白糖：外紧内松低估值，震荡看待为主

期货研究报告 | 发布时间：2026.11.13 | 适用周期：2026.11.16~2026.11.20

浙商期货有限公司期货交易咨询业务资格：证监许可[2011]1287号
【撰写人】浙商期货有限公司 黄治鹏(Z0022677)
【咨询电话】0571-87213861

观点综述

核心结论：全球中长期「由过剩转短缺」的定价逻辑仍在，FAO 10 月食糖价格指数升至 121.3 点（环比 +6.6%、同比 +28.8%，连续第四个月上行、创 2024 年 12 月以来新高），印度零售糖价 60.53 卢比/公斤创历史高位、巴西中南部 10 月下半月产糖 208 万吨同比 -0.7%，外盘基本面偏紧（外紧）；但本周 ICE 糖11 受能源价格走弱与现货需求疲软拖累、回落至 18.40 美分/磅（周 -0.81%），国内 2025/26 榨季累计产糖 1,295 万吨、9 月底全国工业库存 129 万吨、累计产销率 90.04%，叠加 2026/27 新榨季广西 11 月中旬开榨、增产预期压制（内松），郑糖 SR701 全周 5,215→5,146 元/吨（周 -1.32%）、跌破 5,150 一线。综合「外紧内松 + 估值偏低（5,146 元深度贴水制糖成本约 5,500 元及配额外进口成本约 5,980 元）」，维持震荡看待为主，下方成本支撑仍在、不建议追空，等待新糖开榨与去库节奏明朗。

逻辑链条：

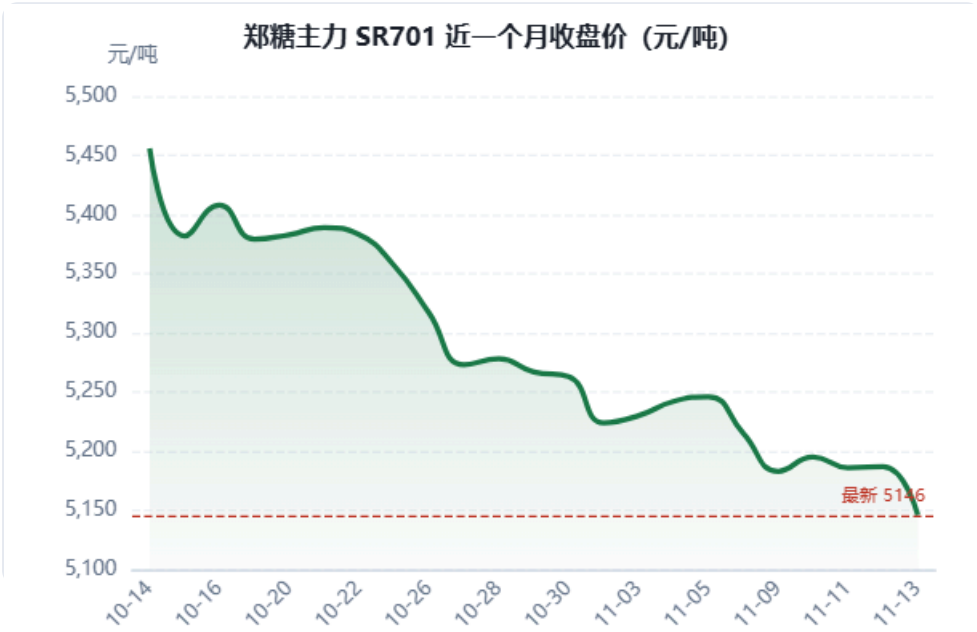
- ① 外紧：FAO 食糖价格指数 10 月 121.3 点（环比 +6.6%、同比 +28.8%、连续第四月上行）；巴西中南部 10 月下半月产糖 208 万吨（同比 -0.7%）、圣保罗降雨阻碍压榨、现货价格坚挺；印度 11 月 11 日零售糖价 60.53 卢比/公斤（同比 +30%）、ISMA 称 11/5 全国产糖 128.5 万吨（去年同期 32 万吨）、184 家糖厂开榨（去年同期 154 家），但马邦出糖率偏低、厄尔尼诺影响甘蔗单产；泰国、欧盟 2026/27 产量预估下调。
- ② 内松：2025/26 榨季累计产糖 1,295 万吨（同比 +16.01%）、9 月底全国工业库存 129 万吨（同比增约 64.6 万吨）仍处历史同期高位，累计产销率 90.04%（同比 -4.2 个百分点）；2026/27 新榨季广西 11 月中旬首家糖厂开榨，新糖预售 5,210~5,430 元/吨、陈糖 5,110~5,150 元/吨，新旧糖过渡期现货承压。
- ③ 估值偏低：郑糖 5,146 元低于国内制糖成本约 5,500 元，配额外进口成本约 5,980 元（倒挂逾 830 元），下方成本支撑强、估值处于偏低区间。
- ④ 短线：郑糖跌破全部均线、MACD 柱转负（-9.72）、RSI5 仅 13.54 深度超卖，短期技术性反弹需求积累，但 5,100~5,150 成本与平台支撑需再确认，关注外盘能否守稳 18 美分与广西开榨进度。

操作建议：单边——短线弱势超卖，观望为主，或于 5,100~5,150 区间轻仓逢低布局远月多单，止损参考 5,050 下方；不追高、不追空，持仓关注外盘 ICE 糖11 能否守稳 18 美分与广西新榨季开榨进度。套利——观望；期权——可考虑卖出宽跨式策略。

风险提示：厄尔尼诺减产不及预期致外盘继续回调；巴西雷亚尔贬值加速出口、能源价格走弱压制原糖；国内新糖集中上市叠加高库存压制反弹高度；进口利润窗口修复后加工糖放量；糖浆及预拌粉进口来源切换带来的隐性供给反弹。

一、当前行情概述

郑糖主力 SR701 本周（11/09-11/13）震荡下行、重心继续下移：周一 11/09 收 5,183，随后 11/10 收 5,195、11/11 收 5,186、11/12 收 5,187，11/13 收 **5,146** 元/吨（-0.79%），全周 5,215 → 5,146（-69、-1.32%），跌破 5,150 一线、创近三个月新低，成交 53.10 万手、持仓 71.90 万手（增仓下行、空头略占优）；ICE 糖11 主力本周自 11/06 的 18.25 美分小幅波动，11/09 收 18.21、11/10 收 18.15（周内低点）、11/11 收 18.47、11/12 收 18.22，11/13 收 **18.40** 美分/磅（周 +0.15 美分、约 +0.8%），能源价格走弱与现货需求疲软压制原糖反弹，但巴西 10 月下半月产量同比下滑、全球供应偏紧限制下方空间，外盘在 18 美分附近反复拉锯。外紧内松格局下，国内高库存与 2026/27 新榨季增产预期压制郑糖，内盘独立走弱、SR701 跌破 5,150，等待新糖定价与去库信号明朗。





