



光期研究

白糖策略年报

2024年12月27日

张笑金

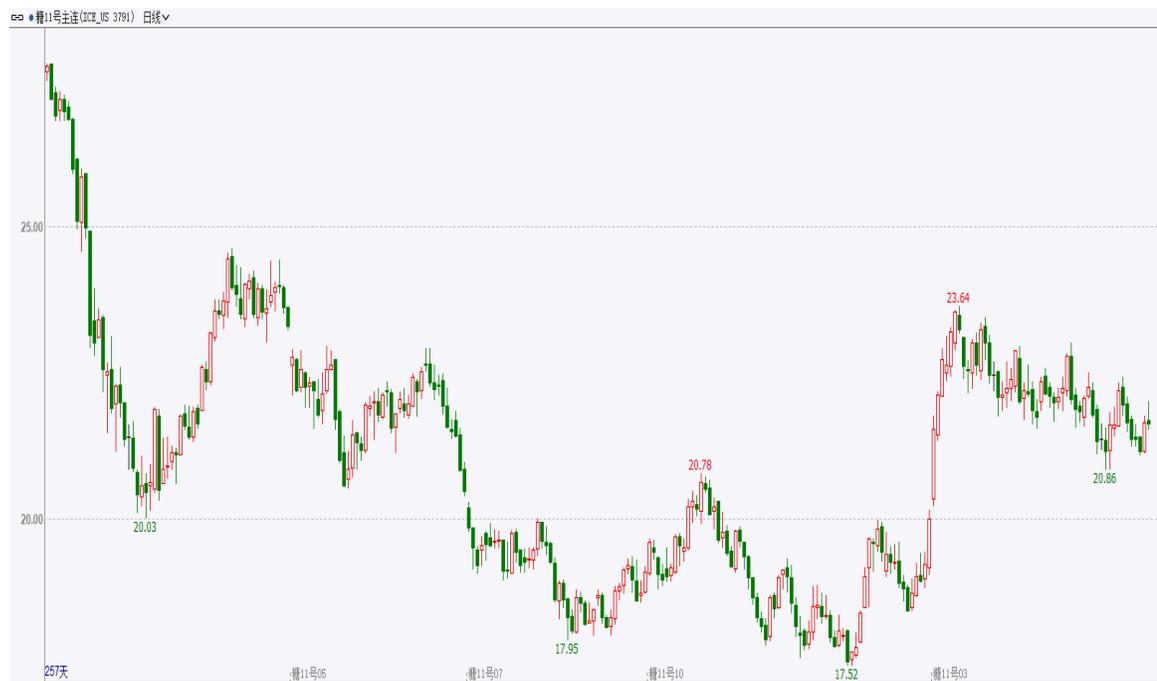


光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

白糖：供应略有盈余 天气风险仍存

2024年原糖期价波动幅度缩窄，全年期价涨幅4.15%。
2024年郑糖期价先升后降，全年主力合约期价下跌5.36%。

