

关税调整窗口临近，继续看空郑糖

主要观点

行情回顾

5月上半月，白糖内外盘出现背离。在4月末原糖交割压力释放后，原糖快速回到10美分以上，但随着巴西糖厂压榨速度加快，5月上旬原糖期价再度走弱，但10美分附近支撑较强，加之原油价格逐渐回升，前一周已反弹至10.5美分附近。

国内白糖表现继续弱于外盘。五一节后郑糖曾有小幅反弹，但未触及5200一线便重新掉头向下，这主要是受未来进口成本偏低的影响，虽然并未跌破上月前低4762，但这可能只是时间问题。从持仓情况来看，09合约5月上半月沉淀资金逐渐增加，基本回到五一节前的持仓水平。从跨月价差角度来看，白糖近月合约继续升水远月，9-1价差仍处于近7年同期高位，但已有所回落。从基差角度来看，现货价格表现强于盘面，各地现货基差仍处于500以上高位。

后市展望

国际方面，5月以来原油价格已有所企稳，原糖价格基本站稳10美分，不过随着巴西提前进入2020/21榨季并加快生产，来自巴西方面的增产压力不可小觑，巴西雷亚尔贬值也增加了期价反弹的难度，与此同时，印度方面的出口也将施压原糖价格。此前的减产逻辑翻盘的几率越来越小，原糖11美分附近或面临较大阻力。

国内方面，4月产销数据利好，且国内库存已转入去库状态，但由于云南地区部分糖厂尚未收榨，2019/20榨季全国糖产量或高于此前预期。并且，随着5月22日贸易保障期限到期日的临近，进口成本与国内糖价的价差仍然偏大，进口增加的预期利空盘面，国内郑糖仍存下行的空间和动力。

操作建议

操作上，09合约空单继续持有，目标位向下调整至4600一线。跨期方面，91价差仍处于历史同期高位，空头可继续持有，目标位看至0附近。

报告日期 2020-05-17

研究所

史玥明

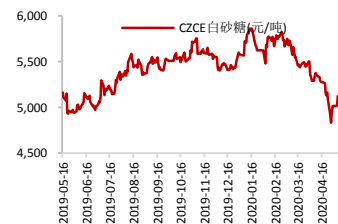
白糖期货分析师

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	7
(二) 资金面分析	9
(三) 宏观面分析	9
三、国内白糖分析	10
(一) 产销、库存分析	10
(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.....	6
图 6 白糖现货价格.....	6
图 8 巴西双周糖入榨量.....	8
图 9 巴西糖月出口量.....	8
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

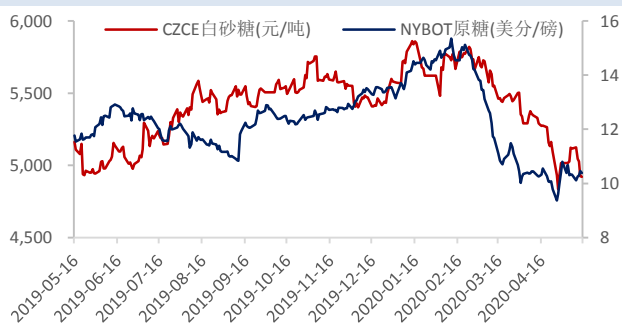
图 25 白糖工业库存	11
图 26 巴西配额内进口成本与利润	11
图 27 泰国配额内进口成本与利润	11
图 28 巴西配额外进口成本与利润	12
图 29 泰国配额外进口成本与利润	12

一、行情回顾

5月上半月，白糖内外盘出现背离。在4月末原糖交割压力释放后，原糖快速回到10美分以上，但随着巴西糖厂压榨速度加快，5月上旬原糖期价再度走弱，但10美分附近支撑较强，加之原油价格逐渐回升，前一周已反弹至10.5美分附近。

