

2025 年 04 月 08 日

白糖：价差结构加速演变

周小球

投资咨询从业资格号：Z0001891

zhouxiaoliu@gtjas.com

报告导读：

弱预期提前上线，价差结构加速演变。2025 年 Q1 全球食糖市场基本面偏强，特别是巴西产区降水量偏低，预期巴西甘蔗单产和出糖率受到影响，巴西产区 25/26 榨季初期食糖生产效率存在一定的不确定性，市场价格往往不会马上体现增产的趋势而下跌。美国加征对等关税以后，由于此次宏观叙事过于宏大且短期难以证伪，预计将使得强现实的基本面退后，弱预期提前上线。当市场转向交易增产累库的弱预期，趋势和结构性机会涌现，价格具备往下向巴西生产成本去交易的条件，同时关注纽约原糖近远月价差走弱以及内外价差收敛的机会。

(正文)

1. 宏观巨浪来袭，基本面退后

2025 年 4 月 2 日，美国对全球加征对等关税，市场交易衰退预期，引发金融市场剧烈动荡。美元、美股、国际原油和国际黄铜大幅下跌。受美股下跌影响，各国股市均不同程度下跌。

宏观巨浪来袭，基本面退后。美国加征对等关税，无论是短期还是长期，都是历史性的重大事件，对于商品价格的影响程度更高；此次加征关税的范围广，关税幅度超预期；博弈程度极高，后续美国和各国的政策路径预测性低。在超强的宏观叙事面前，基本面退后。

加征关税将从需求和汇率两个方面对原糖价格产生影响。美国加征对等关税，市场交易衰退预期，以原油为代表的商品价格大幅下挫，交易衰退预期的宏观叙事过于宏大，短期难以证伪，虽然原糖的消费逐年刚性增长，但是原糖价格仍受到波及。美元走弱背景下，商品货币也没有表现强势，雷亚尔和澳币大幅贬值。美元兑雷亚尔由 2025 年 4 月 3 日的最低 5.5930 升至 2025 年 4 月 7 日最高的 5.9316，雷亚尔 3 天贬值 6%；澳元兑美元由 2025 年 4 月 3 日的最高 0.6387 贬至 2025 年 4 月 7 日最低的 0.5930，澳元 3 天贬值 7%。

图 1：美元兑雷亚尔日 K 线



资料来源：文华财经，国泰君安期货研究

图 2：澳元兑美元日 K 线



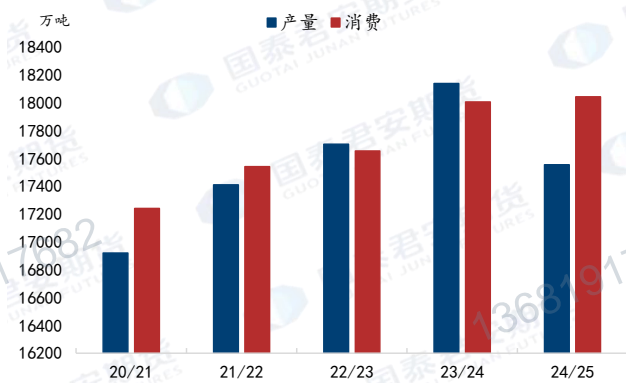
资料来源：文华财经，国泰君安期货研究

2. 强现实边际增强

2025 年 Q1 以来，全球食糖市场基本面不断强化。2025 年 2 月份，ISO 将 24/25 榨季全球食糖供应短缺量调整为短缺 488 万吨。25 年 Q1 以来，巴西低库存背景下，巴西产区降水偏低，印度产量不断下调。

