

白糖：二季度市场展望

观点概述

随着国内榨季的进行和主产区的逐渐收榨，国内食糖总产量预计达不到榨季初期的估计值。但是进口方面，考虑国内产量预期的调减，为满足国内需求，进口量的估计被适当调高。

本产季的供需缺口更多的是产量的同比减少造成的，而不是需求增加造成的。因为食糖的进口就变得更加必要，进口糖对于国内糖价的价格影响程度就会加大，国内糖价走势就更多程度地跟随国际糖价走势。

在国内市场仍然需要大量进口的情况下，国内糖价无疑是被低估的。主要驱动来源于国际市场，但是驱动大小不确定；国内市场的驱动主要在需求端，但是短期内预计保持弱势。

风险提示：巴西国内能源价格、国内疫情发展、俄乌局势影响扩散

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

2022 年 04 月 23 日

一、行情回顾

国内市场方面，白糖期货市场整个一季度处于弱势震荡状态，在 5650 元/吨的附近具有较强的支撑。一季度主力合约最低触及 5655 元/吨，最高触及 5920 元/吨，维持弱势区间震荡，季度内共计上涨 40 元/吨，涨幅 0.69%。整个一季度主力合约上涨进入 4 月，受到国际市场糖价反弹影响，国内市场开始跟随反弹。4 月 11 日，主力合约转向 9 月合约，19 日糖价最高触及 6096 元/吨。

国际市场方面，由于国内能源价格上涨已经传播到巴西食糖产业链，在 1 月和 2 月弱势震荡的原糖价格从 3 月 1 日开始实现反弹。整个 3 月上涨 1.82 美分/磅，涨幅超过 10%。进入 4 月，国际糖价冲高回落，最高触及 20.46 美分/磅，但是上方依旧压力明显，糖价进入 4 月下半月开始有所回调。4 月截止 23 日，整体下跌 0.32 美分/磅，跌幅达到 1.64%。

图 1. 郑糖主力合约走势



来源：东方财富

图 2. 原糖主力合约走势



来源：东方财富

二、国内市场平衡表：产量消费调减，年度进口调增

随着国内榨季的进行和主产区的逐渐收榨，国内食糖总产量预计达不到榨季初期的估计值。一方面是因为北方产区播种面积的增加导致甜菜收货量的减少，另一方面是因为南方产区在榨季初期遭遇阴雨连绵，影响了甘蔗的含糖率。甜菜糖减产主要发生在内蒙古产区，2 月对产量的预计为 50 万吨，同比减少 39.1 万吨，4 月收榨之后总计 49 万吨，同比减少 40.万吨；新疆产区的减幅超出了预期，2 月预计同比减少 7.61 万吨，结果 4 月收榨总量 34 万吨，同比减少 23.61 万吨，减幅比例发生扩大。甘蔗糖产区的减产主要发生在云南，虽然云南还未完全收榨，但根据目前的压榨进展，4 月估计量将云南的产量调减了 25 万吨，达到 185 万吨，同比减少 36.23 万吨；广西产区目前还有个别糖厂在压榨，4 月保持 2 月的估计量 616 万吨，同比减少 12.79 万吨。考虑以上因素吗，国内本产季产量调减至 955 万吨，相比 2 月估计量调减 45 万吨，同比减少 112 万吨。

进口方面，总量预计同比减少，但是 4 月相比 2 月估计量进行了调整，主要是考虑国内产量预期的调减，为满足国内需求，进口量被适当调高。考虑到 RCEP 的正式实行以及最新月度进口数据的佐证，

海关进口食糖相比 2 月调增 10 万吨，达到 530 万吨；糖浆折白糖进口相对 2 月调增 15 万吨，达到 50 万吨，同比增加 2 万吨。两者之和进口 580 万吨，相对 2 月调增 25 万吨。

需求方面，考虑到 2022 年后国内疫情多点频繁发生，4 月估计量相对 2 月估计量将消费量调减 5 万吨为 1555 万吨，同比增加 5 万吨的消费量。

图 3. 中国食糖平衡表（年）

| | 变化 | 2021/22（4月） | 2021/22（2月） | 2020/21 | 2019/20 | 2018/19 | 2017/18 | 2016/17 | 2015/16 |
|-------|-------|-------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 期初库存 | | 705 | 705 | 519 | 610 | 661 | 797 | 989 | 1042 |
| 抛/收储 | | | | | | | 37 | 98 | |
| 产量 | -45 | 955 | 1000 | 1067 | 1042 | 1076 | 1031 | 929 | 870 |
| 广西 | 0 | 616.00 | 616.00 | 628.79 | 600.00 | 634.00 | 602.50 | 529.50 | 511.00 |
| 云南 | -25 | 185.00 | 210.00 | 221.23 | 216.92 | 208.01 | 206.86 | 187.79 | 191.04 |
| 海南 | -3 | 8.44 | 11.00 | 8.77 | 12.09 | 18.82 | 17.25 | 16.46 | 15.09 |
| 广东 | 0 | 55.00 | 55.00 | 53.98 | 70.91 | 80.96 | 87.13 | 77.18 | 63.09 |
| 新疆 | -16 | 34.00 | 50.00 | 57.61 | 58.28 | 55.73 | 54.11 | 48.74 | 43.23 |
| 内蒙古 | -1 | 49.00 | 50.00 | 89.10 | 72.50 | 65.00 | 48.00 | 46.33 | 28.40 |
| 黑龙江 | -1 | 0.65 | 1.45 | 1.45 | 3.40 | 5.41 | 7.06 | 2.54 | 1.10 |
| 其他 | 0 | 6.91 | 6.55 | 5.73 | 7.41 | 8.11 | 8.13 | 20.28 | 17.24 |
| 进口 | 25 | 580 | 555 | 682 | 427 | 473 | 422 | 448 | 673 |
| 海关 | 10 | 530 | 520 | 634 | 377 | 323 | 242 | 228 | 373 |
| 边贸/糖浆 | 15 | 50 | 35 | 48 | 50 | 150 | 180 | 220 | 300 |
| 出口 | 0 | 15.5 | 15.5 | 13.0 | 18.9 | 20.5 | 19.4 | 8.0 | 16.5 |
| 消费 | -5 | 1555 | 1560 | 1550 | 1540 | 1580 | 1570 | 1560 | 1580 |
| 期末库存 | -15 | 669 | 684 | 705 | 519 | 610 | 661 | 797 | 989 |
| 库存消费比 | -0.8% | 43.04% | 43.87% | 45.47% | 33.71% | 38.58% | 42.10% | 51.11% | 62.57% |
| 库存变化 | -15 | (36) | (21) | 186 | (90) | (51) | (136) | (191) | (53) |

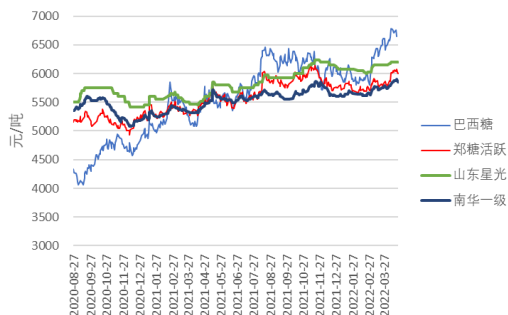
来源：国海良时研究

综合以上分析结果，4 月库存估计量相比 2 月库存估计量调减了 15 万吨，库存同比减少 36 万吨，并没有出现较大程度供需缺口。一方面，本产季的供需缺口更多的是产量的同比减少造成的，而不是需求增加造成的，因此糖价从需求端产生的利多驱动是不足的；另一方面，由于产量的同比减少，食糖的进口就变得更加必要，那么进口糖对于国内糖价的价格影响程度就会加大。因此，在国际糖价高于国内糖价的背景之下，国内糖价走势就更多程度地跟随国际糖价走势。

三、估值分析

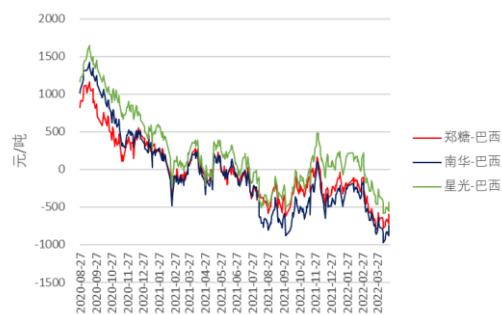
国际糖价保持强势的情况下，国内糖价则表现较弱，主要是国内需求的弱势和产地库存的累计造成的。目前，进口糖理论成本已经由于国际糖价和运费的双重上涨超过 6500 元/吨以上的新高，无论是郑糖、产地现货、港口现货与其价差都进入了绝对的地位区间。在国内市场仍然需要大量进口的情况下，国内糖价无疑是被很大程度低估的，低估程度目前已经来到了 500 元/吨的水平，这样的情况下，要么国内价格跟涨，要么国际价格回落。

图 4.郑糖与国内现货价格走势



来源：同花顺、国海良时研究

图 5.国内糖价与进口糖价价差

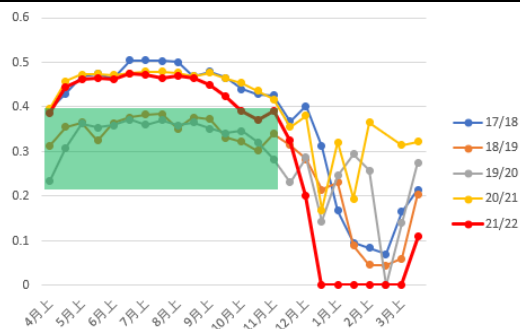


来源：同花顺、国海良时研究

四、驱动分析

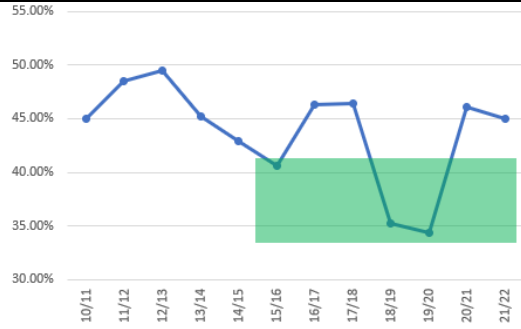
目前，国内糖价的走势更多地跟随国际糖价变动而变动，受到市场低估的郑糖所获得的驱动应该更多地来自于国际市场。其中，巴西新产季的制糖比是最需要关注的驱动因素，正如在研究报告《白糖：巴西榨季前瞻》中提到，如果巴西制糖比下降到 40%附近，将产生较为明显的供需缺口，在一定程度上改变世界食糖市场的供需平衡状态，从而为国际糖价提供向上的区间，郑糖也因此受到带动。新产季的巴西制糖比将影响郑糖向上驱动的强弱和有无。

图 6. 巴西中南部双周甘蔗制糖比



来源：UNICA、国海良时研究

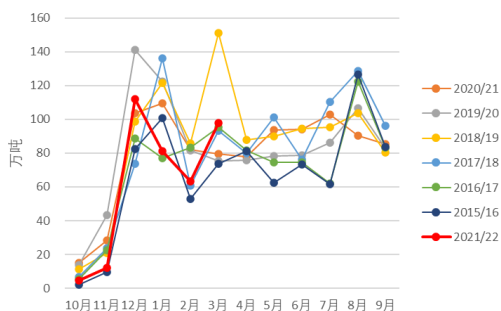
图 7. 巴西中南部年度制糖比



来源：UNICA、国海良时研究

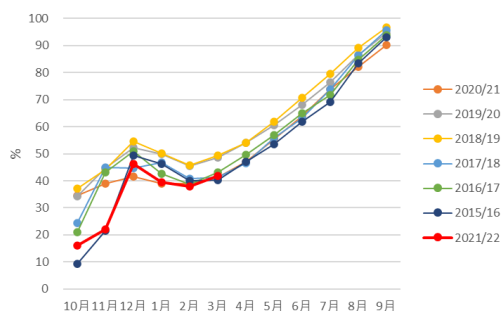
另外，来自国内市场的潜在驱动主要是在需求端。但是，由于目前需求端较为弱势，驱动一直不是很强。3 月国产糖消费环比反弹，同比去年增加较多，销糖率也开始从底部爬升，有边际好转的迹象，但总体仍然处于较弱的态势。

图 8. 国产糖工业库存月度变化



来源：中国糖业协会、国海良时研究

图 9. 国产糖销糖率月度累计



来源：中国糖业协会、国海良时研究

总体来说，郑糖来源于外部市场的驱动强弱仍然不确定，而来自于内部的驱动因素保持弱势。从可能性上考虑，由于巴西国内乙醇价格是绝对高于糖价的，而且上一个产季的制糖比处于近几年较高的位置，因此预计巴西制糖比会发生比较明显的回落，从而不会在产量上给糖价以非常大的压力，因此郑糖外部市场的向上的驱动大概率是存在的，驱动较弱可以变成支撑因素，驱动较强可以变成推升因素。内部需求端的驱动暂时没有看到非常明显的好转，因为目前国内疫情仍然在发酵，未来仍然具有较强的不确定性，因此需求端的弱势预计短期内继续保持。

五、策略分析

基于以上对于平衡表、估值、驱动三个方面的分析结果，可以给出以下策略：

- 首先，总体仍然建议以多头思路为主，因为从平衡表、估值、驱动三个方面未发现明显的利空因素。
- 其次，如果巴西新榨季的制糖比具有比较明显的回落，例如回落至 40%，可以尝试逢低做多的单边策略，同时建议标的为远月合约。在此基础上如果选择对冲，可以用近月合约的空单进行，这是基于短期内国内食糖市场需求保持弱势的判断，同时以当前期限结构反转为止损信号。
- 然后，如果巴西新产季的制糖比并没有明显的回落，例如回落至 42%，可以更多考虑月间套利策略。同样是基于短期内国内食糖市场需求保持弱势的判断，做多远月合约，同时用近月合约的空单进行对冲套利。

【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。