

巴西压榨符合预期，短期糖价回调

【策略观点】

核心观点：中性偏空。10月下半月巴西累计产糖量3559万吨，去年同期累计产糖量为3451万吨，上榨季累计产糖4245万吨，相差800万吨的缺口，而本榨季目前的累计产量与上榨季累计产糖量的缺口为700万吨不到，而如果要达到机构预测的3800-3950万吨产量，那么从10月中旬到12月底只需要实现累计400万吨的产糖量即可，按照基准情况，完成的可能性是很大的，目前距压榨高峰结束还有三份双周报告待公布。

国外供需格局：中性。1) 巴西2024/25榨季10月上半月产糖量244.3万吨，同比增长8.00%。其中圣保罗州糖产量158.4万吨，同比增长10.66%；累计产糖量3559万吨，同比增加1.93%。其中圣保罗州产糖量2325万吨，同比增加0.02%。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，并且允许糖厂使用甘蔗汁和B重糖蜜生产乙醇。有消息称，印度政府正在研究2025年之后进一步提高汽油中的乙醇掺混比例。

国内供需格局：中性。1) 广西10月24日开始点火暖炉，实际开榨时间可能会有所提前。2) 最近北疆地区雨雪天气频发，使甜菜原料受损严重。

进口利润：中性偏空。当前国内的配额外进口没有点价窗口，目前原白价差没有很好的给出转口加工糖厂利润，国际市场对巴西糖的进口意愿降低。

基差：中性偏空。目前处于深度Back结构，后面有可能期现双降。

宏观：中性。宏观利好政策不断，年底可能还有一轮降准。

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

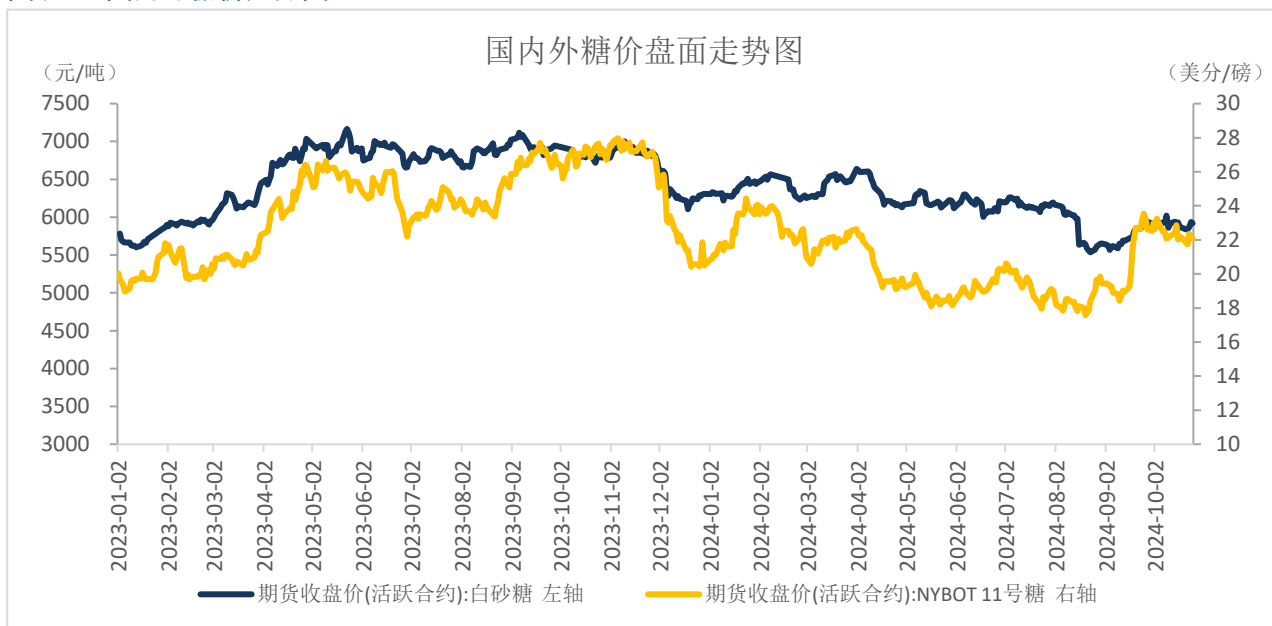
【目 录】

一、行情回顾	1
二、全球白糖供需格局分析	2
2.1 巴西 10 月上半月产糖数据将对盘面产生利空	2
2.2 投机客开始转持原糖净空头头寸	3
2.3 巴西港口等待装运食糖船只数量有所下降	4
三、国内白糖供需格局分析	5
3.1 巴西糖配额外进口窗口关闭，9 月我国食糖进口量同比下降	5
3.2 陈糖库存见底，9 月食糖销售加快	6
3.3 深度 Back 结构下期现有可能双降	8
四、后市展望	9

