

内外强弱或切换，内糖将抗跌运行

——2024 年行情回顾及 2025 年行情展望

2024 年 12 月 15 日



中泰微投研小程序



中泰期货股份有限公司



中泰期货服务号

内容目录

分析师

商品高级分析师：陈乔
期货从业资格：F0310227
交易咨询资格：Z0015805
客服电话：400-618-6767
公司网址：<http://www.ztqh.com>

目录

内外强弱或切换，内糖将抗跌运行	- 3 -
——2024 年糖市行情回顾及 2025 年行情展望	- 3 -
一、2024 年糖市价格行情回顾	- 3 -
（一）国际原糖	- 3 -
1.ICE 原糖期货	- 3 -
2.ICE 白糖期货	- 4 -
（二）国内糖市	- 4 -
1.国内郑糖期货行情宽幅震荡走低运行	- 4 -
2.国内白糖现货价格抗跌中缓慢回落运行	- 5 -
3.国内期现基差冲高回落运行	- 6 -
（三）内外糖价差走势差异大	- 7 -
二、影响因素分析	- 7 -
（一）国际糖市	- 7 -
1.国际糖市——供需预估分歧较大	- 8 -
2.巴西未来食糖产量预期下降，出口放缓	- 8 -
3.印度产量和出口都有变数	- 9 -
4.泰国糖产量回升，预期出口量大	- 11 -
5.其他产消国情况	- 12 -
（二）国内糖市——产需缺口依旧较大，如何补缺是关键	- 13 -
1.国产糖产量继续回升，需求增幅有限	- 13 -
2.预期食糖进口供给增量有限	- 14 -
4.糖浆/糖预拌粉进口规模攀升，监管将趋严下继增进口或止步	- 15 -
5.含糖食品产量增幅放缓，消费回升偏谨慎	- 16 -
三、2025 年关注重点	- 17 -
（一）国际糖市供给预期差及贸易流变动	- 17 -
（二）国内产需缺口如何弥补仍是市场关注焦点	- 17 -
四、2025 年行情展望	- 18 -

内 容 摘 要

- 2024 年国内外糖市价格呈现震荡重心下移的运行态势，外强内弱格局较为明显，但是 2024/25 榨季，内外糖供需形势出现较大的差异，外强内弱格局或被打破，分化行情预计缓慢展开。
- 展望 2025 年，国际糖市供给预期存在分歧，宽松预期可能性较大，主要是全球最大主产国巴西预期明年开启的新榨季产量将会下滑，但产量仍在历史高位，北半球多国增产为主。因此，2025 年国际糖市或表现震荡趋弱运行的概率大。技术上，ICE 原糖或在 15-23 美分/磅区间波动。
- 对于国内市场而言，2024/25 榨季食糖增产，需求缓慢回升，但产需缺口依旧较大，前文从替代进口的糖浆和预拌粉的方式弥补了国内上一榨季的食糖产需缺口，对国内糖市价格而言形成了一定的压制，导致国内糖较国际市场糖价偏弱，但是 2025 年在糖浆和预拌粉管控趋严下，后续需要更多的常规进口糖补充国内糖市的需求缺口更为迫切，配额外进口糖倒挂利润若得到有效收缩则利于国内糖价常规进口补充，糖价跟上国际糖价波动，若仍迟迟得不到较大幅度的收缩，国内糖价产需缺口难以得到有效弥补，则仍支撑内糖价格偏强运行。同时，国内虽预期增产百万吨，但干旱天气的影响有可能令国产糖产量不及预期，对糖价的支撑作用会限制糖价回落空间。因此，2025 年我国糖市运行的态势会相较于国际糖市偏强，配额外进口糖加工利润逐步修正的可能性较高，预计国内糖价走势表现震荡抗跌运行态势。技术上，郑糖主力合约价格运行或在 5500-6400 元/吨区间概率较大。

风险点：糖市政策、天气因素、供需错配

内外强弱或切换，内糖将抗跌运行

——2024 年糖市行情回顾及 2025 年行情展望

- 2024 年国内外糖市价格走势仍旧分化，依旧表现外强内弱的格局，波动上表现宽幅震荡的态势。临近年末，国内糖价仍在抗跌缓跌方式运行，主产区广西糖价进入年内低价区域，而郑糖主力合约则在年内下探低至 5500 关口附近后震荡反弹至 6000 元/吨关口附近波动，主要受国内食糖库存偏低，进口补充不足，新榨季产量预期增加的影响。面对依旧错综复杂的国际供需形势和国内产不足需的现状，国内外糖价走势仍旧扑朔迷离。

一、2024 年糖市价格行情回顾

(一) 国际原糖

1. ICE 原糖期货

- 2024 年，国际 ICE 原糖价格呈现宽幅震荡上涨的运行态势。ICE 原糖主力合约价格从年初最高上冲自 24.62 美分/磅震荡走低至 8 月底的 17.52 美分/磅，随后反弹运行，至 2024 年 12 月初，ICE 原糖价格仍在 21 美分上方，按 12 月 10 日收盘，ICE 原糖主力合约报收 21.07 美分，较 2023 年年末收盘价 20.49 美分/磅涨 2.83%，较年初 20.6 美分/磅的开盘价上涨 2.28%。整体上，2024 年 ICE 原糖价格走势可分为四个阶段进行分解复盘。

图表 1：国际 ICE 原糖期货主力连续合约价格走势（月）



来源：文华财经，中泰期货整理

- 第一阶段：2024 年 1 月至 3 月底，糖价震荡偏弱运行，价格重心轻微下跌。主要是北半球印度、泰国、中国 2023/24 榨季生产阶段，之前市场预估减产幅度较大，但是随着生产的进行，三个国家的减

产均不及预期，印度和泰国的产量均较开榨生产前的预估高，导致糖价承压回落。不过巴西旺盛的需求仍支撑糖价偏高于 20 美分上分运行。

- 第二阶段：南半球巴西开启 2024/25 榨季生产阶段，预期食糖产量继续创新高的压力下，国际糖价自 4 月开始快速下跌，从 20 美分上方快速下挫至 18 美分以下，行情延续至 8 月，在巴西生产高峰期，食糖产量均大幅度提高给市场造成的压力较大，但直至 8 月底市场关注到巴西干旱的天气影响预期产量并不是那么的乐观的预期转换下，糖价止跌。
- 第三阶段：南巴西因为干旱天气影响及火灾造成巴西主产区甘蔗受损并可能影响到下一年度的食糖产量时，市场市场价格快速反弹，从 18 美分下方陆续反弹至 20 美分以上偏强运行。
- 第四阶段：2024 年 10 月底至 12 月，北半球食糖主产区开启了 2024/25 年度的食糖生产，在生产供给陆续增加的压力下糖价承压运行，价格从 23 美分附近回落至 21 美分附近。

