

内外配合需求旺季，年后回归供需主线

——1月白糖报告

观点概述

基本面方面：

当前市场正在压榨的主产国在2月都将维持压榨高峰状态，糖产量处于阶段性兑现高峰，前期的预期已经基本从月度压榨数据中得以体现，现货的现实端变化不太大，后期现货价格在市场处于压榨高峰而需求端进入淡季的情况下，可能存在下调的空间。

但市场在预期端有变数，主要体现在国际市场中。2月市场在预期方面可以交易的内容包括但不限于：1、印度产量因为天气改善可能出现上修空间，由此引出市场对未来印度重新发行新的配额的猜测；2、巴西天气是否会保持干燥少雨，从而影响市场对于2024/25产季巴西产量的预估。如果预期端未发生变化，预计后续价格可能回归到目前的主线逻辑上来。

基差方面：

在预期本产季增产以及进口增加的情况下，国产糖供给可能在压榨阶段的后期累库较多，而一季度的进口的到港总量也会同比增加，给现货带来压力，同时春节后市场可能在经历一阵子补库（在补库阶段可能有所走强）之后进入淡季，需求端对于现货驱动力减弱，现货价格预计承压运行。

月间方面：

短期内，市场临近春节假期，交易天气和备货的多头资金预计离场，同产季的近远月价差陷入震荡，跨产季的近远月价差鉴于已经来到历史高位位置，而且可能因为近月多头资金的离场而有所走弱。

风险提示

国内外产地天气变化，全球宏观环境。

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

2024年02月01日

目录

观点概述	1
风险提示	1
一、行情回顾	3
二、估值分析：国产糖利润水平中性，进口糖估值水平偏低.....	3
三、基本面分析：阶段性利多驱动，中长期仍然偏空.....	4
（一）国际市场：巴西榨季进入尾声，市场目光转向印泰.....	4
1.供给：巴西产量基本确定，市场关注印度泰国.....	4
2.需求：原白价差高位刺激加工需求.....	8
3.贸易流： 预计同比转向宽松.....	8
（二）国内市场：外盘反弹下的需求旺季，年后淡季预计遭遇压力.....	9
1.供给：压榨节奏基本同比持平，本年度增产压力预计后移.....	9
2.需求： 国产糖销售总体良好.....	10
3.库存：国产糖工业库存压力暂时不大.....	10
4.进口：预计一季度进口同比增加明显.....	10
三、期限结构分析	11
（一）基差： 春节后的淡季可能走弱.....	12
（二）月间价差： 5-9 价差可能走弱	12
四、后市观点：现实端比较稳定，预期端存不确定.....	12
【免责声明】	12

一、行情回顾

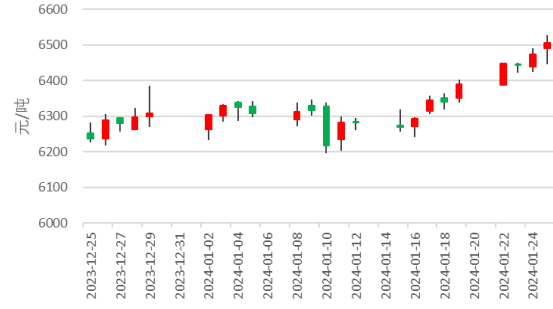
2024年1月内国际市场主要攻击方巴西压榨进入尾声，总体产量基本确定，市场交易话题转向北半球的减产事实，同时巴西产地在1月偏向干燥，也给予了原糖反弹的阶段性的驱动。国内市场进入现货端备货旺季，在销售数据表现良好的情况下，郑糖价格配合外盘的反弹也产生了上行的驱动，出现节前走强的行情走势。

