

国内需求持续向好，关注巴西产量兑现

——2月白糖报告

观点概述

基本面关注

3月市场关注点在于巴西产量的兑现程度，虽然可能3月也无法体现出整个产量的兑现多少，但是对市场来说是一个交易的话题，而且至少对于现货来说是一个贸易紧张程度的缓解因素。目前市场一致预期是巴西产量增产，根据目前的产区情况和甘蔗生长情况看，产量兑现是较大概率。

单边观点

单边方面，由于巴西进入压榨期后产量兑现缓解贸易紧张局面，原糖价格上方空间被压缩，可以选择择机做空。

月间观点

套利方面，依旧考虑到本产季消费复苏兑现和产量累计后期乏力，继续推荐择机做多跨产季月间组合9-1、5-1、9-5。

基差观点

基差方面，考虑到巴西产量的逐月兑现的可能性较高，市场的看跌预期将会从远月逐步向近月移动，因此可以考虑在基差的低位进行布局。

风险提示

印度出口配额超预期、巴西产量兑现障碍、巴西产区天气突变、国内需求昙花一现、美联储加息节奏超预期。

研究员：胡林轩

邮箱：hulx@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85135825

从业资格号：F3076492

投资咨询资格号：Z0018242

2023年03月01日

目录

观点概述	1
风险提示	1
一、行情回顾	3
二、基本面分析	3
(一) 国际市场：3 月期待巴西压榨，全球需求持续向好.....	3
1.供给：印度增加配额基本无望，期待巴西压榨缓解紧张.....	4
2.需求：中国消费复苏，国际需求向好.....	6
3.贸易流：紧张程度有望边际改善，关注市场提前给出预期.....	7
(二) 国内市场：收榨加快带来产量隐忧，需求面保持利多预期.....	7
1.供给：南方收榨节奏快于往年，产量累计后劲担忧.....	8
2.需求：国产糖销售持续向好，需求面保持利多预期.....	8
3.库存：月度库存即将达峰，销糖率同比改善.....	9
4.进口：糖价高位叠加内外价差倒挂，本产季食糖进口总量预计减少.....	9
三、期限结构分析	10
(一) 基差：看跌预期从远向近移动.....	10
(二) 月间价差：继续关注 5-1 价差和 9-1 价差	10
四、后市观点	10
【免责声明】	11

一、行情回顾

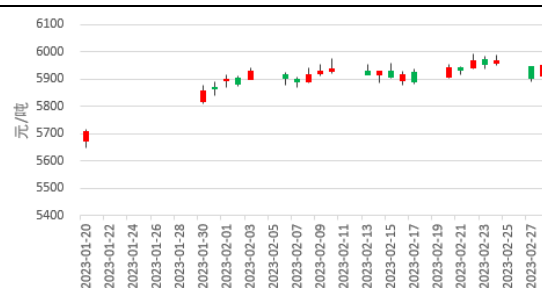
2月内外糖价总体保持偏强震荡，主要是受到来自内外的近期利多因素提振。2月原糖期货价格继续高位震荡，震荡区间19.5-22.0美分/磅，特别是春节假期期间原糖价格受到主产国基本面提振而冲高，从而带动郑糖在春节假期之后走强。郑糖主力合约在春节后冲高到5800元/吨以上区间，但仍然面临上方压力，迟迟未能突破6000元/吨的水平线。

