

强现实弱预期 糖市近强远弱持续

——2024 年度白糖年报

李晓威

期货从业资格号：

F0275227

投资咨询从业证书号：

Z0010484

报告制作时间：

2023 年 11 月 30 日

审核人：刘阳

一德期货投资咨询业
务资格：证监许可
【2012】38 号

■ 内容摘要

23/24 榨季巴西食糖产量将增加至 4250-4700 万吨，印度食糖产量预计为 3100-3400 万吨，波动范围在减产 170 万吨到增加 130 万吨区间，泰国预计减产 120-210 万吨至 850-940 万吨。

23/24 榨季我国食糖产量有望恢复至 1000 万吨，同比增加 103 万吨，进口 400 万吨，替代糖源增加至 170-200 万吨，消费 1500 万吨，期末库存低于百万吨。

国际市场在四季度和明年一季度都将高度依赖巴西，年后巴西生产高峰逐渐过渡，其他国家减产的影响将成为贸易流的主导，等待下个生产周期的开始。国内现货量少价高支撑基差维持高位，近强远弱外强内弱格局仍在延续。

■ 核心观点

- 年底前糖价下有泰国和印度产量降低和出口减少的支撑，上有巴西产量不断刷新纪录高位的压力，预计震荡中心下移至 19-28 美分上下整理，下半年将取决于高价格对种植端的刺激带动程度和需求恢复程度，年度价格运行区间在震荡区间上下 3 美分。
- 明年二季度前价格将继续围绕国内生产低成本和进口高成本之间波动，参考区间 5900-7200 元/吨，如果遭遇极端恶劣天气和宏观面的超预期事件发生，价格空间上下再调整 300-400 元。强现实弱预期持续，反套结构为主，期权方面重点以区间内跨市和宽跨式套利以及卖出看涨期权为主要工具。

目 录

1. 国内外糖市走势回顾	1
2. 国际食糖市场	2
2.1 巴西：食糖产量将继续刷新纪录高位	2
2.2 印度：产量下滑，出口暂停，变数仍存	4
2.3 泰国：产量超预期减少，进口管控出台	6
2.4 国际市场总结：供需缺口缩减，供应端越发集中，风险因素增大	7
3. 我国糖市热点解读	9
3.1 产销：广西预期增产超 70 万吨，消费表现依然一般	9
3.2 进口和走私：维持相对低位	11
3.2 库存：低库存运作模式或将持续较长时间	13
3.3 政策面：抛储将成为市场缺口有利补充	14
3.4 天气：厄尔尼诺危机成全球食糖市场最不稳定因素之一	15
4. 行情展望	15
4.1 国际市场	15
4.2 我国市场	16
免责声明	17

1.国内外糖市走势回顾

2022/23 榨季的牛市行情是从 2022 年 9 月下旬开始，连续上涨一年，价格依然在相对高位运行，也是目前牛市持续时间最久的一年。

郑糖此轮牛市从 2022 年榨季末期 9 月 30 日开始，当日最低 5440 元/吨，5 月 23 日最高突破 7202 元/吨，上涨超过 1762 点，涨幅超过 32.39%，距离 16 年 11 月底的 7300 元仅有百点，而从 5 月 24 日开始，价格围绕在 6900 附近高位整理至今。

美糖从 2022 年 9 月 19 日最低 17.19 美分/磅涨至 2023 年 11 月 6 日最高 28.14 美分/磅，刷新了 12 年高位，涨幅 63.7%，榨季内涨幅也超过 50%。

此轮上涨从年初首日开始，可谓高开高走，年初阶段主要是国内产区减产逐渐明晰，且天气情况不佳，广西为主的产区减产幅度不断超出预期，同时，除了巴西外，其他国家均出现超预期减产的迹象，且减产幅度不断放大，引发了年后价格逐步小幅震荡上涨的行情。3 月份短暂的修整，印度和泰国等主要生产国的减产导致的生产节奏提前也进入尾声，减产导致的大涨在 3 月中下旬暂缓，市场短暂修整。此后再度迎来连续大幅度的上涨阶段，此阶段以国际市场引领为主，期间，印度成为了主要的贡献方，印度国内通胀高企，国际市场经济衰退声音频发，印度新榨季不仅预期的 250 万吨出口暂停，还有可能从食糖出口国变净进口国，加剧了紧平衡的供需矛盾。泰国虽然有少量增产，但完全无法弥补印度暂停出口后的全球国际市场的缺口，同期，巴西并未开始生产，远水解不了近渴，国际糖价引领国内糖价共振上涨至五月。此后就是高价后的冷静阶段，在连续多日大幅上涨后，国外的糖价过高，我国为首的主要进口国进口亏损幅度太大，进口窗口完全关闭，各国通胀高企和经济下行压力之下的消费表现也低于预期，市场持续了四个月的震荡整理行情。此后开启了新一轮的加速上涨阶段，经历了夏季干旱频发的影响，亚洲主产区减产危机不断发酵，印度出口的预估不断调低，最后直接禁止出口，而泰国在减产超预期的影响下也出现出口预期大幅缩水的被动局面，我国在内的其他主产区也出现了不同程度的天气导致的减产，巴西新糖产量预期不断刷新纪录，但农产品丰收年，其港口拥堵严重，供应缩减超预期导致糖价内外共振再次刷新了高位，9 月 19 日美糖突破 27.88 美分/磅 12 年高位，期间

郑糖在9月6日最高突破7131元/吨，并未突破前高，维持在震荡区间内，现货价格维持在7500-7700元/吨上下，部分加工糖一度超过8000元/吨。

10月份新榨季开始后，国内新榨季新糖价高量少，加上进口放量，郑糖主力合约围绕6900元/吨上下200元的窄区间内运行至今，期间巴西港口拥堵，印度和泰国减产超预期，进口限制政策不断加码，外强内弱格局被强化，美糖在11月7日再度刷新前高至28.14美分/磅，此后至今美糖维持在27美分之上高位运行。

目前，美糖在27美分附近整理中，郑糖6700-6900元区间内整理，随着压榨主产区供应旺季的到来近强远弱持续中，震荡中心不断下移。

图表 1：郑糖主力合约日 K 线图



资料来源：博易大师

图表 2：ICE 日 K 线走势图



资料来源：博易大师

2. 国际食糖市场

2.1 巴西：食糖产量将继续刷新纪录高位

巴西近些年入榨总量和糖分变化幅度较小，主要影响指标就是甘蔗用于榨糖的比例，一个百分点大约对应70-80万吨糖量的变化，未来巴西食糖产量和生产比例有继续增加的空间。

巴西国家商品供应公司(Gonab)11月29日报告预估巴西2023/24年度糖产量预计为4688万吨，上一次预估为4089万吨。甘蔗产量预计将达到创纪录的6.776亿吨，前一次预估为6.529亿吨。甘蔗种植面积预计为835万公顷，上一次预估为829万公

