

原糖上行压力较大，拖累郑糖上行进程

主要观点

行情回顾

7月上半月，国内外白糖均未走出明显趋势，在震荡区间维持窄幅波动。国际原糖自5月初触底反弹后，从6月开始进入新一轮震荡区间，7月上半月先跌后涨，但整体价格仍处于11.5-12.5美分之间，鉴于巴西方面产量持续增加，价格在12美分突破具有较大阻力。

国内白糖在7月上半月先涨后跌，5200未能突破成功，不过从5月底走势情况来看，郑糖09合约波浪上升特征较为明显，底部重心不断抬升，上行信号强于外盘。从跨品种价差来看，远月合约弱势运行，不过随着9月合约临近换月，9-1价差在7月上旬到达298高位后，本周已回落至200附近。现货方面，国内现货价格上半月变化不大，在期价小幅抬升的情况下，基差有所缩窄，广西基差已从5月份的500元/吨下降至200元/吨附近。

后市展望

国际方面，当前市场交易的主要矛盾是巴西糖产量，因此尽管泰国、欧盟方面延续此前的减产预期，但在眼下巴西中南部糖厂开榨旺季，其他主产国的利多因素并未反映到盘面上，加之疫情对需求的负面影响仍在，在供应增加、需求受阻的情况下，料原糖12美分附近或面临较大阻力。

国内方面，在取消对巴西的配额外保护性关税后，国内的进口成本端坍塌，配额外进口利润高企，对盘面构成较大压力，进口商在当前丰厚的进口利润面前可能会调整进口节奏，增加近期进口量，这在当下消费旺季尚未来临的时点，供应压力不可小觑。不过鉴于郑糖价格处于广西糖厂成本线附近，下方支撑较强，短期内震荡局面或将持续。

操作建议

操作上，09合约即将面临换月，操作空间不大，可逢回调长线做多01合约，等待新榨季开启前的上涨机会。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100附近。

报告日期 2020-07-19

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) 主产国供需分析	6
(二) 宏观面分析	8
三、国内白糖分析	9
(一) 产销、进口、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 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.....	7
图 8 巴西糖月出口量.....	7
图 9 巴西双周糖产量.....	8
图 10 巴西双周制糖比.....	8
图 11 巴西白糖供需平衡.....	8
图 12 印度白糖供需平衡.....	8
图 13 欧盟白糖供需平衡.....	8
图 14 泰国白糖供需平衡.....	8
图 15 原油与白糖期价走势.....	9
图 16 美元指数与巴西汇率.....	9
图 17 甘蔗糖月产量.....	10
图 18 甜菜糖月产量.....	10
图 19 全国月产糖量.....	10
图 20 全国销糖率.....	10
图 21 全国食糖月进口量.....	10
图 22 全国食糖累计进口量.....	10
图 23 全国糖浆月进口量.....	11

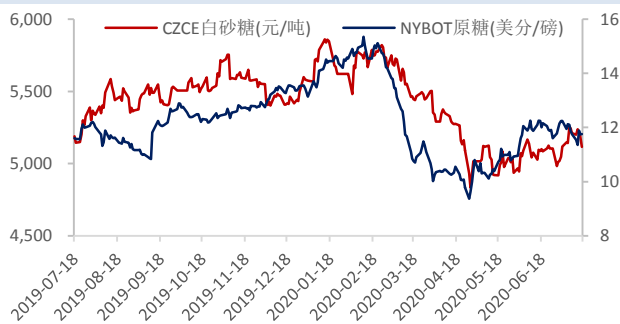
图 24 全国糖浆累计进口量	11
图 25 白糖仓单量	11
图 26 白糖工业库存	11
图 27 巴西配额内进口成本与利润.....	12
图 28 泰国配额内进口成本与利润.....	12
图 29 巴西配额外进口成本与利润	12
图 30 泰国配额外进口成本与利润.....	12

一、行情回顾

7月上半月，国内外白糖均未走出明显趋势，在震荡区间维持窄幅波动。国际原糖自5月初触底反弹后，从6月开始进入新一轮震荡区间，7月上半月先跌后涨，但整体价格仍处于11.5-12.5美分之间，鉴于巴西方面产量持续增加，价格在12美分突破具有较大阻力。

