

CIFCO

农产品 白糖

策略研究·年报

中国国际期货·研发产品系列 2023 年 12 月 29 日 星期五

高处不胜寒 静待周期切换

内容摘要：

国内糖市方面，在经历了 2 个榨季的食糖减产后，2023/24 榨季国内将恢复增产至 1000 万吨，其中以广西产区的恢复幅度最为突出。我们对本榨季食糖消费持谨慎乐观态度，预期国内食糖消费将小幅增长至 1570 万吨。国内食糖面临的供应缺口需通过进口糖、进口糖浆、国储糖等多种糖源来进行补充。进口糖方面，明年一季度国内食糖相对充裕，配额外进口需求不高，下半年随着库存逐渐消化，消费旺季来临，需要进口糖补充国内市场，内外盘价差存在修复需求。预计 2023/24 榨季进口量将增长至 400 万吨；糖浆及预拌粉方面，进口量在 2023/24 榨季将继续放量，但泰国减产将制约其增长速度；国储糖方面，食糖价格在 7000 元/吨以上存在明显的政策顶，中央储备糖有望在明年适当增加投放，抛储措施将继续灵活调节市场；总体而言，2023/24 榨季国内食糖供需略宽松，预计郑糖运行重心将小幅下移。预估郑糖主力合约全年的运行区间为 5800-7000 元/吨。

中期研究院

www.cifco.net

农产品研究团队

欧阳玉萍

投资咨询号：Z0002627



目 录

一、2023 年白糖行情回顾	3
二、2023/24 榨季全球食糖供应短缺量下调	4
2.1 巴西 2023/24 年度糖产量将创纪录	4
2.2 印度 2023/24 年度食糖减产 出口禁令引发担忧	6
2.3 泰国干旱导致食糖减产 出口或受到限制	7
三、2023/24 榨季国内食糖有望恢复性增产	10
3.1 2022/23 榨季食糖结转库存处于近年低位	10
3.2 2023/24 榨季广西食糖增产预计超 70 万吨	12
3.3 2023/24 榨季制糖成本将继续提高	15
四、2023/24 榨季国内食糖消费有望小幅增长	16
4.1 2022/23 榨季食糖消费不及预期	16
4.2 淀粉糖替代空间有限	18
五、2023/24 榨季进口利润有待修复	19
5.1 内外价差严重倒挂 2022/23 榨季进口量大幅下滑	19
5.2 糖浆三项进口量增长明显	21
六、2024 年郑糖行情展望	22



一、2023 年白糖行情回顾

图1-1：2023年郑糖行情回顾



资料来源:文华财经、中期研究院

2023 年郑糖整体价格重心较 2022 年上移。主力合约价格最高达到 7202 元/吨，最低至 6105 元/吨，波动幅度 1097 元/吨。2023 年郑糖走势可分为三个阶段：

第一阶段：强势反弹（1-5 月下旬）。1-5 月下旬，郑糖表现抢眼，走出一波强势反弹行情，郑糖主力合约价格在突破 7000 元/吨关口压制后，以 7202 元/吨创下 2016 年末以来的新高。推动郑糖冲高的动能来自两方面：一方面，印度减产消息持续发酵，原本计划第二批出口的 400 万吨配额被取消。印度可能从食糖净出口国转变为净进口国，全球糖市供应紧张的局面有所加剧。另一方面，国内糖市面临第二年减产的局面，



以广西为主的产区减产幅度超出市场预期。同时受配额外进口利润倒挂的影响，食糖进口量较低也引发了对国内供给不足的担忧。

第二阶段：区间整理（5 月下旬-11 月上旬）。随着亚洲主产国的压榨生产结束，市场关注焦点转向巴西。自 5 月开始，良好天气有利于巴西糖厂加快压榨进度，叠加糖厂在高糖醇价差影响下最大化产糖，巴西食糖增产预期强烈，这加大了国际糖价的上行压力。但厄尔尼诺现象引发的北半球潜在减产预期也为糖价提供了支撑。在多空因素博弈之下，国内外糖市陷入了高位震荡阶段。政策方面，9 月随着中秋、国庆备货旺季的结束，工业库存得到进一步的消化，广西食糖库存处于低位水平。为抑制糖价上涨，国家在 9 月 27 日将储备糖轮出，但投放量低于预期，并未在市场掀起大的波澜。

第二阶段：破位下行（11 月中旬-12 月）。巴西中南部食糖生产后期形势依旧强劲，叠加库存高企一定程度缓解了未来几个月全球贸易量紧张的预期，国际糖价在 11 月下旬快速下挫，12 月中旬后印度传出禁止用甘蔗汁/糖浆产乙醇的消息，进一步打压国际糖价至 20 美分关口附近。国际糖价暴跌对郑糖走势构成拖累，同时新榨季广西、云南食糖生产提速，带动新糖上市量不断增加，也令郑糖主力合约最低下跌至 6100 元/吨附近。

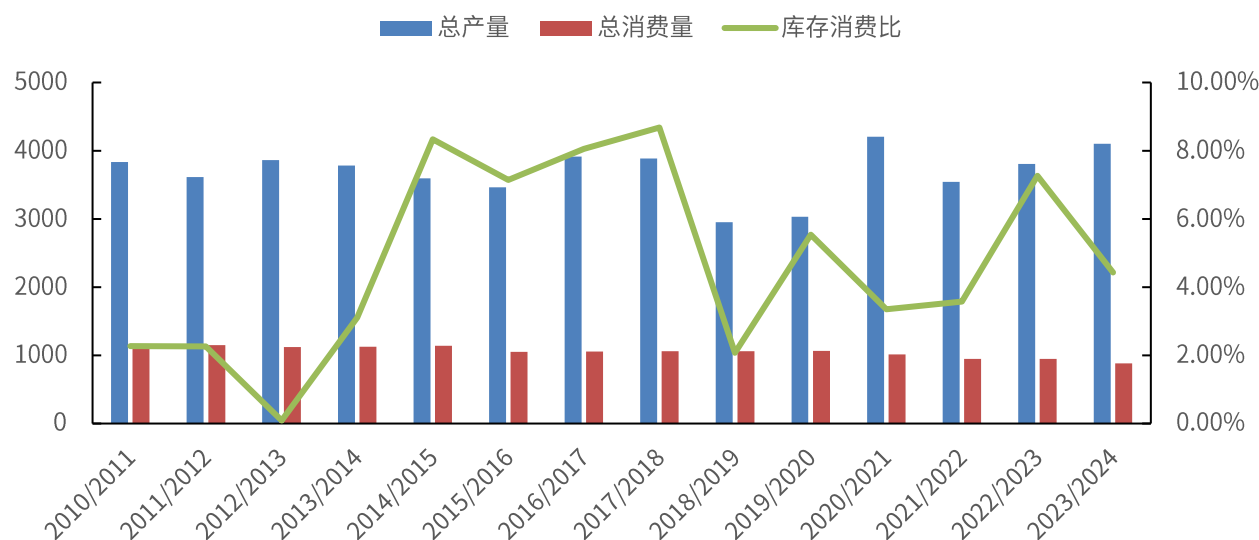
二、2023/24 榨季全球食糖供应短缺量下调

2.1 巴西 2023/24 年度糖产量将创纪录



图2-1：巴西食糖供需平衡情况

(万吨、%)