2.ICE 白糖期货

- 2024 年 ICE 白糖期货整体重心呈现震荡走低的运行态势。2024 年 ICE 白糖期货价格最高价是在 3 月合约体现，一季度是上探至 686.4 美元/吨，最低价是 5 月合约在 8 月下旬出现，最低价下探在 489.4 美元/吨。截至 12 月 2 日收盘，ICE 白糖 3 月合约报收 547.6 美元/吨，较年初高点回落 20%，较 8 月下旬的低点 490.1 美元/吨反弹 11.7%。其各阶段走势影响因素与上文 ICE 原糖阶段走势影响因素相同。

(二) 国内糖市

1.国内郑糖期货行情宽幅震荡走低运行

- 2024 年国内糖市走势与国际糖市的走势出现背离的行情不少。一方面，2024 年国内糖市价格走势表现较为抗跌，但同时跟随国际糖价上涨的空间也有限。2024 年郑糖糖价年初以 6263 元/吨开启今年的糖市行情，在四月份冲高至年内高点 6795 元/吨后震荡偏快的下滑，并于 8 月下旬形成年内低点，主力合约报 5502 元/吨，随后震荡反弹至 6000 以上，经过多次反复，最终在进入 12 月前上冲至 6000 上方震荡。
- 整体上，2024 年国内糖市行情主要驱动逻辑是国际糖价承压运行，关税配额内进口利润较大，进口供给提升，叠加国内新榨季糖料种植面积回升，增产预期下，糖价承压。具体来看，内糖价格走势分为 3 个阶段：
- 第一阶段：2024 年 1 月至 4 月初，郑糖主力合约呈现震荡反弹运行的态势，从年初的 6263 元/吨反弹至 6795 元/吨，最高反弹幅度 8.4%，此阶段是 2023/24 榨季国产糖生产期，供给集中压力较大，但是期间有春节消费提振，在春节及其后的消费端表现良好，给糖

价反弹上涨提供了支撑。

- 第二阶段：2023年4月初至8月底阶段，国内糖价于国际糖价共振，呈现高位震荡快速回落的运行态势。此阶段郑糖主力合约在6700上方震荡下滑至5500关口后反复震荡，此阶段全部回吐4月以前的反弹并且跌破了年初低点创下本年度的新低。一方面国际原糖价格下跌的拖累，配额外进口糖的进口利润倒挂幅度大幅收缩，同时配额内进口利润扩大，进口供给在下半年预期增强的影响。另一方面是国内产量预期增加，新榨季供给增强的影响。
- 第三阶段：新旧作供给转换期，2023/24榨季结转量少，工业库存低，同时进口预期增加缓和，糖价表现翘尾上涨，同时，糖浆预拌粉趋严管理下，国内糖价走势偏强震荡反弹运行，但2024/25榨季增产的预期仍未变化，糖价反弹高度受限。

图表 2：国内郑糖期货价格走势（月）



来源：文华财经，中泰期货整理

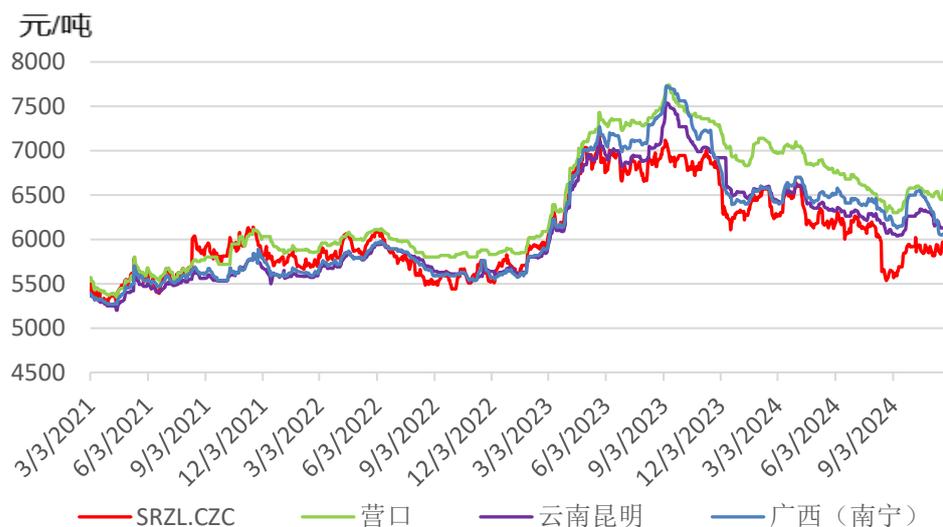
2.国内白糖现货价格抗跌中缓慢回落运行

- 2024年国产糖现货糖价相较于郑糖抗跌。广西南宁地区糖价从年初6400元/吨左右开始反弹，最高上涨至6700元/吨，最大涨幅4.7%，随后震荡下跌至9月中旬，广西主产区2023/24榨季的糖价最低下探至6130元/吨。伴随着2024/25榨季新糖的上市，供给压力逐步增加，广西主产区新糖报价持续下跌至6050元/吨附近后，价格再度上涨至12月10日，广西主产区糖价报的6090元/吨。云南产区糖价走势与广西地区食糖价格走势差别较大，但明显价格偏低。2024年年初云南昆明糖价从6500元/吨价格附近开启，震荡下挫至6450元/吨后反弹至4月初的6610元/吨，随后再度回落，至9月中旬，云南糖价已经下跌至6040元/吨，随后新旧榨季转换期，现货表现较强，云南糖价快速反弹至6320元/吨，但新糖压力体现，新糖开市承压，榨季初报6130元/吨后震荡运行，至12月10日云

南昆明新糖报价 6140 元/吨。

- 加工糖方面，2024 年加工糖现货价格与国产糖价格走势一致，但强弱有别。以营口地区糖厂报价为例，年初价格报 6830 元/吨附近开启本年度的行情，伴随春节备货的提振，糖价快速上涨至 7140 元/吨高点，形成年的高点，随后逐步回落运行，截至 9 月中旬报价下跌至 6300 元/吨，随后震荡回升至 12 月 10 日的 6850 元/吨，整体年内价格震荡偏强运行态势，价格较年初涨 20 元/吨。