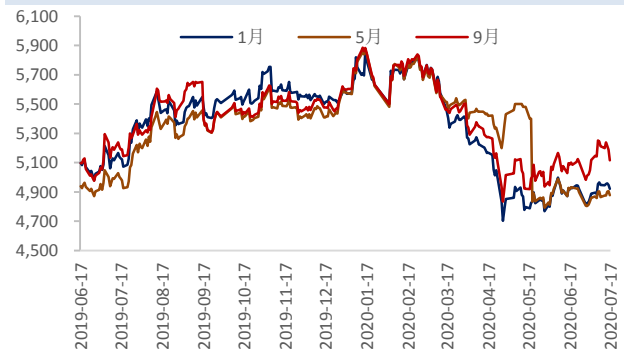
国内白糖在7月上半月先涨后跌，5200未能突破成功，不过从5月底走势情况来看，郑糖09合约波浪上升特征较为明显，底部重心不断抬升，上行信号强于外盘。从跨品种价差来看，远月合约弱势运行，不过随着9月合约临近换月，9-1价差在7月上旬到达298高位后，本周已回落至200附近。现货方面，国内现货价格上半月变化不大，在期价小幅抬升的情况下，基差有所缩窄，广西基差已从5月份的500元/吨下降至200元/吨附近。

图1 白糖内外盘主力合约走势



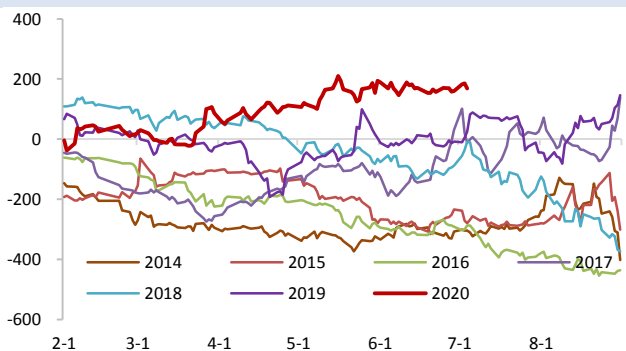
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 白糖 1/5/9 合约走势



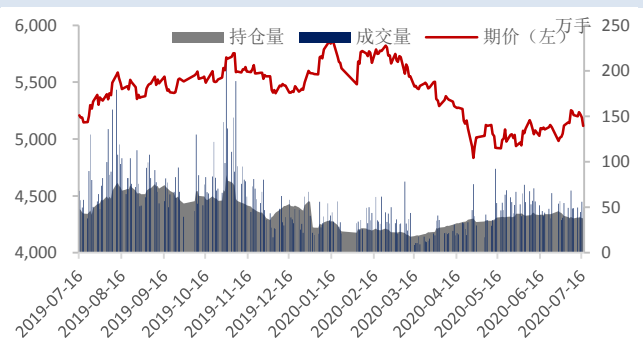
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 白糖 9-1 价差



数据来源：Wind、国都期货研究所

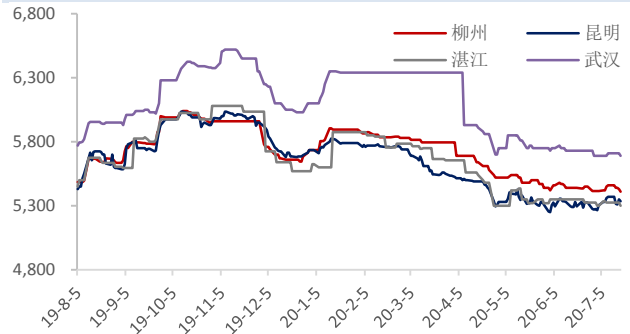
图4 白糖量价分析



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) 主产国供需分析

巴西

从2020/21榨季进度来看,根据巴西甘蔗行业协会UNICA公布的数据,巴西中南部2020年6月下半月产糖量为272.8万吨,同比增加23.34%;甘蔗压榨量为4293万吨,同比下降7.73%;乙醇产量为19.58亿公升,同比下降17%;甘蔗制糖比为47.42%,远高于去年同期的37.06%。