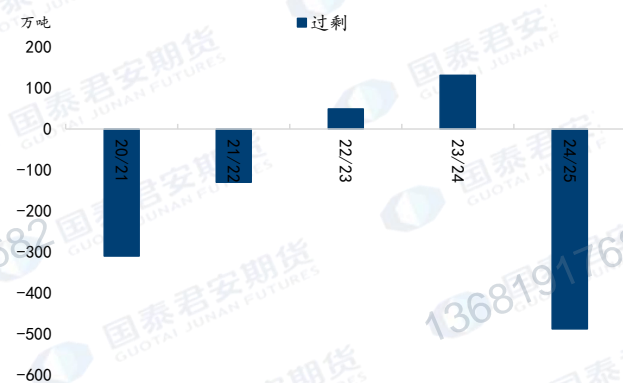
24/25 榨季，全球食糖供应短缺 488 万吨。2025 年 2 月底，ISO 发布 24/25 年度全球食糖市场报告，产量 1.7554 亿吨，消费量 1.8042 亿吨，全球供应短缺 488 万吨，前值为供应短缺 251 万吨（2024 年 11 月预测值）。从供应短缺的数量来看，短缺量处于历史偏高水平，表明市场供应形势整体处于相对偏紧的状态。

图 3：全球食糖产量下降



资料来源：ISO，国泰君安期货研究

图 4：全球食糖供应短缺 488 万吨



资料来源：ISO，国泰君安期货研究

巴西 24/25 榨季减产落地。UNICA 数据显示，截至 3 月 16 日，24/25 榨季巴西中南部甘蔗压榨量为 6.17 亿吨，同比下降 4.94%；食糖产量为 3998 万吨，同比下降 5.34%；乙醇总产量为 344 亿升，同比增加 4.11%；制糖用蔗比例（MIX）为 48.09%，上榨季同期为 48.96%，上榨季末为 48.87%。24/25 榨季剩余最后一期报告，只有极个别糖厂在生产，全榨季减产落地。

图 5：巴西食糖产量下降（截至 3 月 16 日）

Product	South-Central region		
	2023/2024	2024/2025	Var. (%)
Sugarcane ¹	649,349	617,285	↓ -4.94%
Sugar ¹	42,240	39,983	↓ -5.34%
Anhydrous ethanol ²	13,005	12,331	↓ -5.19%
Hydrous ethanol ²	20,059	22,093	↑ 10.14%
Total ethanol ²	33,065	34,424	↑ 4.11%
TRS ¹	90,538	87,254	↓ -3.63%
TRS/ ton of sugarcane ³	139.43	141.35	↑ 1.38%
Share % sugar	48.96%	48.09%	↓
ethanol	51.04%	51.91%	↑
Liters of ethanol/ ton of sugarcane	41.74	43.09	↑ 3.24%
Kg of sugar/ ton of sugarcane	65.05	64.77	↓ -0.43%

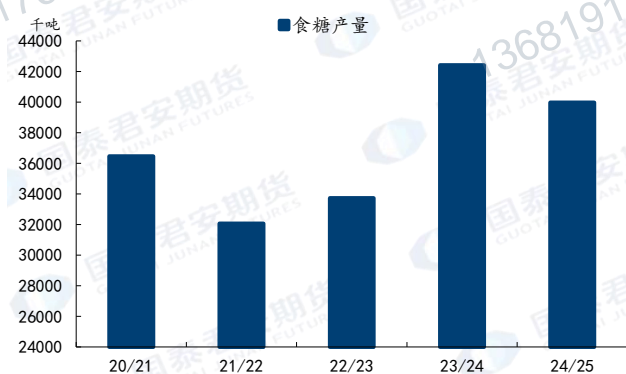
资料来源：UNICA，国泰君安期货研究

图 6：巴西糖厂基本停止生产（截至 3 月 16 日）

Product	South-Central region		
	2023/2024	2024/2025	Var. (%)
Sugarcane ¹	2,224	1,828	↓ -17.81%
Sugar ¹	64	52	↓ -19.10%
Anhydrous ethanol ²	31	75	↑ 144.20%
Hydrous ethanol ²	336	367	↑ 9.18%
Total ethanol ²	367	442	↑ 20.43%
TRS ¹	245	181	↓ -25.88%
TRS/ ton of sugarcane ³	109.96	99.17	↓ -9.82%
Share % sugar	27.59%	30.12%	↑
ethanol	72.41%	69.88%	↓
Liters of ethanol/ ton of sugarcane	48.38	41.62	↓ -13.97%
Kg of sugar/ ton of sugarcane	28.91	28.46	↓ -1.56%

