



光期研究

# 软商品半年报

2024年6月30日

张笑金



光大期货  
EVERBRIGHT FUTURES

---

白糖：全球供应过剩周期进行时 天气隐忧仍存

## 白糖：全球供应过剩周期进行时 天气隐忧仍存

上半年原糖期价在印度23/24榨季减产预期被逐渐证伪、巴西估产维持高位的背景下逐渐走低，期价从24美分/磅，回落到18-19美分/磅附近。国内节奏大体一致，年初跟随原糖反弹，受增产预期压制逐渐回落，后期低库存支持逐渐显现，期价主要运行区间在6100-6600元/吨。

**巴西24/25榨季估产仍维持高位。**巴西23/24榨季产量落在4550万吨，为近年新高。24/25榨季目前机构普遍预计微降甚至持平，仍属于历史第二高位产量。市场机构StoneX预计巴西中南部产量4230万吨，Datagro预计巴西中南部产量4160万吨，对于中南部悲观预期较上榨季减产160万吨以上，乐观预期减产幅度仅为40万吨左右。对于全巴西估产最悲观的预期是BMI，估产4100万吨，减产幅度450万吨，乐观预期甚至略增产。

**当前原糖价格仍不足以大幅度改变制糖比。**目前原糖价格主要运行区间18-19.5美分/磅，相比于14-16美分/磅的乙醇折糖价仍有较大优势，因此原糖价格跌破16美分/磅之前，继续保持高制糖比预估。

**巴西压榨进度数据影响短期市场节奏。**24/25榨季开榨以来，巴西双周压榨数据备受关注，特别是5月天气利于压榨的情况下两期数据低于市场预期，市场高度关注6月的干旱是否会导致未来产量不及预期。6月巴西产量进入爬坡阶段，对于估产意义更大。北半球新糖上市前，全球贸易仍以巴西糖供应为主，秋季叠加粮食外运，港口拥堵问题可在四季度初给与更多关注。

---

**印度24/25榨季估产、政策都具有较大不确定性。**2023年10月以来，关于23/24榨季印度糖的估产和乙醇转化量一直在不断修正，最终印度产量3167万吨。目前印度季风雨到来时间延迟，对于甘蔗长势的影响、24/25榨季印度出口政策都有较大不确定性。新榨季乙醇汽油掺混比例计划要达到20%，届时到底还有多少糖可供出口也存疑。目前对于印度关注产量的同时，更应该关注可供出口量，乙醇项目的顺利推进、糖消费预期提升，都制约着印度可供出口量。

**泰国24/25产量预计回到正常水平。**得益于种植面积回升，目前机构估产范围在1020-1100万吨之间，较23/24榨季增产150-230万吨。

**全球范围24/25榨季处于过剩周期。**关于过剩程度的预估，略有差异，悲观预期过剩550万吨，乐观预期过剩幅度仅有120万吨，全球第二年进入到过剩周期。全球库存仍偏低，曾经的两个库存大国印度、中国，当前的库存压力有限。曾经的三大出口国巴西、泰国、印度，新榨季仍以巴西、泰国出口为主，印度预计可供出口量有限。价格方面当前已经体现出巴西产量维持高位的压力，未来需要新的矛盾引领，特别是北半球估产、印度出口等问题是否超预期。价格中轴继续下行可期，但各国累库矛盾尚不突出的情况下，快速走入到超低价格不现实，预计巴西成本支撑仍有效。

**天气影响仍不可忽视。**巴西干旱、泰国降水同比偏低、印度季风雨偏迟的影响、我国广西等地田间渍涝的影响程度，都影响着未来市场情绪。

国内下半年最大的影响因素在于进口量和进口节奏。供应方面，目前国内生产已经结束，产糖996万吨。库存方面截止5月底工业库存337万吨，近5年来第二低水平。根据泛糖科技数据截止6月20日广西第三方库存90.4万吨，同比低37万吨。今年低库存问题有效支撑了上半年的国内现货市场价格。需求端因市场预期问题，采购节奏偏谨慎。

**内外价差仍制约进口糖增量。**23/24榨季截止5月我国累计进口313万吨，本榨季仅有4个月时间，以往三个榨季同期进口量分别为222万吨、188万吨、106万吨。影响进口量的核心因素除了政策，就是进口利润，此前配额外进口利润长期倒挂阻碍了进口增量。粗算22美分/磅的原糖折算配额外进口到港约7600元/吨，20美分/磅大约为7000元/吨，18美分/磅大约为6480元/吨，16美分/磅大约为5800元/吨。可见进口仍面临价格偏高的问题，且国内远期期价贴水，保值难度也较大。因此，对于进口保持高度关注，但预计三季度进口仍难以大幅扩量。

**糖浆及预拌粉进口增速预计前高后低。**23/24榨季截止5月进口量115万吨，同比增速39.89%。未来受到进口成本偏高、通关等问题有待观察等因素影响，预计增速会有所放缓。

总之，上半年以国产糖供应为主，低库存制约着价格下行。未来供应变数在于进口，进口总量和节奏都至关重要。目前看7月、8月进口糖到港量将有所回升，但总量仍有限，且实际形成供应时间更迟。短期可继续关注9/1价差走强，中期静待1月合约卖保入场机会。三季度看进口，四季度看北半球估产。

# 国内平衡表

图表：国内平衡表（单位：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	470	0	150	1660	1500	15	1515	145

资料来源：光大期货研究所

# 1.1 上半年原糖、郑糖主要价格运行区间18-24美分/磅、6100-6600元/吨

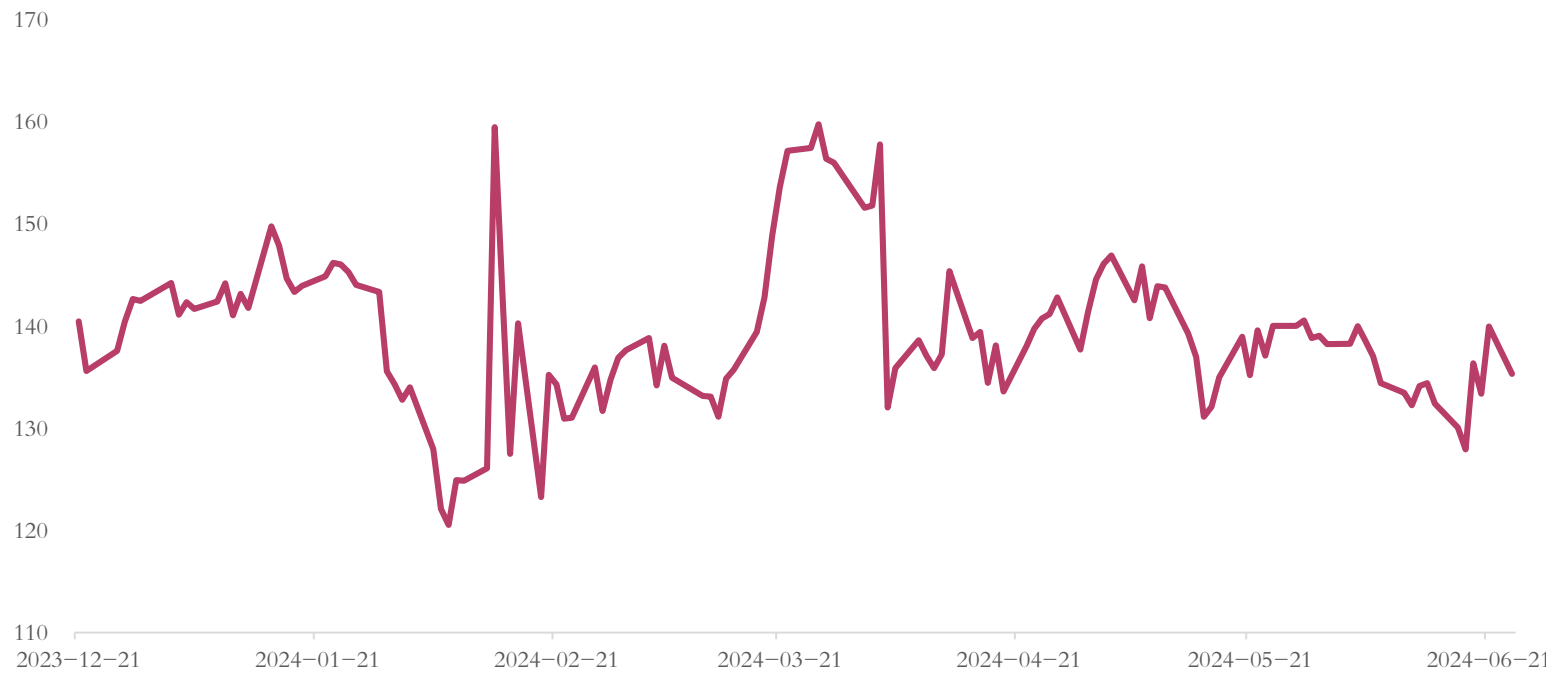
图表：ICE原糖、郑糖主力价格（单位：美分/磅、元/吨）



资料来源：文华财经，光大期货研究所

## 1.2原白糖价差

图表：原白糖价差（单位：美元/吨）

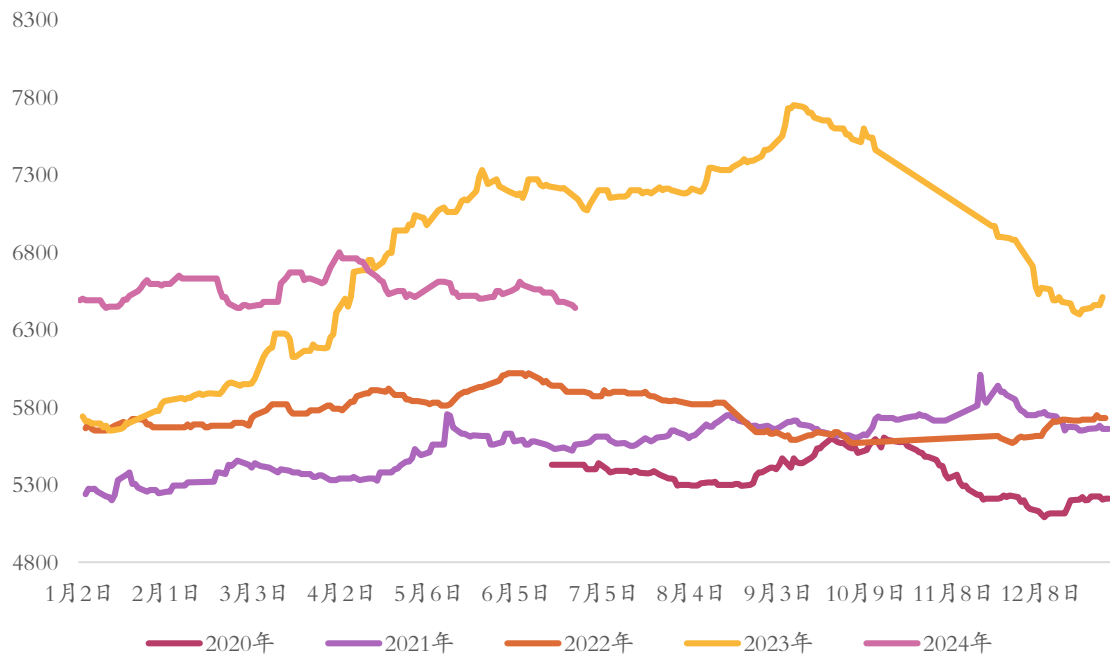
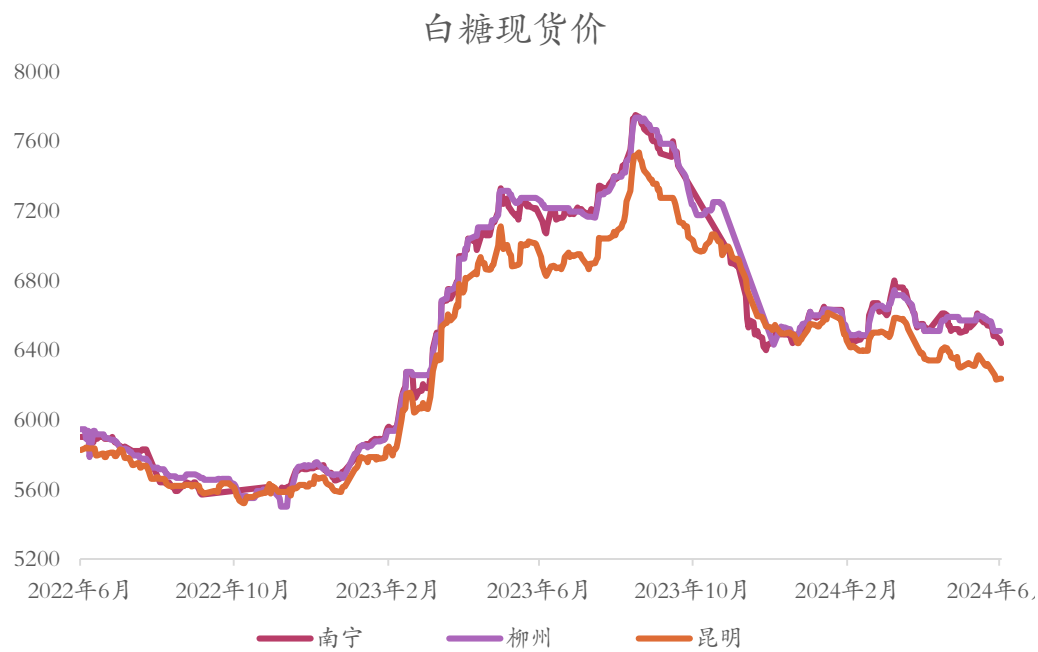


资料来源：同花顺，光大期货研究所



# 1.3国内现货价格

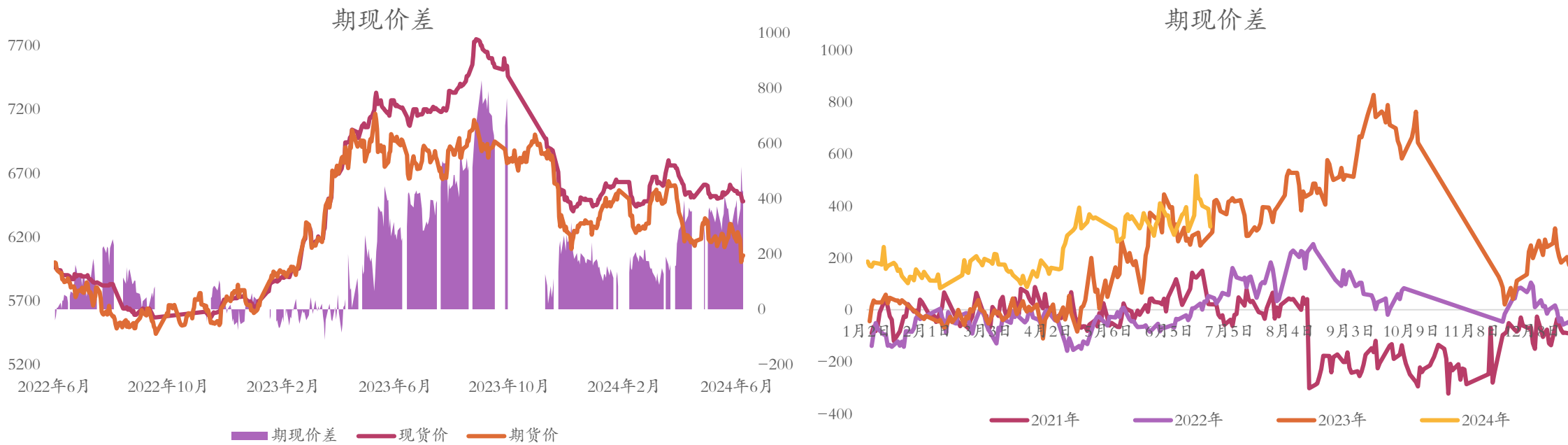
图表：现货价格（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

# 1.4期现价差

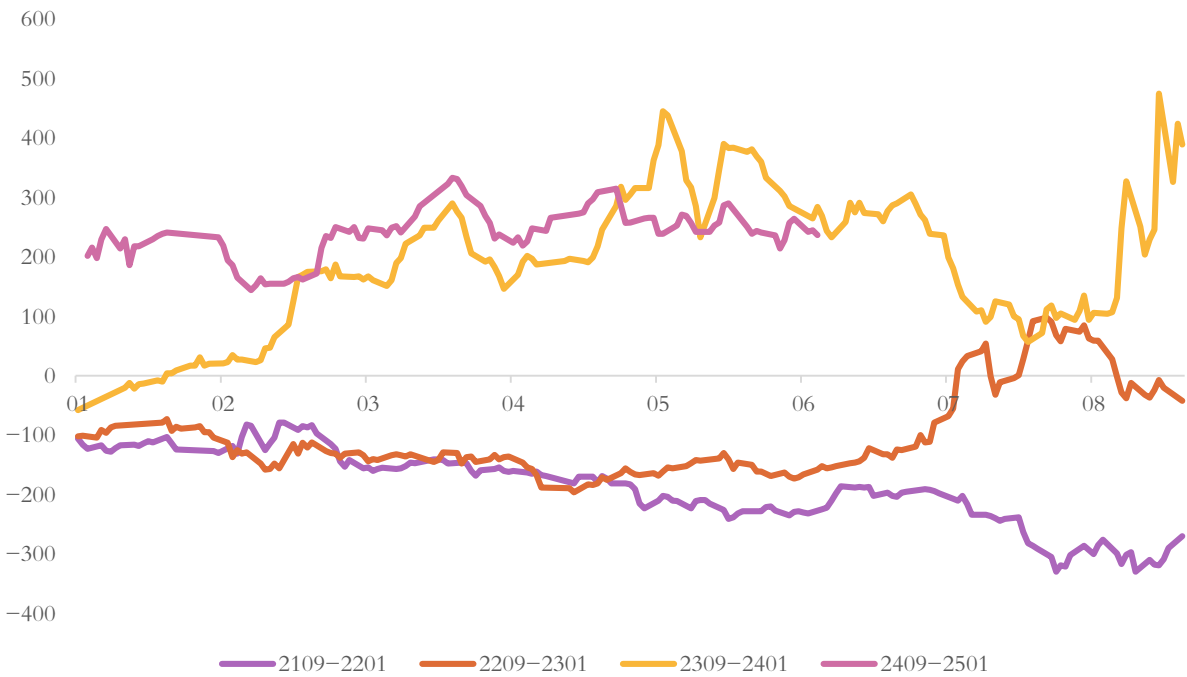
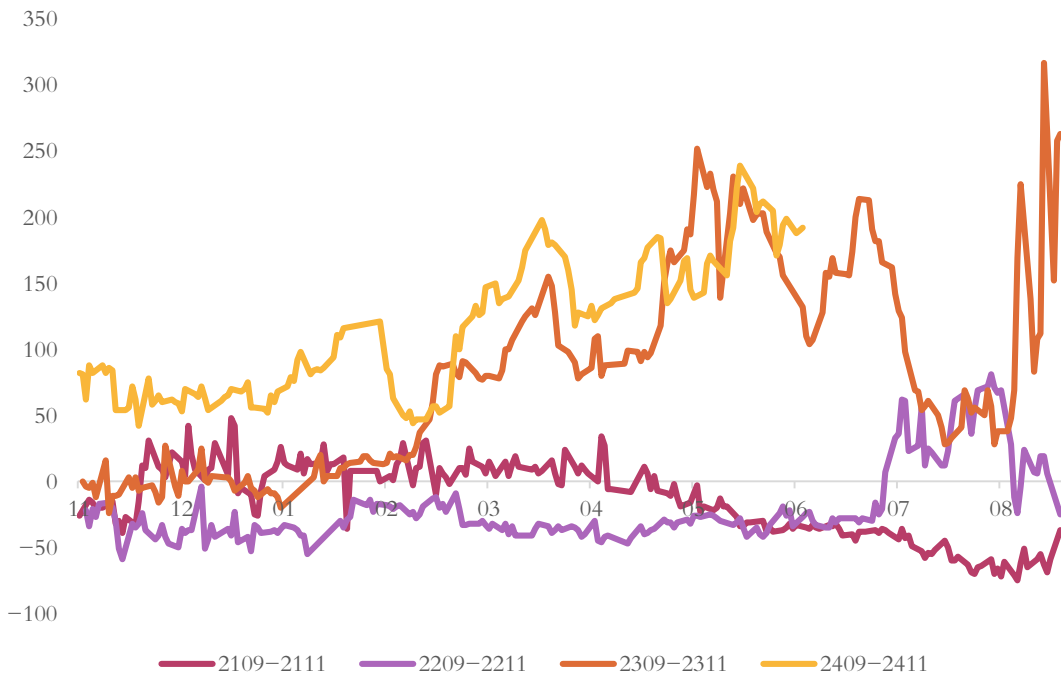
图表：期现价差（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

