



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO., LTD

专题报告

2025-07-14

白糖：下半年的进口供应压力可能增大

杨泽元

农产品研究员

从业资格号：F03116327

交易咨询号：Z0019233

☎ 13352843071

✉ yangzeyuan@wkqh.cn

报告要点：

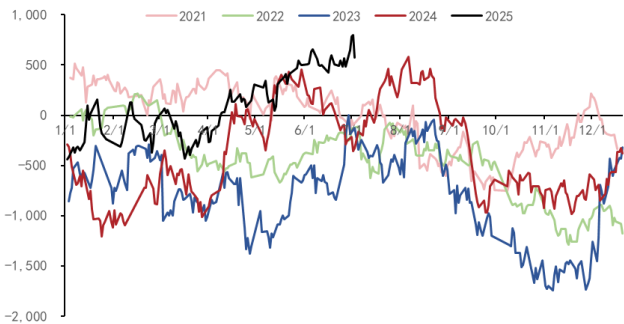
国内正处于近 5 年以来最佳的进口利润窗口期，下半年的进口供应压力可能增大。从理论上而言，目前国内产销情况仍旧不错，且预期下半年进口放量的前提下，近月合约月差应该走正套，远月合约月差应该走反套，但实际行情走势则相反，使得郑糖 9 月合约的估值相较于其他合约偏高。假设在外盘价格不出现较大幅度反弹的前提下，后市郑糖价格延续跌势的概率偏大。

下半年进口供应压力预计增大

自今年5月中旬以来，国际糖价持续下跌，ICE 原糖 10 月合约价格从最高 18 美分/磅以上开始走弱，到 7 月初盘中一度跌破 16 美分/磅关口。其中原糖 7 月合约在 6 月底到期交割，价格一度跌破 15 美分/磅关口。并且，据洲际交易所(ICE)数据显示，到期的 7 月原糖合约交割量总计为 888 手，约为 45110 吨，这是自 2014 年以来 7 月合约最小交割数量。交割价格低且数量少,意味着实际需求不足。随着外盘价格下跌,我国配额外进口成本从 6200 元/吨附近跌至 5600 元/吨左右。目前国内正处于近 5 年以来最佳的进口利润窗口期，配额外现货进口利润超过 600 元/吨，而盘面配额外进口利润也有超过 100 元/吨。从目前的进口利润来看，下半年的进口供应陆续增加的可能性较大。

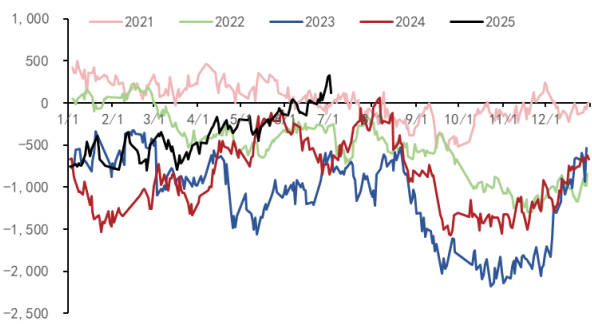
据巴西对外贸易秘书处最新公布的数据，6 月巴西出口糖 336 万吨，环比 5 月增加 110 万吨，同比去年增加 16 万吨。其中 6 月巴西出口到中国食糖 76 万吨，环比 5 月增加 24 万吨，同比去年增加 32 万吨。今年一季度巴西对中国出口食糖累计仅 24 万吨，不过从 4 月开始出口逐渐增加，4 月至 6 月对中国的出口量分别为 16 万吨、52 万吨、76 万吨，即二季度累计出口已达 144 万吨。从国内现货价差来看，加工糖价格-广西现货价差从 5 月中旬的 330 元/吨，快速下跌至目前的 170 元/吨。这反映出近期的现货市场上，加工糖的供应量是增加的。

图 1：配额外现货进口利润（元/吨）



数据来源：五矿期货研究中心

图 2：配额外盘面进口利润（元/吨）



数据来源：五矿期货研究中心

图 3：巴西对中国食糖出口量（万吨）

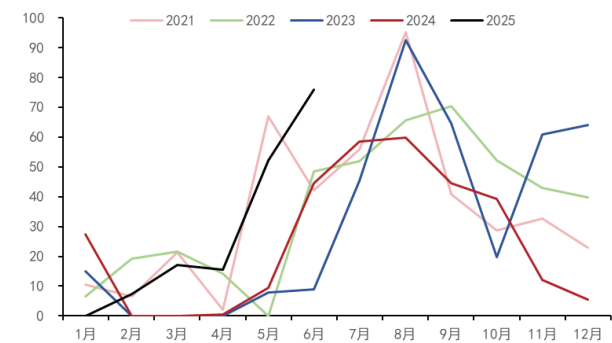
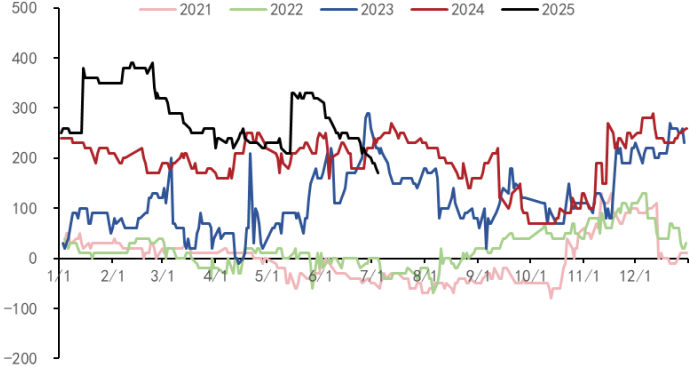