顷。乙醇产量（包括玉米制成的乙醇）预计为 340.5 亿公升，前一次预估为 338.3 亿公升。中南部地区甘蔗产量预计为 6.1408 亿吨，较去年同期增加 11.6%。年度甘蔗制成的乙醇产量预计为 279.9 亿公升，前一次预估值为 277.2 亿公升。

24/25 年度甘蔗压榨量预计为 6.2 亿吨，糖产量预计将达到 4260 万吨的记录高位，预计将有 51.8% 的甘蔗用于制糖。

11 月上半月巴西中南部地区压榨甘蔗 3477.2 万吨，同比增加 32.09%，产糖 219 万吨，同比增加 30.92%，乙醇产量同比增加 28.92% 至 16.39 亿升。糖厂使用 49.81% 的甘蔗比例产糖，上榨季同期为 48.61%。23/24 榨季截至 11 月 16 日巴西中南部累计 50 家糖厂收榨，去年同期为 121 家，累计压榨甘蔗 5.95 亿吨，同比增加 14.99%，累计产糖 3941.2 万吨，同比增加 23.1%，累计产乙醇 286.16 亿升，同比增加 10.95%；糖厂使用 49.41% 的甘蔗比例产糖，上榨季同期为 45.97%。

巴西 10 月出口糖 287.78 万吨，较上年同期减少 23.26%。2023/24 榨季 4-10 月巴西累计出口糖 1940.61 万吨，同比增加 7.74%。11 月前两周出口糖 121.99 万吨，日均出口量为 17.43 万吨，较上年 11 月全月的日均出口量 16.74 万吨增加 4%。上年 11 月全月出口量为 334.78 万吨。

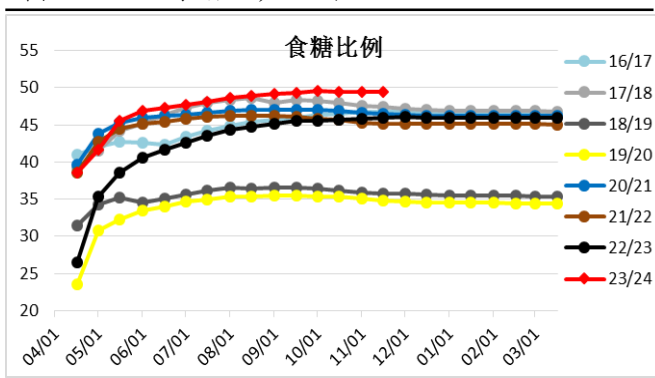
出口糖套保节奏放缓，但价格提升近 5 美分，放缓主因依然是对未来价格仍有信息。10 月巴西糖厂利用 ICE 原糖期货套保 2024/25 榨季（4 月-次年 3 月）节奏变慢，截至 10 月 31 日糖厂套保了超过 1118 万吨糖，平均为每磅 22.06 美分。已完成套保的糖约占 24/25 榨季出口量的 43%。去年同期比例为 49%。去年套保糖的平均价为每磅 17.12 美分。

巴西主要农产品出口港口的拥堵，可能会加剧全球糖市场的紧张局面。若后期降雨更多，桑托斯港口装糖的延误时间可能会延长至 35 天，截至 11 月 22 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 113 艘，此前一周为 117 艘。港口等待装运的食糖数量为 516.42 万吨，此前一周为 554.3 万吨

巴西供应在第四季度依然相对充足，良好的天气令其生产和出口都在不断刷新纪录，虽然受限于物流瓶颈和厄尔尼诺风险可能导致四季度的出口及生产节奏受到影响，

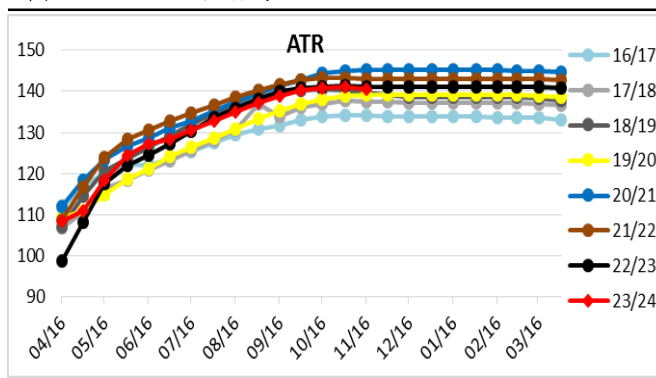
但庞大的增产潜力依然令远期合约贴水持续。目前在增产强预期下，巴西国内现货价格升水在降低，榨糖竞争优势突出，出口利润高，年底前巴西都将维持大量供应节奏，年后巴西生产高峰逐渐过渡，亚洲主产国的生产逐渐拉开序幕，巴西的供应压力和影响权重才有可能逐渐淡出。新的榨季开始后在继续刷新纪录产量的预期之下，巴西依然有继续刷新产量纪录高位的空间，其全球第一大食糖生产国和出口国的权重将继续增大，这也是当前和新年度全球食糖市场上最大且唯一有效增加的供应压力来源，但受限于港口运输能力和天气，阶段性的不顺畅会导致唯一依赖出现问题进而对糖价提供阶段性支撑。

