

国际贸易仍然紧张，国内进口到港后移

——4月白糖报告

观点概述

基本面方面：

在巴西从开榨走向压榨高峰的过程中，国际贸易流的紧张程度将会有所缓解，原糖价格在5月涨势可能有所缓解，后期UNICA公布的巴西在4月和5月的压榨数据较为重要，将影响市场对后期糖价的走势预期。国内方面总体来看，产区减产和提前去库的情况下，短期内进口卖船难以到港让从供给端发起的看涨情绪难以得缓解，即使在二季度传统淡季的情况下，预计国内糖价也难以有明显回落。

基差方面：

国内对于消费旺季的预期仍然具有基本面上的支持，7月和9月合约的上的看涨预期将会逐步显现，从而将淡季的保守情绪给消化掉，在5月合约进入交割之后，主力合约中短期基差将会得到回落的调整。

月间方面：

产区的提前去库和超卖让现货资源较早地显现出紧张状态，因此9-1价差提早来到了300元/吨的历史同期高位阶段。考虑到卖船延迟到港，现货短期内补充较为困难，所以预计9-1价差将会保持一段时间高位，而进口顺利到港之后，现货得以补充，9-1价差预计将会有所回落。

风险提示

印度出口配额增加、巴西产量兑现不及预期、巴西产区天气、美联储加息节奏。

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04月30日

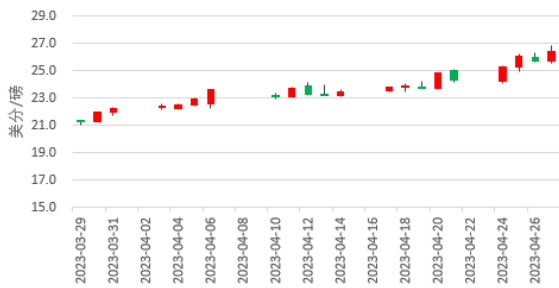
目录

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：4月巴西压榨开始，产量兑现但总量暂时较少	3
1. 供给：4月巴西新产季压榨开始，产量兑现但总量暂时较少	3
2. 需求：国际需求集中于巴西，出口船期向后排布	6
3. 贸易流：总体看来仍然紧张，期待巴西给予缓解	6
(二) 国内市场：市场进入纯消费期，进口卖船到港期后移	7
1. 供给：国内减产基本确定，进口卖船到港后移	7
2. 需求：市场二季度进入淡季，需求端驱动暂缓	8
3. 库存：产区超卖提前去库，船期后移背景下，加工糖消耗库存	8
4. 进口：卖船到港后移，4-5月进口预计寥寥无几	9
三、期限结构分析	10
(一) 基差：中短期看涨预期将重新建立	10
(二) 月间价差：9-1价差到达历史高位	10
四、后市观点	10
【免责声明】	11

一、行情回顾

原糖期货截至 4 月 27 日，主力合约月内上涨 4.11 美分/磅，涨幅 18.43%。5 月合约来到 27 美分/磅台阶，主力合约也逼近 27 美分/磅，创出 12 年新高。郑糖主力合约也正式站上 7000 元/吨台阶，上市以来历史上第三次来到这个高位平台，白糖期货已经来到高风险区域。

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：4 月巴西压榨开始，产量兑现但总量暂时较少

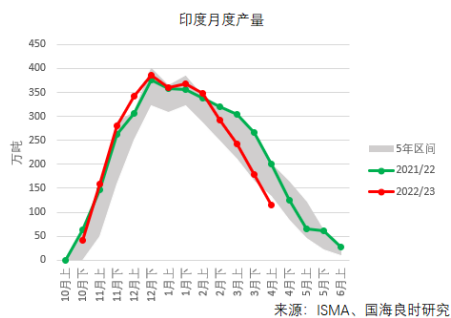
4 月的国际市场平衡表是向着边际紧张调整的，主要在于印度糖业协会 ISMA 和印度糖厂联合会继续调低了印度本产季的产量，让印度进一步出口配额无望。另一方面，3 月泰国 2022/23 年度甘蔗产量修改为 9400 万吨，较此前预估下调 1%，糖产量预计为 1100 万吨，比之前的预估有所减少。因此，整个四月的国际平衡表是向紧张转变的。

