

# 波幅缩小，政策市

---2025 年白糖期货行情展望

周小球

投资咨询从业资格号：Z00001891

zhouxiaoiu@gtjas.com

## 报告导读：

2025 年，我们认为纽约原糖价格高价持续的时间进一步超预期，核心关注印度市场的产量/出口。国内产需缺口缩小，生产成本下降，进口总量和结构尤为关键。市场长期围绕糖浆和预拌粉进口政策预期展开交易。24/25 榨季，预计广西白糖现货价格波动区间为 5500-6500 元/吨。

## 目录

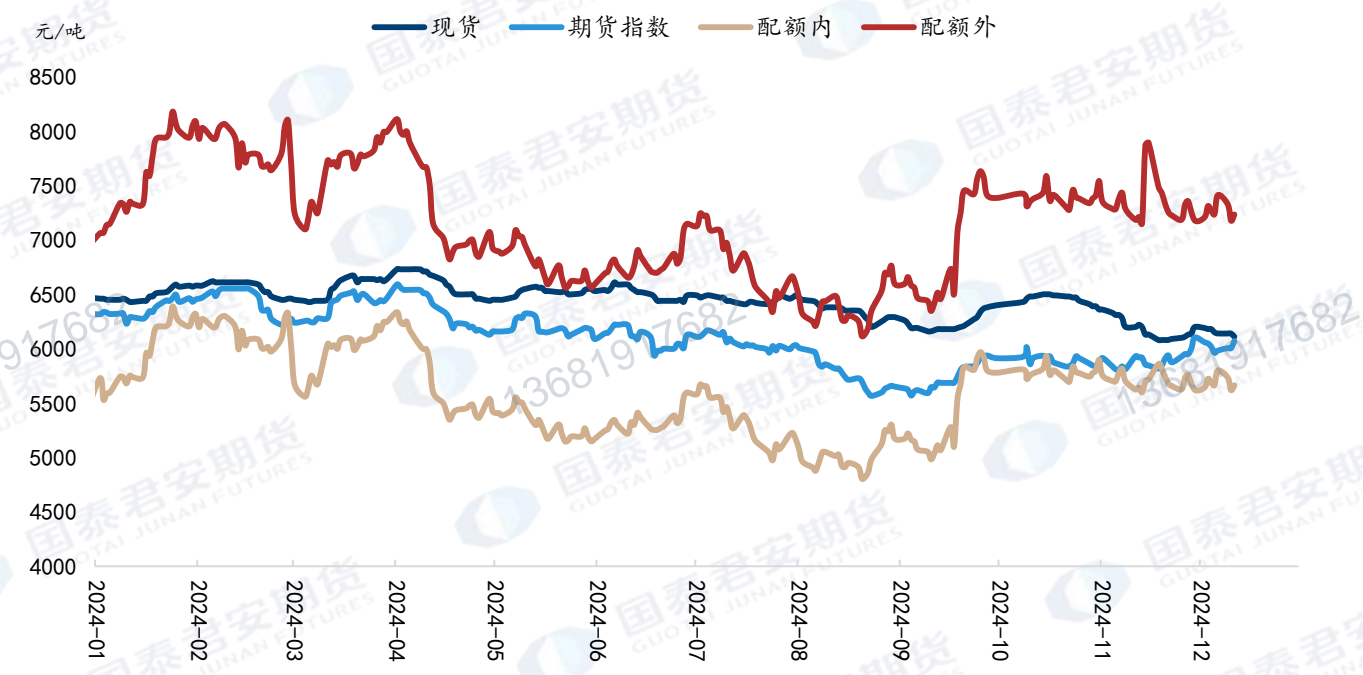
1. 2024 年白糖期货走势回顾 .....	3
2. 2025 年白糖期货展望：波幅缩小，政策市 .....	4
2.1 国际市场交易的焦点是巴西和印度产量 .....	4
2.1.1 国际市场供求关系分歧较大 .....	4
2.1.2 巴西产量不及预期，库存偏紧 .....	4
2.1.3 印度乙醇产量增加，食糖产量下降，产业政策是核心变量 .....	5
2.1.4 泰国恢复性增产、欧盟产量微增 .....	6
2.2 国内市场交易的焦点是进口总量和结构 .....	7
2.2.1 国内市场产量继续增加，但供应缺口依然巨大 .....	7
2.2.2 供应缺口的填补方式决定市场定价的锚点 .....	8
2.2.3 强现实、弱预期，进口政策是交易的核心 .....	9
3. 结论与投资展望 .....	10
3.1 结论 .....	10
3.2 投资展望 .....	10

(正文)

