



国元期货

Guoyuan Futures Co., Ltd.

白糖期货半年报

国元期货研究咨询部

2024年6月26日

全球进入增产格局，下半年郑糖仍有“南下”空间

【策略观点】

新榨季主产国均有不同程度的增产预期，全球食糖供需格局逐步转向过剩，基本上白糖在2024年是一个偏空的品种，ICE原糖的重心将逐步下移。目前全球食糖供应与贸易主要依赖巴西，从5月份公布的两次巴西压榨量与产糖量数据来看，均不及市场预期；此外，印度下一个榨季食糖出口政策不确定性很大，从这一点上来看，原糖在下跌过程中不排除有阶段性反弹。国内方面，新榨季国产糖有继续增产的预期，前期配额外进口利润窗口显现期间出现的买船预计将在三季度集中到港，下半年国内食糖货源由紧变松，待基差修复后，预计郑糖盘面走势偏弱。

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76号

吴菁琛

电话：010-84555056

邮箱

wujingchen@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3051432

投资咨询资格号

Z0013764

韩广宇

电话：010-84555171

邮箱

hanguangyu@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03099424

【目 录】

一、行情回顾	1
二、全球白糖供需格局分析	3
2.1 巴西新榨季产量向好，承载全球供应希望	3
2.2 印度本榨季减产传闻证伪，国内库存充足	4
2.3 ICE 原糖基金净多头仓位增加	5
三、国内白糖供需格局分析	7
3.1 现阶段国产糖货源紧缺，供应压力较小	7
3.2 三季度预计迎来集中到港压力	8
四、后市展望	10

一、行情回顾

2024 年 1 月份中上旬，郑糖延续此前触底反弹之后的上涨趋势，这一阶段主要驱动因素有巴西 2023/24 榨季收榨，利空因素消退；巴西近期天气干燥，土壤湿度下降，甘蔗产量预计下降，导致巴西 2024/25 榨季糖产量前景看淡；印度、泰国糖压榨进度同比下降；ISMA 协会欢迎印度政府对糖蜜加征 50% 出口关税；巴西港口待运糖船数量有所增加。

2024 年 1 月底至 2 月初，郑糖主力出现了明显的大幅上涨与大幅下跌交替的情况，多空争夺激烈同时市场情绪受消息左右较快。这段时间内，出现了巴西降雨量偏低，土壤湿度较低，甘蔗单产下降，新季糖产量下降；以及印度政府排除放宽对 170 万吨乙醇生产用糖限制的可能性。国内方面，春节备货结束，备货阶段提高了销糖率，较去年同期提高了 10 个百分点左右，同时由于 2022/23 榨季国内减产，库存见底，导致目前食糖工业库存量仍然偏低。

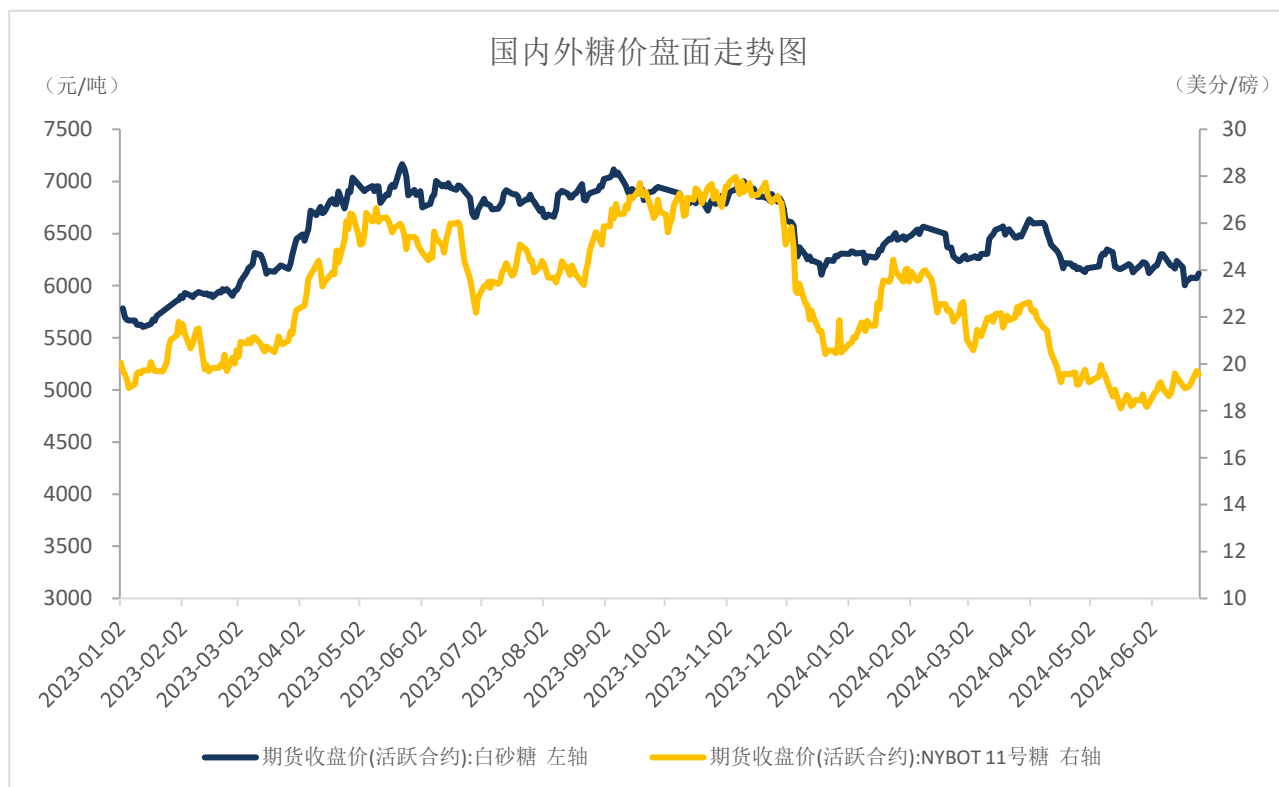
2024 年 2 月中下旬，郑糖在春节后连续两个交易日破位下跌，基本延续春节期间外盘原糖走势。这一阶段国内是白糖的消费淡季，供给+库存又在累积，外围利好偏少，春节后第一周空头不断挤进市场。但白糖在整个 2 月中下旬仍然处于一个正常的运行节奏之中，05 合约从 6105 开始反弹，经过了两个上涨浪，两个下跌浪，印度减产幅度低于前期市场预期基本反映在了 2 月中下旬期间的下跌浪中。

2024 年 3 月份，印度减产不及预期的消息消化后，郑糖出现了见底且较大幅度的反弹，再次触及 2024 年 2 月份高点，近 6600 元/吨，这一阶段走的是内外价差修复的逻辑。