图表 3：现货价格走势（元/吨）



来源：沐甜科技，中泰期货整理

3.国内期现基差冲高回落运行

- 2024 年国内期现货糖价走势相对趋同，表现冲高回落运行的态势，但基差表现先涨后跌的运行态势。

图表 4：国内白糖期现基差走势（元/吨）



来源：沐甜科技、iFinD，中泰期货整理

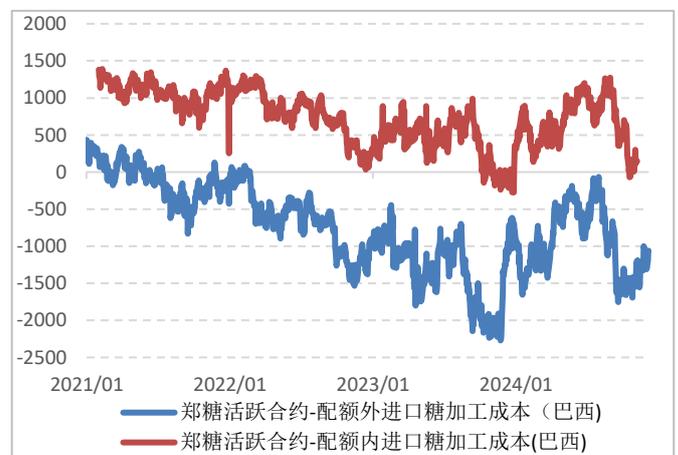
- 根据中泰期货数据跟踪来看，以广西南宁地区的现货糖价与郑糖主力合约的糖价作为参考，2024年，期现货基差在14-681元/吨区间波动，年初新糖供给压力大，期现货价格回归，基差较弱，随着期货价格快速下跌，基差大幅走强直至2024/25榨季开启前夕，广西南宁地区的期现基差达到最大681元/吨，因现货表现的现实的情况，期货表现的是预期走弱压力。不过随着新糖上市，现货表现弱勢，期货受糖浆预拌粉管趋严管理影响价格快速反弹，导致基差快速走弱至25元/吨。

（三）内外糖价差走势差异大

- 2024年内外糖价格走势表现外强内弱格局，内外糖价差出现前高后低的运行态势。根据中泰期货数据跟踪，从绝对价格来看，2024年配额外进口加工糖的成本在6250-8000元/吨区间运行，配额内进口加工糖成本在4800-6100元/吨，国内加工糖报价多在6300-7000元/吨区间运行，郑糖主力合约价格在5508-6795区间运行，基本上配额外进口亏损（与郑糖主力合约对比）多数在1000元/吨以上，配额内进口糖加工利润（与郑糖主力合约对比）在-50至1100元/吨区间运行居多，亏损出现的时段较少，多数时段配额内进口糖的加工利润在200-800元/吨。

图表5：进口加工糖盘面加工估算成本（元/吨）


来源：iFinD，中泰期货整理

图表6：进口加工糖盘面利润（元/吨）


来源：iFinD，中泰期货整理

- 根据中泰期货数据跟踪，截至12月10日，按郑糖收盘价与国际原糖收盘价进行进口加工糖测算，配额内进口巴西原糖加工利润大约在500元/吨附近，配额外进口巴西原糖加工利润亏损1000元/吨以上。

二、影响因素分析

（一）国际糖市

1. 国际糖市——供需预估分歧较大

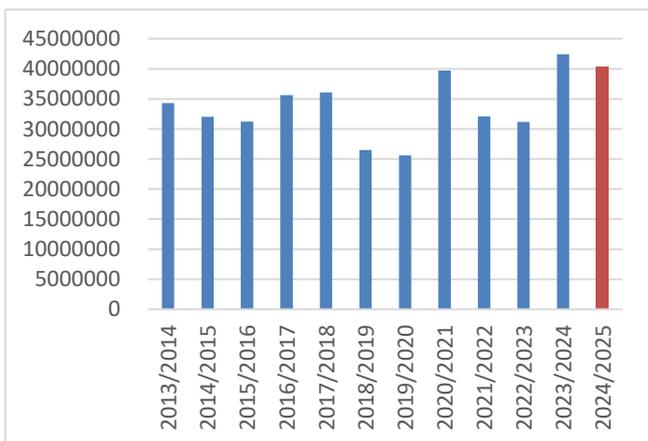
- 从全球的供需结构来看，2023/24 榨季结束，按照 2024 年 11 月国际糖业组织 ISO 预计来看，全球食糖消费量在 1.805 亿吨，消费量的预估值下调，2023/24 榨季全球食糖供应转为过剩 131 万吨，此前的预估为短缺 20 万吨。预计 2024/25 榨季的全球食糖消费量在 1.8158 亿吨，预计 2024/25 榨季全球食糖总产量为 1.7907 亿吨，2024/25 榨季全球食糖供应短缺预估 251 万吨。
- Czarnikow 在 2024 年的 10 月的报告中表示，预计 2024/25 榨季全球糖产量将增至 1.847 亿吨，糖消费量预计将增至 1.8 亿吨，预计 2024/25 榨季全球食糖供应过剩预估为 470 万吨。
- 咨询公司 StoneX 近日发布报告，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。

2. 巴西未来食糖产量预期下降，出口放缓

2.1 巴西未来食糖产量预期下降

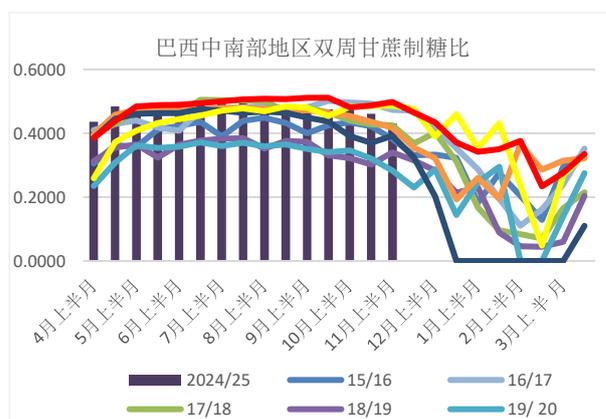
- 2024/25 年度巴西的生产在进入 12 月前已经进入尾声阶段。巴西国家商品供应公司 (Conab) 发布预估报告，预计巴西 2024/25 榨季甘蔗产量为 6.7867 亿吨，预计甘蔗种植面积同比增长 4.3%，但受不利的天气和火灾影响，单产下降 8.8%，食糖产量预计为 4400 万吨；乙醇总产量(包括玉米制)预计为 360.8 亿公升。预计 2024/25 榨季巴西中南部地区甘蔗产量为 6.1686 亿吨，预计食糖产量为 4031 万吨。

图表 7：巴西中南部地区糖产量 (吨)



来源：unica，中泰期货整理

图表 8：巴西中南部地区甘蔗制糖比



来源：unica，中泰期货整理

- 分析机构 StoneX 在 12 月最新发布的报告指出，巴西中南部地区 2024/25 榨季的甘蔗压榨量预计为 6.127 亿吨，与上一年度相比下降 6.4%。对于即将到来的 2025/26 榨季，预计甘蔗入榨量预估为 5.932 亿吨，较 2024/25 榨季减少 3.2%。
- 截至 11 月底，UNICA 公布的数据显示：2024/25 榨季截至 11 月下半月，巴西中南部地区累计入榨量为 6029.4 万吨，同比降幅 2.75%；累计制糖比为 48.34%，较去年同期的 49.34% 减少 1 个百分点；累

