

# 【白糖：雾霭依旧低沉，曙光乍现可期】2025年度报告

报告撰写人: 浙商期货 向博 (投资咨询号: Z0015359)

日期: 2024-12-30



浙商期货  
ZHESHANG FUTURES

## 【白糖：雾霭依旧低沉，曙光乍现可期】2025年度报告

### 年报概述

#### 年报概述

##### 【核心内容】

国外方面，2025/26榨季巴西开榨之前，原糖预计持续挤出前期减产炒作下的升水，但贸易流偏紧叠加全球食糖供应边际收紧背景下，预计下方空间有限，关注18-21美分/磅区间。进入2025/26榨季后，原糖价格更多锚向新榨季全球产量预期，尤其是巴西火灾后的复产情况。从近月以及未来天气预期来看，巴西中南部降水正常，天气风险有限，有利于2025/26榨季甘蔗收成，预计原糖价格重心下移，关注16-19美分/磅区间。未来变数方面，首要关注印度阶段性产量情况，其次是乙醇及出口政策，再次是巴西进入新榨季后阶段性产量，或造成国际糖价结构性行情。

国内方面，2024/25榨季国内糖产量继续恢复，食糖供应预计维持宽松格局，广西甘蔗种植面积明显增加，单产小幅下滑，但产糖率同比稍高，整体预计增产为主；云南预计维持小幅增长水平；内蒙和新疆在种植面积扩大背景下同样维持增产格局，2024/25榨季全国产量预计达到1095-1110万吨左右。当前新糖集中上市阶段供应压力较大，但广西天气炒作风险仍存，糖浆政策仍有发酵空间，以及国内制糖成本支撑下，郑糖预计宽幅震荡为主，SR2505合约关注5600-6200区间。进入纯销售期后，供应端压力取决于进口糖情况，郑糖价格更多锚定于进口成本，巴西2025/26榨季复产预期下，整体糖价依旧承压为主。预计2025年郑糖价格区间5500-6300。

##### 【策略推荐】

- 单边建议：SR2505合约可在6200附近布局空单，下方支撑关注5600。2025/26榨季巴西复产预期下，SR2509仍以逢高沽空对待，但易受生产节奏及政策影响，注意把握做空节奏。
- 价差建议：月间价差方面，供应宽松预期下内外糖价整体承压为主，预计郑糖维持近强远弱格局，建议SR2505-SR2509合约择机正套。内外价差方面，2025/26榨季全球供应维持宽松格局，在国内糖进入纯销售期后，需求也将逐步好转，关注下半年多郑糖空原糖机会。
- 套保建议：制糖企业或持有现货的贸易商，建议逢高卖出SR2505合约套保，或卖出执行价6300的看涨期权增厚收益；下游用糖企业或采购现货的贸易商，建议逢低买入SR2505合约套保，提前锁定成本。

##### 【风险提示】

巴西2025/26榨季复产不及预期；印度以乙醇及出口政策超预期调整；国内进口糖政策变化；国内收抛储；天气对主产国糖料生产影响等。

作者：浙商期货 向博

投资咨询号：Z0015359

研究员：黄治鹏

从业资格证号：F03117738

本报告完成日期：2024年12月27日



行情回顾

行情回顾

- 1-3月，震荡上行走势：郑糖主连在2023年12月中旬到达阶段性低点后，随着巴西2023/24榨季收榨，利空因素逐步消退，以及2024/25榨季产量在天气扰动持续下预计有所下降，印度和泰国减产预期影响等因素，叠加春节前走货较快提振白糖市场。春节后郑糖延续春节期间外盘原糖下跌走势，印度减产幅度不及市场预期。进入3月，现货产销良好，糖厂库存偏低，挺价意愿较强，市场聚焦于巴西2024/25榨季产量，天气风险扰动持续，市场博弈情绪较高，郑糖出现较大幅度的反弹。

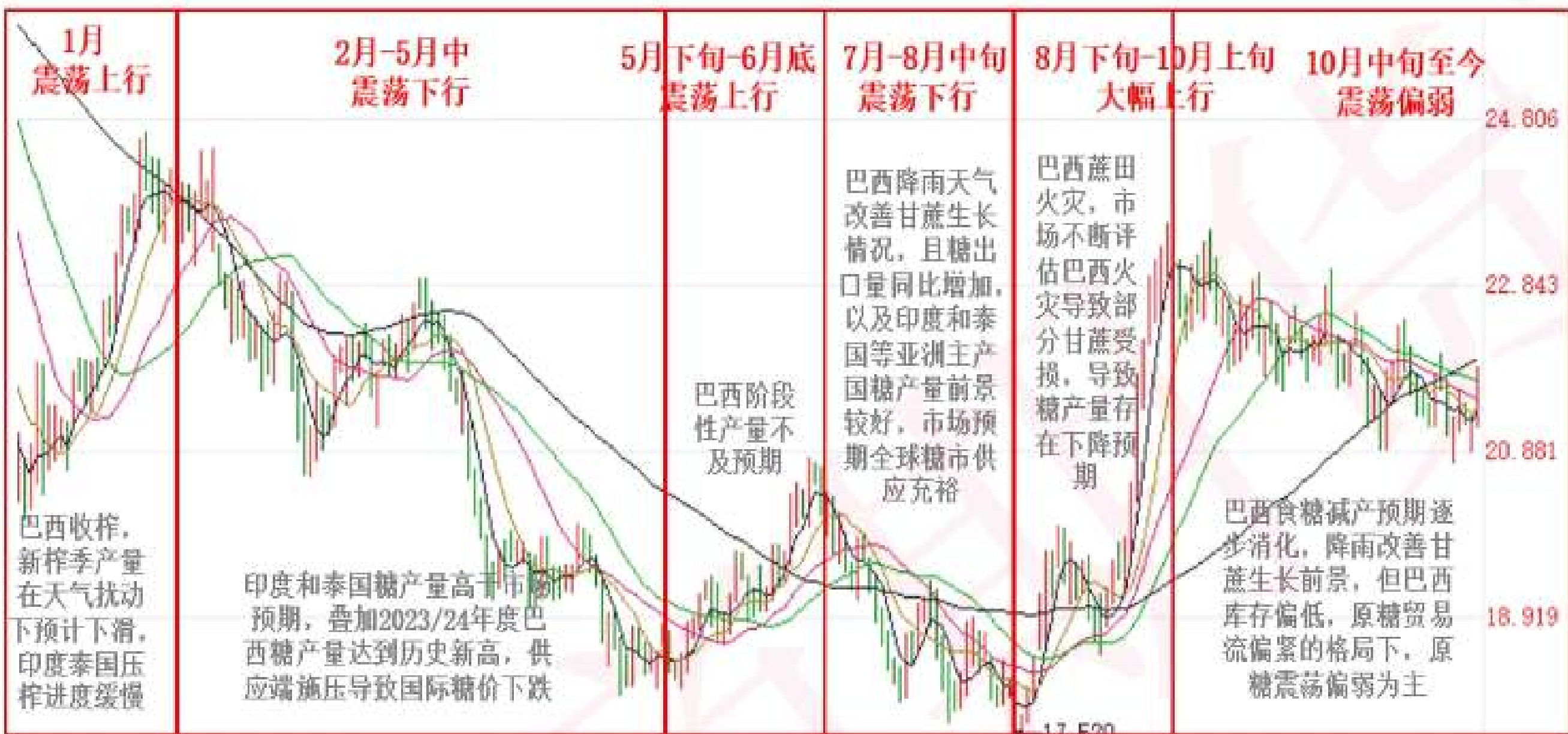
•4-8月中旬，震荡下行走势：4月上中旬原糖价格快速下跌，印度和泰国糖产量高于市场预期，叠加2023/24年度巴西糖产量达到历史新高，供应端施压导致国际糖价下跌。但巴西5月因干燥天气巴西阶段性产量不及预期，国内产销进度快于往年给予盘面支撑，郑糖呈弱势震荡走势。7月-8月，巴西降雨天气改善甘蔗生长情况，印度和泰国等亚洲主产国糖产量前景较好，市场预期全球糖市供应充裕，国际糖价下跌。国内进口增量预期兑现，加工糖压力逐渐显现，销售区市场糖源丰富，国内阶段性供强需弱对糖价施压，叠加中秋节对需求带动有限，郑糖震荡下行。

•8月下旬-10月上旬，大幅上行：8月下旬开始，巴西部分甘蔗田发生火灾的消息支撑盘面再度反弹，市场不断评估巴西火灾导致部分甘蔗受损，从而导致糖产量存在下降预期，叠加今年巴西长时间处于干旱天气，甘蔗单产受到一定影响。市场对糖产量前景不佳的担忧支撑国际糖价上涨，另外商品市场整体走强也对原糖期货形成利多支撑。国内糖价跟随国际糖价反弹，进口成本增加导致配额外进口处于亏损状态，北方新糖上市有限，南方陈糖库存不断消耗，糖厂主动提价心态较强。

•10月中旬至今，区间震荡：进入10月中旬，巴西食糖减产预期逐步消化，叠加10月上半月巴西中南部糖产量同比增长，原糖承压运行，但巴西库存偏低，原糖贸易流偏紧的格局下，原糖整体区间震荡为主。郑糖方面，新榨季开启，糖浆和预拌粉进口量增加，供应整体维持宽松格局，但外盘利多带动下仍维持震荡格局。11月末实现区间破位上行，市场传闻糖厂超卖，进口糖浆政策收紧，新榨季制糖成本增加等消息，多头情绪升温。但随后情绪逐步消退，郑糖冲高回落。后在糖浆进口政策仍有发酵预期以及国内新糖集中上市影响下，整体呈区间震荡状态。

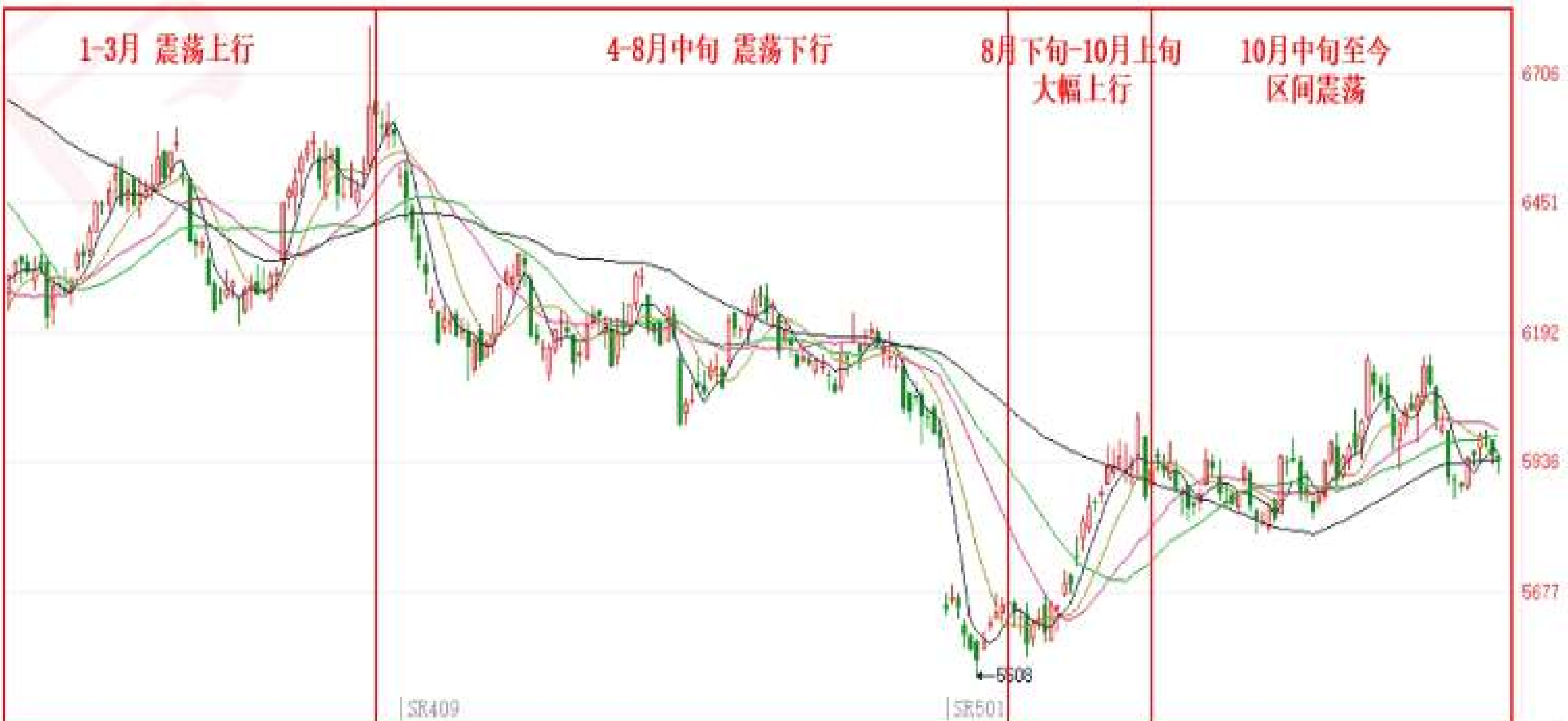
ICE原糖行情回顾

ICE原糖行情回顾



郑糖行情回顾

郑糖行情回顾



一、国际供需



1.1全球供需

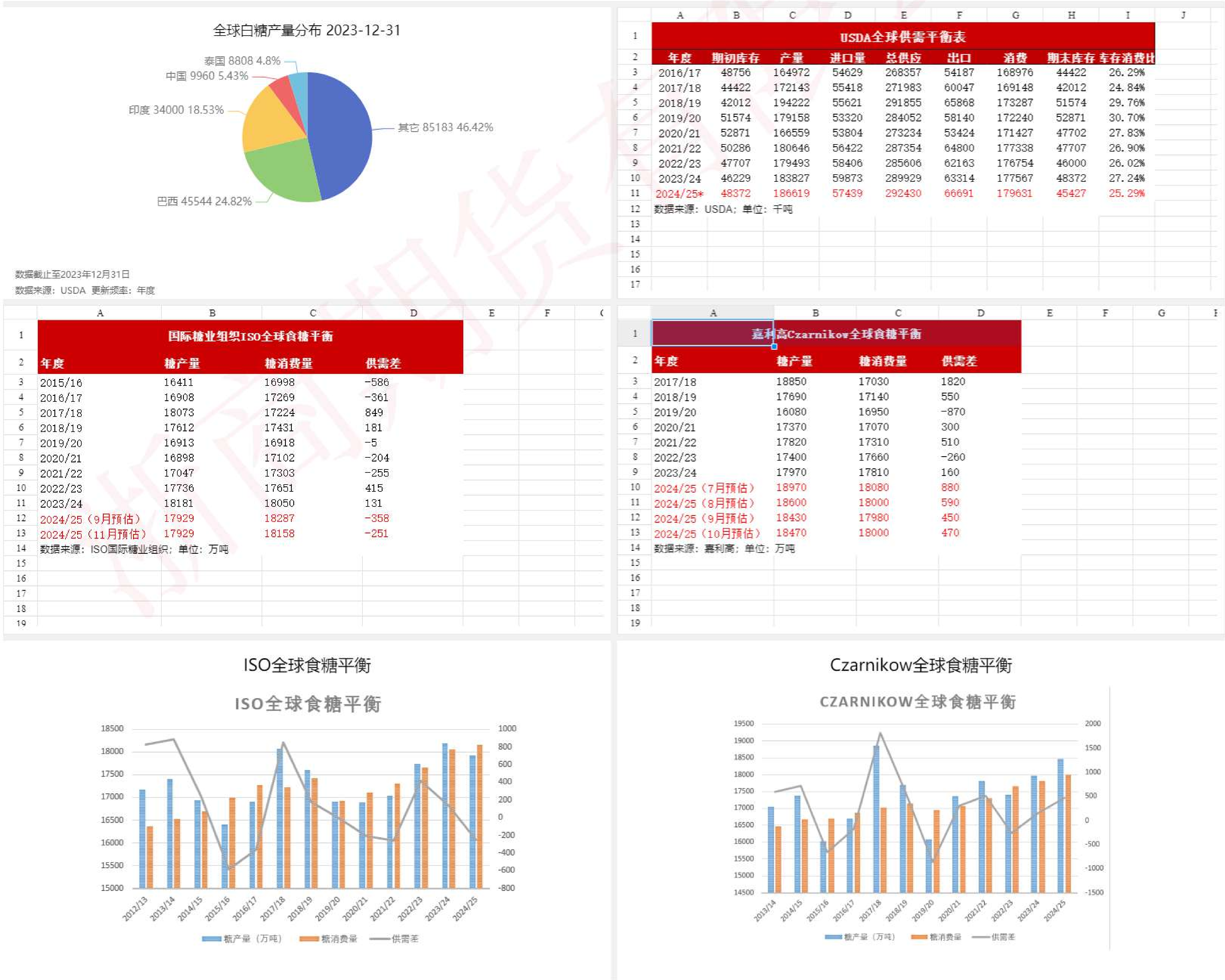
2024/25榨季全球食糖供应宽松格局较前期边际收紧，2025/26榨季预期转宽松

2024/25榨季全球食糖供应宽松格局较前期边际收紧：2024/25榨季巴西受火灾及降雨不足影响产量小幅下滑，但预计仍在4000万吨之上，属于历史较高产量区间，当前库存低位，使得全球原糖贸易流持续偏紧。印度2024/25榨季产量预计处于正常水平，泰国产量预计将重回千万吨之上，全球食糖供应宽松格局较前期边际收紧。

机构最新预估：

- StoneX上调2024/25年度糖市供应过剩量至214万吨：咨询公司StoneX最新预计2023/24榨季全球食糖过剩量为320万吨，而2024/25榨季食糖过剩量为214万吨。StoneX对于印度产量预估上调，出口的可能性更大，预计出口量将达100万吨。
- ISO下调2024/25榨季全球食糖供应短缺预估至251万吨：国际糖业组织（ISO）11月20日发布报告，将2024/25榨季的全球食糖消费量预估从1.8287亿吨下调至1.8158亿吨；2024/25榨季全球食糖供应短缺预估从之前的358万吨下调至251万吨；预计2024/25榨季全球食糖总产量为1.7907亿吨，较之前预测的1.7929亿吨略有下降，较2023/24榨季创纪录的1.8137亿吨低1.3%。
- 嘉利高Czarnikow预计24/25年度全球糖市场供应过剩470万吨：贸易商Czarnikow预计哥伦比亚的糖产量将在下一榨季回升，该公司小幅上调2024/25榨季全球食糖供应过剩预估至470万吨，较此前预估的450万吨增加20万吨。该公司目前预计2024/25榨季全球糖产量将增至1.847亿吨，较之前的预测上调了40万吨；糖消费量预计将增至1.8亿吨，较上个月的预测上调了30万吨。

2025/26榨季巴西食糖供应预计恢复正常水平，北半球产量维持正常水平情况下，2025/26榨季全球食糖平衡表整体维持宽松格局：从近月以及未来天气预期来看，巴西中南部降水正常，天气风险有限，有利于2025/26榨季甘蔗收成，预计季巴西食糖供应预计能恢复至正常水平，促使全球食糖2025/26榨季平衡表整体维持宽松格局。





1.2巴西供需

巴西生产情况概述

区间震荡为主，新榨季开始后料重心下移

【巴西】巴西为全球最大的白糖生产国，每年4月开启新的压榨年度。在研究巴西生产情况的时候，通常会关注UNICA数据。

- 1、原糖贸易流偏紧的格局持续，巴西库存持续低位，形成下方支撑，但UNICA压榨量持续正常限制上方空间：Unica数据显示，截止12月上半月，巴西中南部地区累计产糖3971万吨，同比降幅5.05%。后续逐步进入收榨阶段，整体预计2024/25榨季产量达到4000-4050区间，UNICA双周产量数据影响逐步减弱，市场开始关注2025/26年度巴西产量恢复情况。
- 2、巴西24/25新榨季糖产量预计有所下调：有机构下调24/25榨季巴西中南部的糖产量预估调至4000万吨以下，主流的预估区间在3900-4050万吨，同比降幅在200-300多万吨。但这一产量仍属于历史较高产量区间：
  - 丰益国际：新加坡丰益国际(Wilmar International)下调巴西2024/25年度糖产量预期，理由是干旱和农田遭遇火灾导致单产和甘蔗品质下降。预计巴西中南部地区糖产量在3820-3950万吨之间，低于9月预估的3880-4080万吨。
  - Czarnikow：受干燥天气和圣保罗州遭受的甘蔗田火灾影响，巴西中南部地区2024/25榨季糖产量为3920万吨，较此前预期下滑将近9%，较上榨季的食糖产量下降超过7%。
  - StoneX：随着巴西中南部2024/25榨季进入最后阶段，分析机构StoneX最新发布的报告指出，该地区2024/25榨季的甘蔗压榨量预计为6.127亿吨，较此前预估的6.022亿吨有所上调。
- 3、巴西中南部2025/26榨季，若后续持续天气良好，火灾恢复程度较高，产量预计会超过2023/24榨季：近三个月以来，巴西中南部地区降雨良好，有利于2025/26榨季甘蔗收成。部分机构目前给予相对宽松预期，如Datagro预测巴西中南部2025/26年度的食糖产量将恢复到4200万至4320万吨之间。
- 原糖行情展望：2025/26榨季巴西开榨之前，原糖预计持续挤出前期减产炒作下的升水，但贸易流偏紧叠加全球食糖供应边际收紧背景下，预计下方空间有限，关注18-21美分/磅区间。进入2025/26榨季后，原糖价格更多锚向新榨季全球产量预期，尤其是巴西火灾后的复产情况，从近月以及未来天气预期来看，巴西中南部降水正常，天气风险有限，有利于2025/26榨季甘蔗收成，预计原糖价格重心下移，关注17-19美分/磅区间。

