

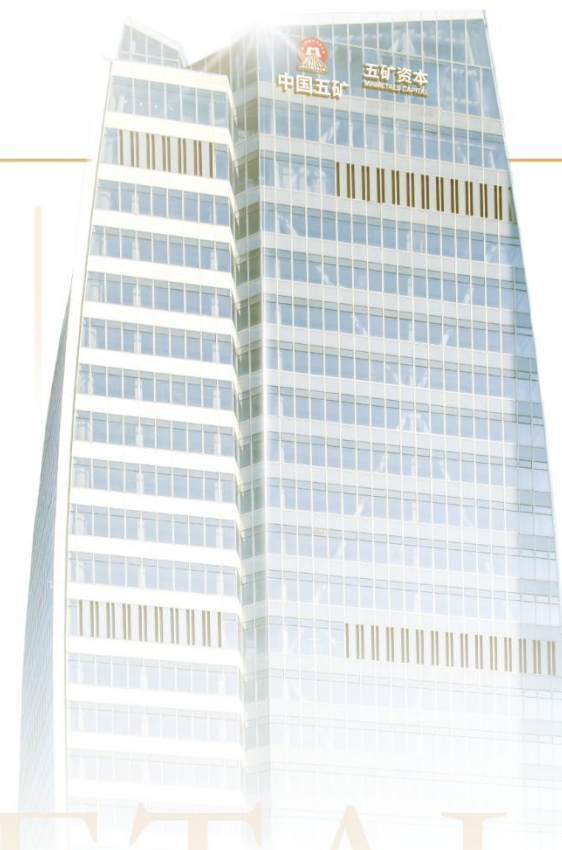


五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

蜜意消融， 苦痕乍现

白糖半年报

2025/06/06



MINMETALS
FUTURES

杨泽元（农产品组）



13352843071



yangzeyuan@wkqh.cn



从业资格号：F03116327



交易咨询号：Z0019233

目录

CONTENTS



01

半年度评估及策略推荐

03

国际市场分析

02

行情走势回顾

04

国内市场分析

01

半年度评估及策略推荐

- ◆ 国际市场分析：在今年2月至5月期间原糖远月月间价差震荡下跌，走出一段反套行情，这意味着市场预期是三季度供应偏宽松。但是伦敦白糖远月月间价差走势较为反复，在今年1月至2月期间因北半球产量不及预期走出正套行情，但随着2月底原糖3月合约大量交割，可能是接货商在买原糖同时在伦敦白糖合约上卖出套保的原因，导致伦敦白糖月间价差在3月走了一段反套行情。到了4月底原糖5月合约再次产生大量交割，伦敦白糖月间价差再次走出反套。另一方面，原白价差在今年1月底走强后，持续在100-120美元/吨区间震荡，意味着原糖价格始终有买盘在支撑。但进入5月后，原白价差有向下走弱的迹象，再结合原糖和伦敦白糖的月差走弱来看，下半年外盘糖价仍有下跌的风险。
- ◆ 国内市场分析：从今年4月中旬开始，郑糖9-1合约月差走出明显的反套，郑糖5-9合约月差走的是正套。近月合约月差走正套反映的是现实国内产销情况依然良好，而远月合约月差开始走反套，反映的是市场开始交易未来进口成本下降，以及进口供应环比增加的预期。整个4月贸易商做多基差，大量采购现货并在盘面上卖出套保，使得4月产销率创新高。但随着盘面价格下跌，价格更具竞争力的基差糖流入市场。另一方面，外盘价格下跌后进口利润窗口打开，未来进口供应将陆续增加，5月可能是糖价从强变弱的转折点。
- ◆ 观点及策略：单边策略以逢高做空为主；套利策略关注郑糖近月月差正套以及远月月差反套机会。

02

行情走势回顾

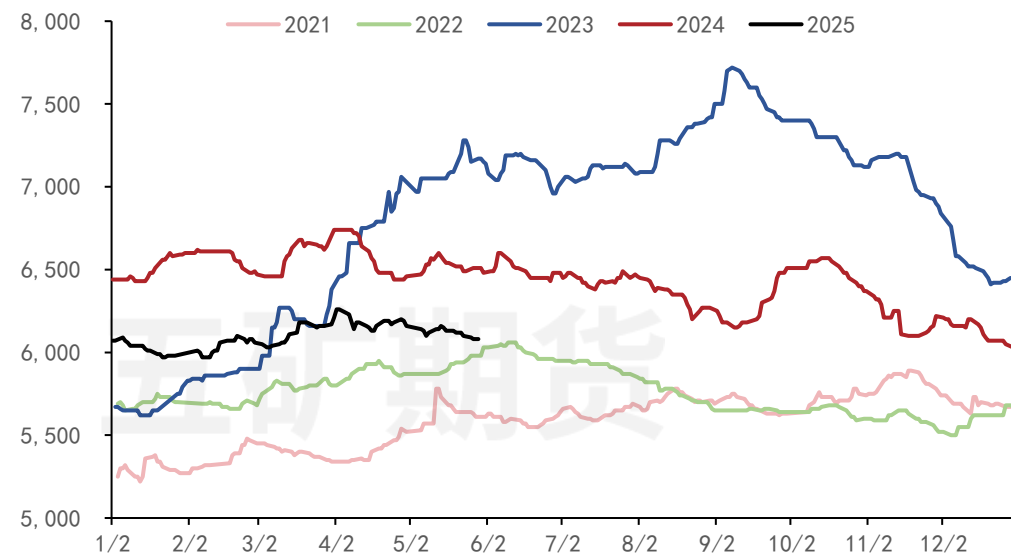
国内市场回顾：区间震荡，但重心下移

图1：郑糖期货主力合约走势（元/吨）



资料来源：郑商所、MYSTEEL、五矿期货研究中心

图2：广西南宁一级白砂糖价格走势（元/吨）



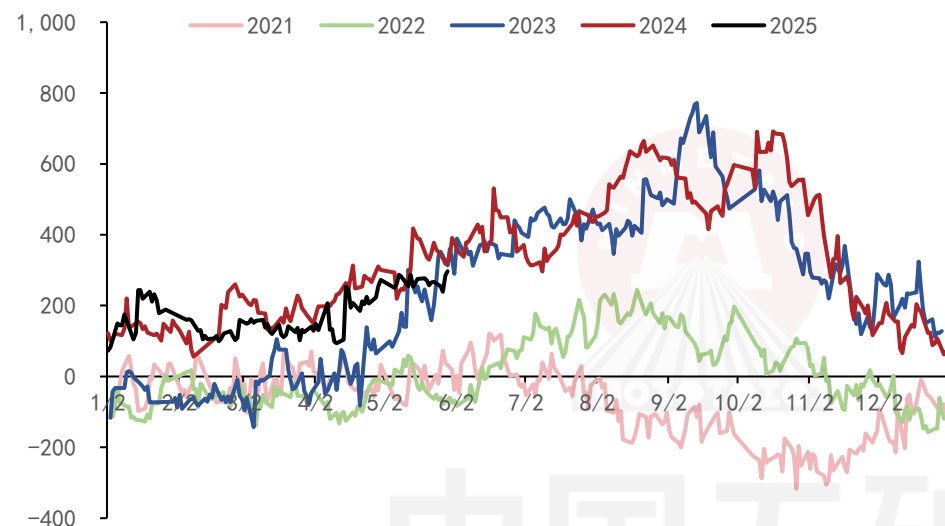
资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

今年以来，郑糖期货主力合约价格走势维持在5700-6200元/吨区间震荡，基本符合笔者2024年年报的预期：糖浆和预拌粉进口被管控，郑糖价格运行空间或在5500-6300元/吨。

受国内增产以及进口成本下跌影响，本榨季国内白糖价格重心下移，但因糖浆和预拌粉进口被管控，以及一季度进口同比大幅减少，使得糖价并没有走出趋势性下跌，而是维持区间震荡。

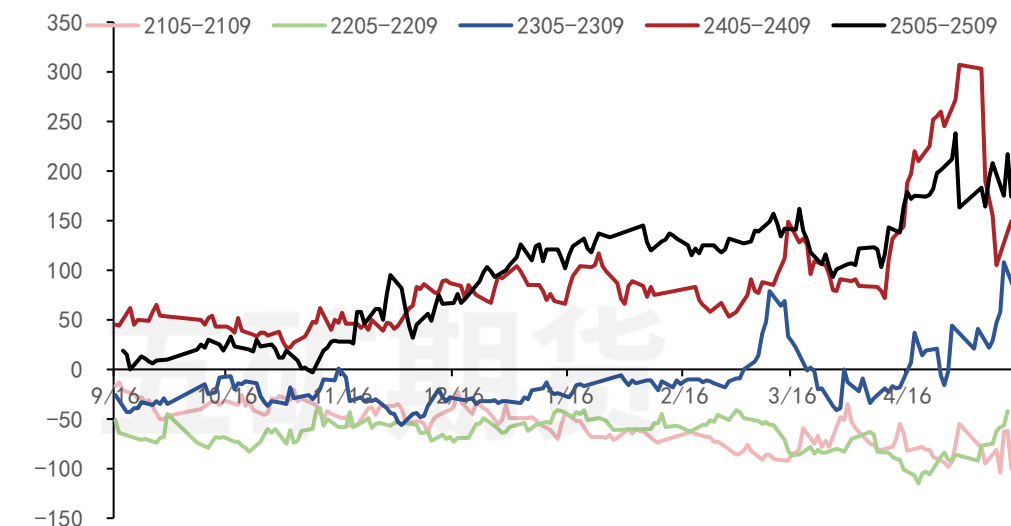
国内市场回顾：基差走强，月差走反套

图3：广西白糖现货-郑糖主力合约基差（元/吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图4：郑糖5-9合约价差（元/吨）