一、行情回顾

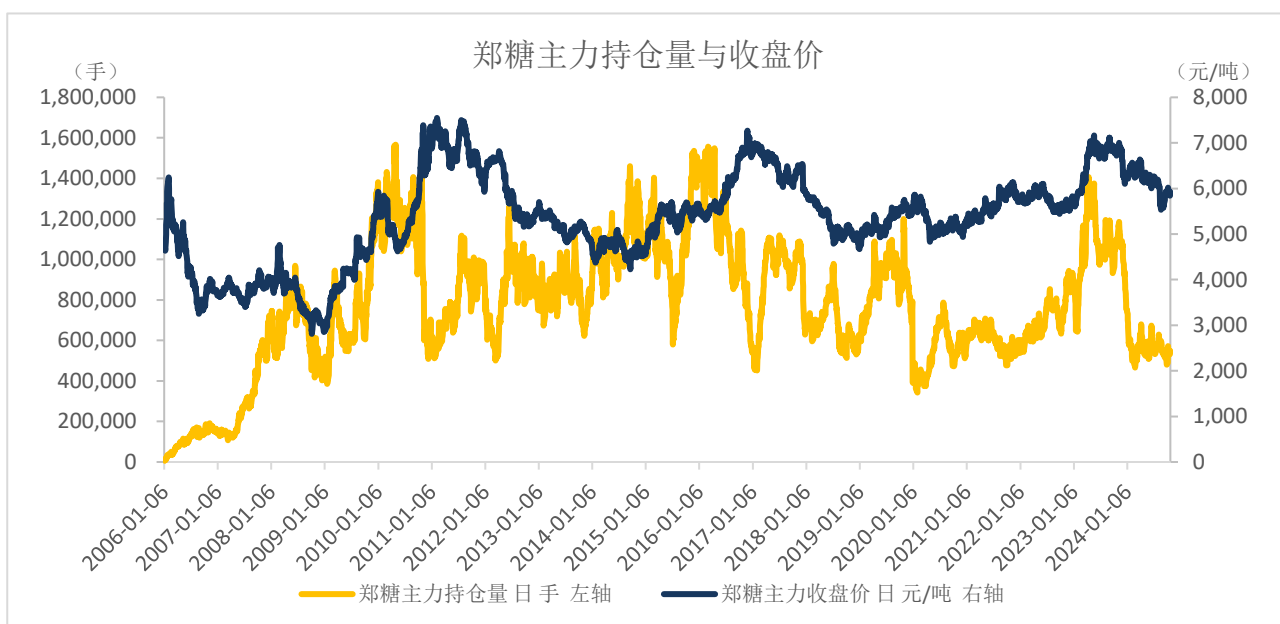
10 月份内外糖价走势主要分两个阶段。第一阶段为原糖跌郑糖涨。国庆期间，巴西产区久旱逢甘霖，改善了作物生长条件，美糖承压下跌，将此前录得的涨幅尽数回吐，国庆期间最终下滑 0.40%。国庆之后，郑糖盘面没有跟随原糖走势，反而大幅上行破 6000 元/吨，主要原因在于陈糖现货价格的影响。第二阶段为原糖郑糖齐跌。进入 10 月中旬之后，郑糖也出现了拐头，目前虽然下跌不畅，但总体仍是处于“下台阶”的状态，后面内糖将跟随原糖完成一个估值回归的过程。

图表 1 国内外糖价走势图



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 10 月上半月产糖数据将对盘面产生利空

巴西 2024/25 榨季 10 月上半月累计甘蔗压榨量 5.39 亿吨，同比增加 2.36%，其中圣保罗州累计甘蔗压榨量 3.14 亿吨，同比增加 2.32%；累计糖产量 3559 万吨，同比增加 1.93%，其中圣保罗州累计产糖量 2325 万吨，同比增加 0.02%；累计甘蔗制糖比从上年同期的 49.45% 下降至 48.74%。

巴西 2024/25 榨季 10 月上半月甘蔗压榨量 3383.2 万吨，同比增长 2.75%；其中圣保罗州甘蔗压榨量 1983.9 万吨，同比增长 9.76%；10 月上半月糖产量 244.3 万吨，同比增长 8.00%；其中圣保罗州糖产量 158.4 万吨，同比增长 10.66%。

图表 5 所示，我们对巴西 2024/25 榨季的 10-11 月产糖量进行了粗略预估发现，只要处于近 6 个榨季的平均水平，最终的产糖量达到 3800-3950 万吨基本问题不大，而且 10-11 月巴西出现大范围强降雨的可能性比较低，基本不会影响压榨。

图表 3 巴西 2024/25 榨季 10 月前半月累计产量

巴西截至2024年10月16日2024/25榨季累计产量										
项目	中南部地区			圣保罗			其他州			
	2023/24	2024/25	变化率	2023/24	2024/25	变化率	2023/24	2024/25	变化率	
甘蔗压榨量 (千吨)	526428	538848	2.36%	306806	313928	2.32%	219623	224920	2.41%	
糖产量 (千吨)	34917	35591	1.93%	23258	23254	-0.02%	11658	12337	5.82%	
无水乙醇产量 (百万升)	10318	9815	-4.87%	5090	4866	-4.40%	5228	4949	-5.34%	
含水乙醇产量 (百万升)	14888	17391	16.81%	5668	6854	20.92%	9220	10536	14.27%	
乙醇总产量 (百万升)	25206	27206	7.93%	10758	11721	8.95%	14448	15485	7.18%	
甘蔗含糖量 TRS (千吨)	74109	76642	3.42%	42813	44406	3.72%	31297	32237	3.00%	
甘蔗含糖率 (公斤/吨)	140.78	142.23	1.03%	139.54	141.45	1.37%	142.5	143.32	0.58%	
甘蔗压榨比例	糖	49.45%	48.74%	-1.44%	57.01%	54.96%	-3.60%	39.10%	40.16%	2.71%
	乙醇	50.55%	51.26%	1.40%	42.99%	45.04%	4.77%	60.90%	59.84%	-1.74%
乙醇产量 (升) /1吨甘蔗	41.72	42.82	2.64%	35.06	37.34	6.50%	51.2	50.48	-1.41%	
糖产量 (公斤) /1吨甘蔗	66.33	66.05	-0.42%	75.81	74.07	-2.30%	53.08	54.85	3.33%	