1. 供给：4 月巴西新产季压榨开始，产量兑现但总量暂时较少

印度：总出口量预计不会超过 600 万吨，低于上产季 1160 万吨的输出总量

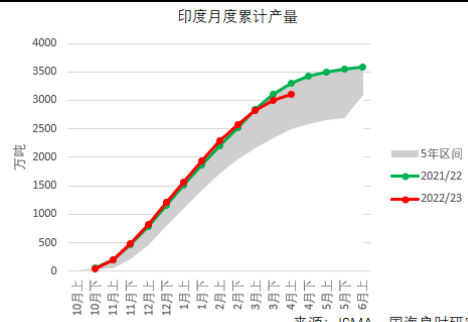
印度糖厂协会（ISMA）在 4 月 25 日举行的会议上指出，预计印度 2022/23 榨季产糖量为 3280 万吨，较此前预估减少 3.5%。ISMA 在 1 月时曾预期印度将在 2022/23 榨季生产 3400 万吨糖。3280 万吨虽然能够满足印度国内需求，但是出口量必然不及上产季的 1160 万吨。印度糖厂联合会则在 4 月将产量预估调低至 3250 万吨，这个数字比 ISMA 给出的更低。

图 3: 印度双周产量



来源：ISMA、国海良时研究

图 4: 印度双周累计产量



来源：ISMA、国海良时研究

来源：ISMA、国海良时研究

来源：ISMA、国海良时研究

平衡表方面，印度 4 月年度平衡表继续调减，来到历史第二低位，产量调减，出口和消费不变，期末库存较上个月的数据继续调减。目前，印度糖国内销售价格也在上涨，印度出口平价已经从产季初的 17 美分/磅上调至 19 美分/磅，也高于印度国内的政策性最低销售价格。截至 4 月，印度已经实际出口 510 万吨糖，也要大幅度低于去年同期水平。

图 5：印度平衡表

榨季	2022/23(4月)	2022/23(3月)	2022/23(2月)	2021/22	2020/21	2019/20
期初库存	524.4	524.4	524.4	820.0	1193.0	1806.0
产量	3280	3340	3400	3578.0	3067.0	2682.0
进口量	0	0	0	0.0	0.0	0.0
出口量	600	600	600	1123.6	720.0	595.0
消费量	2780	2780	2780	2750.0	2720.0	2700.0
期末库存	424.4	484.4	544.4	524.4	820.0	1193.0
库存消费比	15.3%	17.4%	19.6%	19.1%	30.1%	44.2%

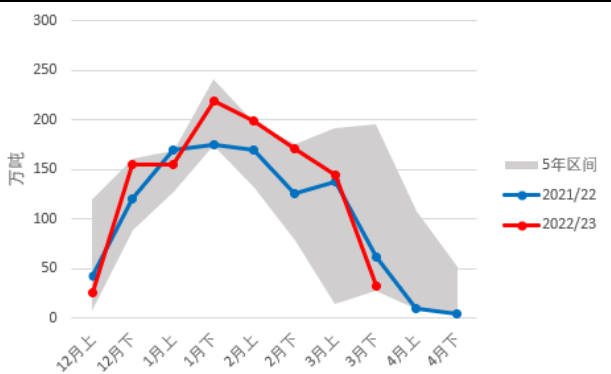
来源：ISMA、国海良时研究

泰国：产量低于前期预期，但同比仍然增量较大

目前据数据显示，泰国 2022/23 榨季截至 4 月 2 日，累计甘蔗入榨量为 9387.73 万吨，产糖率为 11.74%，累计产糖量为 1102.23 万吨。其中白糖 220.6 万吨，原糖 847.88 万吨，精制糖 33.75 万吨。截至 4 月 1 日，泰国本榨季开榨的 57 家糖厂中有 54 家已经收榨，剩余 3 家也预计将在 4 月内完全收榨。

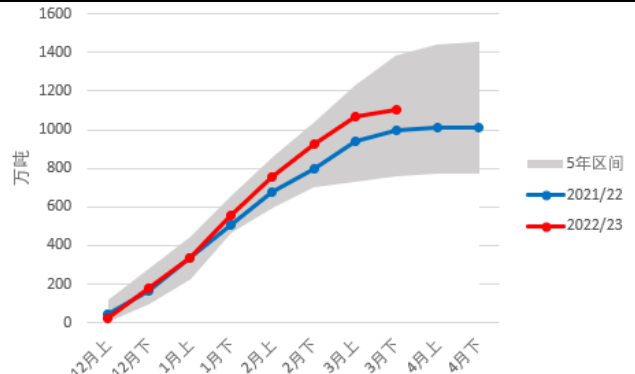
泰国政府此前预计泰国本产季甘蔗产量超过 1 亿吨，但是就目前收割情况来看，泰国 2022/23 榨季甘蔗入榨量为 9388.44 万吨，较上榨季增幅只有 1.9%，低于预期水平，主要是因为天气干旱和农户改种其他经济作物。因此泰国最终产量可能并不会达到之前的预期。

