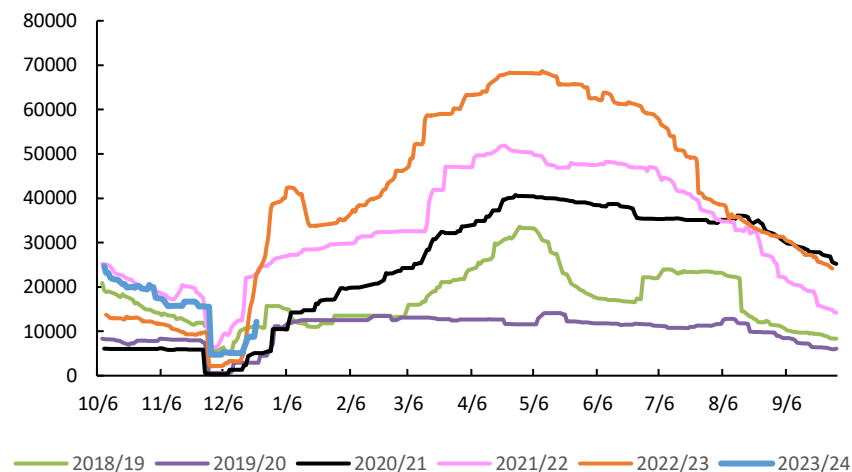
国内月度糖浆进口（吨）



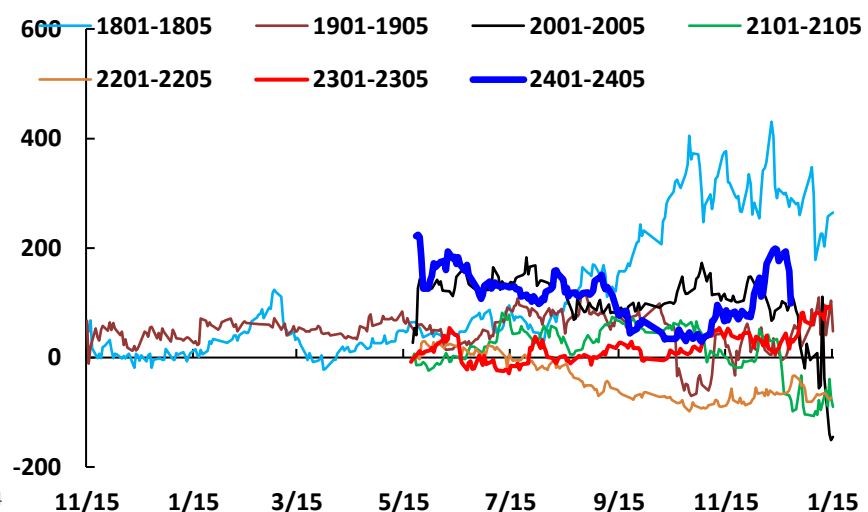
# 月差套利的转变

- 2023/24榨季仓单加有效预报出现增加。
- 未来关注仓单数量以及对1-5，5-9价差的影响。

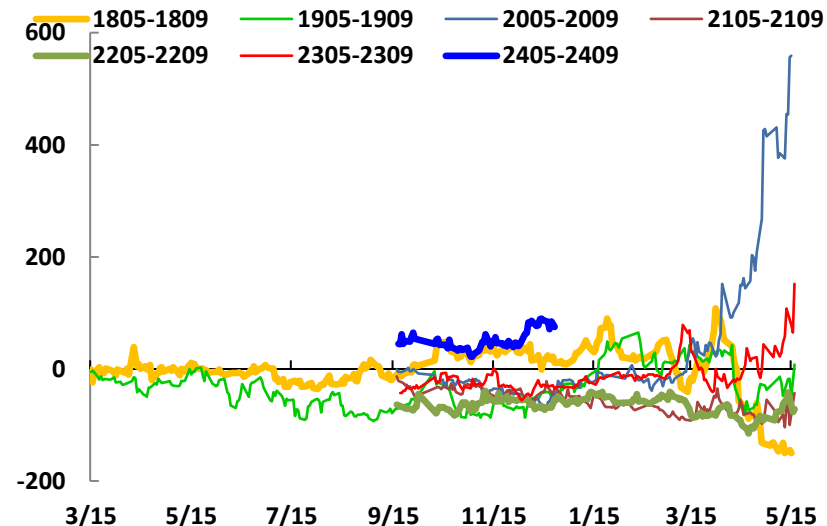
仓单+有效预报（张，10吨）



白糖1-5月差（元/吨）



白糖5-9月差（元/吨）

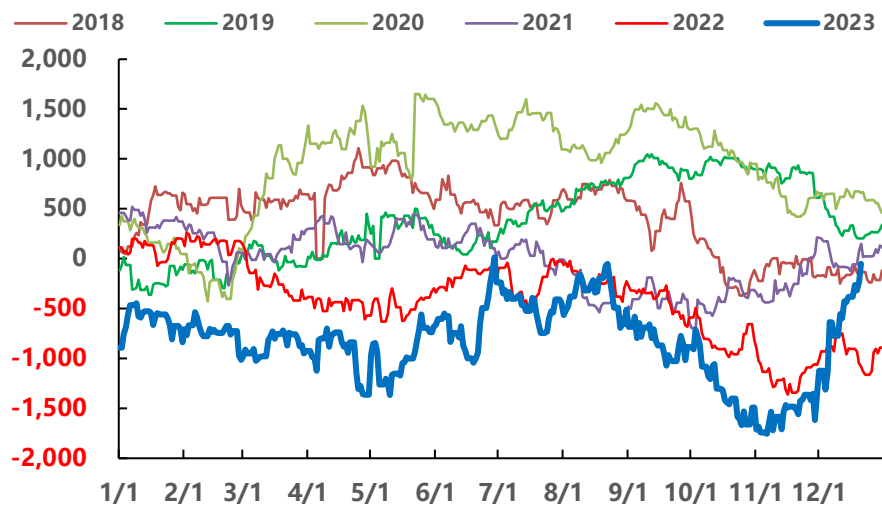




## 23/24榨季国内进口继续倒挂，但程度有所下降

- 2021/22榨季随着原糖和运费上涨，国内进口利润一路下降，进入2022/23榨季随着人民币贬值和原糖强势，进口利润进一步倒挂，而进口成本将继续对国内价格起到支撑作用。
- 回顾历史，当进口贸易流基本畅通时，国内进口利润一般在0至小幅亏损之间波动。而当国内糖价达到配额内进口成本的时候则会形成强支撑。

