

# 糖市预期急转直下 来年波动大于趋势

## 主要内容：

第一部分：内外糖市行情回顾

第二部分：国际糖市供需格局

第三部分：国内糖市供需格局

第四部分：行情展望与应对策略

国联期货农产品事业部

徐亚光 F03093235 Z0017169

2023 年 12 月

## 摘要

受厄尔尼诺气象影响，2023/24 年度北半球主产国遭遇干旱，甘蔗单产大幅下滑，目前看厄尔尼诺有望延续至明年年中，对主要生产国产量影响有望减弱，2024/25 年度单产恢复性增加的概率较大。今年 12 月初印度政府正式通过限制乙醇生产来增加糖供应，印度糖产量降幅可能不足预期，有一定概率重新恢复出口，导致原糖价格大幅下跌。印度政策的多变与揣摩不定加大了市场交易难度，目前相对确定的是 2024/25 全球增产的预期较强，原糖价格缺乏突破前高的驱动，但由于 2023/24 年度全球供需仍存在缺口，且库存水平低，糖源供应集中，阶段性贸易流偏紧的格局下原糖当下的下跌难以顺畅，在不同阶段下会呈现不同的交易逻辑，原糖下方的主要支撑参考泰国和印度原糖生产成本，上方压力在前高附近。而国内来看配额外进口成本是国内食糖主要边际成本。但近年来由于外糖价格上涨，国内增加进口配额，导致配额外进口成本支撑失效，配额外进口成本成为新的锚定，外糖大幅下跌背景下国内市场情绪转空，但整体上国内缺口仍存，在整体制糖成本上行背景下，广西生产成本的支撑较强，郑糖波动重心也将较前几年上行。

## 一、2023 年内外糖市行情回顾

### 1、上半年内盘跟随并弱于外盘，背离时间较少

春节后内外盘快速上行，各主产国生产情况均不及预期，中国和印度糖生产出现超 400 万吨的预期偏差，致使全球糖市供应紧张的状况延续并加深，原糖上行至 26 美分的高位，国内连续第二年减产令供需缺口拉大，防疫政策放开后产业链补库需求增加令国内缺口问题放大，在期货近远月配额外进口利润大幅倒挂的背景下，市场担心进口量不足、国内缺口难以弥补的问题，内外形成共振，资金大举涌入推动郑糖主力快速上行至 7000 以上，尽管国际贸易流供应紧张的状况仍在持续，但高糖价令买家采购需求明显放缓；此外，随着亚洲主产国的压榨生产结束，其产量不及预期的情况已在盘面上得到反映，市场关注焦点转向南半球巴西。巴西中南部于 4 月份进入新榨季，自 5 月开始天气转干有利于糖厂压榨的快速推进，叠加高糖醇价差影响下糖厂最大化产糖，一定程度也缓解市场对供应紧张的担忧。

### 2、巴西船运紧张到逐步缓解 印度政策反复横跳

7-10 月震荡上行 北半球减产逻辑再次主导盘面，一方面印度泰国持续下调糖产和出口预期，印度天气 8 月开始出现问题，季风雨降水大幅减少，在此背景下印度出现禁止食糖出口消息，另一方面，市场认为巴西丰产基本打满，另一方面巴西港口运力一直存在问题，卖压减弱，内盘国产糖缺口逐渐放大，现货强势跟涨，但期货受政策顶影响受阻于 7100，出现内外糖脱钩情况，进口利润持续下滑

至历史低位。11 月至今内外糖价快速下跌，巴西降雨缓解后，超预期的增产量发运逐步顺利，印泰预期不变，印度开榨后表现符合预期，且印度政策再生变数，出现印度限制甘蔗生产乙醇说法，最新说法是印度已决定允许糖厂至多将 170 万吨糖用于生产乙醇，导致全球平衡预期再次转向宽松。

图 1 内外糖期货价格走势

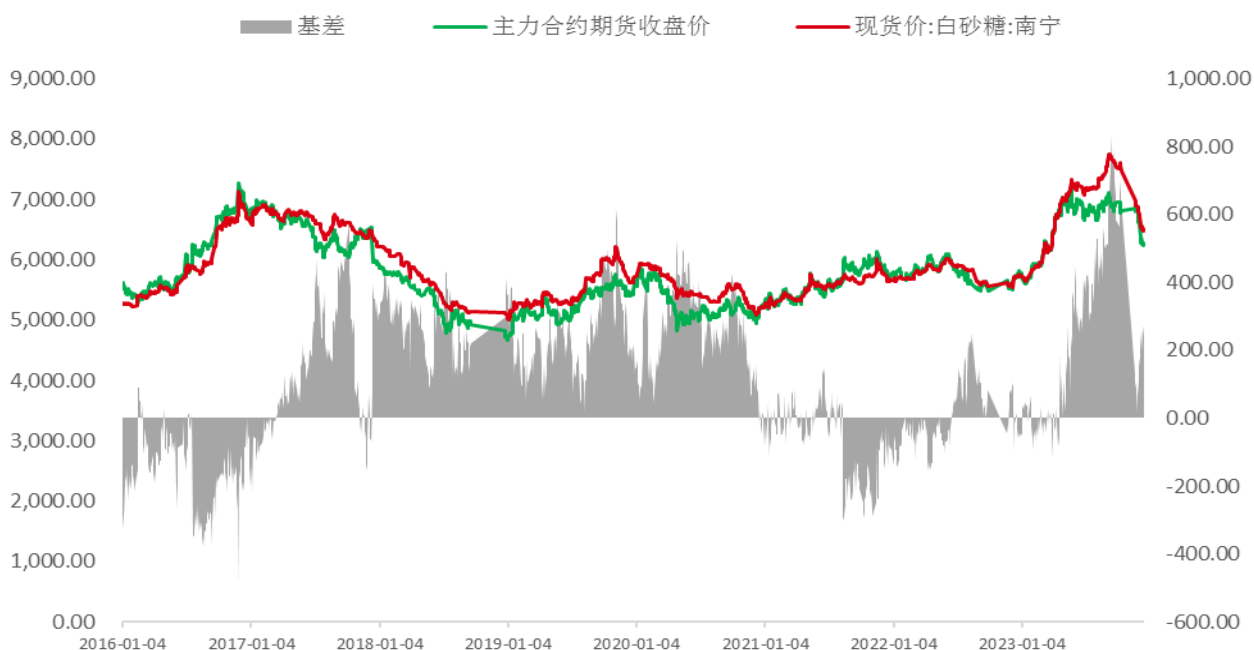
单位：元/吨 美分/磅



数据来源：ifind 国联期货农产品事业部

图 2 现货糖走势和基差

单位：元/吨



数据来源：ifind 国联期货农产品事业部

## 二、国际糖市供需

### 1、全球糖市供需逐步由紧张转向平衡，下榨季有过剩预期

目前 23/24 榨季巴西已进入榨季尾声，北半球榨季初期，23/24 榨季全球不确定性主要集中在北半球产量兑现情况。从目前各个机构估产情况来看，机构基于对巴西的超预期增产调整对 23/24 榨季全球产需预估，ISO 在 11 月季度预测中调降了 23/24 榨季全球食糖缺口，从 8 月 211 万吨的缺口预期降至 33 万吨缺口，主要原因为巴西增产。嘉利高 12 月上调全球糖产，供需平衡由短缺 300 万吨调整为过剩 20 万吨。综合判断目前 23/24 榨季全球糖市由短缺预期转向平衡预期，24/25 榨季在正常天气概率下增产概率较大，糖价上方面临压力。