## 1. 2024 年白糖期货走势回顾

白糖期货整体呈现冲高回落走势。24 年 1-3 月份，国内食糖市场呈现纽约原糖引领郑州白糖、期货引领现货格局，价格整体震荡上行为主。4 月份开始，纽约原糖价格自高位大幅回落，带动国内价格回落。9 月份开始，纽约原糖价格再度走高，带动国内价格上涨。24 年，国内市场总体呈现正基差的状态，配额外进口成本波动区间为 6100-8100 元/吨，期货指数波动区间 5550-6650 元/吨，白糖现货（南宁）波动区间 6000-6800 元/吨。23/24 榨季，广西糖料蔗二次结算挂钩白糖销售价格为 6588 元/吨。

图 1：白糖现货价格、期货价格以及配额外进口成本对比



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

**第一阶段（24 年 1-3 月）：**印度产业政策摇摆，巴西降水偏低，纽约原糖冲高。市场预期印度食糖产量大幅下降，巴西圣保罗产区 1-2 月份降水量偏低，市场预期 24/25 榨季巴西甘蔗产量下降，纽约原糖价格震荡上行。

**第二阶段（24 年 4-8 月）：**北半球产量超预期，巴西加速开榨，纽约原糖自高位回落。24 年 4 月，北半球各主产国产量不断被上调，印度产量上调至 3230 万吨，泰国产量上调至 877 万吨；在高生产利润的刺激下，巴西压榨进度同比大幅提高，纽约原糖价格自高位大幅回落。

**第三阶段（24 年 9-12 月）：**巴西单产大幅下降，印度延长出口禁令，纽约原糖再度走高。8 月下旬，巴西圣保罗蔗田火灾频繁发生，成为推升原糖价格的导火索。巴西甘蔗研究中心数据显示，8 月份巴西中南部甘蔗平均产量同比下降 13.7%，24/25 榨季 4-8 月的平均单产同比下降 7.4%。9 月上旬，外媒消息称印度计划连续第二年延长食糖出口禁令，这意味着 24/25 榨季印度糖继续不能出口，不仅如此，印度食品部消息称印度政府还正在考虑上调食糖最低销售价格（MSP）。来自主产国利多的信息将纽约原糖价格再度推升。



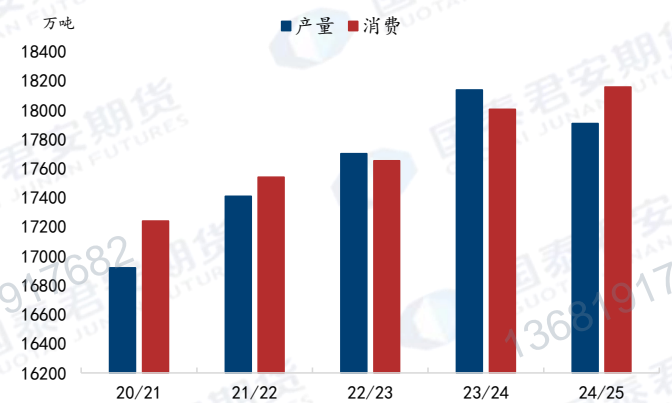
## 2. 2025 年白糖期货展望：波幅缩小，政策市

### 2.1 国际市场交易的焦点是巴西和印度产量

#### 2.1.1 国际市场供求关系分歧较大

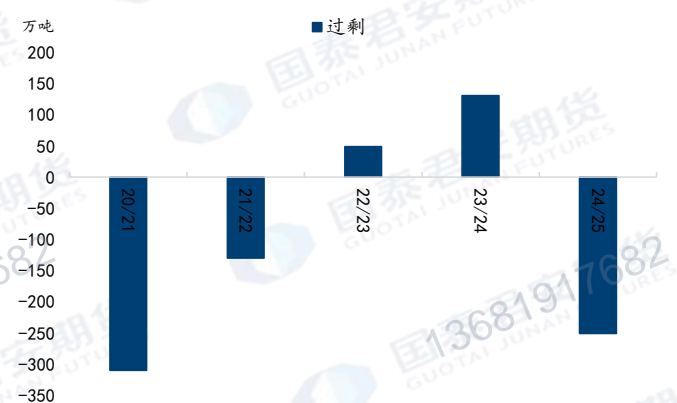
全球食糖市场供求关系分歧较大。ISO 数据显示，23/24 榨季全球食糖产量为 1.8137 亿吨，供应过剩 131 万吨；24/25 榨季全球食糖产量为 1.7907 亿吨，供应短缺 251 万吨。24 年 4 季度，苏克敦预计 24/25 榨季全球食糖供应短缺 200 万吨，嘉丽高预计供应过剩 470 万吨，StoneX 预计供应过剩 214 万吨（上榨季为过剩 320 万吨），USDA 预计供应过剩 700 万吨（上榨季为过剩 510 万吨）。

