

国际供应压力加大，国内关注进口销售节奏

2019/07/01

白糖季报

中粮期货研究院

作者：

张欣萌

010-59136992

zhangxinmeng@cofco.com

从业资格号：F0311178

投资咨询资格号：

Z0011818

报告要点

- ▶ 行情回顾：回顾 2019 年二季度，国内糖价走势先扬后抑，涨跌幅度达到近 600 点。4 月初，糖价在资金推动下一路高歌猛进。但由于远期基本面压力仍在，所以进入 4 月中下旬，糖价上涨乏力，资金不断撤出，糖价开始连续回落。到了 5 月 22 日，巴西传出已与中国达成协议，2020 年 5 月之后不再加收保障措施性关税，再给糖价带来一记重锤。随后，糖价止跌反弹，进入震荡调整阶段。国际糖价整体呈现“V”型走势。首先，随着印度、泰国压榨的不断进行，2018/19 榨季产量预估值不断上调，市场此前的减产预期落空，价格连续下跌，直逼前期低位。进入 5 月下旬后，随着印度、泰国基本定产，增产利空出尽，市场关注点转向巴西新榨季开榨以及北半球天气上。由于巴西榨季初降雨影响了进度、印度干旱不断升级，国际糖价止跌反弹。
- ▶ 结论概述：中短期来看，目前来看国产糖产销率良好，库存消化压力较小，对市场带来一定支撑。但是随着进口糖逐渐流入市场，后期现货供应压力将有所加大，对于是否会对国产糖的销售带来压力还存在不确定性，这与进口糖的流出节奏密切相关。另一方面，今年交易所注册仓单的绝对数量和流出速度都好于往年，盘面压力较小。后期，需要重点关注进口糖流出节奏、国产糖库存消化以及盘面仓单数量变换等情况，价格或将呈现低位震荡走势。在巴西和北半球供应压力的共同作用下，预计国际糖价中短期易跌难涨。但同时，印度的天气以及巴西的制糖比例存在炒作机会。因此，需要重点关注巴西糖酒比价、原油价格、汇率以及印度天气等因素
- ▶ 核心因素：进口糖销售、国产糖去库存、巴西压榨、印度天气。
- ▶ 预期偏差：天气、宏观及政策。

免责声明

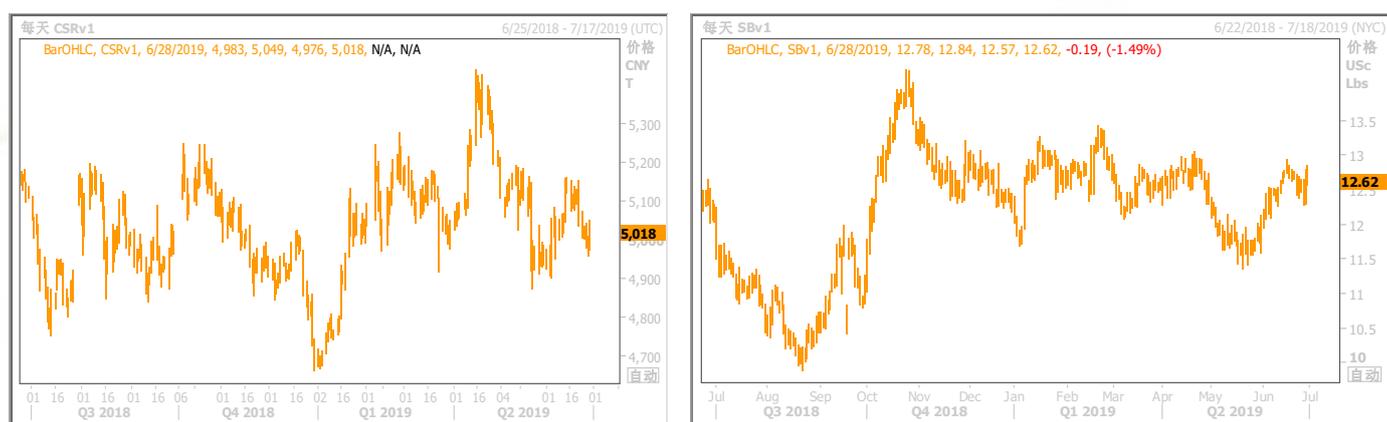
本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