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T	U
1	巴西供需平衡表																				
2	年度	期初库存	产量	进口量	总消费量	出口量	期末库存	库存消费比													
3	2015/16	94	3465	0	1050	2435	74	2.12%													
4	2016/17	74	3915	0	1055	2850	84	2.15%													
5	2017/18	84	3887	0	1060	2820	91	2.35%													
6	2018/19	91	2950	0	1060	1960	21	0.70%													
7	2019/20	21	3030	0	1065	1928	58	1.94%													
8	2020/21	58	4205	0	1015	3215	33	0.78%													
9	2021/22	33	3545	0	950	2595	33	0.93%													
10	2022/23	33	3805	0	950	2820	68	1.80%													
11	2023/24	68	4250	0	965	3160	193	4.68%													
12	2024/25*	193	4050	0	960	3100	183	4.51%													
13	2025/26*	183	4200	0	1000	3150	233	5.61%													
14	数据来源：USDA、UNICA、CONAB、巴西海关；单位：万吨																				
15																					
16																					
17																					
18																					
19																					
20																					
21																					

巴西生产节奏

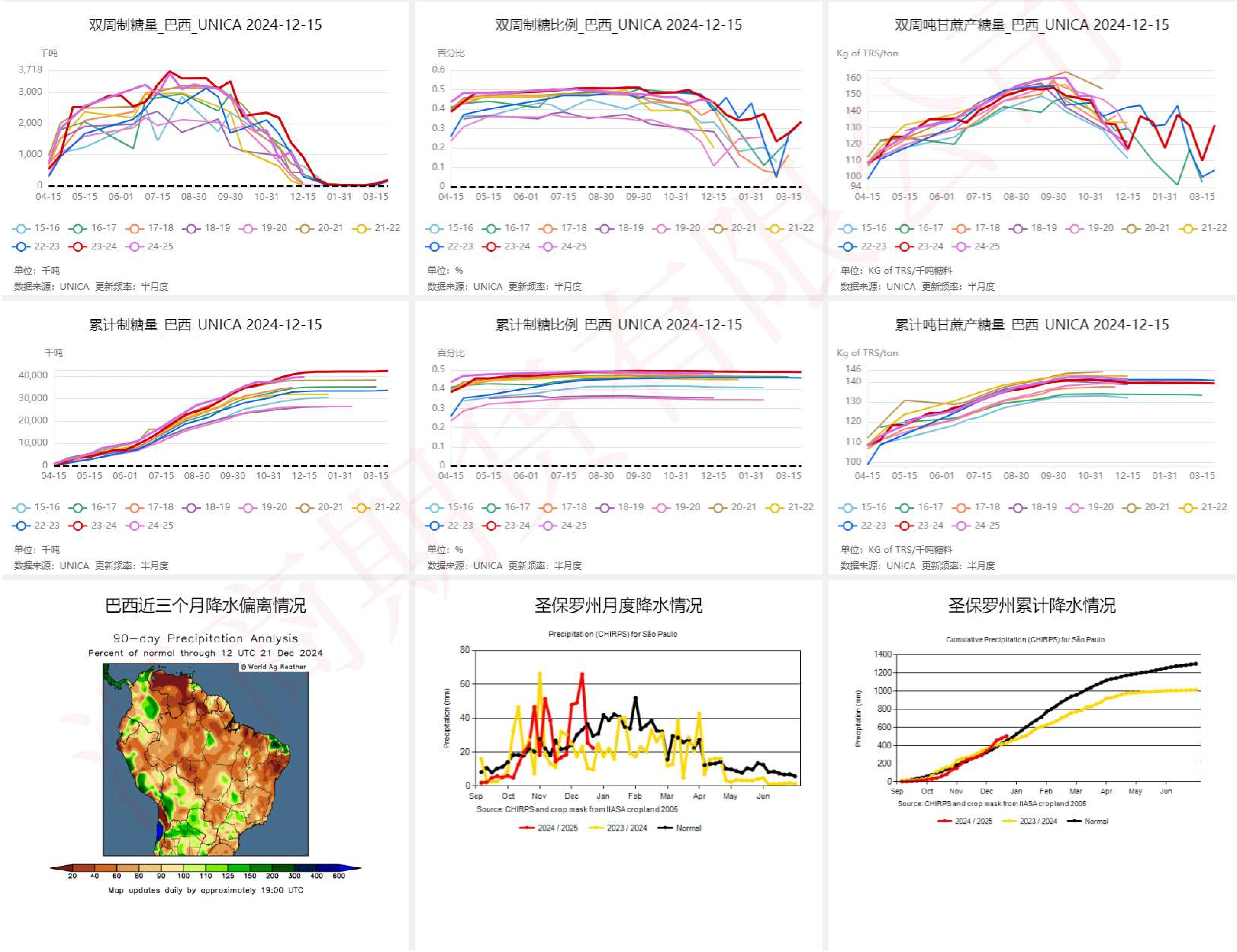
火灾影响有限，巴西2023/24榨季产糖量依旧属于较高区间

- 通常市场会通过读取UNICA双周报，来了解当下榨季巴西中南部地区生产进度和生产节奏，数据双周公布一次，重点关注产量以及甘蔗制糖比例。
- 随着榨季尾声的到来，甘蔗供应量可能进一步减少，生产活动趋于收尾。2024/25榨季截至12月16日的累计数据表明，巴西中南部的甘蔗压榨和糖产量同比全面下降，而乙醇产量（尤其水合乙醇）保持一定增长。12月上半月双周数据则反映榨季末期压榨量及产量大幅收缩的季节性特征，且因TRS水平走低进一步影响了糖和乙醇的单产效率。
- 具体数据来看，12月上半月，主产区甘蔗压榨量为883万吨，同比下降54.3%。圣保罗州压榨量为388万吨，同比减少71.73%。双周产糖34.8万吨，同比下降63.07%。其中，圣保罗州糖产量为19万吨，同比下降73.97%。双周乙醇总产量为7.65亿升，同比下降26.88%。双周甘蔗的可回收糖分（TRS）水平仅为115.92公斤/吨，同比下降2.25%。
- 2024/25榨季截至12月上半月，巴西中南部地区累计入榨量为60294万吨，较去年同期的61996.8万吨减少1702.8万吨，同比降幅达2.75%；甘蔗ATR为141.72kg/吨，较去年同期的140.28kg/吨增加1.44kg/吨；累计制糖比为48.34%，较去年同期的49.34%减少1%；累计产糖量为3936.1万吨，较去年同期的4088.2万吨减少152.1万吨，同比降幅达3.72%。



巴西生产节奏

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M
1		巴西双周报数据			截止日期：2023-12-15								
2		累积数值			双周数值			单位					
3		2023/24	2024/25		2023/24	2024/25		年度					
4	甘蔗压榨量	639,283	611,850	-4.29%	19,315	8,827	-54.30%	千吨					
5	产糖量	41,824	39,711	-5.05%	942	348	-63.06%	千吨					
6	吨蔗产糖量	139.62	141.33	1.71	118.59	115.92	-2.67	千克/吨甘蔗					
7	甘蔗制糖比	49.18	48.20	-1.99%	43.15	35.67	-17.33%	%					
8								数据来源：UNICA					
9													
10													
11													
12													





巴西出口与库存情况

巴西出口高峰已过，库存低位，全球原糖贸易流偏紧格局持续

巴西出口决定了巴西糖对全球市场的供给节奏，巴西港口出口情况容易收到港口拥堵程度、汇率等因素的影响。

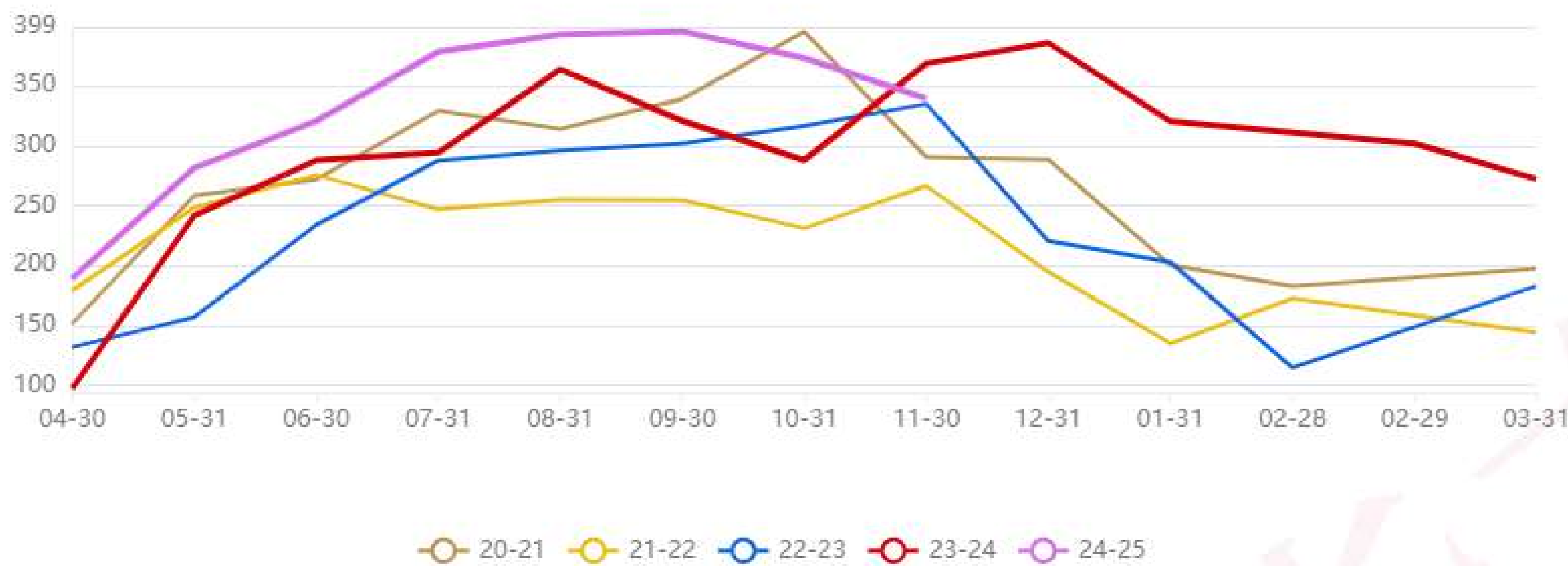
1、巴西2024年1-11月已出口食糖3509万吨，创历史新高，印尼为最大进口国：据巴西对外贸易秘书处（Secex）公布的数据显示，截至11月，巴西今年已经出口糖和糖蜜3509万吨，这已经超越该国2023年全年糖和糖蜜出口量3130万吨，创下历史新高。

2、巴西库存处历年同期较低水平，全球原糖贸易流偏紧格局持续：据巴西农业部数据显示，截止11月30日，巴西食糖库存993.92万吨，属于近五年最低水平。作为全球第一大出口国，巴西库存偏低将会使得全球原糖贸易流维持偏紧格局。

最新数据：

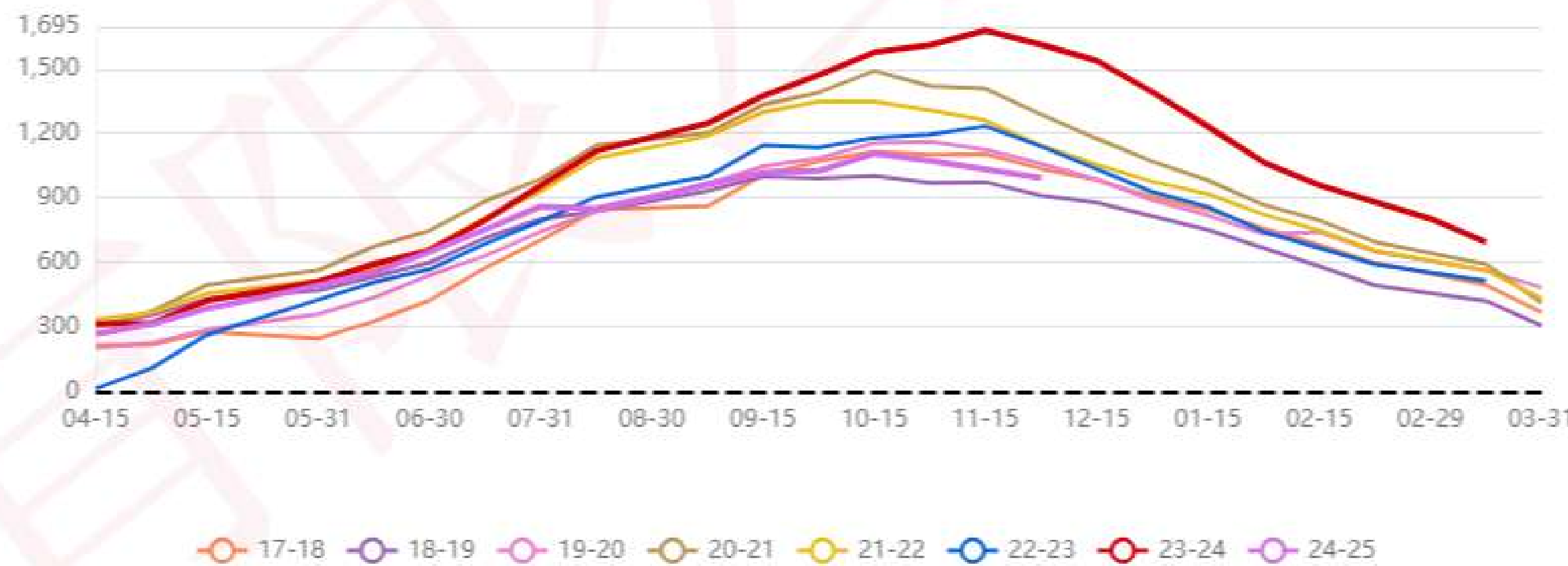
- 巴西12月前三周出口糖和糖蜜166.24万吨：巴西对外贸易秘书处（Secex）公布的出口数据显示，巴西12月前三周出口糖和糖蜜166.24万吨，较去年同期的149.6万吨增加16.64万吨，增幅11.12%；日均出口量为11.08万吨。2023年12月，巴西糖出口量为379.25万吨，日均出口量为18.96万吨。
- 截至12月18日当周巴西港口待运糖船数量降至45艘：巴西航运机构Williams发布的数据显示，截至12月26日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为45艘，虽较前一周43艘增长2艘，但整体较前期下滑严重。港口等待装运的食糖数量为174.92万吨，此前一周为145.42万吨。在当周等待出口的食糖总量中，高等级原糖（VH P）数量为162.51万吨。桑托斯港等待出口的食糖数量为103.31万吨，帕拉纳瓜港等待出口的食糖数量为50.24万吨。

巴西糖和糖浆出口数量 2024-11-30



单位：万吨

巴西双周食糖库存 2024-11-30



单位：万吨；数据来源：巴西农业部

巴西醇油情况

巴西醇油比和乙醇折糖价情况

【醇油比】是影响消费者选择乙醇或汽油的关键因素。乙醇燃烧产生的热力值约为汽油的70%，当醇油比价低于70%时，消费者会倾向于使用乙醇作为燃料，当醇油比价高于70%时，消费者倾向于使用汽油作为燃料。【巴西乙醇折糖价】该指标的含义是生产1单位原糖所需要的甘蔗如果用于生产乙醇所能获得的经济收益，这一折算过程主要反映了乙醇与糖之间的生产关系和价格联动性。

巴西糖至乙醇分流，除了取决于政策扶持，同样受掺混的经济利润的影响。对2025年国际能源价格预估上来看，由于特朗普当选新一届美国总统，此前已提出过推动石油增产、降低能源成本的政策设想，叠加特朗普“美国优先”的外交政策设想，原油的地缘政治溢价或将回吐。由此，原油市场走弱可能较大，一定程度会从经济性上限制乙醇掺混率的提升，导致巴西糖至乙醇的分流量有限。

【醇油比】：巴西醇油比自2023年6月开始持续低于70%，总体来看乙醇燃料对比汽油更具性价比。2024年醇油比先跌后涨，整体区间在60-67%左右。截至12月20日，巴西圣保罗地区汽油价格5.96雷亚尔/升，燃料乙醇价格3.91雷亚尔/升，乙醇燃料对比汽油比价65.6%，销售上乙醇燃料有优势。

【乙醇折糖价】：2024年巴西乙醇折糖价整体在12-15美分/磅区间波动，持续低于原糖价格，一定程度上会限制甘蔗糖至乙醇的分流量。截至12月20日，巴西乙醇折糖价格约13.02美分/磅，ICE原糖结算价20.73美分/磅，原糖较乙醇折糖有优势约7.71美分/磅，较前期有所收窄。

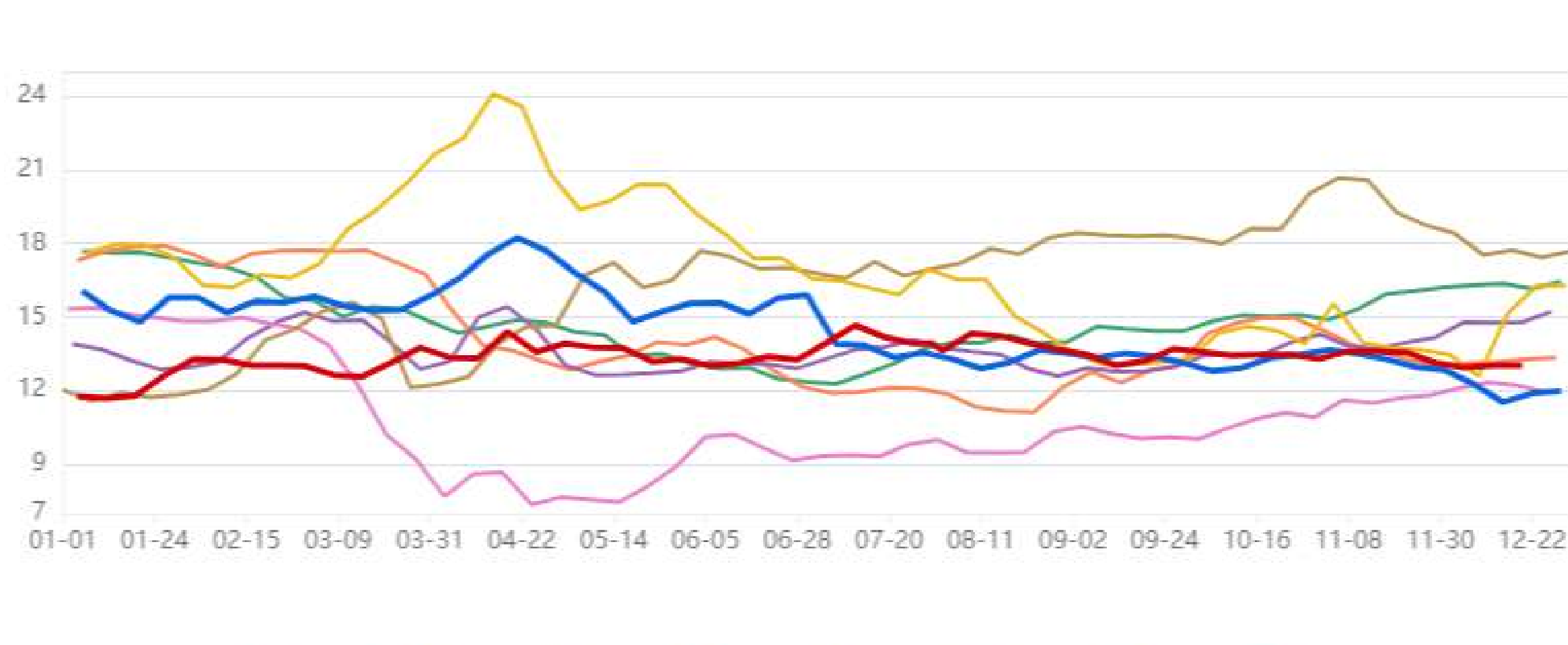
醇油比：巴西（周） 2024-12-20



价格（左）：雷亚尔/升 醇油比（右）：%

数据来源：钢联；同等容量的乙醇燃料只能提供70%汽油能量、钢联：雷亚尔/升 更新频率：周度

乙醇：折糖价：巴西（周） 2024-12-20



数据来源：钢联：美分/磅 更新频率：周度



1.3印度供需

印度2024/25榨季供应宽松，变数来自于出口政策及乙醇政策

【印度】印度为全球第二大白糖生产国，也是全球主要的白糖出口国，需要重点关注印度制糖及出口政策，印度糖会影响榨季初期全球糖供给。

印度2024/25榨季平衡表预估来看，整体维持宽松格局，目前开榨近两个月，进度相对缓慢，主要受前期干旱和大选影响入榨甘蔗相对较少，但最新一期数据显示进度较前期已有所好转，后续进度预计逐步加快。未来印度变数主要来自于政策端的变化：其一是出口政策，其二是乙醇政策。

出口政策方面，目前印度政府依旧严禁食糖出口，但ISMA基于印度国内供应宽松呼吁政府2024/25榨季允许出口至少100万-200万吨糖，关注后续是否有相关政策变化，整体来看，预计该政策影响主要是中性偏空方向。

乙醇政策方面，印度于2023年12月对糖生产乙醇实施限制，并且提出2025年汽油中掺混20%乙醇的计划，与目前实际掺混率有较大差距。同巴西乙醇政策类似，印度乙醇生产不仅依靠政策推动，同样受经济性的影响，在国际能源价格普遍悲观预期下，关注后续印度政府是否有实质政策出台。

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T
1	印度供需平衡表																			
2	年度	期初库存	产量	进口量	出口量	消费量	期末库存	库存消费比												
3	2017/18	6570	32500	2071	2150	26500	12491	43.60%												
4	2018/19	12491	33160	1300	5020	27500	14431	44.38%												
5	2019/20	14431	27420	900	7240	27000	8511	24.86%												
6	2020/21	8511	31200	1245	8050	28000	4906	13.61%												
7	2021/22	4906	35800	340	11520	29000	526	1.30%												
8	2022/23	526	32800	800	6100	27500	526	1.57%												
9	2023/24	526	33100	3000	0	28500	8126	28.51%												
10	2024/25*	8126	33000	1000	2000	29000	11126	35.89%												
11	数据来源：USDA、ISMA、印度政府；单位：千吨																			
12																				
13																				
14																				
15																				
16																				

