

淡季中等待旺季，基差月间趋回落

——7月白糖报告

观点概述

基本面方面：

8月市场进入现货的传统旺季，现货价格下方预计仍然具有较强支撑，虽然进口糖到港和轮储正在进行，但是也不太可能发生大幅度回落，叠加需求端的利多因素，旺季预计价格仍然保持偏强走势，在9月基差回归的逻辑下，期货价格可能还会有一定的上行空间，但是预计在前高位置附近会有较大压力。

基差方面：

8月的基差方面趋向于回归，一方面来自于9月主力合约开始走期现回归逻辑，另一方面也是旺季需求端的交易内容驱动期货。

月间方面：

月间价差保持反套逻辑，移仓换月和多头对新产季的下注让远月价格逐渐走强。

风险提示

轮储总量超预期、进口到港超预期、旺季消费远低于预期。

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07月28日

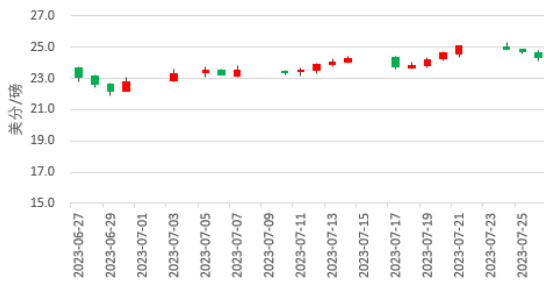
目录

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：紧张贸易流尚未完全化解，厄尔尼诺让市场神经紧张	3
1.供给：巴西产量持续大量兑现，北半球厄尔尼诺出现影响	3
2.需求：俄罗斯退出黑海粮食协议	6
3.贸易流：容错率降低	6
(二) 国内市场：需求旺季迎战进口轮储	6
1.供给：轮储工作正在路上	7
2.需求：传统旺季即将来临	7
3.库存：工业库存去化明显，商业库存同比增加	8
4.进口：预计7月和8月进口环比增加明显	8
5.轮储：总量未知	9
三、期限结构分析	9
(一) 基差：收敛驱动来源期货端	10
(二) 月间价差：多头移仓为远月注力	10
四、后市观点	10
【免责声明】	11

一、行情回顾

在经历 6 月下旬的连续下跌之后，7 月 ICE 原糖期货价格持续反弹，直到在 25 美分/磅附近再次遭遇压力。郑糖也是跟随原糖期货震荡，但是表现相对强势，月内仍然没有触及 7000 元/吨一线，6900 元/吨以上表现出较强的压力，不过总体表现震荡偏强。

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: 同花顺、国海良时研究

二、基本面分析

(一) 国际市场：紧张贸易流尚未完全化解，厄尔尼诺让市场神经紧张

目前，国际市场贸易高度以来巴西压榨节奏，虽然巴西双周产量持续大量兑现，但是并没有彻底让国际供需变得宽松，总体紧张的贸易流虽然边际缓解，但是总体仍然保持紧张。同时，全球已经陷入厄尔尼诺天气模式，天气方面的动向始终牵动着市场的神经。

1.供给：巴西产量持续大量兑现，北半球厄尔尼诺出现影响

巴西：7 月产量保持高位输出，后期含糖率存在隐忧

巴西榨季已经进入高峰，产量正在大幅度兑现，同比数据增加明显，为国际市场的糖原补充有重大意义。根据 UNICA 最新公布的巴西中南部压榨数据，巴西 7 月食糖产量将继续兑现。

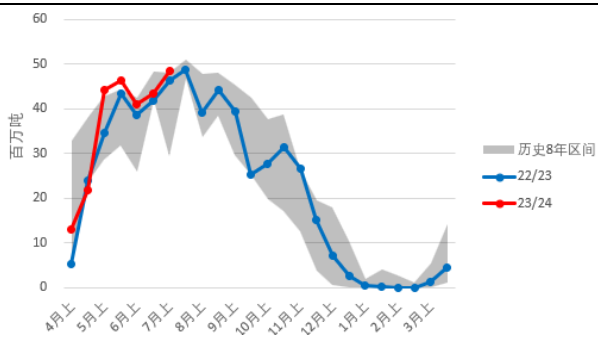
双周方面，7 月上半月，巴西中南部地区甘蔗入榨量 4837.3 万吨，较去年同期 4641.9 万吨增加了 195.4 万吨，同比增幅 4.21%；制糖比为 50.01%，较去年同期的 47.07%增加了 2.94%；产糖量为 324.1 万吨，较去年同期 297.7 万吨增加 26.4 万吨，同比增幅达 8.86%。