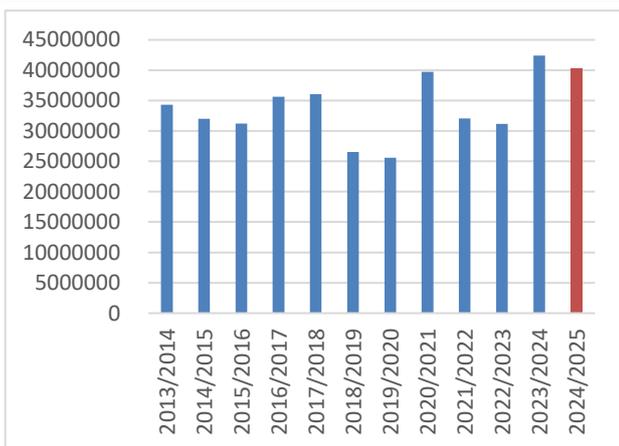
计产乙醇 311.69 亿升，较去年同比增幅达 4.31%；累计产糖量为 3936.1 万吨，较去年同期的 4088.2 万吨减少 152.1 万吨，同比降幅达 3.72%。

- 由于甘蔗压榨量减少和甘蔗制糖比下降，巴西食糖产量将难以达到 2023/24 年度的食糖产量。同时，对于 2025/26 年度将会在 2025 年 4 月开启，该年度的甘蔗产量堪忧，多机构预计会减产，主要是基于 2024 年干旱天气影响导致的预期单产下降所致，若后续天气改善，降雨得到增多，有利于提升巴西食糖产量可能。因此，后续需要关注巴西雨水给甘蔗原料生产带来的提振。

2.2 巴西食糖出口面临放缓可能

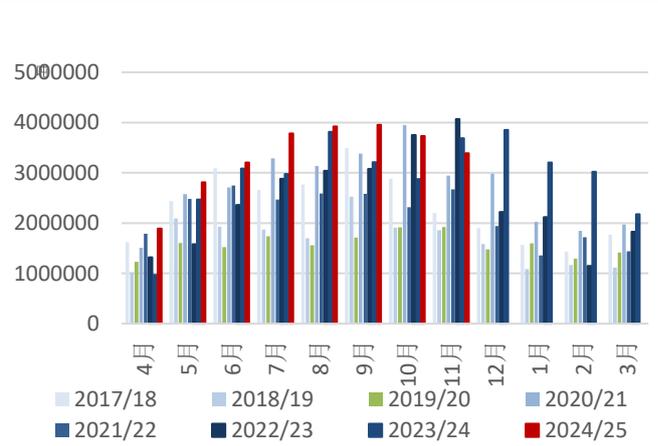
- 近几年，巴西食糖出口量超过 3000 万吨的榨季年度不多，迄今为止，只有 2020/21 和 2023/24 榨季两个年度，年度出口量分别是 3240 万吨和 3534 万吨，2023/24 年度巴西食糖出口量更是创下历史最高水平，同比增长 20%。2024/25 年度至 11 月底，巴西食糖出口累计出口 2668.72 万吨，累计同比 1940 万吨增长 15.6%。若按此势头进行下去，预计截至 2024/25 榨季年度结束（2025 年 3 月底），巴西食糖出口量也将创造奇迹，年出口量继续突破 3000 万吨以上，并且有可能再创新高的水平。
- 不过，由于 2023/24、2024/25 两个年度巴西食糖出口规模是历史最高水平，预计会令巴西食糖库存水平急剧下降，我们预计后续出口动力将会减弱。从 2024 年 10-11 月的出口量来看，环比已经开始下降，并且与历史同期比，也未能创出新高水平，而之前六个月每月出口量都创出同期新高水平。因此，后续 2024/25 年度的总体出口量仍会维持高位甚至仍可能略微再创新高，但增长放缓或转降预期可能性增强。

图表 9：巴西年度食糖出口量（万吨）



来源：unica，中泰期货整理

图表 11：巴西食糖月度出口量（吨）



来源：unica，中泰期货整理

3. 印度产量和出口都有变数

3.1 印度产量面临下降，食糖糖成本抬升

- 印度 2024/25 年度的生产已经开启，从印度各个邦的政策来看，多

数邦在本榨季都提升了甘蔗的收购价格。其中，印度旁遮普邦 2024/25 榨季甘蔗收购价的地方指导价(SAP)上调 10 卢比/百公斤至 401 卢比/百公斤（折人民币 345 元/吨），为该国最高水平的甘蔗收购价。印度比哈尔邦将 2024/25 榨季所有品种的甘蔗收购价每百公斤提高 10 卢比/百公斤，其中优良品种甘蔗收购价为 365 卢比/百公斤（折人民币 313 元/吨）。由于甘蔗收购价格上涨，印度的食糖成本将会上调，同时有利刺激明年新作的种植面积增加。

- 从产量上看，ISMA 预计 2024/25 榨季糖产量（包括糖转乙醇的数量）约 3330 万吨，较上榨季的 3410 万吨小幅减少 80 万吨，其中将有 400 万吨的糖转产乙醇，预计糖产量在 2930 万吨左右。印度全国合作糖厂联合会（NFCSF）预计，2024/25 榨季印度食糖产量将达到 2800 万吨，2023/24 年度产量预估为 3212 万吨。2024/25 年度，印度政府解除了甘蔗转产乙醇的限制，之前印度政府选择在 2023/24 榨季允许将甘蔗汁和糖蜜用于生产乙醇上限为 170 万吨，解除限制后，市场预计有 400-500 万吨的糖转产乙醇。因此受糖转乙醇生产增加的预期影响，印度食糖产量将下降，但后续我们将根据实际情况进行跟踪，印度实际糖产量的变数就是来着转产乙醇的数量和实际甘蔗产量的变化。