图 1: ICE 原糖主力月度走势



来源：郑商所、国海良时研究

图 2: 郑糖主力月度走势



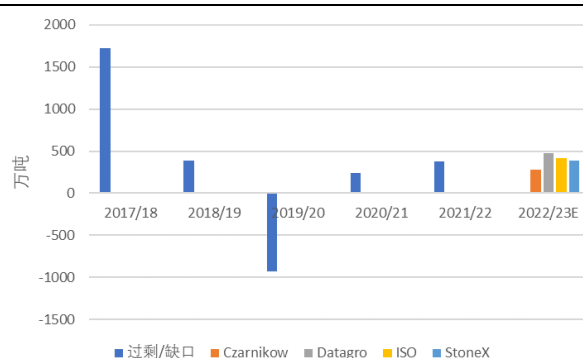
来源：同花顺、国海良时研究

二、基本面分析

(一) 国际市场：3月期待巴西压榨，全球需求持续向好

国际市场，ISO在2月末调整了对于新产季供需过剩的估计量，相比上一次估计减少了200万吨，主要是考虑到印度产量估计的调减。目前，多家机构对全球市场供需过剩的程度基本上估计一致，但是全球市场的总体过剩并不意味着当前市场的价格下跌，相反由于印度的减产和巴西还未开始的新产季，偏紧的国际供需局面将持续到巴西榨季全面开始。市场进入3月之后，巴西将逐渐开始新榨季的收割和压榨，新糖进入市场将在一定程度上缓解偏紧的市场基本面。届时，市场将重新评估巴西增产预期的兑现情况，从而对当前高位的价格进行新的估值。

图 3: 国际市场产季供需缺口/过剩



来源：ISO、Czarnikow、Datagro、XStone、国海良时研究

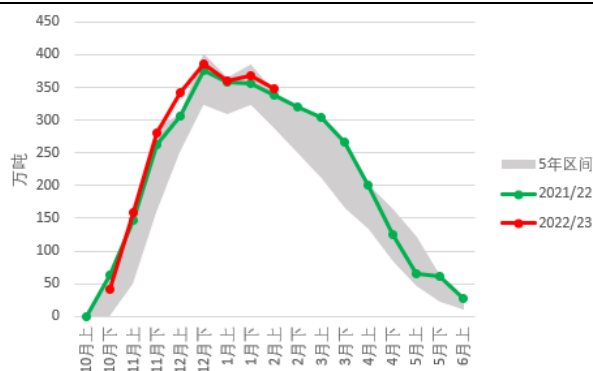
1.供给：印度增加配额基本无望，期待巴西压榨缓解紧张

印度：第二批配额基本无望

截至2月上半月，印度累计食糖产量达到2284万吨，同比上产季增加74.9万吨，增加幅度3.39%。截至目前，印度的压榨节奏和结果属于正常状态，但是由于马邦的甘蔗单产减少，压榨运营时间将缩短，食糖产量可能会低于最初的预期仅为1250万吨，同比下降9%。这主要是因为持续的季风季节导致甘蔗单产下降，去年本应到5月就结束的雨季一直持续到了9月至10月，过多的降雨导致了甘蔗生长受到影响。ISMA在1月底对全国产量做出新的预估为3400万吨，低于此前预估的3650万吨。2月底印度相关媒体进一步调低了印度产量到3350万吨，主要因为卡邦产量调低至550万吨，同比减少14%。

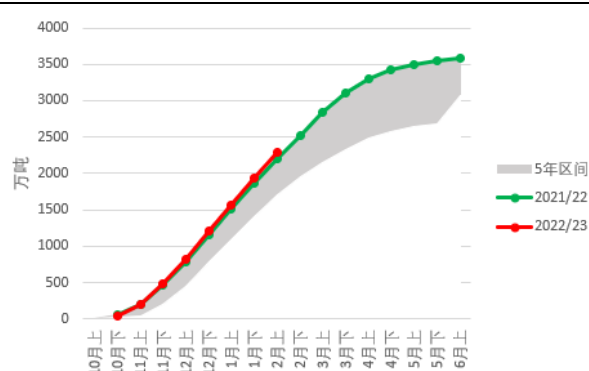
在印度产量估计量在3400万吨以下的条件下，印度政府配额新的出口量的可能性几乎没有了。据相关人士称，在与甘蔗主产区的一些官员召开会议后，政府决定暂不批准新的食糖出口配额，而印度政府将在3月份再次评估国内供需，届时甘蔗压榨接近尾声，然后再决定是否增加出口配额。根据平衡表预期，如果印度最终产量确实在3400万吨附近，那么600万吨的出口量对印度来说将成为一个极限数字，除非印度本年度库存消费比进一步调低创造历史新低，这会让印度国内供需相比上一产季更加紧张。所以在当前对印度产量估计的水平上，3月讨论出口配额的增加量也将是徒劳的。