累计方面，截至 7 月上半月，巴西中南部地区累计入榨量 25825.1 万吨，较去年同期 23455.8 万吨增加 2369.3 万吨，同比增幅达 10.10%；累计制糖比为 48.14%，较去年同期的 43.54%增加了 4.60%；累计产糖量 1547 万吨，较去年同期 1269.3 万吨增加了 277.7 万吨，同比增幅达 21.88%。

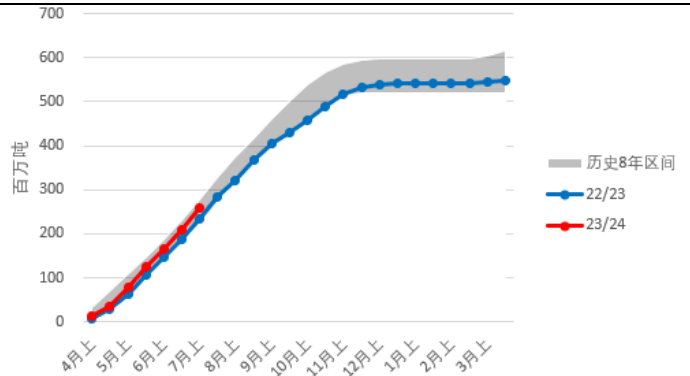
虽然巴西中南部压榨量让食糖持续兑现，但是甘蔗含糖率 ATR 已经在连续两个半月内同比下降。7 月上半月压榨数据中，甘蔗 ATR 为 140.58kg/吨，较去年同期的 142.99kg/吨下降了 2.41kg/吨，这个数据在 6 月下半月也是表现为同比下降。含糖率的下降可能让市场对于巴西的产量总预估有所下调。

