

农产品组

电话: 0571-8555132

邮编: 310000

地址: 杭州市下城区万寿亭 13 号

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

6 月白糖市场展望——

震荡蓄势 后市可期

观点摘要:

下跌因素:

- 1、新冠疫情在全球蔓延,需求减弱;
- 2、原油下跌导致巴西调整糖醇联动生产比例,增加了供应;
- 3、巴西雷亚尔今年贬值超过 40%,拖累糖价;
- 4、为期三年的进口特别保障措施临近到期,进口成本下降。

市场机会:

- 1、各国释放流动性;
- 2、干旱和疫情影响甘蔗压榨量;
- 3、国内白糖供求平稳,几乎与往年持平;
- 4、历年糖价呈现两头高中间低规律,5 月为季节性低点;
- 5、高压严打走私使得国内非正规进口和流通食糖数量骤减;
- 6、特保没能延期,国家仍会控制数量和许可证发放节奏;
- 7、原糖期货非商业持仓呈现多单增加、空单减少的态势。

风险点:

- 1、新冠肺炎疫情发展及后果难以预料;
- 2、巴西生产存在不确定性。



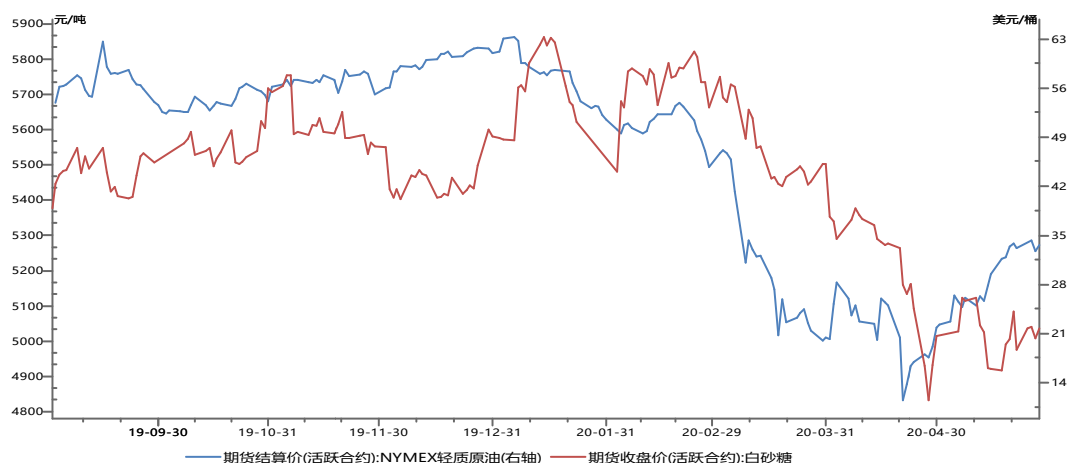
一、行情回顾

1、行情走势

在整个 2019 年度，期糖总体处在不断上涨的过程中，主要原因是当时市场对 2019-2020 年度白糖普遍存在供不应求的预判，供应缺口可达 900 万吨。

震荡上扬的走势到 2020 年 2 月下旬发生了改变，出现了单边下挫的走势，这波下跌从时间上和空间上来看都十分可观：主力合约期价从 5800 上方跌倒了 4800 以下；跌势一直到四月下旬才触底回升，与大部分品种 3 月底就止跌反弹相比，时间上也多了一个月。

图 1：原油与白糖走势



数据来源：Wind

数据来源：Wind 新世纪期货

白糖这波跌幅是多个因素共振的结果：首先，新冠疫情在全球蔓延导致了消费下降，预计 1.8 亿吨的全球消费量会减少 5%，原先预计供不应求的，由于疫情因素基本达到平衡；其次，原油下跌导致巴西调整糖醇联动生产比例，增加了白糖供应，供求出现反向失衡；再次，巴西疫情较为严重，经济受到冲击，其货币雷亚尔成为今年贬值最厉害的货币之一，超过了 40%，而巴西又是最大的原糖出口国，因此给糖价带来了极大压力；最后，国内还要叠加一个因素，为期三年的进口特别保障措施临近到期，85%的关税会下降到 50%，在目前价位配额外进口成本会减少 800 元/吨，比如巴西糖将由 4500 元/吨降至 3700 元/吨，内外价差的扩大对郑糖产生进一步压制。