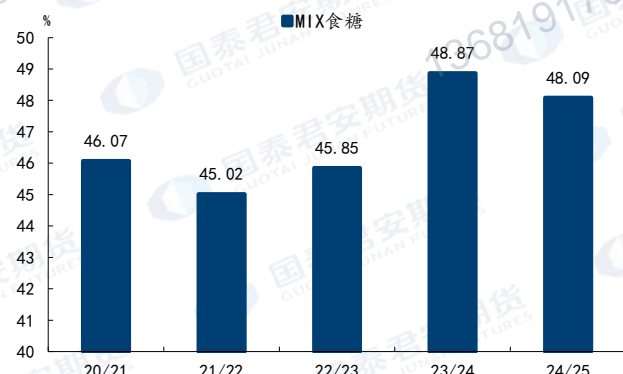
资料来源：UNICA，国泰君安期货研究

图 7：巴西中南部产量同比下降（截至 3 月 16 日）



资料来源：UNICA，国泰君安期货研究

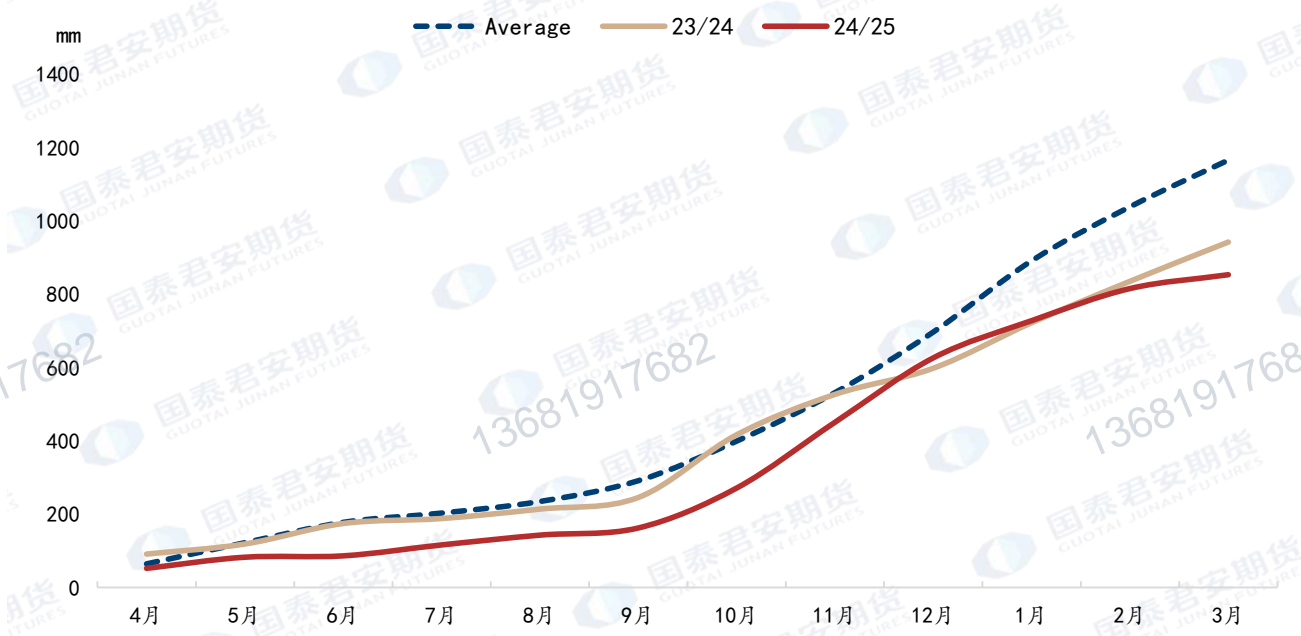
图 8：巴西中南部 MIX 同比下降（截至 3 月 16 日）



资料来源：UNICA，国泰君安期货研究

巴西产区累计降水量偏低，25/26 榨季产量存在变数。23/24 榨季（4 月-3 月），巴西圣保罗累计降水较历史平均水平（LPA）低 20%，主要是 2023 年 12 月至 2024 年 3 月份的降水量偏低。巴西产区降水并没有随着旧榨季的结束而结束，2024 年 4-9 月，产区累计降水量较 LPA 低 45%，蔗田大火频发，甘蔗单产大幅下降，纽约原糖 2410 合约价格由 2024 年 8 月份最低 17.52 美分/磅上涨至 9 月底的 23.71 美分/磅，涨幅 35.3%。路透数据显示，截至 3 月底，24/25 榨季累计降水量甚至低于 23/24 榨季产区累计降水量，干旱威胁不仅没有解除，反而利剑高悬。