图 3.巴西中南部双周压榨量

图 4.巴西中南部双周压榨量累计



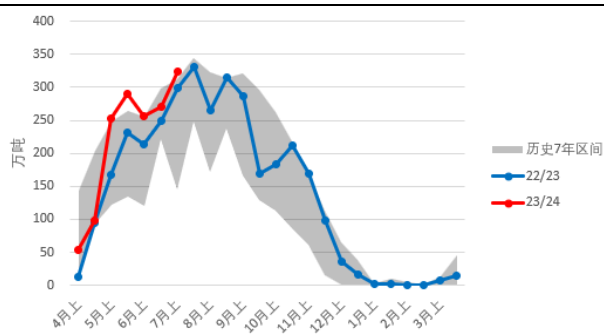
来源：UNICA、国海良时研究



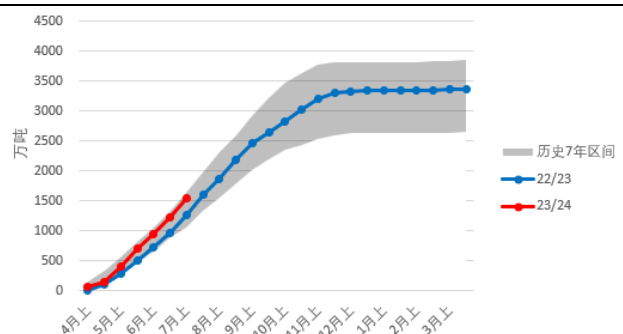
来源：UNICA、国海良时研究

图 5.巴西中南部双周产量

图 6.巴西中南部双周产量累计



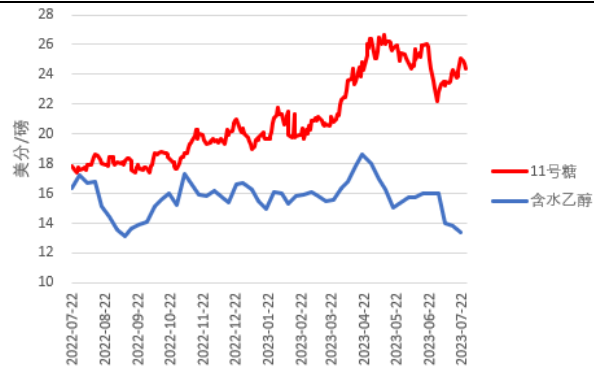
来源：UNICA、国海良时研究



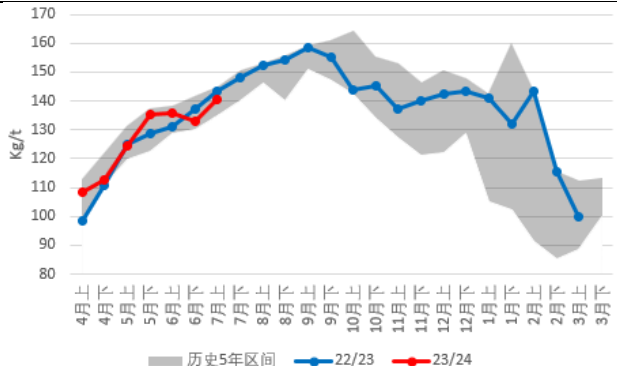
来源：UNICA、国海良时研究

图 7.巴西中南部制糖比

图 8.巴西中南部双周 ATR



来源：UNICA、国海良时研究



来源：UNICA、国海良时研究

图 9: 巴西平衡表

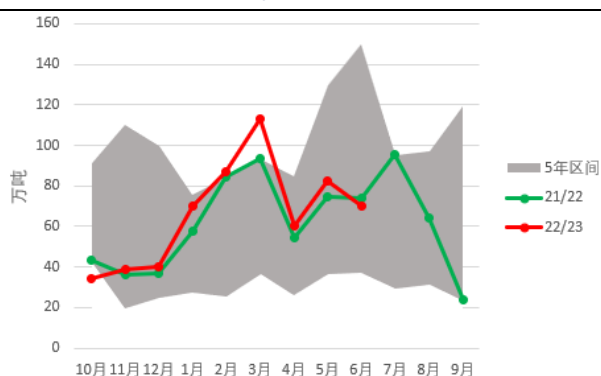
榨季	2023/24(7月)	2023/24(6月)	2022/23	2021/22	2020/21	2019/20	2018/19	2017/18
期初库存	267.7	267.7	472.4	590.0	695.6	693.9	834.3	816.2
产量	4150	4200	3708.8	3504.9	4150.3	2960.6	2905.3	3860.8
进口量	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
出口量	3100	3100	2933.5	2642.5	3240.9	1893.9	1985.7	2782.8
消费量	990	990	980.0	980.0	1015.0	1065.0	1060.0	1060.0
期末库存	327.7	377.7	267.7	472.4	590.0	695.6	693.9	834.3
库存消费比	33.1%	38.2%	27.3%	48.2%	58.1%	65.3%	65.5%	78.7%

来源：国海良时研究

泰国：厄尔尼诺影响出现

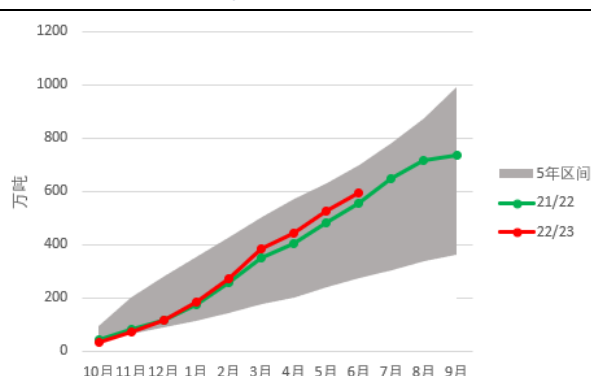
世界气象组织 7 月 4 日宣布厄尔尼诺条件已经形成，极端天气迹象已经在全球初见端倪。入夏以来，亚洲、欧洲、美洲等持续高温，特别是北半球多地持续刷新高温记录，造成电力、水资源等供应不足问题。泰国 2023 年截至到 7 月初，全国的降雨量较去年同期已经下降了 28%，季风带来的降雨减少可能引发干旱，从而影响全国甘蔗生长。厄尔尼诺对泰国食糖产量的影响总是负面的，从历史上的近十年来看，厄尔尼诺发生的年份以及次年，泰国食糖产量都发生了不同程度的减产。

