

## 主要结论

**白糖：**国际市场来看，地缘风险溢价尚存，美伊冲突暂无明确缓和信号，霍尔木兹海峡航运风险仍在，油价易涨难跌，乙醇替代逻辑持续生效，巴西新榨季制糖比预计下调，全球食糖供应收紧预期升温。供应端扰动持续：印度减产落地，出口配额收紧，泰国、澳大利亚等主产国产量无明显增量，全球食糖供应边际收紧。成本端支撑强劲，国际油价高位+海运费上涨，全球食糖生产、物流成本同步抬升，国际糖价下方支撑牢固。国际糖价想要启动趋势性上涨也存在难度。美伊冲突如果缓和，美国释放战略石油储备、协调国际能源署应急调控，油价存在回调风险，一旦油价回落，乙醇替代逻辑弱化，糖价多头动能将快速消退。基本上全球库存压力仍存。尽管下榨季有望转向缺口，但当前全球食糖商业库存仍处高位，短期供应充裕，难以支撑糖价持续暴涨。需求端来看。全球食品消费增速放缓，限制糖价上行空间。汇率影响来看，巴西雷亚尔兑美元偏弱，利于巴西糖低价出口，增加国际糖市供应压力，压制国际糖价。

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

国内市场来看，主要受到三方面的影响：一是进口成本支撑，国际糖价高位+海运费上涨，推升国内配额外进口糖成本，对郑糖价格形成低位支撑；二是政策因素，进口政策预期限制郑糖跌幅，导致国际糖价在下行时，国内糖价明显更为抗跌。具体政策落实需要等到5月来证实，在此之前，政策预期都会起到支撑作用。三是国内供需基本面，当前国内处于2025/26榨季压榨中后期，甜菜糖供应结束，但甘蔗糖供应仍在增加，工业需求处于传统淡季，食品加工、饮料消费需求偏弱，弱势需求的格局限制了涨幅，使得糖市很难出现趋势性大涨。

操作建议：郑糖偏多思路为主。

### 独立性申明：

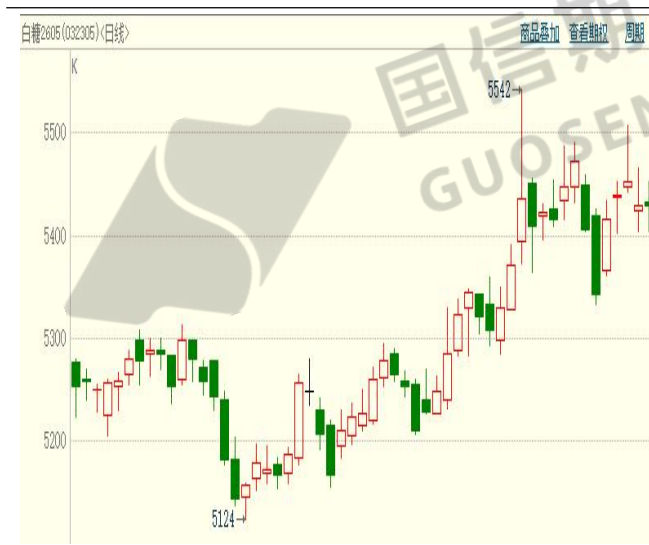
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、行情回顾

一季度国内郑糖整体呈现震荡偏强、多空博弈的走势，主力合约运行区间主要集中在 5200-5542 元/吨，整体价格重心较去年四季度明显上移。一季度初期，郑糖受国内食糖产销偏弱、工业库存同比累积压制，走势相对震荡，2月中下旬起逐步走强，3月上旬一度触及 5542 元/吨的阶段高点，创下去年四季度以来的新高。核心驱动方面，国际糖价上行带动进口糖成本攀升形成支撑，截至 3 月 20 日，配额外巴西糖加工完税成本已升至 5606 元/吨，较 3 月中旬大幅上行；同时，进口许可证发放预期及政策偏紧预期进一步提振盘面情绪。但与此同时，国内食糖供应宽松格局未改，2025/2026 年度全国食糖产量预估上调至 1230 万吨，创近 10 个榨季新高，且一季度处于消费淡季，显著压制了郑糖上涨幅度，月末价格有所回落，整体呈现“强预期、弱现实”的博弈格局。