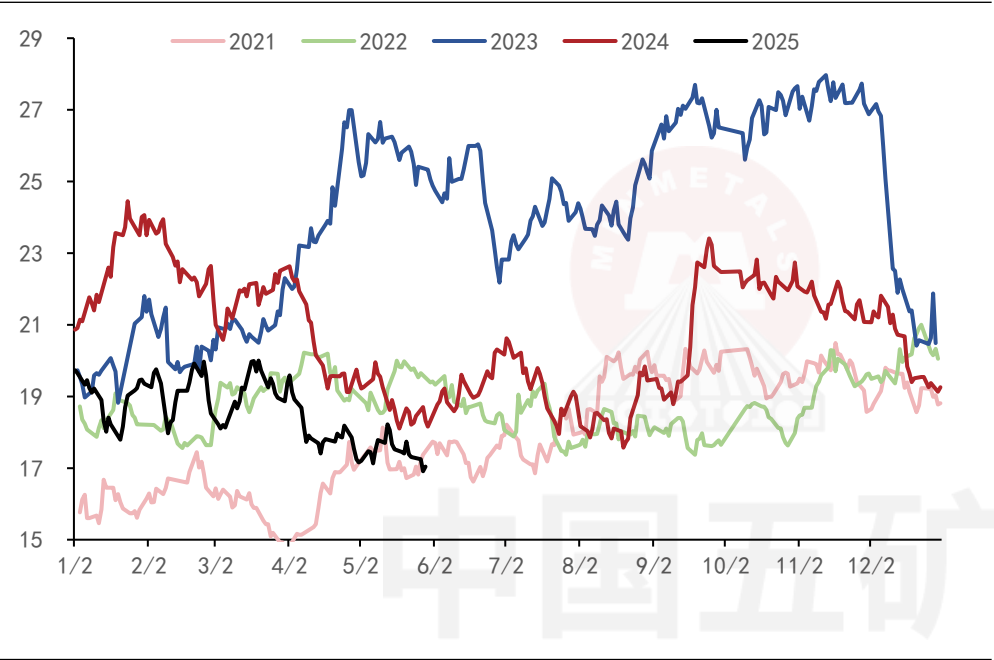


资料来源：郑商所、MYSTEEL、五矿期货研究中心

今年1月至2月，郑糖基差随着价格反弹而走弱，2月至3月糖价延续反弹，基差偏弱震荡，意味着前三个月国内产销情况良好。但到了4月下旬以后，糖价开始下跌，且基差走强，价格更具竞争力的基差糖流入市场，利空糖价。

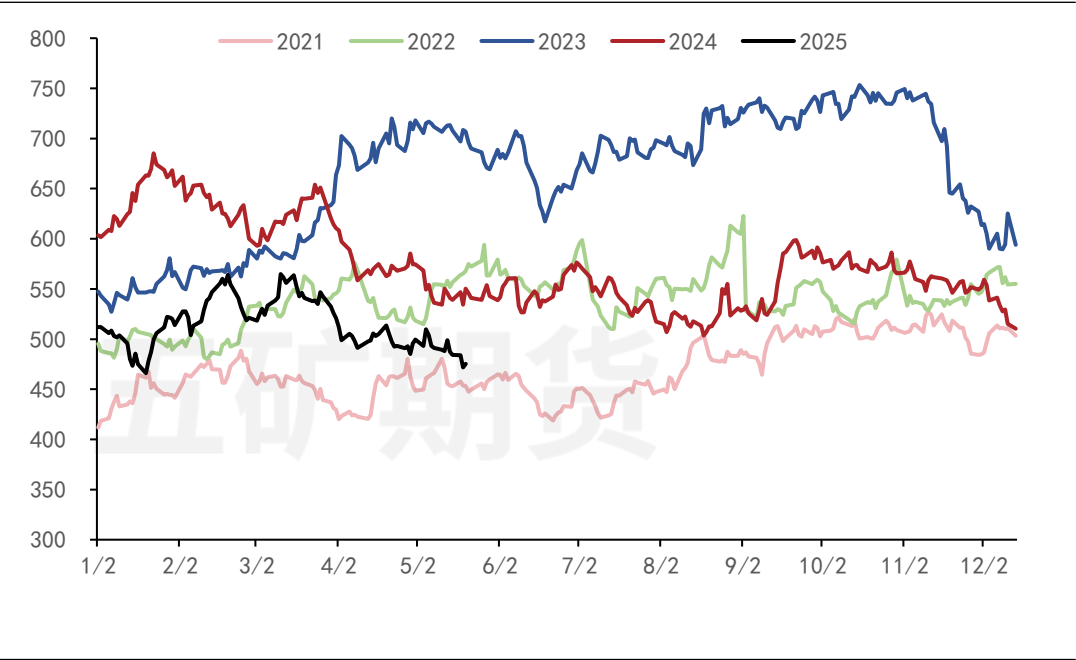
从月间价差的角度来看，今年1月至4月中旬，郑糖5-9合约价差持续走正套，符合产销情况良好的基本面逻辑。但是从4月下旬开始，郑糖9-1合约价差从高位开始走出反套行情，或意味着市场开始交易未来进口成本下降，且进口供应环比增加的预期。

图5：原糖主力合约走势（美分/磅）



资料来源：ICE交易所、MYSTEEL、五矿期货研究中心

图6：伦敦白糖主力合约走势（美元/吨）

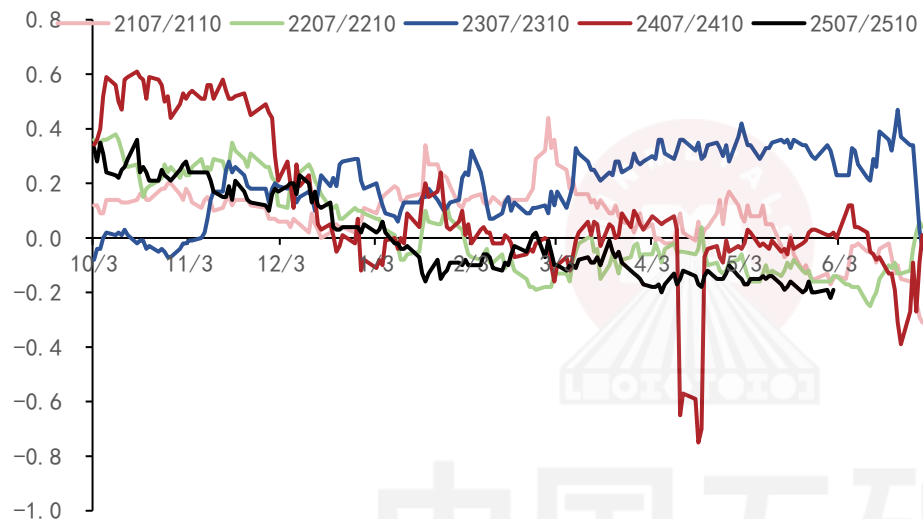


资料来源：ICE交易所、五矿期货研究中心

今年以来，原糖期货主力合约价格走势维持在17-20美分/磅区间震荡，基本符合笔者2024年年报的预期：原糖价格重心逐步下移至成本线附近，约18.5美分/磅。

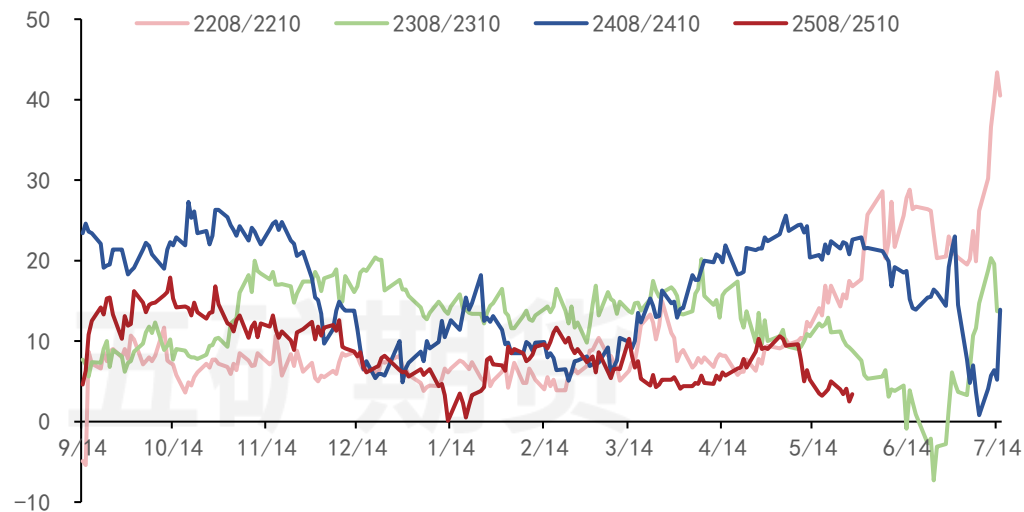
因印度减产超预期，以及泰国增产不及预期的影响，今年1月至3月原糖价格维持偏强震荡。但进入4月以后，巴西开启新榨季生产，以及受原糖5月合约交割大量抛压影响，价格再次跌至前低。

