



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

步入增产周期， 糖价或进入下行通道

白糖半年报

2024/06/07

杨泽元（农产品组）



13352843071



yangzeyuan@wkqh.cn



从业资格号：F03116327



交易咨询号：Z0019233



MINMETALS
FUTURES

目录

CONTENTS



01

半年度评估及策略推荐

03

国际市场展望

02

行情回顾

04

国内市场展望

01

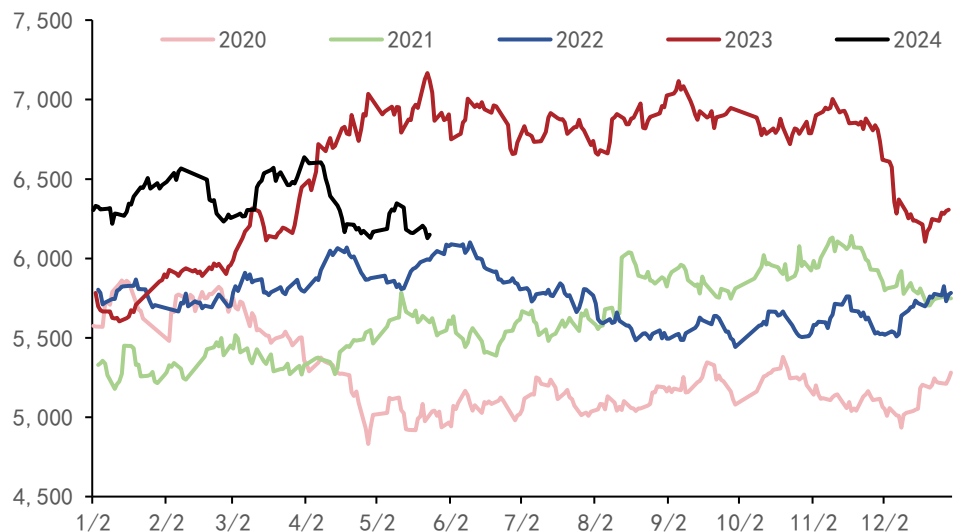
半年度评估及策略推荐

- ◆ 国际市场展望：从主要产糖国预估来看，2024/25年度泰国、中国将大幅增产，巴西产量略增继续创下历史新高，印度产量存在不确定性，总体而言全球食糖产量将增至1.885亿吨，为历史上第二高产量，仅次于2017/18年度，全球供应过剩量将进一步扩大至500万吨以上，但由于全球消费量的增加，2024/25年度不会再次出现类似于2017/18年度的巨额过剩，未来国际糖价重心或逐步下移。本年度全球出口供应主要依赖巴西，且目前巴西维持高产量的预期非常强，一旦未来巴西产量出问题，将可能出现非常大的预期差。另一方面当前市场认为在本年度印度实现大量出口的可能性不高，但随着印度本年度减产不及预期，未来也不排除放开出口的可能性，因此下半年国际糖价走势可能会有反复。
- ◆ 国内市场展望：全球主要产糖国下年度增产的预期强化，原糖价格持续承压，内外价差大幅收窄，配额外进口窗口重启。本榨季以来进口食糖、糖浆和预拌粉增速明显，叠加国内下年度增产预期强烈，基本面转弱，长周期来看糖价或处于下行趋势，但短周期可能会受到市场一致性预期、国内强商品周期以及糖浆限制政策影响，糖价走势反复摇摆。
- ◆ 策略建议：虽然未来糖价重心将会逐步下移，但由于当前价格较榨季初期已出现大幅下跌，叠加商品强周期以及可能出现的政策干预，价格出现反弹的概率亦不小。1、推荐在价格接近或高于配额外进口成本时择机做空。2、关注9-1反套的机会。

02

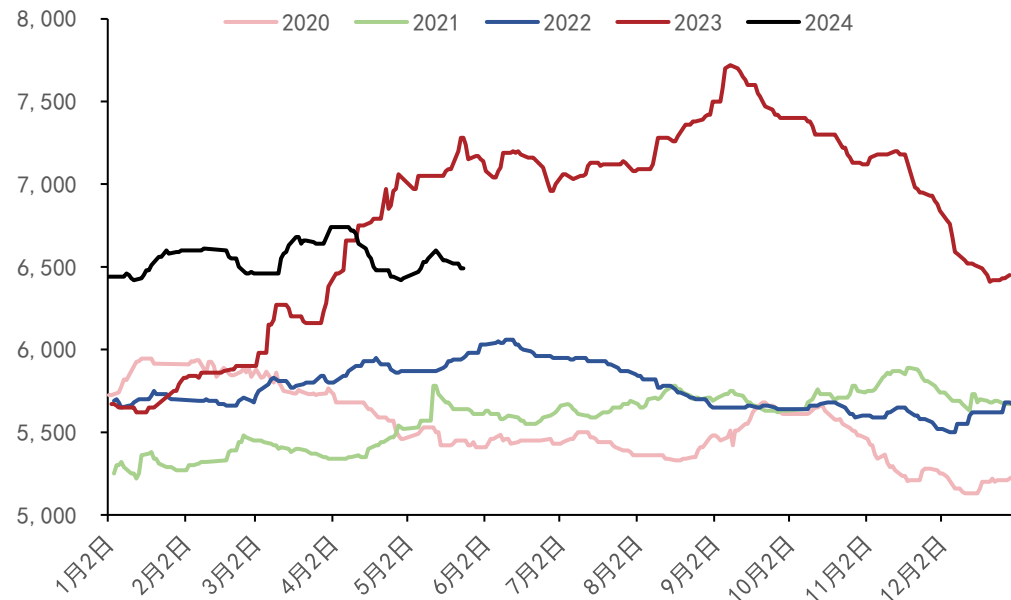
行情回顾

图1：郑糖主力合约价格走势（元/吨）



资料来源：郑商所、五矿期货研究中心

图2：广西南宁一级白砂糖价格走势（元/吨）



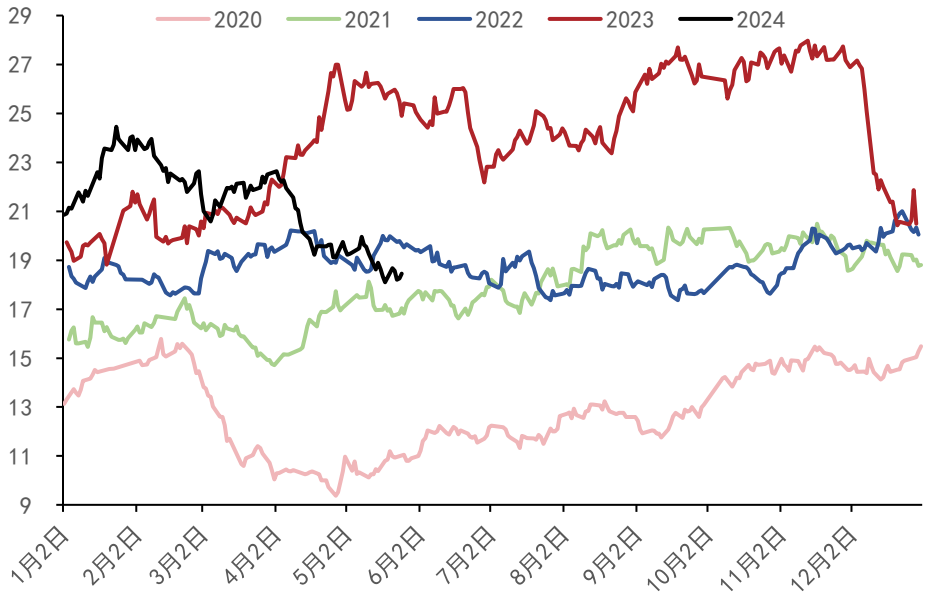
资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

2024年1月：原糖加工专业委员会会议上有相关人士提出未来可能会对低关税糖浆及预拌粉进口进行管控，叠加外糖价格上涨带动国内糖价反弹。

2024年2-3月：虽然外糖价格偏弱震荡，但国内有政策利好预期，糖价整体偏强震荡。

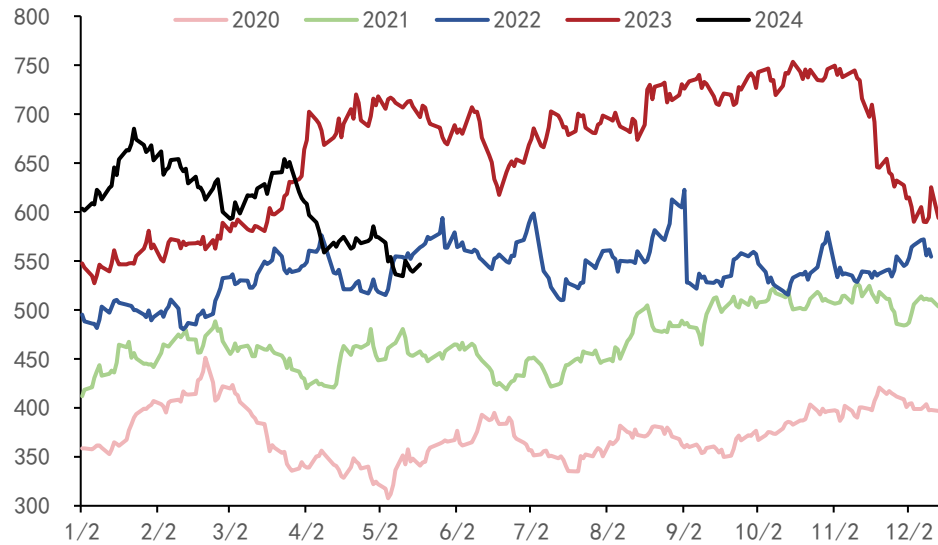
2024年4-5月：一方面国内春植蔗播种工作结束，确认新年度糖料种植面积有明显增幅；另一方面随着外糖价格破位下跌，内外价差大幅收窄，国内配额外进口窗口重启，糖价承压下跌。但对低关税糖浆及预拌粉进口进行管控的政策利好预期进一步强化使得国内糖价在前期低位获得支撑。

图3：ICE原糖主力合约价格走势(美分/磅)



资料来源：ICE交易所、五矿期货研究中心

图4：伦敦白糖主力合约价格走势(美元/吨)



资料来源：伦敦交易所、五矿期货研究中心

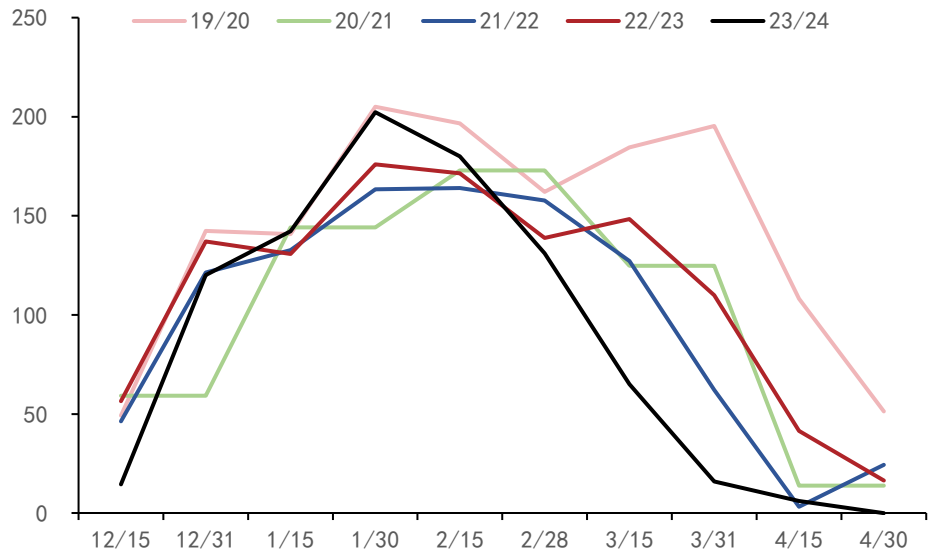
- 2024年1月：**印度和泰国榨季生产初期数据同比大幅减产，带动国际糖价反弹。
- 2024年2-4月：**随着印度和泰国榨季生产持续进行，两者减产幅度不及预期，国际糖价区间弱势震荡。
- 2024年4-5月：**北半球主产国新年度播种工作结束，确认下年度甘蔗种植面积有较大幅度增加。另一方面巴西中南部2024/25年度生产开启，产量数据同比大幅增加，国际糖价进一步下跌。