第一部分 行情回顾

回顾 2019 年二季度，国内糖价走势先扬后抑，涨跌幅度达到近 600 点。4 月初，糖价在以券商系为主的资金推动下，一路高歌猛进，主力合约 1909 从 3 月底最低 4979 元/吨最高上涨至 5439 元/吨，涨幅达到 9%。同时，当时国产糖在走私、进口双双供应减少的，以及税改的影响下，产销率远高于去年同期水平，也给资金炒作提供了机会。但由于远期基本面压力仍在，所以进入 4 月中下旬，糖价上涨乏力，资金不断撤出，糖价开始连续回落。到了 5 月 22 日，巴西传出已与中国达成协议，2020 年 5 月之后不再加收保障措施性关税，意味着配额外关税将由 85% 降至 50%，再给糖价带来一记重锤，1909 合约当日应声跌停，随后最低跌至 4874 元/吨。随后，糖价止跌反弹，进入震荡调整阶段。

2019 年二季度，国际糖价整体呈现“V”型走势。首先，随着印度、泰国压榨的不断进行，2018/19 榨季产量预估值不断上调，市场此前的减产预期落空，价格连续下跌，直逼前期低位，ICE 原糖 7 月合约最低跌至 11.36 美分/磅，较季度初最高 13.05 美分/磅下跌 13%。进入 5 月下旬后，随着印度、泰国基本定产，增产利空出尽，市场关注点转向巴西新榨季开榨以及北半球天气上。由于巴西榨季初降雨影响了进度、印度干旱不断升级，国际糖价止跌反弹，7 月合约最高升至 12.78 美分/磅，涨幅达 12.5%。

图 1.1: ICE 原糖主力合约（美分/磅）与郑糖主力合约（元/吨）价格走势



数据源: Thomson Reuters

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

第二部分 国内市场核心因素

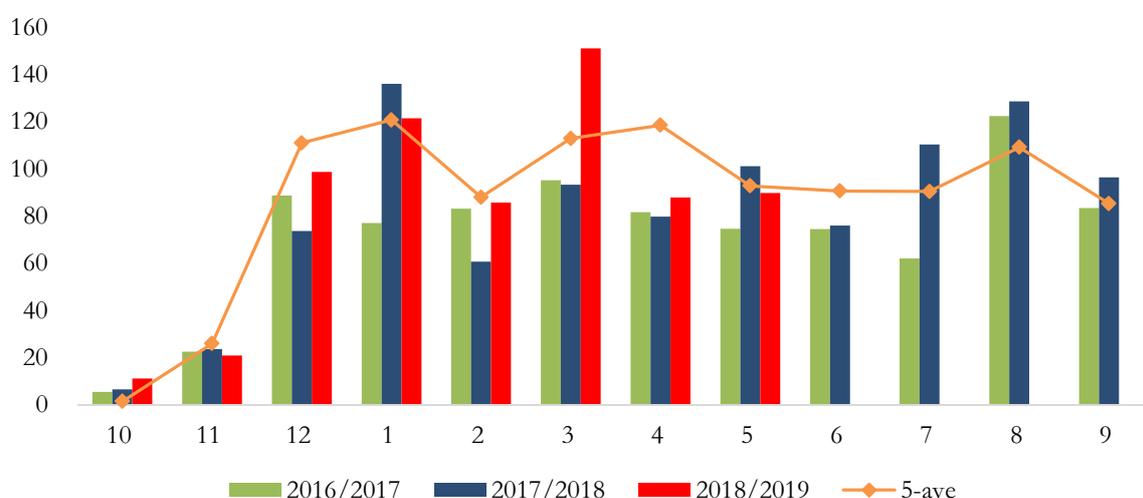
1、国产糖全部收榨，库存压力小于同期

截至5月底，国产糖生产已全部落下帷幕。2018/19榨季，国产糖总计产糖1076.04万吨，较上榨季1030.63万吨增产45.41万吨，增幅4.4%。其中，甘蔗糖产量944.5万吨，同比增加28.84万吨；甜菜糖产量16.57万吨。

随后，市场关注焦点将全部聚焦于销量和库存消化中去。根据最新数据显示，截止5月底，国产糖累计销售666.77万吨，同比增加92.1万吨，累计销糖率61.97%，同比增加6.21个百分点，同时远高于5年同期均值55.26%。榨季已进行了三分之二，国产糖销售表现十分强劲，这主要与前期进口、走私数量整体减少，为国产糖销售提供了更多的空间有关。

库存方面，截至5月底全国新增工业库存为409.27万吨，同比下降10.24%，同样低于5年同期均值468.47万吨。分地区来看，主产区广西和云南同样低于去年同期水平。其中，广西库存256万吨，同比减少26.5万吨；云南库存97.82万吨，同比减少110.5万吨。从消化压力来看，过去5年6-9月国产糖月均销量在95万吨左右，再考虑到10-11月新榨季新糖还未大量上市之时仍需陈糖弥补，因此从历史平均情况来看，目前的工业库存消化压力并不大。