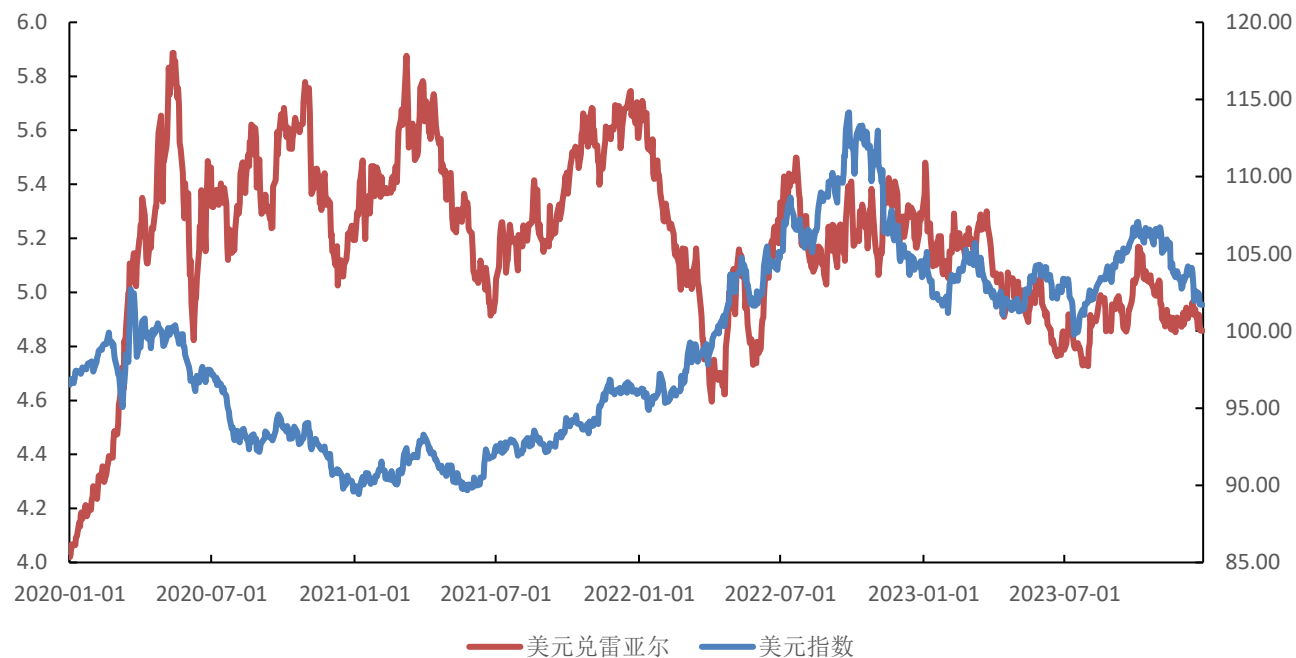
白糖配额外盘面进口利润（元/吨）



# 注意宏观变化：美元&雷亚尔&人民币汇率

- 随着雷亚尔相对稳定，巴西糖厂更倾向于国内售糖，这将对原糖后市有利。
- 美联储偏鸽派同样将对糖价有利。

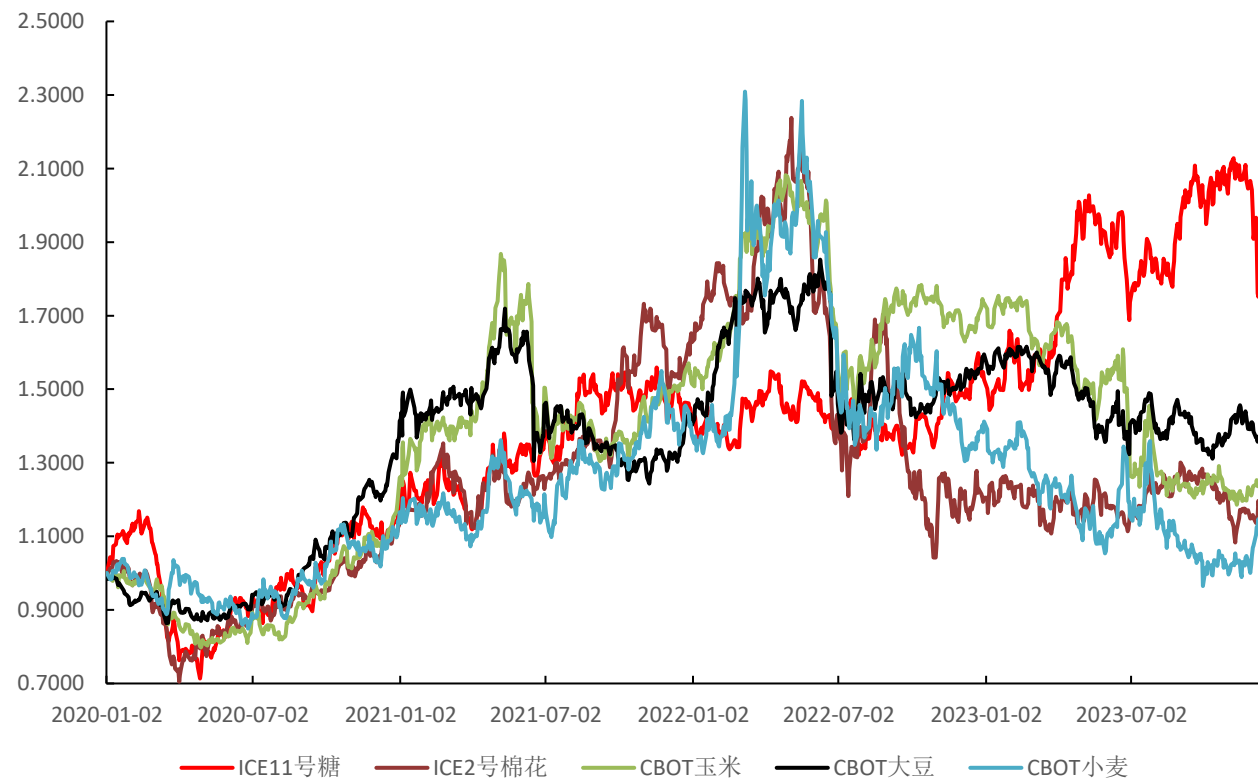
美元与雷亚尔汇率



# 它山之石可以攻玉

- 相对于其他农产品，目前原糖比价处于高位，这对长周期价格不利。

主要农作物相对2020年1月1日价格



# 后期白糖行情的主要逻辑

- 回顾2023年，全球糖市在1季度呈现强势。5月之后逐步转为弱势，7月之后再度走强，11月底之后，随着巴西压榨超预期叠加印度政策变动，糖价出现快速下跌。
- 当前国内糖价进口的倒挂基本消除，但进口成本依然对糖价形成支撑。
- 关注印度政策、明年天气对长期糖价的影响。

## 风险点提示：

- 宏观波动风险。美联储若超预期加息将继续引发全球糖市动荡。
- 玉米作为竞争作物价格大幅波动影响糖价。
- 印度新榨季产量超预期将对糖价产生额外波动。

# 2024年白糖期货操作建议

## 套利操作

- ❖ SR2405-SR2409差正套
- ❖ 0-50附近可做扩大

## 单边操作

- ❖ 白糖2405先多后空，价格区间5800至6600

## 套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入或卖出套期保值。

# 2024年白糖期货操作建议

- 对于上游企业来说，具体的套保包括有期货盘面直接卖空套保、期权套保。
- 考虑到目前白糖的波动率出现扩大，因此上游企业买入平值或略实值的看跌期权成本将会增加，糖厂可以等待白糖波动率下降后买入看跌期权套保。
- 对于下游用糖企业来说，具体的套保包括有期货盘面直接买入套保、期权套保。
- 同样的，目前白糖的波动率出现扩大，因此下游企业买入平值或略虚值的看涨期权成本较高，企业可以等待白糖波动率下降后买入看涨期权套保。
- 当前白糖期货波动加大，贸易商可以考虑采取备兑期权组合的方式获得相对固定的收益。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格  
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

## 研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

## 分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾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获取任何形式的利益。

## 免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

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，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。