

白糖：增产格局未变，扰动因素尚存

摘要

国际市场方面，2024 年全球糖市供需由紧平衡转向宽松，原糖价格震荡下跌。后因巴西干旱天气扰动，自四季度起出现供应阶段性紧张局面，原糖价格连续拉涨。**现阶段巴西榨季已进入尾声，定价权逐渐转向北半球，由于北半球增产预期较为强烈，原糖整体维持偏弱震荡，全球熊市格局未变。**后续关注北半球 24/25 榨季增产预期的兑现情况、巴西 25/26 榨季甘蔗生长以及糖产量的恢复情况，若北半球增产不及预期或者巴西降雨改善程度有限，将刺激原糖反弹。

国内市场方面，郑糖整体跟随原糖波动。**现阶段市场对于糖浆、预拌粉进口政策的不确定性感到担忧，加之广西干旱天气扰动，郑糖相比于原糖震荡偏强。**后续关注国内产销数据以及糖浆、预拌粉进口政策，若增产不及预期或进口政策收紧，郑糖将偏强运行。

一、2024 年行情回顾

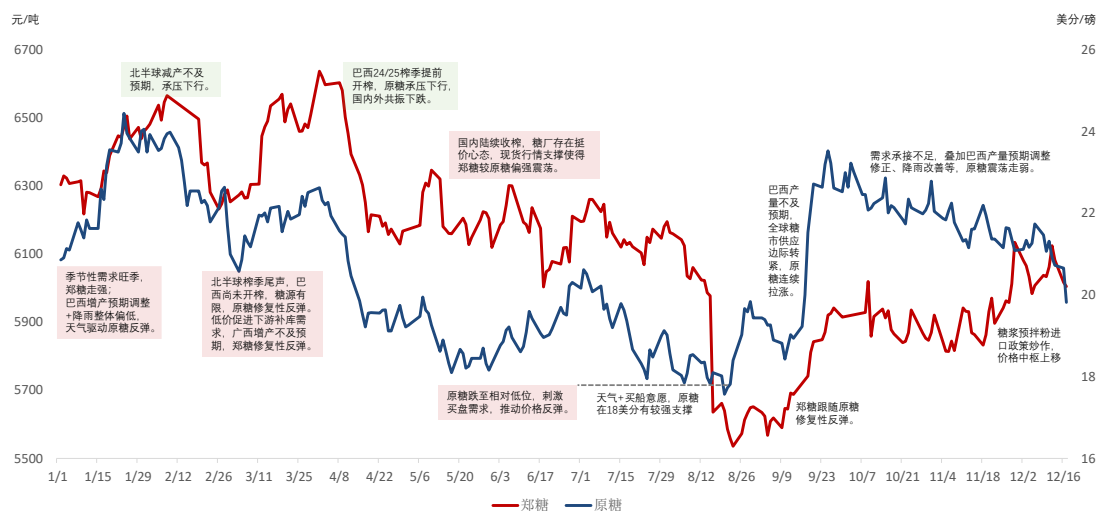
1-3 月，国际市场方面，原糖主要是对 23/24 榨季主产国实际产量数据与预期的差值进行修正。国内市场方面，郑糖整体跟随原糖震荡，不过由于国内正处于生产压榨高峰期，对进口糖的依赖度较低，因此郑糖的波动幅度整体小于原糖。

4-8 月，国际市场方面，巴西提前进入榨季，其强劲的生产 and 出口数据使得原糖承压下行，跌至相对低位后刺激了买盘需求，叠加巴西干旱天气扰动，原糖在 18-22 美分/磅区间震荡。国内市场方面，郑糖主要跟随原糖波动，不过由于国内进入去库周期且国产糖库存位于历史偏低位，糖厂存在挺价心态，现货市场的支撑使得郑糖相对于原糖表现出更强的抗跌性。7 月起进口糖陆续大量到港、