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

虽然本年度泰国增产明显，但是截止 6 月的食糖累计出口量相比去年同期增长有限。泰国在本产季截至 6 月出口累计数量为 595.64 万吨，同比增加 41.25 万吨，增幅 7.4%。并且在 6 月单月出口只有 70 万吨，同比减少 4 万吨，虽然减幅不多，但是在本产季月度数据中少见。

图 12：泰国平衡表

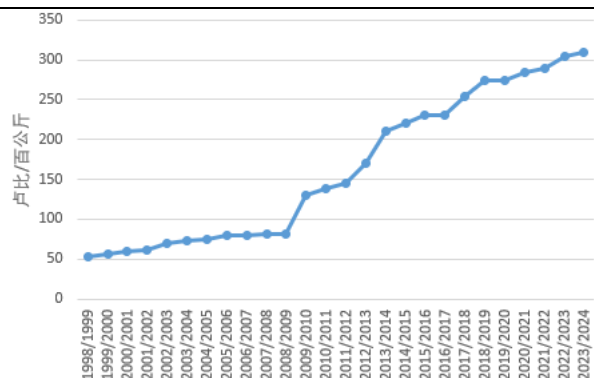
榨季	2022/23(7月)	2022/23(6月)	2021/22	2020/21	2019/20	2018/19	2017/18
期初库存	797.8	797.8	843.2	690.2	925.4	718.7	484.1
产量	1115	1115	1013.0	774.0	827.0	1456.4	1435.4
进口量	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
出口量	1000	1050	816.4	386.0	826.2	1001.6	942.8
其中：食糖	800	900	737.3	360.0	800.5	992.7	940.5
糖浆预拌粉折	200	150	79.1	26.0	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	662.8	612.8	797.8	843.2	690.2	925.4	718.7
库存消费比	265.1%	245.1%	329.7%	358.8%	292.5%	373.2%	278.6%

来源：国海良时研究

印度：甘蔗收购价格提高，播种面积有望增长

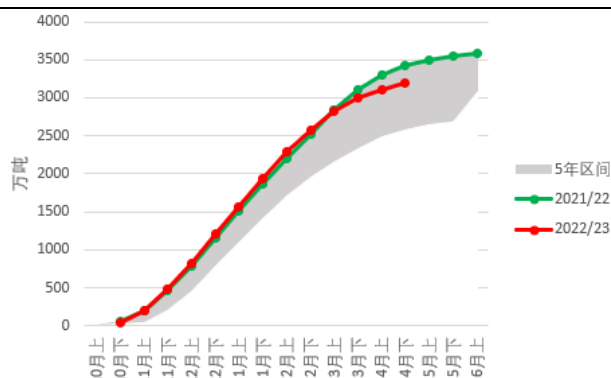
印度内阁在六月下旬批准，在 2023 年 10 月 1 日开始的 2023/24 榨季，甘蔗最低收购价将从每吨 3050 卢比上调至 3150 卢比。公平报酬价格为 3150 卢比/吨使甘蔗利润率超过 100%，成为利润率最高的作物之一。印度此举预计将有效刺激印度农民种植甘蔗的积极性，新产季印度甘蔗种植面积预计增长明显。根据最新数据显示，截至 7 月 7 日，印度甘蔗种植面积同比高出 4.7%，达 558 万公顷。

图 13: 印度甘蔗收购保护价格



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

印度供需平衡表

榨季	2022/23(7月)	2022/23(6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	3225	3225	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	610	610	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	359.4	359.4	524.4	820.0	1193.0	1806.0	1621.0
库存消费比	12.9%	12.9%	19.1%	30.1%	44.2%	66.2%	61.2%