图 6.泰国月度产量



来源：TSMC、国海良时研究

图 7.泰国月度产量累计



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 8: 泰国平衡表

榨季	2022/23(4月)	2022/23(3月)	2022/23(2月)	2021/22	2020/21	2019/20	2018/19
期初库存	797.8	797.8	797.8	843.2	690.2	925.4	718.7
产量	1110	1120	1100	1013.0	774.0	827.0	1456.4
进口量	0	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0
出口量	1000	1000.0	995.0	816.4	386.0	826.2	1001.6
其中: 食糖	900	900	900.0	737.3	360.0	800.5	992.7
糖浆预拌粉折	100	100	95	79.1	26.0	25.8	9.0
消费量	250	250	250	242.0	235.0	236.0	248.0
期末库存	657.8	667.8	652.8	797.8	843.2	690.2	925.4
库存消费比	263.1%	267.1%	261.1%	329.7%	358.8%	292.5%	373.2%

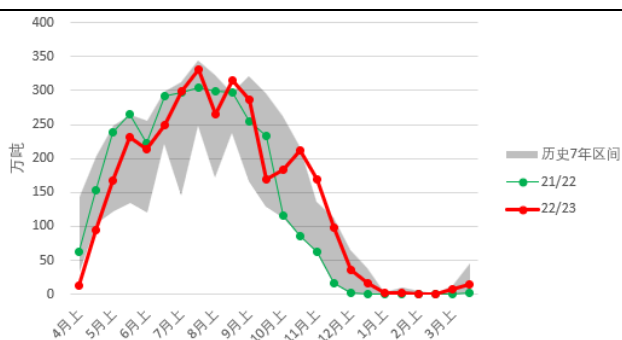
来源: 国海良时研究

巴西: 4月开始新产季压榨, 压榨高峰前总量暂时较少

2022/23 榨季截至 3 月下半月, 巴西中南部累计产糖量为 3372.8 万吨, 较去年同期的 3207.4 万吨增加 165.4 万吨, 同比增幅达 5.16%。就此, 巴西 2022/23 产季正式结束, 进入 4 月开启 2023/24 产季。其实从 3 月压榨数据已经可以看到, 由于原糖价格高于巴西乙醇价格的优势明显, 甘蔗制糖比已经达到了五年历史区间的最高值, 而双周产糖量也是同比增长明显。3 月下半月, 巴西中南部地区甘蔗入榨量为 438.6 万吨, 较去年同期的 118.1 万吨增加 320.5 万吨, 同比增幅达 217.37%; 制糖比为 33.43%, 较去年同期的 11%增加 22.43%; 产糖量为 14.6 万吨, 较去年同期的 1.2 万吨增加 13.4 万吨。

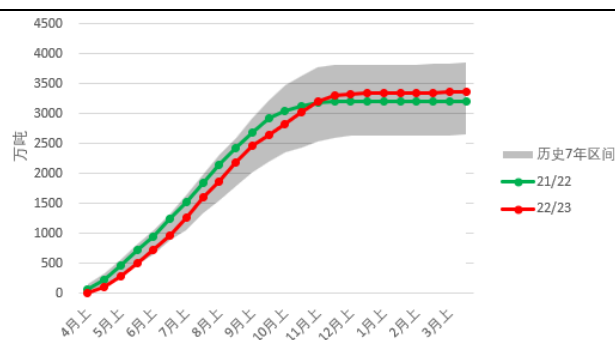
不过, 巴西从 4 月开始新产季到二季度才能到达高峰, 至少要等到 6 月才能明产量才能明显地环比增加, 因此在到达高峰之前的 4 月和 5 月, 上市总量仍然较少。虽然在这个过程中贸易量环比得到缓解, 但是在总量较少的前提下, 国际贸易总体仍然是紧张状态。另外, 巴西港口的拥堵情况也需要持续观察, 本产季巴西三大作物均发生丰产, 在出口高峰物流资源可能会出现紧张情况。根据巴西航运机构 Williams 的数据, 截至 4 月 12 日当周, 巴西港口等待装运食糖的船只数量已从上周的 37 艘上升到 45 艘。港口等待装运的食糖数量从上一周的 132.28 万吨上升到了 194.97 万吨, 环比大幅度增加。虽说巴西港口每年都会发生拥堵的情况, 但是本产季如果更加拥堵的话, 即使巴西产量大规模增加, 也难以快速化解主要需求国的需求数量, 所谓远水难解近渴, 糖价也难以表现趋弱。