图4：印度双周产量



来源：ISMA、国海良时研究

图5：印度双周累计产量



来源：ISMA、国海良时研究

图6：印度平衡表

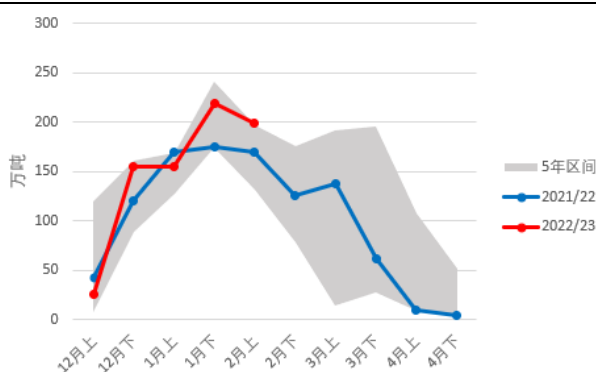
榨季	2022/23(2月)	2022/23(1月)	2021/22	2020/21	2019/20	2018/19	2017/18
期初库存	524.4	524.4	820.0	1193.0	1806.0	1621.0	1269.6
产量	3400	3450	3578.0	3067.0	2682.0	3295.0	3225.0
进口量	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
出口量	600	700	1123.6	720.0	595.0	380.0	223.6
消费量	2780	2750	2750.0	2720.0	2700.0	2730.0	2650.0
期末库存	544.4	524.4	524.4	820.0	1193.0	1806.0	1621.0
库存消费比	19.6%	19.1%	19.1%	30.1%	44.2%	66.2%	61.2%

来源：ISMA、国海良时研究

泰国：压榨节奏正常，增产预期兑现

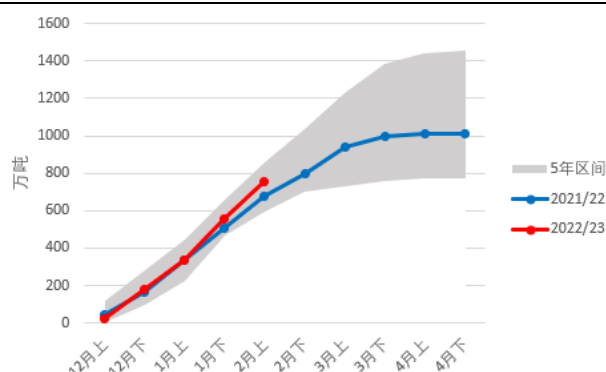
目前，泰国压榨节奏基本正常，虽然有研究机构对泰国本产季的甘蔗质量以及部分糖厂提前收榨的可能性提出了担忧，但是按照目前的压榨节奏计算，泰国食糖总产量恢复到 1100 万吨附近应该是大概率的了。泰国近两个双周产量数据都是在历史高位，且二月上半月产量 199.45 万吨，同比增加 30.47 万吨，增幅 18.03%，半月产量创造 5 年历史新高。

图 7.泰国月度产量



来源：TSMC、国海良时研究

图 8.泰国月度产量累计



来源：TSMC、国海良时研究

图 9：泰国平衡表

榨季	2022/23(2月)	2022/23(1月)	2021/22	2020/21	2019/20	2018/19	2017/18
期初库存	997.8	997.8	1043.2	890.2	1125.4	918.7	684.1
产量	1100	1100	1013.0	774.0	827.0	1456.4	1435.4
进口量	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
出口量	995.0	995.0	816.4	386.0	826.2	1001.6	942.8
其中：食糖	900.0	900.0	737.3	360.0	800.5	992.7	940.5
糖浆折算	95	95.0	79.1	26.0	25.8	9.0	2.3
消费量	250	250.0	242.0	235.0	236.0	248.0	258.0
期末库存	852.8	852.8	997.8	1043.2	890.2	1125.4	918.7
库存消费比	341.1%	341.1%	412.3%	443.9%	377.2%	453.8%	356.1%

