

国信期货白糖半年报

白糖

利空大量释放 糖价波动空间有限

2025年6月29日

主要结论

白糖：国际市场来看，原糖市场上半年利空释放密集，亚洲产量前景光明，印度季风雨充沛，2025/26年度的产量或将达到3500万吨的水平，泰国的产量预计也将大幅提升至1120万吨。巴西生产进度虽然同比落后，但是绝对量维持高位，且最大化生产食糖。在大量利空影响下，糖价试探16美分/磅一线支撑。但市场似乎否极泰来，巴西开始出现天气干扰以及乙醇政策的变化，阻止价格的进一步颓势。下半年如果出现一些利好，对于相对利空充分消化的市场来说，很可能扭转上半年的局面。但整体在未来供应比较充裕的大背景下，高度可能相对有限。

国内市场来看，基本上国产糖库存偏低，广西挺价意愿非常强，云南库存相对偏高，但市场采购并不缺乏，整体现货市场韧性比较足，高基差维持。不过未来进口大量涌入的格局不改，8月预计加工糖开机将达到峰值。从定价角度来看，云南糖定价预计将转为加工糖定价。不过虽然加工糖后期大量上市，但是没有自降身价去砸盘的动力，届时还需结合消费情况综合判断。总体来说，远期偏弱预期存在，上行压力较大。但是下方空间预计也相对有限，除非国际市场跌破16美分/磅一线重要关口。

操作建议：郑糖波段交易为主。

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116号

分析师：侯雅婷
从业资格号：F3037058
投资咨询号：Z0013232
电话：021-55007766-305169
邮箱：15227@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

上半年郑糖价格下挫后回升再转为下跌。

1月国内对于糖浆及预拌粉进口管控收紧的预期落地后，市场回归基本面，处于全面生产时期，供应压力较大，临近春节消费转为平淡，备货基本结束。糖价持续下跌，1月22日，郑糖最低至5725元/吨。随后国际市场不断反弹带动，国内虽然生产进度强劲但是广西总产量预计达不到此前预期，也给糖价带来支撑。郑糖从最低点反弹超过250元/吨，价格回升至6000元/吨一线。2月21日，郑糖最高至6044元/吨。随后郑糖跟随外盘下挫出现小幅调整。在销售进度较好，外盘继续上行的带动下，郑糖再度反弹，4月3日达到上半年高点6084元/吨。但此后在宏观方面美国加征关税的利空下，商品整体颓势，郑糖受到拖累，随后外盘持续下挫，国内跟跌。4月16日郑糖主力合约最低至5856元/吨。国内逻辑转至主产区天气灾害，糖价随后回升。在外盘下挫以及国内发放进口配额的利空下郑糖转为下跌，5月8日郑糖主力合约最低至5808元/吨。随后在销售进度较快的提振以及外盘回升带动下，郑糖走高，5月14日，郑糖主力合约最高至5926元/吨。随后外盘持续下挫，国内跟跌。

上半年国际糖价先在高位宽幅震荡，四月中旬后跌破区间下沿震荡寻底。

一季度国际糖价一波三折，整体运行于16.6-20.1美分/磅之间。1月21日创低点16.61美分/磅。2月市场的焦点从巴西估产上调转向巴西库存历史新低，雷亚尔也触底反弹，导致空单大幅平仓。2月25日，原糖反弹至19.98美分/磅。但随着3月合约天量交割，糖价崩塌式下跌。糖价回到18美分/磅一线。随后一系列利空导致糖价破位下行。宏观事件冲击对糖价影响偏空，基本上巴西榨季开局生产强劲，也给市场带来压力。糖价不断下挫寻找支撑。主力合约4月16日最低至17.36美分/磅。基本上南巴西4月下半月生产数据远低于市场预期，糖价最高至18.29美分/磅。但随后巴西生产进度恢复，印度新榨季生产前景乐观也给市场带来压力。糖价再度走低。6月18日，主力合约最低至16.2美分/磅。