图 9. 巴西月度产量



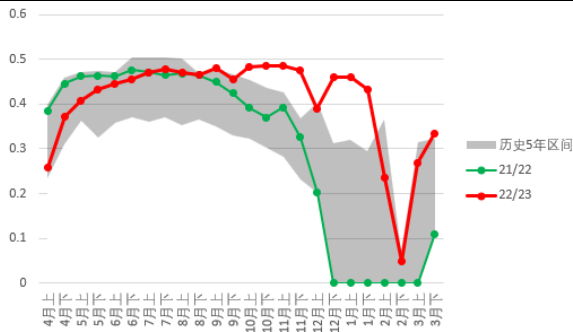
来源: UNICA、国海良时研究

图 10. 巴西月度产量累计



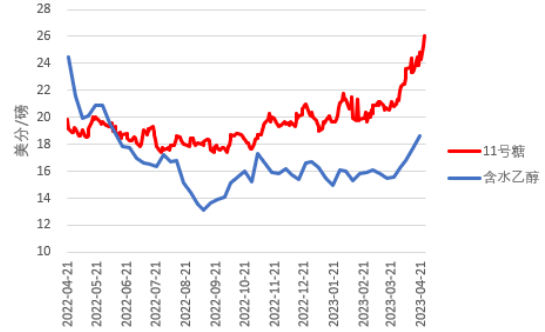
来源: UNICA、国海良时研究

图 11.巴西中南部制糖比



来源：UNICA、国海良时研究

图 12.巴西国内糖醇价格



来源：UNICA、国海良时研究

图 13: 巴西平衡表

榨季	2023/24(4月)	2023/24(3月)	2023/24(2月)	2022/23	2021/22	2020/21	2019/20
期初库存	138.9	138.9	138.9	472.4	590.0	695.6	693.9
产量	3800	3800	3860.0	3580.0	3504.9	4150.3	2960.6
进口量	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
出口量	2800	2800	2800	2933.5	2642.5	3240.9	1893.9
消费量	990	990	990.0	980.0	980.0	1015.0	1065.0
期末库存	148.9	148.9	208.9	138.9	472.4	590.0	695.6
库存消费比	15.0%	15.0%	21.1%	14.2%	48.2%	58.1%	65.3%

来源：国海良时研究

2.需求：国际需求集中于巴西，出口船期向后排布

当前，印度出口因为配额难以增加，泰国出口总量有限难以完全弥补印度，国际需求主要集中在巴西的远期原糖，导致港口压力本身较高的情况下卖船期向后排布。主要需求国的国内供给紧张情况仍需要较长的时间去改善。

3.贸易流：总体看来仍然紧张，期待巴西给予缓解

从4月到来年3月的概念上来定义2022/23产季看，产季整体是供需发生错配的，即使主要出口国去库存出口，也难以弥补整个产季的贸易缺口情况。因此，市场在近期只能期待刚刚开榨的巴西向国际市场提供充足的贸易量来填补整个缺口。

图 14: 贸易平衡表

产季 (4月-3月)	22/23* (3月)	21/22	20/21	19/20	18/19	17/18
理论贸易流过剩/缺口	-146.3	118.1	54.2	-1431.0	53.1	1238.4
主要出口国库存变化	-387.0	-445.3	-217.0	-916.1	89.0	687.0
主要进口国库存变化	132.0	570.7	350.3	-369.6	98.6	480.7
主要贸易出口国过剩量	5023.8	5183.7	5052.0	3471.1	4727.7	5795.4
主要贸易出口国实际出口	5410.8	5629.0	5269.0	4387.1	4638.6	5108.4
主要贸易进口国缺口量	5170.1	5065.6	4997.8	4902.1	4674.6	4557.0
主要贸易进口国实际进口	5302.1	5636.3	5348.1	4532.5	4773.2	5037.7