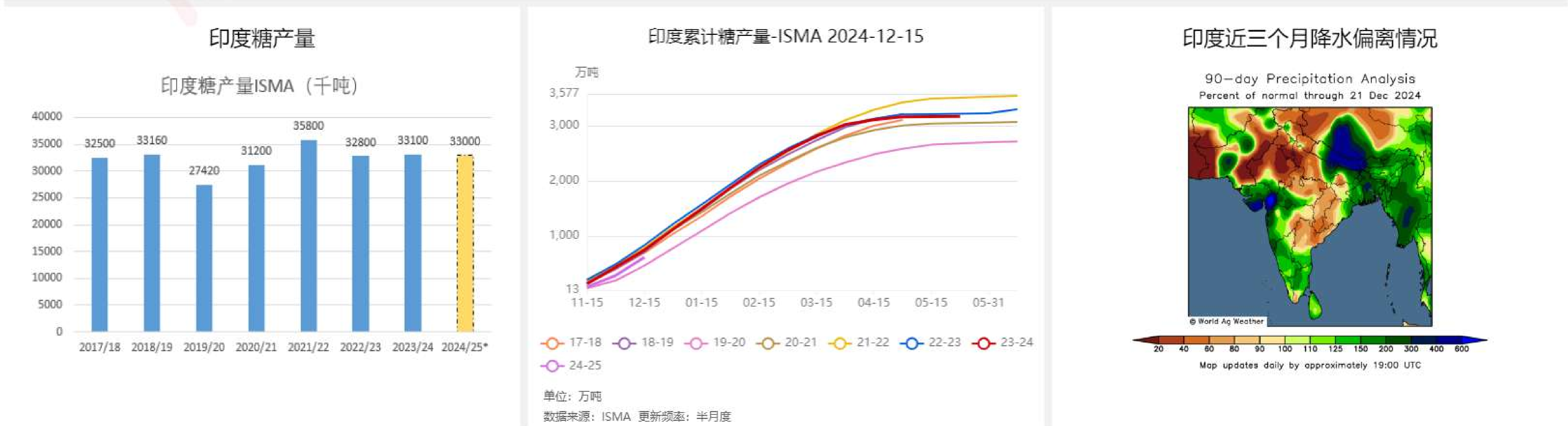
印度最新数据及政策

1、印度开榨，虽进度相对缓慢，但较上期已有所好转，后续压榨节奏和产糖量的将会持续影响市场情绪：根据印度全国合作糖厂联合会（NFCSF）发布的数据，2024/25榨季截至2024年12月15日，全国共有472家糖厂正在进行食糖生产工作，较去年同期的501家同比减少29家；入榨甘蔗7192.4万吨，较去年同期的8509.2万吨减少1316.8万吨，降幅15.48%；产糖608.5万吨，较去年同期的742万吨减少133.5万吨，降幅18%。从目前的数据来看，2024/25榨季印度的开榨进展较慢，这可能是由于天气因素或甘蔗入厂不足所致。但较上期已有所好转，后续压榨节奏和产糖量的将会持续影响市场情绪。

2、预计印度24/25年度糖产量维持较高水平：目前印度对于24/25榨季的产量整体乐观，各机构对于下榨季印度净糖产量预估区间在3100-3400万吨之间。ISMA预计印度24/25年度糖产量为3330万吨：根据印度糖业和生物能源制造商协会（ISMA）的初步估计，印度2024-25年度的食糖总产量预计维持在其初步预测的3330万吨（包括乙醇分流量）水平，略低于2023/24年度的3406.4万吨。Czarnikow预计印度在季风雨量充沛的情况下将生产3370万吨糖，较上年度增加220万吨。

3、印度解除2024/25年度甘蔗乙醇产量限制，甚至开始讨论制定更高的乙醇掺混比例：印度2003年1月启动的乙醇混合汽油计划（EBP），2021/22年度已实现E10目标，即乙醇掺混率达到10%。2024年6月11日，在印度2024年全国大选和新内阁选举结果公布后，石油和天然气部（MoPNG）部长Hardeep Puri宣布，印度实现了2023/2024年的目标，即到2024年5月，全国汽油中乙醇掺混率达到15%。下一阶段目标是在2025/26年度达到20%的乙醇掺混。2023年12月印度政府开始对糖生产乙醇实施限制，以增加糖产量，将有助于增加汽油中的乙醇掺混。2023年实际为12%，显然目前的水平离目标仍有较大差距，乙醇政策的变化对于市场产量来说是巨大的变数。

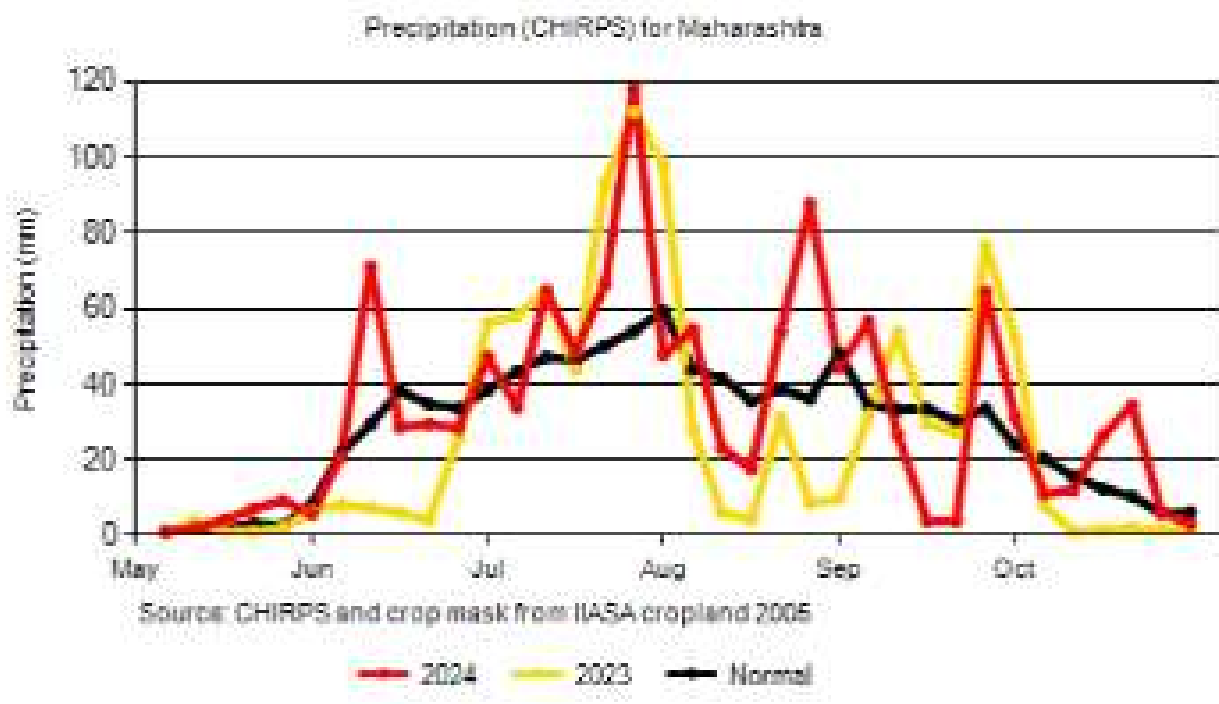
4、ISMA再度呼吁印度政府2024/25榨季允许出口至少100万~200万吨糖：12月18日，印度糖厂协会总干事迪帕克·巴拉尼（Deepak Ballani）表示，随着国内供应前景的改善和当地价格呈下降趋势，印度的糖厂本季可以轻松出口高达200万吨的糖。此前印度因为天气不利导致甘蔗产量下降，已连续两年限制食糖出口。但是今年雨季降雨充沛，印度农民扩大了甘蔗种植面积，预计2024/25榨季糖产量有可能创下历史新高。即使政府允许出口200万吨糖，巴拉尼预测，到2025年10月1日下一年度开始时，仍将有560万吨的过剩库存。



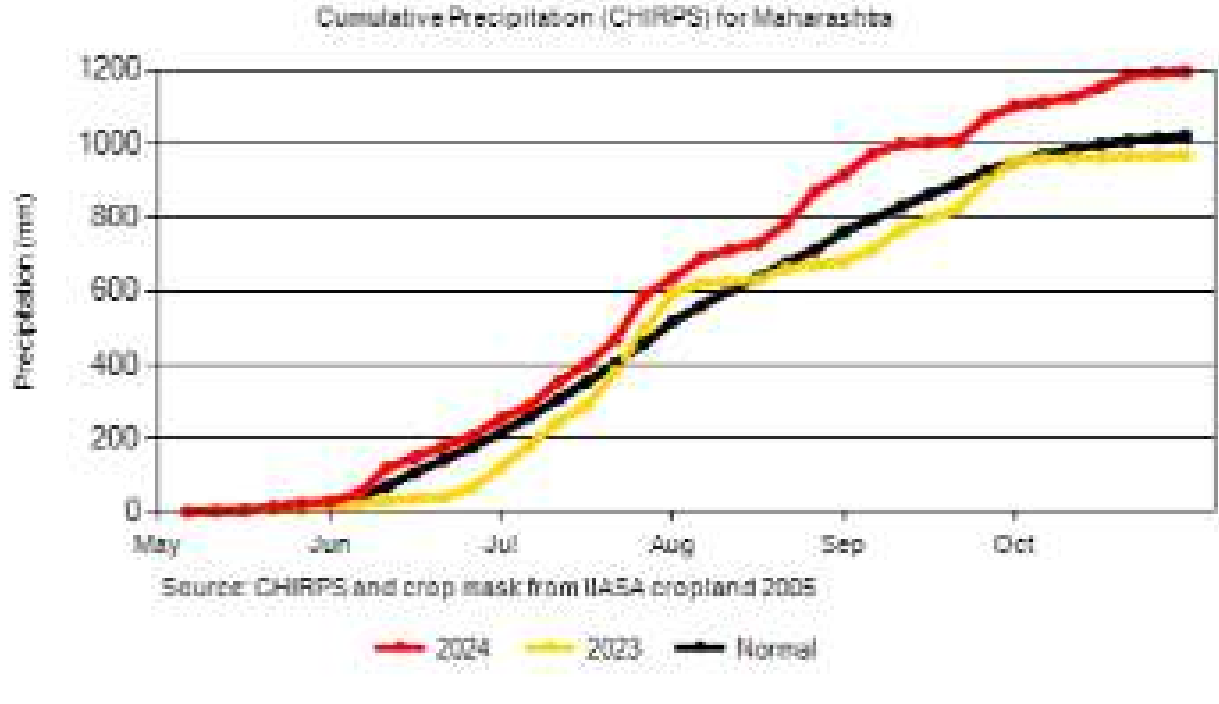


1.3印度供需

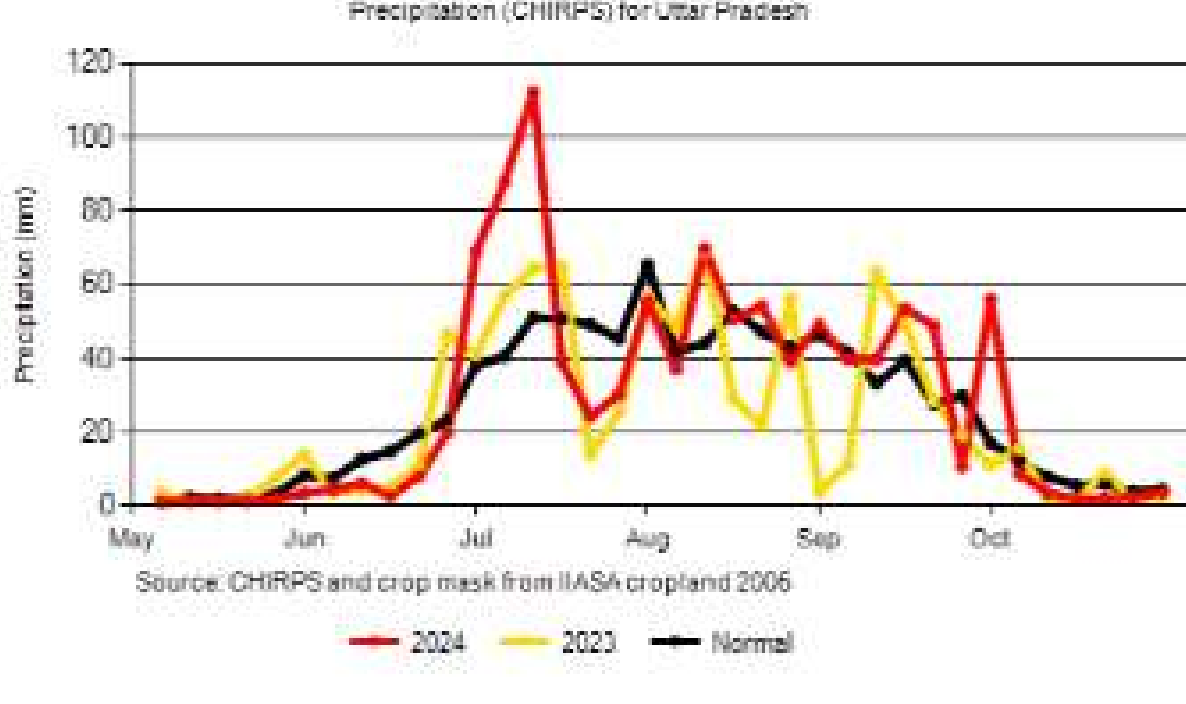
马邦月度降水情况



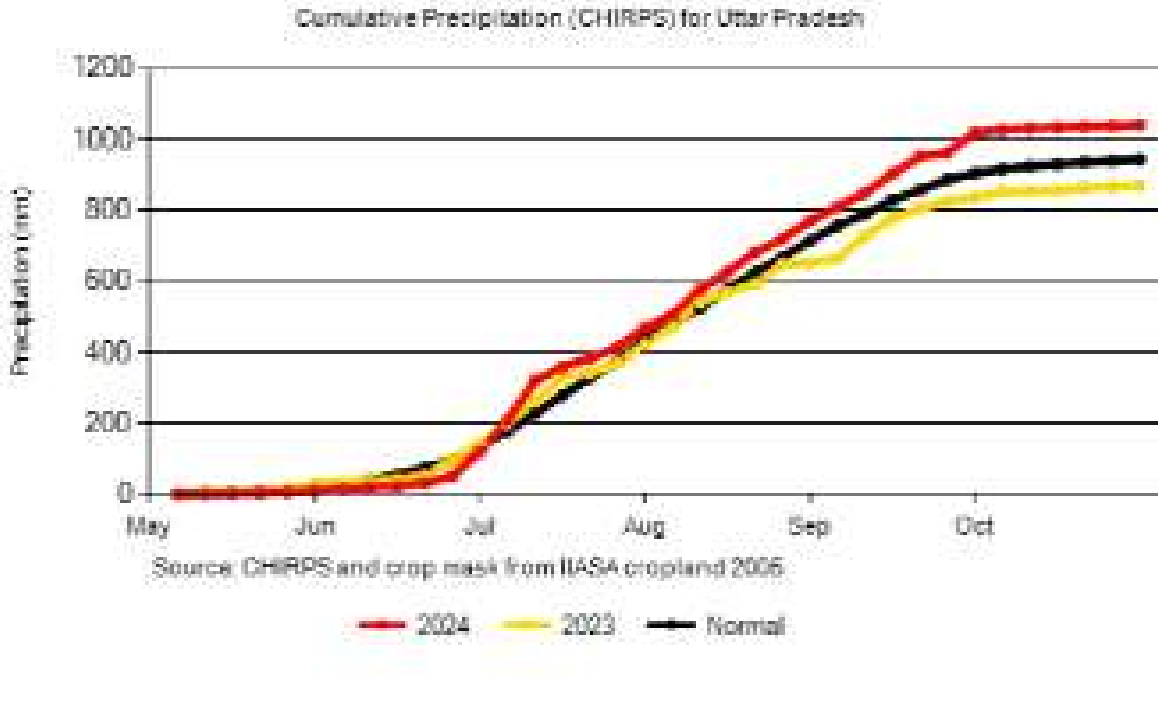
马邦累计降水情况



北方邦月度降水情况



北方邦累计降水情况



1.4泰国供需

泰国2024/25榨季糖产量重回千万吨之上

【泰国】泰国为第二大出口国，其出口糖、糖浆，甚至走私糖，容易影响我国糖市，需要持续关注其生产。在印度无法大规模有效出口后，泰国将成为仅次于巴西的最重要的第二大出口市场，将对全球食糖市场带来更大扰动。

泰国2024/25榨季糖产量重回千万吨之上，其生产与出口节奏会持续影响2025年一季度全球供需：由于本榨季蔗价上涨促使农民由木薯改种甘蔗，预计面积恢复性增加，市场预计24/25榨季泰国甘蔗产量有望同比增加近2000万吨，达到1亿吨以上，糖产量有望提高至950-1050万吨，同比增加70-170万吨。另外，由于巴西库存偏低，印度禁止出口政策目前仍在延续，2025年一季度全球食糖供应将主要来源于泰国，其生产与出口节奏会持续影响全球供需。

相关预估数据

- 嘉利高预估2024/25年度产糖量约1160万：2024/25 榨季泰国的甘蔗种植面积将达到 160 万公顷，去年的种植面积增加了14%，预计产糖量约1160万吨。
- 泰国OSCB预计24/25年度糖产量同比增长18%，至1039万吨：泰国甘蔗糖业委员会办公室（OSCB）预计泰国2024/25年度的食糖产量将达到1039万吨，增长18%。
- 泰国糖生产商KSL预计2024/25年度甘蔗产量同比增长10%：KSL认为，2024/25年度干旱将不那么严重，这将提振甘蔗收成增加。其预计，由于拉尼娜带来的降雨量增加，2024/25年度甘蔗产量同比增长10%，将达到9000万至1亿吨，从而使糖产量上升到900-1000万吨。
- 泰国2024/25榨季首期数据出炉，增产显著：2024/25榨季截至12月15日，泰国累计甘蔗入榨量为447.13万吨，较去年同期的239.21万吨增加207.92万吨，增幅86.92%；甘蔗含糖分11.62%，较去年同期的11.13%增加0.49%；产糖率为7.81%，较去年同期的6.026%增加1.784%；产糖量为34.92万吨，较去年同期的14.42万吨增加20.5万吨，增幅142.16%。其中，白糖产量2.08万吨，原糖产量32.36万吨，精制糖产量0.48万吨。

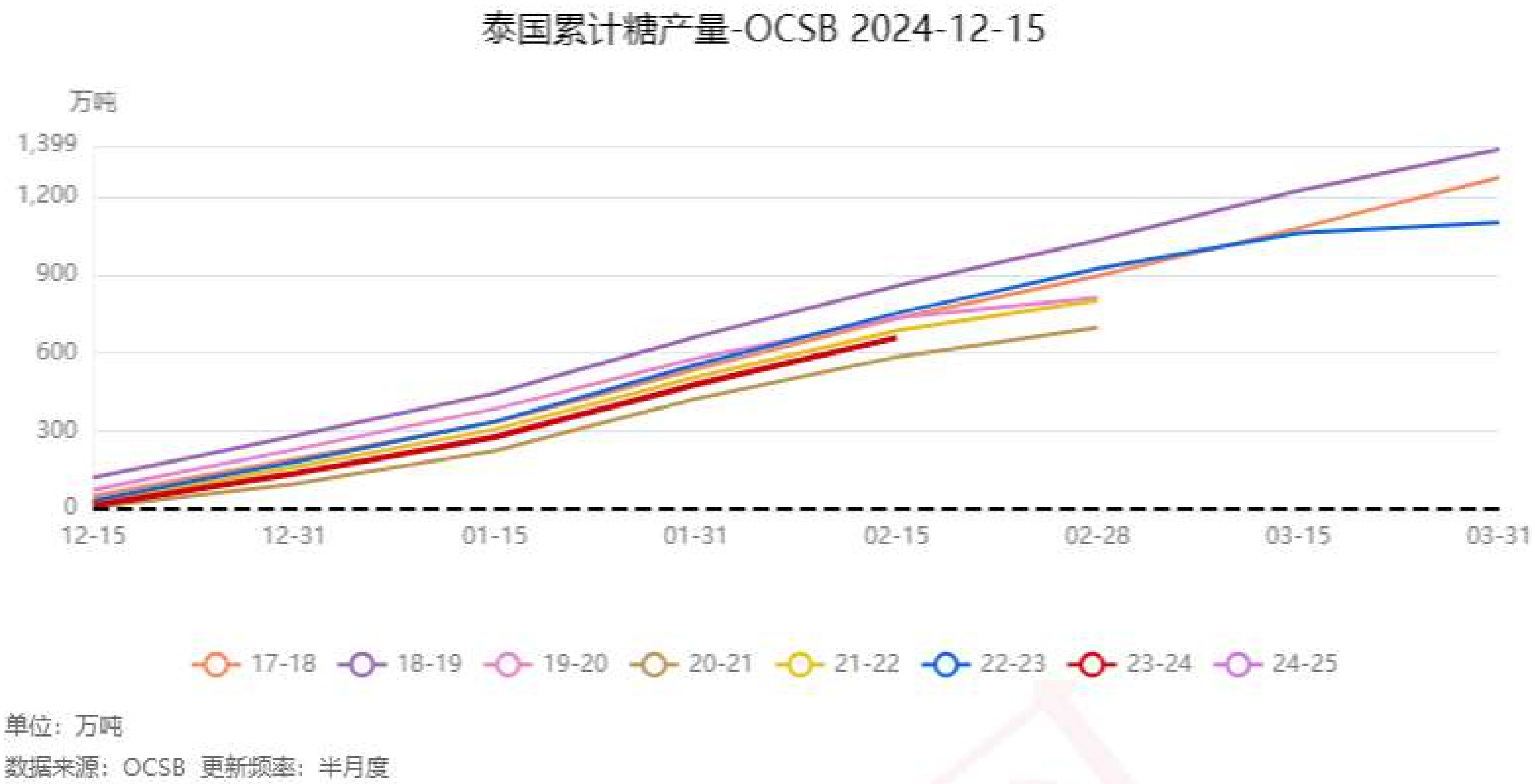
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T
1	泰国供需平衡表																			
2	年度	期初库存	产量	进口量	出口量	消费量	期末库存	库存消费比												
3	2017/18	5618	14710	0	10907	2580	6841	50.72%												
4	2018/19	6841	14581	0	10612	2480	8330	63.63%												
5	2019/20	8330	8294	0	6695	2360	7569	83.59%												
6	2020/21	7569	7587	0	3739	2350	9067	148.91%												
7	2021/22	9067	10157	0	7012	3000	9212	92.01%												
8	2022/23	9212	11059	0	9500	3100	7671	60.88%												
9	2023/24	7671	8800	0	6000	2500	7971	93.78%												
10	2024/25*	7971	10500	0	10000	2500	5971	47.77%												
11	数据来源：USDA；单位：千吨																			
12	备注：泰国不进口糖，且大部分糖用于出口，库存消费比绝对值较高																			
13																				
14																				
15																				
16																				
17																				
18																				