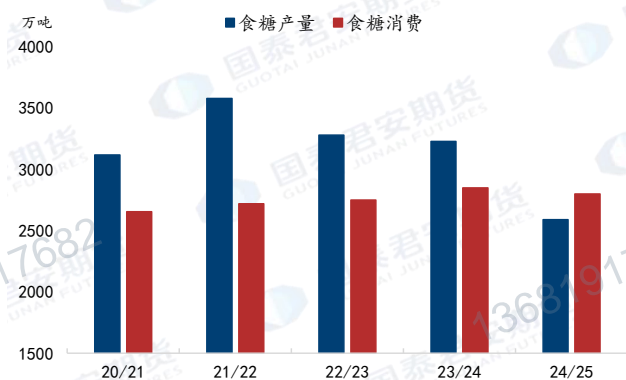
图 9：巴西产区降水再度偏低



资料来源：路透，国泰君安期货研究

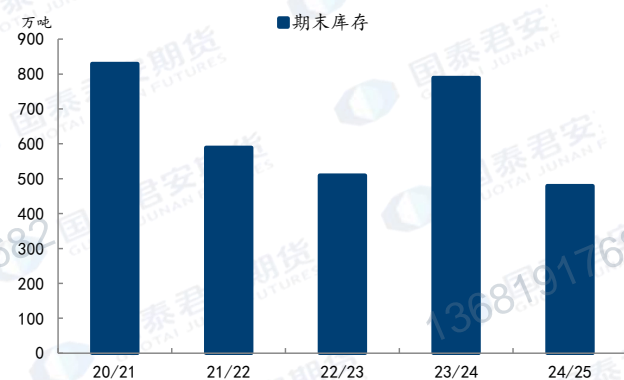
印度产量不断被下调，超预期。NFCFS 数据显示，截至 2025 年 3 月 31 日，24/25 榨季印度甘蔗入榨量 2.65 亿吨，同比下降 11%；食糖产量 2485 万吨，同比下降 17.85%。2024 年 10 月，ISMA 预计 24/25 榨季食糖产量为 2930 万吨（不含 400 万吨食糖用于生产乙醇）。2025 年 3 月 3 日，NFCFS 将 24/25 榨季印度食糖产量下调至 2650 万吨。2025 年 3 月 18 日，NFCFS 再度将 24/25 榨季印度食糖产量下调至 2590 万吨。印度产量不断被下调，最终产量预计较榨季初低 340 万吨，基本抵消了泰国、欧盟和中国增产的数量，基本面边际增强。