郑糖主力 SR701	
最新收盘（11/13）	5,146 元/吨（-0.79%）
周涨跌（本周收→收）	5,215 → 5,146（-69，-1.32%）

ICE 糖11 主力	
最新收盘（11/13）	18.40 美分/磅（+0.82%）
周涨跌（本周收→收）	18.25 → 18.40（+0.15 美分，+0.82%）

郑糖主力 SR701	
近20日区间	5,134 ~ 5,538
当日成交量 / 持仓量	53.10万手 / 71.90万手

ICE 糖11 主力	
近20日区间	18.15 ~ 21.14 美分

二、基本面深度解析

1. 全球中长期供需

全球中长期供需格局由过剩转向短缺的定价逻辑延续，10 月 FAO 食糖价格指数升至 **121.3 点**（环比 **+6.6%**、同比 **+28.8%**），连续第四个月上行、创 2024 年 12 月以来最高水平，反映国际糖市偏紧（分国别分段描述如下）。

巴西：巴西中南部 10 月下半月糖产量 **208 万吨**（同比 **-0.7%**），圣保罗州持续降雨阻碍甘蔗收割与压榨、甘蔗含糖量下降，机构预估 2026/27 中南部食糖产量下调至约 **3,842 万吨**（同比约 -5%），ISO 亦称或低于 3,800 万吨；厄尔尼诺引发的过量降雨是减产主因。11 月第一周圣保罗现货市场成交缓慢但价格坚挺，CEPEA/ESALQ 白糖指数 11/6 收 129.58 雷亚尔/袋（周 +0.96%），产品可得量有限、供应担忧支撑现货。UNICA 榨季生产进度数据存在明显滞后——后台最新一期截至 **2026 年 8 月底**（累计制糖量约 **2,408 万吨**、累计制糖比例 **46.56%**、累计吨蔗产糖量 **131.61 Kg TRS/吨**），9-11 月双周数据尚未发布；图表呈现的是 8 月底前的榨季中前期进度，对当前（11 月中）减产的反映存在时滞，实际减产程度需以 9-10 月 UNICA 正式数据与巴西农业部口径交叉验证。

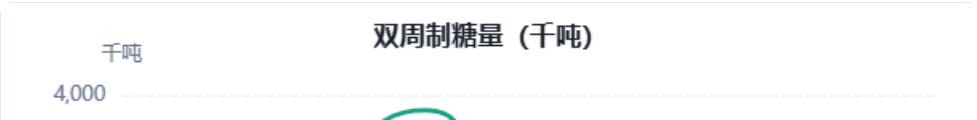
印度：印度糖厂与生物能源制造商协会数据显示，截至 11 月 5 日全国产糖 **128.5 万吨**（去年同期 32 万吨、接近四倍），**184 家糖厂开榨**（去年同期 154 家），榨季启动明显提前；但国内糖价居高不下，11 月 11 日全国平均零售糖价 **60.53 卢比/公斤**（同比 46.61 卢比上涨近 **30%**、环比 10 月 11 日的 54.92 卢比亦涨），创历史高位。马哈拉施特拉邦截至 11/8 累计压榨甘蔗 1,563.7 万吨、产糖 130.57 万吨，合作社糖厂出糖率 8.74%、私营仅 7.9%，出糖率偏低。创纪录厄尔尼诺削弱季风、7-8 月缺雨影响甘蔗生长，产量虽未崩溃但不确定性加剧紧张局势，印度作为最大消费国转为买方、边际支撑国际糖价。

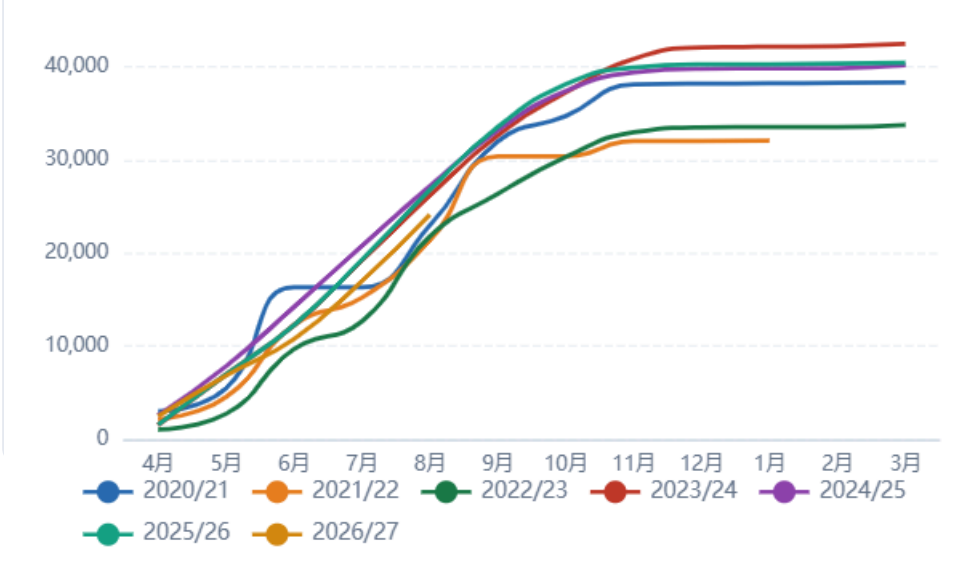
泰国：2026/27 榨季产量预期连续下调，多数机构口径减产 **12%~17%**，部分机构预估降至约 **1,000 万吨**（2025/26 约 1,200 万吨），主产区降雨不足叠加干旱加剧；泰国将于 11-12 月进入开榨阶段，入榨量与含糖率是减产兑现的首要验证点。