来源：国海良时研究

(二) 国内市场：市场进入纯消费期，进口卖船到港期后移

本产季的国产糖去库节奏加快，3月国内库存提前去化，4月之后国内市场进入纯消费期，这种情况是历史第一次，不免引起市场对后市供给的担忧，尤其是市场此时还是淡季，还未进入传统旺季。而且根据巴西向国内出口数据来看，卖船到港时间后移，二季度到港预计总量十分有限。

图 15：国内市场月度平衡表

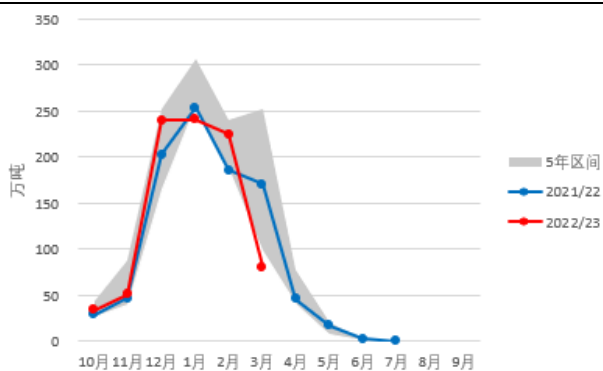
	2022/23												2021/22						
	3月*	2月*	1月*	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	
总供给	产量	80.34	225.00	241.00	240	51	34	0	0	0	3.33	17.62	46.5	170.89	185.5	253.61	202.64	46.71	29.2
	广西	22.66	146.56	168.54	178.93	10.08	0	0	0	0	0	0	7.32	108.22	131.76	187.16	167.99	9.49	0
	云南	53.75	55.91	43.29	20.89	1.95	0	0	0	3.33	17.62	38.71	49.91	36.22	36.03	10.03	1.56	0.52	
	广东	3.93	16.19	17.38	14.34	0	0	0	0	0	0	0.11	10.35	14.15	22.16	8.03	0	0	
	海南	0	4.73	2.25	2	0	0	0	0	0	0	0.36	1.72	2.21	4.37	0.14	0	0	
	内蒙	0	0	2.3	12.2	19.8	24	0	0	0	0	0	0	1.16	3	8	17	19	
	新疆	0	1.61	6.13	10.14	18.2	9.5	0	0	0	0	0	0	0	0.89	7.72	15.71	9.68	
	黑龙江	0	0	0.2	0.3	0.5	0.2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.65	0	
	其他	0	0	0.91	1.2	0.47	0.3	0	0	0	0	0	0	0	0	0.73	2.3	0	
	进口	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	31	57	52	73	52	78	68	28	14	26	42	12	41	41	40	62.74	81
	边贸/糖浆折算	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	5.63	4.31	3.98
总需求	出口	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
	消费	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	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：国内减产基本确定，进口卖船到港后移

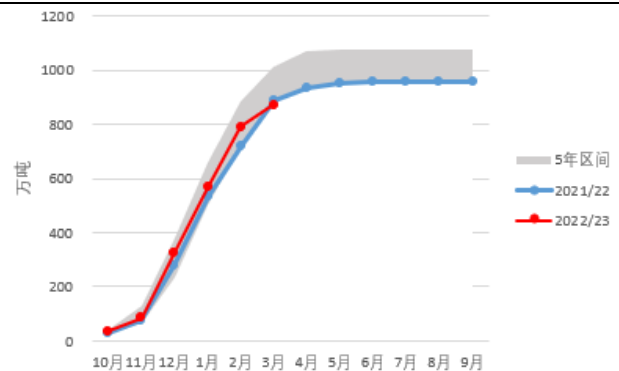
南方主产区普遍提前收榨，特别是广西产区的收榨节奏要比往年快不少。广西本产季跨度 152 日，同比减少 4 天，糖厂平均开机时长 87 天，同比去年的 105 天减少 18 天，总开榨糖厂 73 家，同比减少 1 家。这就导致本产季国产糖预期外减产，截至 3 月 31 日，国产糖产量 872 万吨，同比减少 18.55 万吨。虽然新疆和内蒙的甜菜糖产量有所增加，但是广西的减产仍然带动去全国产量出现减少。目前预期本产季总产量大约 900 万吨，同比去年 956 万吨减少 56 万吨。