图表 12：印度食糖产量（万吨）



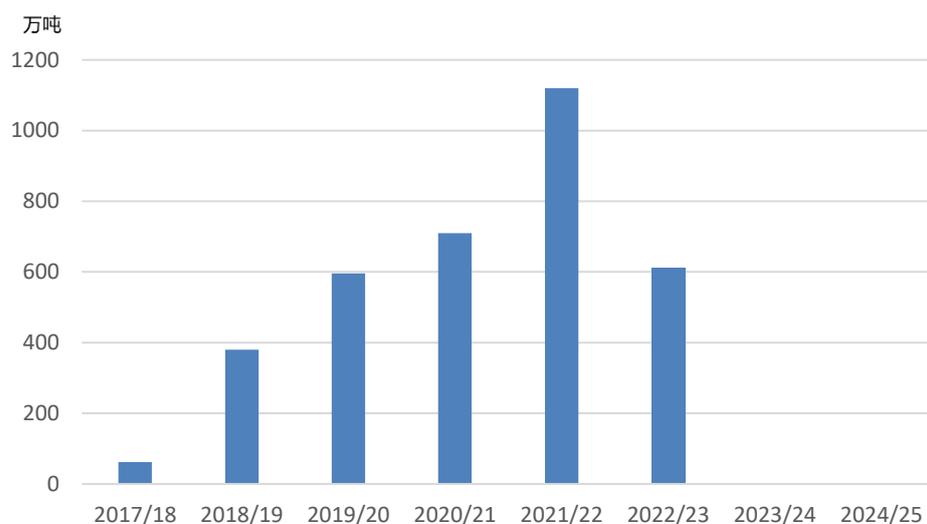
来源：沐甜科技新闻整理，中泰期货研究所整理

3.2 印度新榨季禁止出口但仍有悬念

- 印度食糖出口量年度间变化较大，因为该国是一个产需大国，需求量大，在产量不稳定的情况下，其可供出口的食糖量受产量大小年的影响较大。
- 在最近七个年度里，年度出口量可以是 0 吨，也有多达 1120 万吨的水平，这一方面与印度自身产量和库存水平有关，也与印度政府的政策管控有关。2021/22 印度政府对出口设定上限 1000 万吨的限制量，但实际上最终出口达到 1120 万吨，2022/23 年度限制出

口规模在 600 万吨，2023/24 年度则采取首次禁止出口的政策来保障印度国内食糖供给。2024/25 年度截至目前仍继续采取禁止出口的政策，不过印度 ISMA 仍敦促政府允许 2024/25 榨季出口 300 万吨糖来改善糖厂财务状况，这一敦促性建议在 2023/24 年度也出现过，但印度政府未采纳，后续何时采纳，需要关注当季印度食糖的产量供给多寡，或待产量大体确定供给量后才可能出现。因此，印度食糖出口的变数仍存悬念，若允许出口就会给国际糖带来新的预期供给，增强供给供给压力。

图表 13：印度食糖年度出口量（万吨）



来源：沐甜科技新闻整理，中泰期货研究所整理

4. 泰国糖产量回升，预期出口量大

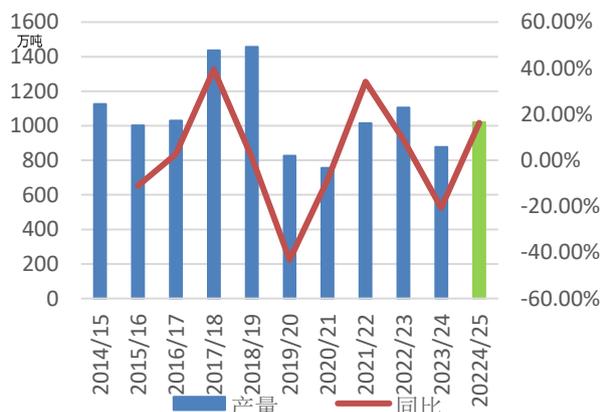
4.1 泰国糖产量预计回升

- 2024 年一季度（2 月 20 日）泰国内阁批准了 2023/24 榨季甘蔗的初步收购价定为 1420 泰铢/吨（约合人民币 285 元/吨），10% 的甘蔗含糖分（CCS）标准，含糖分每变动 1%，蔗价将浮动 71.85 泰铢/吨（约合人民币 14.4 元/吨），2023/24 榨季的甘蔗收购价较 2022/23 年度的 1197 泰铢/吨大幅提升 18.6%，因此有利于提升泰国 2024/25 榨季的生产，提振了泰国产量回升的空间和预期。
- 泰国食糖生产商 Khon Kaen Sugar Industry Plc(KSL) 预计 2024/25 榨季泰国甘蔗产量达 9000 万至 1 亿吨，糖产量预计回升至 900 到 1000 万吨。美国农业部（USDA）在近期发布的一份报告中表示，预计泰国 2024/25 榨季食糖产量将恢复至 1020 万吨，较 2023/24 榨季增长 16%。泰国甘蔗糖业委员会办公室(OSCB) 预计泰国 2024/25 榨季的食糖产量将达到 1039 万吨，同比增长 18%。
- 泰国 2024/25 榨季食糖产量的增加预期，有利于对国际糖市的食糖提供更多的供应。

4.2 泰国出口动力变化预期

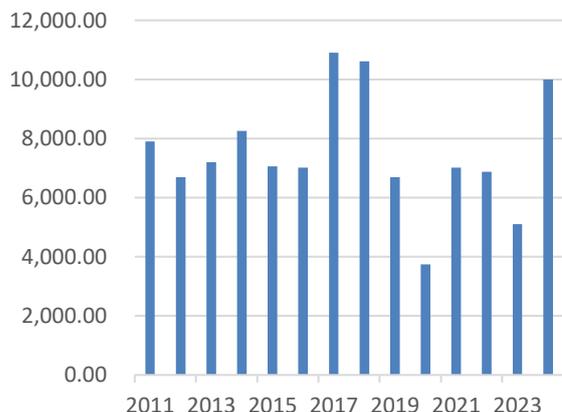
- 受产量回升影响，2024/25 年度，泰国出口动力再次得到增强，出口预期将回升。USDA 预计 2024/25 榨季年度，泰国食糖出口将达到 1000 万吨，达到历史偏高的水平。之前 2023/24 年度，泰国因为食糖产量大幅下滑的影响，出口量同时锐减，USDA 预计为 510 万吨，较之前一年度减少 25%。通常泰国年度食糖出口量大多都高于 600 万吨，最大的出口年份是 2018/2019 年度，出口量规模达到 1005 万吨，不过 2020/21 年度泰国食糖出口量为近十年低点，仅出口 368 万吨。
- 泰国甘蔗糖业委员会办公室(OSCB)公布的数据来看，2023/24 榨季泰国食糖产量同比下降 20.37%至 880 万吨，作为全球第二大食糖出口国，泰国每年的消费食糖约 250 万吨，其余部分则用于出口。因此，2024/25 年度由于泰国食糖产量回升，预计出口动力增强，出口量将可能会突破 1000 万吨（USDA 预计）。

图表 14：泰国食糖产量（万吨，%）



来源：iFinD，中泰期货整理

图表 15：泰国食糖出口量（千吨）



来源：iFinD，中泰期货整理

5.其他产消国情况

- 美国农业部(USDA)12月初公布的供需报告显示，美国 2024/25 榨季食糖总产量预计为 922 万短吨，较 2023/24 年度增长近 2%；食糖库存/消费比预估为 13.5%，较 2023/24 年度库存消费比 16.8% 出现明显的下降。
- 欧盟方面，USDA（12月）数据显示，欧盟 2023/24 榨季年度糖产量 1488.9 万吨，消费 1650 万吨，期末库存预计 19.7 万吨。2024/25 年度，欧盟食糖产量产量预估增加，预计在 1557.9 万吨，较之前一年度预估增产幅度 4.63%，消费持稳在 1650 万吨，期末库存增加 37.3 万吨至 57 万吨。从数据上看，欧盟仍然保持着供需相对稳定的态势，但需要从国际市场上看，预计仍需进口少量食糖才能达到供需平衡，通常每年净进口 200 万吨以上才能达到平衡，2024/25 年度预计进口预估 240 万吨。
- 中东地区作为全球食糖重要的消费区域，年消费量都在 1000 万吨以上，近几年食糖消费有所提升，根据 USDA 预估，2024/25 年度

消费量预计升至 1242.2 万吨，产量总计预估 491 万吨，比上一年度减产 17 万吨，但已是近几年产量高位水平，进口规模将升至 922.7 万吨，较上一年度增加 19.6 万吨。

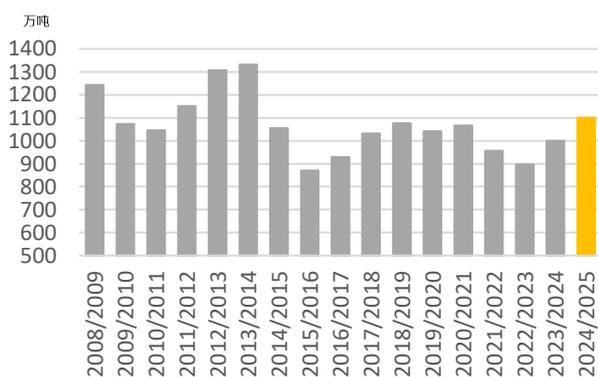
- 印尼作为全球食糖主要进口国家，主要依靠进口来满足国内消费，根据 USDA 预估的数据显示，该国年消费食糖量近几年已经攀升至 700 万吨以上，2024/25 年度预计消费达到 760 万吨，较前一年度增加 10 万吨，但是该国食糖产量在 200 万吨左右，需要大量进口来满足国内需求，进口量同时也攀升至 500 万吨以上。2024/25 年度印尼进口量预估 555 万吨，较上一年度增长 55 万吨。不过印度尼西亚将从 2025 年起禁止进口用于民用消费的食糖或有可能令其国内进口量减少。

(二) 国内糖市——产需缺口依旧较大，如何补缺是关键

1. 国产糖产量继续回升，需求增幅有限

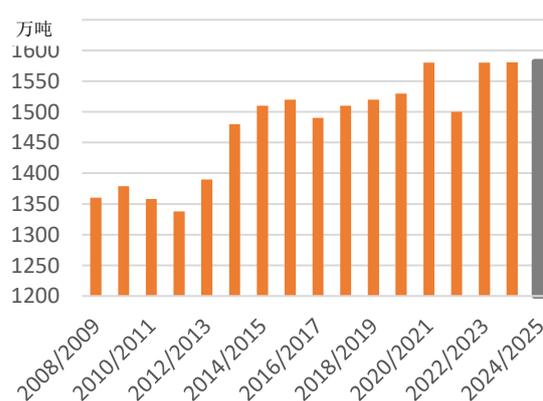
- 根据中国糖业协会公布的数据显示，2023/24 榨季全国食糖产量 996.32 万吨，同比增加约 99 万吨。从 2024 年糖料种植面积增加提振了 2024/25 榨季年度我国糖料和食糖产量的回升。
- 根据中国农业农村部 12 月的预估，2024/25 榨季，我国食糖产量预估在 1100 万吨，较 2023/24 年度的产量增加 10%。消费预估 1580 万吨，较 2023/24 年度微微增加，但是仍可以看出我国食糖市场产需仍存在较大的缺口，近几年来产需缺口幅度在 500 万吨以上居多，2024/25 年度预计产需缺口略小于 500 万吨。

图表 16：国内食糖产量（万吨）



来源：中国糖业协会、中国农业农村部，中泰期货整理

图表 17：中国食糖需求（万吨）



来源：中国糖业协会、中国农业农村部，中泰期货整理

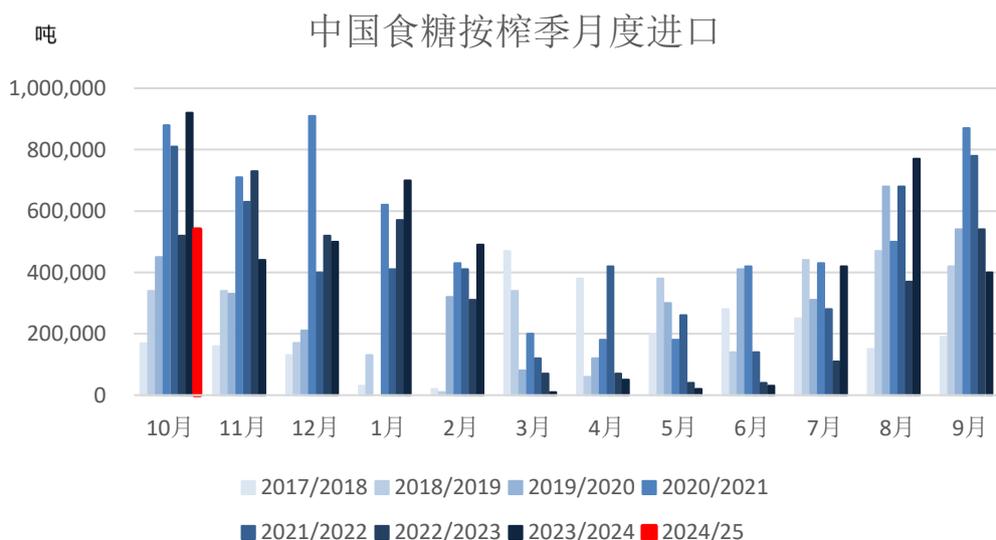
- 不过，2024 年广西主产区异常天气令糖产量调整空间。2024 年 6 月广西主要甘蔗糖料产区受到持续性降雨和洪水的影响，甘蔗出现不同程度倒伏。通常降雨会给甘蔗生长带来较多的雨水有利于甘蔗生长，但是倒伏通常令甘蔗单产受损。另外，10-12 月期间，广西甘蔗主产区持续雨水偏少，甘蔗空心率增加，单产不及预期可能性加大，增产幅度或下调加大。

- 从 2024/25 榨季入榨开始，至 11 月底国内两大食糖主产区广西、云南甘蔗出糖率同比均增加，因此有利于国内食糖的产量增长，但需关注单产下降带来的总产调整情况。