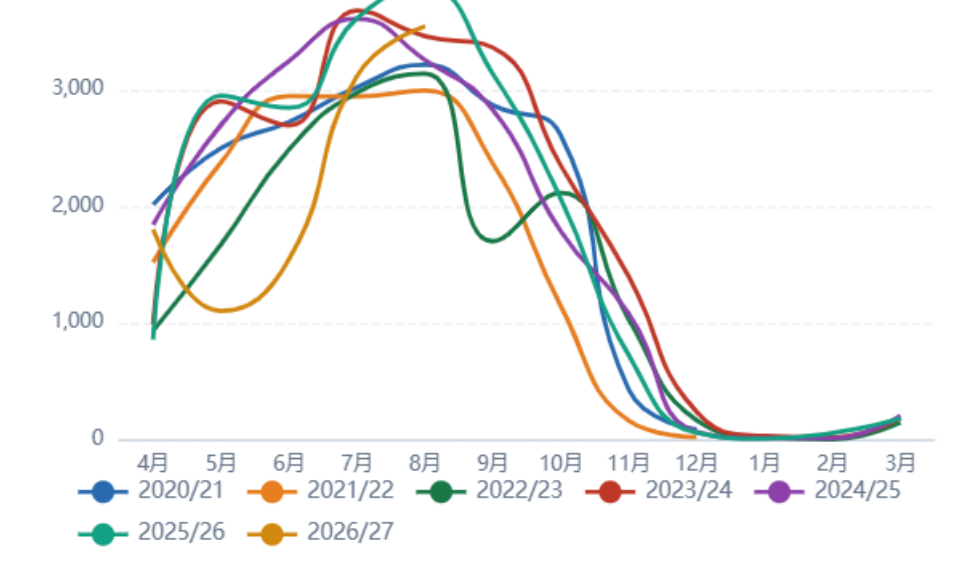
欧盟：USDA 10 月各国半年报已将欧盟 2026/27 产量预估下调约 **120 万吨**，热浪与干旱影响甜菜单产，减产预期升温，欧盟作为全球重要产糖区进一步收紧边际供给。

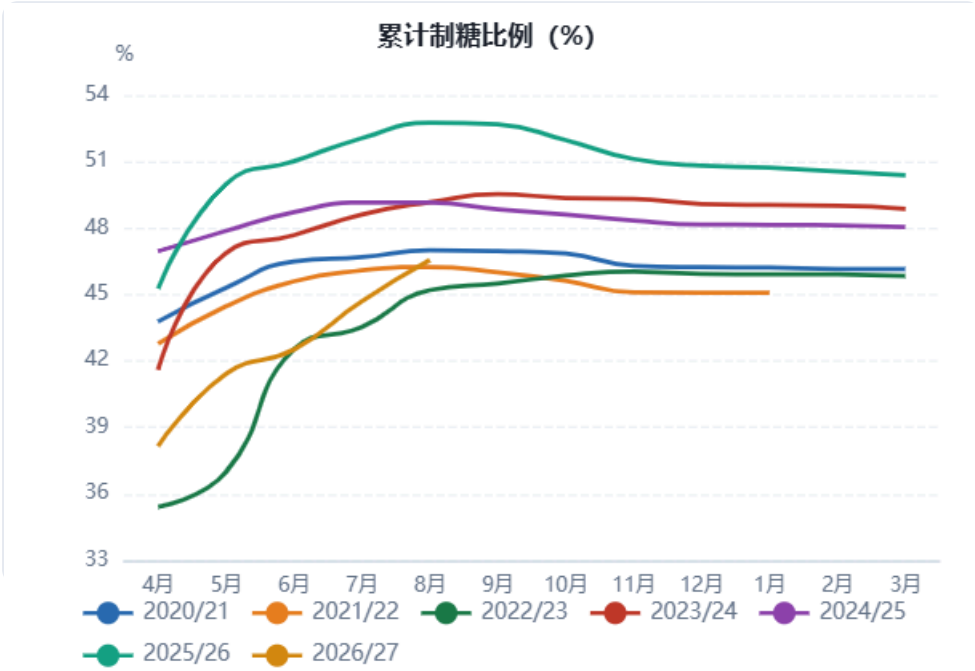
巴西 UNICA 榨季生产进度（2020/21–2026/27，横轴 4 月→次年 3 月，每月两期 15 日/月末）