从2020/21榨季累计数据来看,2020/21榨季截至7月1日,巴西中南部累计产糖量为1329.7万吨,同比增加48.75%;累计甘蔗压榨量为2.29亿吨,同比增加5.2%;累计乙醇产量为100.01亿公升,同比下降6.61%;累计甘蔗制糖比为46.21%,高于去年同期的34.66%。从图表上来看,巴西本榨季的甘蔗压榨量逐渐走下高位,但产糖量及制糖比仍处于近6年同期高位。从季节性角度来看,现在已逼近巴西中南部地区糖厂压榨量的高峰期,9月之前来自巴西糖方面的产量压力将持续施压原糖盘面。并且,截至6月底,巴西乙醇库存增至59.6亿公升,较上年同期激增42%,创下历年来同期高位,其中含水乙醇库存占65.98%。受疫情影响,巴西汽油消费下降,巴西糖醇比大概率将维持高位,在跷跷板作用下,未来中南部糖产量将继续增加,对于原糖价格而言,12美分将继续是明显的阻力位。

印度

根据印度马邦糖业委员会数据,马邦144家糖厂本榨季压榨甘蔗5501.3万吨,产糖616.79万吨,截至6月30日已结清98%甘蔗款,后续糖厂蔗款压力不大,出口节奏较自由,或将提振原糖价格。不过有2019年季风降雨高于正常水平,预计2020/21榨季马邦甘蔗净面积同比增加43%,下一榨季印度糖产量将增加,或施压长期糖价。

泰国

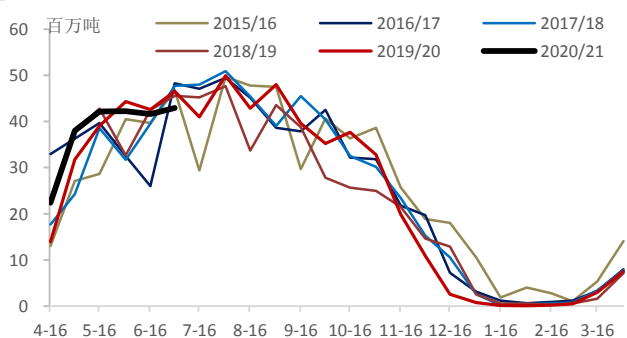
产量及国内消费方面，泰国受严重而持续的干旱影响，宿根蔗生长受威胁，且无法种植新植蔗，甘蔗供应短缺。根据泰国糖业，泰国又一次出现的干旱或导致2020/21榨季产糖量大幅下降。此前数据显示，泰国2019/20榨季甘蔗产量为7490万吨，产糖量为827万吨，较之上一榨季下降幅度达40%。2019/20年度截至今年6月底，泰国食糖消费量仅为169万吨，这意味着今年食糖总消费量可能不会超过225万吨，较最初预期降低10%左右，不过由于泰国糖产量也出现回落，消费下降的利空并不明显，未来继续关注泰国方面的降水情况对新榨季糖产量的影响，若延续减产预期，需与巴西增产幅度进行抵减，从而判断全球供需变动情况。

出口方面，根据泰国海关数据，2020年5月泰国出口糖约57.92万吨，同比锐减30.99%。其中出口原糖32.11万吨，同比减少35.8%；出口低质量白糖2.2万吨，同比下降59.76%；出口精制糖23.6万吨，同比下降16.98%。目前泰国糖出口已完成80%以上，后续来自泰国的出口糖将继续减少，主要关注巴西糖的出口情况。

欧盟

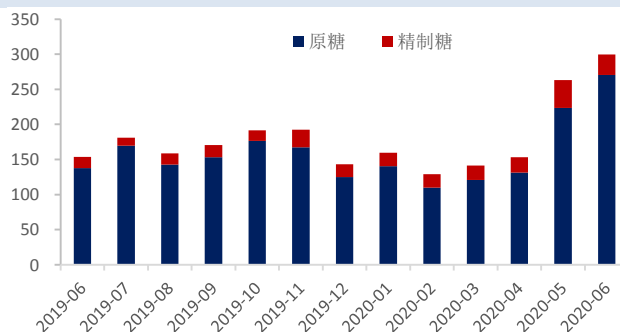
种植户组织CGB本月表示，受种植面积减少以及严重的虫害袭击，法国今年糖用甜菜产量将至少减产13%至3315万吨。作为欧盟最大的甜菜生产国，法国今年总的糖用甜菜种植面积将减少5%至42.5万公顷，秋季收割时平均单产将降至每公顷78吨，低于去年的85吨以及五年均值的87吨。因此欧盟方面将延续此前的减产预期，但鉴于欧盟无论是产量和出口都在全球糖供应中占据的比例较小，减产对盘面提振效果有限，更多可能是联合其他利多消息面共同炒作。

