

白糖利多酝酿 有望迎来转机

一、行情回顾

图1 白糖主力日K线图



数据来源：文华财经 新世纪期货

二月下旬以来，郑糖出现一波深跌：期价从5800上方跌倒了4800以下，一直到四月下旬才触底回升。跌幅超过千点，与大部分品种3月底止跌反弹相比，时间上也多了一个月。

郑糖这波跌幅在时间和空间上都十分可观，主要由这么三个因素导致：新冠疫情导致消费下降，1.8亿吨的全球消费量会减少5%；原油下跌导致巴西调整糖醇联动生产比例，增加了数百万吨白糖供应，供求反向失衡；国内进口的保障措施临近到期，目前85%的关税将下降到50%，由此进口成本会减少800元每吨。

可以说巴西调整糖醇比是白糖供求失衡的重要原因：随着原油崩盘式下跌，糖厂生产乙醇已无收益，有近100家糖厂由于无能力储存乙醇。在这种情况下，糖厂增加了原糖生产比例，供应增加导致糖价追随原油一路走低。所以我们可以看到原油和白糖出现了相似度很高的走势。

二、市场酝酿利多

图2 原油与白糖走势图



数据来源：WIND 新世纪期货

当原油在 4 月下旬止跌后，白糖随后也跟随反弹。

应该说，白糖这轮下跌逻辑很清晰，力度也很大，国内外糖价双双跌破成本价。但随着时间推移，一些因素开始出现或发生了变化，这为白糖后市带来了转机。

二、市场在发生的一些变化

1、流动性释放

为抵御新冠疫情影响，各国在流动性上开闸放水。最有代表性的两大经济体，美国是无限制的量化宽松，中国是推出 25 万亿的新基建。

最近国内还开始谈论“财政赤字货币化”，这由财政部相关人士提出，本质是：政府在财政收入不敷出的情况下，不是通过“借钱”（如向市场发债）的方式来为其财政赤字提供融资，而是靠自己“印钱”来为赤字融资。如果政府是通过向市场发债借钱，借来的钱是要在一定期限内还本付息的，这个还本付息的压力就是对政府负债（赤字）的天然约束机制；而“赤字货币化”发给央行的债是不需要还的，政府也事实上不需要付利息。因此这个观点收到了包括央行在内诸多人士的反对，但从中可以体会到政府保证流动性的迫切心理。

2、干旱和疫情影响产量

目前巴西糖醇双亏可能导致减少 9000 万吨甘蔗压榨，未来在物流上也可能受到影响。所以我们看到，疫情不仅制约了消费，也开始影响生产和供应。

泰国对干旱进行了评估：在最严重的情况下，预计甘蔗压榨量可减少多达 2500 万吨，这导致泰国 2019/20 榨季甘蔗压榨量仅约为 7500 万吨，同比减少 43%。如果干旱持续到 6 月，该国糖厂可能会在 2020/21 榨季面临甘蔗短缺的风险。

受干旱影响，印度主产区马哈拉施特拉邦的食糖产量下降，截至 5 月 15 日的最新统计印度糖厂本榨季（去年 10 月至今年 5 月）累计产糖 2650 万吨，比去年同期下降了 19%。

表 1 各国榨糖时间分布

国别	巴西	印度	中国	泰国	欧盟
月份	4-12 月	10-4 月	10-4 月	12-4 月	9-4 月

数据来源：农产品期货网 新世纪期货

现在其它国家都已收榨，南半球的巴西则刚开始，其生产对盘面有直接影响。不过今年我国云南榨期较长，还有 18 家糖厂继续生产，这里面包括一些进口甘蔗的加工

3、国内白糖产销

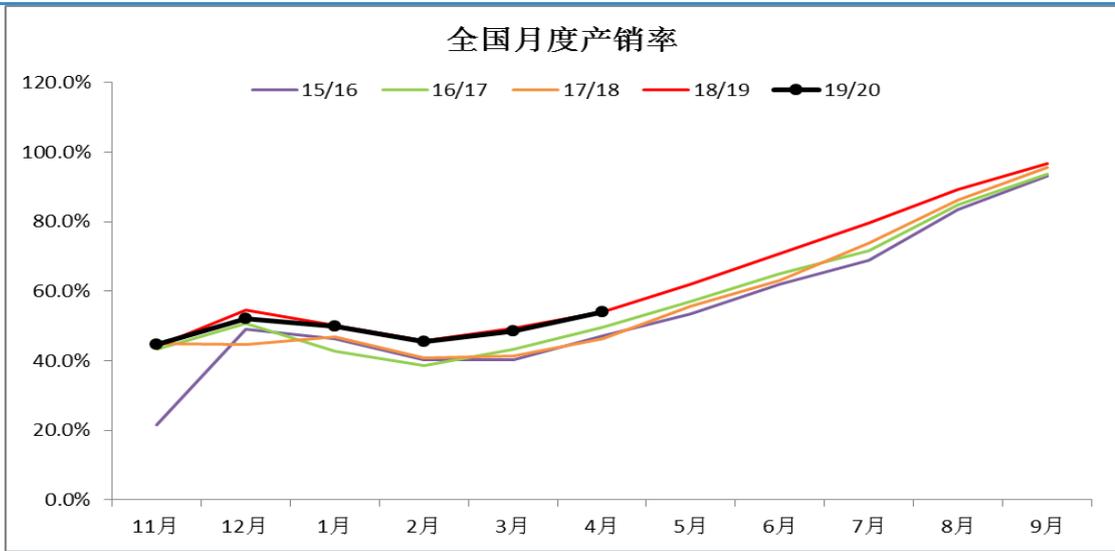
表 2 2019/20 我国食糖供需形势预估（单位：万吨）

	产量	进口量	出口量	走私量	抛储	消费量	供给过剩
不考虑糖浆	1020	330	19	60	53	1440	4
包括糖浆	1020	330	19	100	53	1440	44

数据来源：农产品期货网 新世纪期货

可以看到，供需基本平衡，即使考虑走私，供求总体差距也不大。

图3 白糖全国月度产销率



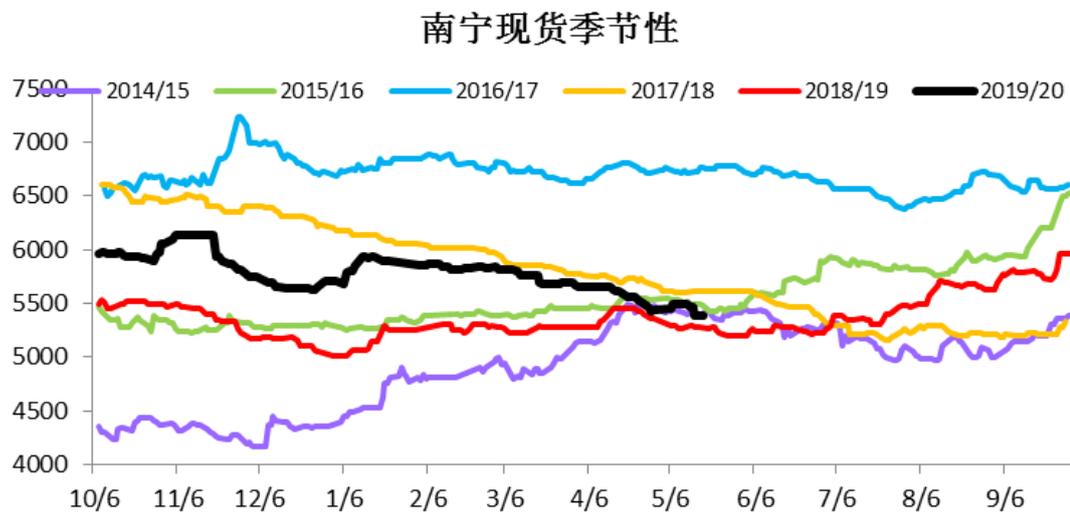
数据来源：农产品期货网 新世纪期货

产销率还是不错的，与去年基本持平。

由于前期公路免费，商家抓紧进货，因此造成了工业库存低的局面，商业库存偏高局面，但偏差值都不大。这表明，消费并不像人们预计的那么糟。

4、现货价格季节性

图4 南宁白糖现货季节性



数据来源：云南糖网 新世纪期货

从上图我们可以看到：今年糖价与往年比略微偏低，但幅度不大。

同时我们也要看到：糖价通常规律是两头高中间低（除了比较远的 14-15 榨季），历年 5 月往往是整个榨季（前一年 10 月至下年 9 月）中价格偏低的月份。这提醒我们糖价未来可期。

5、走私与糖浆进口

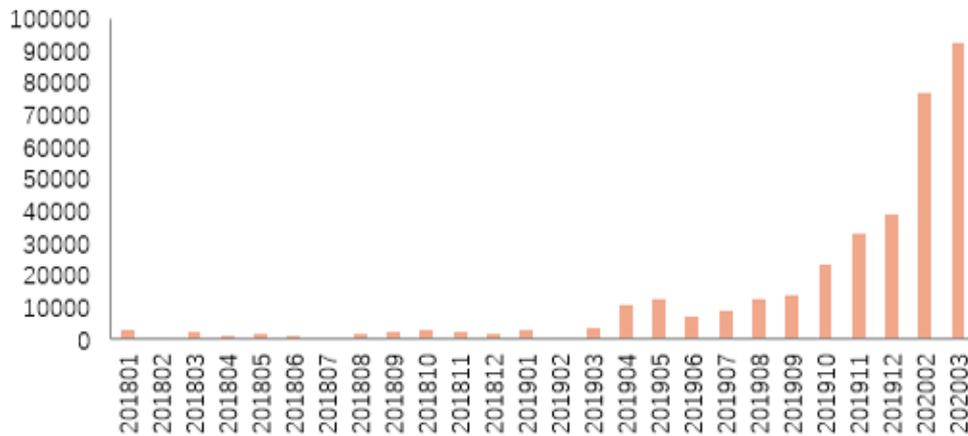
首先我们来计算一下国内糖成本价（按甘蔗收购价 490 元/吨，运费 30 元/吨，产糖率 12%，加工费 400 元/吨计算）：

国产糖成本： $(490+30) \times (1/12\%) + 400 = 4733$ 元/吨，需要提醒的是，这里面还没有包括相应的税费，否则就在 5000 以上。

目前美盘 11 美分不到，进口糖配额内 3100，配额外 4790。国产糖与进口糖之间存在巨大的价差，为走私留下了空间。

近期，海关针对食糖走私开展“国门利剑”行动，持续保持高压严打态势，云南一季度就查获走私白糖案 176 起，使得国内非正规进口和流通食糖数量骤减。最近有一重大走私白糖案犯被判刑，为走私白糖被判刑首例。

图 5 糖浆进口



数据来源：云南糖网 新世纪期货

为业界诟病的糖浆进口开始受到重视，操作空间也在减少，未来很可能改变税目，不会一直处于无配额、无关税的状态。

对于走私也有人从乐观角度进行了解读：2015/16 榨季，当时国内受到了走私的冲击，但最后中国的走私消化了当时全球的过剩糖带动了原糖牛市，而原糖的上涨则使得以国际糖价计价的走私成本大幅提升，最后形成了内外倒挂而推动了国内价格的上涨。

6、进口特别保障

按规定，5 月 22 日，实施三年的白糖进口特别保障将到期，进口关税将从 85% 回落到 50%，这会使得进口成本下降 800 元每吨。

这对糖价无疑构成利空，不过消息已经在市场上消化很久，即使落地，预计冲击也会有限。

一些糖企还在积极争取保障措施延期，如果能够实现无疑将构成利好。而且即使无法达成延期，国家也会从数量等方面加以控制，对于制糖产业依然会有国家政策的保护，因此国内糖价不可能完全以进口成本来定价，相对外盘的升水会长时间存在。

值得重视的是，5 月 14 日，中央政治局召开会议，中央首次提出构建“国内国际双循环相互促进的新发展格局”。所谓国内国际双循环，就是既开发国内市场，又拓展国际市场，两条腿走路，两方面相互促进。高科技不能受制于人，生产生活资料国内要能提供最低保障。国内糖业不会毫无保护地面对国外的冲击。

7、外盘持仓

美国商品期货交易委员会数据显示,截至 2020 年 5 月 12 日,非商业原糖期货净多持仓为 44114 手,较前一周增加 11920 手,增幅明显。非商业多头 2 月以来的减仓行为有望结束,转为增持。

三、结论

综上所述:利空已经清楚全面地显示出来,也在价格中得到较充分的反映;利多因素则还处在不断发酵过程中,会在未来行情中得到更多体现;本周五是保障措施结束的时间节点,我们对此的理解是,取消保障不见得会出现更深的下跌,一旦延期将构成有力的利好。

鉴于此,操作上应主要考虑择机建立多单。

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与新世纪期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表新世纪期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为新世纪期货研究院（投资咨询），且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新世纪期货研究院(投资咨询)

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：0571-85165192

网址：<http://www.zjncf.com.cn>