期糖的下跌是顺理成章的，逻辑很清晰，力度也很大，国内外糖价双双跌破成本价。进入 5 月后，在原油触底反弹后不久，糖价也开始止跌回稳，围绕 5000 成本线震荡。

2、与原油相关性

由上图我们可以看到，在这波下跌和反弹中，原油和白糖在走势和时间节点上有很高重合度，这是关联性是通过巴西糖醇联动生产实现的：原油大跌后，糖厂生产乙醇遇到了没有收益、没有库容的问题，只能降低乙醇生产比例、提高糖的占比，生产食糖的比例提高至 43.78%，上年同期这一比例仅为 30.87%，供应增加导致糖价追随原油一路走低。

糖厂敢于增加糖的生产比例，一个重要原因是提前在美盘进行了大量套保，咨询机构 Archer 预测称，截至 4 月底，巴西糖厂 81.7% 的可出口糖已经进行了套期保值操作，相当于 1,920 万吨。

大量的实盘套保导致了天量交割的出现，5 月原糖期货上出现了 230 万吨的有记录以来的

最大交割量，都在巴西港口交货。从另一个角度来看，多方敢于大量接货也显示了对后市的信心，他们采取“以时间换空间”的策略，等待未来糖市出现有利的变化。

而这样的变化确实已经在市场开始显现，这是我们下面要阐述的内容。

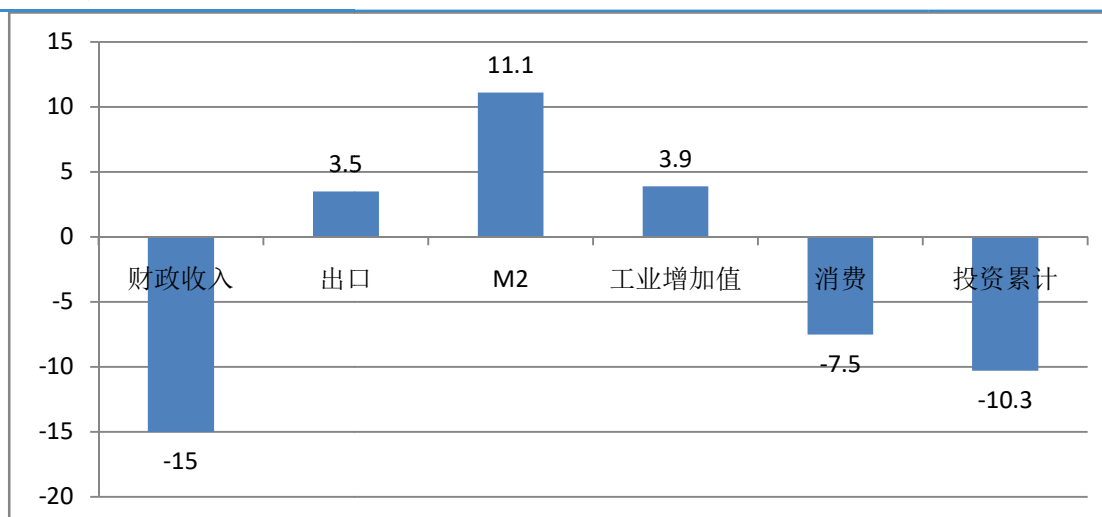
二、 市场在发生的一些变化

1、流动性释放

为抵御新冠疫情影响，各国在流动性上万亿为单位的开闸放水。最有代表性的两大经济体：美国是无限制的量化宽松，中国则推出 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。从下图我们可以清楚了解这个提法出台的原因。

图 2：4 月经济指标



数据来源： 新世纪期货

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。在多数国家（包括中国）的现行法律框架下，是不允许的。美国无节制的放水可以在全世界割羊毛，我们只能割自己。因此这个观点收到了包括央行在内诸多人士反对。

图 3: CPI



数据来源: 新浪财经 新世纪期货

目前看来流动性泛滥并不明显, 4 月份, CPI 上涨 3.3%, 涨幅比上月回落 1.0 个百分点。PPI 下降 3.1%, 降幅比上月扩大 1.6 个百分点, 我们可以看到数据环比出现了一定改善趋势。考虑到各方面政策的滞后效应, 未来随着生产、生活的恢复, 指标会得到更多改善。