图 2：全球食糖产量略微下降



资料来源：ISO，国泰君安期货研究

图 3：23/24 榨季全球食糖供应短缺 251 万吨

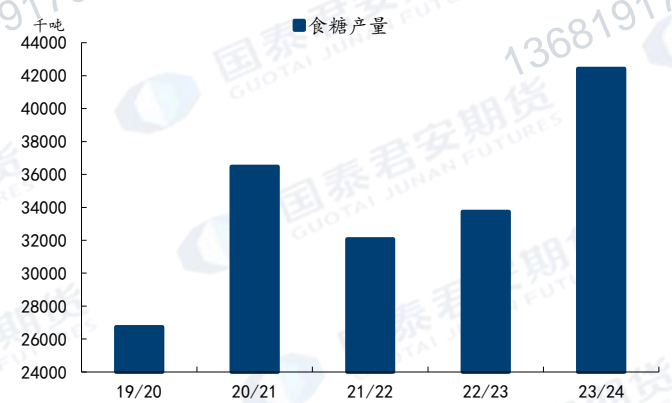


资料来源：ISO，国泰君安期货研究

#### 2.1.2 巴西产量不及预期，库存偏紧

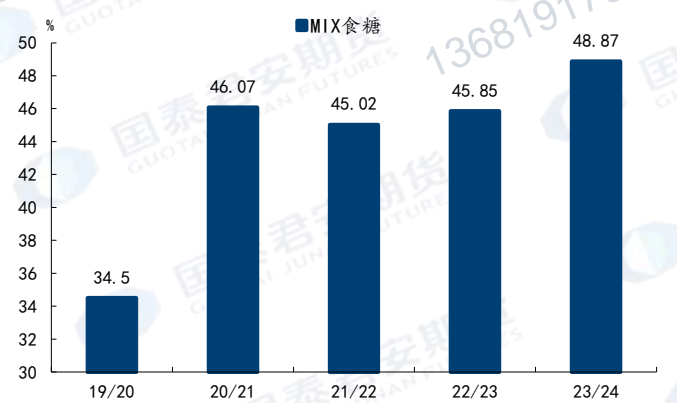
23/24 榨季，巴西产量创记录，增产幅度超预期。基于良好的天气以及较高的生产利润，23/24 榨季的巴西食糖产量超预期增加。UNICA 数据显示，23/24 榨季巴西中南部甘蔗入榨量同比增加 19.3%至 6.54 亿吨，MIX 同比提高 3.01 个百分点至 48.87%，食糖产量同比提高 868 万吨至 4243 万吨，创历史最高记录。

图 4：23/24 榨季巴西食糖产量创记录



资料来源：UNICA，国泰君安期货研究

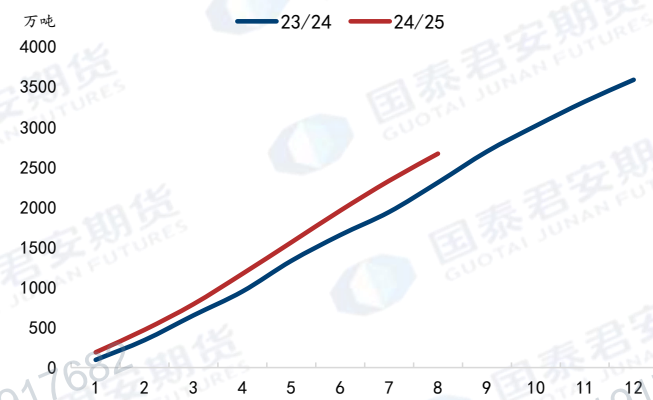
图 5：23/24 榨季制糖用蔗比例大幅提高



资料来源：UNICA，国泰君安期货研究

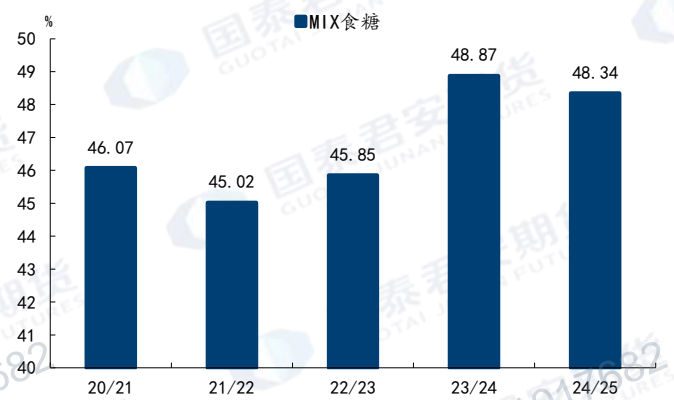
**24/25 榨季，巴西产量低于预期，出口强劲，期末库存偏紧。**24 年 1-2 月份圣保罗产区降水量偏低，市场下调 24/25 榨季巴西甘蔗产量预期。由于生产食糖依然更加有利可图，市场预期 MIX 进一步提高，不过最终落空。UNICA 数据显示，截至 24 年 12 月 1 日，巴西中南部 24/25 榨季甘蔗积压压榨量为 6.03 亿吨（同比减少 2.75%），食糖累积产量为 3936 万吨（同比减少 3.72%），MIX 为 48.34%（23/24 榨季同期为 49.34%）。截至 11 月底，24/25 榨季巴西食糖累积出口 2670 万吨，同比增加 360 万吨，出口数据强劲。基于产量同比下降，出口需求强劲，市场预期巴西期末库存相对紧张。