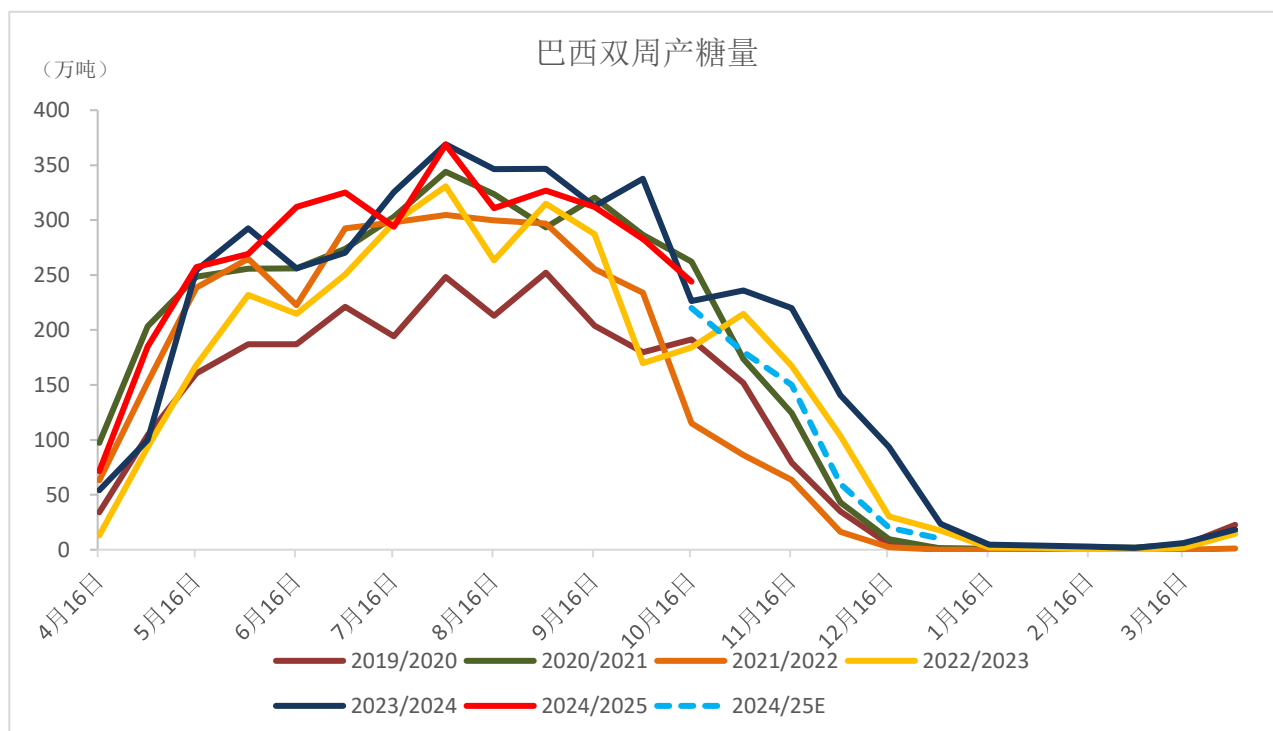
数据来源：UNICA、国元期货

图表 4 巴西 2024/25 榨季 10 月前半月双周产量

巴西截至2024年10月16日2024/25榨季双周产量										
项目	中南部地区			圣保罗			其他州			
	2023/24	2024/25	变化率	2023/24	2024/25	变化率	2023/24	2024/25	变化率	
甘蔗压榨量 (千吨)	32928	33832	2.75%	18075	19839	9.76%	14852	13993	-5.78%	
糖产量 (千吨)	2262	2443	8.00%	1432	1584	10.61%	830	859	3.49%	
无水乙醇产量 (百万升)	697	722	3.59%	329	339	3.04%	368	383	4.08%	
含水乙醇产量 (百万升)	1054	1285	21.92%	381	547	43.57%	673	738	9.66%	
乙醇总产量 (百万升)	1751	2007	14.62%	709	887	25.11%	1041	1120	7.59%	
甘蔗含糖量 TRS (千吨)	4934	5423	9.91%	2716	3174	16.86%	2218	2249	1.40%	
甘蔗含糖率 (公斤/吨)	149.84	160.30	6.98%	150.26	159.99	6.48%	149.33	160.74	7.64%	
甘蔗压榨比例	糖	48.12%	47.28%	-1.75%	55.33%	52.39%	-5.31%	39.29%	40.06%	1.96%
	乙醇	51.88%	52.72%	1.62%	44.67%	47.61%	6.58%	60.71%	59.94%	-1.27%
乙醇产量 (升) /1吨甘蔗	45.59	49.65	8.91%	39.25	44.7	13.89%	53.3	56.66	6.30%	
糖产量 (公斤) /1吨甘蔗	68.7	72.21	5.11%	79.21	79.87	0.83%	55.9	61.36	9.77%	

