

郑糖存反弹动力，但需警惕外盘施压

主要观点

行情回顾

3月上半月白糖内外盘走势重新回归一致。国际原糖从2月下旬开始，在原油价格压制、印度调高产量预期的多重利空因素下步步下挫，直至3月12日，已跌下12美分，回吐去年4季度以来的所有涨幅，接近去年9月期价水平。

国内白糖表现相对强于外盘。在3月初期价依然在5600以上，随着原油暴跌，一方面通过原糖降低了国内的进口成本，另一方面也使整个商品市场的情绪变得低迷，郑糖在3月第二周快速下挫，但仍在5500一线以上。

后市展望

国际方面，虽然国际糖协调大了2019/20榨季全球糖市供需缺口，但在库存未充分消化之前，恐难作用于期价。近期巴西新榨季预期大幅增产，印度本榨季产量也不断上调，基本面有所走弱。宏观角度来看，肺炎疫情在全球范围内蔓延，原油价格暴跌，巴西雷亚尔创历史新低，均利空原糖走势，这也使得原糖的CFTC多头不断减仓，转为空头趋势。预计原糖在多方面利空因素扰动下，或存进一步下行动能，关注11美分支撑情况。

国内方面，由于白糖消费受疫情影响小于其他农产品，郑糖期价相对抗跌。并且，由于部分蔗区单产下降，农业农村部也相应调低了2019/20榨季全国白糖产量。国内宏观也配合降准，一定程度上利多郑糖期价。不过广西现货成交清淡，进口成本大幅下行也使得配额外进口利润出现升水，郑糖短期反弹将承压。

操作建议

操作上，经历上周下跌后，若原油走势企稳，可酌情做多郑糖09合约，关注5650一线支撑情况。

报告日期 2020-03-15

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) 产销、库存分析	9
(二) 进口成本利润分析	11
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 1-5 价差.....	5
图 4 白糖量价分析.....	5
图 5 白糖基差.....	5
图 6 白糖现货价格.....	5
图 8 巴西双周糖入榨量.....	7
图 9 巴西糖月出口量.....	7
图 10 巴西双周糖产量.....	8
图 11 巴西双周制糖比.....	8
图 12 巴西白糖供需平衡.....	8
图 13 印度白糖供需平衡.....	8
图 14 欧盟白糖供需平衡.....	8
图 15 泰国白糖供需平衡.....	8
图 16 CFTC 持仓.....	9
图 17 CFTC 净持仓与期价走势.....	9
图 18 原油与白糖期价走势.....	9
图 19 美元指数与巴西汇率.....	9
图 20 甘蔗糖月产量.....	10
图 21 甜菜糖月产量.....	10
图 22 全国月产糖量.....	10
图 23 全国销糖率.....	10
图 24 白糖仓单量.....	11

图 25 白糖工业库存	11
图 26 巴西配额内进口成本与利润	11
图 27 泰国配额内进口成本与利润	11
图 28 巴西配额外进口成本与利润	12
图 29 泰国配额外进口成本与利润	12

一、行情回顾

3月上半月白糖内外盘走势重新回归一致。国际原糖从2月下旬开始，在原油价格压制、印度调高产量预期的多重利空因素下步步下挫，直至3月12日，已跌下12美分，回吐去年4季度以来的所有涨幅，接近去年9月期价水平。

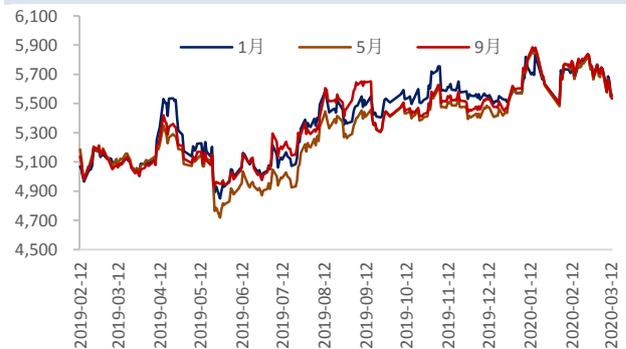
国内白糖表现相对强于外盘。在3月初期价依然在5600以上，随着原油暴跌，一方面通过原糖降低了国内的进口成本，另一方面也使整个商品市场的情绪变得低迷，郑糖在3月第二周快速下挫，但仍在5500一线以上。

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 5-9 价差



数据来源: Wind、国都期货研究所

图4 白糖量价分析



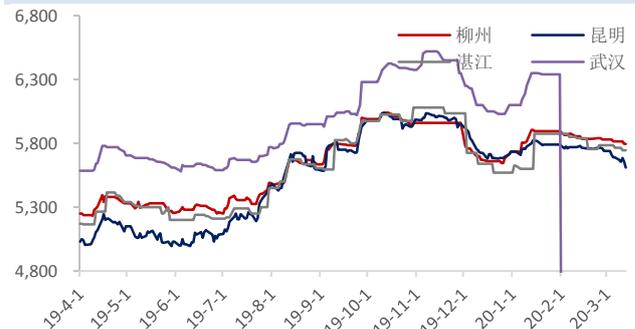
数据来源: Wind、国都期货研究所

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	19/20 榨季
Green Pool (澳大利亚分析机构)	短缺 663 万吨 (前 530)
ISO (国际糖业组织)	短缺 944 万吨 (前 615)
LMC (英国 LMC 国际公司)	短缺 300 万吨
Rabobank (荷兰合作银行)	短缺 420 万吨 (前 430)
Datagro (巴西糖及乙醇行业组织)	短缺 642 万吨 (前 234)
F.O.Licht (德国统计分析机构)	短缺 550 万吨 (前 420)
LDC (路易达孚)	短缺 670 万吨
Succden (苏克顿)	短缺 400 万吨
INTL FSGSTON (福四通)	短缺 770 万吨 (前 590)
TRS (Tropical Research Services)	短缺 680 万吨
COFCO (中粮国际)	短缺 738 万吨

国际糖业组织ISO 3月初将2019/20榨季全球食糖供应缺口从此前预估的615万吨上调至944万吨，创近11年来新高。综合前期分析机构对新榨季产量缺口的预估情况，19/20榨季全球白糖供需缺口大概率在500万吨以上，利多原糖未来表现，因此在对原糖价格的预估上，维持长线上涨的观点不变。

2、主产国供需分析

巴西

巴西甘蔗行业协会Unica最新公布的报告显示，巴西中南部2020年2月下半月产糖量为0万吨，甘蔗压榨量为4.28万吨，同比下降21.2%；乙醇产量为1.06亿公升，同比增加43.2%。2019/20榨季截至3月1日，巴西中南部累计产糖量为2648.7万吨，同比增加0.47%；累计甘蔗压榨量为5.799亿吨，同比增加2.74%；累计乙醇产量为325.5亿公升，同比增加6.97%；累计甘蔗制糖比为34.46%，低于去年的35.4%。对于2020/21榨季，巴西预计在3月上半月将有29家开榨。

咨询机构Agroconsult表示，预计巴西中南部2020/21榨季甘蔗压榨量为6亿吨，同比增加1.7%，且产糖量将同比增加12%。Agroconsult表示，若3月和4月降雨符合预期，巴西中南部2020/21榨季甘蔗压榨量或将更多，达到约6.2亿吨。因此巴西新榨季产量或将影响原糖的上涨步伐，且原油上半月大幅下挫，市场担心近期能源市场的疲软走势可能导致巴西使用更多甘蔗生产糖而非乙醇，巴西新榨季糖醇比大概率调高。

出口方面，2020年2月巴西出口糖130.91万吨，同比增加9%。其中出口原糖111.97万吨，同比增加6.83%；出口精制糖18.94万吨，同比增加23.95%。2019年4月-2020年2月巴西累计出口糖1805.61万吨，同比减少4.14%。鉴于前期出口节奏较慢，后续原糖上行或存压。

印度

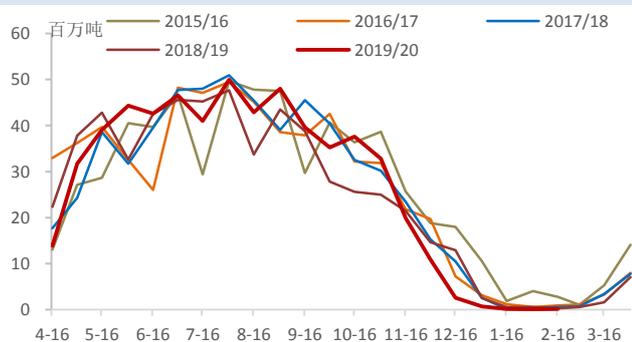
印度方面，由于马邦受洪水影响令产糖量下降的预估出现偏差，该国制糖业预计该邦2019/20榨季产糖量将高于此前预期。此前印度糖厂协会ISMA将其预估将从2600万吨上调至2650万吨，随后全印度糖厂贸易协会AISTA预计印度2019/20榨季产糖量将达到2750万吨。较之此前预估，印度供应偏紧的情况稍有缓和，或助力原糖跌势。

出口方面，印度糖厂协会表示印度将会实现600万吨的出口目标，2019/20榨季截至目前，印度糖厂已签订350万吨食糖出口合同。从出口时机来看，由于巴西新榨季尚未开启，因此未来三个月是印度出口的良好时机，原糖走势将面临来自印度方面的出口压力。

泰国

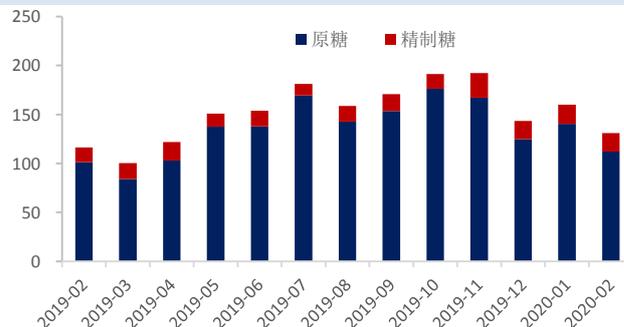
泰国受严重而持续的干旱影响，宿根蔗生长受威胁，且无法种植新植蔗，甘蔗供应短缺，预计2019/20榨季泰国大多数糖厂将在2月底前收榨，远早于上榨季大规模集中收榨的4月。截至3月1日，泰国19/20榨季共34家糖厂压榨，同比减少21家；累计压榨甘蔗7388.37万吨，同比减少24.23%；累计产糖812.77万吨，同比减少22.4%；平均产糖率11%，高于上年同期的10.74%。利多远期糖价。

图8 巴西双周糖入榨量

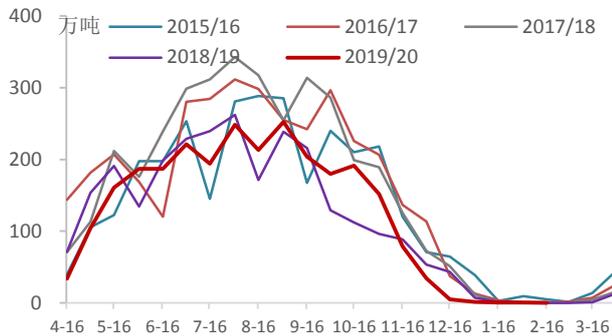


数据来源：Wind、国都期货研究所

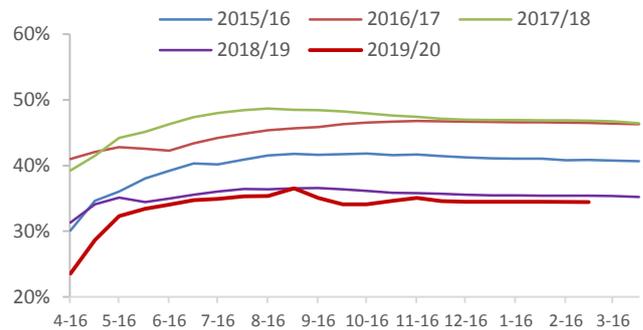
图9 巴西糖月出口量



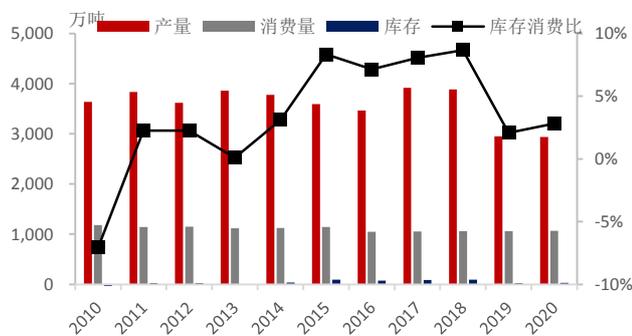
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 10 巴西双周糖产量


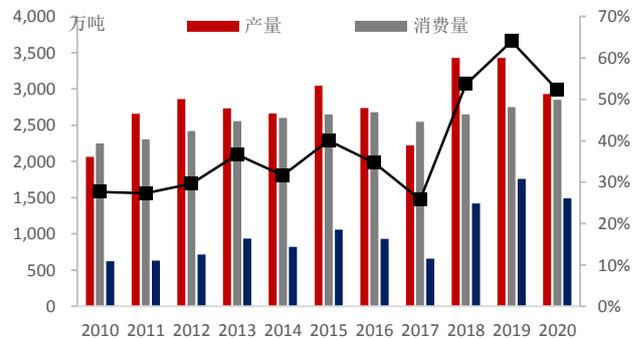
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11 巴西双周制糖比


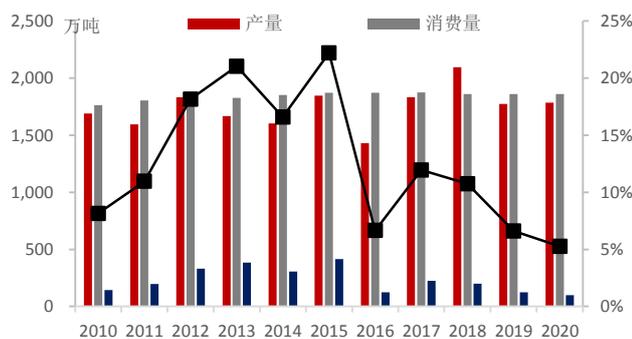
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 巴西白糖供需平衡


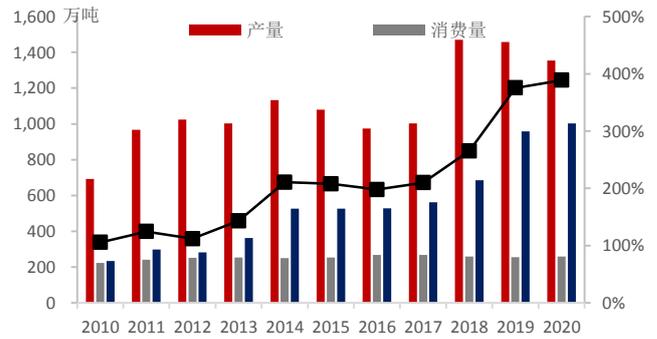
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 印度白糖供需平衡


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 欧盟白糖供需平衡


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15 泰国白糖供需平衡


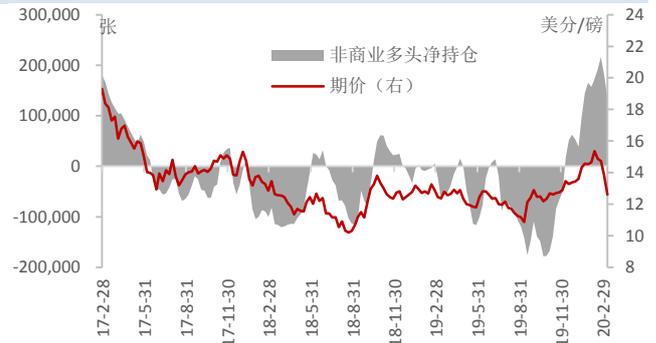
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 资金面分析

据美国CFTC持仓报告,2020年3月上半月非商业多头与空头均出现减仓,且空头减仓幅度较大。截至3月10日当周,非商业净多头由月初的216,104手减少-44,422手至137,485手。其中非商业多头头寸减少-83,579手,至254,252.00手;非商业空头头寸减少-4,960手,至116,767.00手。因此从资金面角度来看,ICE原糖虽然仍处于净多头状态,但已从多头趋势转为空头趋势。

图 16 CFTC 持仓


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 17 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

3月上半月原油价格与原糖价格走势结束了此前的背离,重新回归一致。尤其上周俄罗斯在放弃减产协议后沙特也降低了原油出口价,原油价格大幅下挫,市场预期未来巴西将调高制糖比,糖价也因此出现了大幅跟跌。后续来看,在原油悲观情绪下,原糖一时恐难以扭转跌势。

从汇率水平来看,从去年年底开始,美元兑巴西雷亚尔汇率就持续攀升,进入3月以来,受到疫情在全球范围蔓延的影响,巴西雷亚尔贬值幅度扩大,汇率从3月初的4.4946跌至4.7362,抵消了部分原糖涨幅。在疫情继续扩散的背景下,未来美元兑巴西雷亚尔汇率或将继续上升,利空原糖价格。

图 18 原油与白糖期价走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 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

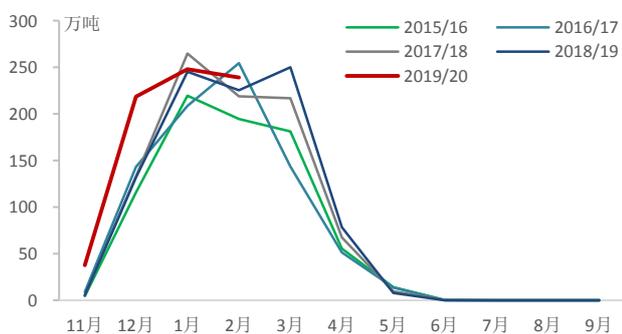
(一) 产销、库存分析

从国内白糖产销数据来看,根据农业农村部公布的3月农产品供需报告,2019/20年度中国食糖生产进入后期。截至2月底,全国已累计产糖

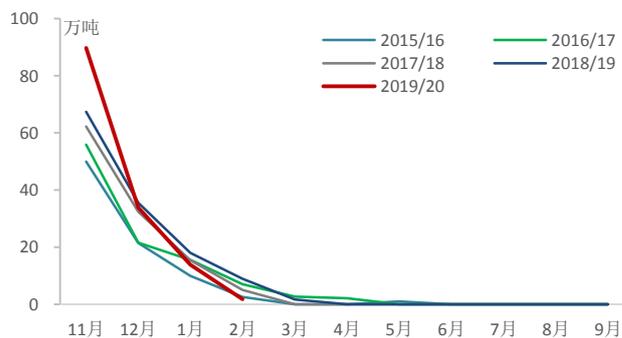
882.54万吨（上榨季同期737.72万吨）；截至2月底累计销售食糖401.72万吨（上榨季同期337.98万吨）；累计销糖率45.52%（上制榨季45.81%）。其中2月份单月产糖241.09万吨，同比增加6.68万吨；销糖81.64万吨，同比减少4.07万吨。总的来说，疫情影响下2月份全国产销表现仍较可观，数据来看，除广东、新疆之外，其他产区所受影响不大。从各地收榨进度来看，截至上周末，广西剩余15家未收榨，收榨糖厂同比大增59家；云南目前仅有1家糖厂收榨，少数糖厂将于3月中下旬收榨，大部分糖厂或在4-5月份收榨。

在对本榨季产量的预估上，农业农村部称受春季干旱影响，部分甘蔗产区单产略有下降，但出糖率有所提高，因此本月将下调本榨季食糖产量12万吨至1050万吨，利多郑糖走势。此外，草地贪夜蛾也入侵了广西部分地区，但对玉米危害较大，对甘蔗的影响相对有限，后续可持续关注。

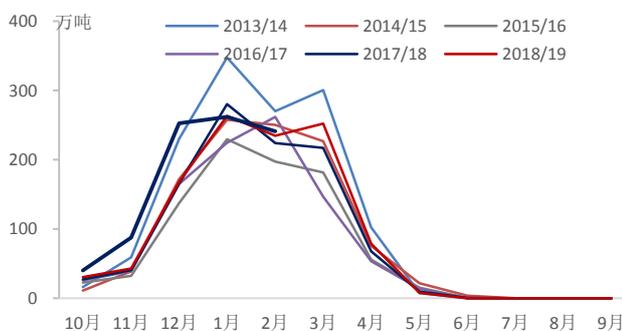
库存方面，截至2019年2月，全国白糖工业库存为480.82万吨，同比增加81.08万吨，环比增加159.45万吨。鉴于今年糖厂收榨早于往年，今年白糖工业库存或将较早达到年内峰值。

图 20 甘蔗糖月产量


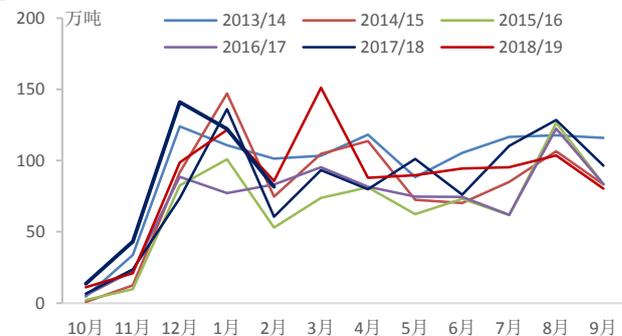
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 21 甜菜糖月产量


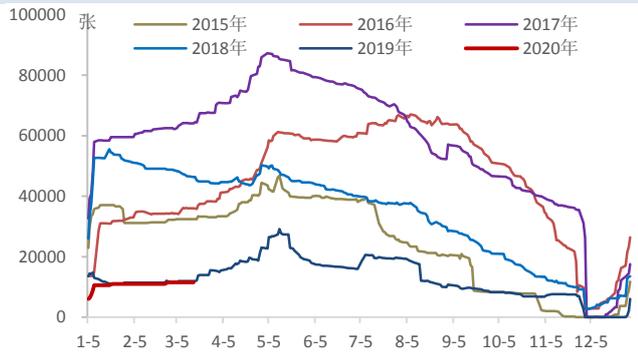
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 22 全国月产糖量


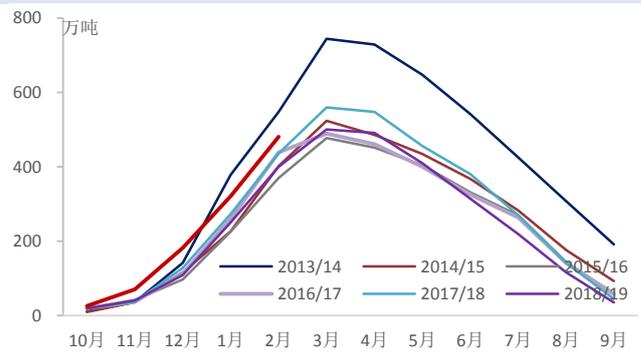
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 23 全国销糖率


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 24 白糖仓单量


数据来源: Wind、国都期货研究所

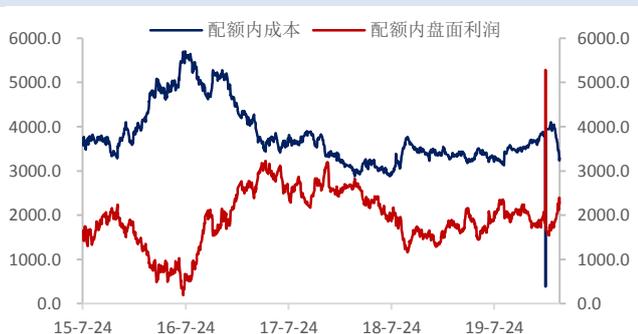
图 25 白糖工业库存


数据来源: Wind、国都期货研究所

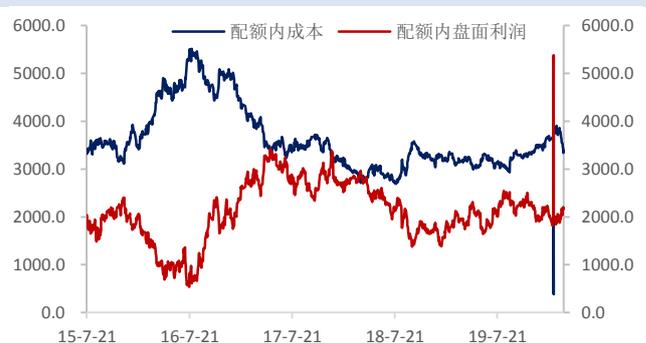
(二) 进口成本利润分析

截至3月中旬,巴西配额内进口成本为3290.9 元/吨,配额内进口利润为2257.1 元/吨,较月初增加541.2 元/吨;巴西配额外进口成本为5081.0 元/吨,配额外进口利润为467.0 元/吨,较月初增加1140.0 元/吨。泰国配额内进口成本为3392.2 元/吨,配额内进口利润为2160.8 元/吨,较月初增加155.0 元/吨;泰国配额外进口成本为5243.9 元/吨,配额外进口利润为309.1 元/吨,较月初增加530.5 元/吨。

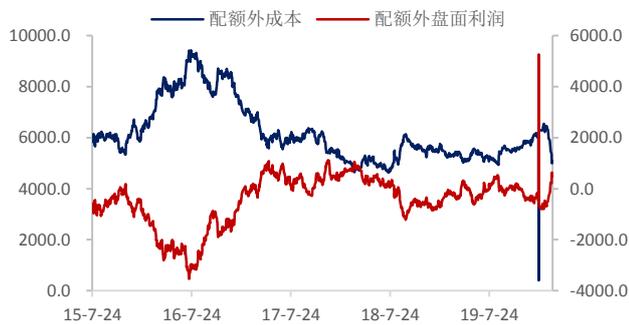
由于国内糖价相对坚挺,跌幅明显小于原糖进口成本,3月上半月巴西和泰国的配额内/外进口利润均有所回升,尤其配额外进口利润均呈现升水状态。在进口利润刺激下,未来我国或增加部分原糖进口。此外,5月调降巴西配额外进口关税,也将施压09合约期价。

图 26 巴西配额内进口成本与利润


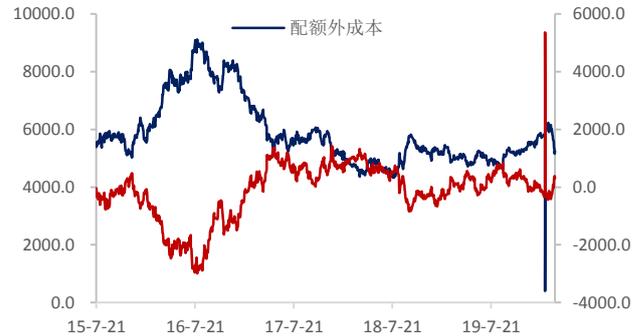
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 27 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 28 巴西配额外进口成本与利润


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 29 泰国配额外进口成本与利润


数据来源: Wind、国都期货研究所

四、后市展望

国际方面，虽然国际糖协调大了2019/20榨季全球糖市供需缺口，但在库存未充分消化之前，恐难作用于期价。近期巴西新榨季预期大幅增产，印度本榨季产量也不断上调，基本面有所走弱。宏观角度来看，肺炎疫情在全球范围内蔓延，原油价格暴跌，巴西雷亚尔创历史新低，均利空原糖走势，这也使得原糖的CFTC多头不断减仓，转为空头趋势。预计原糖在多方面利空因素扰动下，或存进一步下行动能，关注11美分支撑情况。

国内方面，由于白糖消费受疫情影响小于其他农产品，郑糖期价相对抗跌。并且，由于部分蔗区单产下降，农业农村部也相应调低了2019/20榨季全国白糖产量。国内宏观也配合降准，一定程度上利多郑糖期价。不过广西现货成交清淡，进口成本大幅下行也使得配额外进口利润出现升水，郑糖短期反弹将承压。

操作上，经历上周下跌后，若原油走势企稳，可酌情做多郑糖09合约，关注5650一线支撑情况。

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。