来源: ISMA、国海良时研究

2.需求: 俄罗斯退出黑海粮食协议

俄罗斯退出临时性质的黑海粮食协议无疑会让一些农产品高度依赖进口的国家加紧农产品采购,这其中也会对食糖的贸易进口需求产生积极的影响。

3.贸易流: 容错率降低

本产季各大食糖生产国减产的结果让全球食糖进口需求增加,巴西生产节奏良好让该国成为目前唯一可靠的食糖出口国,如果巴西压榨节奏受到天气等其他因素拖累,那么全球食糖供需又会面临危机,因此目前全球食糖贸易的容错率很低。

(二) 国内市场: 需求旺季迎战进口轮储

7月为消费市场淡季,不过也是纯消费去库季节。在经历进口糖到港低迷的阶段,7月进口糖根据船期推算预计会环比有所增加,进而来补充国内市场的供给端。同时,根据调研情况得知轮储阶段正在进行,预计将有一定量的轮储糖通过加工进入市场,所以在这个旺季中,需求增加和进口轮储进行碰撞,关键还是要看最终的供需平衡向宽松还是紧张的方向倾斜。另外,预拌粉的进口也会在小终端和高价白糖形成竞争。

图 16: 国内市场月度平衡表

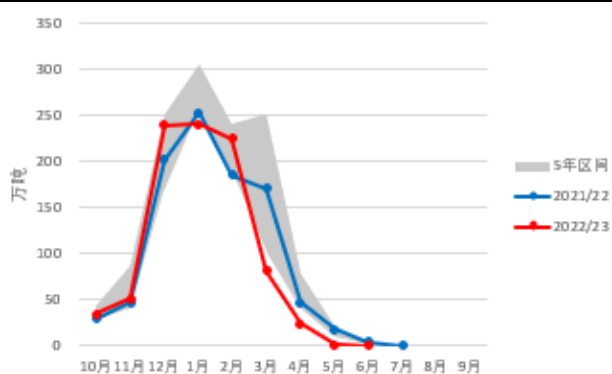
		2022/23									
		7月	6月	5月	4月	3月*	2月*	1月*	12月	11月	10月
总供给	产量	0	0.00	1.00	24.65	80.34	225.00	241.00	240	51	34
	广西	0	0	0	0.26	22.66	146.56	168.54	178.93	10.08	0
	云南	0	0	1	24.24	53.75	55.91	43.29	20.89	1.95	0
	广东	0	0	0	0	3.93	16.19	17.38	14.34	0	0
	海南	0	0	0	0.15	0	4.73	2.25	2	0	0
	内蒙	0	0	0	0	0	0	2.3	12.2	19.8	24
	新疆	0	0	0	0	0	1.61	6.13	10.14	18.2	9.5
	黑龙江	0	0	0	0	0	0	0.2	0.3	0.5	0.2
	其他	0	0	0	0	0	0	0.91	1.2	0.47	0.3
	进口	40	24	11	17.7	23	36.24	60.65	56.29	76.07	54.66
	海关	30	4	4	7	7	31	57	52	73	52
	边贸/糖浆折算	10	20	7	10.7	16	5.238	4	4.292	3.972	2.664
总需求	出口	0	0	0	0	0	0	1	1	1.5	1.5
	消费	125	120	140	125	125	110.00	155.00	160.00	105.00	115.00
	库存变化	(85.00)	(96.00)	(128.00)	(82.65)	(31.66)	151.24	145.65	135.29	21.47	(27.84)