图 6：24/25 榨季巴西食糖出口强劲



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 7：24/25 榨季制糖用蔗比例下降（截至 12 月 1 日）

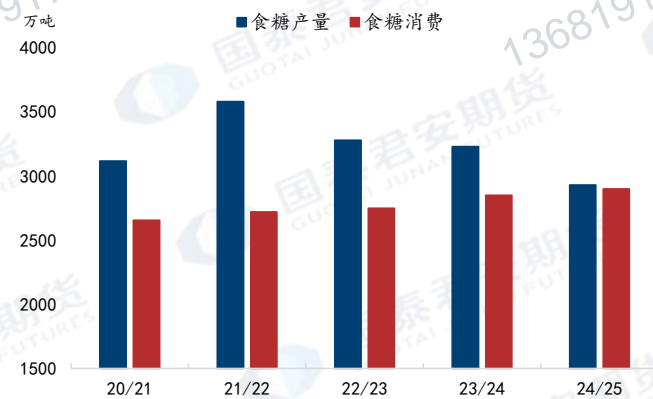


资料来源：UNICA，国泰君安期货研究

### 2.1.3 印度乙醇产量增加，食糖产量下降，产业政策是核心变量

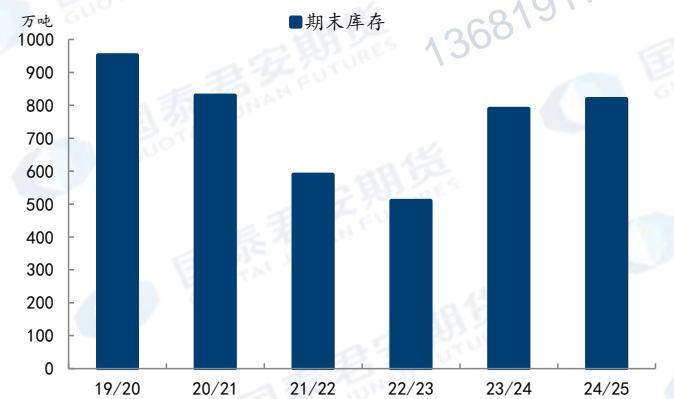
**23/24 榨季，印度食糖产量降幅低于预期。**ISMA 数据显示，22/23 榨季印度合计食糖产量为 3690 万吨（-230 万吨），23/24 榨季为 3400 万吨（-290 万吨），其中食糖产量 3230 万吨（-50 万吨），乙醇耗糖 170 万吨（-240 万吨）。23/24 榨季榨季初市场预期印度乙醇耗糖提高至 450 万吨，食糖产量下降至 2920 万吨，实际产量大幅高于榨季初市场预计产量。

图 8：印度食糖产量与消费量对比



资料来源：ISMA，国泰君安期货研究

图 9：24/25 榨季印度库存微增

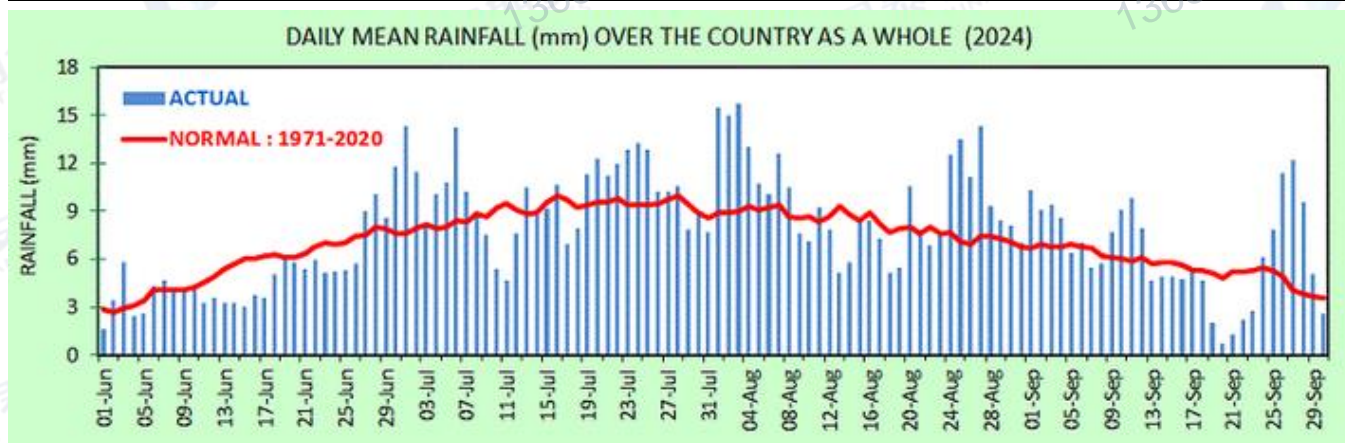


资料来源：ISMA，国泰君安期货研究



**24/25 榨季，印度市场仍是全球市场最大的变数所在。**24/25 榨季，ISMA 预计印度合计食糖产量为 3330 万吨（-70 万吨），其中食糖产量为 2930 万吨（-300 万吨），乙醇消耗食糖 400 万吨（+230 万吨），全榨季不出口，期末库存微增 30 万吨。印度产量基数大，历史上预测的偏离度极高，过去 3 个榨季实际产量与预期产量的偏差在 300-500 万吨。我们认为 25 年 2 月份以前，在印度产量尚未明朗前，印度政府大概率不会调整延期出口的政策，而其后则需要密切关注相关政策变化。2024 年印度季风降水量较 LPA 高 7.6%。