图 3 全球主要机构产需格局预估

单位：万吨

机构预估	20/21年度产需 预估	21/22年度产 需预估	22/23年度产需 预估	23/24年度产 需预估
ISO	-310	-166	85	-33
TRS	-386	-145	95	-60
Stonex	-290	-120	110	130
CovrigAnalytic s	-160	-10	180	-40

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

主流来看目前主要产糖国预估来看，2023/24 新年度泰国产量预计从 1100 万吨降至 800 万吨；印度产量预计从 3260 万吨降至 3170 万吨；巴西中南部产量预计从 3373 万吨增至 4150 万吨；中国产量预计从 897 万吨增至 990 万吨；欧盟+英国产量预计从 1551 万吨增至 1648 万吨。因国际机构对糖整体预估从数值上看偏差较大，且供需两端缺乏连续性数据，USDA 数据在糖上的跟踪缺乏权威，但因其趋势性较好，我们可以从 USDA 数据来判断趋势，2023/24 新年全球总产量从 17728 万吨增至 18346 万吨，但比较明显的是 USDA 尚未对巴西产量进行上修，消费层面据 USDA 数据预估，2023/24 新年全球总消费量将连续第四年增长，预计从 18328 万吨增 18796 万吨。缺口：全球供需缺口将从 798 万吨缩小至 450 万吨。全球库存降至历史低位。据 USDA 数据预估，2023/24 新年度全球食糖库存预计从 3947 万吨降至 3368 万吨，是自 2010/11 年度以来最低库存。库消比来看：库存消费比预计从 21.2%

降至 17.92%。后期 USDA 有望上调巴西产量 400 万吨左右，缺口将降至 50 万吨，库存接近 3800 万吨，依然是处于较低水平。

图 4 全球原糖供需平衡表

单位：万吨

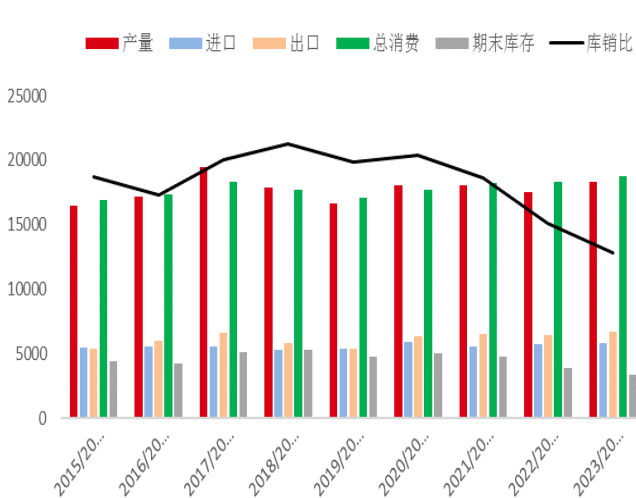
	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024F
产量	16497	17214.3	19422.2	17915.8	16655.9	18011.4	18066.3	17530.7	18346.1
进口	5463	5541.8	5562.1	5316.1	5373.5	5909.6	5593.3	5740.9	5787.2
出口	5419	6004.7	6586.8	5827.1	5353.6	6385.8	6480.3	6431.6	6740.9
净出口	-44	462.9	1024.7	511	-19.9	476.2	887	690.7	953.7
消费	16975	16914.8	17328.7	17199.4	17125.2	17188.3	17363.6	17638	17843.1
总消费	16931	17377.7	18353.4	17710.4	17105.3	17664.5	18250.6	18328.7	18796.8
期末库存	4442	4201.2	5157.4	5282.7	4765.2	5031.3	4753.1	3886.2	3368.1
库销比	26.24%	24.18%	28.10%	29.83%	27.86%	28.48%	26.04%	21.20%	17.92%
过剩/短缺	-478	222	2100	591	-117	-250	-100	-798	-450.7

数据来源：国联期货农产品事业部

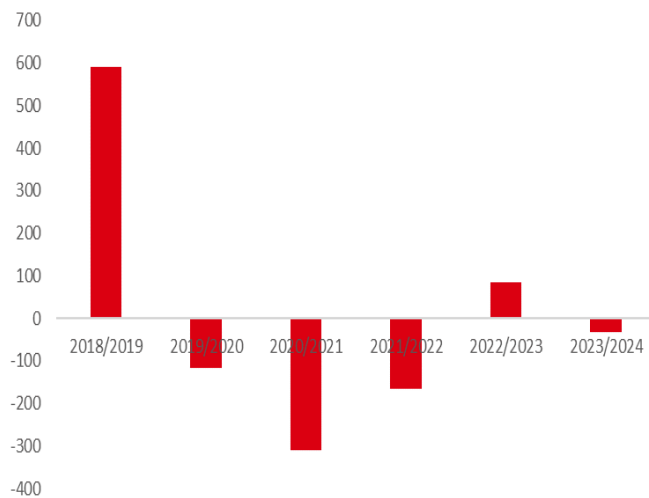
图 5 全球糖库存库销比

单位：万吨

图 6 ISO 全球糖产需历年格局 单位：万吨



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部



数据来源：国联期货农产品事业部

## 2、23/24 榨季全球贸易流上半年依然指望巴西

在北半球减产大背景下，贸易流上半年依然看巴西，尽管 23/24 榨季当前预估从紧张至平衡，但由于全球白糖供应紧张，国际白糖较原糖溢价较高。国际白糖紧缺问题持续较长时间，这为白糖炼厂打开利润空间，整个 2023 年炼厂补库意愿充足，使得原糖贸易整体处于偏紧格局。而当前来看印度政府政策多变，市场原本预期印度今年不会出口，随着印度限制乙醇生产，能否出口一方面取决于今