03

国际市场展望

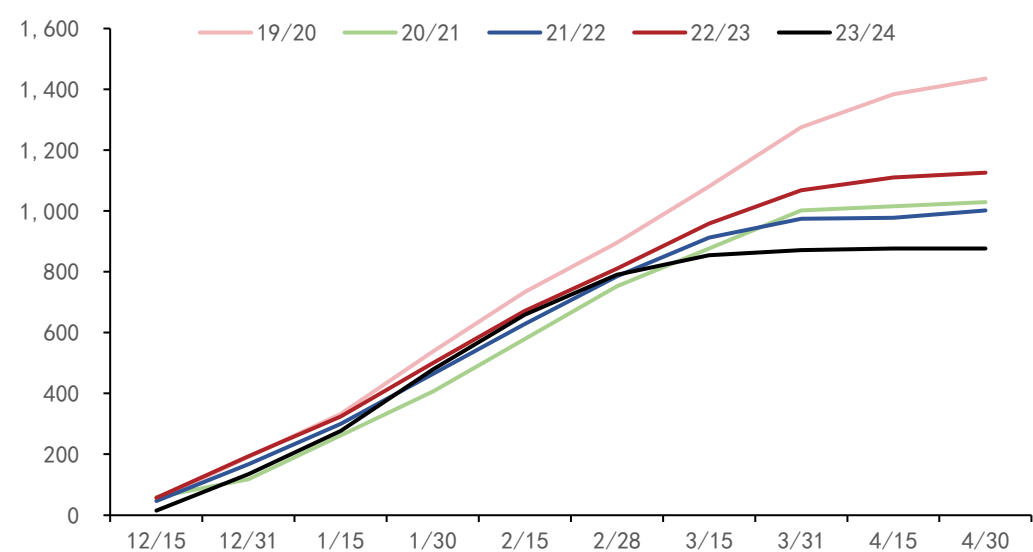
泰国：2023/24年度减产不及预期

图5：泰国双周产糖量(万吨)



资料来源：OCSB、五矿期货研究中心

图6：泰国累计产糖量(万吨)

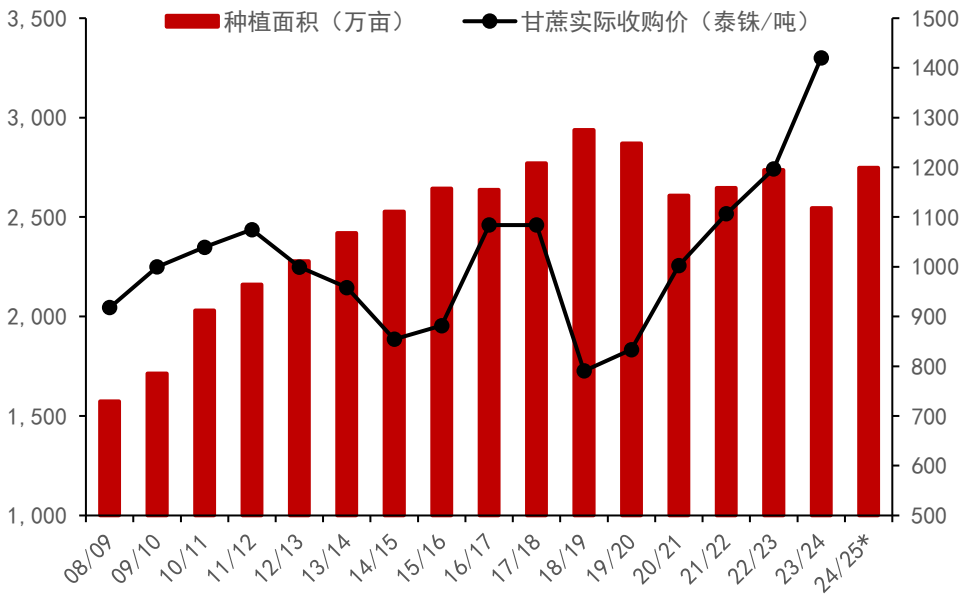


资料来源：OCSB、五矿期货研究中心

4月17日泰国57家糖厂全部收榨，23/24榨季共计压榨甘蔗8216.67万吨，同比减少12.48%；平均产糖率为10.68%，去年为11.78%；产糖877.26万吨，同比下降20.25%，略高于此前市场800-850万吨的预期。

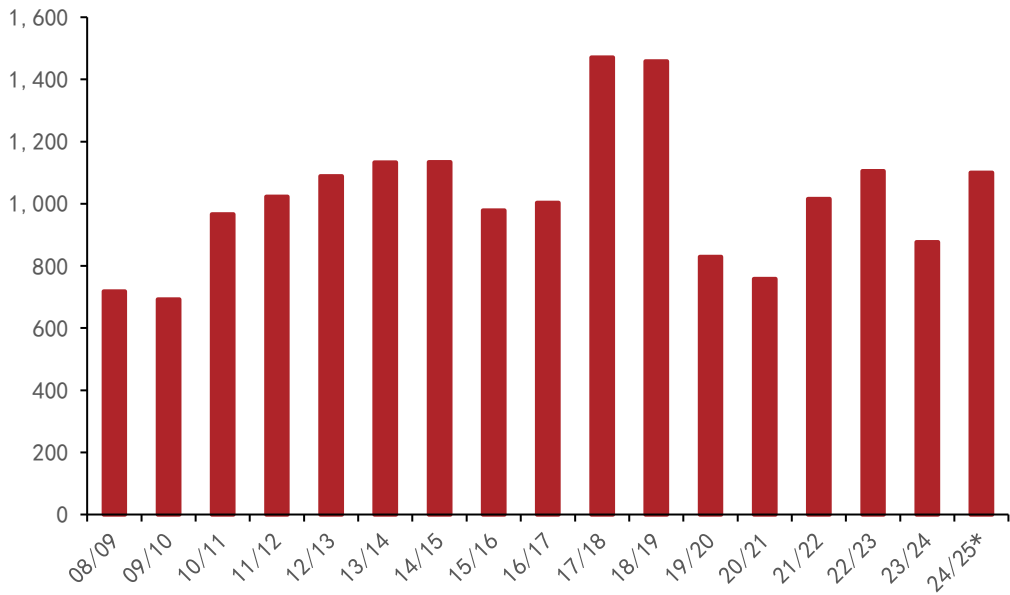
泰国：预计2024/25年度大幅增产

图7：泰国甘蔗收购价和种植面积(泰铢/吨、吨/亩)



资料来源：OCSB、五矿期货研究中心

图8：历年泰国食糖产量(万吨)

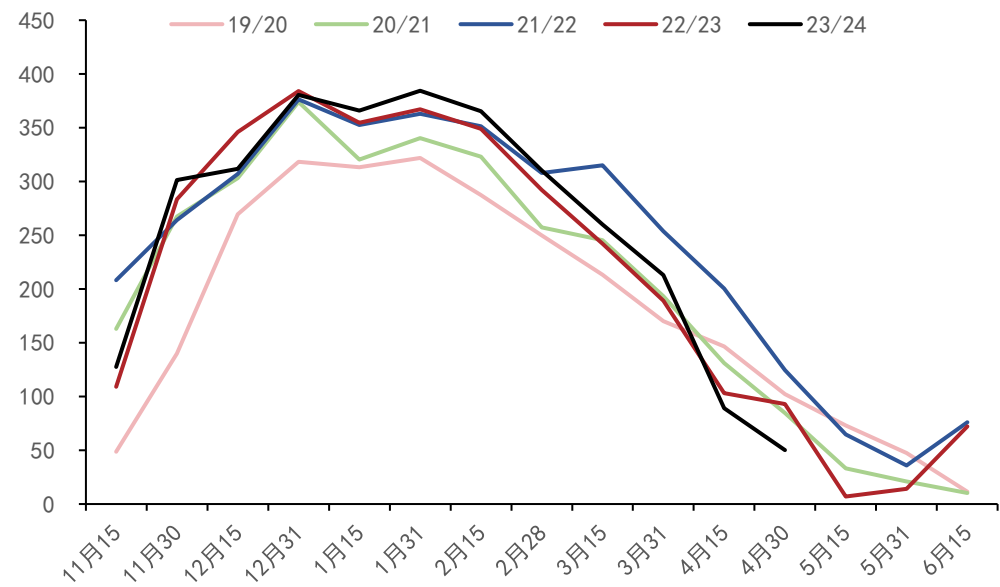


资料来源：OCSB、五矿期货研究中心

- 1、泰国内阁确认2022/2023榨季甘蔗最终收购价为1197泰铢/吨，比榨季初期设定基准价1080泰铢/吨高出117泰铢/吨。此外，内阁还批准了2023/2024榨季甘蔗的初步收购价定为1420泰铢/吨。由于甘蔗收购价格大幅提高，且创新高，泰国农民可能会从种植木薯转向种植甘蔗。
- 2、据丰益国际（Wilmar）预测2024/25榨季泰国甘蔗种植收益将比木薯高约16.67美元/亩，预计泰国甘蔗种植面积有增加10%以上，2024/25榨季泰国的甘蔗产量将跃升至亿吨以上，食糖产量将达1100万吨，同比增加223万吨。

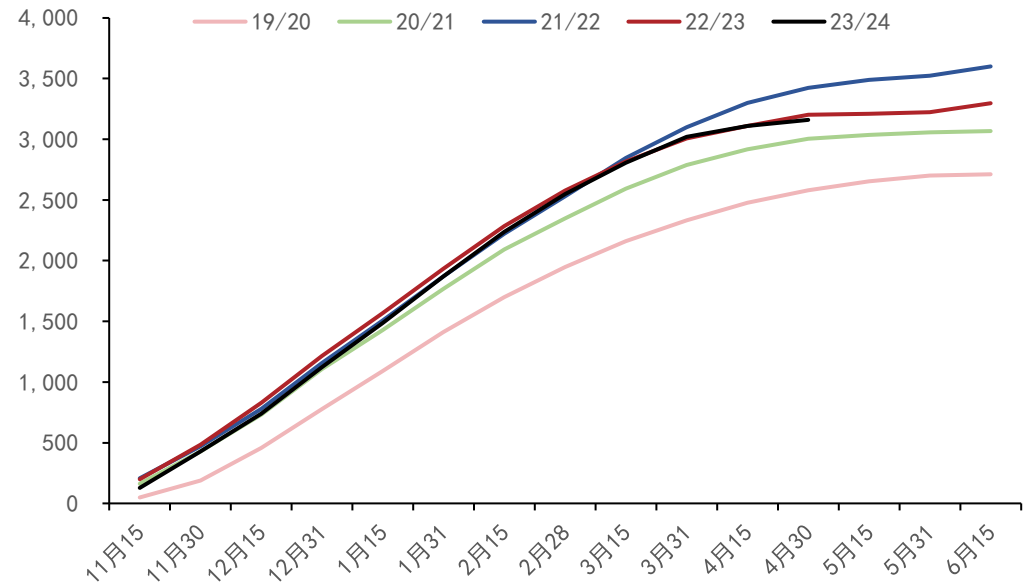
印度：2023/24年度产量略高于预期

图9：印度双周产糖量(万吨)



资料来源：ISMA、五矿期货研究中心

图10：印度累计产糖量(万吨)