图：郑糖主力合约走势



数据来源：博易云 国信期货

图：ICE 期糖主力合约走势



数据来源：博易云 国信期货

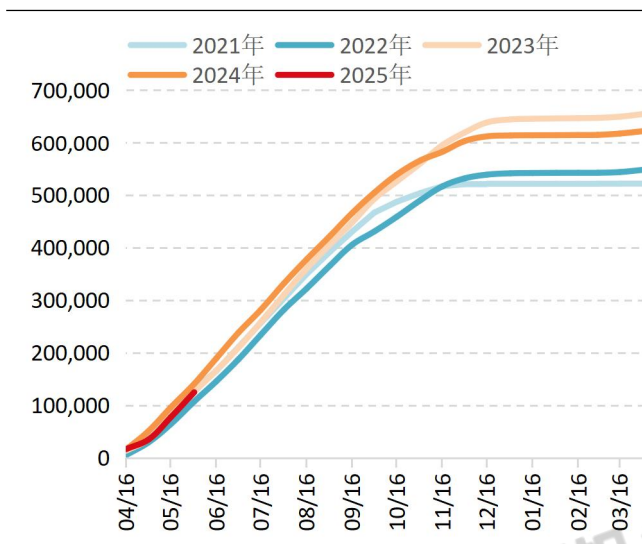
二、国际市场分析

1、巴西生产同比落后 关注天气及乙醇政策影响

2025/26榨季截至6月1日中南部累计压榨甘蔗1.25亿吨，同比减少11.85%；累计产糖695.4万吨，同比减少11.64%；累计产乙醇57.4亿升，同比减少11.36%；糖厂使用49.99%的甘蔗比例产糖，上榨季同期为47.81%。

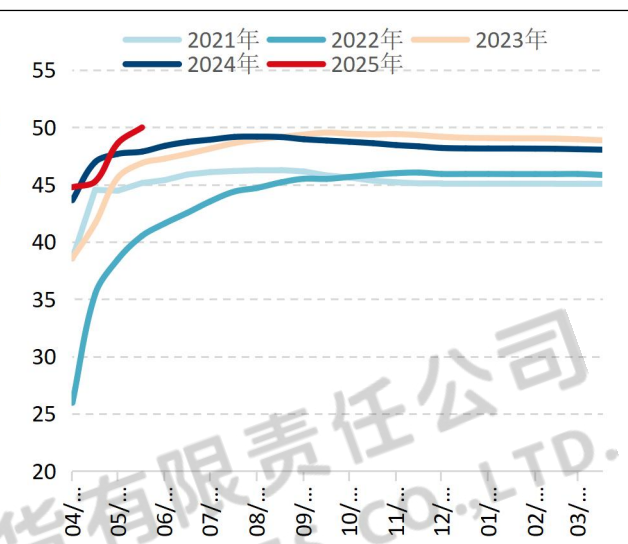
虽然压榨数据同比落后，但是基于2024/25年度处于持续刷新历史新高的压榨进度，本年度绝对数量来看仍处于高位，生产企业最大化制糖比。

图：南巴西累计压榨量（单位：千吨）



数据来源：UNICA 国信期货

图：南巴西累计制糖比例（单位：%）



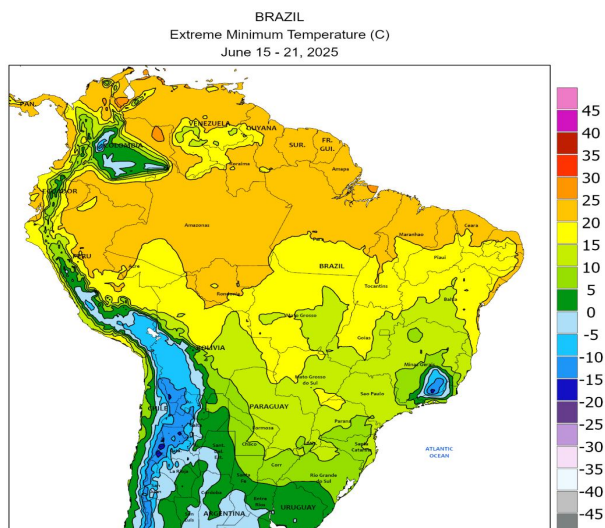
数据来源：UNICA 国信期货

6月25日圣保罗州打破了今年的低温纪录，此次冷空气来自极地，最南端地区甚至出现霜冻，清晨温度仅达到 0.3℃，北部也出现低温天气。圣保罗上一次出现霜冻是在 2021 年，对于甘蔗带来显著影响。由于此前的干旱天气和近日袭击圣保罗州的严重霜冻，当前市担忧巴西中南部地区的产区状况。已有机构预计当前2025/26榨季圣保罗州的甘蔗产量将下降9%-10%，甚至可能达到12%。

乙醇政策方面，2025年6月25日，巴西官方宣布计划将汽油中的无水乙醇掺混比例从27%提高到30%，8月1日生效。这一政策将促使更多甘蔗被用于生产乙醇，掺混比由27.5%提升至30%，以上一年度乙醇总量125亿升来计算，会增加无水乙醇约11.4亿升的替代需求，折合产糖量约180万吨。对糖价构成支撑。