资料来源：美国农业部，中期研究院

由于甘蔗生长期天气整体良好，甘蔗实现增产，且制糖比在巨大的糖醇价差下不断提升，2023/24 榨季巴西中南部食糖生产强劲，预计 2023/24 年度巴西食糖产量将大幅增长，超出市场预期。巴西国家商品供应公司 (Conab) 预计巴西 2023/24 年度甘蔗种植面积为 835 万公顷，高于 11 月预估的 829 万公顷。预计巴西 2023/24 年度甘蔗产量以 6.776 亿吨创下纪录高位，较前一年增长 10.9%，高于 8 月估计的 6.529 亿吨。中南部地区甘蔗产量预计为 6.1408 亿吨，较去年增加 11.6%。在天气有利和单产增加的推动下，作物产量增加将导致巴西糖产量年增长率达到 27.4%，至创纪录的 4688 万吨。中南部地区糖产量预计为 4322.17 万吨，同比增加 28.9%。考虑到甘蔗和玉米制造的生物燃料，巴西本年度的乙醇总产量料为 340.5 亿升，较 2022/23 年度增长 9.9%，高于 8 月预测的 338.3 亿升。其中，甘蔗制成的乙醇产量预计为 279.9 亿公升，前一次预估值为 277.2 亿公升。



从生产进度来看，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%。2024 年制糖收益仍将远高于乙醇，糖厂仍将选择大化生产食糖，预计 2024/25 制糖比仍处于高位，有望上升至 51% 以上。

虽然巴西出口量预计将明显增长，但前期降雨导致装运延迟，阶段性堵港对贸易流动性有一定影响。目前巴西原糖待装运量较前期有所，截至 12 月 6 日当周，港口等待装运的食糖数量为 465.98 万吨，此前一周为 537.07 万吨。考虑到榨季后期糖厂延长压榨及库存较高，巴西在明年一季度出口量将同比增加 200 多万吨，4-5 月仍有部分糖供应国际市场。

2.2 印度 2023/24 年度食糖减产 出口禁令引发担忧

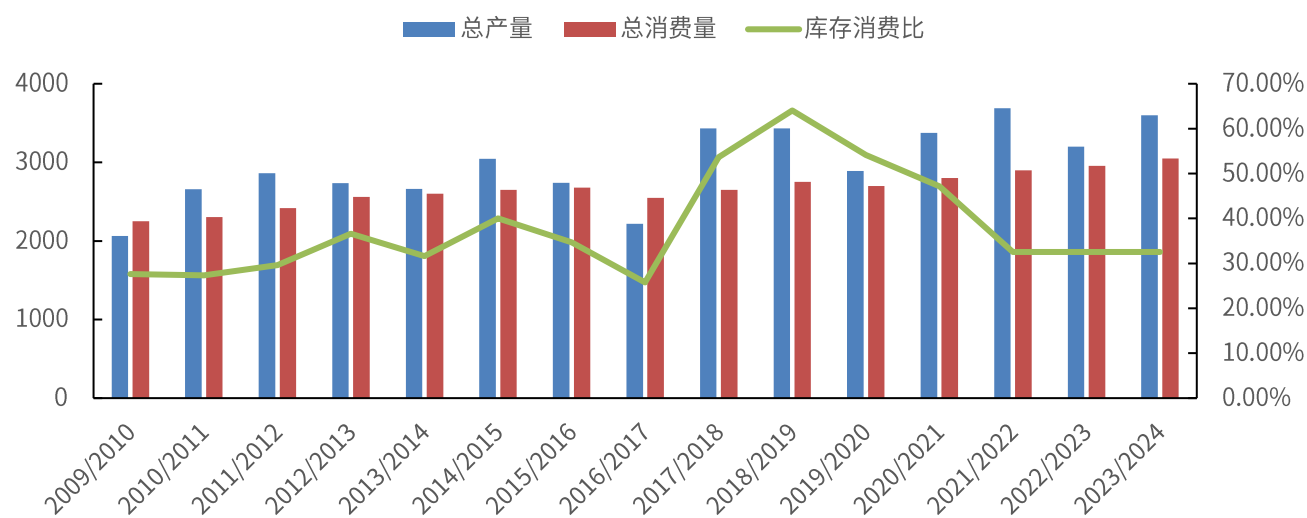
2022/23 年度，印度生产食糖 3660 万吨(包括乙醇分流量)，市场预估用于乙醇生产的食糖量为 500 万吨，最终糖产量 3160 万吨。步入 2023/24 年度，在厄尔尼诺的冲击下，印度遭遇了百年不遇的干旱，降雨不足使得甘蔗生长受到严重影响，预计印度 2023-24 年度甘蔗及总糖量将继续减少。但印度政府限制乙醇生产用糖，将使得糖产量超过此前预期。印度政府 12 月 7 日宣布在 23/24 榨季禁止用甘蔗汁和糖浆制造乙醇，以保证该国食糖的供应。基于此，印度食品部预计今年印度甘蔗产量为 4.348 亿吨，去年产量为 4.942 亿吨，同比减少 5000 万吨。印度 ISMA 预计 2023-24 年度印度糖总产



量预计为 3250 万吨（不包含乙醇分流量），而国内消费量预计为 2850 万吨，产需差 400 万吨。

图2-2：印度食糖供需平衡情况

（万吨、%）



资料来源：美国农业部，中期研究院

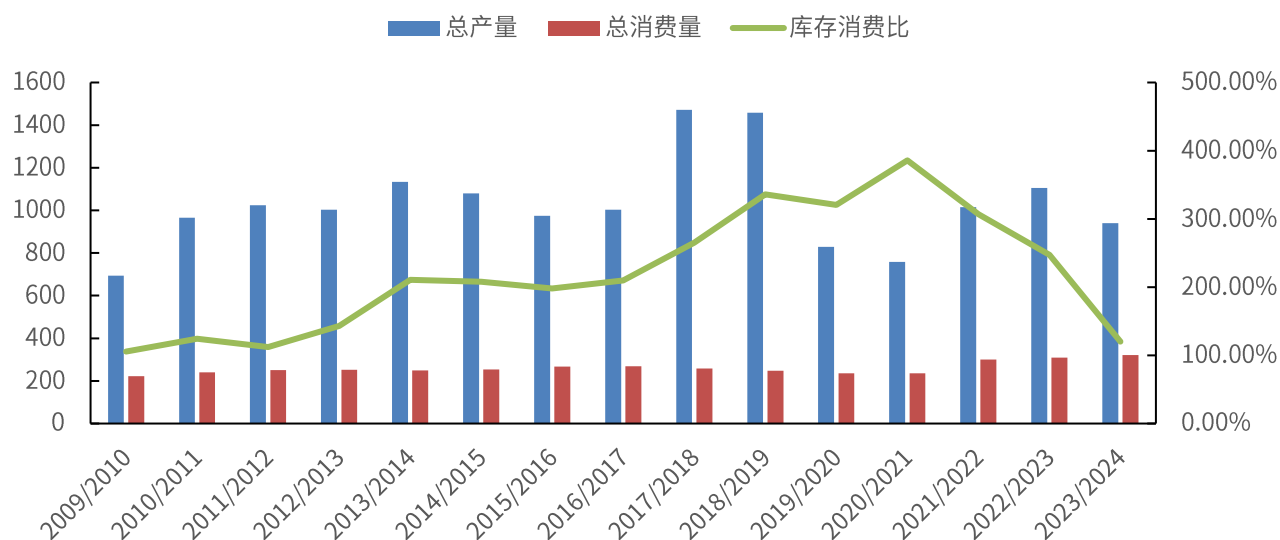
2022/23 年度印度出口被限制在 610 万吨，2022-23 榨季结转库存较低，仅为 570 万吨，因担心在 23/24 年度减产的情况下食糖供给不足，印度 2023/24 榨季将对出口继续采取限制措施。10 月印度政府发布公告，将原糖、白糖、精制糖和有机糖的出口限制延长至 10 月 31 日以后。同时在 2024 年印度大选之前，印度政府不会在通胀问题上冒险。莫迪政府为赢得明年 5 月大选，后期或将继续限制大米、糖出口以应对国内高通胀问题，且食糖最终减产幅度需到明年 2 季度才能基本清晰，预计 2024 年上半年印度糖出口的可能性较低。后期天气情况、通胀预期、汇率将对明年下半年印度出口形势有重要影响。