图表 3: 巴西食糖生产比例



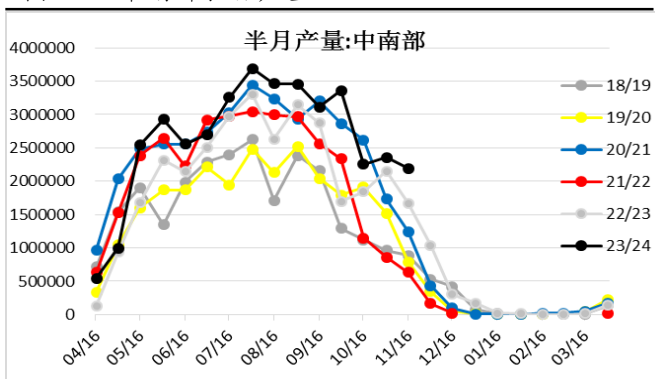
资料来源: UNICA、一德期货

图表 4: 巴西甘蔗糖分



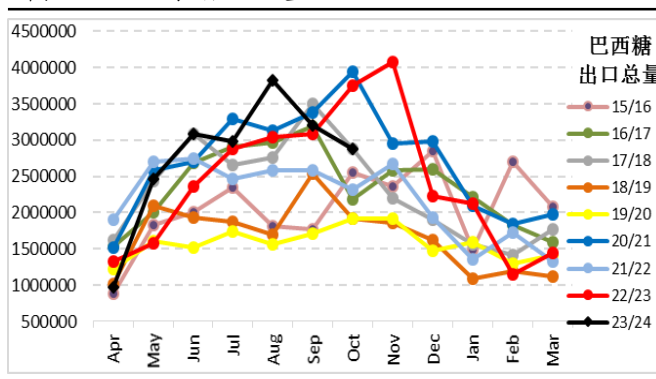
资料来源: UNICA、一德期货

图表 5: 中南部食糖产量



资料来源: UNICA、一德期货

图表 6: 巴西食糖出口量



资料来源: UNICA、一德期货

2.2 印度: 产量下滑, 出口暂停, 变数仍存

印度是全球第一大食糖消费国和传统的第二大食糖生产国, 23/24 榨季印度食糖产量预估水平差异较大, 且预期不断小幅调低, 在不考虑转向乙醇生产的情况下, 目

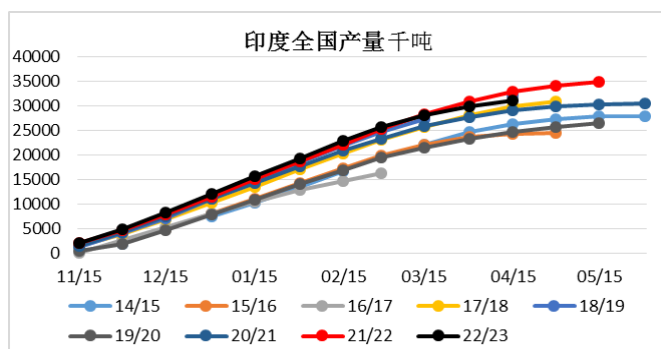
前维持在 3200-3400 万吨，去年为 3660 万吨。印度 8 月份的早情是 100 年来最严重的，产量预估一度低于 3000 万吨，但 9 月降雨大幅回升，食糖产量有所提升，消费量预计在 2750-2800 万吨左右，预计将有 430 万吨糖用于乙醇生产，同比增加 70 万吨，其有望在本季度实现 12% 的乙醇混合目标。

目前为止印度生产节奏同比延后，截至 11 月 15 日，印度已有 263 家糖厂开始新榨季生产，已压榨甘蔗 1620 万吨。去年同期 317 家糖厂压榨了 2460 万吨。目前已经产糖 127.5 万吨，去年同期为 200 万吨，平均出糖率下滑 0.35%。北方邦糖厂于 10 月份首先开榨，卡纳塔克邦和马哈拉施特拉邦在 11 月 1 日开启榨季。马哈拉施特拉邦西部一场持续的抗议糖价上涨的活动正在进行，很多糖厂尚未满负荷运作。

在对 24/25 年度甘蔗产量进行评估之前，印度政府不会分配任何糖出口配额。而甘蔗产量数据要到 6 月份才能揭晓，在此之前不太可能允许出口并将其列入限制类。

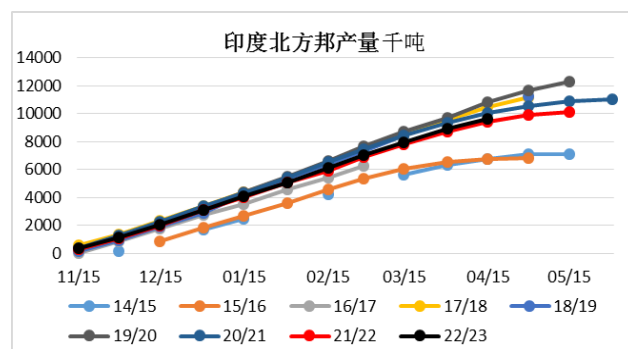
印度 22/23 榨季的减产是今年上半年糖价大涨的最主要动力。年中的干旱也是糖价再度刷新前高的主要导火索，新榨季刚开始，出口禁令和食糖减产预期越发明确，印度为首的减产预期是今年国际市场阶段性贸易流紧张和糖价不断刷新 12 年高位的主要支撑，四季度也将直接决定国际市场供需矛盾的缺口是否存在。年底前印度减产明确，出口禁令待落实，新榨季更多是其自给自足，无力弥补国际市场的缺口，新年度来看，印度是个选票国家，加上糖价上涨后收益提升，未来印度有继续增产的空间和条件。

图表 7：印度全国食糖产量



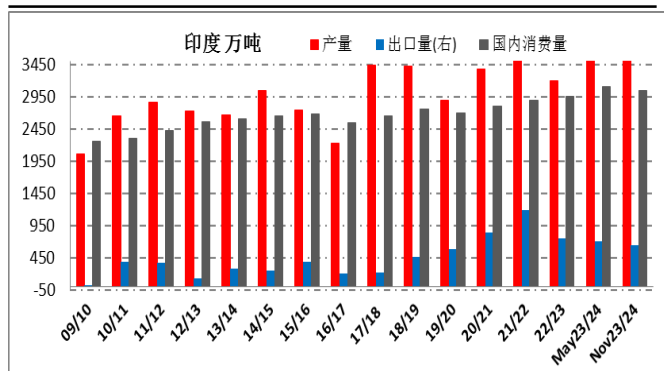
资料来源：ISMA、一德期货

图表 8：印度北方邦食糖产量



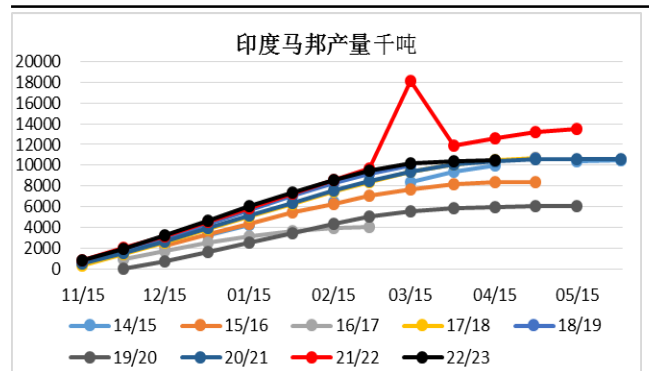
资料来源：ISMA、一德期货

图表 9：印度食糖供需



资料来源：ISMA、一德期货

图表 10：印度马邦食糖产量



资料来源：ISMA、一德期货

2.3 泰国：产量超预期减少，进口管控出台

作为全球第二大食糖出口国泰国境内生产的食糖 75%左右都是用于出口的，泰国稳定增产，未来产量变动更多依赖天气，总体基数小影响减弱，由于厄尔尼诺现象，泰国在两年内也不会有大的复苏。