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

现在其它国家都已收榨, 南半球的巴西则刚刚开始, 其生产对盘面有直接影响。不过今年我国云南榨期较长, 还有零星糖厂继续生产, 这里面包括一些进口甘蔗的加工

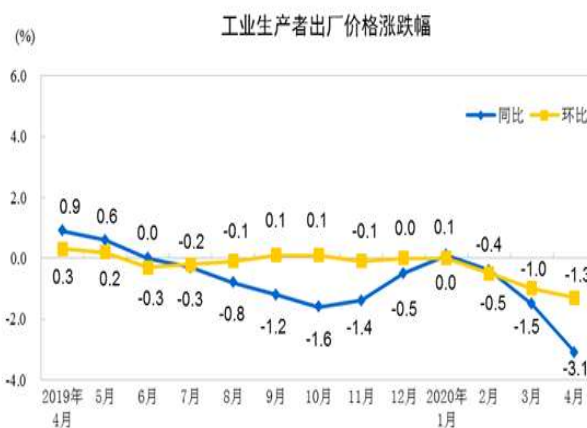
3、国内白糖供求平稳

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

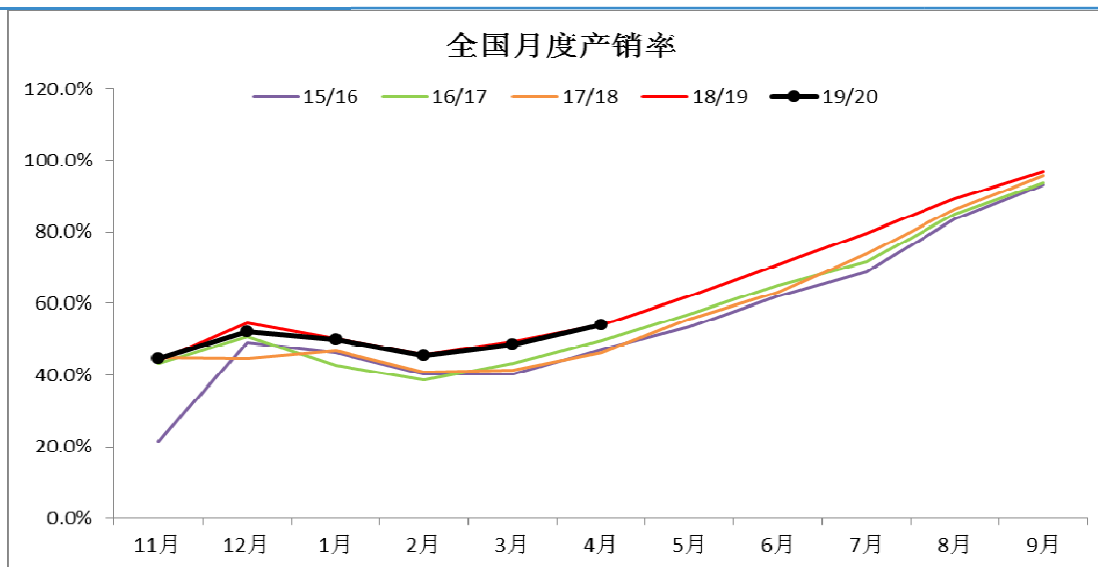
可以看到, 供需基本平衡, 即使考虑走私, 供求总体差距也不大。

