

巴西产量正在兑现，观察国内进口到港

——5月白糖报告

观点概述

基本面方面：

总体来看，糖价的内外方向仍然是一致的，基本面分析下的中长期视角仍然偏空，11号糖来自于主产国产量的大量兑现以及未来增产的预期，郑糖主要来自于国产糖的产量增加以及进口总量的扩张。但是，从短期视角看郑糖下方存在一定支撑，这主要来自于短期进口无法大量到港，导致外盘压力向内盘传递暂时有限。

基差方面：

当前白糖期限结构仍然保持 Back 结构，主力合约基差运行达到历史偏高位区间，考虑到后续进口糖到港对国内现货造成压力，同时主力合约期限回归效应，预期基差仍然后期有走弱回归空间。不过，基差走弱的程度也随供给改善的情况而变化，如果后期进口量不及预期，那么基差保持高位的时间可能更长。

月间方面：

9-1 价差估值目前仍然处于较高估值的位置，主要是尚未转变为宽松的现货市场对近月糖价支撑力度较强。后期如果国际糖价下调促进进口成本下调，从而让进口糖能够顺利到港，促进国内供需平衡向宽松转变，那么现货下方支撑力减弱后，9-1 价差预计会向下调整。

风险提示

产地天气变化，主产国出口政策，全球宏观。

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05月31日

目录

观点概述	1
风险提示	1
一、行情回顾	3
二、估值分析：国产糖估值偏中性，配额外利润接近修复	3
三、基本面分析：5月巴西新产季开榨，国内进口到港延后	4
（一）国际市场：巴西新产季开榨，月度产糖大量兑现	4
1.供给：巴西压榨数据略超预期，印度泰国新产季观察天气	4
2.需求：主要需求国限制出口，原白价差高位震荡	7
（二）国内市场：供给总体符合预期，进口到港尚未放量	8
1.供给：本产季压榨完毕，产量同比大幅增加	8
2.需求：国产糖销售况良好	9
3.库存：处于相对低位，但同比增加	9
4.进口：二季度进口糖到港淡季	9
四、期限结构分析	10
（一）基差：观察进口到港能否补充国内供给	10
（二）月间价差：支撑位置预计下调	11
五、后市观点	11
【免责声明】	11

一、行情回顾

ICE 原糖主力期货合约在 5 月继续下调，截至 5 月 28 日，主力合约最低触及 18 美分/磅以下，但由于糖价来到阶段性地刺激了买盘入场，国际糖价 5 月下旬转变为在 18 美分/磅附近弱势震荡。相比表现较弱的原糖期货，郑糖主力合约则表现出下方较为有力的支撑，5 月内郑糖一旦触及 6100 元/吨的支撑位置就会发生明显反弹，但是总体震荡区间在缩小，从上限的 6350 元/吨变为上限的 6200 元/吨。总体来看，郑糖的震荡节奏跟随原糖，但是价格表现要强于原糖。

图 1：ICE 原糖主力月度走势



数据来源：ICE、国海良时研究

图 2：郑糖主力月度走势

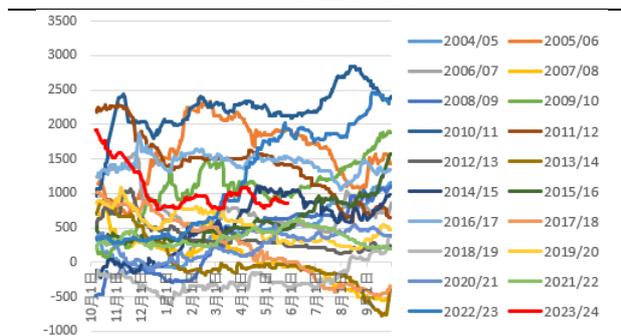


数据来源：郑商所、国海良时研究

二、估值分析：国产糖估值偏中性，配额外利润接近修复

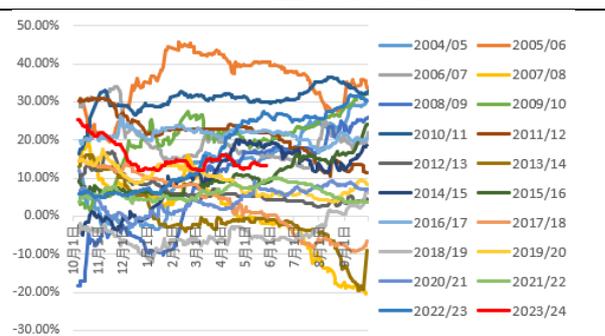
从国产糖压榨利润水平的角度看，当前糖价水平已经来到历史相对平均的区间，而从进口糖利润的角度看，国内糖价正在从高位水平向低位水平转换。