图 16：国产糖月度产量



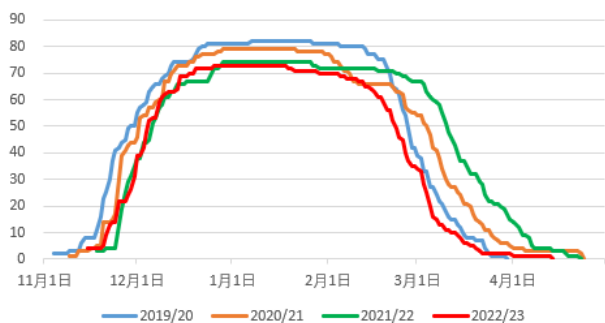
来源：中糖协、国海良时研究

图 17：国产糖月度累计产量



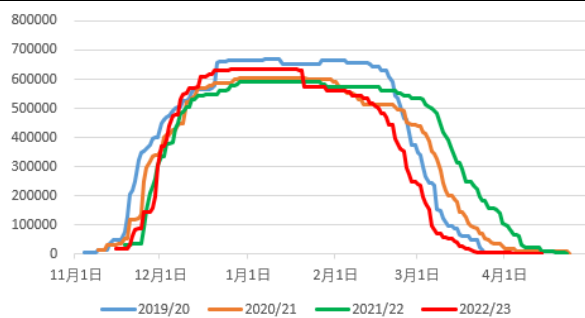
来源：中糖协、国海良时研究

图 18: 广西在榨糖厂数量



来源：广西糖协、国海良时研究

图 19: 广西在榨糖厂产能

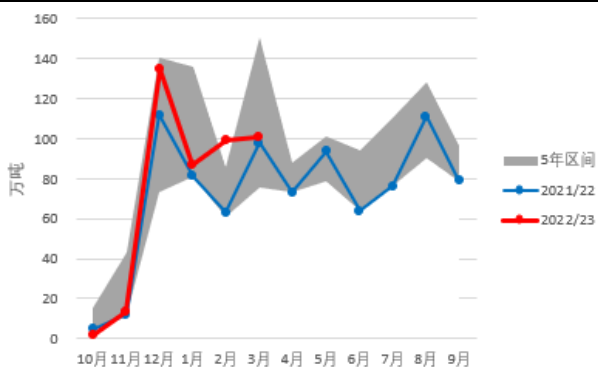


来源：广西糖协、国海良时研究

2.需求：市场二季度进入淡季，需求端驱动暂缓

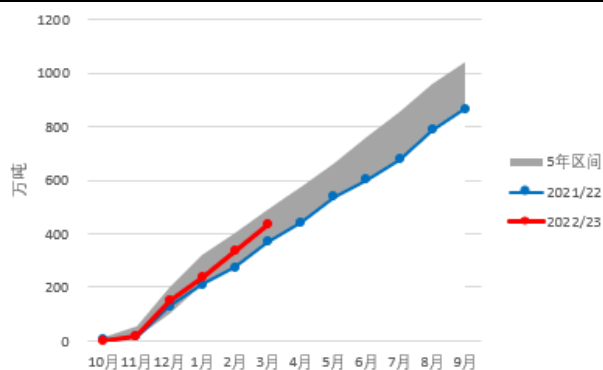
一季度的 3 个月份的国产糖销售量均高于去年同期，这也让本产季截止 3 月的累计销售量达到 437 万吨，同比增加 66.3 万吨，增幅达到 17.87%。累计销糖量来到了历史五年区间的高位。二季度通常是年内的季节性淡季，下游食品备货需求地，多以随用随买为主，因此二季度的市场需求端驱动会暂缓。

图 20: 国产糖月度产量



来源：中糖协、国海良时研究

图 21: 国产糖月度累计产量



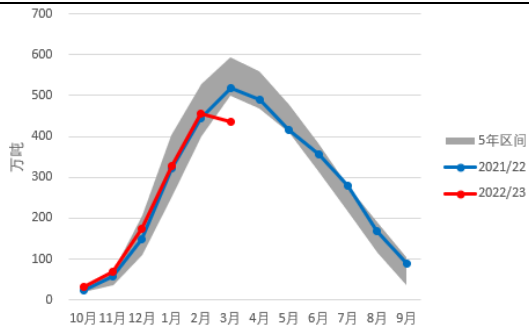
来源：中糖协、国海良时研究

3.库存：产区超卖提前去库，船期后移背景下，加工糖消耗库存

库存方面，由于产区面临的需求旺盛，糖厂超卖情况发生，国产糖的库存在 3 月提前进入去库存的阶段。国产糖销糖率在 1 月同比增加，3 月来到近五年最高位，表明下游的消费趋势向好，国产糖面临的下游环境同比改善明显。