图 1: ICE 原糖主力月度走势



来源: ICE、国海良时研究

图 2: 郑糖主力月度走势

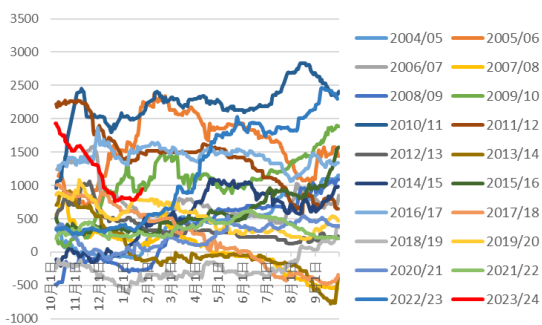


来源: 郑商所、国海良时研究

二、估值分析：国产糖利润水平中性，进口糖估值水平偏低

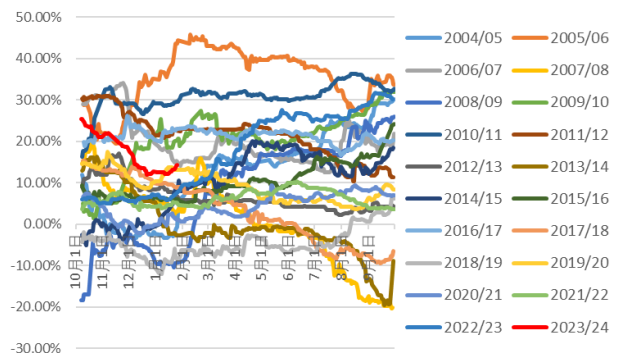
我国市场主要食糖来源的利润水平分布情况不一，国产糖利润水平相比上个产季有较大幅度回落，但是目前回落到了历史平均水平，可以预期国产糖价格目前估值偏向于中性；进口糖方面，配额内进口糖已经不再处于亏损区间，但经过外盘的此轮反弹，其利润水平也下降到历史区间的偏低位置；配额外进口糖的利润水平仍然处于亏损区间，尽管前期的外盘下跌让配额外进口糖利润水平有望走入正区间，但是外盘反弹之后又让配额外进口糖水平回到了深度亏损。

图 3: 国产糖压榨利润估计



来源: 国海良时研究

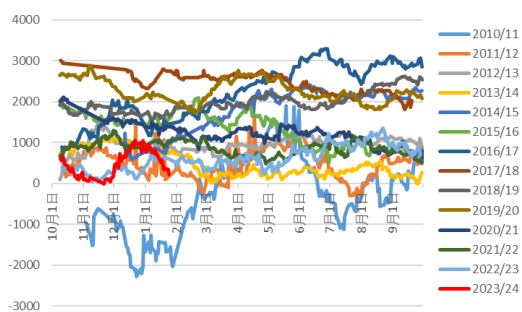
图 4: 国产糖压榨利润率估计



来源: 国海良时研究

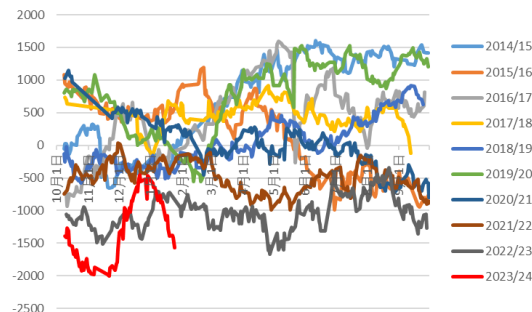
市场尚在国产糖压榨高峰期，国内市场主要依靠国产糖供给，当前糖价估值处于中性水平，主要看市场在交易什么驱动因素；当产季后期市场切换依靠进口糖供给市场的时候，要重新审视配额内外的进口糖利润处于什么水平。

图 5：配额内进口糖利润估计



来源：国海良时研究

图 6：配额外进口糖利润估计



来源：国海良时研究

三、基本面分析：阶段性利多驱动，中长期仍然偏空

（一）国际市场：巴西榨季进入尾声，市场目光转向印泰

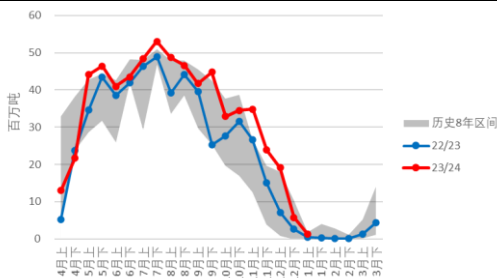
月底，国际市场在经历下跌后交易巴西干旱天气和印度泰国减产兑现形成了一波反弹走势，是否继续向上强势涨价有所犹豫，需要进一步话题催生上涨驱动，否则可能就此进行一段偏弱的区间震荡整理，因为在之前的利多驱动交易完毕之后，供给同比改善的中长期利空因素又会返回成为价格趋势的主旋律。

1.供给：巴西产量基本确定，市场关注印度泰国

巴西：产量创出新高基本确定，天气偏干下调新季预期

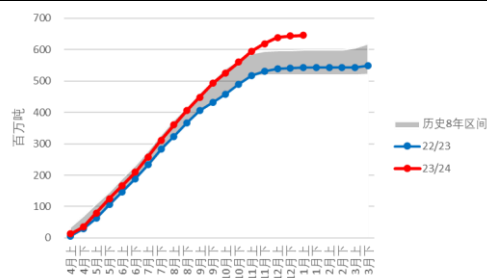
截至 1 月上半月，巴西 2023/24 产季已经进入尾声，主产区中南部甘蔗累计入榨量为 64537.6 万吨，同比增加 10254.4 万吨，同比增幅 18.89%；甘蔗含糖 ATR 为 139.55kg/吨，较去年同期的 141.15kg/吨下降 1.6kg/吨；累计制糖比为 49.06%，较去年同期的 45.95%增加 3.11%，增幅明显；累计产糖量为 4209.9 万吨，较去年同期的 3354.8 万吨增加 855.1 万吨，同比增幅达 25.49%。中南部最终产季累计产量预计能够达到 4250 万吨，东北如果按照预期能够有 300-400 万吨的产量，那么巴西本产季最终产量预计可以来带 4550-4650 万吨区间内，为历史产量的新高。

