

震荡寻求支撑 下方空间有限

一、行情回顾

图 1：白糖日 K 线



数据来源：文华财经 新世纪期货

白糖在跟随原油探底回升后，目前陷入震荡行情，期价冲高回落，较上周有所下挫，目前围绕 5000 整数位这个生产成本下限进行整理。均线系统继续在上方构成反压。

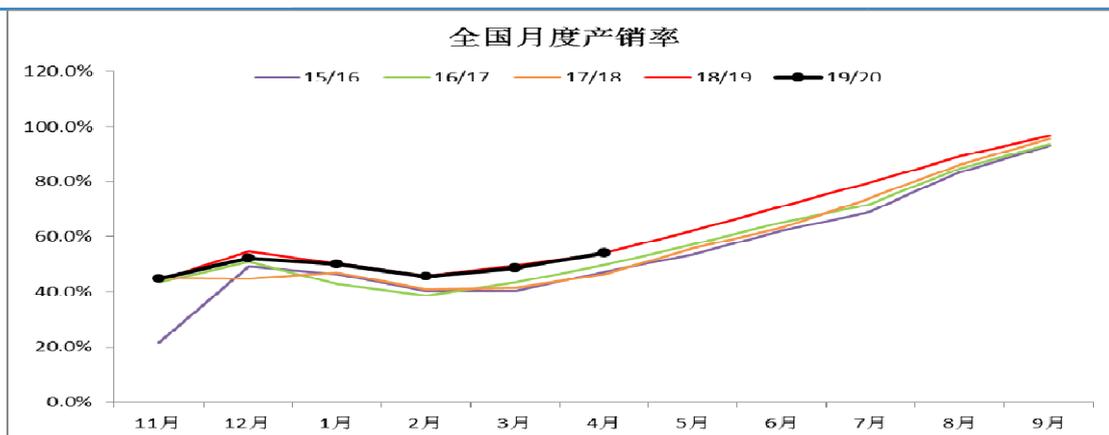
二、国内白糖供求平稳

表 1 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

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 2：白糖全国月度产销率

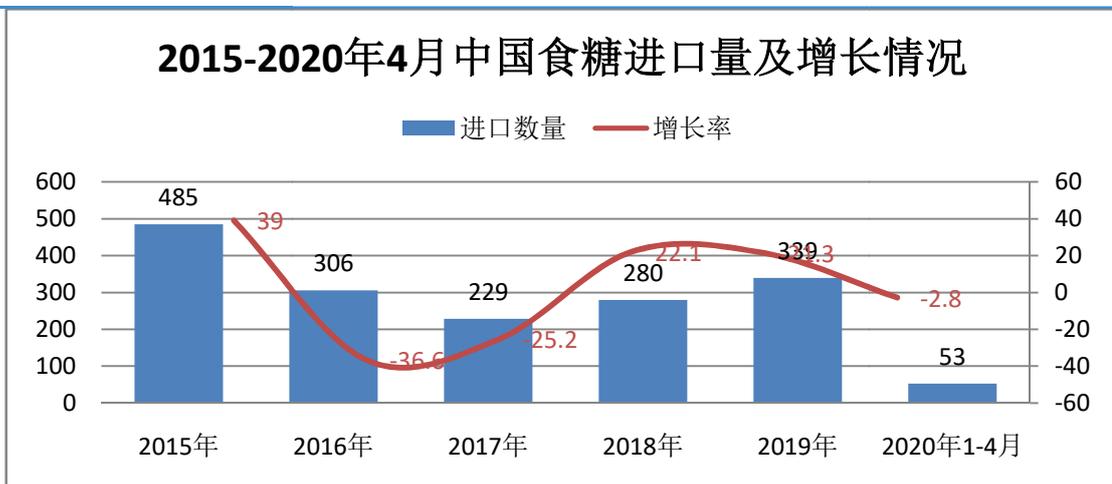


数据来源：云南糖网 新世纪期货

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，工业库存少 20 万吨，商业库存大概较往年高 30-40 万吨。这表明，消费并不像人们预计的那么糟。