图 4: PPI



数据来源: 新浪财经 新世纪期货

图 5：白糖全国月度产销率

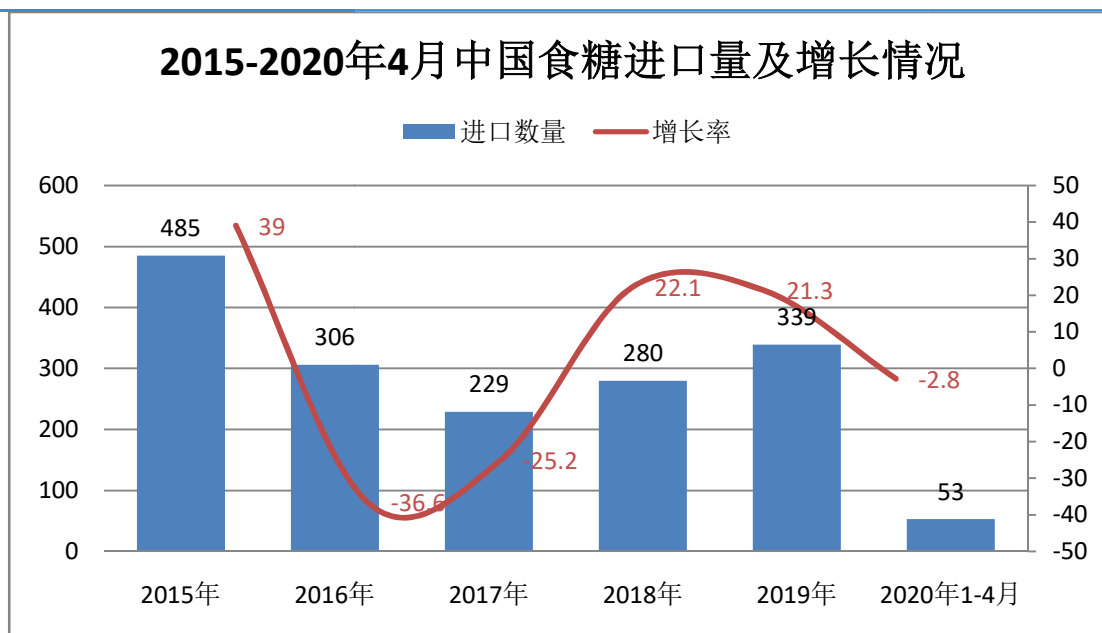


数据来源：云南糖网 新世纪期货

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。

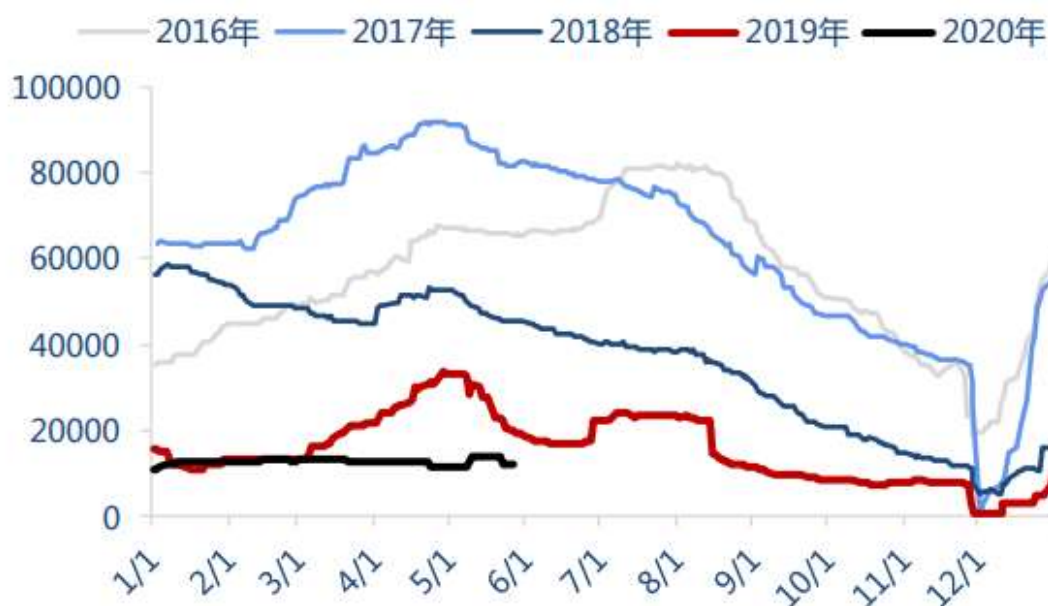
图 6：食糖进口



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 7：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。