2024 年 4 月份，郑糖下行驱动为主。郑糖主力于 4 月 1 日创下 6583 元/吨年内高点之后，没有给市场参与者过多的反应时间，于清明节后第四个交易日 4 月 11 日展开了一轮顺畅的下跌，此次下跌幅度过大，基本已经接近了 2023 年 12 月低点，下跌幅度接近 500 点，下跌启动时间较之前预计提前了一个月，主要利空因素在于巴西的开榨且新榨季预计继续增产、印度减产幅度大幅缩小或产量持平且有望放开出口。

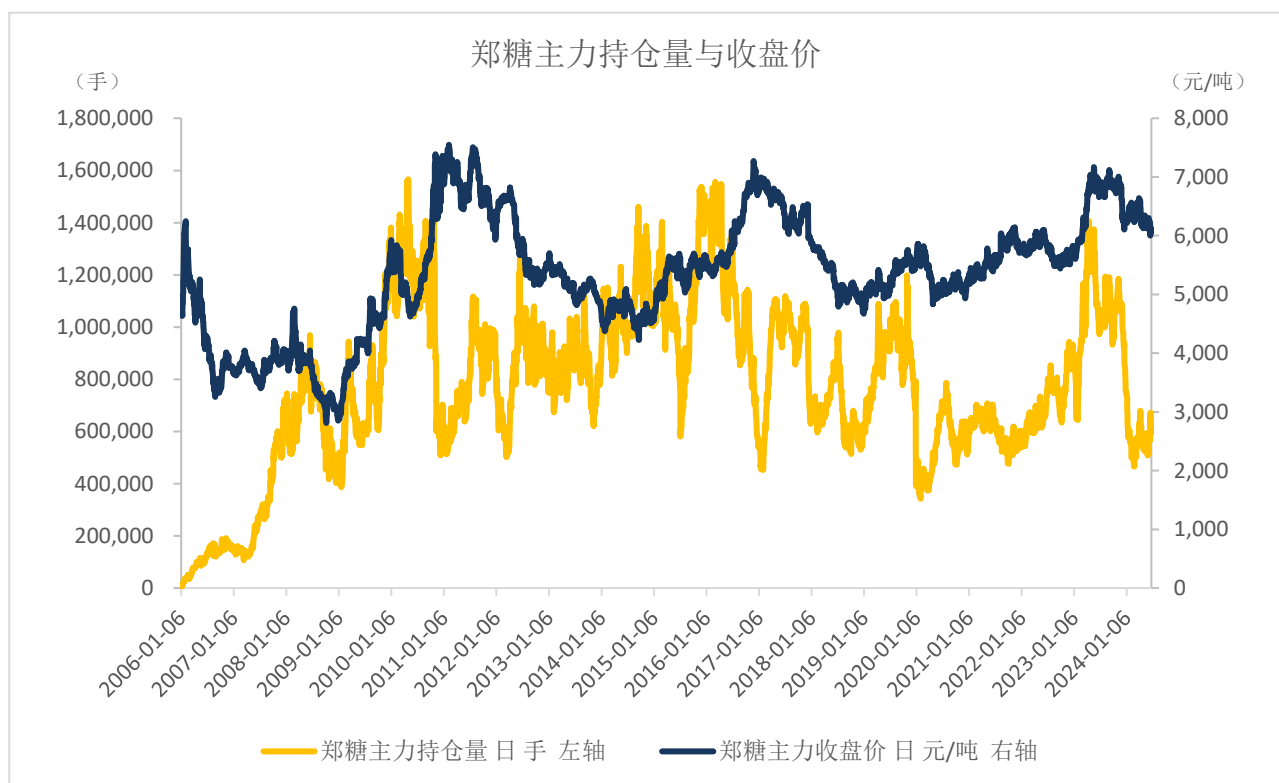
2024 年 5 月份至今，自 4 月 25 日郑糖主力期价触及 6100 元/吨一线实现阶段性探底之后，进行了为期近两个月的震荡盘整，其中郑糖期价盘面 5 月份的震荡反弹要强于外糖盘面，主要是受国内现货价格的支撑，而 6 月开始，郑糖期价盘面要明显弱于外盘，2024 年 6 月 18 日，郑糖主力期价结束了为期近两个月在 6100-6300 元/吨震荡的态势，出现了破位下跌，突破了 6100 元/吨一线支撑，收盘 6004 点，空头增仓 8.15 万手，创 2024 年年内最大单日跌幅 3.25%。

