

销糖受阻库存累积，警惕回调风险

主要观点

行情回顾

2月上半月白糖内外盘延续强势。国际原糖在空头减仓的资金面及主产国减产的基本面双重提振作用下继续上涨，最高点触及15.9美分一线。虽然上周后期在交割月的交割压力下有所回调，但下方存较强支撑，仍盘桓在20日均线以上。

国内白糖在年后第一个交易日商品普跌的背景下收长下影线，但随后由于白糖受疫情影响相对其他农产品较小，加之国际原糖提振，再度上行至5800一线，但未实现突破，上周后期又有所回落，但始终未跌破5600一线。

后市展望

国际方面，泰国干旱现象持续未得到缓解，甘蔗供应短缺导致榨季将于2月底左右结束，本榨季减产幅度预计将达30%。加之此前印度马邦甘蔗减产，各分析机构普遍预计2019/20榨季全球糖市缺口在500万吨以上，原糖长线继续看多。不过鉴于原糖自11月以来已连续抬升3个月，短期或存回调风险。

国内方面，在外盘糖价提振白糖进口成本的背景下，节后郑糖在农产品中走势相对偏强。不过当下处于压榨旺季，且冠状病毒疫情继续阻碍物流运输，下游成交及接货意愿不强，白糖将加速累库，短期维持弱势震荡思路。

操作建议

操作上，关注原糖走势，若原糖继续回调，则可轻仓做空郑糖05合约，止盈点控制在200点以内。

报告日期 2020-02-16

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..... | 10 |
| 图 23 全国销糖率..... | 10 |
| 图 24 白糖仓单量..... | 11 |

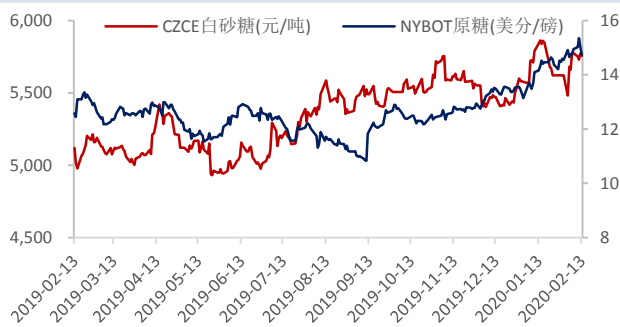
| | |
|-------------------------|----|
| 图 25 白糖工业库存 | 11 |
| 图 26 巴西配额内进口成本与利润 | 11 |
| 图 27 泰国配额内进口成本与利润 | 11 |
| 图 28 巴西配额外进口成本与利润 | 12 |
| 图 29 泰国配额外进口成本与利润 | 12 |

一、行情回顾

2月上半月白糖内外盘延续强势。国际原糖在空头减仓的资金面及主产国减产的基本面双重提振作用下继续上涨，最高点触及15.9美分一线。虽然上周后期在交割月的交割压力下有所回调，但下方存较强支撑，仍盘桓在20日均线以上。

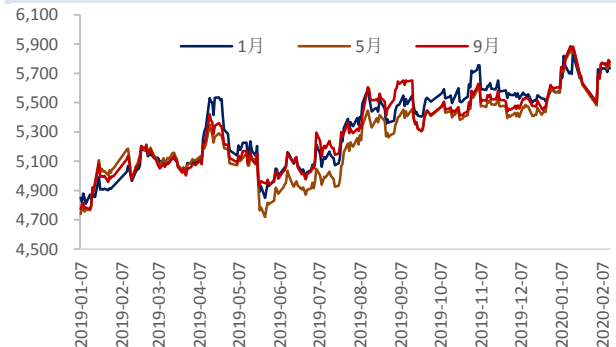
国内白糖在年后第一个交易日商品普跌的背景下收长下影线，但随后由于白糖受疫情影响相对其他农产品较小，加之国际原糖提振，再度上行至5800一线，但未实现突破，上周后期又有所回落，但始终未跌破5600一线。

图1 白糖内外盘主力合约走势



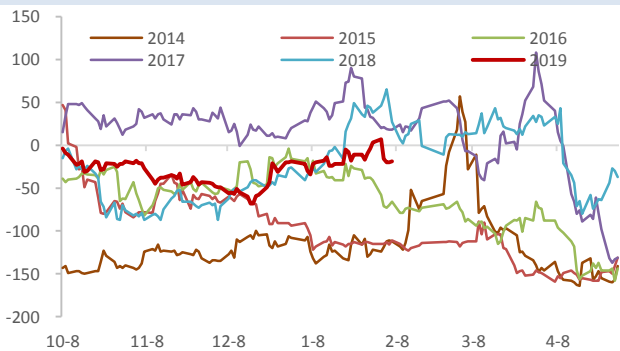
数据来源: Wind、国都期货研究所

图2 白糖 1/5/9 合约走势



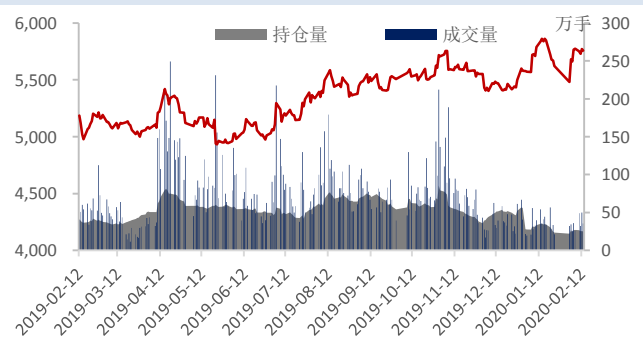
数据来源: Wind、国都期货研究所

图3 白糖 5-9 价差



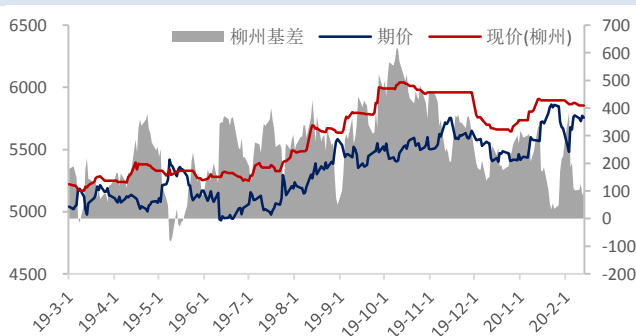
数据来源: Wind、国都期货研究所

图4 白糖量价分析



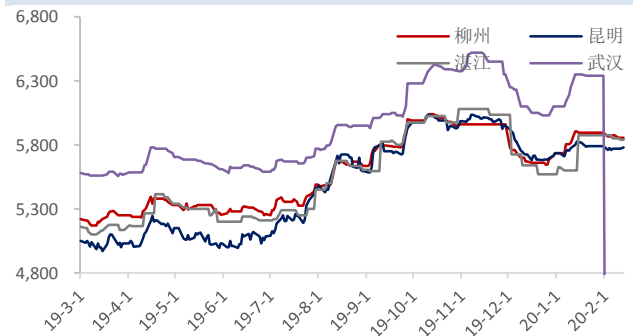
数据来源: Wind、国都期货研究所

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 |
|----------------------------------|-------------------|
| Green Pool (澳大利亚分析机构) | 短缺 663 万吨 (前 530) |
| ISO (国际糖业组织) | 短缺 612 万吨 (前 476) |
| LMC (英国 LMC 国际公司) | 短缺 300 万吨 |
| Rabobank (荷兰合作银行) | 短缺 420 万吨 (前 430) |
| Datagro (巴西糖及乙醇行业组织) | 短缺 642 万吨 (前 234) |
| F.O.Licht (德国统计分析机构) | 短缺 550 万吨 (前 420) |
| LDC (路易达孚) | 短缺 670 万吨 |
| Succden (苏克顿) | 短缺 400 万吨 |
| INTL FSGSTON (福四通) | 短缺 770 万吨 (前 590) |
| TRS (Tropical Research Services) | 短缺 680 万吨 |
| COFCO (中粮国际) | 短缺 738 万吨 |

根据各机构对2019/20榨季全球糖产量的预测，2月上半月分析机构Green Pool称，2020/21年度全球糖市预期供应短缺101万吨，并将2019/20年度供应短缺从11月底的530万吨上调至663万吨，利多外盘原糖走势。综合前期分析机构对新榨季产量缺口的预估情况，19/20榨季全球白糖供需缺口大概率在500万吨以上，利多原糖未来表现，因此在对原糖价格的预估上，维持长线上涨的观点不变。

2、主产国供需分析

巴西

巴西的19/20榨季已经接近尾声，且由于过去几周的大部分时间天气较为干燥，加速收割，导致部分糖厂宣布压榨结束。根据甘蔗行业组织Unica报告，巴西中南部1月下半月产糖量为0.4万吨，同比下降20%；甘蔗压榨量为8.7万吨，同比下降84.5%，较1月上半月下降32%；乙醇产量1.01亿公升，同比增加19.8%；甘蔗制糖比为29.47%，高于去年同期的9.76%。

2019/20榨季截至1月31日，巴西中南部累计产糖量为2648.5万吨，同比增加0.48%；累计甘蔗压榨量5.7881亿吨，同比增加2.69%；累计乙醇产量323.08亿公升，同比增加6.65%；累计甘蔗制糖比为34.5%，低于去年同期的35.44%。因此整体来看，虽然巴西榨季结束较早，或缓解部分供应压力，不过糖产量同比小幅增加，且原糖短期的强势表现或促使巴西提高制糖比，短期外盘将面临回调风险。

出口方面，巴西1月出口糖160.97万吨，同比增加46.74%。其中出口原糖141.57万吨，同比增加37.3%；出口精制糖19.4万吨，同比增加194.39%。2019年4月至2010年1月巴西累计出口糖1674.7万吨，同比减少5.04%。鉴于前期出口节奏较慢，后续原糖上行或存压。

印度

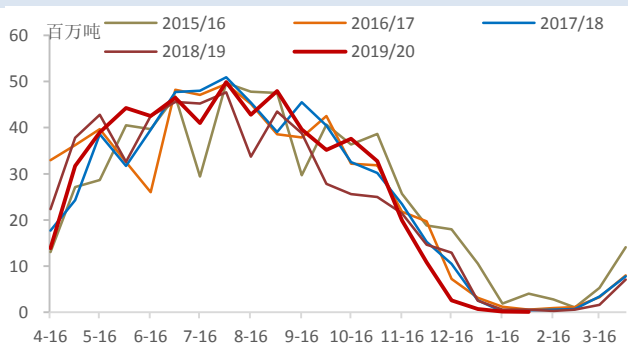
根据印度糖业数据，2019/20榨季截至2月6日，北方邦产糖595.4万吨，同比增加3.3%；甘蔗压榨量5452.7万吨，同比增加5%；出糖率10.92%，低于上榨季同期的11.1%。虽然北方邦小幅增产，但在马邦大规模减产的背景下，印度整体2019/20榨季糖产量将同比下降。据印度糖业受先旱后涝的天气影响，2019年10月至2020年1月印度糖厂共产糖1410万吨，较前一年同期下降近24%，2019/20年度整个榨季糖产量预计将下滑21.6%至2600万吨左右，为三年来低位。

出口方面，据食糖交易商数据显示，印度2019/20榨季第一季度（2019年10-12月）加工糖和原糖出口量为91.6万吨，低于上榨季同期的94.5万吨。不过印度食糖出口已于今年2月份回升，且预计印度2月食糖发运量将高达50万吨，原糖短期走势或受此影响承压。

泰国

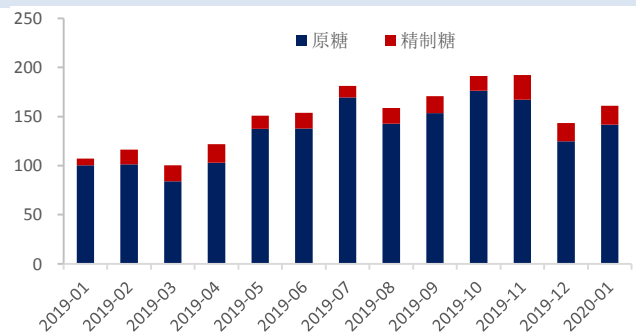
泰国受严重而持续的干旱影响，宿根蔗生长受威胁，且无法种植新植蔗，甘蔗供应短缺，预计2019/20榨季泰国大多数糖厂将在2月底前收榨，远早于上榨季大规模集中收榨的4月。据泰国甘蔗和食糖委员会，泰国2019/20榨季甘蔗产量预估从之前的1.1亿吨下调至7500-7800万吨，较2018/19榨季的1.309亿吨大幅下降。利多远期糖价。

图8 巴西双周糖入榨量

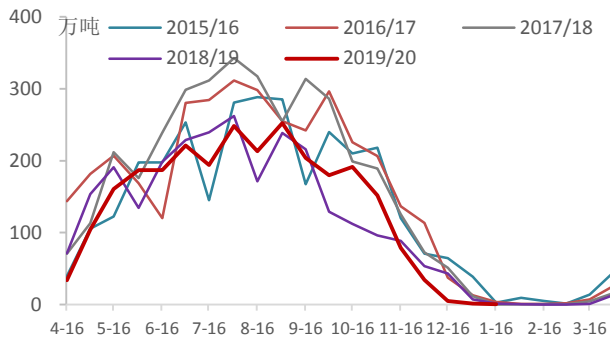


数据来源：Wind、国都期货研究所

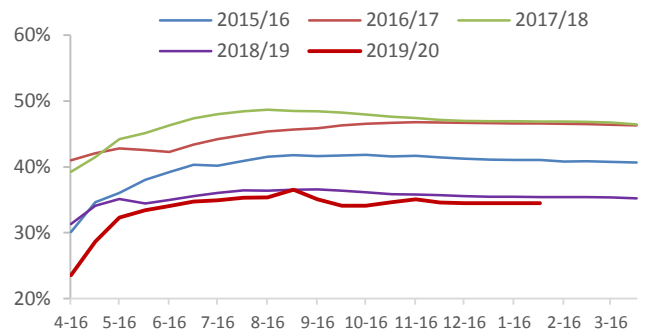
图9 巴西糖月出口量



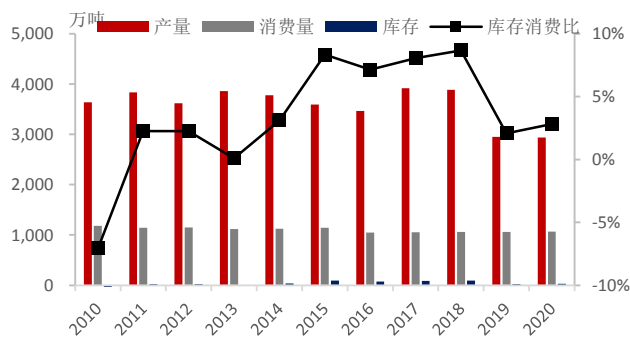
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 10 巴西双周糖产量


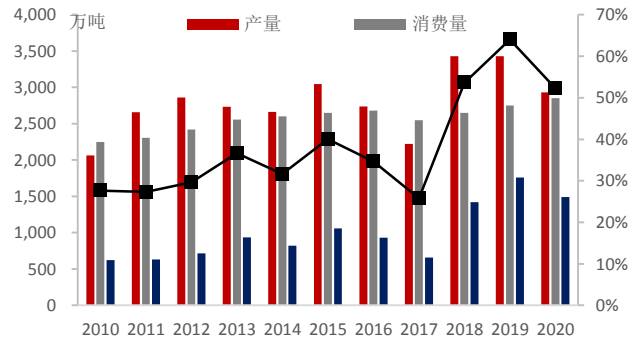
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11 巴西双周制糖比


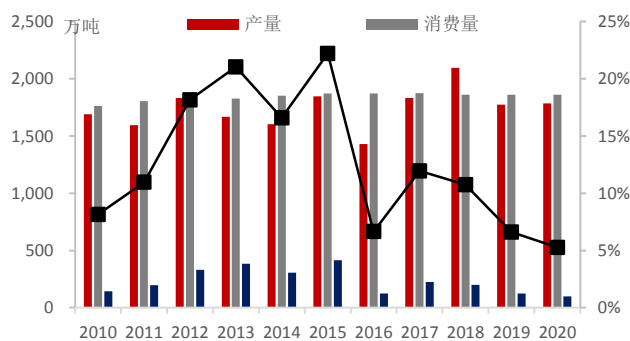
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 巴西白糖供需平衡


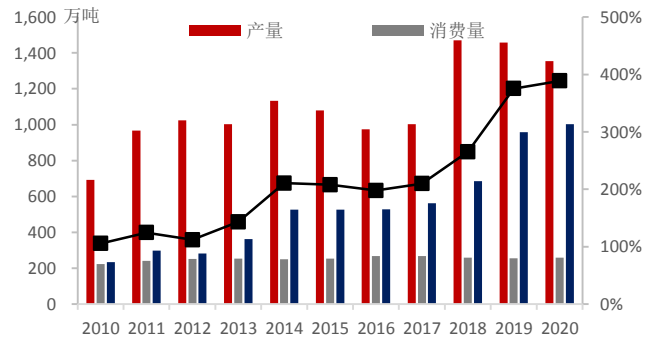
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

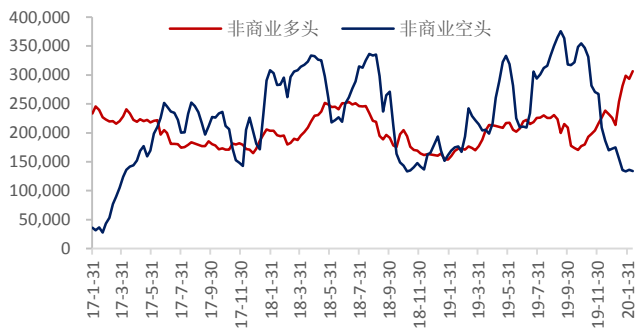
图 15 泰国白糖供需平衡


数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 资金面分析

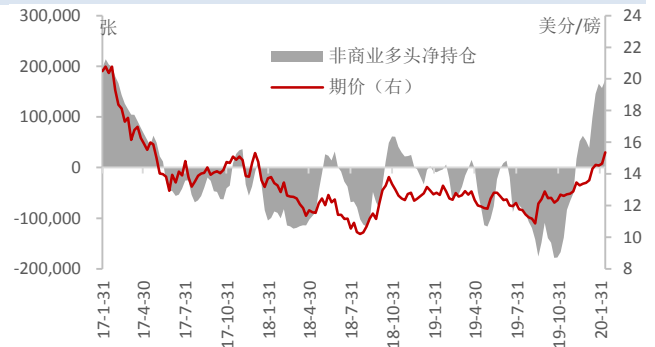
据美国CFTC持仓报告,2020年2月上半月非商业多头继续增仓,非商业空头基本稳定。截至2月11日当周,非商业净多头由月初的165,353手增加7011手至172,364手。其中非商业多头头寸增加7,444手,至306,419.00手;非商业多头头寸增加433手,至134,055.00手。因此从资金面角度来看,ICE原糖多头趋势持续,净多头处于近三年以来持仓高位。

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

从1月中旬开始,原油价格与原糖价格出现了较大的背离。这主要由市场情绪在此次疫情对原油需求的冲击下逐渐悲观。高盛认为若本次肺炎像此前SARS疫情一样扩散发展,将直接导致国际原油需求减少26万桶/日。白糖价格在基本面表现偏弱时会与原油走势表现出正相关性,但在自身基本面走强后受原油干扰较小,可独立分析。

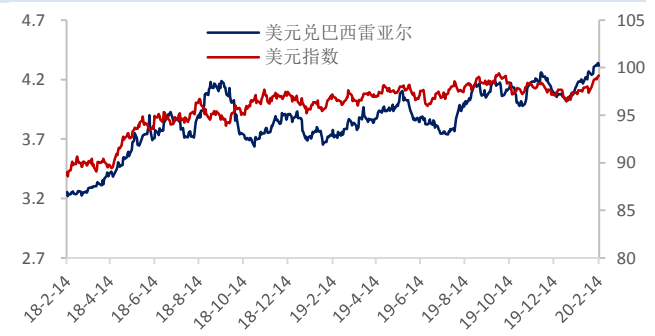
从汇率水平来看,美元指数2月上半月小幅上涨,巴西雷亚尔汇率走软,美元兑雷亚尔月中汇率已从月初的4.2475涨至4.3163,抵消了部分原糖涨幅。不过当下美元兑巴西雷亚尔已到相对高位,若随后回落则将提振原糖价格。

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

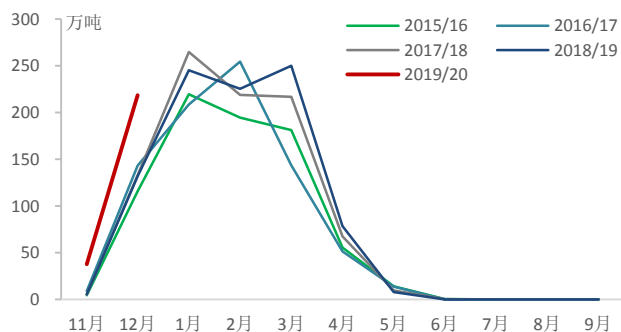
三、国内白糖分析

(一) 产销、库存分析

从国内白糖产销数据来看，据农业农村部2月公布的月度供需报告，新疆、内蒙、黑龙江等地甜菜糖榨季生产已结束。截至2020年1月底，全国累计产糖641.45万吨，同比增加138.14万吨。其中产甘蔗糖503.97万吨，同比增加121.55万吨；产甜菜糖137.48万吨，同比增加16.59万吨。截至1月底，全国累计销糖320.08万吨，同比增加67.81万吨；累计产销率49.9%，比去年同期下降0.22%。单月来看，1月产糖261.75万吨，环比增加9.31万吨；销糖122.27万吨，环比减少18.69万吨。由于2020年春节较早，采购多集中于12月，叠加新冠疫情影响1月下半月物流发运，1月销糖量有所回落。后续来看，物流受限的情况短期将延续，销糖将继续受阻，糖价或将承压。

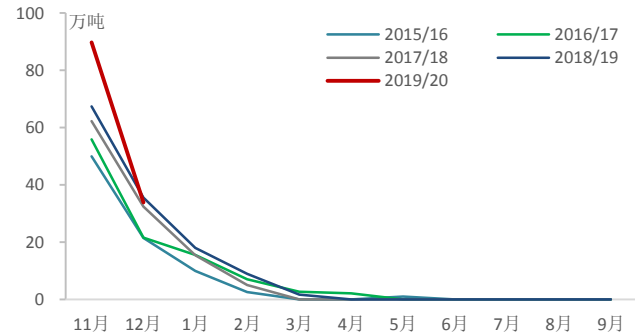
库存方面，截至2019年1月，全国白糖库存为321.37万吨，受到2019/20榨季开榨提前及销售受阻的影响，库存同比增加70.33万吨，环比增加139.48万吨。

图 20 甘蔗糖月产量



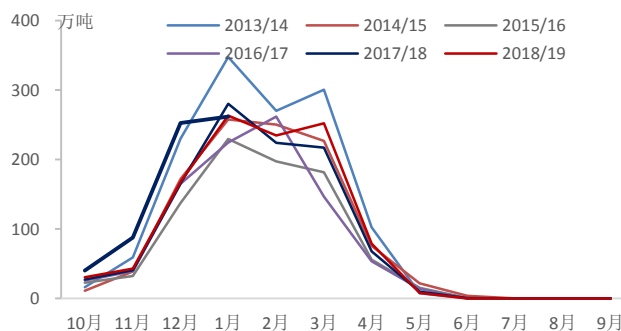
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 21 甜菜糖月产量



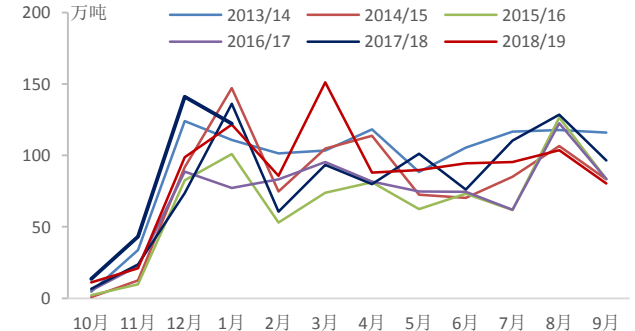
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 22 全国月产糖量

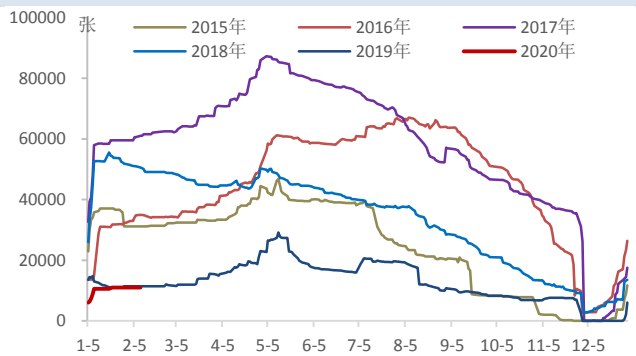


数据来源：Wind、国都期货研究所

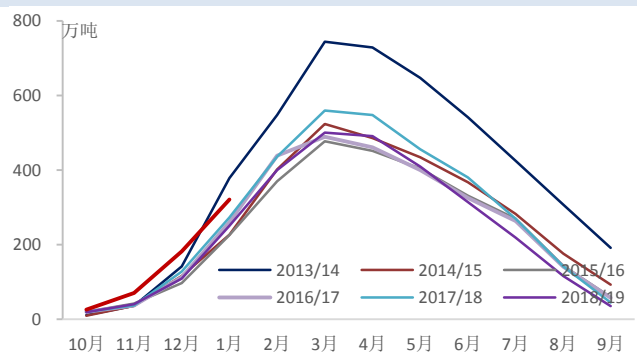
图 23 全国销糖率



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

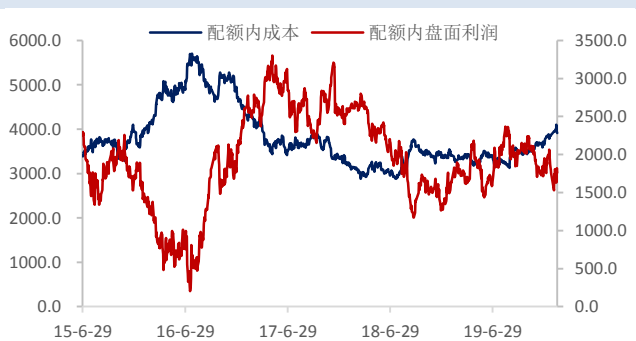
图 25 白糖工业库存


数据来源: Wind、国都期货研究所

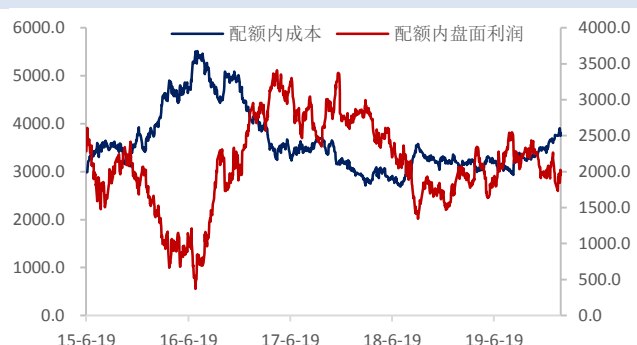
(二) 进口成本利润分析

截至2月中旬,巴西配额内进口成本为3909.6 元/吨,配额内进口利润为1759.4 元/吨,较月初降低-110.1 元/吨;巴西配额外进口成本为6076.3 元/吨,配额外进口利润为-407.3 元/吨,较月初增加6.2 元/吨。泰国配额内进口成本为3804.5 元/吨,配额内进口利润为1952.5 元/吨,较月初增加45.9 元/吨;泰国配额外进口成本为5907.2 元/吨,配额外进口利润为-150.2 元/吨,较月初增加103.5 元/吨。

2月上半月巴西配额内进口利润下降,泰国配额内/外进口利润均有所回升。不过我国对巴西、泰国的配额外进口利润仍为贴水状态,一定程度上缓解了国内的进口压力。

图 26 巴西配额内进口成本与利润


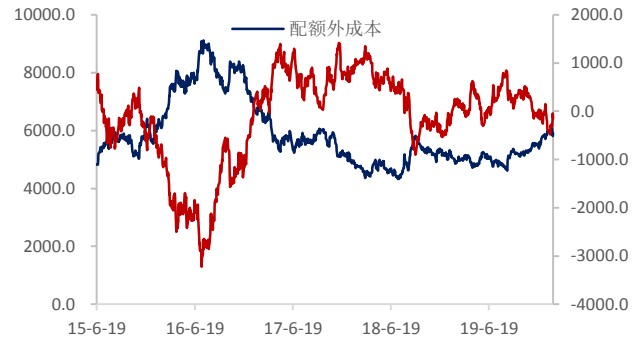
数据来源: Wind、国都期货研究所

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，泰国干旱现象持续未得到缓解，甘蔗供应短缺导致榨季将于2月底左右结束，本榨季减产幅度预计将达30%。加之此前印度马邦甘蔗减产，各分析机构普遍预计2019/20榨季全球糖市缺口在500万吨以上，原糖长线继续看多。不过鉴于原糖自11月以来已连续抬升3个月，短期或存回调风险。

国内方面，在外盘糖价提振白糖进口成本的背景下，节后郑糖在农产品中走势相对偏强。不过当下处于压榨旺季，且冠状病毒疫情继续阻碍物流运输，下游成交及接货意愿不强，白糖将加速累库，短期维持弱势震荡思路。

操作上，关注原糖走势，若原糖继续回调，则可轻仓做空郑糖05合约，止盈点控制在200点以内。

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。