图7 巴西双周糖入榨量



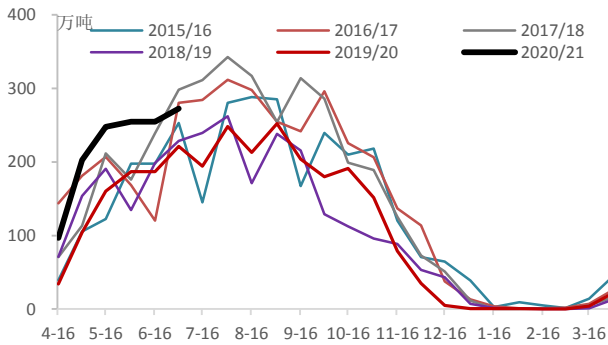
数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 巴西糖月出口量



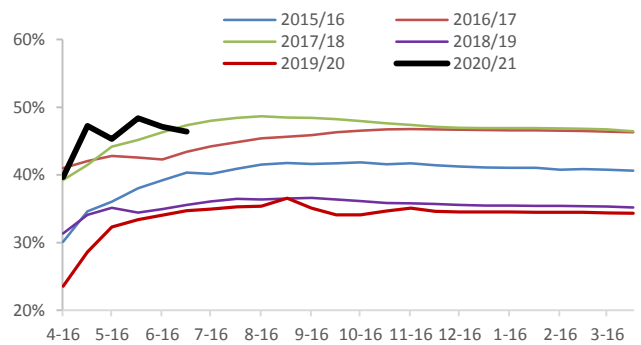
数据来源：Wind、国都期货研究所

图9 巴西双周糖产量



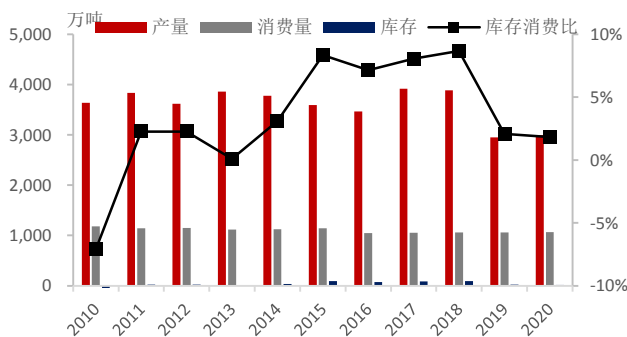
数据来源: Wind、国都期货研究所

图10 巴西双周制糖比



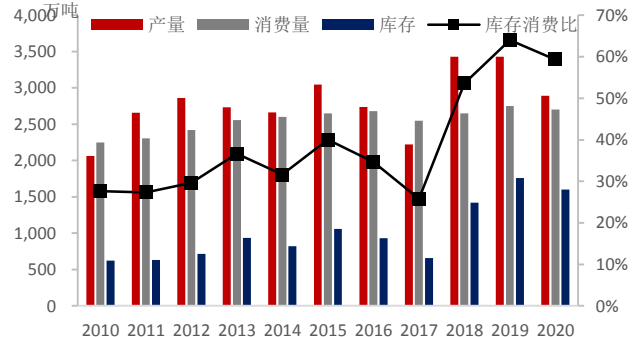
数据来源: Wind、国都期货研究所

图11 巴西白糖供需平衡



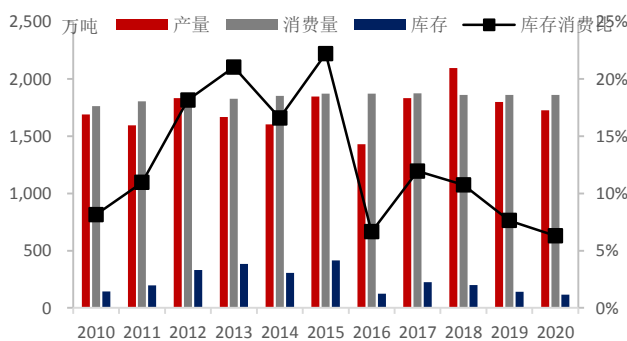
数据来源: Wind、国都期货研究所

图12 印度白糖供需平衡



