

## 内强外弱，郑糖表现抗跌

### 【策略观点】

**核心观点：**新年度全球食糖产量宽松，在宏观偏弱的情况下容易产生拖拽，目前官方预计拉尼娜发生时间有所延后至四季度，巴西大火以及2023年末2024年初巴西甘蔗生长期过多的降雨会导致巴西2024/25榨季的产量低于4000万吨，此外印度再次明确出口限制延长，但受原油的拖累，以及原糖在20美分附近商业套保盘的影响，利多效应并未凸显，此外北半球充沛的降雨将利好第二个榨季甘蔗单产，将对盘面形成持续的边际利空。

**国外供需格局：中性偏多。**1) 巴西方面，8月初巴西大火，最近重新定损后发现将导致巴西2024/25榨季食糖产量减少47万吨。2) 印度方面，最近印度政府解除了2024/25榨季用甘蔗汁生产乙醇的限制，提高了乙醇采购价格，延长了食糖出口限制。

**国内供需格局：偏空。**7月进口量增加，2023/24榨季结转库存量较大，导致目前我国食糖供应充足；2024/25榨季我国食糖将继续小幅增产至1100万吨。

**进口利润：中性偏空。**进口利润受原糖价格变化的影响而被动波动。目前由于原糖跌幅较大导致巴西配额外进口利润重新打开。

**基差：中性偏多。**基差走缩但仍处同期高位。

**宏观：中性。**

投资咨询业务资格：  
京证监许可【2012】76号

韩广宇

电话：010-84555171

邮箱

hanguangyu@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03099424

投资咨询资格号

Z0020923

## 【目 录】

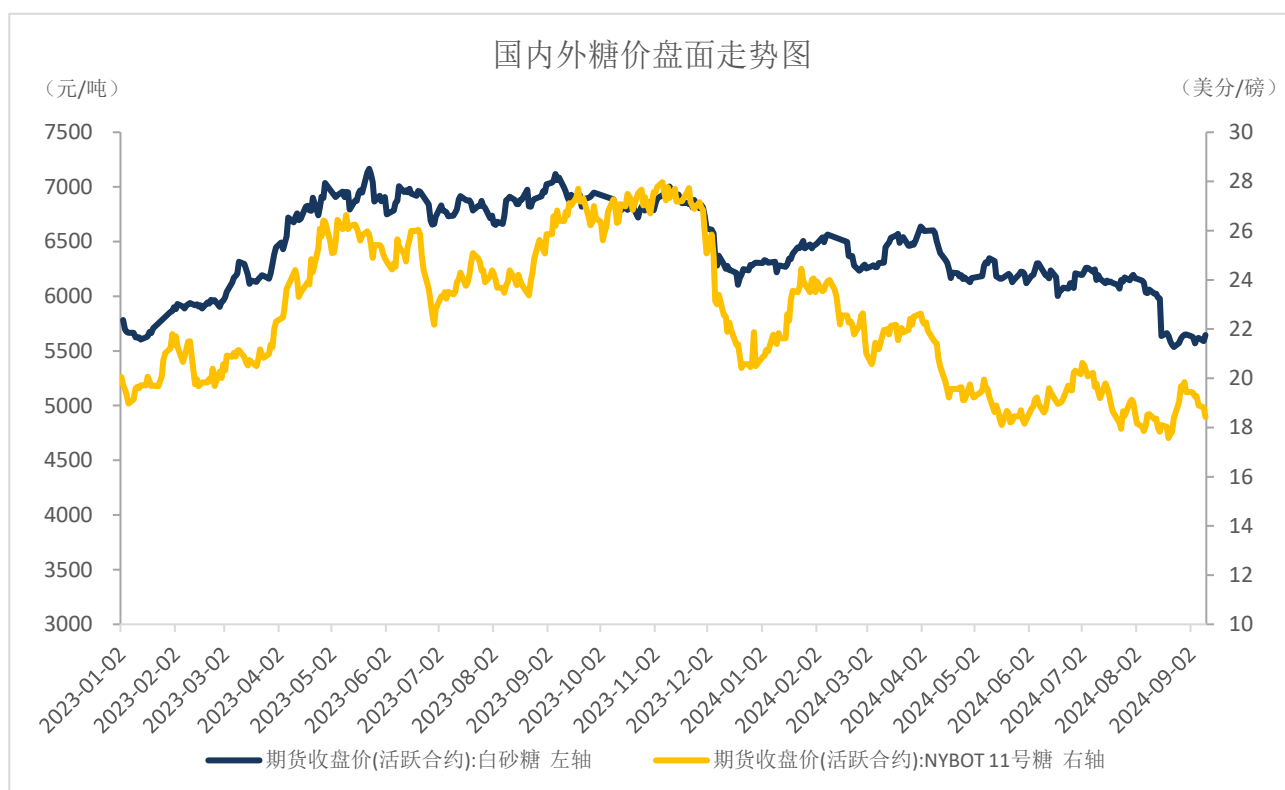
一、行情回顾 .....	1
二、全球白糖供需格局分析 .....	2
2.1 巴西 2024/25 榨季产糖量继续下修 .....	2
2.2 原糖净多仓触及近 5 个月高位 .....	3
2.3 印度解除甘蔗汁制造乙醇的限制并禁止食糖出口 .....	4
2.4 巴西 8 月食糖出口同比攀升 .....	5
三、国内白糖供需格局分析 .....	6
3.1 目前国内食糖供应充足 .....	6
3.2 后续进口预期仍较强 .....	6
3.3 基差后期继续回落 .....	8
四、后市展望 .....	8