图表 1 国内外糖价盘面走势图



数据来源: Wind、国元期货

图表 2 郑糖主力持仓量与收盘价



数据来源: Wind、国元期货

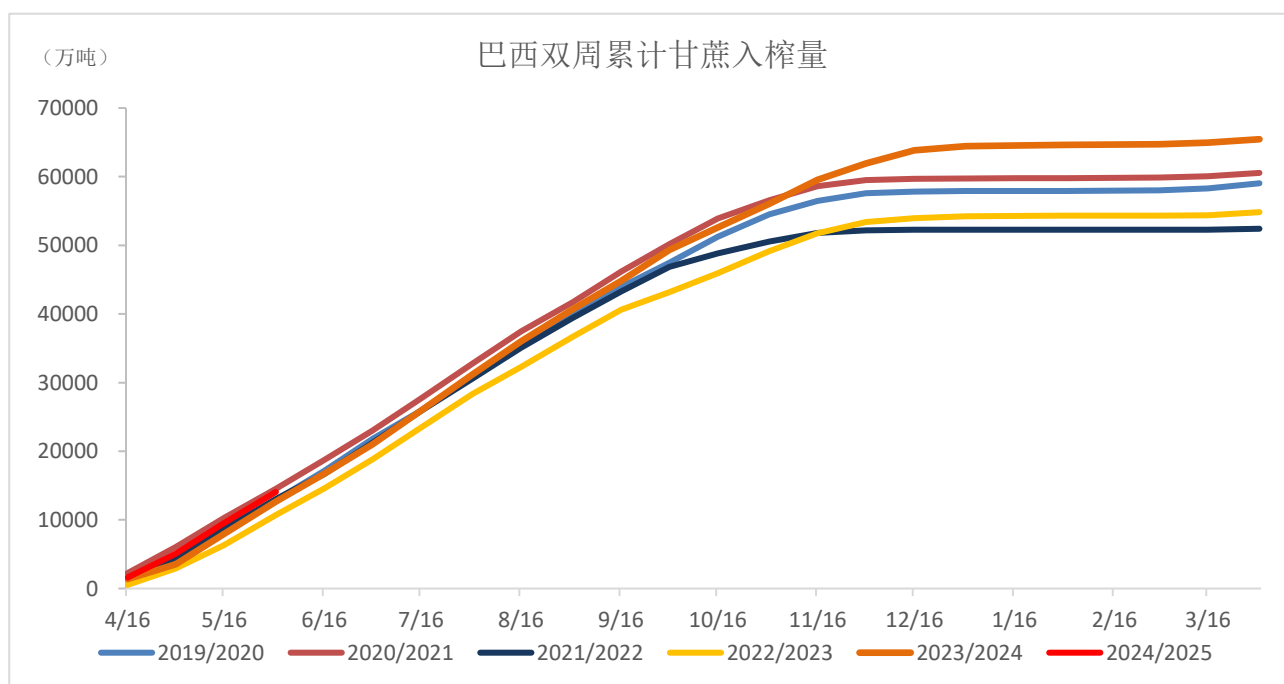
二、全球白糖供需格局分析

2.1 巴西新榨季产量向好，承载全球供应希望

2024年4月，在北半球逐步收榨之际，全球糖市供应贸易转移聚焦巴西。巴西2024/25榨季如期提前开榨，在开榨初期，天气、降水向好，市场普遍预计巴西2024/25榨季的产糖量有望成为次于上个榨季的第二高水平。在压榨初期就出现的丰产预期刺激下，原糖出现了季节性下跌，但跌幅过大，最低触及到17美分/磅。2024年5月15日Unica公布的数据显示，4月下半月巴西中南部的甘蔗压榨总计为3457万吨，较上年同期增长61.3%，乙醇总量增长51.86%，达到15.1亿升，糖产量184万吨，同比增长84.25%，高于市场预估的173万吨。制糖比达到46.96%，高于上榨季同期的41.12%。2024/25榨季中4月份巴西食糖出口数量为188.92万吨，在近7个榨季中处于同期高位。

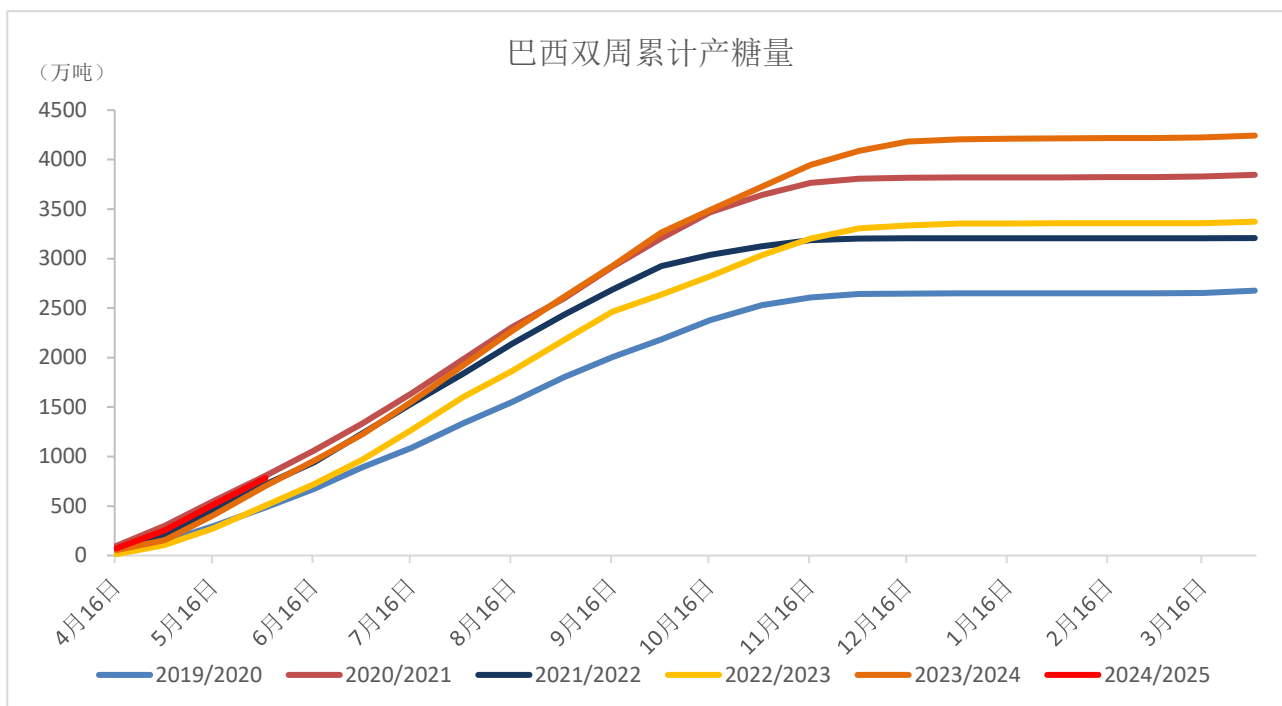
5月巴西甘蔗压榨与食糖生产均不及市场预期巴西甘蔗行业组织UNICA公布的数据显示，5月上半月巴西中南部地区甘蔗压榨量总计为4,475万吨，较去年同期增长0.43%，略低于市场预期。UNICA在报告中称，5月上半月糖产量为257万吨，较去年同期增长0.97%，乙醇产量增长2.14%，至19.9亿公升。5月下半月巴西中南部地区糖产量亦低于预期，用于榨糖的甘蔗数量连续第二次低于分析师的预期。UNICA发布报告称，5月下半月糖产量为270万吨，同比下降7.72%；甘蔗压榨总量为4520万吨，同比下降3.36%；乙醇产量小幅下降0.2%，至21.2亿公升。但从5月份巴西产糖量不及市场预期这单一因素上不足以推翻2024/25榨季巴西继续丰产的定调，虽然目前有部分国外机构将巴西2024/25榨季产糖量预估值下修了80万吨，但只要巴西新榨季产糖量维持在4000万吨以上，就是有史以来的次高位产糖量。