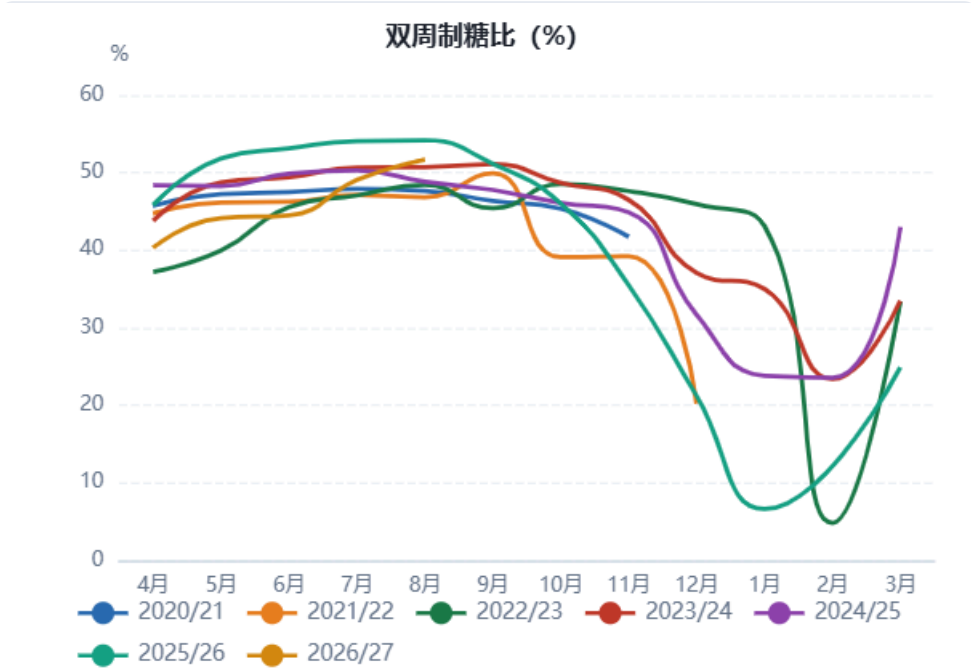


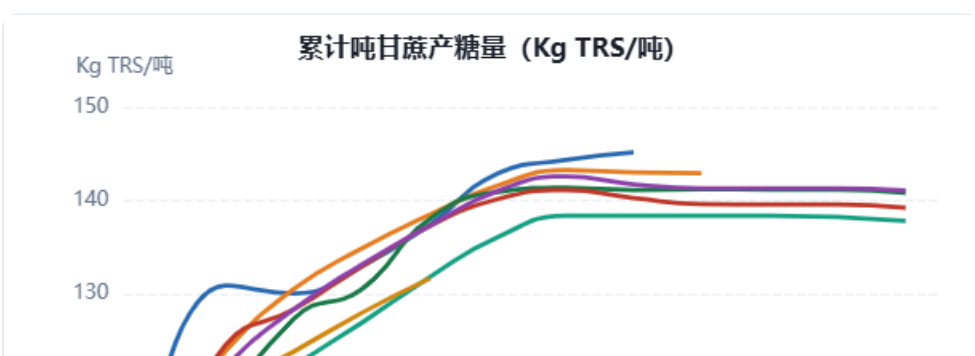


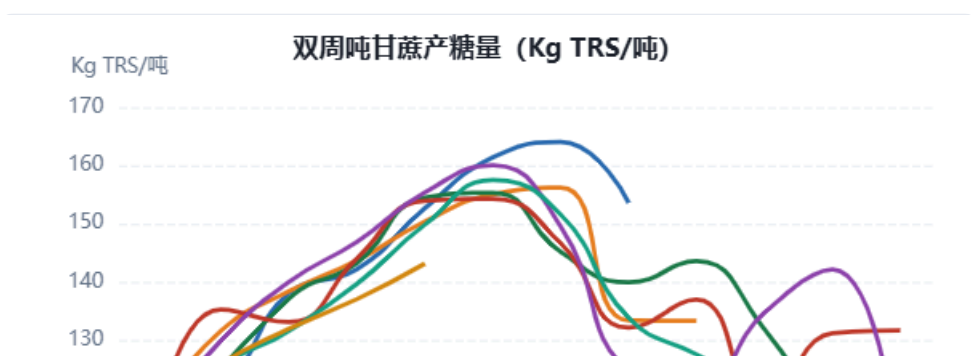

40,000
30,000
20,000
10,000
0
4月 5月 6月 7月 8月 9月 10月 11月 12月 1月 2月 3月
2020/21 2021/22 2022/23 2023/24 2024/25
2025/26 2026/27

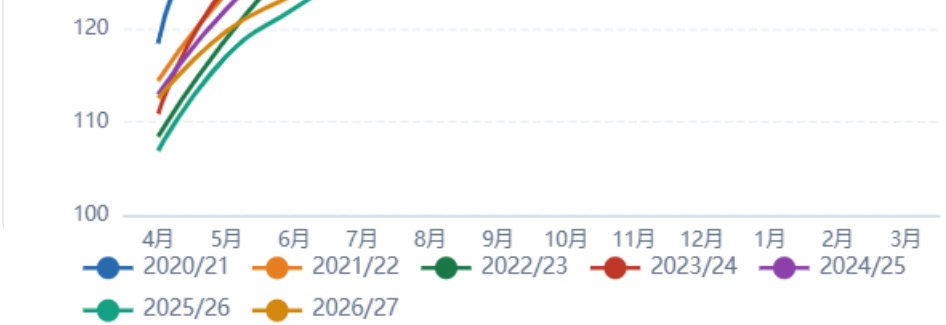

3,000
2,000
1,000
0
4月 5月 6月 7月 8月 9月 10月 11月 12月 1月 2月 3月
2020/21 2021/22 2022/23 2023/24 2024/25
2025/26 2026/27

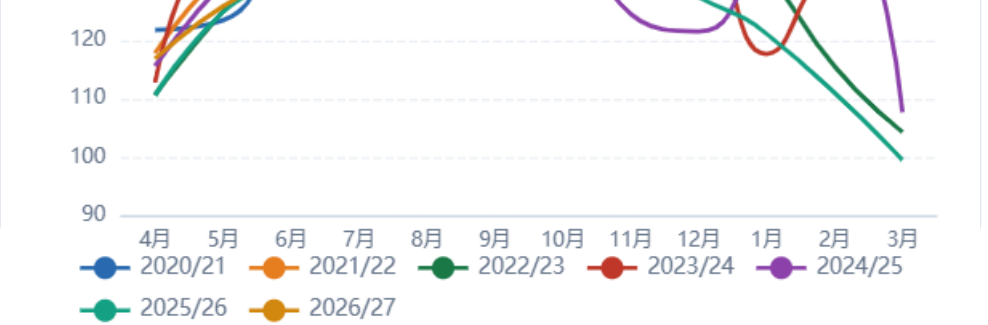

累计制糖比例（%）
%
54
51
48
45
42
39
36
33
4月 5月 6月 7月 8月 9月 10月 11月 12月 1月 2月 3月
2020/21 2021/22 2022/23 2023/24 2024/25
2025/26 2026/27


双周制糖比（%）
%
60
50
40
30
20
10
0
4月 5月 6月 7月 8月 9月 10月 11月 12月 1月 2月 3月
2020/21 2021/22 2022/23 2023/24 2024/25
2025/26 2026/27


累计吨甘蔗产糖量（Kg TRS/吨）
Kg TRS/吨
150
140
130


双周吨甘蔗产糖量（Kg TRS/吨）
Kg TRS/吨
170
160
150
140
130





2. 中国中长期供需平衡表

2026/27 榨季产量预计升至 **1,330 万吨**、进口降至 350 万吨、供需差 **+162.0 万吨**；2025/26 榨季产量 **1,295 万吨**、进口 430 万吨、供需差 **+215.0 万吨**，国内中长期供应宽松格局明确。新榨季增产预期叠加本榨季高结转库存，构成内盘的核心压制。

年度	产量(万吨)	进口(万吨)	替代折糖(万吨)	出口(万吨)	消费(万吨)	供需差(万吨)
2026/27	1330	350	70.0	18	1570	+162.0
2025/26	1295	430	77.0	17	1570	+215.0
2024/25	1116	462	106.4	16	1580	+88.4
2023/24	996	475	150.5	15	1580	+26.5
2022/23	897	389	111.0	18.5	1560	-181.5
2021/22	956.7	533	78.9	16	1540	+12.5
2020/21	1066.7	633	51.3	13	1550	+188.0
2019/20	1041.2	377	56.1	15	1460	-0.7