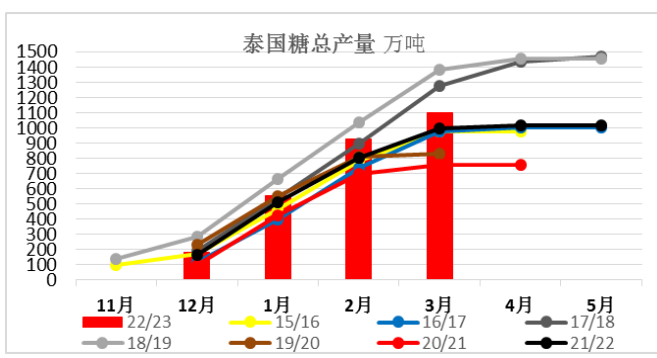
亚洲主产区基本都经历了夏季类似的干旱威胁，9 月开始降雨都有所缓解，开榨初期单产依然同比偏低，泰国 23/24 年度甘蔗入榨量预计下调至 7500-8000 万吨，低于上榨季的 8200 万吨，食糖产量预计为 850-940 万吨，同比下降 11.49%-20%，食糖消费维持 250 万吨，出口预计为 600 万吨，同比降 120 万吨。

政府取消了此前宣布的 20%的价格上涨，并将糖列为受控商品，出口超过一吨的糖需要额外的批准。10 月底泰国将糖出厂价上调 4 泰铢/公斤，白糖价格从 19 泰铢/公斤上调至 23 泰铢/公斤。精制糖从 20 泰铢/公斤上调至 24 泰铢/公斤。主因是种植成本上涨，利润分享计划有利于蔗农从价格上涨中受益。11 月中旬泰国将国内食糖价格上调 10%，相当于每公斤 2 泰铢(0.05 美元)。泰国内阁阻止糖价上涨的决定可能被其他国家视为试图通过控制价格来干预市场。

四季度开榨之后产量和出口将对国际贸易结构产生直接影响。其新榨季生产的预期和出口变动预估的权重评估将逐步成为四季度和明年上半年的重点，尤其在印度无法有效出口后，泰国将成为仅次于巴西的最重要的第二大出口市场，将对全球食糖市场带来更大扰动，随着该国的减产和出口管控，国际食糖市场阶段性供应紧张的

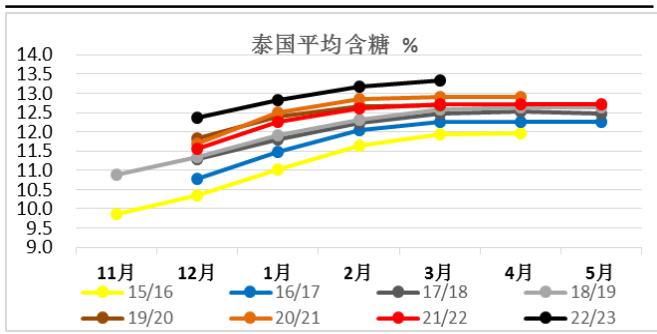
预期也成为当前和明年市场主要的支撑之一。

图表 11: 泰国食糖总产量



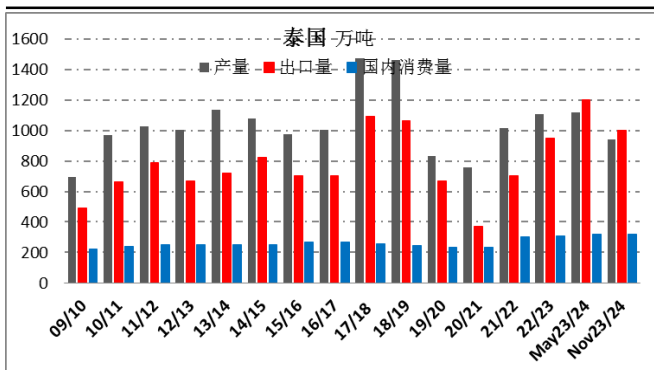
资料来源: OCSB、一德期货

图表 13: 泰国食糖含糖



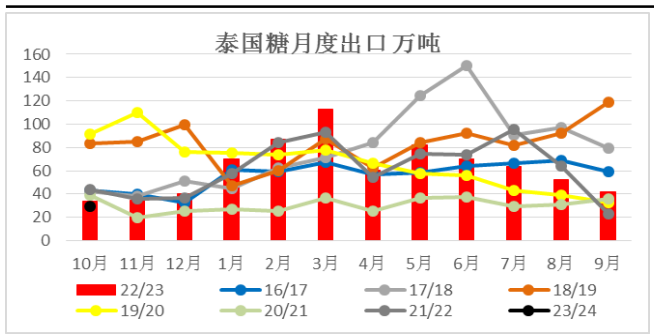
资料来源: OCSB、一德期货

图表 12: 泰国糖甘产销和出口



资料来源: OCSB、一德期货

图表 14: 泰国食糖出口量



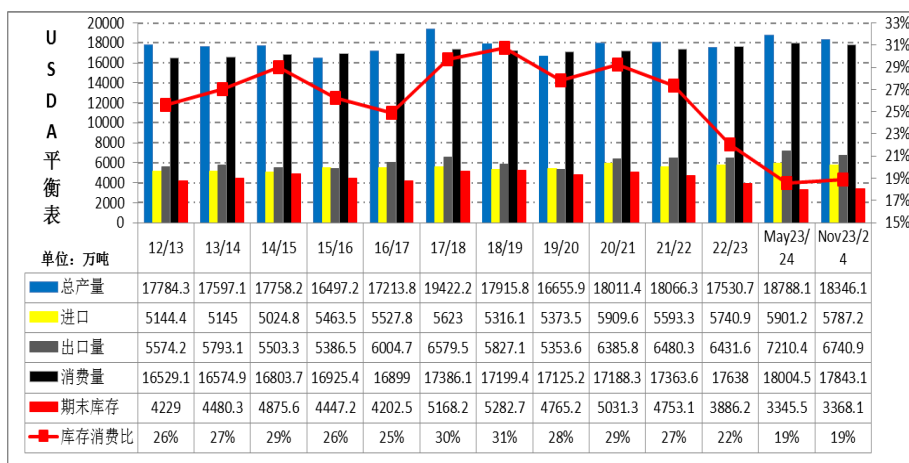
资料来源: OCSB、一德期货

2.4 国际市场总结: 供需缺口缩减, 供应端越发集中, 风险因素增大

国际糖业组织 (ISO) 11 月报告大幅下调了 2023/24 榨季全球产糖短缺预期, 主因是巴西食糖产量创新高, 其预计新榨季全球食糖产量为 1.7484 亿吨, 低于 2022/23 榨季的 1.7988 亿吨, 高于 8 月预估的 1.7484 亿吨, 消费量预计为 1.8022 亿吨, 高于 8 月预估的 1.7696 亿吨, 食糖供需缺口调减为 33 万吨, 远低于 8 月预估的 212 万吨, 这是对下一年度糖市场状况的第二次预估。