## 一、行情回顾

期货价格方面，原糖已经从 19.98 美分/磅（2024 年下跌压力线）连续多日回落，目前已经创两周低点，巴西大火引发的糖产量损失扩大以及印度再次禁止食糖出口并未在原糖盘面发酵；在原糖狂跌的同时，郑糖盘面表现云淡风轻，5500 元/吨以上稳健支撑。

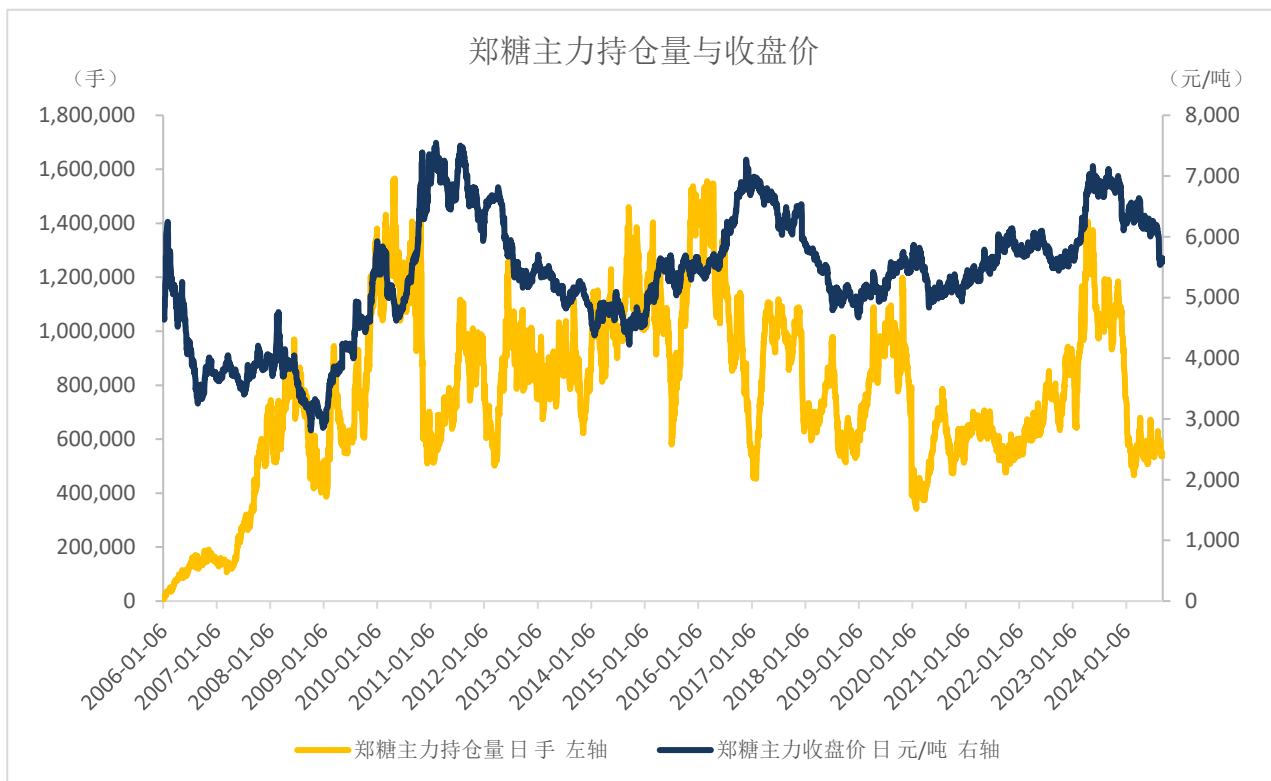
现货价格方面，截至 2024 年 9 月 10 日，广西制糖集团报价区间为 6130-6310 元/吨，云南制糖集团报价区间为 5990-6040 元/吨，报价整体持稳；加工糖厂主流报价区间为 6300-6400 元/吨，少数调整 10-30 元/吨。近日期价企稳反弹，带动现货市场情绪有所修复，成交较前两日略有回暖，但整体需求偏弱下，成交没有明显放量。