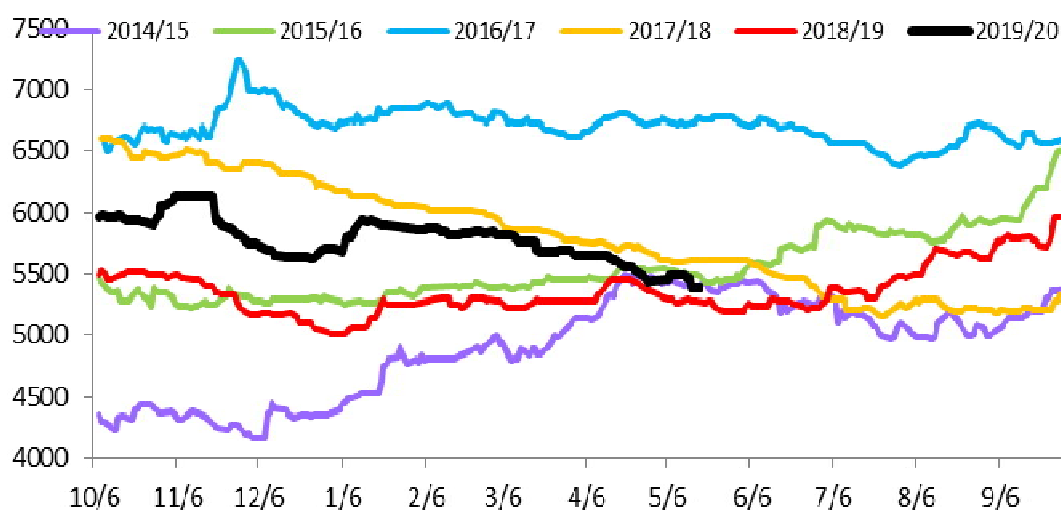
4、现货价格季节性

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。这种季节性规律提醒我们糖价不宜过于悲观，甚至可以抱有期待。

图 8：历年白糖现货价格

南宁现货季节性



数据来源：云南糖网 新世纪期货

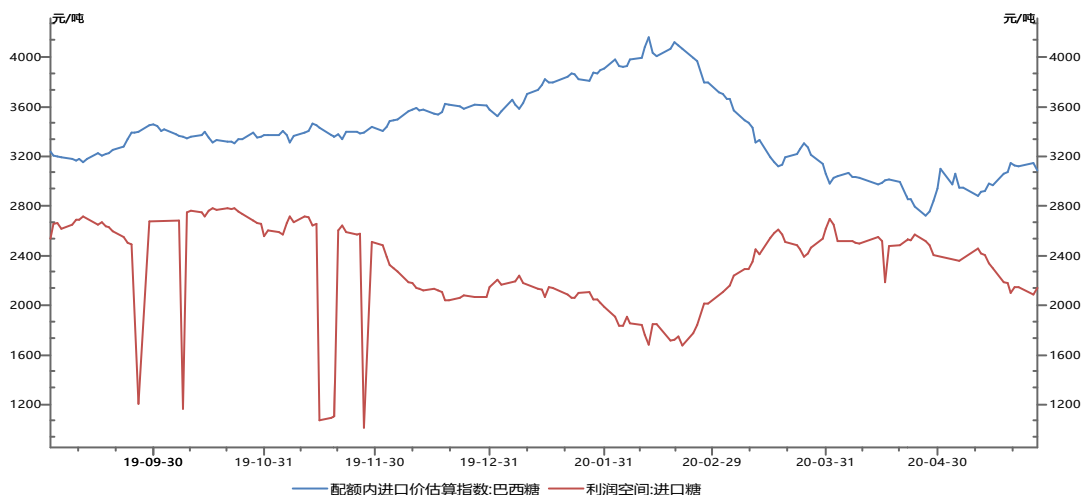
5、走私与糖浆进口

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 9：白糖进口价格与利润



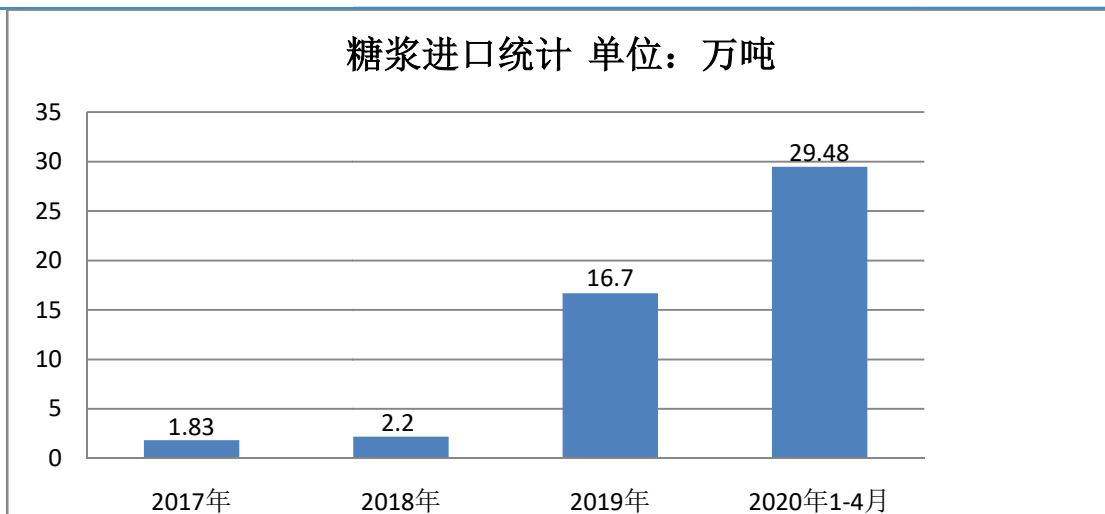
数据来源: Wind

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 10：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。

6、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。

之前中国加征特别保障关税后，巴西有关部门与中国协商取消附加关税，在中国做出承诺后，没有就此提起世贸组织争端解决机制的评估。这个约束使得部分企业延长保护期的呼声未能奏效。

2019年5月22日双方谈判出结果公布后，郑糖出现了大面积跌停。鉴于此，为了稳定特保结束后的盘面，证交所本周提高了白糖保证金比例、增加了手续费，然而迄今盘面运行平稳，多空流入近11亿资金保持着仓位。说明该题材在市场上消化已久，且期价贴水现货400元以上，无法构成更大的下跌动力。

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

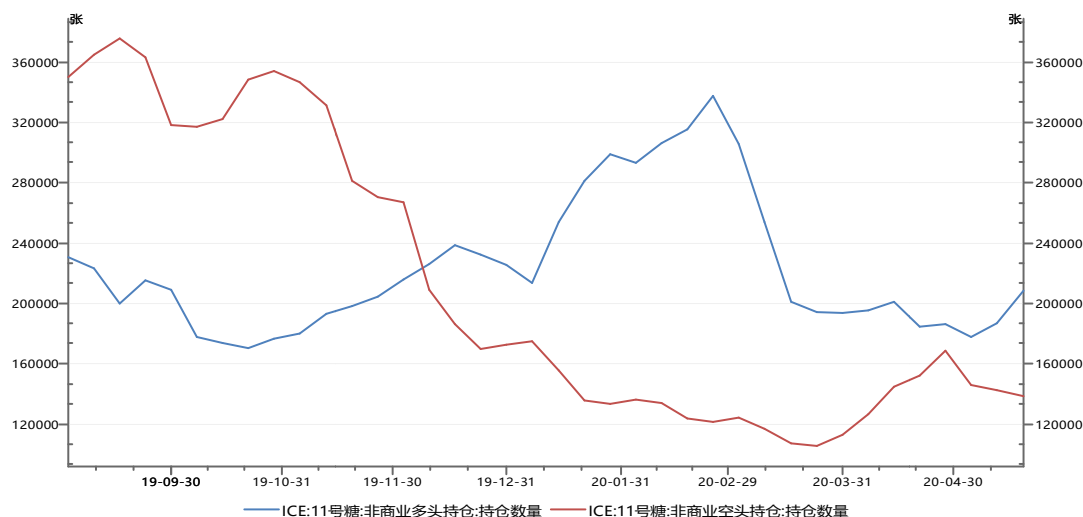
上表数据也反映了进口糖数量的分布特征，今年进口量同比减少2万吨。所以糖进口成本降低，并不意味着国内白糖面临灭顶之灾。在可以预见的将来，国内糖价不可能完全以进口成本来定价，相对外盘的升水会长时间存在。

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，简单说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。可想而知，国内糖业不会毫无保护地面对国外的冲击。

7、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 11： 美盘原糖非商业持仓



数据来源: Wind

数据来源: Wind 新世纪期货

三、存在的不确定性

1、关于疫情:

乐观的认为下半年疫情将得到有效控制，经济会有报复性反弹。悲观者相信还会有第二波疫情出现，经济恢复十分漫长。IMF 预计今年 170 个国家人均收入下降，近日高盛称“破产海啸已开始”，美联储主席鲍威尔谈话表示“面临严重及长期衰退，规模和速度是现代历史上前所未有的”。美国这样第三产业占 GDP81%的国家受冲击更大，大量失业人群如果失去政府补贴将陷入困境。

疫情刺激贸易保护主义和逆全球化盛行，贸易和营商环境恶化。给糖市带来不确定性。

2、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。”

四、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>