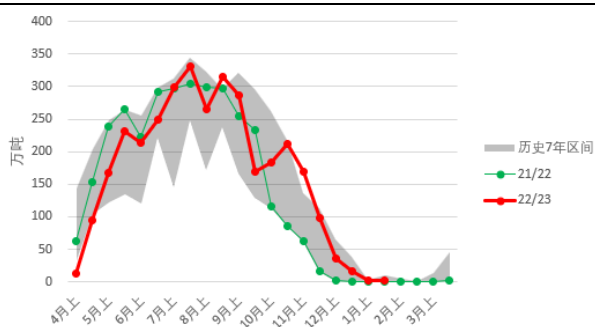
来源：国海良时研究

巴西：继续保持增产预期

巴西 2023/24 产季产量预计继续反弹。StoneX 预计，2023/24 榨季巴西中南部地区甘蔗产量为 5.882 亿吨，较上一年度增加 5.5%，食糖产量 3600 万吨，全国产量超过 3800 万吨。同时预计 2023/24 榨季巴西糖厂仍优先将甘蔗用于生产食糖，因目前的糖价相对乙醇价格仍然保持明显的优势。另外，巴西预计在 3 月恢复联邦燃油税，那么国内对乙醇的需求将会增加，可能缩小糖与乙醇的价差，不过是否能够扭转糖醇比价仍然需要观察。目前，糖价相对于乙醇的优势已经达到了历史记录的位置，而甘蔗制糖比也维持在和去年同样高的水平 45.6%，巴西糖厂维持生产最大化糖的方式。对于 2023/24 产季，糖厂预计至少在前期依旧保持最大化生产糖的情况，后期随着国际糖价压力出现，国内乙醇价格上涨，糖醇比

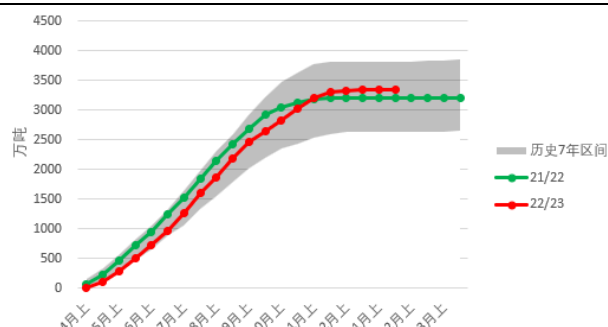
价才可能出现扭转的迹象。

图 10.巴西月度产量



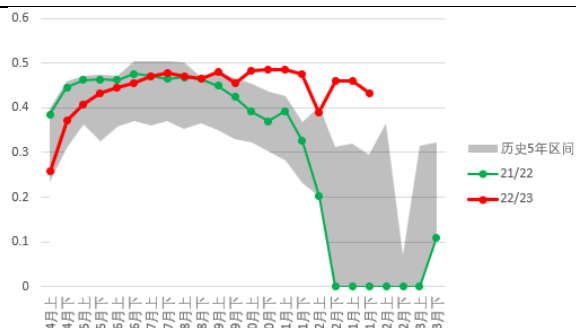
来源：UNICA、国海良时研究

图 11.巴西月度产量累计



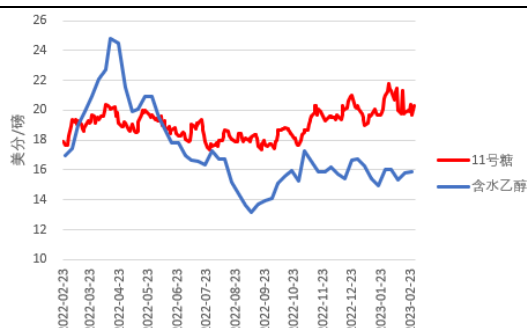
来源：UNICA、国海良时研究

图 12.巴西中南部制糖比



来源：UNICA、国海良时研究

图 13.巴西国内糖醇价格



来源：UNICA、国海良时研究

图 14：巴西平衡表

榨季	2023/24(2月)	2022/23(2月)	2020/21	2019/20	2018/19	2017/18	2016/17
期初库存	122.4	472.4	590.0	695.6	693.9	834.3	816.2
产量	3860.0	3580.0	3504.9	4150.3	2960.6	2905.3	3860.8
进口量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
出口量	2800	2950.0	2642.5	3240.9	1893.9	1985.7	2782.8
消费量	990.0	980.0	980.0	1015.0	1065.0	1060.0	1060.0
期末库存	192.4	122.4	472.4	590.0	695.6	693.9	834.3
库存消费比	19.4%	12.5%	48.2%	58.1%	65.3%	65.5%	78.7%