一季度国际糖价呈现震荡反弹、重心逐步上移的态势，ICE 原糖主力合约从年初的 13.34 美分/磅附近逐步回升，3月下旬收于 15.63 美分/磅，期间周度涨幅最高达 8.47%，整体运行区间为 13.34-15.63 美分/磅。核心支撑来自全球食糖供应过剩幅度大幅收缩，咨询机构 StoneX 将 2025/2026 榨季全球食糖过剩量从 290 万吨缩减至 87 万吨，国际糖业组织也下调了过剩预期。分主产国来看，巴西受国际油价飙升带动，乙醇生产利润改善，市场预期 2026/27 榨季制糖比将从 50.2% 下调至 48%，甘蔗原料分流导致食糖产量预期下调；印度 2025/26 榨季甘蔗压榨进度放缓，产量预估多次下修，进一步缓解市场供应担忧。此外，CFTC 基金净空持仓持续收缩，空头回补推动价格反弹，但强势美元及全球潜在供应压力形成制约，导致国际糖价呈现震荡上行、多空交织的走势，整体反弹动能受能源市场及主产国政策变动影响较大。

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、巴西新榨季即将开启 油价扰动较大

2025/26 榨季巴西生产已经基本结束，巴西甘蔗行业协会 (Unica) 数据显示，截至 2 月 1 日中南部巴西中南部地区累计食糖产量达 4024 万吨，同比增长 0.86%，制糖比维持在 50.74%，较上一榨季同期的 48.14% 实现提升。新榨季来看，制糖比例预计从本榨季的高位下调至 48%。2026/27 榨季糖厂有可能于 3 月份提前开榨，但降雨或扰乱开榨节奏。制糖比成为新榨季市场关注的焦点，近期国际局势对于糖醇比产生了较大的

影响。

本轮美伊冲突升级，核心扰动点在于霍尔木兹海峡航运安全与中东原油供应中断风险。全球约20%的原油供应、35%以上的海运高硫燃料油运输依赖霍尔木兹海峡，冲突爆发后，市场对原油供应收紧的预期快速升温，叠加避险情绪升温，原油价格走出“急涨-回调-再冲高”的剧烈震荡走势：3月初原油从75美元/桶附近快速拉升，随后受美国释放应急调控信号、市场博弈冲突缓和预期影响，油价小幅回落，但始终维持高位偏强运行，地缘风险溢价始终未完全消退。

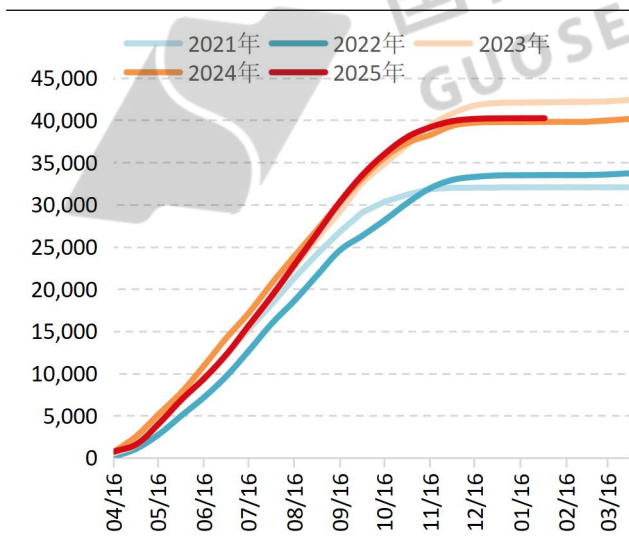
油价对糖价的传导并非直接关联，而是通过两条核心路径实现，这也是本轮糖价跟随油价波动的关键逻辑：