2.3 泰国干旱导致食糖减产 出口或受到限制



图2-3：泰国食糖供需平衡情况

(万吨、%)



资料来源：美国农业部，中期研究院

泰国 2022/23 榨季于 12 月 1 日开始，但生产进度缓慢，同时不利天气也使得甘蔗产量未达预期。2022/23 榨季产糖量 1120 万吨，仅同比增加不到 100 万吨。步入 2023/24 榨季，泰国食糖减产明显。受厄尔尼诺现象影响，泰国今年主要甘蔗产区的干旱程度较高。虽然 9 月下旬以来泰国降水量明显改善，但难以完全抵消前三个季度干旱带来的影响。干旱少雨在影响甘蔗生长和单产的同时，农民的种植意愿也受到影响，农民更倾向选择收益更好、更抗旱、易采收的木薯。在降雨不足叠加木薯作物替代的综合影响下，泰国 2023/24 榨季食糖产量前景疲软，市场对于泰国新榨季的甘蔗及糖产量的预估均较为悲观。目前市场对泰国糖产量预估从之前的 800-900 万吨下调至 700-800 万吨。

泰国作为重要的食糖出口国，其出口政策也会对国际食糖贸易流产生较大影响。2022/23 榨季共计出口食糖 749.27 万吨，同比增加 1.73%。2023/24 榨季后，为遏制通

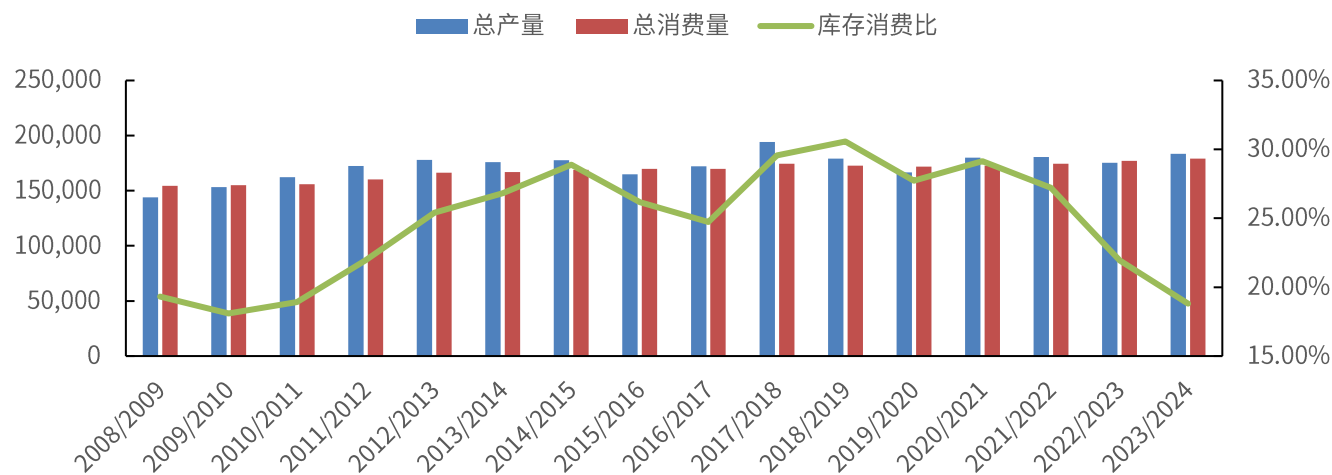


货膨胀和保障食品安全，泰国 10 月 31 日批准将糖列为管制商品，超过 1 吨的糖出口将需要政府审批，加入管制名单的有效期为一年，这有可能导致出口延误。在减产背景下，泰国食糖出口量受限，预计泰国出口降至 400-500 万吨水平。食糖减产幅度仍是影响泰国糖出口的关键因素。

泰国 2024/25 榨季的产量恢复前景值得期待，受 2022/23 榨季糖价大涨的提振，泰国 2023/24 榨季的初始甘蔗价格大幅上涨至 1500 泰铢/吨的历史新高，这有望推动甘蔗种植收益超过木薯，提升种植积极性。预计 2024/25 榨季产量及出口量或现恢复性增长。

图2-4：全球食糖供需平衡情况

(千吨、%)



资料来源：美国农业部，中期研究院

就全球食糖的供需格局而言，在经历了连续两个榨季的产不足需的格局后，较理想的天气条件及高糖价刺激有利于 2022/23 榨季食糖产量的增长。巴西产量庞大，但世界其他地区的产量低于预期。近期国际糖业组织（ISO）将 2022/23 榨季全球食糖过剩预估大幅下修至 49.3 万吨，之前预估过剩 85 万吨。



从 2023/24 榨季的情况来看，虽然巴西食糖产量和出口持续增长，但难以填补因印度和泰国食糖产量和出口下降带来的缺口，相关机构对全球食糖缺口略有分歧。因巴西食糖产量创纪录，国际糖业组织 (ISO) 在 11 月也将供应缺口大幅下调，预计全球糖供应缺口为 33 万吨，远远低于上一季度预估的 211 万吨，预计 2023/24 年度全球糖产量为 1.7988 亿吨，之前预估为 1.7484 亿吨；预计全球糖消费量为 1.8022 亿吨，之前预估为 1.7696 亿吨。