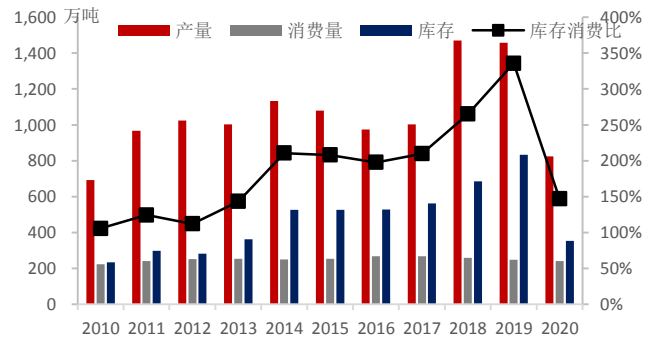
数据来源: Wind、国都期货研究所

图13 欧盟白糖供需平衡



数据来源: Wind、国都期货研究所

图14 泰国白糖供需平衡



数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 宏观面分析

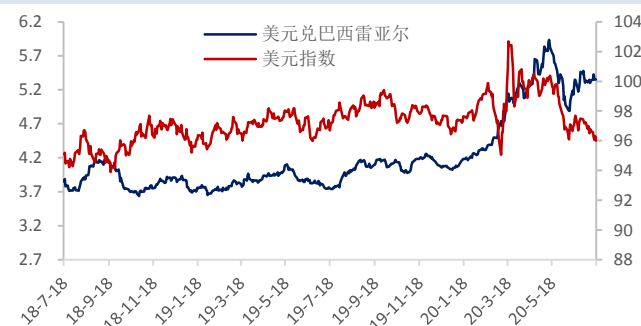
7月上半月WTI原油一直在40美元附近波动, 由于海外疫情不确定性, 燃料需求恢复缓慢, 原油在经历前期触底反弹后难有进一步上涨, 巴西糖醇比虽不会一直扩大, 但肯定会持续高于往年水平, 巴西糖仍将施压盘面。

从汇率水平来看, 在5月初美元兑巴西雷亚尔到达6附近高位后, 虽然随后小幅下降, 但仍在5以上波动。从后续角度看, 巴西疫情仍处于继续蔓延阶段, 巴西雷亚尔汇率在本国疫情缓解之前升值动力不强, 但贬值空