图：巴西过去一周最低温度

图：巴西乙醇掺混比例



数据来源: NOAA 国信期货

Anhydrous Ethanol Use Mandate		
Year	Month	Mandate
2006	Jan-Feb	E25
	Mar-Oct	E20
	Nov-Dec	E23
2007	Jan-May	E23
	Jun-Dec	E25
2008	Jan-Dec	E25
2009	Jan-Dec	E25
2010	Jan	E25
	Feb-Apr	E20
2011	May-Dec	E25
	Jan-Sep	E25
2012	Oct-Dec	E20
	Jan-Dec	E20
2013	Jan-Apr	E20
	May-Dec	E25
2014	Jan-Dec	E25
	Jan-Mar 15th	E25
2015	Mar 16th-Dec	E27
	Jan-present	E27

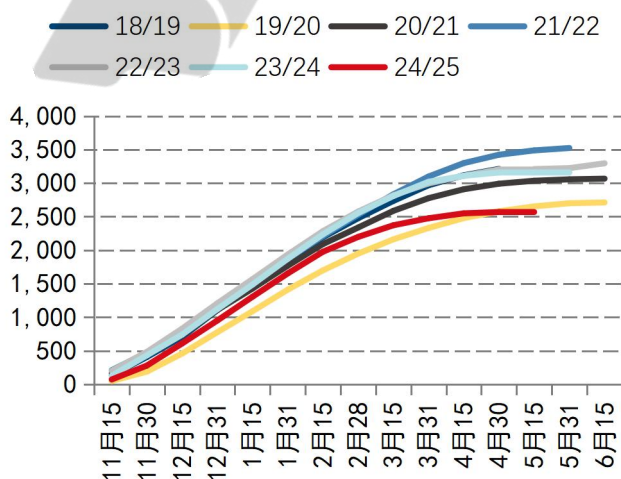
数据来源: MME 国信期货

2、印度产量前景较好 季风雨量充沛

印度 2024/25 榨季食糖净产量预计约在 2610-2620 万吨。其中包括到 5 月中期之前生产的 2574.4 万吨，以及泰米尔纳德邦和卡纳塔克邦在特别压榨季预计生产的 40-50 万吨。市场焦点转向新榨季的产量前景。

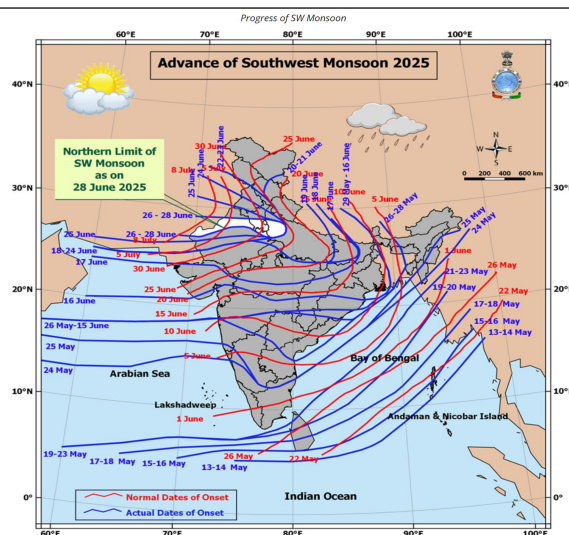
今年马哈拉施特拉邦和卡纳塔克邦的降雨量分别比平均水平高出 1007% 和 234%。降雨将有利于 2025/26 年度(始于 10 月)收获的作物，并将支持 2026/27 年度收获作物的种植。印度由于种植面积增加和季风降雨规律，预计 2025/26 榨季产糖量可达 3500 万吨。

图: 印度双周累计产糖量(单位: 万吨)