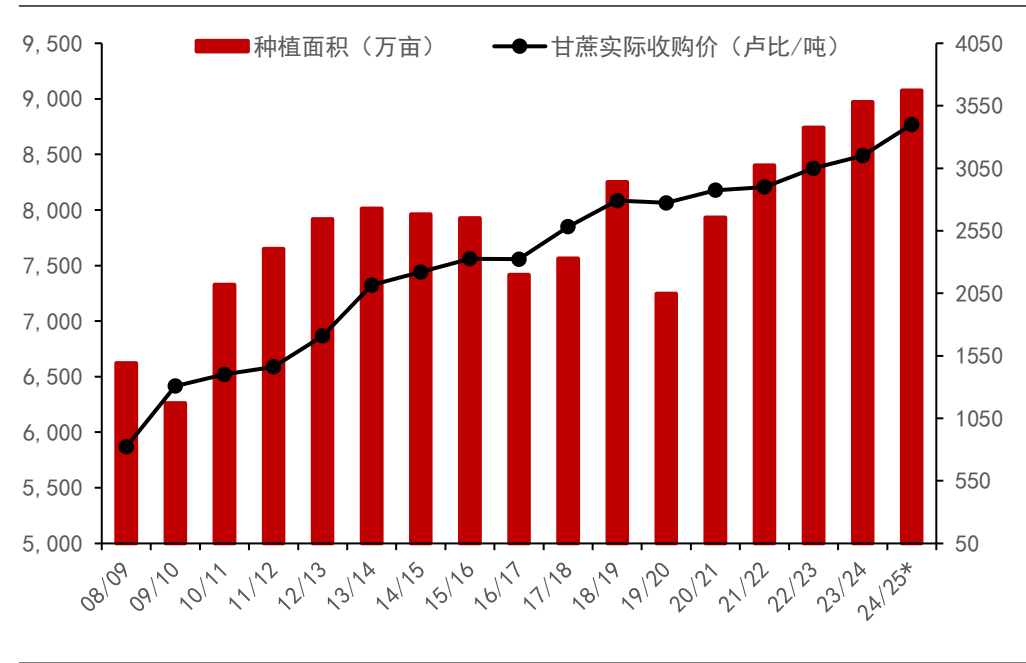


资料来源：ISMA、五矿期货研究中心

据印度糖厂联合会（NFCFSF）发布的数据，2023/24榨季截至4月30日，印度甘蔗入榨量为31297.5万吨；累计产糖3159万吨；目前全国已有511家糖厂收榨，还有23家糖厂尚未收榨。本榨季甘蔗压榨量略低于上榨季，但产糖率高于上榨季，本榨季平均产糖率为10.09%，上榨季同期仅为9.84%。NFCFSF预计，本榨季印度食糖产量预计将达到3213.5万吨，略高于此前市场3100万吨的预期。

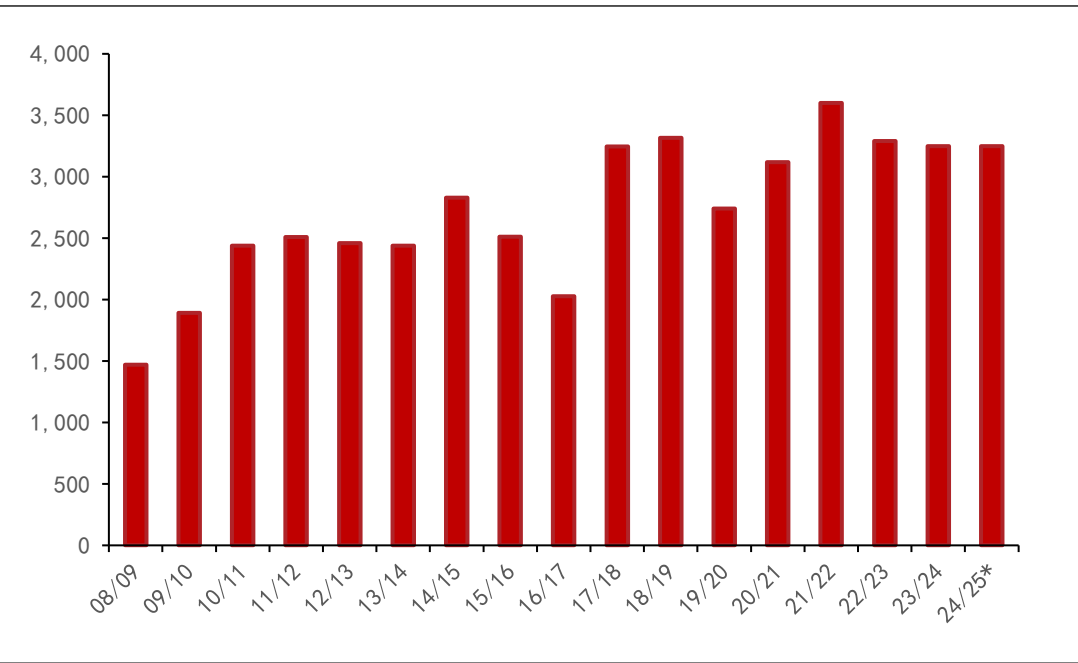
印度：2024/25年度产量存在不确定性

图11：印度甘蔗收购价和种植面积(卢比/吨、吨/亩)



资料来源：ISMA、五矿期货研究中心

图12：历年印度食糖产量(万吨)

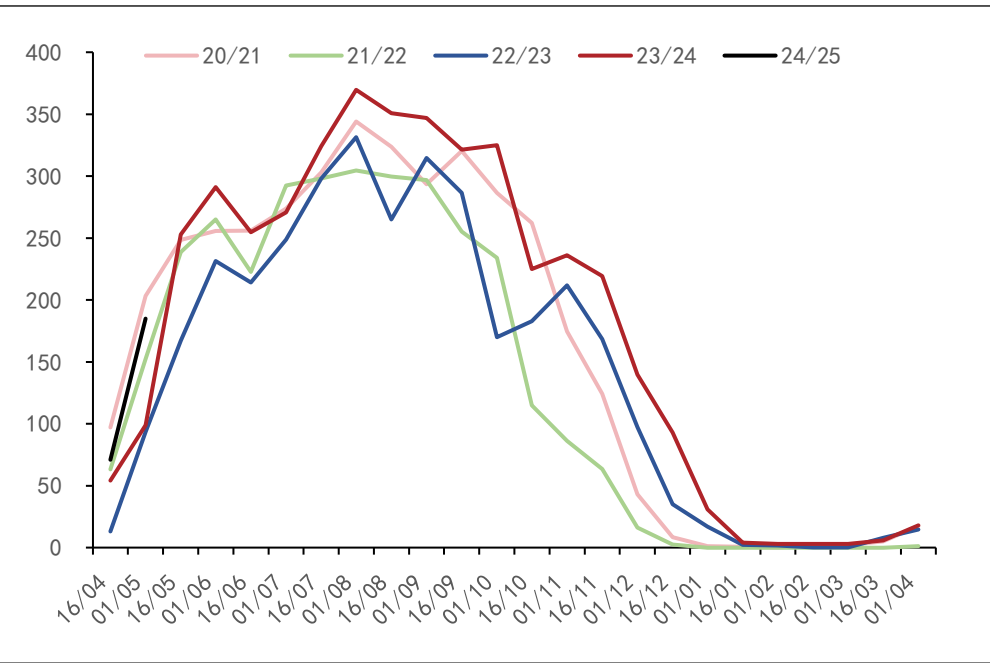


资料来源：ISMA、五矿期货研究中心

一方面印度政府提高2024/25榨季甘蔗最低收购价，从2023/24榨季的3150卢比/吨上调至3400卢比/吨，创下历史新高，进一步增强农民种植甘蔗的积极性。另一方面由于今年年初天气干旱影响甘蔗播种，导致印度马邦和卡邦的甘蔗种植面积有一定程度下降；叠加印度继续推行乙醇E20目标，预计下榨季将增加甘蔗乙醇产量，从而将减少食糖产量，使得目前市场对于印度新榨季产量预估存在不确定性。就目前而言市场预估印度2024/25榨季产糖量持平或略低于2023/24榨季。

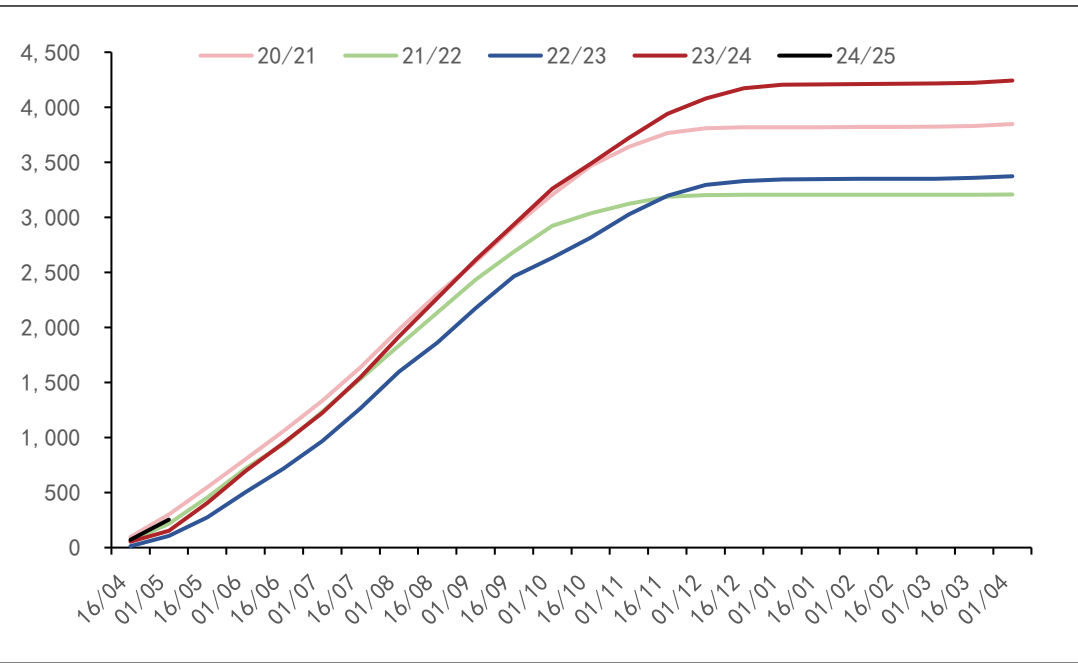
巴西：2024/25年度生产初期产量同比大增

图13：巴西双周产糖量(万吨)



资料来源：UNICA、五矿期货研究中心

图14：巴西累计产糖量(万吨)

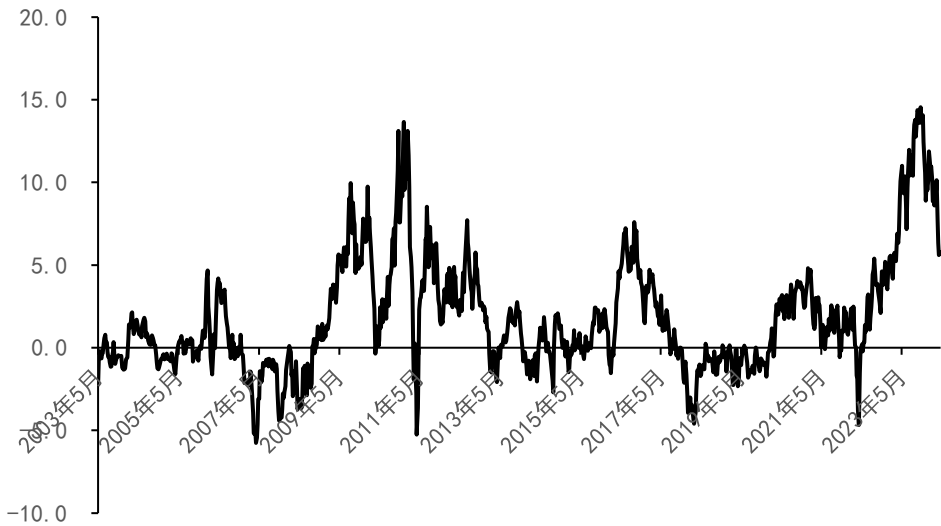


资料来源：UNICA、五矿期货研究中心

据UNICA最新数据显示，2024/25榨季截至4月下半月，巴西中南部地区累计入榨量为5061.2万吨，较去年同期的3529.1万吨增加了1532.1万吨，同比增幅达43.41%；甘蔗ATR为112.96kg/吨，较去年同期的110.71kg/吨增加了2.25kg/吨；累计制糖比为46.96%，较去年同期的41.42%增加了5.54%；累计产乙醇23.6亿升，较去年同期的17.82亿升增加了5.78亿升，同比增幅达32.42%；累计产糖量为255.8万吨，较去年同期的154.2万吨增加了101.6万吨，同比增幅达65.91%。