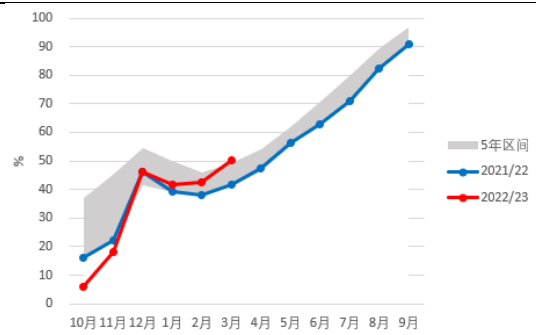
进口糖方面，根据巴西向中国发船信息可以得知，我国进口糖二季度卖船到港将会暂时陷入低谷期，尤其是 4 月和 5 月到港预计将会创出近五年的最低值。因此，这样的情况下，进口加工糖厂只能消耗原糖库存，来保持自己的市场供给。

图 22：国产糖工业库存



来源：中糖协、国海良时研究

图 23：国产糖销糖率

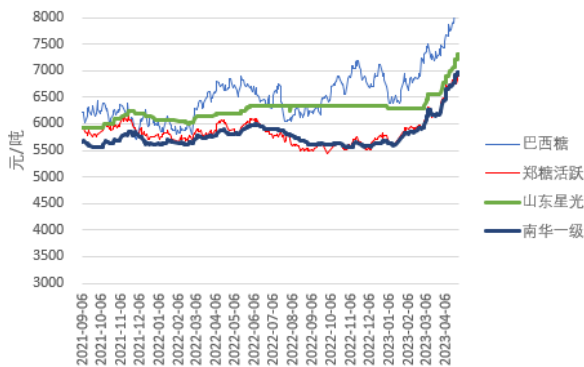


来源：中糖协、国海良时研究

4.进口：卖船到港后移，4-5月进口预计寥寥无几

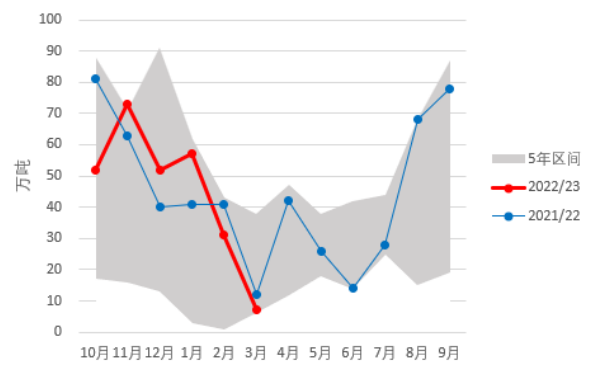
当前内外价差属于历史级别，进口加工糖含税成本已经达到 8000 元/吨，进口加工糖成品糖现货价已经超过 7000 元/吨，产地现货也已经来到 7000 元/吨。在产地减产，糖厂超卖的情况下，3 月进口 7 万吨已经创造近五年最低值，而巴西一季度向中国发船的食糖总量同比明显减少。2022 年一季度巴西向中国出口量大约 41 万吨，而今年的一季度几乎看不到巴西向中国的出口发船。因此，预计 4-5 月中国进口糖到港也是寥寥无几。