图 7.巴西中南部双周压榨量



来源：UNICA、国海良时研究

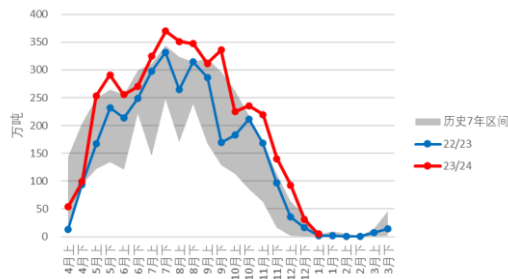
图 8.巴西中南部双周压榨量累计



来源：UNICA、国海良时研究

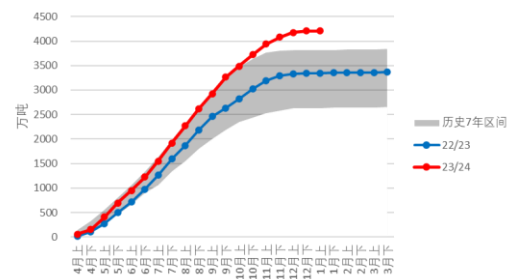
图 9.巴西中南部双周产量

图 10.巴西中南部双周产量累计



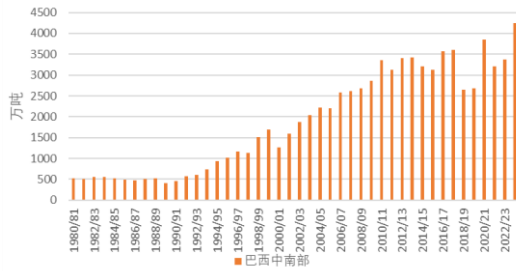
来源：UNICA、国海良时研究

图 11.巴西中南部产量

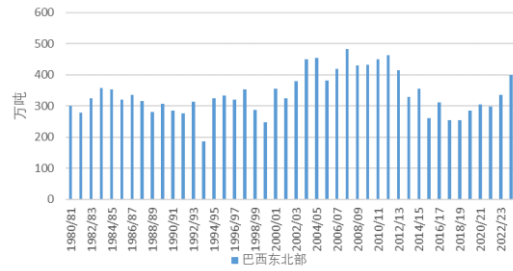


来源：UNICA、国海良时研究

图 12.巴西东北部产量



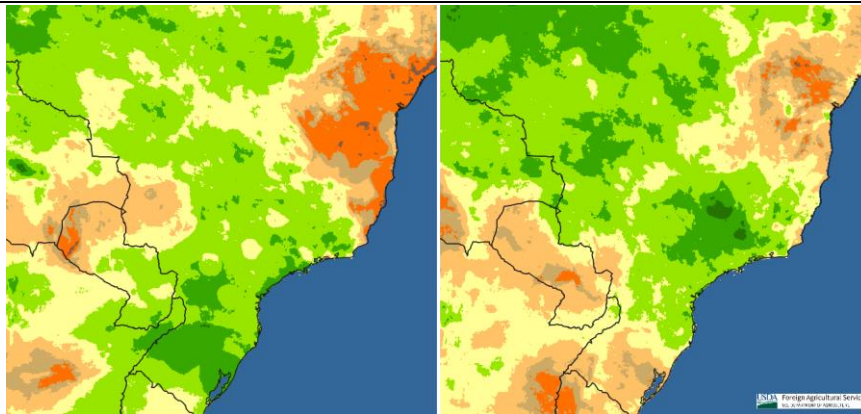
来源：UNICA、国海良时研究



来源：UNICA、国海良时研究

近期巴西主产区天气表现同比去年降雨总体有所减少，主要是中南部偏北区域总体偏干旱，其他地方降雨总体尚可。由于天气变化，市场对于巴西新产季甘蔗产量增长幅度有所下调，巴西甘蔗种植户协会基于最新观点认为 2024/25 榨季巴西中南部甘蔗压榨量达 6.2 亿吨，同比减少 4.8%。在巴西 2024/25 产季正式开榨之间，需要持续关注主产地天气变化，如果降雨在后期没有改善，可能盘面会开始交易天气话题。

图 13：巴西月度降雨



来源：USDA、国海良时研究

从巴西供需平衡表可以分析，我们对于巴西本产季产量预估 4550 万吨的情况下，出口预计可以到 3400 万吨，最终库存状态呈现出一个累库的结果，库存消费比同比增加，整体供需状态同比转向宽松，预计本产季巴西糖相对主导供给的情况下，糖价驱动总体是偏空的。

图 14: 巴西平衡表

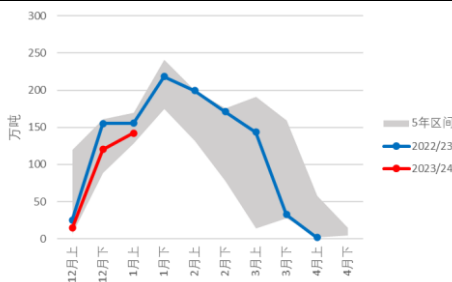
榨季	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24(12月)	2023/24(1月)
期初库存	629.4	614.2	632.2	491.8	493.5	392.9	305.3	130.6	130.6
产量	3873.4	3860.8	2905.3	2960.6	4150.3	3504.9	3708.8	4600	4550
进口量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0
出口量	2828.6	2782.8	1985.7	1893.9	3240.9	2642.5	2933.5	3500	3400
消费量	1060.0	1060.0	1060.0	1065.0	1010.0	950.0	950.0	955	955
期末库存	614.2	632.2	491.8	493.5	392.9	305.3	130.6	275.6	325.6
库存消费比	57.94%	59.64%	46.40%	46.34%	38.90%	32.14%	13.75%	28.86%	34.10%