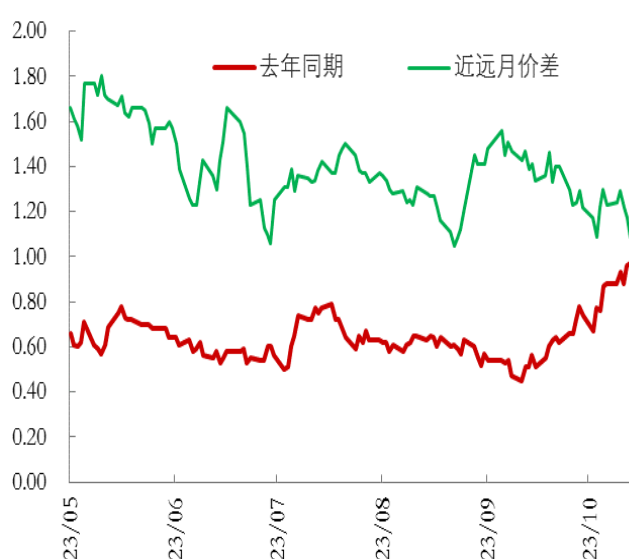
年甘蔗单产和最终糖产量，而连续三年的过量出口使得目前印度国内的食糖库存处于历史低位水平，2024 年 5 月左右印度大选，印度政府存在控制通胀需求，为保证其国内食糖供应稳定，政策上或不鼓励出口，因此明年大选前预计长期维持低出口。截至 12 月初，印度原糖出口平价约 20 美分/磅，若价格进一步下跌，印度出口利润欠佳，同样将会限制其出口。需要注意的是地缘冲突还在持续，大国博弈激烈背景下，全球供应链并不稳定，一些国家仍可能会增加食糖战略物资补充库存以防范风险，实际贸易流所体现的压力或不及机构对供需预估表现的这么大。

图 7 原白糖 3 月价差

单位：美元/吨

图 8 原糖近远月价差

单位：美分



数据来源：Wind、国联期货农产品事业部

数据来源：国联期货农产品事业部

### 3、23/24 榨季预估巴西大幅增产，新季仍有增产概率

巴西甘蔗行业协会（Unica）数据显示，11 月下半月巴西中南部地区压榨甘蔗 2390.1 万吨，同比增加 46.14%；产糖 139.9 万吨，同比增加 35.03%；乙醇产量同比增加 39.91%，至 12.48 亿升。糖厂使用 46.51%的甘蔗比例产糖，上榨季同期为 47.62%。23/24 榨季截至 12 月 1 日巴西中南部累计 78 家糖厂收榨，去年同期为 178 家，未收榨糖厂 218 家，去年同期为 141 家，预计 12 月上半月将有 98 家糖厂收榨。23/24 榨季截至 12 月 1 日中南部累计压榨甘蔗 6.19 亿吨，同比增加 15.94%，累计产糖 4081.7 万吨，同比增加 23.5%，累计产乙醇 298.53 亿升，同比增加 11.87%；糖厂使用 49.32%的甘蔗比例产糖，上榨季同期为 46.02%。

近十年来巴西甘蔗种植面积停滞不前，而种植成本不断提升，尤其 2022 年因能源、肥料等农资价格上涨及国内通胀影响令种植成本大幅提升，单产方面由于 2022 年-2023 年巴西中南部降雨量较



前年有所恢复，土壤湿度明显改善，有利于甘蔗的生长及 23/24 榨季甘蔗单产的提升，后续压榨稳定，23/24 榨季巴西中南部糖产预计在 4150 万吨，全巴西糖产 4500 万吨。其中制糖比提升对巴西增产的贡献超过 350 万吨。但巴西受出口问题影响，其国内供应不能有效出口，目前巴西国内累库程度较高，2023 年巴西降雨良好，累计降雨同比增长，同时制糖比存在继续提升预期，因此预计 24/25 榨季巴西同样维持增产状态，总糖产或超过 4500 万吨。

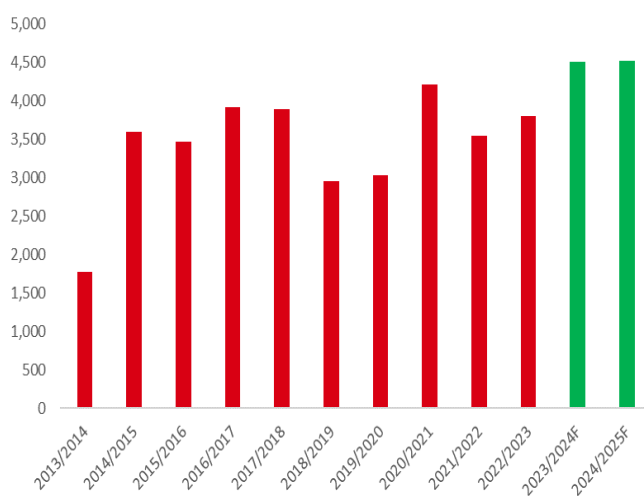
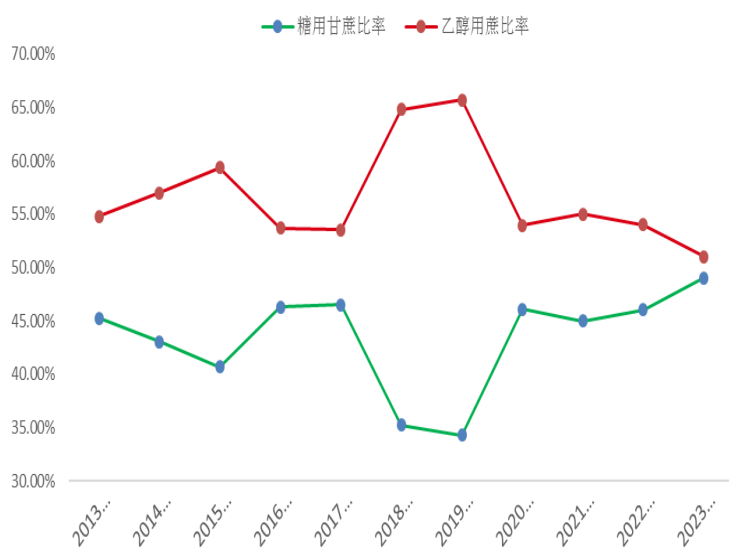
对后期巴西产量预估上主要需关注甘蔗产量和制糖比。巴西醇油市场仍支持高制糖比。今年巴西的乙醇市场较弱，上半年含水乙醇销量处于历史低位，导致醇油比从年初的 0.79 高点一路下滑至低点 0.62，通过提高乙醇价格性价比的方式刺激乙醇需求，含水乙醇销量恢复之后醇油比有一定修复。目前巴西醇油比在 0.63 左右，醇价较油价仍具性价比。而高糖醇价差继续支撑巴西制糖比走高，目前巴西的乙醇折糖价稳定在 13-15 美分/磅区间，糖醇价差超过 10 美分/磅，原糖生产收益仍然远高于乙醇，高糖醇价差将继续支撑巴西制糖比维持高位，预计 23/24 榨季制糖比达到 49%，24/25 榨季榨线有提升背景下制糖比有望达到 49%-50%。

本榨季（2023 年 4 月-11 月）巴西食糖累计出口 2257 万吨，同比+200 万吨左右，约 10%，相较于糖产 800 万吨左右的同比增幅仍有差距。月度出口角度，巴西前期受压制的食糖出口或在明年一季度继续体现，出口节奏较供应节奏后置。巴西谷物整体丰产和降雨偏多导致运力挤兑并出现堵港问题，食糖月度出口出现瓶颈，按照目前的出口量来看在物流运输问题缓解后，后续一个季度的食糖月均出口量预计在 300 万吨之上。近期巴西堵港问题有所缓解。Williams 数据显示截至 12 月 13 日，巴西港口食糖待运船只有 105 艘，食糖待运量 472 万吨，较前期高点持续下滑。

