

白糖：似是天在水，一梦压星河

研究中心农产品团队 2025/4/23

姓名：路安琪

期货从业号：

F03087731

投资咨询号：

Z0019504

电话：

15210205916

邮箱：

Laq2537@yafco.co

m

摘要：

外盘回落，郑糖回落后再度上冲，相对外盘偏强。

清明节后，特朗普关税问题引发全球资产巨震，糖价跌幅最小，但仍未能幸免。4月2日以来，原糖主力合约自高点19.63美分下跌，当前在17.7美分附近，下跌2美分左右，跌幅约10%，近期小幅反弹，整体振幅控制在10%。国内大方向以跟随为主，09合约自高点6084元跌至5856元，下跌228元，下跌约4%，整体跌幅不大。国内糖价相对偏强。

核心逻辑

1. 海外减产题材充分交易，目光聚焦巴西。
2. 原糖多空持仓相对中性，市场持观望态度。
3. 国内偏强主旋律不改，关注未来进口排船

我们认为，当前外盘最大影响来自于巴西新榨季的产量预期和天气。上方压力来自于雷亚尔贬值以及尚未完成的套保压力，下方支撑来自于商业买盘支撑。投机力量相对中性，缺乏炒作题材。维持区间走势。国内方面相较海外偏强，国产糖挺价叠加糖浆禁令托底，国内相对维持高位震荡走势。

正文:

清明节后，特朗普关税问题引发全球资产巨震，糖价跌幅最小，但仍未能幸免。4月2日以来，原糖主力合约自高点19.63美分下跌，当前在17.7美分附近，下跌2美分左右，跌幅约10%，近期小幅反弹，整体振幅控制在10%。国内大方向以跟随为主，09合约自高点6084元跌至5856元，下跌228元，下跌约4%，整体跌幅不大。国内糖价相对偏强。

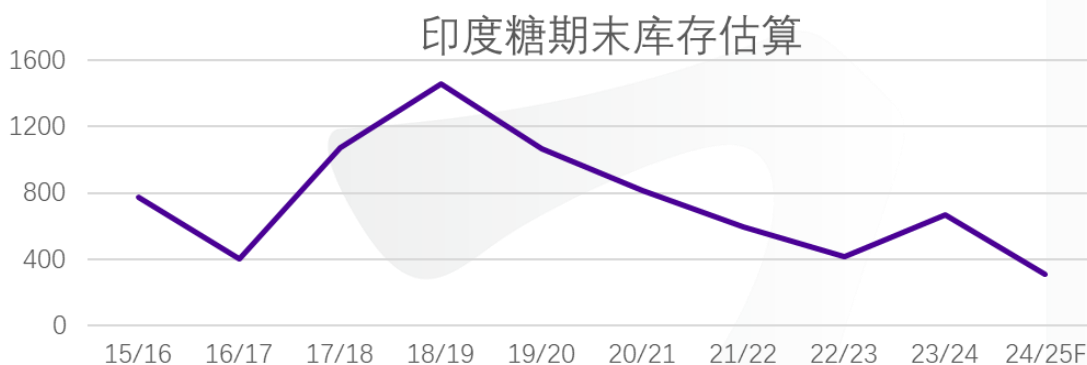
一、海外减产题材充分交易，目光聚焦巴西新年度天气和糖产量。

1、印度减产后，全国库存处于历史低位

印度的产量下修幅度较大，一度给原糖市场较大利多。主产区马哈拉施特拉邦、卡纳塔克邦遭遇季风延迟及降水不均，干旱导致土壤墒情恶化，甘蔗单产较同期下降12%-15%，部分蔗农转种其他替代作物，上述因素导致印度本年度糖产量估产不断下滑。截止4月15日，印度糖产量约为2550万吨，目前仍有38家糖厂运转，整体糖最终产量较榨季初预估减少500万吨左右，减幅约19%。AISTA预计印度食糖产量下调19%至2580万吨。不同机构绝对产量价格略有出入，但减产幅度基本相同。