糖浆、预拌粉持续放量，加之市场对国内新榨季增产的预期不断增强，01 合约价格一度下探至 5500 元/吨的水平。

9 月，巴西库存连续两期同比大幅偏低，加剧市场对其远端供应的担忧情绪，原糖 03 合约从 19 美分/磅附近连续拉涨至 23.5 美分/磅。国内新旧榨季转换，糖源较为有限，且部分利空因素出现小幅变化，进口糖数量环比减少，郑糖跟随原糖反弹。四季度，随着巴西榨季进入尾声，北半球陆续开榨且增产预期较为强烈，原糖震荡走弱。国内市场方面，新糖陆续开榨上市，上方供应压力逐渐增大。现阶段市场对于糖浆、预拌粉进口政策的不确定性感到忧虑，郑糖偏强震荡。

图 1 2024 年行情回顾



资料来源：Wind、永安期货研究中心

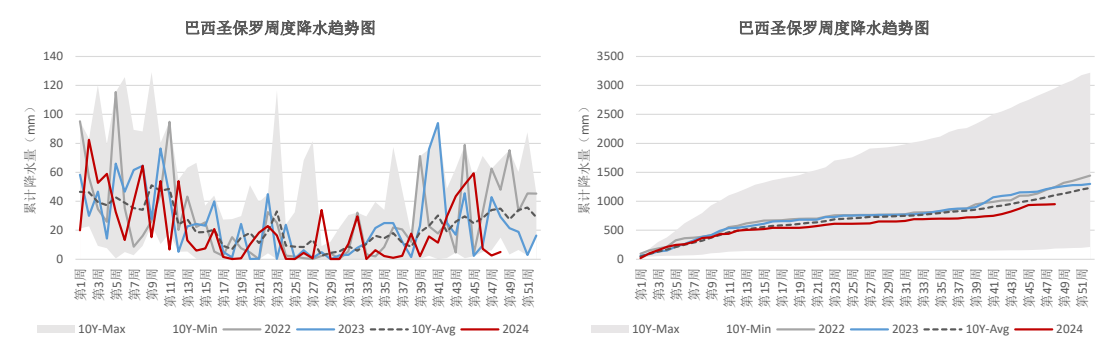
二、国际市场基本面

（一）巴西降雨情况是下榨季产量的关键

24/25 榨季，巴西天气持续干旱，市场连续下调对其甘蔗产量的预估。不过历史高位的糖醇价差使得巴西制糖比也达到历史峰值，市场认为高制糖比在一定程度上可以弥补甘蔗减产造成的糖产量损失。压榨高峰期偏高的甘蔗入榨量、制糖比、糖产量以及出口量使得原糖持续承压。行情的转折点是蔗地发生火灾，持

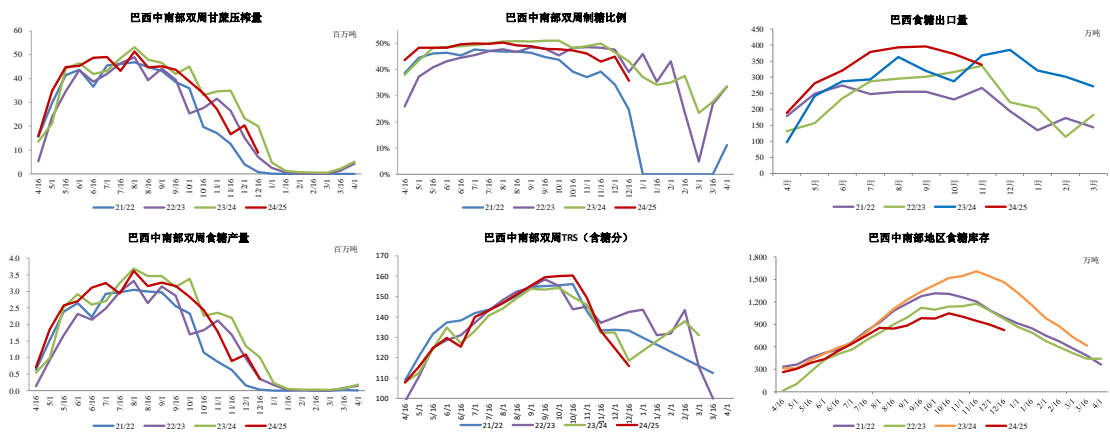
续干旱的天气、频发的火灾使得甘蔗质量受损，限制了糖厂对制糖比的提升，8月以来制糖比连续低于上年同期。甘蔗估产下降加之制糖比不及预期，市场纷纷下调对巴西 24/25 榨季产量的预估，机构对中南部糖产量的预测主要集中在3800-4050 万吨区间。