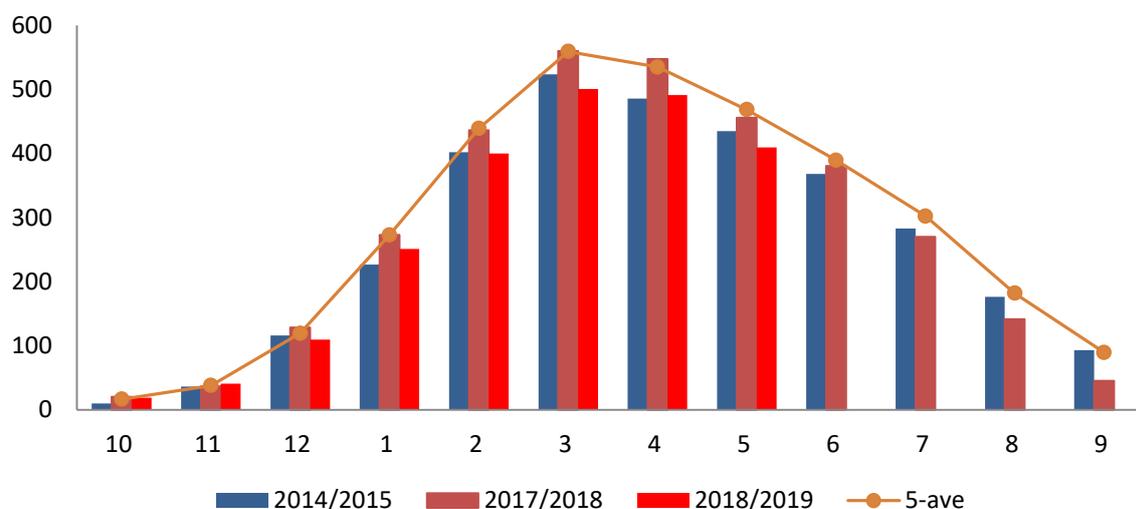
图 2.1: 近三榨季国产糖月度销量 (万吨)



数据来源：中粮期货

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 2.2: 近三榨季国产糖新增工业库存 (万吨)


数据源: 中粮期货

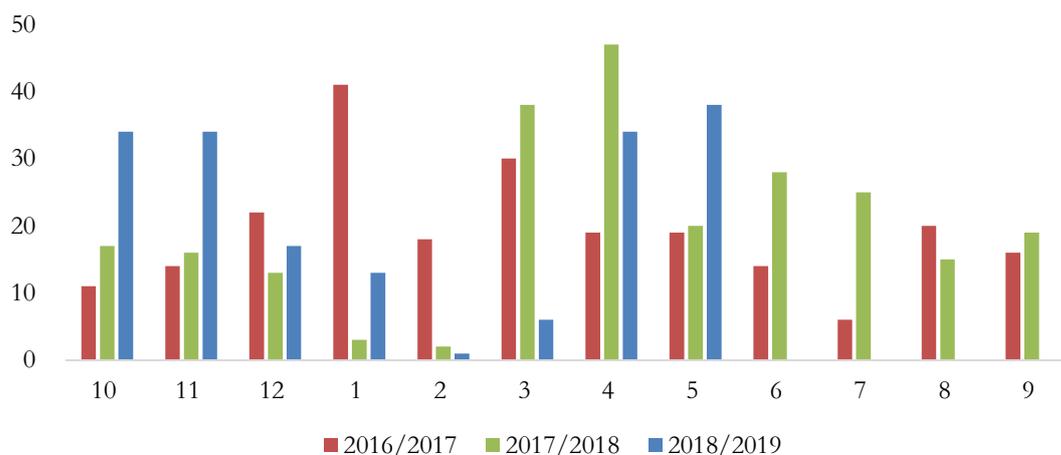
2、进口许可证发放, 关注进口释放节奏

5 月底, 市场讨论以已久的进口许可证终于发放, 数量为 135 万吨, 少于市场此前预期的 150 万吨。

由于今年配额外的进口许可证迟迟未发, 1-5 月累计进口量 92 万吨, 同比减少 18 万吨。如果按照 194.5 万吨配额内足额发放的话, 6-12 月配额内和配额外总计潜在进口量为 237.5 万吨, 平均每月进口量为 34 万吨。按此估算, 6-9 月的进口总量为 136 万吨, 榨季总进口量为 313 万吨。加上 1076 万吨国产糖和预计 150 万吨的走私糖, 榨季总供应量为 1539 万吨, 大于榨季 1450-1500 万吨的榨季消费量, 榨季末库存压力同比增大。但进口糖的实际进口量与加工量存在不确定性, 或将成为影响榨季后三分之一走势的关键因素。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 2.3: 近三榨季食糖月度进口量 (万吨)


数据源：中粮期货

3、远期进口政策引关注

2017年5月22日起，食糖进口开始加收保障性措施关税，实施期为三年。2020年5月22日，保障性措施关税将到期，市场对于后期配额外关税是否会从85%下调至50%存在分歧，因此郑糖2005合约上市后价格并没有体现出50%的关税预期，1/5价差基本在50元/吨附近徘徊。但今年5月22日，Unica官网上发布一则消息称，巴西已与中国政府达成协议，2020年5月之后不再加征关税。此消息一出，国内糖价应声跌停，1/5价差大幅走强85元/吨至126元/吨。

因此，长期来看，关税下调已是确定性事件。根据我们的估算，配额外关税从85%下调至50%后，进口成本每吨下降约950元/吨，这对于郑糖2005合约以及2009合约来说无疑是很大的压力。但下榨季配额外是否会继续实施自律，以及进口许可证发放的数量都还是未知，对于市场的影响究竟如何还存在很多的不确定性，市场还需理性对待。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

第三部分 国际市场核心因素

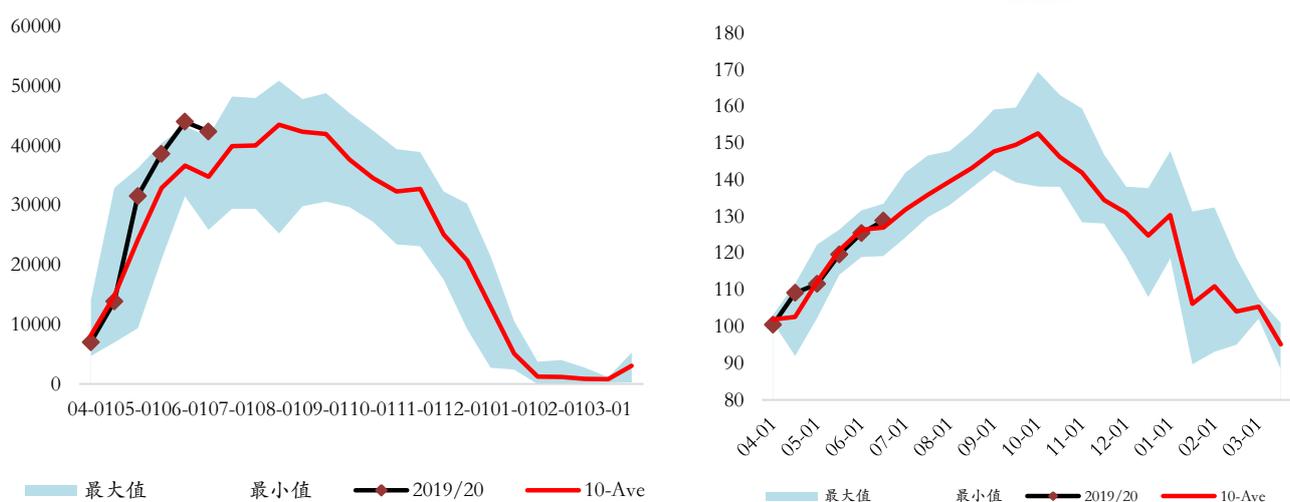
1、巴西压榨进度提速

巴西中南部 2019/20 榨季开榨初期，降雨偏多，阻碍了糖厂开榨进度。数据显示，截止 5 月 16 日，累计入榨甘蔗 8414.9 万吨，同比大幅下降 18.27%；累计产糖 297.5 万吨，同比下降 28.43%。但进入 5 月下旬后，天气转为干燥，糖厂生产进度提速。最新数据显示，截止 6 月 16 日，累计入榨甘蔗 1.71 亿吨，同比小幅下降 4.1%；累计产糖 671 万吨，同比下降 10.40%。降雨不仅影响了压榨进度，还令出糖率明显下滑。截止 6 月 16 日，累计出糖率为 121.13 千克/吨，同比下降 4%。

与此同时，制糖用蔗比需要重点关注。上榨季，由于乙醇价格持续高于糖价，榨季制糖用蔗比创下历史新低，仅为 35.2%。对于本榨季，市场此前预期该比例会小幅恢复。但从目前的表现来看，本榨季制糖用蔗比存在继续创新低的可能。截止 6 月 16 日，累计制糖用蔗比为 34.04%，同比减少 0.92 个百分点。这一方面与糖价依然低于乙醇有关，另一方面也受到了出糖率下滑的影响。

另外需要关注的是乙醇销售情况。数据显示，截止 6 月 16 日，国内累计销售乙醇 65.72 亿升，同比增长 24%。强劲的需求也将进一步促使糖厂倾向生产更多的乙醇。

图 3.1：巴西中南部双周甘蔗压榨量（千吨）和双周制糖用蔗比



数据源：中粮期货

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

2、关注印度季风降雨

2018年，印度西南季风和东北季风降雨均低于历史平均情况，尤其是马邦和卡纳塔克邦部分地区，旱情较为严重。今年，始于6月的西南季风降雨延迟登陆，令马邦等主产区的旱情进一步升级，水库水位告急，再次出现当地甘蔗用于饲料的情况。

从目前情况来看，6月1-27日，印度全国季风降雨较历史平均减少35%。其中，马邦较为严重，较历史平均减少44%。北方邦更甚，西部和东部分别较历史平均减少63%和46%。但由于北方邦灌溉比例较高，干旱的影响较小，马邦是目前干旱主要影响的地区之一。6月中旬，印度方面表示，预计马邦2019/20榨季糖产量或将同比大幅下降39.2%，至650万吨。全国糖产量预计减少400-500万吨至2800-2900万吨左右。虽然季风降雨延迟登陆，但根据IMD的预估结果，预计今年西南季风降雨将呈现正常水平。因此，若后续季风降雨跟上，马邦等主产区旱情得到有效缓解，下榨季糖产量存在上调可能。

3、泰国2018/19榨季生产结束，5月出口表现疲软

5月9日，泰国54家糖厂全部收榨，2018/19榨季共计压榨甘蔗1.31亿吨，同比减少390万吨；总计产糖1458.1万吨，同比小幅减少10万吨。其中，原糖产量1110万吨，同比增加6%；白糖产量328万吨，同比下降18%。

出口方面，5月泰国共计出口糖约83.9万吨，同比减少35.18%。其中出口原糖50万吨，同比减少42.98%，主要因印尼进口量同比减少约19万吨，至28.6万吨；5月出口低质量白糖约5.5万吨，同比增加4000多吨；出口精制糖28.4万吨，同比减少8.3万吨，中国台湾（8.2万吨）和韩国（4.7万吨）为主要精制糖出口目的地。2018/19榨季累计出口糖620.8万吨，同比增加约18.62%。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

第四部分 行情展望及预期偏差

对于国内市场，2018/19 榨季总体供应压力不减，一方面国产糖进入增产周期第三年，进口糖数量预计基本持平；另一方面储备糖出库，进一步增加市场供应压力。但由于内外基差缩窄，加之政府持续高压打私，预计本榨季走私糖数量将明显减少。整体而言，市场仍处于供大于求的阶段中，价格预计呈现底部震荡走势。其中需要谨防政策风险，或对供需格局带来较大影响。中短期来看，目前来看国产糖产销率良好，库存消化压力较小，对市场带来一定支撑。但是随着进口糖逐渐流入市场，后期现货供应压力将有所加大，对于是否会对国产糖的销售带来压力还存在不确定性，这与进口糖的流出节奏密切相关。另一方面，今年交易所注册仓单的绝对数量和流出速度都好于往年，盘面压力较小。后期，需要重点关注进口糖流出节奏、国产糖库存消化以及盘面仓单数量变换等情况，价格或将呈现低位震荡走势。

对于国际市场，2018/19 榨季全球市场进入增库存周期第二年。由于 2017/18 榨季市场大量增库存，令本榨季市场库存压力处于高位，价格上方压力重重。但展望 2019/20 榨季，全球市场或将从盈余转向缺口，为糖价提供了一定支撑，预计整体将呈现震荡去库存的走势。中短期来看，随着巴西中南部 2019/20 榨季的进行，原糖供应压力将逐渐增大。同时，本榨季北半球产量依然维持高位，后续库存压力偏大。在二者共同作用下，预计国际糖价在中短期易跌难涨。但同时，印度的天气以及巴西的制糖比例存在炒作机会。因此，需要重点关注巴西糖酒比价、原油价格、汇率以及印度天气等因素。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

风险提示

1. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

更多资讯，欢迎扫描二维码！



中粮期货有限公司(Institute of COFCO Futures Co., Ltd)

地址(address): 北京市东城区东直门南大街5号中青旅大厦15层 邮政编码: 100007
15th Floor, CYTS Plaza No.5 Dongzhimen South Ave, Beijing P.C: 100007

【法律声明】

中粮期货有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格(证监会批文号:证监许可[2011]1453)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断,仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料,本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧,本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。