数据来源：UNICA、国元期货

图表 5 巴西双周产糖量

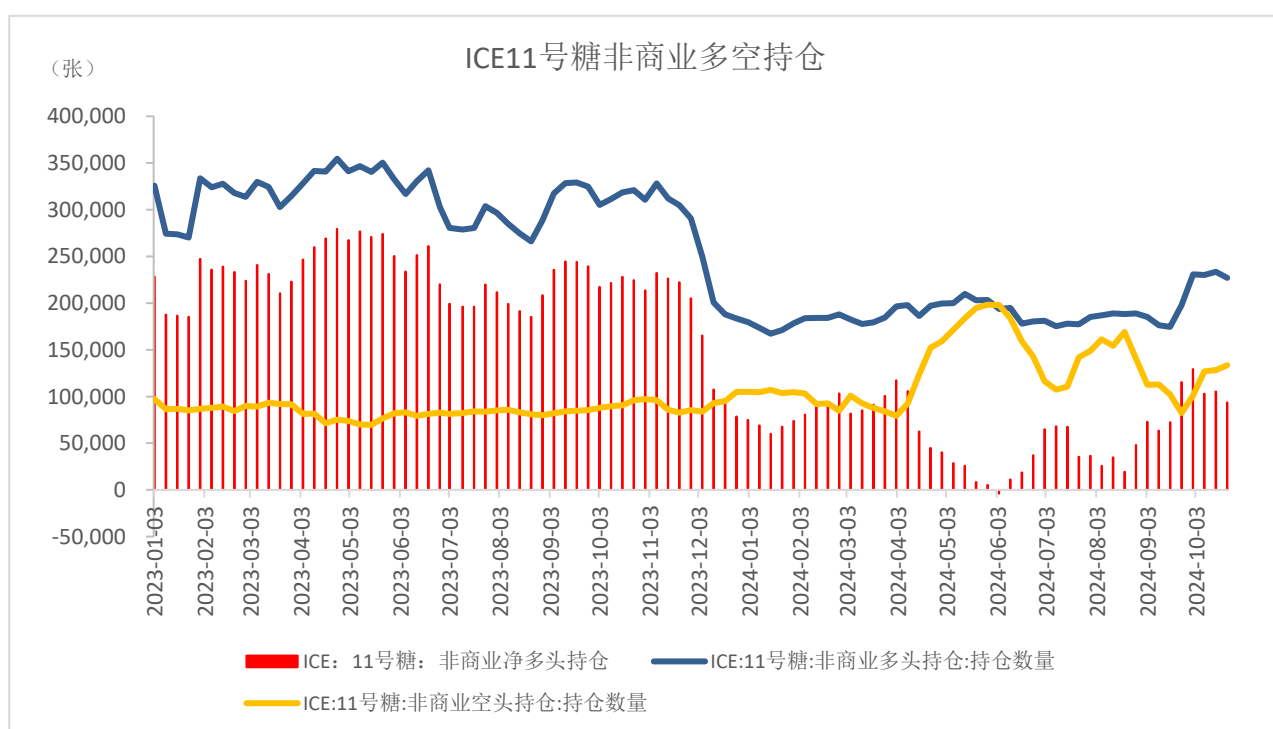


数据来源：UNICA、国元期货

2.2 投机客开始转持原糖净空头头寸

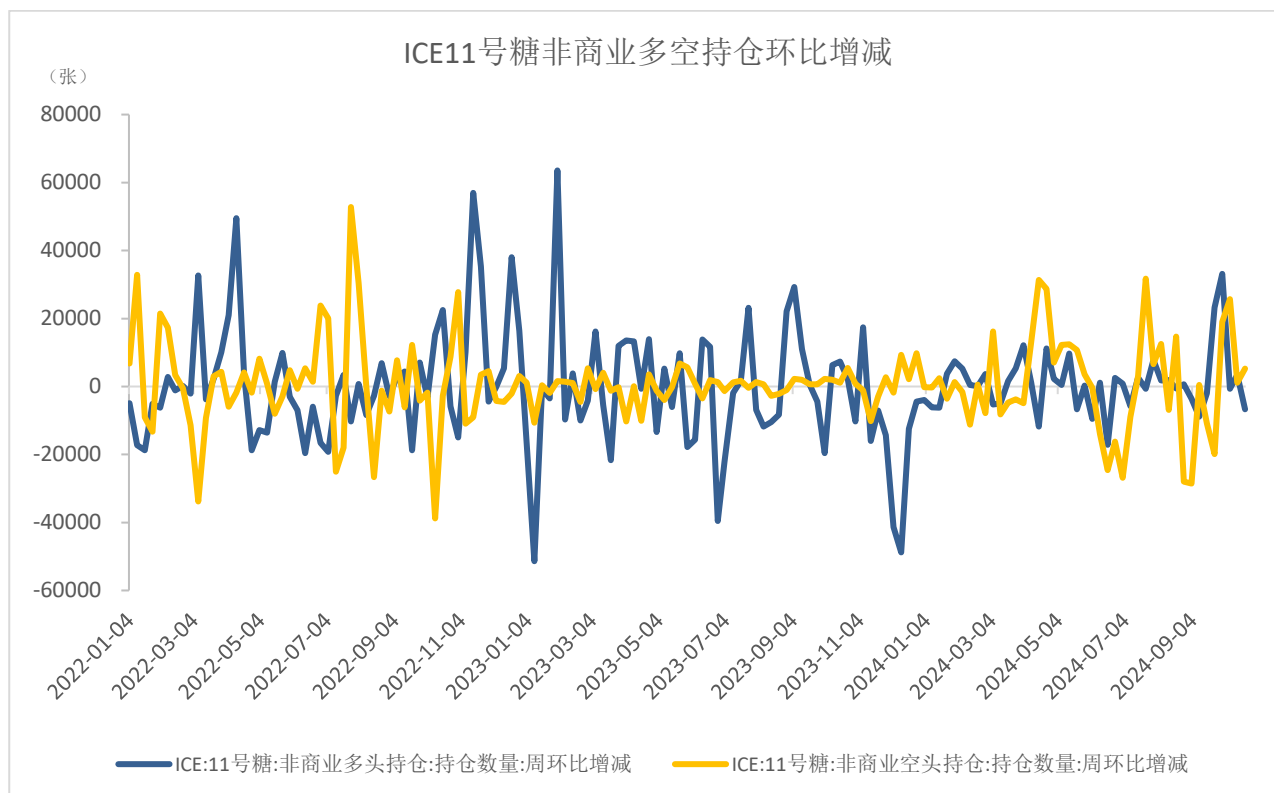
CFTC 公布的最新周度持仓报告显示，截止 10 月 22 日当周，对冲基金及大型投机客持有的原糖净多头仓位为 93551 手，较之前一周减少 11922 手。多头持仓为 226981 手，较之前一周减少 6693 手，空头持仓为 133430 手，较之前一周增加 5229 手。