图 9 历年制糖比

图 10 巴西历年产量

单位：万吨



数据来源：Unica、国联期货农产品事业部

数据来源：Unica、国联期货农产品事业部

图 11 巴西中南部甘蔗入榨量-制糖比对应关系

单位：万吨

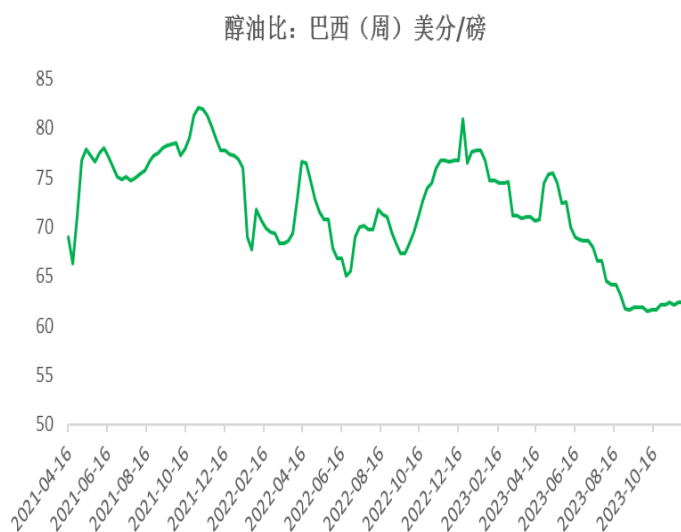
甘蔗入榨量（亿吨）	42%	43%	44%	45%	46%	47%	48%	49%
5.6	3175	3251	3326	3402	3478	3553	3629	3704
5.7	3232	3309	3386	3463	3540	3617	3694	3771
5.8	3289	3367	3445	3524	3602	3680	3758	3837
5.9	3345	3425	3505	3584	3664	3744	3823	3903
6	3402	3483	3564	3645	3726	3807	3888	3969
6.1	3459	3541	3623	3706	3788	3870	3953	4035
6.2	3516	3599	3682	3767	3850	3933	4018	4101
6.3	3573	3657	3741	3828	3912	3996	4083	4167
6.4	3630	3715	3800	3889	3974	4059	4148	4233