# 1.5近远价差

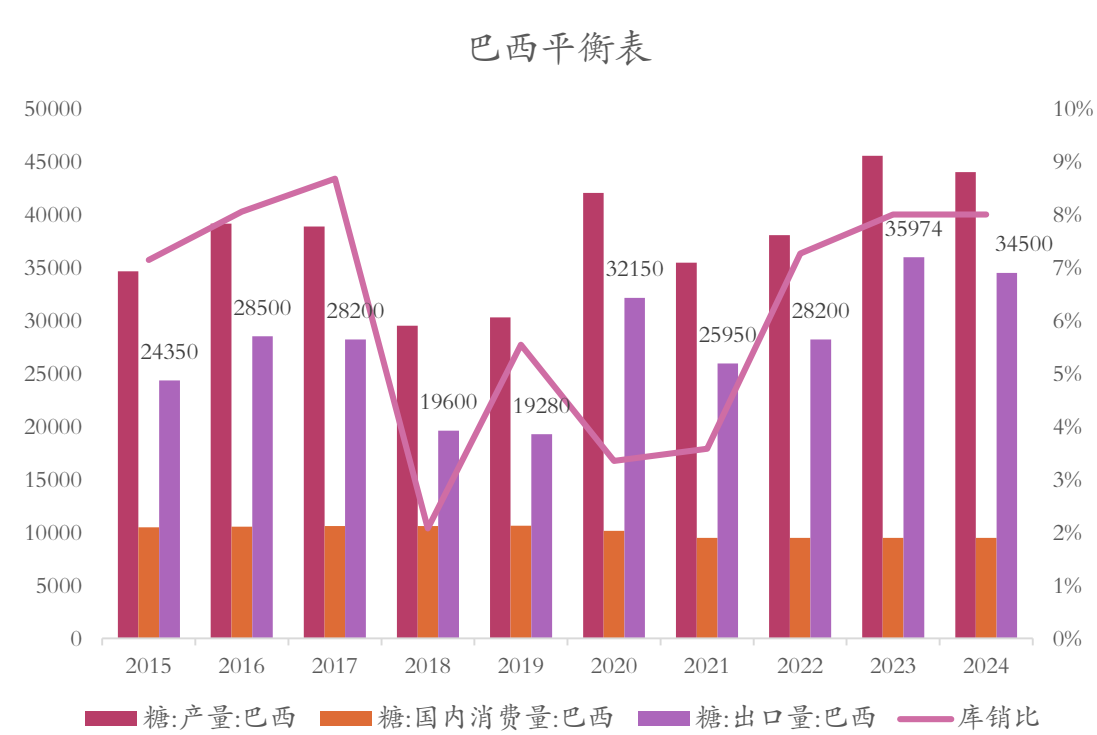
图表：近远月价差（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

## 2.1巴西平衡表

图表：巴西平衡表（单位：千吨、%）



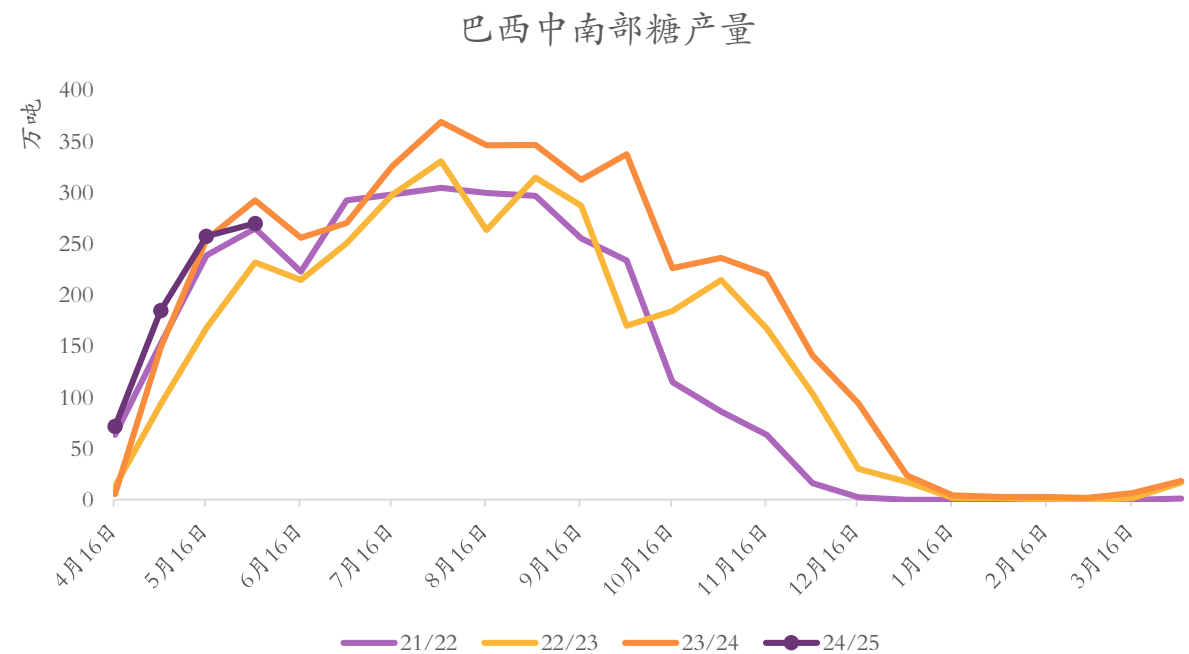
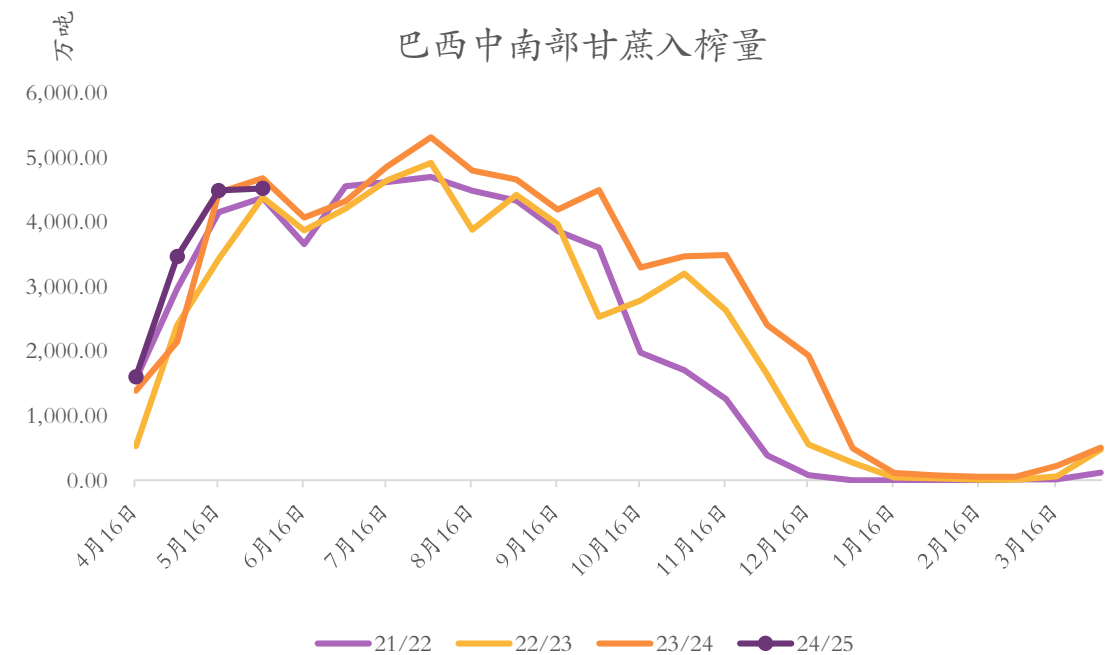
巴西中南部	甘蔗入榨量	糖产量	乙醇产量
咨询公司 Canaplan	5.9761亿吨— 6.1104亿吨		
市场机构 StoneX	6.022亿吨	4230万吨	321亿公升
贸易商Alvean		4160万吨	

巴西	甘蔗产量	糖产量
巴西国家商品供 应公司Conab	6.8586亿吨 —3.8%	4629万吨 +1.3%
咨询机构 Safras & Mercado		4530万吨，增产122万吨，+2.8%
研究机构BMI		4100万吨
美国农业部		4400万吨，减少154万吨，减幅3.4%

资料来源：Wind，光大期货研究所，根据公开资料整理

## 2.2巴西压榨进度

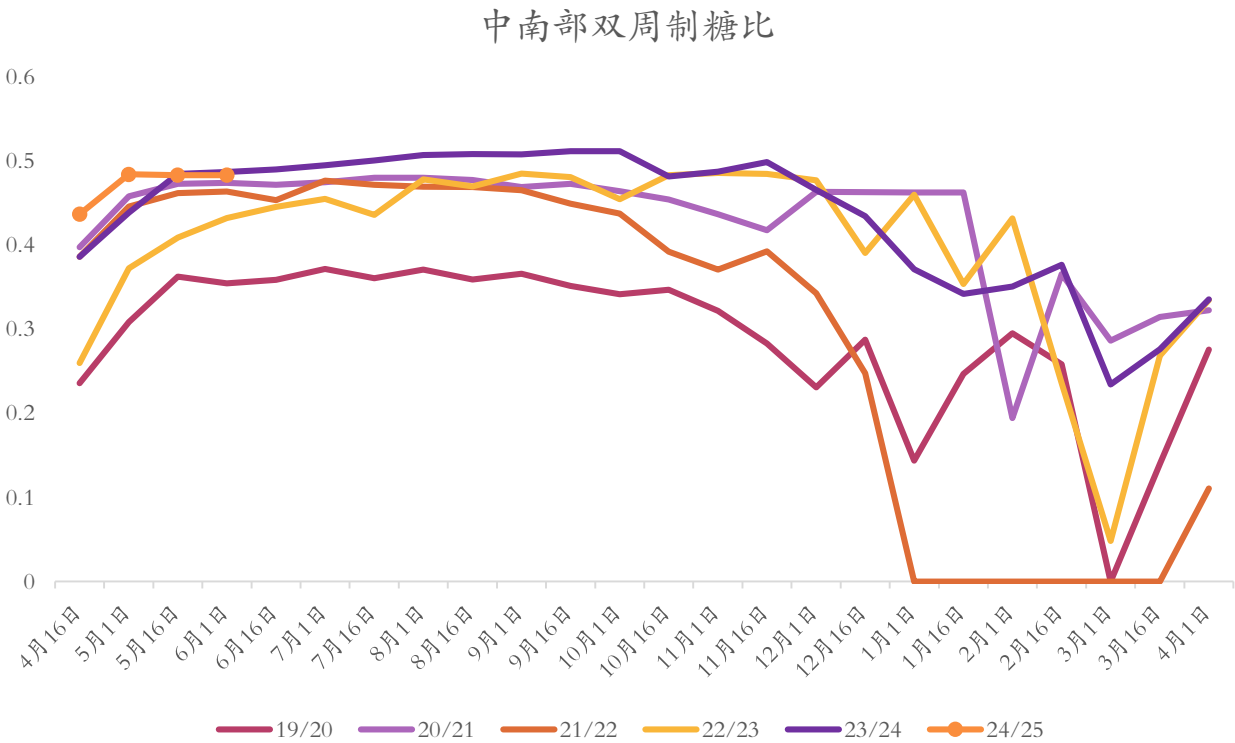
图表：巴西中南部压榨进度（单位：万吨）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

## 2.3巴西中南部制糖比

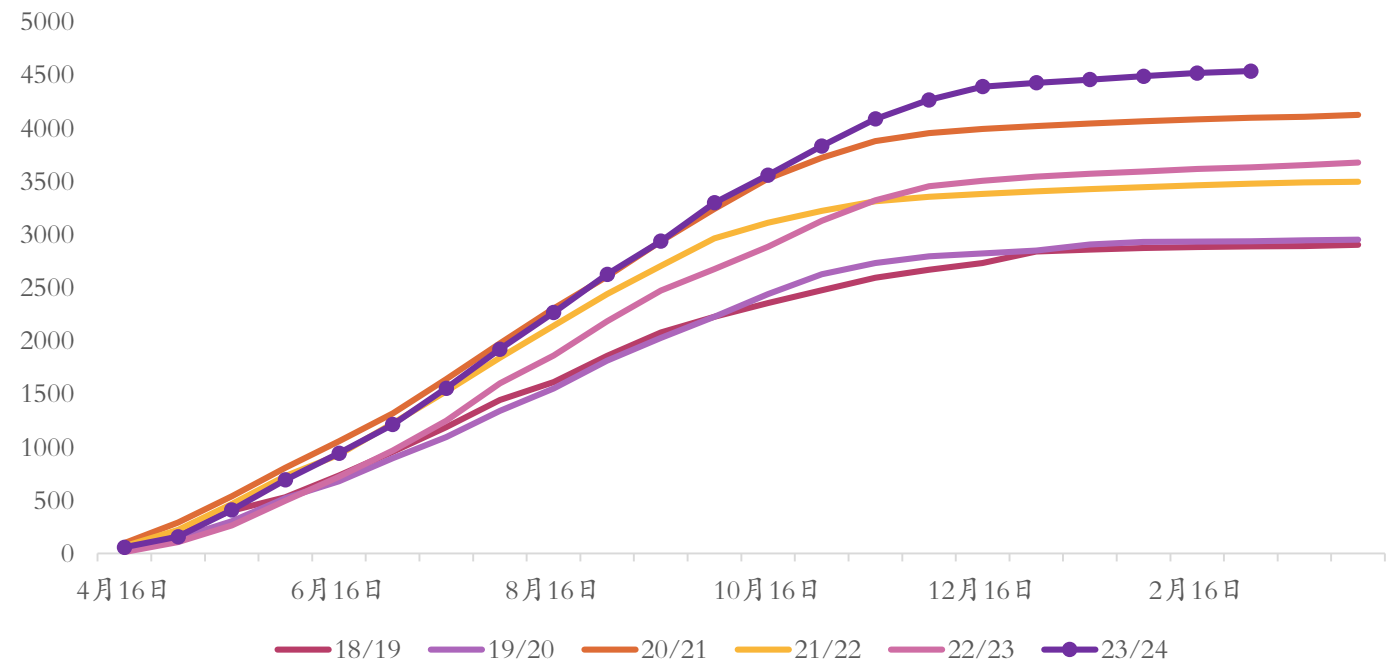
图表：巴西中南部制糖比（单位：%）



资料来源：UNICA，光大期货研究所

## 2.4巴西糖产量

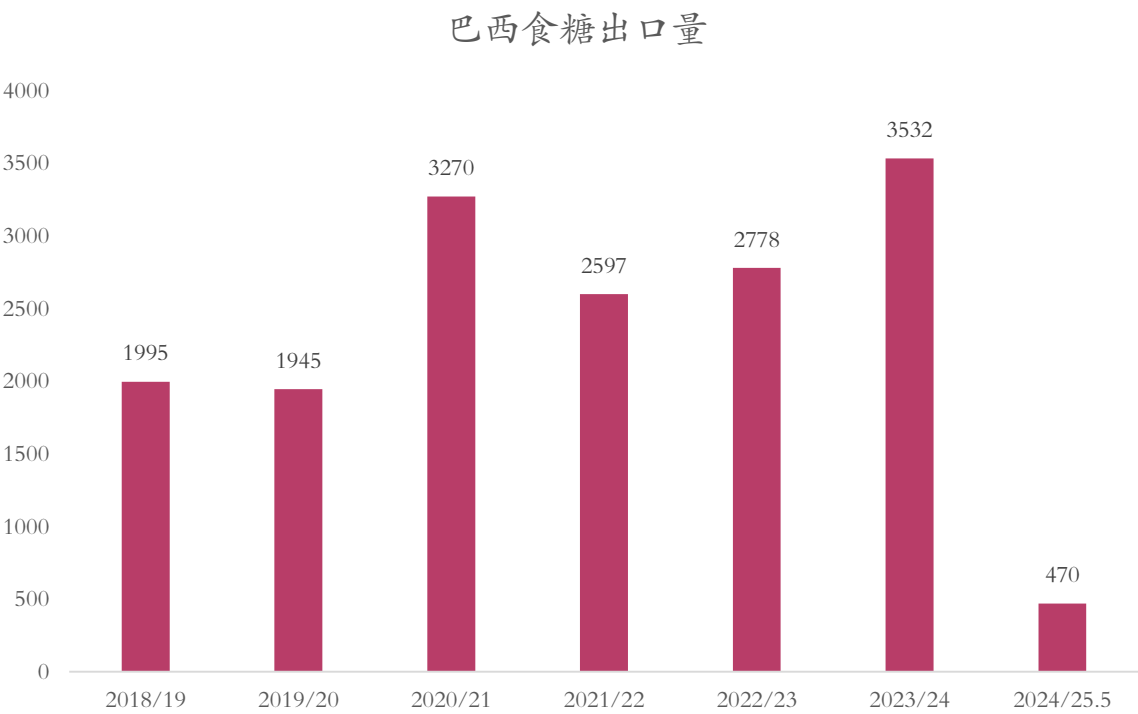
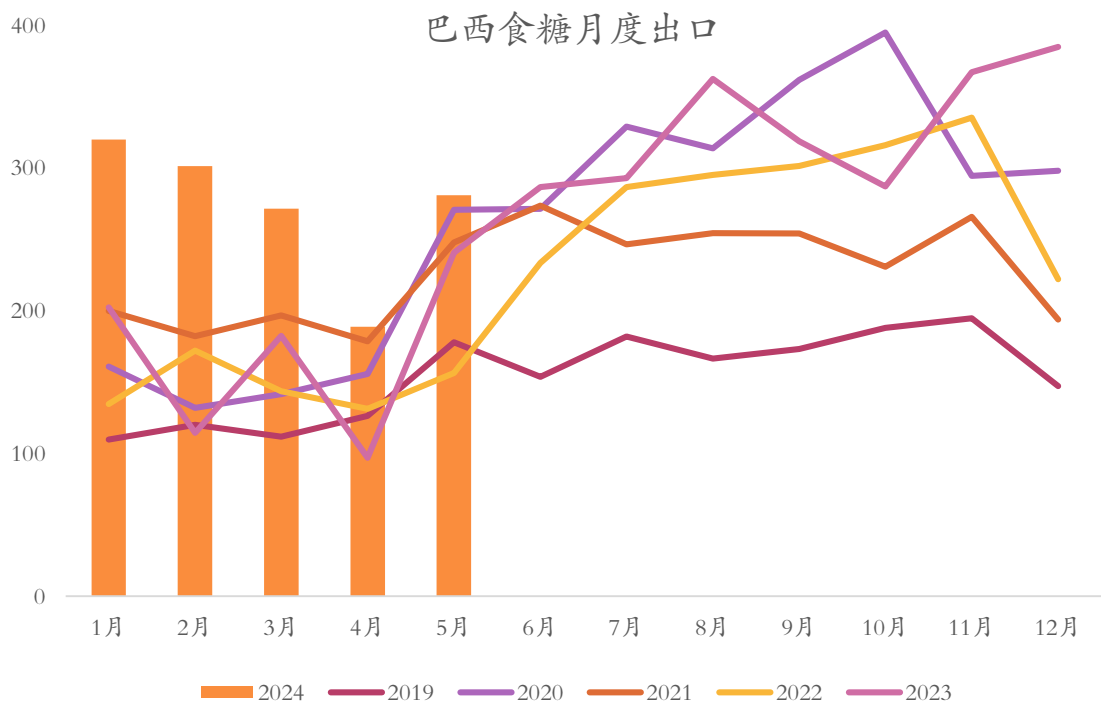
图表：巴西累计产糖量（单位：万吨）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