图 10：印度食糖产量大幅下降



资料来源：ISMA, NFCSF, 国泰君安期货研究

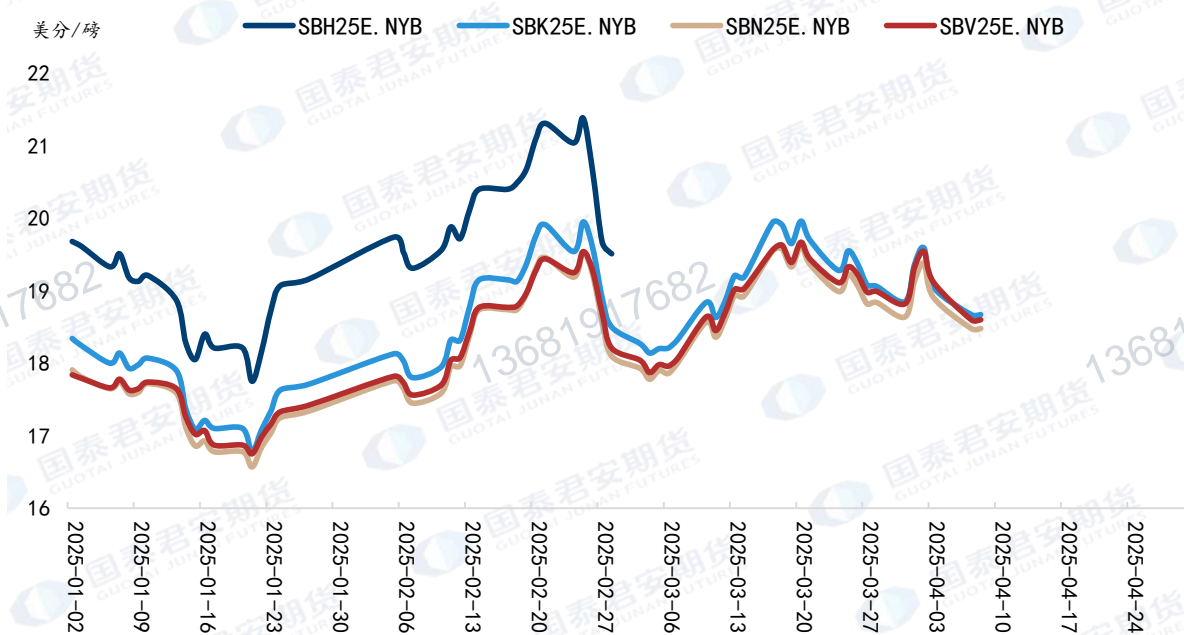
图 11：印度食糖期末库存偏低



资料来源：ISMA, NFCSF, 国泰君安期货研究

原糖上涨的基本面驱动力仍在。2025 年 1 月份至今，纽约原糖 2503 合约价格由最低 17.57 美分/磅上涨至最高 21.57 美分/磅，上涨 4.00 美分/磅，涨幅 22.8%。纽约原糖价格上涨的逻辑主要是强现实增强：巴西低库存背景，印度 24/25 榨季产量不及预期（较预期低 200 万吨），巴西产区降水再度偏低，巴西港口罢工。2025 年 3 月份以来，巴西产区降水持续偏低，印度产量也接连被下调，强现实边际增强，原糖价格上涨的基本面驱动力仍在。与纽约原糖 2503 合约相比，纽约原糖 2505 合约摘牌后巴西产区 25/26 榨季将逐渐开启，供应的预期有所差异，买方的接货意愿对于价格节奏的影响上升。