图 2 巴西主产区降水趋势图



资料来源：路透、永安期货研究中心

图 3 巴西食糖生产、出口以及库存数据

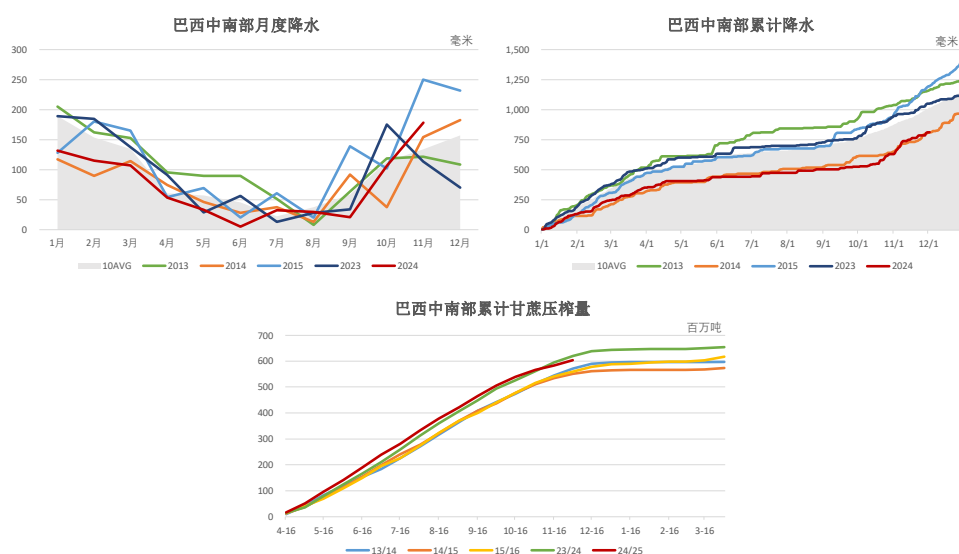


资料来源：UNICA、永安期货研究中心

市场对巴西 25/26 榨季产量的预估存在分歧，分歧点主要是降雨的恢复能否改善甘蔗生长以及改善程度。复盘历史我们发现，2013-2014 年度巴西中南部降雨分布和 2023-2024 年度降雨分布较为相似，都是前期降雨充沛，四季度起降雨开始偏低，直至次年四季度降雨有所恢复。14/15 榨季，受降雨偏低影响，巴

西中南部甘蔗单产较上一榨季减少 7%，而 2014 年四季度以及 2015 年降雨的恢复有效改善了甘蔗的生长情况，15/16 榨季甘蔗单产同比增长 11%。2024 年巴西中南部干旱程度比 2014 年更严重，截至 9 月 24/25 榨季甘蔗单产较上榨季同期减少 10%。此外，干旱和火灾导致部分地区已经收获的甘蔗没有重新生长，如果至 2025 年 4 月还没有发芽，则需要重新播种或者停止种植，使得甘蔗种植面积减少或者收获延迟，这将加剧全球糖市供应短缺的情况，推动原糖价格反弹。2024 年 10 月-11 月降雨情况有所好转，持续关注后续降雨，均衡且充沛的降雨有助于甘蔗单产实现恢复性增长。目前来看，糖醇价差仍处于历史较高水平，我们对 25/26 榨季的制糖比预估偏乐观。**若降雨改善使得甘蔗产量恢复性增长，叠加高制糖比，自 2025 年二季度巴西 25/26 榨季开榨后，原糖将再次承压走弱。**

图 4 巴西主产区降水和甘蔗入榨量数据



资料来源：UNICA、路透、永安期货研究中心

(二) 印度乙醇分流压制食糖出口

据 ISMA 统计，受 2023 年降雨不足影响，马邦和卡邦的甘蔗种植面积分别减少了约 13%和 8%。不过 2024 年降雨充沛，降雨量比正常水平高出约 30%，

水资源供应的改善将大大提高甘蔗单产，从而有效缓解甘蔗种植面积减少的影响，预计这两个邦的糖产量仅会下降 3-5%。北方邦甘蔗生长总体表现较好，预计在 24/25 榨季将生产 1130 万吨糖，比 23/24 榨季的 1090 万吨增加了 3.6%。ISMA 初步估计 24/25 榨季乙醇分流前的糖产量可以达到 3331 万吨。

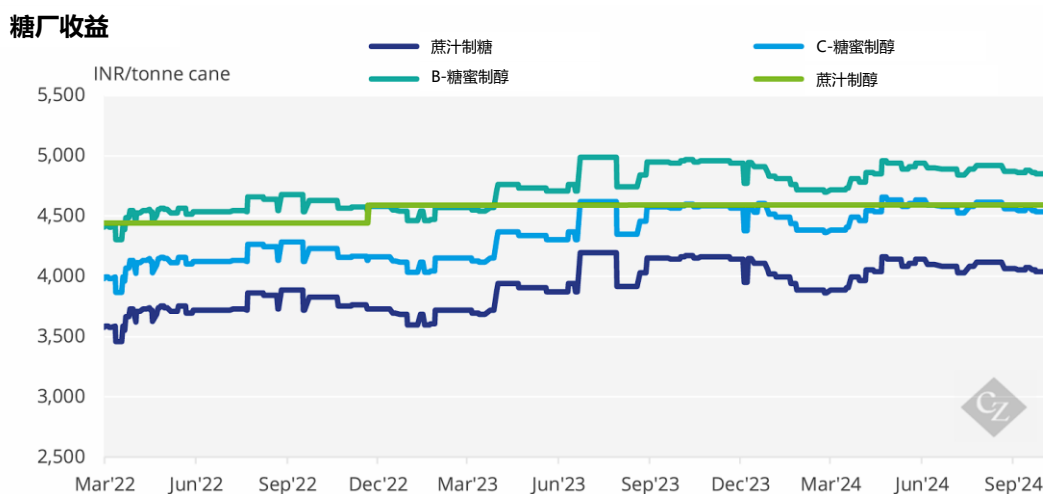
24/25 榨季能否出口食糖仍是未知数，2024 年 8 月印度政府取消了对乙醇生产原料的限制，糖厂可以根据石油营销公司支付的乙醇相对价格任意选择原料用于生产糖或乙醇。原糖的反弹使得印度出口食糖效益提高，**若甘蔗产量出现超预期增长，不排除印度出口部分糖的可能；若甘蔗产量没有出现超预期的增幅，为保障 E20 计划的顺利推进，预计印度 24/25 榨季出口食糖的概率较小。**

图 5 印度主产区降水趋势图



资料来源：路透、永安期货研究中心

图 6 印度糖厂各原料收益



资料来源：Czapp、永安期货研究中心

表 1 印度榨季平衡表（单位：万吨）

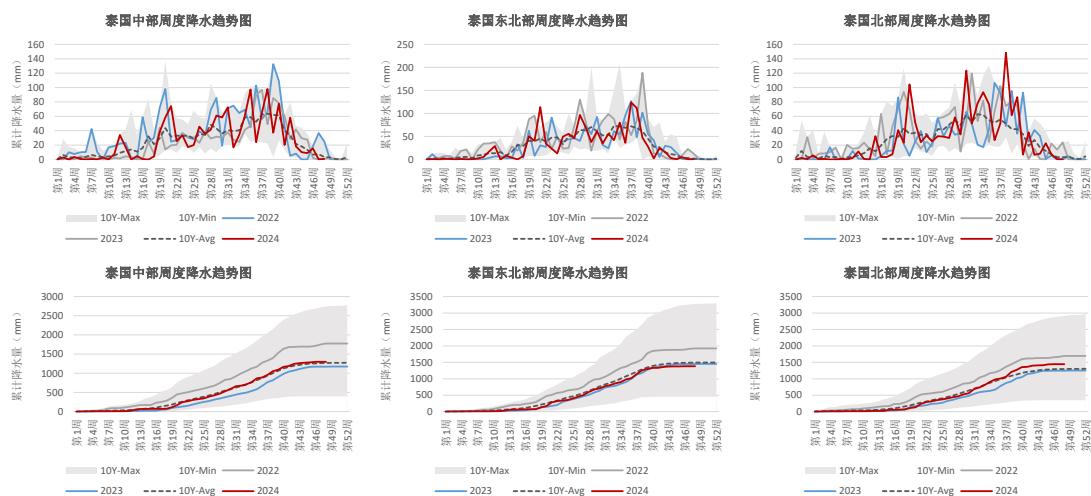
榨季	期初库存	理论糖产量	实际糖产量	乙醇分流量	消费量	净出口	期末库存	库销比
15/16	965	2513	2513	0	2480	166	832	34%
16/17	832	2029	2029	0	2456	-40	445	18%
17/18	445	3248	3248	0	2539	25	1129	44%
18/19	1129	3350	3316	34	2550	380	1515	59%
19/20	1515	2834	2741	93	2571	565	1120	44%
20/21	1120	3339	3119	220	2656	719	865	33%
21/22	865	3916	3576	340	2733	1107	601	22%
22/23	601	3700	3290	410	2750	610	531	19%
23/24	531	3367	3167	200	2850	0	848	30%
24/25E	848	3330	2930	400	2907	0	871	30%
24/25E	848	3430	3030	400	2936	200	742	25%

资料来源：ISMA、永安期货研究中心

（三）泰国预期迎来恢复性增产

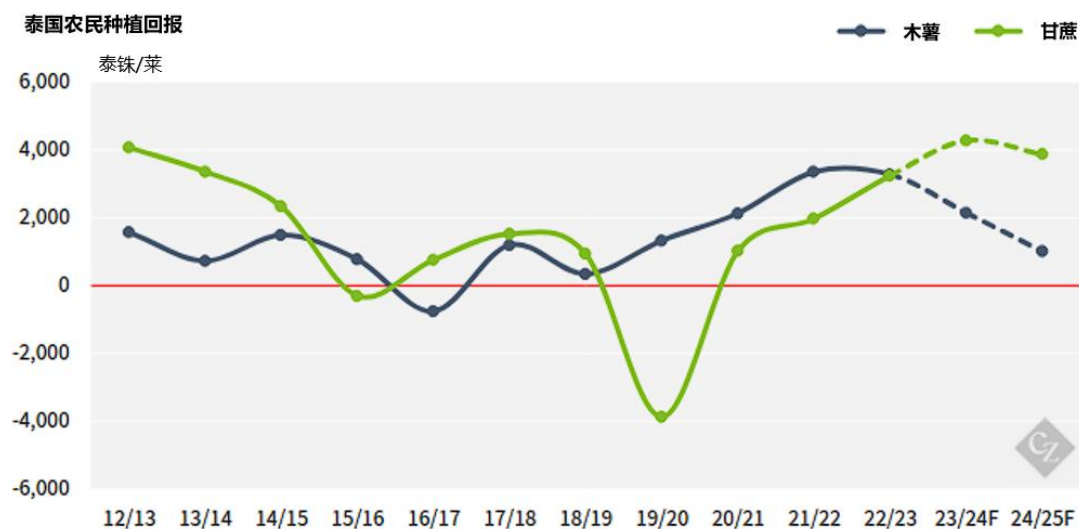
在泰国主要的农作物里面，与甘蔗种植面积、种植周期重合度最高的是木薯。随着甘蔗收购价的提高以及木薯价格的持续下降，甘蔗种植收益逐渐超过木薯，这促使更多农户选择种植甘蔗，甘蔗种植面积呈现出增长趋势。加之泰国 2024 年的降雨情况有了显著改善，为甘蔗的生长提供了更为充足的水分，进一步增强了泰国在 24/25 榨季甘蔗增产的可能性。**市场普遍预期泰国的甘蔗产量将在 0.9 至 1 亿吨之间，根据平均出糖率进行估算，预计泰国新榨季的糖产量将达到 1000 至 1100 万吨，1 月起供应将逐渐放量。**

图 7 泰国主产区降水趋势图



资料来源：路透、永安期货研究中心

图 8 泰国甘蔗和木薯种植收益变化趋势



资料来源：Czapp、永安期货研究中心

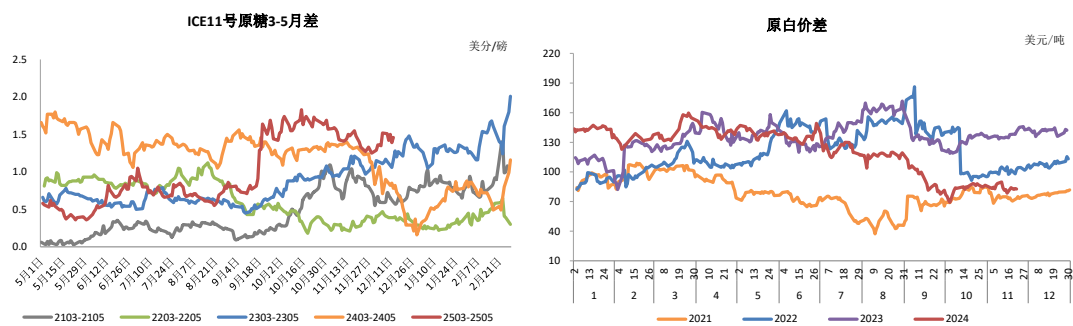
(四) 全球糖市熊市格局未变

巴西不及预期的糖产量、偏快的去库进度以及偏低的库存使得全球糖市供应边际转紧，预期供应偏紧的格局将延续至 2025 年一季度，直至巴西开启 25/26 榨季，表现为原糖 3-5 月差位于历史高位。泰国糖厂于 12 月上旬开始新一季的压榨工作，预计 1 月起新糖将大量上市和出口，这能在一定程度上缓解供应紧张

的局面。

虽然全球糖市供应转向紧缺，但是原糖上方空间依然有限。这是因为全球增产格局未变，北半球陆续开榨且较为强烈的增产预期大大降低了全球糖市对巴西原糖的需求，原糖和伦敦白糖之间的价差走低至 80 美元/吨附近，不足以覆盖转口炼糖厂的生产成本，巴西港口待运食糖数量、等待船只数量以及最大等待天数连续走低。

图 9 原糖月差以及原白价差



资料来源：彭博、永安期货研究中心

三、国内市场基本面

（一）国产糖关注增产预期的兑现情况

24/25 榨季我国主产区糖料种植面积普遍增加，多数时段降雨、温度等气象条件有利于糖料的生长发育，因此国产糖增产预期较为一致，各主产区情况如下。

广西地区得益于政府实施的“退桉还蔗”、“良种补贴”等政策，甘蔗种植的经济效益提升，蔗农生产积极性高，种植面积增加了 80-100 万亩。2024 年 5 月至 9 月，广西主要甘蔗产区的天气整体正常，甘蔗长势较好；10 月至 11 月的降雨量偏低，导致甘蔗单产可能较上一榨季略有下降，但整体仍处于正常水平，并且出糖率有所提高。因甘蔗种植面积增加以及出糖率提升，为不耽误下榨季农时，广西各糖厂纷纷提前开榨。截至 12 月底，广西累计入榨甘蔗 2148.2 万吨，同比

增加 38.7%；产混合糖 275.1 万吨，同比增加 48.2%；混合产糖率 12.8%，同比提高 0.8%。**初步预计 24/25 榨季广西的糖产量将实现约 5%-10% 的增长。**

云南地区甘蔗种植面积呈现恢复性增长，良种覆盖率提升至 93%，预计 24/25 榨季糖产量将增长约 6%。云南 11 月有 2 家糖厂提前开榨，12 月迎来大规模开榨，截至 12 月底，累计产糖 32.7 万吨，同比增加 82.7%。**内蒙古和新疆地区的甜菜糖厂自 9 月中旬起陆续开榨，由于种植面积的增加，预计产量将同比增加 30 至 40 万吨。**

表 2 24/25 榨季各主产区产糖量情况（单位：万吨）

产区	23/24 榨季	24/25 榨季预估	同比增幅
广西	618	650-680	5%-10%
云南	203	215	6%
广东	53	60	13%
海南	7.4	7	-5%
新疆	55.9	72	29%
内蒙	53.5	70	31%
合计	991	1074-1104	8%-11%

资料来源：各省区糖协、永安期货研究中心

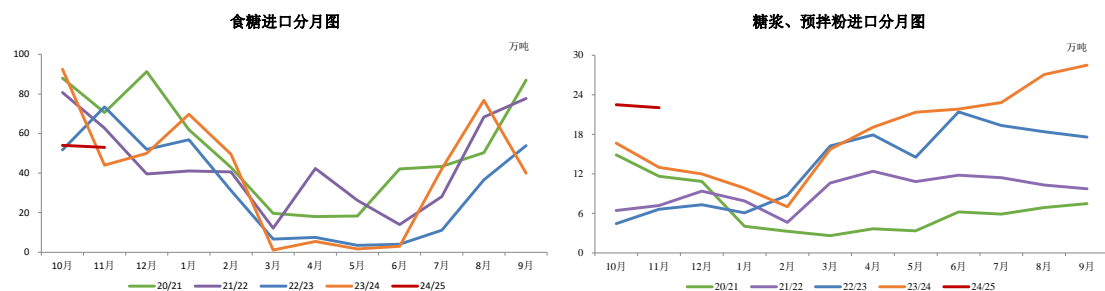
（二）糖浆、预拌粉进口成本或成为郑糖新的定价锚

进口糖方面，受原糖反弹影响，配额外进口利润再次倒挂，部分加工糖厂洗船，2024 年 9 月-11 月进口糖环比出现明显缩量，近月进口糖供应压力一般。

保税区糖浆、预拌粉政策自 7 月 1 日起实施，保税区内糖浆、预拌粉产能关停。不过直接从海外进口的渠道暂未受到管制，从东盟直接进口依然可以免除关税，且下游接受度高，作为市场上最便宜的糖源，糖浆、预拌粉进口持续放量，2024 年 4 月-9 月进口连创单月历史新高；23/24 榨季累计进口 214.8 万吨，同比增加 56 万吨，增幅达 35%，累计进口折糖量约 150 万吨，占产需缺口的近 1/3。**若无有效政策管控，廉价的进口糖浆、预拌粉仍将继续挤占加工糖的市场**

空间,糖浆、预拌粉进口量以及配额内进口糖量之和已能基本满足国内产需缺口,这一方面导致配额外进口亏损的局面将难以修复,另一方面也意味着糖浆、预拌粉进口成本会成为郑糖新的定价锚。

图 10 我国食糖、糖浆、预拌粉进口分月图



资料来源：泛糖科技、永安期货研究中心

(三) 下游消费以刚需采购为主

糖类消费需求持稳略增，但部分需求被糖浆、预拌粉、果葡糖浆等替代糖源代替。具体来看，大终端出于食品安全、品牌口碑等方面考虑，采用糖浆、预拌粉替代的现象较少，部分饮料企业改变配方中果葡糖浆和白砂糖的占比，白砂糖消费整体保持稳定；中小终端为了降低成本，转用更具价格优势的糖浆、预拌粉，白砂糖消费有减量，且存在备货周期缩短的现象，以刚需采购为主。

四、行情展望

国际糖市因巴西产量未达预期，自四季度起出现供应紧张的情况，预计这种偏紧的状态将持续至 2025 年的一季度。然而，由于北半球增产预期较为强烈，市场对原糖的需求有所减弱，原糖上行空间也较为有限，预计短期盘面仍将维持震荡。后续关注印度、泰国的生产节奏，增产预期的不断兑现或推动原糖下行。在印度尚未开放出口的情况下，原糖价格在 17-18 美分/磅处计价较为充分。**长期来看，全球糖市仍处于熊市格局，北半球的增产有望弥补巴西的减产，持续关**

注巴西天气以及甘蔗生长情况，若降雨改善程度有限，天气因素可能会成为推动原糖价格上涨的新动力。

国内市场方面，糖厂进入压榨高峰期，远期供给宽松的趋势日益明显，盘面
上方存在套保压力。不过市场对于糖浆、预拌粉进口政策的不确定性感到忧虑，
近月糖浆因食品安全问题暂停报关，加之广西干旱天气扰动、12 月中下旬下游
各环节陆续开始春节备货，郑糖底部有所抬升。**持续关注国内主产区天气以及增
产兑现情况，天气炒作、增产不及预期可能推动糖价反弹。同时，糖浆、预拌粉
的进口政策也值得关注，如果缺乏有效的管控措施，将减弱配额外进口糖成本与
郑糖的联动效应；相反，如果对糖浆、预拌粉的进口量进行限制，内外价差将会
收敛，使得郑糖偏强运行。**