

## 新糖逐渐流入市场，短期谨慎看空郑糖

### 主要观点

#### 行情回顾

国际原糖在10月下旬触底后，在11月上半月受新榨季主产国减产的影响震荡上扬，不过印度的库存及出口始终是压制期价上涨的最大阻力，并且原糖价格上行也会带来巴西糖醇比上升，因此原糖上行动力有限。

国内白糖11月初在库存偏低及销糖数据利好的提振下继续冲高，不过在到达5800点后，市场抛储传言将期价再度打至5600附近，11月第二周市场在新榨季开榨供应增加预期与新榨季小幅减产的多空博弈下，在5600上下维持窄幅震荡。

#### 后市展望

国际方面，原糖价格仍面临远期供应偏紧但短期库存较高的多空博弈，印度方面的出口仍然是压制原糖价格上涨的关键因素，且上半月巴西雷亚尔贬值明显，也不利于原糖上涨，料短期内原糖仍较难实现区间突破，在12.5美分附近维持震荡局面。

国内方面，广西地储投放政策并未大幅砸盘，但这增加了国储投放的预期，并且本周广西将迎来首波开榨高峰，在供应增加的预期下，白糖短期内上行缺乏足够动力。不过广西新糖报价在6000元/吨，现货价格较为坚挺，对于糖价存在支撑，因此尽管未来半个月期价大概率向下回调，但空间不会太大。

#### 操作建议

操作上，可酌情短线做空郑糖，支撑位暂看5450一线。

报告日期 2019-11-18

#### 研究所

史玥明

白糖期货分析师

从业资格号：F3048367

电话：010-84183099

邮件：shiyueming@guodu.cc

#### 主力合约行情走势



## 目录

一、行情回顾.....	5
二、国际原糖分析.....	6
(一) 基本面分析.....	6
1、全球供需分析.....	6
2、主产国供需分析.....	6
(二) 资金面分析.....	8
(三) 宏观面分析.....	9
三、国内白糖分析.....	9
(一) 基本面分析.....	9
1、产销、进口、库存分析.....	9
2、成本利润分析.....	10
(二) 政策面分析.....	12
四、后市展望.....	12

## 插图

图 1 白糖内外盘主力合约走势.....	5
图 2 白糖 1/5/9 合约走势.....	5
图 3 白糖 9-1 价差.....	5
图 4 白糖量价分析.....	5
图 5 白糖基差.....	6
图 6 白糖现货价格.....	6
图 7 巴西双周糖入榨量.....	8
图 8 巴西糖月出口量.....	8
图 9 巴西双周糖产量.....	8
图 10 巴西双周制糖比.....	8
图 11 CFTC 持仓.....	8
图 12 CFTC 净持仓与期价走势.....	8
图 13 原油与白糖期价走势.....	9
图 14 美元指数与巴西汇率.....	9
图 15 甘蔗糖月产量.....	10
图 16 甜菜糖月产量.....	10
图 17 全国月产糖量.....	10
图 18 全国销糖率.....	10
图 19 白糖仓单量.....	10
图 20 白糖工业库存.....	10
图 21 巴西配额内进口成本与利润.....	11
图 22 泰国配额内进口成本与利润.....	11
图 23 巴西配额外进口成本与利润.....	11

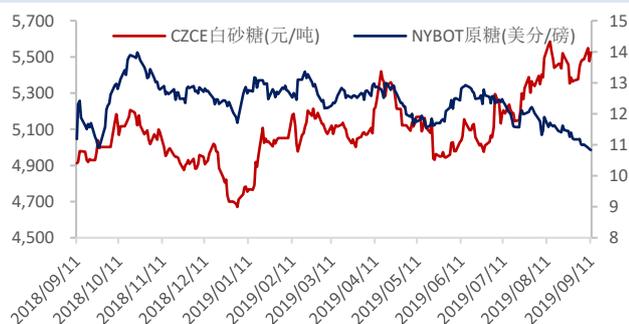
图 24 泰国配额外进口成本与利润..... 11

## 一、行情回顾

国际原糖在10月下旬触底后，在11月上旬受新榨季主产国减产的影响震荡上扬，不过印度的库存及出口始终是压制期价上涨的最大阻力，并且原糖价格上行也会带来巴西糖醇比上升，因此原糖上行动力有限。

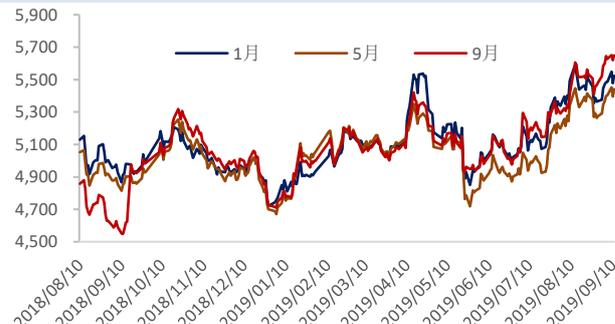
国内白糖11月初在库存偏低及销糖数据利好的提振下继续冲高，不过在到达5800点后，市场抛储传言将期价再度打至5600附近，11月第二周市场在新榨季开榨供应增加预期与新榨季小幅减产的多空博弈下，在5600上下维持窄幅震荡。

图1 白糖内外盘主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 白糖 1/5/9 合约走势



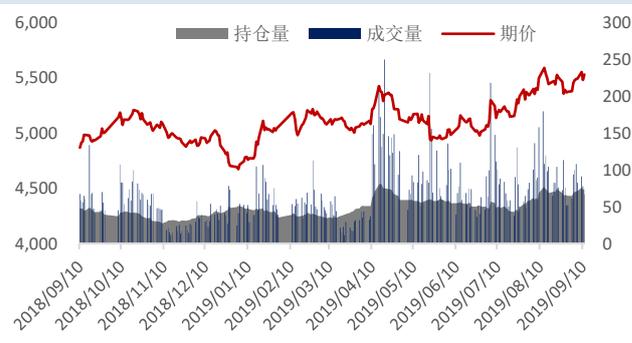
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 白糖 9-1 价差



数据来源：Wind、国都期货研究所

图4 白糖量价分析



数据来源：Wind、国都期货研究所

图5 白糖基差



数据来源: Wind、国都期货研究所

图6 白糖现货价格



数据来源: Wind、国都期货研究所

## 二、国际原糖分析

### (一) 基本面分析

#### 1、全球供需分析

机构	18/19 榨季	19/20 榨季
Green Pool (澳大利亚分析机构)	过剩 375 万吨 (前 410)	短缺 517 万吨(前 367)
ISO (国际糖业组织)	过剩 172 万吨 (前 210)	短缺 476 万吨(前 350)
LMC (英国 LMC 国际公司)	过剩 150 万吨	短缺 300 万吨
Rabobank (荷兰合作银行)	过剩 110 万吨	短缺 420 万吨(前 430)
Datagro(巴西糖及乙醇行业组织)	过剩 48 万吨	短缺 642 万吨(前 234)
F.O.Licht (德国统计分析机构)	短缺 30 万吨	短缺 550 万吨(前 420)
LDC (路易达孚)	过剩 40.1 万吨	短缺 670 万吨
Succden (苏克顿)	短缺 50 万吨	短缺 400 万吨
INTL FSCSTON (福四通)	短缺 60 万吨 (前 30)	短缺 770 万吨(前 590)
COFCO (中粮国际)		短缺 738 万吨

根据各机构对2019/20榨季全球糖产量的预测,部分机构在11月上半月继续上调了2019/20榨季白糖的供应缺口,其中福四通FCStone于11月1日更新预期,称由于印度天气情况不佳,预计印度2019/20榨季糖产量将降至2690万吨,较8月预估减少130万吨,并将2019/20榨季全球糖供应渠道从此前预估的590万吨增至770万吨,利多原糖长线上涨。

#### 2、主产国供需分析

##### 巴西

巴西甘蔗行业组织UNICA称,巴西中南部地区今年甘蔗榨季接近尾声,比预期早很多,因为过去几周的大部分时间天气较为干燥,加速收割,并导致部分糖厂宣布压榨结束,利多短线原糖期价。巴西中南部19/20榨季截至10月底累计压榨甘蔗5.43亿吨,同比增加6.25%,累计产糖2522.3

万吨，同比增加3.3%，累计产乙醇295.62亿公升，同比增加7.95%，累计产糖比例为35.1%，上年同期为35.83%。本榨季巴西方面的供给依然充足。

出口方面，2019年10月巴西出口糖192.77万吨，同比小增0.79%。其中出口原糖179.08万吨，同比增加4.1%；出口精制糖13.69万吨，同比下降28.77%。2019/20榨季4-10月巴西累计出口糖1171.62万吨，同比减少10.29%，利多中长期原糖走势。

### 印度

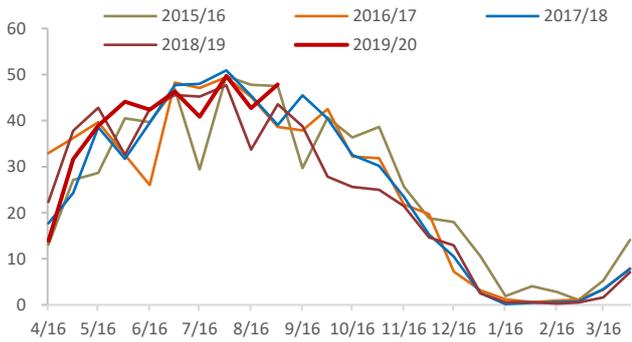
印度马邦已有159家糖厂申请2019/20榨季开榨许可，数量减少36家。由于洪灾与地方选举影响，本榨季马邦开榨时间已晚一个月时间，榨季可能将在该邦新政府成立后开始，短期内提振原糖价格。据印度糖厂协会ISMA发布的2019/20榨季印度糖产量预估报告，印度2019/20榨季糖产量为2685万吨，同比下降19%。原糖价格近期在未来供给收紧的情况下表现较好。

短期来看，印度政府称将2018/19榨季唐厂最低指示性出口配额额的使用截止日期延长3个月至2019年12月31日，由于2018/19榨季糖价低迷，印度糖厂仅出口了380万吨糖，低于其指示性出口配额计划的500万吨。延长配额使用日期将增加近期原糖的上方压力。

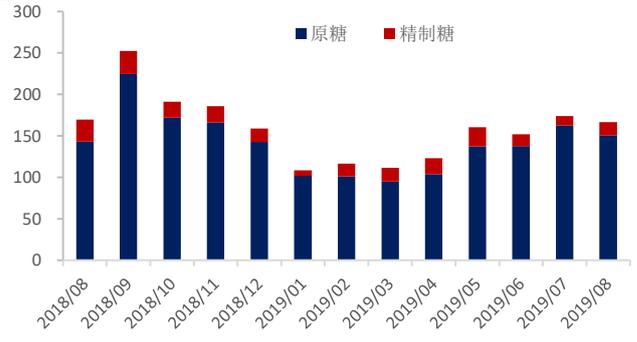
### 泰国

泰国糖业公司总经理表示，由于今年天气干旱，甘蔗产量可能从2018/19榨季的1.3亿吨下降至1.1亿吨，新榨季糖产量可能会下降到1200万吨以下，相比于2018/19榨季的1450万吨下降近20%。2019/20榨季泰国糖出口也将下滑至850万吨原糖和白糖，低于上榨季的1000-1100万吨。

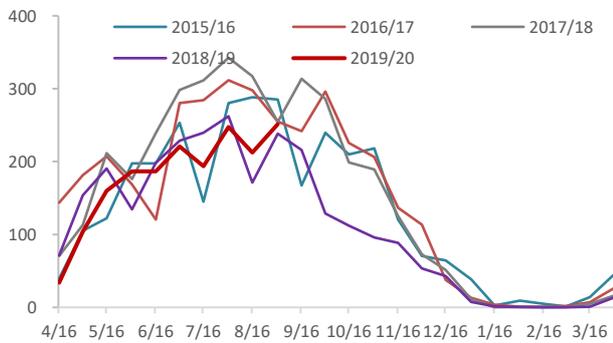
2019年9月泰国供给出口糖119.01万吨，同比大增49.72%。其中出口原糖64.38万吨，同比增加30.44%；出口精制糖47.97万吨，同比大增88.51%。2018/19榨季泰国供给出口糖1005.84万吨，同比增加6.95%，为史上最高榨季出口水平，且泰国截至9月底糖库存较之去年同期增加了110万吨，原糖中短期上行仍然存压。

**图7 巴西双周糖入榨量**


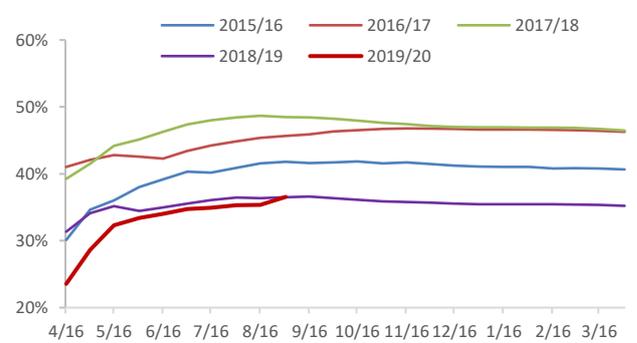
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图8 巴西糖月出口量**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图9 巴西双周糖产量**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图10 巴西双周制糖比**


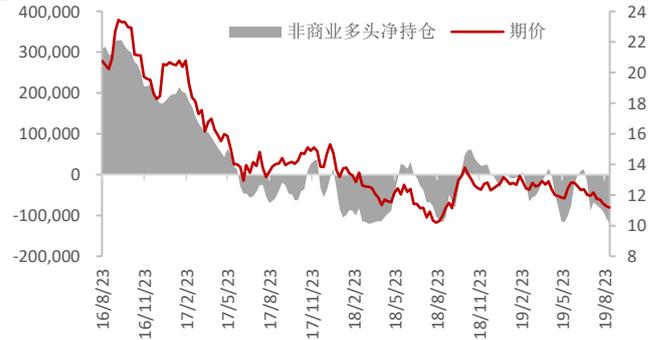
数据来源: Wind、国都期货研究所

## (二) 资金面分析

据美国CFTC持仓报告, 2019年11月上半月非商业多头有所增加, 非商业空头减持, 资金面空头情绪有所缓解, 非商业净头寸下降。截至11月12日当周, 非商业净空头由月初的205161手减少40075手至-165086手。其中非商业多头头寸增加17404手, 至167517手; 非商业空头头寸减少22671手, 至332603手。

**图11 CFTC 持仓**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图12 CFTC 净持仓与期价走势**


数据来源: Wind、国都期货研究所

### （三）宏观面分析

从汇率水平来看，美元指数在11月上半月小幅上升，巴西雷亚尔贬值明显，因此以美元计价的原糖价格相对降低，不利于原糖上行。

从原油价格来看，11月上半月WTI原油价格小幅上涨，但变动不大，不过甘蔗制乙醇利润仍持续高于制糖利润。

图 13 原油与白糖期价走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 美元指数与巴西汇率



数据来源：Wind、国都期货研究所

## 三、国内白糖分析

### （一）基本面分析

#### 1、产销、库存分析

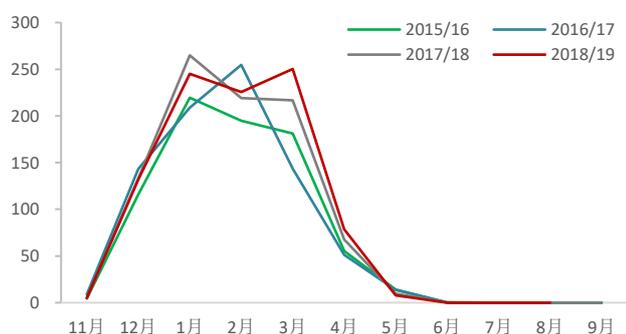
从2019/20榨季产量预估数据来看，广西食糖产量将小幅减产，新榨季产糖量在600-630万吨左右；云南产糖量将同比下降20万吨至188万吨；广东、海南受种植面积下降产量小幅下调5吨左右，新榨季产糖量分别在76万吨和12万吨；新疆和内蒙与上榨季产量基本持平；全国新榨季产量将下降46万吨至1030万吨。

从当下生产进度来看，根据中国糖协，截至2019年10月底，2019/20年制糖期甜菜糖厂已投产30家，共生产食糖39.88万吨，销售食糖13.63吨。南方产区方面，广西已有6家糖厂开榨；云南首家糖厂已于11月12日顺利开榨，其他糖厂将于12月陆续开榨；湛江首家糖厂已于11月15日顺利开榨，11月份预计仅有2家糖厂开榨。

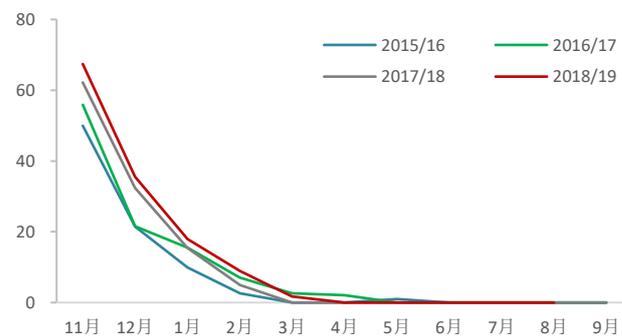
进出口方面，根据海关统计，截至2019年10月，全国累计进口食糖239吨，比上年同期增加43吨，增长21.94%；全国累计出口食糖12.57%，比上年同期减少0.38万吨，减幅2.93%。

加工糖方面，南方加工厂目前基本处于停工状态，广东某糖厂10月中旬已完成年度加工任务，并全面清库，等待明年配额，广西比较早就已清库。但北方加工厂基本还处于开工状态，其中山东某厂年前应该不会停机，所以北方销区面临甜菜糖+加工糖双重供应。

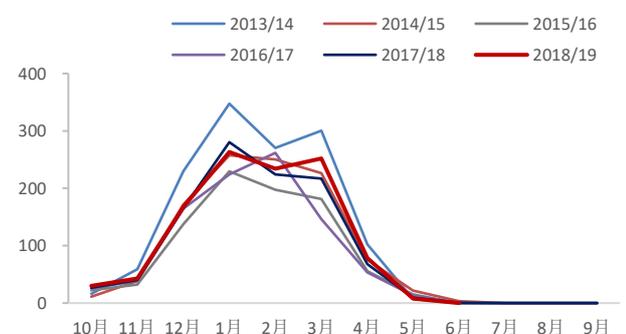
库存方面，2018/19榨季新增工业库存在3月达到500.7万吨的峰值，随后逐渐下降，截至今年10月，全国白糖库存为26.25万吨，环比下降25.87%，同比增加44.39%。10月下旬白糖仓单量触底后，11月上半月白糖仓单量小幅增加806手至7602手，仍持续低于往年水平。

**图 15 甘蔗糖月产量**


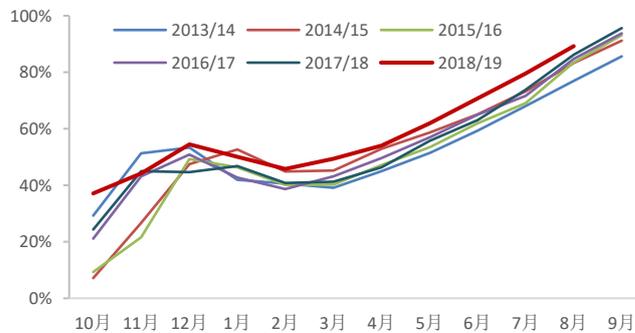
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 16 甜菜糖月产量**


数据来源：Wind、国都期货研究所

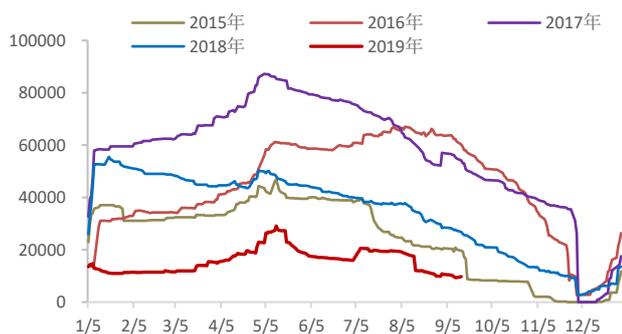
**图 17 全国月产糖量**


数据来源：Wind、国都期货研究所

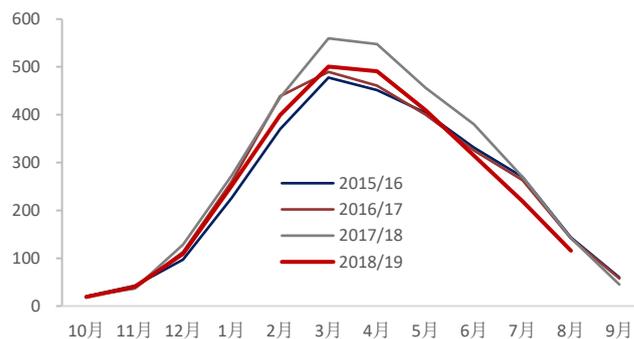
**图 18 全国销糖率**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 19 白糖仓单量**
**图 20 白糖工业库存**



数据来源: Wind、国都期货研究所



数据来源: Wind、国都期货研究所

## 2、成本利润分析

截至11月中旬, 巴西配额内进口成本为3520.6 元/吨, 配额内进口利润为2073.4 元/吨, 较月初降低-153.5 元/吨; 巴西配额外进口成本为5450.5 元/吨, 配额外进口利润为143.5 元/吨, 较月初增加-148.6 元/吨。泰国配额内进口成本为3321.3 元/吨, 配额内进口利润为2384.7 元/吨, 较月初增加103.1 元/吨; 巴西配额外进口成本为5129.9 元/吨, 配额外进口利润为576.1 元/吨, 较月初降低29.3 元/吨。

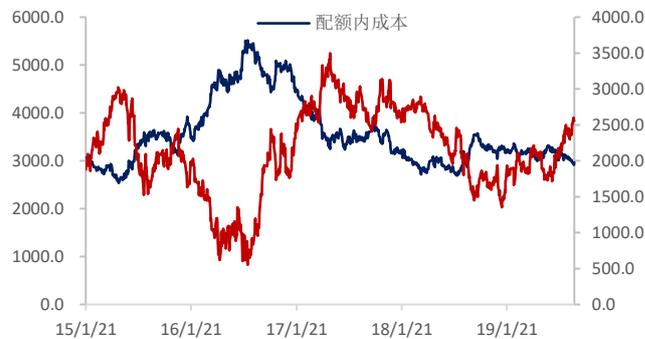
由于11月上半月原糖价格涨势不及国内白糖, 虽然进口成本小幅上升, 但进口利润也呈现上升趋势, 巴西、泰国配额外进口存在正向利润。

图 21 巴西配额内进口成本与利润



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22 泰国配额内进口成本与利润



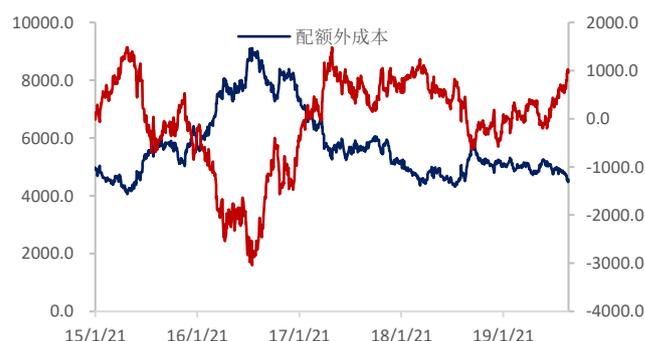
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 23 巴西配额外进口成本与利润

图 24 泰国配额外进口成本与利润



数据来源: Wind、国都期货研究所



数据来源: Wind、国都期货研究所

## (二) 政策面分析

走私糖方面，今年政府打击走私糖力度不断加大。海关上半月破获两起特大走私案，也一定程度上提振了市场情绪。但由于配额外进口利润存在，走私仍不可避免。据测算，今年白糖走私量大约在100-120万吨左右，同比减少80-100万吨。

收储及抛储方面，经广西区政府同意，决定投放12.7284万吨广西地方储备糖，竞拍底价为5800元/吨。

## 四、后市展望

国际方面，原糖价格仍面临远期供应偏紧但短期库存较高的多空博弈，印度方面的出口仍然是压制原糖价格上涨的关键因素，且上半月巴西雷亚尔贬值明显，也不利于原糖上涨，料短期内原糖仍较难实现区间突破，在12.5美分附近维持震荡局面。

国内方面，广西地储投放政策并未大幅砸盘，但这增加了国储投放的预期，并且本周广西将迎来首波开榨高峰，在供应增加的预期下，白糖短期内上行缺乏足够动力。不过广西新糖报价在6000元/吨，现货价格较为坚挺，对于糖价存在支撑，因此尽管未来半个月期价大概率向下回调，但空间不会太大。

操作上，可酌情短线做空郑糖，支撑位暂看5450一线。

### 分析师简介

史玥明，量化金融专业硕士，现任白糖期货分析师。

### 国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

### 免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。