数据来源: ISMA 国信期货

图: 印度季风进展图



数据来源: IMD 国信期货

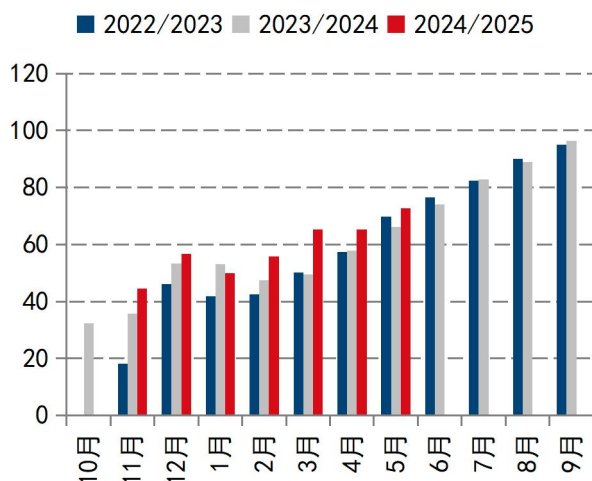
三、国内市场分析

1、产销进度乐观 基差坚挺

2024/25 榨季，截至 5 月底累计销糖率 72.69%，同比加快 6.52 个百分点。2 月开始销量率从同比下降转为同比增长，此后一直处于历史领先水平。预计至 6 月底，广西工业库存不足 140 万吨。这对于现货糖价有非常明显的支撑。

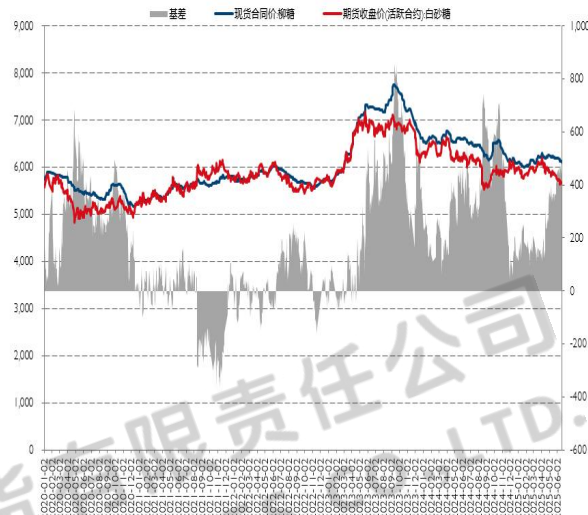
基差自 5 月以来上涨，现货强势明显，在郑糖下跌过程中，强基差在 5600 元/吨一线起到了非常显著的托底作用。后期只要加工糖不出现甩卖的情况，偏低库存预计仍将对于糖价下方起到支撑作用。

图：全国累计销糖率（单位：%）



数据来源：中国糖业协会 国信期货

图：国内期现货价格及基差（单位：元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

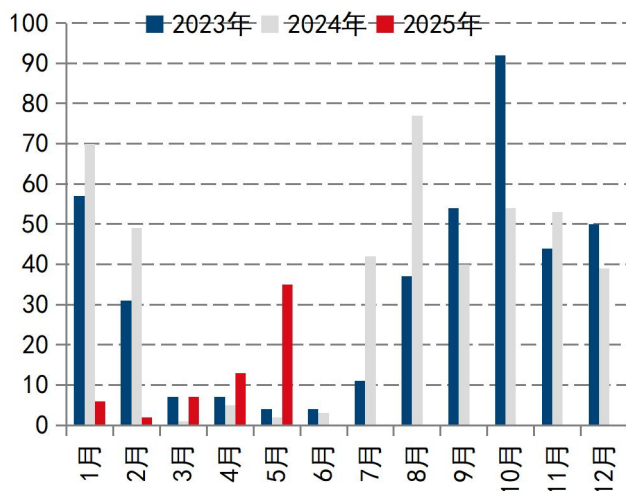
2、进口放量 后续到港预期维持高位

进口方面，2025 年 5 月份我国进口食糖 35 万吨，同比增加 32 万吨。2025 年 1-5 月我国累计进口食糖 63 万吨，同比减少 64 万吨，是十年以来最低水平。2024/25 榨季截至 5 月底我国累计进口食糖 209 万吨，同比减少 104 万吨。

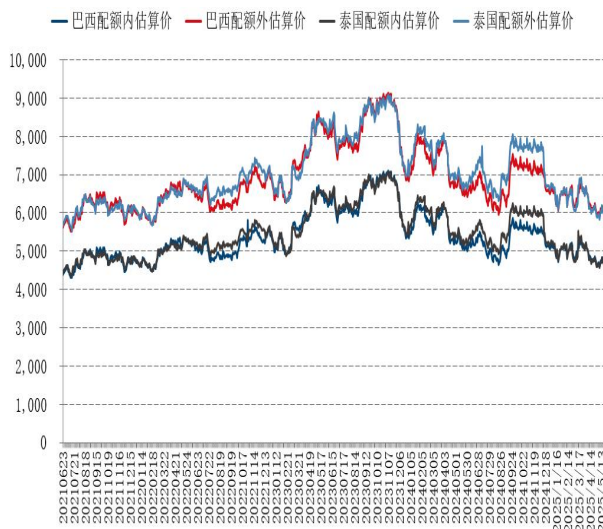
随着配额外进口许可的发放，5 月份配额外原糖开始逐渐到港。根据目前巴西原糖出口的船期，预计 6 月份我国食糖进口数量比 5 月份的 35 万吨稍多，但由于上半年给出较为明确的点价机会，进口总量或达到 200 万吨，进口大幅放量将于 7 月份真正开启。