图表 6 ICE11 号糖非商业多空持仓



数据来源：Wind、国元期货

图表 7 ICE11 号糖非商业多空持仓环比增减



数据来源：Wind、国元期货

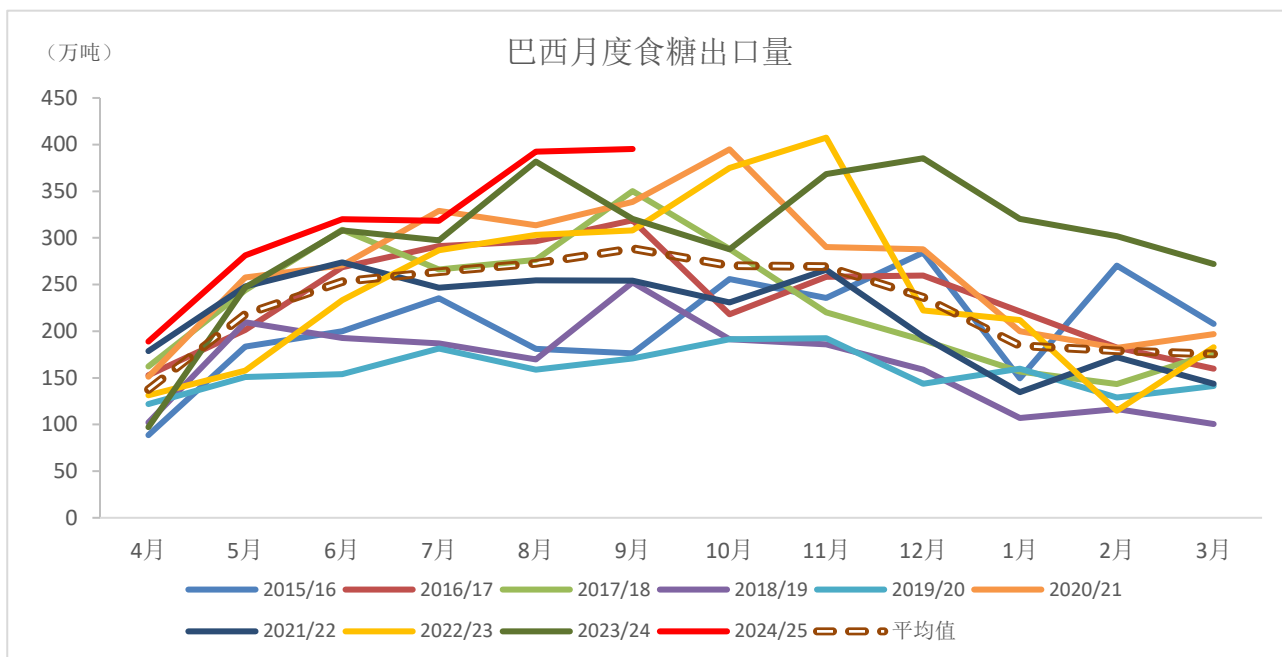
2.3 巴西港口等待装运食糖船只数量有所下降

巴西航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 10 月 16 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 75 艘，此前一周为 80 艘港口等待装运的食糖数量为 288.64 万吨，此前一周为 334.89 万吨。在当周等待出口的食糖总量中，高等级原糖数量为 270.26 万吨。根据 Williams 发布的数据，桑托斯港等待出口的食糖数量为 189.95 万吨帕拉纳瓜港等待出口的食糖数量为 48.4 万吨。

巴西航运机构 Williams 周三发布的数据显示，截至 10 月 23 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 68 艘，此前一周为 75 艘。港口等待装运的食糖数量为 270.37 万吨，此前一周为 288.64 万吨。在当周等待出口的食糖总量中，高等级原糖数量为 255.27 万吨根据 Williams 发布的数据，桑托斯港等待出口的食糖数量为 173.94 万吨，帕拉纳瓜港等待出口的食糖数量为 49.9 万吨。

巴西港口等待装运食糖数量有所下降，既说明前期出口量太大速度太快，目前国内的库存不足，但也不至于像 Unica 协会公布的那样，将巴西本榨季的食糖库存调减了 230 万吨至 190 万吨，已经处于了非常低的水平，由于巴西食糖库存数据不对外公布，所以这次库存调减真实性有待考证。此外，还说明前期原糖价格过高，原白价差已经低于了转口加工糖厂的成本，国际市场需求不好。