图 24：糖价内外价格



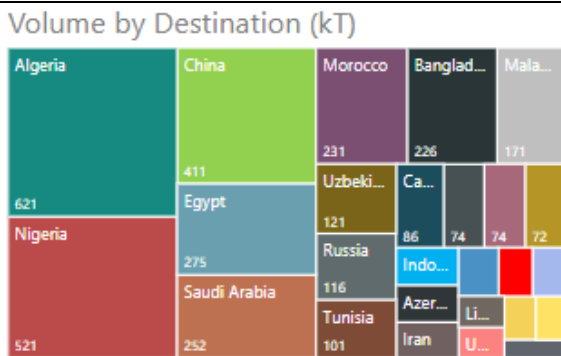
来源：国海良时研究

图 25：食糖月度进口



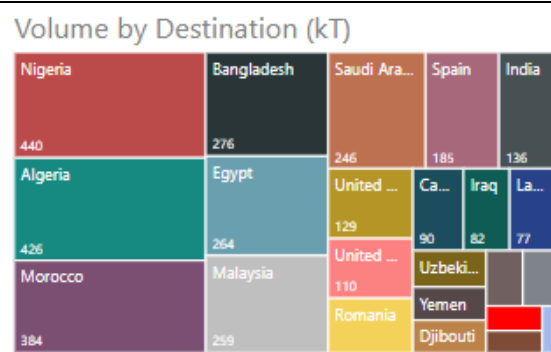
来源：海关、国海良时研究

图 26：2022 年巴西一季度发船



来源：Czapp、国海良时研究

图 27：2023 年巴西一季度发船

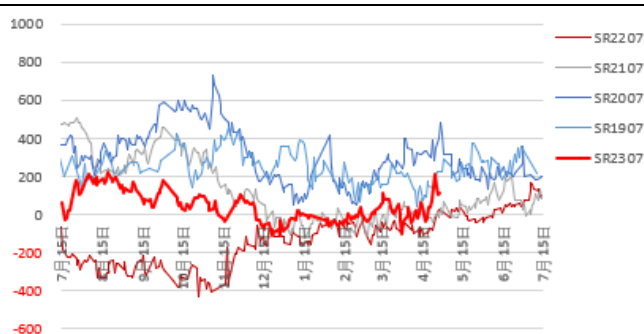


来源：Czapp、国海良时研究

三、期限结构分析

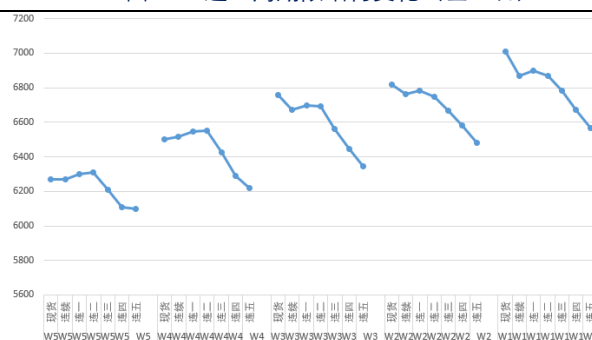
4月主力合约基差在中下旬呈现触低反弹的走势，表明市场情绪逐渐从上涨的狂欢情绪中转向对未来的基本面变化的预测，特别是在现货价格接近历史级别的高位前夕，市场情绪重新思考了行情的走势。近远月合约的期限结构在近三周逐渐向反向结构的趋势转变，市场毕竟进入了季节性淡季，之前交易的减产话题兑现，市场需要新的看涨话题才能压低基差。

图 28：近三个月基差变化



来源：国海良时研究

图 29：近 5 周期限结构变化（左→右）



来源：国海良时研究

（一）基差：中短期看涨预期将重新建立

随着市场进入 5 月和 6 月，国际市场巴西压榨季节开始走向高峰，产量逐渐累计，国际市场现货的紧张程度预期缓解。不过，对于消费旺季的预期仍然具有基本面上的支持，那么 7 月和 9 月合约的上的看涨预期将会逐步显现出来，从而将淡季的看跌情绪给消化掉，从而在 5 月合约进入交割之后，主力合约中短期基差将会得到回落的调整。

（二）月间价差：9-1 价差到达历史高位

产区的提前去库和超卖让现货资源较早地显现出紧张状态，因此 9-1 价差提早来到了 300 元/吨的历史同期高位阶段。考虑到卖船延迟到港，现货短期内补充较为困难，所以预计 9-1 价差将会保持一段时间高位，而进口顺利到港之后，现货得以补充，9-1 价差预计将会有所回落。

四、后市观点

在巴西从开榨走向压榨高峰的过程中，国际贸易流的紧张程度将会有所缓解，原糖价格在 5 月涨势可能有所缓解，后期 UNICA 公布的巴西在 4 月和 5 月的压榨数据较为重要，将影响市场对后期糖价的走势预期。国内方面总体来看，产区减产和提前去库的情况下，短期内进口卖船难以到港让从供给端发起的看涨情绪难以得缓解，即使在二季度传统淡季的情况下，预计国内糖价也难以有所回落。

【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。