图7：原糖7-10合约月差（美分/磅）



资料来源：ICE交易所、五矿期货研究中心

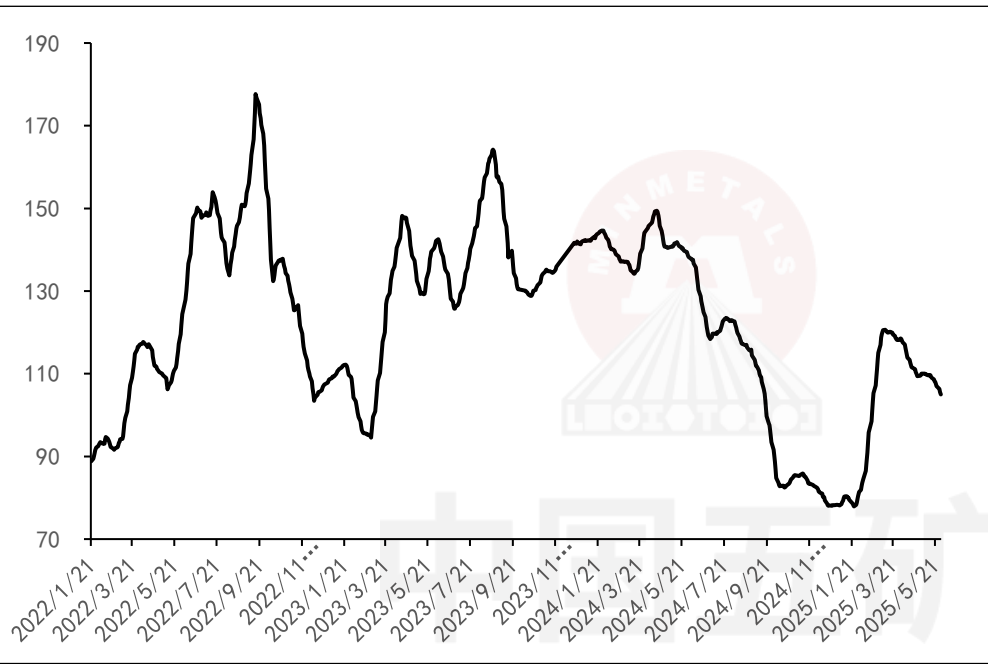
图8：伦敦白糖8-10合约月差（美元/吨）



资料来源：ICE交易所、五矿期货研究中心

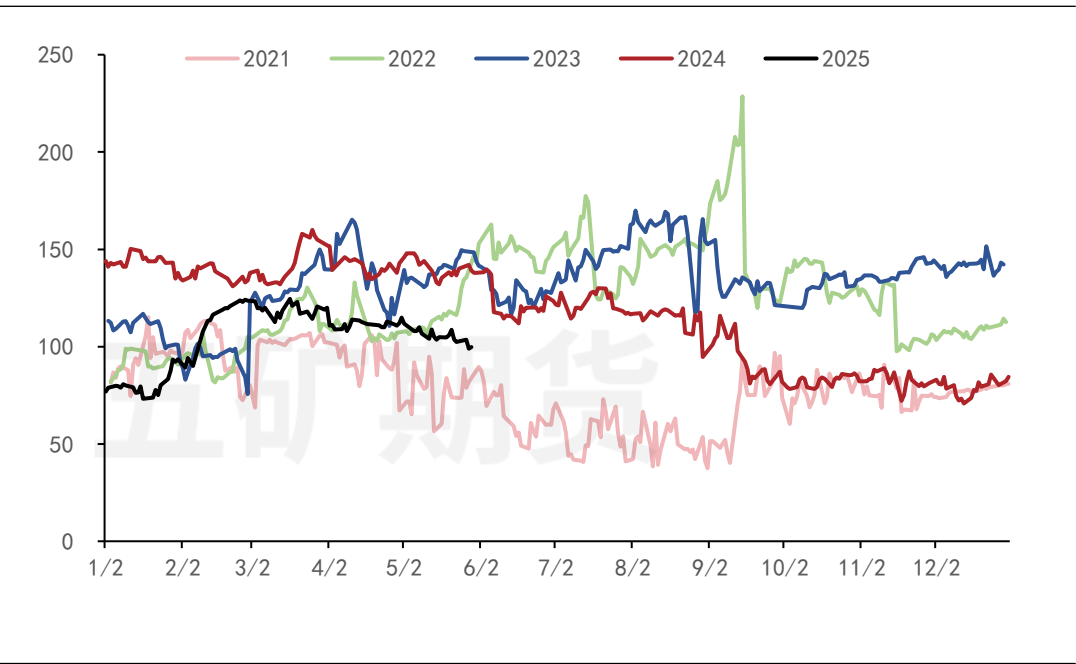
从价差结构来看，在今年2月至5月原糖远月月间价差震荡下跌，走出一段反套行情，这意味着市场预期是三季度供应偏宽松。但是伦敦白糖远月月间价差走势较为反复，在今年1至2月因北半球产量不及预期走出正套行情，但随着2月底原糖3月合约大量交割，可能是接货商在买原糖同时在伦敦白糖合约上卖出套保的原因，导致伦敦白糖月间价差在3月走了一段反套。到了4月底原糖5月合约再次产生大量交割，伦敦白糖月间价差再次走出反套。

图9：原白价差15日平均线（美元/吨）



资料来源：ICE交易所、五矿期货研究中心

图10：原白价差季节性走势图（美元/吨）



资料来源：ICE交易所、五矿期货研究中心

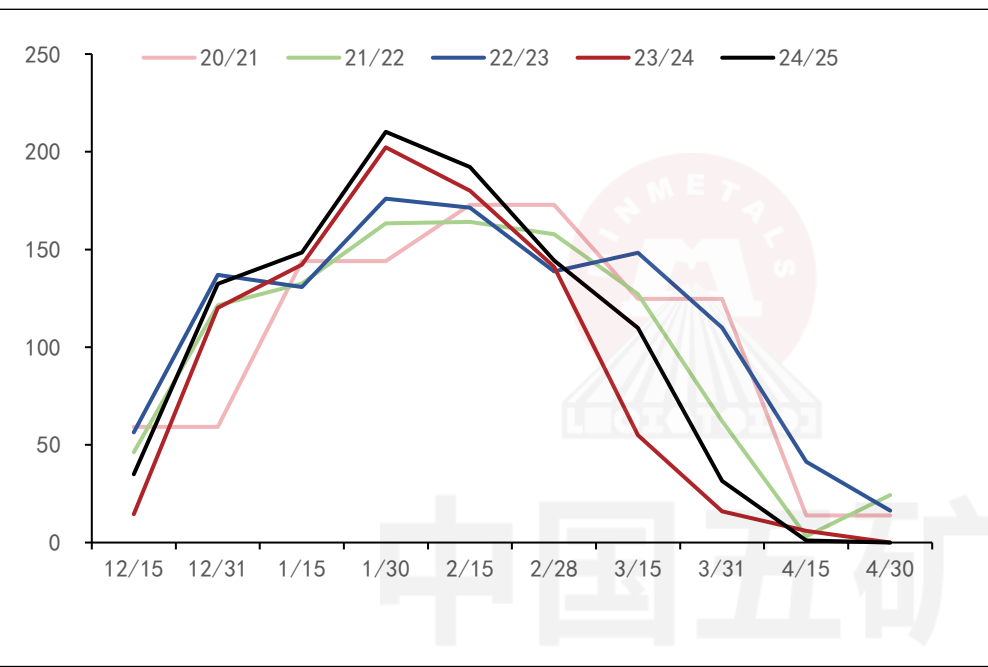
原白价差在今年1月底走强后，持续在100-120美元/吨区间震荡，意味着国际糖价始终有买盘在支撑。但进入5月后，原白价差有向下走弱的迹象，再结合原糖和伦敦白糖的月差结构向下来看，利空国际糖价。