图 4：加工糖-广西糖价差（元/吨）



数据来源：巴西对外贸易秘书处、五矿期货研究中心

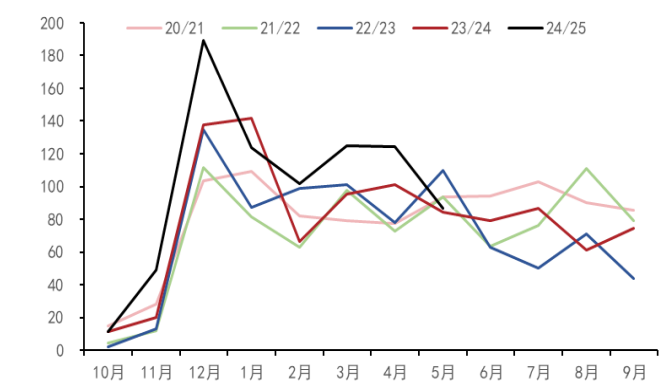
数据来源：五矿期货研究中心

当前国内价差结构存在矛盾

据中国糖业协会数据显示，截至 2025 年 5 月底，2024/25 制糖期食糖生产已全部结束，全国共生产食糖 1116.21 万吨，同比增加 119.89 万吨，增幅 12.03%。全国累计销售食糖 811.38 万吨，同比增加 152.1 万吨，增幅 23.07%；累计销糖率 72.69%，同比加快 6.52 个百分点。截至 2025 年 5 月底，本制糖期全国制糖工业企业成品白糖累计平均销售价格 6011 元/吨，同比回落 567 元/吨。2025 年 5 月成品白糖平均销售价格 6026 元/吨，同比回落 392 元/吨。其中 5 月份单月产糖 5.49 万吨，同比增加 4.56 万吨；单月销糖 86.92 万吨，同比增加 2.29 万吨，工业库存 304.83 万吨，同比减少 32.21 万吨。

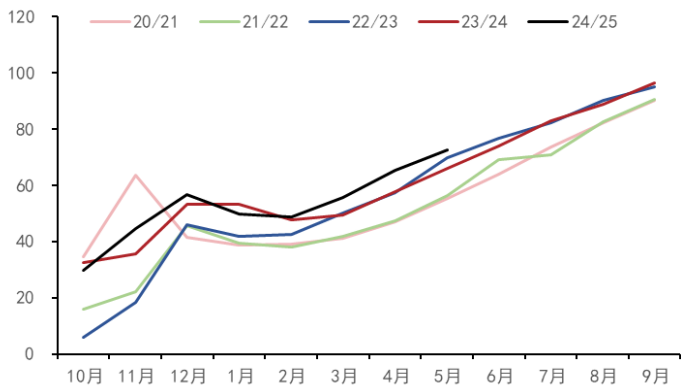
从目前数据来看，国内产销率情况仍然比较乐观，相对应目前期现基差也处于相对高位，但如果下半年进口供应如预期增加，期现价差可能会回归，并且是现货向期货回归的概率更大一些。另一方面，目前期货盘面的月间价差结构存在矛盾。6 月下旬开始，郑糖 9-1 月间价差走出正套，从 120 元/吨附近开始上涨，一度超过 200 元/吨；但郑糖 7-9 月间价差则是从 120 元/吨附近持续走出反套，一度跌破 0 元/吨关口；而郑糖 1-5 月间价差则在 50 元/吨附近震荡。从理论上而言，在目前产销情况仍旧不错，且预期下半年进口增量的前提下，近月合约月差应该走正套，远月合约月差应该走反套，但实际行情走势则相反，郑糖 9 月合约的估值相较于其他合约偏高。假设在外盘价格不出现较大幅度反弹的前提下，后市郑糖价格延续跌势的概率偏大。

