

熊市周期未改，价格锚点转向加工糖

2025 年 6 月 13 日 星期五

摘要

国际原糖市场：

全球食糖生产的增产周期尚未结束。北半球主产国本榨季已经收榨，在雨季提前到来的情况下，市场对于泰国和印度下榨季的产量抱有乐观预期；南半球巴西新榨季开榨，市场对巴西后续产糖量抱有期待。乐观预期主要来自于对甘蔗制糖比的期待，机构预计 2025/26 榨季巴西甘蔗制糖比有望达 50% 以上，部分机构预计制糖比可能达 52%。支持这一乐观预期的背后，是国际市场上贸易冲突的加剧以及原油价格重心的大幅下移。不过由于巴西前期干旱导致的甘蔗 ATR 偏低，也会对最终的产糖量产生制约，机构初步估算本榨季巴西中南部产糖量约在 3900-4200 万吨左右。

国内郑糖市场：

本榨季我国南方甘蔗糖已完全收榨，对于下榨季，在当前阶段难以做出准确预估，但是前期干旱对于广西甘蔗出苗实际影响有限，叠加今年甘蔗种植面积数同比继续上升，新榨季产糖量仍旧是值得期待的。对于本榨季后半阶段的定价重心加工糖来说，加工糖厂在经历了三年的亏损之后，今年的利润推动生产积极性普遍较高，对于许可证发放额度的使用信心较足，原糖配额外进口成本初步估计下移至 5600-6000 元/吨左右，就目前情况，7-8 月原糖集中到港，加工糖集中放量可能性较大，届时可能会对加工糖价产生冲击。另一方面需要关注的则是糖浆预拌粉的进口情况，政策管控下糖浆预拌粉进口成本较之前有所提升，糖价下沿有所抬升。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

研究所

董瑞琪（农产品研究员）

dongruiqi@htfutures.com

从业资格号：F03104110

投资咨询号：Z0022038

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

目录

一. 2025 年上半年行情回顾..... 3

1. 期现市场情况..... 3

二. 国际市场供需情况 5

2.1 2024/25 榨季供给宽松延续..... 5

2.2 新榨季开始，市场对巴西产量抱有期待 6

2.3 印度食糖出口恢复，市场对新榨季产量保持乐观 9

2.4 泰国下榨季产量仍旧值得期待..... 11

三. 国内市场供需情况 12

3.1 2024/25 榨季产糖量同比增加，加工糖利润提振糖厂生产积极性 12

3.2 需求端维持稳定，替代品补充作用明显 14

四. 2024 年白糖市场展望..... 16

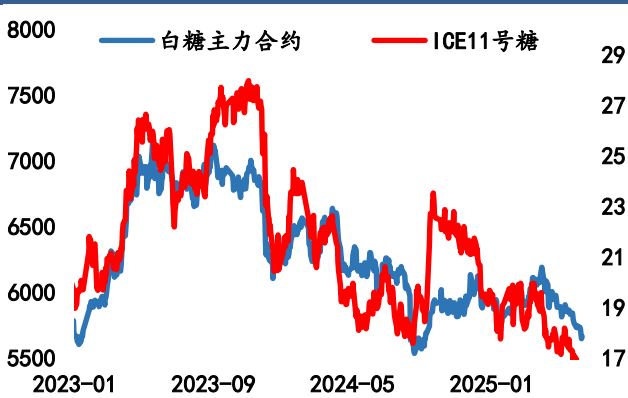
一. 2025 年上半年行情回顾

1. 期现市场情况

2025 年上半年，白糖市场整体处区间波动状态，相较而言，一季度的反弹和第二季度的上涨行程对比，而国际市场上原糖价格则呈现出价格重心震荡下移的趋势。向前回顾，白糖市场在 2023/24 榨季开始进入熊市，中间虽有波折扰动，但整体价格重心下移的趋势不变，进入 2024/25 榨季后，阶段性的消息扰动糖价有所波折，但熊市周期未改。具体来看，从 2024 年底海关暂停泰国糖浆预拌粉申报开始，市场对于食糖供给总量的担忧抬高了郑糖盘面价格重心，2025 年 1 月 1 日起，进口糖浆及预混粉关税从 12% 调整为 20%，调整后关税接近原糖配额外进口关税，而之后海关关于暂停越南糖浆预拌粉进口申报的消息更是阶段性支撑糖价，使得内盘价格相对坚挺，但是随着外盘 ICE 原糖的价格在印度宣布恢复出口 100 万吨后下挫，内盘价格随之下降，之后外盘在经历了巴西低库存炒作后，3 月合约的大量交割使得市场对糖价继续保持偏空的态度，进入 3 月后，印度产量数据显示印度产量可能低于榨季初的市场预期，短期食糖贸易流的紧张阶段推高原糖价格，但是在印度产量和出口消息的反复下，市场对印度产量的交易逐渐疲弱，在印度确认能保证 100 万吨出口的条件下，市场对印度相关消息的反应逐渐平静，更多的开始交易南半球巴西的生产预期。进入二季度，随着巴西新榨季的压榨即将开始，美国关税政策变幻无常，突如其来的高额关税对巴西出口美国产生不利影响，同时原油价格的暴跌促使油醇比走高，市场预估巴西制糖比将保持高位，原糖价格持续走弱，随后 ICE 原糖 5 月合约高交割量以及单一的交割买方被市场解读为利空信号，国际市场上原油价格的重心下移也被解读为新榨季巴西保持高制糖比的支撑，原糖价格重心不断下移。而国内市场方面，随着南方甘蔗糖的收榨，糖厂产销数据较乐观的情况下糖厂挺价情绪较高，随后主产地干旱影响下榨季甘蔗产量的消息支撑糖价，但随着雨季的到来，主产地旱情缓解，加之进口许可证发放，加工糖厂主备开机，国内盘面价格锚点逐渐转向国际糖价以及加工糖厂成本，郑糖开启流畅下跌。

2025 年，一季度在巴西逐渐收榨，北半球印度白糖生产及出口消息不断反复的影响下，ICE 原糖价格基本维持在 18-20 美分/磅区间震荡；二季度后，在巴西开榨，原糖 5 月合约交割释放利空信息的情况下，宏观层面国际贸易冲突加剧，原油价格重心下移的影响下，ICE 原糖价格重心逐渐下移至 16-17 美分/磅价格区间，基本回到 2021 年价格水平。郑糖方面，一季度在替代品进口管控的前提下，郑糖盘面由 5600 元/吨回调至 6050 元/吨，现货表现则相对平稳，南宁地区基差基本维持在 90-100 元/吨水平。进入二季度，郑糖盘面锚定逐渐向原糖以及加工糖转移，主产地糖厂在收榨后挺价情绪较重的情况下现货价格波动较小而期货盘面价格重心不断下移，基差水平不断走阔，基差整体波动情况与 2024 年类似。但是在产区挺价的情况下，产销区价格倒挂，现货贸易情况较弱。

图 1：郑糖、原糖主力合约走势 单位：元/吨；美分/磅



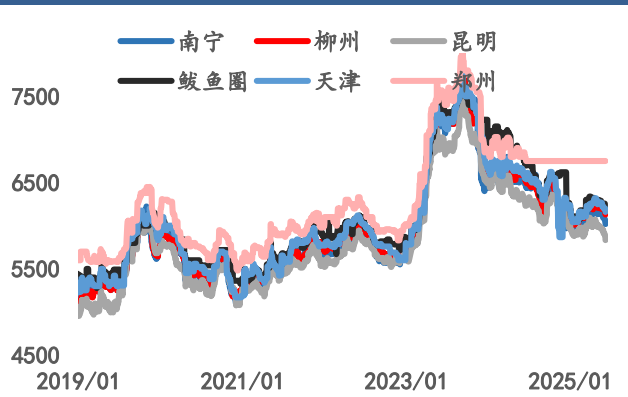
数据来源：iFind、海通期货研究所

图 2：原糖与原油价格走势 单位：美分/磅；美元/桶



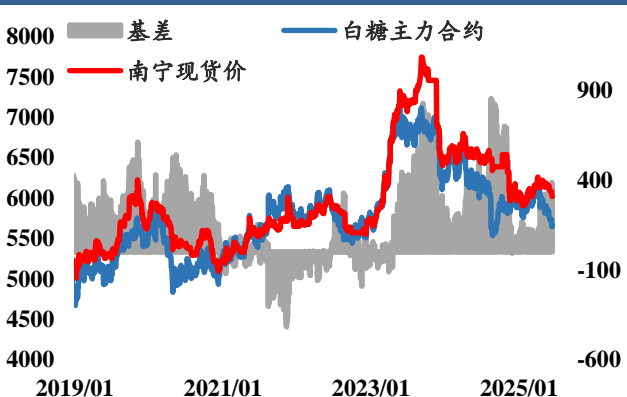
数据来源：iFind、海通期货研究所

图 3：主要城市白糖平均价格 单位：元/吨



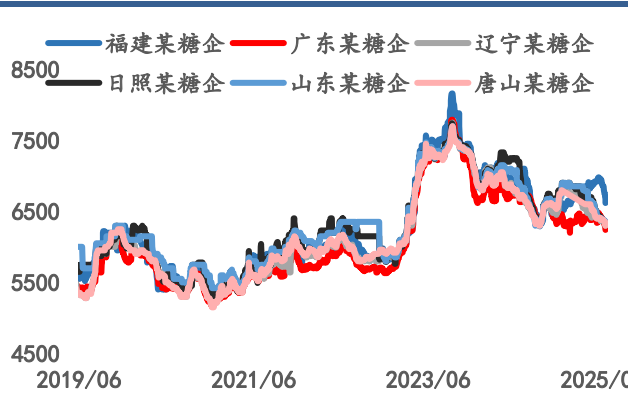
数据来源：iFind、海通期货研究所

图 4：郑糖主力与南宁一级白砂糖基差 单位：元/吨



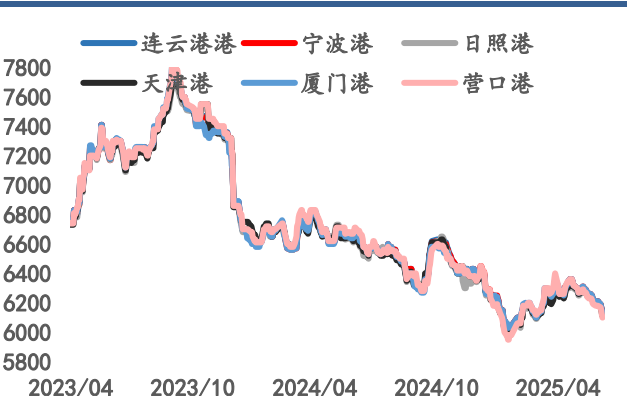
数据来源：MYSTEEL、海通期货研究所

图 5：国内加工企业一级白砂糖价格 单位：元/吨



数据来源：MYSTEEL、海通期货研究所

图 6：国内主要港口一级白砂糖价格 单位：元/吨



数据来源：MYSTEEL、海通期货研究所

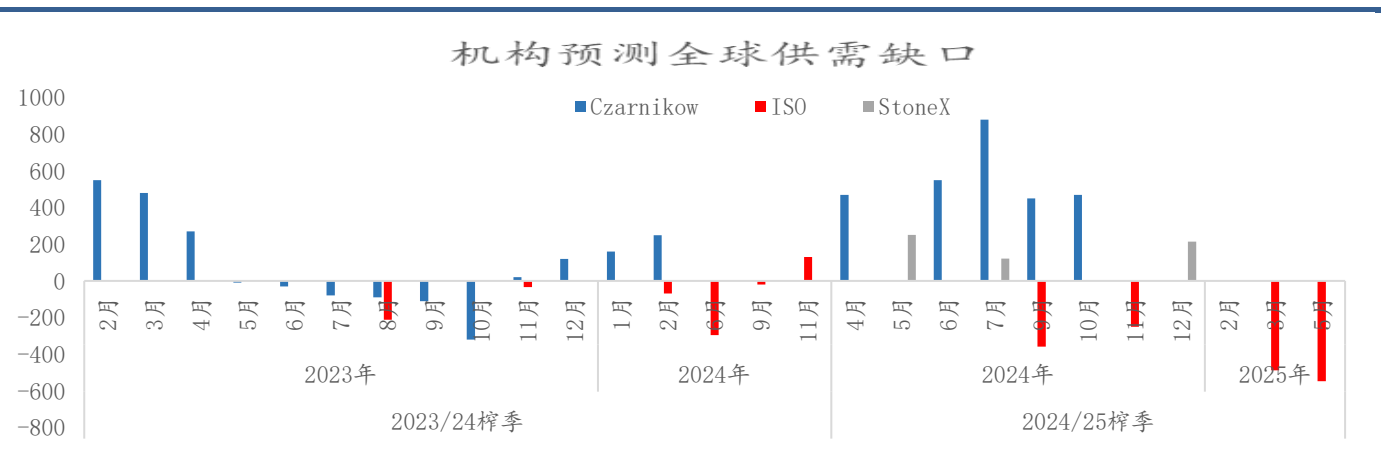
二. 国际市场供需情况

2.1 2024/25 榨季供给宽松延续

回顾世界食糖市场，2023 年主流市场机构对 2023/24 榨季全球食糖供给紧缺的预期推动糖价走向高位，随着压榨进程的推进，全球食糖供给逐渐由紧缺走向宽松，2023 年底在市场的一致预期下糖市的熊市周期开启；对于 2024/25 榨季，榨季初期市场大部分机构都保持着宽松预期，印度市场的进出口政策成为世界食糖贸易流中最大的不稳定因素，随着印度恢复出口 100 万吨的消息放出，榨季宽松预期基本实现。2024/25 榨季，北半球生产已全部收榨，主产国泰国及中国均实现了食糖产量的增长预期，印度恢复出口，南半球巴西新榨季压榨开始，市场普遍对于新榨季巴西产糖量抱有乐观预期。USDA 在 5 月底更新的报告中预计 2024/25 榨季世界食糖产量将继续增长，世界食糖贸易流中的主要出口国巴西、印度及泰国产量将继续保持增长，本榨季下半程世界食糖贸易流或继续保持宽松。

图 7：世界食糖供需缺口预测

单位：万吨



数据来源：ISO、StoneX、嘉利高、泛糖科技、海通期货研究所

表 1：世界食糖供需平衡表

单位：万吨

单位：万吨	2024-2025E	2023-2024	2022-2023	2021-2022
全球期初库存	3,831	4,510	4,621	4,762
全球产量	18,932	18,075	17,566	17,925
全球进口量	5,739	5,659	5,992	5,869
全球出口量	6,523	6,795	5,992	6,196
全球总供应量	28,502	28,244	28,180	28,556
全球总消费量	17,859	17,618	17,678	17,738
全球期末库存	4,119	3,831	4,510	4,621

数据来源：USDA、海通期货研究所

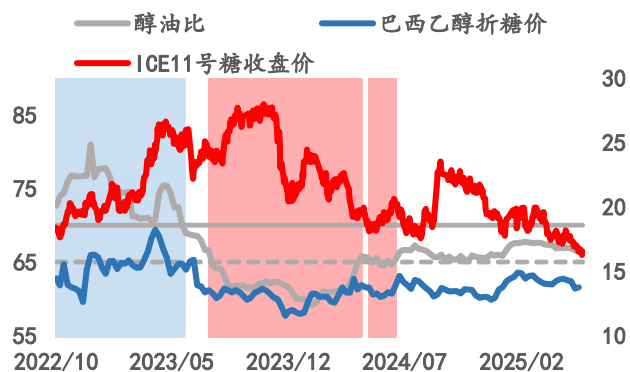
2.2 新榨季开始，市场对巴西产量抱有期待

随着北半球的收榨和南半球的开榨，世界食糖市场交易的重心逐渐转向南半球主产国巴西。巴西作为世界最大的生产国和出口国，食糖生产进度及出口情况对世界糖价影响显著。根据巴西农业部数据显示，2024 年巴西共出口食糖 3834.37 万吨，而根据 USDA 在 5 月发布的报告中显示，预计巴西 2024/25 榨季出口糖量将占世界食糖贸易流的 55% 左右。目前市场整体对于巴西新榨季产糖量情况保持较乐观的态度，咨询机构 Datagro 在 5 月中旬表示，预计巴西中南部地区 2025/26 榨季食糖产量为 4204 万吨，高于上一榨季的 4017 万吨。与此同时，巴西地理与统计研究所在 6 月发布的报告显示，预计巴西 2025 年甘蔗种植面积为 918.65 万公顷，较上年种植面积减少 0.8%。预计甘蔗产量为 69361.84 万吨较上年产量下降 1.9%。甘蔗产量略降的预期与市场对于巴西食糖产量增加预期的差异，主要来自于市场对于巴西高制糖比的期待。根据 UNICA 公布的数据显示，截至 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 6.09%，产糖量为 240.8 万吨较去年同期减少 6.8%，与产量同比减少的数据相对应的是同期 51.14% 的制糖比，较去年同期的 48.24% 增加 2.9%。机构预计 2025/26 榨季巴西甘蔗制糖比有望达 50% 以上，部分机构预计制糖比可能达 52%。支持这一乐观预期的背后，是国际市场上贸易冲突的加剧以及原油价格重心的大幅下移。