来源：国海良时研究

2.需求：中国消费复苏，国际需求向好

中国对白糖需求的复苏主要来源于国内的放开，增加的社会经济活动促进了中国国内的食糖消费，特别是春节期间的节假日活动的全面恢复，促进了人们对食品的消费，从而带动了食糖的需求。在国际市场食糖进出口活跃的背景下，中国的消费恢复无疑对国际市场需求端是一个明显的利多因素。国际需求的良好表现，也让国际糖价下方具有良好的支撑。

3.贸易流：紧张程度有望边际改善，关注市场提前给出预期

2022/23 产季需求端表现的旺盛让世界主要的进口方输入比自己当季实际需要弥补缺口的部分更多的进口量，从而建立自己的库存，这样的情况自从疫情以来的 2020/21 产季就一直发生着。2022/23 产季，主要进口国为建立库存而连续三年超需求进口，而主要出口国则连续第四年去库存。3 月来到 2023/24 新产季的门前，巴西的产量进入市场预计会让紧张的贸易平衡暂时迎来缓解迹象，市场可能通过基差在盘面提前给出预期。

图 15：贸易平衡表

产季 (4月-3月)	22/23* (2月)	21/22	20/21	19/20	18/19	17/18
理论贸易流过剩/缺口	-6.3	118.1	54.2	-1431.0	53.1	1238.4
主要出口国库存变化	-367.0	-445.3	-217.0	-916.1	89.0	687.0
主要进口国库存变化	222.0	570.7	350.3	-369.6	98.6	480.7
主要贸易出口国过剩量	5093.8	5183.7	5052.0	3471.1	4727.7	5795.4
主要贸易出口国实际出口	5460.8	5629.0	5269.0	4387.1	4638.6	5108.4
主要贸易进口国缺口量	5100.1	5065.6	4997.8	4902.1	4674.6	4557.0
主要贸易进口国实际进口	5322.1	5636.3	5348.1	4532.5	4773.2	5037.7

来源：国海良时研究

(二) 国内市场：收榨加快带来产量隐忧，需求面保持利多预期

国内市场将在三月迎来国产糖库存顶峰，届时国产糖现货价格将会遭受最大的季节性压力。根据糖协的预测，本产季产量可能恢复到 1010 万吨，但是南部产区近期开始加快收榨节奏，收榨日期同比提前，食糖最终产量可能不会达到 1010 万吨，我们预计国产糖产量也就在 1000 万吨。对于消费我们保持之前的预期 1580 万吨不变，这个预期也是在国内消费复苏的前提下做出的。

图 16：国内市场月度平衡表

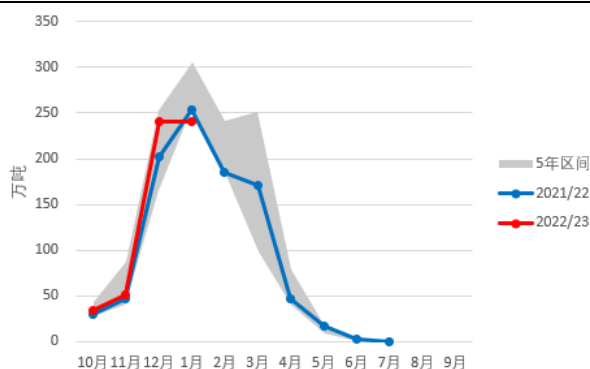
变化		2022/23(2月)	2022/23(1月)	2021/22	2020/21	2019/20	2018/19	2017/18	2016/17	2015/16	2014/15	
总供给	期初库存	849	849	860	674	765	816	875	969	1042	999	
	产量	0	1001	956	1067	1042	1076	1091	929	870	1055.6	
	广西	0	615	605	611.94	628.79	600.00	624.00	601.50	529.50	511.00	634
	云南	0	214	214	194.13	221.23	216.92	208.01	206.86	187.79	191.04	230.68
	海南	0	18	18	8.44	8.77	12.09	18.82	17.25	16.46	15.09	28.23
	广东	0	65	65	54.65	53.98	70.91	80.96	87.13	77.18	62.09	79.85
	新疆	0	39	44	34.00	57.61	58.28	55.73	54.11	48.74	48.23	44.55
	内蒙古	0	58	69	49.00	89.10	72.50	65.00	48.00	46.23	28.40	17.7
	黑龙江	0	1	1	0.65	1.45	3.40	5.41	7.06	2.54	1.10	3.1
	其他	0	1	4	3.19	5.73	7.41	8.11	8.13	20.28	17.24	17.49
总需求	进口	0	530	590	604	682	427	473	462	448	658	552
	海关	0	450	450	534	624	377	323	242	228	373	482
	边贸/糖浆	0	80	80	69.8	48	50	150	220	220	280	70.00
	出口	0	16	16	15.9	13.0	18.9	20.5	19.4	8.0	16.5	4.5
	消费	0	1580	1580	1555	1550	1540	1580	1570	1560	1580	1560
	期末库存	0	784	793	849	860	674	765	816	875	969	1042
	库存消费比	0	49.63%	50.20%	54.58%	55.47%	43.78%	48.39%	51.98%	56.11%	61.30%	66.79%
	库存变化	0	(19)	(19)	(17)	186	(90)	(51)	(59)	(93)	(73)	43
	产消缺口	0	-579	-570	-599	-483	-498	-504	-539	-631	-710	-504