图 3：国产糖压榨利润估计



数据来源：国海良时研究

图 4：国产糖压榨利润率估计

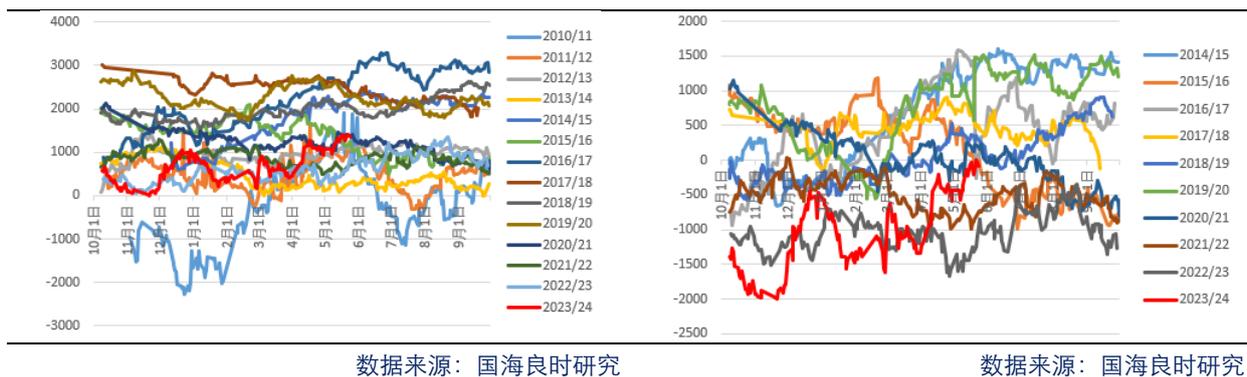


数据来源：国海良时研究

随着国际糖价的下跌，国内市场配额内进口利润已经建立并扩大，同时配额外利润的修复基本完成，价格变低的进口糖将刺激国内进口。5 月船期预报中在本产季第一次出现配额外的进口到港预报，预计从 6 月开始，配额外到港量将会逐渐增加。

图 5：配额内进口糖利润估计

图 6：配额外进口糖利润估计



三、基本面分析：5月巴西新产季开榨，国内进口到港延后

（一）国际市场：巴西新产季开榨，月度产糖大量兑现

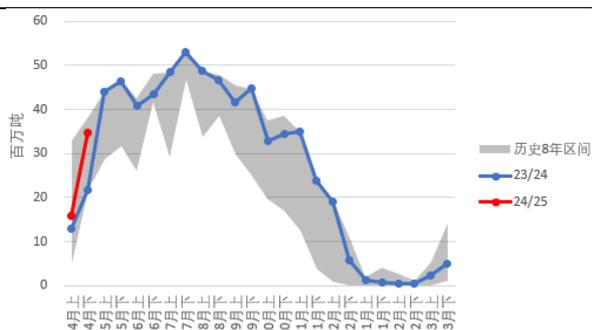
1.供给：巴西压榨数据略超预期，印度泰国新产季观察天气

巴西：新产季产量顺利兑现

巴西的 2024/25 产季截至 4 月底，中南部累计入榨甘蔗 5061.2 万吨，较去年同期 3529.1 万吨增加了 1532.1 万吨，同比增幅 43.4%；甘蔗产糖率较去年同期也增加了 2.25kg/吨；糖价继续对乙醇价格保持优势，累计制糖比为 46.96%，同比增加 5.54%；累计产糖量为 255.8 万吨，较去年 154.2 万吨同比增加 101.6 万吨，同比增幅达 65.91%。