## 2.5巴西出口

图表：巴西糖出口（单位：万吨）

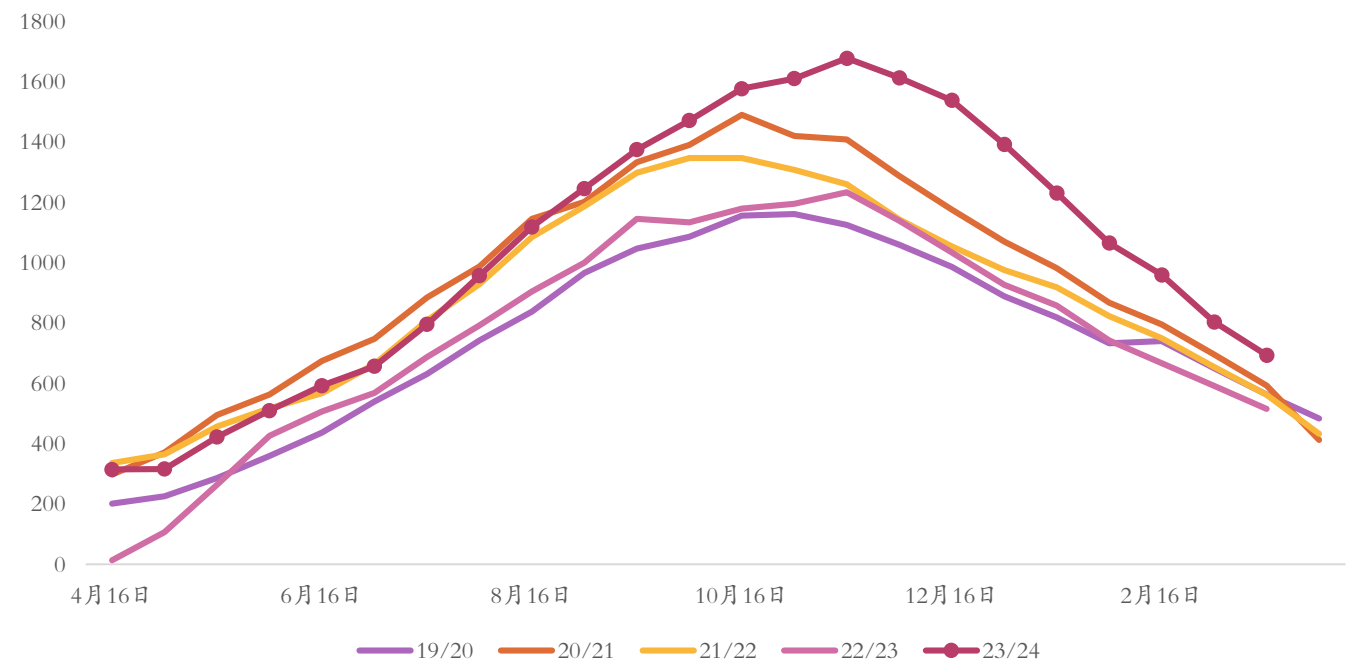


资料来源：Wind，光大期货研究所



## 2.6巴西食糖库存

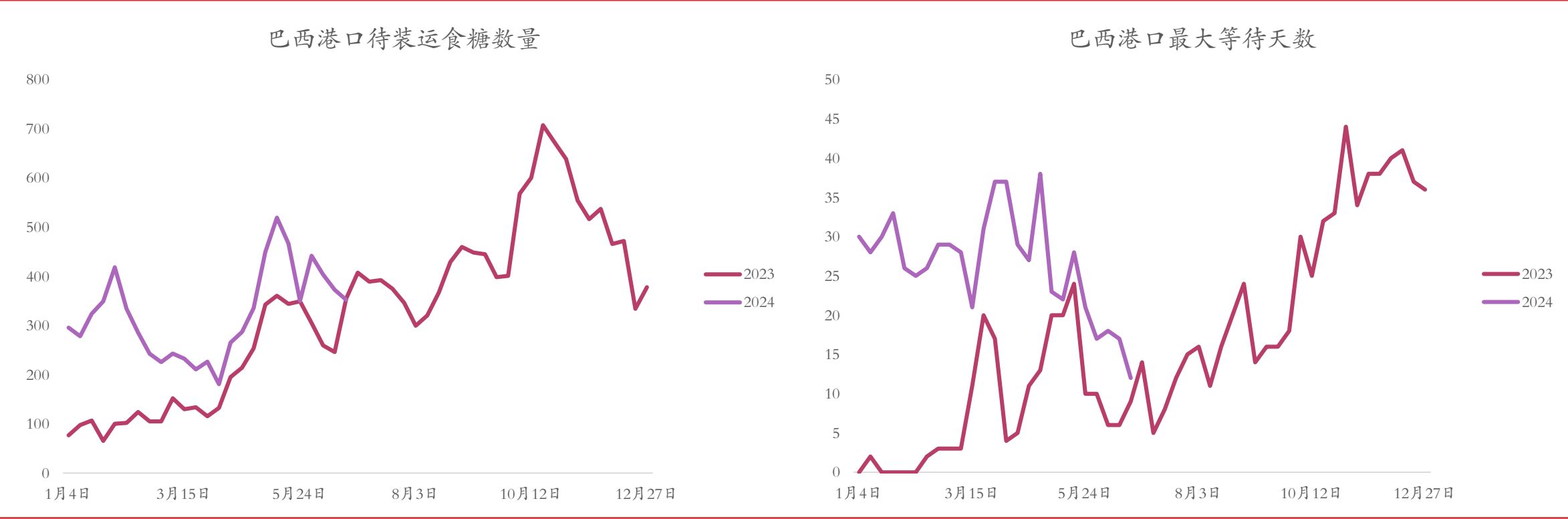
图表：巴西双周食糖库存（单位：万吨）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

## 2.7巴西运输情况

图表：巴西港口待装运食糖数量、最大等待天数（单位：万吨、天）



资料来源：泛糖科技，光大期货研究所

## 2.8巴西乙醇价格

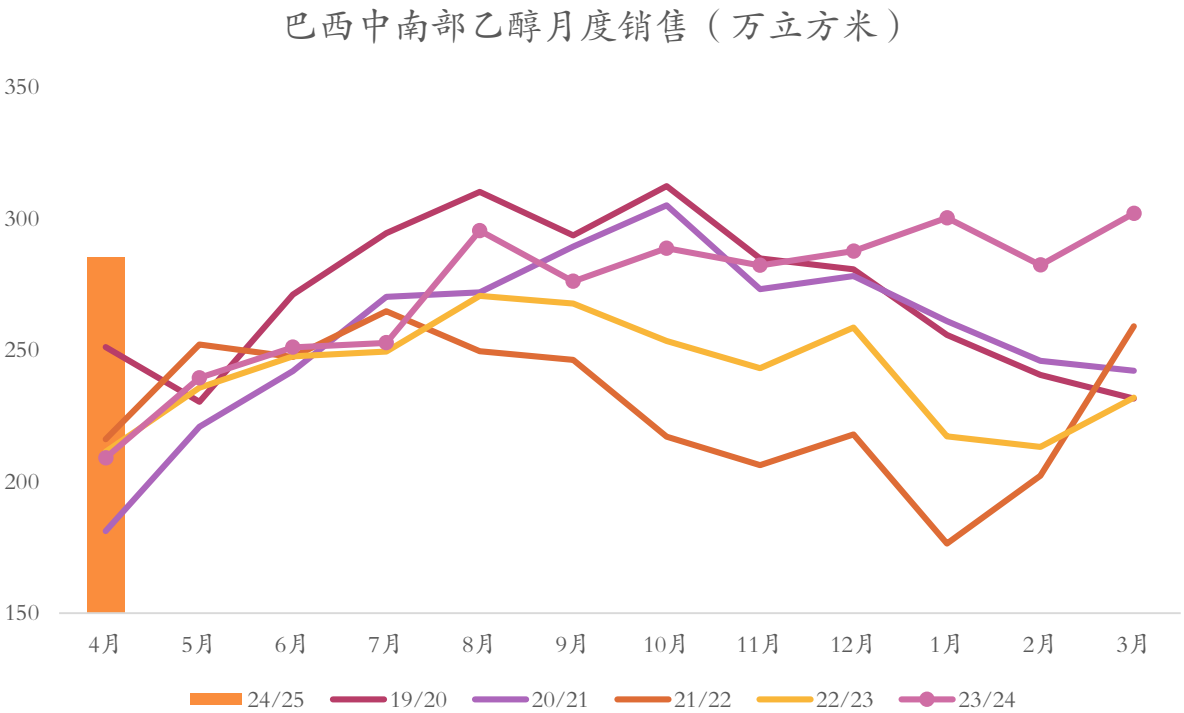
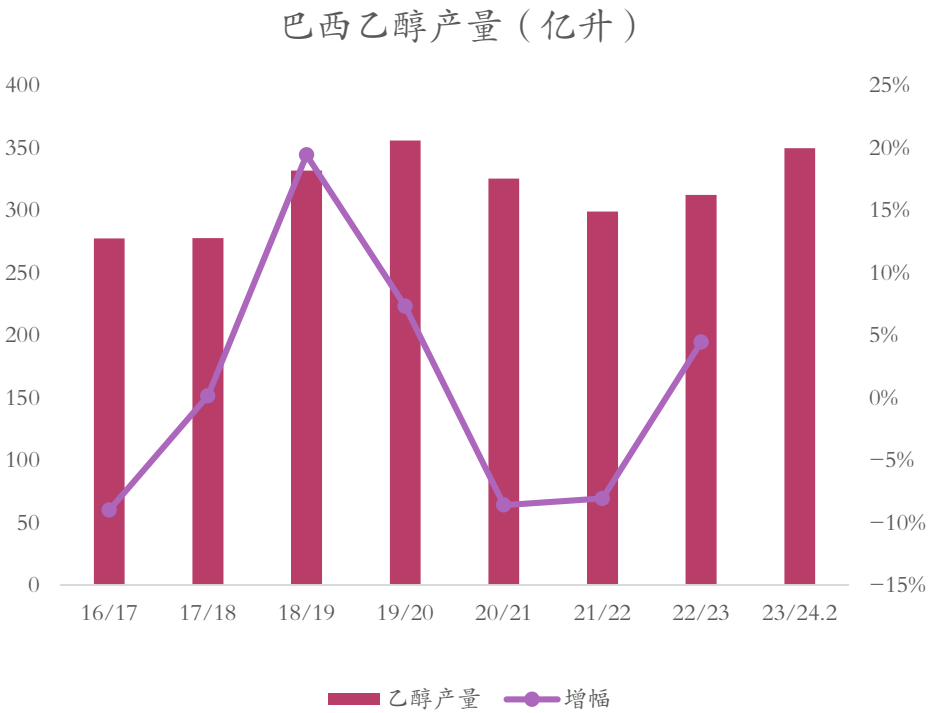
图表：圣保罗乙醇价格、乙醇折糖价（单位：雷亚尔/升、美分/磅）