图 10：2024 年印度季风降水量较 LPA 高 7.6%

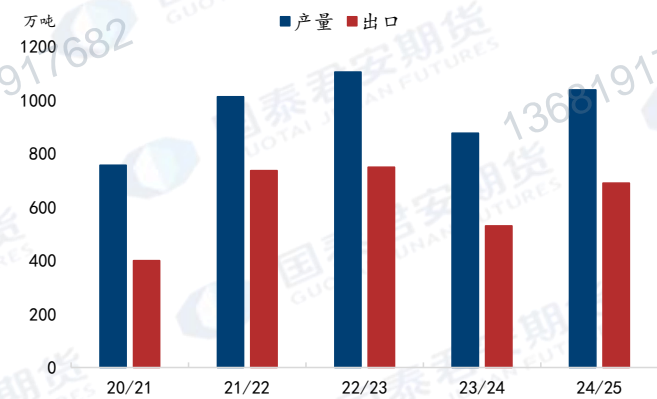


资料来源：IMD，国泰君安期货研究

#### 2.1.4 泰国恢复性增产、欧盟产量微增

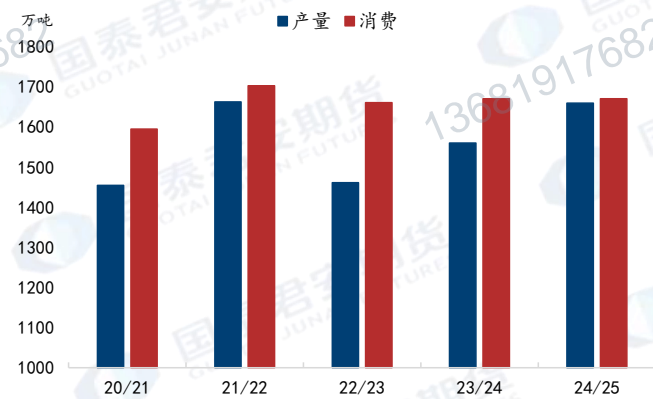
**24/25 榨季，泰国产量同比增加 162 万吨，符合预期。**OCSB 数据显示，23/24 榨季泰国食糖产量为 877 万吨（-229 万吨），产量下降主要是因为木薯替代种植以及干旱的影响。OCSB 预计 24/25 榨季泰国食糖产量为 1039 万吨（+162 万吨）。USDA 预计 24/25 榨季泰国食糖产量为 1024 万吨（+143 万吨）。泰国食糖产量提高主要是因为甘蔗产量的恢复性提高。因为甘蔗收购价格的提高，泰国甘蔗种植更加具有优势。

图 11：24/25 榨季泰国食糖产量同比增加 162 万吨



资料来源：OCSB，国泰君安期货研究

图 12：24/25 榨季欧盟食糖产量同比增加 98 万吨



资料来源：欧委会，国泰君安期货研究

**24/25 榨季，欧盟产量同比增加 98 万吨，符合预期。**欧盟每年的食糖产量与消费量总体均衡，需要国际

市场调剂的量不大，市场相对封闭。欧委会数据显示，23/24 榨季欧盟食糖产量为 1562 万吨（+101 万吨），24/25 榨季欧盟食糖产量为 1660 万吨（+98 万吨）。高价格刺激甜菜种植面积由 140.0 万公顷增加至 148.4 万公顷。欧盟产量持续增加，影响原白价差。

## 2.2 国内市场交易的焦点是进口总量和结构

### 2.2.1 国内市场产量继续增加，但供应缺口依然巨大

**23/24 榨季，中国食糖产量有所恢复，略微去库。**22/23 榨季，由于产量和进口量均有所下降，CAOC 预计中国食糖库存同比下降 302 万吨。23/24 榨季，CAOC 预计中国食糖产量为 996 万吨，消费量 1570 万吨，进口量为 475 万吨，略微去库存。考虑到糖浆和预拌粉的进口，预计 23/24 榨季实际去库存的量非常有限。

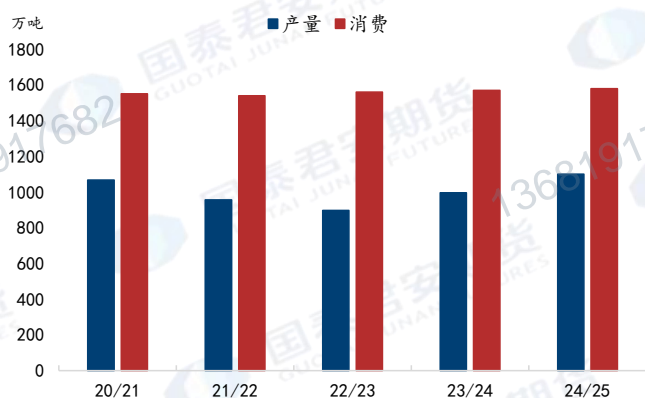
**24/25 榨季，中国市场产量继续增加，累库预期。**24/25 榨季，CAOC 预计中国食糖产量为 1100 万吨，消费量 1580 万吨，进口量为 500 万吨，供需基本平衡。考虑到糖浆和预拌粉的进口量逐年增加，预计 24/25 榨季累库为主。

表 1：中国食糖供需平衡表

榨季	产量	进口	消费	库存变化	产销差
20/21	1067	634	1550	138	-483
21/22	956	533	1540	-67	-584
22/23	897	389	1560	-302	-663
23/24	996	475	1570	-88	-574
24/25	1100	500	1580	4	-480

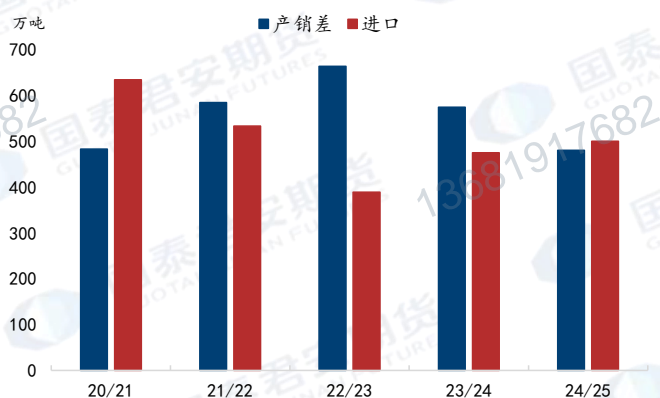
资料来源：CAOC，国泰君安期货研究

图 13：中国食糖市场长期产不足需



资料来源：CAOC，国泰君安期货研究

图 14：中国食糖市场产销差巨大



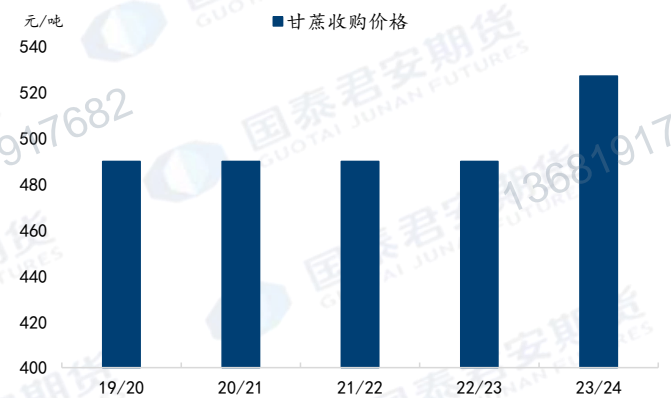
资料来源：CAOC，国泰君安期货研究

**生产成本下降 400-500 元/吨。**23/24 榨季，广西甘蔗二次计算后的价格为 527.3 元/吨，产糖率为 12.08%。24/25 榨季，广西甘蔗首付价格为 510 元/吨，联动白糖销售价格为 6300 元/吨，在不进行二次结算



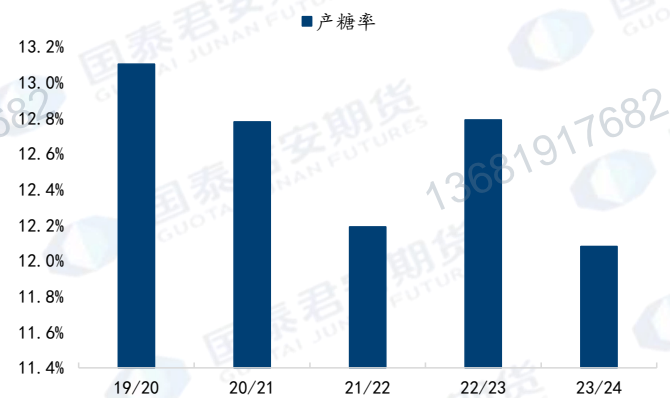
的情况下，考虑到产糖率恢复以及产量增加，预计广西白糖生产成本同比下降 400-500 元/吨。