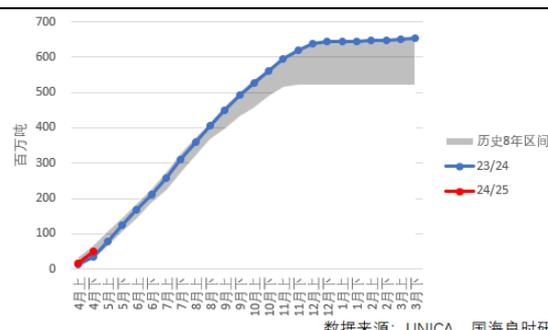
机构 Datagro 和 Alvean 在 5 月对巴西新产季中南部产量的预期为 4160 万吨，同比上产季的 4242.5 万吨小幅减少，而 StoneX 在 5 月的产量估计为较乐观的 4230 万吨，同比几乎持平。如果巴西中南部能够保持这种压榨节奏持续到 6 月之后的稳定高峰，那么以上产量估计兑现的可能性高。

图 7.巴西中南部双周压榨量



数据来源：UNICA、国海良时研究

图 8.巴西中南部双周压榨量累计

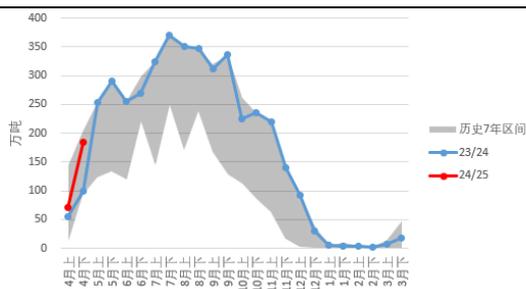


数据来源：UNICA、国海良时研究

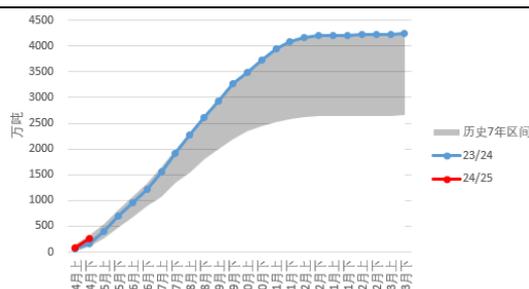
图 9.巴西中南部双周产量

图 10.巴西中南部双周产量累计

数据来源：UNICA、国海良时研究



数据来源：UNICA、国海良时研究



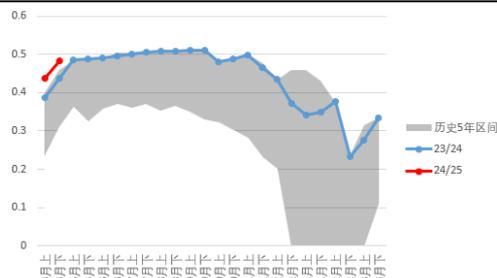
数据来源：UNICA、国海良时研究

图 11. 巴西糖醇比价情况

图 12. 巴西中南部制糖比



数据来源：CEPEA、UNICA、国海良时研究



数据来源：UNICA、国海良时研究

我们预计巴西新产季的产量为 4550 万吨，这主要是考虑到中南部大约为 4200 万吨，同比上一产季有所减产；另外东北部产量预计大约为 350 万吨，同比上一产季的超过 400 万吨的估计量有所减少。不过，巴西总体产量估计量仍然是超过 4500 万吨，这是历史最高的位置。由于其他主产国出口能力遭到产量或政策想限制，国际市场预计越来越依赖巴西进行出口，因此预计新产季巴西出口量仍然是保持和上一产季同样的高位。最终，库存消费比同比增加，表明新产季巴西市场的食糖供需形势编边际转向宽松。

图 13: 巴西平衡表

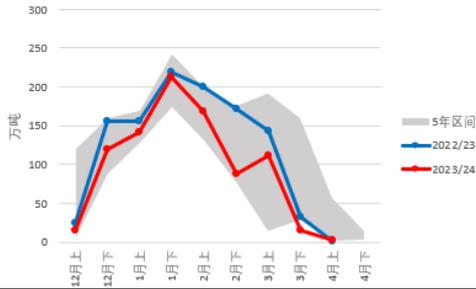
榨季	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25(5月)
期初库存	629.4	614.2	632.2	491.8	493.5	392.9	305.3	130.6	415.6
产量	3873.4	3860.8	2905.3	2960.6	4150.3	3504.9	3708.8	4650	4550
进口量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0
出口量	2828.6	2782.8	1985.7	1893.9	3240.9	2642.5	2933.5	3410	3450
消费量	1060.0	1060.0	1060.0	1065.0	1010.0	950.0	950.0	955	960
期末库存	614.2	632.2	491.8	493.5	392.9	305.3	130.6	415.6	555.6
库存消费比	57.94%	59.64%	46.40%	46.34%	38.90%	32.14%	13.75%	43.52%	57.88%