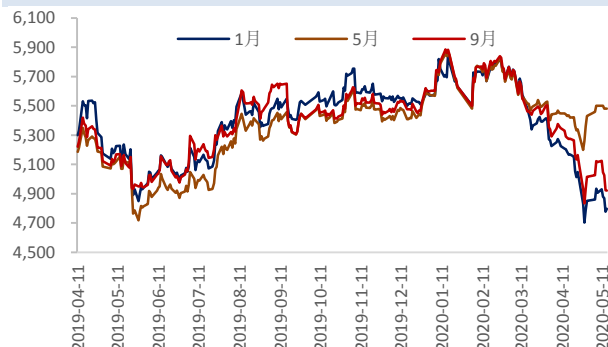
国内白糖表现继续弱于外盘。五一节后郑糖曾有小幅反弹，但未触及5200一线便重新掉头向下，这主要是受未来进口成本偏低的影响，虽然并未跌破上月前低4762，但这可能只是时间问题。从持仓情况来看，09合约5月上半月沉淀资金逐渐增加，基本回到五一节前的持仓水平。从跨月价差角度来看，白糖近月合约继续升水远月，9-1价差仍处于近7年同期高位，但已有所回落。从基差角度来看，现货价格表现强于盘面，各地现货基差仍处于500以上高位。

图1 白糖内外盘主力合约走势



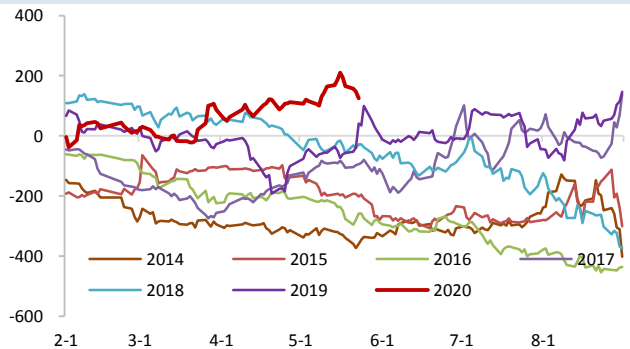
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 白糖 1/5/9 合约走势



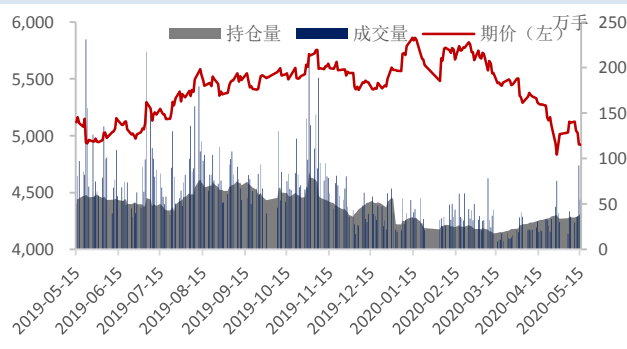
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 白糖 9-1 价差



数据来源：Wind、国都期货研究所

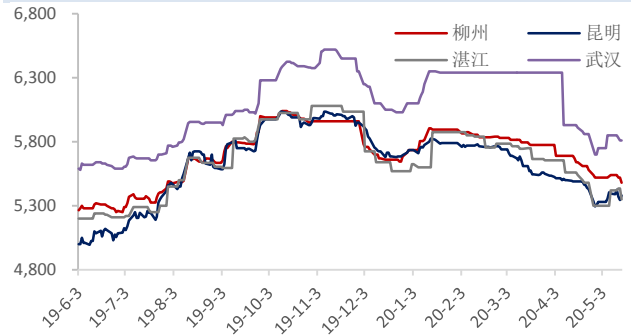
图4 白糖量价分析



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	19/20 榨季	20/21 榨季
Green Pool (澳大利亚分析机构)	-517 万吨 (前-367)	+30 万吨 (前-101)
ISO (国际糖业组织)	-944 万吨 (前-615)	/
LMC (英国 LMC 国际公司)	-300 万吨	/
Rabobank (荷兰合作银行)	-670 万吨 (前-820)	/
Datagro (巴西糖及乙醇行业组织)	-642 万吨 (前-234)	/
F.O.Licht (德国统计分析机构)	-550 万吨 (前-420)	/
INTL FSCSTON (福四通)	-770 万吨 (前-590)	/
LDC (路易达孚)	-670 万吨	/
TRS (Tropical Research Services)	-680 万吨	-

注: +代表过剩, -代表短缺。

5月上半月各机构未更新对全球白糖供需的分析, 不过部分机构更新了对部分白糖主产国的产量预估。据巴西国家商品供应公司Conab公布的2020/21榨季首次调查报告结果显示, 预计巴西2020/21榨季甘蔗制糖比例高于上榨季。预计巴西2020/21榨季甘蔗产量为6.307亿吨, 同比下降1.9%; 产糖量预计为3530万吨, 同比增加18.5%, 其中巴西中南部产糖量占90.2%。结合前期Green Pool对2020/21榨季全球糖市供应过剩的预期, 白糖2020/21榨季大概率在巴西增产的压力下从供应短缺走向供应过剩。若泰国、印度减产不能在2019/20榨季讲出故事, 则此前的糖牛大概率难以实现。

2、主产国供需分析

巴西

根据巴西甘蔗行业协会Unica 5月中旬公布的报告，巴西中南部2020年4月下半月产糖量为201.6万吨，同比增加93.5%；甘蔗压榨量为3795.8万吨，同比增加19.6%；乙醇产量15.75亿公升，同比增加5.04%，甘蔗制糖比为45.76%，高于去年同期的30.87%。2020/21榨季截至4月30日，巴西中南部累计产糖量为298.3万吨，同比增加115.8%；累计甘蔗压榨量为6038万吨，同比增加32.3%；累计乙醇产量为25.56亿公升，同比增加14.2%；累计甘蔗制糖比为43.78%，高于去年同期的28.66%。

出口方面，巴西4月中南部糖厂食糖出口量为142万吨，同比增加52.54%，巴西全国4月食糖出口量为156万吨，同比增加26.96%。上周巴西桑托斯港已有新冠肺炎病例出现，不过目前运营尚未收到影响。且港口方面表示若工人因疫情罢工，港口将引入外包工人，预计未来食糖发运量仍将维持高位。随着后续产量逐渐增加，巴西方面的出口压力将继续压制原糖盘面。

印度

根据印度糖厂协会ISMA数据，尽管印度2019/20榨季已接近尾声，不过由于甘蔗供应增加，北方邦糖厂收榨速度有所放缓，部分糖厂或将压榨到5月底。在压榨增加的情况下，该国2019/20榨季的产糖量将超过此前预期，ISMA将印度产糖量预估从此前的 2650万吨上调至2700万吨。

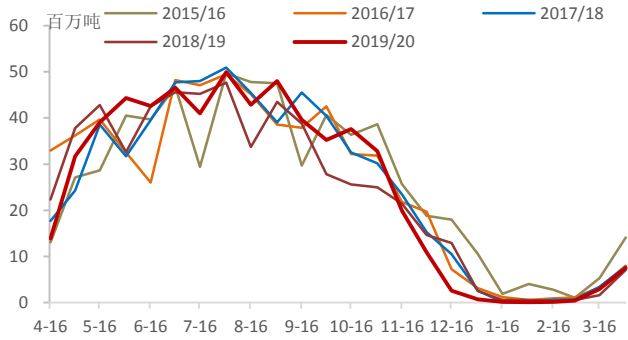
在产糖量增加、需求下降的背景下，印度国内糖价下降，拖欠该国农民的蔗款不断增加，印度政府表示将要求糖厂将过剩甘蔗和食糖用于生产乙醇，以缓解本国白糖供应过剩的压力。不过在362家糖厂中，只有166家有此意愿，且生产乙醇同样需要政府补贴，料此政策利多有限，更多还是关注印度方面疫情的进展情况以及对消费好转的影响。

出口方面，根据印度糖业贸易协会，截至5月4日，印度糖厂2019/20榨季糖出口量为334.9万吨，迄今为止糖厂已签订了420万吨的糖出口合同，未来出口节奏或加快，原糖上行仍面临压力。

泰国

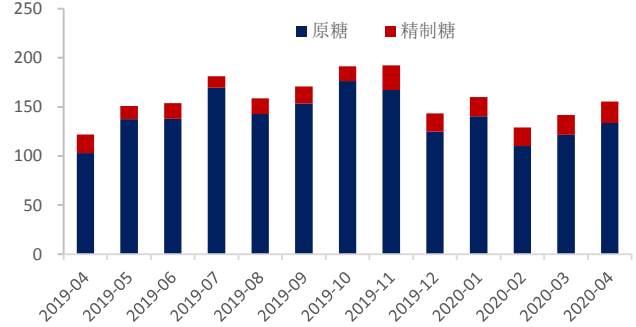
泰国受严重而持续的干旱影响，宿根蔗生长受威胁，且无法种植新植蔗，甘蔗供应短缺。根据泰国糖业，泰国又一次出现的干旱或导致2020/21榨季产糖量大幅下降。此前数据显示，泰国2019/20榨季甘蔗产量为7490万吨，产糖量为827万吨，较之上一榨季下降幅度达40%。不过这一利多尚未引起资本注意，在当前疫情消费困局及巴西增产的双重压制下，泰国减产并未在盘面上翻出水花。

图 8 巴西双周糖入榨量



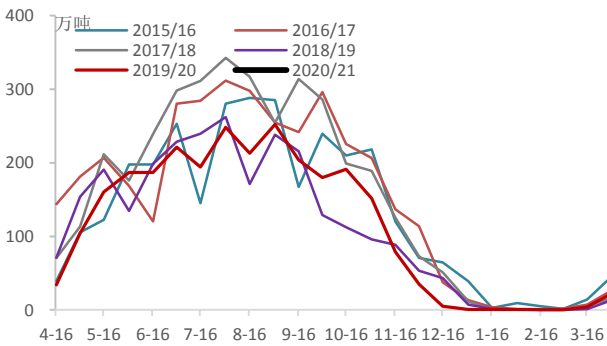
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9 巴西糖月出口量



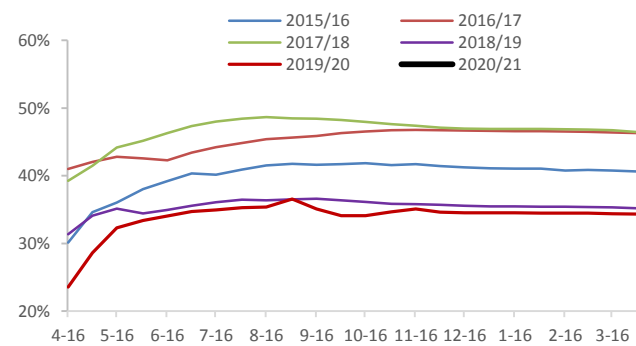
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10 巴西双周糖产量



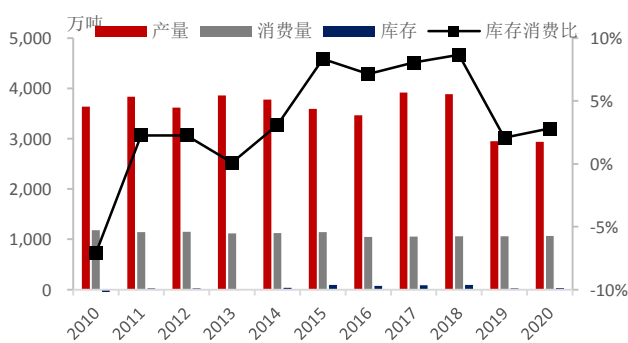
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11 巴西双周制糖比



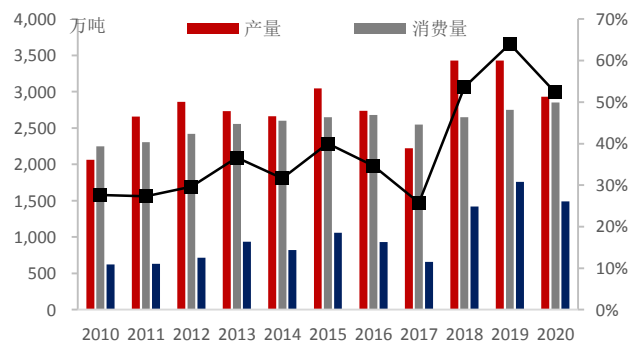
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 巴西白糖供需平衡



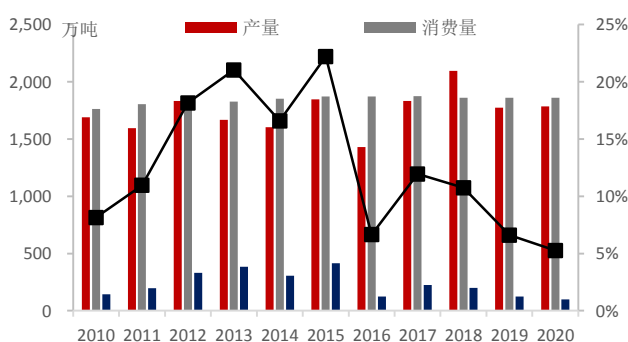
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 印度白糖供需平衡



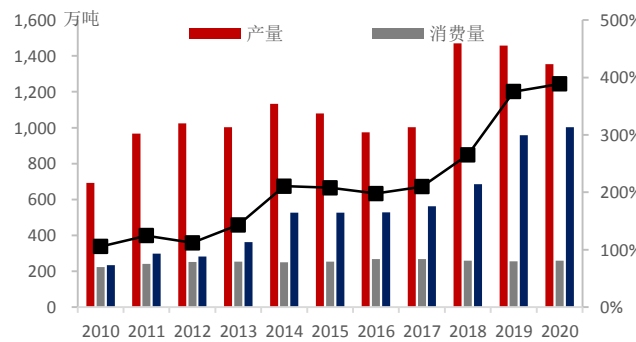
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

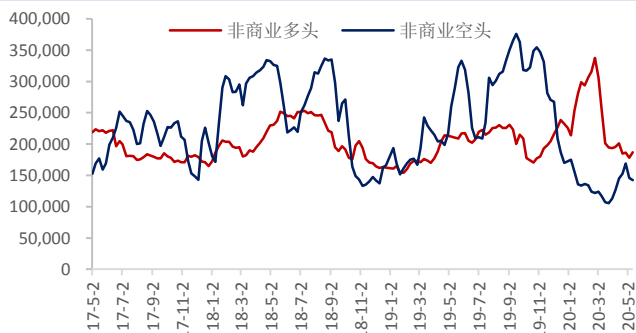


数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 资金面分析

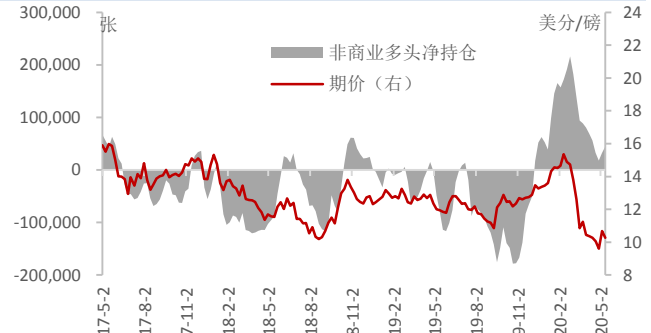
据美国CFTC持仓报告, 2020年5月上半月非商业空头逐渐减仓, 非商业多头变动不大。截至5月12日当周, 非商业净多头由月初的17,817手增加26,297手至44,114手。其中非商业多头头寸增加151手, 至186,688.00手; 非商业空头头寸减少26,146手, 至142,574.00手。因此从资金面角度来看, ICE原糖空头趋势有所减弱, 进入弱反弹局面。

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

5月上半月原油价格为原糖提供了部分支撑。虽然原油期价抬升幅度不大, 仍在30美元以下, 不过已步入上行轨道, 巴西制糖比的压力有所减轻。后续来看, 若疫情持续存在, 原油价格在消费低迷的情况下难回此前价格区间, 原糖期价也难有明显突破。

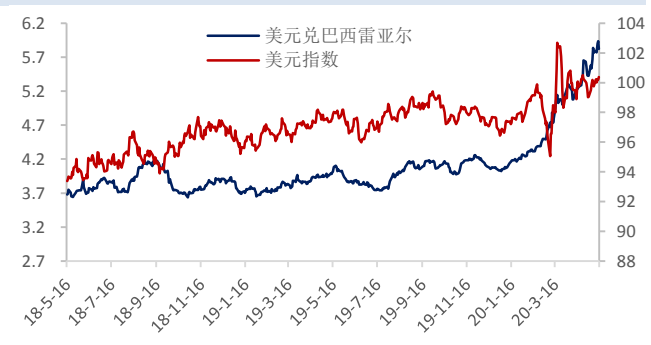
从汇率水平来看, 在巴西防范新冠疫情的关键时刻, 巴西卫生部长和司法部长相继离职, 加剧市场恐慌, 巴西雷亚尔的贬值步伐从4月开始加速后一直没有回头, 5月以来美元兑巴西雷亚尔从月初的5.4附近一路涨至5.8, 再度创历史新高。以美元计价的原糖价格一直难有汇率支撑, 利空糖价。从后续角度看, 巴西疫情仍处于继续蔓延阶段, 巴西雷亚尔汇率在疫情缓解之前难有升值机会, 且危机之下美元指数大概率维持高位, 因此短期之内汇率方面无法给予太多提振作用。

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

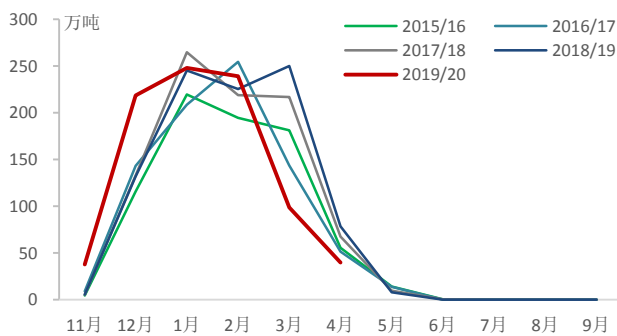
三、国内白糖分析

(一) 产销、库存分析

从国内白糖产销数据来看，2019/20榨季生产已进入尾声，除云南少数糖厂生产外，其他省的糖厂均已停榨。截至4月底，全国本榨季已累计产糖1020.98万吨，较之上一榨季减少47.17万吨。其中，产甘蔗糖881.7万吨，同比减少5.86%；产甜菜糖139.28万吨，同比增加5.88%。销糖方面，截至4月底，本榨季全国累计销售食糖552.77万吨，同比减少24.17万吨；累计销糖率54.14%，较上榨季高出0.13个百分点。其中，销售甘蔗糖461.56万吨，同比减少4.09%，销糖率52.35%，同比下降0.97个百分点；销售甜菜糖91.21万吨，同比减少4.67%；销糖率65.49%，同比下降7.25个百分点。整体来看，鉴于云南部分地区未收榨，2019/20榨季全国总产糖量或达1030万吨，高于此前预期，但低于去年水平，因此产销率略高于去年同期，数据中性偏多。

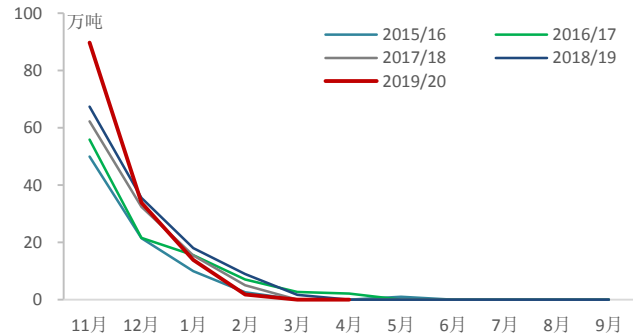
库存方面，截至2019年4月底，全国白糖工业库存为468.21万吨，环比下降7.14%，同比下降4.68%。由此可见，今年白糖库存已进入下行周期，且数据略好于去年。不过在进入消费旺季之前，库存去化的速度不会太快，糖价大概率难有起色。

图 20 甘蔗糖月产量



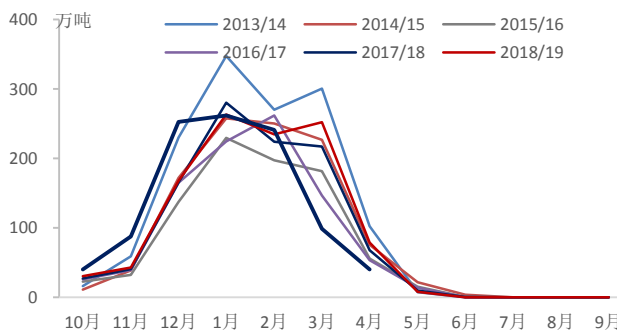
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 21 甜菜糖月产量



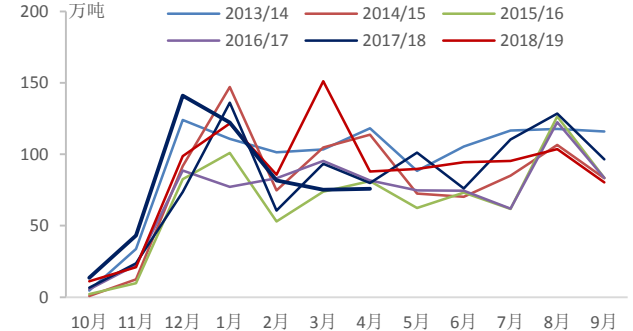
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 22 全国月产糖量



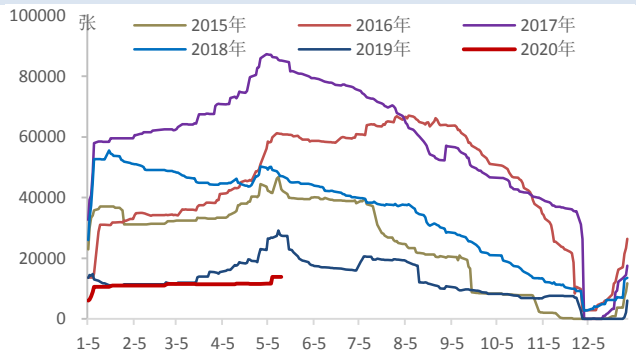
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 23 全国销糖率



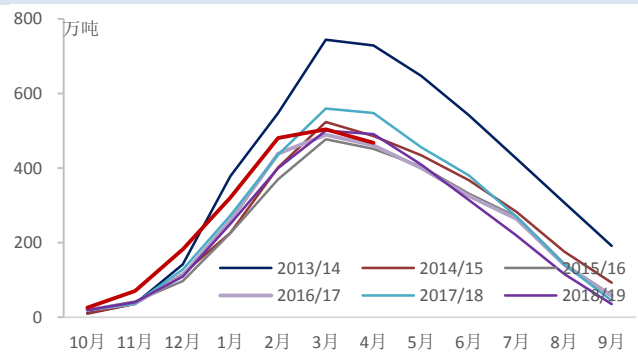
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



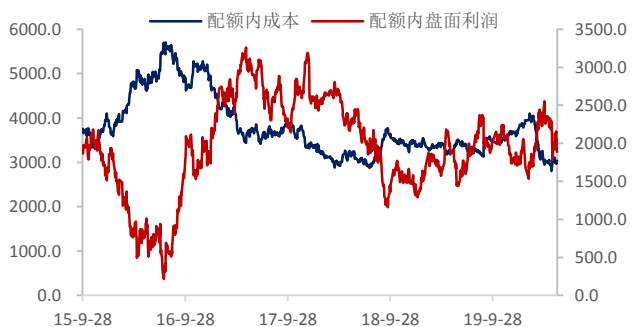
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 进口成本利润分析

截至5月中旬,巴西配额内进口成本为3033.6 元/吨,配额内进口利润为1887.4 元/吨,较月初降低-33.0 元/吨;巴西配额外进口成本为4667.1 元/吨,配额外进口利润为253.9 元/吨,较月初增加131.3 元/吨。泰国配额内进口成本为2844.3 元/吨,配额内进口利润为2181.7 元/吨,较月初增加205.6 元/吨;泰国配额外进口成本为4362.5 元/吨,配额外进口利润为663.5 元/吨,较月初提高386.9 元/吨。

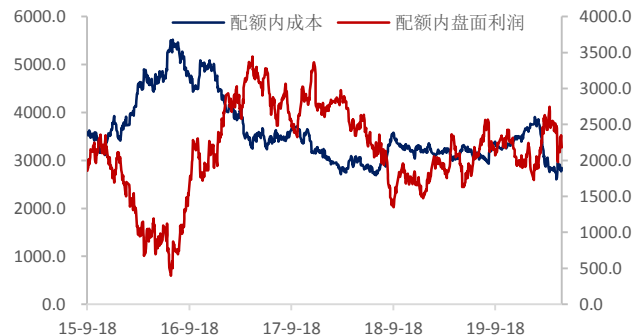
虽然5月以来国内郑糖价格已有所回落,但配额外进口利润仍有扩大趋势,且无论是巴西还是泰国,配额外进口利润绝对值均十分可观,在进口利润刺激下,未来我国或增加部分原糖进口,这将进一步施压国内糖价。并且,5月22日后调降巴西配额外进口关税,按当前的原糖价格,配额外进口成本将低至4000元/吨,虽然在进口配额的限制下,国内进口量相对有限,价格也不会跌至这样的价格水平,但会影响国内进口的节奏,也将从成本端对郑糖构成压力。

图 26 巴西配额内进口成本与利润

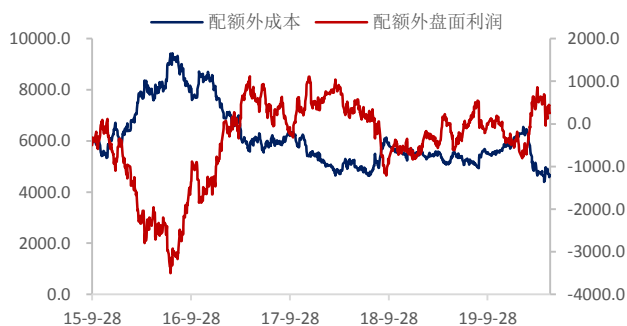


数据来源: Wind、国都期货研究所

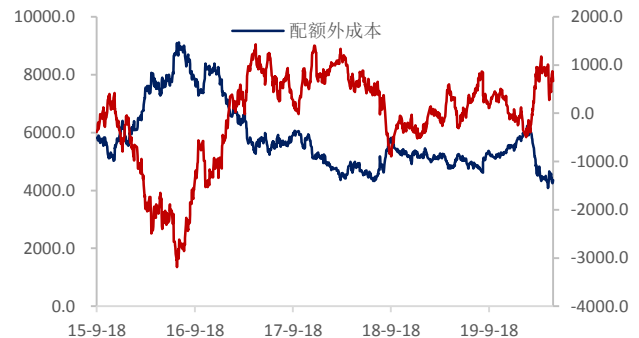
图 27 泰国配额内进口成本与利润



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，5月以来原油价格已有所企稳，原糖价格基本站稳10美分，不过随着巴西提前进入2020/21榨季并加快生产，来自巴西方面的增产压力不可小觑，巴西雷亚尔贬值也增加了期价反弹的难度，与此同时，印度方面的出口也将施压原糖价格。此前的减产逻辑翻盘的几率越来越小，原糖11美分附近或面临较大阻力。

国内方面，4月产销数据利好，且国内库存已转入去库状态，但由于云南地区部分糖厂尚未收榨，2019/20榨季全国糖产量或高于此前预期。并且，随着5月22日贸易保障期限到期日的临近，进口成本与国内糖价的价差仍然偏大，进口增加的预期利空盘面，国内郑糖仍存下行的空间和动力。

操作上，09合约空单继续持有，目标位向下调整至4600一线。跨期方面，91价差仍处于历史同期高位，空头可继续持有，目标位看至0附近。

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。