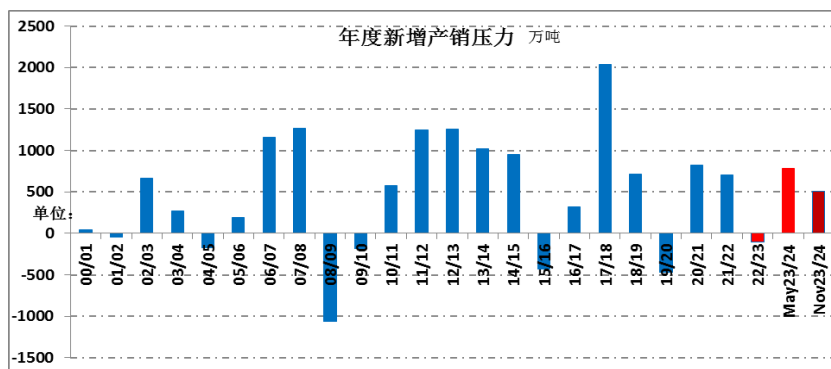
ISO 预计 2024 年全球乙醇产量料从今年的 1.141 亿公升降至 1.137 亿公升。预计明年乙醇消费量稳定在 1067 亿公升上下。

图表 15: 全球原糖供需平衡表



资料来源: USDA、一德期货

图表 16: 全球原糖年度产销



资料来源: USDA、一德期货

综上, 巴西 23/24 榨季食糖产量或将增加 900 多万吨至 4688 万吨。印度 23/24 榨季食糖产量预计为 3200-3400 万吨, 波动范围在减产 260 万吨到增加 130 万吨区间。泰国 23/24 榨季预计减产 120-210 万吨至 850-940 万吨。巴西产量如果按照最新预估的增加至 4688 万吨则全球食糖供需缺口或将转向至过剩一方。

欧洲洪水推迟甜菜收获, 产量面临下行风险, 该地区最大的糖产国法国 15%仍在收割的甜菜作物。法国最近降雨持续时间达到 32 天, 为 1998 年以来最久的一次, 但单产提升带动法国甜菜产量略有提升。欧亚糖业协会表示, 截至 11 月 20 日, 欧亚经济联盟国家的甜菜收割面积已达到种植面积的 99%, 甜菜产量为 5640 万吨 (去年同期为 5100 万吨), 其中 1400 万吨堆放在田间。甜菜由 74 家糖厂中的 63 家加工, 共加工了 3690 万吨, 产糖 514.95 万吨。

天气原因导致亚洲主产国印度、泰国和我国产量降低, 尤其是印度从出口国到暂
请参阅最后一页的免责声明

停出口，榨季开始后减产的预期将逐步落地并得到验证，国际市场在四季度和明年一季度都将高度依赖巴西。虽然受限于物流瓶颈和厄尔尼诺风险可能导致四季度的出口及生产节奏受到影响，但庞大的增产潜力依然令远期合约贴水持续，年底前巴西都将维持大量供应节奏，年后巴西生产高峰逐渐过渡，亚洲主产国的生产高峰阶段，上半年减产的影响将成为贸易流的主导，贸易紧平衡预期下减产和出口也将逐步验证，年二季度中旬开始后，随着巴西新的生产周期的开始，高价格对供给端的刺激带动作用将重新成为市场主导，目前巴西为首的主要生产国新年度供应预期相对维持在较为乐观的高位，需求端预期相对稳定，下半年市场焦点将集中于需求预期和供给端的增加的角逐上，目前看远月供应增加和产量恢复的压力相对更大。

3.我国糖市热点解读

3.1 产销：广西预期增产超 70 万吨，消费表现依然一般

23/24 年制糖期已开始近两个月。本制糖期预计全国食糖产量为 1000 万吨，比上个榨季的 897 万吨增加 103 万吨。22/23 榨季全国结转工业库存仅有 44 万吨，同比减少 45 万吨。

广西 23/24 榨季甘蔗入榨量预计将增长 15%以上，食糖产量预计为 600 万吨，较上榨季增产 73 万吨。云南食糖产量预计维持 200 万吨上下，广东稳中略降至 52 万吨，内蒙甜菜糖产量将从上榨季的 58 万吨下降至 45-49 万吨，新疆甜菜糖产量增加 5.5 万吨至 50 吨，内蒙和新疆糖产量合计减少约 4.5 万吨左右。

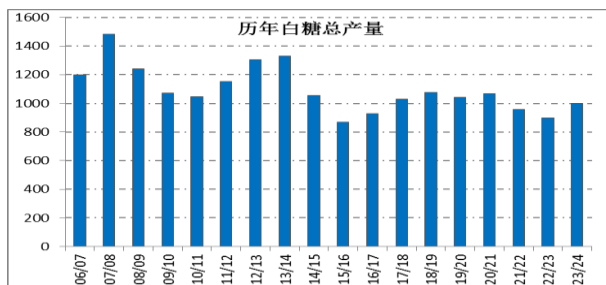
广西糖厂开榨加快且高于预期，10 月中旬以来广西温差明显回升利多甘蔗糖分积累，12 月中旬左右广西糖厂开榨产能达到去年同期水平。11 月 29 日广西新增 2 家糖厂开机生产。累计已有 16 家糖厂开机生产，同比减少 10 家，日榨蔗能力约 12.75 万吨，同比减少 8.5 万吨。11 月底广西南华新糖报价 6900 元/吨，随着新糖陆续上市，糖企以顺价销售为主，销区港口库存薄弱，但提货较慢，市场还是观望为主。

10 月末云南新榨季帷幕正式拉开，目前开榨 2 家糖厂，同比减少 3 家。云南陈糖库存所剩库存无几，而新糖糖源较为集中，制糖企业挺价意愿强，另外销区库存薄弱，

截止 11 月 23 日新糖在库库存 1 万吨左右，云南第三方库存同比增加近 0.7 万吨。

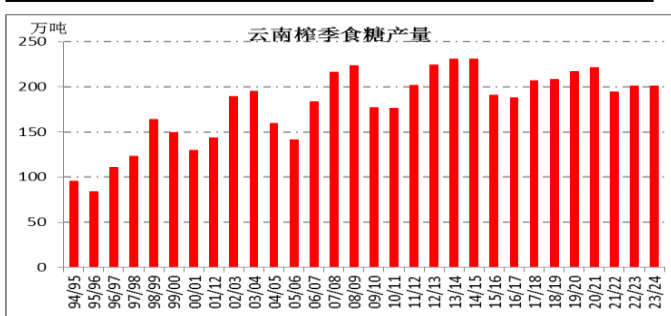
湛江最早开榨的或为 11 月 30 日及 12 月 1 日的两家厂，其他大都在 12 月 10 日之后。