**生物能源替代路径（核心驱动）：**巴西、印度等全球主产糖国，甘蔗兼具制糖与生产燃料乙醇的双重用途，糖醇比是糖厂生产决策的核心指标。当油价突破80美元/桶阈值后，燃料乙醇经济性大幅提升，巴西等国糖厂倾向于将更多甘蔗转向乙醇生产，直接压缩食糖产量与出口供应，进而推升国际糖价；反之，油价回落则会削弱乙醇替代优势，食糖供应预期宽松，压制糖价。

**物流与成本传导路径（辅助驱动）：**原油价格上涨直接推升全球海运、陆路运输成本，食糖物流费用增加，抬高进口糖成本；同时，化肥、农药等农资成本与油价高度挂钩，间接增加甘蔗种植与压榨成本，对糖价形成底部支撑。

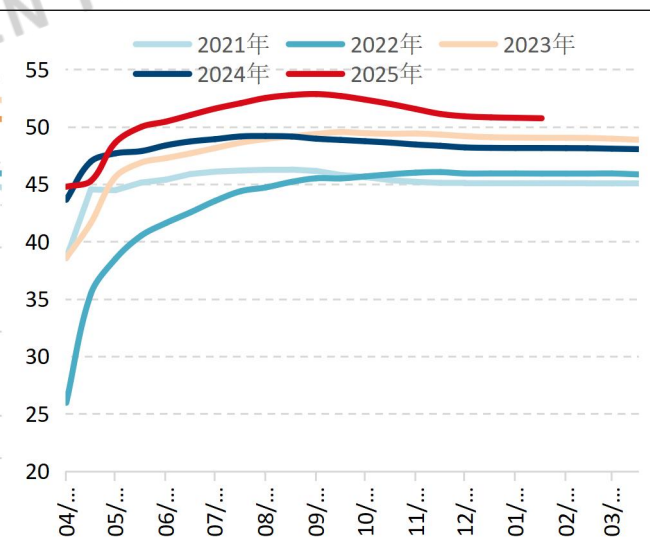
相较于其他农产品，白糖的能源属性使其对油价波动的敏感度更高，本轮美伊局势引发的油价异动，也成为打破前期糖市震荡格局的核心外部变量。

图：南巴西累计产糖量（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

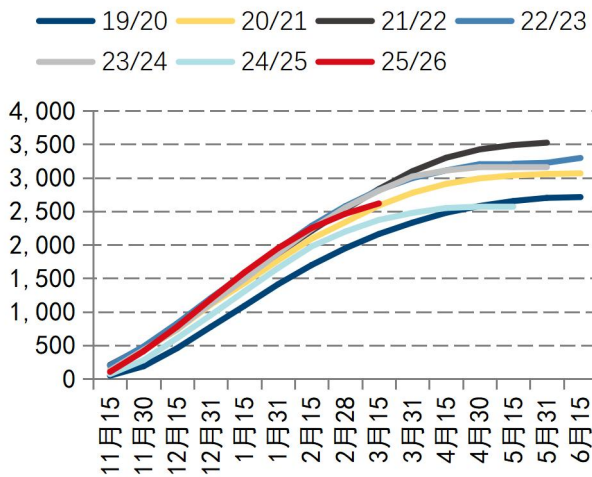
## 2、印度产量预估之争激烈 进出口进度放缓

印度 2025/26 榨季甘蔗压榨进入尾声，截至 3 月 15 日，全国累计产糖 2617.5 万吨，同比增长约 10%。本榨季开榨的 540 家糖厂中仅有 173 家糖厂仍在生产，去年同期还在生产的有 200 家糖厂。2025/26 榨季的总糖产量下修幅度逐步清晰，市场近期对印度糖产量预估分歧缩小，预估中值降至 2850 万吨左右。由于国际糖价低迷及糖产量预估下调导致库存偏紧，市场对本榨季印度实际出口量的预估降至 80 万吨左右。