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

图 12 巴西醇油比

图 13 乙醇折糖价

单位：美分/磅



数据来源：Unica、国联期货农产品事业部

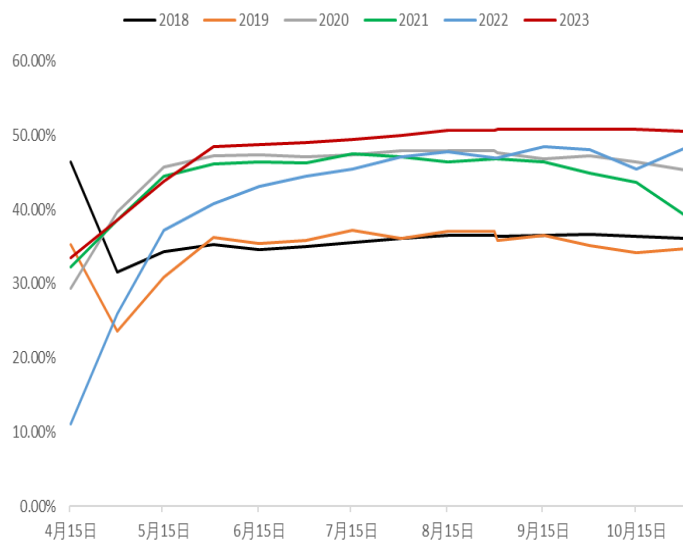
数据来源：Unica、国联期货农产品事业部

图 14 巴西双周制糖比

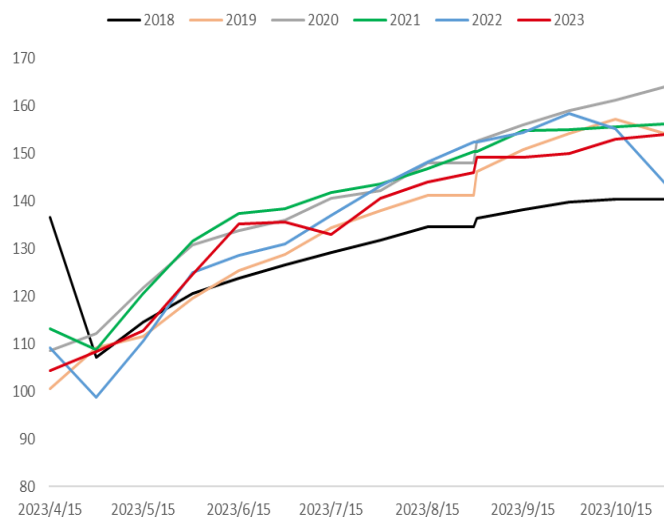
图 15 巴西双周 ATR

单位：美分/磅





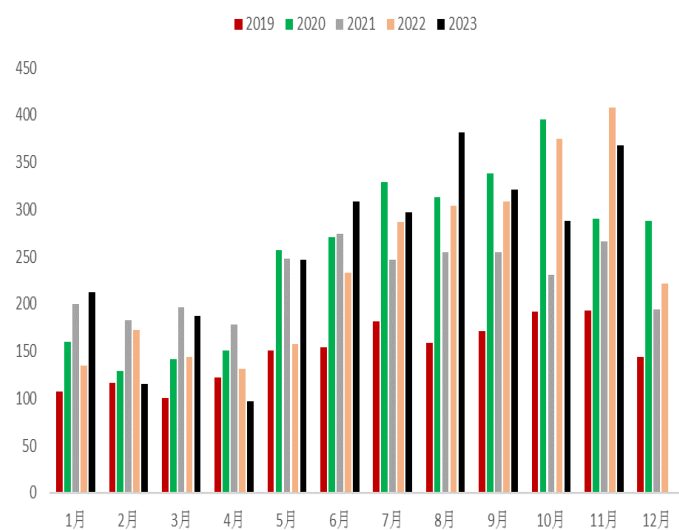
数据来源: Unica、国联期货农产品事业部



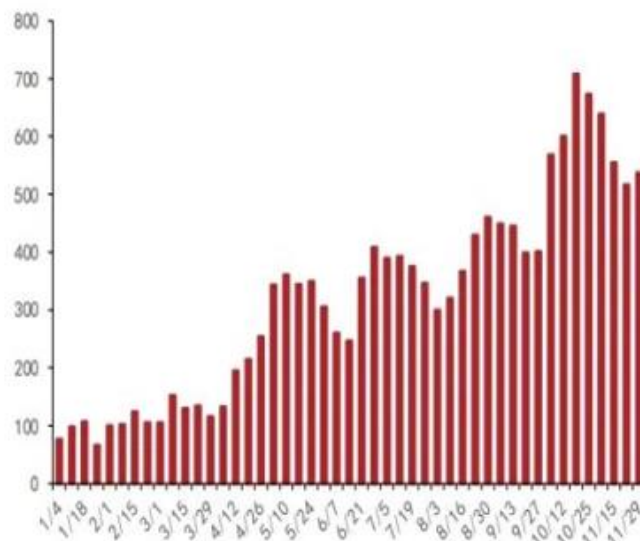
数据来源: Unica、国联期货农产品事业部

图 16 巴西月度出口量 单位: 万吨

图 17 巴西港口等待装船 单位: 万吨



数据来源: Unica、国联期货农产品事业部



数据来源: Unica、国联期货农产品事业部

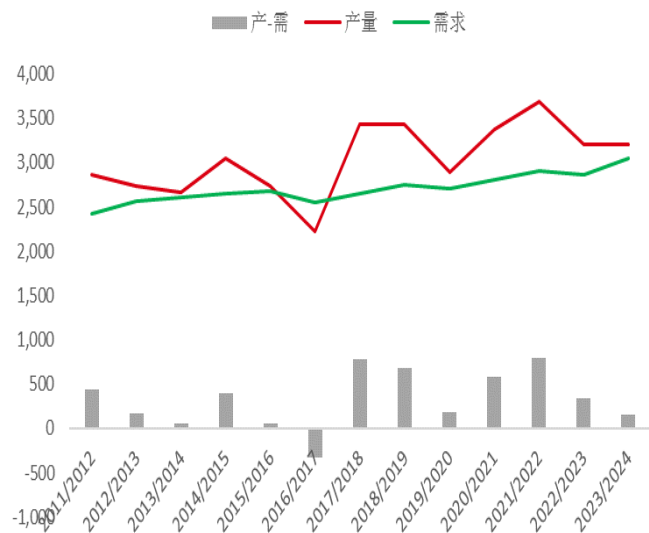
#### 4、印度仍是最大不确定性，糖产量面临重估

印度本榨季截至 11 月底累计压榨甘蔗约 5110.2 万吨，同比下降 10%，糖产量同比下降 10.65%，至 432 万吨，开榨糖厂数同比减少 18 家，为 433 家，主要因马哈拉施特拉邦和卡纳塔克邦因抗议蔗款问题导致开榨延迟，不过北方邦及另外几个小生产邦的增产部分抵消了马邦和卡邦产量下滑的影响。2023-24 年印度的甘蔗产量估计为 4.35 亿吨，同比下降约 5600 万吨。这意味着，与去年相比，该国的蔗糖产量可能下降 600 万吨（包含乙醇分流量）。

为保障食糖生产，印度政府 12 月 7 日发布通知，指示所有糖厂和酿酒厂在 2023-24 年度不得使用甘蔗汁/糖浆生产乙醇，并立即生效。此通知还存在许多模糊及具有争议的地方，目前较为确定的是可以继续生产本年度已经招标的 B-heavy molasses 糖蜜和 C-heavy molasses 糖蜜乙醇，不确定的是限产之后本年度甘蔗乙醇的二次招标是否还将举行。印度大约 65% 的甘蔗乙醇通过 B-heavy molasses 糖蜜生产，25% 通过糖浆生产，其余的由 C-heavy molasses 糖蜜生产。最新说法是印度已决定允许糖厂至多将 170 万吨糖用于生产乙醇，总体上仍是相比之前糖分流乙醇的 350 万吨-400 万吨，差不多 180-230 万吨乙醇分流量回流至糖产量，意味 23/24 榨季印度糖产量或从之前预计的 2900-3000 万吨上调至 3100-3200 万吨。

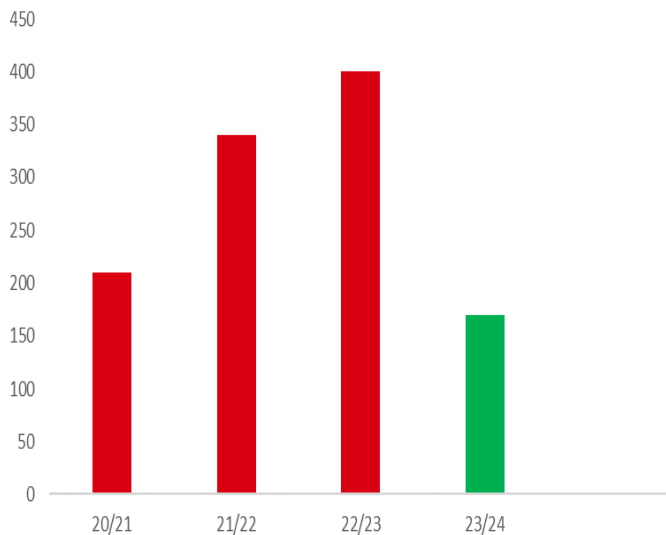
连续三年的过量出口使得目前印度国内的食糖库存处于历史低位水平，2024 年 5 月左右印度大选，印度政府存在控制通胀需求，为保证其国内食糖供应稳定，政策上或不鼓励出口，因此明年大选前预计长期维持低出口。印度糖厂已经进入生产高峰期，密切关注生产进度，鉴于印度政策变动的灵活性以及该国实现 2025 年乙醇汽油掺混比例目标的迫切性，若糖产量超出预期的情况下政策依然是有调整空间，印度明年 1 季度前有过剩糖出口的可能性仍然很小。