图表3 巴西双周累计甘蔗入榨量



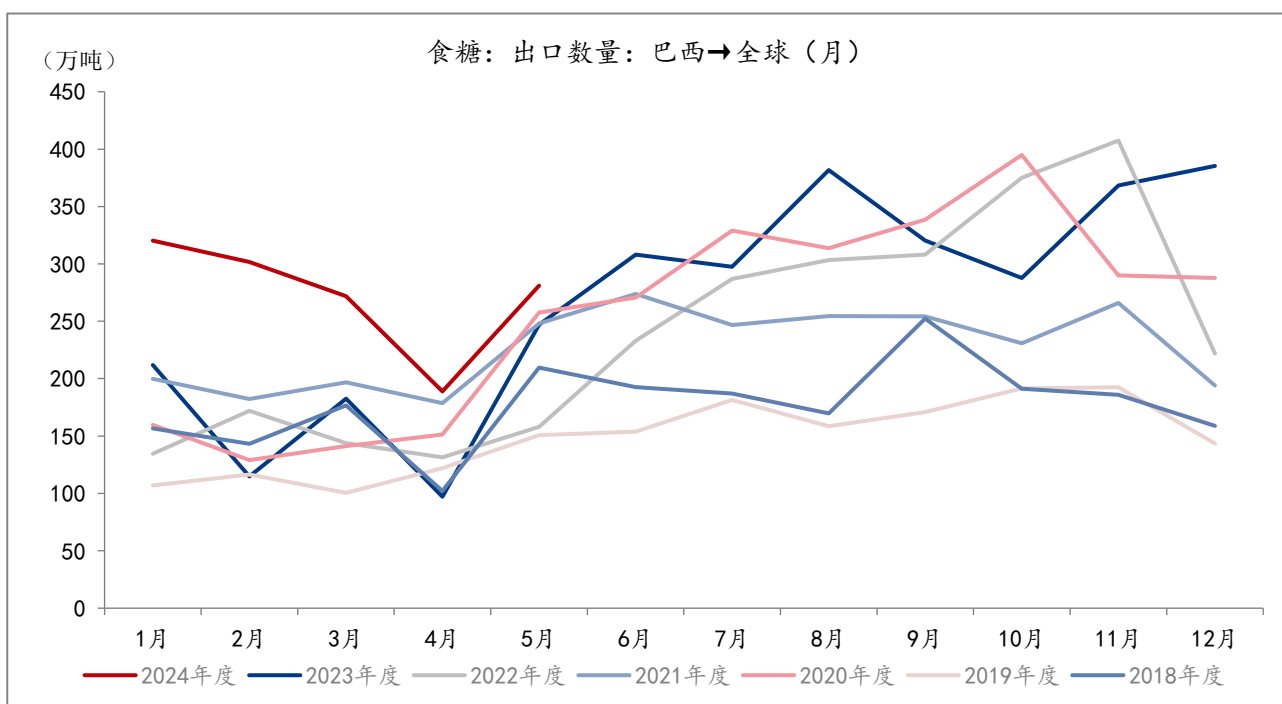
数据来源：Wind、国元期货

图表 4 巴西双周累计产糖量



数据来源: Wind、国元期货

图表 5 巴西月度食糖出口数量



数据来源: Mysteel、国元期货

2.2 印度本榨季减产传闻证伪，国内库存充足

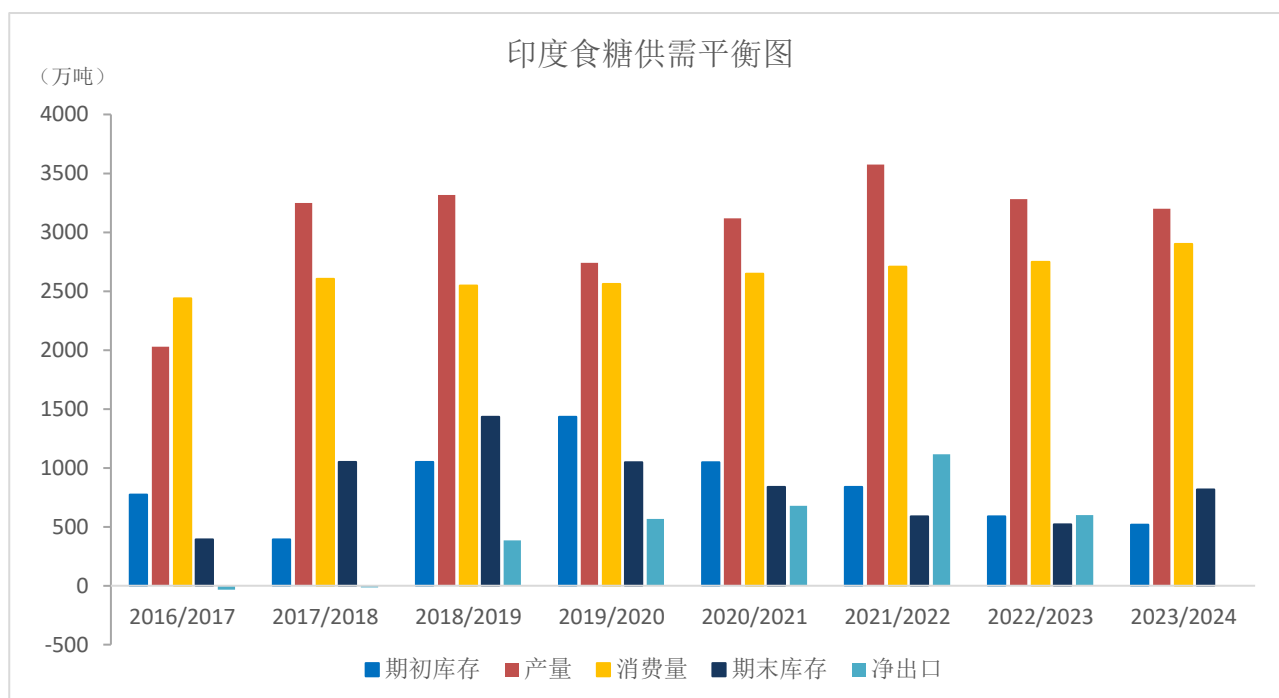
据外电 5 月 25 日消息，除了泰米尔纳德邦和卡纳塔克邦的特殊季节外，印度 2023/24 榨季即将结束。根据 AgriMandi.Live Research 的初步数据，本年度预计将以 3200 万吨的净糖产量结束。这是在考虑到将于 10 月结束的当前乙醇供应年度中估计有 200 万吨糖用于乙醇生产之后做出的预测。

本年度初的糖结转库存为 518 万吨。因此，本年度糖供应总量预计为 3718 万吨，即期

初库存 518 万吨加上净糖产量 3200 万吨。如果考虑当前年度的国内糖消费总量和政府对政府的双边贸易协议下的糖出口，那么根据 AgriMandi 的初步数据，总需求为 2950 万吨。如果用糖供应总量减去糖消费总量，那么结转糖库存在 768 万吨，这足以满足前三个月的国内需求，直至供应增加。

印度糖厂协会 ISMA 在印度糖产量增加之后，呼吁印度政府在本榨季放开 200 万吨的出口配额，在 2024/25 榨季取消出口禁令，并放宽乙醇生产的限制，目的在于防止糖价下跌。但是最近原糖跌幅过大，已经跌至了印度出口平价，原糖出口利润缩减，通俗来讲，印度出口原糖不如生产乙醇的利润空间大，有消息称印度目前正在考虑额外分流 80 万吨的食糖生产乙醇，以及印度政府有可能批准额外的 67 万吨 B 级糖蜜生产乙醇，传闻是否属实后续还需关注印度甘蔗乙醇生产情况和食糖出口政策，但由此可见，国际糖价在目前这一水平下，印度更倾向于生产乙醇。

图表 6 印度食糖供需平衡图

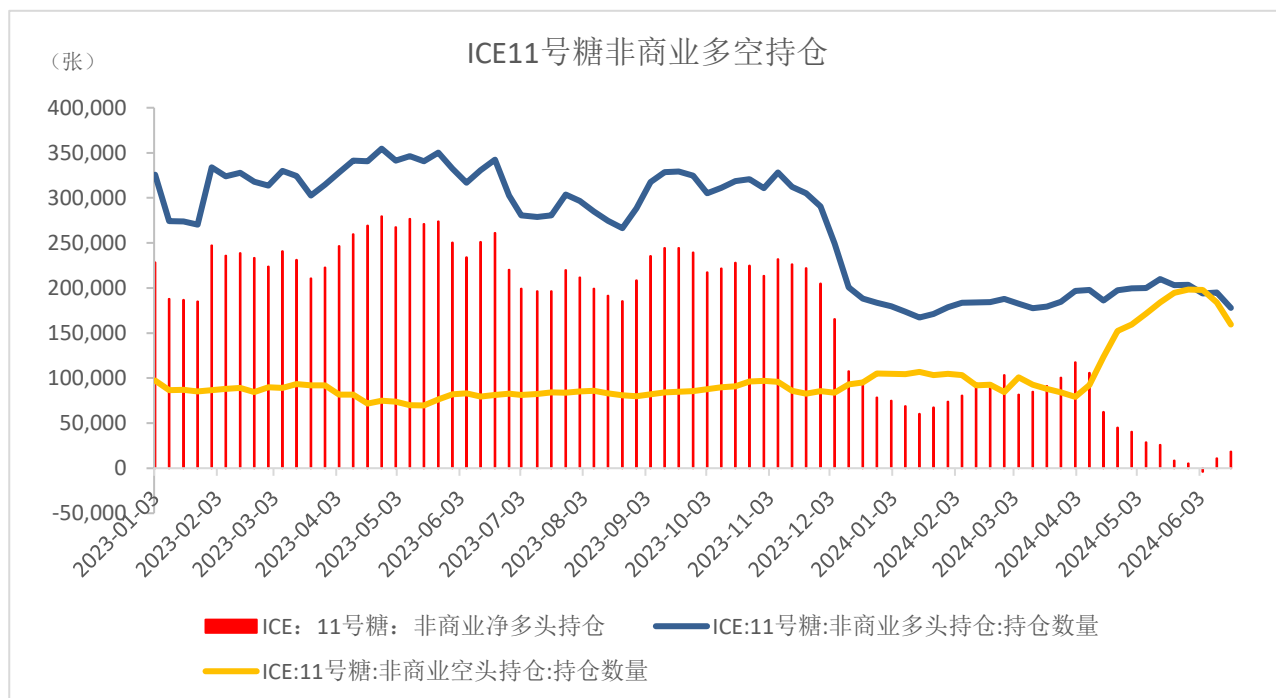


数据来源：Mysteel、国元期货

2.3 ICE 原糖基金净多头仓位增加

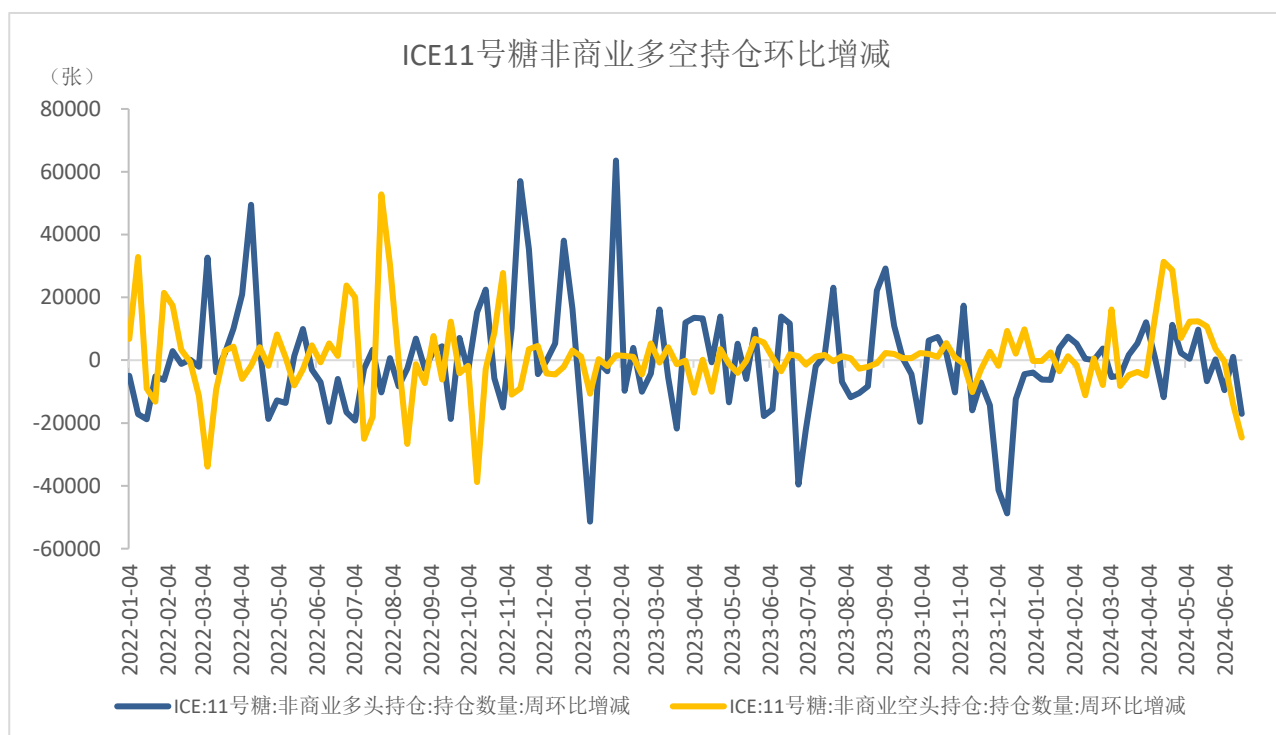
6 月巴西中南部地区产量连续两周不及预期，巴西产量前景可能低于预期，但巴西出口量同比增加。CFTC 公布的最新周度持仓报告显示，截止 6 月 18 日当周，对冲基金及大型投机客持有的原糖净多头仓位为 18524 手，较之前一周增加 7454 手，多头持仓为 177819 手，较之前一周减少 17111 手，空头持仓为 159295 手，较之前一周减少 24565 手。