图 12：纽约原糖各合约价格走势对比

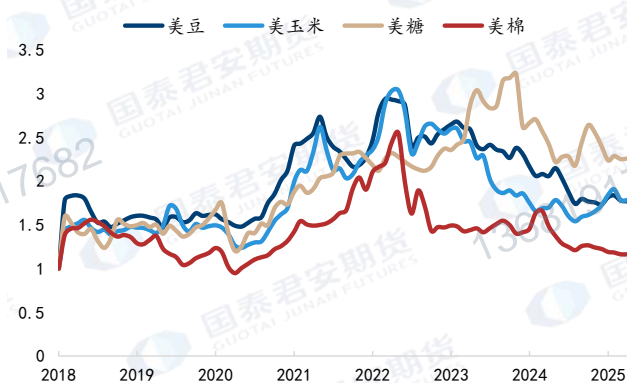


资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

3. 弱预期提前上线，价差结构加速演变

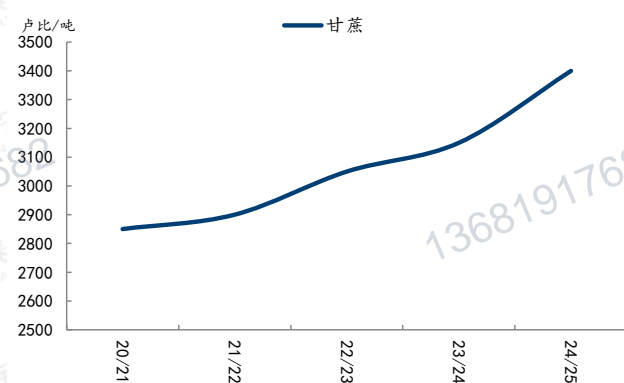
25/26 榨季，全球食糖市场维持增产累库的弱预期。纽约原糖月度均价自 21 年 5 月开始站上 17 美分/磅，历时 46 个月。长期高价对生产有巨大的提振作用，但是受制于天气干旱以及制糖产能的影响，并没有明显增库存。24/25 榨季，干旱导致巴西和印度产量不及预期，导致纽约原糖价格再度走高。2024 年 Q4 巴西产区降水量高于 LPA，虽然 2025 年 Q1 降水量偏低，但是单产较 24/25 榨季提高的概率极大，叠加新增产能释放，巴西 25/26 榨季依然维持增产预期。印度 2024 年季风降水较 LPA 高 7.6%，甘蔗收购价格逐年提高，为 25/26 榨季丰产创造了充分条件。南北半球增产预期之下，25/26 榨季全球食糖市场仍维持增产累库的弱预期。

图 13：纽约原糖的估值相对较高



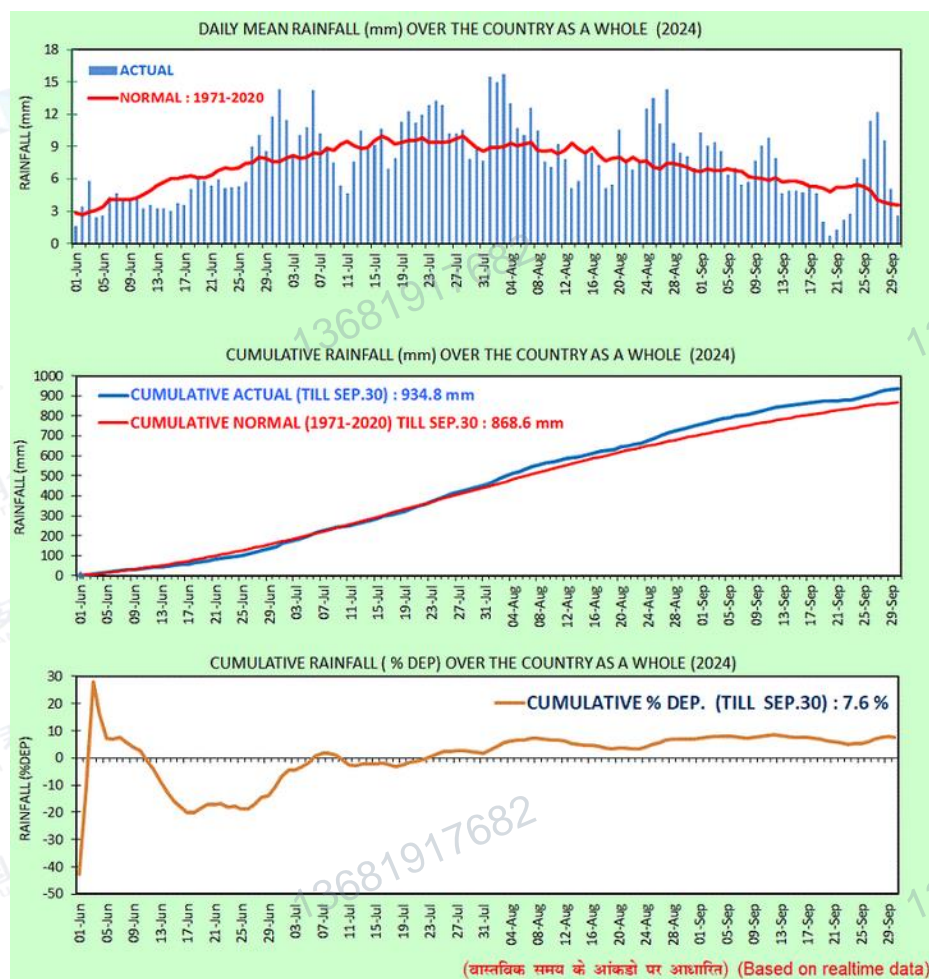
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 14：印度甘蔗收购价格逐年提高