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 2024/25 榨季产糖量继续下修

受巴西大火和上榨季冬季巴西中南部甘蔗生长期降雨偏多的影响，巴西 2024/25 榨季产糖量预计较年初大幅下修。

2023 年末和 2024 年初正值厄尔尼诺现象的峰值阶段，巴西中南部地区降雨量高于历年历年平均水平，过多的降雨影响了下榨季巴西甘蔗产糖量。

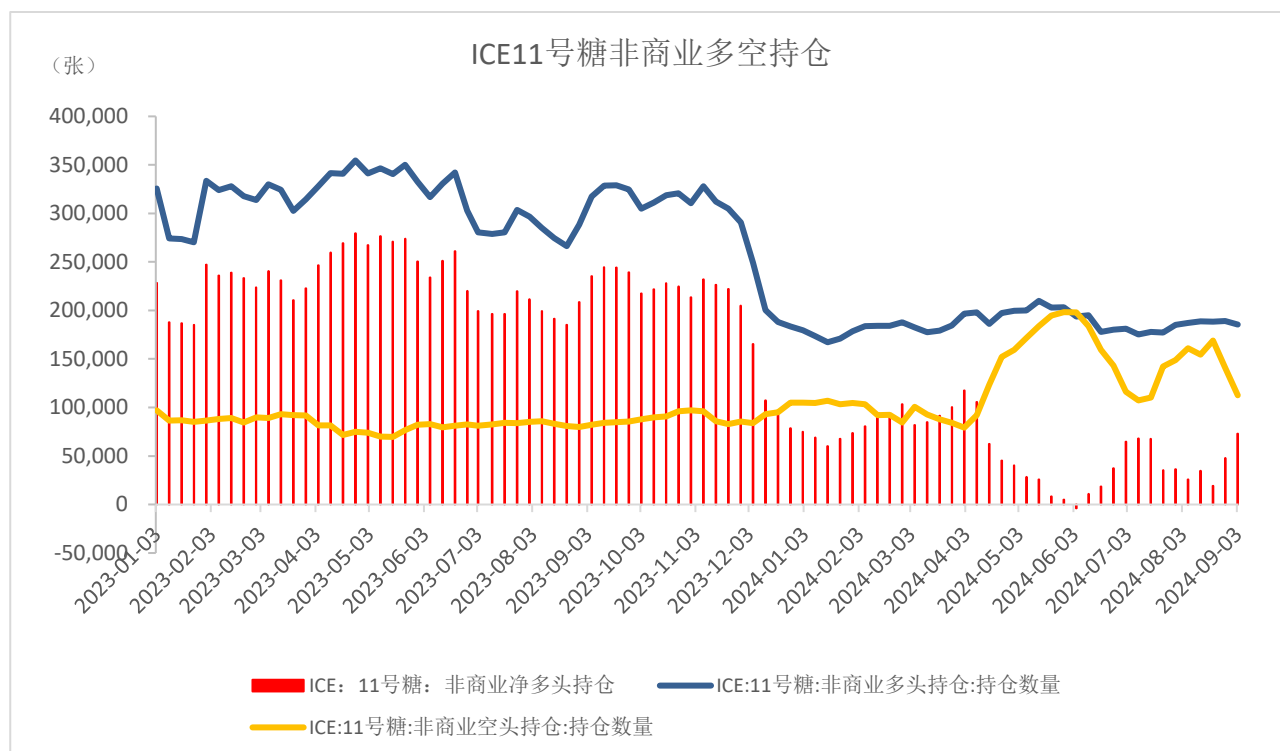
巴西蔗糖产业协会 UNICA 9 月 6 日发布的消息称，8 月下旬发生在巴西圣保罗州的火灾中至少有 23.18 万公顷的甘蔗受到影响。其中约有 13.2 万公顷土地上的甘蔗还没有收割，而其余的地区已经收割了甘蔗，或者已经种植了下一个榨季的甘蔗。

据行业咨询公司 StoneX 对这次巴西最大产糖州圣保罗火灾影响的蔗区进行了调查，预测 2024/25 年度食糖产量将因火灾减少 47 万吨左右。巴西 2024/25 榨季产糖量预计达不到 4000 万吨，与年初预估的 4200 万吨产糖量差距甚大，巴西的减产进一步加剧了全球食糖供应紧张的局面。