图表 7 ICE11 号糖非商业多空持仓



数据来源: Wind、国元期货

图表 8 ICE11 号糖非商业多空持仓环比增减



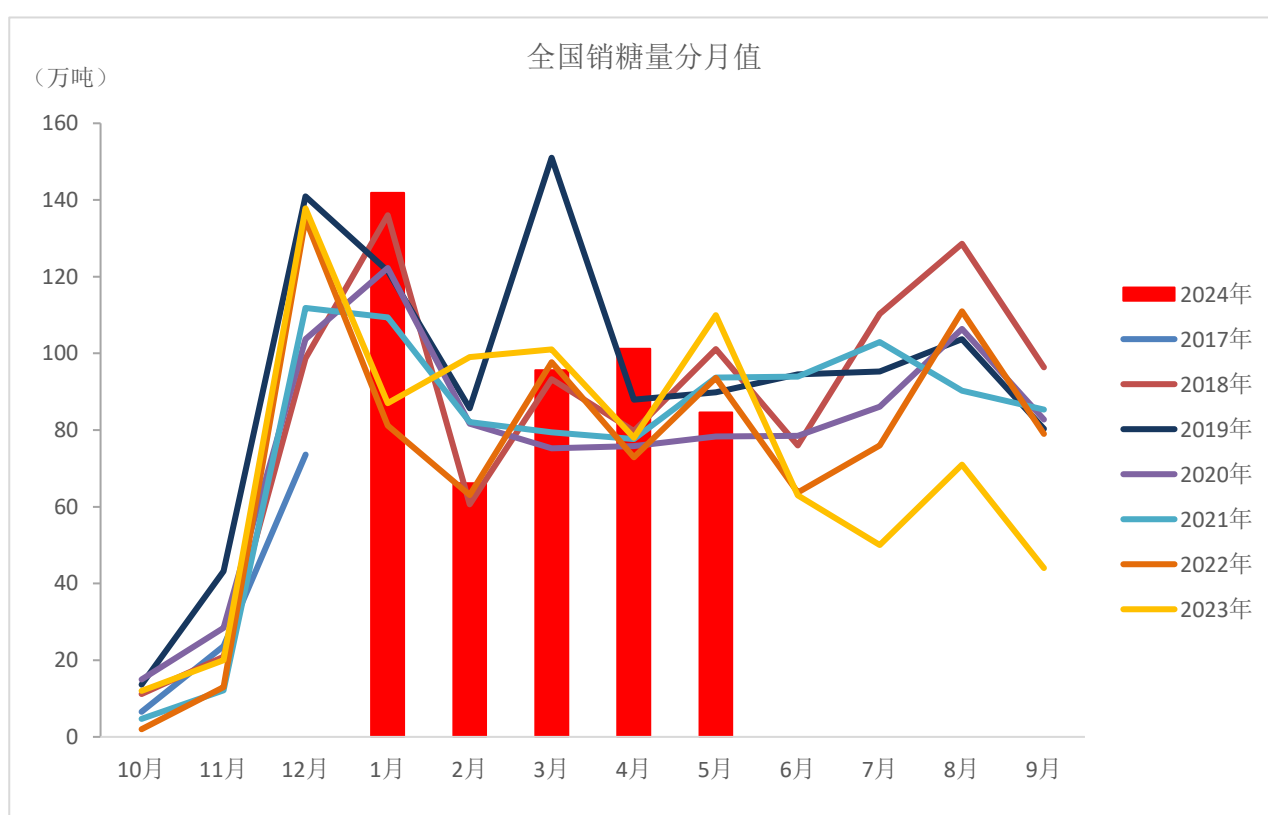
数据来源: Wind、国元期货

三、国内白糖供需格局分析

3.1 现阶段国产糖货源紧缺，供应压力较小

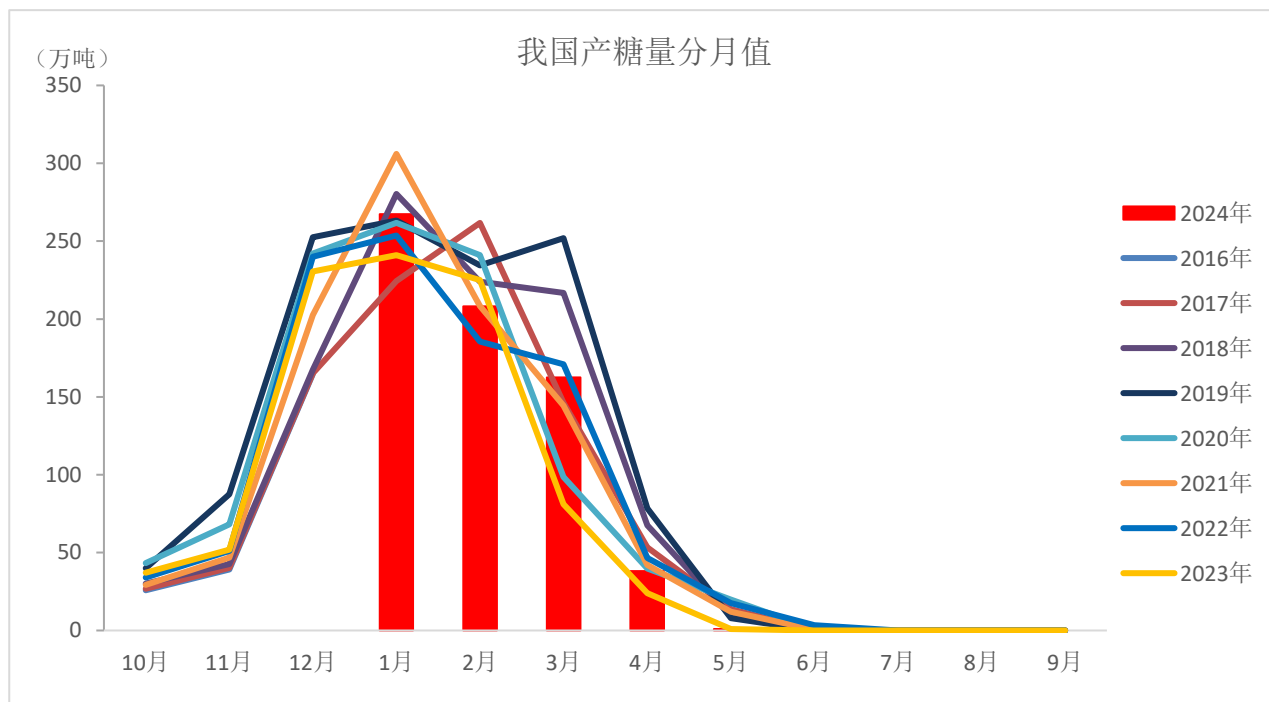
截至 5 月底，2023/24 榨季食糖生产已全部结束：全国共生产食糖 996.32 万吨，同比增加 99 万吨，增幅 11.03%。其中，甘蔗糖 882.42 万吨，甜菜糖 113.9 万吨；全国累计销售食糖 659.28 万吨，同比增加 34.12 万吨，增幅 5.46%；累计销糖率 66.17%，同比放缓 3.49 个百分点。全国食糖工业库存 337.04 万吨，处于近 7 个榨季的次低水平；我国近 3 个月白糖进口量极度偏低，据海关总署 6 月 18 日公布的数据显示，我国 5 月食糖进口量 2 万吨，同比减少 51.8%。

图表 9 全国销糖量分月值



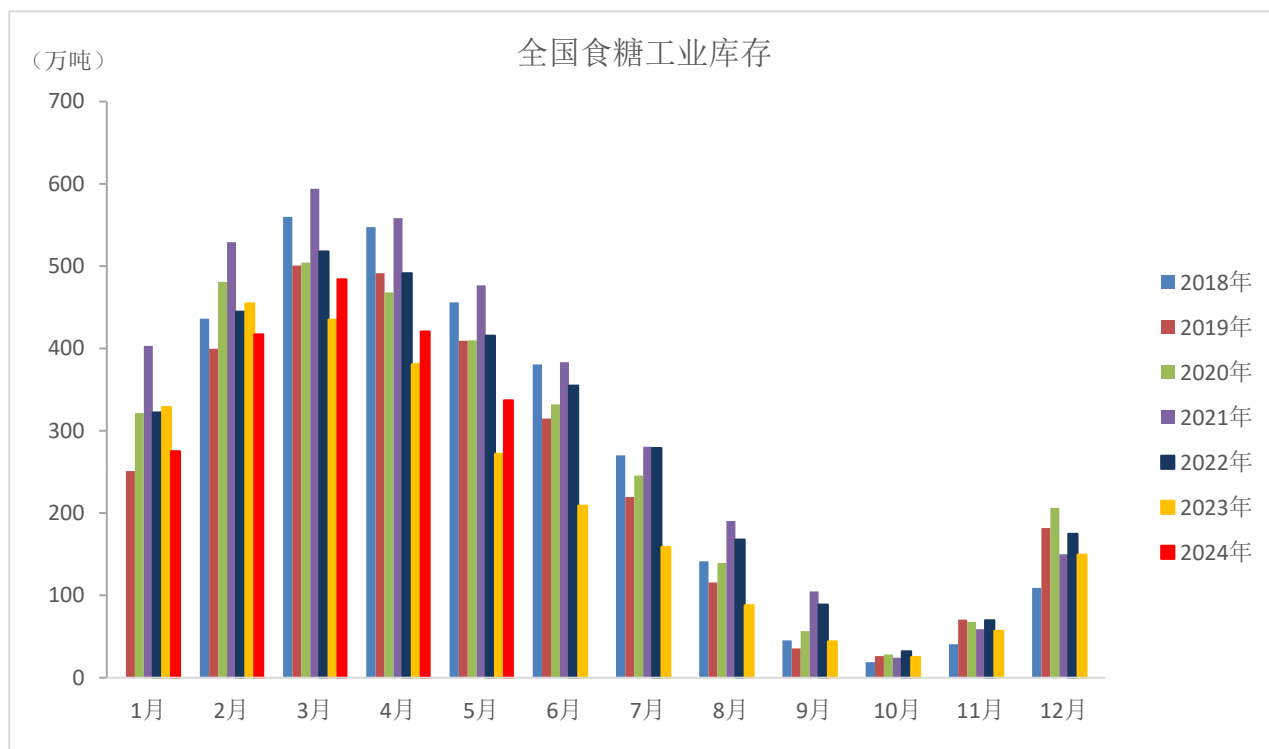
数据来源：Wind、国元期货

图表 10 全国产糖量分月值



数据来源：Wind、国元期货

图表 11 全国食糖工业库存



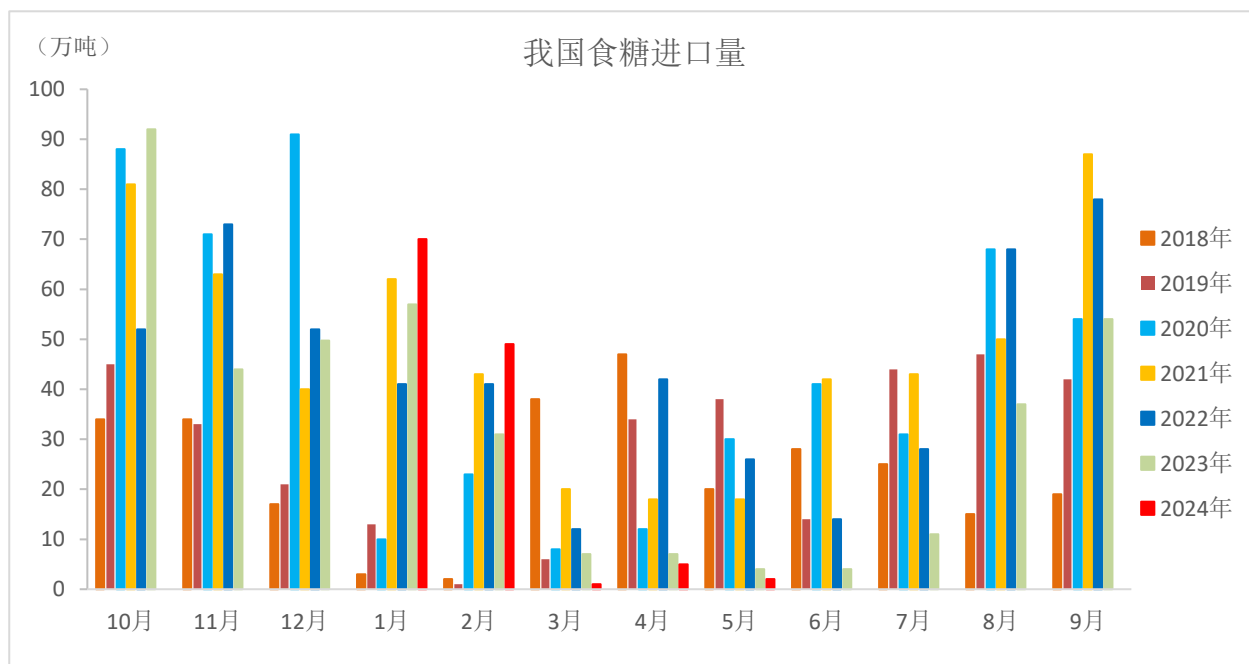
数据来源：Wind、国元期货

3.2 三季度预计迎来集中到港压力

2024年3-5月，我国食糖进口量严重低于去年同期水平，考虑到2个月的船期，3-5月的买船到港正值巴西糖配额外利润为负时的时间窗口；虽然2024年4月原糖大跌之后，内外价差缩窄，巴西糖配额外进口利润打开且转正，高于2023年与2022年同期时的配额外进口利润区间，但是当前进口糖供应压力还未显现，预计4-5月加工糖厂点价后的买船到

