

## 进口成本端、消费端联合施压，糖价偏空运行

### 主要观点

#### 行情回顾

4月上半月白糖内外盘均呈现弱势局面。国际原糖在3月下旬大幅下挫之后，期价已跌至10美分附近，继续下行空间有限，因此在4月上半月一直在10美分一线弱势震荡，并未创出新低。

国内白糖表现要弱于外盘。基于前期国内白糖在产销利好的情况下支撑较强，白糖的进口利润快速扩大，因此国内白糖在进入4月后开启了第二轮下跌，期间期价最低打至5230，在5200-5300之间难有突破。从跨月价差角度来看，白糖近月合约高度升水远月，5-9价差处于近6年同期高位。

#### 后市展望

国际方面，WTI原油于上周跌破前低到达18美元一线，市场对巴西糖醇比预期进一步提高，巴西糖产量调增近30%，利空原糖价格。不过由于原糖价格已触及10美分，继续下行空间有限，加之印度、泰国减产落地的利多冲抵，短期大概率维持低位震荡。不过若原油继续下挫，原糖仍存下行动能。

国内方面，尽管云南持续春旱影响甘蔗种植，草贪夜蛾也有扩大之势，但鉴于下游需求低迷，白糖工业库存持续累库，供过于求的状态还没有实现边际扭转，此外国内白糖的配额外进口利润仍处于高度升水状态，5月对巴西的配额外关税取消的政策均从进口端施压糖价，短期郑糖仍存下行空间和动力。

#### 操作建议

操作上，前期09合约空单继续持有，关注5200一线支撑情况。跨期方面，91价差处于历史同期高位，可轻仓做空，目标位看至-50附近。

报告日期 2020-04-19

#### 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) 基本面分析 .....	6
1、全球供需分析 .....	6
2、主产国供需分析 .....	6
(二) 资金面分析 .....	8
(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.....	5
图 6 白糖现货价格.....	5
图 8 巴西双周糖入榨量.....	7
图 9 巴西糖月出口量.....	7
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.....	11
图 23 全国销糖率.....	11
图 24 白糖仓单量.....	11

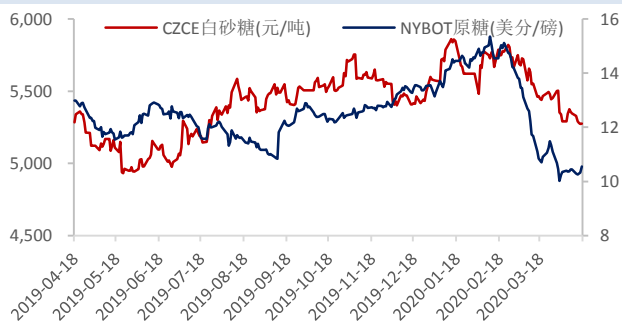
图 25 白糖工业库存 .....	11
图 26 巴西配额内进口成本与利润 .....	12
图 27 泰国配额内进口成本与利润 .....	12
图 28 巴西配额外进口成本与利润 .....	12
图 29 泰国配额外进口成本与利润 .....	12

## 一、行情回顾

4月上半月白糖内外盘均呈现弱势局面。国际原糖在3月下旬大幅下挫之后，期价已跌至10美分附近，继续下行空间有限，因此在4月上半月一直在10美分一线弱势震荡，并未创出新低。

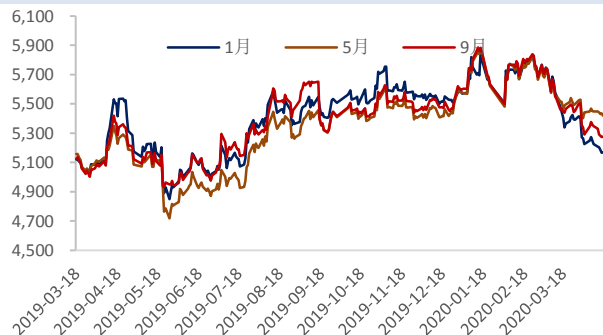
国内白糖表现要弱于外盘。基于前期国内白糖在产销利好的情况下支撑较强，白糖的进口利润快速扩大，因此国内白糖在进入4月后开启了第二轮下跌，期间期价最低打至5230，在5200-5300之间难有突破。从跨月价差角度来看，白糖近月合约高度升水远月，5-9价差处于近6年同期高位。

图1 白糖内外盘主力合约走势



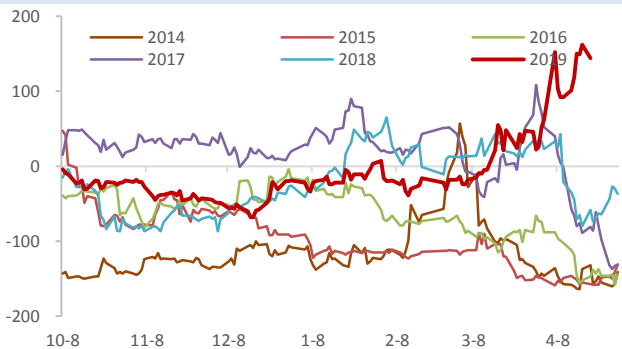
数据来源: Wind、国都期货研究所

图2 白糖 1/5/9 合约走势



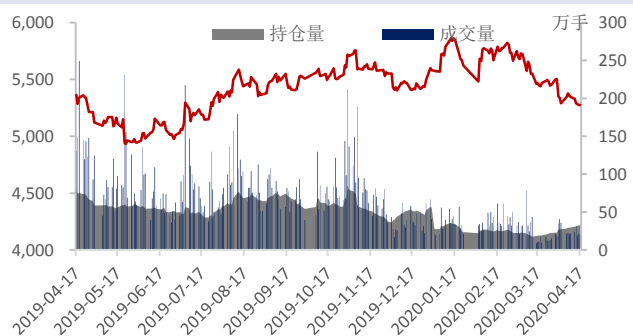
数据来源: Wind、国都期货研究所

图3 白糖 5-9 价差



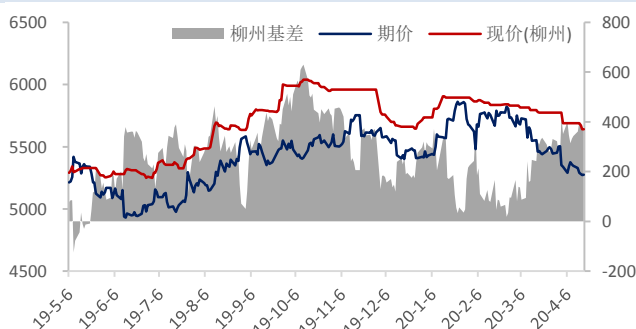
数据来源: Wind、国都期货研究所

图4 白糖量价分析



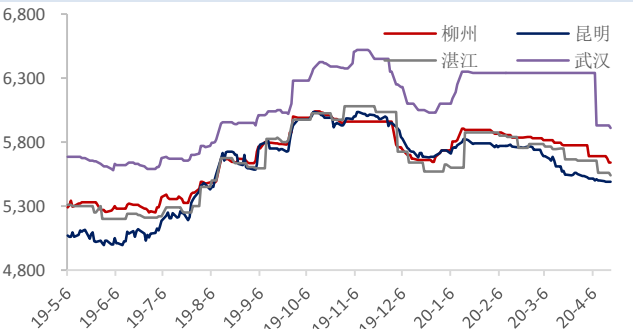
数据来源: Wind、国都期货研究所

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。标红数据为一季度更新的预估数据

4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。据伦敦大宗商品经纪商Marex Spectron预估显示，预计巴西中南部2020/21榨季产糖量将从2019/20榨季的2670万吨增至3380万吨，泰国2020/21榨季产糖量则将增加至890万吨。咨询公司Archer Consulting表示，预计巴西中南部2020/21榨季产糖量或将为3580万吨，同比增加35%。结合前期Green Pool对2020/21榨季全球糖市供应过剩的预期，白糖在下一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。

#### 2、主产国供需分析

##### 巴西

根据巴西甘蔗行业协会Unica4月中旬公布的报告，巴西中南部2020年3月下半月产糖量为19.76万吨，同比增加42.36%；甘蔗压榨量为701.7万吨，同比下降1.47%；甘蔗制糖比为27.55%，高于去年同期的20.48%。巴西中南部2019/20榨季共有267家糖厂开榨，最终产糖量为2672.9万吨，同比增加0.83%；最终甘蔗压榨量为5.899亿吨，同比增加2.92%；最终甘蔗制糖比为34.32%，低于去年同期的35.21%。在产量稳中有增的背景下，巴西未来的供应压力也将增大，利空原糖价格。

出口方面，2020年3月巴西出口糖144.54万吨，同比增加29.62%。其中出口原糖124.04万吨，同比增加47.443%；出口精制糖20.50万吨，同比增加25.77%。2019年4月-2020年3月巴西累计出口糖1896.74万吨，同比减少4.48%。鉴于前期出口节奏较慢，后续巴西的出口压力将逐渐凸显。

## 印度

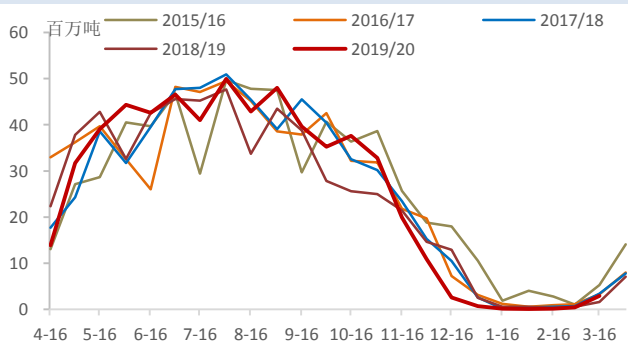
根据印度糖厂协会ISMA数据，2019/20榨季截至4月15日，印度累计产糖量为2478万吨，同比下降20.5%；剩余139家糖厂压榨，同比减少33家。其中北方邦产糖量同比增加2.6%至1082.5万吨；马邦产糖量同比下降43.7%至601.2万吨；卡邦产糖量同比下降21.7%至338.2万吨。数据利多原糖，不过更多为提供支撑，向上拉涨动力有限。

受到新冠疫情和实施封锁令的影响，尽管印度港口仍在运营，但面临严重的劳动力短缺问题，印度白糖出口陷入停滞。印度贸易机构表示，2019/20榨季截至4月上旬，印度糖厂已签订375万吨食糖出口合同，累计出口286万吨糖，预计印度2019/20榨季食糖出口量为430-450万吨，低于此前600万吨的出口目标。若出口持续受阻，出口预估或将继续调减，进而从供给端提振糖价。不过印度方面也表示，随着4月印度食品部对最大允许出口配额进行重新分配，将不出口食糖的糖厂的出口配额分配到仍想出口的糖厂，这将导致更多糖用于出口，后续需持续关注印度白糖的发运量。

## 泰国

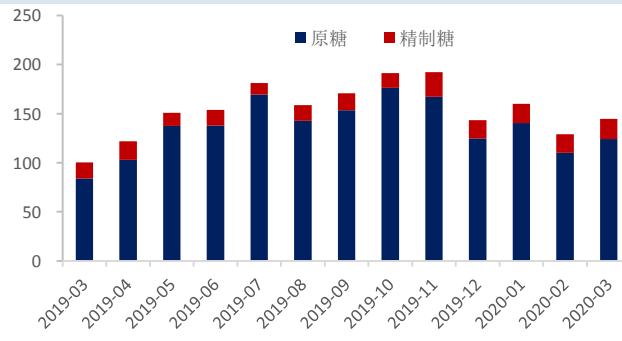
泰国受严重而持续的干旱影响，宿根蔗生长受威胁，且无法种植新植蔗，甘蔗供应短缺。根据泰国甘蔗和糖业委员会，泰国2019/20榨季已于4月初全面收榨，明显早于往年收榨时间。甘蔗总压榨量为7490万吨，同比减少40%；产糖量预计在830万吨，同比减少43%；出口量将下降至500万吨左右，仅为去年同期的一半，利多原糖价格，但同时也需巴西、印度方面的供需配合。

图8 巴西双周糖入榨量

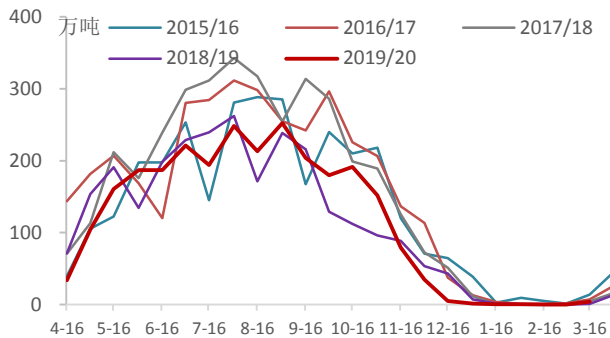


数据来源: Wind、国都期货研究所

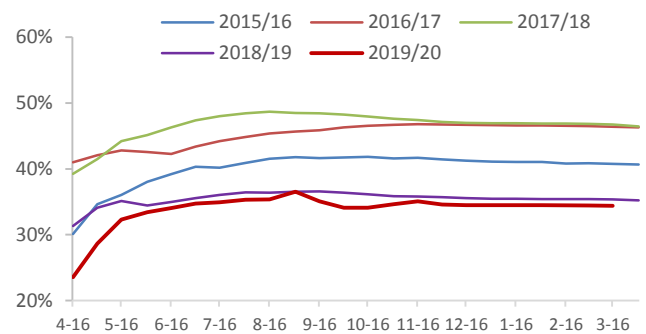
图9 巴西糖月出口量



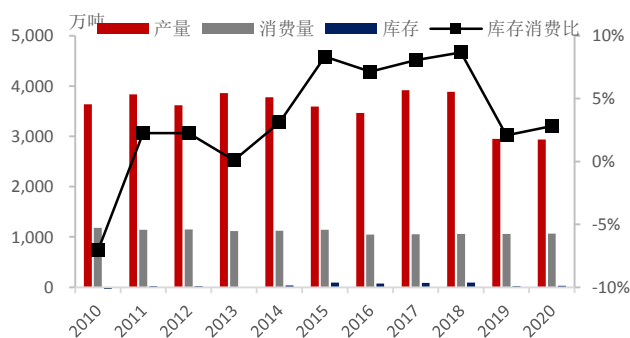
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 10 巴西双周糖产量**


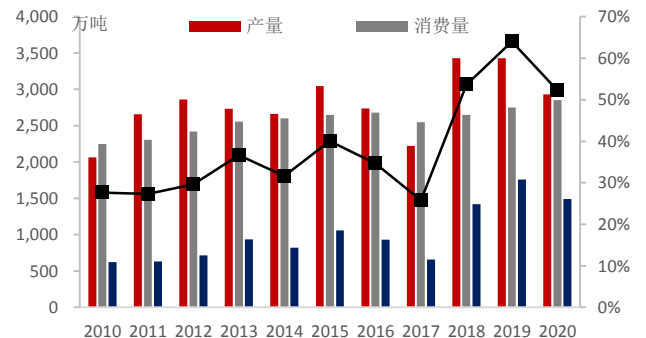
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 11 巴西双周制糖比**


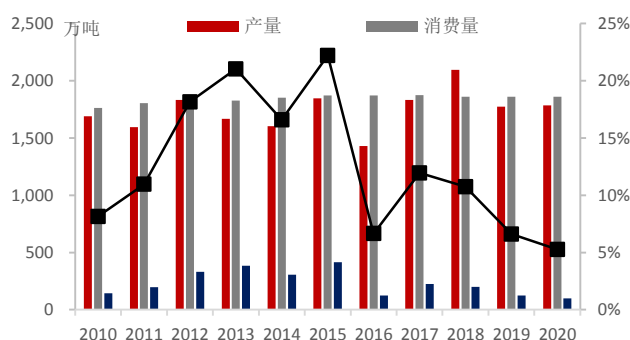
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 12 巴西白糖供需平衡**


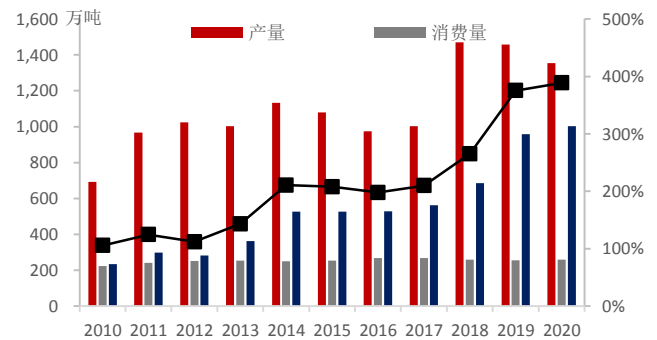
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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**


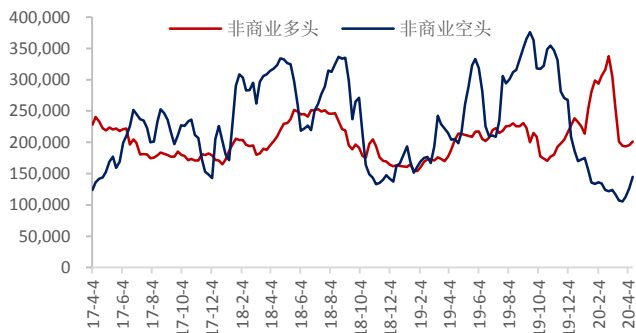
数据来源: Wind、国都期货研究所

## (二) 资金面分析

据美国CFTC持仓报告,2020年4月上半月非商业多头与空头均小幅增仓,空头增仓幅度较大。截至4月14日当周,非商业净多头由月初的80,521手减少-24,402手至56,119手。其中非商业多头头寸增加7,422手,至200,912.00手;非商业空头头寸增加31,824手,至144,793.00手。因此从资金面角度来看,ICE原糖虽然仍处于净多头状态,但仍在延续此前的空头趋势。

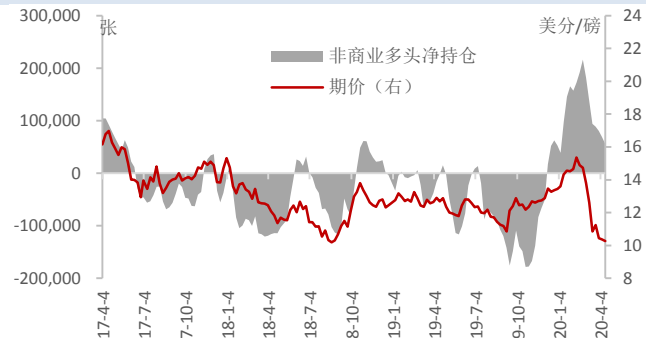


图 16 CFTC 持仓



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

4月上半月原油价格与原糖价格在下跌过程中步伐较为一致。经过近一周的反复谈判，OPEC+于4月中旬宣布达成减产协议，不过由于减产数量不及预期且无法抵消需求下滑的幅度，油价继续下挫，并创出新低，市场预期未来巴西将调高制糖比，糖价也因此出现了大幅跟跌。后续来看，在原油悲观情绪下，原糖一时恐难以扭转跌势。

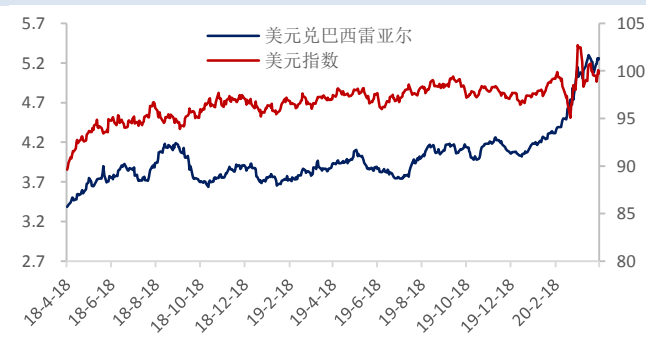
从汇率水平来看，虽然进入4月以来巴西雷亚尔汇率走软的步伐有所放缓，但美元兑巴西雷亚尔汇率仍在上升，并未出现拐点，以美元计价的原糖价格一直难有汇率支撑，同样利空糖价。从后续角度看，巴西疫情仍处于继续蔓延阶段，巴西雷亚尔汇率在疫情缓解之前难有升值机会，且危机之下美元指数大概率维持高位，因此短期之内汇率方面无法给予太多提振作用。

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

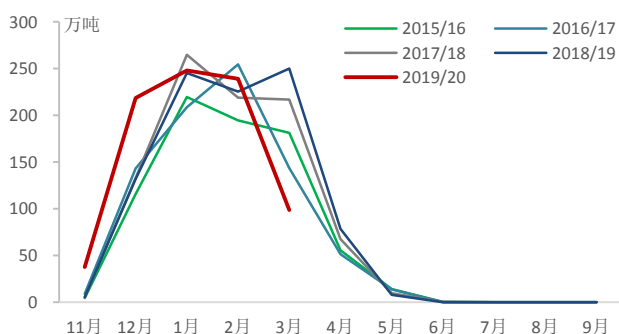
#### (一) 产销、库存分析

从国内白糖产销数据来看，根据农业农村部公布的4月农产品供需报告，国内2019/20榨季截至3月底，除云南外，其他省区大部分糖厂已收榨。本榨季全国已累计产糖981.18万吨（上榨季同期989.7万吨）；累计销售食糖476.95万吨（上榨季同期489万吨）；累计销糖率48.61%（上榨季同期49.41%）。其中，广西累计产糖600万吨，同比增加4万吨；销糖287万吨，较上年同期增加13万吨；销糖率47.83%，较上年同期提高1.88个百分点。后续来看，云南收榨速度也将加快，本榨季食糖产量大概率同比下降，不过幅度不会太大。

对于下一榨季产量，主要关注两个因素。其一是天气，3月我国蔗区平均气温明显偏高，广西蔗区降雨量明显偏多，而云南中西部出现了较大范围干旱；3月下旬至4月上旬，广西出现了持续性低温阴雨寡照天气，对甘蔗生长有一定负面影响，遥感监测表明近期广西甘蔗长势为中等偏差。其二是虫灾，去冬今春广西、云南天气气候总体偏暖，草地贪夜蛾越冬虫源基数大，发生早、生长繁育快。预计今年春夏两季，广西、云南天气气候条件适宜草地贪夜蛾迁飞、生长、繁育和蔓延，草地贪夜蛾虫害将重于去年。目前在疫情严重影响需求的背景下，这两个因素都未发酵，若后续云南干旱天气持续或虫灾加重，糖价很可能在供应端收紧的预期下迎来市场炒作。

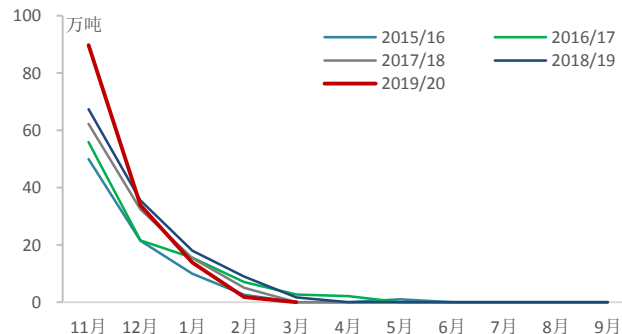
库存方面，截至2019年3月，全国白糖工业库存为504.23万吨，同比增加0.71%，环比增加4.87%。鉴于今年糖厂收榨早于往年，今年白糖工业库存或将较早达到年内峰值。不过在进入纯消费季之前，糖价大概率难有起色。

图 20 甘蔗糖月产量

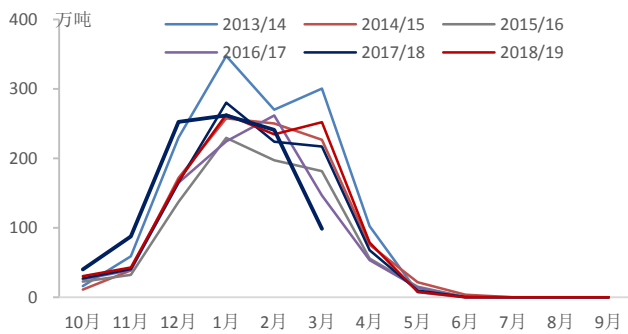


数据来源：Wind、国都期货研究所

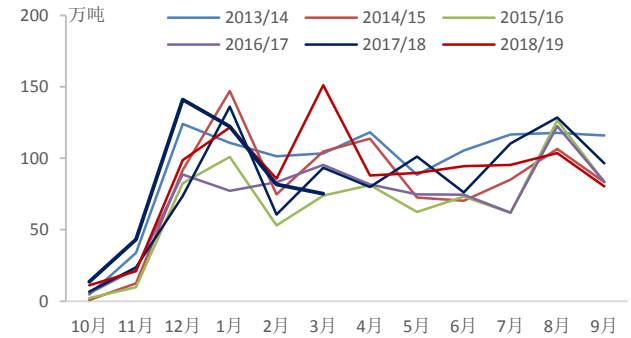
图 21 甜菜糖月产量



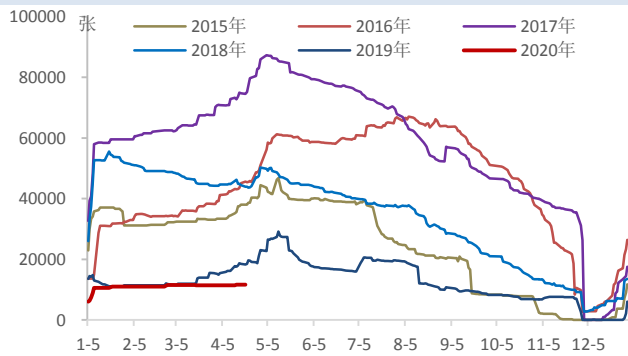
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 22 全国月产糖量**


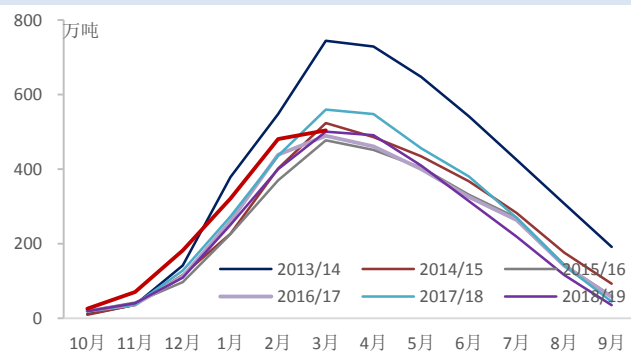
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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

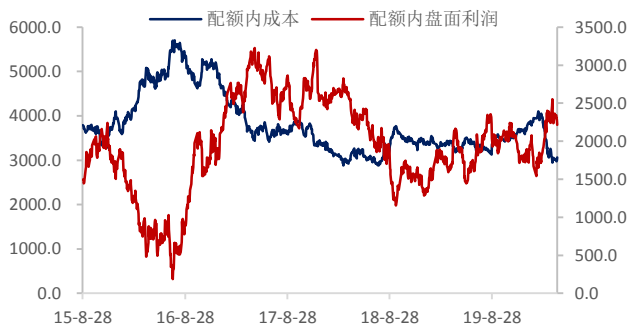
**图 25 白糖工业库存**


数据来源: Wind、国都期货研究所

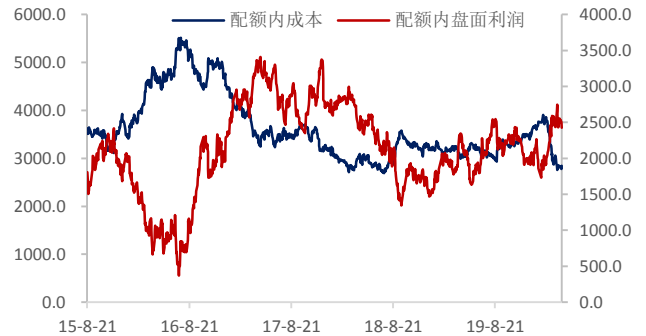
## (二) 进口成本利润分析

截至4月中旬,巴西配额内进口成本为3058.8元/吨,配额内进口利润为2217.2元/吨,较月初降低-95.4元/吨;巴西配额外进口成本为4707.7元/吨,配额外进口利润为568.3元/吨,较月初降低-72.6元/吨。泰国配额内进口成本为2845.4元/吨,配额内进口利润为2427.6元/吨,较月初降低-3.4元/吨;泰国配额外进口成本为4364.3元/吨,配额外进口利润为908.7元/吨,较月初降低-130.9元/吨。

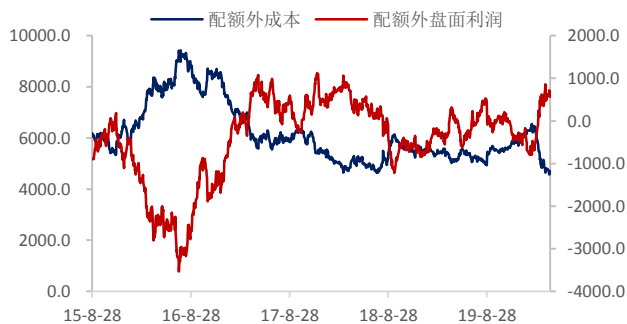
由于4月上半月在配额外高进口利润的压力下,国内糖价追跌原糖,进口利润均出现不同程度下滑。不过由于国内糖价跌幅仍不及国际,配额外进口利润仍是升水状态。在进口利润刺激下,未来我国或增加部分原糖进口,这将进一步施压国内糖价。此外,5月调降巴西配额外进口关税,也将从成本端对郑糖构成压力。

**图 26 巴西配额内进口成本与利润**


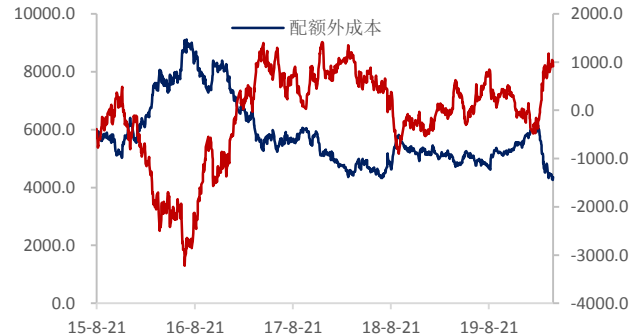
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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, WTI原油于上周跌破前低到达18美元一线, 市场对巴西糖醇比预期进一步提高, 巴西糖产量调增近30%, 利空原糖价格。不过由于原糖价格已触及10美分, 继续下行空间有限, 加之印度、泰国减产落地的利多冲抵, 短期大概率维持低位震荡。不过若原油继续下挫, 原糖仍存下行动能。

国内方面, 尽管云南持续春旱影响甘蔗种植, 草贪夜蛾也有扩大之势, 但鉴于下游需求低迷, 白糖工业库存持续累库, 供过于求的状态还没有实现边际扭转, 此外国内白糖的配额外进口利润仍处于高度升水状态, 5月对巴西的配额外关税取消的政策均从进口端施压糖价, 短期郑糖仍存下行空间和动力。

操作上, 前期09合约空单继续持有, 关注5200一线支撑情况。跨期方面, 91价差处于历史同期高位, 可轻仓做空, 目标位看至-50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。