图 18 印度历榨季产需情况 单位：万吨



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

图 19 印度乙醇分流目标 单位：万吨



数据来源：Unica、国联期货农产品事业部

## 5、其他国家:泰国产量大减 欧盟产量小幅增长

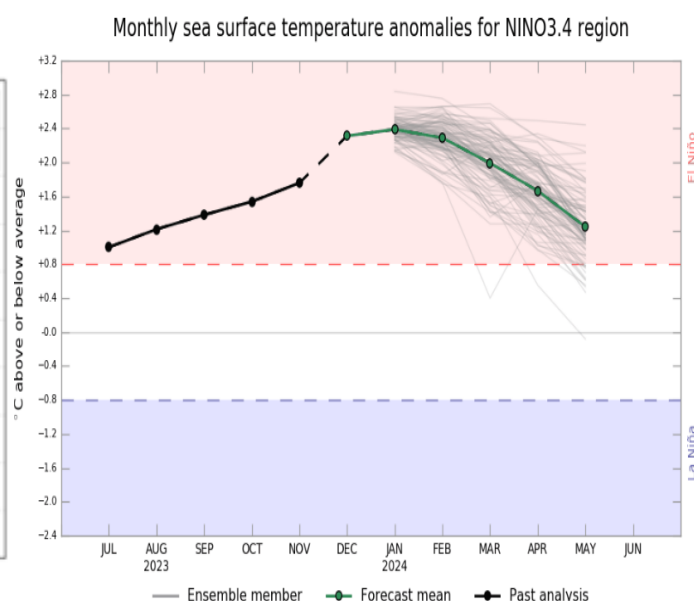
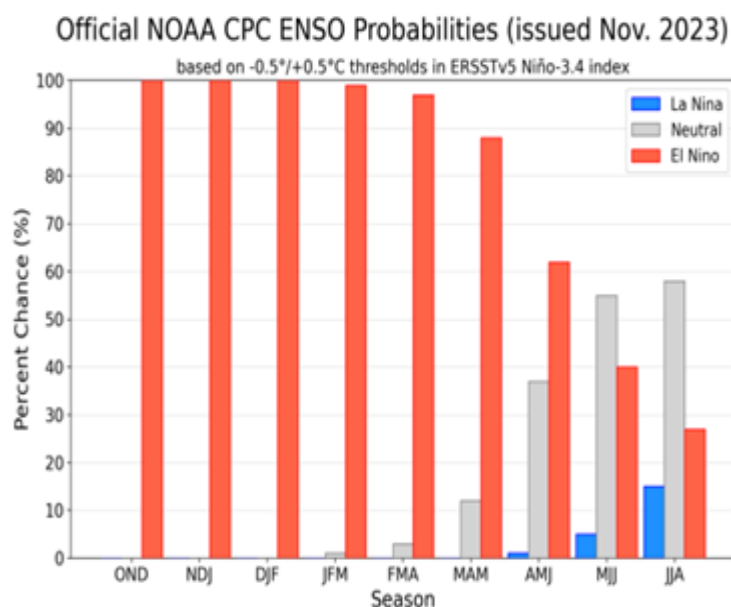
北半球另一主产国泰国 23/24 榨季泰国预计共 57 家糖厂开榨，最早开榨时间从之前预期的 12 月 8 日推迟至 12 月 10 日。由于 11 月份泰国主产区旱情持续缓解，近期市场对于泰国本榨季甘蔗产量预估小幅上调，但还是受到了厄尔尼诺的较强影响。目前预估区间在 7000-8000 万吨，糖产量预计

在 750-850 万吨之间，泰国 22/23 榨季累计出口食糖 745 万吨，同比增 2%。但随着新榨季减产预期逐渐明确，泰国出口回落，5 月以来泰国单月食糖出口逐月下滑，同时 10 月 31 日泰国白糖被列入政府管制商品之一，因此判断泰国后续食糖出口或也受限，23/24 榨季或出口 500 万吨。糖产量和出口都将回落 300 万吨左右。

除巴西、泰国、印度三大主产区外，欧盟也是北半球主要产区之一。欧洲洪水推迟甜菜收获，该地区最大的糖产国法国 15% 仍在收割的甜菜作物。法国最近降雨持续时间达到 32 天，为 1998 年以来最久的一次，但单产提升带动法国甜菜产量略有提升。欧亚糖业协会表示，截至 11 月底，欧亚经济联盟国家的甜菜收割面积已达到种植面积的 99%，甜菜产量为 5640 万吨（去年同期为 5100 万吨），其中 1400 万吨堆放在田间。甜菜由 74 家糖厂中的 63 家加工，共加工了 3690 万吨，产糖 514.95 万吨。总体看欧盟小幅增产。

图 20 厄尔尼诺预测

图 21 NINO3.4 指数预估



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

### 三、国内糖市供需

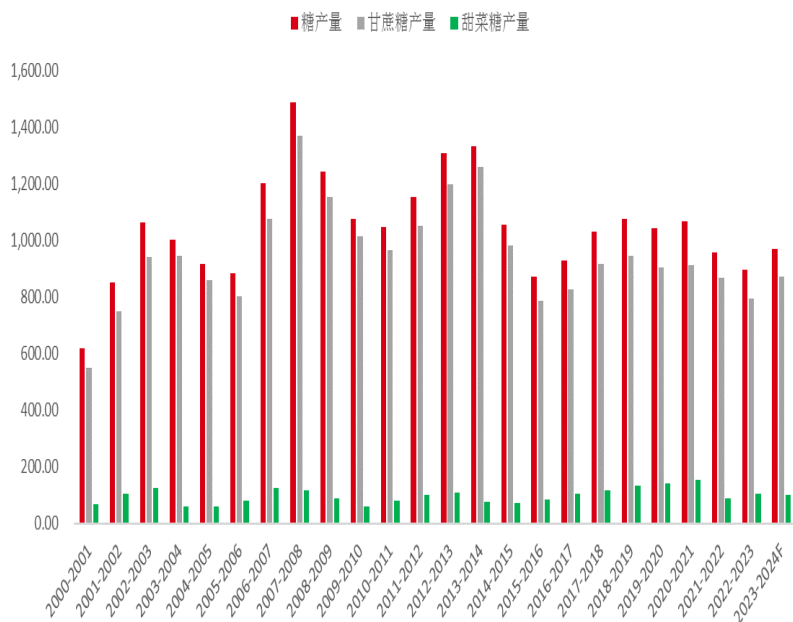
#### 1、供应端：结转库存低，新季产量增产

2022/23 榨季我国产糖 897 万吨，同比减少 59 万吨，9 月工业库存 44 万吨，同比减少 45 万吨，为近 10 余年以来的库存低点。2023/2024 年制糖期已开始近两个月。本制糖期预计全国食糖产量为 970 万吨，比上个榨季的 897 万吨增加 73 万吨。广西 2023/2024 榨季甘蔗入榨量预计将增长 15% 以上，食糖产量预计为 600 万吨，较上榨季增产 73 万吨。云南食糖产量预计维持 200 万吨上下，广东稳中略降至 52 万吨，内蒙甜菜糖产量将从上榨季的 58 万吨下降至 49 万吨，新疆甜菜糖产量增加 5 万吨至

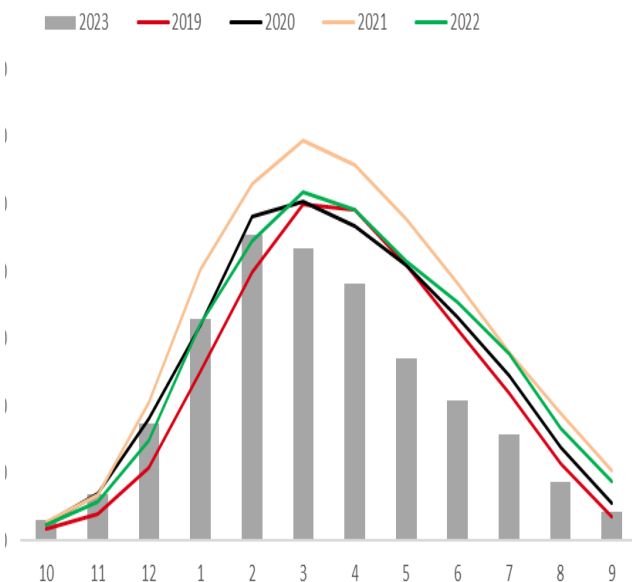
50 吨，内蒙和新疆糖产量合计减少约 4 万吨左右。

图 22 国产糖和广西糖历榨季产量 单位：万吨

图 23 国内食糖工业库存 单位：万吨



数据来源：中糖协、国联期货农产品事业部



数据来源：中糖协、国联期货农产品事业部

## 2、配额外进口亏损严重，利润有待修复

国内供应端很大部分需要依赖进口，进口量方面，22-23 榨季总进口 389 万吨。8 月份之前原糖进口基本处于停滞状态，今年 3 与 4 月份单月进口量均只有 7 万吨，5 月份食糖进口量仅 4 万吨，创近十年同期新低，6 月进口 4 万吨，7 月进口 11 万吨，大部分是配额内进口的白糖。