资料来源：同花顺，UNICA，光大期货研究所

## 2.9巴西乙醇产量

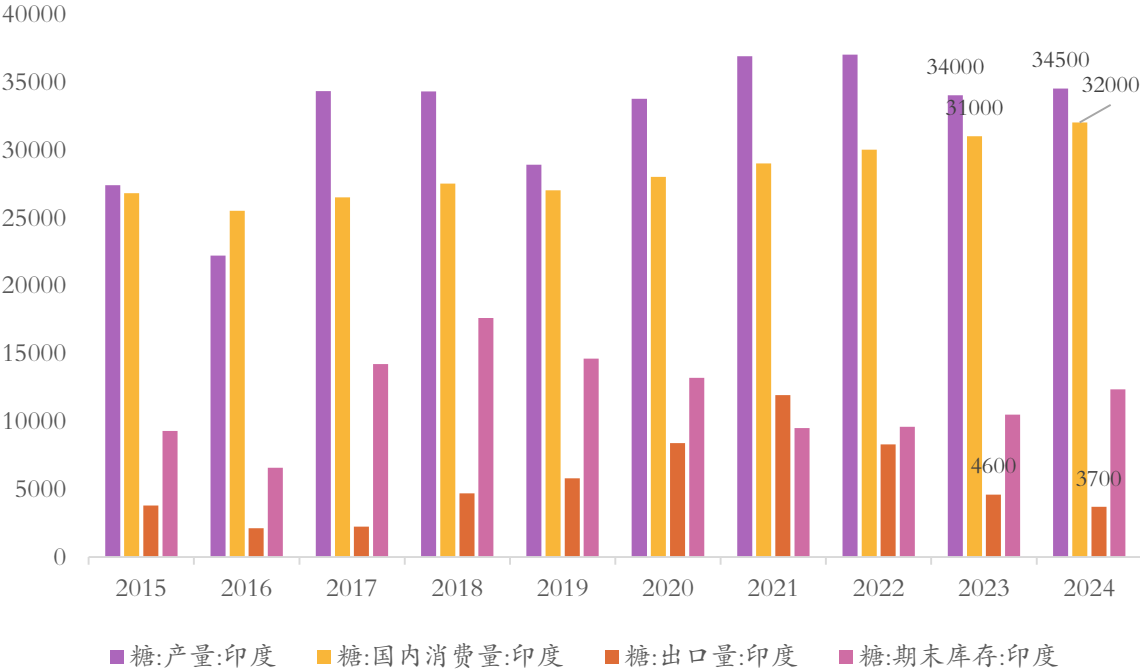
图表：巴西乙醇产量、中南部乙醇销售（单位：亿升、万立方米）



资料来源：同花顺，UNICA，光大期货研究所

## 2.10印度平衡表

图表：印度平衡表（单位：千吨）

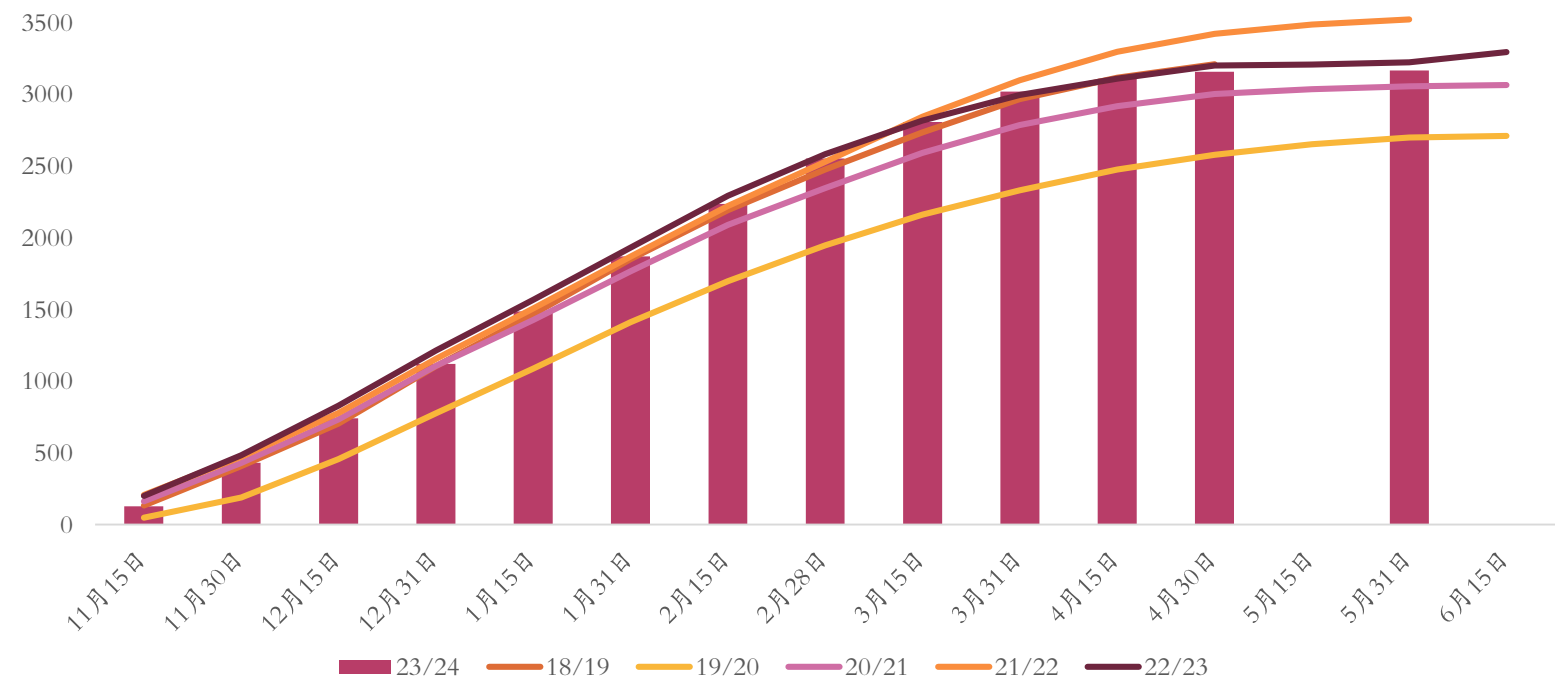


机构	24/25榨季估产	变化
市场机构Datagro	3150万吨	下降90万吨，降幅2.86%
美国农业部	3450万吨	增产50万吨，增幅1.47%

资料来源：同花顺，光大期货研究所

## 2.11印度压榨进度

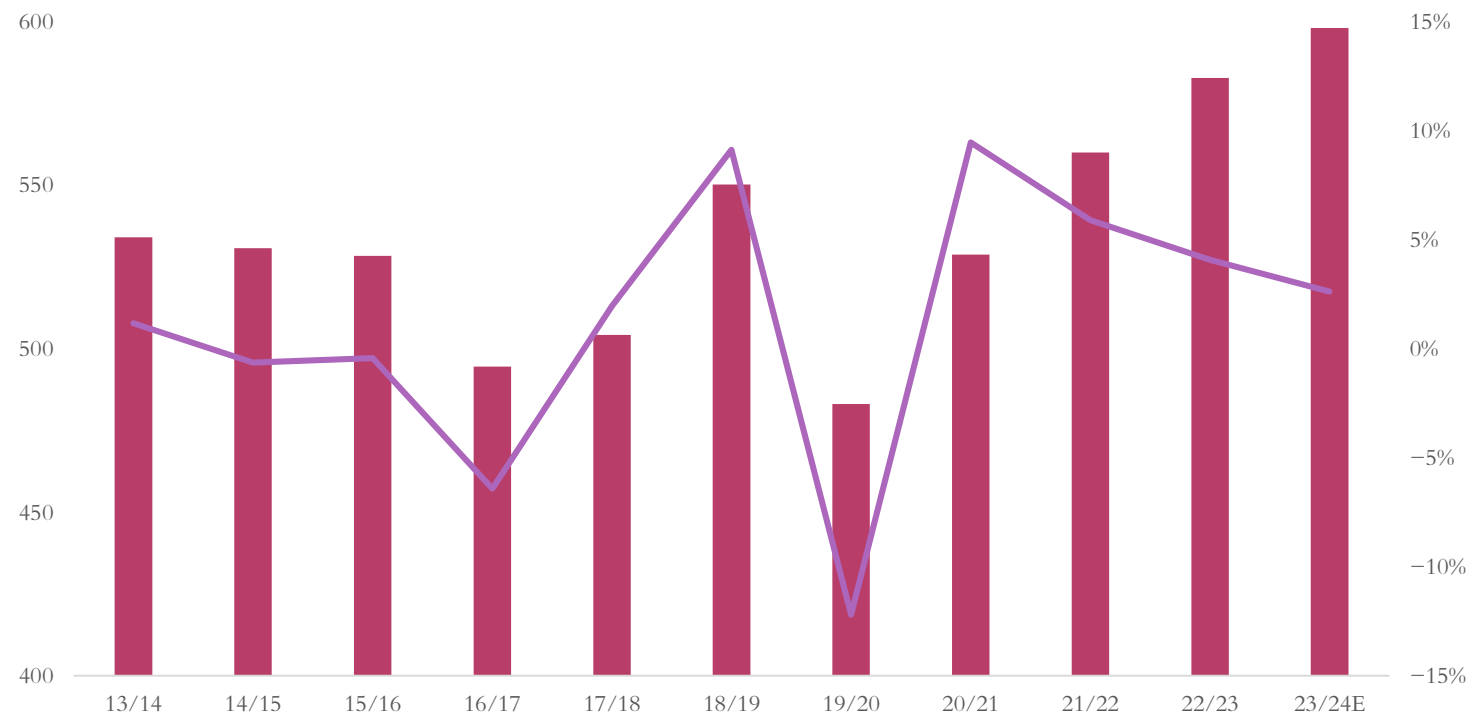
图表：印度双周累计产量（单位：万吨）



资料来源：ISMA，光大期货研究所

## 2.12印度甘蔗种植面积

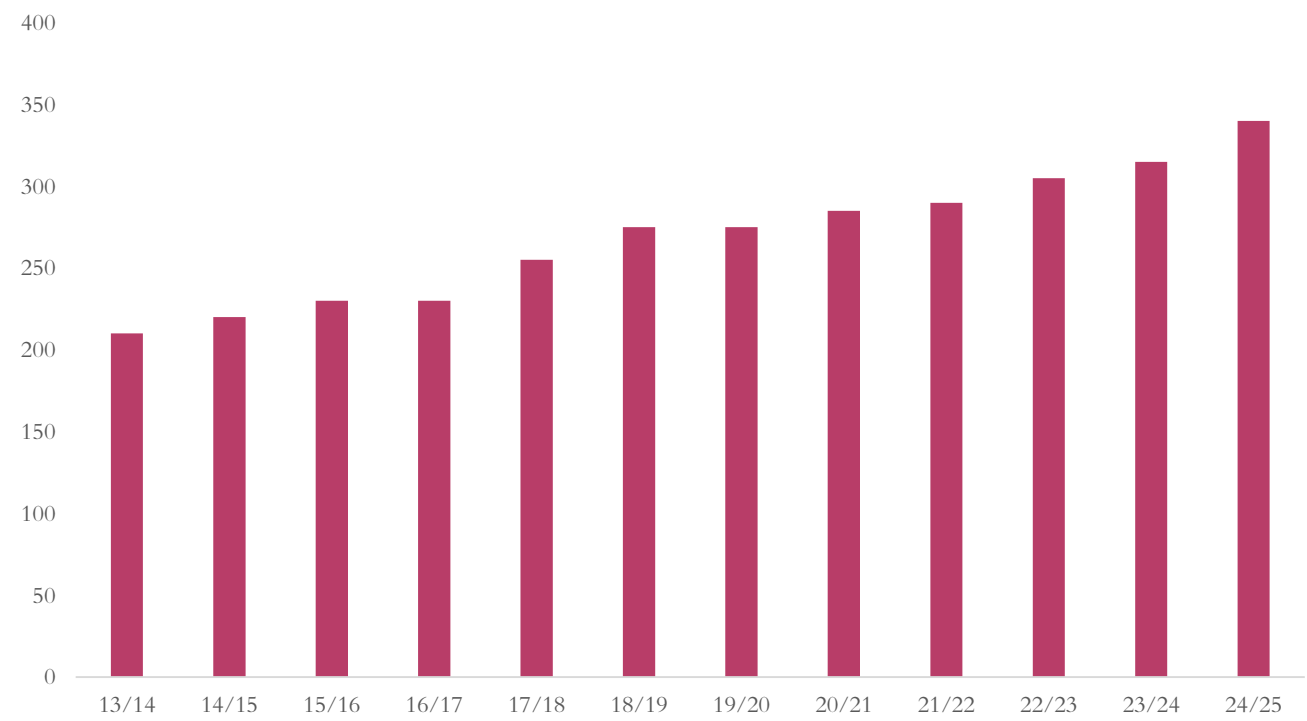
图表：印度甘蔗种植面积（单位：万公顷）



资料来源：ISMA，光大期货研究所

## 2.13印度甘蔗收购价格

图表：甘蔗公平报酬价格（单位：卢比/百公斤）

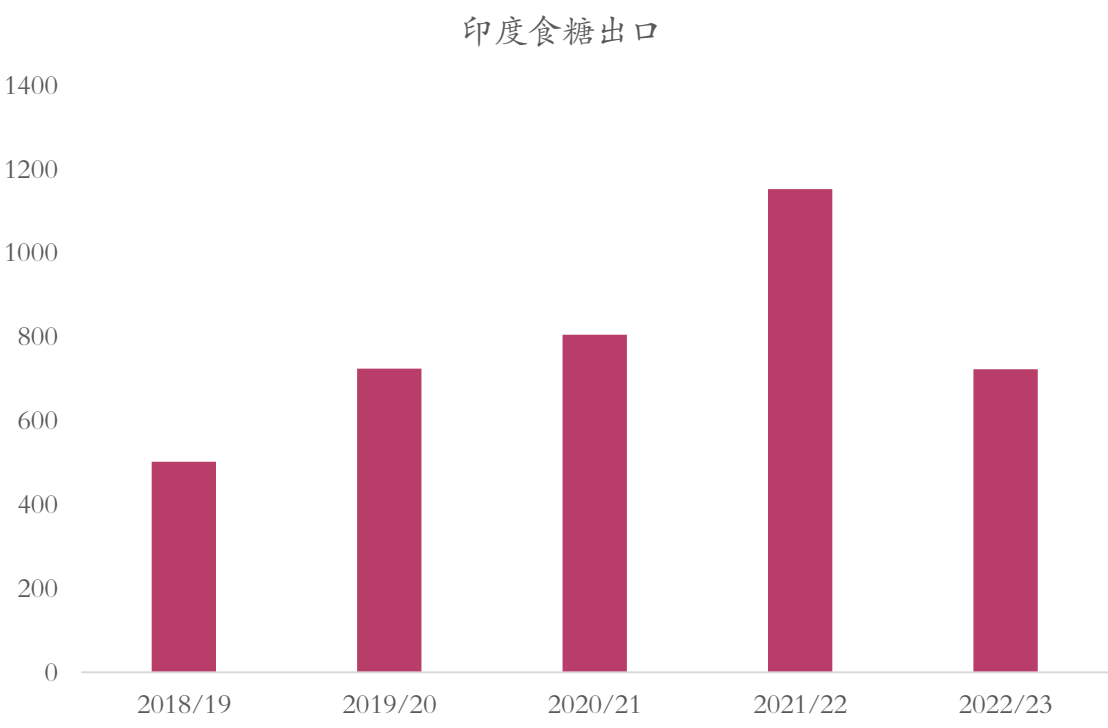
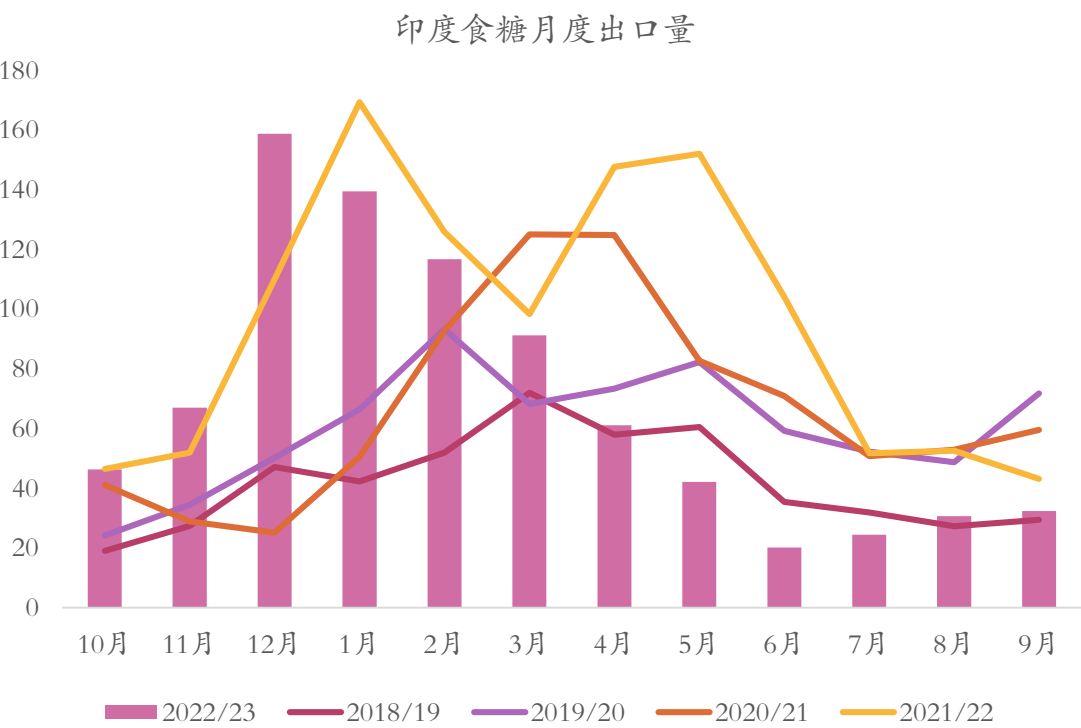


资料来源：ISMA，光大期货研究所



## 2.14印度出口

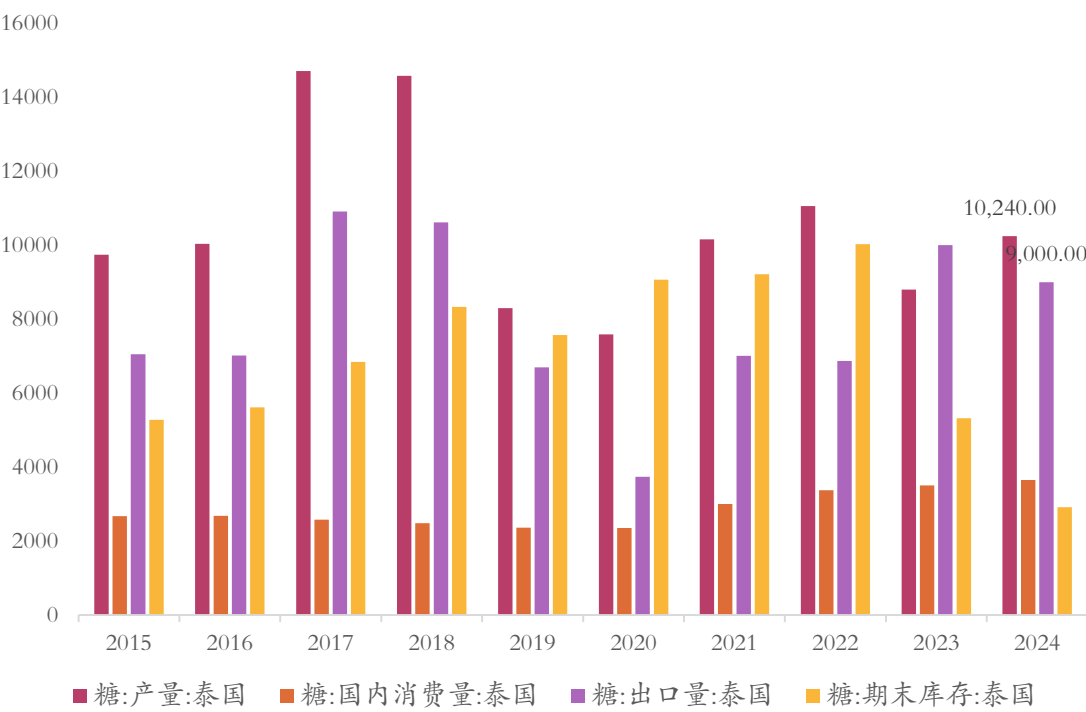
图表：印度糖出口（单位：万吨）



资料来源：泛糖科技，光大期货研究所

## 2.15泰国平衡表

图表：泰国平衡表（单位：千吨）

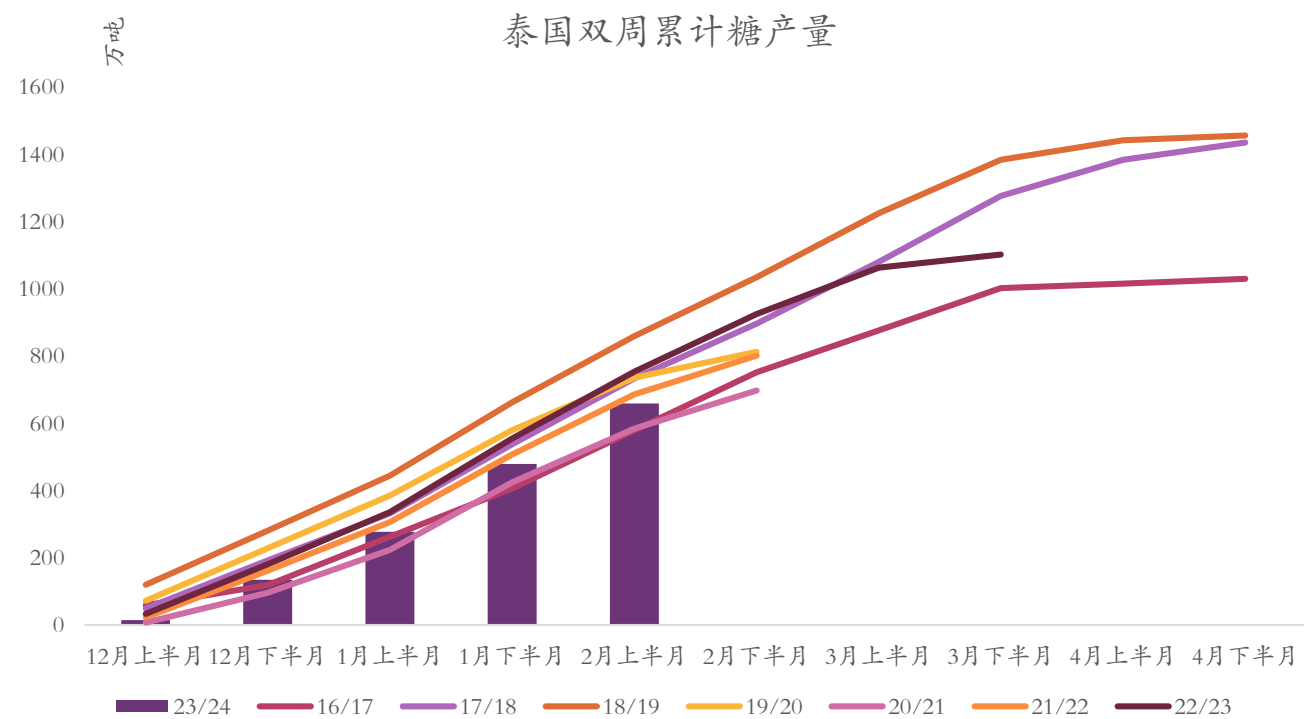


机构	24/25榨季估产	变化
丰益国际Wilmar 贸易商	1100万吨	增长230万吨，增幅26.4%
研究机构BMI	1020万吨	增长16.4%
市场机构Datagro	1050万吨	增长173万吨，增幅19.73%
美国农业部	1024万吨	增长144万吨，增幅16.4%