图表 8 巴西月度食糖出口量



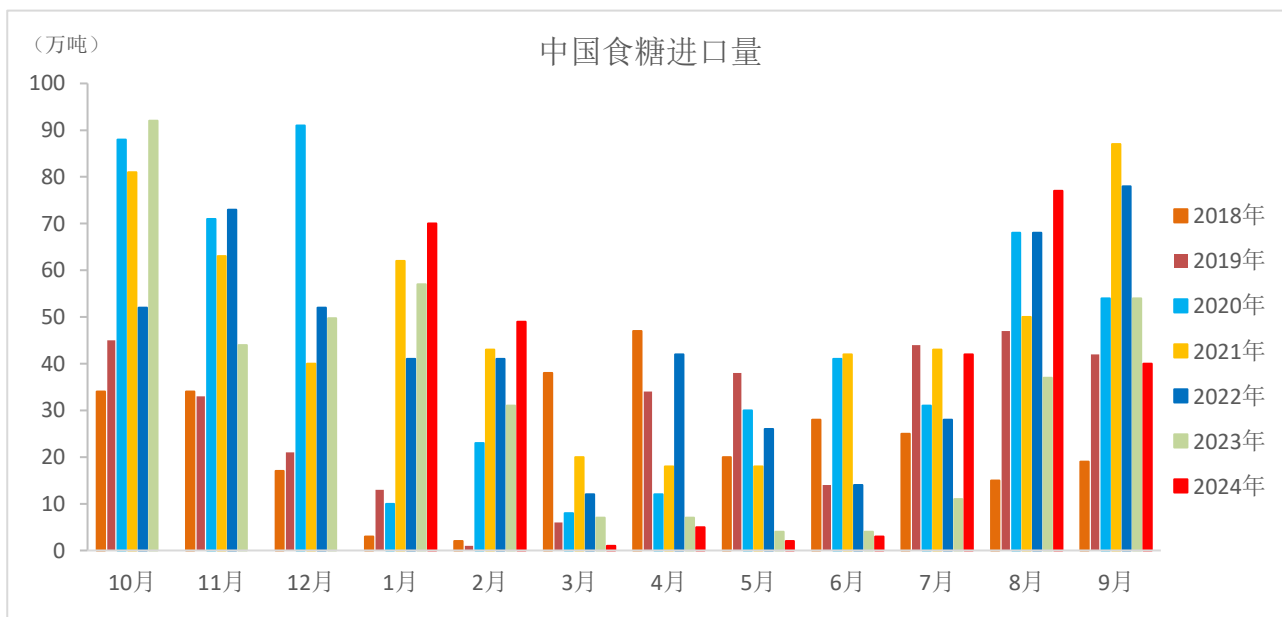
数据来源：公开资料整理、国元期货

三、国内白糖供需格局分析

3.1 巴西糖配额外进口窗口关闭，9月我国食糖进口量同比下降

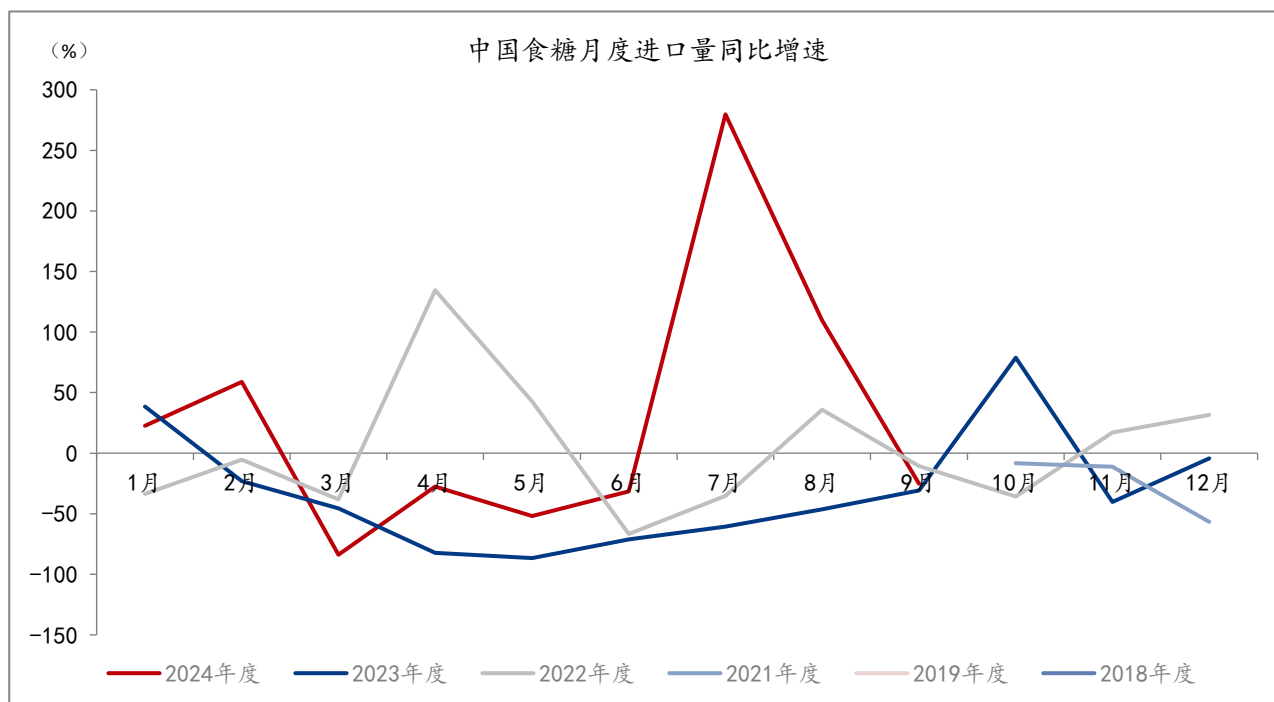
进入9月中旬之后，配额外的进口利润迅速降至0值以下，降低了国际市场尤其是中国对巴西原糖的需求。2024年9月份我国进口食糖40万吨，同比下降13.89万吨，降幅25.78%。2024年1-9月我国累计进口食糖289.12万吨，同比增加77.79万吨，增幅36.81%。2023/24榨季截至9月底，我国累计进口食糖475.10万吨，同比增加86.65万吨，增幅22.31%。