数据来源：国海良时研究

泰国：产量同比明显减少，月度出口遭到拖累

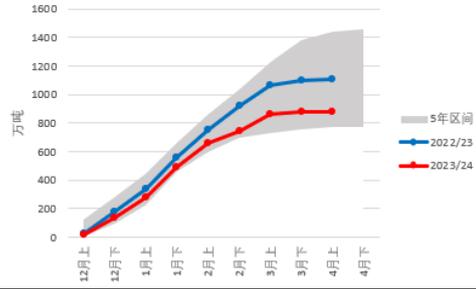
泰国 2023/24 产季产糖期基本结束，总产量大约 877 万吨，同比上个产季的 1103 万吨减少了 226 万吨，减少幅度约 20%，小于开榨前预估的 25%。由于产量的减少，泰国本产季出口量也遭到了拖累，上个产季的出口量超过了 750 万吨，但是本产季出口量预计不超过 600 万吨，这导致了全球需求不得不更加以来南半球主产国巴西。

图 14.泰国月度产量



数据来源: TSMC、国海良时研究

图 15.泰国月度产糖率



数据来源: TSMC、国海良时研究

天气方面, 泰国即将迎来雨季, 一般而言泰国的雨季通常开始于每年的 5 月下旬, 并持续到 10 月中旬, 总计大约 5 个月左右, 期间由于受到夏季西南季风的强烈影响, 整个泰国半岛都会迎来大量的降水。上个产季受到厄尔尼诺天气的影响, 西南季风含水量低于往年平均值, 导致泰国降水不足, 从而干旱造成了甘蔗的减产。本产季中, 由于厄尔尼诺天气结束, 预计雨季带来的降水会恢复正常。

泰国提高本产季的甘蔗收购价格到 1420 泰铢, 比上个产季增加 340 泰铢, 预计继续刺激泰国蔗农种植甘蔗, 未来 2024/25 产季预计种植面积会增加明显。USDA5 月报告称泰国糖产量预计将增长 16% 达 1024 万吨; 据 Datagro 的预测, 泰国 2024/25 榨季糖产量为 1050 万吨, 高于 2023/24 榨季的 877 万吨, 因甘蔗种植面积扩大。我们预计泰国未来新产季产量可能会恢复到 1000 万吨, 从而带动出口量的恢复。

图 16: 泰国平衡表

榨季	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25(5月)
期初库存	450.3	645.2	821.9	586.7	739.7	694.3	690.3	690.3
产量	1435.4	1456.4	827.0	774.0	1013.0	1140	878	1000
进口量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0
出口量	982.5	1031.7	826.2	386.0	816.4	894.0	650.0	770
其中: 海关	940.5	992.7	800.5	360.0	737.3	750	550	650
其他途径	42.0	39.0	25.8	26.0	79.1	144	100	120
消费量	258.0	248.0	236.0	235.0	242.0	250	255	255
期末库存	645.2	821.9	586.7	739.7	694.3	690.3	663.3	665.3
库存消费比	250.1%	331.4%	248.6%	314.8%	286.9%	276.1%	260.1%	260.9%