## 2.2 原糖净多仓触及近 5 个月高位

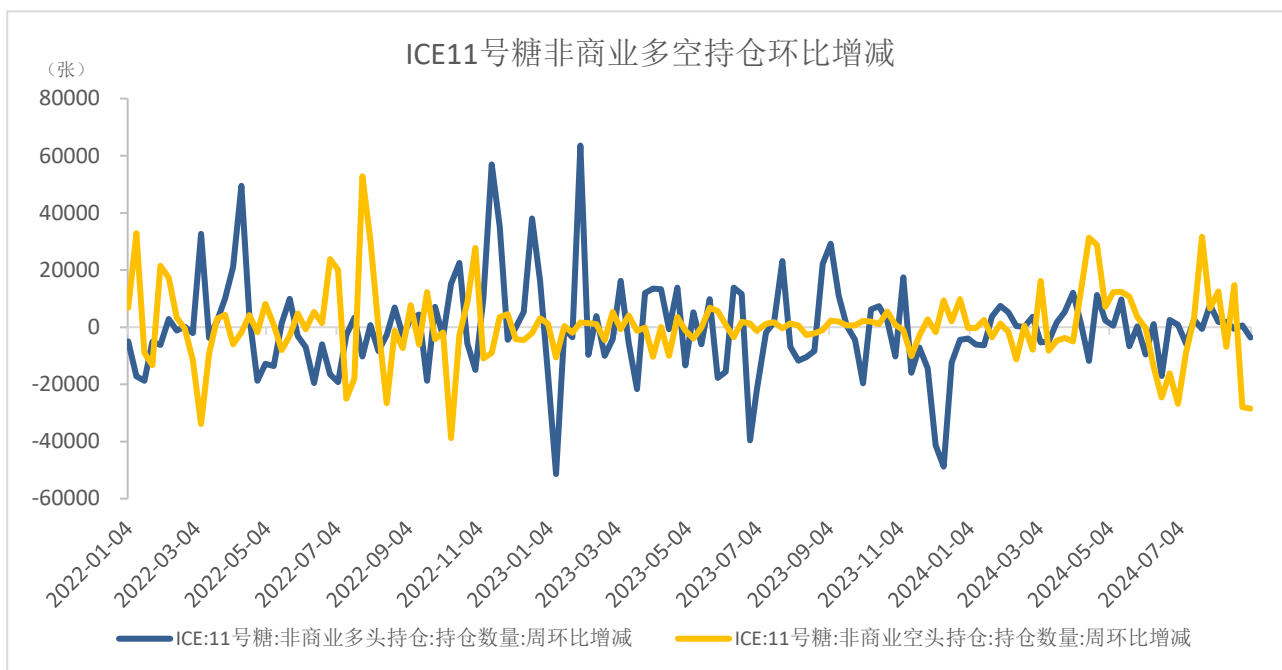
CFTC 公布的最新周度持仓报告显示，截止 9 月 3 日当周，对冲基金及大型投机客持有的原糖净多头仓位为 72802 手，触及近五个月高位，较之前一周增加 24887 手。多头持仓为 185306 手，较之前一周减少 3624 手，空头持仓为 112504 手，较之前一周减少 28511 手。随着市场对巴西大火消息的逐步消化，之前一周美糖维持区间震荡走势，UNICA 公布 8 月上半月双周糖产不及预期较去年同期下降 10.24%，加剧市场对巴西糖产量的担忧，不过北半球天气状况良好，丰产预期强烈，糖价依旧承压。后期关注主产国天气状况与情绪扰动。

图表 3 ICE11 号糖非商业多空持仓



数据来源：Wind、国元期货

图表 4 ICE11 号糖非商业多空持仓环比增减



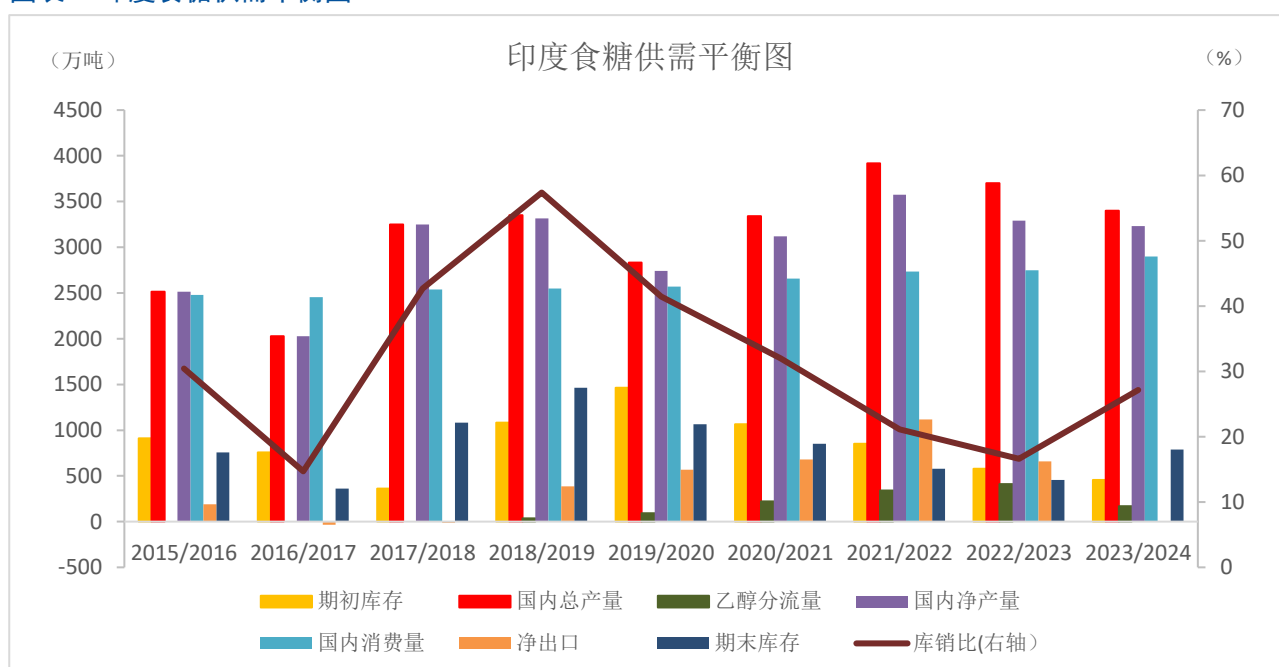
数据来源: Wind、国元期货

### 2.3 印度解除甘蔗汁制造乙醇的限制并禁止食糖出口

据外电 8 月 30 日消息, 印度取消对糖厂和蒸馏厂使用甘蔗汁制造乙醇的限制, 此举可能会导致这个第二大生产国的出口限制延长, 并收紧全球供应。据食品部称, 乙醇生产商将被允许在从 11 月开始的 2024/25 年度使用甘蔗汁、B 级重糖蜜和 C 级重糖蜜。该部门表示, 当局将定期审查这些措施, 以确保有足够的糖供应国内消费。