上半年进口持续维持低位的主要原因就是进口价格倒挂，外糖价格较高，不仅影响了需求市场也造成我国进口亏损过多，虽然价格已经从 12 年阶段高位逐步回落，但还未触及可以大规模进口的 22-23 美分的利润空间，但为了保持现有的食糖自动许可证配额及银行授信，加工糖厂将在控制亏损的情况下最大力度的保证食糖进口，2023/2024 榨季预计国内食糖进口量将维持 400 万吨左右的较低水平。

今年糖浆和预混粉进口刷新历史记录，2022/2023 替代白糖市场份额约 120 万吨以上，2022/2023 榨季糖浆及预混粉等进口三项合计 158.61 万吨，同比增加 45.94 万吨，增长了 40.77%。1-10 月进口糖浆及预混粉等三项合计 156.77 万吨，同比增 62.68 万吨。10 月三项合计进口 16.55 万吨，同比增加 12.11 万吨。2023/2024 榨季预计进口糖将有少量的恢复性增加，下游终端使用习惯正在建立过程中。由此推测，只要糖浆、预混粉与白砂糖的价差持续存在，2023/24 榨季糖浆、预混粉进口仍有增

量空间，我们预估数值约为 180 万吨。而对应的替代糖市场也将有更大的时间和空间继续发展壮大，替代白糖的市场份额有望继续刷新上榨季的 120 万吨记录，预计糖浆进口预计 200 万吨，混合粉 50 万吨，折白糖 200 万吨。

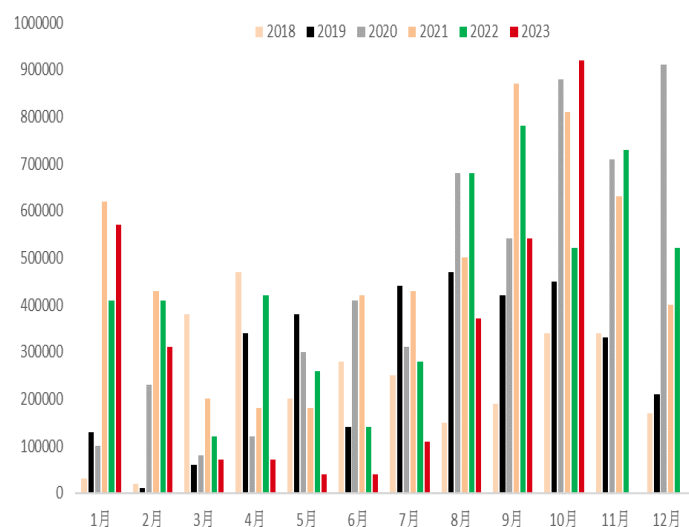
替代糖源进口大量增加的主要原因就是价格差异带来的巨大利润，内外糖价大涨，进口糖窗口关闭后，税号 1702.90 零关税之下的暴利令管控手段越发显得无效和滞后，主客观原因共同推动了相关替代品行业市场份额的快速扩张式发展和渠道以及管控手段的建立健全。相对来讲非法贸易糖则并未有更大规模的无序扩张。。

图 24 中国食糖月进口量

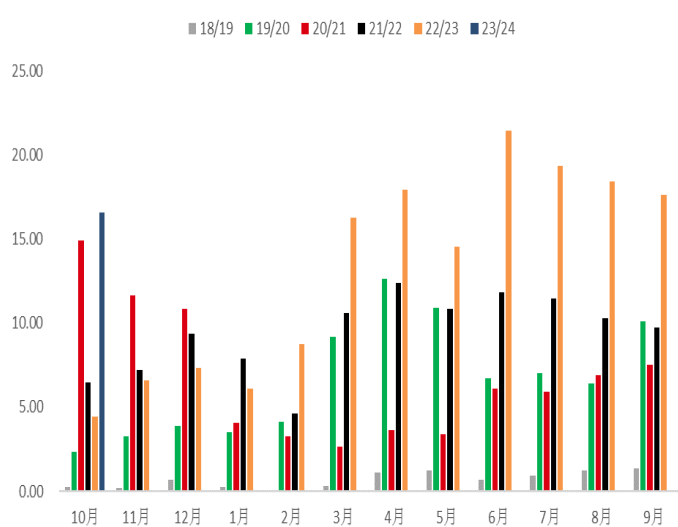
单位:吨

图 25 中国糖浆月进口量

单位:万吨



数据来源: ifind、国联期货农产品事业部



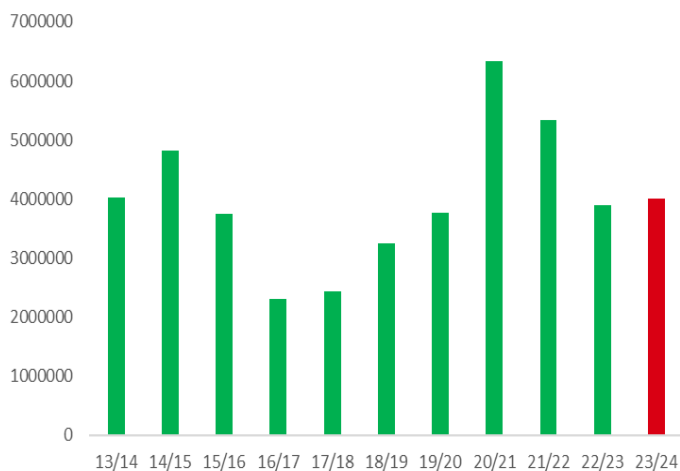
数据来源: ifind、国联期货农产品事业部

图 26 中国食糖年度进口量

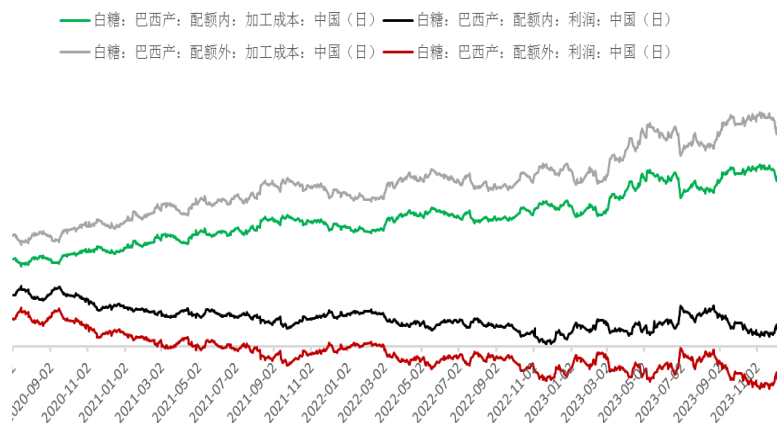
单位:吨

图 27 中国糖进口成本利润

单位:元/吨



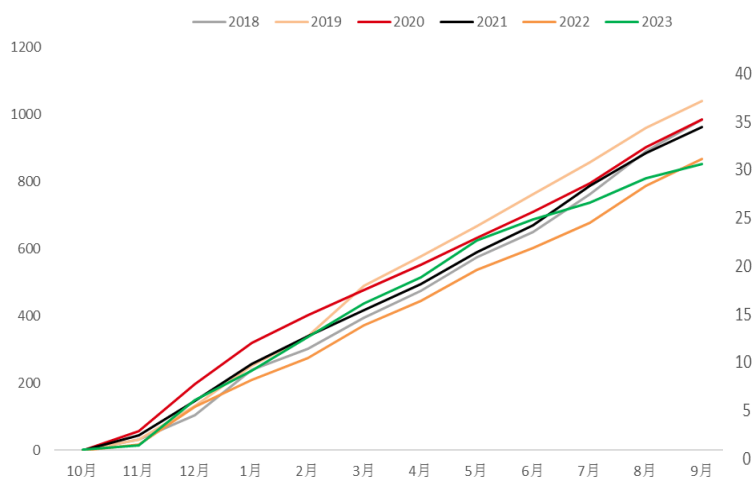
数据来源: ifind、国联期货农产品事业部



数据来源: ifind、国联期货农产品事业部

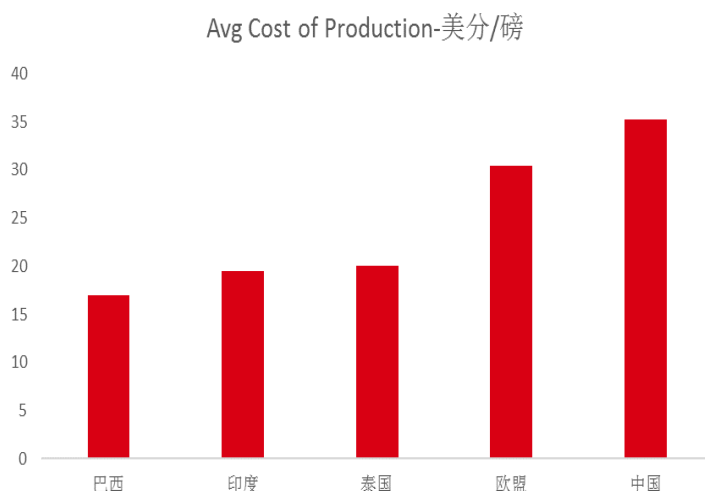


图 28 中国食糖累计销量 单位:吨



数据来源: ifind、国联期货农产品事业部

图 29 各主产国产糖成本 单位:磅/美分



数据来源: ifind、国联期货农产品事业部

### 3、食糖消费整体无亮点

2023 年在国内经济复苏迟滞、居民收入下降的宏观背景下,糖价达到 7000 元/吨之后,高价对于消费的抑制效应逐步显现。截至 9 月底,全国 2022/23 榨季累计销糖量 853 万吨,是近些年来最低值。除前述的糖浆、预混粉替代之外,还有淀粉糖部分替代、工业消费增长乏力等因素影响。从食品饮料相关行业的数据看,终端的企业利润同比有所好转但营收同比尚未有明显起色,且推算库销比偏高,说明终端消费可能确实不太理想。目前终端库存已去库至相对低位水平,暂未出现明显的补库需求。展望 2023/24 榨季,食糖的民用消费和工业消费刚需总量持稳,但宏观经济形势和替代品价差变化会带来一定边际增减影响,预计食糖年度消费量为 1500 万吨,与上年度持平,较疫情之前的 1550 万吨仍略有差距。

图 30 中国食糖供需平衡表

单位:万吨

	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024
期初工业库存	58	45	35	57	105	89	44
产量	1032	1076	1042	1067	956	897	970
进口	243	324	375	633	534	389	404
其他进口折糖	210	100	100	85	80	112	120
总进口	453	424	475	718	614	501	524



出口	20	20	16	16	14	16	16
消费	1500	1530	1480	1550	1450	1500	1500
国内总需求	1520	1550	1496	1566	1464	1516	1516
表观供求平衡	-35	-50	21	219	106	-118	-22
收抛储	0	0	0	0	0	60	40

## 四、行情展望与应对策略

如供需平衡表展望，新榨季国内自身供需预计小幅紧缺 22 万吨，供需仍相对平衡，配额外进口利润或有所修复，整体国内自身驱动不强。今年 12 月初印度政府正式通过限制乙醇生产来增加糖供应，印度糖产量降幅可能不足预期，有一定概率重新恢复出口，导致原糖价格大幅下跌。印度政策的多变与揣摩不定加大了市场交易难度，目前相对确定的是 2024/25 全球增产的预期较强，原糖价格缺乏突破前高的驱动，但由于 2023/24 年度全球供需仍存在缺口，且库存水平低，糖源供应集中，在经历了连续的急跌之后，关注市场看空情绪的消化及价格在 21-22 美分/磅的支撑情况。后期除巴西、印度和中国以外国家库存仍处于较低水平，加上近一轮价格下跌原白糖溢价仍维持 130 美元上下，加工厂维持较高的加工利润，价格跌至阶段性低位或刺激传统进口国及加工厂的采购需求。

后期影响原糖最主要的因素依然是北半球的产量最终情况，目前还有相当大的变数，也会影响着相关主产国的政策制定，如果产量超预期，那么原糖下方的主要支撑参考泰国和印度原糖生产成本，若产量基本符合或低于预期，在后期需求刺激下，原糖依然有较大概率反弹动力，上方压力在前高附近。而国内来看配额内进口成本成为新的锚定，外糖大幅下跌背景下国内市场情绪转空，但整体上国内缺口仍存，在整体制糖成本上行背景下，广西生产成本的支撑较强，郑糖波动重心也将较前几年上行。整体波动区间，24 年原糖预估在 18-27 美分，郑糖在 5800-7200。

## 联系方式

国联期货研究所农产品事业部

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼(214121)

电 话：0510-82758631

传 真：0510-82757630

E-mail: glqhyfb@126.com



国联期货微信公众号

## 免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

**期市有风险 投资需谨慎**