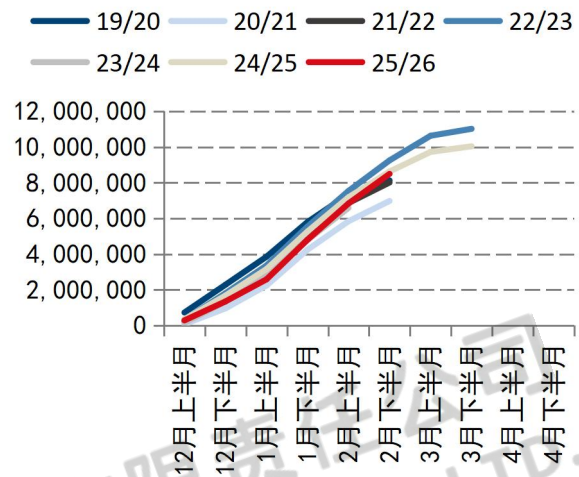
但如果国际糖价走升，出口量需要动态上调。

泰国 2025/26 榨季 3 月份的压榨进度仍然保持强劲，截至 3 月 18 日 58 家开榨糖厂中仅 4 家收榨，去年同期收榨糖厂达到 22 家，累计产糖 1059.8 万吨，同比增加约 76 万吨或 7.7%。若糖厂收榨时间延迟至 4 月第一周后，糖产量有可能达到 1100 万吨，高于此前 1050 万吨左右的市场共识。

图：印度双周累计产糖量（单位：万吨）



图：泰国生产进度（单位：吨）



数据来源：ISMA 国信期货

数据来源：OCSB 国信期货

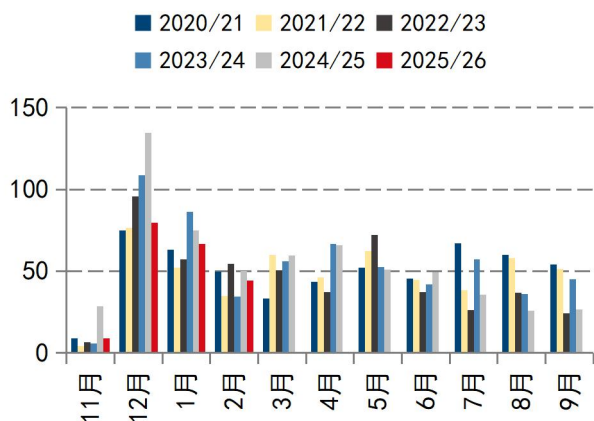
### 三、国内市场分析

#### 1、国内销售偏慢 云南情况好于广西

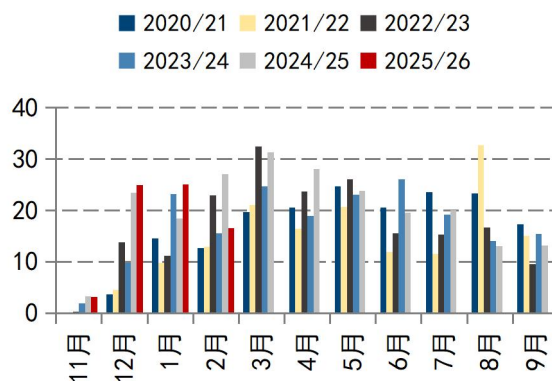
2026 年一季度国内现货糖市整体成交偏弱，产销进程滞后，核心表现为广西销售落后、云南相对尚可，区域分化显著。截至 2 月底，广西作为全国最大产糖区，本榨季累计产糖 565.13 万吨，同比减少约 51.58 万吨，累计销售新糖仅 155.06 万吨，同比大幅减少 83.03 万吨，销糖率仅 38.49%，同比回落 10.94 个百分点，库存压力持续累积。云南同期产销表现相对稳健，截至 2 月底累计产糖 149.34 万吨，同比增加 9.31 万吨，累计销售新糖 69.75 万吨，销糖率 46.71%，虽 2 月单月销售受春节影响有所放缓，但整体节奏好于广西。