来源: 国海良时研究

泰国: 减产预期兑现, 出口量受影响

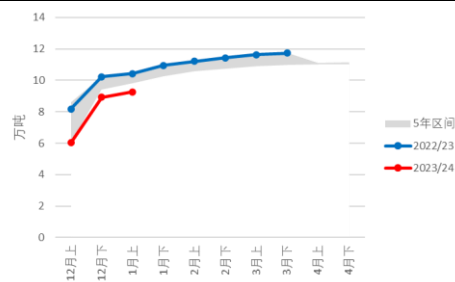
泰国在去年遭遇的干旱天气果然影响了甘蔗的生长质量, 从压榨的开始到 1 月上半月截止, 泰国甘蔗产糖率一直维持在近五年历史记录区间的下方, 创造了近五年的最低记录。受到影响, 泰国月度糖产量同比下降明显, 截至 1 月上半月的累计产量为 276.75 万吨, 同比减少 59 万吨, 减少幅度 17.6%。

图 15. 泰国月度产量



来源: TSMC、国海良时研究

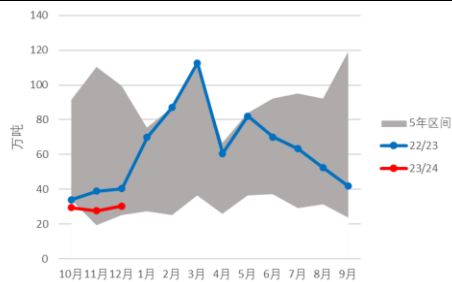
图 16. 泰国月度产糖率



来源: TSMC、国海良时研究

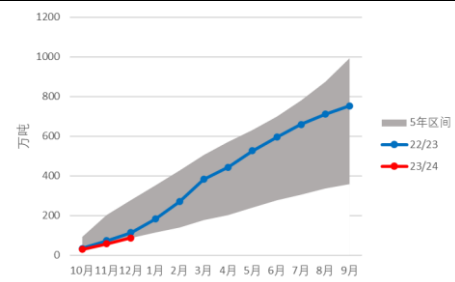
泰国本产季出口总量预计会收到总产量减少的影响, 10 月、11 月和 12 月的单月出口量均小于去年同期, 累计出口量为 87 万吨, 总体水平在近 5 个产季区间边缘, 同比减少 25.9 万吨, 减少幅度 22.9%。

图 17. 泰国月度出口量



来源: TSMC、国海良时研究

图 18. 泰国月度出口量累计



来源: TSMC、国海良时研究

我们对泰国平衡表在 1 月的估计上并未做出太大的调整, 只是根据截止目前的产量报告而调减了先前对泰国产量的估计。12 月估计泰国产量约为 890 万吨, 而 1 月估计调减了 40 万吨来到了 850 万吨的水平。泰国在本产季继续维持去库态势, 最终库存消费比同比减少, 表明泰国市场仍未转向宽松状态。不过泰国对于国际市场影响一向有限, 其供需仍然保持偏紧状态可能只会对于其主导的逻辑市场时期对价格有所提振, 但总体无法改变国际市场已经在供给端转向宽松的事实。

图 19：泰国平衡表

榨季	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24(12月)	2023/24(1月)
期初库存	338.8	450.3	645.2	821.9	586.7	739.7	694.3	690.3	690.3
产量	1103	1435.4	1456.4	827.0	774.0	1013.0	1140	890	850
进口量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0
出口量	723.5	982.5	1031.7	826.2	386.0	816.4	894.0	700.0	700.0
其中：海关	673.5	940.5	992.7	800.5	360.0	737.3	750	600	600
其他途径	50	42.0	39.0	25.8	26.0	79.1	144	100	100
消费量	268	258.0	248.0	236.0	235.0	242.0	250	255	255
期末库存	450.3	645.2	821.9	586.7	739.7	694.3	690.3	625.3	585.3
库存消费比	168.0%	250.1%	331.4%	248.6%	314.8%	286.9%	276.1%	245.2%	229.5%