图表 9 中国食糖进口量



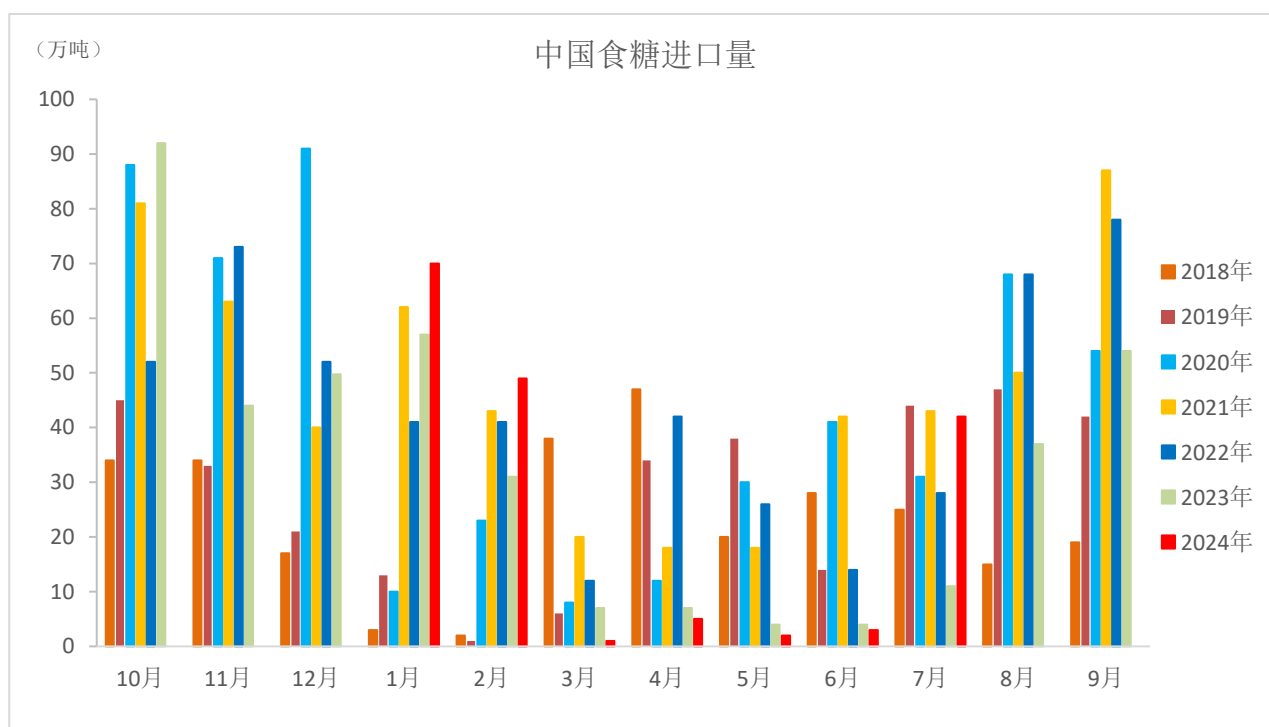
数据来源：Wind、国元期货

图表 10 中国食糖月度进口量同比增速



数据来源：Wind、国元期货

图表 11 中国食糖进口量



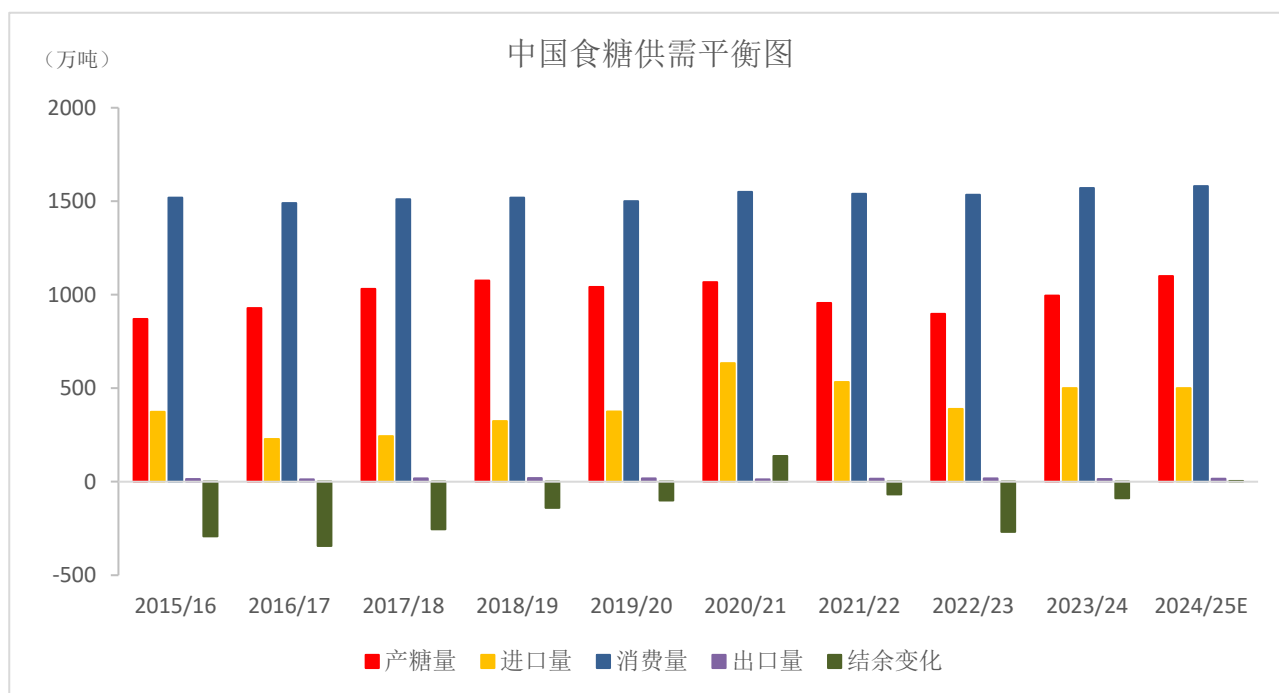
数据来源：Wind、国元期货

3.2 陈糖库存见底，9月食糖销售加快

截至9月底，国内单月销糖74.5万吨，同比增加30.5万吨。全国累计销糖率达到96.41%，同比加快1.34个百分点。2023/24年度全国食糖销售接近尾声，内蒙古已经全部销售完毕，广西、云南、广东新疆销糖率已接近或超出95%。受国庆节备货效应的提振，下游采购需求提升，9月销糖量远超去年同期。随着糖源逐渐变少及高度集中，有库存的糖企