数据来源：浙商投研指标 NCPSR080513 产量 / NCPSR080514 进口 / NCPSR080515 替代折糖 / NCPSR080516 出口 / NCPSR080517 消费 / NCPSR080518 供需差

3. 中国短期供需

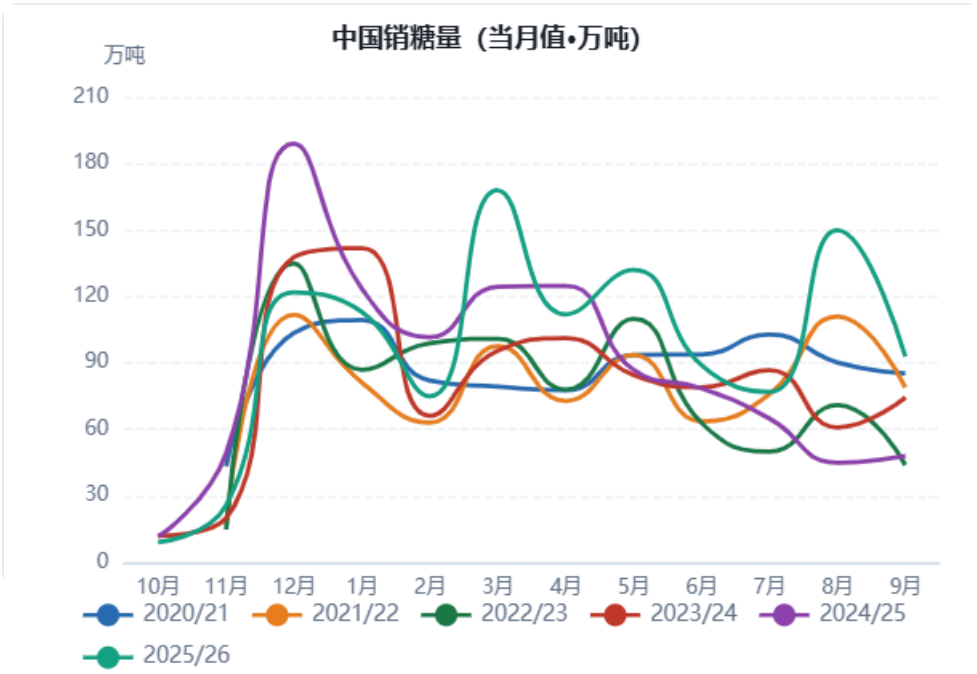
产销情况（中糖协，2025/26 榨季末 2026 年 9 月底最新一期）：本制糖期累计产糖 **1,295 万吨**（同比 +178.78 万吨、**+16.01%**）；9 月单月销糖 **93 万吨**，累计销糖率 **90.04%**（同比 -4.2 个百分点，但仍属近年高位）；全国食糖工业库存 **129 万吨**（同比增加约 64.6 万吨），处历史同期高位。分省：**广西工业库存 83.34 万**

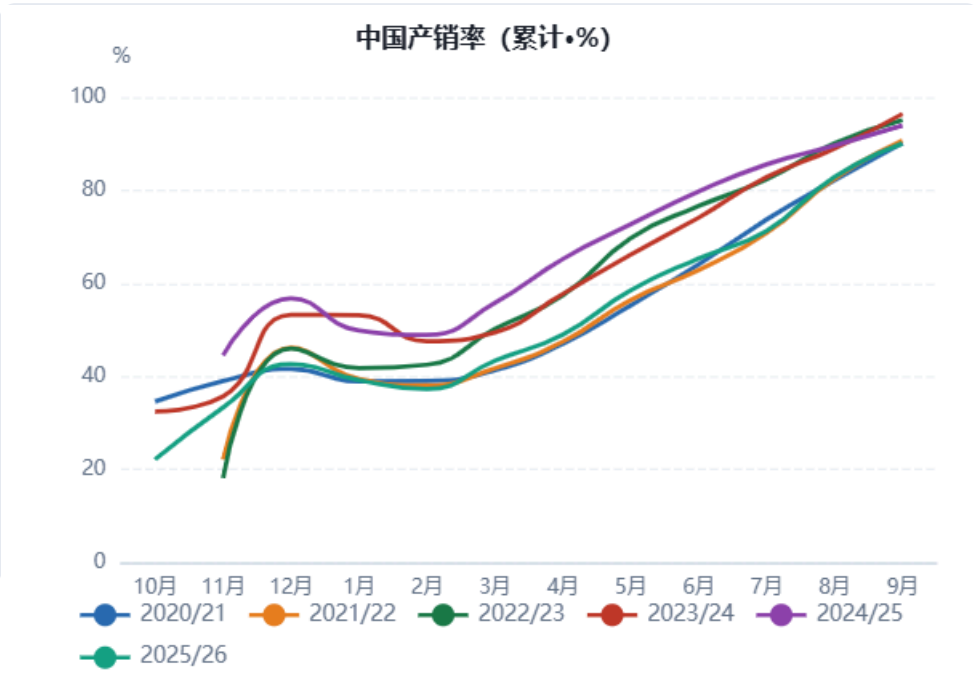
吨、云南工业库存 31.40 万吨。2026/27 新榨季已启动，广西 11 月中旬首家糖厂开榨（与上年同期一致），多家糖厂点火烘炉，新糖预售价 5,210~5,430 元/吨、陈糖 5,110~5,150 元/吨，新旧糖过渡期现货承压。

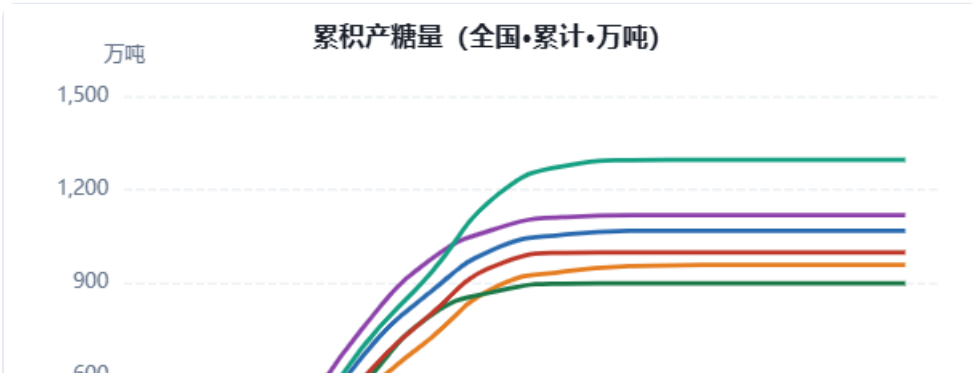
进口情况：9 月食糖进口 **26 万吨**（同比 -53%）；2026 年 1-9 月累计约 **251 万吨**（同比减少约 64 万吨、-20%），进口明显收缩。原糖高位令配额外加工利润长期为负、进口窗口实质关闭，叠加进口许可管控偏紧，市场预期 2026/27 进口量（约 350 万吨）明显低于过去数年 450 万吨以上水平，进口规模进入阶段性收缩通道。

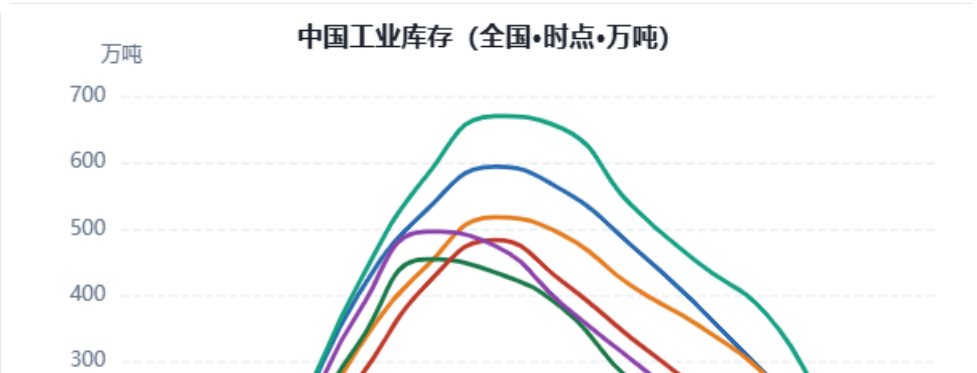
进口糖浆及预拌粉（NCPSR080483）：9 月进口约 **3.0 万吨**（2025 年 9 月为 15.14 万吨，同比大幅减少约 **80%**、环比亦降）；2026 年 1-9 月累计约 **74.5 万吨**（同比 -15.9%）。糖浆及预拌粉作为食糖替代进口渠道持续受监管收紧，9 月五类糖浆及预混糖粉合计进口仅约 3 万吨，隐性供给快速回落，对现货与盘面形成一定支撑。