图表 17：全国各榨季产量



资料来源：中糖协 一德期货

图表 18：云南各榨季产量



资料来源：中糖协 一德期货

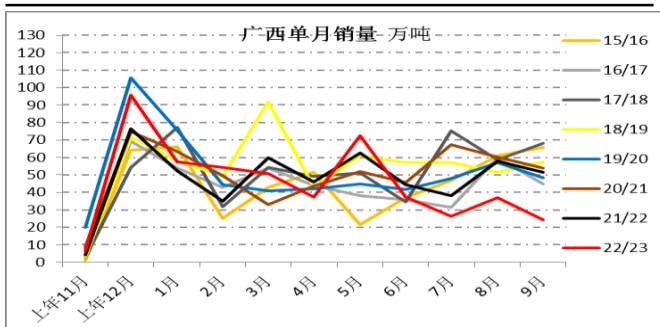
图表 19：广西各榨季产量



资料来源：中糖协 一德期货

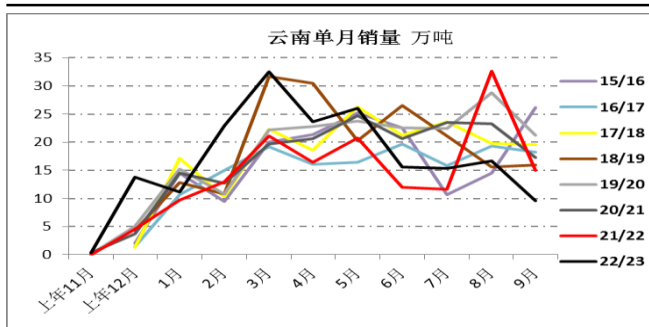
短期，生产旺季已经开始，10 月进口放量后续进口暂缓，抛储刚刚开始，四季度在新糖大量上市前，现货库存偏低，但四季度后期和明年一季度要面临生产供应旺季新糖大量上市、进口糖“放量”后集中入市、抛储的政策压力以及需求淡季消费低于预期的阶段性压力，远月压力相对高于近月。

图表 20：广西单月销量



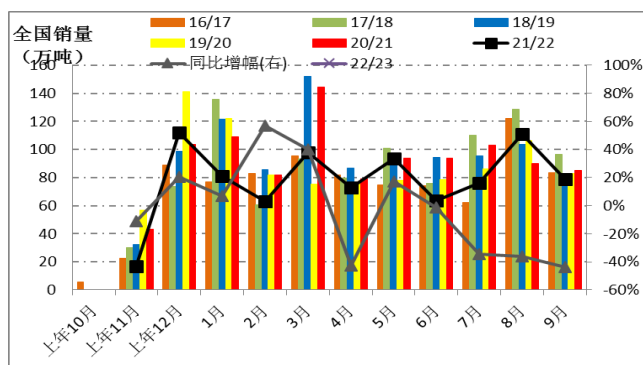
资料来源：中糖协 一德期货

图表 21：云南单月销量



资料来源：中糖协 一德期货

图表 22: 全国单月销量



资料来源: 中糖协 一德期货

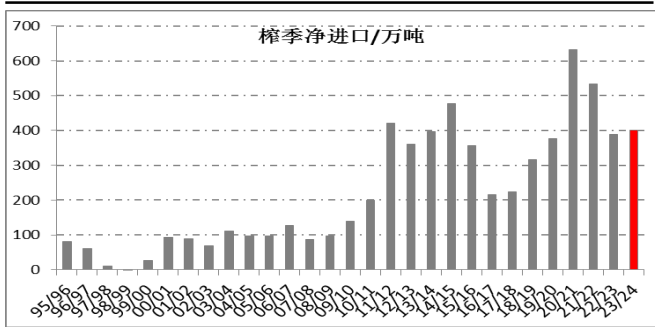
3.2 进口和走私: 维持相对低位

8 月份之前原糖进口基本处于停滞状态, 今年 3 与和 4 月份单月进口量均只有 7 万吨, 5 月份食糖进口量仅 4 万吨, 创近十年同期新低, 6 月进口 4 万吨, 7 月进口 11 万吨, 大部分是进料加工贸易的白糖。

8 月进口 37 万吨, 同比减少 31 万吨。9 月进口 54 万吨, 同比减 24 万吨。22/23 榨季累计进口食 389 万吨, 同比减少 145 万吨。10 月进口 92 万吨, 同比增 40 万吨。1-10 月累计进口 304 万吨, 同比减 98 万吨。

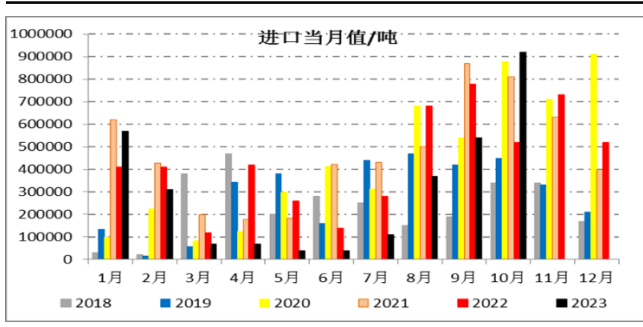
上半年进口持续维持低位的主要原因就是进口价格倒挂, 外糖价格较高, 不仅影响了需求市场也造成我国进口亏损过多, 虽然价格已经从 12 年阶段高位逐步回落, 但还未触及可以大规模进口的 22-23 美分的利润空间, 但为了保持现有的食糖自动许可证配额及银行授信, 加工糖厂将在控制亏损的情况下最大力度的保证食糖进口, 23 美分/磅的价格或将开始成为其参与的关键点位。23/24 榨季预计国内食糖进口量将维持 400 万吨左右的较低水平。

图表 23: 我国历榨季净进口量 (万吨)



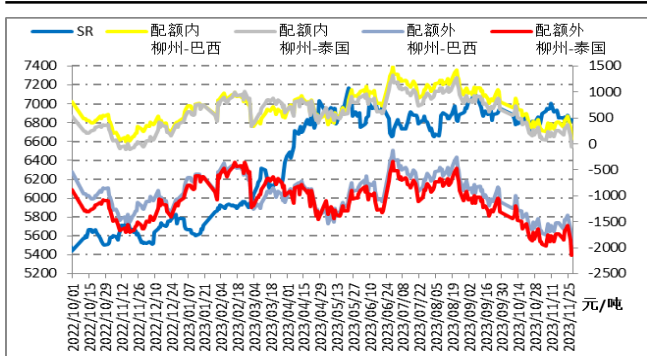
资料来源: 一德期货

图表 24: 历史月度进口数量 (万吨)