甘蔗作为食糖生产的主要原料，除了可以用于生产白糖，还可用作生产燃料乙醇。在巴西大力发展绿色经济的背景下，甘蔗除了用于生产食糖，也用于生产燃料乙醇。燃料乙醇作为汽油的替代品可以为汽车提供动力，因此巴西汽油价格通过影响燃料乙醇价格，间接影响糖厂是选择将更多的甘蔗用于乙醇生产或是白糖生产，进而影响白糖价格。今年 4 月初 ICE 布油 70 美元/桶的长期底被击穿后，油价重心快速下移，与之相对应的是，巴西国家石油公司宣布 6 月 3 日起将汽油平均出售价格下调 5.6%，巴西乙醇价格仍有进一步下探空间，乙醇折糖价与原糖价格差可能进一步扩大，这将推动压榨厂更偏向于甘蔗制糖以获得更好的利润。不过由于巴西前期干旱导致的甘蔗 ATR 偏低，也会对最终的产糖量产生制约，市场大部分机构初步估算本榨季巴西中南部产糖量约在 3900-4200 万吨左右。

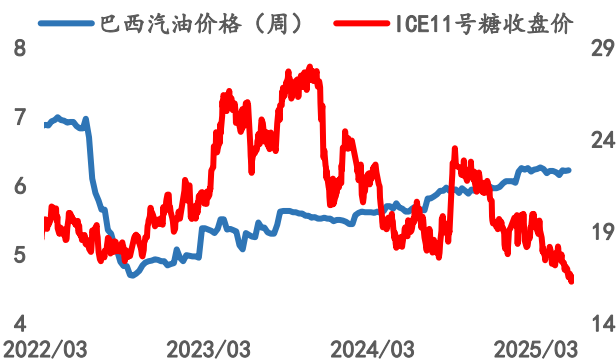
巴西市场上另一个值得关注的事情则是巴西的物流海运状况，在 2023 年曾出现过由于港口拥堵导致巴西食糖外运困难，世界贸易市场上食糖阶段性短缺推高糖价的情况。桑托斯港口作为巴西主要的白糖出口港口，同时也是巴西大豆、玉米的主要出口港口，大豆和玉米的运输可能挤压食糖的运力，给白糖出口带来阻碍，特别是在今年贸易战的背景下，巴西对华大豆出口量增长的背景下，不排除阶段性港口拥堵的可能。但就目前的数据来看，榨季初期巴西港口食糖外运较顺畅，航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 6 月 11 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 80 艘，去年同期为 90 艘；港口等待装运的食糖数量为 291.04 万吨，较去年同期的 372.71 万吨有所下滑。港口最大等待天数较去年同期也降幅显著。

图 8: 巴西醇油比与糖价 单位: %; 美分/磅



数据来源: BLOOMBERG、海通期货研究所

图 9: 巴西汽油价格与糖价 单位: 雷亚尔/升; 美分/磅



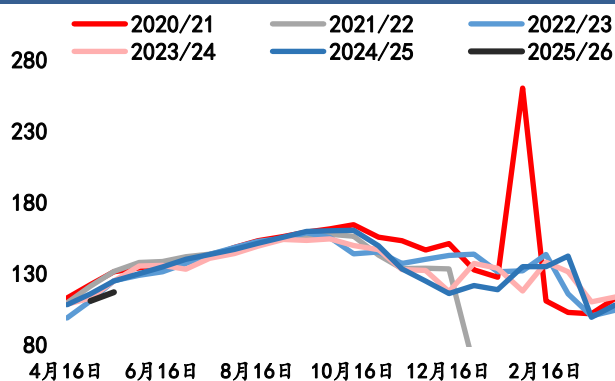
数据来源: BLOOMBERG、海通期货研究所

图 10: 巴西乙醇折糖价与原糖价差 单位: 美分/磅



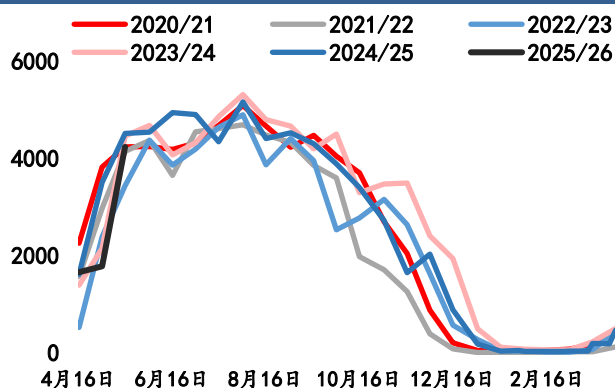
数据来源: BLOOMBERG、海通期货研究所

图 11: 巴西中南部双周出糖率 单位: kg/t



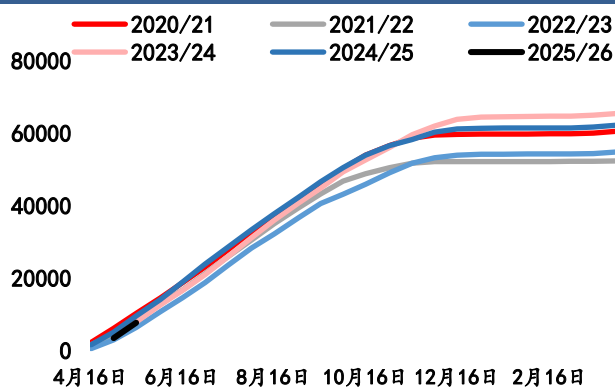
数据来源: BLOOMBERG、UNICA、海通期货研究所

图 12: 巴西中南部双周入榨量 单位: 万吨



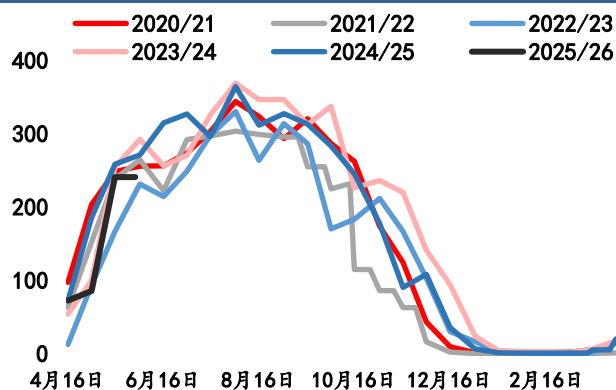
数据来源: BLOOMBERG、UNICA、海通期货研究所

图 13: 巴西中南部双周累计入榨量 单位: 万吨



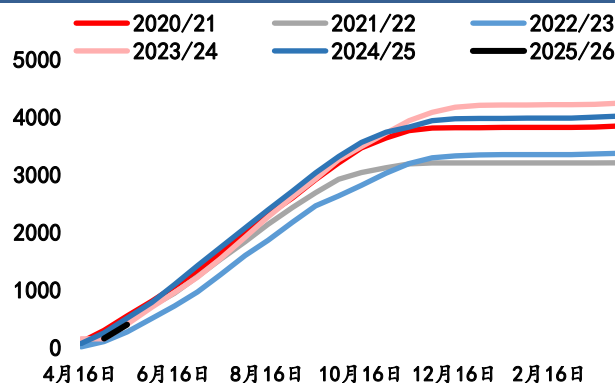
数据来源: BLOOMBERG、UNICA、海通期货研究所

图 14: 巴西中南部双周产糖量 单位: 万吨



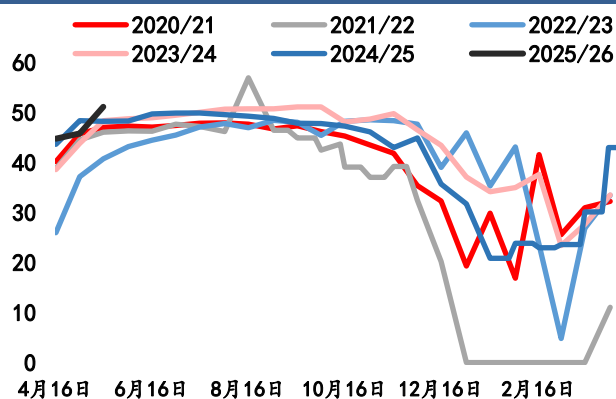
数据来源: BLOOMBERG、UNICA、海通期货研究所

图 15: 巴西中南部累计产糖量 单位: 万吨



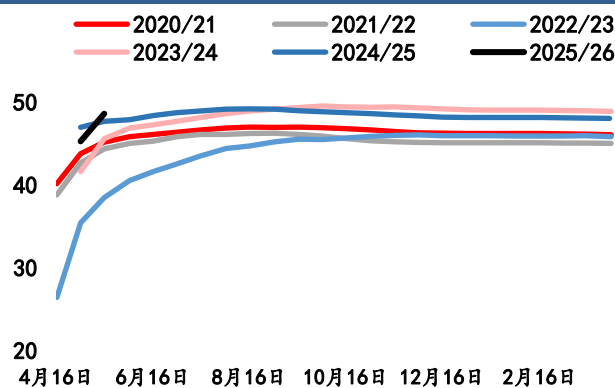
数据来源: BLOOMBERG、UNICA、海通期货研究所

图 16: 巴西中南部双周产糖比 单位: %



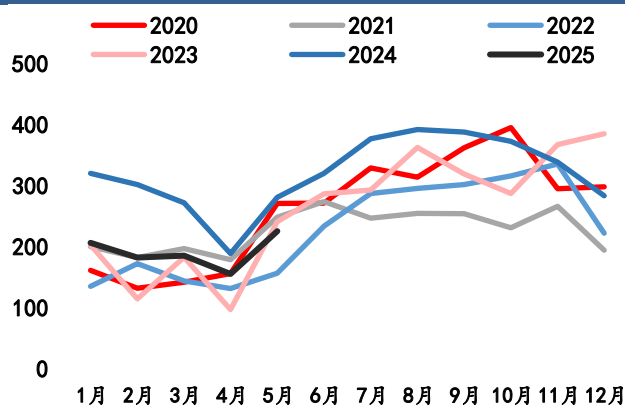
数据来源: BLOOMBERG、UNICA、海通期货研究所

图 17: 巴西中南部双周累计产糖比 单位: %



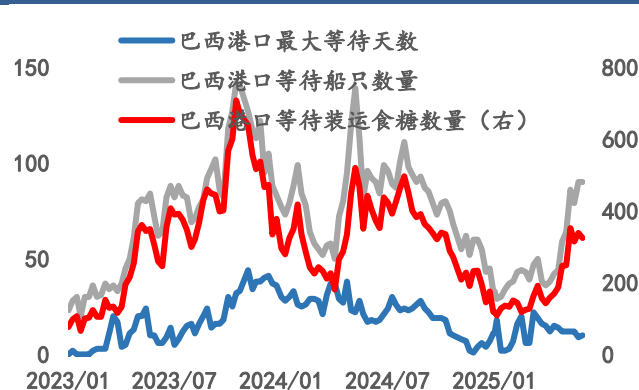
数据来源: BLOOMBERG、UNICA、海通期货研究所

图 18: 巴西食糖出口 单位: 万吨



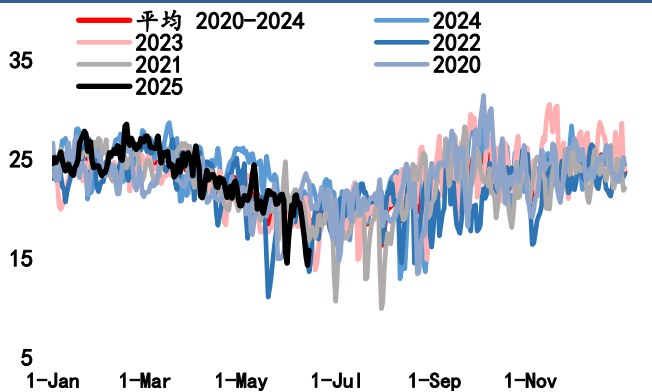
数据来源: 巴西农业部、海通期货研究所

图 19: 巴西港口等待数据 单位: 天; 量; 万吨



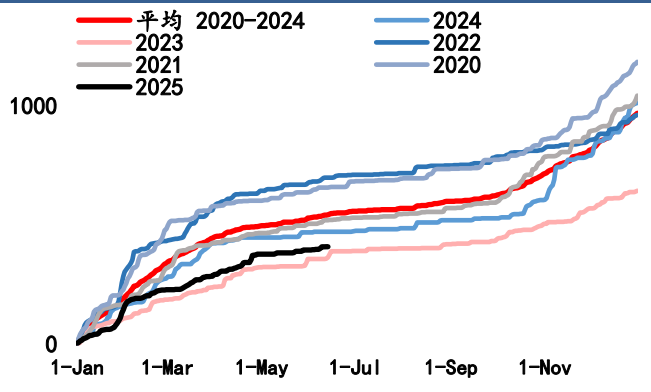
数据来源: 泛糖科技、海通期货研究所

图 20: 巴西圣保罗地区气温情况 单位: °C



数据来源: BLOOMBERG、海通期货研究所

图 21: 巴西圣保罗地区降水情况 单位: mm



数据来源: BLOOMBERG、海通期货研究所

表 2: 巴西食糖供需平衡表

单位: 万吨

单位: 万吨	2024-2025E	2023-2024	2022-2023	2021-2022
巴西期初库存	20	39	69	34
巴西产量	4,470	4,370	4,100	3,805
巴西进口量	0	0	0	0
巴西出口量	3,580	3,489	3,250	2,820
巴西总供应量	4,490	4,409	4,169	3,839
巴西总消费量	890	900	880	950
巴西期末库存	20	20	39	69

数据来源: USDA、海通期货研究所

2.3 印度食糖出口恢复，市场对新榨季产量保持乐观

糖业是印度仅次于棉纺织业的第二大产业，而印度自身即是食糖生产大国，也是食糖消费大国，在过去，印度的食糖首先用于国内消费之后再行出口，因此印度的食糖出口量具有一定的不稳定性，而印度食糖的出口量也对世界食糖贸易流产生的巨大影响。作为世界第二大食糖出口国，印度食糖产量、出口量及出口政策都会对世界食糖价格产生影响。2023 年 10 月印度政府食糖出口禁令一度成为推高糖价的重要因素，随着 2024/25 榨季食糖产量恢复预期的走强，2025 年 1 月，印度政府宣布恢复食糖出口，并计划出口 100 万吨，这一消息成为阶段性压低糖价的重要因素。之后随着榨季的推进，印度出口的不定性增加，但随着“确保 100 万吨白糖出口”消息的传出，印度出口量的恢复似乎已成定局。

目前印度 2024/25 榨季已基本收榨，对于印度方面市场的关注点逐渐转向甘蔗生长以及对下榨季的预期。随着北半球季风气候的提前来临，印度降水增加，对于下榨季，印度全国合作糖厂联合会表

示预计 2024/25 榨季食糖期末库存约为 486.5 万公吨（USDA 在 5 月的报告中将期末库存的预计提高至了 855 万吨），该库存水平足以满足 2025 年 10-11 月关键月份国内消费需求，保障糖价稳定，并且得益于季风条件向好以及印度印度中央政府及时宣布提高最低甘蔗收购价格（FRP），提振了农民的种植意愿，2025/26 榨季印度产糖量将达 3500 万公吨左右。

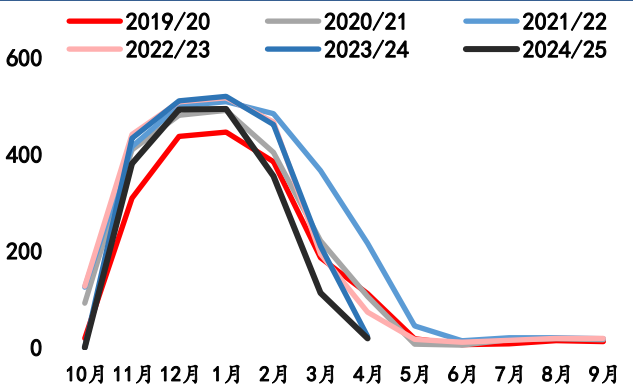
表 3：印度食糖供需平衡表

单位：万吨

单位：万吨	2024-2025E	2023-2024	2022-2023	2021-2022
印度期初库存	575	840	960	951
印度产量	3,525	2,800	2,950	3,700
印度进口量	255	235	356	139
印度出口量	400	350	397	830
印度总供应量	4,355	3,875	4,265	4,790
印度总消费量	3,100	2,950	3,029	3,000
印度期末库存	855	575	840	960

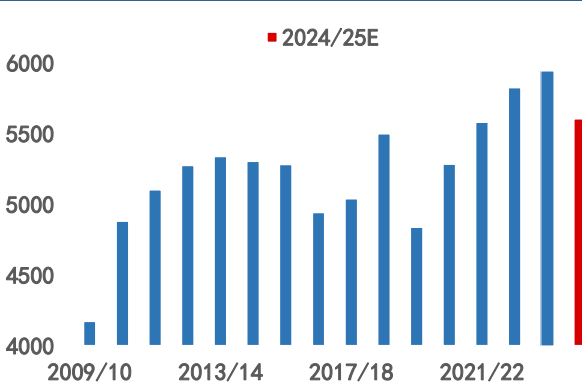
数据来源：USDA、海通期货研究所

图 22：印度各月开机糖厂数量 单位：万吨



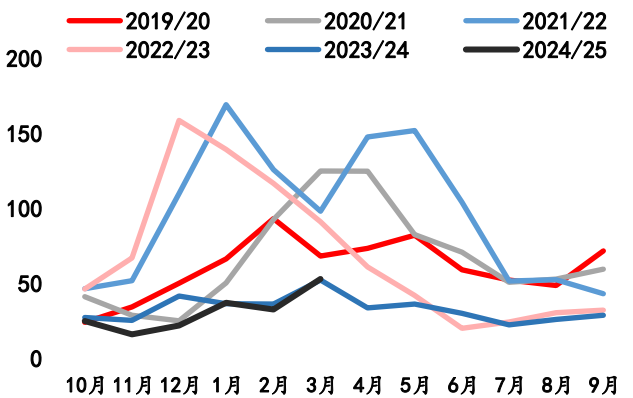
数据来源：ISMA、泛糖科技、海通期货研究所

图 23：印度甘蔗种植面积 单位：千公顷



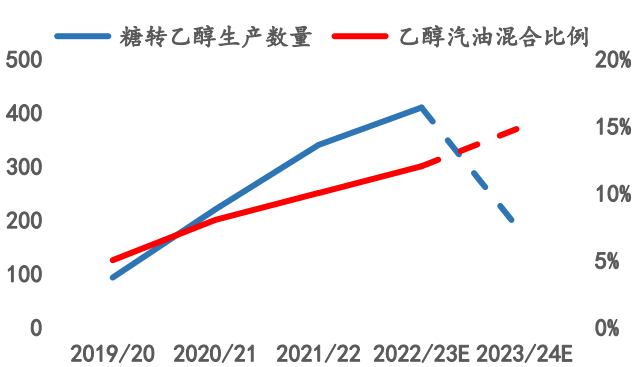
数据来源：ISMA、海通期货研究所

图 24：印度食糖月度出口量 单位：万吨



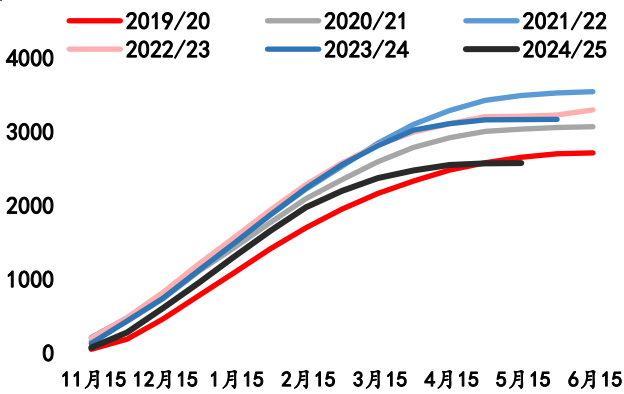
数据来源：印度商务部、海通期货研究所

图 25：印度糖转乙醇生产 单位：万吨；%



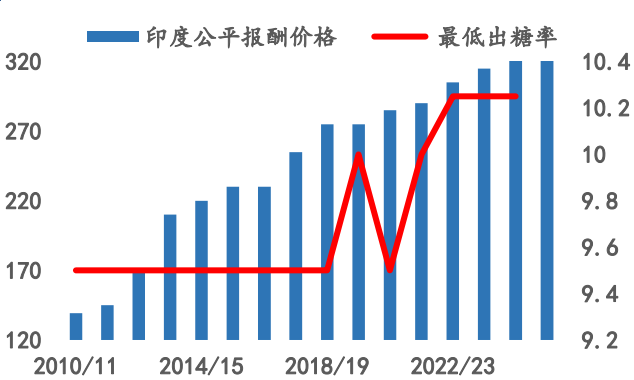
数据来源：ISMA、海通期货研究所

图 26: 印度双周累计产糖量 单位: 万吨



数据来源: ISMA、海通期货研究所

图 27: 印度甘蔗公平报酬价格 单位: 卢比/百公斤;%

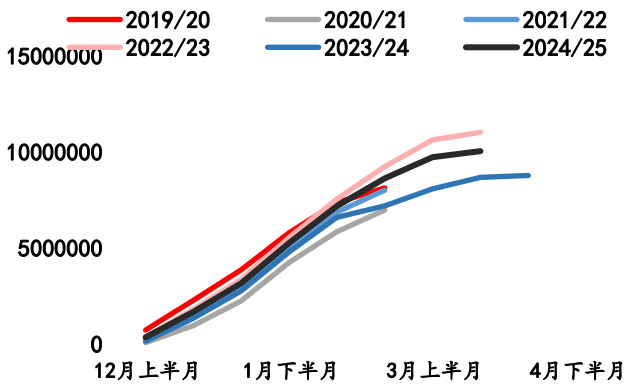


数据来源: ISMA、海通期货研究所

2.4 泰国下榨季产量仍旧值得期待

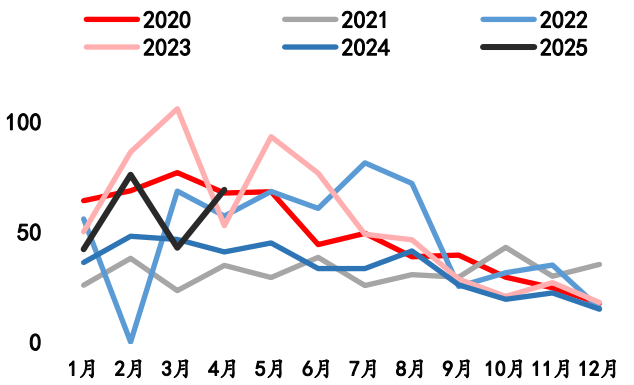
泰国作为世界三大食糖主要出口国之一，泰国的食糖产量虽然并不算高，但生产的大部分食糖用于出口造就了泰国在世界食糖出口中特殊的地位。受益于上榨季泰国将甘蔗收购基准价的提高以及甘蔗种植面积的提升，以及北半球充沛的降水有助于泰国甘蔗的生长，2024/25 榨季截至 3 月下半月累计产糖量 1004 万吨，同比增加 15.7%，根据 USDA 在 5 月底发布的数据显示，本榨季泰国最终产糖量可能达 1025 万吨，基本符合市场预期。对于下榨季，在当前较北半球雨季提前来临降水充足的情况下，甘蔗产量仍然值得期待。

图 28: 泰国双周累计糖产量 单位: 吨



数据来源: 泰国外贸部、海通期货研究所

图 29: 泰国食糖出口量 单位: 万吨



数据来源: 泰国商务部、海通期货研究所

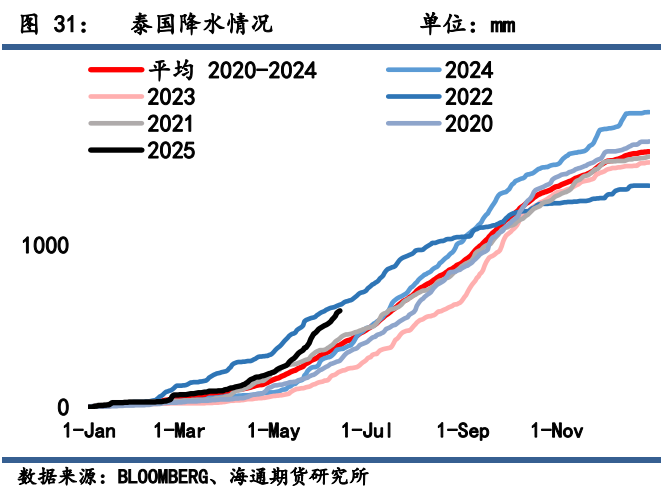
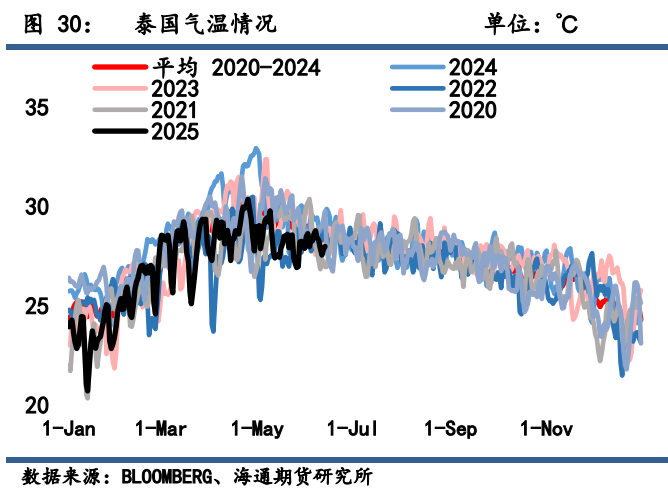


表 4: 泰国食糖供需平衡表 单位: 万吨

单位: 万吨	2024-2025E	2023-2024	2022-2023	2021-2022
泰国期初库存	760	1,056	1,003	921
泰国产量	1,025	1,004	881	1,106
泰国进口量	0	0	0	0
泰国出口量	700	1,000	464	687
泰国总供应量	1,785	2,060	1,884	2,027
泰国总消费量	310	300	364	337
泰国期末库存	775	760	1,056	1,003

数据来源: USDA、海通期货研究所

三. 国内市场供需情况

3.1 2024/25 榨季产糖量同比增加，加工糖利润提振糖厂生产积极性

2024/25 榨季，我国制糖期在 5 月结束，根据中国糖业协会数据显示，本制糖期全国食糖生产量为 1116.21 万吨，同比增加 119.89 万吨，增幅 12.03%。5 月底全国白糖工业库存 304.83 万吨，同比降低 9.6%，但也在正常水平内。根据泛糖科技数据显示 5 月底广西第三方库存 137.36 万吨，同比增加了 16.5%。库存数据的差异或许与产销区价格倒挂相关。截至 5 月底，福建地区广西糖现货价格约在 6300 元/吨，而广西糖产地报价在 6150 元/吨上下，在产地挺价的情况下，产销区价差难以覆盖运输成本。价格倒挂下贸易商普遍表示销区出货较难。

随着国内甘蔗糖主产区的全面收榨，市场交易重心逐渐转向国际糖价以及进口加工糖厂生产进度。去年年底以来，白糖配额外进口加工基本保持在有利润的状态，加工糖厂在经历了 3 年的亏损之后，

基本上都保持这较高的生产积极性，少部分加工糖厂已于3月开机，大部分糖厂在今年5月中旬进口许可证发放后积极准备开机，多家企业的预计到港时间在6月后，7-8月为主要集中到港期。截至5月底，加工糖厂进口原糖点价成本基本在17-18美分/磅，折合配额外进口成本约在6000元/吨左右，随着6月初原糖价格跌至16.5美分/磅之下，加工糖厂店家成本有继续下移可能，初步估算约在5600-6000元/吨左右。不过值得注意的是，5月中旬发放的进口许可配额量较往年略有收紧，初步估计同比减少在5%左右，或与本榨季国内产糖量增加有关，但由于目前仍在加工糖开机初期，加工糖厂生产积极性普遍较高，预计本批许可证使用情况较乐观，不排除后期有二批许可证发放的可能。

对于下榨季甘蔗产量目前还较难定量，截至5月中旬，广西甘蔗亩苗数在4000-5000株左右，略低于正常同期，主要是受到了前期干旱的影响，但随着雨季的来临，降水增加，受影响较重的春植蔗仍有补种机会，广西今年甘蔗种植面积增量约在3%左右，达40万亩水平，最终甘蔗产量仍然值得期待。需要注意的是干旱虽然对甘蔗的产量带来的影响可能有限，但是前期灌溉以及后期重新种植带来的成本上升需要特别关注。

表 5：中国食糖供需平衡表

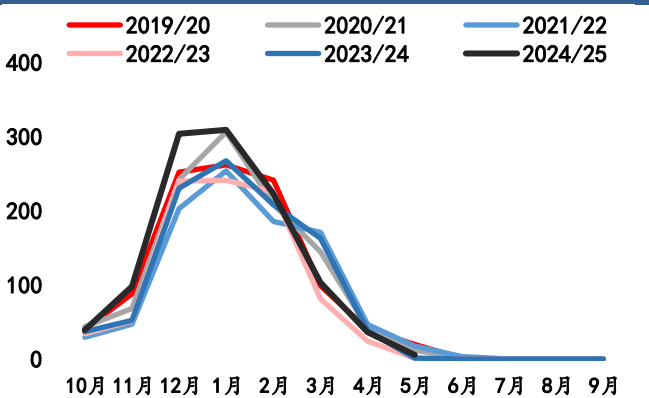
单位：万吨

单位：万吨	2024-2025E	2023-2024	2022-2023	2021-2022
中国期初库存	168	138	209	501
中国产量	1,150	1,100	996	896
中国进口量	530	520	500	380
中国出口量	20	20	17	18
中国总供应量	1,848	1,758	1,705	1,777
中国总消费量	1,570	1,570	1,550	1,550
中国期末库存	258	168	138	209

数据来源：USDA、海通期货研究所

图 32：中国单月产糖量

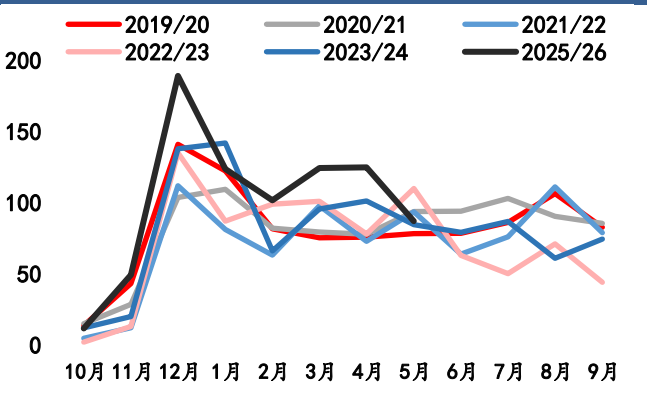
单位：万吨



数据来源：中国糖业协会、海通期货研究所

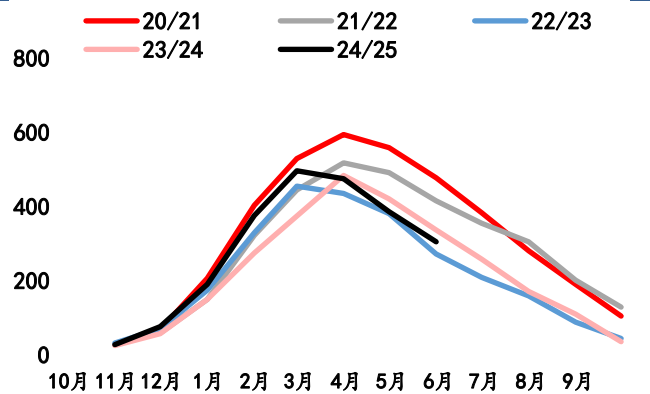
图 33：中国单月销糖量

单位：万吨



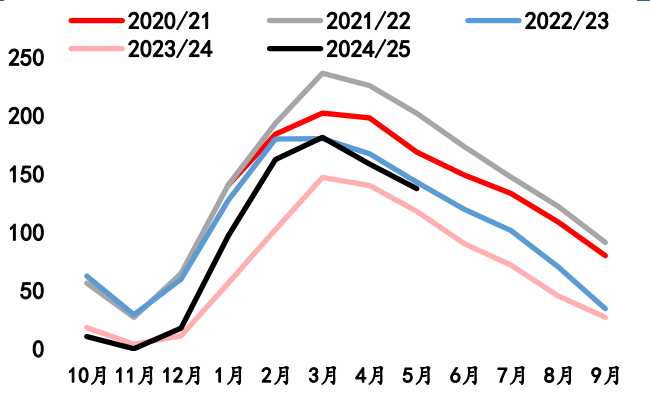
数据来源：中国糖业协会、海通期货研究所

图 34： 中国白糖工业库存 单位：万吨



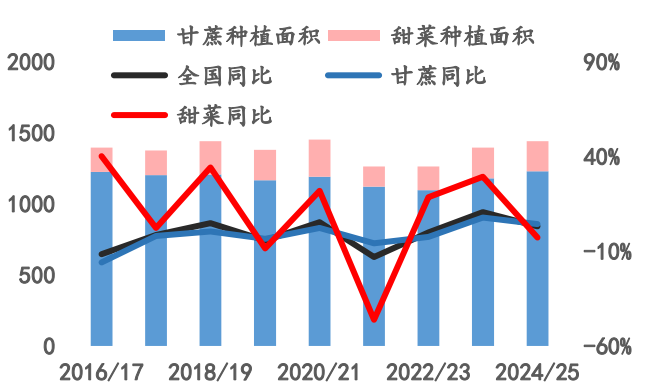
数据来源：iFinD、海通期货研究所

图 35： 广西食糖第三方库存 单位：万吨



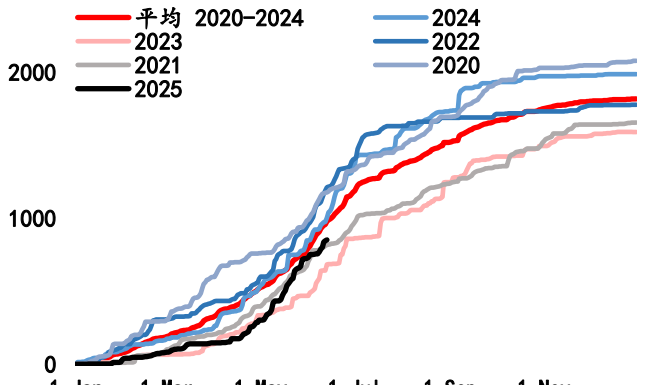
数据来源：泛糖科技、海通期货研究所

图 36： 中国糖料种植面积 单位：万亩；%



数据来源：中国糖业协会、中国农业农村部、海通期货研究所

图 37： 广西累计降水情况 单位：mm



数据来源：BLOOMBERG、海通期货研究所

3.2 需求端维持稳定，替代品补充作用明显

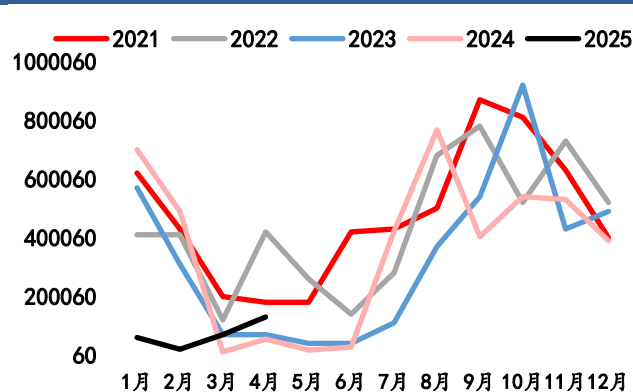
我国是食糖消费大国，仅国内产糖量远无法满足食糖消费需求，通常我国约有 3 成左右的食糖消费依赖进口。除了直接进口的白糖以及原糖加工外，糖浆预拌粉也是我国食糖进口补充的重要组成部分。

2024 年底，海关总署宣布暂停接受自 2024 年 12 月 10 日起启运的糖浆和预混粉的进口申报，以及后续对越南的此类产品进口申报的暂停，对于糖浆预拌粉的进口有着显著的抑制作用。海关数据显示，1-4 月税则号 170290 下的三项进糖浆预拌粉口量降幅显著，累计进口 17.38 万吨，同比减少 34.29 万吨，降幅 66.37%。但是，税则号 210690 下的两项累计进口量达 15.38 万吨，同比增加 15.28 万吨。预计今年糖浆预拌粉进口总量将受到抑制，但完全杜绝仍有难度。初步估计本榨季进口糖浆预拌粉折

糖量约在 86 万吨左右。

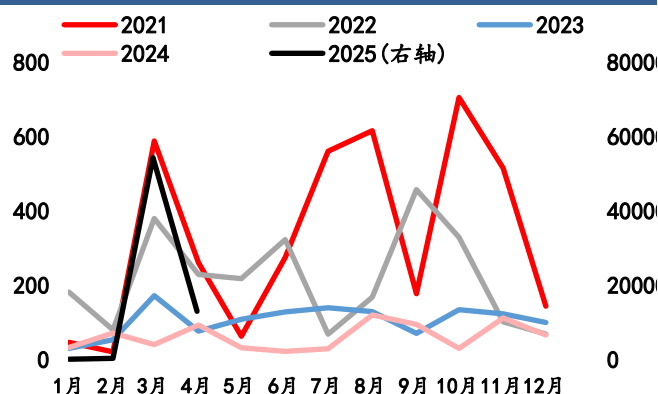
就食糖消费量而言，白糖需求的变化更多的是与人口、经济发展这种短期内难有较大改变的因素相关，因此白糖的需求放在短周期的角度里可以暂且看作是不变项，我国食糖消费整体较稳定，已维持在 1500 万吨上下多年。但是从边际变化上来讲，就白糖的下游需求而言，主要有饮料、糖果糕点等。就目前统计局公布的数据而言，2025 年 1-4 月我国乳制品产量为 933.1 万吨同比下降 3.1%，软饮料累计产量 5959 万吨，同比增加 3.9%。终端消费整体偏稳定，更多的变化可能是来自于需求方的转变，据了解头部饮料企业特别是功能饮料企业的用糖量持续增加，与之相对的是中小企业的收缩部分企业配方更迭带来的用糖量的减少。另一方面则是由于消费市场观念的转变，0 砂糖概念的兴起以及功能糖如海藻糖、赤藓糖醇等代糖产品价格的下降，果糖、淀粉糖以及人工合成甜味剂等替代品逐渐替代了部分白糖的市场份额，使得白糖的需求上限受到了制约。总体格言，我国白糖需求基本保持稳定。

图 38： 中国食糖月度进口量 单位：吨



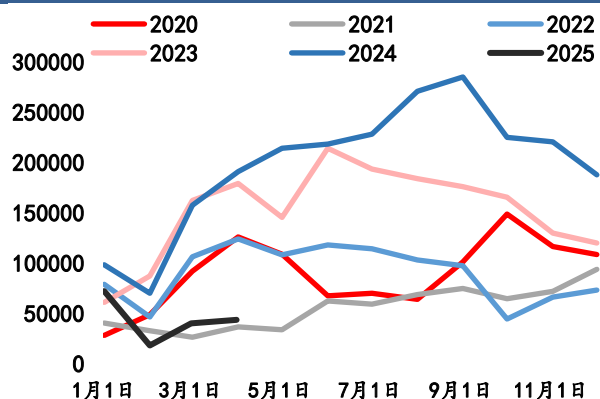
数据来源：iFinD、海通期货研究所

图 39： 税则号 210690 月度进口量 单位：吨



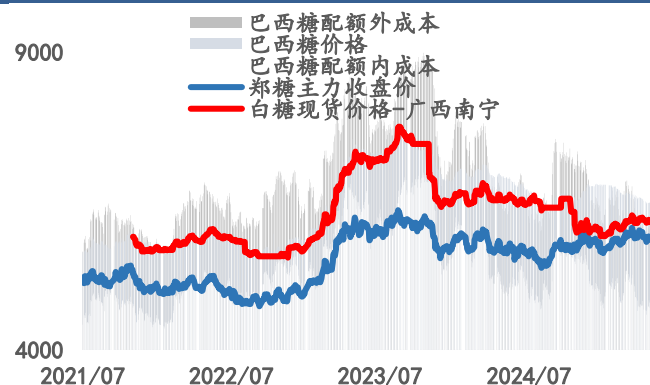
数据来源：海关总署、海通期货研究所

图 40： 税则号 170290 月度进口量 单位：吨



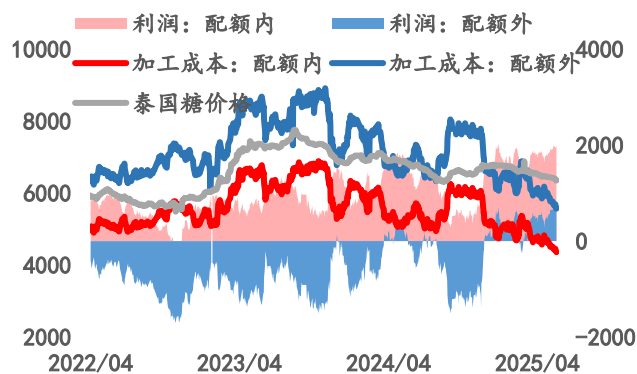
数据来源：海关总署、海通期货研究所

图 41： 进口糖与国产糖现货价差 单位：元/吨



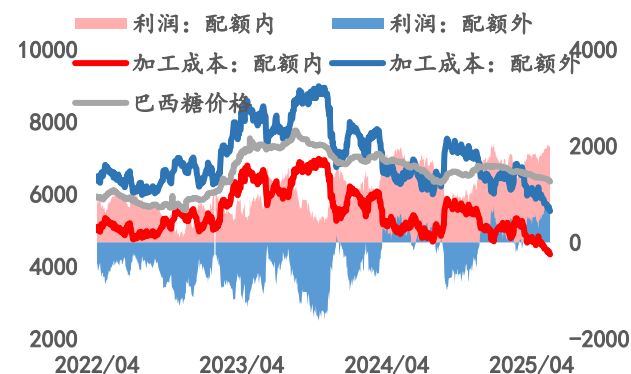
数据来源：iFinD、MYSTEEL、海通期货研究所

图 42: 泰国进口糖利润 单位: 元/吨



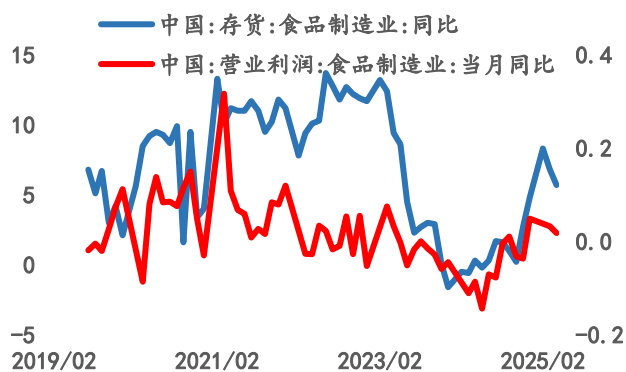
数据来源: MYSTEEL、海通期货研究所

图 43: 巴西进口糖利润 单位: 元/吨



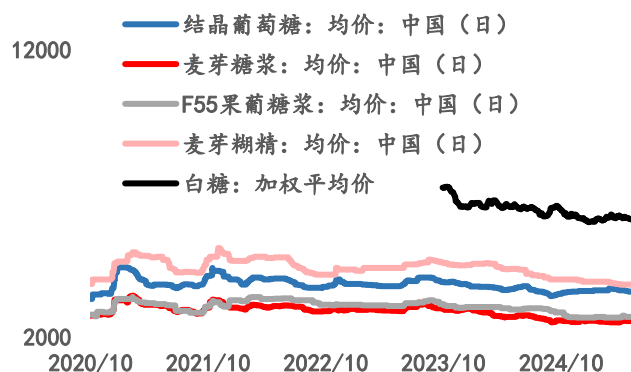
数据来源: 泛糖科技、海通期货研究所

图 44: 中国食品制造业库存周期 单位: %



数据来源: iFind、海通期货研究所

图 45: 白糖于淀粉糖价格趋势 单位: 元/吨



数据来源: iFind、海通期货研究所

四. 2024 年白糖市场展望

自 2023/24 榨季开始, 糖市进入熊市周期, 就目前的数据来看, 全球食糖生产的增产周期尚未结束。国际市场上, 北半球主产国本榨季已经收榨, 在雨季提前到来的情况下, 市场对于泰国和印度下榨季的产量抱有乐观预期; 南半球巴西新榨季开榨, 市场对巴西后续产糖量抱有期待。乐观预期主要来自于对甘蔗制糖比的期待, 机构预计 2025/26 榨季巴西甘蔗制糖比有望达 50% 以上, 部分机构预计制糖比可能达 52%。支持这一乐观预期的背后, 是国际市场上贸易冲突的加剧以及原油价格重心的大幅下移。今年 4 月初 ICE 布油 70 美元/桶的长期底被击穿后, 油价重心快速下移, 与之相对应的是, 巴西国家石油公司宣布 6 月 3 日起将汽油平均出售价格下调 5.6%, 巴西乙醇价格仍有进一步下探空间, 乙醇折糖价与原糖价格差可能进一步扩大, 这将推动压榨厂更偏向于甘蔗制糖以获得更好的利润。

不过由于巴西前期干旱导致的甘蔗 ATR 偏低，也会对最终的产糖量产生制约，机构初步估算本榨季巴西中南部产糖量约在 3900-4200 万吨左右。

国内方面，随着云南的全面收榨，本榨季我国南方甘蔗糖已完全收榨，最终产糖量同比增加 12%，对于下榨季，在当前阶段难以做出准确预估，但是前期干旱对于广西甘蔗出苗实际影响有限，叠加今年甘蔗种植亩数同比继续上升，新榨季产糖量仍旧是值得期待的。对于本榨季后半阶段的定价重心加工糖来说，配额外进口加工利润窗口已经打开，加工糖厂在经历了三年的亏损之后，今年的生产积极性普遍较高，对于许可证发放额度的使用信心较足，原糖配额外进口成本初步估计下移至 5600-6000 元/吨左右，影响市场对国内糖价的未来定价。后期需要持续关注的则是加工糖厂原糖到港节奏和开工进程，就目前情况，7-8 月原糖集中到港，加工糖集中放量可能性较大，届时可能会对加工糖价产生冲击。另一方面需要关注的则是糖浆预拌粉的进口情况，去年年底海关暂停泰国糖浆预拌粉进口申报以来，糖浆预拌粉进口总量得到控制，税则号 170290 下三项进口量降幅明显，但税则号 210690 下两项进口量的增加反映出糖浆预拌粉进口完全杜绝的难度较大，但总体而言糖浆预拌粉进口成本较之前有所提升，糖价下沿有所抬升。

总的来说，糖料种植扩产周期尚未反转，全球增产周期尚未结束。北半球全面收榨后市场交易重心逐渐转向南半球巴西产量，国内交易重心则逐渐转向加工糖厂生产成本及节奏。综合来看国际市场原糖价格处于底部震荡，国内方面糖价震荡幅度略低于原糖，配额外进口利润对加长期亏损的加工糖厂吸引力不小，郑糖盘面对于市场利空消息交易相对充足，反弹仍需更多的刺激，预计郑糖后期仍以区间波动为主，中长期偏弱走势未改，推荐关注区间逢高空机会。

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询业务资格。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货研究所并获得许可，并须注明出处为海通期货研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。