三、2023/24 榨季国内食糖有望恢复性增产

3.1 2022/23 榨季食糖结转库存处于近年低位

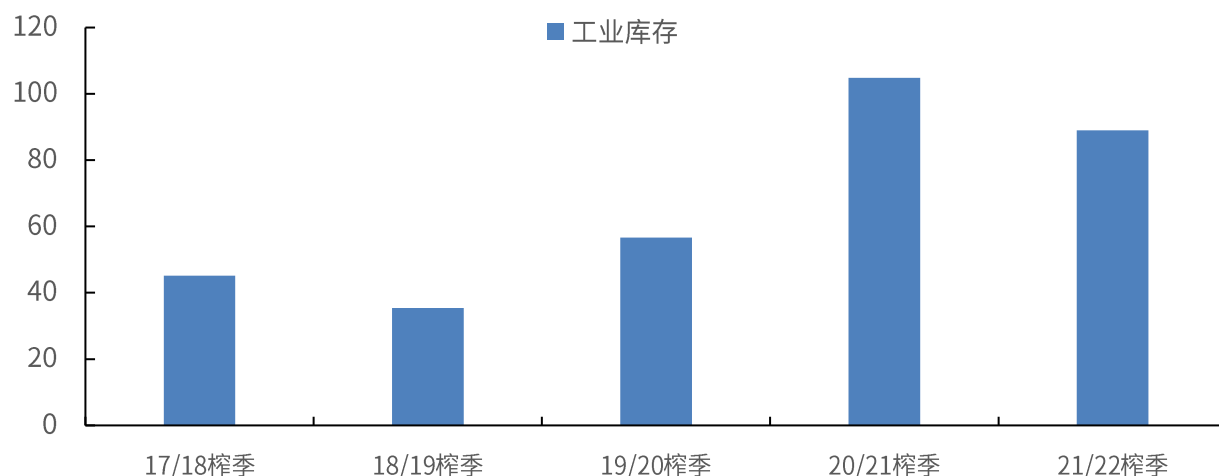
2022/23 年制糖期（以下简称本制糖期）食糖生产已全部结束。据中国糖业协会公布的数据显示，本制糖期全国共生产食糖 897 万吨，比上个制糖期减少 59 万吨，连续第二年减产。广西减产幅度 85 万吨，而云南，广东，海南地区基本持平。广西作为食糖主产区，2022/23 榨季的广西食糖产量为 527 万吨，创下近 10 年来的低位水平。主要由于 2022 年广西蔗区天气情况不理想，多以干旱天气为主，使得广西的甘蔗株高达到了 2012 年以来最低水平，部分甘蔗有空心现象出现。

从销糖情况来看，受 22/23 榨季国产糖连续第二年减产、配额外进口持续亏损及糖价上涨等多重因素的影响，全国糖厂销售进度较快，年后的产销率处于历史同期高位。截至 2023 年 9 月底，全国累计销售食糖 853 万吨，同比减少 14 万吨；累计销糖率 95.1%，同比加快 4.4%。全国制糖工业企业成品白糖累计平均销售价格 6270 元/吨，同比上涨 516 元/吨；



图3-1：各榨季截至9月底全国食糖工业库存

(万吨)



资料来源:中国糖业协会、中期研究院

工业库存方面，截至9月底，2022/23榨季国内糖厂新增工业库存为44万吨，同比下滑45万吨。其中广西22/23榨季结转工业库存27.63万吨，同比减少55.64万吨，创下8年来最低水平；云南22/23榨季结转工业库存为13.43万吨，同比减少23.74万吨。从近5个榨季截至9月底的全国食糖工业库存来看，最高值为20/21榨季的104.88万吨，最低值为18/19榨季的35.41万吨，近5个榨季的平均值为65.982万吨。2022/23榨季截至9月底的工业库存不仅低于近5个榨季的均值水平，也处于12/13榨季以来的低位水平。在低库存的支撑下，国内食糖价格在2022/23榨季末期高位运行。2022/2023榨季ICE原糖价格以28美分/磅创出12年以来的新高，内外价差倒挂，进口糖对国内食糖贸易流补充不足。国内食糖供应只能依托国产糖、进口糖、储备糖以及进口低价糖源来进行补充。

从种植成本来看，为稳定甜菜种植面，2022/23榨季内蒙、新疆等甜菜产区均大幅提高收购价，甜菜生产成本达到5800-5900元/吨。甘蔗产区广西也维持490+30元/吨

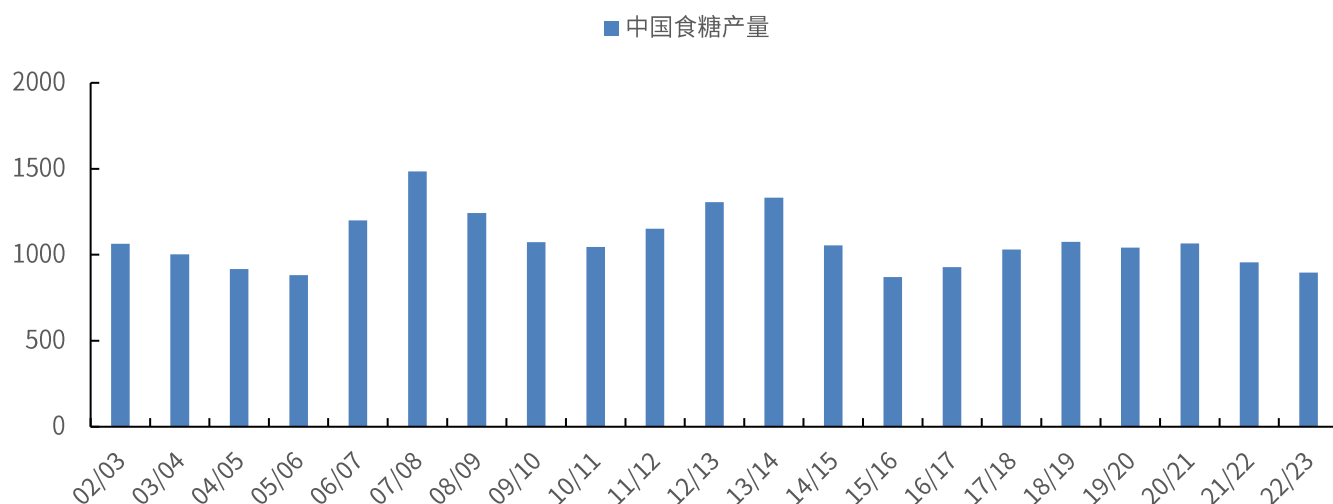


左右的甘蔗价格，综合计算广西制糖成本维持在 5500-5600 元/吨。

3.2 2023/24 榨季广西食糖增产预计超 70 万吨

图3-2：中国各榨季食糖产量情况

(万吨)



资料来源：中国糖业协会，中期研究院

2023/2024 年制糖期已开始近三个月。按照农业农村部的预估，2023/2024 榨季我国食糖产量在 1000 万吨，比上个榨季的 897 万吨增加 103 万吨。增幅为 11.6%。从 2023/2024 榨季各主产区的产量情况来看，甘蔗糖实现增产，甜菜糖与上榨季基本持平，其中食糖增产幅度最大的产区是广西。

广西方面，因单产提高，预计广西 2023/24 榨季产糖量为 600 万吨，同比增加 73 万吨。广西糖新作甘蔗种植面积总体持稳、局部略增。广西甘蔗产区在 1-4 月份普遍面临干旱天气，下半年降雨充沛，雨水情况好于去年，对甘蔗生长较为有利。甘蔗整体长势良好，甘蔗单产将明显提高。但雨水偏多对甘蔗成熟度和糖分累积有一定影响。广西 10 月温差不明显，含糖量不足以支撑糖厂提前开榨。11 月广西温差逐步增大，有