03

国际市场分析

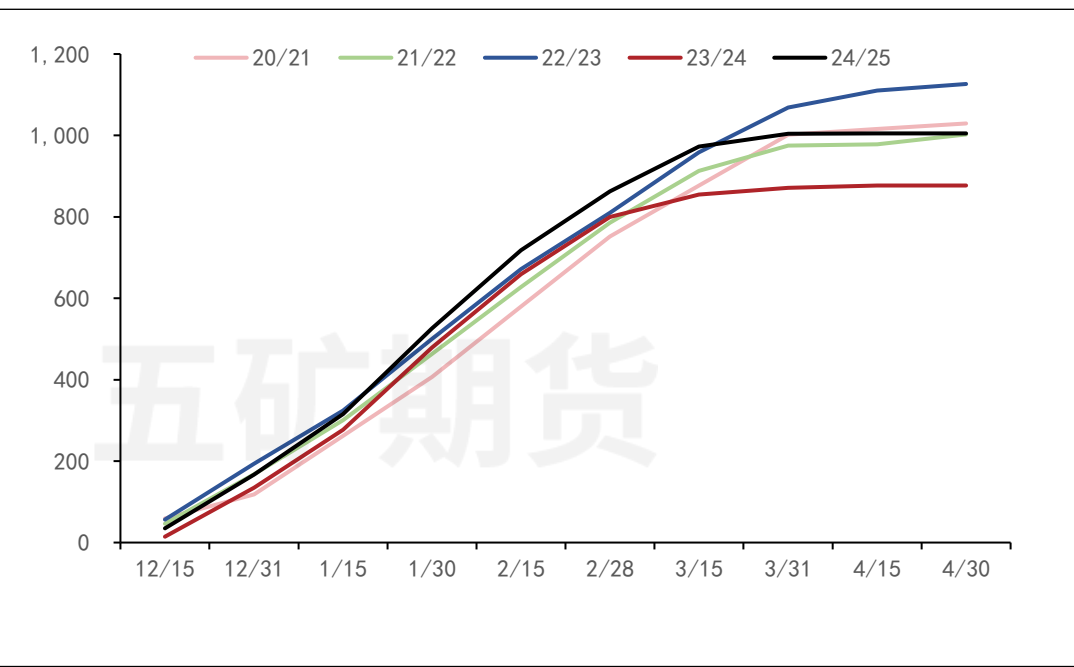
一季度交易北半球产量不及预期

图11：泰国双周食糖产量（万吨）



资料来源：OCSB、五矿期货研究中心

图12：泰国累计食糖产量（万吨）

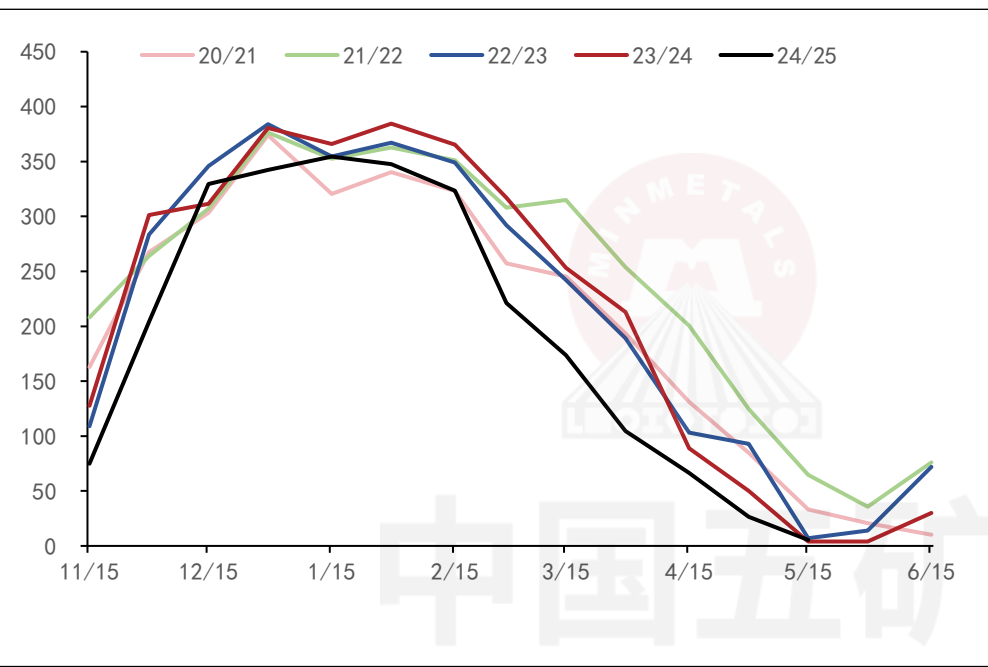


资料来源：OCSB、五矿期货研究中心

泰国在今年4月8日全部收榨，据OCSB（泰国糖协）公布的数据显示，泰国2024/25榨季累计食糖产量为1005万吨，同比上榨季增产128万吨，但产量低于此前1100-1200万吨的市场预期。