由于印度用糖量逐年攀升，在减产20%的背景下，期末库存快速降低。此前公布的100万吨出口配额在减产的背景下强行兑现或许将期末库存降至极低位置。根据我们的测算，**本年度印度期末库存在300万吨左右，是历史10年以来最低位置。**

图1、印度库存变化

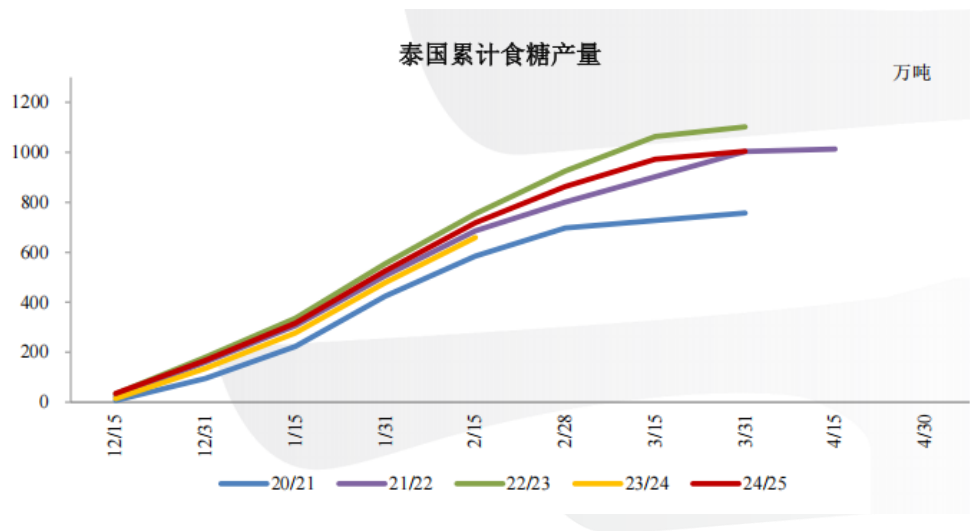


数据来源: ISMA、永安期货研究中心

2、泰国产量基本符合预期，小幅增产不及预期

泰国于 4 月 8 日结束压榨，糖产量 1005.06 万吨，同比增加 127.88 万吨，增幅 14.58%。但较榨季之初的 1050-1100 万吨预估有少量差距。

图 2、泰国糖产量



数据来源：ISMA、永安期货研究中心

3、巴西新年度产量预估 4100 万吨左右，产量摇摆可影响全球供需格局

24/25 年度巴西中南部平均出糖率在 137kg/吨蔗左右，由于 25/26 年度是巴西天气持续偏干的第二年，我们认为出糖率或存在不及上年同期的情况，因此我们按照 135kg/吨蔗的情况预估糖产量。在甘蔗产量 6.1 亿吨-6.4 亿吨之间，制糖比 49%-50%的变化区间下，糖产量在 4000-4400 万吨不等。公开资讯显示，主流机构对巴西糖产量新年度的预估在 4000-4400 万吨不等，其中 4100-4200 万吨是多数机构范围。