利于甘蔗糖分积累，前期糖分偏低的问题得到一定缓解。步入 12 月，迎来了甘蔗糖分积累的重要时期，桂北地区甘蔗的实际糖分情况将决定真实广西甘蔗糖分。12 月广西整体温差为 5-7 摄氏度，天气以多云转阴为主。通常温差至少在 8 摄氏度以上才有利于糖分积累，预计 12 月累计产糖率难以超过去年同期水平，23/24 榨季广西甘蔗糖分将从上榨季的 12.7% 下降至 12%-12.5%。并预计 23/24 榨季甘蔗入榨量将增长 15%-20%。产量变数取决于单产对甘蔗入榨量的影响。

结合广西 2023/24 榨季以来的食糖产销情况来看，今年糖厂考虑到积累糖分，实际开榨时间推迟到 11 月 20 日，糖厂最早开榨时间同比推迟 5 天。因新糖集中供应时间后延，且糖厂在前期已将部分新糖预售，在 11 月中旬开榨初期时，产区出现明显的提货排队现象，导致销区库存薄弱，食糖现货价格也获得了较强的支撑。12 月中旬时，广西糖厂进入开榨高峰期，开榨产能已达到去年同期水平。截至 12 月 20 日，23/24 榨季广西开榨糖厂数量已达 70 家，日榨产能合计约 55.6 万吨。目前广西仅 4 家糖厂未开榨，预计 12 月月底前全部开榨完毕。随着 12 月份新糖大量上市，食糖供应逐步回归正常。预计广西 23/24 榨季产糖量为 600 万吨，同比增加 73 万吨。

云南方面，考虑到单产、出糖率提升，预计 23/24 榨季云南省食糖产量达 210-215 万吨。2023 年上半年云南遭遇干旱，甘蔗种植面积略有下滑，下半年持续多雨对提高甘蔗单产有利。同时近年来云南实施“走出去”战略，巩固拓展境外甘蔗种植基地。据统计，云南省境外替代种植面积共计约 980 万亩，农产品产量约 600 万吨，主要集中在老挝北部和缅甸部分地区，包括甘蔗在内的 30 多个替代品种。国家近年来安排的云南省返销计划约 200 万吨，其中甘蔗近几年基本稳定，维持在 95 万吨左右，约占返



销计划的 48%。目前境外甘蔗涨势良好，入境基本正常。开榨进度方面，今年 10 月末云南正式拉开了新榨季帷幕，截至 12 月 22 日，据不完全统计，2023/24 榨季云南开榨糖厂数量已达 26 家，同比增加 6 家，日榨产能合计约 9.84 万吨，同比增加 1.65 万吨。目前云南开榨糖厂数过半。预计 23/24 榨季云南省食糖产量达 210-215 万吨左右，如果后期温差扩大，将有利于提高产糖率，有望达到 215 万吨左右。目前因云南糖价比广西糖价高，成交表现相对清淡。

广东方面，预计广东 2023/24 榨季食糖产量将稳中略降至 52 万吨。广东 2023/24 榨季的甘蔗面积种植下降 5 万亩至 106 万亩，但甘蔗长势比较好，估计甘蔗产量能达到 630 万吨以上。截至 12 月 18 日，23/24 榨季湛江开榨糖厂数量已达 15 家。23/24 榨季湛江计划开榨的 17 家糖厂中，目前仅君实糖业和恒福恒丰尚未开榨。预计广东 2023/24 榨季食糖产量将稳中略降至 52 万吨。

海南方面，中国糖业协会预计海南 2023/24 榨季食糖产量为 8 万吨，同比减少 0.65 万吨。12 月 21 日海南首家糖厂开榨，23/24 榨季海南制糖厂蔗区甘蔗种植面积 20 万亩，同比减少 5.5 万亩；预计收获面积 19 万亩，同比减少 4.6 万亩；预计工业总产量 65 万吨，同比减少 6.3 万吨；预计食糖总产量 8 万吨，同比减少 0.65 万吨。另外，预计全省土糖区甘蔗种植面积约有 3 万亩，甘蔗产量约 12 万吨。如果机糖厂生产顺利，可能会有部分土糖区的甘蔗进来。23/24 榨季海南决定将原料甘蔗田头收购价从上榨季的 500 元/吨提高至 530 元/吨。预计海南 2023/24 榨季食糖产量为 8 万吨，同比减少 0.65 万吨。

目前甜菜糖压榨已近尾声，产量形势基本明朗，同比变化不大。新疆方面，按照



截至 11 月底 11.02% 的出糖率计算，23/24 制糖期新疆最终产糖量预计为 51 万吨，同比增加 5 万吨，但比预期少 6 万吨。2023/24 生产期内蒙古甜菜种植面积下降约 26%，目前甜菜收购已结束，最终收购量约 400 万吨，按照截至 11 月底 13.35% 的出糖率计算，最终糖产量或为 53.4 万吨，略高于预期的 50 万吨，同比减少约 5 万吨。

3.3 2023/24 榨季制糖成本将继续提高

结合定价成本来看，甘蔗糖与甜菜糖的制糖成本均上涨。广西方面，2023/24 年度榨季糖料蔗收购价格采取糖蔗价格挂钩联动、二次结算方式。普通糖料蔗收购首付价格 510 元/吨，较 2022/2023 年榨季上涨 20 元/吨；对优良品种实行加价，在普通蔗价 510 元/吨的基础上再加 30 元/吨，即 540 元/吨；二次结算时间是在 2024 年 10 月，按广西糖协公布的 23/24 榨季截至 2024 年 9 月底的广西全区白砂糖累计平均含税销售价，当白砂糖结算价格超过 6300 元/吨时，启动挂钩联动措施，按照联动系数 6% 进行二次结算补给农户。淘汰品种收购价格为 350 元/吨，其价格不加价不联动。在糖料蔗收购价上调的同时，人工以及农药化肥等产品也在上涨，综合制糖整体成本（扣除副产品利润）预计上涨至 5900-6100 元 /吨，较上榨季有所提升。

此外，受新榨季内蒙古甜菜种植面积下降影响，再次出现抢甜菜乱象。内蒙古甜菜收购价格上涨，达到 600 元/吨。随着北方甜菜种植成本及收购成本的不断上涨，糖厂平均综合制糖成本已升高至 6400-6500 元/吨以上。

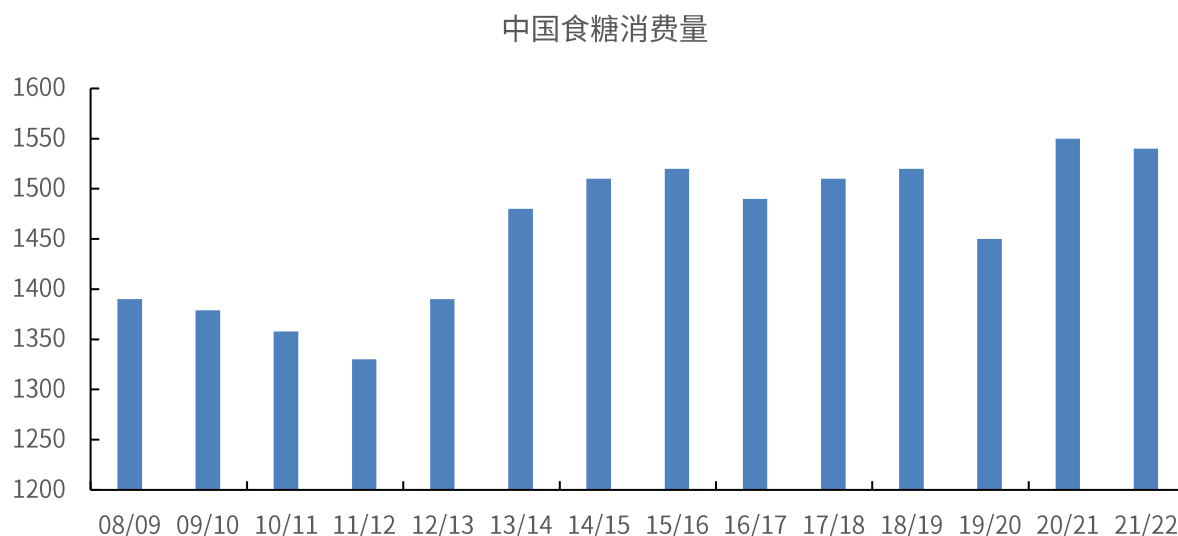


四、2023/24 榨季国内食糖消费有望小幅增长

4.1 2022/23 榨季食糖消费不及预期

图4-1：中国各榨季食糖消费量情况

(万吨)



资料来源：中国糖业协会，中期研究院

受宏观环境的影响，今年以来消费者信心仍未明显恢复。虽然中国经济活动在今年前三季度有回升势头出现，实际 GDP 同比增速也上升至 5.2%。但面临复杂严峻的国际环境和艰巨的国内改革发展稳定任务，国内经济的复苏之路仍步履维艰，消费者信心恢复趋势相对平缓滞后。在此背景下，今年国内食糖消费疲软，终端刚需提振也较为有限。据中国糖业协会数据显示，2022/23 榨季全国食糖总消费量 1535 万吨，较 2021/22 榨季小幅回落 5 万吨。

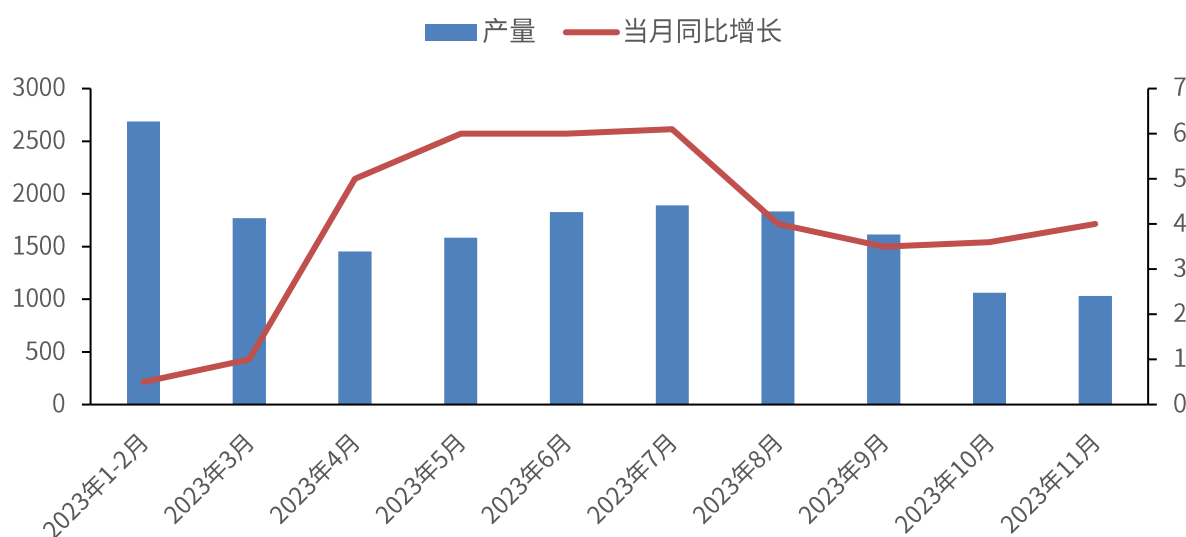
结合终端消费表现来看，食糖工业消费增长不及预期。根据中国糖业协会数据，近两年我国工业消费约占食糖消费总量约 54%，居民直接消费占比约 46%。工业消费主要指食品加工用糖消费，主要分为碳酸饮料、冷饮、速冻食品、罐头、糖果、果汁饮



料和乳制品七大类，其用量代表了工业用糖量的 85%。产品含糖比例方面，糖果为 45%、冷饮为 15%、碳酸饮料为 12%、果汁为 8.5%、罐头为 5%、乳制品为 3%、速冻主食为 1.5%。

图4-2：中国饮料行业各月产量增长情况

(万吨、%)



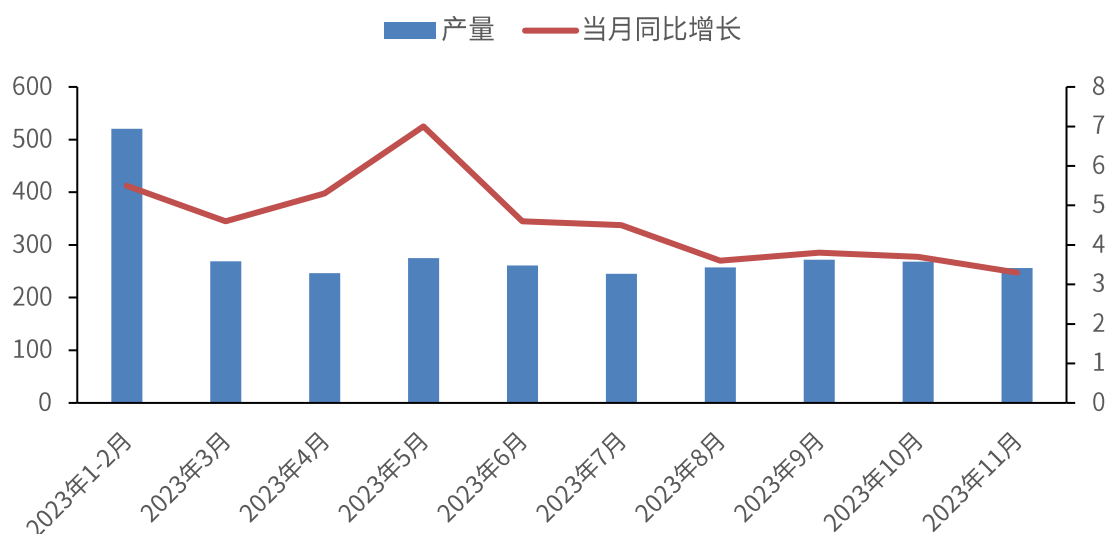
资料来源：WIND，中期研究院

具体来看，饮料行业方面，2023 年 1-11 月全国饮料产量为 16177.7 万吨，累计同比增长 4.0%。其中 7-10 月连续 4 个月低于去年同期。饮料行业今年以来普遍面临着成本压力，不少饮料企业进行了价格调整，因集体性涨价，饮料企业实现了不同程度的盈利增长，目前已迎来盈利拐点；



图4-3：中国乳制品各月产量增长量情况

(万吨、%)



资料来源：WIND，中期研究院

乳制品方面，今年乳制品行业发展稳定，以温和的速度增长，不过需求不足、行业竞争加剧仍给行业运行带来一定压力。2023 年 1-11 月全国乳制品产量为 2801.6 万吨，累计同比增长 3.3%。其中 6 月、11 月低于去年同期。预计 2024 年乳制品行业阶段性过剩的局面将有所缓解，市场规模将保持稳定增长，年复合增长率将达到 5%左右。

4.2 淀粉糖替代空间有限

自从年初以来，国内白糖现货价格一路上涨，9 月份时甚至以 7600 元/吨创下近十年高位，糖价高企对消费产生了明显的抑制作用，同时随着食糖与淀粉糖价差的拉大，淀粉糖对食糖的替代作用也有所加强。淀粉糖的替代作用要受口味偏好、装置设备、运输瓶颈等客观条件的限制。果葡糖浆是淀粉糖行业最耀眼一个产品。今年以来下游食品加工企业的原料成本不断增加，食品行业也继续着力挖掘淀粉糖的替代潜力。目前 69%的果葡糖浆应用于饮料市场，仅在饮料领域对白糖形成了明显替代，特别是碳酸饮料。大终端目前替代现象不明显，对更改配方较为谨慎，但若预算超出太多，也会



针对超出部分使用一些替代品；中小终端在成本问题和生产监管方面相对自由，对更改配方具有更强的灵活性，采用的替代品有蔗糖水溶液、白砂糖预混粉及淀粉糖等。按照不同淀粉糖种类甜度折算，预计 2023 年新增淀粉糖替代白糖数量 30 万吨—40 万吨，2010 年—2023 年新增挤出白糖需求达到 470 万吨—480 万吨。如果要实现淀粉糖对白糖的大规模替代，一般两者价差大约要达到 3000 元/吨以上。因工艺技术、口感等因素的影响，未来的淀粉糖市场不会完全替代食糖，替代效应随着时间的推移将逐步饱和，有限的市场容量无法消化所有产能。

展望 2023/24 榨季，中国经济将在提质增量中稳步前行，以饮料、乳制品为代表的含糖食品行业有走出低谷、向上修复的预期，这将对白糖需求构成利好，同时随着本榨季糖价运行重心的小幅下移，对消费的抑制作用将有所减弱。在此背景下，中国农业农村部预计 2023/24 榨季国内食糖消费将达到 1570 万吨。

五、2023/24 榨季进口利润有待修复

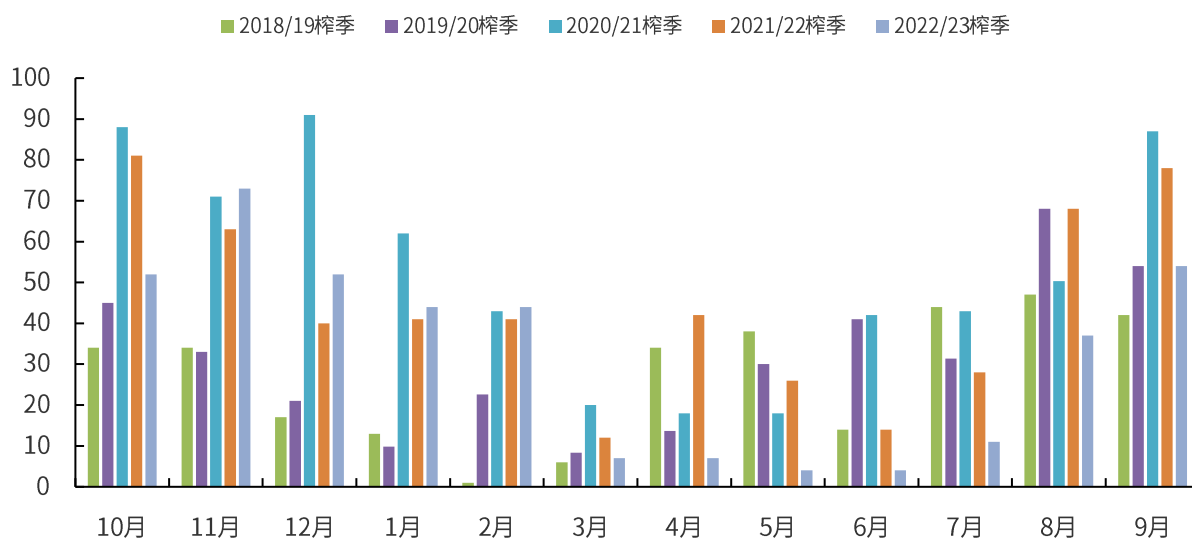
5.1 内外价差严重倒挂 2022/23 榨季进口量大幅下滑

自 2020 年以来，我国食糖进口量已连续 3 年高于 500 万吨，进口糖与国产糖的数量占比也连续 3 年超过 50%。今年因配额外进口利润大幅倒挂，配额外进口窗口基本处于关闭状态，受此影响，配额外进口原糖数量出现了明显缩水。据海关总署数据显示，2022-23 榨季食糖总进口量为 389 万吨，同比减少 14 万吨。2023 年 1-11 月中国累计进口食糖 348 万吨，同比减少 127 万吨，同比降幅 26.9%，其中原糖进口在 8 月份之前基本停滞。1-11 月平均进口单价 4068 元/吨（到岸价，不含税）。这是继 2017 年和



2018 年之后，近十年来第三低的水平。2023 年年度配额外许可证于 4 月份发放，按照全年配额许可证进口量预计为 340 万吨，远低于 2022 年 530 万吨的水平。从具体的进口情况来看，上半年食糖进口量为 110 万吨，累计同比减少 66 万吨，月度进口量整体呈现逐步下滑的趋势。其中在巴西食糖库存偏少及配额外原糖进口价格严重倒挂的背景下，4、5 月食糖进口量均只有 4 万吨，创下近十年来的最低水平。步入下半年后，食糖月度进口量重拾升势，从 7 月的 11 万吨持续上涨至 10 月的 92 万吨，但整体进口量同比下滑幅度仍较为明显。

图5-1: 中国食糖进口量情况 (万吨)



资料来源:海关总署、中期研究院

值得关注的是，虽然 ICE 原糖价格在 5-6 月自 2012 年以来的高位震荡回落，但仍未触及能引发大规模进口的价格区间。国内加工糖厂为了守住食糖自动许可证配额及银行授信，即使面临亏损局面，也尽力确保食糖进口。预计 2023/2024 榨季预计国内食糖进口量将维持 400 万吨的偏低水平。预计 2024 全年配额许可证进口量 350-500 万

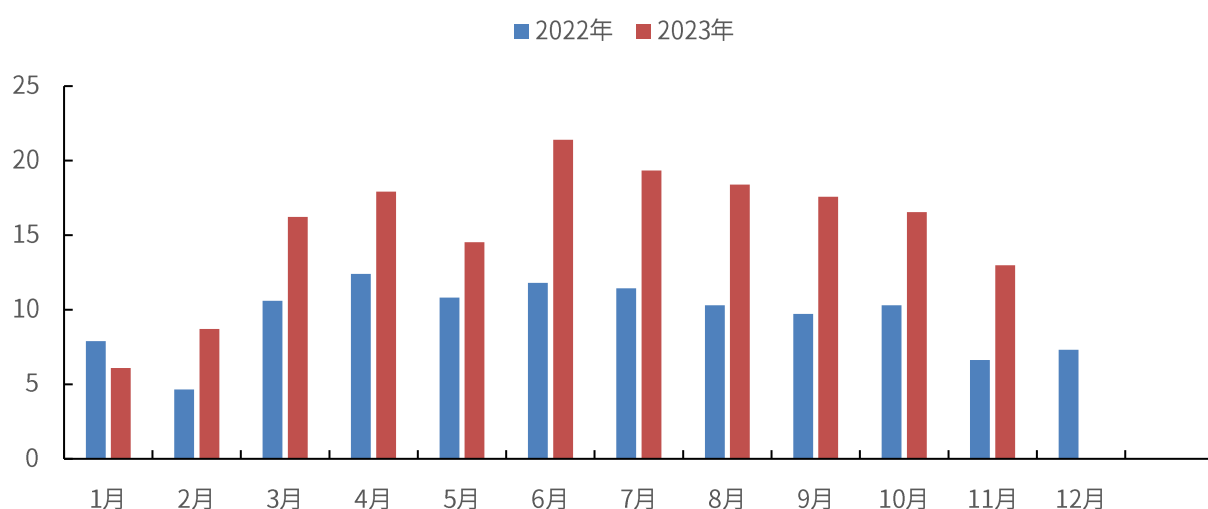


吨，具体数量取决于 2024 年的进口利润空间。巴西作为我国食糖进口的主要来源国，随着近几个月巴西港口拥堵情况的缓解，巴西糖有望在明年一季度大量到港，后期需关注巴西糖进口情况。

5.2 糖浆三项进口量增长明显

图5-2: 中国进口糖浆及固体混合物量情况

(万吨)



资料来源:海关总署、中期研究院

因今年进口糖量下滑，为缓解国内阶段性短缺的局面，糖浆和预混粉进口量有明显增长，并创下了历史最高记录。预混粉产能集中扩张主要始于 2022 年下半年，而催生其产能投入的根源是预拌粉的低关税带来的高收益。据海关总署数据显示，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%。2023 年 1-11 月进口糖浆及预混粉等三项合计 169.75 万吨，同比增 69.04 万吨。具体来看，今年 1-11 月份我国进口糖浆 113.84 万吨，其中从泰国进口最多 108.09 万吨，其次从马来西亚进口 2.53 万吨，第三是越南 0.37 万吨；1-11 月进口预



混粉 53.68 万吨，也是从泰国进口最多 43.79 万，其次从越南进口 9.86 万吨。同时前期随着国际糖价的走高，糖浆及预拌粉进口成本也不断提升，其进口折糖成本从 5000 元/吨飙升至 11 月份的 7000 多元/吨，12 月份有所回落。相对应的，今年 11 月进口预混粉 3.8 万吨，创下 2 月份以来的最低水平，预混粉进口价格节节攀升可能是导致进口量环比大降的主要原因。展望 2023/24 榨季，预计 2023/24 榨季糖浆、预混粉进口量约 180 万吨。首先，糖浆受使用半径以及存储的制约，难以有大量增加。其次，预拌粉行业在前期较高的资金投入、渠道的难获得性、原料成本的高企、以及对未来政策调整的不确定性等因素的影响下，也难以实现大规模扩张。再次，泰国作为主要来源国，其食糖减产预期将一定程度影响未来糖浆及预混粉的进口量。

六、2024 年郑糖行情展望

国际糖市方面，2023/24 年度全球糖市将维持小幅短缺，巴西食糖产量超预期并刷新纪录，一定程度抵消了印度、泰国产量的减少量。2024 年一季度，印度、泰国食糖出口概率较小，国际市场将主要依赖巴西供应，随着巴西港口拥堵缓解，食糖出口供应回升有利于改善全球贸易流偏紧现状。二季度，2023/24 榨季印度和泰国的食糖产量将明朗，需关注巴西中南部地区 2024/25 榨季产糖情况，如果增产预期兑现，国际糖价将继续受到压制。而印度出口政策的不确定性将给国际市场带来变数，国际贸易流供需仍存在偏紧的风险。2024 年二季度厄尔尼诺将转为弱等强度随后转中性，关注二季度、三季度国内及东南亚糖料种植情况。如果天气正常，2024/25 榨季印度、泰国将实现恢复性增产。总体而言，2023/24 榨季国际糖价重心将走低，ICE 原糖价格运行区间为 18.5-25 美分/磅。



国内糖市方面，在经历了 2 个榨季的食糖减产后，2023/24 榨季国内将恢复增产至 1000 万吨，其中以广西产区的恢复幅度最为突出。我们对本榨季食糖消费持谨慎乐观态度，预期国内食糖消费将小幅增长至 1570 万吨。国内食糖面临的供应缺口需通过进口糖、进口糖浆、国储糖等多种糖源来进行补充。进口糖方面，明年一季度国内食糖相对充裕，配额外进口需求不高，下半年随着库存逐渐消化，消费旺季来临，需要进口糖补充国内市场，内外盘价差存在修复需求。预计 2023/24 榨季进口量将增长至 400 万吨；糖浆及预拌粉方面，进口量在 2023/24 榨季将继续放量，但泰国减产将制约其增长速度；国储糖方面，食糖价格在 7000 元/吨以上存在明显的政策顶，中央储备糖有望在明年适当增加投放，抛储措施将继续灵活调节市场；总体而言，2023/24 榨季国内食糖供需略宽松，预计郑糖运行重心将小幅下移。预估郑糖主力合约全年的运行区间为 5800-7000 元/吨。

分析师承诺

本人（或研究团队）以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人（或研究团队）的研究观点。本人（或研究团队）严格遵守《中国国际期货股份有限公司廉洁从业规定》不存在利用期货交易咨询从事或变相从事期货委托理财活动，本人（或研究团队）不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出交易决策的唯一因素。本报告中所指的观点及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

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交易建议。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引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何交易决定或就本报告要求任何解释前向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

联系我们

境内分支机构

总部：北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层

分支机构：北京 上海 广州 深圳 大连 郑州 沈阳 青岛 济南 武汉 武昌 苏州
南京 宁波 杭州 佛山 清远 江门 汕头 厦门 南昌 成都 昆明 新疆乌鲁木齐 南宁

客服热线 95162
官方网站 www.cifco.net

风险子公司

中期国际风险管理有限公司

北京市朝阳区建国门外光华路 14 号 1 幢 1008A 号

客服热线 010-65807861

境外子公司

中国国际期货(香港)有限公司 | 中国中期证券有限公司

香港铜锣湾告士打道 255-257 号信和广场 29 楼 2903 室

客服热线 (852)25739868
4001 200 939
官方网站 hk.cifco.net



全国
客服热线 95162
官方网站 WWW.CIFCO.NET