来源：国海良时研究

1.供给：南方收榨节奏快于往年，产量累计后劲担忧

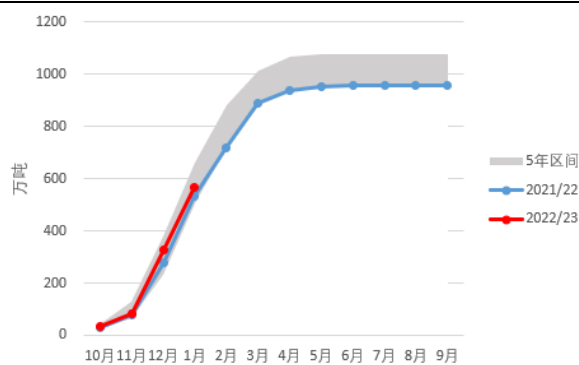
国产糖南方产区进入收榨阶段，收榨节奏相比去年有所加快。截至2月23日，广西糖厂已经收榨25家，相比去年同期要快一些。在产季预估增产的情况下，糖厂同比提前收榨的节奏让人对本产季产量的实际数值感到担忧。截至1月31日，国产糖累计产量566万吨，同比增加33.84万吨，增价幅度6.36%。

图 17：国产糖月度产量



来源：中糖协、国海良时研究

图 18：国产糖月度累计产量

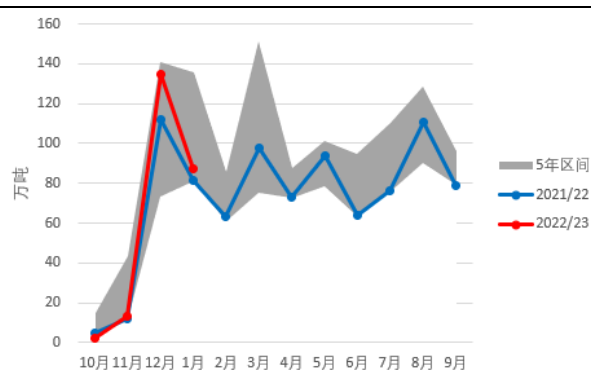


来源：中糖协、国海良时研究

2.需求：国产糖销售持续向好，需求面保持利多预期

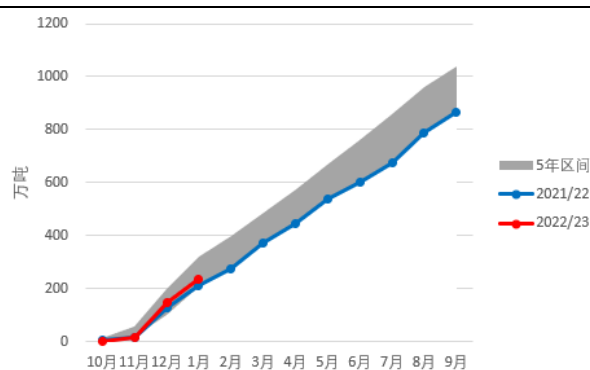
社会经济活动快速恢复并叠加节日气氛所带来的消费提升得到市场兑现。国产糖1月单月销量87万吨，同比增加5.79万吨，累计销售237万吨，同比增27.1万吨，增幅12.91%。本产季12月和1月经济社会恢复叠加节日备货效应后，国产糖销售量后来居上，出现较大幅度反弹，预计2月和3月销售量继续同比反弹，累计销售量同比增加明显。