1.4泰国供需



数据来源:OCSB



二、国内供需

2.1国内供给

国内供给情况概述

2024/25榨季糖产量继续恢复，全国食糖供应预计维持宽松格局

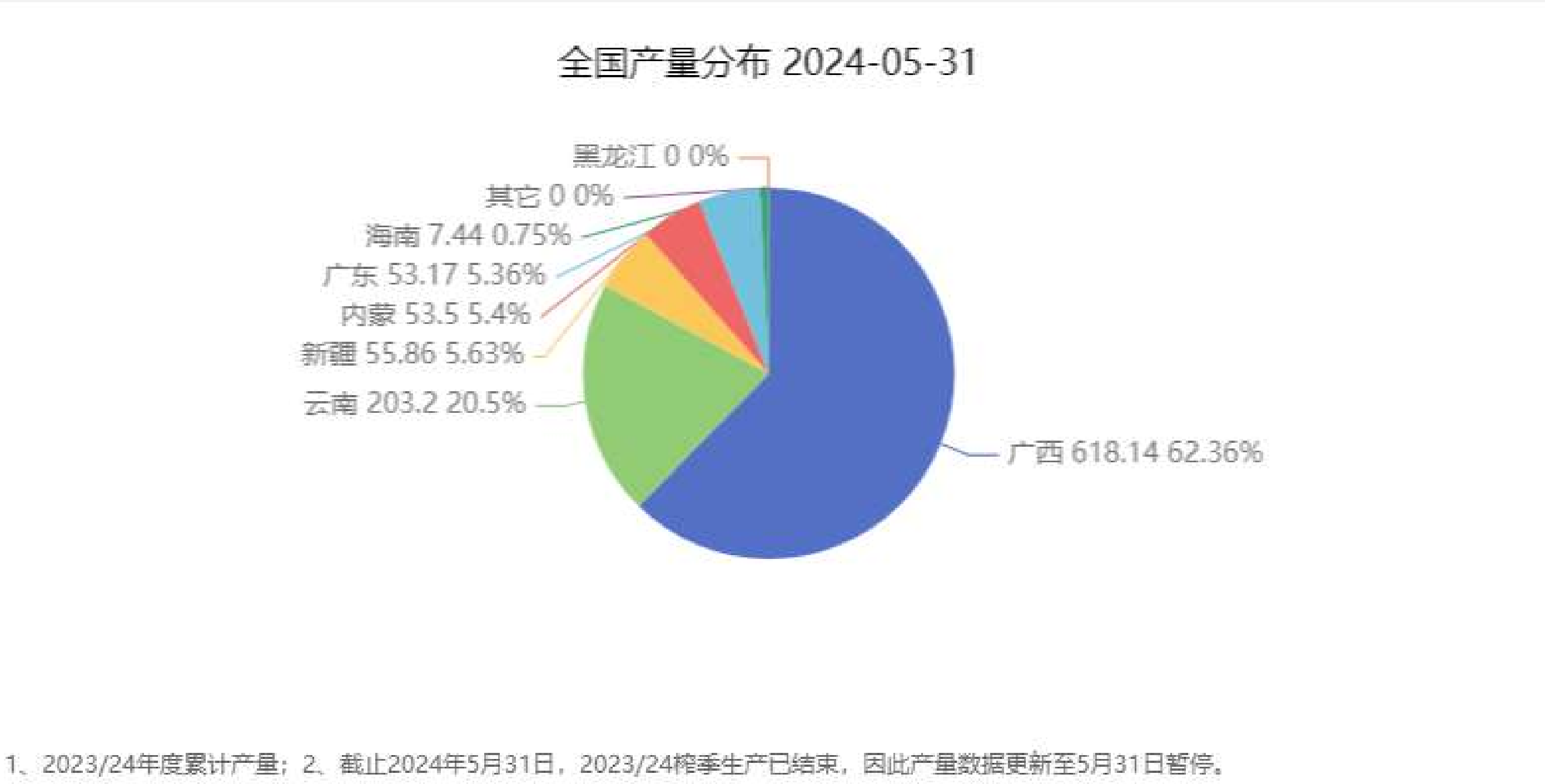
2023/24榨季全国及广西糖产量小幅回升，全国供需较2022/23榨季边际转宽松：2023/24榨季产已结束，全国共生产食糖996.32万吨，同比增加99万吨，增幅11.03%。广西方面，2023/24年榨季累计入榨甘蔗5118.01万吨，同比增加995.88万吨；产混合糖618.14万吨，同比增加91.11万吨；产糖率12.08%，同比下降0.71个百分点。整体来看，单产有一定恢复，但产糖率小幅下滑。

2024/25榨季糖产量继续恢复，全国食糖供应预计维持宽松格局：广西甘蔗种植面积明显增加，甘蔗单产预计小幅下滑，但产糖率预计同比稍高，总产量预计较2023/24榨季增长55-60万吨左右水平，至673-678万吨左右。云南预计维持小幅增长水平。北方甜菜糖方面，内蒙和新疆在种面扩大背景下同样维持增产格局，预计个增产15-20万吨左右。整体来看，2024/25榨季全国食糖增产幅度预计为95-110万吨，产量预计达到1095-1110万吨左右，整体较上榨季供应更加宽松。

农业农村部发布12月中国农产品供需形势预测：预计2024/25榨季食糖总产量达1100万吨，较上一年度增加10.44%，其中甘蔗糖950万吨，甜菜糖150万吨。甜菜糖生产进度过半，甘蔗糖生产提前，全国食糖产销进度快于上年同期。11月以来，广西以晴好天气为主，利于糖分积累和甘蔗砍运；云南多雨寡照，后期需关注天气对糖分积累和压榨进度的影响。

国内生产情况和平衡表

	A	B	C	D	E	F	G	H	I
17	中国供需平衡表								
18		产量	收抛储	进口	进口替代	出口	消费	供需差	
19	2018/19年度	1076		324	107.86	19	1500	-11.14	
20	2019/20年度	1041.2		375	80.14	15	1460	21.34	
21	2020/21年度	1066.66		634	73.33	13	1550	210.99	
22	2021/22年度	956.65		533	112.67	16	1540	46.32	
23	2022/23年度	897	10	389	158.6	18.5	1560	-123.9	
24	2023/24年度	996		475	214	15	1580	90	
25	2024/25年度*	1100		500	180	16	1580	184	
26	数据来源：中国糖业协会农业农村部；进口及出口数据来自于海关总署；进口替代为进口糖浆、预拌粉及其它途								
27									
28									
29									
30									
31									





国内生产节奏

2024/25榨季国内产糖情况

【压榨进度】全国最大的主产区为广西，其次为云南。2024/25榨季已于9月底开榨，截止12月20日全国累计开榨139家。另外，北方甜菜糖全面开榨，南方甘蔗糖陆续开榨，目前广西开榨74家，仅剩一家未开榨，云南开榨25家，进入密集开榨期，广东湛江开榨迅速，目前已开榨15家，仅剩一家未开榨。随着新糖上市量的增加市场供应将逐步趋向宽松。

【产糖量】全国方面：中糖协公布数据显示，截止11月底，本制糖期全国累计产糖136.79万吨，产销率44.52%；截至11月底，全国共生产食糖136.79万吨，同比增加48.16万吨，增幅54.34%；累计销售食糖60.9万吨，同比增加29.22万吨，增幅92.23%；累计销糖率44.52%，同比加快8.78个百分点。其中11月份单月产糖98万吨，同比增加46万吨；单月销糖49万吨，同比增加29万吨；工业库存75.89万吨，同比增加18.89万吨。

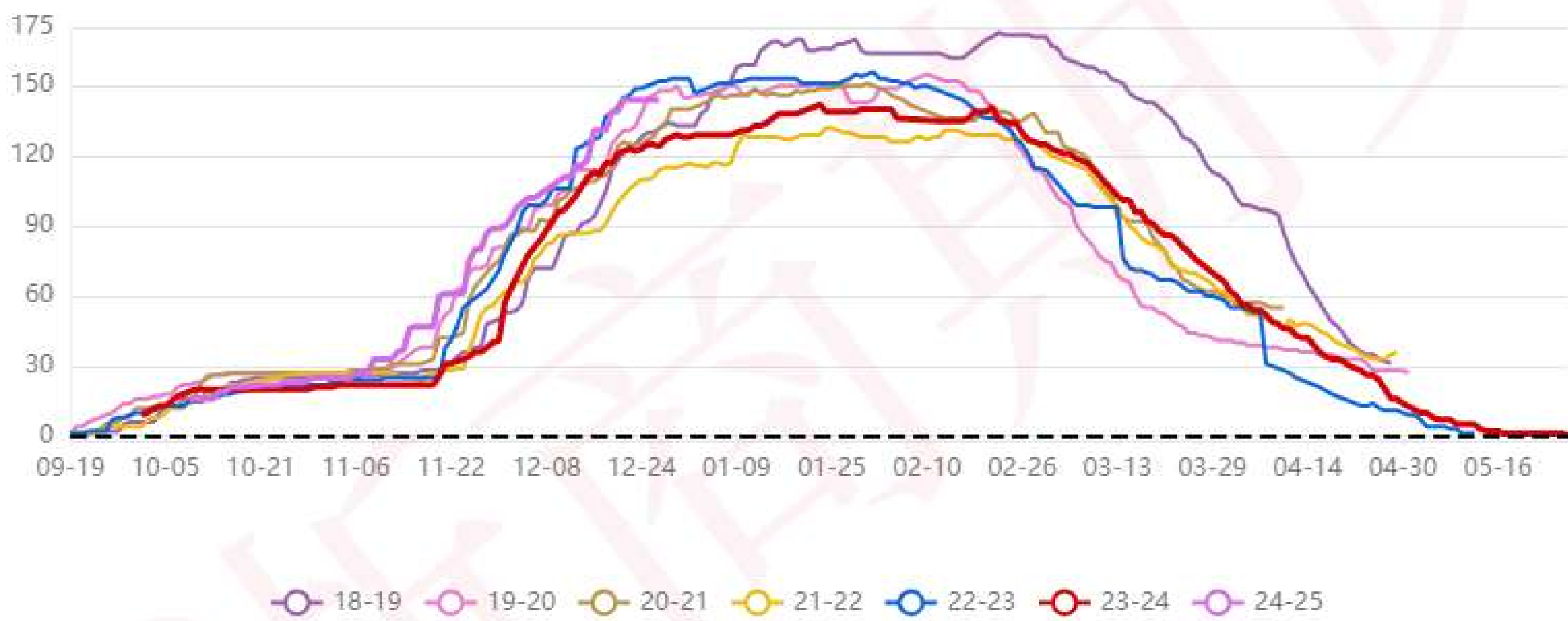
广西方面：截至11月底，累计入榨甘蔗469.32万吨，同比增加390.96万吨；产混合糖51.24万吨，同比增加43.86万吨；混合产糖率10.92%，同比提高1.50个百分点；累计销糖28.50万吨，同比增加22.46万吨；产销率55.62%，同比下降26.22个百分点。24/25榨季截至11月底广西食糖工业库存22.74万吨，同比增加21.4万吨。

全国及广西白糖产量 2024-11-30



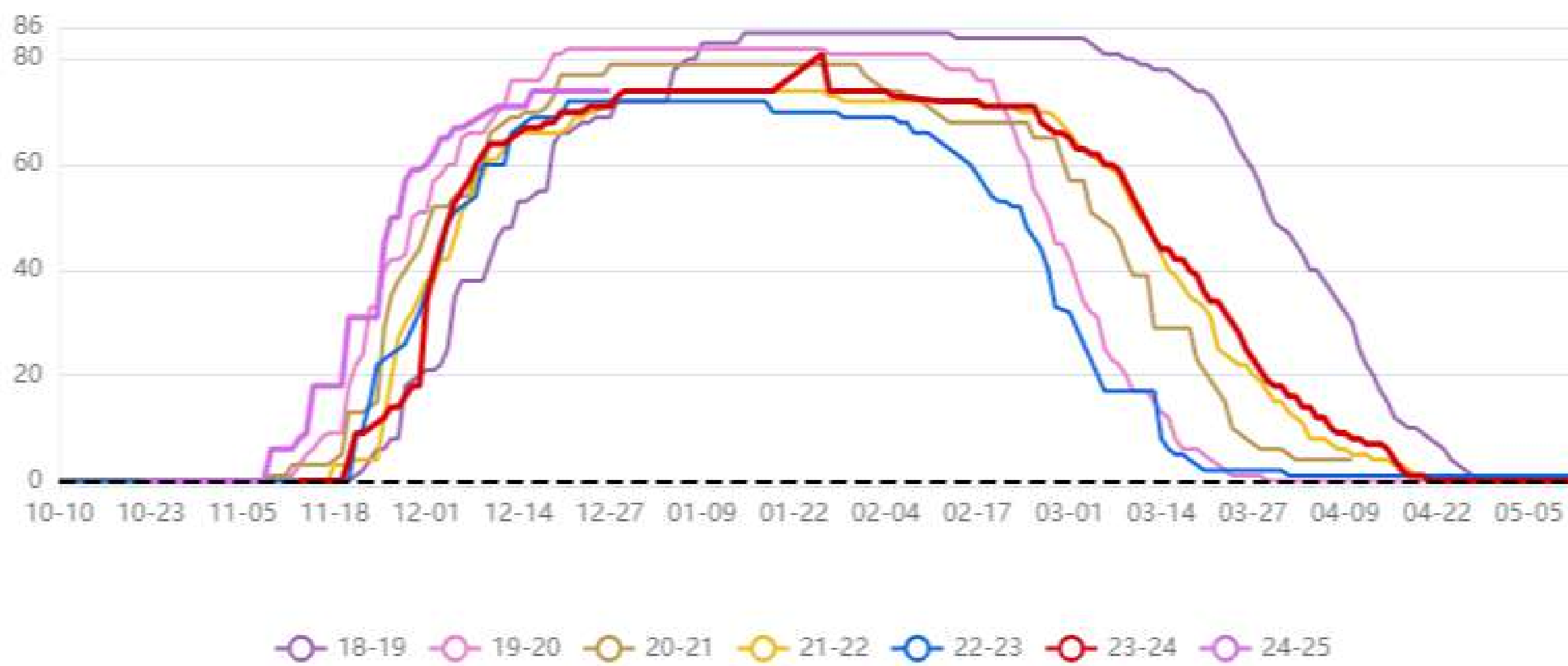
1、产量为年度累积值；2、每个年度从10月开始至次年9月；3、单位：万吨

全国糖厂开榨收榨进度 2024-12-27



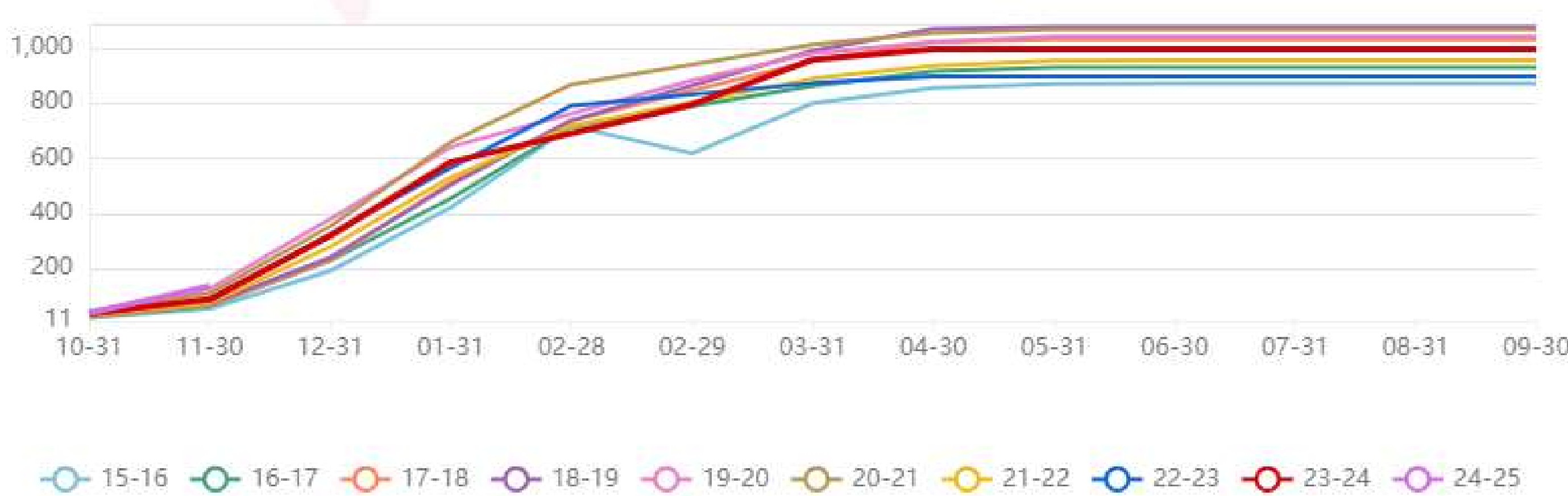
2022/23全国白糖生产于5月10日结束，压榨进度偏快；2023/24榨季于9月17日开始压榨；单位：家  
数据来源：沐甜科技 更新频率：日度

广西糖厂开榨收榨进度 2024-12-27



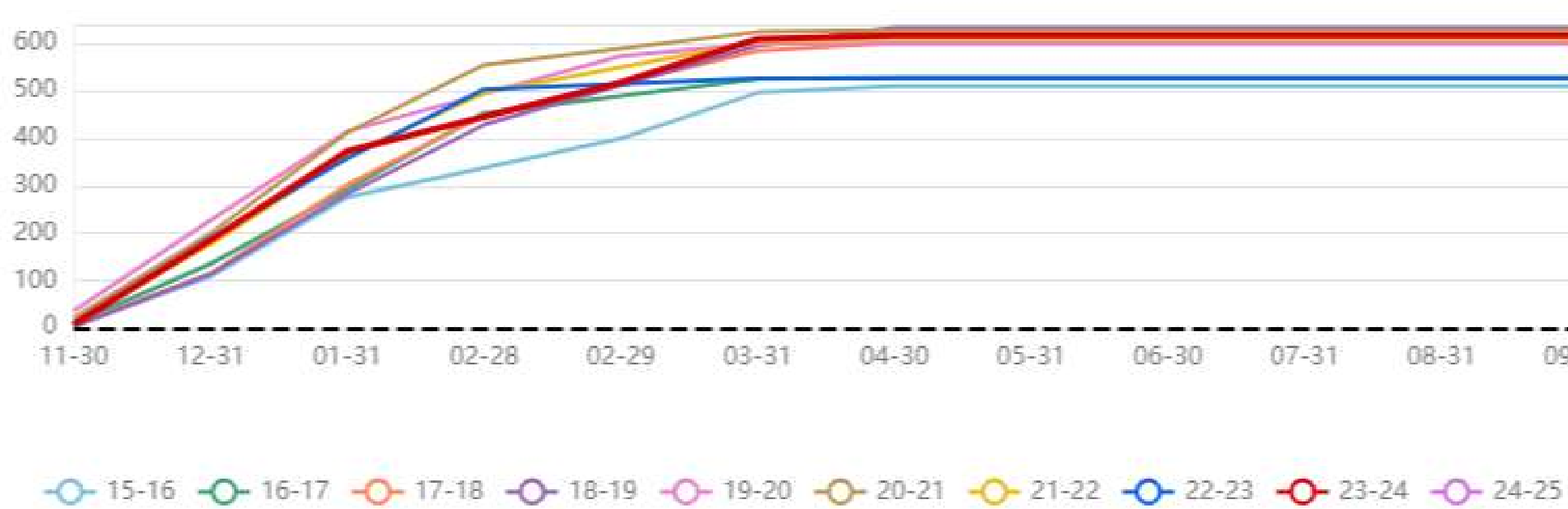
本榨季广西生产已结束，压榨速度偏快；单位：家

累积产糖量\_全国\_中糖协 2024-11-30



单位：万吨

累积产糖量\_广西\_中糖协 2024-11-30



单位：万吨



主产区昼夜温差及降水情况

降水及昼夜温对甘蔗单产及含糖率的影响

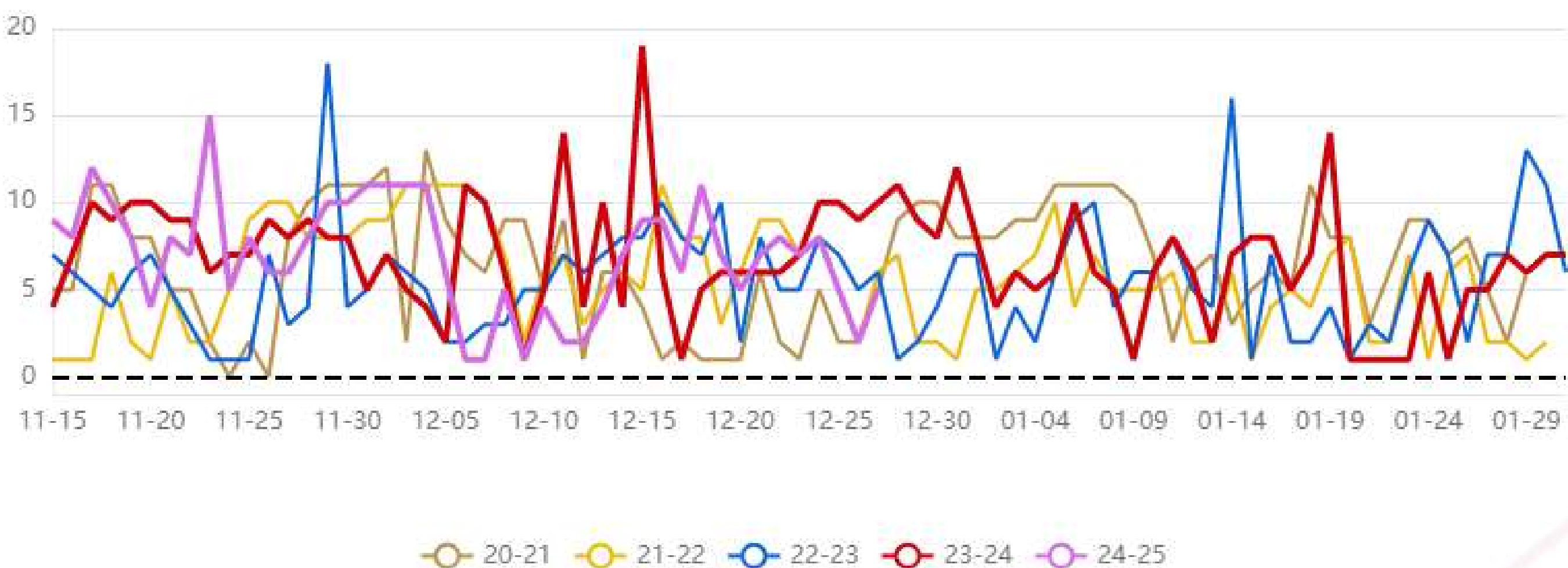
**降水情况：**另外从降水情况来看，6-7月广西降水较往年偏低，导致11月-12月入榨甘蔗单产偏低。8-11月降水好转，但进入11月中旬，降水再度转差，或影响后续单产，后续天可能存在天气炒作空间。整体来看，预计后续单产维持小幅下滑状态，但含糖率整体表现正常。云南降水情况相对较好，单产及含糖率预计表现正常。

**昼夜温差情况：**昼夜温差对甘蔗出糖率通常有一定影响，通常其它因素变化不大的背景下，昼夜温差越大越有利于甘蔗累积糖分。从当前数据来看，全国最大白糖主产区广西的主要产地昼夜温差稍高于去年同期，或使得后续入榨糖料含糖率同比稍高。

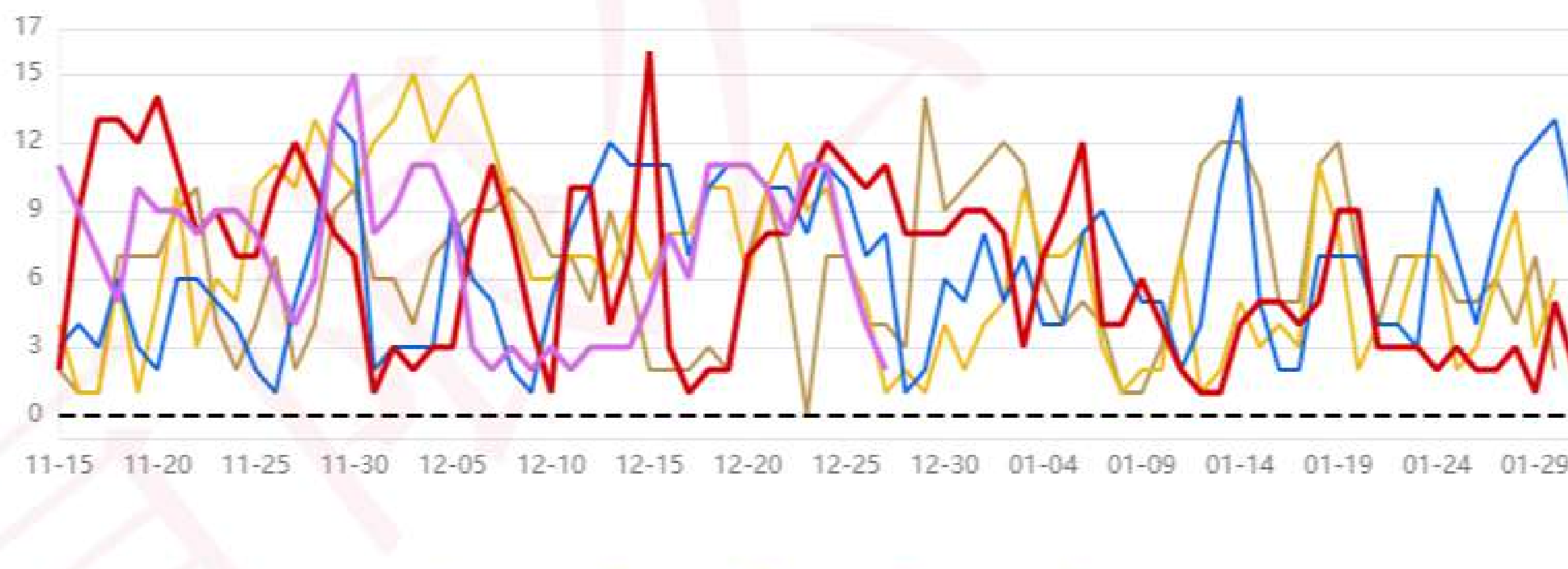
昼夜温差与最终产糖率相关性



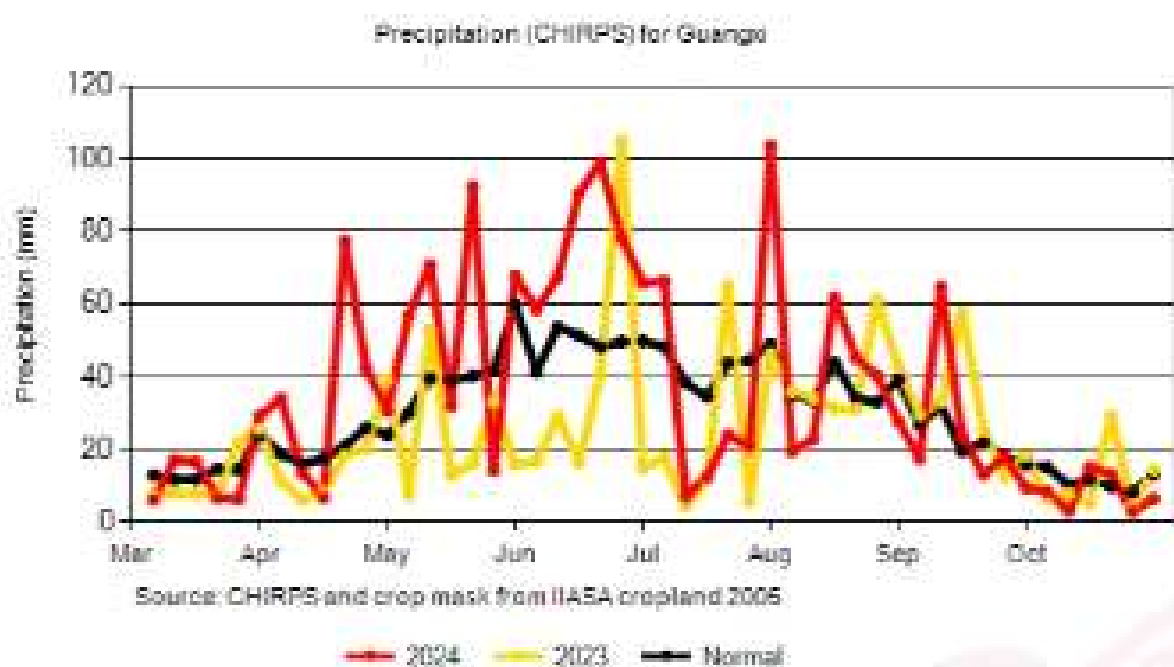
柳州昼夜温差 2024-12-27



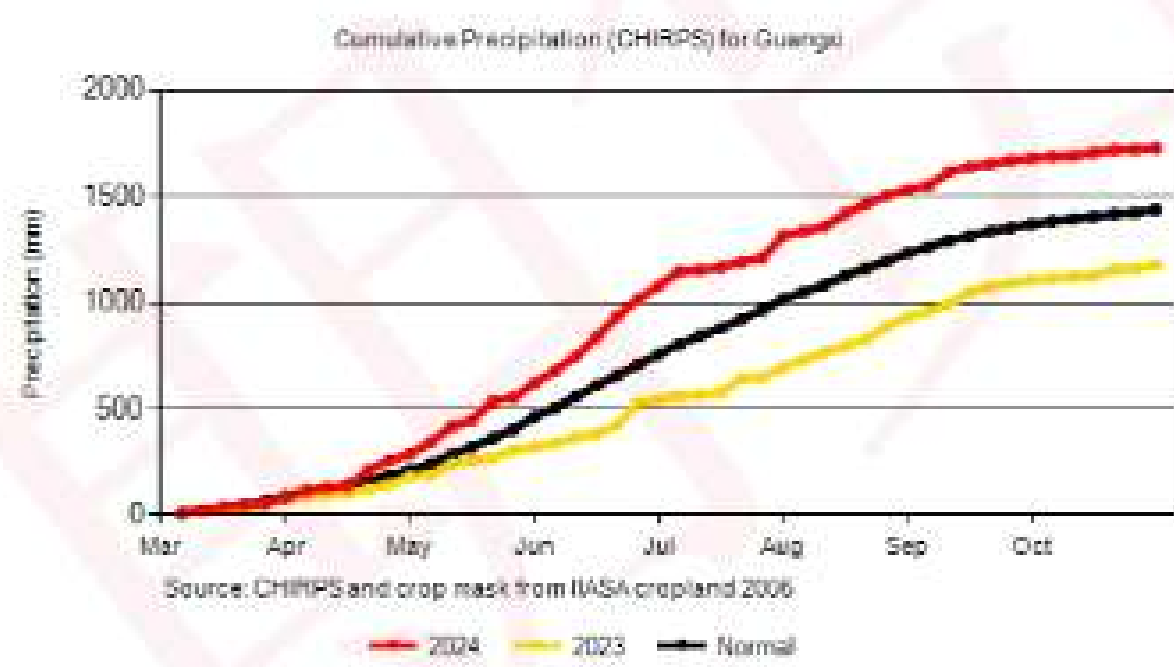
崇左昼夜温差 2024-12-27



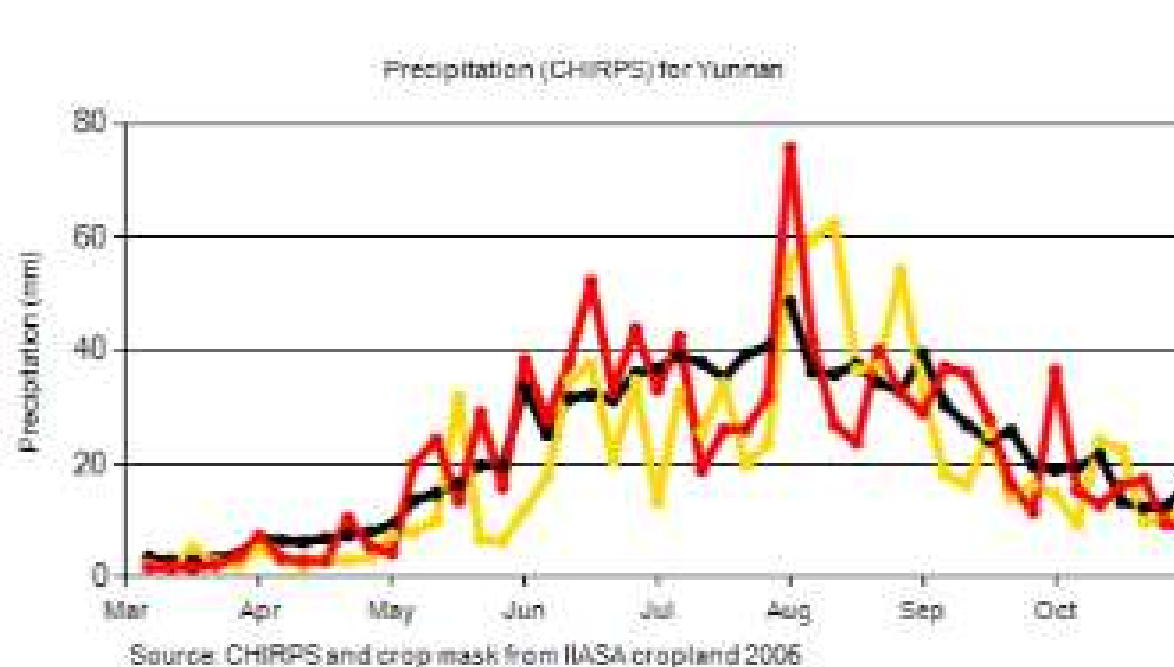
广西月度降水情况



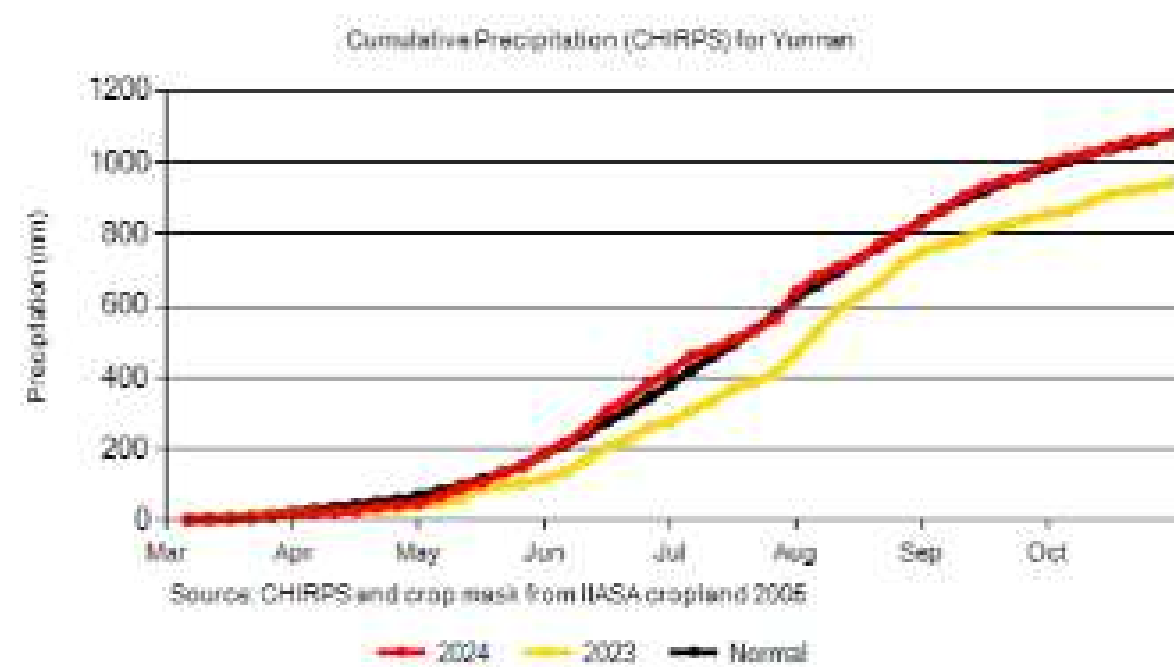
广西累计降水情况



云南月度降水情况



云南累计降水情况



2.2进口情况

进口情况概述

2023/24榨季国内进口糖增量显著，2024/25榨季有望维持较高进口量

【配额内进口】配额内进口量为每年194.5万吨，关税为15%

【配额外进口】配额外进口关税为50%。

【进口成本】巴西/泰国配额外进口成本=(((11号糖价格+巴西/泰国期现升水)\*汇率\*1.0275\*22.046+巴西/泰国海运费\*汇率)\*1.004616\*1.01\*1.00125+70)\*1.5\*1.16\*1.04+450)

【进口利润】进口利润=港口白糖现货价格-白糖进口成本。影响因素为：原糖价格、地区升贴水、汇率等。配额外进口利润较高会促进进口量增加，反之则会降低企业进口意愿。

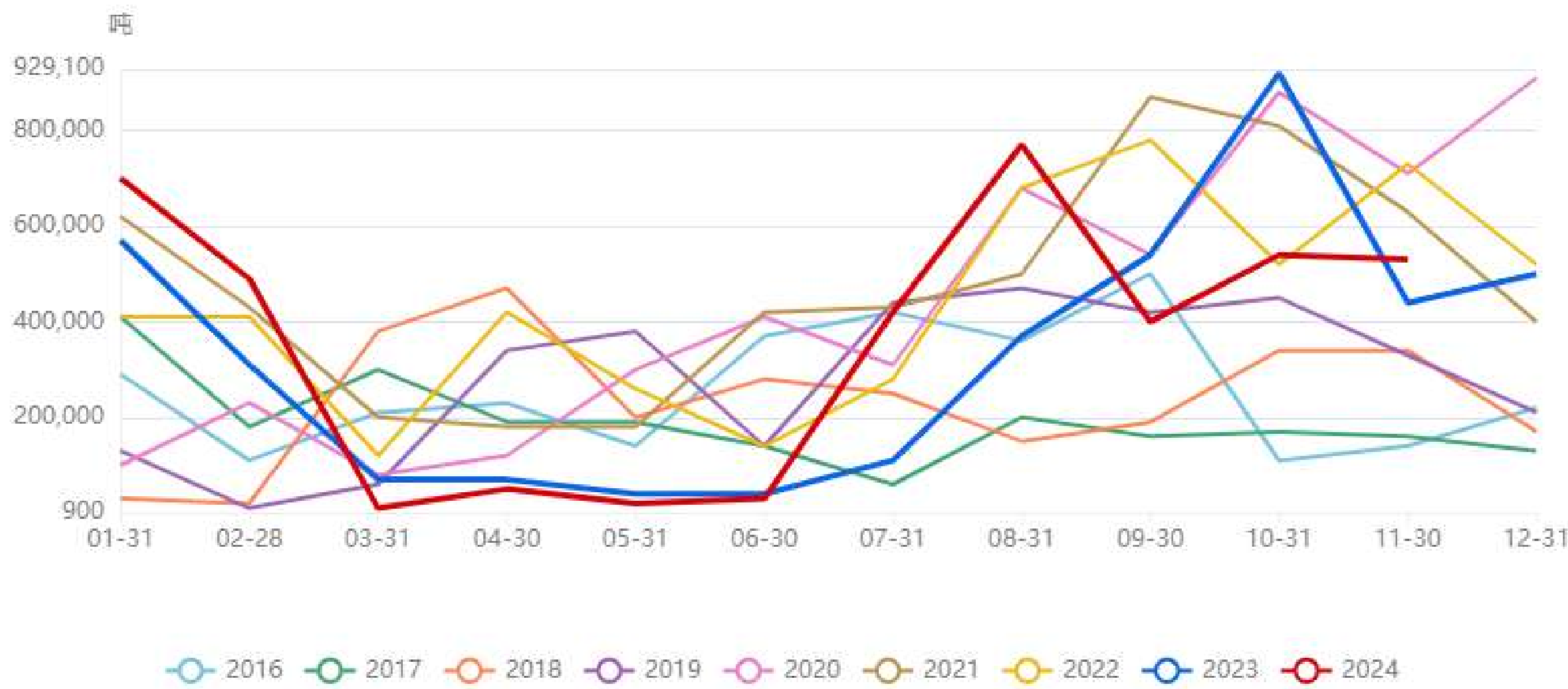
2023/24榨季国内进口糖增量显著，一定程度上使国内食糖供应进一步转宽松：国内前三季度白糖进口增量明显，尤其是第三季度进口许可证发放够放量显著，进入四季度，进口利润下滑导致进口量有所下滑。具体进口量来看：海关总署公布的数据显示，2024年11月份我国进口食糖53万吨，同比增加9.23万吨。2024年1-11月我国累计进口食糖396.17万吨，同比增加48.59万吨。按榨季划分来看，2023/24榨季国内食糖累计进口475万吨，较上一榨季的389万吨环比增加86万吨，增幅22.1%，进口糖增量显著，一定程度上使国内食糖供应进一步转宽松

2024/25榨季进口预估来看，有望维持较高进口量：近期随着原糖价格不断下移，配额外进口成本倒挂幅度减弱。后续预计随着巴西新榨季开启后原糖价格承压运行为主，仍会给出国内进口利润窗口，因此2024/25榨季预计食糖有望维持较高进口量。



进口量及进口分布

国内食糖进口量 2024-11-30

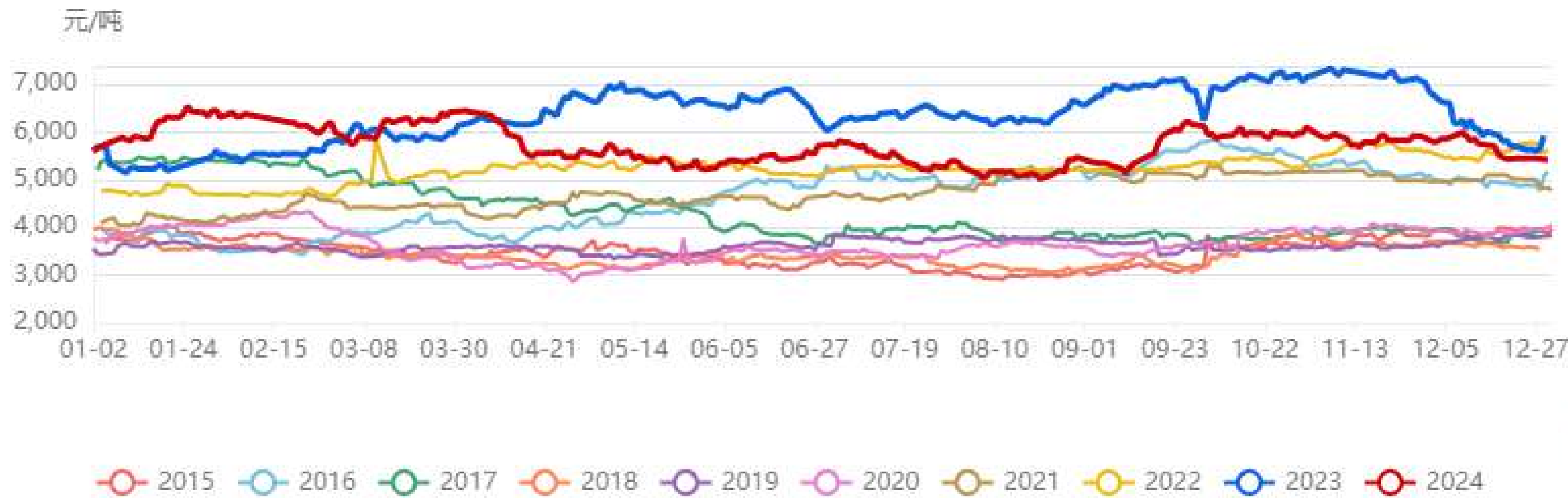


单位：万吨  
数据来源：沐甜科技 更新频率：月度

	A	B	C	D	E	F	G
1	2023年1-12月中国食糖进口情况						
2	进口量 (吨)		占比 (%)				
3	巴西	3351874	84.36%				
4	印度	181848	4.58%				
5	韩国	157530	3.96%				
6	泰国	117938	2.97%				
7	危地马拉	45850	1.15%				
8	巴基斯坦	34929	0.88%				
9	古巴	30000	0.76%				
10	其他	53184	1.34%				
11	合计数量	3973153					
12	数据来源：中国海关						
13							
14							
15							
16							

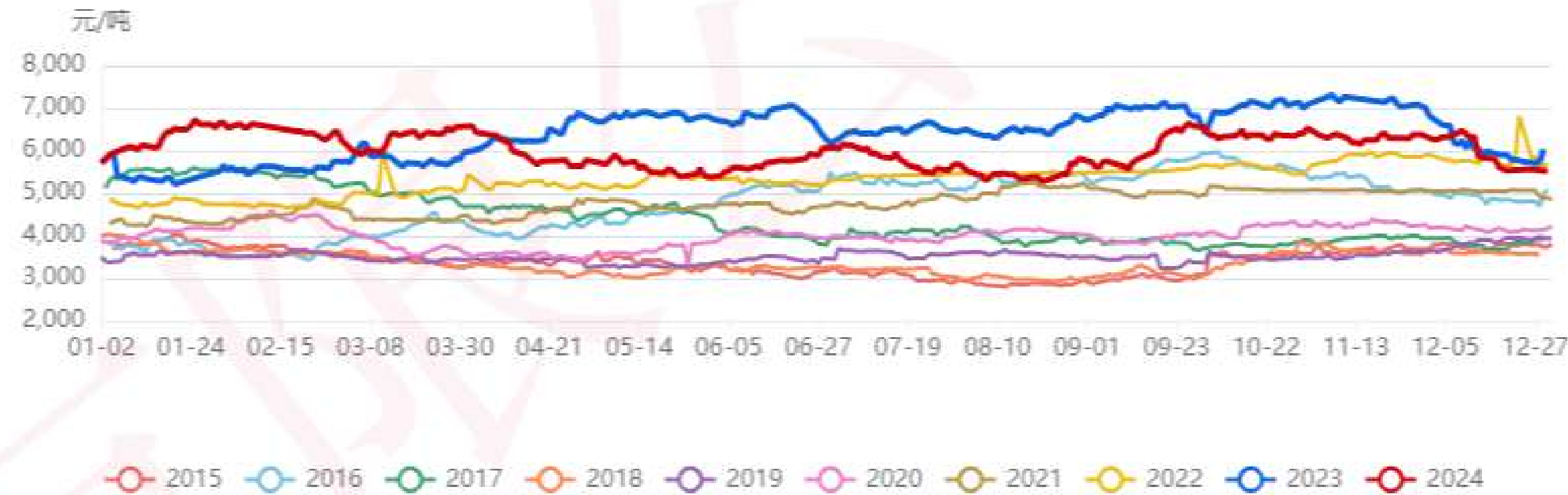
配额内进口成本和利润

巴西配额内进口成本 2024-12-30



单位：元/吨  
更新频率：日度

泰国配额内进口成本 2024-12-30



单位：元/吨  
更新频率：日度

巴西配额内进口利润 2024-12-27



单位：元/吨  
更新频率：日度

泰国配额内进口利润 2024-12-27



单位：元/吨  
更新频率：日度

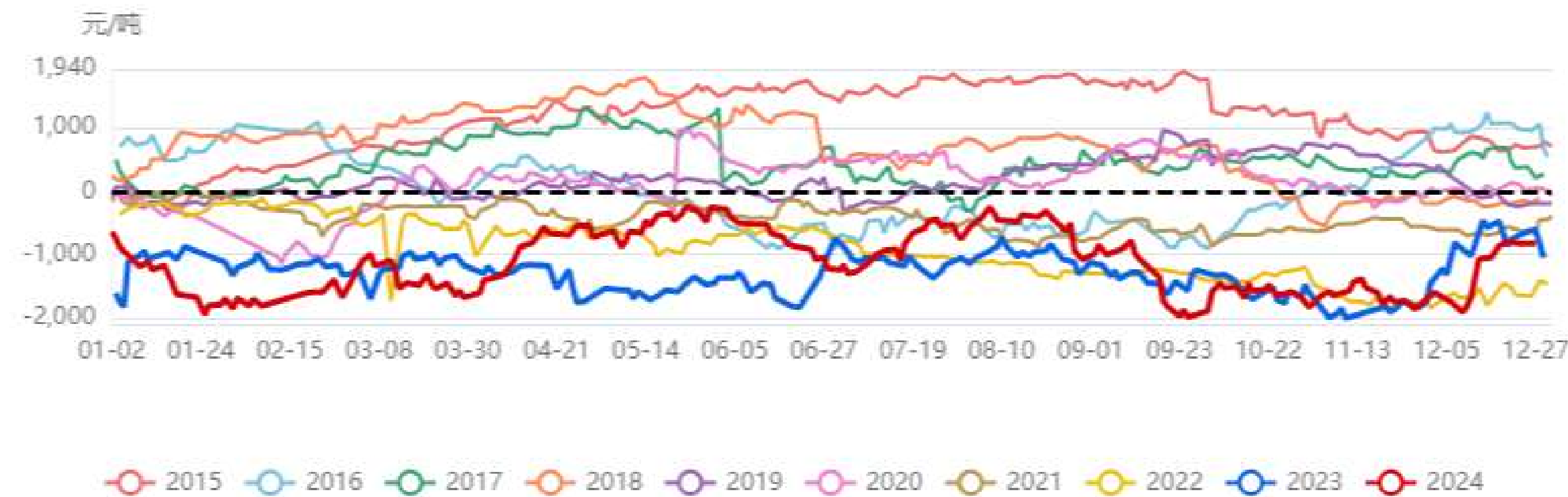
配额外进口成本和利润

巴西配额外进口利润 2024-12-27



单位：元/吨  
更新频率：日度

泰国配额外进口利润 2024-12-27



单位：元/吨  
更新频率：日度



## 配额外进口成本和利润

巴西配额外进口成本 2024-12-30



泰国配额外进口成本 2024-12-30



## 替代品进口

### 糖浆进口政策持续发酵，关注后续是否有实质政策落地

白砂糖预拌粉和糖浆中白砂糖比例非常高，并且从中分离出难度也不大，并且通过提供东盟成员国家的原产地证明则可以0关税进口。在国际糖价大幅上行的阶段，需要警惕进口替代，即预拌粉及进口糖浆的进口量。

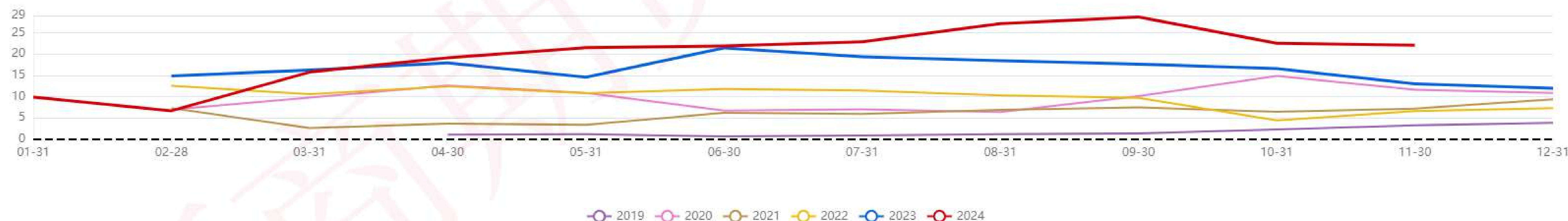
自2024年4月份，有关部门发布《关于调整海关特殊监管区域和区外加工贸易食糖管理措施的公告》，并宣布将于7月1日起实施之后，糖浆、预混粉进口数量居高不下。具体进口数据方面，据海关总署数据，2024年11月我国进口糖浆、白砂糖预混粉(税则号列170290)22.04万吨，同比增加9.07万吨，增幅69.84%。2024年1-11月份累计进口217.79万吨，同比增长48.04万吨，增幅28.30%。

2023/24榨季进口糖浆、白砂糖预混粉增量显著：按榨季划分来看，2023/24榨季我国累计进口糖浆、白砂糖预混粉214.79万吨，同比增加56.18万吨，增幅35.42%。其中，糖浆进口145.92万吨，同比增加36.01万吨；白砂糖预混粉66.46万吨，同比增加20.57万吨。二者以67%和88%含糖率分别计算，合计折白砂糖量约为156.26万吨。

进入12月份后，糖浆进口政策持续发酵，关注后续是否有实质政策落地：12月10日晚海关总署食安局发布暂停泰国糖类企业部分产品输华的函，发函目的还是在于敦促泰国方面关注糖浆生产的卫生保证，而不是拒绝进口。因此整体来看，政策利多空间有限，关注后续是否有实质政策落地。由此，由于泰国是我国糖浆及预混粉的主要进口国，该政策一定程度上仍会降低2024/25榨季糖浆及预混粉进预期，关注后续是否有进一步政策落地。

12月28日，国务院关税税则委员会发布《2025年关税调整方案》，自2025年1月1日起，将进口糖浆、白砂糖预混粉(2106项下)的关税由12%提升至20%。但我国进口糖浆、白砂糖预混粉主要是1072项下，该项税率保持不变，预计对国内供给影响相对有限。

糖浆进口量 2024-11-30



从2022年11月起，合计加入预拌粉进口量；单位：万吨  
数据来源：沐甜科技 更新频率：月度

## 2.3国内需求

### 需求情况概述

#### 上榨季结转库存偏低，国内产销率整体快于往年

【需求的季节性】通常全年度有两个白糖的需求旺季，一个为夏季冷饮雪糕消费旺季，一个为春节备货旺季。

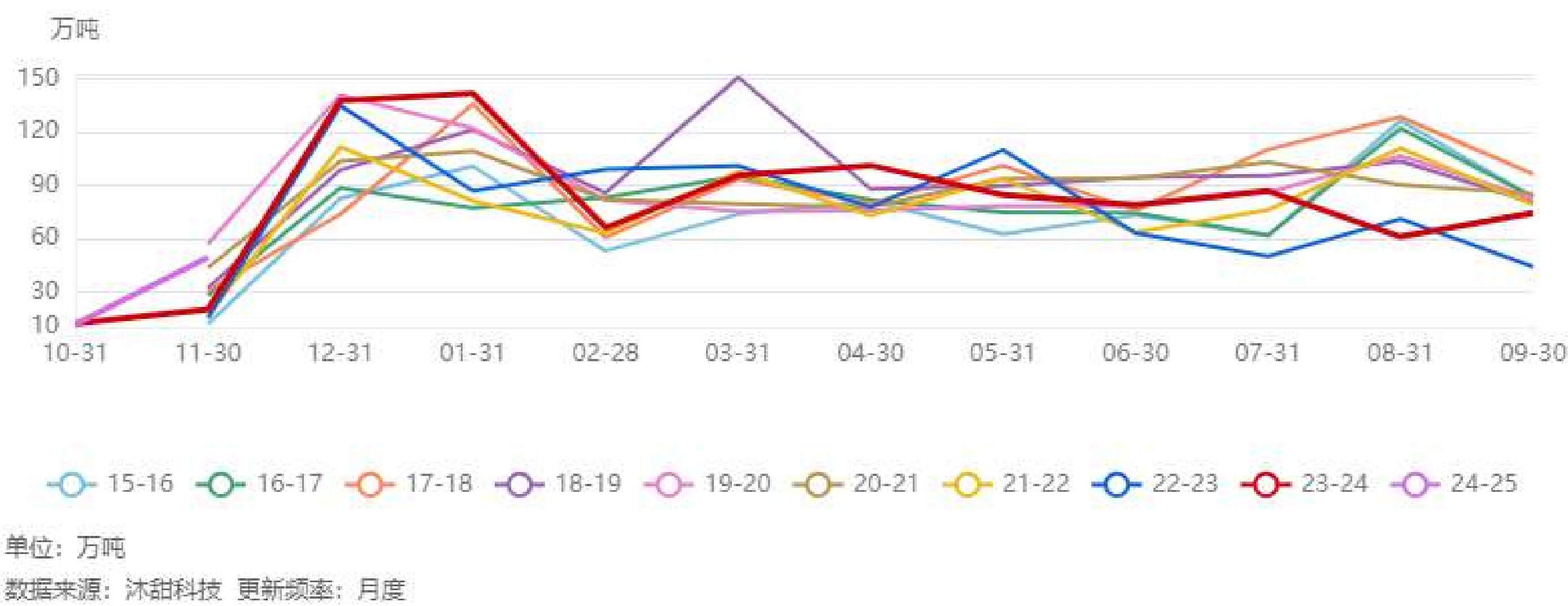
当前处于春节备货阶段，由于上榨季结转库存偏低，国内产销率整体快于往年：截止11月底，全国共生产食糖136.79万吨，同比增加48.16万吨，增幅54.34%；累计销售食糖60.9万吨，同比增加29.22万吨，增幅92.23%；累计销糖率44.52%，同比加快8.78个百分点。其中11月份单月产糖98万吨，同比增加46万吨；单月销糖49万吨，同比增加29万吨。

广西方面，截至11月底，产混合糖51.24万吨，同比增加43.86万吨；混合产糖率10.92%，同比提高1.50个百分点；累计销糖28.50万吨，同比增加22.46万吨；产销率55.62%，同比下降26.22个百分点。

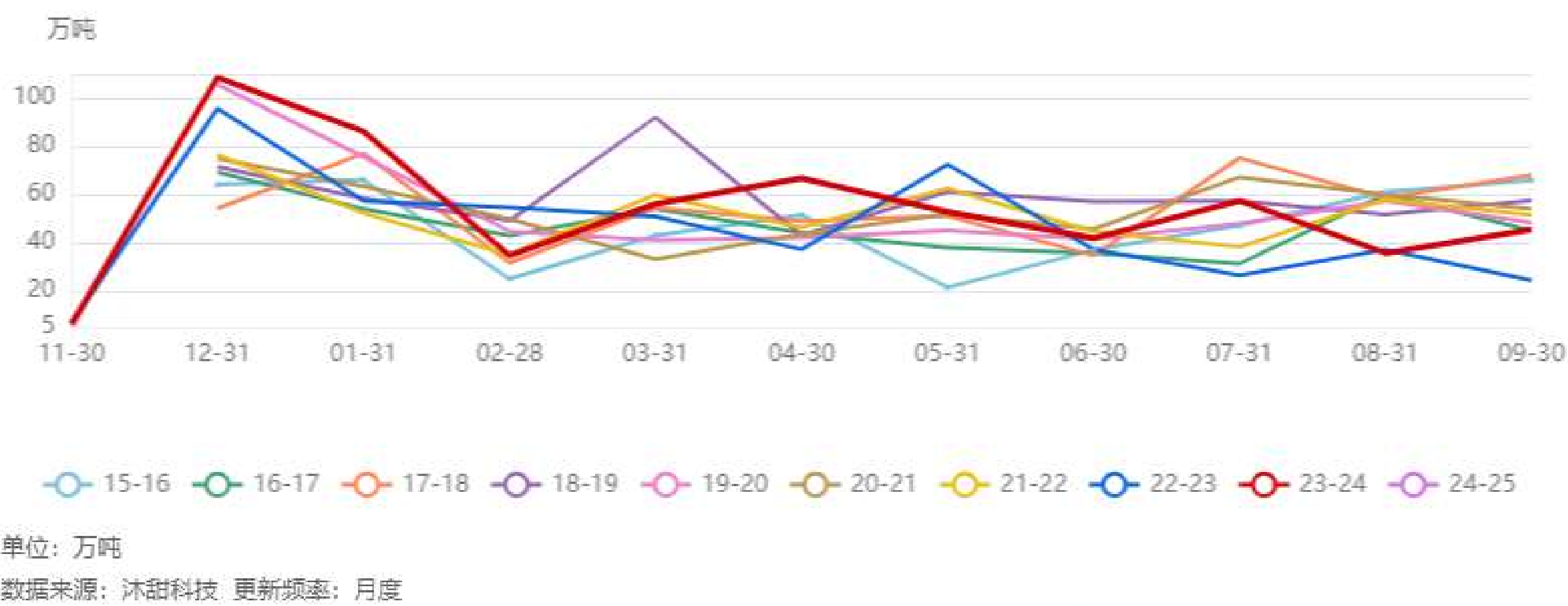


销糖量

销糖量\_全国\_中糖协 2024-11-30

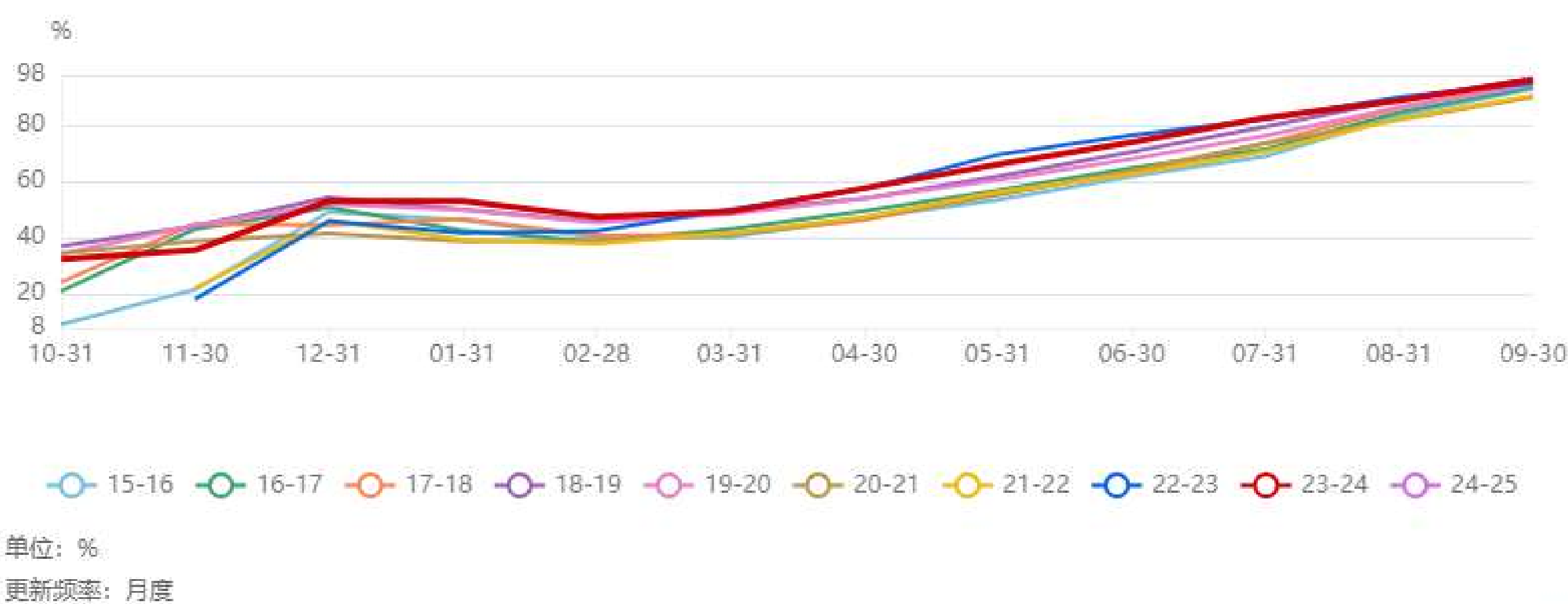


销糖量\_广西\_中糖协 2024-11-30

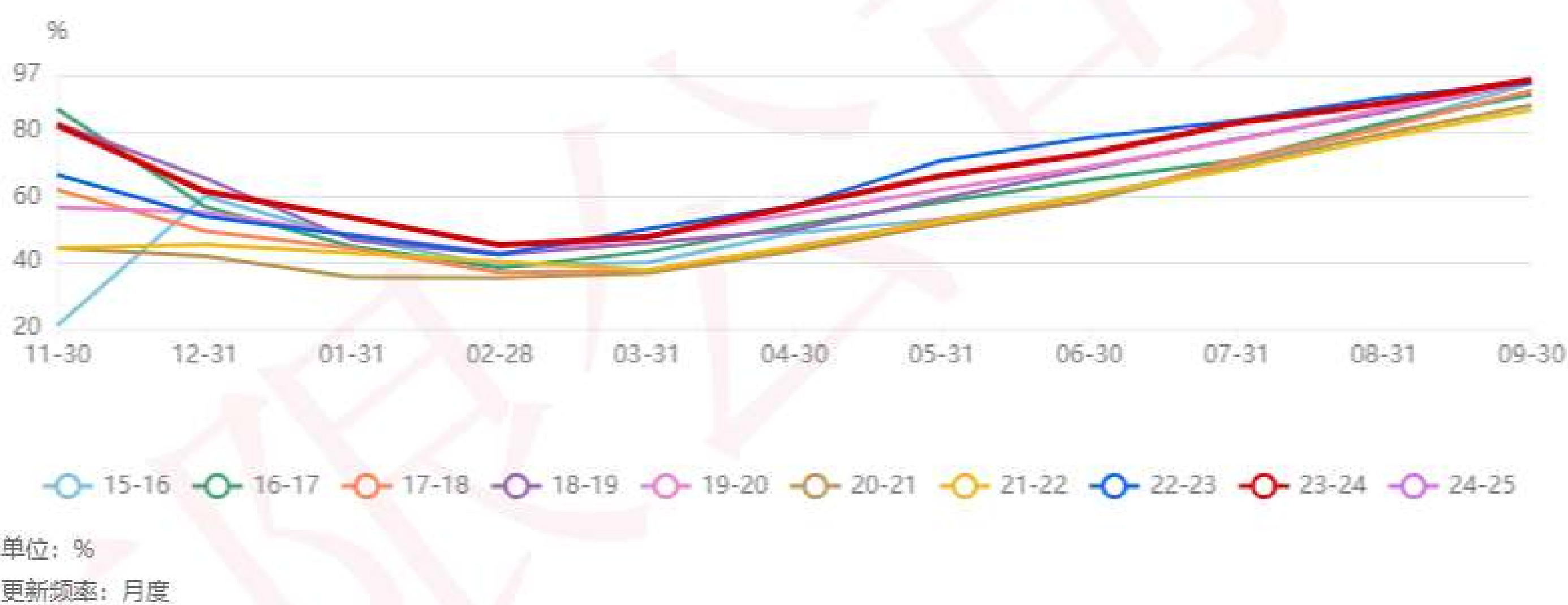


产销率

产销率\_全国\_中糖协 2024-11-30



产销率\_广西\_中糖协 2024-11-30



2.4库存情况

库存情况概述

当前库存偏度，后续库存进入累库周期

【工业库存】工业库存=白糖累积产量-白糖累积销量；从季节性来看，通常4月工业库存压力最大。

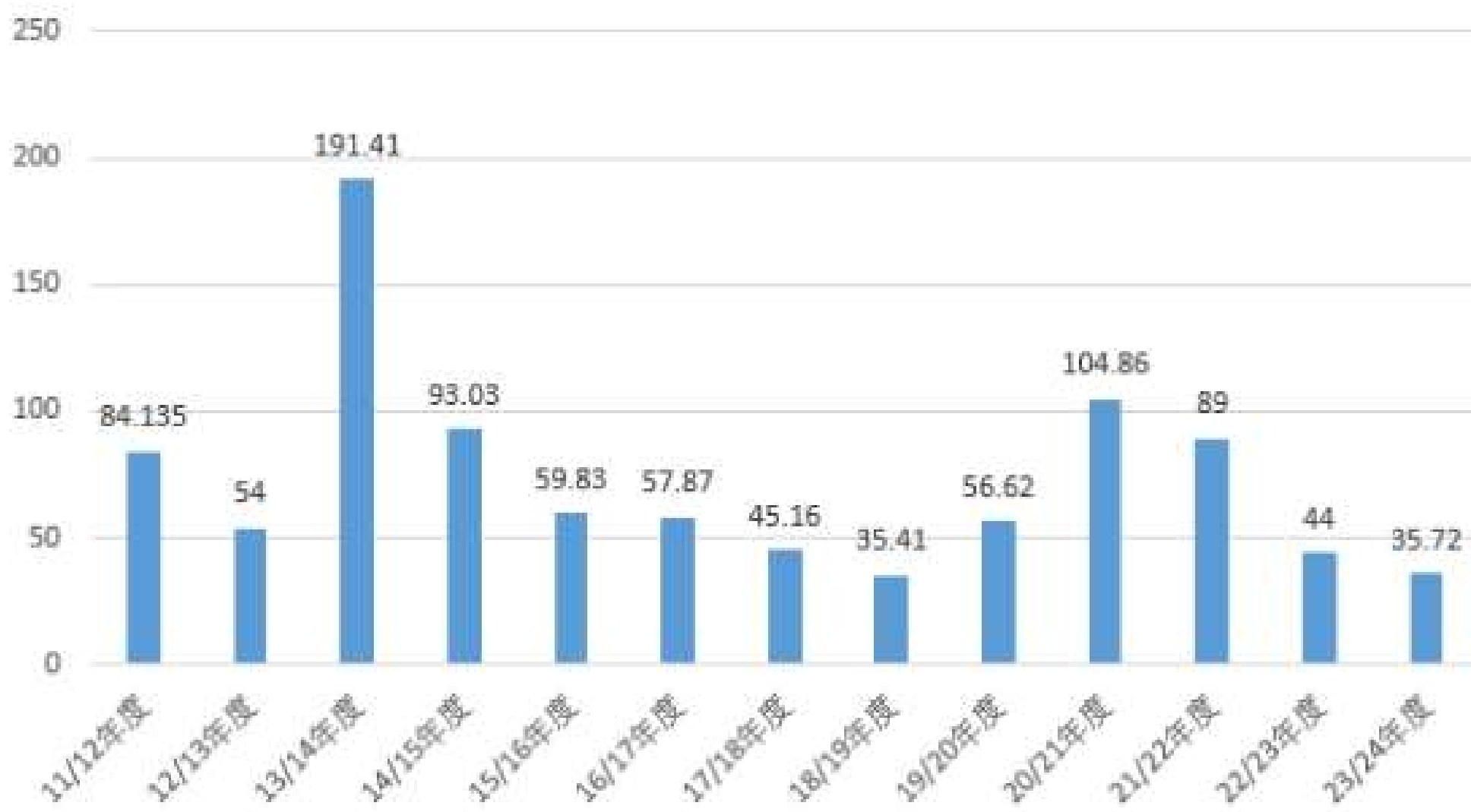
2023/24榨季国内结转库存偏低，当前新糖大量上市，库存进入累库周期：11月国内产区糖厂的陈糖全部售罄，销区还有少量陈糖库存，随着新糖陆续上市，库存量较10月增加。目前市场陈糖货源不多，糖厂全部清库。北方甜菜糖厂生产高峰期，糖厂累库量增加。南方主产区预售糖源较多，新糖订单陆续执行，糖厂入库量或有限。

中国糖业协会数据显示，截止11月底，2024/25榨季全国工业库存75.89万吨，同比增加18.89万吨。广西方面：截至11月底，2024/25榨季截至11月底广西食糖工业库存22.74万吨，同比增加21.4万吨。

广西新糖入库速度略超去年，但不及2021年与2022年的同期入库量：根据泛糖科技数据显示，截至12月20日，广西食糖第三方仓库库存数量约18万吨，较去年同期增加约7万吨，但较近3年的同期均值下降约28万吨。因糖企开榨提前且生产顺利，12月广西食糖第三方库存环比增加17.5万吨，高于2023年同期的7万吨，新糖入库速度略超去年，但不及2021年与2022年的同期入库量。