图 15：广西甘蔗收购价格走势



资料来源：广西糖协，国泰君安期货研究

图 16：广西产糖率走势



资料来源：广西糖协，国泰君安期货研究

## 2.2.2 供应缺口的填补方式决定市场定价的锚点

23/24 榨季，CAOC 预计国内食糖供应短缺 574 万吨，通过替代品、进口等进行填补，供应缺口的填补方式决定了最终的定价锚点。

表 2：进口量是关键边际变量

日期	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
10月	34	45	88	81	52	92	54
11月	34	33	71	63	73	44	
12月	17	21	91	40	52	50	
1月	13	10	62	41	57	70	
2月	1	23	43	41	31	49	
3月	6	8	20	12	7	1	
4月	34	12	18	42	7	5	
5月	38	30	18	26	4	2	
6月	14	41	42	14	4	3	
7月	44	31	43	28	11	42	
8月	47	68	50	68	37	77	
9月	42	54	87	78	54	40	
合计	324	376	633	534	389	475	54

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

**替代品糖浆和预拌粉进口存在变数。**泛糖科技预计 22/23 榨季糖浆和预拌粉进口折合食糖 120 万吨，23/24 榨季税则号 170290 项下三类商品共进口 215 万吨，折合食糖 160 万吨左右。考虑到纽约原糖价格估值偏高，未来国内进口成本仍有下降空间，进口政策不变的情况下，市场预期糖浆和预拌粉的进口量继续增加。糖浆和预拌粉的进口政策成为市场交易的核心锚点。

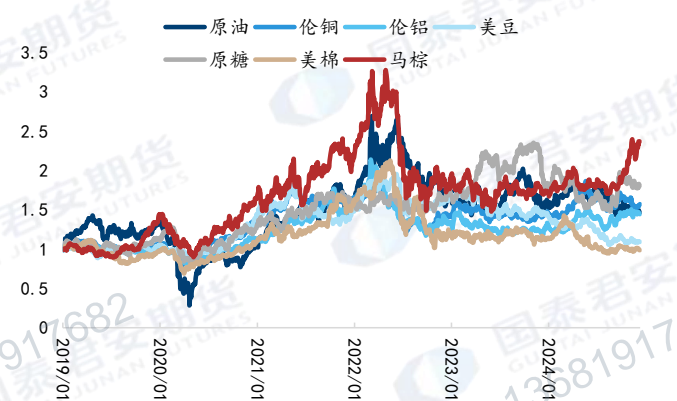
**进口方面，配额外进口量是关键变量。**Wind 数据显示，23/24 榨季进口食糖 475 万吨，我们认为核心是突破 194.5 万吨配额内进口量的进口关税水平，理论上配额外进口亏损幅度较大，难以支撑 475 万吨规模的进口。24/25 榨季，CAOC 预计中国食糖进口量为 500 万吨，理论上需要打开配额外进口窗口才能实现。不过，加工企业为了保证开工，不排除出现亏损进口的情况。



### 2.2.3 强现实、弱预期，进口政策是交易的核心

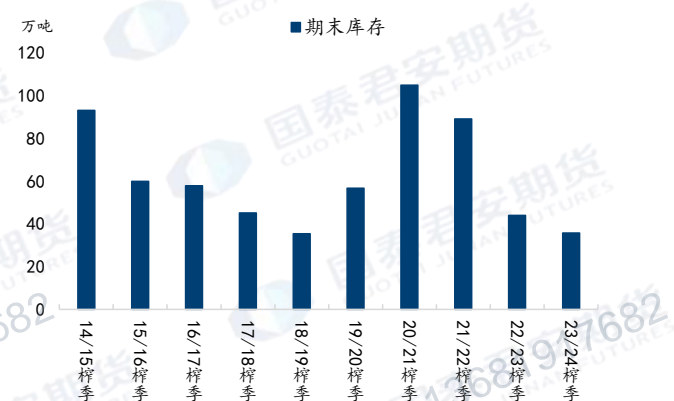
纽约原糖高价持续的时间预计将进一步超预期。纽约原糖月度均价自 21 年 5 月开始站上 17 美分/磅，历时超过 40 个月。纽约原糖价格不仅绝对价格处于高位，相对价格在主要商品特别是农产品中也处于相对较高的位置。长期高价对生产有巨大的提振作用，但是受制于天气干旱以及制糖产能的影响，并没有明显增库存。24/25 榨季，全球食糖预期供应短缺，纽约原糖价格处于偏高水平。考虑到 2024 年印度季风降水较 LPA 高 7.6% 以及巴西现阶段降水情况良好，市场预期 25/26 榨季全球食糖产量将明显增加，但是印度是否能够出口仍具有极大不确定性，预计高价持续的时间将进一步超预期。