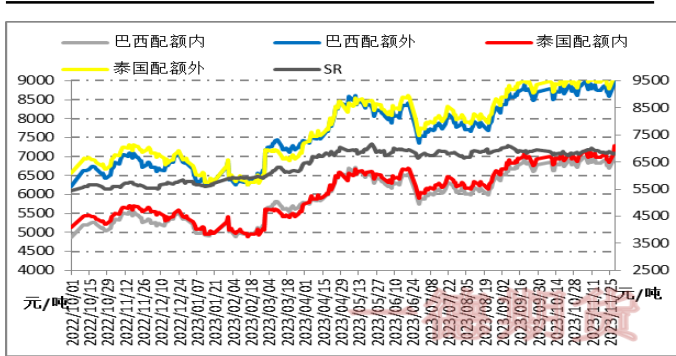
资料来源: 一德期货

图表 25: 我国食糖进口利润



资料来源: 一德期货

图表 26: 我国食糖进口价格与期货价格



资料来源: 一德期货

今年糖浆和预混粉进口刷新历史记录,22/23 替代白糖市场份额约 120 万吨以上, 22/23 榨季糖浆及预混粉等进口三项合计 158.61 万吨, 同比增加 45.94 万吨, 增长了 40.77%。1-10 月进口糖浆及预混粉等三项合计 156.77 万吨, 同比增 62.68 万吨。10 月三项合计进口 16.55 万吨, 同比增加 12.11 万吨。

有利润就有需求, 有需求就有市场, 23/24 榨季预计进口糖将有少量的恢复性增加, 而对应的替代糖市场也将有更大的时间和空间继续发展壮大, 替代白糖的市场份额有望继续刷新上榨季的 120 万吨记录, 预计糖浆进口预计 200 万吨, 混合粉 50 万吨, 折白糖 200 万吨。

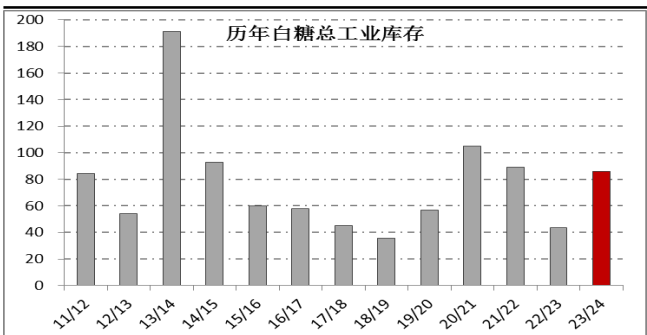
替代糖源进口大量增加的主要原因就是价格差异带来的巨大利润, 内外糖价大涨, 进口糖窗口关闭后, 税号 1702.90 零关税之下的暴利令管控手段越发显得无效和滞后, 主客观原因共同推动了相关替代品行业市场份额的快速扩张式发展和渠道以及管控手段的建立健全。相对来讲非法贸易糖则并未有更大规模的无序扩张。

3.2 库存：低库存运作模式或将持续较长时间

22/23 年度国产糖产量降低至 897 万吨，进口预计降低至 400 万吨，抛储预期预估在 10 万吨左右，走私糖有所变化但总量维持相对总体可控的状态，期末库存将降低 40 万吨左右。

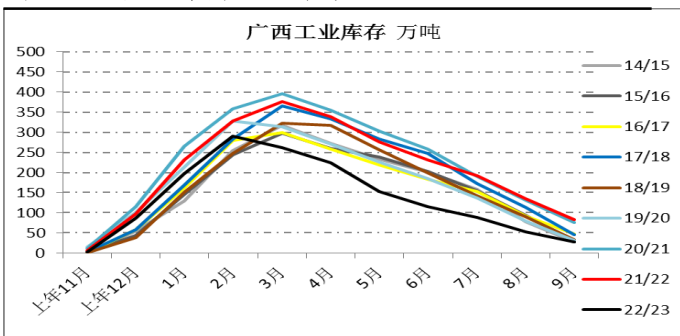
22/23 榨季全国食糖产量降低了 59 万吨至 897 万吨，结转工业库存仅有 44 万吨，同比减少 45 万吨。23/24 年度制糖期预计全国食糖产量有望恢复至 1000 万吨，比上个榨季的 897 万吨增加 103 万吨，进口维持 400 万吨的相对低位，替代糖源小幅增加，消费也稳中略增至 1500 万吨上下，新榨季的期末库存或将小幅增加至 100 万吨上下，依然处于历史相对低位区域。

图表 27：全国年度工业库存



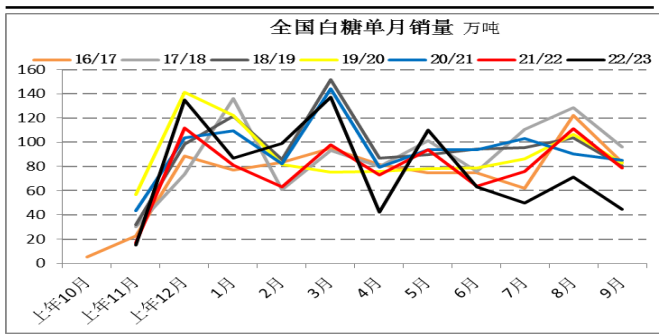
资料来源：中糖协 一德期货

图表 29：广西单月工业库存



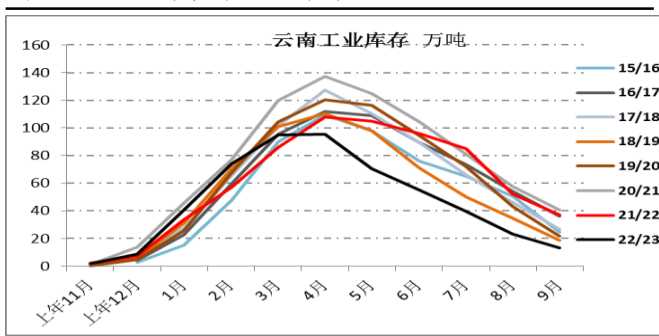
资料来源：中糖协 一德期货

图表 28：全国单月销量



资料来源：中糖协 一德期货

图表 30：云南单月工业库存

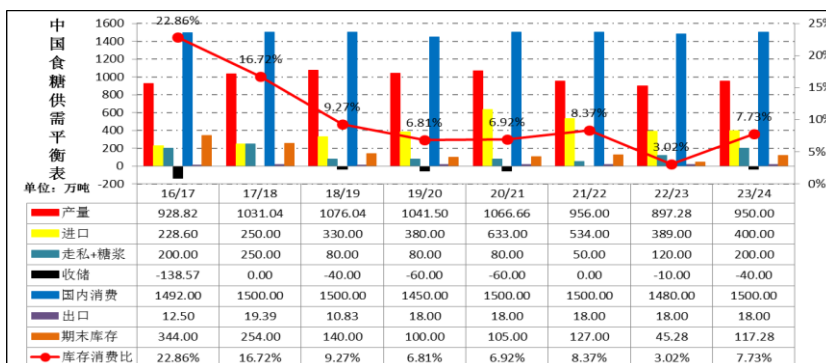


资料来源：中糖协 一德期货

年底临近，各项提振经济和扶持政策陆续出台，生产生活持续“谨慎乐观”恢复中，大部分行业尤其是餐饮和旅游消费行业已经恢复至疫情之前的状态，但在出口一度停滞的背景下，销售的表现并非有亮眼的表现，可见，中游和下游的终端需求表现是出现了负反馈的状态，现货供应紧张是现实，但新糖抢收落空和抛储流拍并没有与现