资料来源：Wind，光大期货研究所

## 2.16泰国压榨进度

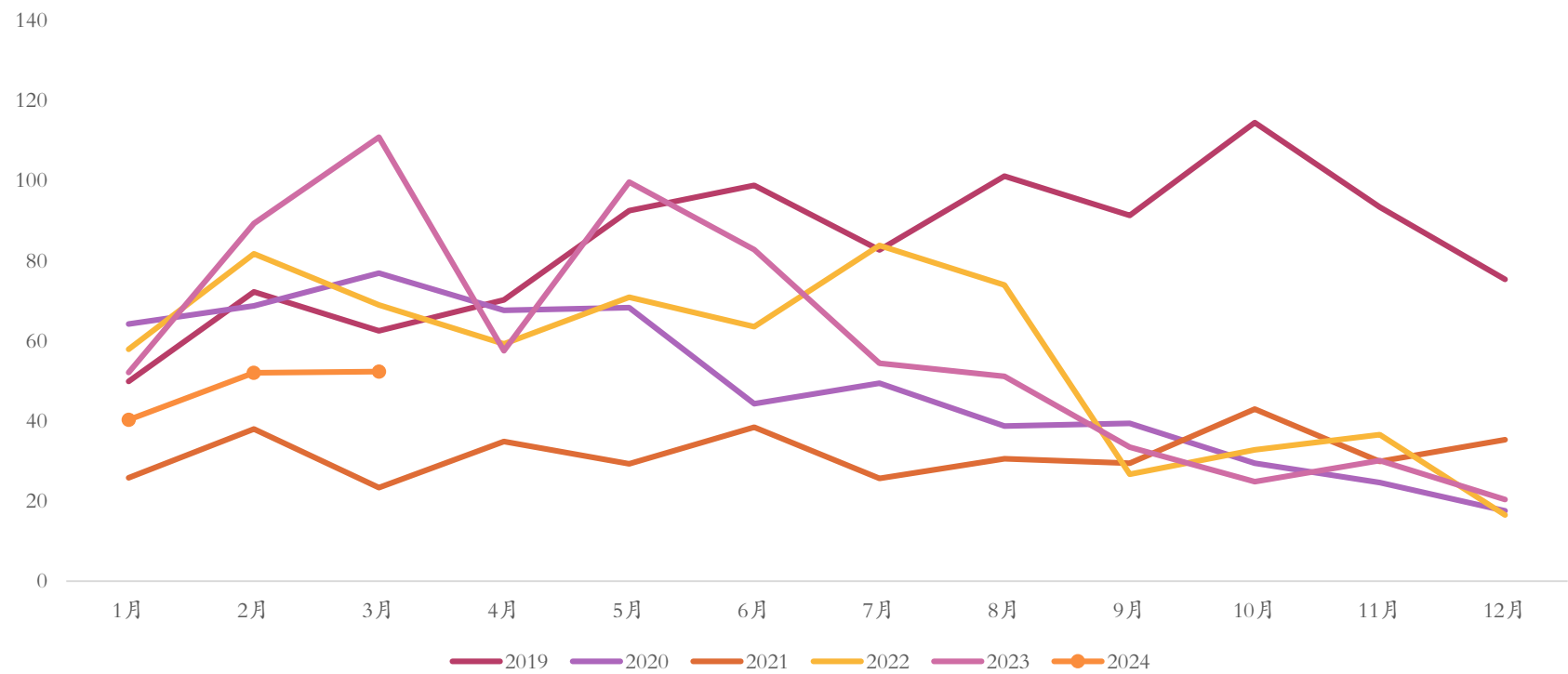
图表：泰国双周累计产量（单位：万吨）



资料来源：OCSB，光大期货研究所

## 2.17泰国出口

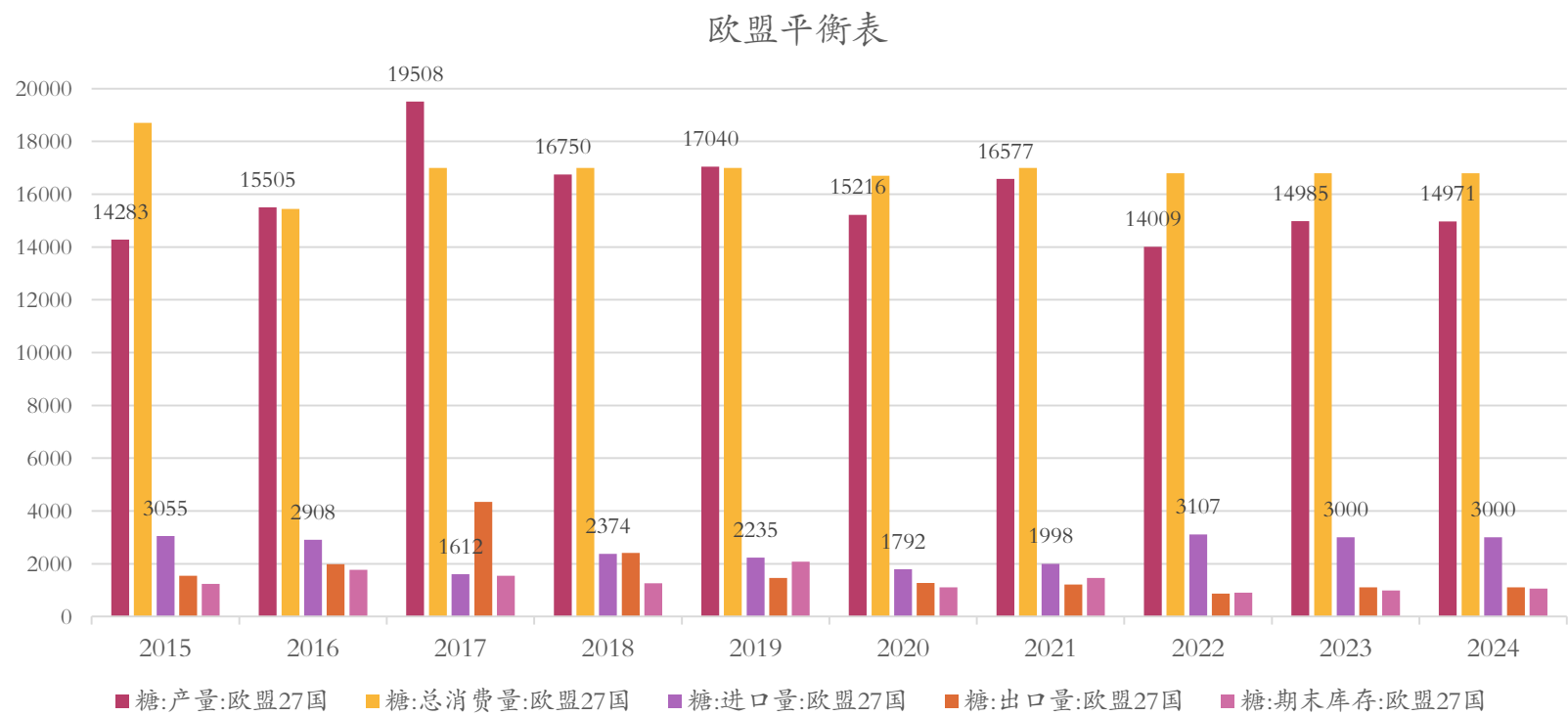
图表：泰国食糖出口（单位：万吨）



资料来源：泰国商务部，光大期货研究所

## 2.18 欧盟平衡表

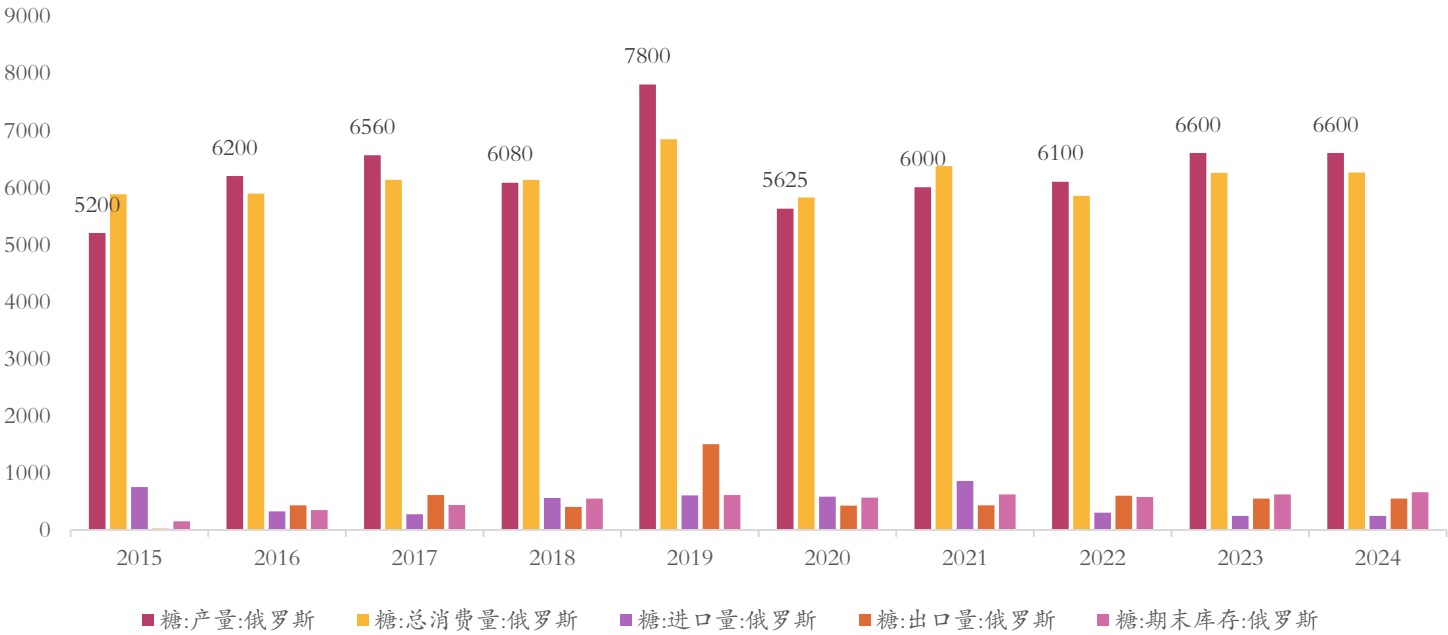
图表：欧盟平衡表（单位：千吨）



资料来源：Wind，光大期货研究所

## 2.19俄罗斯平衡表

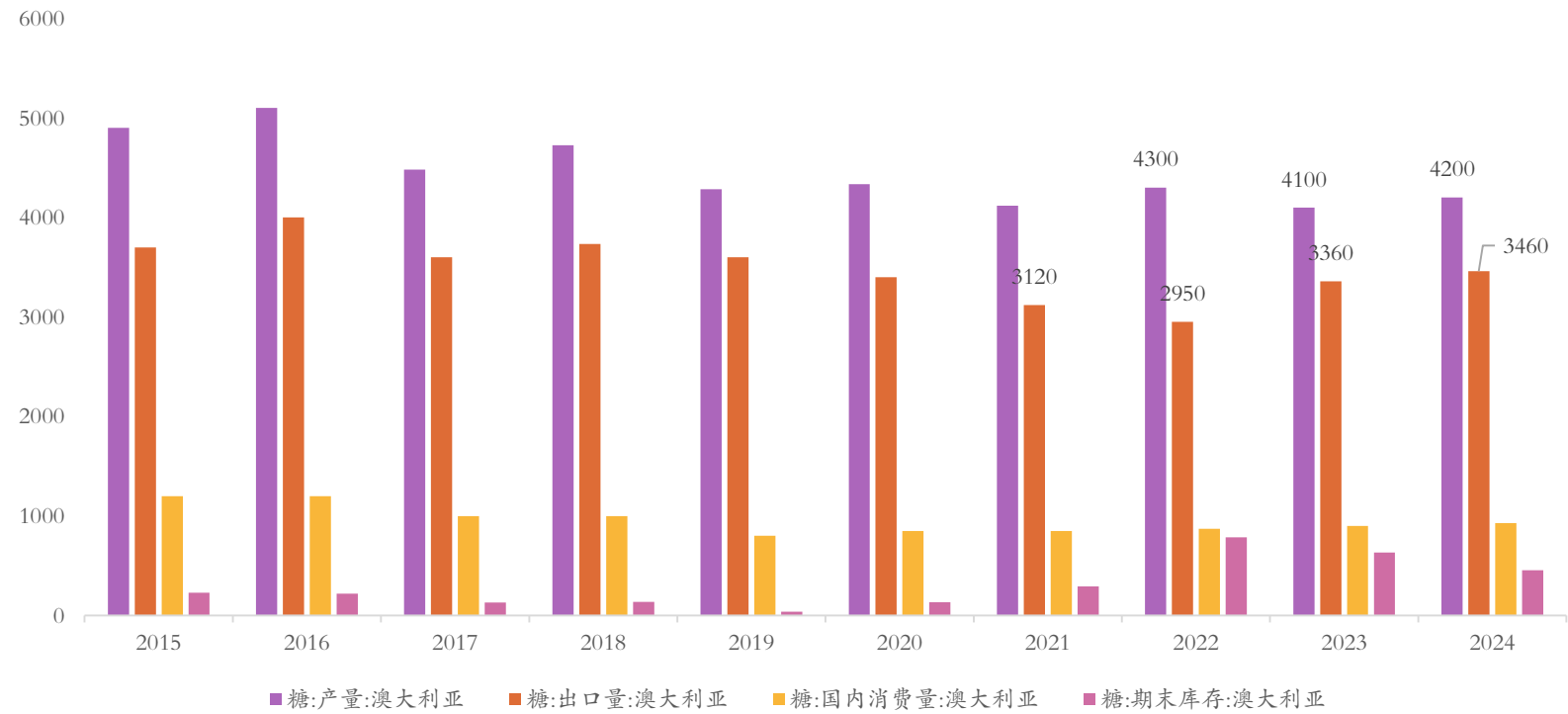
图表：俄罗斯平衡表（单位：千吨）



资料来源：Wind，光大期货研究所

## 2.20澳大利亚平衡表

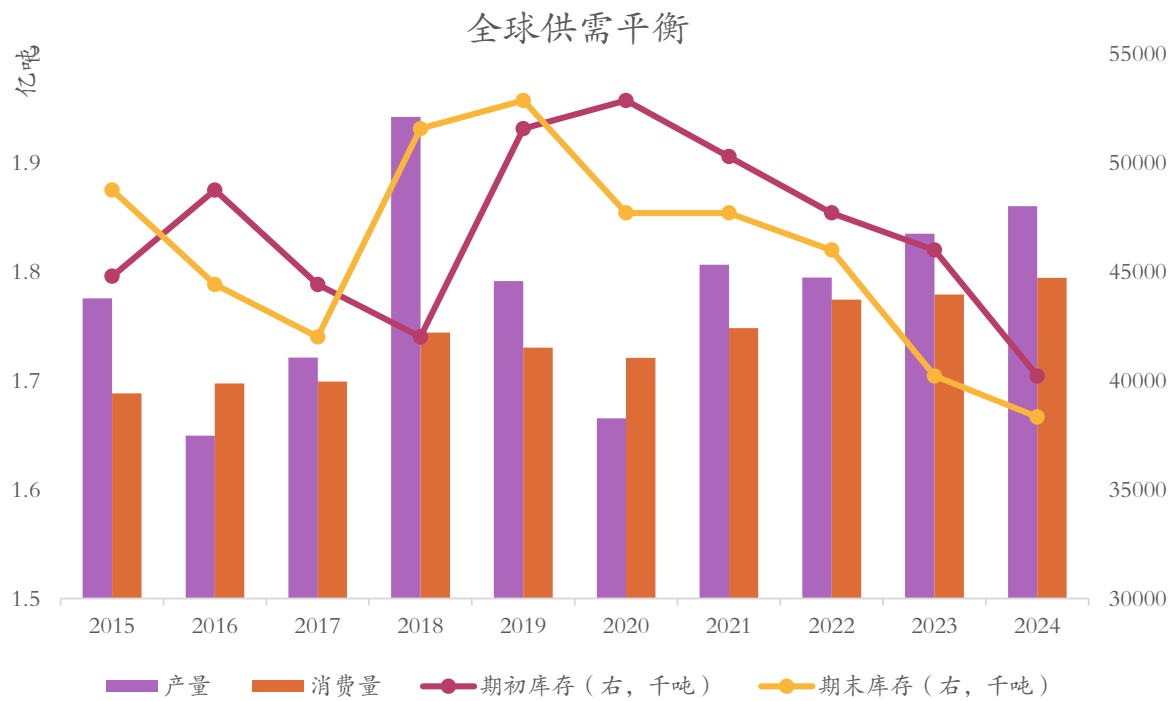
图表：澳大利亚平衡表（单位：千吨）



资料来源：Wind，光大期货研究所

2.21全球平衡表

图表：全球平衡表（单位：亿吨、千吨）



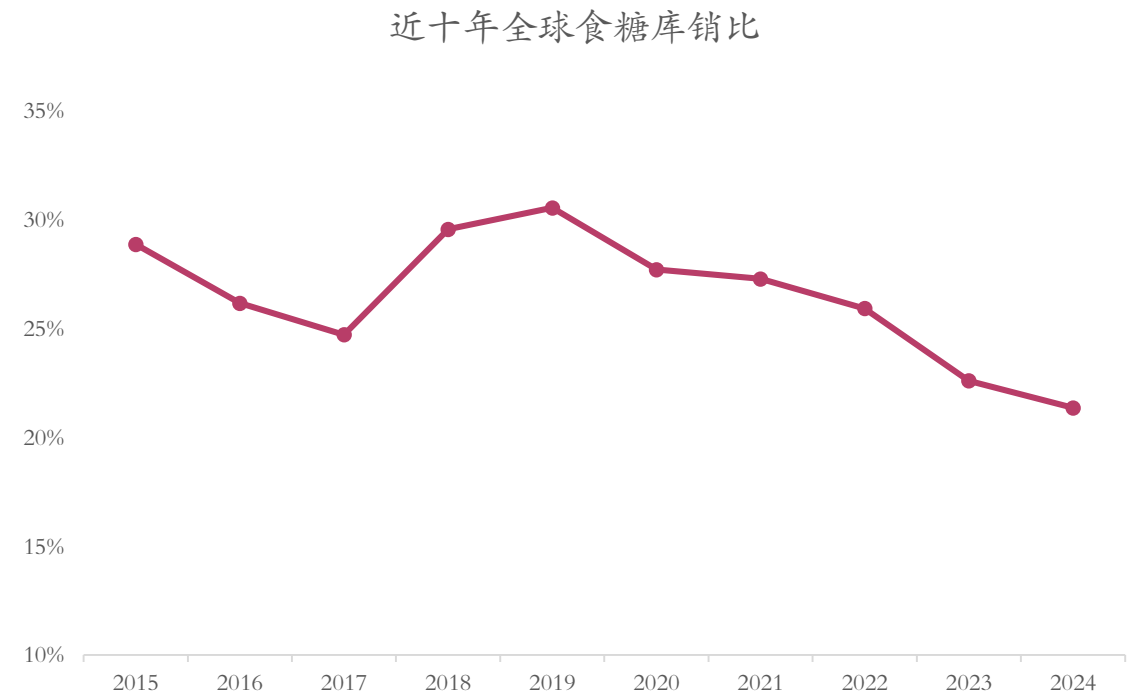
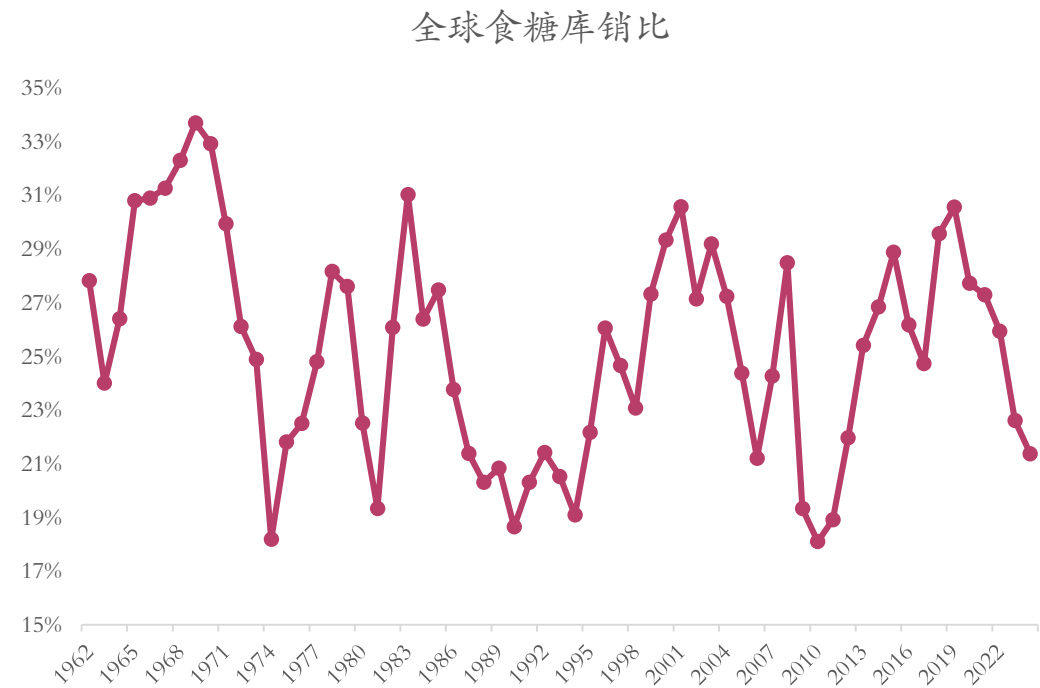
机构	产量	需求	过剩
贸易商Czarnikow	1.873亿吨	1.82亿吨	540万吨
路易达孚			80万吨
咨询公司Datagro			162万吨
研究机构BMI	1.857亿吨	1.797亿吨	600万吨

资料来源：同花顺，光大期货研究所公开信息整理



## 2.22全球库存消费比

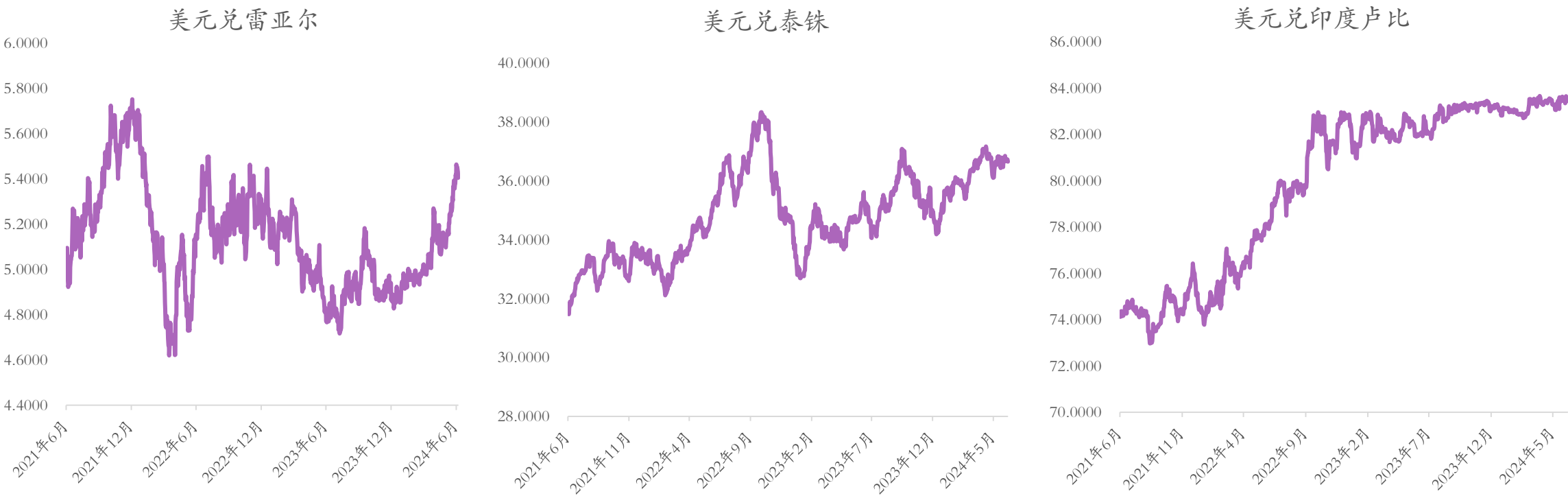
图表：全球库销比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