图：广西单月销糖量（单位：万吨）

图：云南单月销糖量（单位：万吨）



数据来源：广西糖协 国信期货



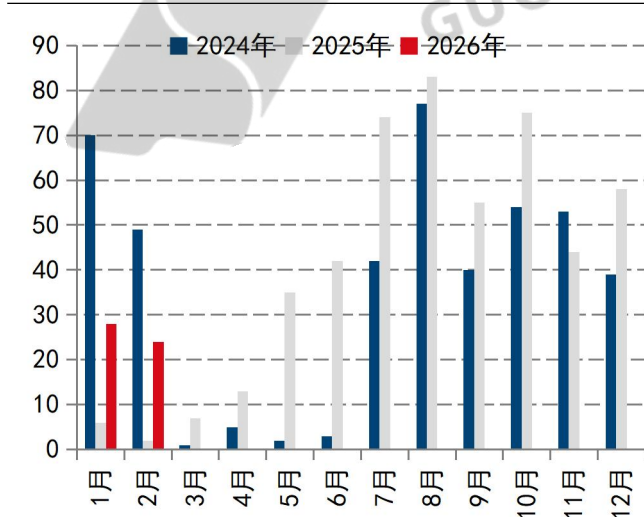
数据来源：云南糖协 国信期货

## 2、进口量有所放大 市场关注后期进口政策变化

进口方面，2026年1-2月我国食糖进口量大幅同比增长，海关总署数据显示，累计进口52万吨，同比增加44.09万吨，增幅达563.1%；分月看，1月进口28万吨、2月进口24万吨，同比分别增加21.7万吨、22.39万吨，月度进口均维持高位。

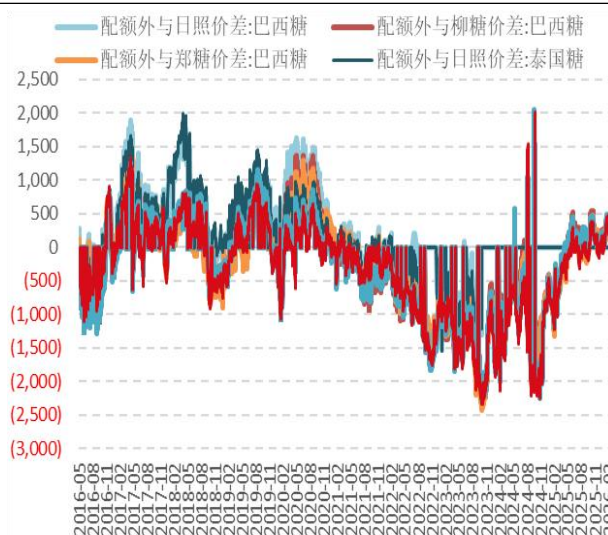
1-2月高进口为阶段性放量，二季度随消费旺季来临，进口量或平稳回落，全年进口总量预计低于上榨季。政策端，市场对于后期配额收紧的预期较高，但是需要等到5月份对此信息证实。

图：月度食糖进口量（单位：万吨）



数据来源：中国海关 国信期货

图：配额内外进口利润情况（单位：元/吨）



数据来源：中国海关 国信期货

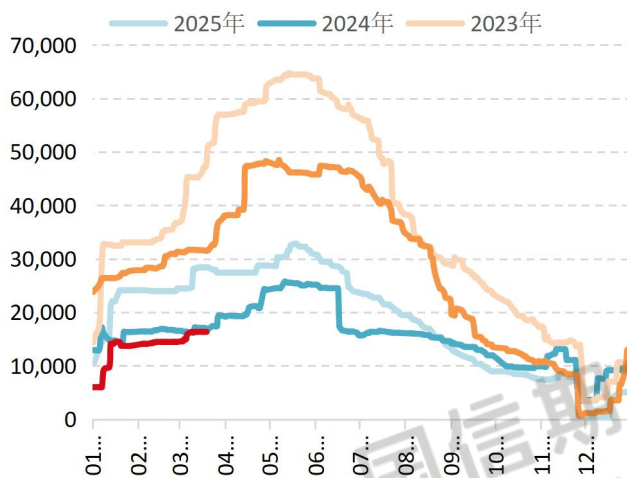
## 3、仓单量处于低位糖价存支撑

郑商所白糖期货仓单整体处于低位水平，截至2026年3月24日，郑商所白糖期货仓单为16862张，近一个月仓单累计增长1881张，但整体规模仍处于历史同期偏低区间。