图 19：国产糖月度产量



来源：中糖协、国海良时研究

图 20：国产糖月度累计产量

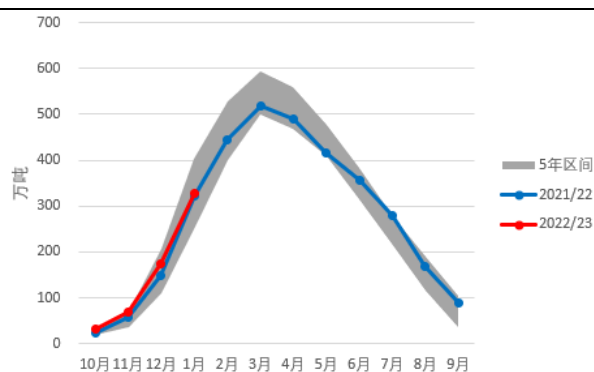


来源：中糖协、国海良时研究

3.库存：月度库存即将达峰，销糖率同比改善

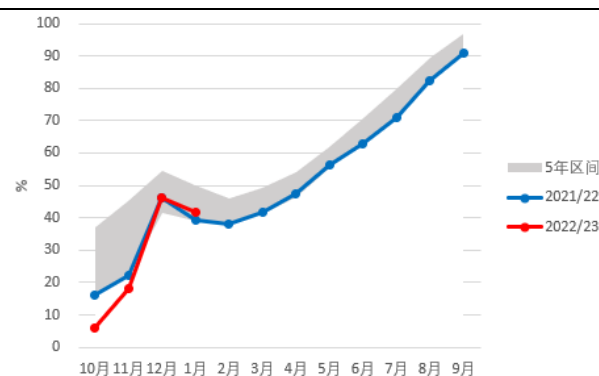
库存方面，国产糖的库存通常在3月达到季节性的高位，而之后进入去库存的阶段。国产糖销糖率在1月同比增加，已经不在处于5年历史的最低位，表明下游的消费趋势向好，国产糖面临的下游环境正在逐渐改善。

图 21：国产糖工业库存



来源：中糖协、国海良时研究

图 22：国产糖销糖率

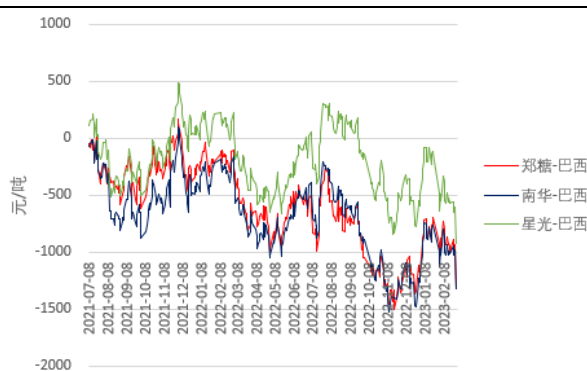


来源：中糖协、国海良时研究

4.进口：糖价高位叠加内外价差倒挂，本产季食糖进口总量预计减少

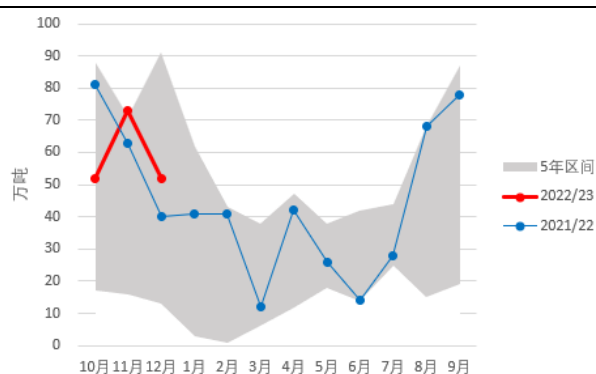
2月原糖价格走强，同时运费小幅反弹，人民币重新走弱，内外糖价差距重新拉大。12月我国食糖进口52万吨，同比增加12万吨，1月进口数据尚未公布，预计也在50万吨附近波动。由于本产季大多时间内外糖价持续倒挂，预计总口量要小于上产季。