货紧张的强现实预期相匹配，其他相关食品行业也是中下游端表现更弱，食糖虽然属于需求弹性不大的品种，但很可能旺季需求不旺不仅不能成为支撑反而要提防在供应旺季和进口恢复阶段称为市场的拖累。

图表 31：我国食糖供需平衡表



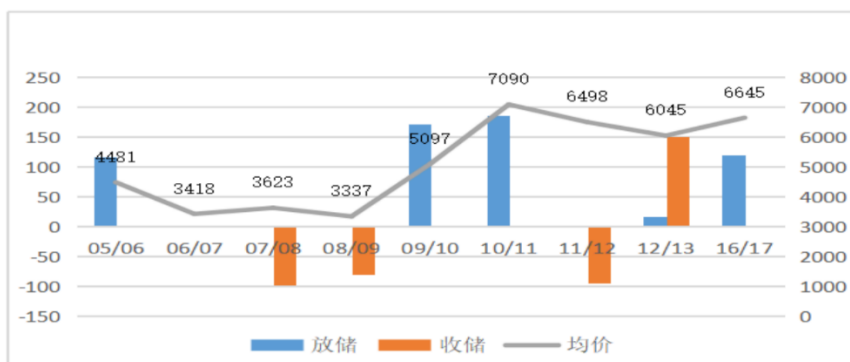
资料来源：中糖协 一德期货

3.3 政策面：抛储将成为市场缺口有利补充

2023年9月27日，中央储备糖进行了16/17榨季以来的首次食糖抛储竞拍，竞卖数量为12.67万吨，分两场进行，第一场竞卖的是旧榨季生产的2.67万吨白砂糖，第二场是2023年生产的10万吨白砂糖，旧榨季生产的白砂糖竞卖底价为6500元/吨，2023年生产的白砂糖竞卖底价为7300元/吨。大部分竞卖的储备糖均已升水几十元成交。

华储交易所在公告通知中称，将根据市场情况持续进行公开竞卖食糖。本轮国储抛储数量或为几十万吨不等。

图表 32：储备糖抛储情况（万吨、元/吨）



资料来源：泛糖科技

3.4 天气：厄尔尼诺危机成全球食糖市场最不稳定因素之一

今年年中的弱厄尔尼诺现象出现时间比预想提前一到两个月且发展较快，其强度会逐渐加强至 23/24 年北半球冬季，厄尔尼诺现象通常会导致西太平洋的降雨量减少，北半球甘蔗种植区或将出现干旱，波及印度、泰国、印尼和澳大利亚北部这些主要的甘蔗种植区，干旱会直接导致食糖主产区印度和泰国的产量降低，尤其印度受天气影响产量波动较大。

甘蔗生长阶段需要大量的降雨，在北半球现在降雨时节不会对植物造成太大的压力。而极端降水仅占厄尔尼诺现象的两成左右，其余大部分都归因于其他因素导致的，所以厄尔尼诺现象的影响并不稳定，所以如果是中等偏弱的厄尔尼诺现象则全球食糖产量波动不大，影响相对偏中性，而强厄尔尼诺事件将会对短期和中长期的产量都带来较为明显的减产危害。

4.行情展望

4.1 国际市场

巴西 23/24 榨季食糖产量或将增加至 4200-4700 万吨。印度 23/24 榨季食糖产量预计为 3100-3400 万吨，波动范围在减产 170 万吨到增加 130 万吨区间。泰国 23/24 榨季预计减产 120-210 万吨至 850-940 万吨。

国际市场在四季度和明年一季度都将高度依赖巴西，目前在增产强预期下，巴西国内榨糖竞争优势突出，出口利润高，年底前巴西都将维持大量供应节奏，年后巴西生产高峰逐渐过渡，亚洲主产国的生产高峰阶段，巴西才有可能逐渐淡出。而其他国家减产的影响将成为贸易流的主导，贸易紧平衡预期下减产和出口也将逐步验证，等待下个生产周期的开始。

目前，泰国减产和控制出口是处于超预期状态的严格程度，印度减产加上严禁进口基本符合预期，巴西虽然增产，但在其他农作物同样丰收和港口物流运输能力有限的背景下出口和贸易流压力增大，有效流出效率不高，持续为价格提供支撑，中长期请参阅最后一页的免责声明

看，巴西庞大的增产潜力依然令远期合约贴水。年底前糖价下有泰国和印度产量降低和出口减少的支撑，上有巴西产量不断刷新纪录高位的压力，预计震荡中心下移至 19-27 美分上下整理，下半年将取决于高价格对种植端的刺激带动程度和需求恢复程度，年度价格运行区间在震荡中心上下 3 美分。

4.2 我国市场

22/23 榨季全国食糖产量降低了 59 万吨至 897 万吨，结转工业库存仅有 44 万吨，同比减少 45 万吨。23/24 年度制糖期预计全国食糖产量有望恢复至 1000 万吨，比上个榨季的 897 万吨增加 103 万吨，进口维持 400 万吨的相对低位，替代糖源小幅增加，消费也稳中略增至 1500 万吨上下，新榨季的期末库存或将小幅增加至 80-90 万吨上下，依然处于历史相对低位区域。

短期国内现货量少价高支撑基差维持高位，近强远弱外强内弱格局仍在延续。四季度中后期开始，包括明年二季度前半段都要面临生产供应旺季新糖大量上市、进口糖“放量”入市、抛储的政策压力以及需求低于预期的担忧，远月压力相对高于近月。年中以后，虽则供应高峰压力的过度和需求旺季的开启，新一年的种植面积和产量增加的预期目前依然较为乐观，供应端较需求端恢复性增加的预期更加明确。


明年二季度前预计价格将继续围绕国内生产低成本和进口高成本之间波动，参考区间 5900-7200 元/吨，如果遭遇极端恶劣天气和宏观面的超预期事件发生，价格空间上下再调整 300-400 元。强现实弱预期持续，反套结构为主，期权方面重点以区间内跨市和宽跨式套利以及卖出看涨期权为主要工具。


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn