

## 新季供需大致平衡

——2022 白糖年报

### 观点概述

2021/22 产季的国际市场和国内市场预计都处于供给需求大致平衡的状态，产需缺口或过剩不会像往年那么明显，因此预计发生明显的趋势性上涨或者下跌行情比较难，总体以震荡格局的行情为主，除非泰国或巴西产量发生预期之外的变化。内外价格关系上，国际价格仍然会扮演国内价格的引领者，国内市场难以走出独立的行情。如果国内消费仍然保持弱势，各月库存保持充足，那么国内糖价弱于国际糖价的情况将在明年的多数时间内保持。

2021/22 产季面临的不确定性主要在于两个方面：第一，泰国产量是否能如期兑现。如果泰国较大幅度增产能够兑现从而带来可观的出口量，那么明年一季度的糖价就会面临较大的下行压力，否则市场对于印度市场的出口需求将让糖价保持在目前的高位水平。第二，原油价格是否会发生大幅度波动。进一步上涨会压低巴西制糖比从而减少巴西产量的预估，较大幅度的下跌则会产生相反的结果。

基于以上的分析对 2021/22 产季做出整年的策略建议并不现实，因为我们提前做了一些假设，所以只能说在各个变量满足我们预期的情况下，区间震荡思路可能会合适一些。另外对于较近的短时间内可以关注春节备货行情，在糖价企稳的迹象产生后可以尝试轻仓布局多单。另外，泰国开榨之后需要重视泰国的生产和出口数据，判断国际糖价是否会出现阶段性的趋势变化。

### 风险关注

疫情发展、原油价格、泰国产量

研究员：许晓燕

邮 箱：xuxy@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85238905

从 业 资 格 号：F0255539

投资咨询资格号：Z0002333

研究员：胡林轩

邮 箱：hulx@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85135825

从 业 资 格 号：F3076492

发表日期：2021.12.15

## 一、行情回顾：国外带动国内走势

图 1 郑糖主力 2021 年度走势



图 2 糖 11 主力 2021 年度走势



数据来源： WIND，国海良时研究

数据来源： WIND，国海良时研究

2021 年的糖市是一个国际价格上涨带动国内市场上涨的过程。泰国和巴西的相继减产伴随着国际消费市场的复苏造成的供需缺口给予了国际糖价上涨的动力。国际糖价的强势将上行动力通过进口利润传递到国内市场，引起国内糖价的上涨。2021 年主力合约持续升水于现货的现象让基差保持在负区间，这也是预期拉动的上涨行情的重要特征。总体而言，国际价格上涨 4 美分/磅水平以上，涨幅 25% 以上，国内期货主力合约年度上涨约 500 元/吨，涨幅大约 10%。

## 二、供需分析

### （一）国际市场：新产季供给同比宽松，产需缺口若有若无

根据我们 12 月对全球平衡表的重新预估，2021/22 产季供给端同比预计将有较大增产，消费因为全球经济的复苏而进一步改善，生产消费大致平衡，库存消费比同比小幅减少。生产端，产量的同比增加主要来自于泰国的较大幅度增产，欧洲（包括俄罗斯）产量改善，以及暂且预计小幅恢复的巴西 3 月开始的新榨季产量。需求端，虽然德尔塔和奥密克戎等新的变异毒株时不时出现，但是我们对全球整体的经济恢复抱有信心。这个信心主要来自于中国经济的稳健增长以及其他主要经济体事实上的与病毒共存状态，另外也来自于国内外新冠特效药的上市和运用。根据平衡表的预期，2021/22 产季全球糖价可能并不会像 2020/21 产季那样表现出强烈的上涨态势，若有若无的产消缺口会让价格表现出区间震荡的状态，但不排除预期之外的供需增减对预期产生大的方向性影响。

表 1 国际供需平衡表

		21/22(12月)	20/21	19/20	18/19	17/18	16/17
总供给	期初库存	5001	5286	4949	4755	4277	4591
	产量	17541	17005	17480	17578	17936	16678
	进口	5423	5517	5295	5376	5601	5546
总需求	出口	5423	5517	5295	5376	5601	5546
	消费	17529	17291	17142	17384	17458	16992
	期末库存	5013	5001	5286	4949	4755	4277
	库存消费比	28.60%	28.92%	30.84%	28.47%	27.23%	25.17%

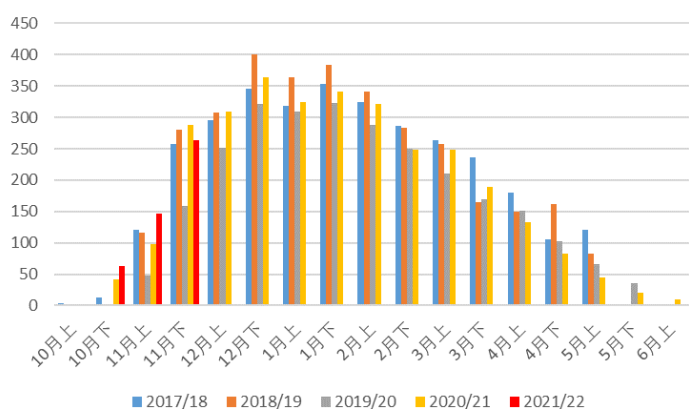
数据来源：国海良时研究

### 1. 印度：乙醇生产抵消食糖增量，新产季产量变化预计小

印度最大的产糖邦之一——北方邦的政府提高本年度甘蔗收购价格（SAP）250 卢比/吨，但是北方邦之外的产地并没有相应动作。另外今年西南季风如期到来，同时也带来了稳定的降水。两个方面促进了印度甘蔗产量的同比增加。但是印度乙醇生产如火如荼进行，ISMA 预计本年度将会有 350 万吨的糖产量被转化为乙醇产量，这样才能够达到 10%乙醇与汽油混合的本年目标（上一年度混合比例为 8%）。这也就抵消了甘蔗增产带来的糖产量，对印度糖库存来说无疑是一个好的开始。印度本年度预计开榨的糖厂有 416 家，同比去年增加了 7 家。截止 11 月 30 日，2021/22 产季印度产量累计 472.1 万吨，同比增加 41.9 万吨。全年预计产量达到 3100 万吨，产量小幅增加 33 万吨。

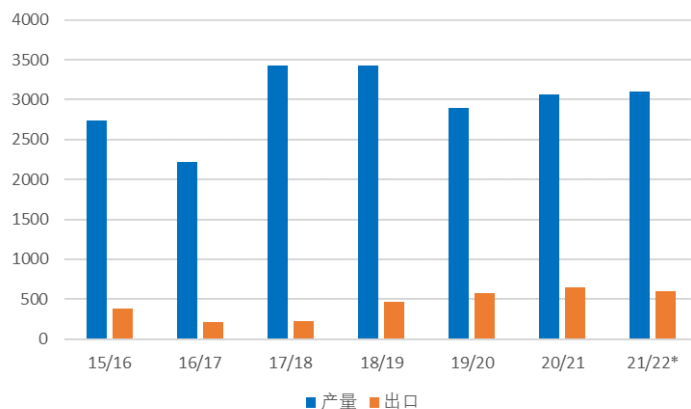
出口方面，印度糖厂目前已经签订 350 万吨出口合同，其中绝大多数是在国际糖价为 20 美分/磅以上的水平签订。新产季印度的出口量预计在 600 万吨，剩下 250 万吨的可出口量在泰国糖的竞争下预计达不到理想的价格。

图 3 印度月度产量



数据来源：ISMA，国海良时研究

图 4 印度产量与出口



数据来源：ISMA，国海良时研究

## 2. 泰国：新产季产量恢复较多，可出口量增加明显

与之前两个产季相比，泰国本产季的甘蔗没有遭遇到严重的干旱天气。虽然基层种植端仍然存在着甘蔗和木薯的激烈竞争，但是随着国际糖价的逐渐上涨以及天气的正常运行，泰国食糖协会和泰国糖业公司 TSMC 都在最新的预估中给予了泰国 2021/22 产季产量的可观预估。泰国食糖协会预计泰国 2021/22 年榨季甘蔗产量预计增长近三分之一，从上一榨季受旱情冲击降至十年最低的低谷中大幅增长，预计在到明年 4 月份结束的 2021/22 产季，泰国的甘蔗压榨量达到 8570 万吨，预计产糖量将达到 950 万吨，远高于上一榨季的 750 万吨。泰国糖业公司 TSMC 对于本年度甘蔗产量的预期更高，其预估将达到 9000 万吨，产糖量超过 1000 万吨。

出口方面，较大幅度增产的泰国在 2021/22 产季可出口食糖总量也水涨船高。泰国 2020/21 榨季累计出口食糖 367.97 万吨，同比上榨季的 800.55 万吨减少 432.58 万吨，降幅为 54.04%。泰国外贸部数据显示，2021 年 10 月泰国出口食糖 43.52 万吨，同比增 4.65 万吨。我们预计 2021/22 产季泰国出口量超过 500 万吨。

图 5 泰国月度产量

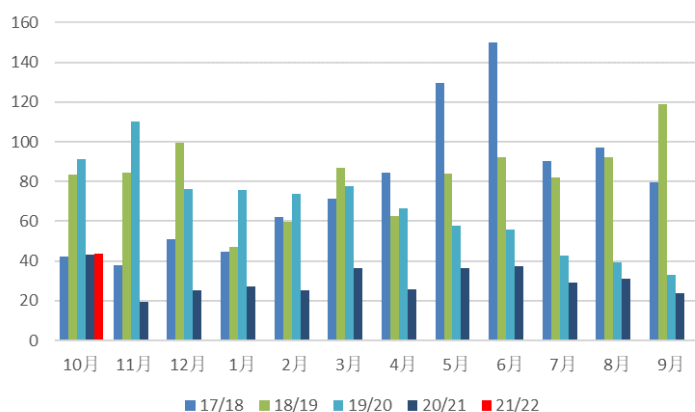
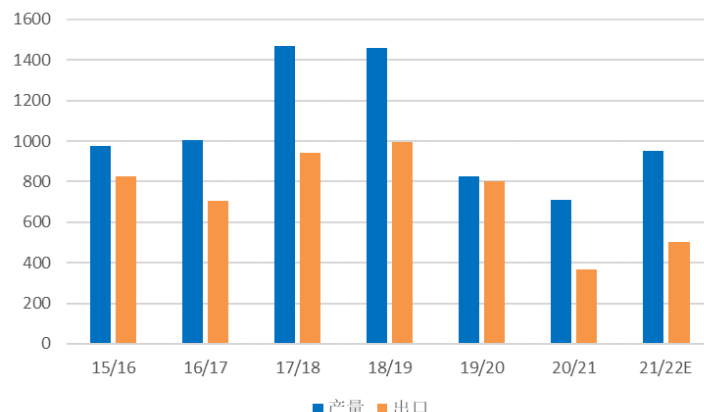


图 6 泰国产量和出口



数据来源：TSMC，国海良时研究

数据来源：TSMC，国海良时研究

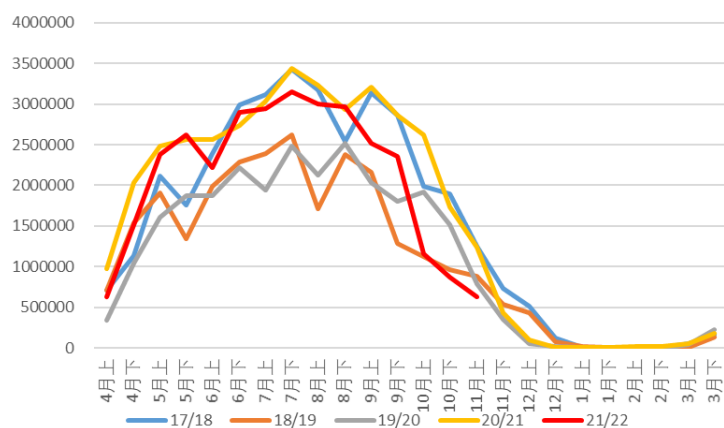
## 3. 巴西：甘蔗产量部分恢复

巴西中南部是巴西甘蔗的最主要产区，在今年先后经历了干旱和霜冻天气，对产地甘蔗的生长产生了严重的负面影响。根据以往年度的经验，霜冻对产区甘蔗生长的影响会持续到第二年，因此预计 2022 年巴西的甘蔗压榨总量不会发生大幅度的反弹。2021 年巴西中南部糖产量总体预计 3200 万吨左右，同比下降约 600 万吨，远超过预期。但是这不仅是甘蔗遭遇干旱和霜冻所造成的结果，也是甘蔗制糖比同比下降的表现。2021 年巴西国内乙醇价格与原糖价格此消彼长，竞争激烈，不过总体差距已经远不如 2020 年那么大。原油与巴西国内乙醇消费形成竞争，两者价格息息相关，因此如果原油价格能够保持不发生较大回落，那么巴西制糖比则不会发生 2020 年一样的大幅度抬升。

我们认为，目前要想较为确定地去估计巴西 2022 年的产量还为时尚早，况且 2021 年的具体产量还未盖棺定论。所以，只能说在不发生较大的影响因素变化的情况下，巴西 2022 年产量可能要比 2021

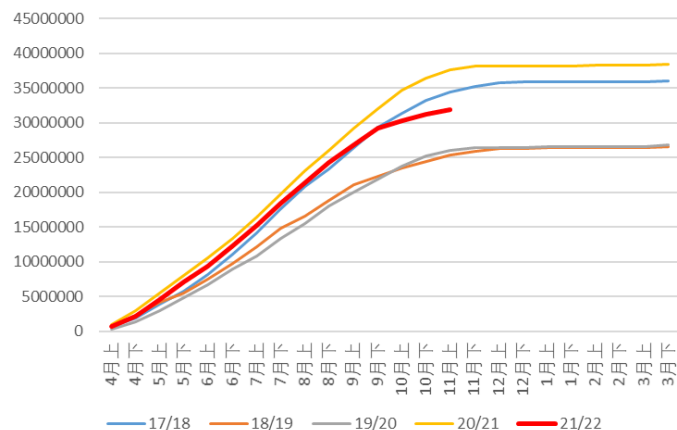
年产量小幅回升到 3600 万吨。巴西总产量和国际运费高涨都限制了巴西糖出口进度，如果 2022 年巴西产量有小幅恢复，那加上国际航运条件改善，运费回落，巴西向世界市场供给的糖量会有所增加。

图 7 巴西中南部双周产量



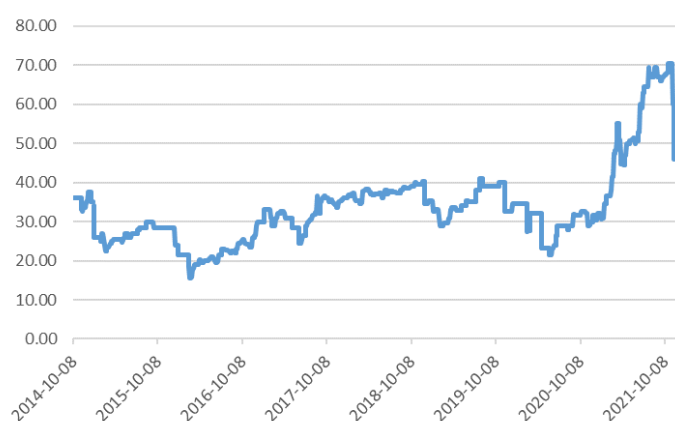
数据来源： UNICA，国海良时研究

图 8 巴西中南部累计产量



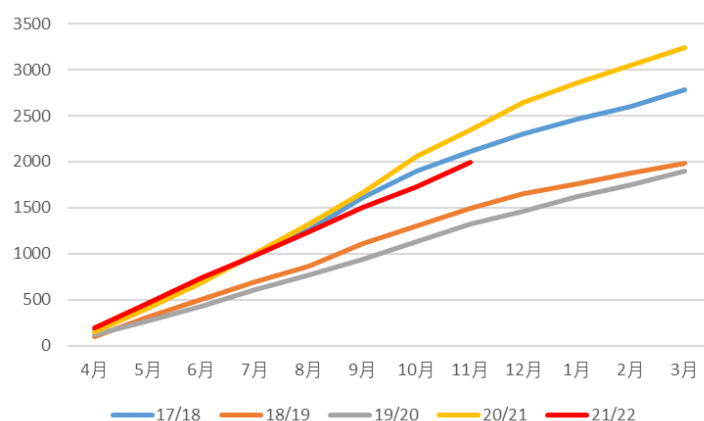
数据来源： UNICA，国海良时研究

图 9 巴西糖运费



数据来源： WIND，国海良时研究

图 10 巴西累计出口



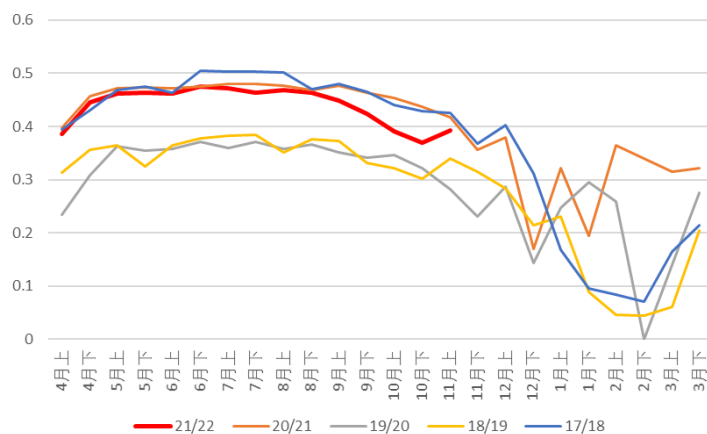
数据来源： SECEX，国海良时研究

图 11 巴西糖和乙醇比价



数据来源：WIND，国海良时研究

图 12 巴西中南部制糖比



数据来源：UNICA，国海良时研究

## （二）需求：继续保持增加预期，警惕变异病毒反复

从疫情发生到经济走到底部，世界经济的恢复一直是宏观的主旋律。过去的 2021 年，德尔塔和奥密克戎等变异病毒对世界经济的恢复产生了较大的干扰，但是预期恢复的主旋律没有发生变化。随着人类对新冠病毒的深入研究，疫苗和药物开发逐步跟上，世界经济再次陷入低谷的可能性不大。因此，我们对食糖需求继续保持增长预期。我们在此提醒，虽然主旋律预期不变，但是仍然要警惕新的变异病毒或者其他突发事件对市场的扰动。

## （三）国际市场展望与小结

关于国际市场的部分，根据我们 12 月对全球供需平衡的估计，2021/22 产季产量和消费都有不同程度的增加，但是产量的增加幅度大于消费的增加幅度，从而导致产消缺口在新产季明显缩小，可能产生小幅度的过剩。如果我们接收这样的推断并且考虑推断误差的情况下，2021/22 产季供需应该是大致处于平衡状态的，大幅度的趋势性行情预计难以发生。如果泰国的大幅度增产和巴西小幅度回升能够兑现，那么远期的价格甚至会出现走弱预期。

## 三、国内市场：新产季供需大体平衡，外盘涨跌指引方向

我们在 12 月对 2021/22 产季国内市场的平衡表进行了简单地估计，总体结果体现为产量小幅减少，消费量进一步复苏，引起产消缺口进一步扩大。由于进口预计维持在高位，产消缺口可被总进口量弥补。结果显示，2021/22 年度库存和库存消费比变化不大，总供给和总需求大致处于平衡状态。

生产端，我们暂时遵从中国糖业协会对新年度各个主产区的产糖估计，对各产区的产量进行加总，结果显示总产量同比减少，这主要来自于北方产区的甜菜糖减少。需求端我们保持乐观估计，新年度



随着疫情控制和经济的进一步复苏，国内的食糖总需求量预计同比提高。进口方面，由于 2021 年三季度和四季度绝大多数时间内外糖价倒挂，所以预计 2021 年第四季度和 2022 年第一季度的进口量同比减少，从而引起总体进口量减少。但是，我们认为在食糖配额外关税大幅度下调导致国内和国际价格联动加强的当今市场，国内平衡表的库存消费比相对于国际糖价的大走势方向而言参考意义已经相对较弱（例如 2020/21 产季），所以预计国际糖价的大方向变化仍然在很大程度上引领国内糖价的走势。

表 2 国内供需平衡表

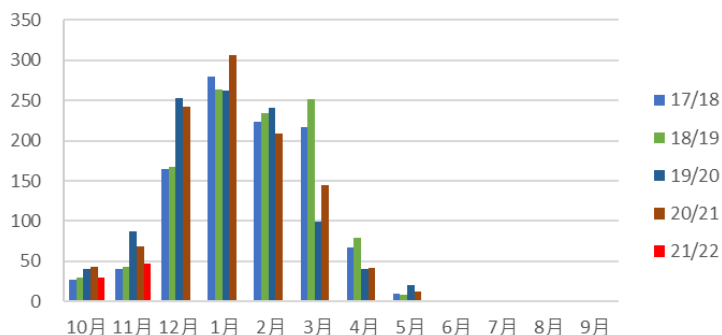
		21/22(12月)	20/21	19/20	18/19	17/18	16/17
总供给	期初库存	674	516	607	658	795	986
	抛/收储					37	98
	产量	1022	1067	1042	1076	1031	929
	进口	550	654	427	473	422	448
	海关	530	634	377	323	242	228
	边贸	20	20	50	150	180	220
总需求	出口	15.5	13.0	18.9	20.5	19.4	8.0
	消费	1560	1550	1540	1580	1570	1560
	期末库存	670	674	516	607	658	795
	库存消费比	42.98%	43.48%	33.53%	38.40%	41.92%	50.93%

数据来源：国海良时研究

### （一）产量：同比小幅减少

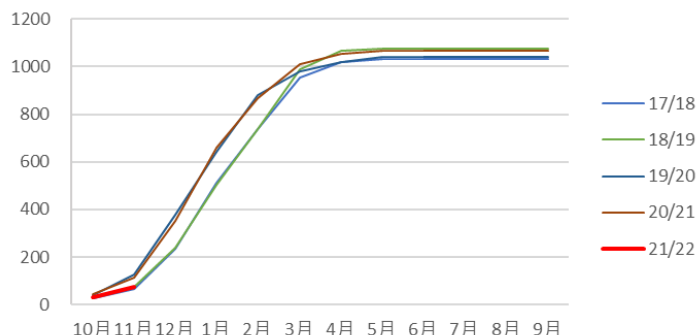
关于国内产量，我们参考中国糖业协会的预计，南方产地的总产量预计不会发生太大变化，而主要的减产发生在北方甜菜糖产区。南方主产区 2021/22 产季的 11 月末才开始压榨甘蔗，因此新产季 10 月和 11 月的产糖数据更多表现出北方产季的制糖情况。10 月全国国产糖总产量为 29.2 万吨，同比减少 14 万吨，减幅 32.5%；11 月全国国产糖总产量为 46.7 万吨，同比减少 21.35 万吨，减幅 31.4%。2021/22 产季截止 11 月累计制糖 75.9 万吨，同比减少 35.41 万吨，减幅 32%。随着 12 月开始到 2022 年的一季度南方甘蔗糖进入压榨高峰，预计累计产量的减幅会逐步缩短，最终产量同比小幅减少。我们认为，国产糖这样的小幅减产并不会引起国内食糖供给的紧张，因为进口已经成为国内食糖的重要补充部分。相对而言，随着 RCEP 协议的生效以及东盟边境贸易开张的可能性，进口糖以及进口糖浆应该受到更大的重视。

图 13 国产糖月度产量



数据来源：中糖协，国海良时研究

图 14 国产糖累计产量

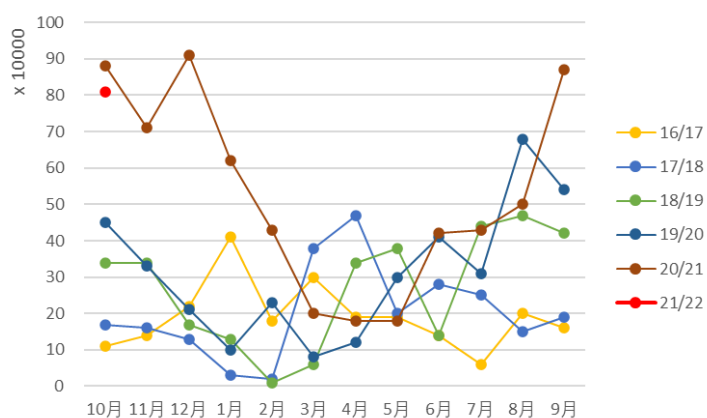


数据来源：中糖协，国海良时研究

## (二) 进口：预计保持高位

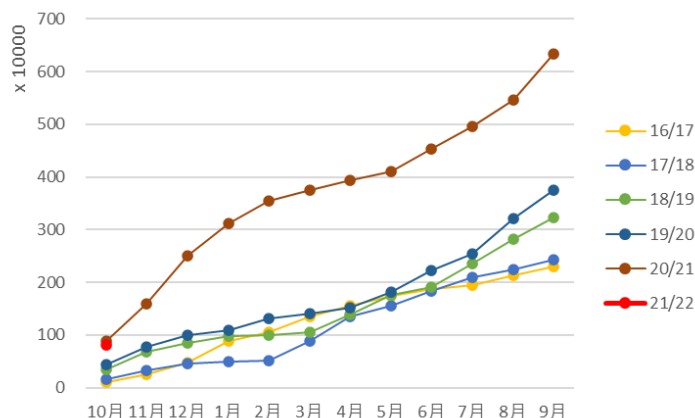
自从 2020 年配额外进口关税大幅调减以及备案制实行之后，进口糖进入国内市场的门槛被大大降低，这也是内外糖价联动加强的重要原因之一。2020/21 产季，国内共计进口食糖 634 万吨，同比增加 257 万吨，增幅 68%。这些增加量主要是发生在 2020 年的第四季度和 2021 年第一季度，而 2021 年的其他时间内外糖价格倒挂，理论利润空间随着原糖价格的增加而消失，近月的进口量开始出现同比减少。根据我们对进口到港量的估计，2021/22 产季 11 月与 12 月食糖进口预计都是同比减少的，其中 11 月同比小幅减少，12 月同比减少幅度较大，2021 年第四季度同比减少量可能达到 40 万吨以上。对于 2021/22 产季的国内进口量的估计，我们认为很难再达到 634 万吨的历史水平，特别是在 2021 年中出现了长时间内外倒挂，在 2021 年的第四季度预计发生较大的同比减少，但是有考虑到 RCEP 的生效以及东盟我国南方的贸易逐渐紧密，我们预计 2021/22 产季的食糖进口量能到 500 万吨的水平。

图 15 糖月度进口



数据来源：海关总署，国海良时研究

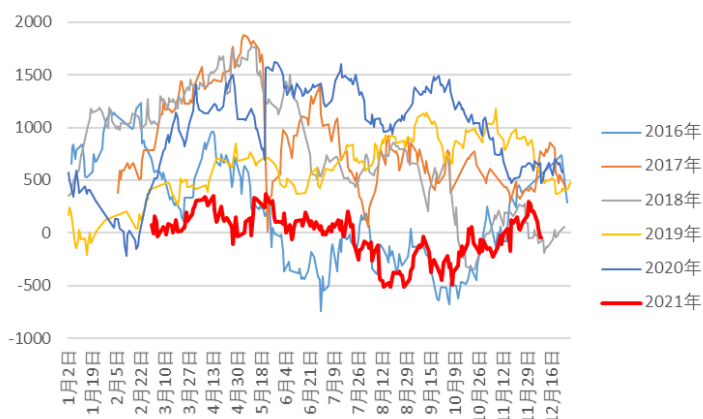
图 16 糖累计进口



数据来源：海关总署，国海良时研究

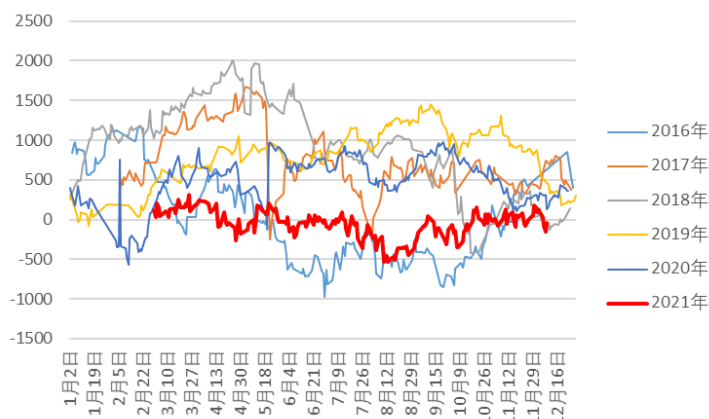


图 17 进口巴西糖与日照价差



数据来源：WIND，国海良时研究

图 18 进口泰国糖与日照价差

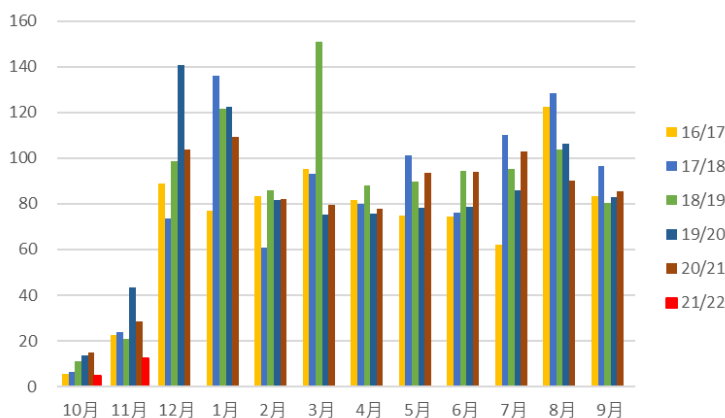


数据来源：WIND，国海良时研究

### （三）需求：疫情反复，起色不大

虽然我们一直对新产季的消费抱有乐观预期，但是实际的市场表现却不像我们预想的那乐观。就拿 2020/21 产季来说，国产糖的销售也只在 2021 年的第二季度同比表现较好，其他月度都令人不甚满意。2020/21 产季各个月末工业库存同比增加，库销比数据也是近五年以来最低水平。国内零星疫情散发较频繁，是影响 2020/21 产季国产糖下游消费的原因之一。因此，考虑到奥密克戎病毒尚且存在传入我国的风险，以及近期病毒仍然存在零星散发，我们在保持消费复苏的预期的同时，仍然保留一个保守的增长量估计。表现在平衡表中的数据是 1560 万吨，同比增加 10 万吨。

图 19 国产糖月度销售量



数据来源：中糖协，国海良时研究

图 20 国产糖月度库存



数据来源：中糖协，国海良时研究

#### （四）国内市场展望与小结

经过以上对 2021/22 产季国内市场平衡表的估计，我们预计国内市场和国际市场的表现大同小异，因为国内市场也是供需总体大致平衡的，这也从侧面表现了在国内国际市场日益联系紧密的当前，国内市场也难以脱离国际市场走出独立的行情。从目前的情况看，既然国际价格在 2021/22 产季难以走出趋势性上涨行情，那么国内价格的上方也难以出现可观的空间。另外，在国际糖价出现弱势下跌的行情的时候，国内糖价也会在外盘的带动下表现弱势。

#### 四、总结

经过我们以上对国际平衡表和国内平衡表的预测与分析，我们预期 2021/22 产季不管是国际市场还是国内市场都会处于一个供需大致平衡的状态，因此国内外市场的价格预计不会产生一个像 2020/21 产季那样的趋势性行情走势。同时，由于进口量预计仍然保持高位，内盘将仍然以外盘作为引领而运行。另外，国内市场的消费预计仍然会处于较弱的位置，这样国内库存仍然会对国内糖价产生压力，从而让国内糖价弱于国际糖价。

在这样的判断下其实存在着两个不确定的方面：首先，泰国的产量是否会如期实现较高水平的增长，从而提供出来足够的出口量，让国际市场依赖印度出口的程度降低。如果泰国无法提供理想的可出口数量，那么国际市场由于对印度出口的需求增加，国际糖价保持在 20 美分/磅以上的可能性就会增加；第二，油价能否保持不发生大幅度的回落，从而让 3 月开始的巴西产季的制糖比不至于再次抬升，从而对 3 月之后的糖价造成大幅度压力。这两个方面都会让糖价产生趋势性行情。

基于以上的分析对明年预测走势做出整年的策略建议并不是一个非常现实的事情。因为我们提前做了一些的假设条件，所以只能说在各个变量满足我们预期的情况下，区间震荡的思路可能会合适一些。另外对于较近的短时间内可以关注春节备货行情，在糖价企稳的迹象产生后可以尝试轻仓布局多单。另外，泰国开榨之后重视泰国的生产和出口数据，判断国际糖价是否会出现阶段趋势变化。

#### 【免责声明】

本报告中的信息均数据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。