## 2.23汇率

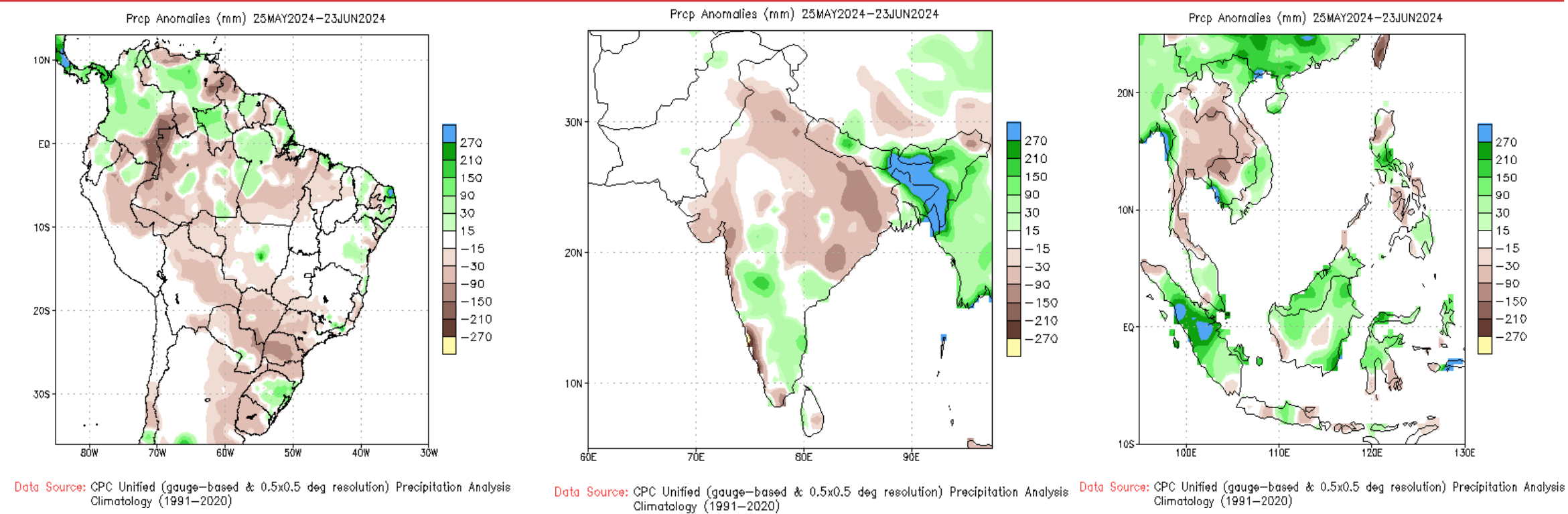
图表：主要出口国汇率



资料来源：同花顺，光大期货研究所

## 2.24重点地区降雨异常情况

图表：巴西、印度、东南亚地区

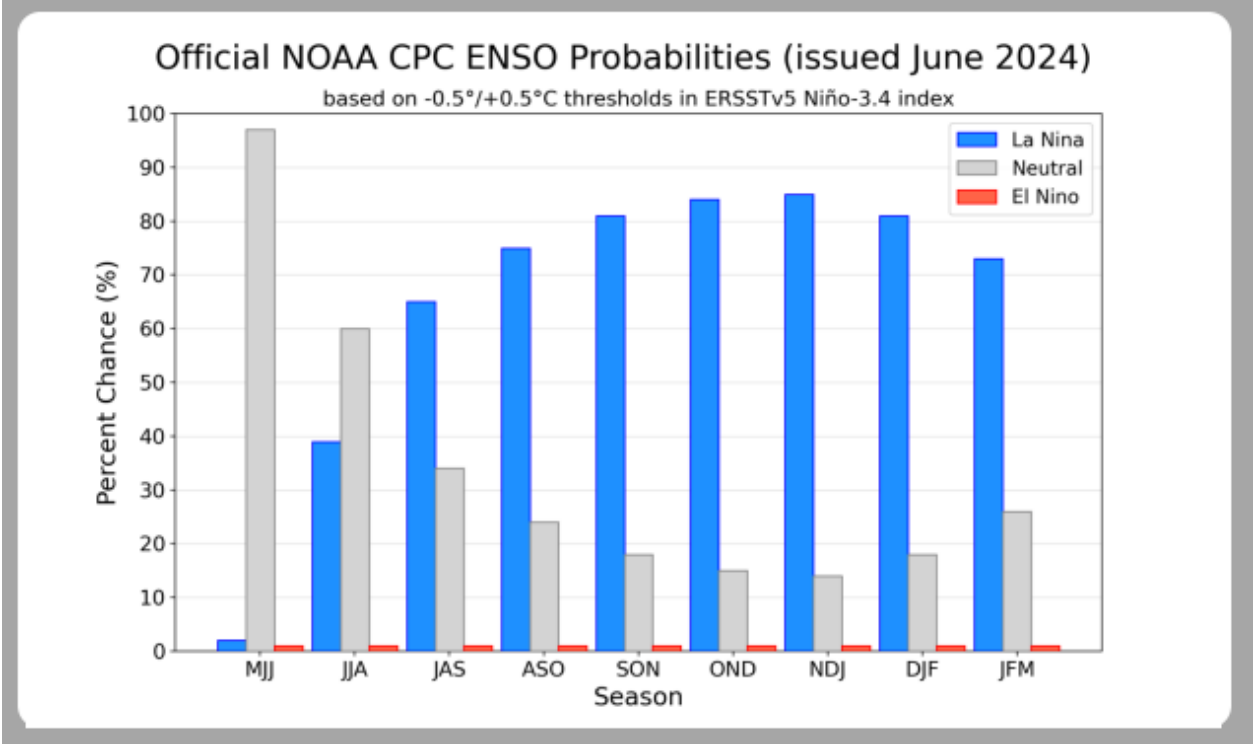


资料来源：NOAA，光大期货研究所

## 2.25历史上厄尔尼诺与拉尼娜统计

图表：ENSO概率

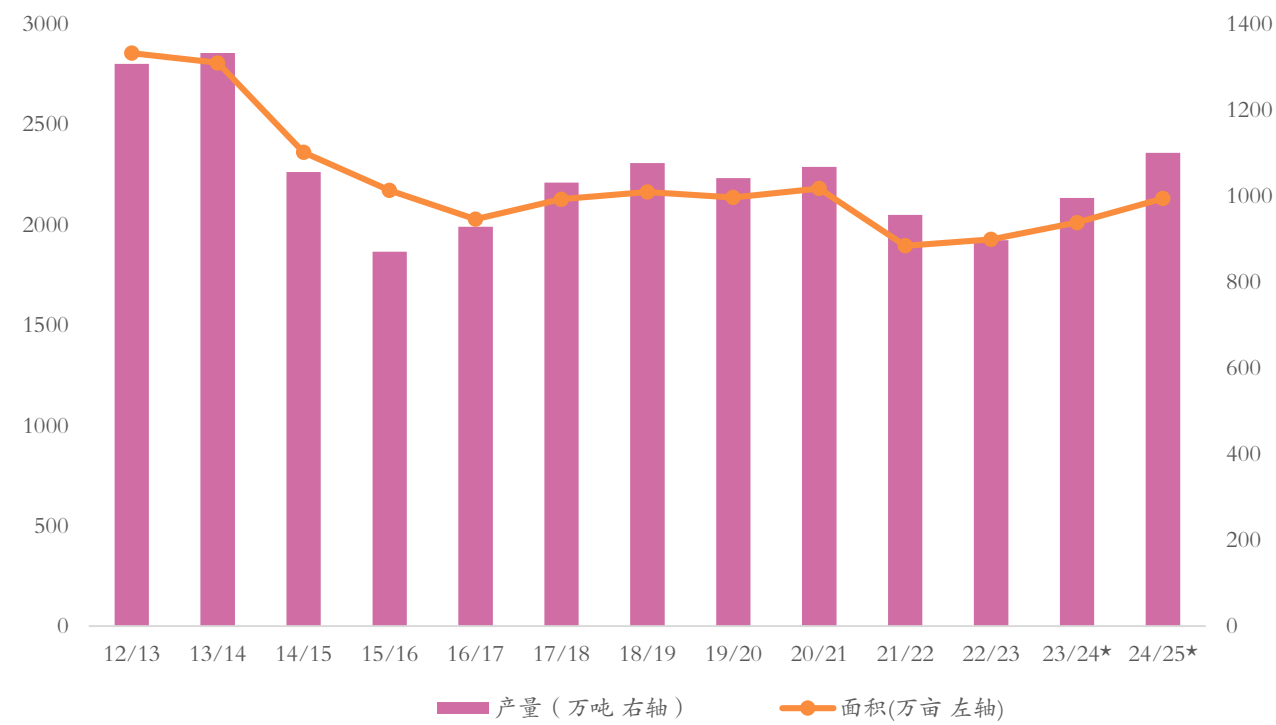
Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
2012	-0.9	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	-0.2
2013	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
2014	-0.4	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.6	0.7
2015	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	2.4	2.6	2.6
2016	2.5	2.1	1.6	0.9	0.4	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6
2017	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.4	-0.7	-0.8	-1.0
2018	-0.9	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.8	0.9	0.8
2019	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
2020	0.5	0.5	0.4	0.2	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.9	-1.2	-1.3	-1.2
2021	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.7	-0.8	-1.0	-1.0
2022	-1.0	-0.9	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-0.9	-0.8
2023	-0.7	-0.4	-0.1	0.2	0.5	0.8	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.0
2024	1.8	1.5	1.1	0.7								



资料来源：NOAA

### 3.1我国面积及产量

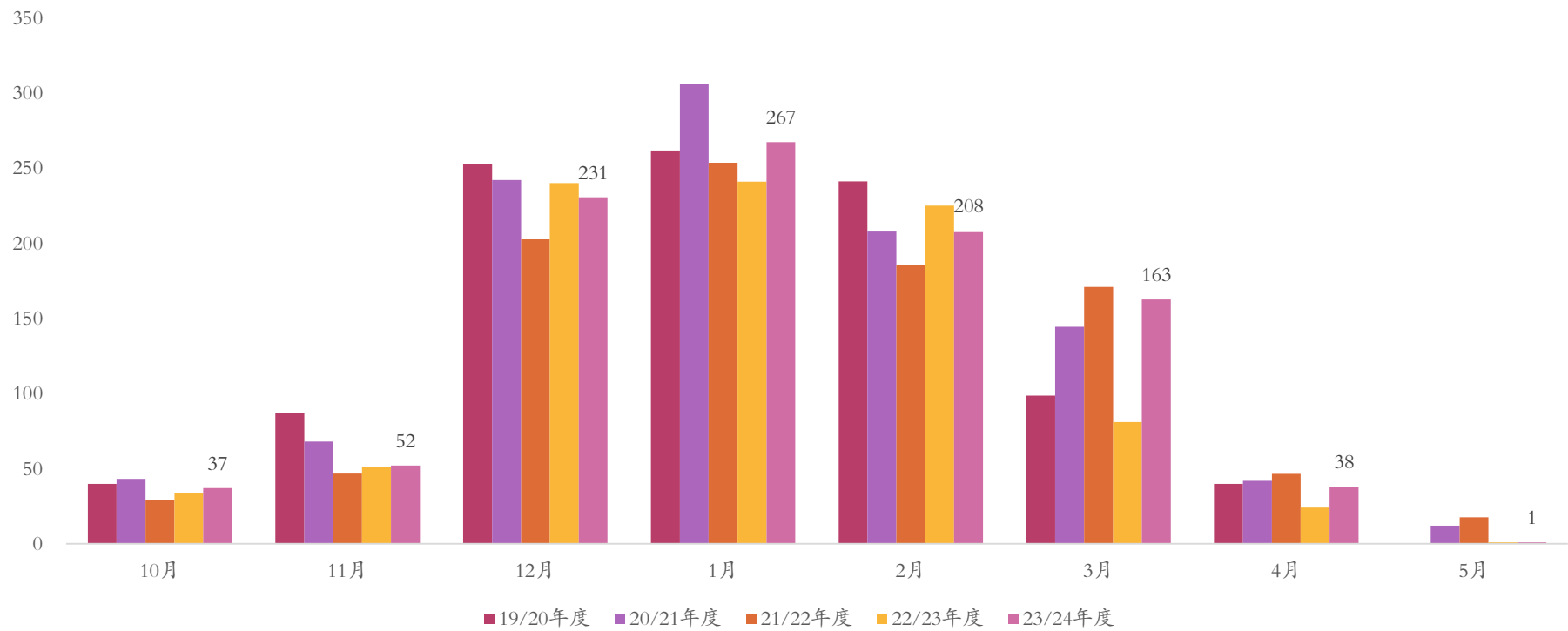
图表：国内糖料种植面积及食糖产量（单位：万亩、万吨）



资料来源：农业农村部，光大期货研究所

### 3.2全国月产量

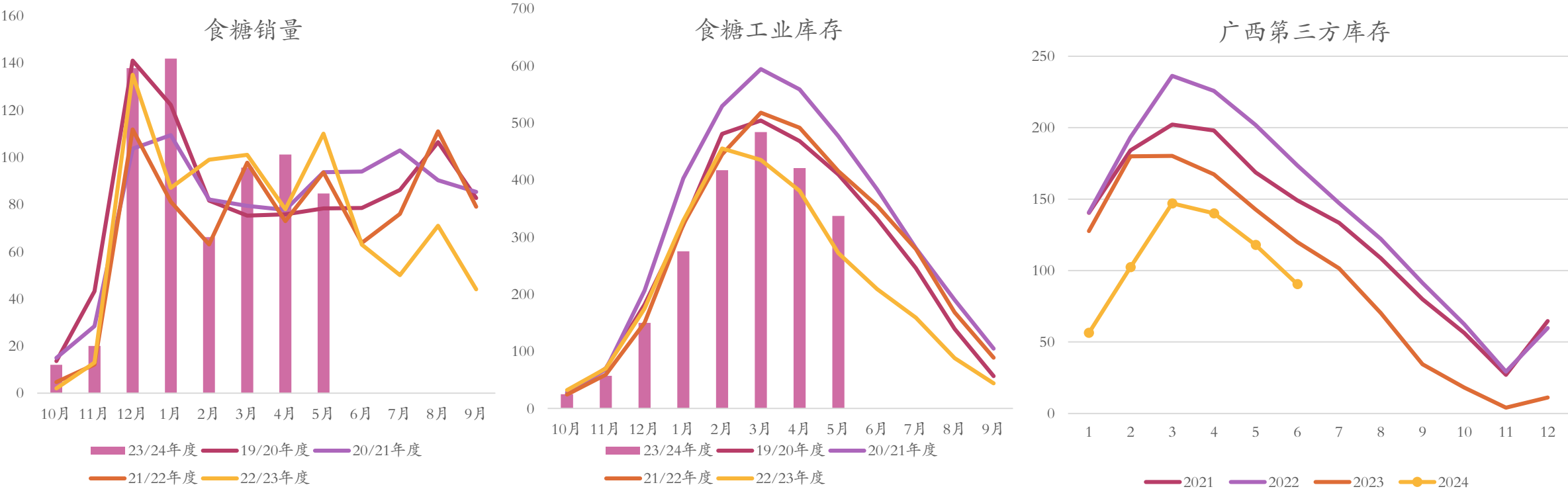
图表：月产量（单位：万吨）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

### 3.3销售进度

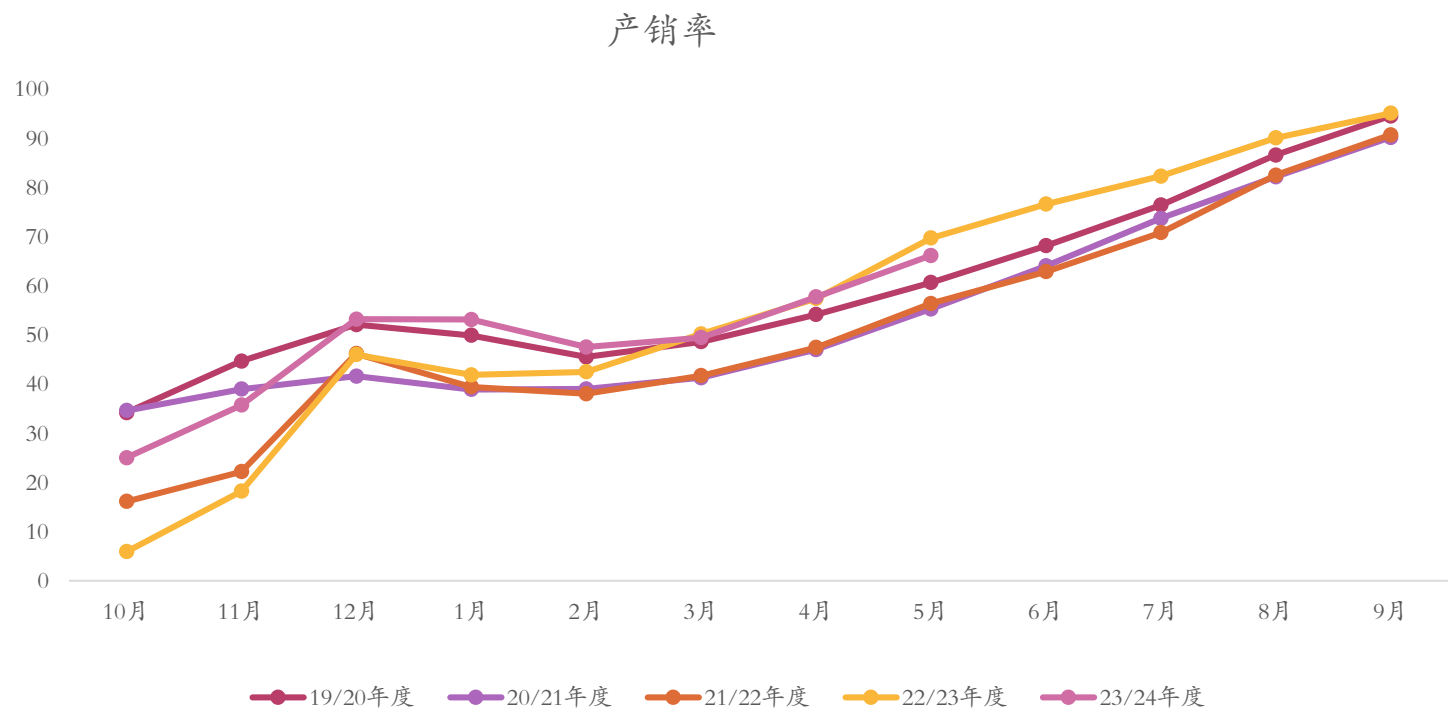
图表：销糖量、库存（单位：万吨）



资料来源：同花顺，泛糖科技，光大期货研究所

### 3.4销售进度

图表：全国销糖率（单位：%）

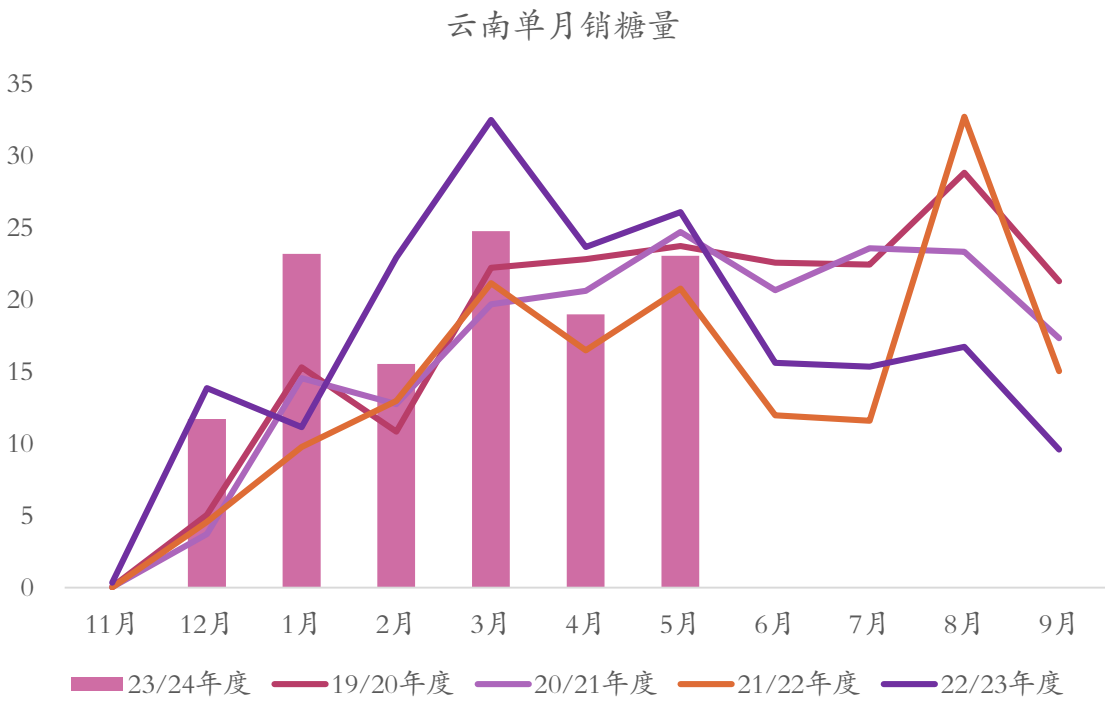
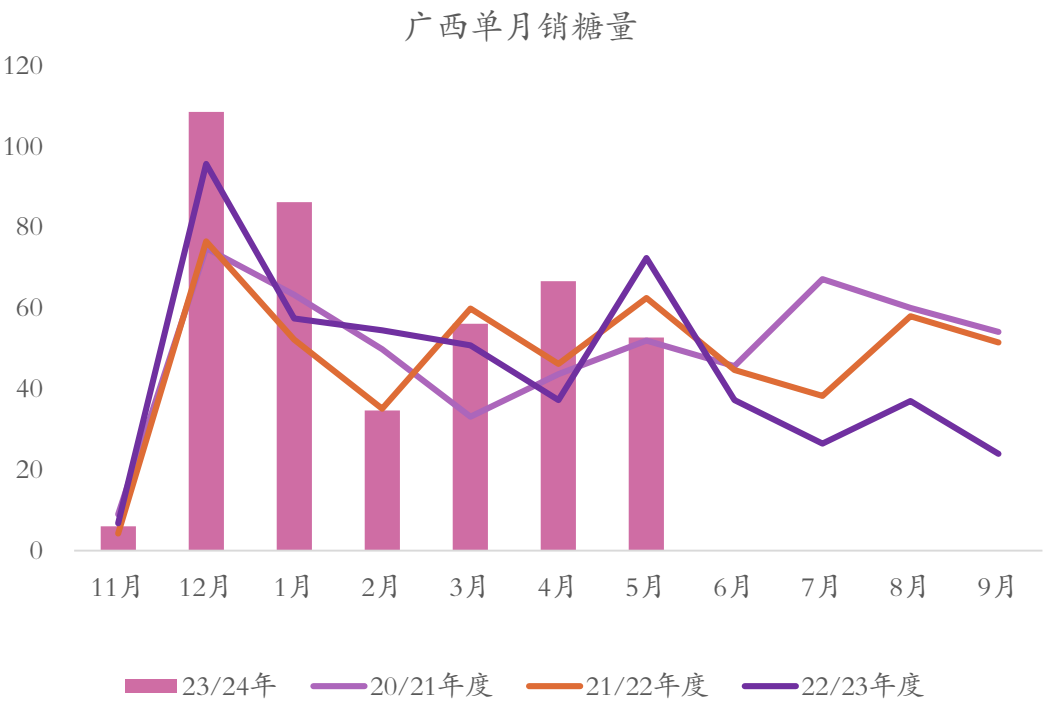