来源: 国海良时研究

1.供给: 轮储工作正在路上

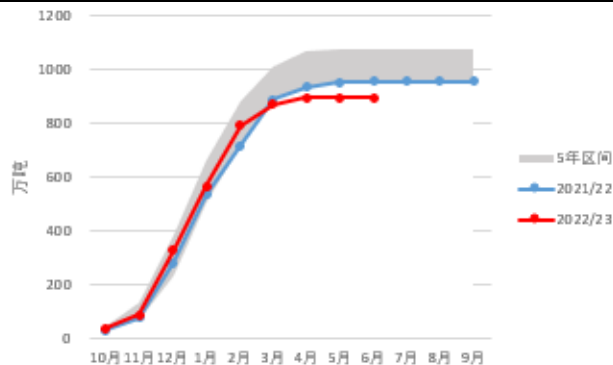
本产季国产糖产量确定为 897 万吨, 同比上产季 956 万吨减少 59 万吨, 减幅超过 6%。国产糖的减少和进口的延迟到港让国储糖的入市必要性增加。根据 7 月调研中所观察到的内容, 国储糖的轮储正在进行。本年度和往年不同的是, 国储糖入市已经不再采取总量公开和拍卖的方式进行, 而是将国储原糖通过特定加工糖厂加工投放市场, 整个过程价格和总量是保密的, 以免引起市场剧烈波动。

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

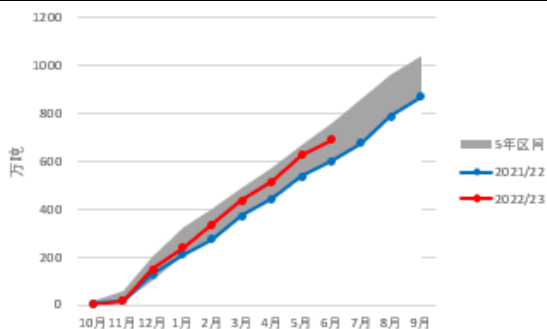


来源: 中糖协、国海良时研究

2.需求: 传统旺季即将来临

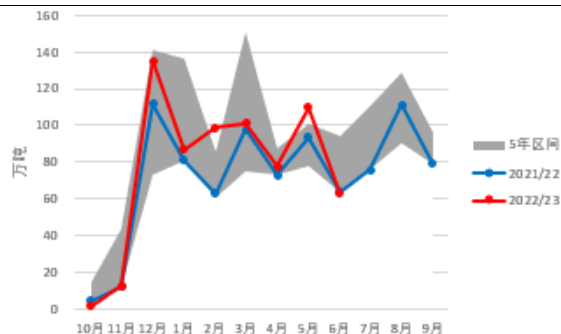
国产糖 6 月单月销售数据为 63 万吨, 同比几乎持平, 累计销售 688 万吨, 同比增加 87 万吨。根据季节性规律, 预计 7 月销售也是处于淡季, 但是预计环比增加一定的量。对即将到来的传统旺季, 国产糖销售在经历了 6 月和 7 月连续两个月的传统淡季之后, 即将在 8 月迎来传统旺季, 现货市场价格可能产生新的驱动。

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

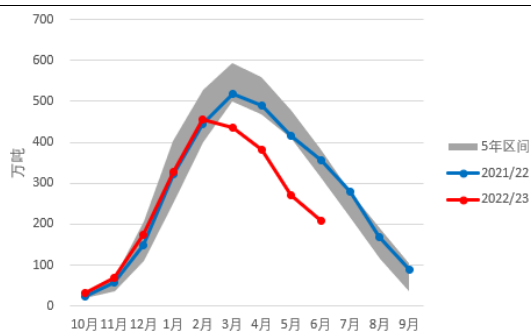


来源: 中糖协、国海良时研究

3. 库存: 工业库存去化明显, 商业库存同比增加

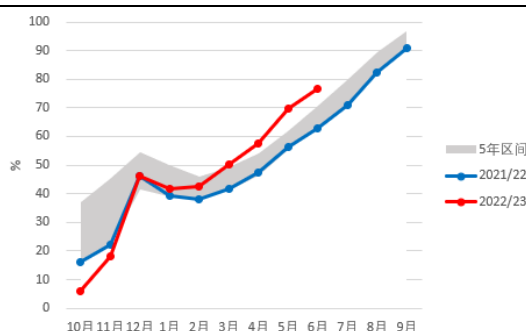
工业库存在 7 月初仍然保持同比往年低的位置, 预计在新产季来临之前, 工业库存都在低位的位置保持。6 月底, 根据糖协数据, 工业库存为 209 万吨, 同比减少 146 万吨, 这里面有检查的效应 59 万吨, 也有下游需求增多的效应 47 万吨。产销率来看, 6 月底产销率接近 80%, 这是历史上都几乎没有看到的, 说明产地货源确实消化很快。