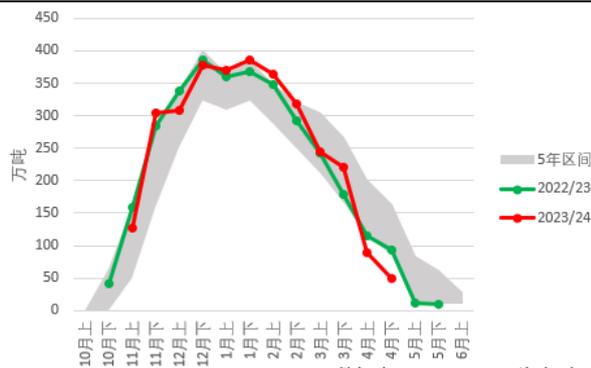
数据来源: 国海良时研究

印度: 减产幅度低于预期, 出口配额尚未眉目

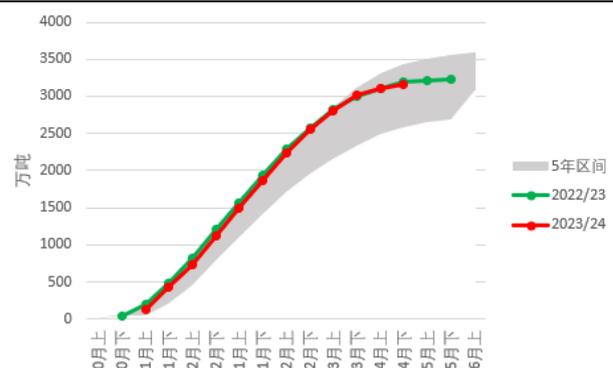
截至 4 月下半月印度产糖累计数 3159 万吨, 同比减少 44 万吨, 同比减产幅度小于 2%, 减少幅度相比压榨前的预期大大减少。为此, ISMA 多次呼吁振幅批准部分食糖出口配额, 以提高国内糖厂收入, 但是目前印度政府尚未对此有做表示。

图 17: 印度月度产量

图 18: 印度月度累计产量



数据来源：ISMA、国海良时研究



数据来源：ISMA、国海良时研究

印度政府早在 2 月表示，将提高 2024/25 榨季甘蔗最低收购价，从 2023/24 榨季的 3150 卢比/吨上调至 3400 卢比/吨（以产糖率 10.25%为基准），价格涨幅约 8%。此举将会刺激印度蔗农种植甘蔗积极性，2024/25 产季甘蔗种植面积预计会有所增加。同时，天气方面厄尔尼诺的结束将会让西南季风的含水量有所恢复，预计印度甘蔗在新产季的生长状况将好于上个产季。印度气象办公室 5 月 27 日表示，印度 2024 年的季风降雨水平将为长期均值的 106%，但该国的东北部地区降雨可能低于正常水平，高于均值的降雨将有助于印度农业。不过，机构对于印度 2024/25 产季产量增减的估计不太一致，USDA 预计印度会小幅增产，但 Datagro 预计印度会小幅减产。

图 19：印度平衡表

榨季	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24(5月)
期初库存	387.6	1071.6	1457.8	1073.9	818.5	572.9	532.9
产量	3247.9	3316.2	2741.1	3119.2	3578.0	3290	3200
进口量	21.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0
出口量	46.4	380.0	595.0	719.1	1123.6	610	100
消费量	2539.0	2550.0	2530.0	2655.5	2700.0	2720	2850
期末库存	1071.6	1457.8	1073.9	818.5	572.9	532.9	782.9
库存消费比	42.21%	57.17%	42.45%	30.82%	21.22%	19.59%	27.47%

数据来源：ISMA、国海良时研究

欧盟：德法产量预计增长

德国和法国是欧盟最大的两个甜菜和食糖主产国。受到全球糖价高位的促进，2024 年德国天才种植面积增加，据德国媒体报道报道，德国 2024/25 榨季甜菜播种面积增长 6.5%，达 42.16 万公顷。另一方面，法国允许了在甜菜作物上使用更多类型的杀虫剂，这将对法国种植的甜菜对抗病虫害具有促进作用，因为病虫害近些年来一直是法国甜菜产量的重要影响因素。

2.需求：主要需求国限制出口，原白价差高位震荡

目前除印度外，欧亚经济联盟的俄罗斯、吉尔吉斯斯坦、哈萨克斯坦等国也禁止了食糖出口，非洲主要消费国埃及和坦桑尼亚等国也出台政策禁止食糖出口或延长禁令期现，当前国际糖价处于高位期间，主要消费国普遍有限保证自身消费，同时菲律宾等进口依赖较多的国家也在谋求进口来源。国际

市场原糖白糖价差仍然处于高位，随着原糖价格有所回调，但是白糖价格回调幅度不大，让原糖加工利润仍然较高，因此国际原糖进口加工商对原糖的采购意愿仍然较强，原糖的国际需求并未发生减弱迹象。

(二) 国内市场： 供给总体符合预期， 进口到港尚未放量

国产糖的压榨节奏符合先前月报的预期，因此我们在 5 月并未对国内市场供需平衡表有大的改动，消费方面表现较好，也符合先前预期。总体来看，期末库存消费比仍然相对上一个产季小幅调增，预期国内市场糖价重心下调之后难以再回到上个产季的高位。

图 20： 国内市场平衡表

年度	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24(May)	环比	同比
期初库存	454.07	382.89	408.53	334.77	319.38	523.04	528.14	370.81	0	-57.33
总供给	1496.82	1610.04	1511.74	1503.51	1756.66	1571	1418.67	1600	0	181.33
产量	928.82	1031.04	1076.04	1041.51	1066.66	956	897	1000	0	103
进口	428	542	423	462	690	615	509	600	0	91
收/抛储	140	37	12.7	0	0	0	12.67	0	0	-12.67
总需求	1568	1584.4	1585.5	1518.9	1553	1565.9	1576	1570	0	-6
消费	1560	1565	1565	1500	1540	1550	1560	1560	0	0
出口	8	19.4	20.5	18.9	13	15.9	16	10	0	-6
期末库存	382.89	408.53	334.77	319.38	523.04	528.14	370.81	400.81	0	30
库存消费比	24.54%	26.10%	21.39%	21.29%	33.96%	34.07%	23.77%	25.69%	0.00%	1.92%

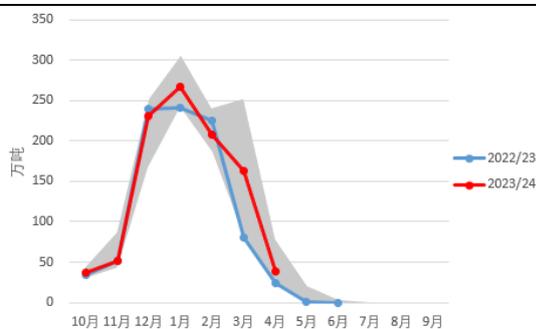
数据来源： 国海良时研究

1.供给： 本产季压榨完毕， 产量同比大幅增加

截至 4 月底，国产糖累计产量为 995.39 万吨，同比增加 99.39 万吨，增幅 11.1%。国产糖在 2 月之前的压榨量和产量几乎与上一产季持平，但更多的甘蔗产量增加了糖厂后期的开工率，国产糖在 3 月和 4 月表现出了更多的产量兑现。由于 5 月尚有云南产区在压榨，预计本产季国产糖产量总体在 1000 万吨附近，同比增加 100 约万吨。

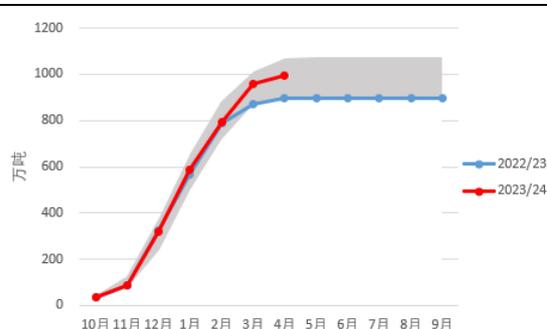
广西 2023/24 榨季生产 4 月 28 日结束，开榨糖厂数量和压榨甘蔗量都有所增加，预计 2023/24 榨季广西产糖量为 619 万吨，同比增加 92 万吨。云南 2023/24 榨季生产于 5 月 20 日结束，预计最终产糖约 203 万吨，较上榨季略微增产 1.9 万吨。

图 21： 国产糖月度产量



数据来源： 中糖协、国海良时研究

图 22： 国产糖月度累计产量

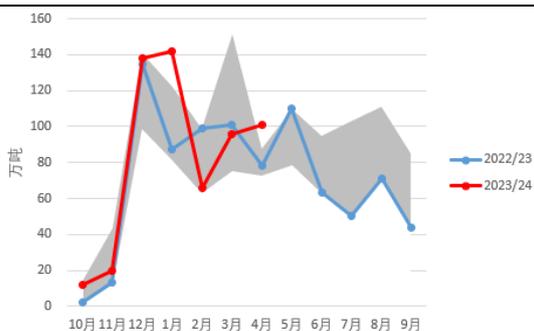


数据来源： 中糖协、国海良时研究

2.需求：国产糖销售况良好

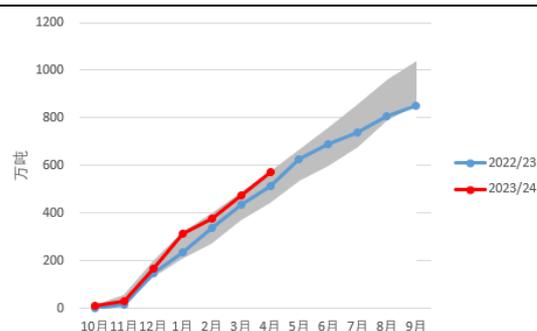
4月国产糖销量101.2万吨，为近8个产季以来新高，主要因为进口糖暂时未能大量到港，下游对于国产糖依赖度增强。本产季累计销售量为574.65万吨，同比增加59.65万吨，销糖率同比上产季略微增加。

图 23：国产糖月度销量



数据来源：中糖协、国海良时研究

图 24：国产糖月度累计销量

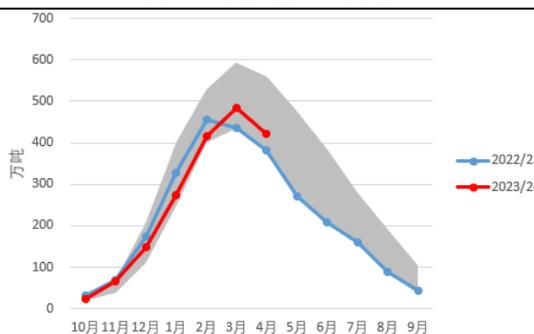


数据来源：中糖协、国海良时研究

3.库存：处于相对低位，但同比增加

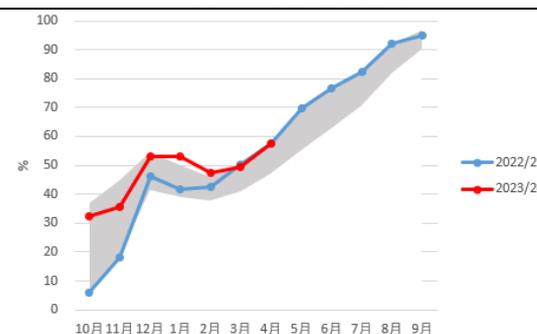
国产糖工业库存在3月从同比减少转变为同比增加，4月开始去库进程。截至4月底国产糖工业库存累计为420.74万吨，同比增加39.47万吨，增幅10.43%。该部分工业库存的增加主要来自于本产季国产糖产量的绝对增加，而不是表现尚可的下游消费。

图 25：国产糖工业库存



数据来源：中糖协、国海良时研究

图 26：国产糖销糖率



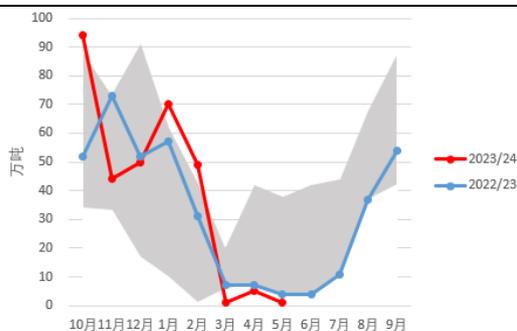
数据来源：中糖协、国海良时研究

4.进口：二季度进口糖到港淡季

市场进入二季度之后，进口糖来到季节性淡季，但本产季的二季度进口糖同比明显减少。根据海关数据统计，一季度进口糖有120万吨，同比增加25万吨；第二季度的4月进口糖只有5万吨，同比减少2万吨，5月根据船期推断预计也只是个位数到港数。主要还是由于前期国际糖价处于高位，并没有给予国内进口糖一定的利润空间，导致国内买船较少并产生滞后效应，其实进口到港的减少从3月进口的1万吨就已经初见端倪。

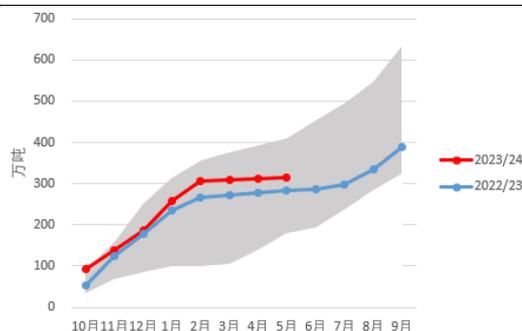
不过随着国际糖价的下调，配额外进口糖的利润空间打开，国内买船预计会逐步增加，现实中5月的船期预报开始出现配额外到港的量，预计后期进口糖逐步增加后，国际市场的供给端压力会逐步专递到国内市场。

图 27：食糖月度进口



数据来源：海关、国海良时研究

图 28：食糖月度进口累计

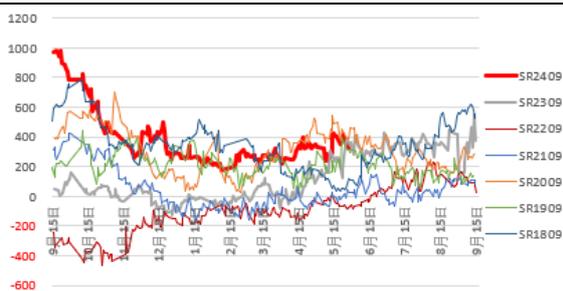


数据来源：海关、国海良时研究

四、期限结构分析

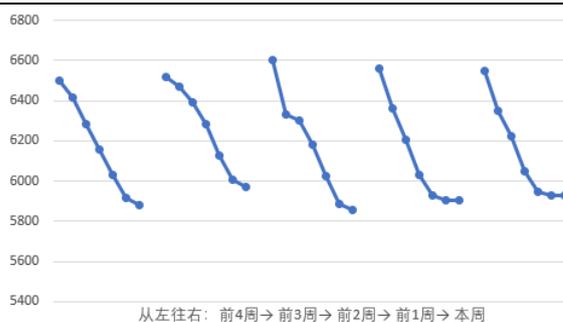
主力合约基差持续徘徊在历史高位，主要原因是市场对于白糖的看跌更多都表现在预期层面上，而在现实的层面现货供需状况尚未完全转变为宽松状态。主力合约基差以及远月合约基差能否走弱，仍然取决于现货端供需能否随着进口到港的增加而继续转向宽松。从期限结构上看，新产季的远月合约斜率走缓，本产季合约较为陡峭，表明预期层面市场对于远月价格的估值已经接近底部，而近月价格估值仍然有调整空间。

图 29：9月合约基差变化



数据来源：国海良时研究

图 30：近 5 周期限结构变化（左→右）



数据来源：国海良时研究

（一）基差：观察进口到港能否补充国内供给

当前白糖期限结构仍然保持 Back 结构，主力合约基差运行达到历史偏高位区间，考虑到后续进口糖到港对国内现货造成压力，同时主力合约期限回归效应，预期基差仍然后期有走弱回归空间。不过，基差走弱的程度也随供给改善的情况而变化，如果后期进口量不及预期，那么基差保持高位的时间可能更长。

（二）月间价差：支撑位置预计下调

9-1 价差估值目前仍然处于较高估值的位置，主要是尚未转变为宽松的现货市场对近月糖价支撑力度较强。后期如果国际糖价下调促进进口成本下调，从而让进口糖能够顺利到港，促进国内供需平衡向宽松转变，那么现货下方支撑力减弱后，9-1 价差预计会向下调整。

五、后市观点

国际市场方面，在北半球印度和泰国的产量基本确定的情况下，目前巴西压榨节奏成为市场关注的焦点，后市国际市场预计继续关注巴西的压榨情况直到进入高峰阶段，在这之前国际糖价预计会持续承压运行。国内市场后续需要关注配额外进口利润的修复情况，以及进口买船的发出和到港情况，从而推测国际市场供给压力何时完全传导到国内现货市场。同时，新产季甘蔗进入生长期，市场对于天气的变化会更加敏感，关注产地天气也是重要的一部分。

总体来看，糖价的内外方向仍然是一致的，基本面分析下的中长期视角仍然偏空，11 号糖来自于主产国产量的大量兑现以及未来增产的预期，郑糖主要来自于国产糖的产量增加以及进口总量的扩张。但是，从短期视角看郑糖下方存在一定支撑，这主要来自于短期进口无法大量到港，导致外盘压力向内盘传递暂时有限。预计国内总供给在本产季后半段边际转向宽松，且接下来市场会迎来预期在现实端的兑现，处于偏高位置的基差和 9-1 月价差也预计会进一步回调。

【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。