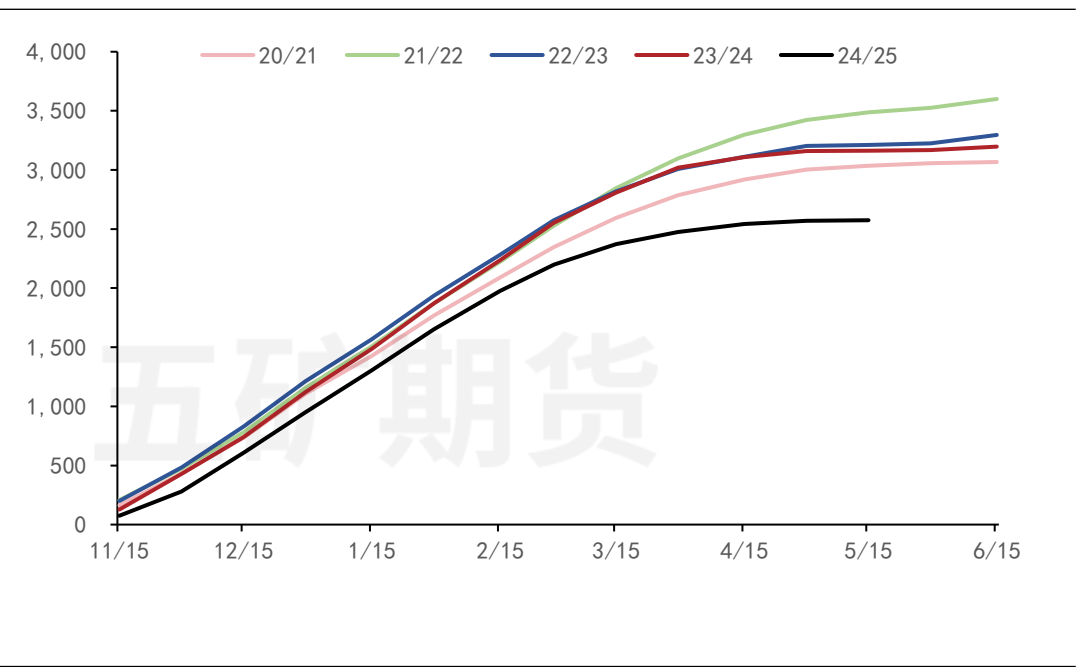
一季度交易北半球产量不及预期

图13：印度食糖双周产量（万吨）



资料来源：ISMA、五矿期货研究中心

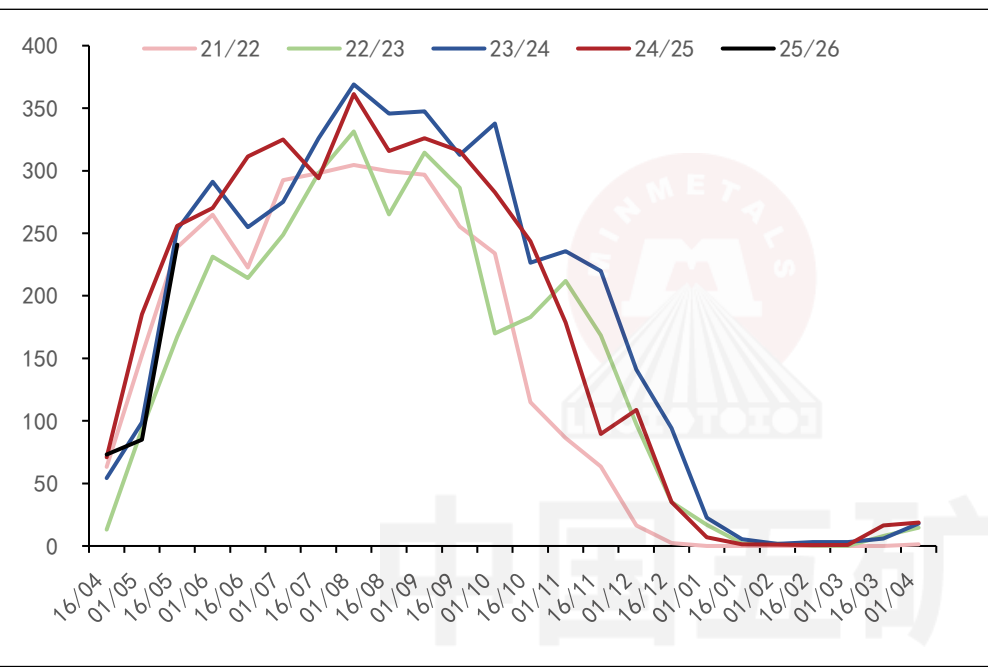
图14：印度食糖累计产量（万吨）



资料来源：ISMA、五矿期货研究中心

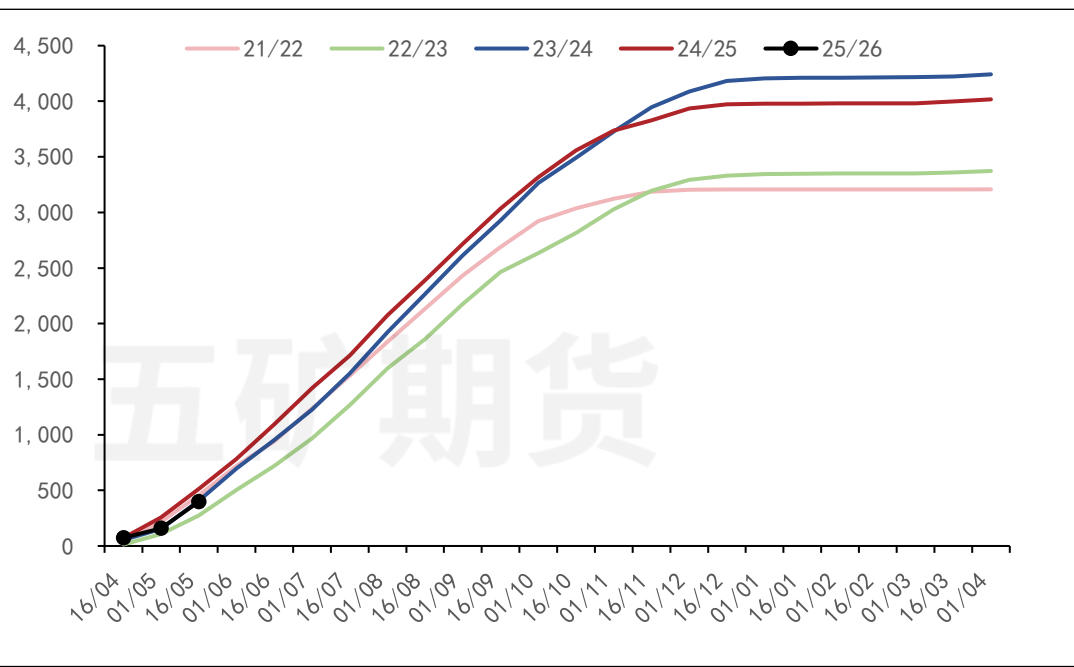
印度虽然目前尚未完全收榨，但生产也接近尾声。据ISMA（印度糖协）公布数据显示，4月30日至5月15日印度产糖量仅5.4万吨，且只剩下两家糖厂仍在生产；而截至5月15日，印度2024/25榨季累计产糖2574万吨，同比减少589万吨，低于此前2700-2900万吨的市场预期。

图15：巴西中南部双周食糖产量（万吨）



资料来源：UNICA、五矿期货研究中心

图16：巴西中南部累计食糖产量（万吨）

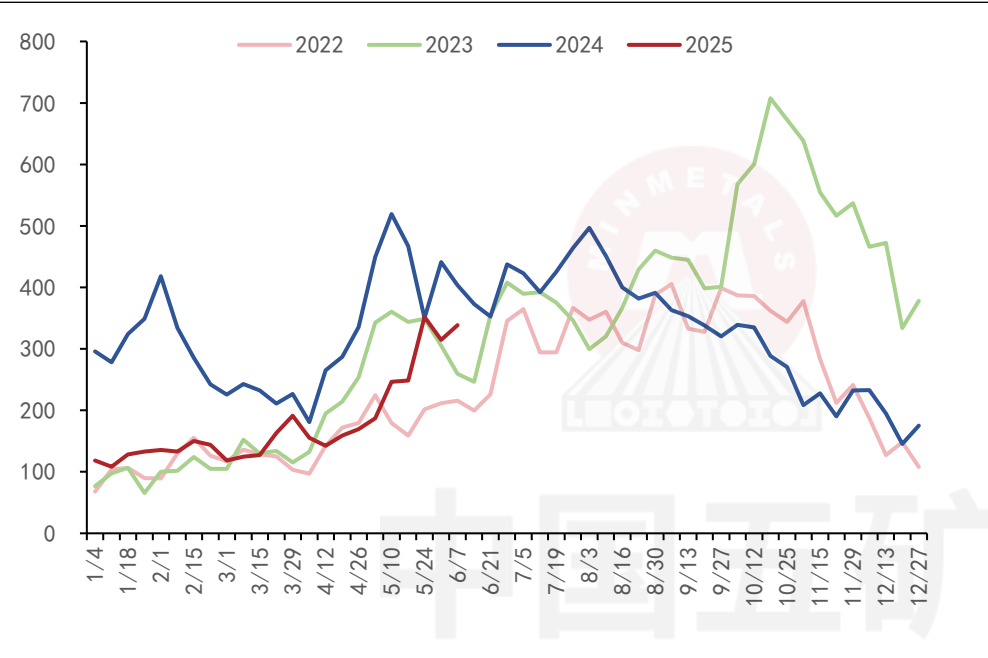


资料来源：UNICA、五矿期货研究中心

据UNICA最新发布的数据显示，5月上半月，巴西中南部地区甘蔗入榨量为4231.9万吨，较去年同期减少274.6万吨，减幅6.09%；制糖比为51.14%，较去年同期的48.24%增加2.9%；产糖量为240.8万吨，较去年同期减少17.6万吨，减幅6.8%。