郑商所白糖仓单维持低位，是产业供需、区域特性及市场情绪等多因素共同作用的结果。其一，主产区产销节奏差异显著，广西作为全国最大产糖区，本榨季产销进度滞后，截至2月底销糖率仅38.49%，同比回落10.94个百分点，库存压力持续累积，糖企更倾向于现货渠道去库，不愿将白糖注册为期货仓单；而云南销糖节奏相对尚可，仓单注册量有限，难以弥补广西的缺口。其二，市场情绪与基差因素制约仓单注册，2026年2月下旬以来，郑糖价格受宏观情绪带动持续上涨，基差大幅走低至近几个榨季同期低位，低基差虽有利于后续仓单注册，但短期内抑制了企业的注册意愿。

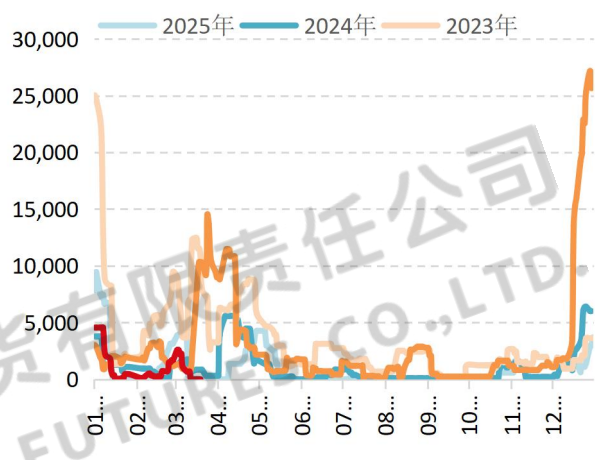
低仓单强化了市场对交割供应偏紧的预期，在期货盘面偏强震荡的背景下，进一步支撑郑糖价格，限制回调空间，低仓单成为多头信心的支撑。后续仓单注册量有望逐步增加，进而缓解供应偏紧预期。

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：广西及云南白糖现货价格（单位：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，地缘风险溢价尚存，美伊冲突暂无明确缓和信号，霍尔木兹海峡航运风险仍在，油价易涨难跌，乙醇替代逻辑持续生效，巴西新榨季制糖比预计下调，全球食糖供应收紧预期升温。供应端扰动持续：印度减产落地，出口配额收紧，泰国、澳大利亚等主产国产量无明显增量，全球食糖供应边际收紧。成本端支撑强劲，国际油价高位+海运费上涨，全球食糖生产、物流成本同步抬升，国际糖价下方支撑牢固。国际糖价想要启动趋势性上涨也存在难度。美伊冲突如果缓和，美国释放战略石油储备、协调国际能源署应急调控，油价存在回调风险，一旦油价回落，乙醇替代逻辑弱化，糖价多头动能将快速消退。基本上全球库存压力仍存。尽管下榨季有望转向缺口，但当前全球食糖商业库存仍处高位，短期供应充裕，难以支撑糖价持续暴涨。需求端来看。全球食品消费增速放缓，限制糖价上行空间。汇率影响来看，巴西雷亚尔兑美元偏弱，利于巴西糖低价出口，增加国际糖市供应压力，压制国际糖价。

国内市场来看，主要受到三方面的影响：一是进口成本支撑，国际糖价高位+海运费上涨，推升国内配额外进口糖成本，对郑糖价格形成低位支撑；二是政策因素，进口政策预期限制郑糖跌幅，导致国际糖价在下行时，国内糖价明显更为抗跌。具体政策落实需要等到5月来证实，在此之前，政策预期都会起到支撑作用。三是国内供需基本面，当前国内处于2025/26榨季压榨中后期，甜菜糖供应结束，但甘蔗糖供应仍在增加，工业需求处于传统淡季，食品加工、饮料消费需求偏弱，弱势需求的格局限制了涨幅，使得糖市很难出现趋势性大涨。

操作建议：郑糖偏多思路为主。



#### 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。