图 3、巴西糖产量预估

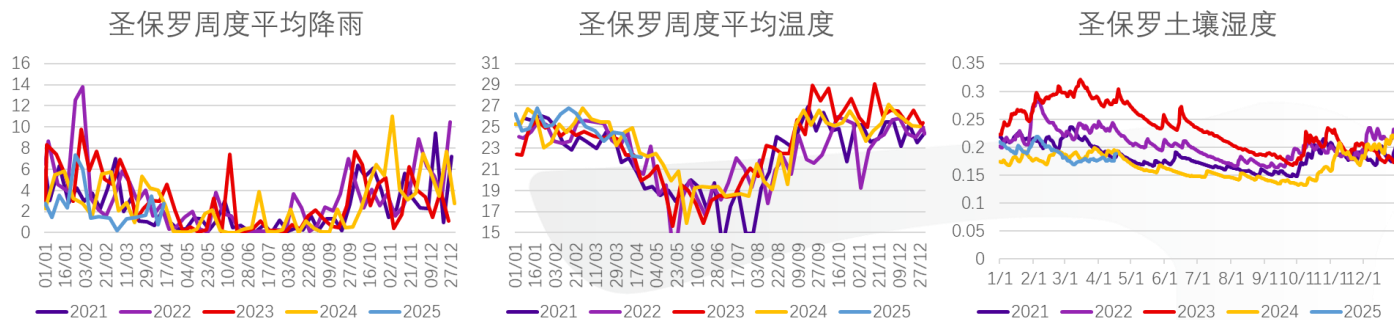
甘蔗入榨量 制糖比	540,000,000	550,000,000	560,000,000	570,000,000	580,000,000	590,000,000	600,000,000	610,000,000	620,000,000	630,000,000	640,000,000	650,000,000
35%	25,515,000	25,987,500	26,460,000	26,932,500	27,405,000	27,877,500	28,350,000	28,822,500	29,295,000	29,767,500	30,240,000	30,712,500
36%	26,244,000	26,730,000	27,216,000	27,702,000	28,188,000	28,674,000	29,160,000	29,646,000	30,132,000	30,618,000	31,104,000	31,590,000
37%	26,973,000	27,472,500	27,972,000	28,471,500	28,971,000	29,470,500	29,970,000	30,469,500	30,969,000	31,468,500	31,968,000	32,467,500
38%	27,702,000	28,215,000	28,728,000	29,241,000	29,754,000	30,267,000	30,780,000	31,293,000	31,806,000	32,319,000	32,832,000	33,345,000
39%	28,431,000	28,957,500	29,484,000	30,010,500	30,537,000	31,063,500	31,590,000	32,116,500	32,643,000	33,169,500	33,696,000	34,222,500
40%	29,160,000	29,700,000	30,240,000	30,780,000	31,320,000	31,860,000	32,400,000	32,940,000	33,480,000	34,020,000	34,560,000	35,100,000
41%	29,889,000	30,442,500	30,996,000	31,549,500	32,103,000	32,656,500	33,210,000	33,763,500	34,317,000	34,870,500	35,424,000	35,977,500
42%	30,618,000	31,185,000	31,752,000	32,319,000	32,886,000	33,453,000	34,020,000	34,587,000	35,154,000	35,721,000	36,288,000	36,855,000
43%	31,347,000	31,927,500	32,508,000	33,088,500	33,669,000	34,249,500	34,830,000	35,410,500	35,991,000	36,571,500	37,152,000	37,732,500
44%	32,076,000	32,670,000	33,264,000	33,858,000	34,452,000	35,046,000	35,640,000	36,234,000	36,828,000	37,422,000	38,016,000	38,610,000
45%	32,805,000	33,412,500	34,020,000	34,627,500	35,235,000	35,842,500	36,450,000	37,057,500	37,665,000	38,272,500	38,880,000	39,487,500
46%	33,534,000	34,155,000	34,776,000	35,397,000	36,018,000	36,639,000	37,260,000	37,881,000	38,502,000	39,123,000	39,744,000	40,365,000
47%	34,263,000	34,897,500	35,532,000	36,166,500	36,801,000	37,435,500	38,070,000	38,704,500	39,339,000	39,973,500	40,608,000	41,242,500
48%	34,992,000	35,640,000	36,288,000	36,936,000	37,584,000	38,232,000	38,880,000	39,528,000	40,176,000	40,824,000	41,472,000	42,120,000
49%	35,721,000	36,382,500	37,044,000	37,705,500	38,367,000	39,028,500	39,690,000	40,351,500	41,013,000	41,674,500	42,336,000	42,997,500
50%	36,450,000	37,125,000	37,800,000	38,475,000	39,150,000	39,825,000	40,500,000	41,175,000	41,850,000	42,525,000	43,200,000	43,875,000
51%	37,179,000	37,867,500	38,556,000	39,244,500	39,933,000	40,621,500	41,310,000	41,998,500	42,687,000	43,375,500	44,064,000	44,752,500
52%	37,908,000	38,610,000	39,312,000	40,014,000	40,716,000	41,418,000	42,120,000	42,822,000	43,524,000	44,226,000	44,928,000	45,630,000
53%	38,637,000	39,352,500	40,068,000	40,783,500	41,499,000	42,214,500	42,930,000	43,645,500	44,361,000	45,076,500	45,792,000	46,507,500