虽未见正式发文, 但印度政府消息人士 9 月 6 日透露, 印度计划连续第二年延长食糖出口禁令, 并将提高乙醇采购价格。印度延长糖出口禁令, 无疑将进一步减少全球糖的供应量。印度政府在 2022/23 榨季只允许出口 610 万吨糖, 是 2021/22 榨季的一半, 2023/24 榨季开始, 印度开始禁止糖厂出口糖, 是近 7 个榨季来首次限制食糖出口。

图表 5 印度食糖供需平衡图



数据来源: Wind、国元期货

图表 6 印度食糖供需平衡表

印度食糖供需平衡表（单位：万吨；%）								
榨季	期初库存	国内总产量	乙醇分流量	国内净产量	国内消费量	净出口	期末库存	库销比(右轴)
2015/2016	912	2513	0	2513	2480	190	755	30.44354839
2016/2017	755	2029	0	2029	2456	-33	361	14.69869707
2017/2018	361	3248	0	3248	2539	-14	1084	42.69397401
2018/2019	1083	3350	34	3316	2550	386	1463	57.37254902
2019/2020	1463	2834	93	2741	2571	567	1066	41.46246597
2020/2021	1066	3339	220	3119	2656	679	850	32.00301205
2021/2022	851	3916	340	3576	2733	1117	577	21.11233077
2022/2023	577	3700	410	3290	2750	660	457	16.61818182
2023/2024	457	3400	170	3230	2900	0	787	27.13793103

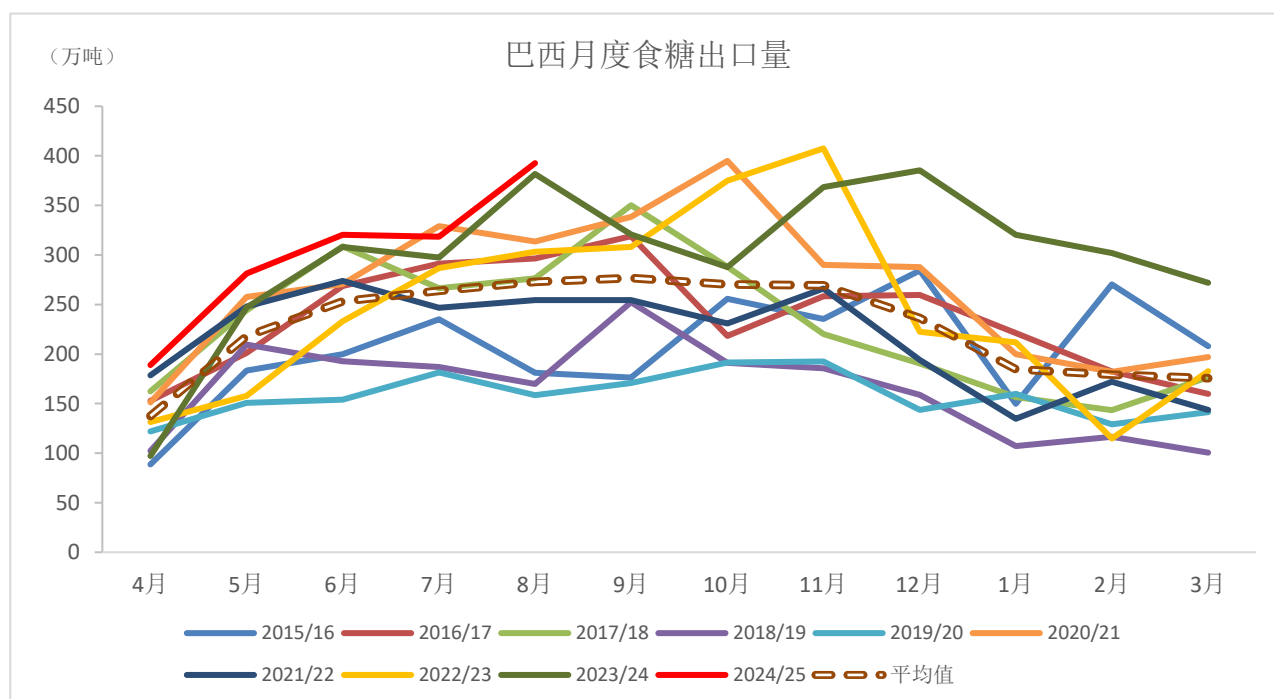
数据来源：Wind、国元期货

## 2.4 巴西 8 月食糖出口同比攀升

据巴西对外贸易秘书处 9 月 5 日公布的出口数据显示，巴西 8 月份累计出口糖 392.59 万吨，同比上年同期增长 8.2%，8 月份日均出口糖 17.85 万吨，日均出口量较上年同期约增加 2 万吨/日，同时也高于去年 8 月份的出口量，上年 8 月出口量仅为 362.84 万吨。

据外电 9 月 4 日消息，巴西航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 9 月 4 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 87 艘，此前一周为 93 艘港口等待装运的食糖数量为 362.86 万吨，此前一周为 391.37 万吨。在当周等待出口的食糖总量中，高等级原糖数量为 350.08 万吨根据 Williams 发布的数据，桑托斯港等待出口的食糖数量为 275.52 万吨帕拉纳瓜港等待出口的食糖数量为 62.73 万吨。

图表 7 巴西月度食糖出口量



数据来源：Wind、国元期货

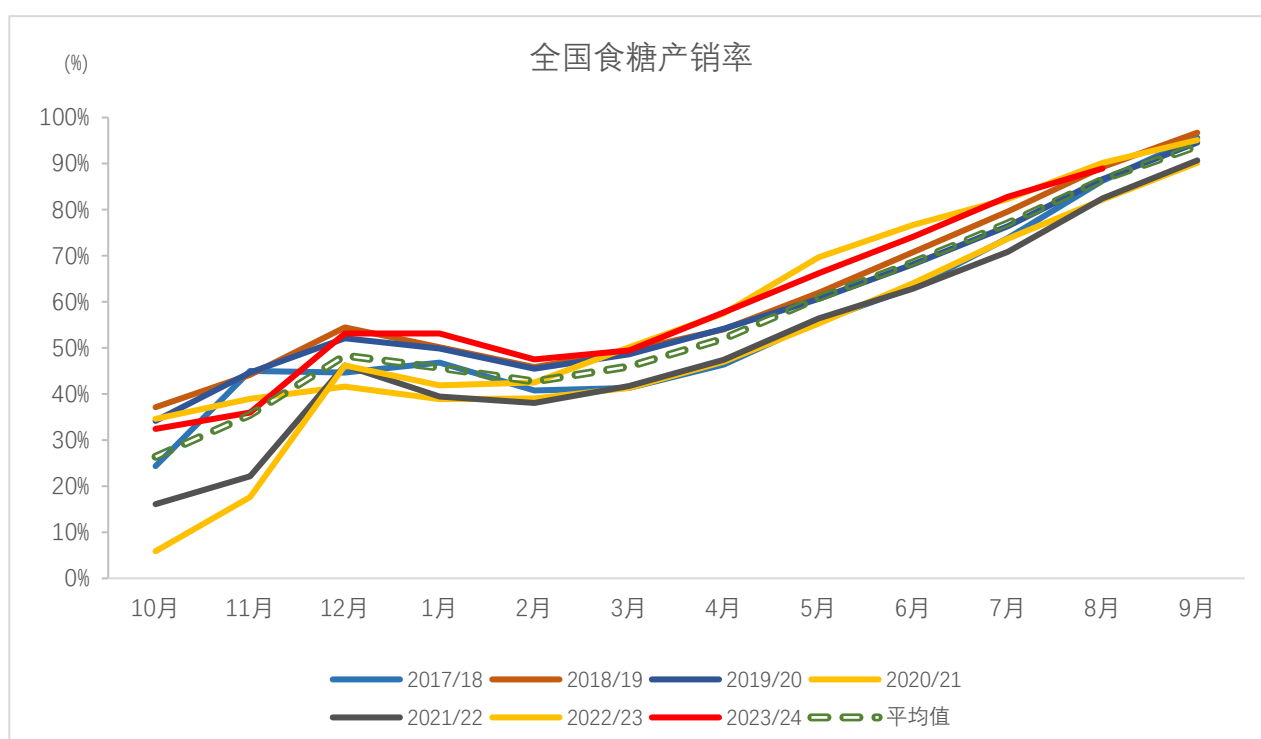
### 三、国内白糖供需格局分析

#### 3.1 目前国内食糖供应充足

2023/24 年制糖期全国共生产食糖 996.32 万吨，同比增加 99 万吨，增幅 11.03%。截至 8 月底，全国累计销售食糖 886.1 万吨，同比增加 77.47 万吨，增幅 9.58%；累计销糖率 88.94%，同比放缓 1.2 个百分点。食糖工业库存 110.22 万吨，同比增加 21.48 万吨，增幅 24.21%。

2023/24 年榨季广西累计入榨甘蔗 5118.01 万吨，同比增加 995.88 万吨；产糖率 12.08%，同比下降 0.71 个百分点。截至 8 月底，广西累计销糖 545.66 万吨，同比增加 70.57 万吨；产销率 88.42%，同比下降 1.73 个百分点；其中 8 月单月销糖 35.71 万吨，同比减少 1.31 万吨；工业库存 72.48 万吨，同比增加 20.54 万吨。