资料来源：同花顺，光大期货研究所



### 3.5主产省月销售量

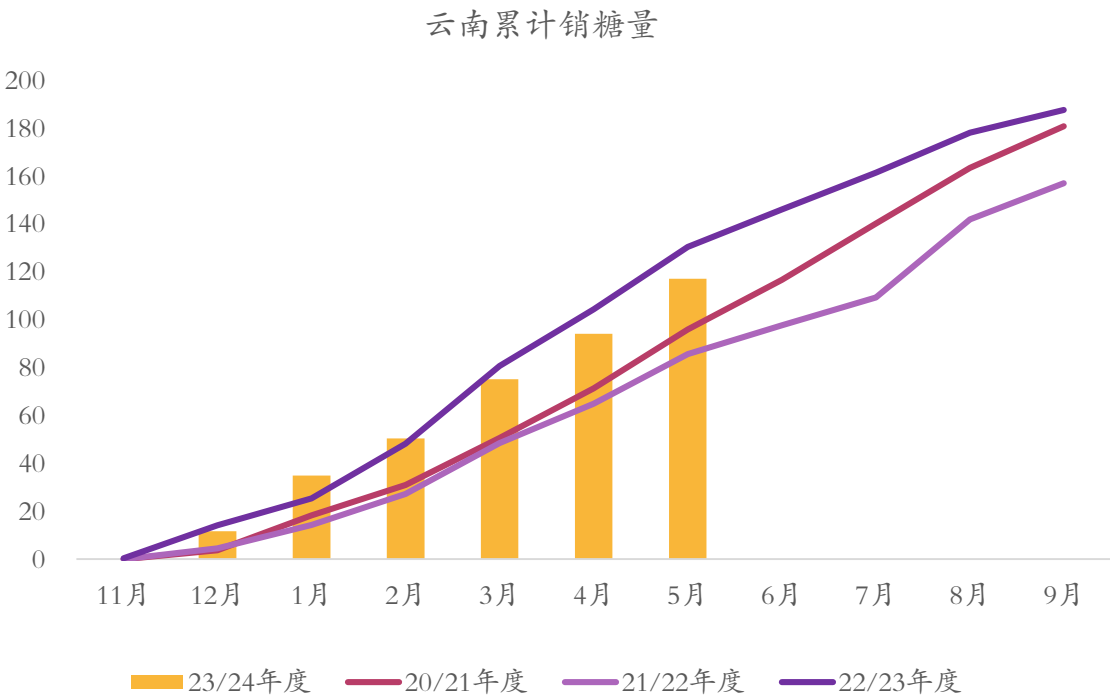
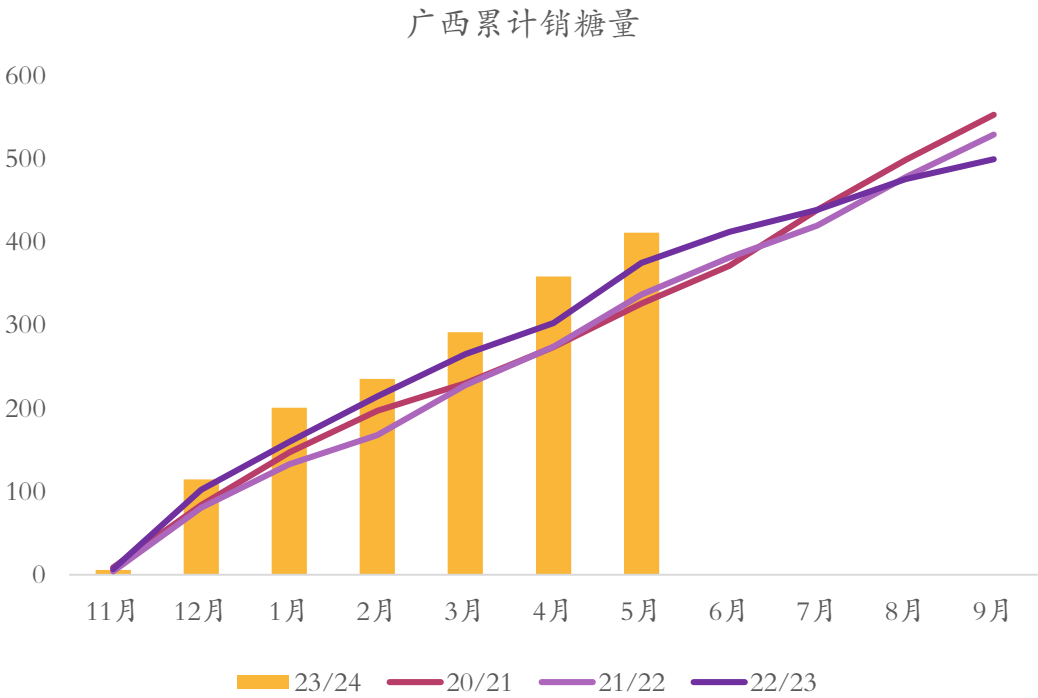
图表：销糖量（单位：万吨）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

### 3.6主产省累计销售量

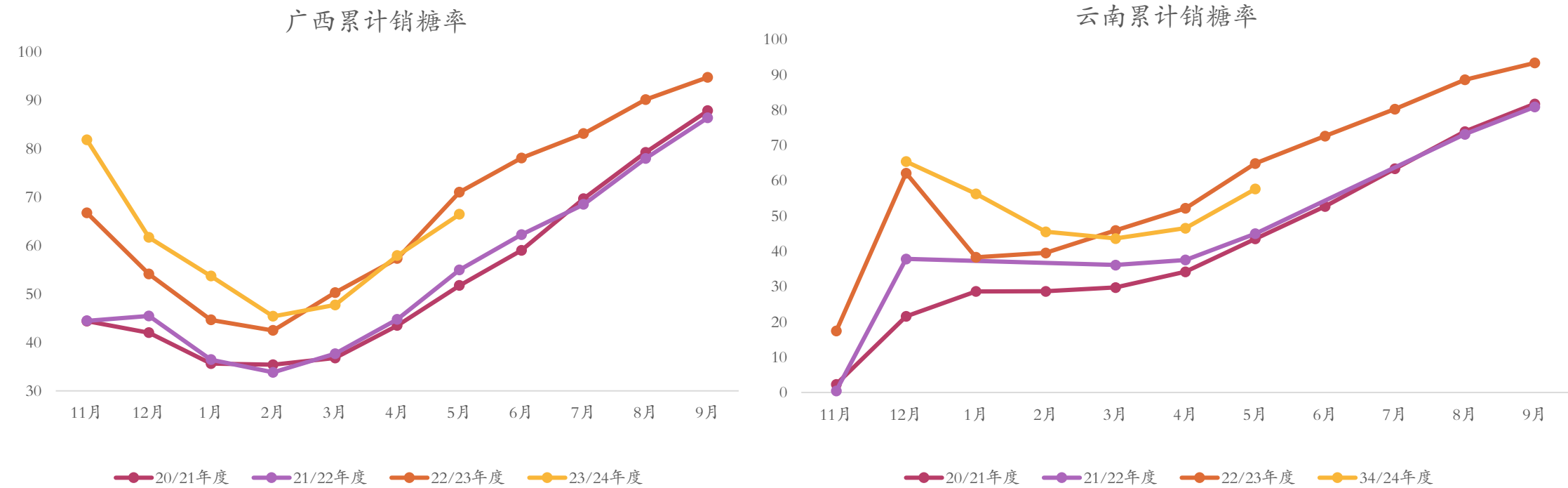
图表：销糖量（单位：万吨）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

### 3.7主产省销售进度

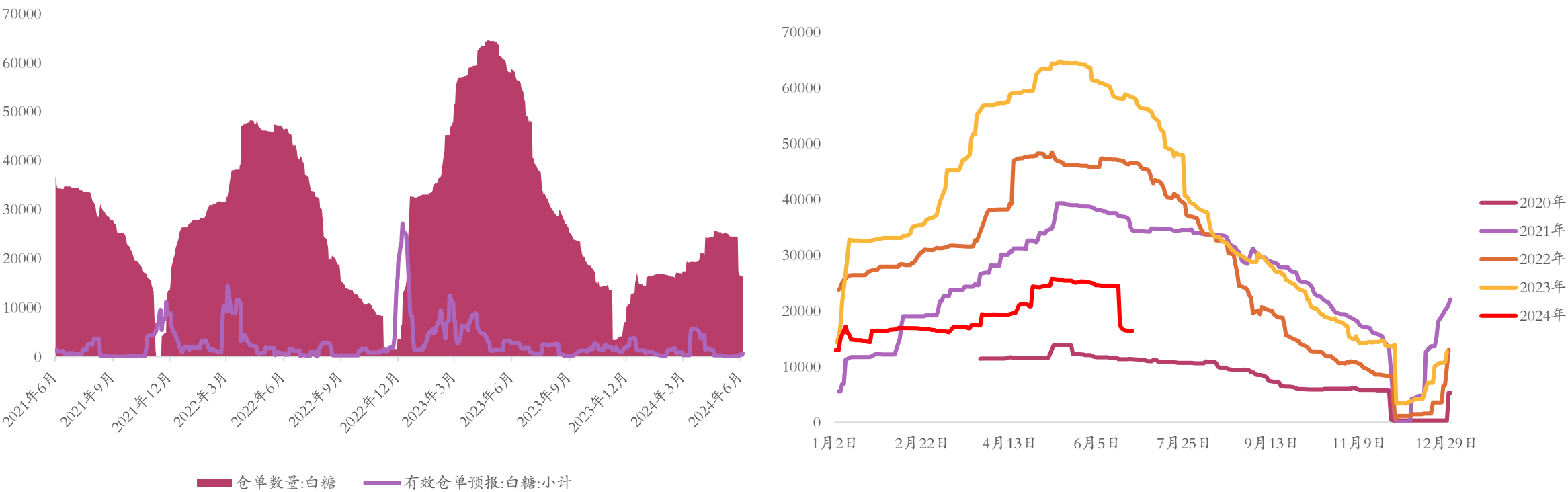
图表：销糖率（单位：%）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

### 3.8仓单：截止6月25日仓单+有效预报1.7万张，为近年偏低水平

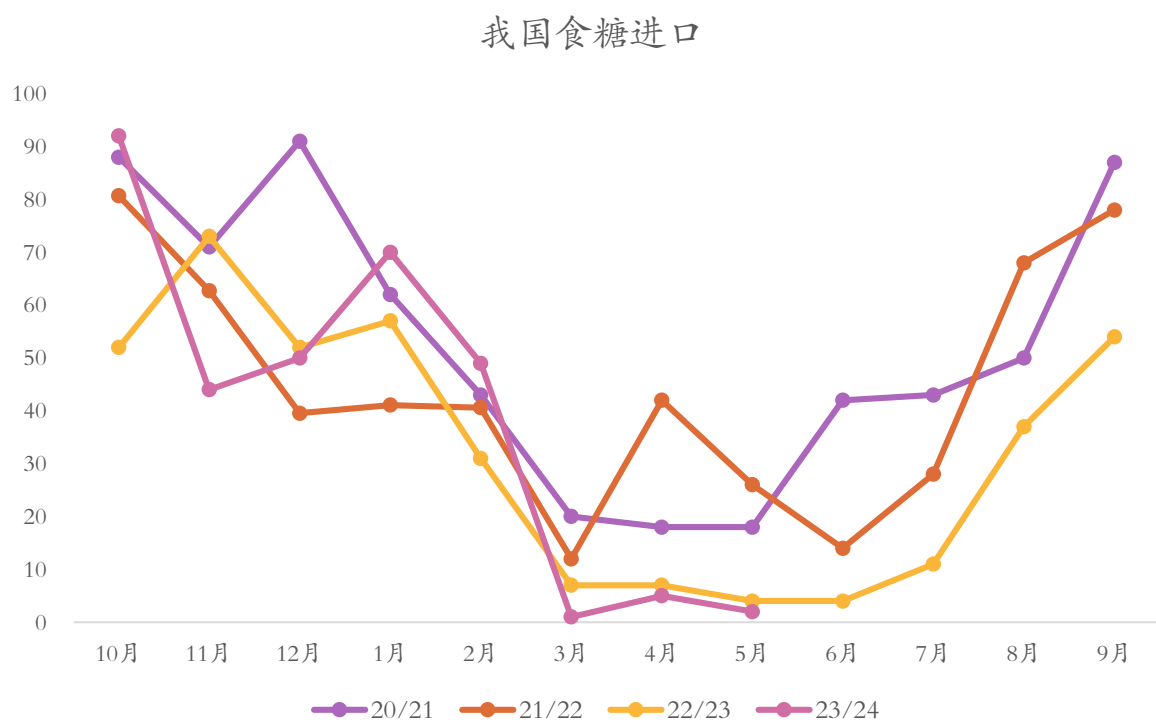
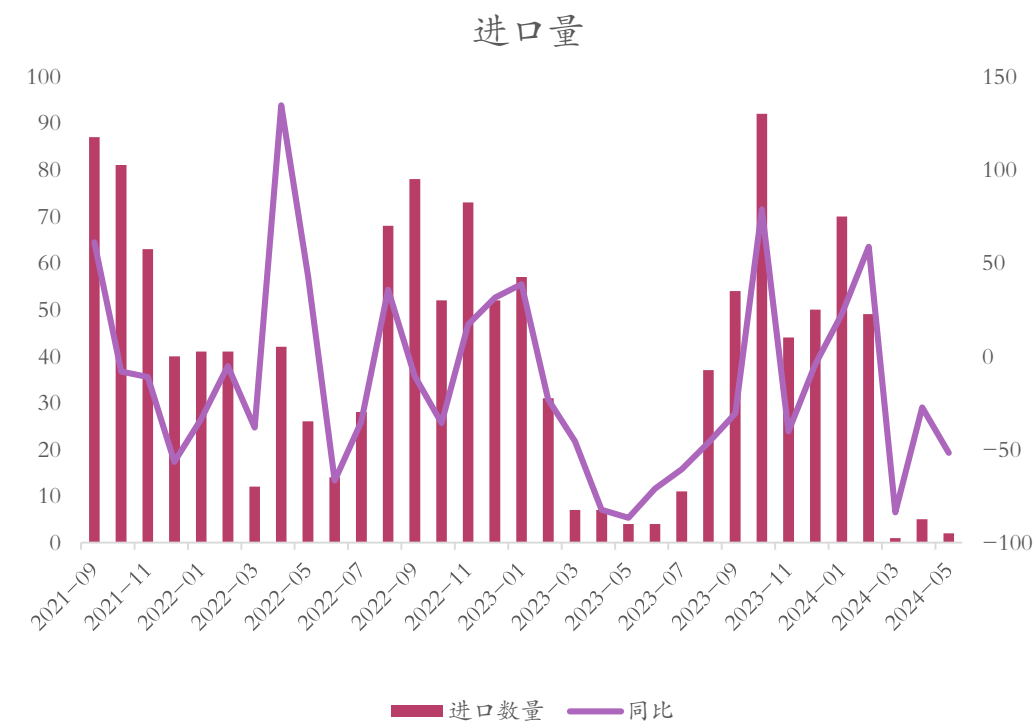
图表：仓单及有效预报（单位：张）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

### 3.9食糖进口

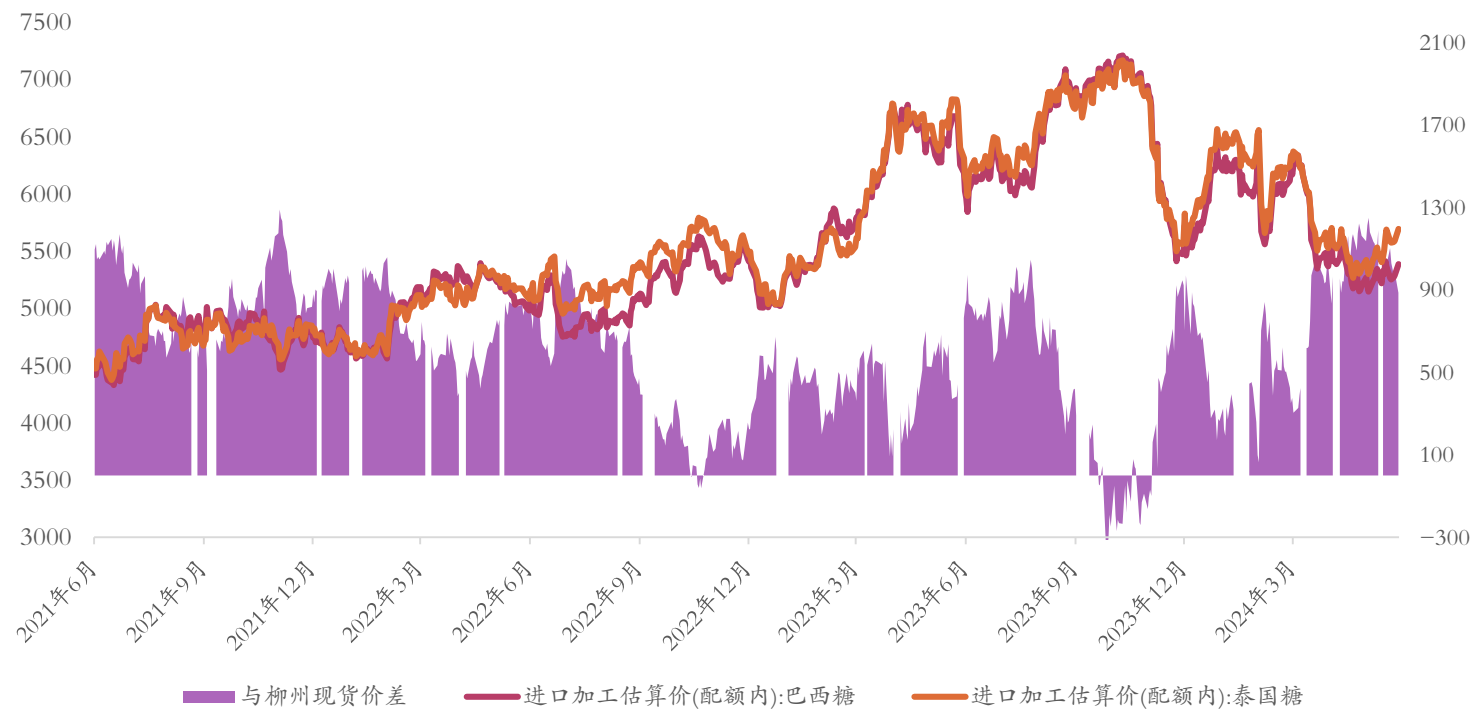
图表：进口量（单位：万吨）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

### 3.10进口利润：配额内

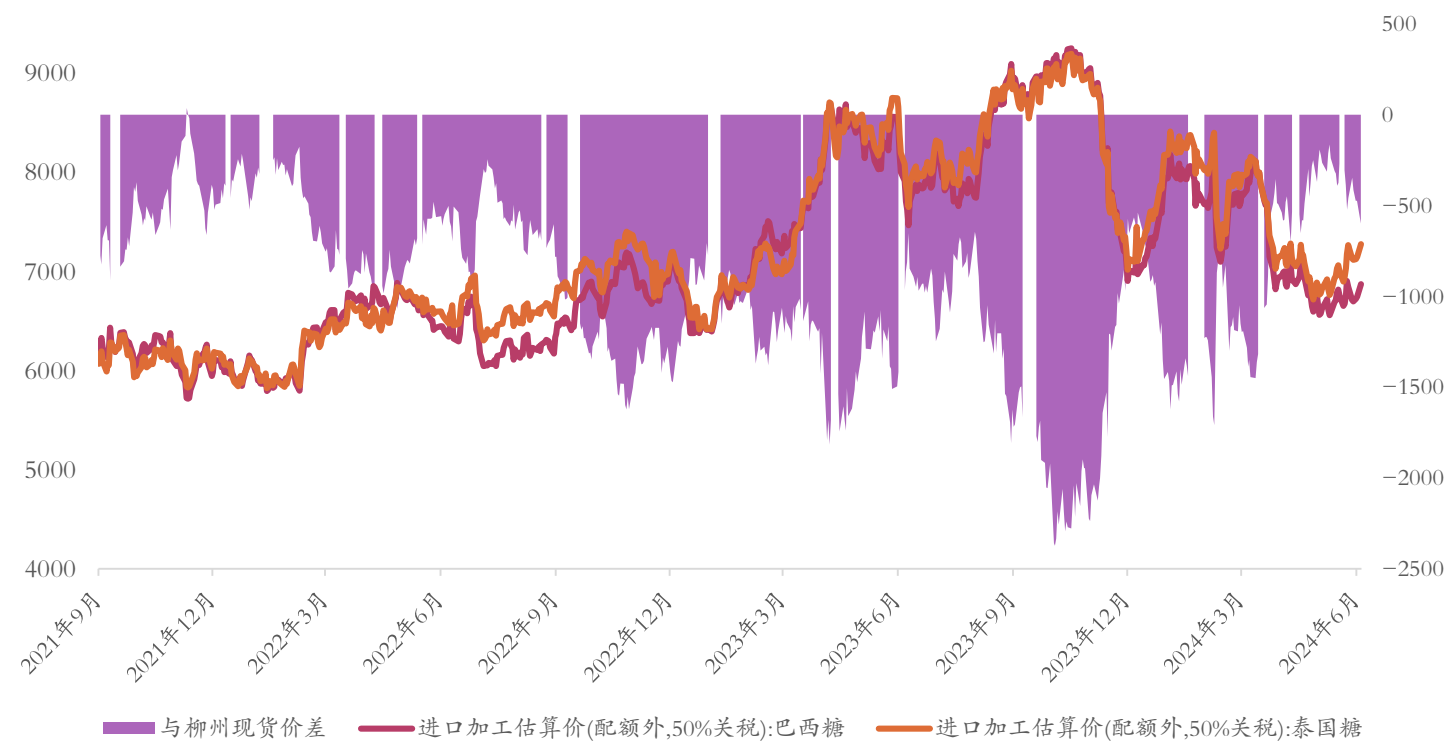
图表：配额内进口利润（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

### 3.11进口利润：配额外

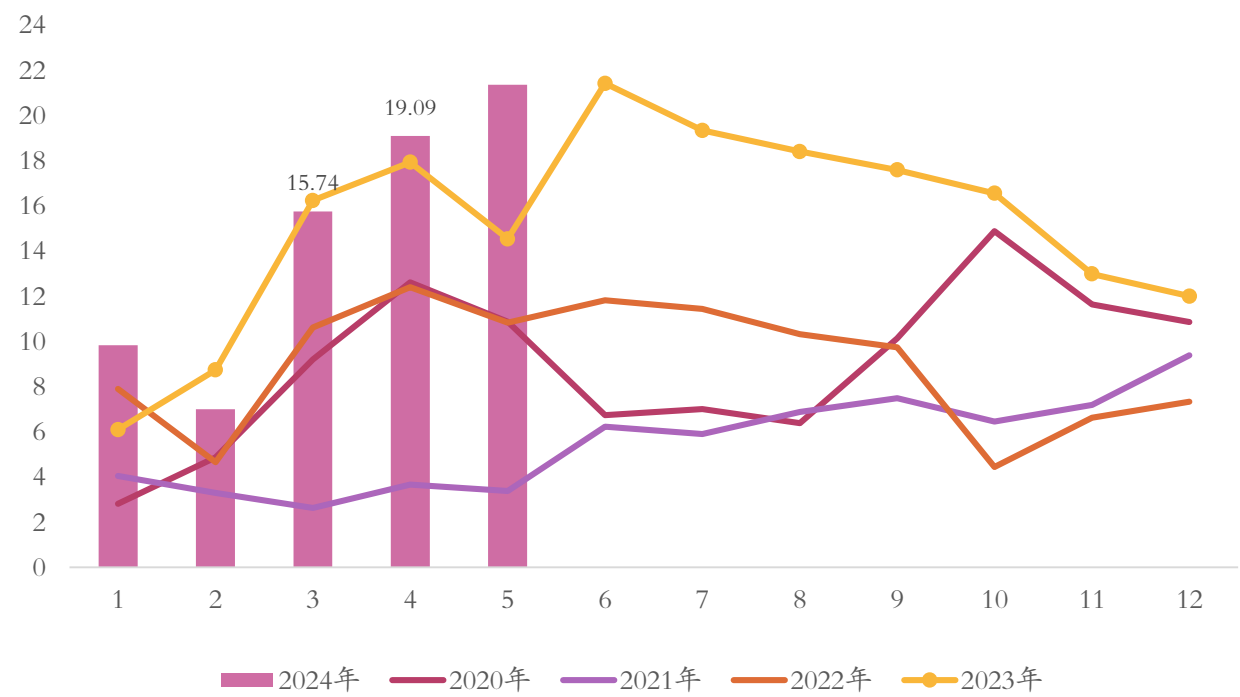
图表：配额外进口利润（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

### 3.12糖浆及预混粉进口

图表：进口量（单位：万吨）

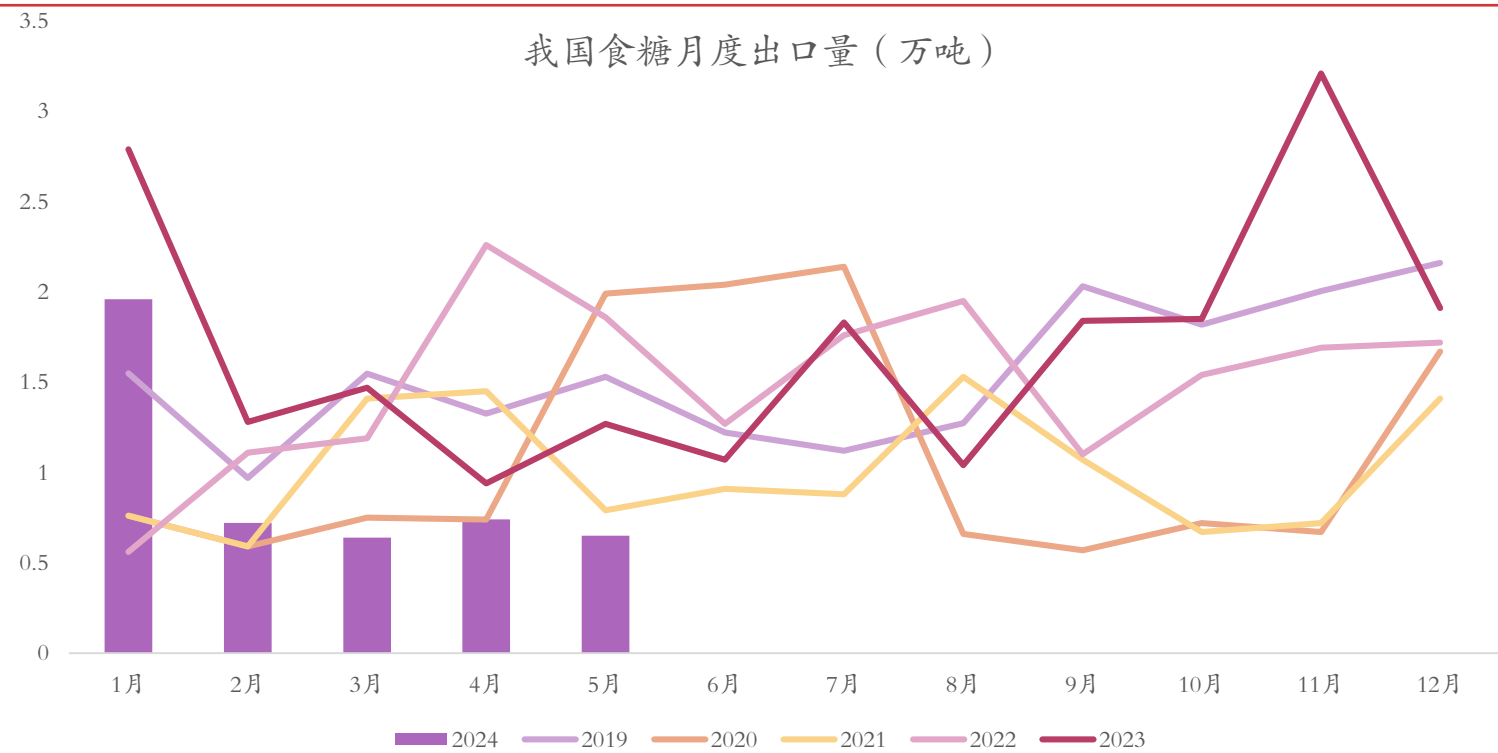


资料来源：Wind，光大期货研究所



### 3.13食糖出口

图表：出口量（单位：万吨）

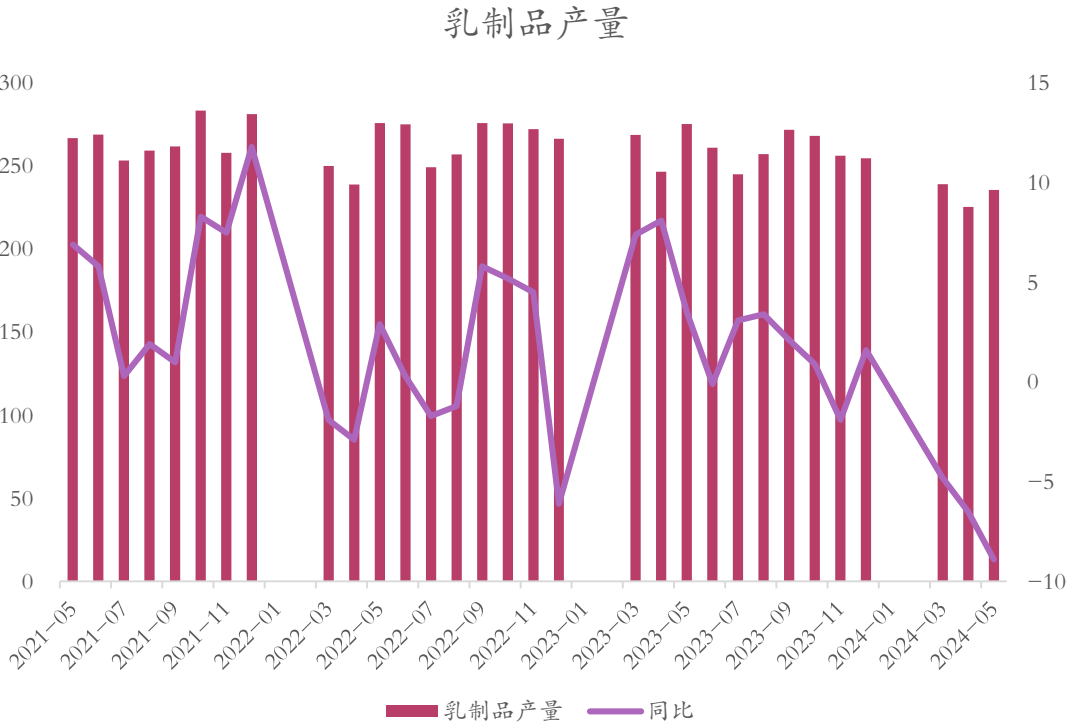
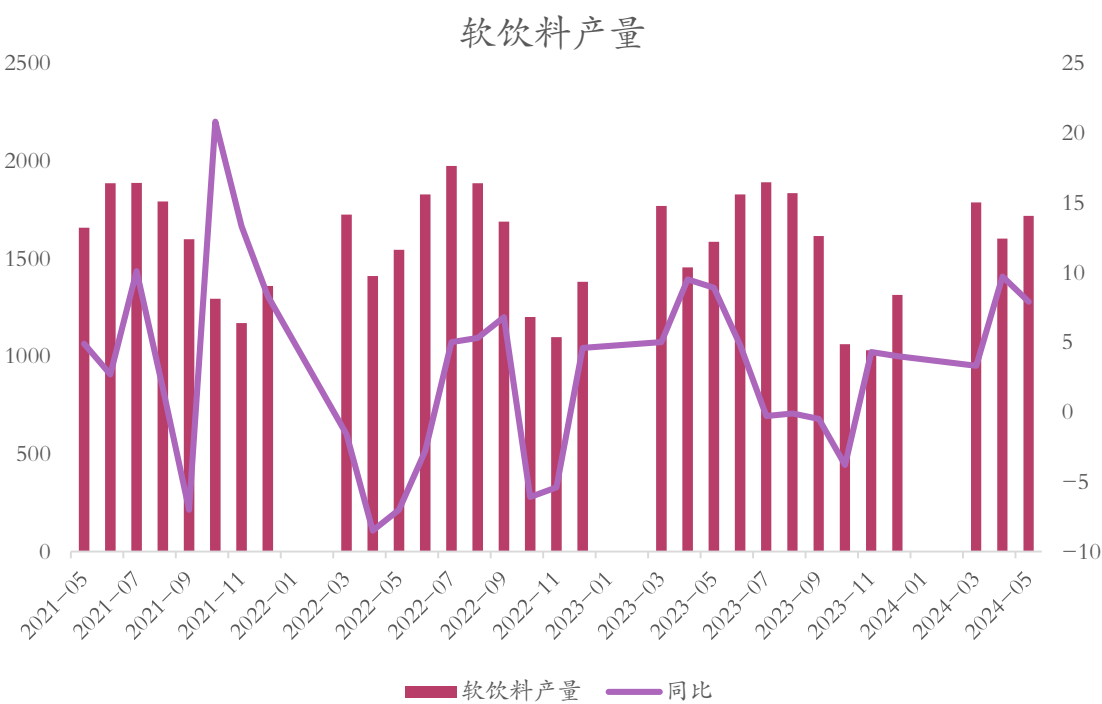


资料来源：海关总署，光大期货研究所

3.14消费端

软饮料：1-5月软饮累计同比增长8%；  
乳制品：1-5月乳制品累计同比下滑2.4%。

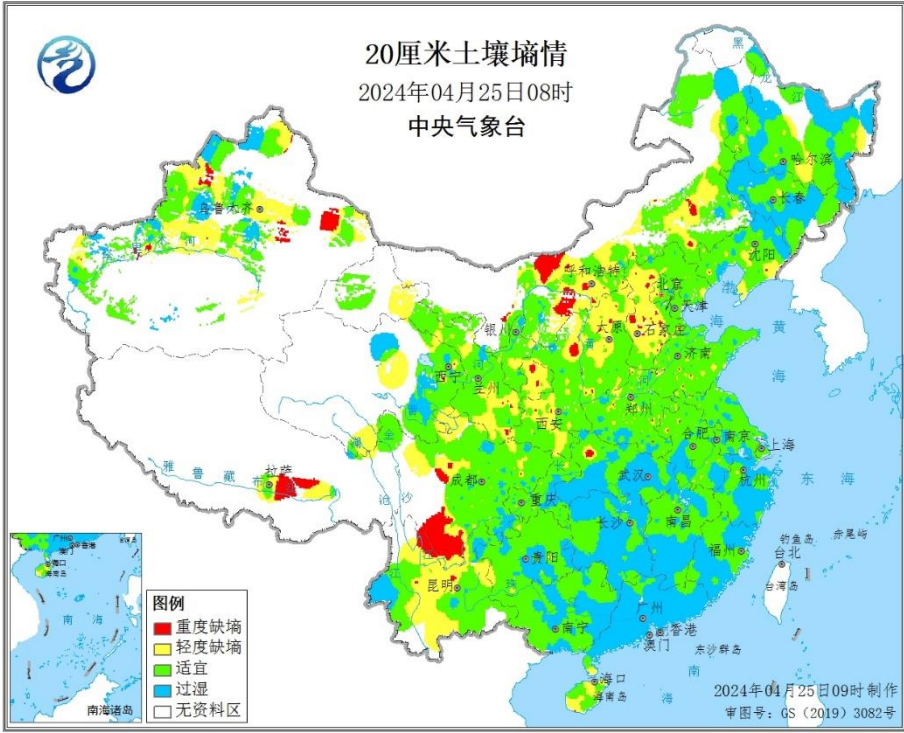
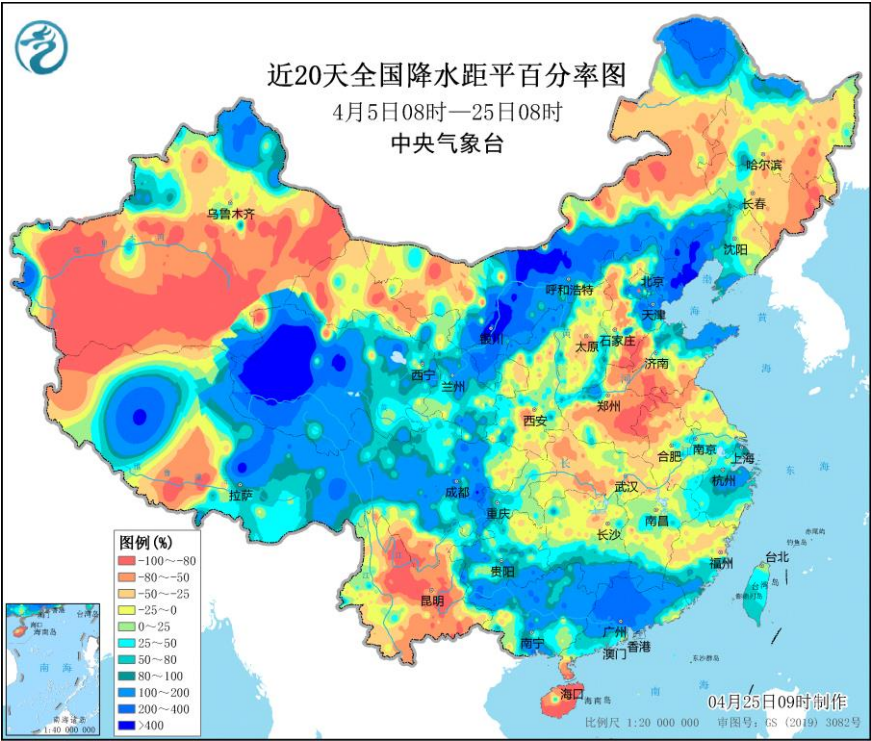
图表：软饮料、乳制品产量及增速（万吨；%）



资料来源：同花顺，光大期货研究所

### 3.15天气因素

图表：降水距平百分率图；土壤墒情图



资料来源：中国气象局

## 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、棉纱等品种基本面研究、数据分析等工作。

期货从业资格号：F03099994

### 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。