图：月度食糖进口量（单位：万吨）

图：巴西、泰国进口成本（单位：元/吨）



数据来源：中国海关 国信期货



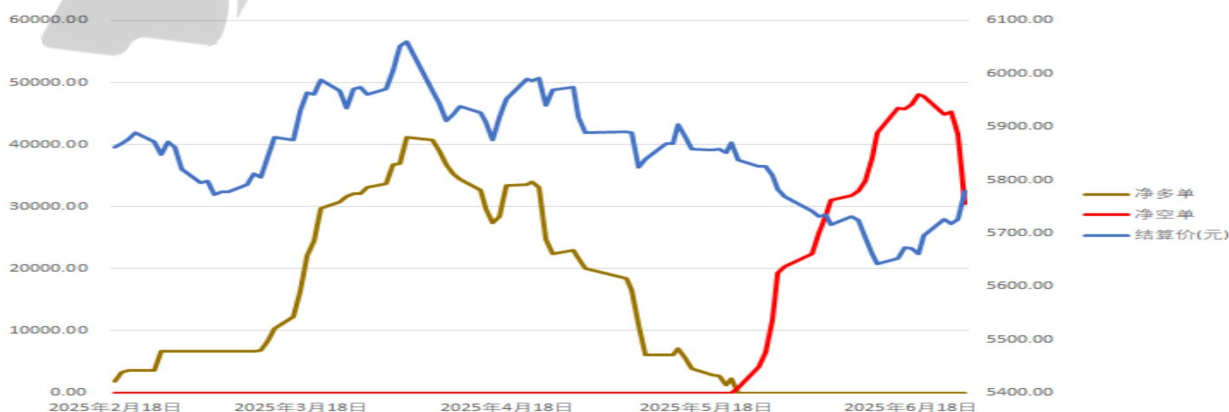
数据来源：泛糖科技 国信期货

3、资金博弈加剧 关注主力席位动向

从郑糖持仓来看，主力空头席位从5月18日开始建仓，至6月18日达到峰值超过4万手净空单。郑糖盘面在主空加仓阶段不断下挫，但是进入6月中旬空头加仓明显失效，市场后期走升又逼空头之势，6月下旬随着主力空头不断减仓，郑糖价格反弹。在反弹阶段，郑糖2509合约明显强于外盘走势，强于远月2601合约走势，体现出自身的独立性，资金博弈的痕迹明显。

在郑糖波段行情中，主力席位的变化往往存在一定规律，并且对市场产生显著的影响。因此追踪主力席位动向对于波段行情的把握难以忽略。

图：郑糖 2509 合约主力空头持仓情况及糖价走势（单位：手、元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

四、结论及操作建议

国际市场来看，原糖市场上半年利空释放密集，亚洲产量前景光明，印度季风雨充沛，2025/26 年度的产量或将达到 3500 万吨的水平，泰国的产量预计也将大幅提升至 1120 万吨。巴西生产进度虽然同比落后，但是绝对量维持高位，且最大化生产食糖。在大量利空影响下，糖价试探 16 美分/磅一线支撑。但市场似乎否极泰来，巴西开始出现天气干扰以及乙醇政策的变化，阻止价格的进一步颓势。下半年如果出现一些利好，对于相对利空充分消化的市场来说，很可能扭转上半年的局面。但整体在未来供应比较充裕的大背景下，高度可能相对有限。

国内市场来看，基本面上国产糖库存偏低，广西挺价意愿非常强，云南库存相对偏高，但市场采购并不缺乏，整体现货市场韧性比较足，高基差维持。不过未来进口大量涌入的格局不改，8 月预计加工糖开机将达到峰值。从定价角度来看，云南糖定价预计将转为加工糖定价。不过虽然加工糖后期大量上市，但是没有自降身价去砸盘的动力，届时还需结合消费情况综合判断。总体来说，远期偏弱预期存在，上行压力较大。但是下方空间预计也相对有限，除非国际市场跌破 16 美分/磅一线重要关口。

操作建议：郑糖波段交易为主。



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。