图表：原糖、白糖期货价格（单位：美分/磅，元/吨）

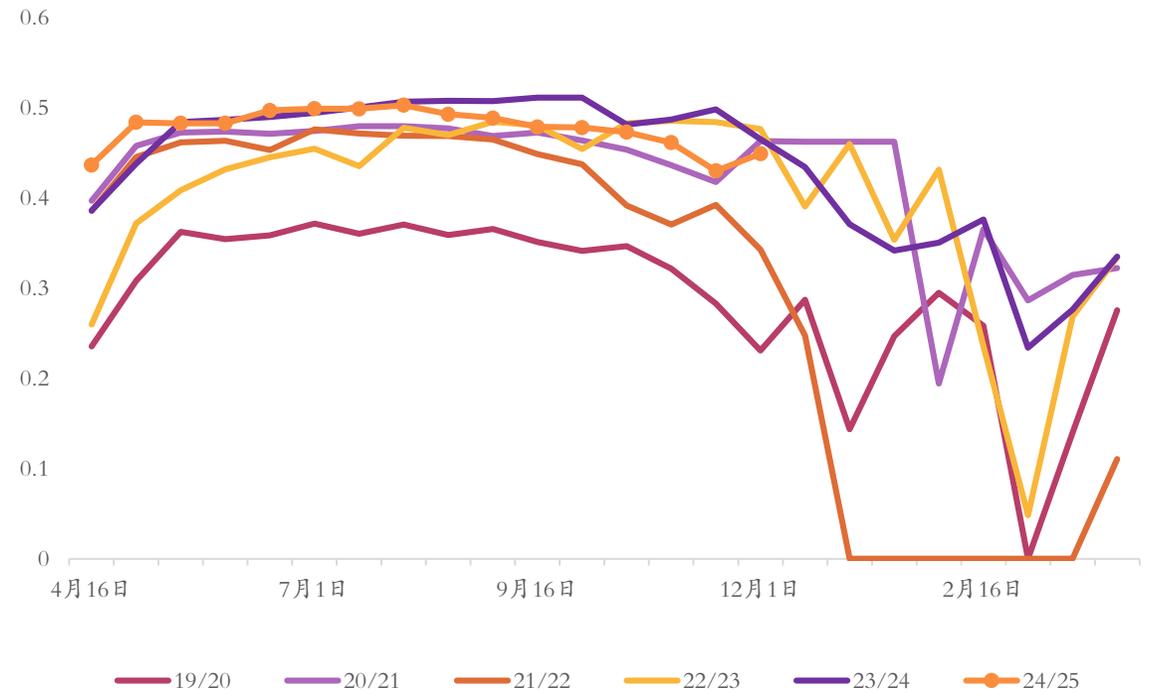


资料来源：文华财经，光大期货研究所

(一) 巴西25/26榨季估产仍是未来原糖定价的核心因素

1、天气扰动加剧，24/25榨季巴西中南部制糖比低于年初预期

图表：中南部榨季制糖比（单位：%）



资料来源：巴西农业部、光大期货研究所

乙醇折糖价仍支持高制糖比

图表：圣保罗醇油比价、乙醇折糖价（单位：美分/磅）



资料来源：同花顺，UNICA，光大期货研究所

2、24/25榨季巴西产量基本明朗，短期巴西影响力趋弱

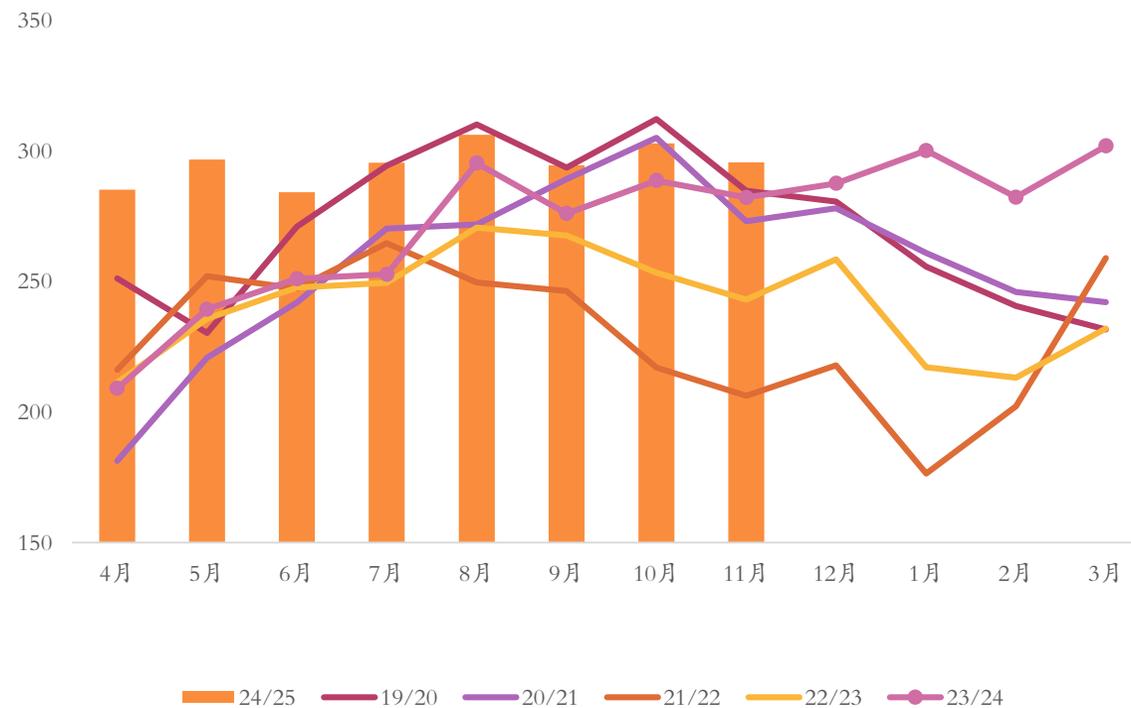
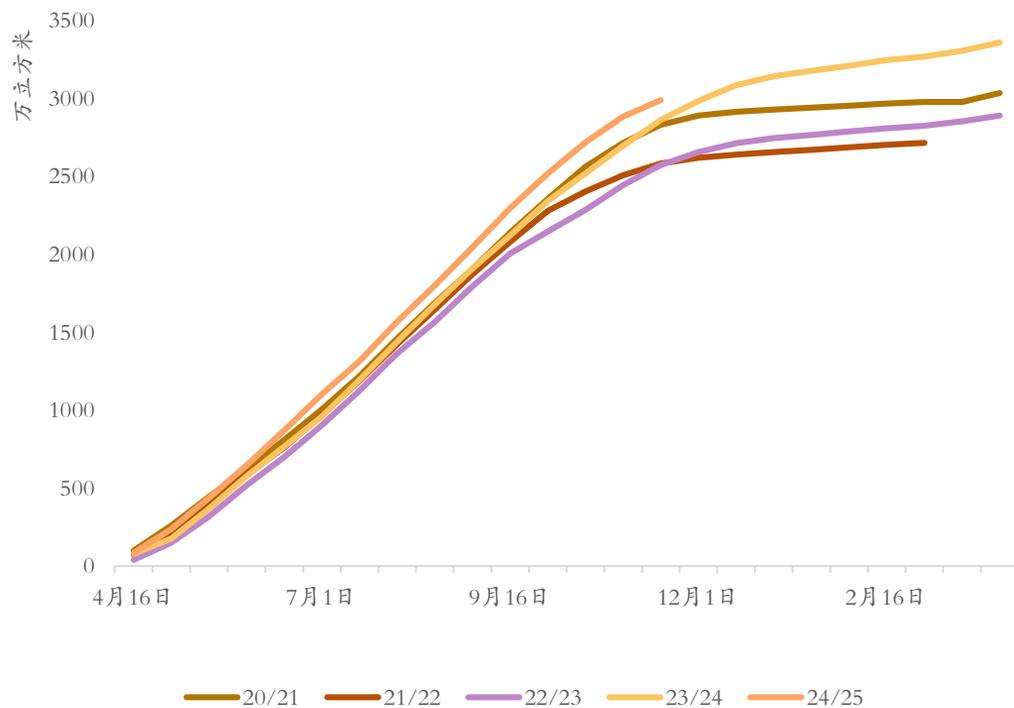
图表：巴西入榨甘蔗量、巴西产糖量（单位：万吨、%）



资料来源：巴西农业部、光大期货研究所

3、天气风险仍存，25/26榨季估产分歧较大

图表：巴西乙醇产量、中南部乙醇销售（单位：亿升、万立方米）



资料来源：同花顺，UNICA，光大期货研究所

综合来看：

展望25/26榨季，估产仍是定价的核心因素，从糖醇比价上看，制糖仍是糖厂追求利润的首选，在制糖利润仍高于乙醇的情况下，如无天气意外，预计巴西中南部仍将维持48.5%以上的制糖比。种植面积仍较为稳定，影响最终产量的仍是天气扰动。目前机构估产态度不一，下降3%到增产9%之间。

图表：巴西平衡表（单位：千吨、%）

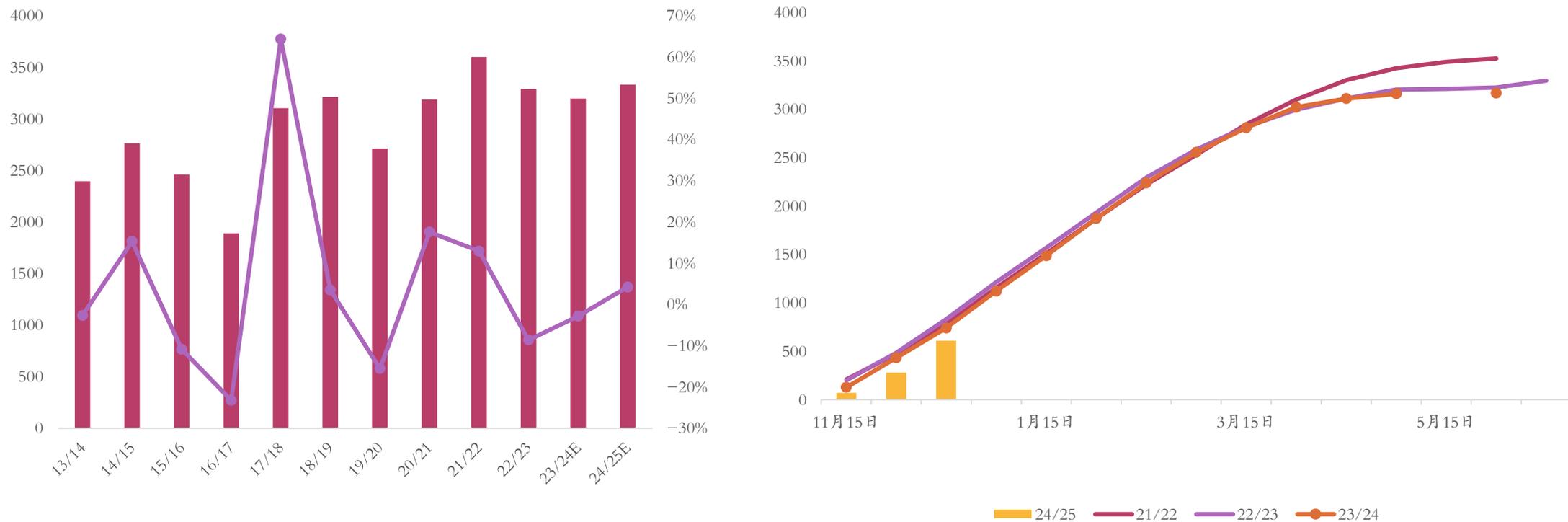
机构	2024/25榨季	2025/26榨季	增幅
荷兰合作银行(RABOBANK)	中南部甘蔗压榨量 6亿吨	中南部甘蔗压榨量 5.8亿吨	-3.33%
咨询机构StoneX	中南部甘蔗压榨量 6.127亿吨	中南部甘蔗入榨量 预估5.932亿吨	-3.18%
贸易商丰益国际	3820~3950万吨		
咨询公司Datagro	3930万吨	4200~4320万吨	6.87%~9.92%
巴西国家商品供应公司（Conab）	4400万吨		

资料来源：Wind，光大期货研究所，根据公开资料整理

(二) 印度出口政策仍存变数，重点关注一季度末

1、24/25榨季估产小幅回落 产量回升将体现在25/26榨季

图表：印度产糖量、双周压榨进度（单位：万吨、%）

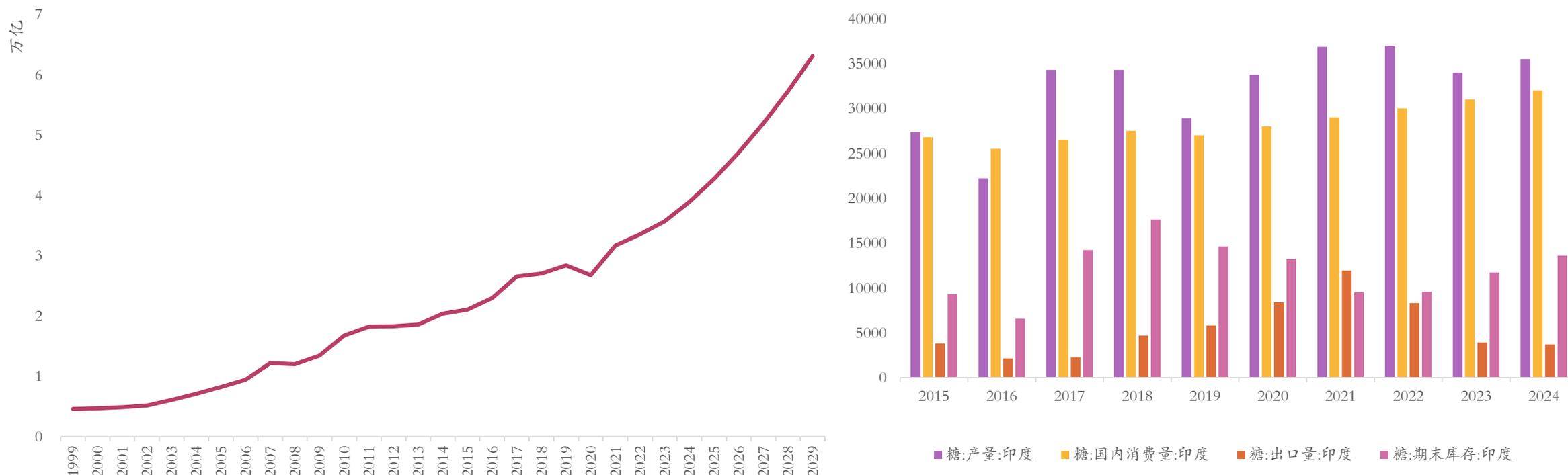


资料来源：ISMA，光大期货研究所

2、能源需求较为刚性、乙醇转化属长期需求

3、印度能否放开食糖产出口仍有变数，重点关注一季度末政策情况

图表：印度GDP（含预测）、印度供需平衡表（单位：万亿美元、千吨、%）



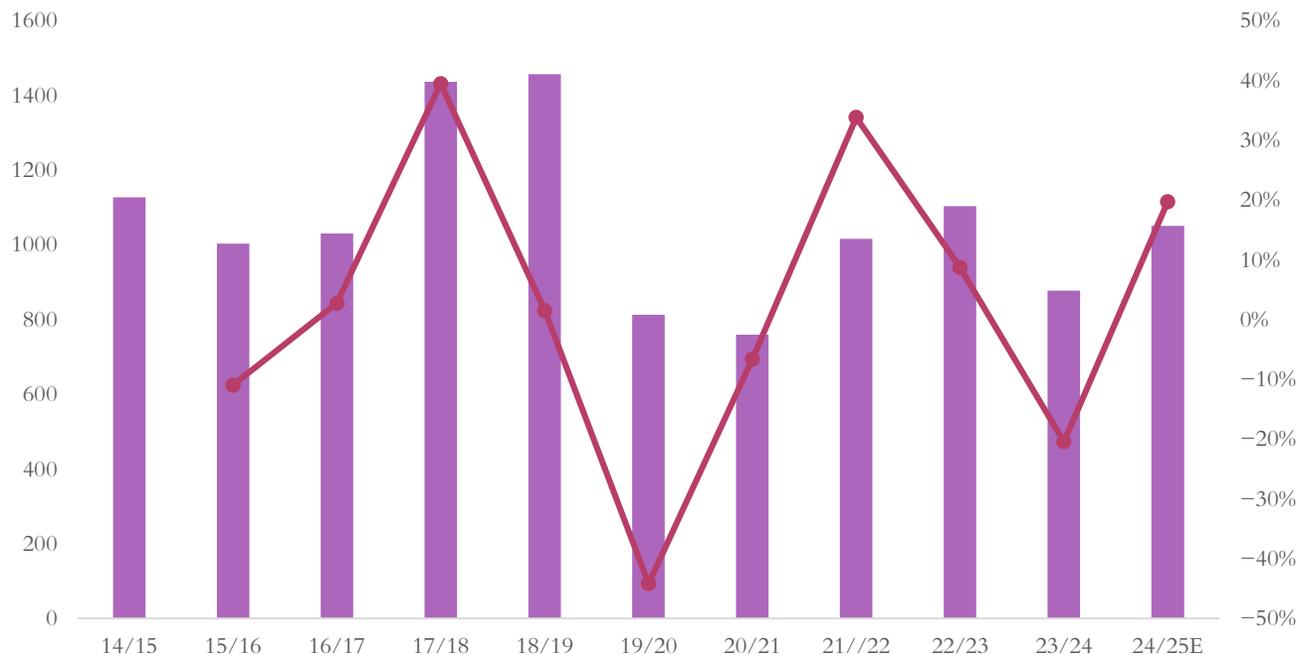
资料来源：国际货币基金组织、美国农业部、光大期货研究所

综合来看：

- 印度24/25榨季估产小幅回落，机构估产在3250–3330万吨之间，糖产量在2750–2930万吨之间，乙醇消耗量在400–500万吨，可供出口量至多在100万吨水平，且留给出口的时间窗口较短。
- 预计2025年种植意愿将有所恢复，25/26榨季产量有望大幅回升，对应到该榨季，印度糖有望重回食糖国际市场。

(三) 泰国估产小幅回升 榨季出口有望重回600万吨水平

图表：泰国糖产量（单位：万吨、%）



预计泰国2024/25榨季的食品糖产量将达到1039万吨，同比增长18%。

21/22、22/23榨季泰国连续两年出口维持在670万吨左右的水平，23/24榨季因国内产量下降，出口仅为415万吨。预计本榨季产量回升约150-200万吨，出口量将回到600万吨左右。

资料来源：OCSB、光大期货研究所

（四）多数机构预计全球食糖供应充裕，但过剩幅度有限

对于24/25榨季全球食糖供需，最乐观的预计来自于国际糖业组织，该机构11月将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%。

过剩幅度最大的预期来自于美国农业部。11月预估显示：2024/25榨季全球糖产量将增加279万吨至1.87亿吨；全球糖消费量预计1.8亿吨，同比提高207万吨；本榨季过剩量630万吨；期末库存预计4543万吨，同比下降294万吨；库存消费比25%，处于中性水平。

图表：全球平衡表（单位：亿吨、千吨）

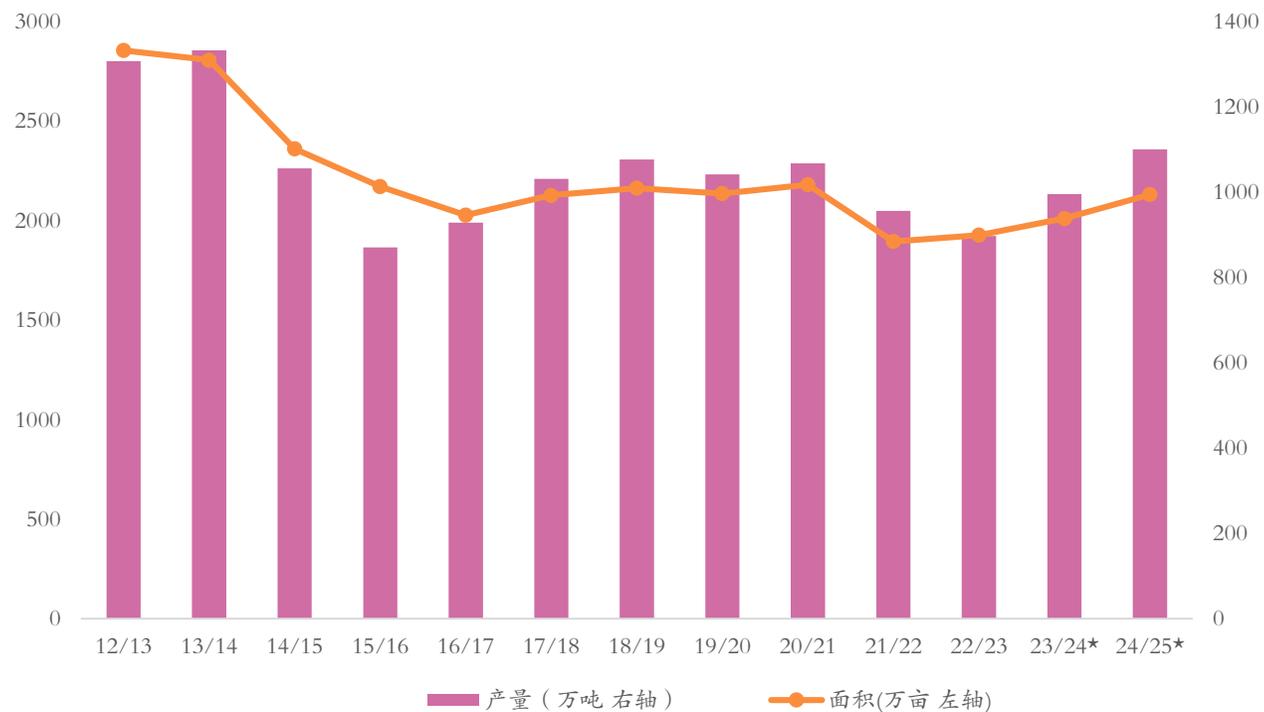
机构	产量	需求	短缺	预估时间
国际糖业组织（ISO）	1.7907亿吨	1.8158亿吨	251万吨	2024年11月
贸易商Czarnikow	1.847亿吨	1.8亿吨	-470万吨	2024年10月
市场机构StoneX			-214万吨	2024年12月
美国农业部	1.866亿吨	1.803亿吨	-630万吨	2024年12月

资料来源：同花顺，光大期货研究所公开信息整理

国内食糖市场

1、种植面积继续小幅回升，农业农村部估产1100万吨

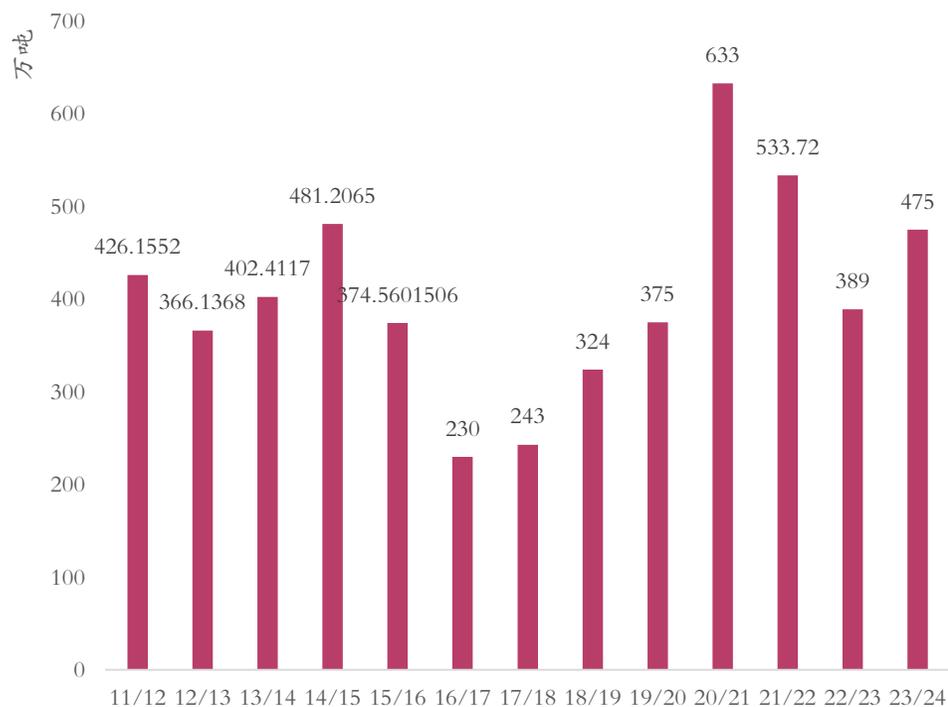
图表：国内糖料种植面积及食糖产量（单位：万亩、万吨）



资料来源：农业农村部，光大期货研究所

2、进口增幅的核心因素仍是原糖价格

图表：进口量（单位：万吨）



2024年1-10月，我国累计进口食糖342万吨，同比增加38.19万吨，增幅12.57%。

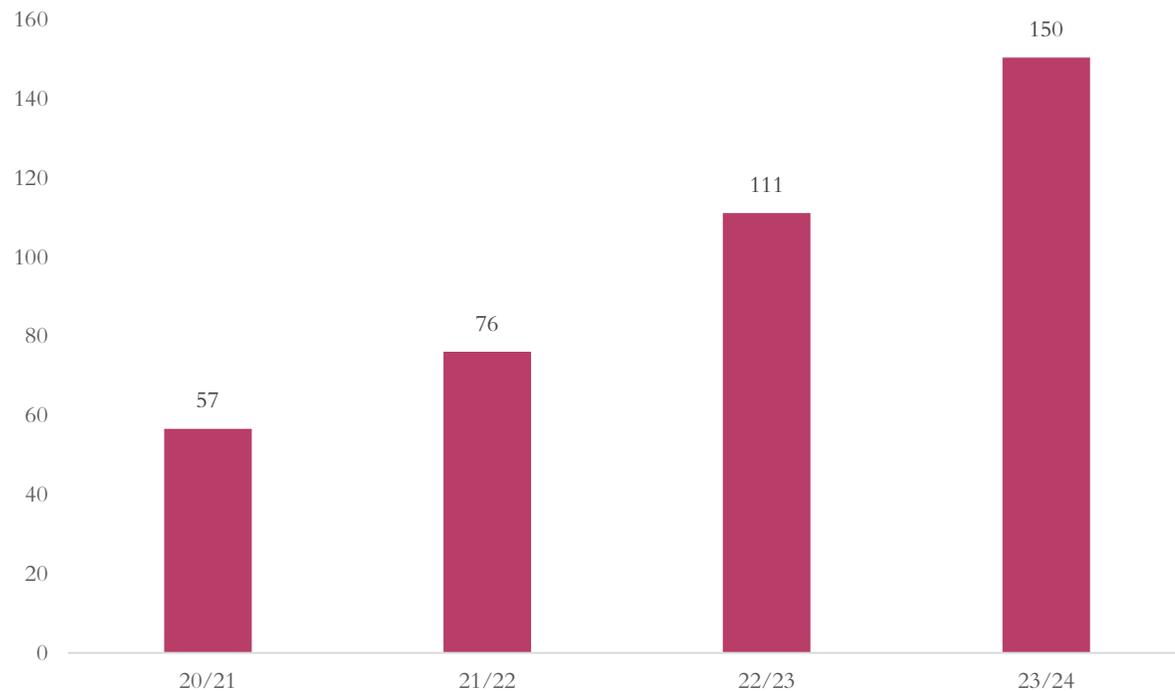
1-10月，糖浆、白砂糖预混粉累计进口195.74万吨，同比增长38.98万吨，增幅24.86%。

23/24榨季我国进口食糖475万吨，总体平稳。

资料来源：同花顺，光大期货研究所

3、糖浆及预拌粉进口总量需高度关注政策时间窗口

图表：糖浆及预拌粉折糖量（单位：万吨）



宽松预期：24/25榨季泰国产量预计增加150万吨，仍具备出口能力，价格方面只要有比价优势，国内冰糖厂、部分食品厂的需求仍在，一旦政策窗口打开，相关进口将快速恢复。

偏紧预期：如果暂停进口的时间持续到二季度末甚至三季度，届时国内将存在100-150万吨糖的缺口，配额外进口的变化需高度关注。

资料来源：海关总署、光大期货研究所

平衡表

图表：平衡表（万吨）

榨季	结转库存	产量	进口量	抛储	糖浆折糖	合计	消费	出口	合计	盈余
21/22	105	956	534	0	76	1671	1450	16	1466	205
22/23	122	897	389	10	110	1528	1485	15	1500	28
23/24	44	996	475	0	150	1665	1500	15	1515	150
24/25	36	1080	500	0	140	1756	1500	15	1515	241

资料来源：光大期货研究所

观点汇总：

- 23/24榨季全球甘蔗种植面积已经开始回升，但因北半球上一个榨季的干旱影响犹存、巴西2024年8、9月份的干旱天气，全球食糖产量增幅不及预期，延缓了全球过剩周期的开启，价格波动区间在17.5-24美分/磅之间。
- 24/25榨季预计全球正式进入到过剩周期，但因全球累库过程尚未完成，供应宽松幅度有限，价格下行深度将受到制约。预计2025年原糖期货价格波动区间在15-22美分/磅。
- 从种植意愿、种植面积角度看，25/26榨季全球增产预期更为强烈，糖价将延续下行态势，但阶段性供应偏紧等问题仍会带来波段性反弹机会。另外，天气风险仍存，估产问题仍需动态关注。

-
- 国内产量回升，糖浆及预拌粉进口情况仍有较大不确定性。国内估产1080万吨，仍需依赖进口补充缺口，如糖浆及预拌粉进口政策持续收紧，将需要通过配额外进口的方式满足市场需求，二季度关注政策情况及进口预期。消费预计仍将维持现有水平，但产成品库存结构变化及食糖价格向下的预期会使得贸易商、终端采购节奏出现调整。预计2025年期货价格运行区间5500-6200元/吨。
 - 风险因素：巴西估产超预期；印度出口仍存不确定性；主产区遭遇极端天气。

资源品团队研究员介绍

- 张笑金，光大期货研究所资源品研究总监，长期专注于白糖产业研究。多次参与郑州商品交易所重大课题、中国期货业协会系列丛书撰写工作。连续多年在期货日报、证券时报最佳期货分析师评选中荣获“最佳农产品分析师”称号。多次荣获郑州商品交易所白糖高级分析师称号，2023年荣获郑州商品交易所白糖资深高级分析师。

期货从业资格号：F0306200 期货交易咨询资格号：Z0000082

- 张凌璐，英国布里斯托大学会计金融学硕士学位。光大期货研究所资源品分析师，负责纯碱、尿素期货研究工作，数次参与中国期货业协会、郑州商品交易所大型项目及课题，连续多年在期货日报、证券时报等权威媒体、郑州商品交易所评选中获奖。2023年荣获郑州商品交易所纯碱资深高级分析师、尿素高级分析师等荣誉称号。

期货从业资格号：F3067502 期货交易咨询资格号：Z0014869

- 孙成震，光大期货研究所资源品分析师，云南大学金融硕士，主要从事棉花、棉纱、铁合金等品种基本面研究、数据分析等工作。

期货从业资格号：F03099994 期货交易咨询资格号：Z0021057

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。