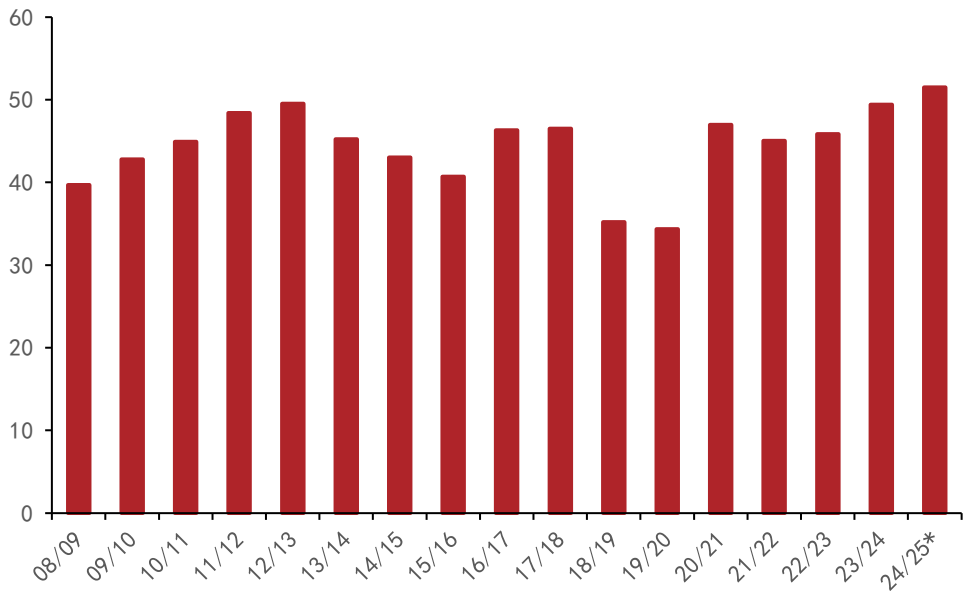
2024/25年度巴西甘蔗制糖比例有望突破历史新高

图15：巴西生产原糖较含水乙醇优势(美分/磅)



资料来源：ESALQ、五矿期货研究中心

图16：巴西中南部甘蔗制糖比例 (%)

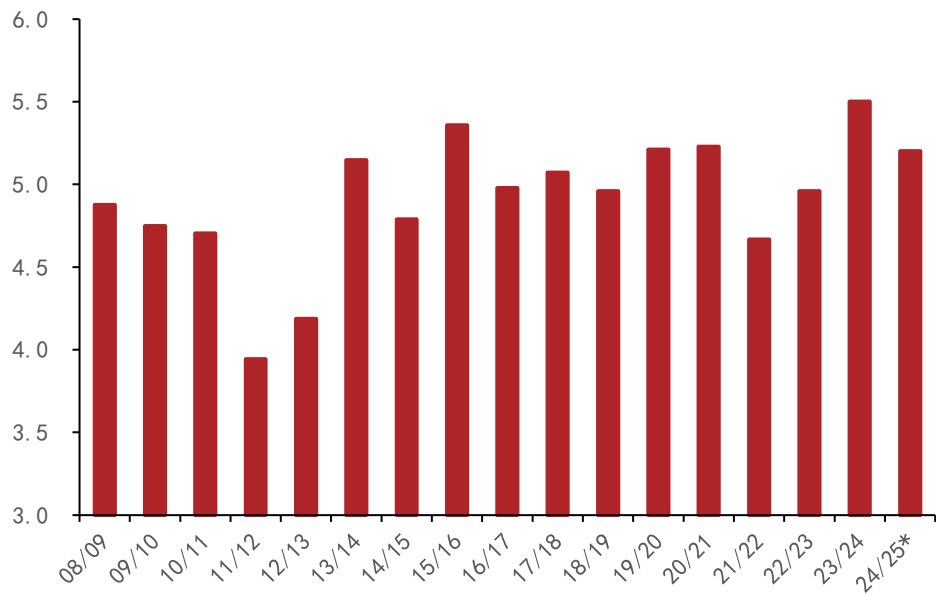


资料来源：UNICA、五矿期货研究中心

当前原糖价格较巴西含水乙醇价格升水约4.61美分/磅，较最高位置回落将近10美分/磅，但原糖生产利润优势依然明显。另一方面由于巴西甘蔗加工厂工艺改进，预计2024/25年度巴西中南部甘蔗制糖比例有望突破此前49.5%的物理限制，或达到51.5%以上。

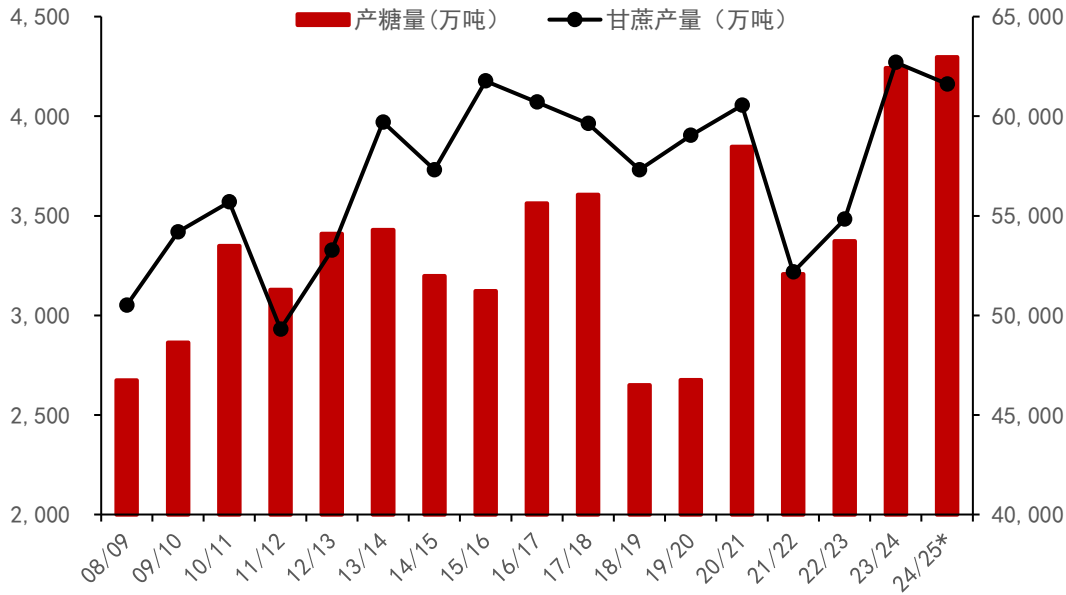
2024/25年度巴西产量或继续创新高

图17: 巴西中南部甘蔗单产(吨/亩)



资料来源: UNICA、五矿期货研究中心

图18: 巴西中南部甘蔗和食糖产量(万吨)

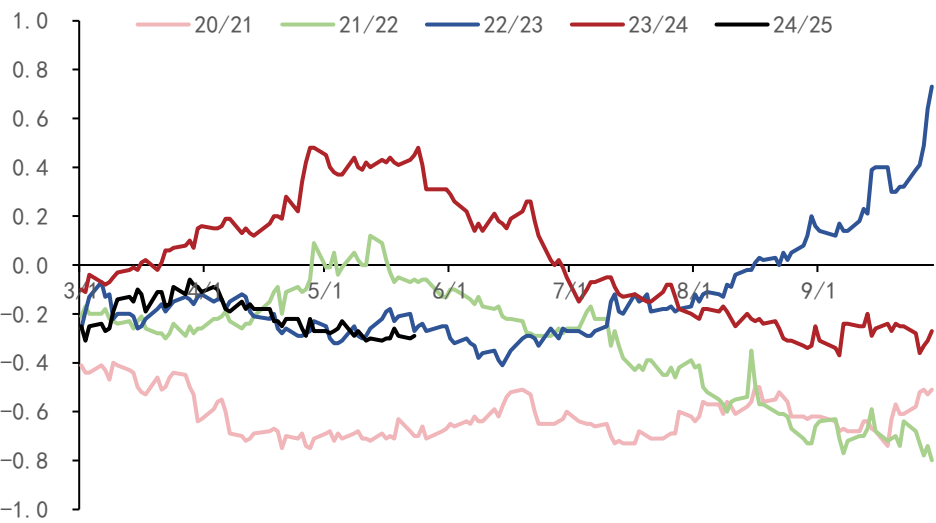


资料来源: UNICA、五矿期货研究中心

2023/24年度巴西中南部糖产量达到了创记录的4242万吨,一方面得益于天气条件良好,甘蔗单产创历史记录;另一方面甘蔗制糖比例达到49%左右的历史高位。展望2024/25年度,预计甘蔗单产或小幅下降,但甘蔗制糖比例有望突破此前49.5%的物理限制,或达到51.5%以上,巴西中南部食糖产量或继续创新高。

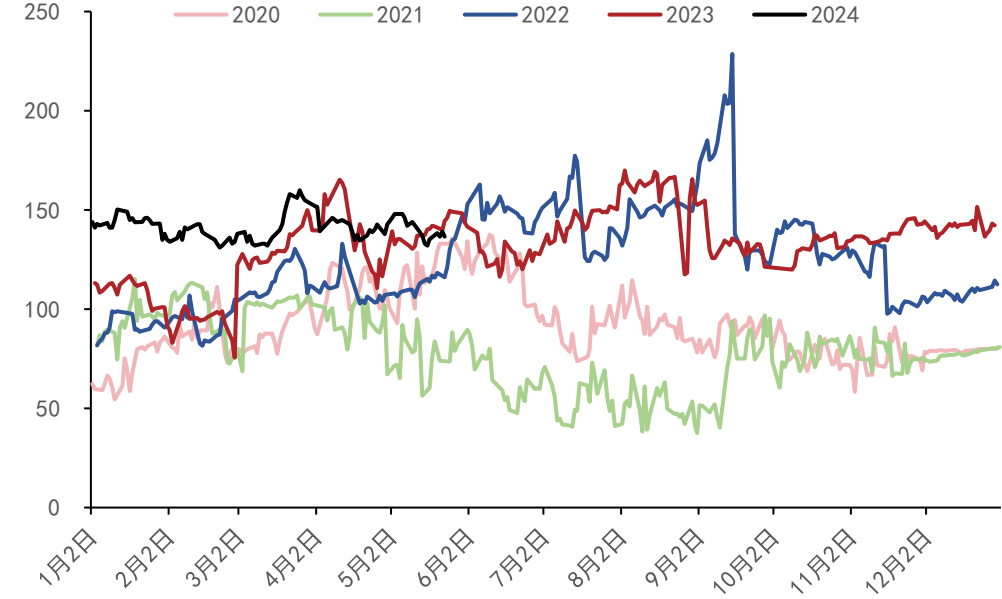
贸易流：原糖月差大幅走弱，原白价差维持高位

图19：原糖7月-10月合约价差（美分/磅）



资料来源：美国ICE交易所、五矿期货研究中心

图20：原白糖价差（美元/吨）

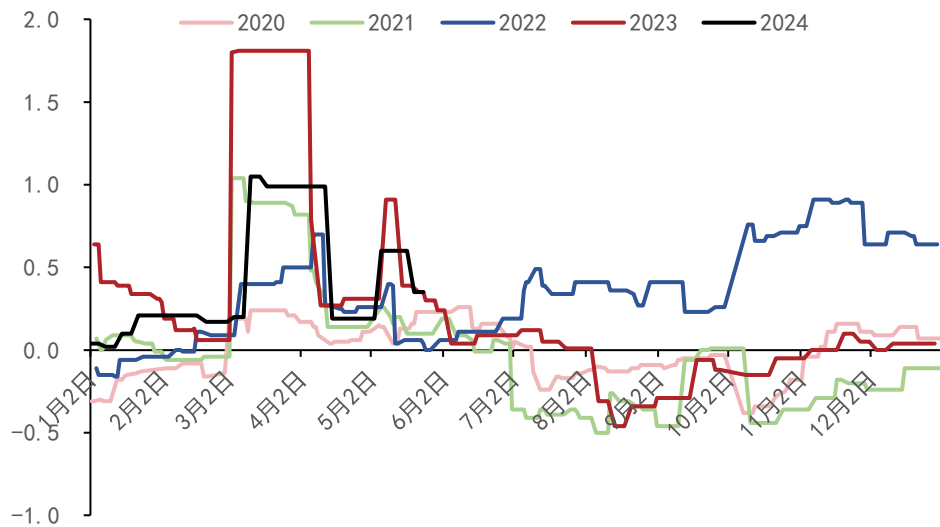


资料来源：美国ICE交易所、五矿期货研究中心

- 1、从价差结构来看，目前原糖7月-10月合约价差较上年度同期大幅下滑，且从本年度以来原糖7月-10月合约价差持续走弱，这意味着市场对原糖价格预期越来越弱。
- 2、原白糖价差是原糖和白糖价格之间的差异，代表了炼糖厂通过购买原糖加工后卖出白糖可以产生的回报。当前原白糖价差维持在历史高位，表示原糖加工利润高企，原糖贸易流紧张。