中国短期产销 / 库存 / 产糖（横轴 10 月→次年 9 月，榨季进度，2020/21 榨季以来）

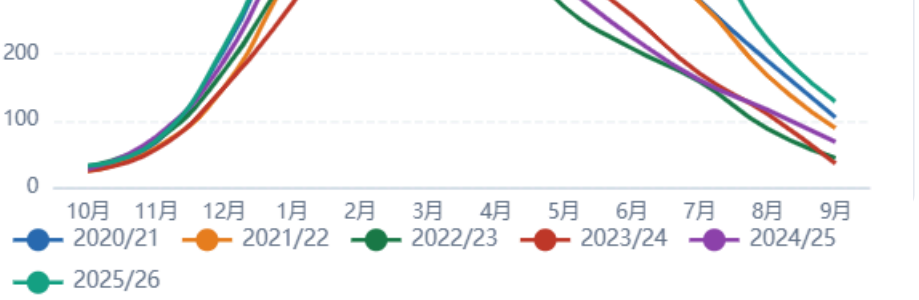


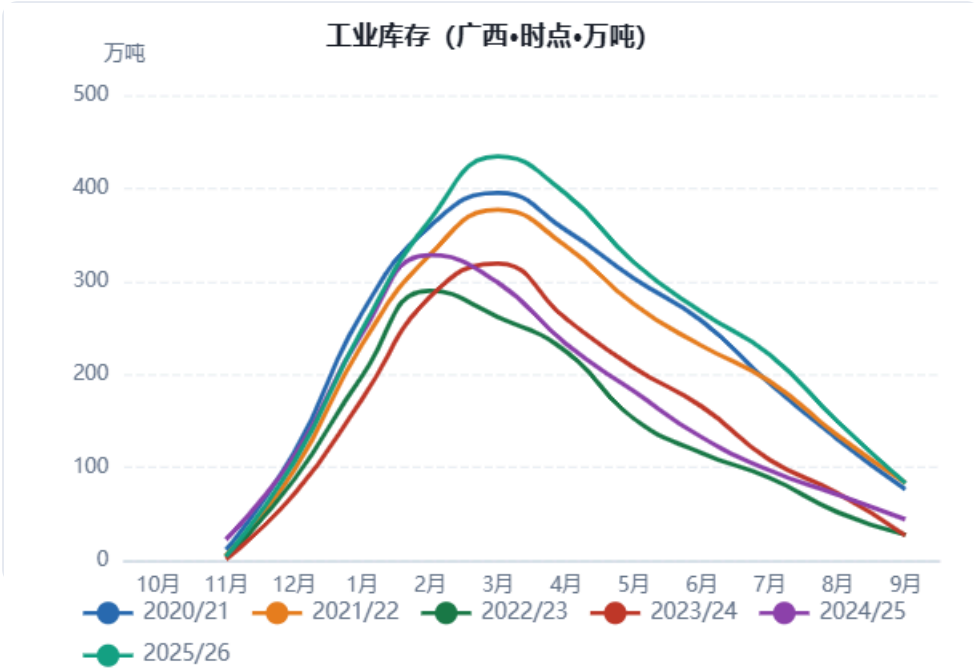


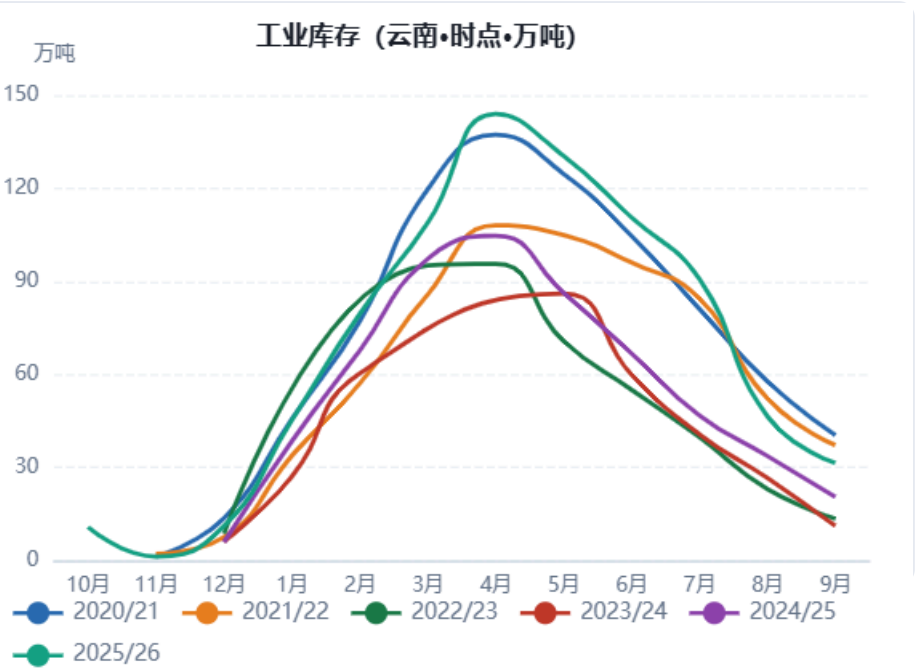




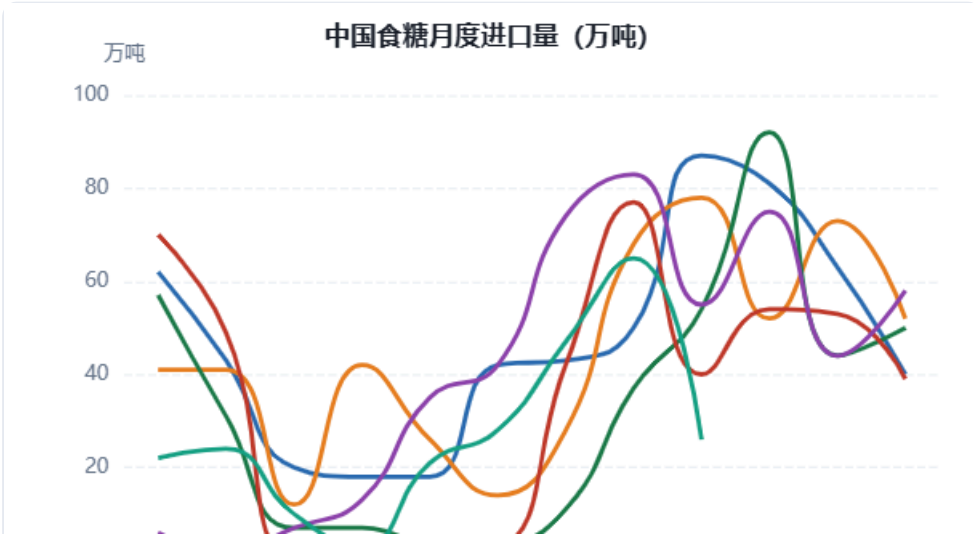


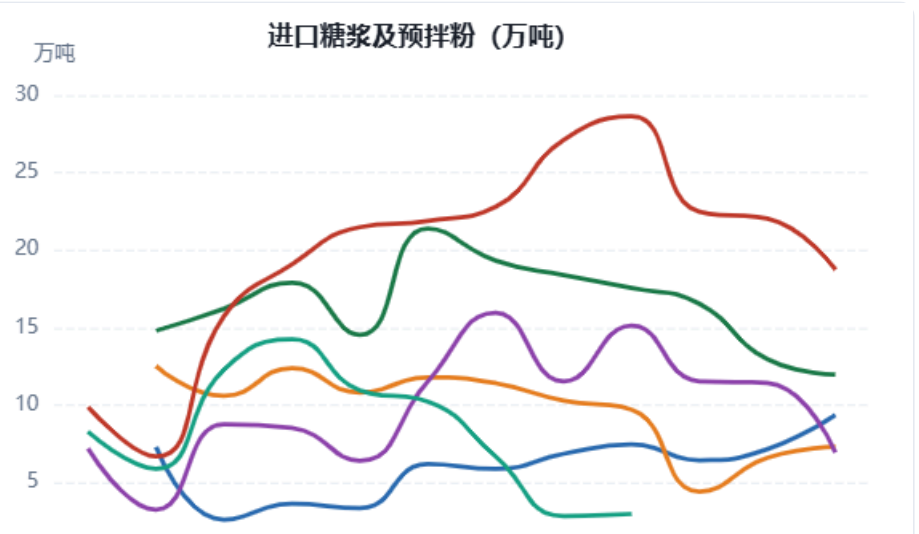






中国进口（横轴 1 月→12 月，目然年分线）







图释口径：销糖量/累积产糖量为累计值，产销率为累计值，工业库存为时点值，进口为月度值。

4. 估值分析

国内制糖成本（估） **约 5,500 元/吨**	配额外进口加工成本（估） **约 5,980 元/吨**
郑糖主力最新价 **5,146 元/吨**	现货（南宁）vs 期货 **现货约 5,110~5,150 元，期现基本平水**

估值口径（国内供应宽松）：X = max[制糖成本+100, 配额外进口成本] ≈ 5,980 元，Y = min[制糖成本+100, 配额外进口成本] ≈ 5,600 元。郑糖 **5,146 元 < 5,600**，处于 **估值偏低** 区间；且较配额外进口成本倒挂逾 **830 元/吨**、并已跌破国内制糖成本约 5,500 元，下方空间有限、具备逢低布局价值。

5. 基本面结论

全球中长期偏紧（外紧）+ 国内中长期偏松（内松）+ 估值偏低：外盘在厄尔尼诺减产与全球转缺口预期下基本面仍紧，FAO 食糖价格指数 10 月升至 121.3 点（同比 +28.8%）、印度糖价创历史新高、巴西中南部产量同比下滑，通过成本传导抬升国内糖价中枢、收紧下方空间；但本周能源价格走弱与现货需求疲软令 ICE 糖11 回落至 18.40 美分，叠加国内 2025/26 高结转库存 129 万吨 与 2026/27 新榨季增产预期（平衡表 +162 万吨供需差），内盘独立走弱。综合判断：**外紧内松、估值偏低，震荡看待为主，下方成本支撑仍在、不建议追空**，关注 11 月中旬广西开榨进度与外盘能否守稳 18 美分。