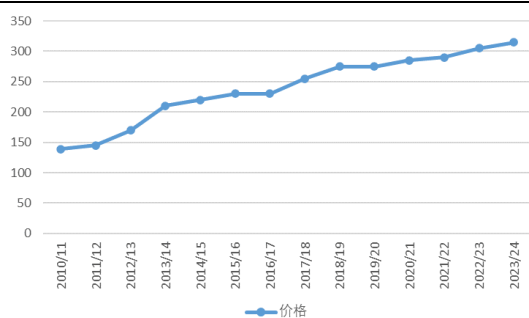
来源：国海良时研究

印度：减产预期兑现，但是幅度有望缩小

印度尽管在本榨季提高了甘蔗收购的公平价格，但是之前的干旱天气造成的甘蔗质量不佳确实影响到了压榨的双周产量。当前印度压榨已经进行到了高峰阶段，开机率和开机糖厂数量也来到了季节性的高峰。截至 1 月上半月，印度累计产糖量为 1478 万吨，同比去年 1568 万吨减少 81 万吨，同比减少幅度约 5%，累计产糖数据在近五年压榨区间的偏高位置，压榨节奏尚处于正常状态。

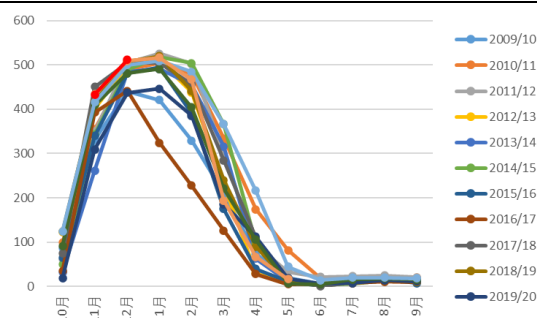
印度产量在近期有上调空间，ISMA 因最近的天气有利于甘蔗生长将 2023/24 榨季的食糖产量预估值上调了 5~10%，鉴于食糖产量的增长预期，ISMA 呼吁印度政府额外准许 100~120 万吨食糖转用于乙醇生产，并提高乙醇价格。ISMA 早在 12 月对产量的预估为 3260 万吨，扣除其中 170 万吨最多用于生产乙醇的量，最终产量大约为 3090 万吨糖，此次如果相比预期上调产量到 3500 万吨的话，同时额外的 100-120 万吨被批准的话，预计糖产量最终可能会在 3300 万吨附近。

图 20：印度甘蔗收购保护价格



来源：ISMA、国海良时研究

图 21：印度各个月开机数



来源：ISMA、国海良时研究

图 22：印度月度产量

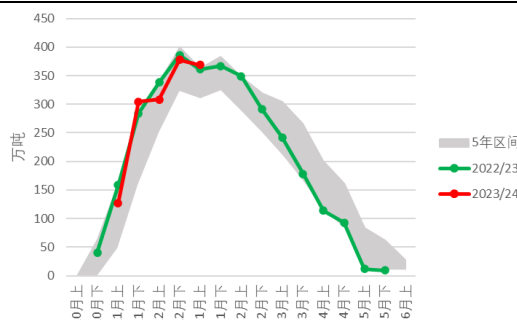
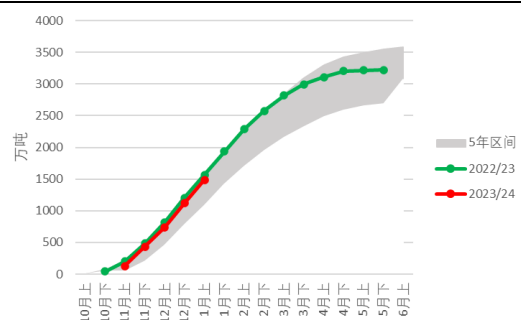


图 23：印度月度累计产量



印度平衡表的预估可以看出，在印度不考虑出现 300 万吨以上的配额的情况下，当前产量预估其实是满足其国内消费的，并且期末库存会出现一定的累库，期末库存消费比同比增加，总体供需呈现同比向宽松的转变。

图 24：印度平衡表

榨季	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24(12月)	2023/24(1月)
期初库存	387.6	1071.6	1457.8	1073.9	818.5	572.9	532.9	532.9
产量	3247.9	3316.2	2741.1	3119.2	3578.0	3290	3090	3300
进口量	21.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0
出口量	46.4	380.0	595.0	719.1	1123.6	610	250	300
消费量	2539.0	2550.0	2530.0	2655.5	2700.0	2720	2750	2750
期末库存	1071.6	1457.8	1073.9	818.5	572.9	532.9	622.9	782.9
库存消费比	42.21%	57.17%	42.45%	30.82%	21.22%	19.59%	22.65%	28.47%

来源：ISMA、国海良时研究

2.需求：原白价差高位刺激加工需求

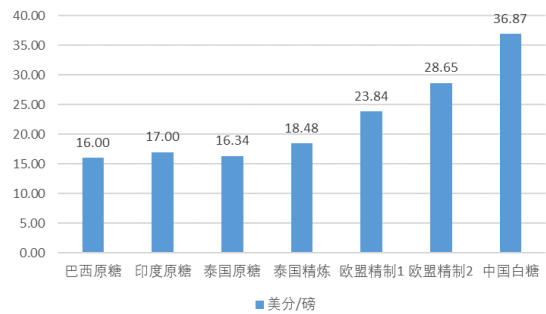
随着原糖价格的震荡区间回调，白糖和原糖价差来到了 150 美元/吨的高位水平，原糖加工利润的可观会让全球进出口贸易持续旺盛，全球糖价的支撑也是主要体现在需求端。从主产国产糖成本来看，巴西、印度和泰国糖仍然具有相对可观的出口利润，在全球糖供给边际转向宽松的情况下，原糖价格估值仍然处于高位。