2. 预期食糖进口供给增量有限

- 从中国海关总署公布的数据来看，2024 年前 10 个月，我国食糖进口量达到 343 万吨，同比大增 39 万吨。按榨季统计，2023/24 榨季截，我国共计进口 475 万吨，比上一榨季的进口量增加 86 万吨。实际上 2023/24 榨季，我国进口的食糖多数都是配额内关税的糖，一部分定向流入国储，一部分由于配额有限仍在保税区待通关，实际国内可用加工的食糖增量有限，导致国内进口加工糖价格呈现较强的态势。另外，按商务部每半月期公布的报告显示，配额外进口糖到港的原糖数量或不足 65 万吨，其余都是配额内关税的食糖和部分配额外关税白糖。
- 不过，2024 年 4 月 18 日，海关总署会同国家发展改革委、财政部、农业农村部、商务部、税务总局联合发布《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》（公告〔2024〕44 号，以下简称《公告》），自 2024 年 7 月 1 日起，对海关特殊监管区域和区外加工贸易食糖的管理措施予以调整。该政策更有利于国内食糖供给的收缩而非增强。
- 2024/25 榨季 10 月，我国进口食糖 54 万吨，环比 9 月增加，同比减少 38 万吨。
- 从商务部的预报数量来看，2024 年 11 月实际到港 20.85 万吨，十一月预报到港 7.07 万吨，12 月预报到港 0 万吨。

图表 18：中国食糖榨季进口量（吨）



来源：中国海关总署，中泰期货整理

- 实际上，配额外进口的关税较高，在 2024 年里，几乎很少有形成内外糖套利加工盈利机会。前文所述，2024 年至 11 月底，配额外

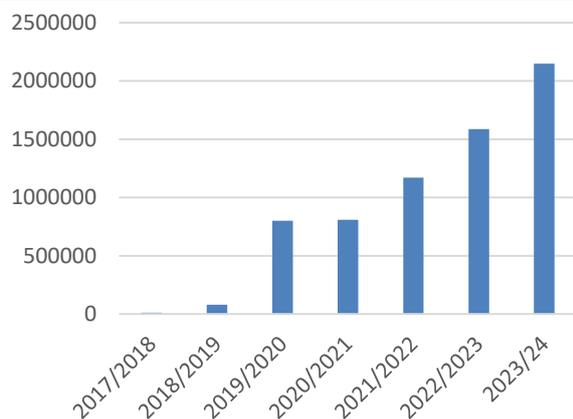
进口加工糖加工利润持续处于亏损状态。但按绝对价格来看，配额外进口加工糖若低价采购原糖，2024年5月底有机会在18美分/磅附近点价采购，若点价成功，进口加工成本低至6400元/吨左右，但通常配额外进口加工糖成本多数都在7000元/吨以上，因此限制了配额外进口的可能和数量，但若国际糖价下跌，则有利于打开国内配额外进口加工量的可能。不过配额内进口关税是15%，进口加工利润较高，会激发进口动力，但配额管控下，总量控制，进口供给增加有限。

- 总体来说，进口糖量预计难有大幅增加可能，中国农业农村部预计2024/25榨季年度国内食糖进口预估500万吨，略高于2023/24年度的进口量预估。但若后续内外糖价差继续收缩出现配额外进口利润则有可能增加进口可能。

4.糖浆/糖预拌粉进口规模攀升，监管将趋严下继增进口或止步

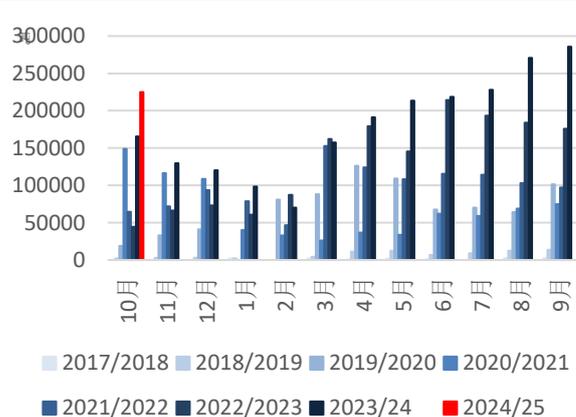
- 糖浆及预拌粉进口是我国食糖替代供给的有效补充，近几年进口量呈现趋增态势。根据中国海关总署发布的数据显示，2021/22榨季、2022/23榨季我国糖浆及预拌粉进口量分别是112.67万吨、158.6万吨。2023/24榨季进口量规模达到214.5万吨，创新高，若按70%含糖比例，相当于食糖进口了150万吨之多。之所以糖浆进口增量大幅度的攀升，主要是国际糖价高，进口关税高，糖浆进口存在部分产地享受0关税的优惠贸易政策，导致整体进口成本相交于纯糖进口成本低很多。

图表 19：中国糖浆及预拌糖粉进口情况（万吨）



来源：iFinD，中泰期货整理

图表 20：中国糖浆及预拌糖粉月进口情况（吨）



来源：iFinD，中泰期货整理

- 不过，2024年4月9日，财政部会同海关总署、税务总局联合发布《关于边民互市贸易进出口商品不予免税清单的通知》（财关税〔2024〕7号），将糖、糖浆及含糖预混粉（税目1701至1702项下全部税号、税目21069061、21069062）纳入边民互市贸易进口商品不予免税清单。这不利于后续继续扩大进口。
- 2024年11月，中国海关总署（GACC）对泰国出口至中国的食糖加工企业提出了更严格的卫生监管要求。此举严格的进口监管措施

将有效控制低质量糖浆以及固体混合物（预混糖粉）流入国内，有助于改善进口食品安全状况以及减少国内糖浆进口，这一监管措施在 12 月中旬得到落地，预期国内糖浆和预拌粉的进口继续增加将会止步。

5.含糖食品产量增幅放缓，消费回升偏谨慎

- 从含糖食品的生产情况来看，2024 年 1-10 月，乳制品和软饮料产量出现较大的差别，乳制品累计产量同比去年同期多数月份呈现下降，截至 2024 年 10 月底，乳制品产量累计同比下降 2.3%，累计产量 2450 万吨。软饮料方面，生产仍保持增长势头，2024 年 1-10 月累计产量 16265 万吨，累计同比增长 6.5%。从生产物价指数来看，糖果、巧克力及蜜饯类的 ppi 指数波动不是很大，但呈现震荡缓跌态势，2024 年 1 的 ppi 分别是 99.8、11 月的为 99.5，较 2023 年 10 月的糖果、巧克力及蜜饯类 ppi 指数 100.6 出现明显下滑。

图表 21：含糖食品年度产量累计同比增幅 (%)