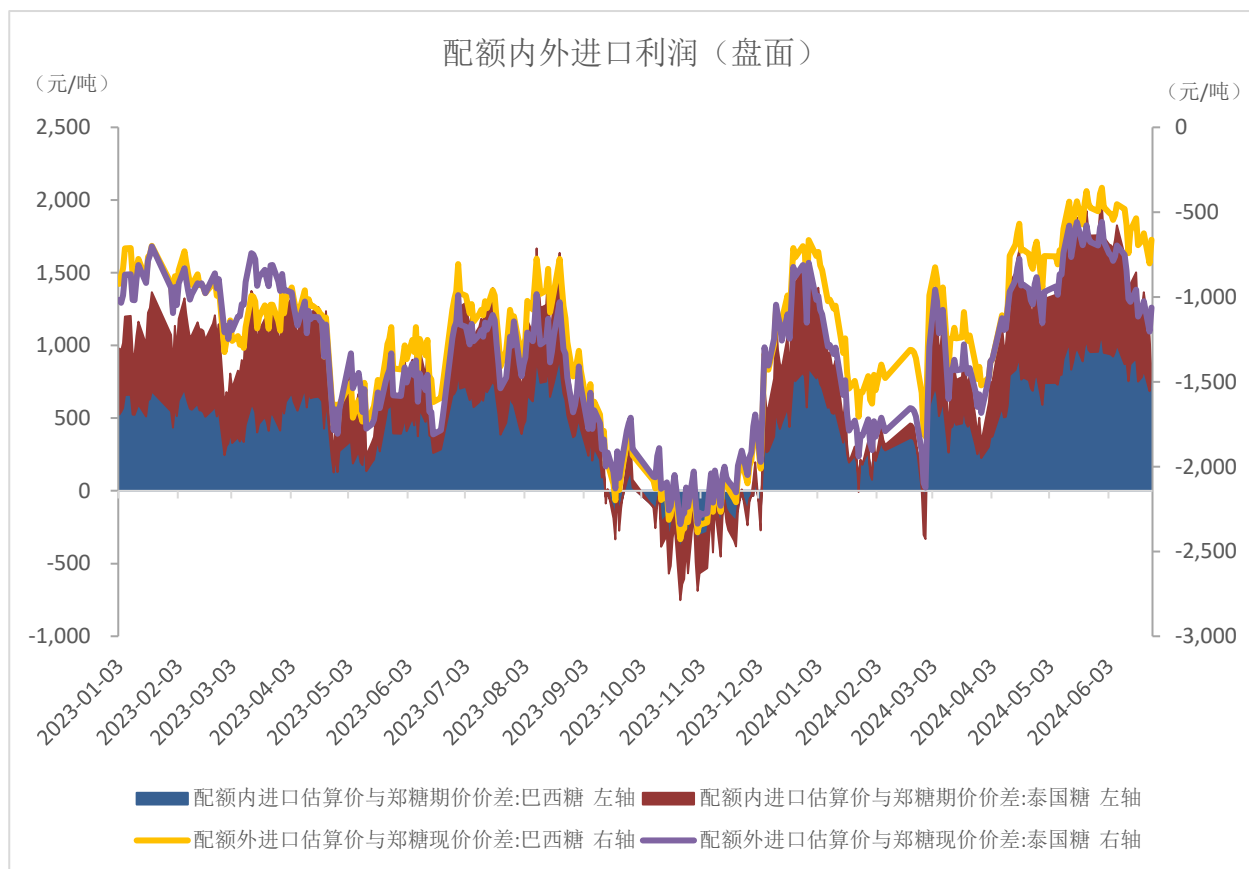
港时间将为三季度。

图表 12 我国食糖进口量



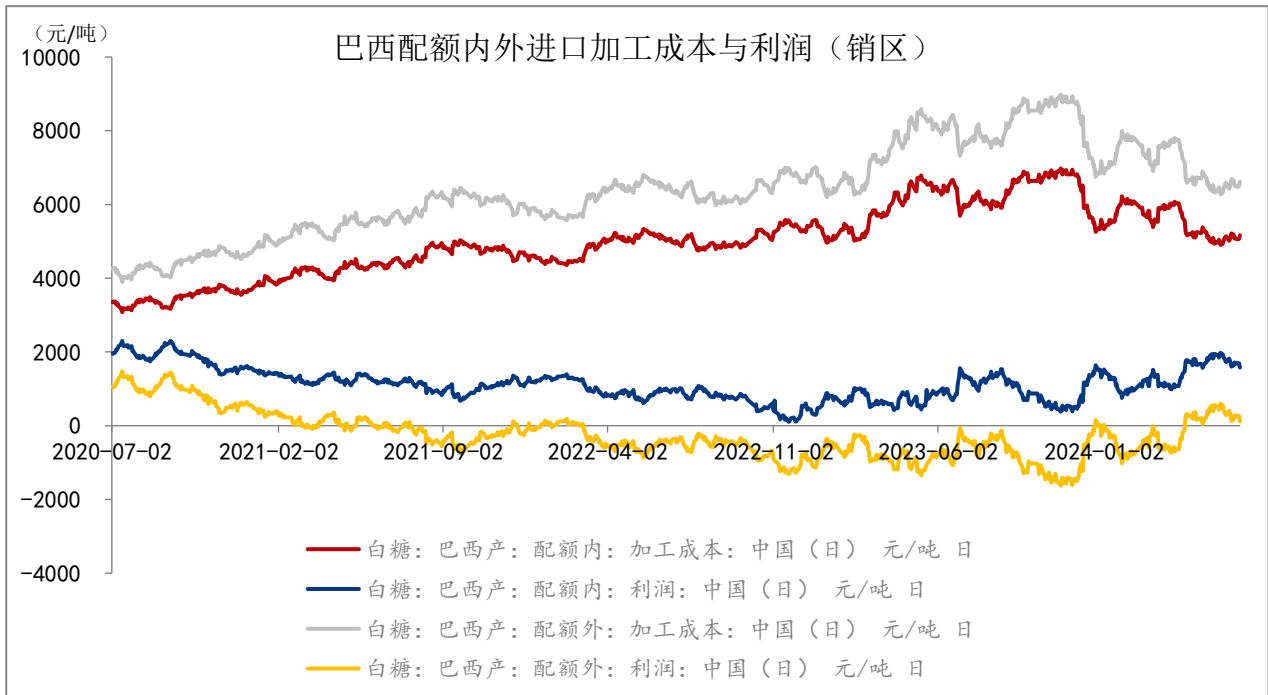
数据来源: Wind、国元期货

图表 13 配额内外进口利润 (盘面)



数据来源: Mysteel、国元期货

图表 14 巴西配额内外进口加工成本与利润（销区）



数据来源：Mysteel、国元期货

四、后市展望

新榨季主产国均有不同程度的增产预期，全球食糖供需格局逐步转向过剩，基本上白糖在 2024 年是一个偏空的品种，ICE 原糖的重心将逐步下移。目前全球食糖供应与贸易主要依赖巴西，从 5 月份公布的两次巴西压榨量与产糖量数据来看，均不及市场预期；此外，印度下一个榨季食糖出口政策不确定性很大，从这一点上来看，原糖在下跌过程中不排除有阶段性反弹。国内方面，新榨季国产糖有继续增产的预期，前期配额外进口利润窗口显现期间出现的买船预计将在三季度集中到港，下半年国内食糖货源由紧变松，待基差修复后，预计郑糖盘面走势偏弱。

免责声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B

电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室
(即磐基商务楼 1502-1503 室)

电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际楼层 13 层)04 室

电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元

电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室

电话：010-84555050

合肥营业部

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层

电话：0551-68115888

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层

电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室

电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

国元投资管理(上海)有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元

办公地址：(北京地区)北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906

(上海地区)上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B

电话：010-84555221