图 17：外盘主要商品价格走势对比



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

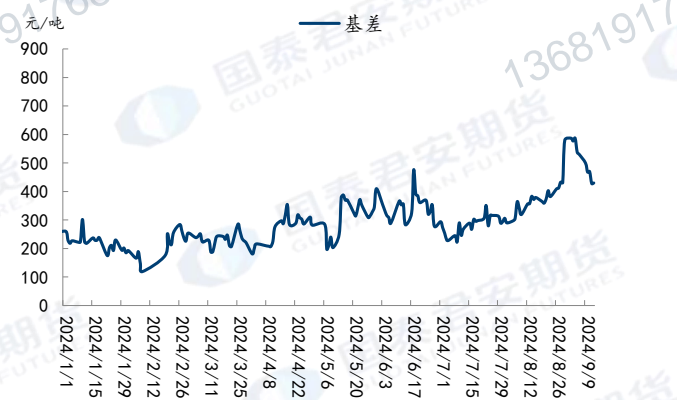
图 18：中国食糖期末工业库存偏低



资料来源：中国糖业协会，国泰君安期货研究

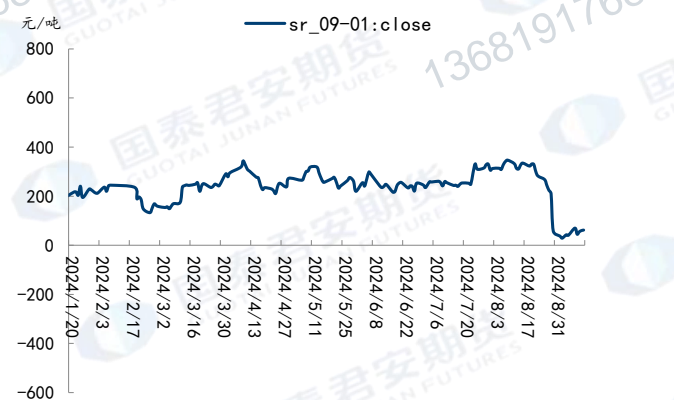
中国食糖工业库存偏低，现实偏强。中国糖业协会数据显示，截至 24 年 9 月底，23/24 榨季中国食糖产量为 996 万吨，累积销售量为 961 万吨，累积产销率为 96.41%，工业库存 36 万吨。14/15 榨季以来，9 月底同期累积产销率最低为 20/21 榨季的 90.175%，最高为 18/19 榨季的 96.71%，23/24 榨季排名第二，处于较高水平。14/15 榨季以来，9 月底同期工业库存最高为 20/21 榨季的 105 万吨，最低为 18/19 榨季的 35 万吨，23/24 榨季仅仅略高于 18/19 榨季，排名倒数第二，处于极低水平。

图 19：SR2409 合约高基差交割



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 20：SR9/1 价差大幅波动



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

市场长期围绕进口政策展开交易。24/25 榨季，如果国内市场供应短缺，国内价格就需要往上去向配额外进口成本去定价，反之则可以采用配额内/国内生产成本甚至 0 关税成本去定价，造成盘面定价基准品交割地区和交割品质漂移，对基差和跨月价差产生较大影响。国内工业库存极低，虽然产量继续增加，但是依然存在较大的产需缺口需要通过进口去填补，糖浆和预拌粉的进口量显得尤为关键。24/25 榨季，配额内进口全额进口的情况下，糖浆和预拌粉的进口量与配额外进口量互相替代，呈现此消彼长的概率较大，直接决定了市场定价的锚点，市场长期围绕糖浆和预拌粉进口政策预期展开交易。

### 3. 结论与投资展望

#### 3.1 结论

国际市场方面，高价持续的时间进一步超预期。2024 年，在南半球巴西产量不及预期、北半球印度不出口的预期下，纽约原糖价格回升至泰国和印度生产成本之上。纽约原糖价格不仅绝对价格处于高位，相对价格在主要商品特别是农产品中也处于相对较高的位置。长期高价对生产有巨大的提振作用，但是受制于天气干旱以及制糖产能的影响，并没有明显增库存。考虑到 2024 年印度季风降水较 LPA 高 7.6% 以及巴西现阶段降水情况良好，市场预期 25/26 榨季全球食糖产量将明显增加，但是印度 24/25 榨季以及 25/26 榨季是否能够出口仍具有极大不确定性，预计高价持续的时间将进一步超预期。

国内市场方面，进口总量和结构仍是交易的核心。24/25 榨季，CAOC 预计国内食糖产需缺口为 480 万吨，需要通过替代品、常规进口等进行填补，供应缺口填补的总量和结构决定了最终的定价锚点。24/25 榨季国内期初工业库存极低，虽然产量继续增加，但是依然存在较大的产需缺口需要通过进口去填补，糖浆和预拌粉的进口量显得尤为关键。糖浆和预拌粉的进口量与配额外进口量互相替代，呈现此消彼长的概率较大，直接决定了市场定价的锚点，市场长期围绕糖浆和预拌粉进口政策预期展开交易。

#### 3.2 投资展望

2025 年，我们认为纽约原糖价格高价持续的时间进一步超预期，核心关注印度市场的产量/出口。国内产需缺口缩小，生产成本下降，进口总量和结构尤为关键。市场长期围绕糖浆和预拌粉进口政策预期展开交易。24/25 榨季，预计广西白糖现货价格波动区间为 5500-6500 元/吨。



国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

#### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

#### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

#### 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。