结转库存

年度结转库存（万吨）

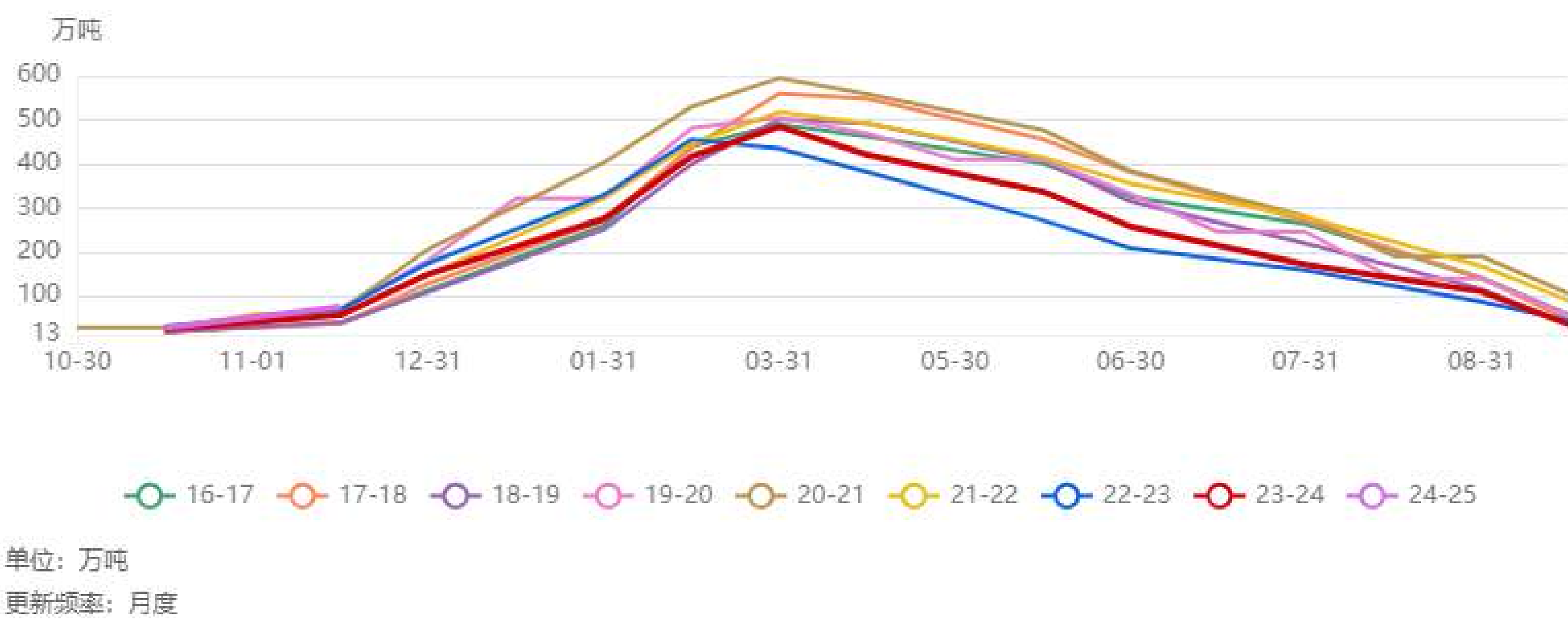


数据来源：中糖协

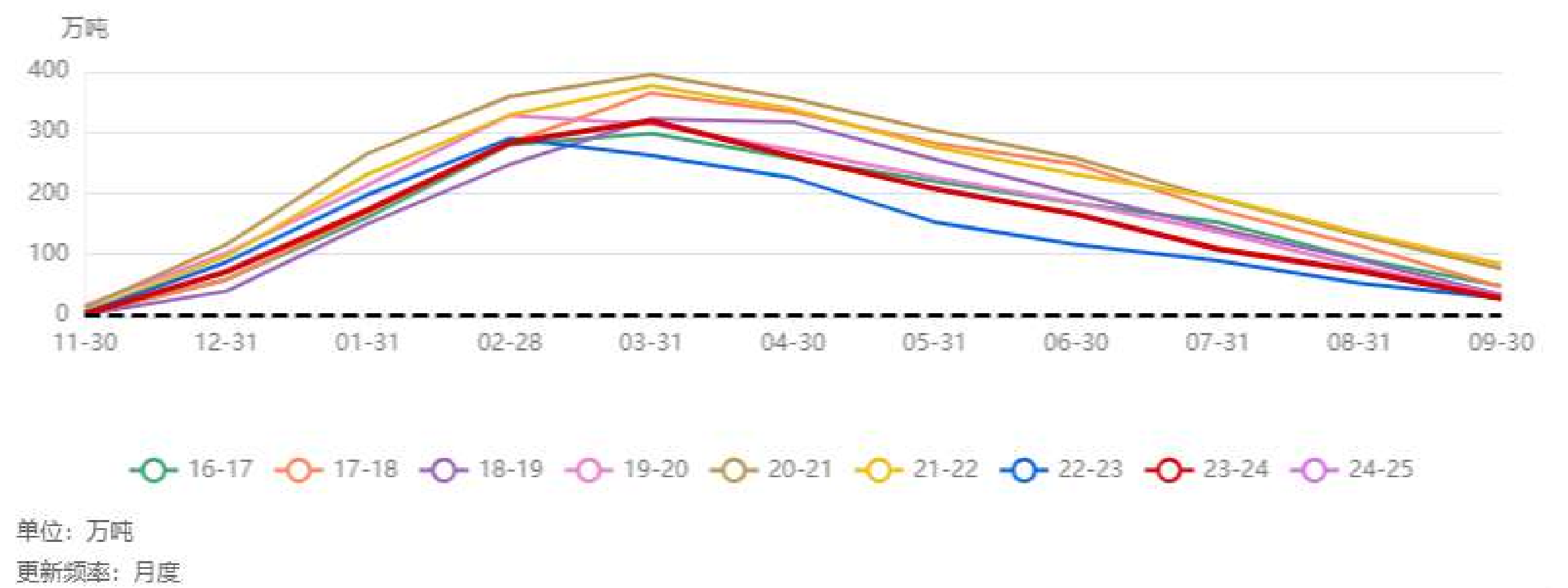


## 工业库存

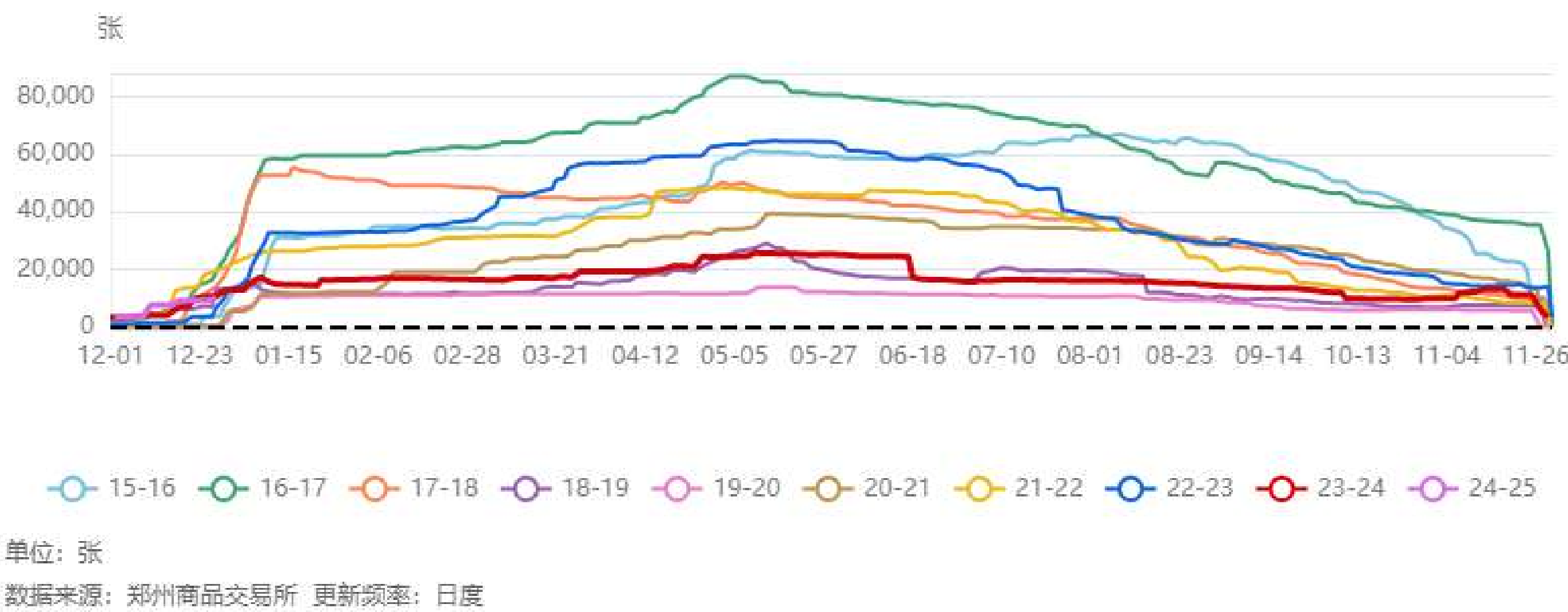
工业库存\_全国\_中糖协 2024-11-30



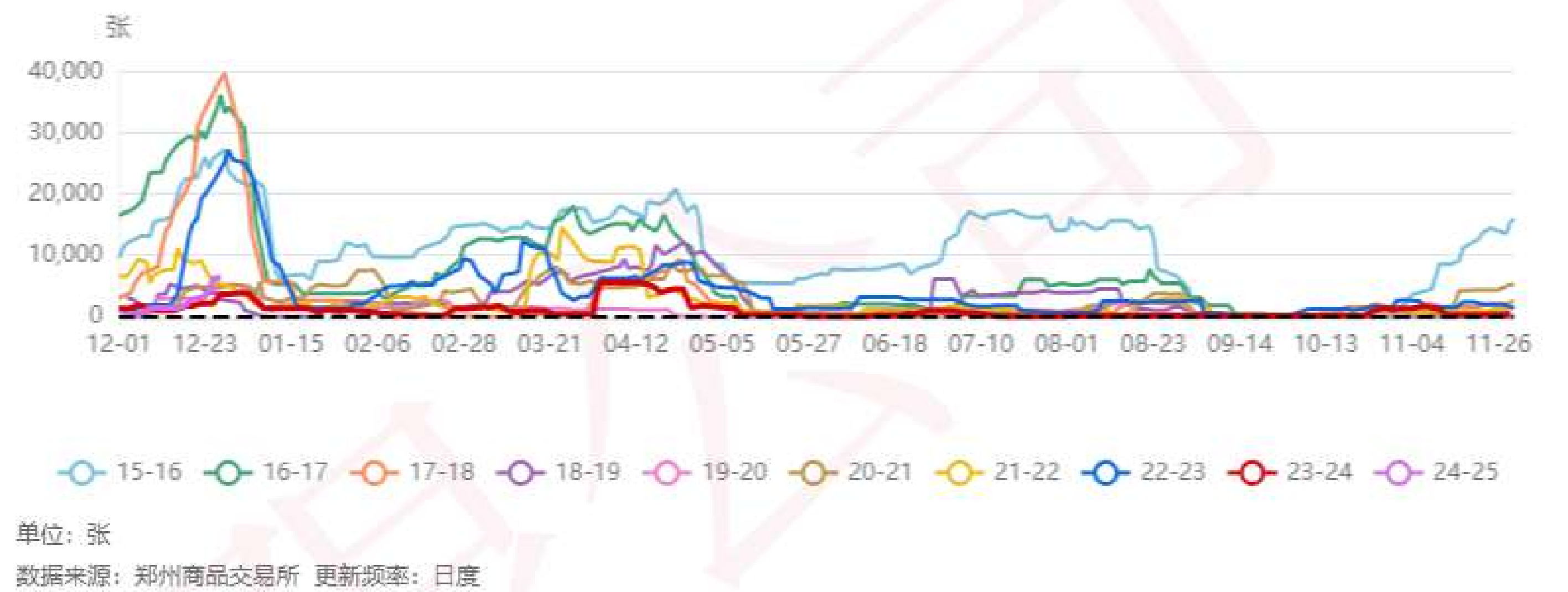
工业库存\_广西\_中糖协 2024-11-30



白糖仓单数量 2024-12-27

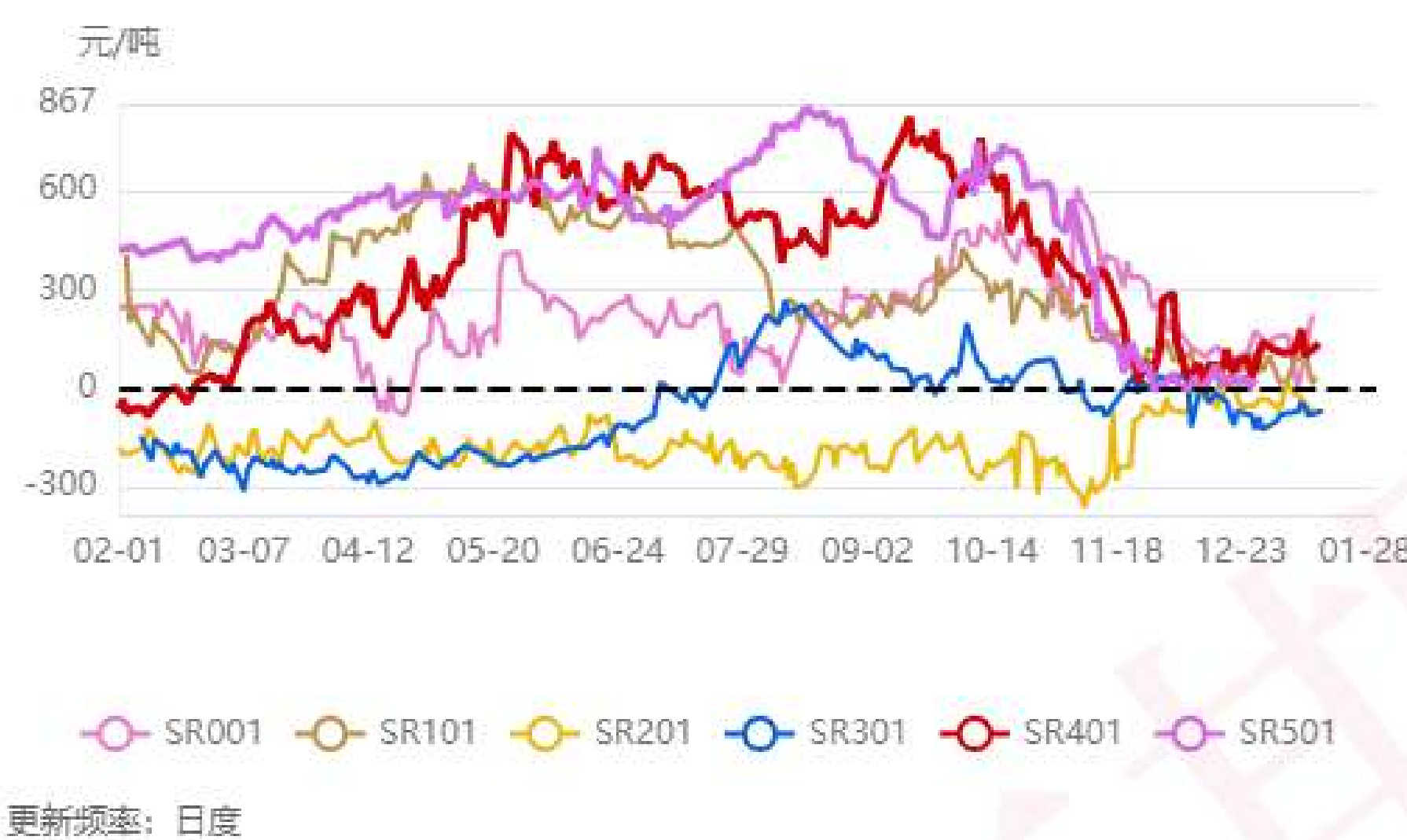


白糖有效预报 2024-12-27



## 三、基差与价差

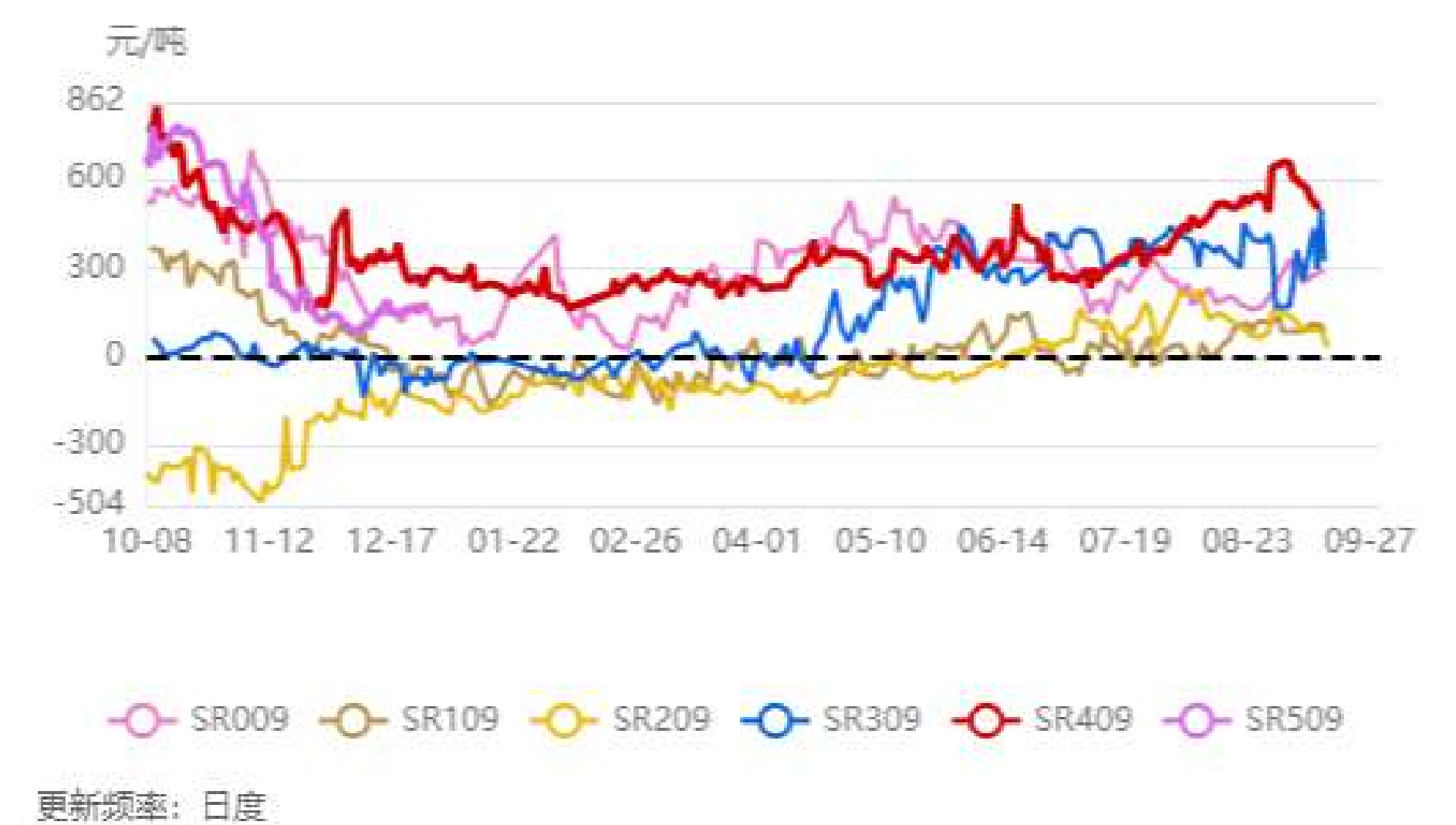
郑糖01合约基差 2024-12-27



郑糖05合约基差 2024-12-27



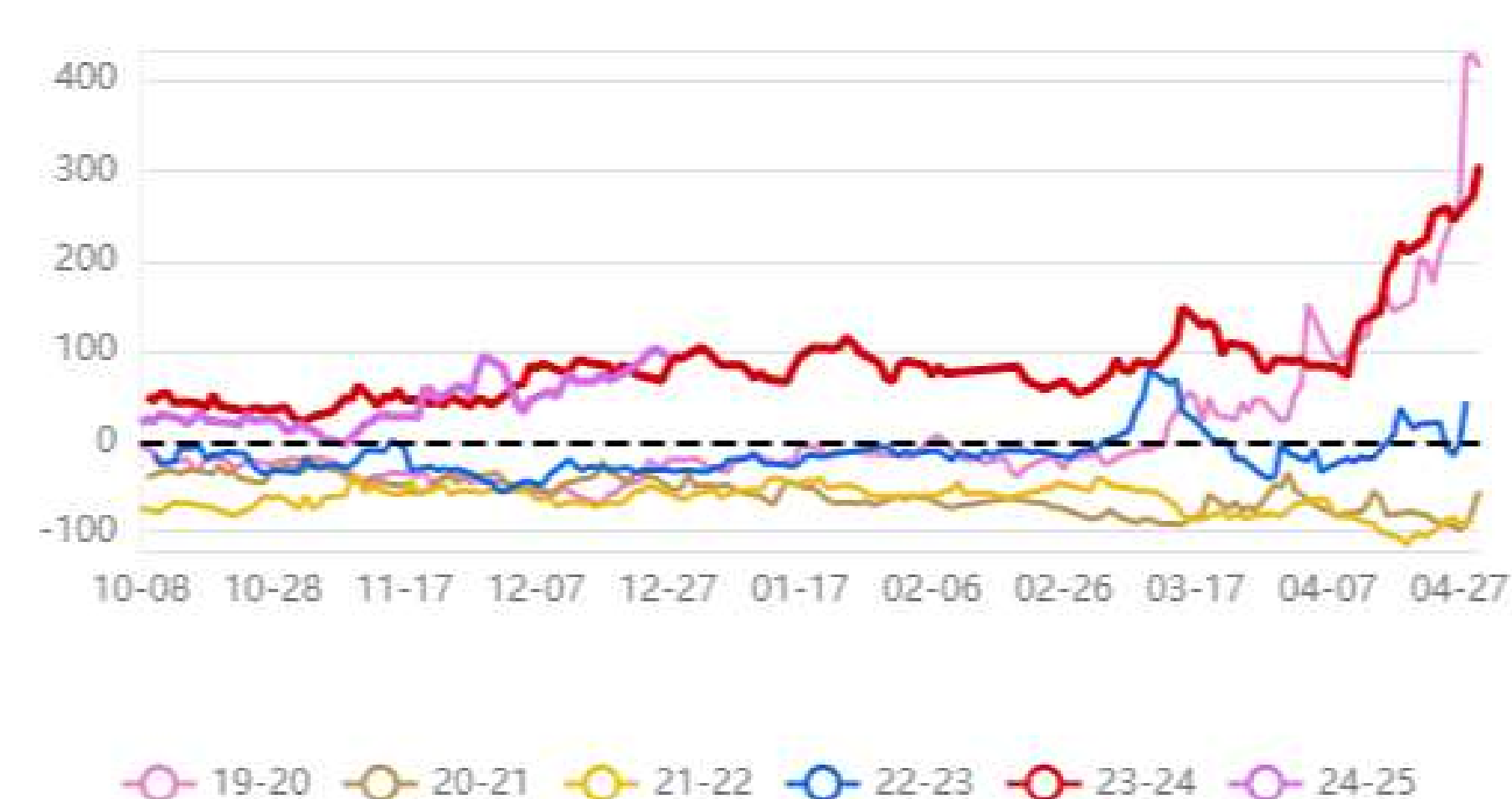
郑糖09合约基差 2024-12-27



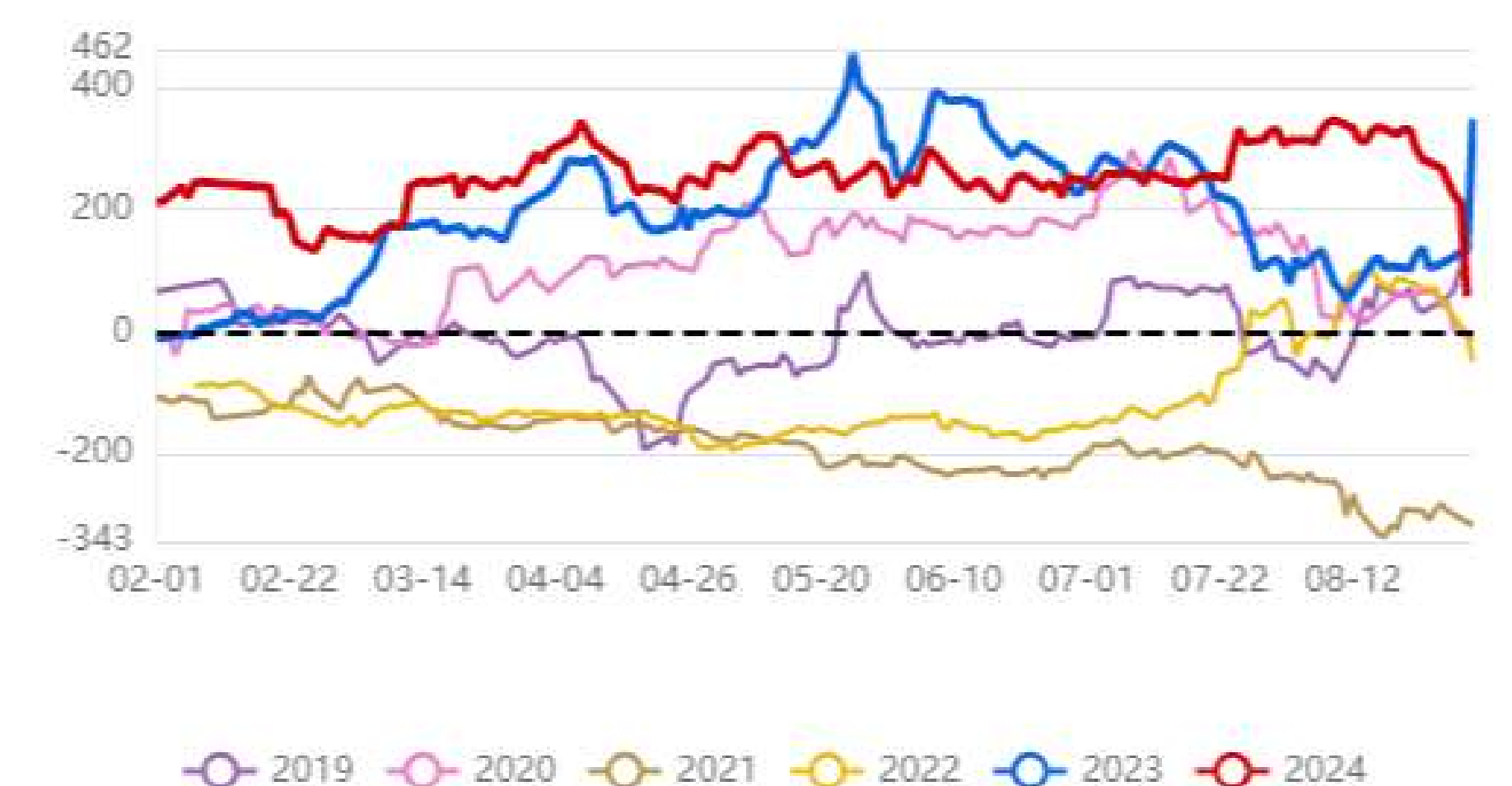
郑糖1-5价差 2024-12-27



郑糖5-9价差 2024-12-27



郑糖9-1价差 2024-08-30



### 替代品价差：2025/26榨季警惕淀粉糖的替代作用

【替代品价差】替代品价差需要折算成同等甜度下做差，同等甜度下价差=白糖-淀粉糖/1.195/0.77/1.1，当超过3500替代作用才可能逐步显现。

**2025/26榨季警惕淀粉糖的替代作用：**从当前数据来看，同等甜度下的价差3900元/吨左右，较前期价差有所上涨。目前淀粉糖占淀粉深加工产品的80%之上，淀粉糖在多领域的替代上有增加的趋势。2024年淀粉产量小幅增长，带动淀粉糖产量同比微增，叠加近期淀粉加工利润较好，淀粉产量居高不下，需警惕淀粉糖的替代作用。

我国淀粉糖产品种类丰富，液体糖以果葡糖浆、麦芽糖浆和葡萄糖浆为主，固体糖以结晶葡萄糖、麦芽糊精为主。当食糖与淀粉糖价差的拉大，会增加淀粉糖对食糖的替代作用。将淀粉糖折算成同等甜度价差后，再与白糖价格比较，当替代品低于白糖一定程度、并持续一段时间后，其替代作用才会显现。因为即使同一甜度，口感会有一定的差异，配方需要做修改，这都需要成本和时间。



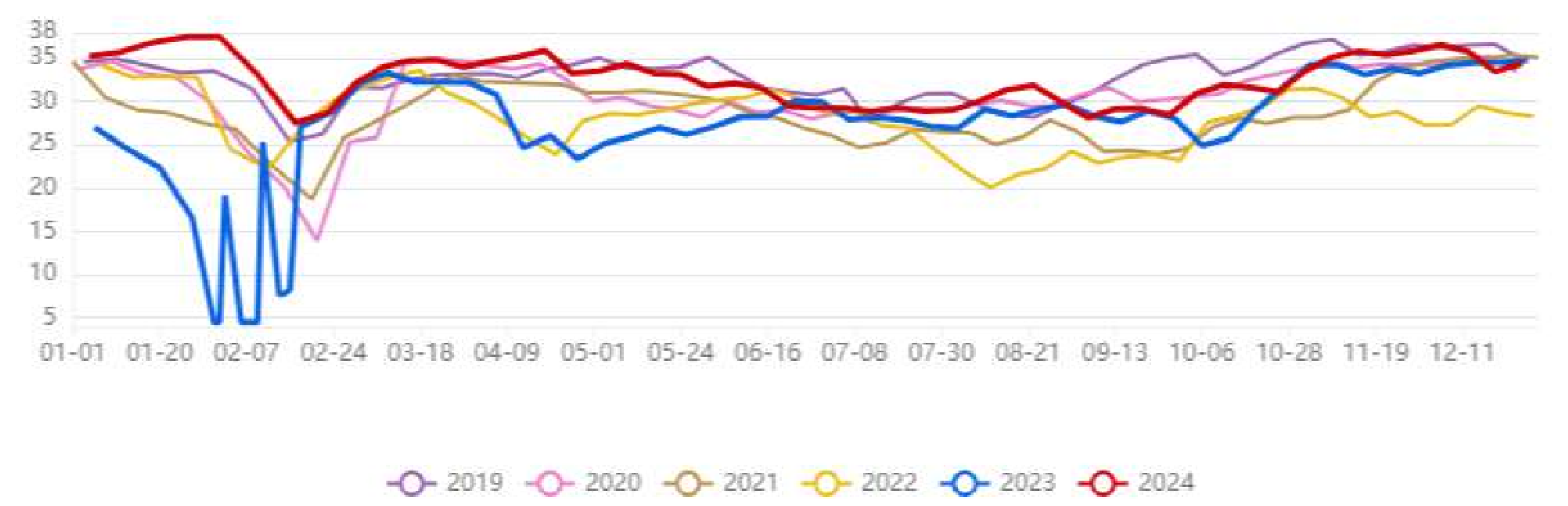
### 三、基差与价差

玉米淀粉加工利润 2024-12-27



数据来源：钢联 更新频率：日度

全国主要玉米淀粉企业月度产量 2024-12-27



数据来源：钢联 更新频率：周度

淀粉糖周度产量 2024-12-27



数据来源：钢联 更新频率：周度

淀粉糖与白砂糖价差 2024-12-27



同等甜度下价差=白糖-淀粉糖/1.195/0.77/1.1，当超过3500替代作用才可能逐步显现；单位：元/吨  
数据来源：沐甜科技 更新频率：日度



## 四、总结与后市展望

### 总结与策略推荐

#### 【供需总结】

国外方面，2024/25榨季巴西受火灾及降雨不足影响产量小幅下滑，但预计仍在4000万吨之上，属于历史较高产量区间，当前库存低位，使得全球原糖贸易流持续偏紧。印度2024/25榨季产量预计处于正常水平，泰国产量预计将重回千万吨之上，全球食糖供应维持宽松格局，但较榨季初期边际收紧。对于2025/26榨季，巴西食糖供应预计恢复正常水平，北半球产量维持正常水平情况下，2025/26榨季全球食糖平衡表整体维持宽松格局。

国内方面，2023/24榨季全国供需较2022/23榨季边际转宽松，2024/25榨季糖产量继续恢复，全国食糖供应预计维持宽松格局。广西甘蔗种植面积明显增加，单产小幅下滑，但产糖率同比稍高，整体预计增产为主；云南预计维持小幅增长水平；内蒙和新疆在种植面积扩大背景下同样维持增产格局，整体预计2024/25榨季全国食糖增产幅度为95-110万吨，产量预计达到1095-1110万吨左右，整体较上榨季供应更加宽松。

#### 【后市展望】

原糖方面，2025/26榨季巴西开榨之前，原糖预计持续挤出前期减产炒作下的升水，但贸易流偏紧叠加全球食糖供应边际收紧背景下，预计下方空间有限，关注18-21美分/磅区间。进入2025/26榨季后，原糖价格更多锚向新榨季全球产量预期，尤其是巴西火灾后的复产情况，从近月以及未来天气预期来看，巴西中南部降水正常，天气风险有限，有利于2025/26榨季甘蔗收成，预计原糖价格重心下移，关注16-19美分/磅区间。未来变数方面，首要关注印度阶段性产量情况，其次是乙醇及出口政策，再次巴西进入新榨季后阶段性产量，或造成国际糖价结构性行情。

郑糖方面，2024/25榨季国内糖产量继续恢复，食糖供应预计维持宽松格局，当前新糖集中上市阶段供应压力较大，但广西天气炒作风险仍存，糖浆政策仍有发酵空间，以及国内制糖成本支撑下，郑糖预计宽幅震荡为主，SR2505合约关注5600-6200区间。进入纯销售期后，供应端压力取决于进口糖情况，郑糖价格更多锚定于进口成本，巴西2025/26榨季复产预期下，整体糖价依旧承压为主。预计2025年郑糖价格区间5500-6300。

#### 【策略推荐】

- 单边建议：SR2505合约可在6200附近布局空单，下方支撑关注5600。2025/26榨季巴西复产预期下，SR2509仍以逢高沽空对待，但易受生产节奏及政策影响，注意把握做空节奏。
- 价差建议：月间价差方面，供应宽松预期下内外糖价整体承压为主，预计郑糖维持近强远弱格局，建议注SR2505-SR2509合约择机正套。内外价差方面，2025/26榨季全球供应维持宽松格局，在国内糖进入纯销售期后，需求也将逐步好转，关注下半年多郑糖空原糖机会。
- 套保建议：制糖企业或持有现货的贸易商，建议逢高卖出SR2505合约套保，或卖出执行价6300的看涨期权增厚收益；下游用糖企业或采购现货的贸易商，建议逢低买入SR2505合约套保，提前锁定成本。

#### 【风险提示】

巴西2025/26榨季复产不及预期；印度以乙醇及出口政策超预期调整；国内进口糖政策变化；国内收抛储；天气对主产国糖料生产影响等。

## 免责声明

### 【免责声明】

本观点基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。观点中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就观点内容对最终操作建议做出任何担保。公司提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担交易后果。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此观点的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。