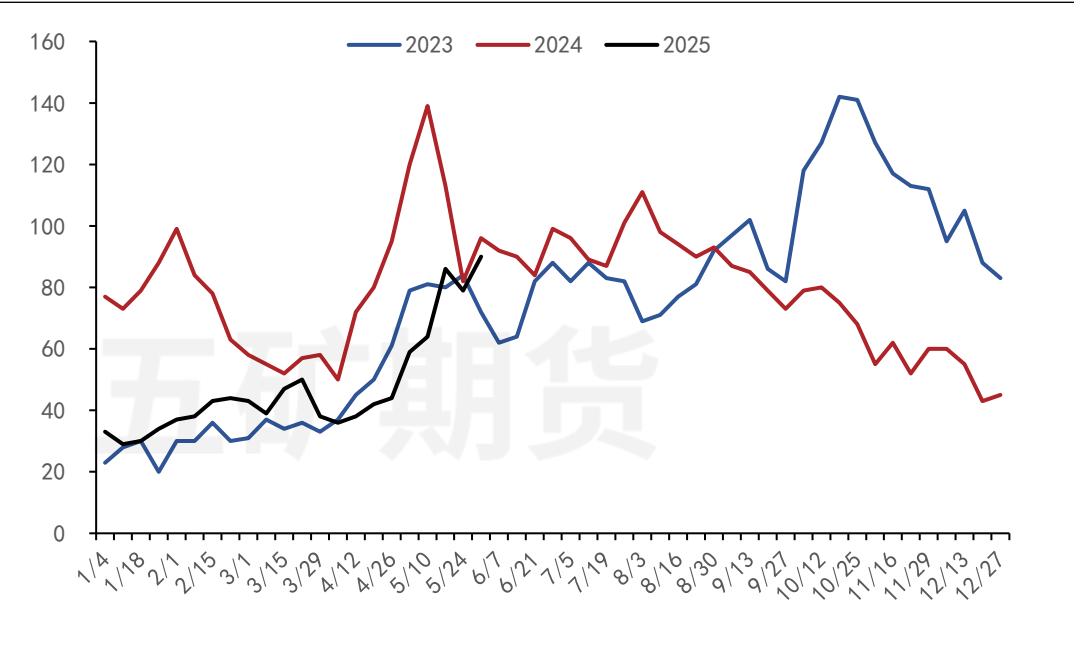
二季度巴西供应开始上市

图17：巴西港口食糖待运量（万吨）



资料来源：WILLIAMS、五矿期货研究中心

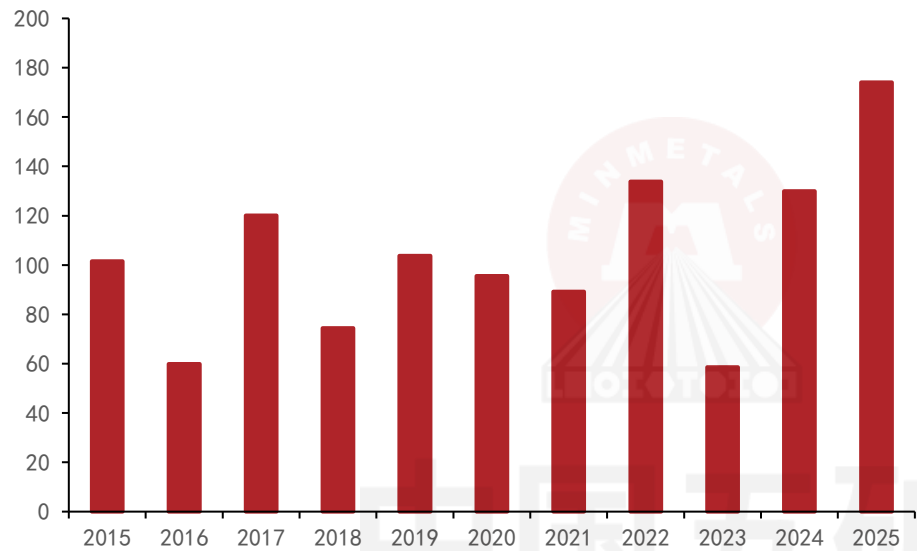
图18：巴西港口等待船数量（艘）



资料来源：WILLIAMS、五矿期货研究中心

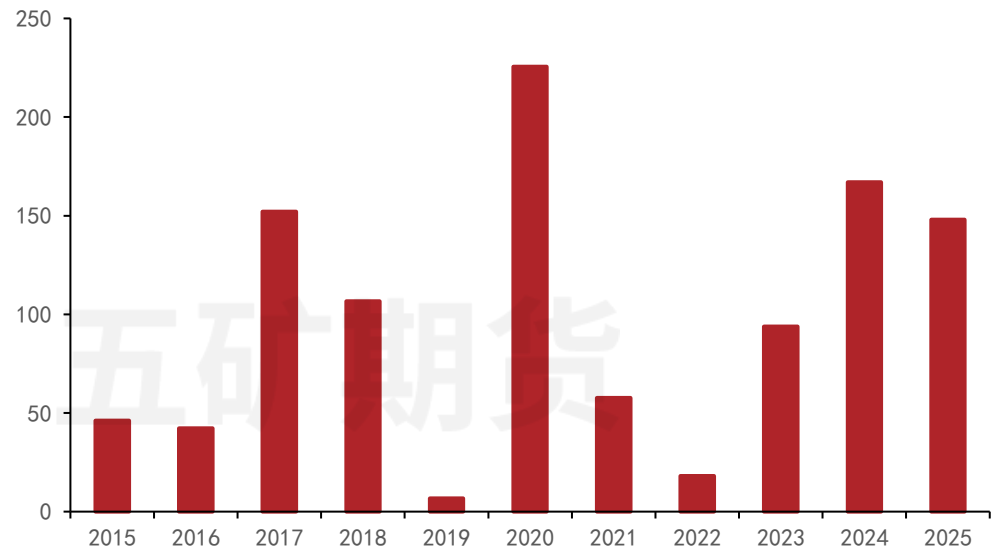
5月开始巴西食糖出口发运量环比今年4月大幅增加。据航运机构Williams发布的数据显示，截至5月28日巴西港口等待装运食糖的船数量为90艘，较4月底增加46艘，较去年同期减少6艘；港口等待装运的食糖数量为338.66万吨，较4月底增加169.32万吨，较去年同期减少61.15万吨。

图19：原糖3月合约交割量（万吨）



资料来源：ICE交易所、五矿期货研究中心

图20：原糖5月合约交割量（万吨）



资料来源：ICE交易所、五矿期货研究中心

回顾今年ICE原糖3月合约交割，在2月底交割前原糖价格一度上涨超过21美分/磅，并且ICE原糖3月合约创下该合约有史以来最大的交割量，约合174万吨。在价格高位且有大量买盘意味着此时市场供应是非常紧张的。

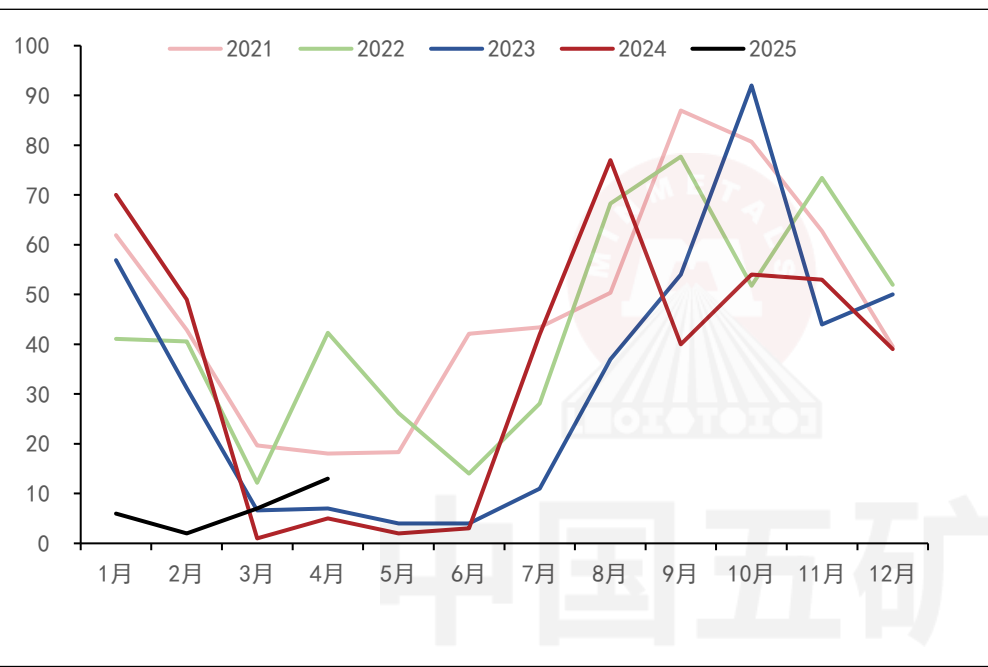
回顾今年ICE原糖5月合约交割，在4月底交割前原糖价格一度跌破17美分/磅关口，接近前期价格低位，与ICE原糖3月合约交割前行情走势完全相反。但好在5月合约交割量也并不少，意味着在低价区间还是有较多买盘支撑。最终ICE原糖5月合约交割量约合148万吨。ICE原糖3月合约和5月合约交割前行情走势分化，可能意味着国际市场供应最紧张的阶段已经过去。今年5月后外盘糖价有创新低的可能性。

04

国内市场分析

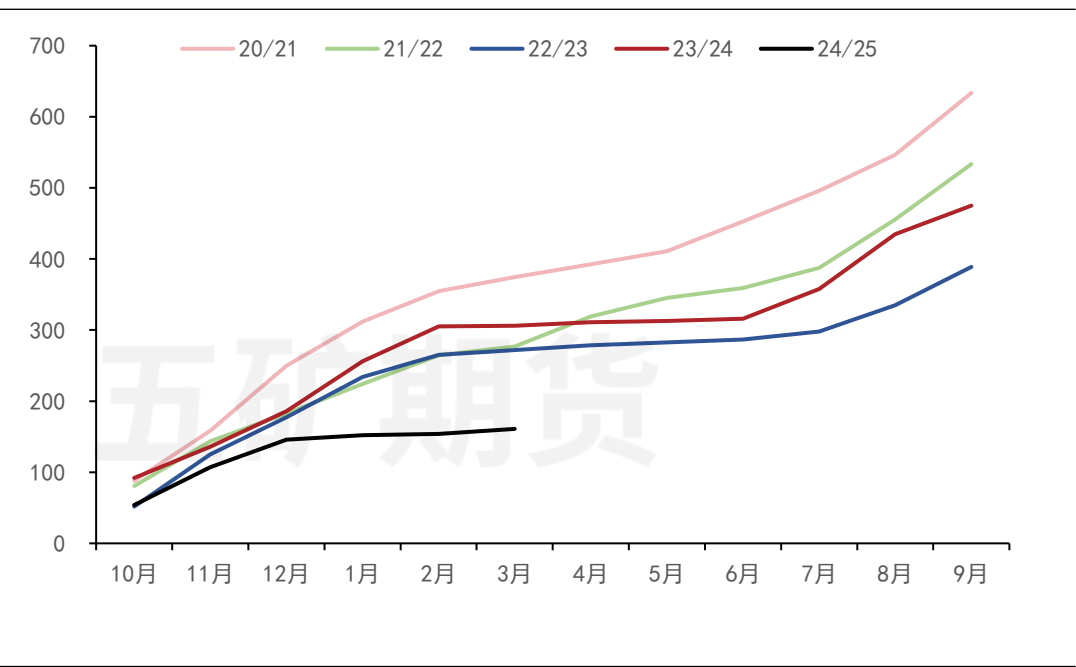
今年一季度进口量同比大幅下滑

图21：我国月度食糖进口量（万吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

图22：我国食糖累计进口量（万吨）

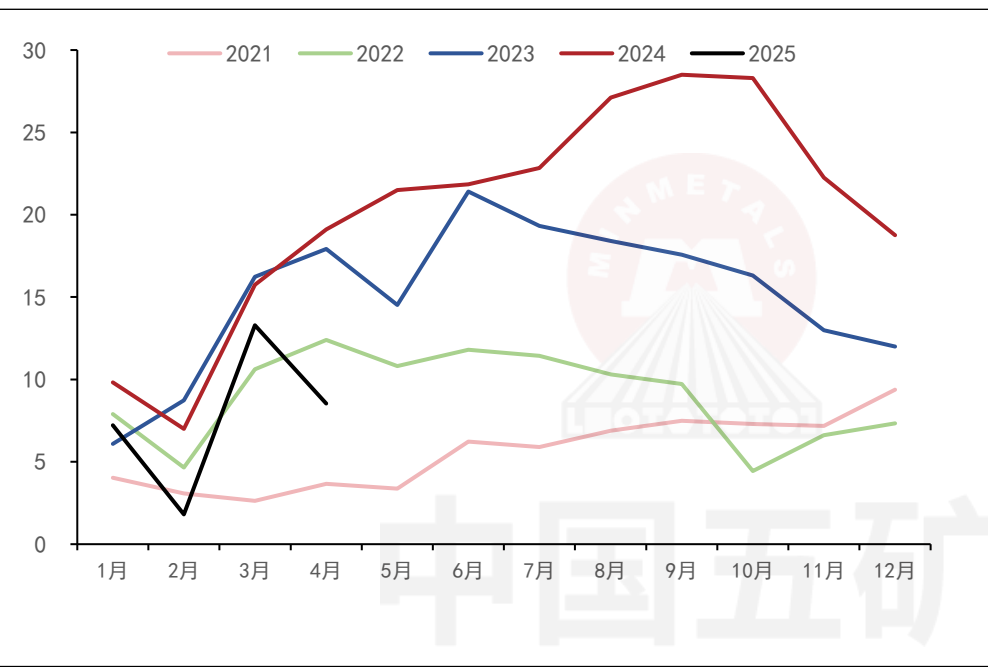


资料来源：海关、五矿期货研究中心

据海关总署公布的数据显示，2025年4月份我国进口食糖13万吨，同比增加7万吨。2025年1-4月份我国进口食糖27万吨，同比减少97万吨，降幅77.86%。2024/25榨季截至4月底，我国进口食糖174万吨，同比减少137万吨，降幅44.18%。

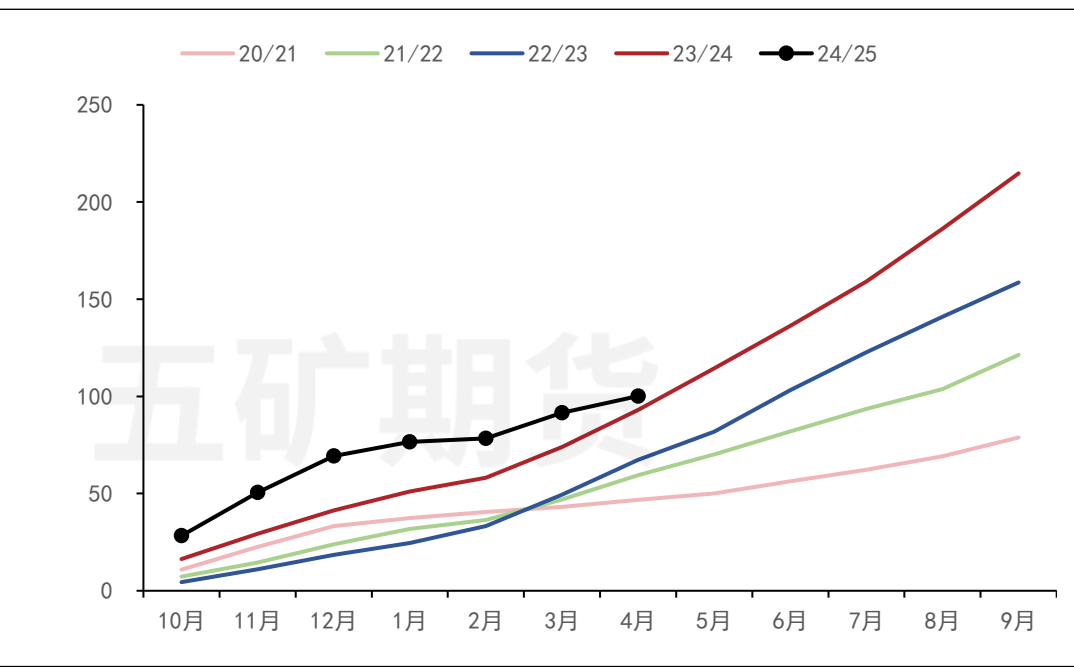
今年以来糖浆及预拌粉进口受限

图23：我国月度糖浆及预拌粉进口量（万吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

图24：我国累计糖浆及预拌粉进口量（万吨）



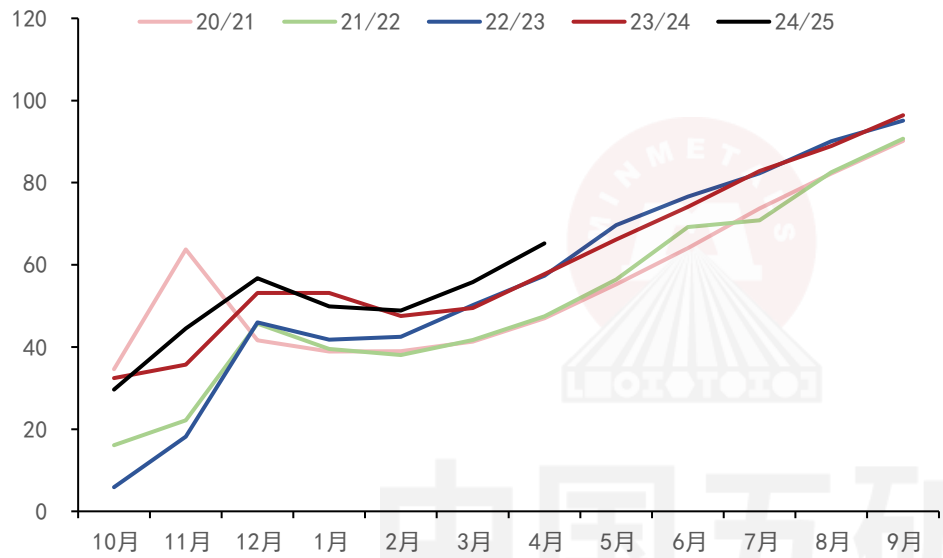
资料来源：海关、五矿期货研究中心

据海关总署数据，2025年4月份我国进口糖浆和预拌粉(税则号1702.90、2106.906)合计8.54万吨，同比减少10.6万吨。2025年1-4月份我国进口糖浆和预拌粉30.85万吨，同比减少20.82万吨，降幅40.29%。2024/25榨季截至4月底，我国进口糖浆和预拌粉100万吨，同比增加7万吨，增幅7.52%。

今年以来税则号1702.90项下的糖浆和预拌粉受限大幅减少，而税则号2106.90.6项下的糖浆、预混粉增同比大幅增加，但整体进口同比仍大幅减少。

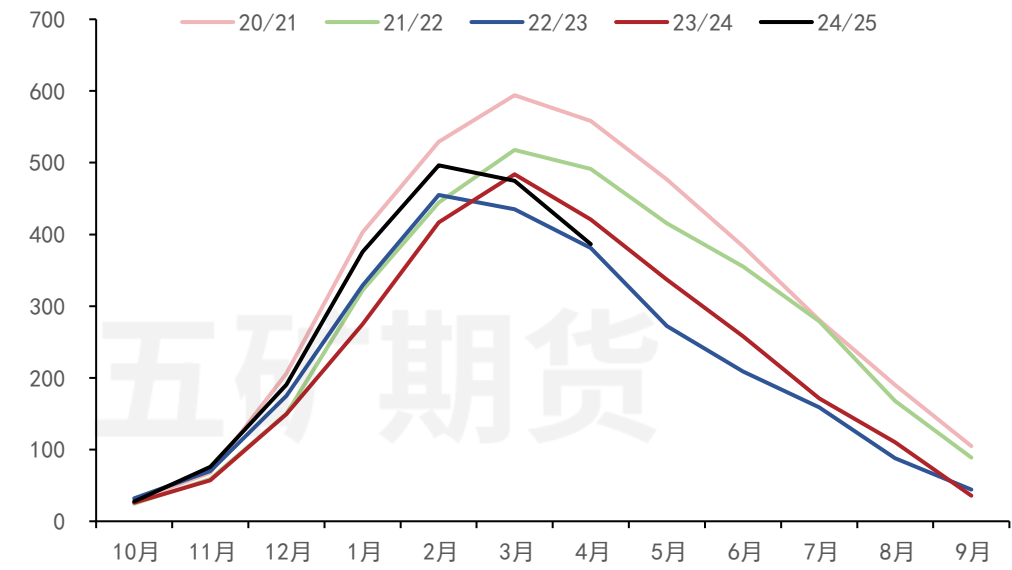
截至4月底国内产销数据良好

图25：我国食糖累计产销率（%）



资料来源：中国糖业协会、五矿期货研究中心

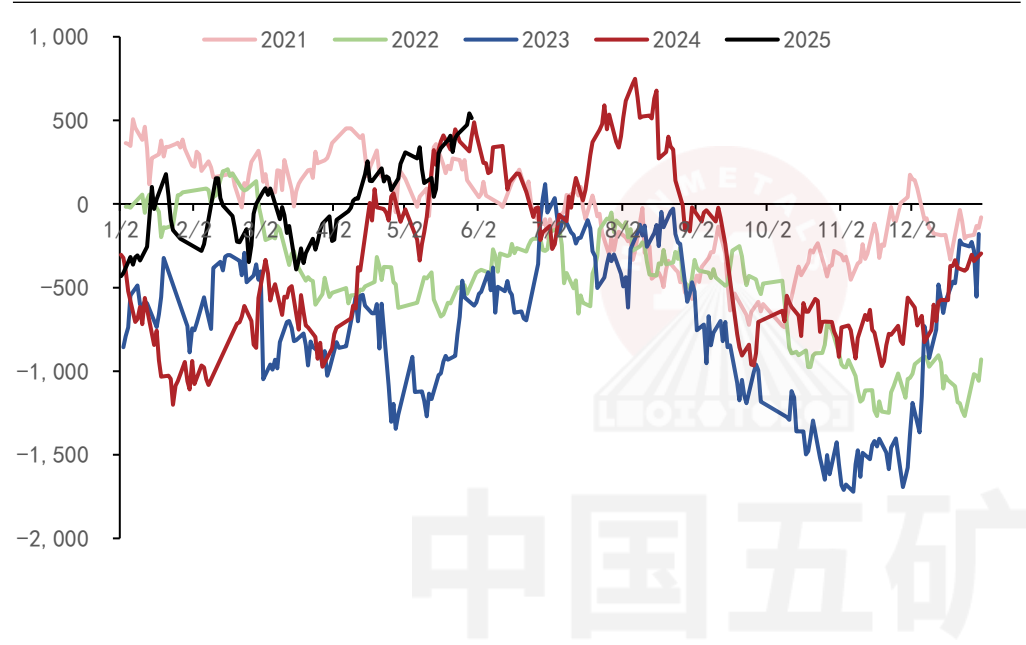
图26：我国食糖工业库存（万吨）



资料来源：中国糖业协会、五矿期货研究中心

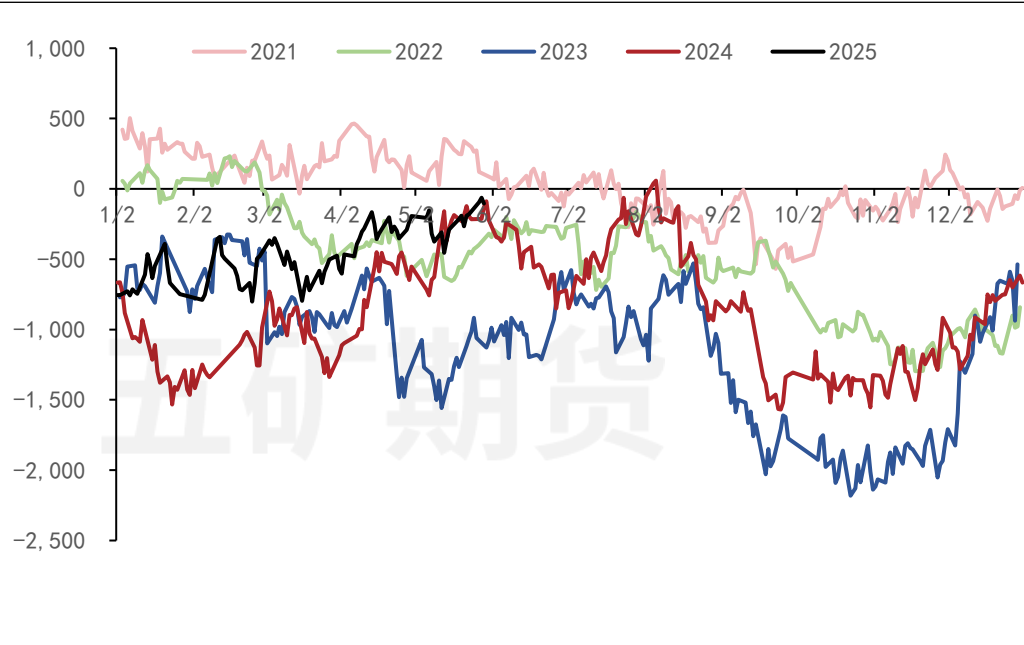
受一季度进口供应同比大幅减少的推动，截至4月底国内产销情况良好。据中国糖业协会数据显示，4月份全国单月销糖124.88万吨，同比增加23.68万吨；工业库存386.26万吨，同比减少34.48万吨；累计销糖率65.22%，同比加快7.49个百分点。

图27：配额外现货进口利润（元/吨）



资料来源：五矿期货研究中心

图28：配额外盘面进口利润（元/吨）

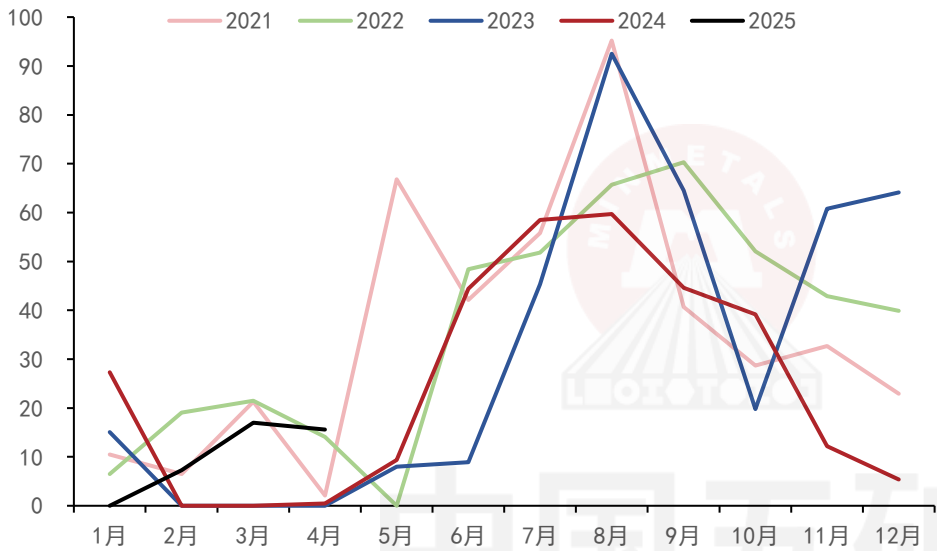


资料来源：五矿期货研究中心

随着外盘糖价下跌，我国配额外进口利润窗口重新打开。

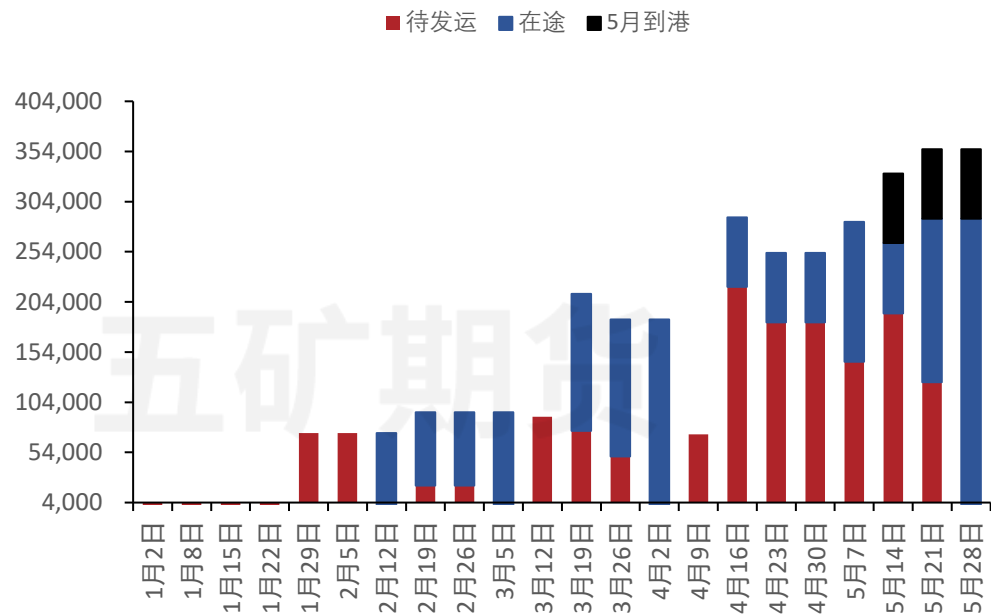
4月下旬开始国内买船开始增多

图29：巴西对中国食糖出口量（万吨）



资料来源：巴西对外贸易秘书处、五矿期货研究中心

图30：中国在巴西进口原糖数量（吨）



资料来源：WILLIAMS、五矿期货研究中心

据巴西对外贸易秘书处公布的数据显示，4月巴西对中国出口糖15.6万吨，同比去年增加15.1万吨。据航运机构Williams发布的数据显示，截至5月28日当周，截至5月28日当周，巴西对中国食糖出口待运量为0万吨，在途量为28.71万吨，到港量为6.92万吨。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博