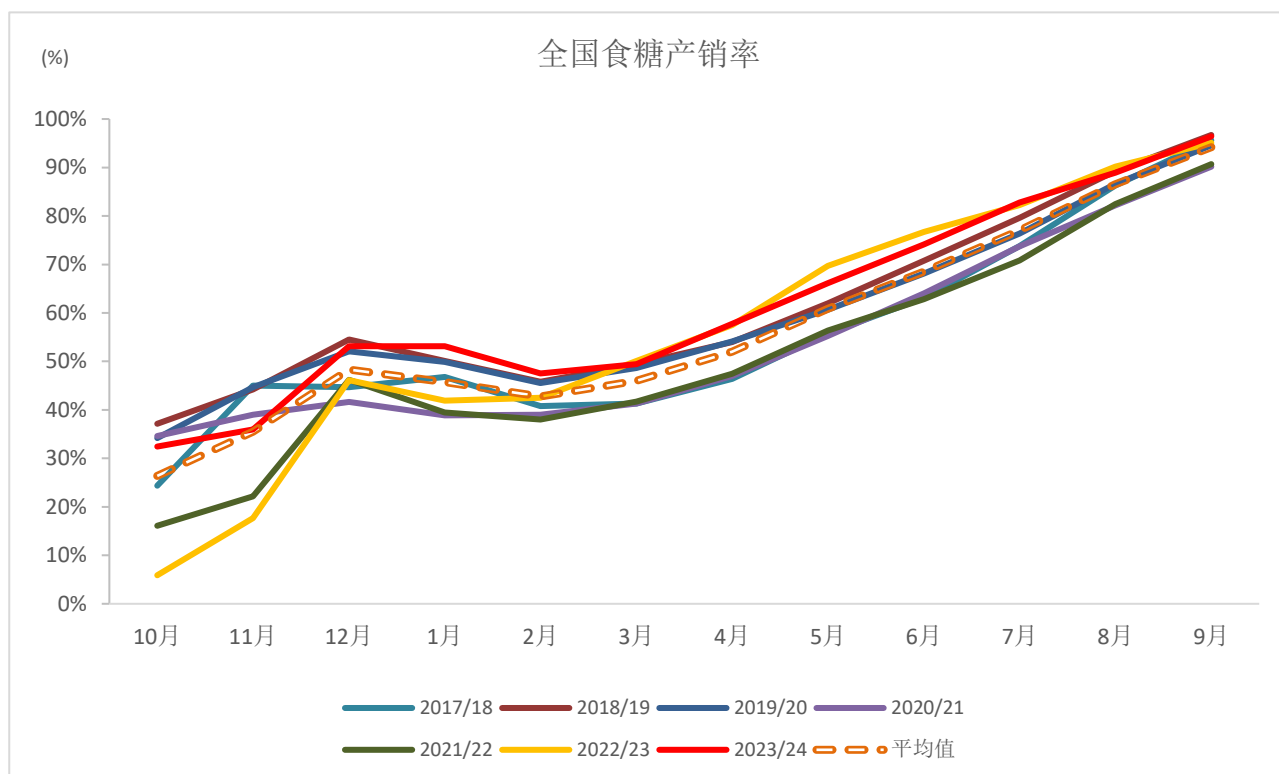
惜售挺价意愿增强。

图表 12 中国食糖供需平衡图



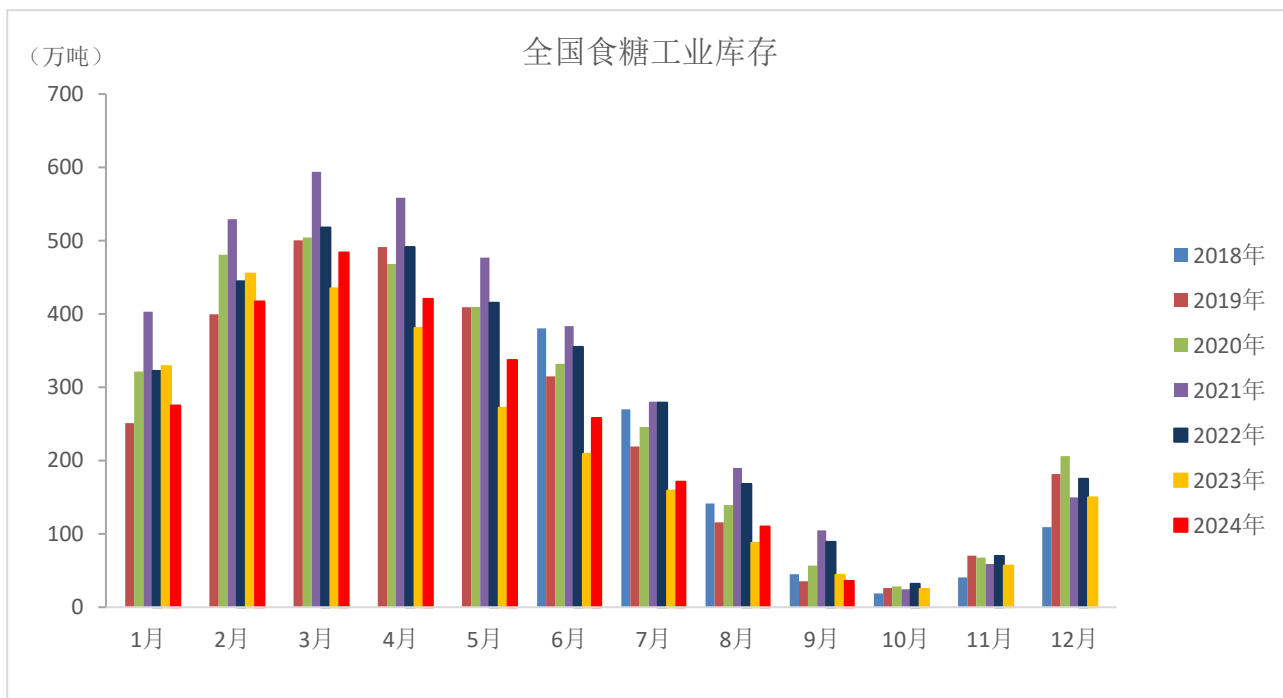
数据来源: Wind、国元期货

图表 13 全国食糖产销率



数据来源: Wind、国元期货

图表 14 全国食糖工业库存

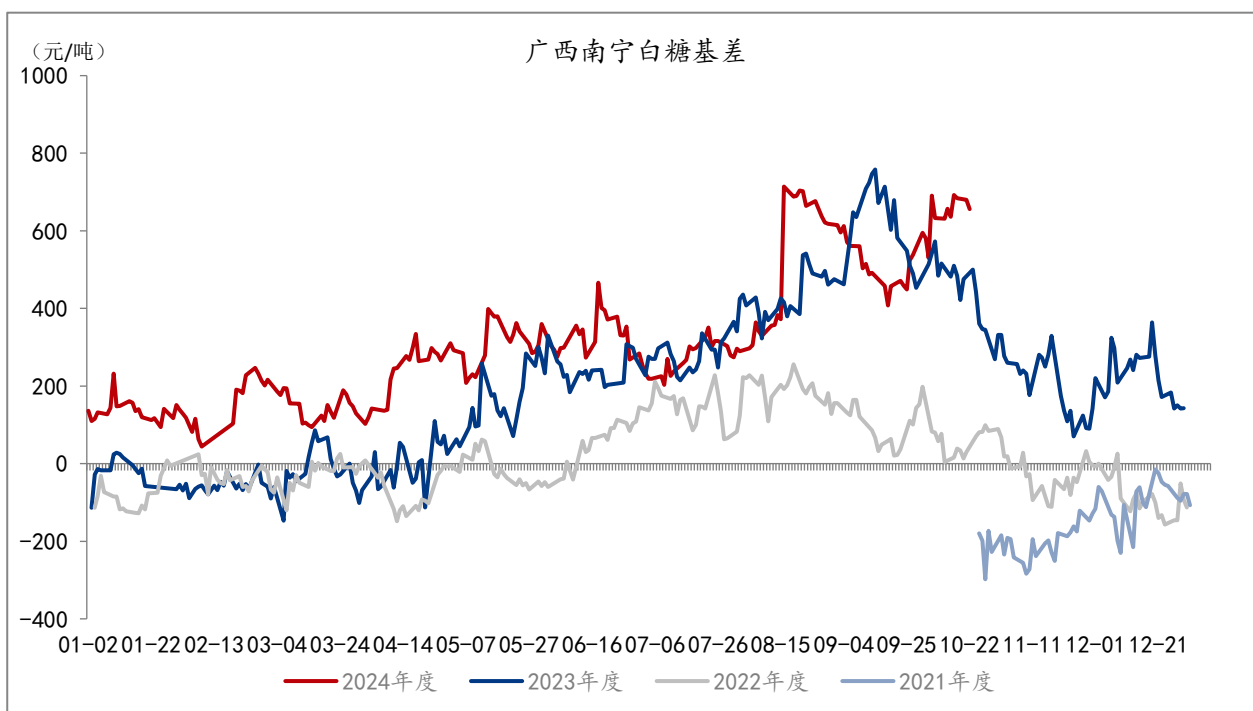


数据来源：Wind、国元期货

3.3 深度 Back 结构下期现有可能双降

之前由于国内糖厂陆续清库，现货价格较为坚挺，同时原糖价格飙升，加工糖厂报价维持高位，但是远期糖源充裕，盘面失去继续冲高的动能。广西 10 月 24 日开始点火暖炉，实际开榨时间应该会提前，甘蔗新糖上市之后，价格将会受到北方甜菜新糖的拖拽，现货价格有可能从 6400 元左右下调至 6000 元左右，如果按照 300 的基差标准，盘面要随之回调至 5700 元以下才比较合理。

图表 15 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，目前市场的主要交易点放在巴西的压榨进度和产量预估，关键在于圣保罗地区还有多少甘蔗没有收割，近期有传闻说大部分已经收割，但是现阶段来看巴西压榨紧度尚可，2024/25 榨季完成 4000 万吨问题不大。

国内市场方面，目前郑糖盘面已经出现了拐头，但下跌不畅，待甘蔗新糖集中供应之后，糖价将会下一个台阶。

策略提示：郑糖 2501 合约中期的运行区间大概在 5950-5750 元/吨，2025 年之后运行重心将逐步抬升。

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