图 25：原糖白糖价差



来源：国海良时研究

图 26：各主产国制糖成本



来源：国海良时研究

3.贸易流： 预计同比转向宽松

我们根据上一产季的三个主要出口国家的出口量估计和本年度的出口量估计进行对比，可以看出，在相对保守的估计下，新产季的巴西、印度和泰国的出口量之和仍然不会比上一产季要少。结合巴西和印度的平衡表最终都归于累库状态，因此不排除会产生更多的出口量。

	2022/23 产季国际贸易流	2023/24 产季贸易流估计
巴西	2930 万吨	3400 万吨

印度	610 万吨	300 万吨
泰国	750 万吨	600 万吨
合计	4290 万吨	4300 万吨

数据来源：国海良时研究

（二）国内市场：外盘反弹下的需求旺季，年后淡季预计遭遇压力

从国内市场供需平衡表看，国内市场本产季产量收到压榨期间阴雨天气的一定影响在 1 月给予了调减，期末库存和库存消费比因此被环比调减。因为进口预估并未发生变化，所以最终库存消费比相比去年仍然是小幅调增，期末库存预估同比增加，但增加幅度有所收敛。

图 27：国内市场平衡表

年度	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24(Dec)	2023/24(Jan)	环比	同比
期初库存	382.89	408.53	334.77	319.38	523.04	528.14	370.81	370.81	0	-157.33
总供给	1610.04	1511.74	1503.51	1756.66	1571	1418.67	1590	1580	-10	131.33
产量	1031.04	1076.04	1041.51	1066.66	956	897	1000	980	-20	83
进口	542	423	462	690	615	509	590	600	10	91
收/抛储	37	12.7	0	0	0	12.67	0	0	0	-12.67
总需求	1584.4	1585.5	1518.9	1553	1565.9	1576	1570	1570	0	-6
消费	1565	1565	1500	1540	1550	1560	1560	1560	0	0
出口	19.4	20.5	18.9	13	15.9	16	10	10	0	-6
期末库存	408.53	334.77	319.38	523.04	528.14	370.81	390.81	380.81	-10	10
库存消费比	26.10%	21.39%	21.29%	33.96%	34.07%	23.77%	25.05%	24.41%	-0.64%	0.64%

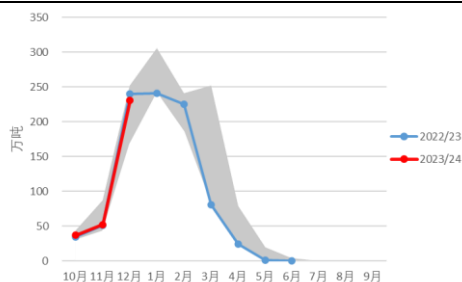
来源：国海良时研究

来源：国海良时研究

1.供给：压榨节奏基本同比持平，本年度增产压力预计后移

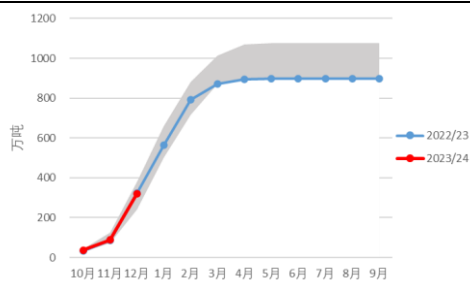
目前，全国主产区 1 月压榨节奏基本和去年持平，不过在主产区广西在 1 月遭受连续降雨和降温，部分地区遭遇霜冻天气，预计会给当地甘蔗带来不利影响，特别是对甘蔗含糖率会产生较大影响。由于以上原因，预计 1 月产量可能会低于先前预期，而广西本产季产量预估要被调减，全国产量也会受到影响。根据泛糖科技调研预期显示，广西在甘蔗产量预估不变的情况下，产糖率可能调减至 11.9%-12.2% 之间，对应产糖区间为 585-610 万吨，相比之前的预估减少了 8-10 万吨，同比去年仍然有 58-83 万吨的增量。截至 12 月底，全国产糖量累计 319.51 万吨，同比去年减少 15.5 万吨，因此预计增产压力要向后推到压榨阶段的后半段。

图 28：国产糖月度产量



来源：中糖协、国海良时研究

图 29：国产糖月度累计产量

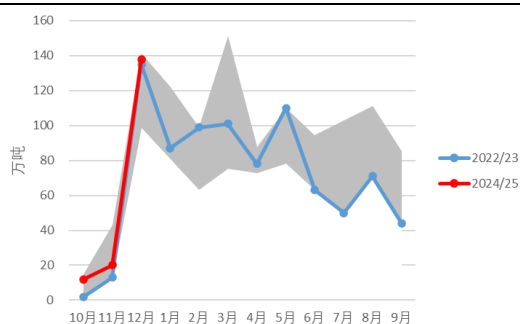


来源：中糖协、国海良时研究

2.需求： 国产糖销售总体良好

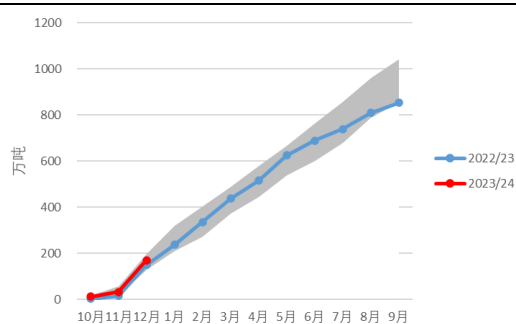
截至数据统计的 12 月底，国产糖总体销售进度较好，得益于糖价的回调激发了下游购买欲望，同时 1 月进入下游备货旺季，预计 1 月总体国产糖销售也表现良好。截至 12 月底，全国国产糖销售 169.82 万吨，同比去年 170 万吨几乎持平，预计 1 月销售进度同比增加，累计销售量应该会超过去年同期。

图 30： 国产糖月度销量



来源：中糖协、国海良时研究

图 31： 国产糖月度累计销量

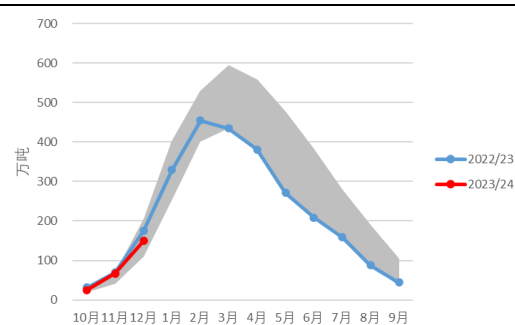


来源：中糖协、国海良时研究

3.库存： 国产糖工业库存压力暂时不大

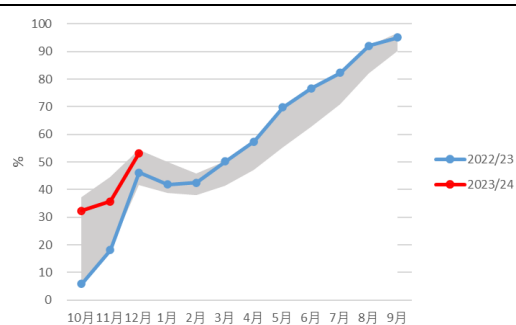
由于国产糖销售情况良好，而且本年度压榨较去年推迟，所以工业库存和产销率数据都在压榨前期同比偏好，另一方面也反映了国产糖销售情况和下游需求的表现不差，虽然在压榨高峰，但是库存压力暂时不大。由于本年度甘蔗总量预计明显增长，预计后期压榨数据会同比增加，当下游消费进入淡季之后，国产糖库存数据才会出现同比增加的现象。

图 32： 国产糖工业库存



来源：中糖协、国海良时研究

图 33： 国产糖销糖率

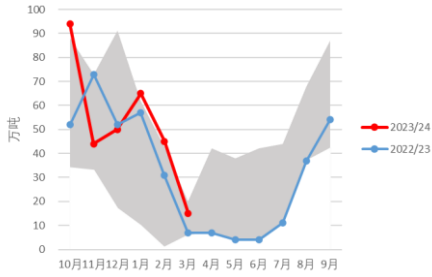


来源：中糖协、国海良时研究

4.进口： 预计一季度进口同比增加明显

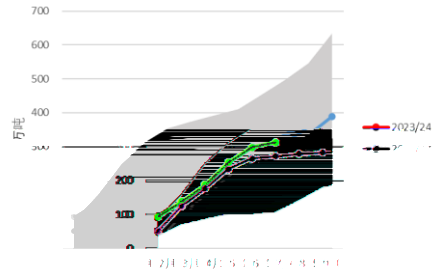
根据目前船期推测，我国进口糖 1 季度的数据预期会同比增加，1 月进口量最大，以后 2 月和 3 月进口量依次递减，但每个月都会同比增加。海关最近数据 12 月进口糖 50 万吨，同比减少 2 万吨，2023/24 产季累计进口 188 万吨，同比增加 11 万吨。

图 34：食糖月度进口



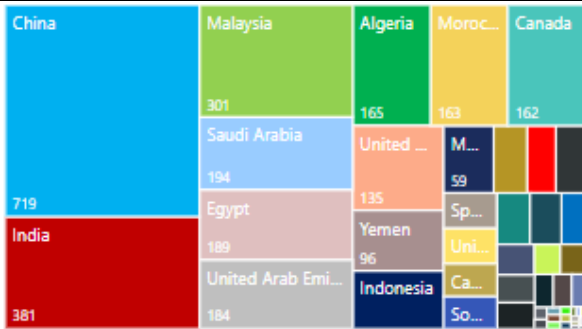
来源：海关、国海良时研究

图 35：食糖月度进口累计



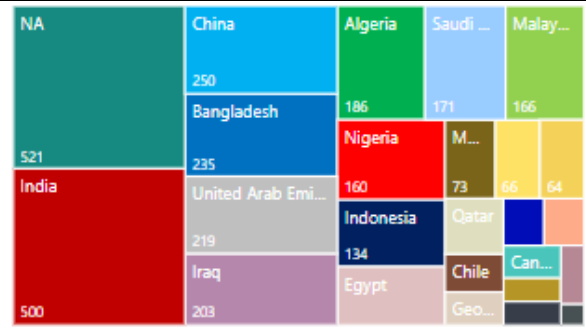
来源：海关、国海良时研究

图 36：2023 年巴西 12 月发船



来源：Czapp、国海良时研究

图 37：2024 年巴西 1 月发船

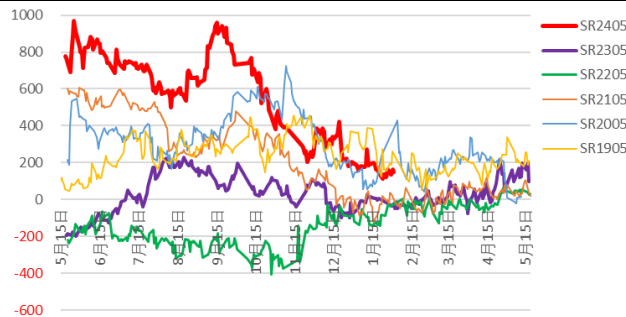


来源：Czapp、国海良时研究

三、期限结构分析

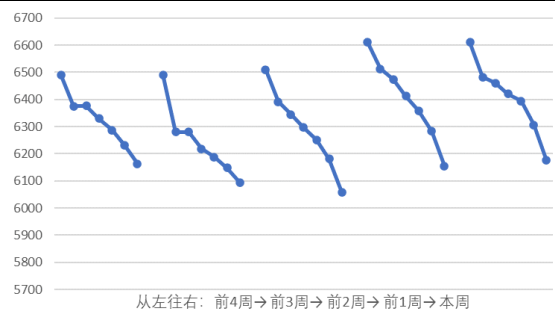
1 月白糖主力合约基差维持在 100-200 区间内,考虑所有期间的基差走势,属于历史中性偏高水准,不过在期货贴水的历史行情中,当前基差属于历史区间的中性水准。期现结构继续保持反向结构,远月结构更加陡峭,近月结构斜率相对平缓。月内近月合约期限结构有向平衡转变的趋势,表明 1 月内市场交易了本产季现实端的利多,远月合约继续保持市场的较低位估值,导致跨产季的近月价差有所拉大,而同产季的近远月价差有所缩小。

图 38：5 月合约基差变化



来源：国海良时研究

图 39：近 5 周期限结构变化（左→右）



来源：国海良时研究

（一）基差：春节后的淡季可能走弱

在预期本产季增产以及进口增加的情况下，国产糖供给可能在压榨阶段的后期累库较多，而一季度的进口的到港总量也会同比增加，给现货带来压力，同时春节后市场可能在经历一阵子补库（在补库阶段可能有所走强）之后进入淡季，需求端对于现货驱动力减弱，现货价格预计承压运行。

（二）月间价差：5-9 价差可能走弱

短期内，市场临近春节假期，交易天气和备货的多头资金预计离场，同产季的近远月价差陷入震荡，跨产季的近远月价差鉴于已经来到历史高位位置，而且可能因为近月多头资金的离场而有所走弱。春节后的 2 月市场，节后补库阶段以及受到天气影响的广西压榨月度数据可能不及预期，可能会让多头更多进入近月，从而带动近远月价差有所反弹。不过，需要继续观察节假日之前产地的天气变化，另外也要继续关注国际市场印度和泰国的压榨节奏，以及巴西产地的干燥天气改善程度。

四、后市观点：现实端比较稳定，预期端存不确定

当前不管是国内市场还是全球市场，正在压榨的主产国在 2 月都将维持压榨高峰状态，糖产量处于阶段性兑现高峰，印度和泰国产量减少的预期已经基本从月度压榨数据中得以体现，现货的现实端变化基本不太大，现货价格在市场处于压榨高峰而需求端进入淡季的情况下，可能存在进一步下调的空间。国际市场在当前的预期下，巴西的大量增产可以向国际市场提供足够的贸易流，供需平衡也是开始向着宽松转变，目前尚未出现能够扭转以上预估的状况出现。

但是在预期端有比较多的变数，主要体现在国际市场中。目前推测，2 月的后续市场在预期方面可以交易的内容存在以下几个方面：1、印度产量因为天气改善可能出现上修空间，由此引发出市场对未来印度重新发行新的配额的猜测；2、巴西天气是否会保持干燥少雨，从而影响市场对于 2024/25 产季巴西产量的预估。如果未发生以上影响预期的情况，预计后续价格可能回归到供需向着宽松转变的大逻辑上来。

【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。