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

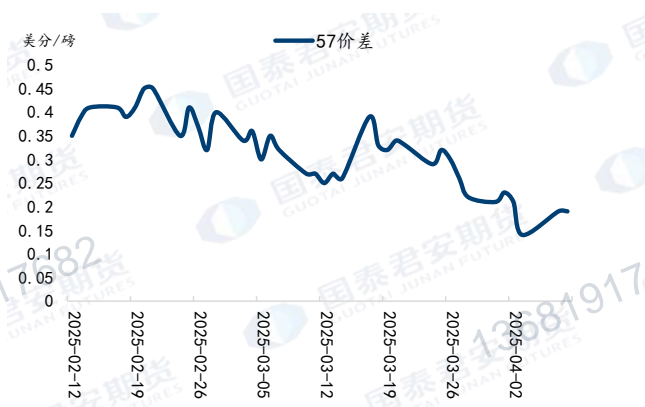
图 15：印度 2024 年季风降水较 LPA 高 7.6%



资料来源：IMD，国泰君安期货研究

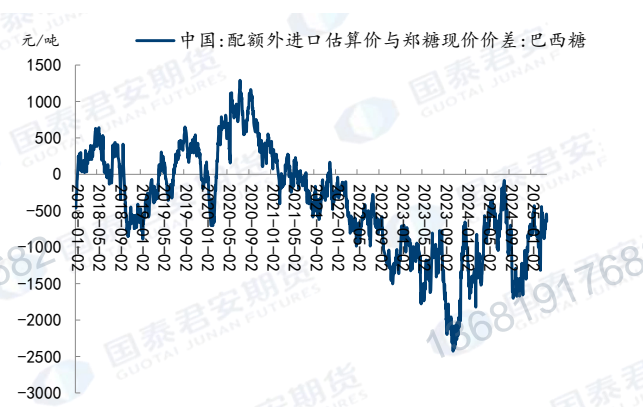
弱预期提前上线，价差结构加速演变。2025 年 Q1 全球食糖市场基本面偏强，特别是巴西产区降水量偏低，预期巴西甘蔗单产和出糖率受到影响，巴西产区 25/26 榨季初期食糖生产效率存在一定的不确定性，市场价格往往不会马上体现增产的趋势而下跌。美国加征对等关税，无论是短期还是长期，都是历史性的重大事件，对于商品价格的影响程度更高；此次加征关税的范围广，关税幅度超预期；博弈程度极高，后续美国和各国的政策路径预测性低。美国加征对等关税以后，由于此次宏观叙事过于宏大且短期难以证伪，预计将使得强现实的基本面退后，弱预期提前上线。当市场转向交易增产累库的弱预期，趋势和结构性机会涌现，价格具备往下向巴西生产成本去交易的条件，同时关注纽约原糖近远月价差走弱以及内外价差收敛的机会。

图 16：纽约原糖 57 价差走弱



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 17：内外价差收窄



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

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。