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

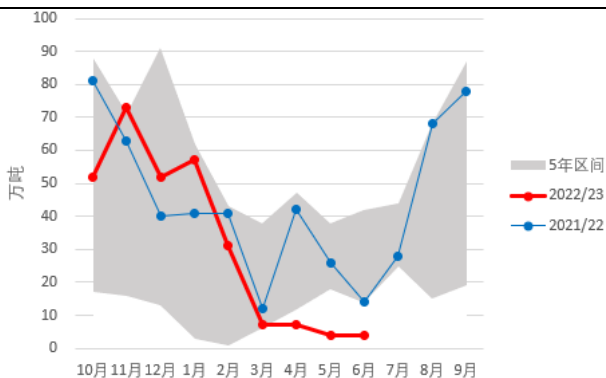


来源: 中糖协、国海良时研究

4. 进口: 预计 7 月和 8 月进口环比增加明显

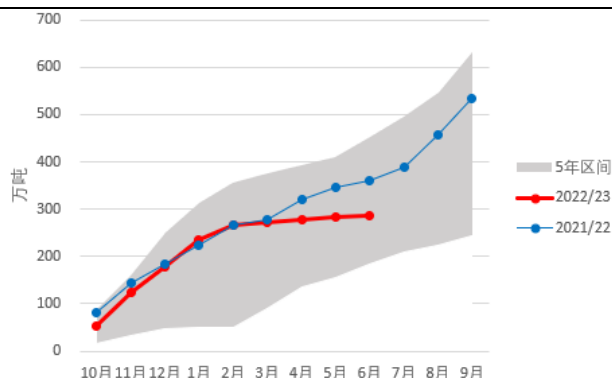
6 月我国食糖进口 4 万吨, 同比减少 10 万吨, 降幅 71.43%, 产季累计 286.82 万吨, 同比减少 72.5 万吨, 降幅超过 20%, 总量仍然难有起色。根据巴西 UNICA 出口数据显示, 巴西 4 月向中国出口 11.02 万吨, 5 月向中国没有出口, 6 月向中国发出 9.1 万吨, 按照船期推算 7 月预计环比增加但同比仍然减少明显。从巴西向中国发船情况可以推测, 预计 7 月进口量环比增加到 15 万吨, 同比减少 10 万吨, 而 8 月进口量环比增加到 30 万吨, 同比减少 40 万吨。