来源：iFinD，中泰期货整理

图表 22：糖果、巧克力及蜜饯制品 PPI 情况

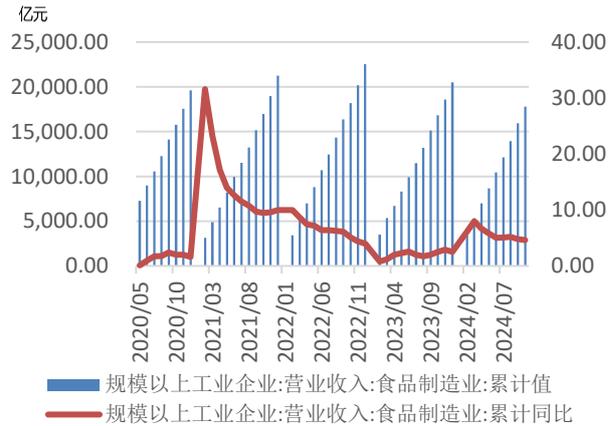


来源：iFinD，中泰期货整理

- 从生产企业来看，食品制造业企业经营数据显示，2024 年 1-10 月我国食品制造企业的生产单位数量每月环比呈现增加态势，这有利于对白糖原料的需求提升。
- 虽然食品制造业企业的数量在缓慢增加，有利于对食糖的需求提升，但是提振作用和驱动并不大，因为企业盈利能力和盈利水平增幅在放缓。2024 年，规模以上食品工业企业营业收入累计 17788.3 亿元，累计同比增长 4.3%，食品制造业企业的营业收入累计同比数据呈现环比下滑态势。考虑到增速下滑的态势，我们对食糖消费端的增长保持谨慎态度。

图表 23：食品制造业企业数量及同比


来源：iFinD，中泰期货整理

图表 24：食品制造业企业营业累计收入及同比


来源：iFinD，中泰期货整理

三、2025 年关注重点

（一）国际糖市供给预期差及贸易流变动

- 前文我们从市场多家机构的预估来看，全球食糖供需是缺口还是过剩，市场出现较大的分歧。2024/25 年度，北半球印度和泰国产量出现明显的差异，泰国出现较大幅度的增产，而印度则面临产量下降的风险，这些随着压榨进程的推进，市场会更为明晰的看到增减产量幅度的大小，因此需要关注预期差的影响，另外对于 2025 年下一榨季的种植前景需要关注印度的情况，伴随天气的改善，产量前景预期继续增强需要关注。同时，巴西作为全球食糖生产大国，当季产量与下一年度产量的变化需要关注，重点是是否有良好的雨水天气来弥补巴西甘蔗产量的下降幅度扩大的可能，如果天气改善，则有利于减缓 2025/26 年度的甘蔗产量下降的风险，同时继续有利于当前榨季巴西产量提升的可能性。
- 国际食糖贸易方面，需要考虑印度禁止出口会不会出现松动、泰国出口增量会否实现。同时巴西出口放缓会否兑现等问题。另外，对印尼进口限制给市场带来需求的影响也需要关注。

（二）国内产需缺口如何弥补仍是市场关注焦点

- 根据前文分析，我国 2024/25 榨季食糖产需求缺口仍然比较大，通过进口来弥补产需缺口是常规方式。2024 年我国进口糖 475 万吨，大大弥补了产需求缺口问题，同时替代糖（进口糖浆和预拌粉）的大量进口也为弥补产需缺口做出巨大的贡献。2025 年，国际糖价虽然回落，但是配额外进口加工糖利润仍处于倒挂局面，增量进口在上半年仍难实现，需要继续关注配额内进口的动力，因为 2024 年 10 月以来，配额内进口利润出现较大幅度的收缩，会大大支撑国内糖价维持偏高水平，但利润水平仍存。
- 我们需要注意到 2024 年国内产需缺口弥补的一个重要方面是替代

糖的作用。2025年需要关注泰国糖浆进口的变化，因为2024年12月中旬我国海关对泰国糖浆展开了从严监管，对糖浆和预拌粉进口的管控严格会大大影响我国食糖替代进口的供给，预期进口减少令国内产需缺口弥补方式需要另寻其他路径，这对国内糖市价格而言提振力度较大。

- 另外，我国产需缺口的弥补方式还可以通过放储、轮储来进行。通常放储需要要市场行情推动，当市场缺糖，导致糖价大幅度攀升，国家放储的可能性才会高。轮储主要是轮换国储库中的陈糖旧糖，既要保障国储库食糖的供给安全，又要保障食品安全，属于正常的轮换，通常对市场影响作用会小些，但也需要注意轮换时间，季节性周期对糖市供给很重要，国家政策上存在较强的的不确定。

四、2025年行情展望

- 总体来说，2024年国内外糖市价格呈现震荡重心下移的运行态势，外强内弱格局较为明显，但是2024/25榨季，内外糖供需形势出现较大的差异，外强内弱格局或被打破，分化走势将慢慢展开。
- 国际市场来看，国际糖市供给预期存在分歧，宽松预期可能性较大，虽然全球最大主产国巴西预期明年开启的新榨季产量将会下滑，但产量仍在历史高位，北半球多国增产为主，印度产量预期下降，但变数是有多少糖转产乙醇会影响到实际糖产量的产出供给，且出口变数较大，若允许出口，会给国际糖市带来预期外供给压力拖累国际糖价承压下跌；泰国预期产量增加，出口动力较强的预期下对国际糖市形成一定的压力。节奏上来看，预计2025年一季度，关注的重点是印度和泰国的生产产量和印度出口政策及泰国出口的积极性等问题。当前在印度仍处于禁止出口的情况下，巴西出口放缓，泰国产量增加带来的出口动力较强预计令糖价呈现承压运行的态势，但此阶段是国际贸易流通常偏紧的季节，因巴西生产尾声，可出口库存小，糖价抗跌运行。二、三季度，需关注印度会否复出口的问题，若出口则加剧糖价回落，同时巴西进入2025/26年度，新年度生产需关注产量预期，虽预期产量受损，但季节性供给压力仍令糖价面临逐步增加的供给压力。四季度，需动态关注2025/26榨季北半球的食糖产量预期情况，若印度恢复出口则继续加剧糖价回落。因此，2025年国际糖市表现震荡趋弱运行的概率大。技术上，ICE原糖或在15-23美分/磅区间波动。
- 对于国内市场而言，2024/25榨季食糖增产，需求缓慢回升，但产需缺口依旧较大，前文从替代进口的糖浆和预拌粉的方式弥补了国内上一榨季的食糖产需缺口，对国内糖市价格而言形成了一定的压制，导致国内糖较国际市场糖价偏弱，但是2025年在糖浆和预拌粉管控趋严下，后续需要更多的常规进口糖补充国内糖市的需求缺口更为迫切，配额外进口糖倒挂利润若得到有效收缩则利于国内糖价常规进口补充，糖价跟上国际糖价波动，若仍迟迟得不到较大幅度的收缩，国内糖价产需缺口难以得到有效弥补，则仍支撑内糖价格偏强运行。同时，国内虽预期增产百万吨，但干旱天气的影响有可能令国产糖产量不及预期，对糖价的支撑作用会限制糖价回落空

间。因此，2025年我国糖市运行的态势会相较于国际糖市偏强，配额外进口糖加工利润逐步修正的可能性较高，预计国内糖价走势表现震荡抗跌运行态势。技术上，郑糖主力合约价格运行或在 5500-6400 元/吨区间概率较大。

- 风险点：糖市政策、天气因素、供需错配

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。