间也不会太大，因此汇率方面大概率维持高位震荡，以美元计价的原糖价格难以得到汇率方面的长效提振作用。

图 15 原油与白糖期价走势


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 16 美元指数与巴西汇率


数据来源：Wind、国都期货研究所

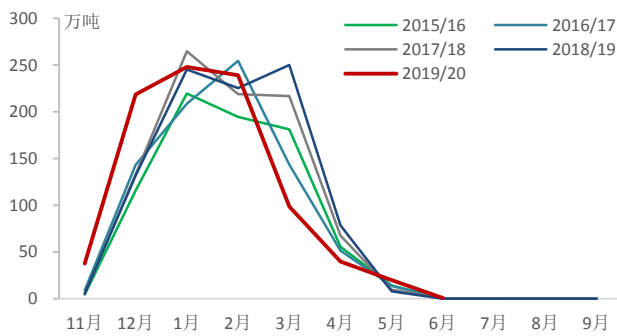
三、国内白糖分析

(一) 产销、进口、库存分析

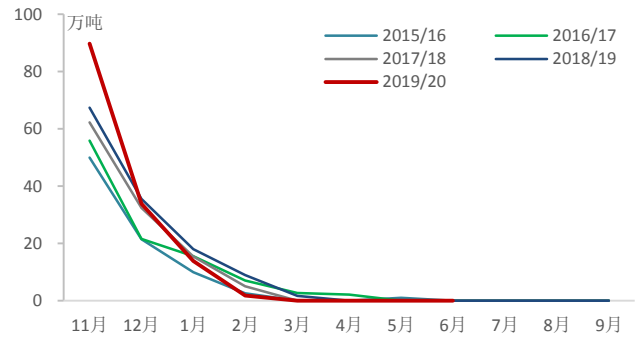
从国内白糖产销数据来看，根据中国糖协数据，2019/20年制糖期食糖生产已全部结束。本制糖期全国共生产食糖1041.51万吨（上制糖期同期产糖1076.04万吨），比上制糖期同期少产糖35万吨，其中，产甘蔗糖902.23万吨（上制糖期同期产甘蔗糖944.5万吨）；产甜菜糖139.28万吨（上制糖期同期产甜菜糖131.54万吨）。销糖方面，截至6月底，本榨季全国累计销售食糖709.61万吨，同比减少51.32万吨；累计销糖率68.13%，较上榨季低2.62个百分点。整体来看，本榨季产量延续此前小幅减产的预期，供应压力不大，不过鉴于疫情干扰了需求，消费数据也有所下降，产销水平与去年接近，数据中性。

进口方面，6月我国食糖进口量为30万吨，同比下降21.05%，环比增加150%。2019/20榨季截至6月，我国累计进口食糖181万吨，同比增加2.26%。根据商务部发布的关于调整《实行进口报告管理的大宗农产品目录》的公告，将关税配额外食糖纳入《目录》，自2020年7月1日起实行进口报告管理。但市场目前还没有关于这一公告的解读，配额外进口量是否放开将成为取决糖价是否上行的关键因素。但从6月进口数据可以看出，在进口关税调低后，未来食糖进口节奏或继续加快，来自进口糖的压力将成为国内榨季结束后压制盘面上行的主要压力。而且从新榨季开始，我国的糖浆进口明显增加。2019/20榨季截至5月，我国累计进口40.38万吨，相较于去年同期的3.65万吨增加了10倍以上，按照75%的折糖率，这已给国内增加了30万吨的供给量，不过鉴于夏季气温升高，糖浆不易保存，未来进口或逐渐减少，重点关注食糖进口。

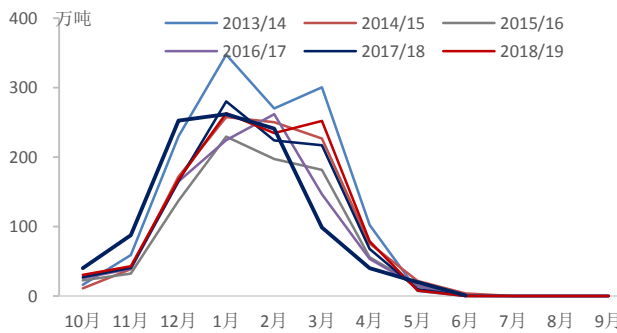
库存方面，截至2019年6月底，全国白糖工业库存为331.90万吨，环比下降18.98%，同比增加5.45%。迄今库存已连续三个月下降，但在进入消费旺季之前，库存去化的速度不会太快，关注三季度销糖进展及国内疫情控制情况。

图 17 甘蔗糖月产量


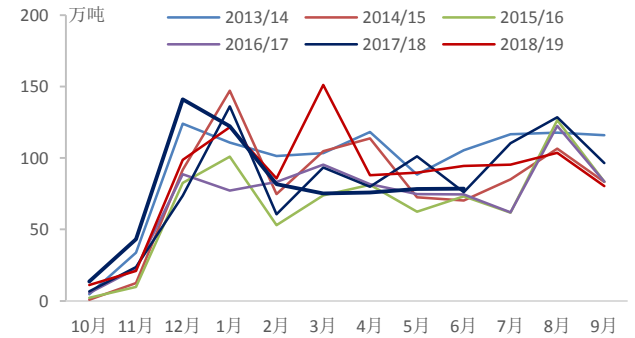
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 18 甜菜糖月产量


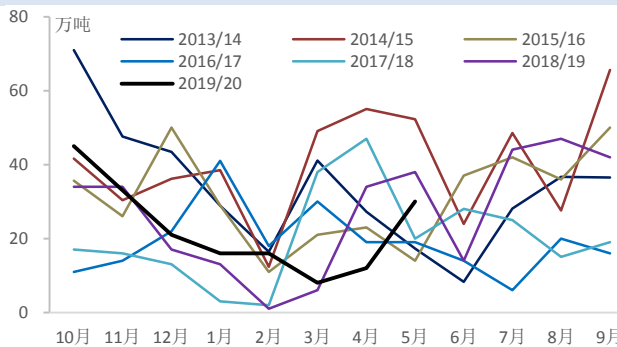
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 19 全国月产糖量


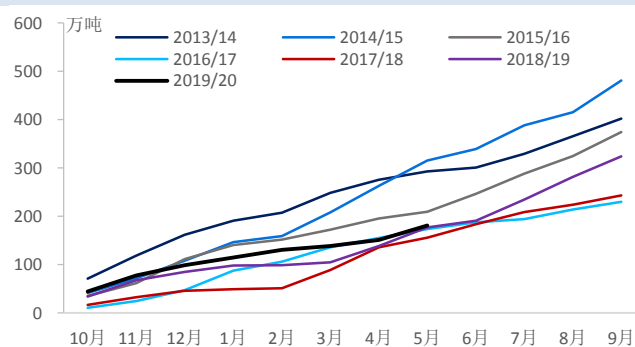
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 20 全国销糖率


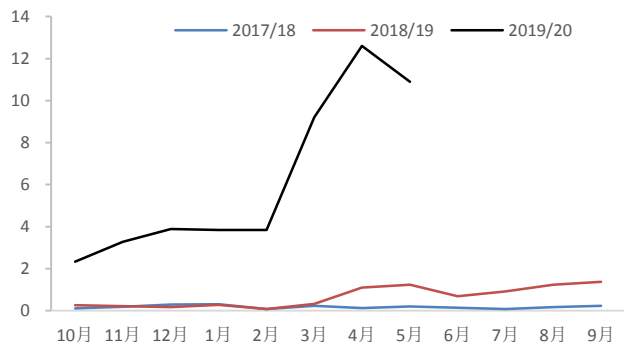
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 21 全国食糖月进口量


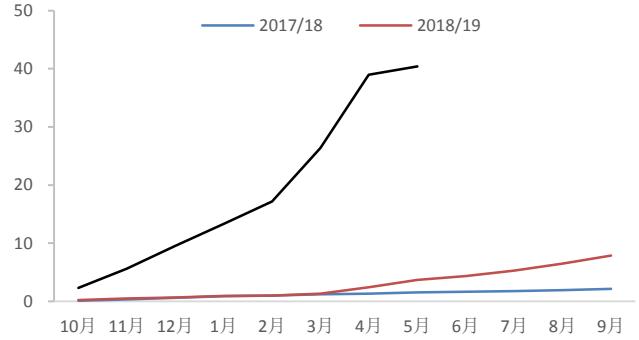
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 22 全国食糖累计进口量


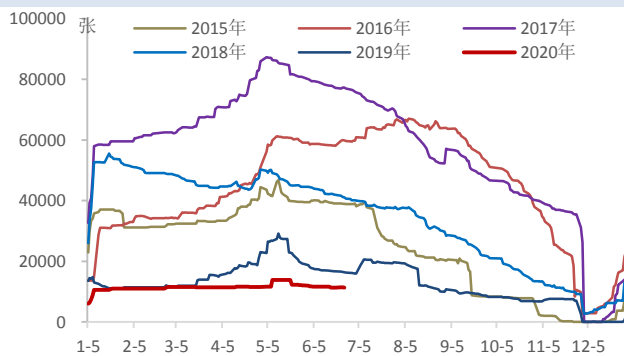
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 23 全国糖浆月进口量


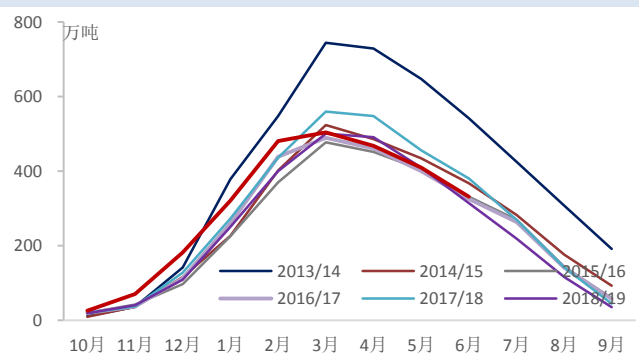
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 24 全国糖浆累计进口量