图 23：食糖月度进口



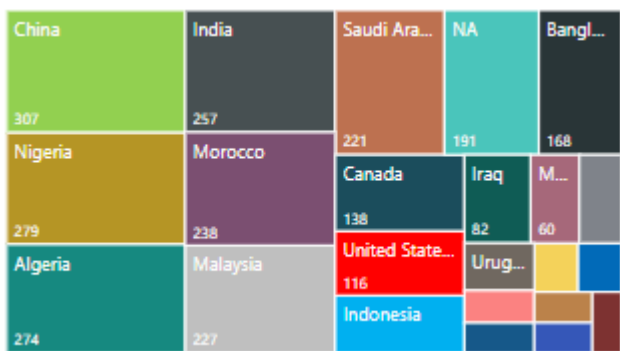
来源：海关、国海良时研究

图 24：食糖月度进口累计



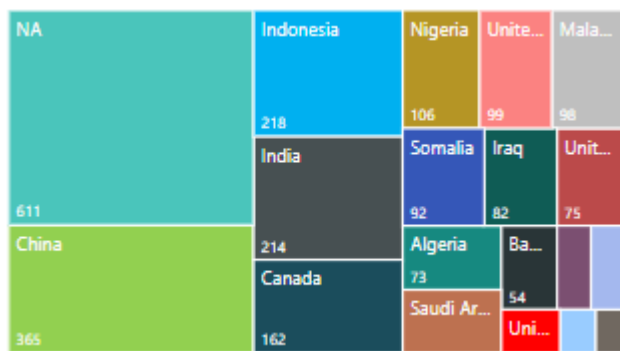
来源：海关、国海良时研究

图 25：2023 年巴西 6 月发船



来源：Czapp、国海良时研究

图 26：2023 年巴西 7 月发船



来源：Czapp、国海良时研究

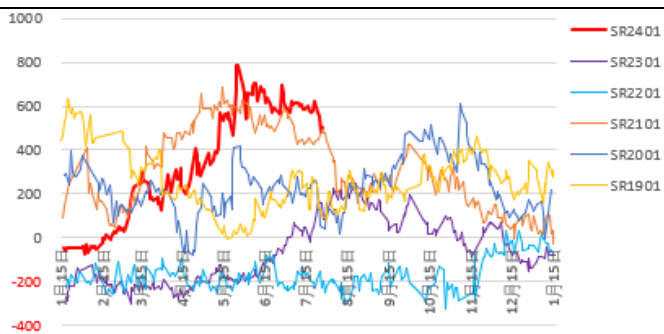
5. 轮储：总量未知

年度从国储糖投放到市场已经不采取公开拍卖的方式了，取而代之的是秘而不宣的轮储。根据此次在北方市场的调研，大贸易商表示轮储已经正在进行，国储原糖出库正在加工糖厂进行加工，准备后续投放市场。不过，轮储的总量是不对外公布的，大家对这个情况各自有各自的猜测，根据讨论的情况，说 60 万吨的较多，也有预计 40 万吨，80 万吨，甚至 120 万吨的。不过可以较为肯定的是，国储糖轮储投放市场已经开始在准备中，等到需求旺季预计会投放市场。

三、期限结构分析

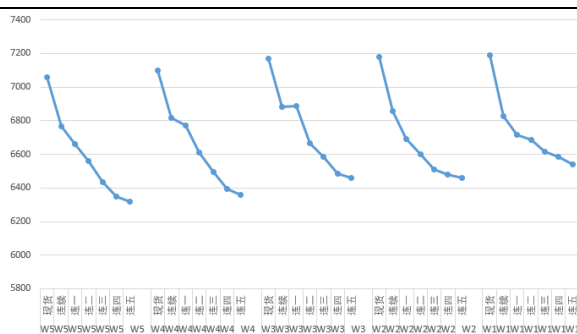
白糖期货各月合约基差基本都在高位震荡，近期有收敛的迹象。期限结构方面保持反向结构，近月合约长时间深贴水，而远月合约之间的差距正在收敛。

图 27: 1 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：收敛驱动来源期货端

市场进入 8 月之后，9 月合约的交易逻辑转向期现回归，近月基差开始收敛，带动其他月份的基差同步运动。8 月市场进入备货阶段，现货价格预计相对坚挺，而期货价格利多题材出现，因此基差总体收敛节奏可能是期货上涨向现货回归。

(二) 月间价差：多头移仓为远月注力

月间价差逻辑上已经转为近远月反套逻辑，这种逻辑来自于多头移仓换月、套期保值、基本面预期三个方面。首先，多头从 9 月合约换到远月 1 月合约；其次，本产季已经进入尾声，持货方套保主力只能集中于 9 月主力合约，因此之前未能套保的头寸也会压在 9 月；第三，远月面临天气风险，且目前价格相对近月低，新进多头更愿意网往远月去走。

四、后市观点

市场即将进入现货的传统旺季，现货价格下方预计仍然具有较强支撑，虽然进口糖到港和轮储正在进行，但是也不太可能发生大幅度回落，叠加需求端的利多因素，旺季预计价格仍然保持偏强走势，在 9 月基差回归的逻辑下，期货价格可能还会有一定的上行空间，但是预计在前高位置附近会有较大压力。8 月的基差方面趋向于回归，一方面来自于 9 月主力合约开始走期现回归逻辑，另一方面也是旺季需求端的交易内容驱动期货。月间价差保持反套逻辑，移仓换月和多头对新产季的下注让远月价格逐渐走强。

【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。