图表 8 全国食糖产销率



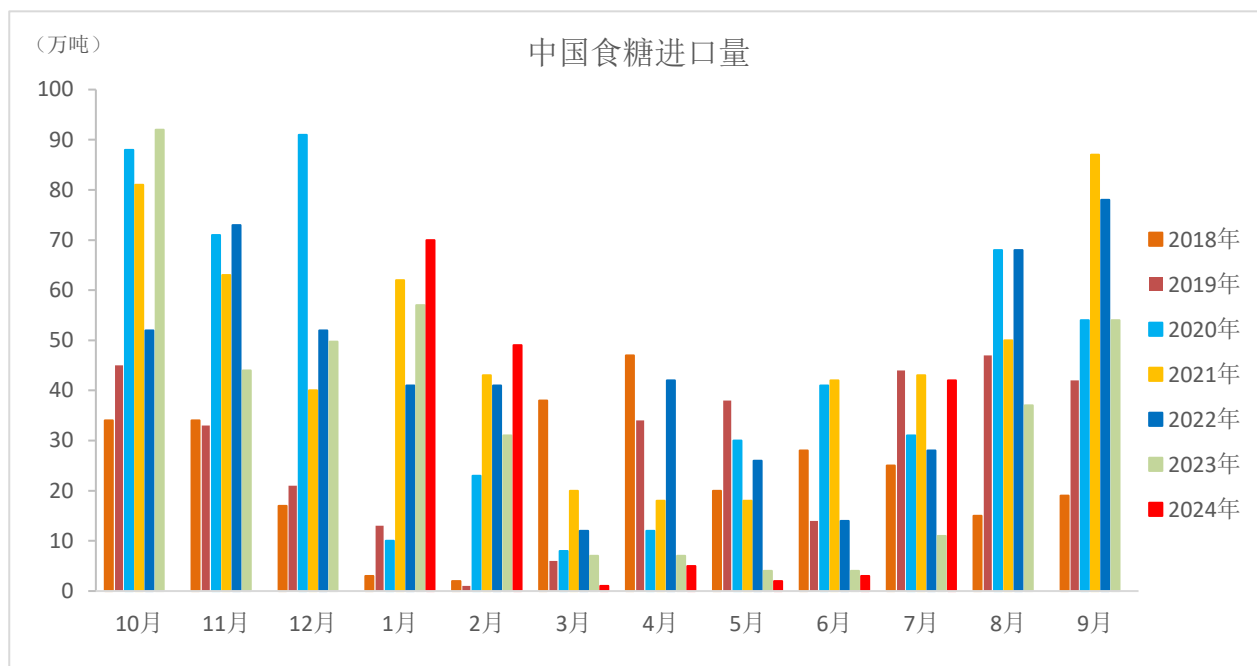
数据来源：Wind、国元期货

#### 3.2 后续进口预期仍较强

据海关数据显示，8 月份巴西配额外原糖实际到港 28.31 万吨，9 月预报到港量为 25.9 万吨。随着近期原糖价格大幅回落，配额外利润窗口再次打开。

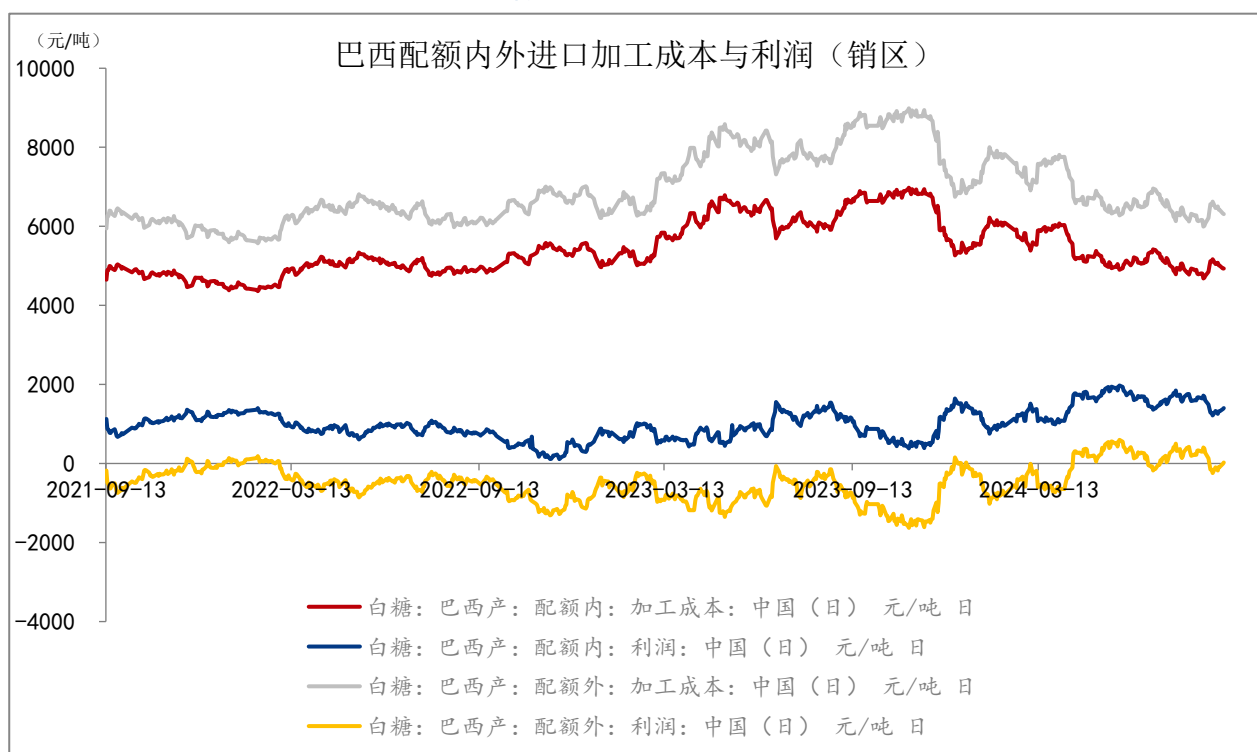


图表9 中国食糖进口量



数据来源：Wind、国元期货

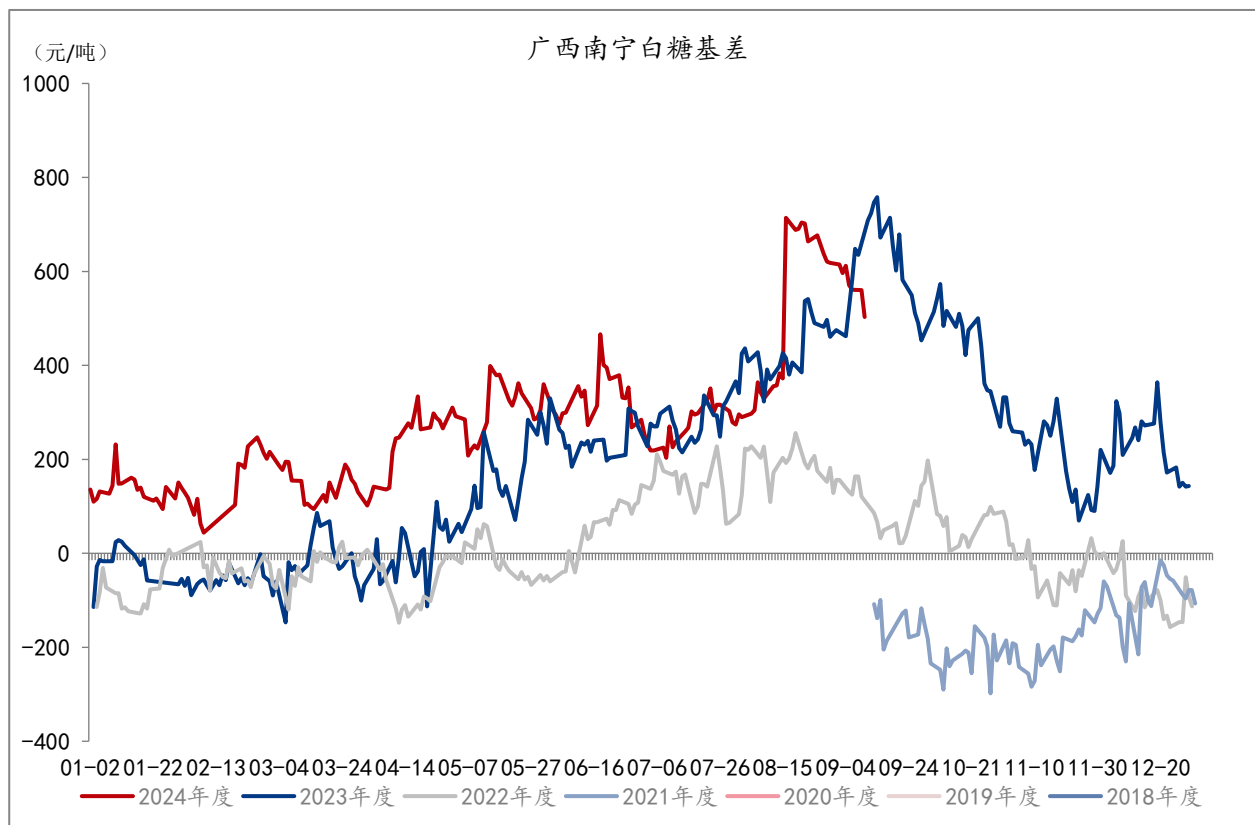
图表10 巴西配额内外进口加工成本与利润（销区）



数据来源：Wind、国元期货

## 3.3 基差后期继续回落

图表 11 广西南宁白糖基差



数据来源：Wind、国元期货

## 四、后市展望

国际市场方面，巴西大火导致食糖产量损失幅度扩大，预计 2024/25 榨季巴西食糖产量将下修至 4000 万吨以下，还有可能更低；印度自上榨季限制食糖出口之后，2024/25 榨季将再次限制，同时印度提高了乙醇采购价格，并解除了 2024/25 榨季用甘蔗汁生产乙醇的限制，多重利好并没有提振原糖的价格，再次在 20 美分附近受到明显压制。

国内市场方面，我国将连续两个榨季增产，增产幅度在 10% 左右，目前来看基本上是不缺糖。目前基差走缩，但仍处高位；随着原糖大幅度回调，配额外进口利润窗口打开，预计后期仍有进口放量。

策略提示：郑糖 2501 合约短期反弹空间在 5700 元/吨，可卖出执行价格 5900 元/吨及以上价格的看涨期权，5508 元/吨仅是中期底部，5400 元/吨有可能是年内或将到达的位置，跌破 5400 的可能性不大，可卖出 5400 元/吨及以下价格的看跌期权。

## 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

**安徽分公司**

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西门街道龙兴紫云公  
馆 9#楼 1-101-2 室

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