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 25 白糖仓单量


数据来源: Wind、国都期货研究所

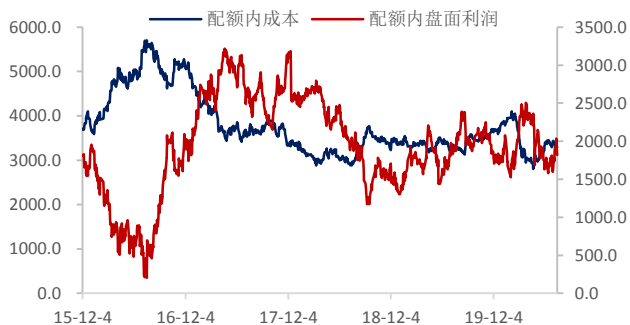
图 26 白糖工业库存


数据来源: Wind、国都期货研究所

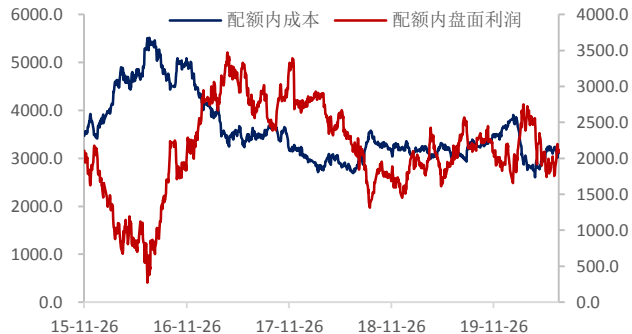
(二) 进口成本利润分析

截至7月中旬,巴西配额内进口成本为3295.7元/吨,配额内进口利润为1819.3元/吨,较月初增加83.7元/吨;巴西配额外进口成本为4192.2元/吨,配额外进口利润为922.8元/吨,较月初增加117.4元/吨。泰国配额内进口成本为3117.5元/吨,配额内进口利润为2095.5元/吨,较月初增加191.7元/吨;泰国配额外进口成本为4802.0元/吨,配额外进口利润为411.0元/吨,较月初增加375.2元/吨。

由此可见,7月上半月国内盘面走势强于外盘,进口利润升水增加,尤其在5月22日我国对巴西的配额外保护性关税取消后,巴西配额外进口利润大幅扩大,接近1000元/吨,对郑糖构成了压力。不过从郑糖价格来看,当前期价处于广西糖厂成本线附近,下方支撑较强,进口利润修复的通道大概率是通过原糖上涨而非国内糖下跌来完成,因此从进口利润角度来看,在原糖价格开启上涨趋势之前,郑糖恐难有上行动力。

图 27 巴西配额内进口成本与利润


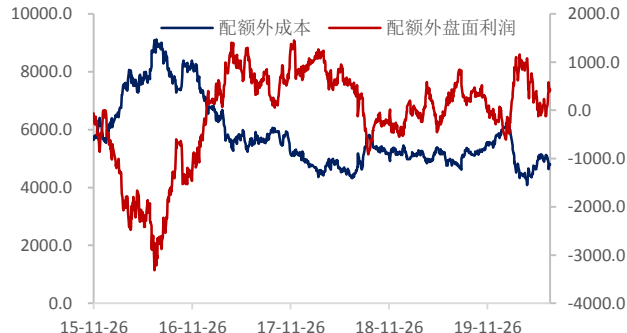
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 28 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 29 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 30 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，当前市场交易的主要矛盾是巴西糖产量，因此尽管泰国、欧盟方面延续此前的减产预期，但在眼下巴西中南部糖厂开榨旺季，其他主产国的利多因素并未反映到盘面上，加之疫情对需求的负面影响仍在，在供应增加、需求受阻的情况下，料原糖12美分附近或面临较大阻力。

国内方面，在取消对巴西的配额外保护性关税后，国内的进口成本端坍塌，配额外进口利润高企，对盘面构成较大压力，进口商在当前丰厚的进口利润面前可能会调整进口节奏，增加近期进口量，这在当下消费旺季尚未来临的时点，供应压力不可小觑。不过鉴于郑糖价格处于广西糖厂成本线附近，下方支撑较强，短期内震荡局面或将持续。

操作上，09合约即将面临换月，操作空间不大，可逢回调长线做多01合约，等待新榨季开启前的上涨机会。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100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。