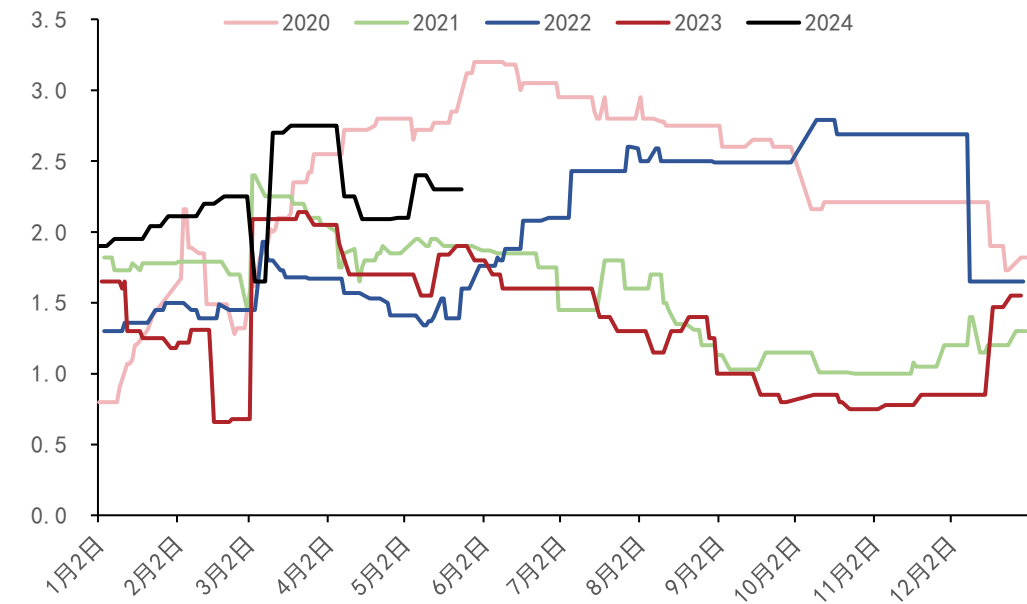
贸易流：原糖现货维持高升水，但逐步走弱

图21：巴西原糖升贴水（美分/磅）



资料来源：沐甜科技、五矿期货研究中心

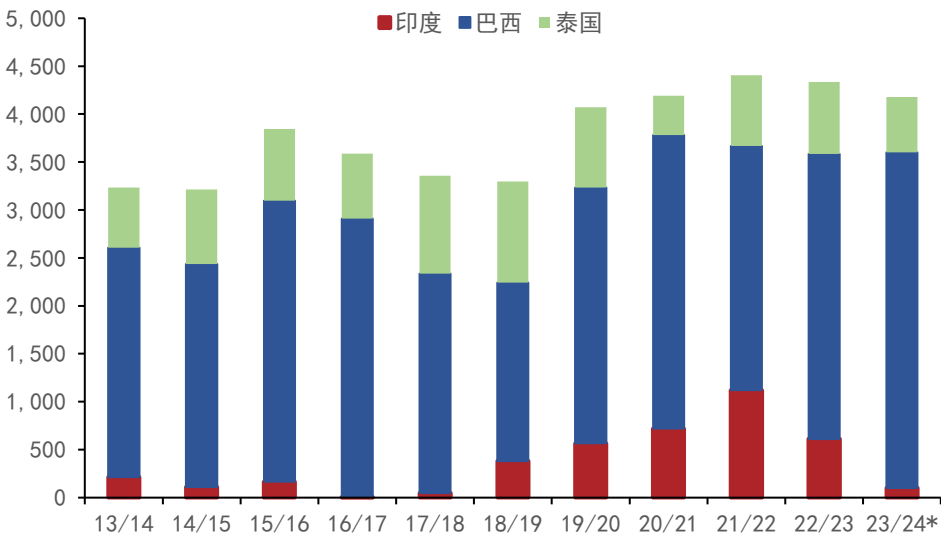
图22：泰国原糖升贴水（美分/磅）



资料来源：沐甜科技、五矿期货研究中心

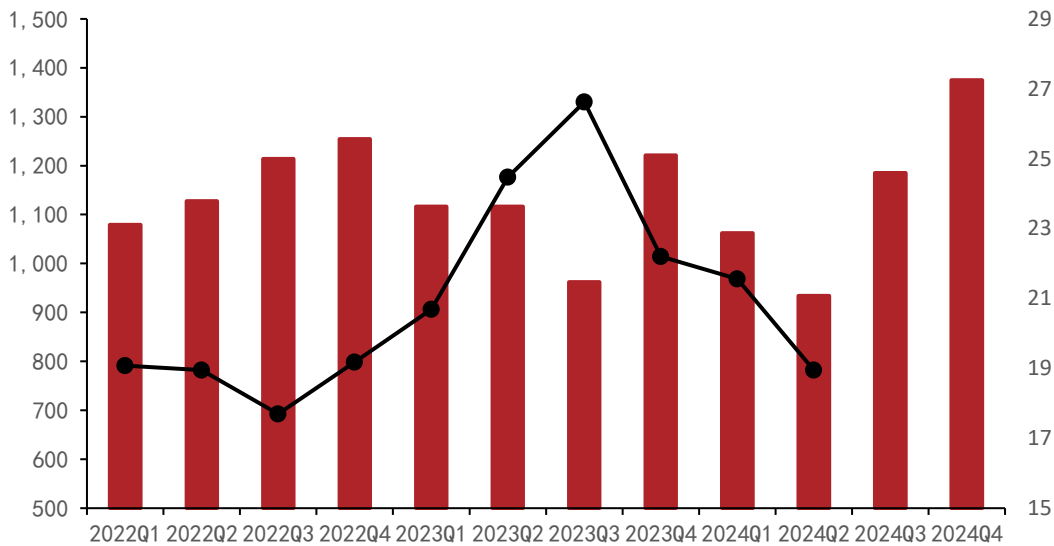
- 1、巴西原糖升贴水走弱反映出巴西2024/25年度榨季生产初期数据强劲。
- 2、泰国原糖升贴水高于上年度同期，反映出泰国本年度减产。
- 3、总体而言当前巴西和泰国原糖升贴水仍处于高位，但较前期走弱，意味着当下原糖贸易流紧张，但未来逐步宽松。

图23：巴西、泰国、印度年度出口量(万吨)



资料来源：五矿期货研究中心

图24：巴西、泰国、印度季度出口量和原糖价格走势（万吨、美分/磅）

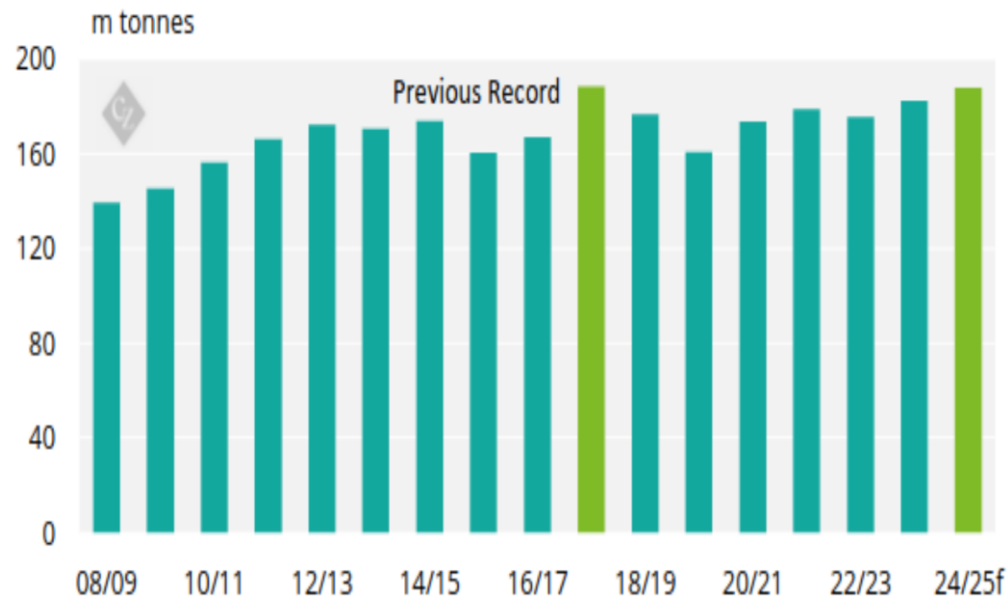


资料来源：五矿期货研究中心

- 1、由于本年度印度限制出口（今年下半年有可能解除限制，小量出口），以及泰国食糖产量减产，今年一至二季度贸易流依然偏紧。若巴西2024/25年度能兑现高产量的预期，则贸易流紧张的局面有望在今年三季度缓解，在四季度宽松。
- 2、由于本年度全球出口供应主要依赖巴西，且目前巴西维持高产量的预期非常强，一旦未来巴西产量出问题，将可能出现非常大的预期差。
- 3、目前市场认为在本年度印度实现大量出口的可能性不高，但随着印度本年度减产不及预期，未来也不排除放开出口的可能性。
- 4、下半年贸易流的关键点在于印度出口政策是否变动以及巴西产量。