数据来源：永安期货研究中心

4、巴西天气是未来较大影响因子，需密切跟踪

此前巴西高温和少于引发市场对巴西天气前景的担忧，此外，巴西土壤湿度连续一年处于 2020 年以来的偏低位置，连续干旱或对甘蔗生长有较大影响。近期降雨有所改善，市场担忧减弱，但我们认为巴西天气仍是未来较大的变量，需密切跟踪。

图 4、巴西天气



数据来源：路透、永安期货研究中心

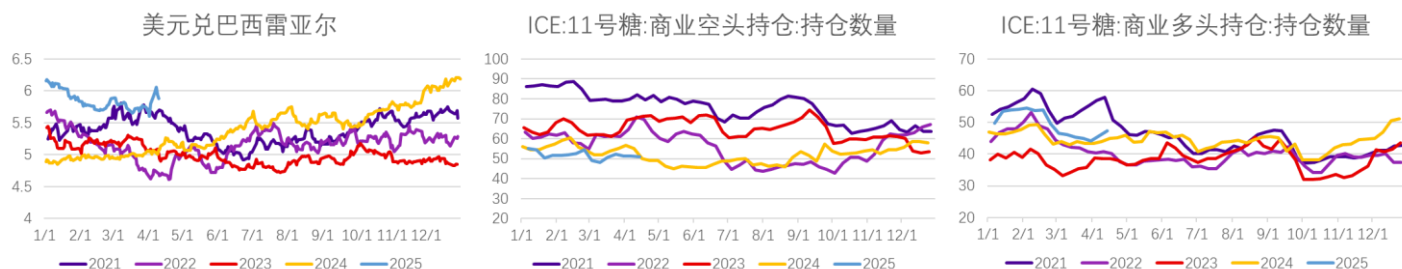
二、原糖多空持仓相对中性，市场持观望态度。

1、产业方面，买盘为下沿提供支撑

持仓方面，商业多头持仓对原糖起到支撑作用，上方压力来主要来自于货币贬值压力，以及少量未完

结套保压力。根据 Archer Consulting 的数据，截至 2 月 28 日，巴西糖厂已使用 ICE 原糖期货合约对 2500 万吨 2025/26 榨季糖进行套期保值。套保均价为每吨 2488.73 雷亚尔（包括极化溢价）。这一价格相当于每磅 18.72 美分（FOB 不含极化）。本年度巴西套保进度相对快，后续套保持续增压的可能偏弱，因此雷亚尔持续贬值对上方压力较大。

图 5、美元兑雷亚尔、商业持仓

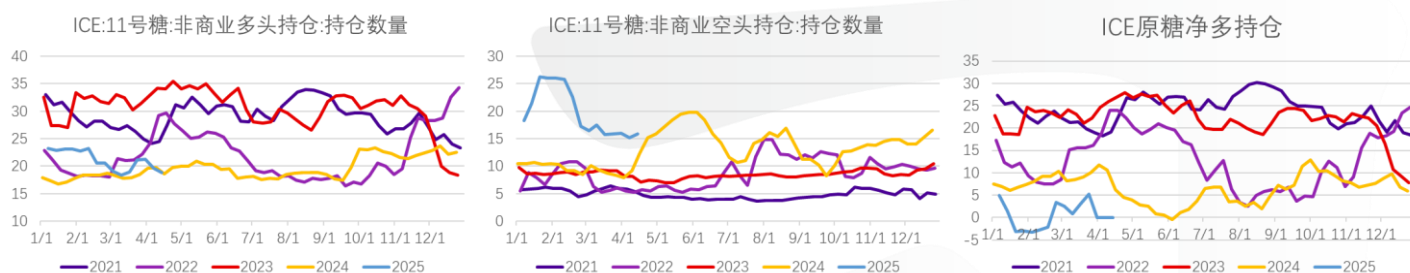


数据来源：Wind、永安期货研究中心

2、投机意愿中性，市场缺乏新题材

投机持仓方面，CFTC 数据显示，非商业空头持仓数量较年初有明显下滑，年初 26 万张左右，当前约 16 万张。非商业多头持仓处于历史五年低位，当前约 19 万张，较最高峰几乎减半。投机力量几近平衡，市场缺乏新题材。

图 6、投机持仓



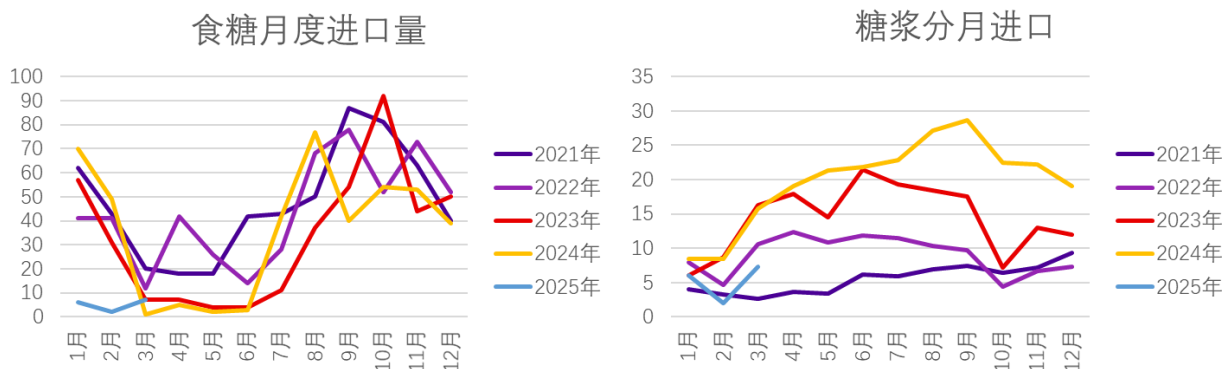
数据来源：Wind、永安期货研究中心

三、国内偏强主旋律不改，关注未来进口排船

1、产区挺价以及糖浆禁令是目前国内糖价偏强的主要因素。糖浆禁令改变国内进口补充糖源预期，内外价差成为国内上方压力。外盘维持 17-18 美分以上价格，国内上方压力为在 6000 以上。此外，

由于广西此前产销进度过快，当前全国销糖进度平均过半，糖厂挺价意愿较大，短期对国内糖价起到一定支撑作用。

图 7、进口情况



数据来源：海关总署、永安期货研究中心

2、当前进口排船量中性，需密切关注

根据排船数据显示，4 月预计到港量在 10 万吨左右，目前有三条船左右发往中国。目前进口端看不出太大供给压力，需要持续关注后续船报。

图 8、船报

Load Port	Departure Date	Discharge Countries/Regions	Discharge Port	Arrival Date	Product	Grade	Volume	Unit	预期到港(万吨)
Santos	2025/3/18	China		2025/5/4	Sugar	VHP	25.50	KILOTONNES (KT)	8.91
Santos	2025/3/18	China	Bayuquan (Yingkou New)	2025/5/4	Sugar	VHP	63.58	KILOTONNES (KT)	
Santos	2025/2/12	China	Shanghai	2025/4/15	Sugar	Sugar	8.23	KILOTONNES (KT)	
Santos	2025/2/12	China	Rizhao	2025/4/5	Sugar	Sugar	8.23	KILOTONNES (KT)	
Santos	2025/2/11	China	Shanghai	2025/4/15	Sugar	VHP	36.58	KILOTONNES (KT)	8.96
Santos	2025/2/11	China	Rizhao	2025/4/5	Sugar	VHP	36.58	KILOTONNES (KT)	

SANTOS									
VESSEL	ETA	ETB	ETS	BAGGED	BULK	TYPE	DESTINATION	BUYERS	TERMINAL
VESSELS TO LOAD SUGAR AT COPERSUCAR TERMINAL									
STAR SUZANNA	24/03	16/04	17/04	-	74,500.000	VHP	TBC	COPA	COPERSUCAR
CAPTAINANNIS L	23/03	17/04	18/04	-	47,250.000	VHP	TBC	ANTEI	COPERSUCAR
OCEAN ZENON	03/04	21/04	23/04	-	72,100.000	VHP	TBC	ALVEAN	COPERSUCAR
ZHONGHAIHUARUN 1	08/04	23/04	25/04	-	71,950.000	VHP	CHINA	WILMAR	COPERSUCAR
GDYNIA	09/04	25/04	26/04	-	36,300.000	VHP	TBC	DREYFUS	COPERSUCAR
HG RAVENNA	10/04	28/04	29/04	-	36,700.000	VHP	TBC	SUCDEN	COPERSUCAR
GEORGIA M	10/04	TBC	TBC	-	13,528.000	VHP	INDONESIA	WILMAR	COPERSUCAR
BANGUS	22/04	30/04	01/05	-	73,500.000	VHP	CHINA	RAIZEN	COPERSUCAR
OCEANLADY	27/04	01/05	02/05	-	45,000.000	VHP	TBC	ALVEAN	COPERSUCAR
XIN ZHI SEA (2nd)	26/04	02/05	03/05	-	23,222.000	VHP	TBC	WILMAR	COPERSUCAR
BALZANI	28/04	TBC	TBC	-	72,780.000	VHP	UAE	RAIZEN	COPERSUCAR
VESSELS TO LOAD SUGAR AT CLI 16/17 TERMINAL									
IOLCOS CONFIDENCE (2nd)	23/03	16/04	17/04	-	10,000.000	VHP	INDONESIA	WILMAR	CLI SUL - Shed 16/17
GEORGIA M	11/04	17/04	18/04	-	36,550.000	VHP	INDONESIA	WILMAR	CLI SUL - Shed 16/17
ILIANA (2nd)	13/04	18/04	19/04	-	53,000.000	VHP	INDONESIA	CJ	CLI SUL - Shed 16/17
DESERT SPRING	16/04	19/04	21/04	-	57,447.000	VHP	NIGERIA	SOSTAR	CLI SUL - Shed 16/17
STAR EXPLORER	21/04	21/04	22/04	-	33,000.000	VHP	TBC	RAIZEN	CLI SUL - Shed 16/17
ISKANDAR	15/04	22/04	23/04	-	32,550.000	VHP	TBC	SUCDEN	CLI SUL - Shed 16/17
BANGUS	22/04	23/04	25/04	-	73,500.000	VHP	CHINA	RAIZEN	CLI SUL - Shed 16/17
BARROW ISLAND	25/04	25/04	26/04	-	57,960.000	VHP	TBC	ANTEI	CLI SUL - Shed 16/17
XIN ZHI SEA (1st)	26/04	26/04	27/04	-	40,884.000	VHP	TBC	WILMAR	CLI SUL - Shed 16/17
BALZANI	28/04	28/04	30/04	-	72,780.000	VHP	UAE	RAIZEN	CLI SUL - Shed 16/17
MG KRONOS	30/04	30/04	02/05	-	78,300.000	VHP	UAE	RAIZEN	CLI SUL - Shed 16/17
VESSELS TO LOAD SUGAR AT CLI SUL 19 TERMINAL									
WTNG TIME									0 days

数据来源：路透、永安期货研究中心

综上，我们认为，当前外盘最大影响来自于巴西新榨季的产量预期和天气。上方压力来自于雷亚尔贬值以及尚未完成的套保压力，下方支撑来自于商业买盘支撑。投机力量相对中性，缺乏炒作题材。维持区间走势。国内方面相较海外偏强，国产糖挺价叠加糖浆禁令托底，国内相对维持高位震荡走势。

免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，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，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。