图 23：理论进口加工糖利润空间



来源：国海良时研究

图 24：食糖月度进口

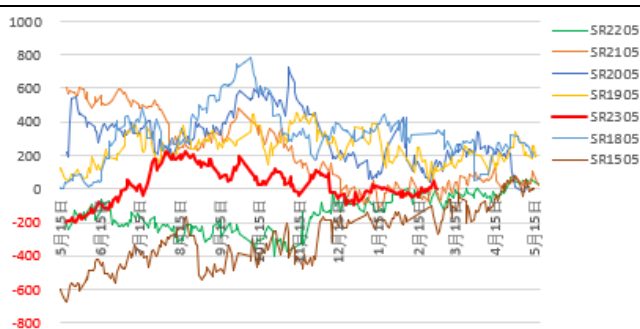


来源：海关、国海良时研究

三、期限结构分析

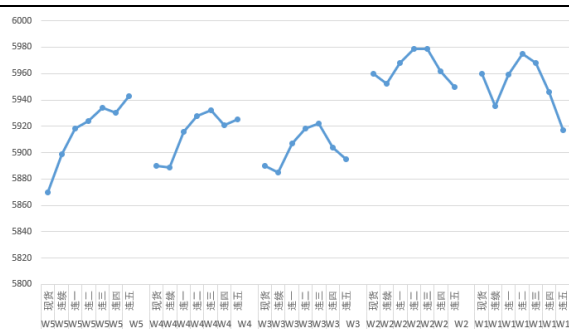
2月主力合约基差呈现触低反弹的走势，表明市场对主力合约看涨预期先增加后减少，主力合约上方压力较强。根据近5周期货合约的结构变化可以得知，现货看涨预期在2月兑现，近月合约基差走强；但是远月合约看跌预期逐步建立并增强，远月合约基差也同步走强。

图 25：近三个月基差变化



来源：国海良时研究

图 26：近 5 周期限结构变化（左→右）



来源：国海良时研究

（一）基差：看跌预期从远向近移动

随着市场进入3月，国际市场巴西压榨季节开始，产量逐渐累计，国际市场现货的紧张程度预期缓解。国内期货市场在看涨预期上会逐渐减少，看跌预期会逐步从远月向近月建立，3月基差可能逐步走强。

（二）月间价差：继续关注 5-1 价差和 9-1 价差

5-1 价差和 9-1 价差在 2 月持续走强，消费逻辑提前进入了市场的交易话题。预计需求恢复在本产季会持续成为以上两个月间价差交易的中心。两个价差可能在传统的消费淡季有所回落，但是可以提前布置去库后期的消费旺季，要么持续持有两个价差组合要么，要么在回落时候择机做多两个价差组合。

四、后市观点

3月市场关注点在于巴西产量的兑现程度，虽然可能3月也无法体现出整个产量的兑现多少，但是对市场来说是一个交易的话题，而且至少对于现货来说是一个贸易紧张程度的缓解因素。如果兑现程度理想，那么糖价进一步上涨空间将会被限制，基差也会相应走强；如果兑现程度不理想，那么糖价可能再次出现看涨情绪，基差上行空间无法打开，甚至有走弱的可能。不过目前市场一致预期是巴西产量增产，根据目前的产区情况和甘蔗生长情况看，产量兑现是较大概率的。

基于以上的分析逻辑，在策略上可以给出以下分析。单边方面，由于巴西进入压榨期后产量兑现缓解贸易紧张局面，原糖价格上方空间被压缩，可以选择择机做空；套利方面，依旧考虑到本产季消费复苏兑现和产量累计后期乏力，继续推荐择机做多跨产季月间组合 9-1、5-1、9-5；基差方面，考虑到巴西产量的逐月兑现的可能性较高，可以考虑在基差的低位进行布局。

【免责声明】

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原本文意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。