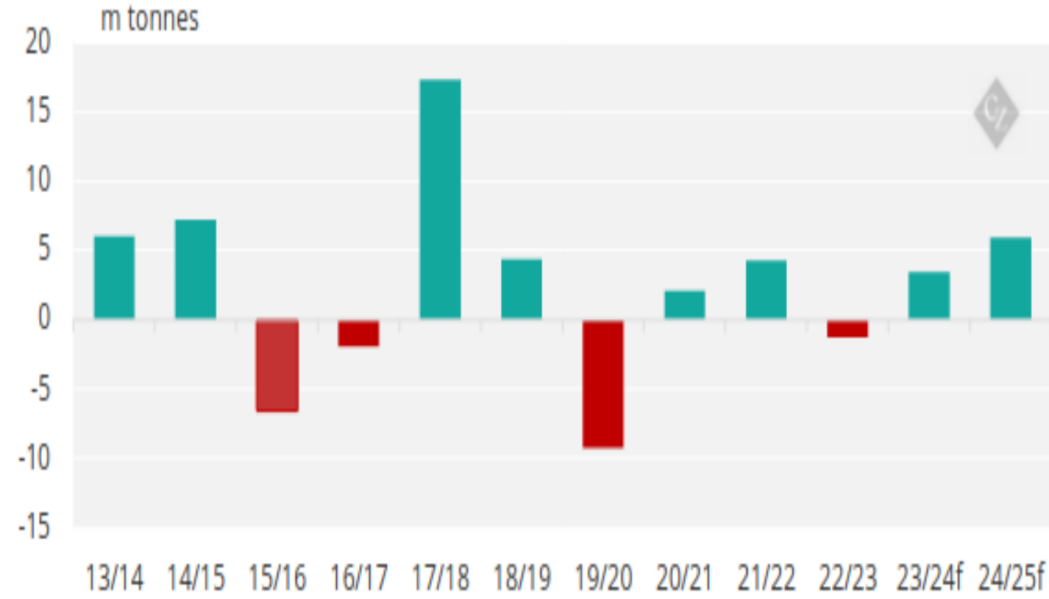
国际市场结论:24/25年度全球供应延续过剩

图25：全球食糖年度产量（百万吨）



资料来源：CZAPP、五矿期货研究中心

图26：全球食糖供需缺口（百万吨）



资料来源：CZAPP、五矿期货研究中心

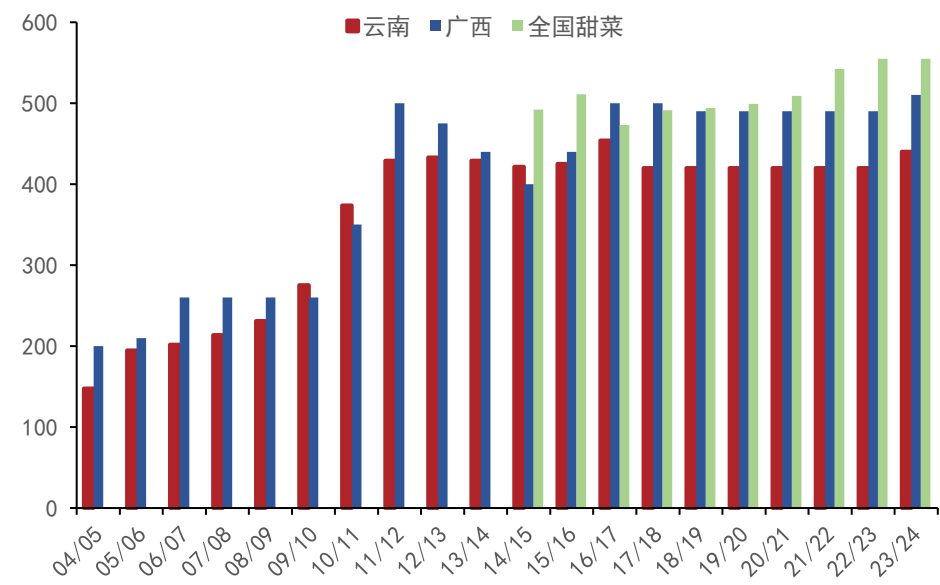
- 1、从主要产糖国预估来看，2024/25年度泰国、中国将大幅增产；巴西产量略增继续创下历史新高；印度产量存在不确定性。总体而言全球食糖产量将增至1.885亿吨，为历史上第二高产量，仅次于2017/18年度，全球供应过剩量将进一步扩大至500万吨以上，但由于全球消费量的增加，2024/25年度不会再次出现类似于2017/18年度的巨额过剩，未来国际糖价重心或逐步下移。
- 2、本年度全球出口供应主要依赖巴西，且目前巴西维持高产量的预期非常强，一旦未来巴西产量出问题，将可能出现非常大的预期差。另一方面当前市场认为在本年度印度实现大量出口的可能性不高，但随着印度本年度减产不及预期，未来也不排除放开出口的可能性，因此下半年国际糖价走势可能会有反复。

04

国内市场展望

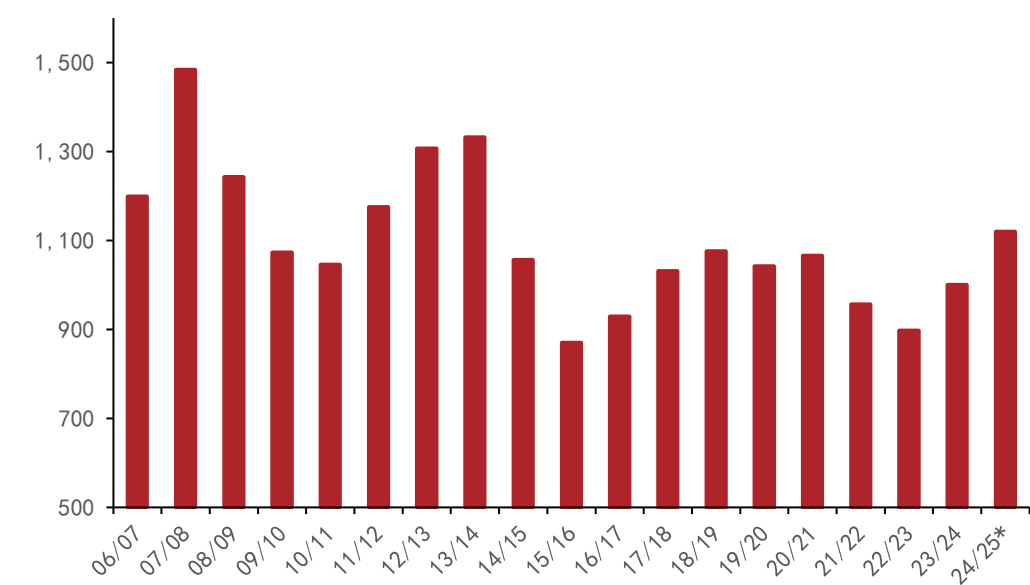
供应：预期2024/25年度国内产量或有较大幅度提高

图27：广西、云南甘蔗和全国甜菜收购价(元/吨)



资料来源：中国糖业协会、五矿期货研究中心

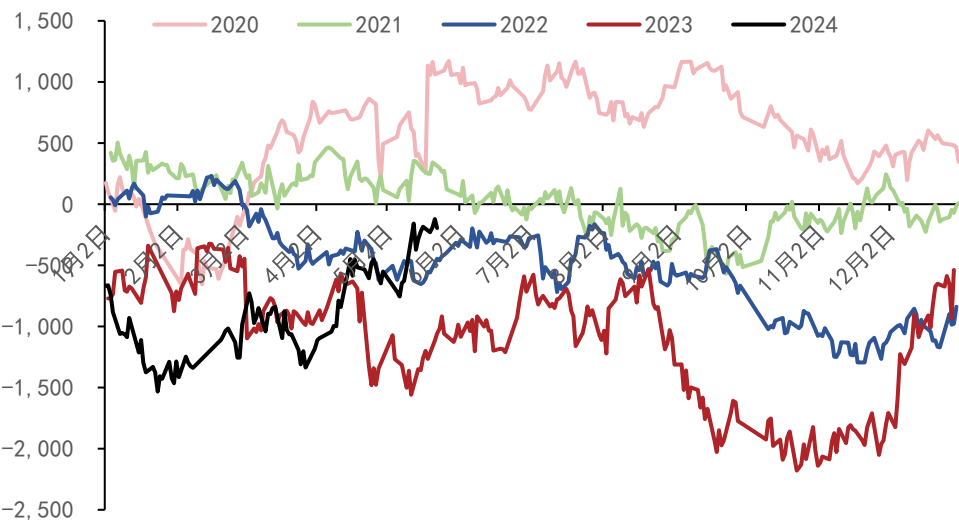
图28：国内年度食糖产量（万吨）



资料来源：中国糖业协会、五矿期货研究中心

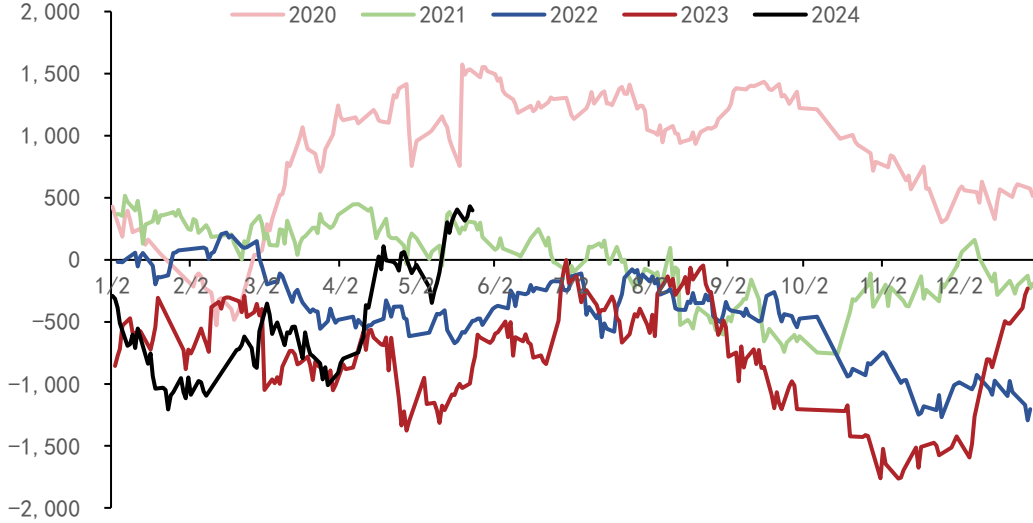
- 1、本年度广西甘蔗基准收购价上调20元/吨至510元/吨。另一方面玉米、木薯、桉树、果树等竞争作物收益下降，企业有给农民发放果树改种甘蔗的种植补贴，以及广西今年增加补贴强制引导农民减少桉树种植改为种植甘蔗，预计种植面积或有较大幅度提高。
- 2、本年度云南甘蔗基准收购价上调20元/吨至440元/吨，加之上榨季云南兑付了二次结算甘蔗款，农户有较强的扩种意愿。
- 3、本年度新疆甜菜收购价格与去年基本持平，但由于玉米价格有所下降，甜菜比价效益提升，预计新榨季新疆甜菜种植面积略增。内蒙古甜菜收购价格维持不变。同样由于今年玉米、马铃薯等农产品的价格较低，预计甜菜种植面积仍将较大幅度增加，有望接近历史最高水平。
- 4、在全国糖料种植面积增加，以及上半年主产区气象条件良好的背景下，粗略预计下年度全国食糖增产约10%-11%，至1100-1150万吨。

图29：配额外较盘面进口加工利润（元/吨）



资料来源：五矿期货研究中心

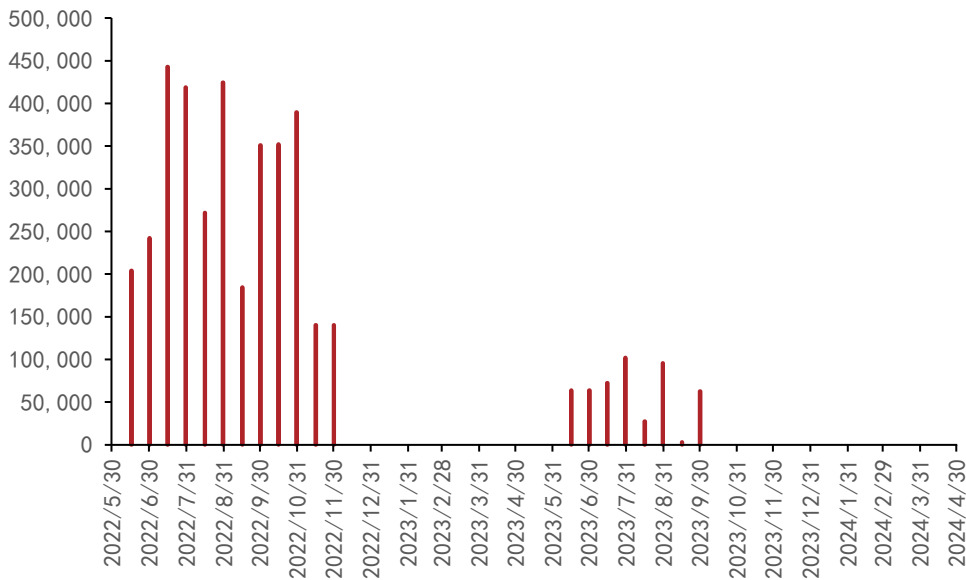
图30：配额外较现货进口加工利润（元/吨）



资料来源：五矿期货研究中心

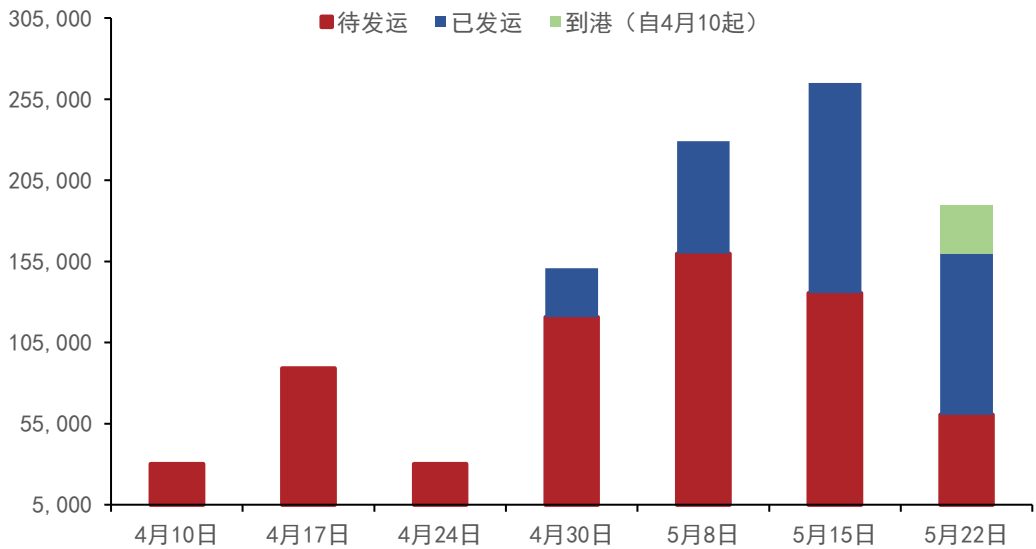
去年四季度，我国配额外进口成本较盘面价格倒挂一度超过2000元/吨，较加工糖现货价格倒挂1500元/吨。但随着原糖价格下跌，内外价差明显收窄，目前配额外进口成本较盘面价格仅倒挂约200元/吨，现货进口加工利润约400元/吨，配额外进口窗口重新打开。

图31：商务部预报下个月配额外原糖到港量（吨）



资料来源：商务部、五矿期货研究中心

图32：巴西食糖发运至中国（万吨）

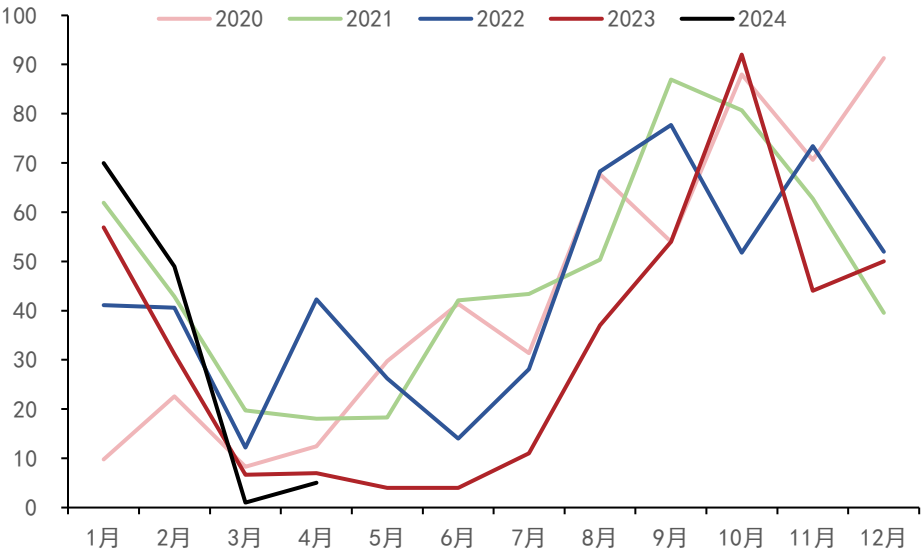


资料来源：WILLIAMS、五矿期货研究中心

从去年四季度以来，配额外几乎没有预报进口。但随着今年4月中旬内外价差大幅收窄，国内加工糖厂开始买船，预计今年三季度或迎来集中到港。

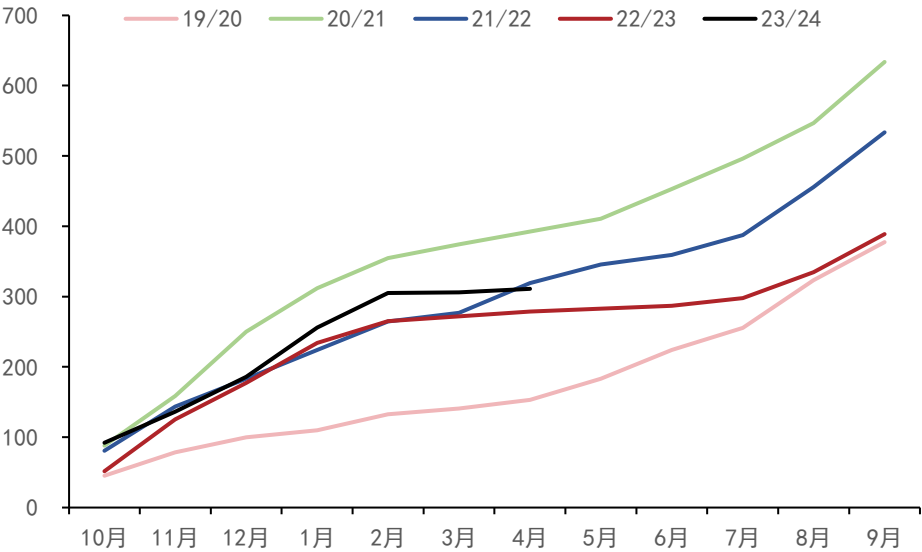
供应：预计2024/25年度进口量或达到400万吨以上

图33：我国月度食糖进口量（万吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

图34：我国年度食糖进口量（万吨）

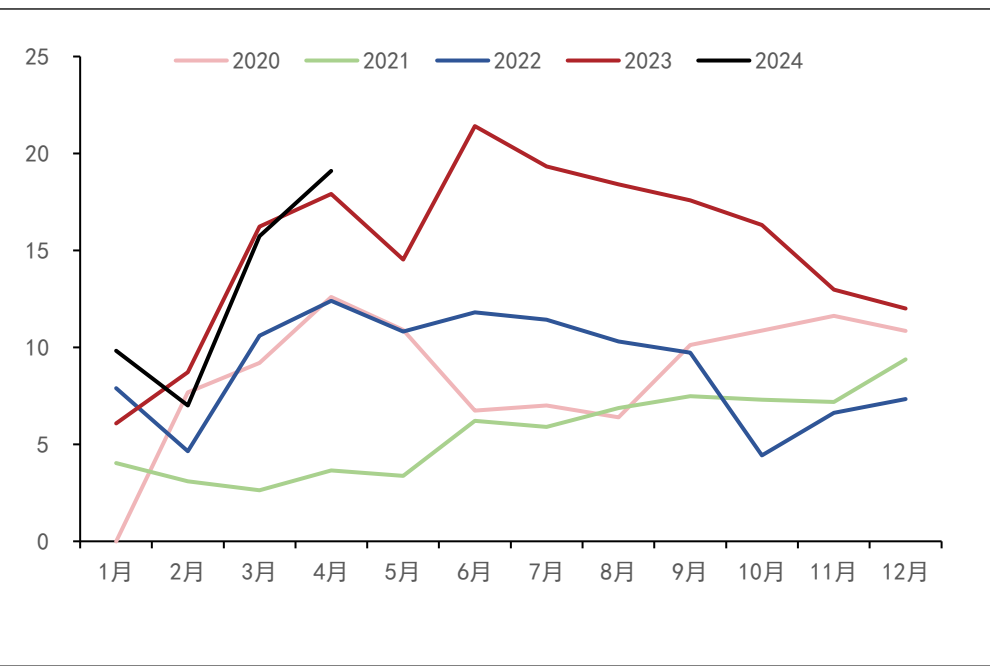


资料来源：商务部、五矿期货研究中心

据海关总署统计数据显示，2023/24年度截至4月底我国进口食糖311.31万吨，同比增加32万吨，增幅11.46%。按照目前进口增速粗略推算，2023/24年度我国食糖进口量接近430万吨，同比增加40万吨。

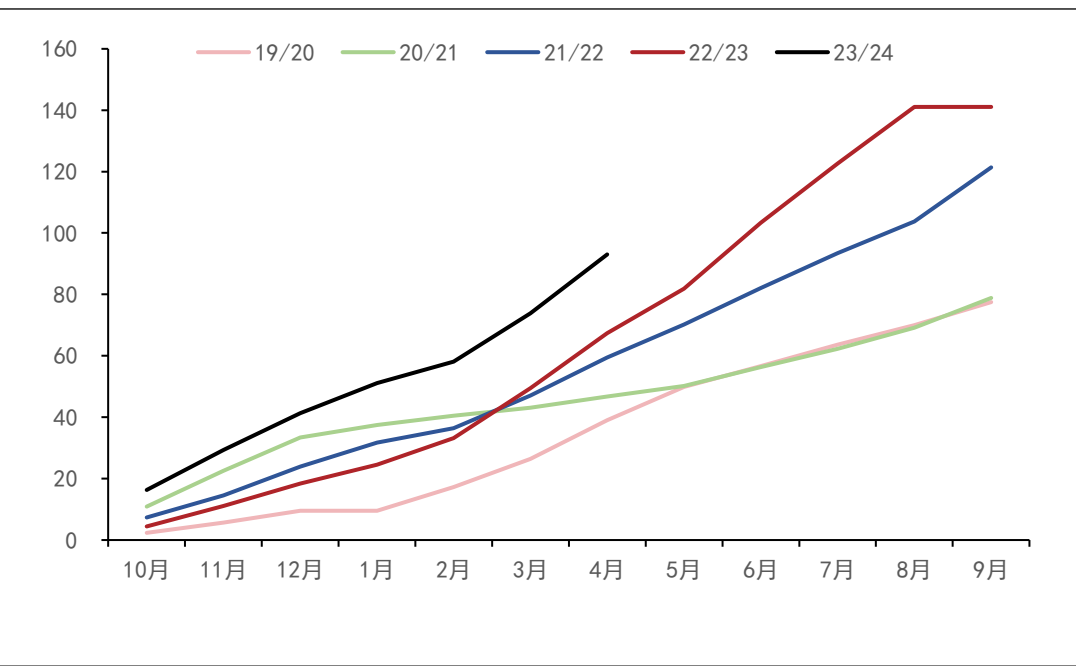
供应：糖浆和预拌粉进口政策存在不确定性

图35：我国糖浆+预拌粉月度进口量（万吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

图36：我国糖浆+预拌粉年度进口量（万吨）

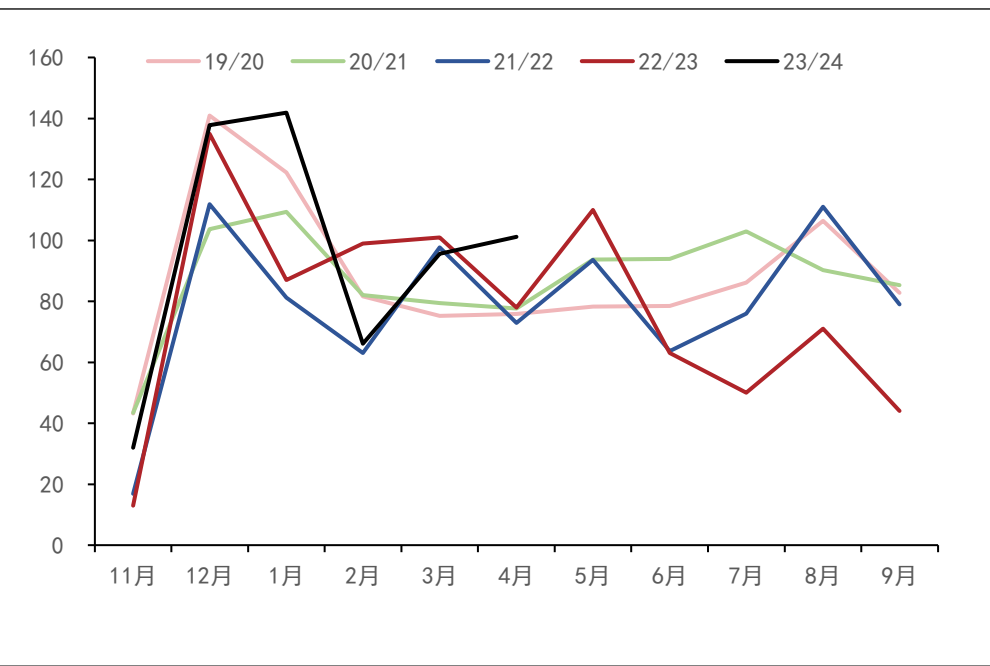


资料来源：海关、五矿期货研究中心

- 1、据海关总署统计数据显示，2023/24年度截至4月底我国进口进口糖浆和预混粉93.2万吨，同比增加25.84万吨，增幅38.36%。若后期保持本榨季以来增速的话，预计本榨季糖浆和预混粉进口达195万吨。
- 2、今年公告的2024年第44号文（关于调整海关特殊监管区域和区外加工贸易食糖管理措施的公告），以及财关税(2024)7号文《关于边民互市贸易进出口商品不予免税清单的通知》。告旨在严控国内保税区加工糖浆和预混粉，以及限制边贸进口加工糖浆和预混粉，但暂未涉及原产地加工后直接进口的糖浆与预混粉。亦不排除下半年继续出台限制政策，糖浆和预拌粉进口存在不确定性。

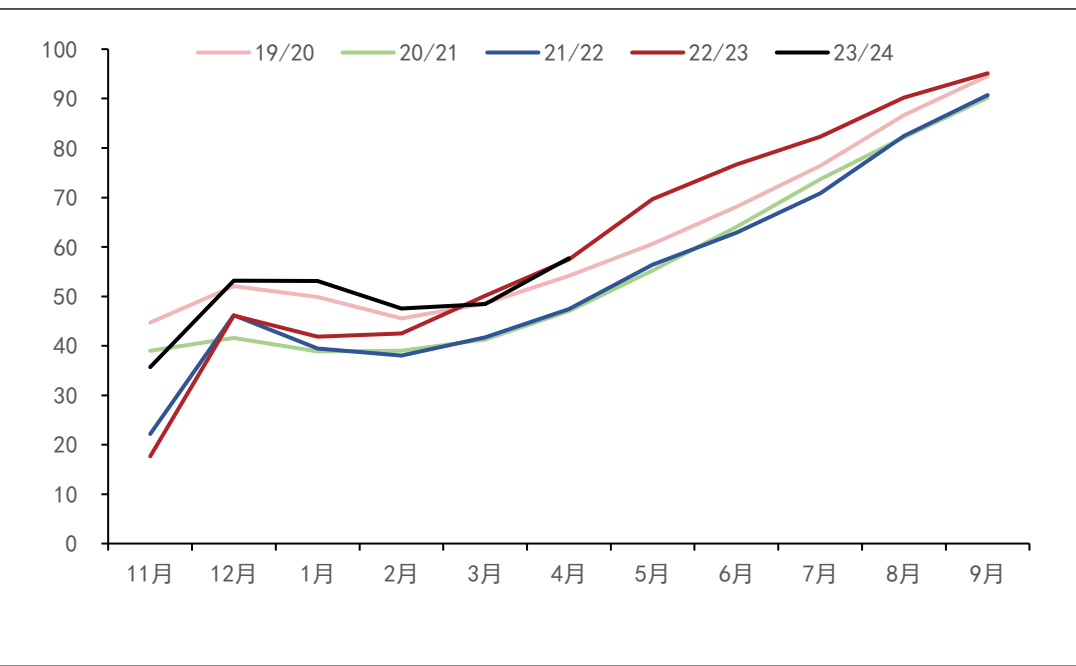
需求：当前产销进度和上年度同期接近

图37：国产糖单月销量(万吨)



资料来源：中国糖业协会、五矿期货研究中心

图38：全国累计销糖率(%)

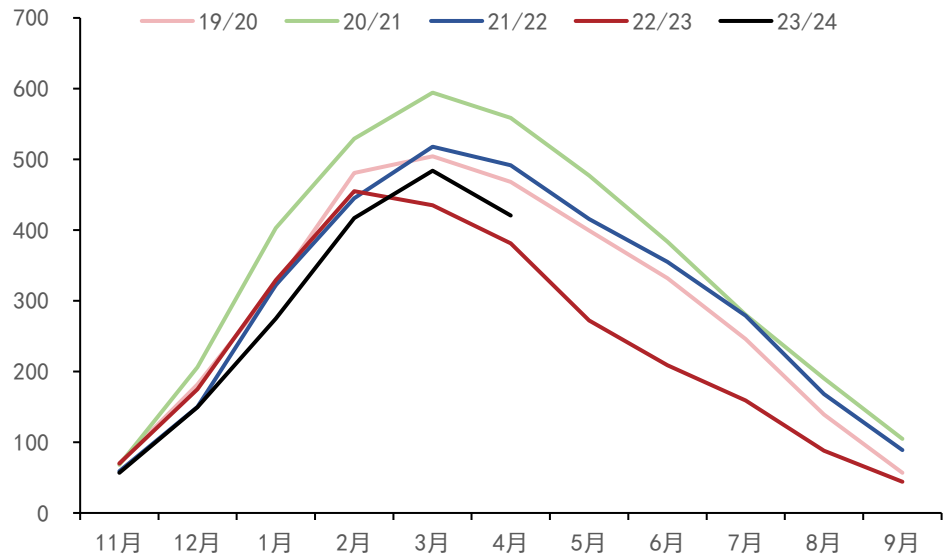


资料来源：中国糖业协会、五矿期货研究中心

据中国糖业协会统计数据显示，截止4月底全国累计销售食糖574.65万吨，同比增加59.82万吨，增幅11.62%；累计销糖率57.73%，同比加快0.29个百分点。

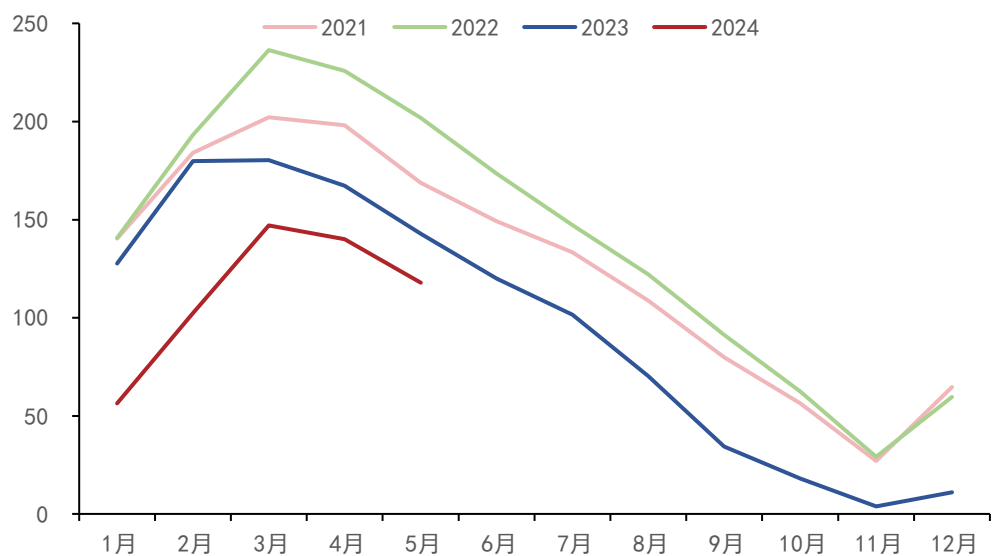
库存：当前库存同比偏高，但仍处于历史较低水平

图39：全国食糖工业库存(万吨)



资料来源：中国糖业协会、五矿期货研究中心

图40：广西第三方库存(万吨)

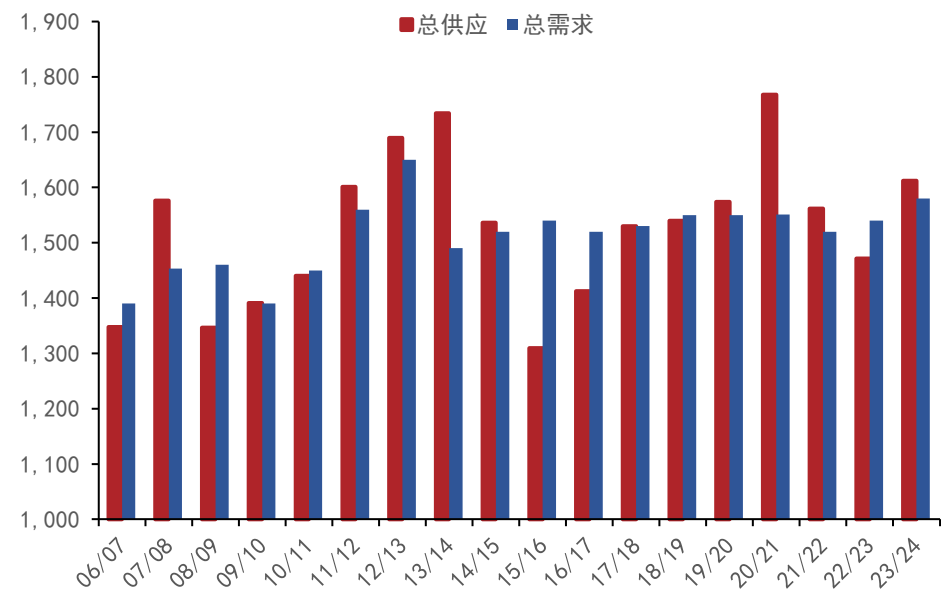


资料来源：中国糖业协会、五矿期货研究中心

- 1、据中国糖业协会统计数据显示，截止4月底全国食糖工业库存420.74万吨，同比增加39.27万吨。
- 2、根据泛糖科技智慧储运平台数据，截至5月20日，广西食糖第三方仓库库存数量约为120万吨，较去年同期减少约30万吨。
- 3、工业库存低，而第三方库存高，意味着库存可能集中在上游糖厂。

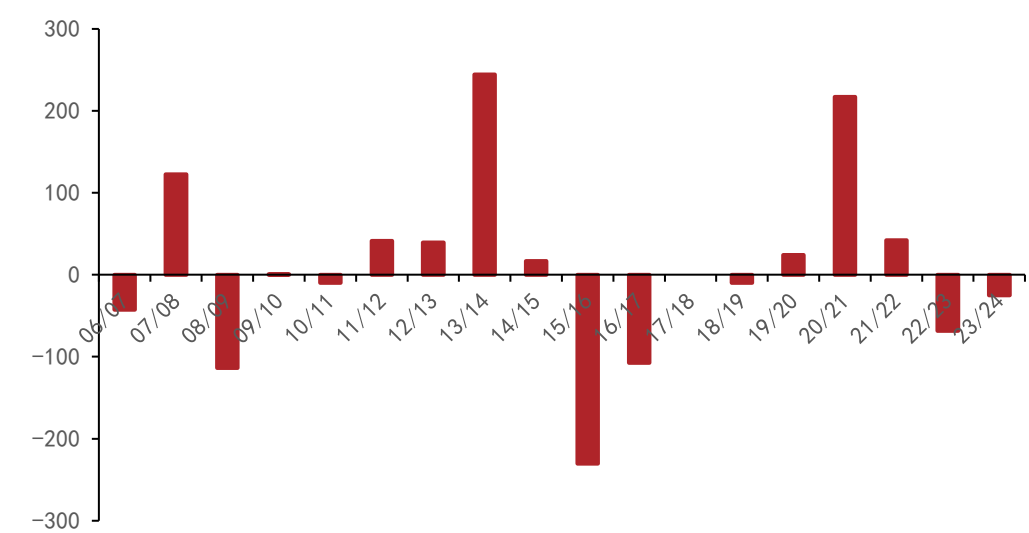
国内结论：糖价长周期或进入下行趋势

图41：全国食糖总供应和总需求(万吨)



资料来源：中国糖业协会、五矿期货研究中心

图42：全国食糖年度供需缺口/过剩(万吨)



资料来源：中国糖业协会、五矿期货研究中心

全球主要产糖国下年度增产的预期强化，原糖价格持续承压。近期内外价差大幅收窄，配额外进口窗口重启。本榨季以来进口食糖、糖浆和预拌粉增速明显，叠加国内库存转为同比增加，基本面转弱。长周期来看糖价或处于下行趋势，但短周期可能会受到市场一致性预期、国内强商品周期以及糖浆限制政策影响，糖价走势反复摇摆。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博