三、技术面分析

指标	数值	指标	数值
MACD(DIFF/DEA/柱)	-54.38 / -44.67 / -9.72	RSI-5 / 20 / 60	13.54 / 33.13 / 44.03
MA5 / MA10 / MA20	5179.4 / 5205.4 / 5267.2	MA60	5353.4
KDJ (K/D/J)	20.36 / 21.60 / 17.88	BOLL 上/中/下	5529.0 / 5312.3 / 5095.6
WR	-92.77	CCI	-156.78

解读：11/13 收 5,146，MACD 柱体维持负值（DIFF -54.38、DEA -44.67、柱 -9.72），DIFF 与 DEA 均在零轴下方且持续走弱、空头排列未改；价格跌破全部均线（MA5 5179/MA10 5205/MA20 5267/MA60 5353），均线系统空头发散、中期压制明显；KDJ 三线低位（K 20.36/D 21.60/J 17.88）徘徊于超卖区，RSI-5 降至 **13.54** 深度超卖、RSI-20 33.13、RSI-60 44.03，短线超跌明显、技术性反弹需求持续积累；CCI -156.78 深度超卖、WR -92.77 亦处极值。价格已逼近 BOLL 下轨 5,095.6，5,100 整数关与布林下轨构成短期重要下沿支撑。

支撑/压力：支撑 5,100~5,150（整数关口/布林下轨/前期平台）→ 5,050（强支撑，接近制糖成本下沿）；压力 5,180~5,210（MA5/MA10）→ 5,270（MA20 与前平台）。

四、市场舆情

政策与核心事件

- **供给端事件**：① FAO 10 月食糖价格指数升至 121.3 点（环比 +6.6%、同比 +28.8%），连续第四个月上行、创 2024 年 12 月以来最高；② 巴西中南部 10 月下半月产糖 208 万吨（同比 -0.7%），圣保罗降雨阻碍收割压榨、现货价格坚挺，CEPEA/ESALQ 指数 11/6 收 129.58 雷亚尔/袋（周 +0.96%）；③ 印度截至 11/5 产糖 128.5 万吨（去年同期 32 万吨）、184 家糖厂开榨（去年同期 154 家），但零售糖价 60.53 卢比/公斤创历史新高；④ 泰国、欧盟 2026/27 产量预估下调 12%~17% 与约 120 万吨。
- **长期产能**：印度推进食糖转乙醇，但近期官方停止采购以食糖及甘蔗原料生产的乙醇，预计新榨季甘蔗制乙醇量减少以缓解白糖供应缺口；国内 2026/27 甜菜糖已陆续开机，广西多家糖厂已点火烘炉、**11 月中旬首家开榨**，新糖补充供应并压制现货。
- **成本端**：ICE 糖11 回落至 18.40 美分（周 +0.82%），配额外进口成本约 5,980 元、仍远高于国内糖价（倒挂逾 830 元），进口窗口关闭、为郑糖提供下方成本支撑；国内制糖成本约 5,500，郑糖已跌破成本、估值偏低。

- **政策动向**：印度 100 万吨原糖免税进口配额截止日延至 12/31；商务部公示 2027 年食糖进口关税配额 194.5 万吨（70% 国营贸易配额）；糖浆及预拌粉监管持续收紧，9 月进口降至约 3 万吨。
- **下游需求**：双节备货已过、进入传统消费淡季——9 月全国销糖 93 万吨；广西新糖预售 5,210~5,430 元/吨、陈糖 5,110~5,150 元/吨，现货跟随盘面走弱，高库存压制反弹。

机构观点

短期观点（1 个月内，11/07-11/13 统计：看多 1、看空 1、中性 5）：看多——全球缺口预期与主产国减产支撑、印度转买方，郑糖跌破制糖成本后 5,100-5,150 具低吸价值、RSI 深度超卖或有反弹；看空——大宗商品偏弱、农产品走低，能源价格走弱令巴西糖厂提高制糖比，白糖或随势回落；中性——国内新旧榨季转换、高库存待消化、广西 11 月中旬开榨，郑糖跟震荡、建议观望或区间操作，配额外进口成本高企支撑下方空间。

中期观点（3-6 个月）：看多——主产国减产支撑国际糖价、全球由过剩转向缺口，国内高库存但去化推进、下方支撑参考 5,100-5,150；区间震荡——郑糖 [5,100, 5,600]，外紧内松低估值、逢低布局 01 多单；偏多预期——全球减产在兑现过程中，回调后价格重心有望企稳抬升，关注 11-12 月印度泰国开榨兑现与国内新糖上市节奏。

情绪特征

市场情绪谨慎偏空但下方买盘尚存：外盘在 18 美分反复拉锯、国内新榨季开榨临近叠加高库存压制盘面，投机资金观望、持仓增至 71.9 万手显示分歧加大；产业与机构在 5,100-5,150 成本与平台位存在逢低布局意愿，整体"弱现实、强预期"交织、内盘较外盘更弱、等待新糖定价明朗。

五、结论和风险提示

结论：全球供给短缺预期（外紧）+ 国内宽松高库存与增产（内松）+ 估值偏低，白糖整体「**外紧内松低估值，震荡看待为主**」。本周 ICE 糖11 在 18 美分附近拉锯（周 +0.82%）而郑糖 SR701 独立下行至 5,146 元（周 -1.32%）、跌破 5,150，内盘弱于外盘。短期技术面深度超卖（RSI5 13.54、CCI -156.78、逼近布林下轨 5,095.6），或先回踩确认 5,100-5,150 支撑后反弹；中长期在外盘成本支撑与全球减产预期下，估值修复空间仍在，关注 11 月中旬广西集中开榨、进口糖浆管控与外盘 ICE 糖11 能否守稳 18 美分。

风险提示：①厄尔尼诺减产不及预期、巴西雷亚尔持续贬值或能源走弱致外盘继续回调；②国内 2026/27 新糖集中上市叠加高库存压制反弹高度；③进口利润窗口修复后加工糖放量；④糖浆及预拌粉进口来源国切换带来的隐性供给反弹风险。

【免责声明】

1. 此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且浙商期货有限公司（以下简称"本公司"）不会因接收人收到此报告而视其为客户。

2. 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、意见及推测仅反映发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权标的的价格、价值可能会波动。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。

3. 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，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。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。

本报告由 TradeMate 按「白糖周报生成」技能生成 · 数据基准 2026-11-13 · 生成时间 2026-11-15 00:50（北京时间） · 仅供参考，不构成投资建议