



## 糖：增产周期延续下的成本博弈与能源重构

2026年3月17日

去年12月下旬，郑糖主力合约跌破5100，创五年新低，之后筑底反弹，进入2026年一季度，郑糖延续回升势头，对于后市，我们认为糖中期处于增产周期延续下的成本博弈与能源重构的共振之中。

核心结论：2026年中期糖市处于“下跌尾声、上涨未起”的磨底阶段。能源价格上涨通过糖醇转换机制重塑供给结构，为价格提供底部支撑，但全球增产周期延长与库存高企压制反转空间。真正的周期拐点需等待2026年北半球榨季的天气验证与政策干预信号。

### 一、全球供需基本面：过剩收窄但格局未改

当前全球糖市正处于增产周期的第二年，2025/26榨季供需格局呈现“过剩收窄但未逆转”的特征。国际糖业组织（ISO）在2026年2月最新报告中将本榨季全球供应过剩量从163万吨下调至122万吨，StoneX更是大幅修正至仅87万吨，显示前期对印度、泰国增产的预期过于乐观。这一调整主要源于印度产量预估从3230万吨下调至2970万吨，以及巴西干旱对甘蔗单产的持续影响。然而，过剩收窄不等于短缺回归。2025/26榨季全球产量预计达1.813亿吨，同比增长3.0%，仍处历史高位。更关键的是，2026/27榨季（2026年4月开启的巴西新榨季）预计全球过剩量仍达286万吨，意味着增产周期可能延长至四年（2023—2026年），传统“三年增减”周期规律被打破。库存消费比预计降至52.74%，虽创15年新低，但绝对库存水平仍在压制价格。

### 二、国内库存与进口压力：高库存困局难解

中国糖市面临国产糖增产与进口糖激增的双重挤压。2024/25榨季国内产量1110万吨（同比+11.6%），2025/26榨季预计达1120万吨，连续第二年增产。与此同时，2025年全年累计进口食糖492万吨，同比增加56万吨，2025/26榨季截至12月底已进口176万吨（同比+30万吨）。农业农村部预测本榨季进口量将达500万吨，叠加82万吨的期末结余，国内库存压力显著。更严峻的是结构性供给冲击：尽管我国对税号1701项下糖浆实施进口管制，但税号2106项下糖浆及预混粉进口放量，形成“正规进口+变相走私”的复合供给。当前广西南宁现货价约5465元/吨，已跌破2025/26榨季预估完全成本5624元/吨，糖厂陷入“增产不增利”的亏损泥潭。

### 三、国内压榨成本：成本支撑弱化与政策托底博弈

广西主产区成本结构呈现刚性上升与价格塌陷的剪刀差：

成本项目	2024/25榨季	2025/26榨季	变动
甘蔗收购价	510元/吨	510元/吨	持平



成本项目	2024/25榨季	2025/26榨季	变动
产糖率	13.3%	12.85% (预估)	干旱导致下降
吨糖耗蔗量	7.52吨	7.78吨	出糖率降低
完全制糖成本	~5300元/吨	~5624元/吨	成本显著上升
完税成本	~5600元/吨	~5900元/吨	含二次结算

当前现货价5465元/吨已跌破现金成本线，糖厂每销售一吨糖亏损约159元。成本支撑逻辑面临双重瓦解：一是国际原糖14美分/磅对应的配额内进口成本仅5030元/吨，低价进口糖形成“天花板压制”；二是糖浆走私折合成本约4500元/吨，进一步撕裂价格体系。政策托底成为关键变量——若触发国储收储或甘蔗收购价下调导致农民改种，或将成为周期拐点的催化劑。

#### 四、能源重构：原油暴涨触发“糖醇转换”机制

地缘政治驱动的油价飙升正深刻重塑糖市供给结构。2026年3月初受中东地缘政治风险剧烈升级的带动，WTI原油突破85-90美元/桶，高于80美元的关键阈值，巴西乙醇折糖价升至16.7-18.0美分/磅，较ICE原糖（14.1-14.4美分）溢价2.6-3.9美分，溢价幅度达18%—27%。这意味着每吨甘蔗制乙醇比制糖多赚约7美元，经济账的倾斜已引发产业行为质变：

1. 制糖比历史性下调：巴西中南部近期制糖比骤降至35%（乙醇占比超53%），2025/26榨季全榨季制糖比预计从50.7%降至48%—49%，对应产糖量减少60万—70万吨。

2. 政策强化：巴西E30政策（无水乙醇掺混比例从27%提至30%）于2025年8月生效，年增乙醇需求13亿—15亿升。印度同步放开甘蔗制乙醇限制，每吨甘蔗乙醇利润比糖高约40美元。

3. 扩张：巴西玉米乙醇产能2024/25榨季同比增20亿升，2025/26预计再增17亿升，近25%乙醇产自玉米而非甘蔗，稀释了甘蔗乙醇的替代效应。

4. 转换的临界点：当原糖低于14.5美分/磅时，乙醇生产显著占优；高于15美分则制糖回归。当前油价—糖价组合下，糖厂正加速向乙醇倾斜，这为14美分附近的糖价提供了强成本支撑（“乙醇底”），但尚不足以驱动趋势反转——因全球增产压力仍存，且玉米乙醇产能扩张削弱了甘蔗的边际定价权。

#### 五、海外基金动向

从23年四季度国际糖价见顶回落以来，国际基金持续减持净多，CFTC数据显示，24年和25年数次从基金净多转为净空，而从24年下半年开始，基金净空持续增加，在25年四季度时刷新了2019年创下的纪录峰值，之后净空继续增加，并在今年2月中旬达到了25万手以上，近期净空数据有小幅减少，后续有必要跟踪基金庞大的净空头寸在价格相对低位的时候的变化，若净空出现持续减持，价格较易出现快速反弹。



图1: ICE糖基金净持仓 数据来源wind

## 六、中期展望：磨底震荡与拐点博弈

### 1. 三种情景

1) 基准情景（概率60%）：原糖在14-18美分区间震荡筑底，郑糖对应5300-5800元/吨。2026年下半年巴西压榨高峰期，若制糖比确认降至48%以下，或印度出口政策收紧，价格中枢有望上移至16-17美分。

2) 上行风险（概率25%）：拉尼娜现象导致巴西/印度干旱，或广西霜冻提前结束增产周期，价格或回升至20美分/7200元。

3) 下行风险（概率15%）：全球经济衰退拖累消费，或原油暴跌至60美元以下，糖价可能跌破13美分成本支撑。

### 2. 建议：

短期关注ICE糖在14.50-15.00美分的表现，中期等待2026年Q3巴西压榨数据确认制糖比拐点；长期布局需等待2026/27榨季天气与政策验证，若确认为增产最后一年，2026年下半年可战略性布局减产周期牛市。



### 注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“见微知著 臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

### 章致海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shxqh.com

华鑫期货有限公司研究所

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-8822