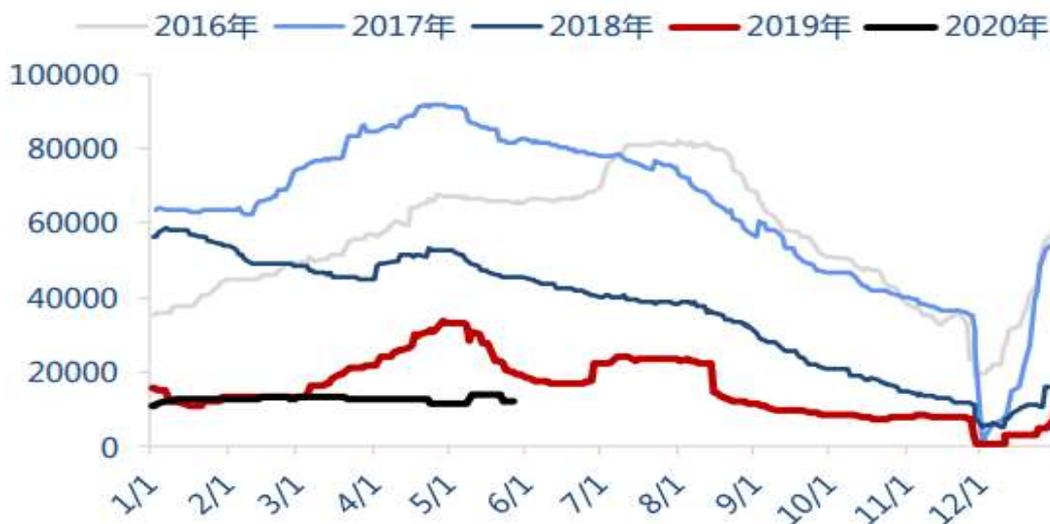
图 3：食糖进口



数据来源：Wind 新世纪期货

2020 年 1-4 月中国食糖进口量波动幅度不大，进口总量为 53 万吨，同比下降 2.8%。

图 4：注册仓单及预报



数据来源：农产品期货网 新世纪期货

交易所库存处在历年低位，这反映现货销售较为通畅，也相应降低了上行压力。

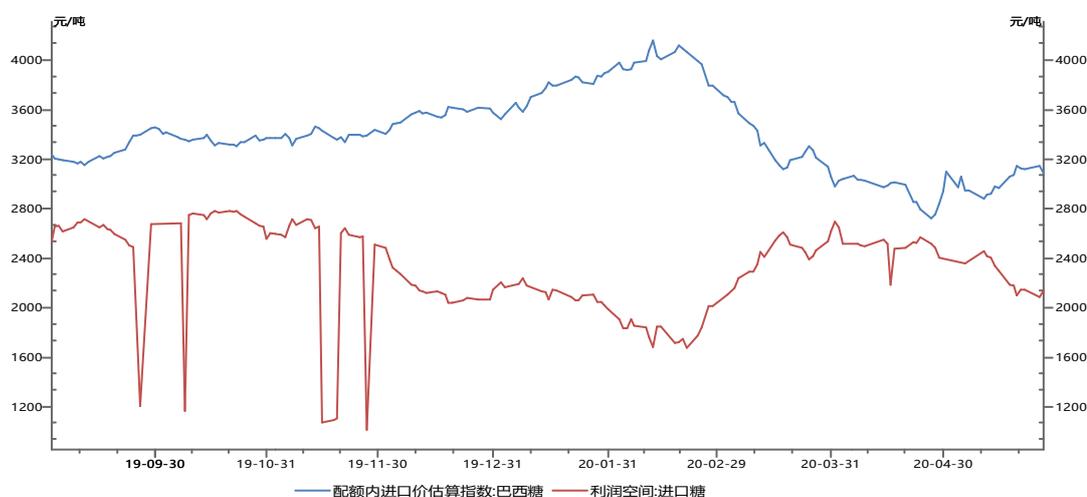
三、走私与糖浆进口

首先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

需要指出的是，这里面还没有包括相应的税费及财务管理费用，真实成本取 5200 是合理的。

图 5：白糖进口价格与利润



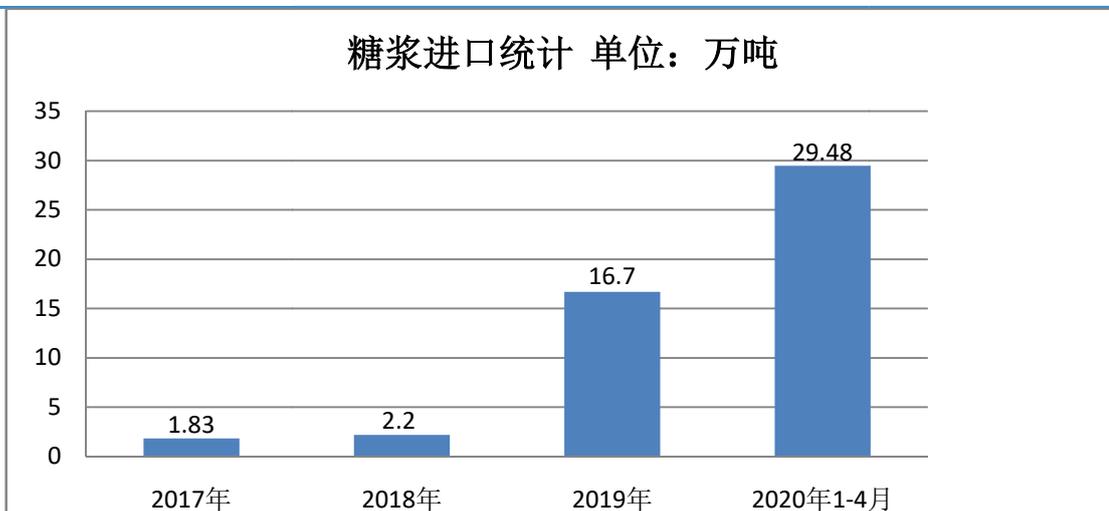
数据来源: Wind

数据来源: Wind 新世纪期货

目前美盘糖 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, 进口利润超过 2000 元每吨, 也给走私留下了巨大空间。

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 6：历年糖浆进口



数据来源: Wind 新世纪期货

糖浆进口近来增加很快, 引发业内不安。上图可见, 仅 2020 年 1-4 月就累计进口 29.48 万吨, 远超 2019 年全年的 12.78 万吨。可以断定这样指数级的增长是无法忍受的, 我们了解到, 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。这也是市场这只无形的手在起作用。

四、进口特别保障和双循环

5月22日，实施三年的白糖进口特别保障到期，进口关税从85%回落到50%，这使得进口成本下降800元每吨。

尽管特保没能延期，但不意味着国内糖市就不设防了，制糖产业依然会有政策的保护，国家也会从数量和许可证发放节奏等方面加以控制：

前些年白糖进口量过大，一度给市场沉重压力。经各方博弈权衡后，达成一定默契：除了配额内的194.48万吨，配额外进口不超过190万吨。预计今年配额外进口量为135万吨。

白糖是国家管制品种，进口需要有许可证。进口许可证发放的早晚以及发放量的重要性并不亚于进口成本。通常上半年糖价更多由国产糖主导，因为新榨季开始，国内糖供应相对充分，这个时候谨慎发放进口许可证，以便国产糖慢慢去库，国产糖本榨季成本在5300以上，目前期货主力合约还深度贴水。下半年糖市会更大程度受进口糖影响，但如果进口许可证发放较晚或者量较少，全年进口量较低，对国内糖价的影响也会降低。

表3 2019-2020榨季食糖分月进口量

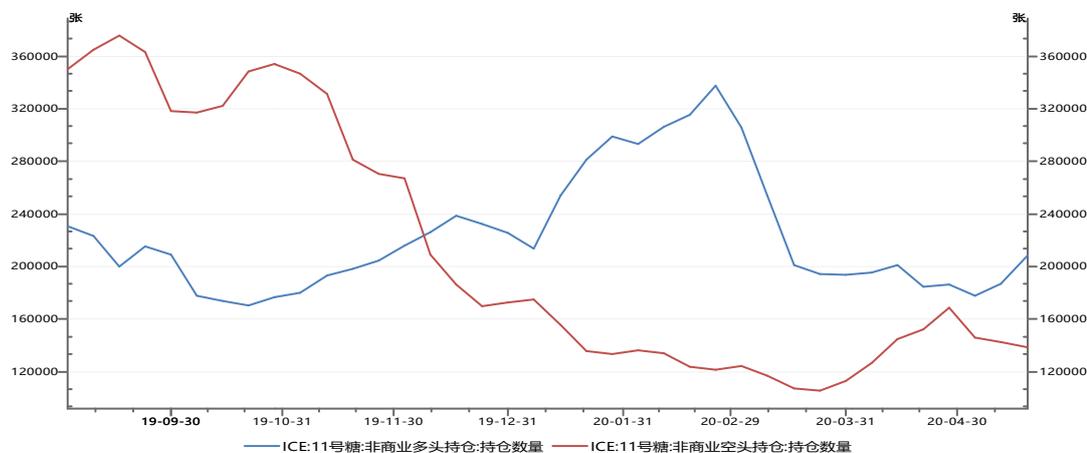
日期	进口数量		进口金额	
	数量(万吨)	同比(%)	数量(百万美元)	同比(%)
2019年10月	45	36.7	138.8	28.1
2019年11月	33	-3.0	75.3	-2.2
2019年12月	21	28.9	50.1	29.4
2020年1-2月	32	118.7	120.3	122.2
2020年3月	8	47.9	22.8	55.9
2020年4月	12	-63.6	50.6	-58.3

上表数据也反映了进口糖数量的分布特征，今年进口量同比减少2万吨。所以糖进口成本降低，并不意味着国内白糖面临灭顶之灾。在可以预见的将来，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。

五、外盘持仓

根据美国商品期货交易委员会数据显示，从4月底以来，原糖期货非商业持仓呈现多单增加、空单减少的态势。图中两条线形成的喇叭口正在不断扩大，对盘面影响力更大的投机资金在白糖上的操作发生了变化，如果这个行为继续加强，相信会对糖价产生影响。

图 7：美盘原糖非商业持仓



数据来源：Wind 新世纪期货

数据来源：Wind

六、巴西糖生产

印度和泰国产量下降是基本确定的，合计减产 1200 万吨，有赖于巴西的增产来达到平衡。其它国家压榨结束，巴西新榨季 4 月刚开始，但信息比较混乱。

巴西感染人数全球第二，未来在生产、运输上是否会有冲击难以预料，同时雷亚尔的升值或贬值也会极大影响国际糖价。

截至 5 月 16 日巴西主产区 - 中南部地区已累计产糖 549 万吨，同比上年同期大幅增长 83.88%，其中甘蔗用于生产食糖的比例提高至 45.31%。其中 5 月上半月生产了 250 万吨糖，同比上年同期增长了 55%。

通常巴西糖厂在开榨初期主要是通过销售乙醇获得资金来支付蔗款，本榨季大量转产食糖，销售回款周期延长，可能加大糖厂资金压力，使得实际榨蔗量下降，导致产量增长幅度低于预期。有人猜测这会导致 9000 万吨甘蔗压榨减少。还有人估计，由于资金链问题，年底前或者更早，可能有多达 25% 的糖厂将会倒闭破产。

交易商称，巴西主要食糖出口港桑托斯港等待装船的船只排队数量增加，会支撑糖市。但也有人认为“这并不真的意味着市场上没有足够的糖，只是桑托斯码头的装货速度不快，但市场将其视作供应紧俏的信号了。”

七、结论

短期来看，疲弱的巴西雷亚尔汇率以及偏空的巴西双周产糖数据仍然在对原糖形成压制。

中期来看，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，原油价格的触底反弹，使得原糖大概率完成本轮下跌周期的寻底；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。

下方糖厂的现金流成本 4800 附近将是有力的支撑，含税成本 5350 则构成上方的压力。没有大的消息刺激，糖价将局限此区间运行。目前糖价偏低，因此操作可考虑择机建多。

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>