图 5：全国食糖月度销量（万吨）



数据来源：中国糖业协会、五矿期货研究中心

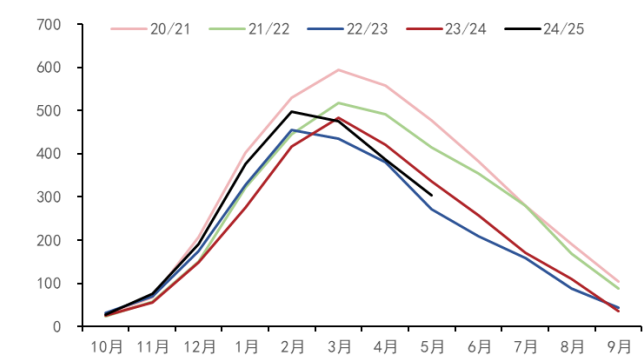
图 6：全国食糖累计产销率（%）



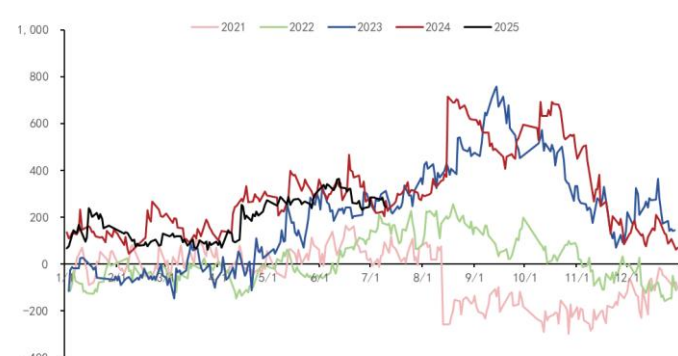
数据来源：中国糖业协会、五矿期货研究中心

图 7：全国食糖工业库存（万吨）

图 8：广西现货-郑糖主力合约基差（元/吨）

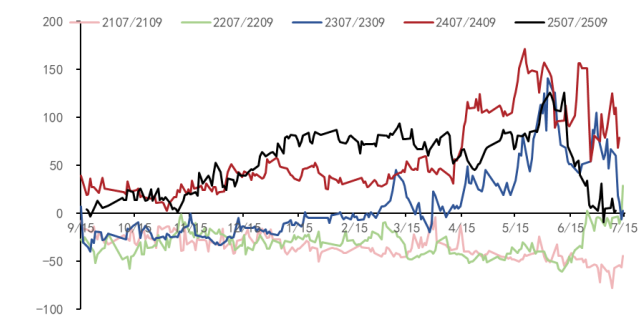


数据来源：中国糖业协会、五矿期货研究中心



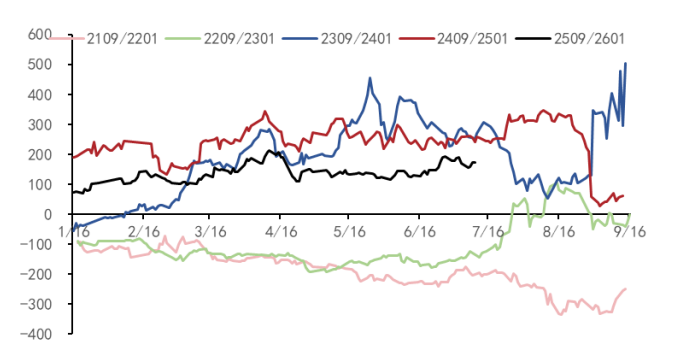
数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 9：郑糖 7-9 合约价差（元/吨）



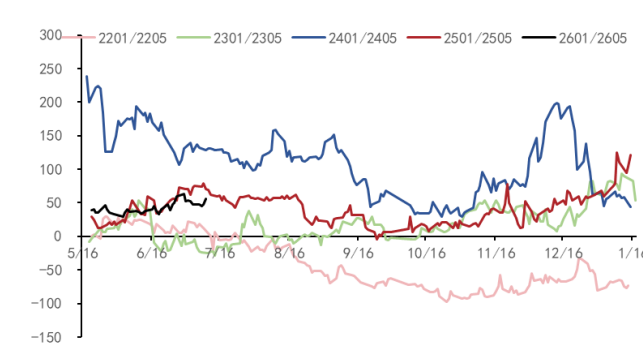
数据来源：郑商所、五矿期货研究中心

图 10：郑糖 9-1 合约价差（元/吨）



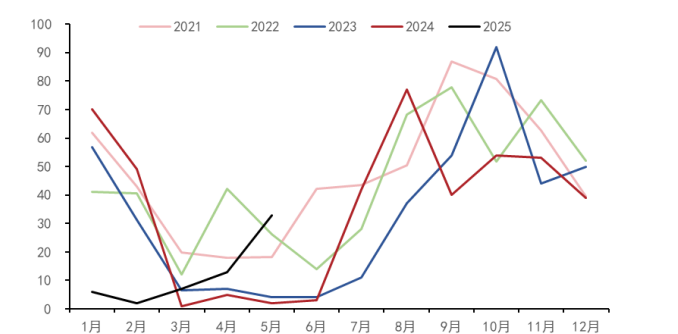
数据来源：郑商所、五矿期货研究中心

图 11：郑糖 1-5 合约价差(元/吨)



数据来源：郑商所、五矿期货研究中心

图 12：我国月度食糖进口量（万吨）



数据来源：海关总署、五矿期货研究中心

免责声明

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，并鼓励交易者征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。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16、18层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn