

国内现货支撑较强，国际糖价上行暂缓

——5月白糖报告

观点概述

基本面方面：

6月国内白糖现货仍然会表现偏强，主要来自于减产季节纯消费期的库存同比减少叠加进口到港寥寥，同时持货商没必要在未来还有一个忘记的预期下调价格去库存，因此白糖价格在6月预计下方具有较为强烈的支撑，现货价格整体保持高位运行。

基差方面：

供给端和进口端的利多会让现货价格在6月继续保持高位。期货端受到外盘影响预计上行驱动边际减弱，因此基差在短期内继续保持高位运行。

月间方面：

下产季的价格强弱并没有本产季那么明显，因此多头多集中在本产季合约，而空头多集中在未来产季合约。传统的9-1价差多体现出本产季强弱问题，因此9-1基差预计在6月继续保持高位运行。

风险提示

厄尔尼诺天气、全球宏观经济、巴西天气变化、巴西压榨节奏变化。

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05月31日

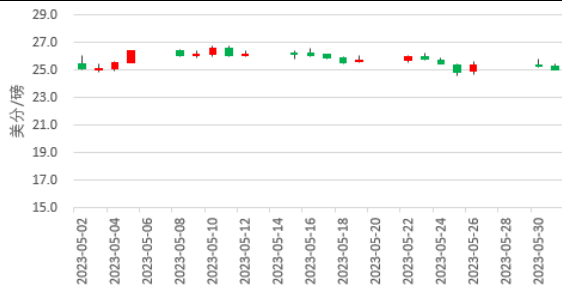
目录

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：5月巴西压榨加速，贸易流出现缓解迹象	3
1. 供给：5月巴西压榨加速，产量开始兑现预期	3
2. 需求：主要需求国继续维持进口	6
3. 贸易流：紧张程度边际出现缓解	7
(二) 国内市场：市场补库后进入淡季，进口到港维持低位	7
1. 供给：卖船后移导致近月港口紧张	7
2. 需求：需求端驱动进入平淡	8
3. 库存：国产糖和加工糖消耗库存	8
4. 进口：预计6月到港依旧寥寥	8
三、期限结构分析	9
(一) 基差：短期预计维持高位	10
(二) 月间价差：9-1 价差保持高位	10
四、后市观点	10
【免责声明】	10

一、行情回顾

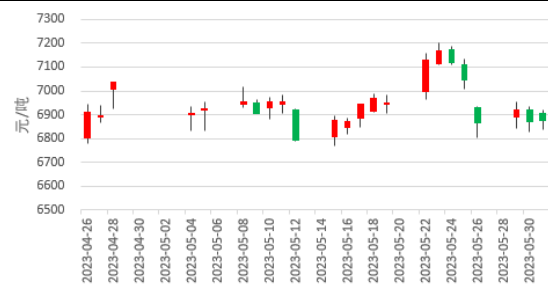
原糖期货 5 月内多数时间保持在 25 美分/磅线以上运行，月内最高触及 26.74 美分/磅，最低触及 24.61 美分/磅，受到巴西压榨开工加速影响，上行驱动有所减弱，月内共计下跌 1.33 美分/磅，跌幅 5.04%。郑糖主力也是在 6800 元/吨附近支撑强烈，高位运行 5 月下旬试图冲高 7200 元/吨，但是受到国际糖价走势影响而回落，月内向下回落 157 元/吨，降幅在 2.23%。

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：5 月巴西压榨加速，贸易流出现缓解迹象

5 月巴西压榨节奏进入加速时期，对国际贸易流紧张程度的缓解作用出现。总体来看，虽然白糖国际贸易流仍然处于紧张状态，但是相比巴西开榨之前已经有所缓解，国际糖价上行驱动减弱，糖价维持高位持续震荡。国际需求端继续保持旺盛，巴西港口等待装运的船只和白糖达到了历史较高水平，至少从现货端来看，虽然期货盘面在预期上交易了巴西的产量兑现，但是现实市场的紧张程度并未消解，所以 5 月糖价并未出现行情反转的驱动。

1. 供给：5 月巴西压榨加速，产量开始兑现预期

巴西：制糖节奏正在走向高峰

2023/24 产季的巴西压榨季节正在加速走向高峰，市场对于巴西增产预期已经在 4 月和 5 月 UNICA 的数据上面有所兑现。根据巴西截至 5 月上半月的压榨数据可以看出，本产季特点呈现出高压榨量、高制糖比、高出糖率、高糖产量的“四高”特点。

增产的糖料和近期的天气好转让中南部压榨进入加速期，截至 5 月上半月，巴西中南部地区累计入榨量为 7896.8 万吨，较去年同期的 6359.2 万吨增加了 1537.6 万吨，同比增幅达 24.18%。

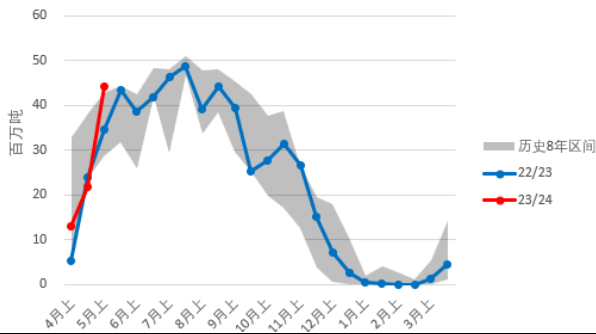
甘蔗生长质量较高，含糖率保持良好水平，甘蔗 ATR 为 118.39kg/吨，较去年同期的 117.67kg/吨增加了 0.72kg/吨。

巴西国家石油公司 (Petrobras) 的燃料定价调整使得汽油价格与石油市场和汇率更紧密地保持一致，新的定价体系取消了燃料进口平价政策，乙醇和糖之间的价差扩大至 12 年最高水平，这让巴西糖厂更加坚定地多生产糖，截至 5 月上半月累计制糖比为 45.61%，较去年同期的 38.50%增加了 7.11%。

以上多重因素叠加下，巴西中南部累计产糖量为 406.3 万吨，较去年同期的 274.5 万吨增加了 131.8 万吨，同比增幅达 48.04%。

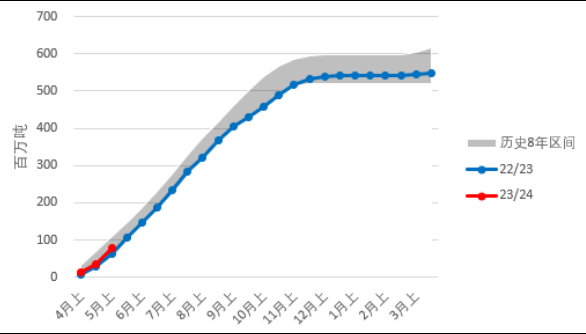
目前，巴西中南部半月压榨量、糖醇差价、甘蔗制糖比都达到了历史同期最高位水平，而含糖率也表现良好，预计巴西中南部 6 月压榨数据仍然保持历史同期高位，巴西增产预期会进一步兑现。

图 3.巴西中南部双周压榨量



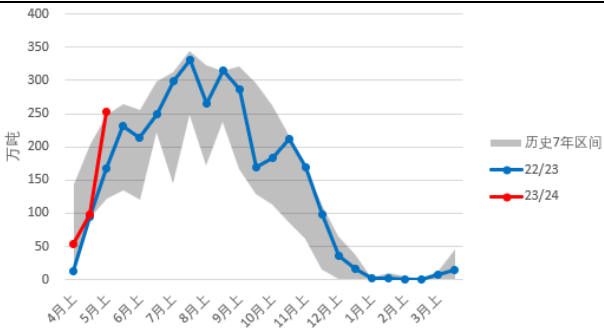
来源：UNICA、国海良时研究

图 4.巴西中南部双周压榨量累计



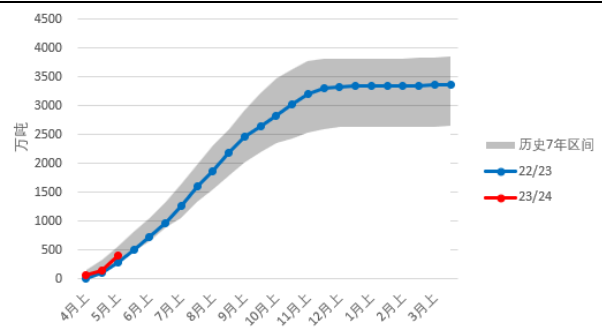
来源：UNICA、国海良时研究

图 5.巴西中南部双周产量



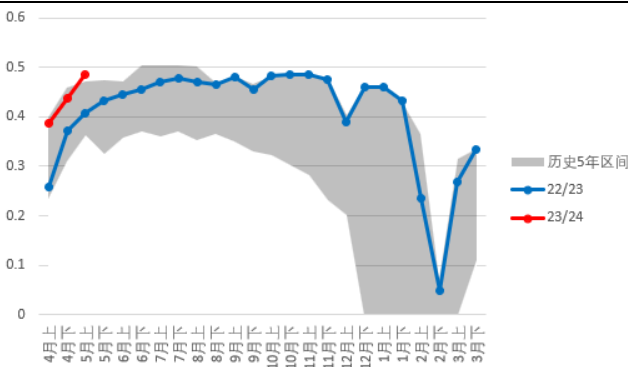
来源：UNICA、国海良时研究

图 6.巴西中南部双周产量累计



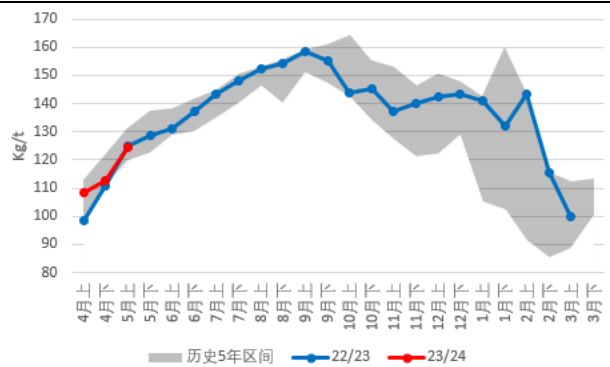
来源：UNICA、国海良时研究

图 7.巴西中南部制糖比



来源：UNICA、国海良时研究

图 8.巴西中南部双周 ATR



来源：UNICA、国海良时研究

图 9：巴西平衡表

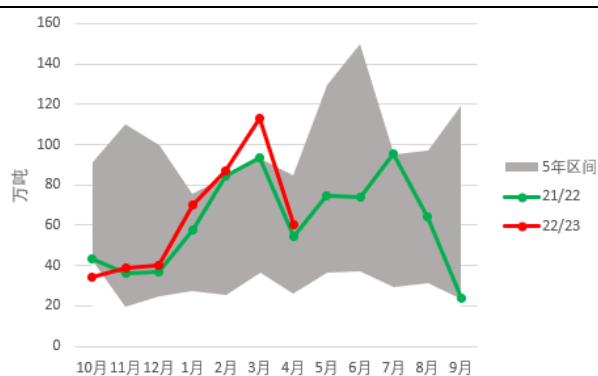
榨季	2023/24(5月)	2023/24(4月)	2022/23	2021/22	2020/21	2019/20
期初库存	138.9	138.9	472.4	590.0	695.6	693.9
产量	3900	3800	3580.0	3504.9	4150.3	2960.6
进口量	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0
出口量	2900	2800	2933.5	2642.5	3240.9	1893.9
消费量	990	990	980.0	980.0	1015.0	1065.0
期末库存	148.9	148.9	138.9	472.4	590.0	695.6
库存消费比	15.0%	15.0%	14.2%	48.2%	58.1%	65.3%

来源：国海良时研究

泰国：月度出口量同比增加

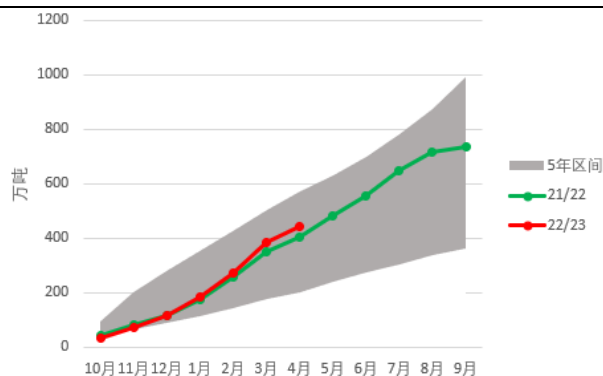
5月泰国榨季结束，产量同比有所增加，预计产量大约1110万吨，同比增加97万吨，增幅8.8%。在北半球主要出口国印度出口总量受到总产量限制的情况下，泰国产量表现也算正常，从而向国际市场出口更多的食糖。截至4月，本产季泰国出口总量累计443.48万吨，同比上个产季405.83万吨增加41.65万吨，增幅超过10%。预计泰国本产季出口量累计同比增加，在一定程度上弥补印度减少的出口，但是泰国的出口也没法彻底让紧张的贸易流出现转机。

图 10.泰国月度出口量



来源：TSMC、国海良时研究

图 11.泰国月度出口量累计



来源：TSMC、国海良时研究

考虑到当前产季4月泰国最后3家糖厂预计完全收榨，本产季产量预计为1110万吨，同比增加约100万吨。考虑进消费和出口，本产季期末库存总量相比上月调减，同比也是去库存的产季末结果。

图 12：泰国平衡表

榨季	2022/23(5月)	2022/23(4月)	2021/22	2020/21	2019/20	2018/19	2017/18
期初库存	797.8	797.8	843.2	690.2	925.4	718.7	484.1
产量	1110	1110	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	1050	1000	816.4	386.0	826.2	1001.6	942.8
其中：食糖	900	900	737.3	360.0	800.5	992.7	940.5
糖浆预拌粉折	150	100	79.1	26.0	25.8	9.0	2.3
消费量	250	250	242.0	235.0	236.0	248.0	258.0
期末库存	607.8	657.8	797.8	843.2	690.2	925.4	718.7
库存消费比	243.1%	263.1%	329.7%	358.8%	292.5%	373.2%	278.6%

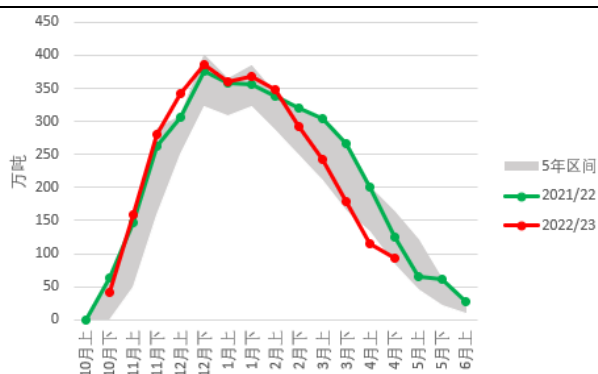
来源：国海良时研究

印度：未来面临天气的不确定性

虽然印度政府给予了出口限额，但是印度国内糖价仍然高涨，印度糖厂协会（ISMA）呼吁印度政府提高食糖最低销售价格到 38 卢比，以配合甘蔗公平报酬价格的上涨。截至 4 月 30 日，印度糖厂累计生产了 3203 万吨，其中马邦 1053 万吨，北方邦 1019 万吨，卡邦 555 万吨，泰米尔纳德邦和古吉拉特邦分别生产了 109.5 万吨和 101 万吨。同比上产季同期 3423.7 万吨减少 220.7 万吨，减少幅度大约 6.5%。

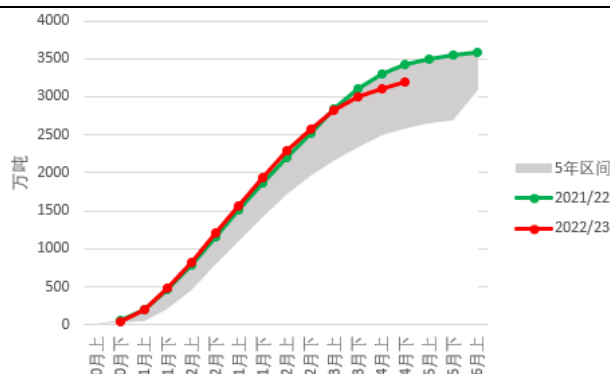
同时，厄尔尼诺天气对印度带来的不确定性也让未来产季引发担忧。季风降雨对印度至关重要，它提供约 70% 的年降雨量，影响水稻、小麦、甘蔗、大豆和花生等主要作物的生长。厄尔尼诺现象与印度季风降雨之间的相关性是显著的。在过去的四个厄尔尼诺年里，印度一直面临干旱，降雨量低于长期平均水平的 90%。2009 年，弱厄尔尼诺现象导致印度降雨量大幅减少，不足正常水平的 80%，创 37 年最低记录，雨水稀少迫使印度进口糖，将全球糖价推至历史高位。本年天气模型显示，2023 年厄尔尼诺象可能为强模式。

图 13：印度双周产量



来源：ISMA、国海良时研究

图 14：印度双周累计产量



来源：ISMA、国海良时研究

图 15：印度平衡表

榨季	2022/23(5月)	2022/23(4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	3280	3280	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	600	1123.6	720.0	595.0	380.0	223.6
消费量	2780	2780	2750.0	2720.0	2700.0	2730.0	2650.0
期末库存	424.4	424.4	524.4	820.0	1193.0	1806.0	1621.0
库存消费比	15.3%	15.3%	19.1%	30.1%	44.2%	66.2%	61.2%

来源：ISMA、国海良时研究

2.需求：主要需求国继续维持进口

当下产季，世界食糖贸易流紧张，各主要进口依赖度较大的国家也都积极配发新的进口配额，特别是中东、非洲的进口积极性较高，叙利亚宣布多采购 2.5 万吨原糖，肯尼亚发放新的 18 万吨进口配额，另外部分东南亚消费大国也加紧了进口，孟加拉国近期宣布再进口 1.25 万吨，菲律宾国内组织也在积

极呼吁进一步增加进口。

3.贸易流：紧张程度边际出现缓解

巴西的产量兑现无疑为紧张的贸易流出现一些缓解，而且随着后期巴西产量在接下来的双周进一步兑现，全球贸易流相对之前巴西为开榨的情况下，其紧张程度要改善不少。

(二) 国内市场：市场补库后进入淡季，进口到港维持低位

5月是我国白糖的纯销售期，主要来源为国产糖产地库存和进口加工糖。五一之前节日气氛从需求端驱动糖价之后，五一之后补库的阶段结束之后，终端需求就进入了暂时的淡季。不过，尽管市场处于淡季，但是国产糖的减产从供给端仍然基于糖价以强烈支撑，进口糖的延迟到港也让港口供给端相对紧张，从而内外一致性地支撑糖价在高位运行。

图 16：国内市场月度平衡表

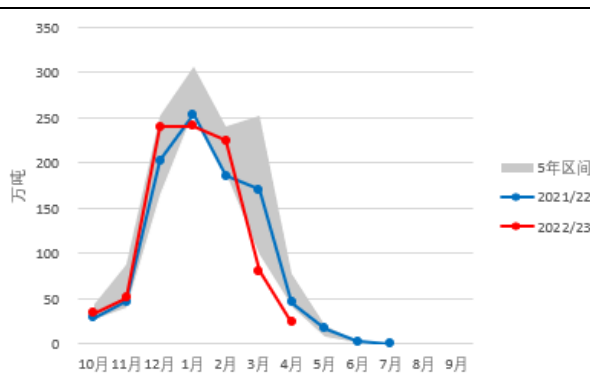
	2022/23										2021/22										
	5月	4月	3月*	2月*	1月*	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	
总供给	12.00	24.65	80.34	225.00	241.00	240	51	34	0	0	0	3.33	17.62	46.5	170.89	185.5	253.61	202.64	46.71	29.2	
产量																					
广西	0	0.26	22.66	146.56	168.54	178.03	10.08	0	0	0	0	0	7.32	108.22	131.76	187.16	167.99	9.49	0		
云南	12	24.24	53.75	55.91	43.29	20.89	1.95	0	0	0	0	3.33	17.62	38.71	40.91	36.22	36.03	10.03	1.56	0.52	
广东	0	0	3.93	16.19	17.38	14.34	0	0	0	0	0	0	0	0.11	10.35	14.15	22.16	8.03	0	0	
海南	0	0.15	0	4.73	2.25	2	0	0	0	0	0	0	0	0.36	1.72	2.21	4.37	0.14	0	0	
内蒙	0	0	0	0	2.3	12.2	19.8	24	0	0	0	0	0	0	0	1.16	3	8	17	19	
新疆	0	0	0	1.61	6.13	10.14	18.2	9.5	0	0	0	0	0	0	0	0	0.89	7.72	15.71	9.68	
黑龙江	0	0	0	0	0.2	0.3	0.5	0.2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.65	0
其他	0	0	0	0	0.91	1.2	0.47	0.3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.73	2.3	0	
进口	14	17.7	23	36.24	60.65	56.29	76.97	54.66	83.80	74.186	37.04	21.09	32.50	49.44	18.37	43.79	45.72	45.63	67.05	84.88	
海关	7	7	7	31	57	52	73	52	78	68	28	14	26	42	12	41	41	40	62.74	81	
边贸/糖浆折算	7	10.7	16	5.238	4	4.292	3.972	2.664	5.80	6.19	9.04	7.09	6.50	7.44	6.37	2.79	4.72	5.83	4.31	3.88	
总需求	0	0	0	0	1	1	1.5	1.5	1.1	1.95	1.76	1.27	1.86	2.26	1.19	1.11	0.56	1.41	0.72	0.67	
出口																					
消费	110	110	100	110.00	155.00	160.00	105.00	115.00	140.00	150.00	130.00	130.00	130.00	120.00	130.00	100.00	145.00	150.00	110.00	120.00	
库存变化	(84.00)	(67.65)	3.34	151.24	145.65	135.29	21.47	(27.84)	(57.30)	(77.76)	(94.72)	(106.85)	(81.74)	(26.32)	58.07	128.18	153.77	96.86	3.04	(6.59)	

来源：国海良时研究

1.供给：卖船后移导致近月港口紧张

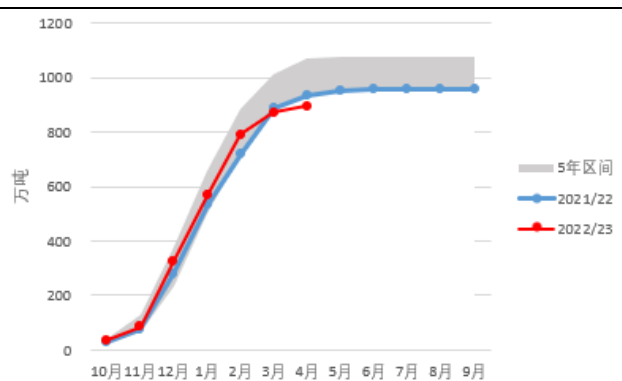
截至4月30日，国产糖产量896万吨，同比减少39.1万吨，减幅大约4.17%。5月只有云南的糖厂还在压榨，其他产区都已经全部收榨。

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

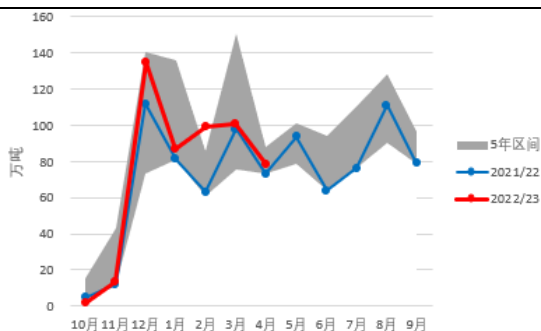


来源：中糖协、国海良时研究

2.需求：需求端驱动进入平淡

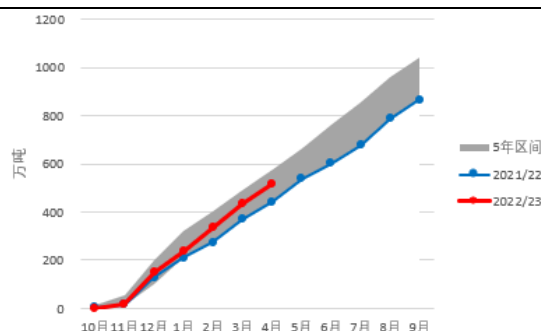
国内需求市场进入平淡期，4月国产糖销量78万吨，环比减幅较大，但是同比增加5.07万吨，增幅6.95%。5月国产糖销售因为节后补库预计环比有所反弹，且消费复苏带动5月销售数据同比增加。

图 19：国产糖月度销量



来源：中糖协、国海良时研究

图 20：国产糖月度累计销量



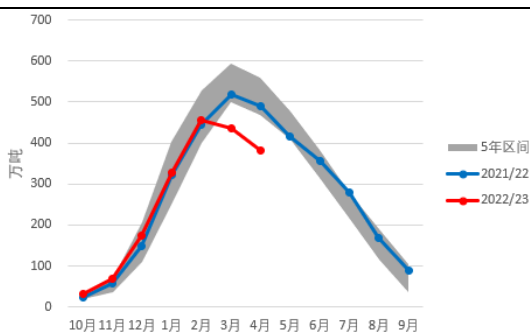
来源：中糖协、国海良时研究

3.库存：国产糖和加工糖消耗库存

国产糖方面，库存目前截至4月有381万吨，同比去年491.38万吨减少110万吨，减幅22.5%。

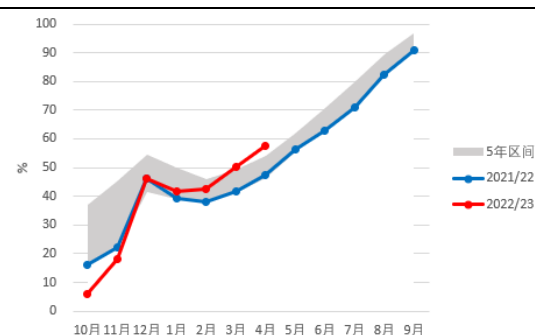
进口糖方面，根据巴西向中国发船信息可以得知，我国进口糖二季度卖船到港将会暂时陷入低谷期。因此，这样的情况下，进口加工糖厂只能消耗原糖库存，来保持自己的市场供给。

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



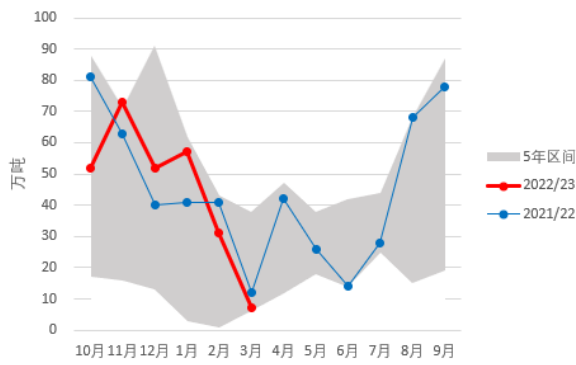
来源：中糖协、国海良时研究

4.进口：预计6月到港依旧寥寥

4月和5月我国时刻食糖7万吨，都在历史同期低位，尤其是5月进口量创出新低，同比减少超过30万吨。根据4月巴西向中国发船情况，预计6月中国进口量也不会超过10万吨，这个水平预计再次刷新五年新低。

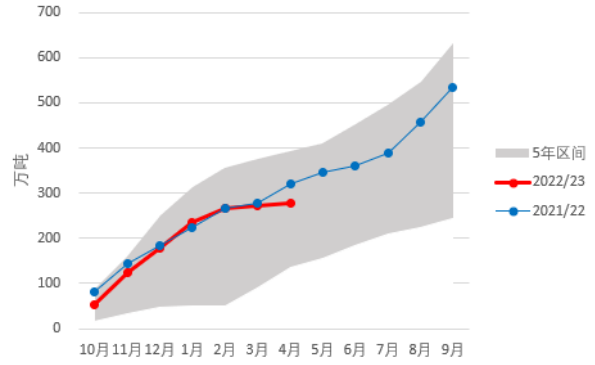
图 23：食糖月度进口

图 24：食糖月度进口累计



来源：海关、国海良时研究

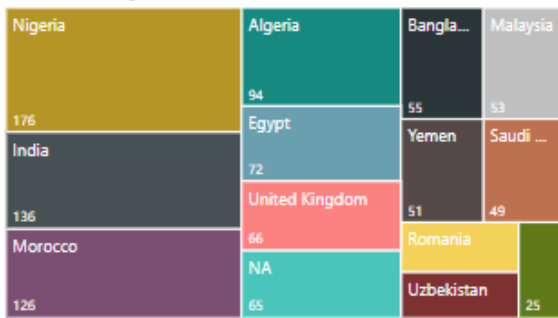
图 25：2023 年巴西 4 月发船



来源：海关、国海良时研究

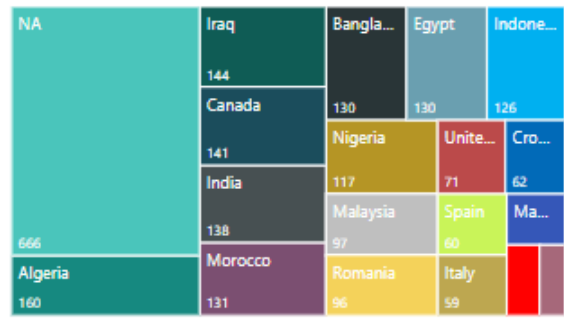
图 26：2023 年巴西 5 月发船

Volume by Destination (kT)



来源：Czapp、国海良时研究

Volume by Destination (kT)

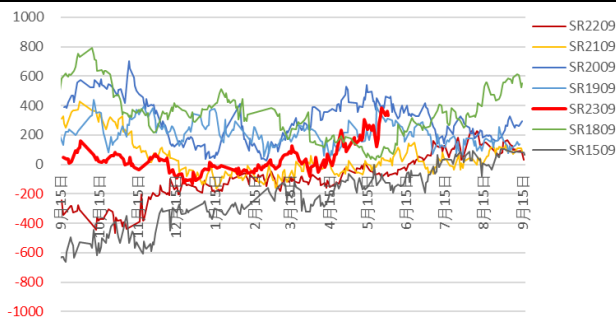


来源：Czapp、国海良时研究

三、期限结构分析

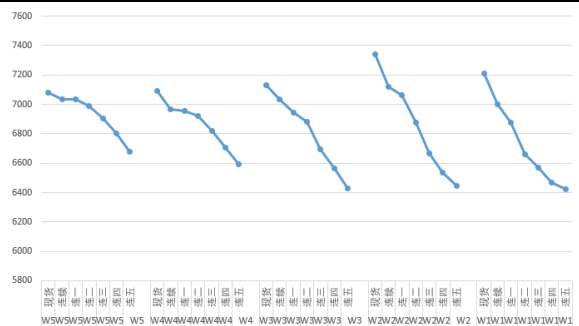
随着现货价格的坚挺上涨，期现差距被逐渐拉大，基差走向高位，开始接近历史区间。从基差的角度分析，在正基差持续走强的过程当中，期货端看跌预期的建立到一定程度的时候，期货价格就基本见顶了。白糖主力合约基差上方尚有一定空间才能来到高位，可以推测期货见顶的确定还需要一段时间。另外，本周期现机构已经变成严格的反向结构，表明市场对价格的预期已经越来越趋于一致。

图 27：9 月合约基差变化



来源：国海良时研究

图 28：近 5 周期限结构变化（左→右）



来源：国海良时研究

（一）基差：短期预计维持高位

现货价格预计短期内保持高位，一方面主要是因为本产季减产和库存同期减少，另一方面是进口糖补充寥寥无几，因此尽管在传统淡季中，但后续还会面临旺季，现货持货商没必要在这个时候降价销售。期货端，市场在价格高位的时候对远期的担忧是系统性的，另外随着巴西压榨进入高峰，贸易流的缓解让国际糖价上行驱动减弱，从而对郑糖价格的走势产生一定压制。因此，预计基差在短期内继续保持高位运行。

（二）月间价差：9-1 价差保持高位

同样的逻辑，本产季基本上价格向上驱动是明显的，而下产季的不确定性较高，价格强弱并没有本产季那么明显，因此多头多集中在本产季合约，而空头多集中在未来产季合约。传统的 9-1 价差多体现出本产季强弱问题，特别是在交割月之前，因此 9-1 基差预计在 6 月继续保持高位运行。

四、后市观点

6 月市场仍然是纯消费和去库的市场时期，由于产季减产带来的库存同比偏低，以及进口到港根据船期计算预计在 6 月也会非常少，因此现货端在 6 月仍然会保持高价水平，而期货下方得到支撑也是比较强的。另外，由于巴西在 6 月将会进入压榨高峰期，国际贸易流预计会有所缓解，国际糖价上行驱动会边际减弱，从而影响郑糖的上行驱动。总体来看，预计 6 月期货价格会保持在一定高位的，但是强弱会受到外盘影响而变的没有之前表现得强，并且下方具有较强的支撑。

【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。如引用请遵循原文本意，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。