

徐菁

农产品研究员

期货执业证书编号 F3051551

xujing@dxqh.net

郑糖等待阶段性供给压力的兑现

主要观点：

- 由于美国、泰国、澳大利亚和墨西哥产量纷纷下调，印度原糖出口较为顺利，导致市场逐步认可远期供需和贸易流结构改善，时间上对多头有利，ICE 原糖合约预计将继续在 13 美分/磅附近试探。
- 广西提前开榨可能导致本榨季压榨高峰提前到来，我们对 11 月产销数据持中性略偏空的态度，随着新糖流入导致现货价格松动，白糖基差已经从 600 元/吨的高位修复至 200 元/吨。我们认为，12 月后进入白糖备货旺季，有望一定程度上支撑糖价，但是中期来看，糖源阶段性供给压力依然大于去年同期，郑糖近月预计震荡偏空，运行区间下移至 5450-5580 元/吨。远月虽然政策不确定性较大，但整体供需面好于近月，待新一年度政策逐渐明朗后可以关注远月布局多单的机会。

一、行情回顾

ICE 原糖主力本月震荡上行，底部不断抬升，数次试探 13 美分/磅的压力位，并在 11 月最后一个交易日完成突破，最终收于 12.95 美分/磅。从 10 月 22 日起至今，投机资金一直在 ICE 原糖合约增持多单，根据最新的 CFTC 持仓数据显示，虽然投机净空单数量依然有 6.62 万手，但是已经是连续第五周收缩。随着原糖价格走强，生产商与投机商的博弈将更加激烈，套保空单仍然将令价格承压。总之，由于美国、泰国、澳大利亚和墨西哥产量纷纷下调，导致市场逐步认可远期供需和贸易流结构改善，时间上对多头有利。

郑糖 2001 合约于 11 月初在券商资金的推动下走高，在冲破 5800 元/吨的压力位后随着资金撤离大幅回落至 5580 元/吨，基本吞噬了前一周的全部涨幅。11 月中旬后，广西地区糖厂纷纷开榨，虽然未进入压榨高峰，但伴随着依然庞大的进口数据和广西地区但强基差依然支撑价格底部，郑糖主力围绕 5600 元/吨上下震荡。

图 1: ICE 原糖投机持仓 (单位: 万手)

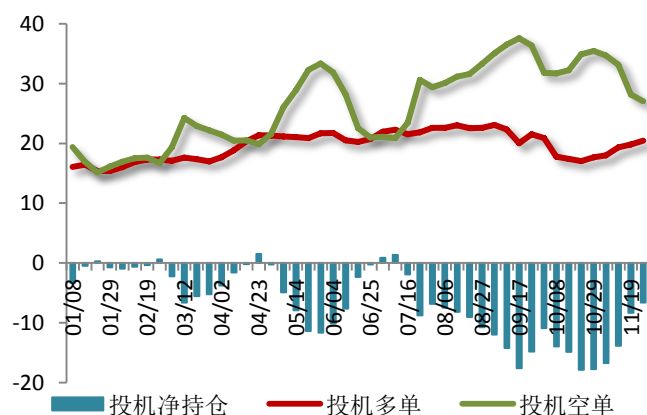
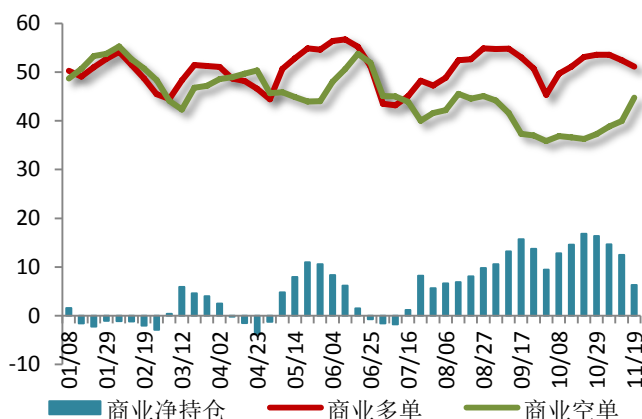


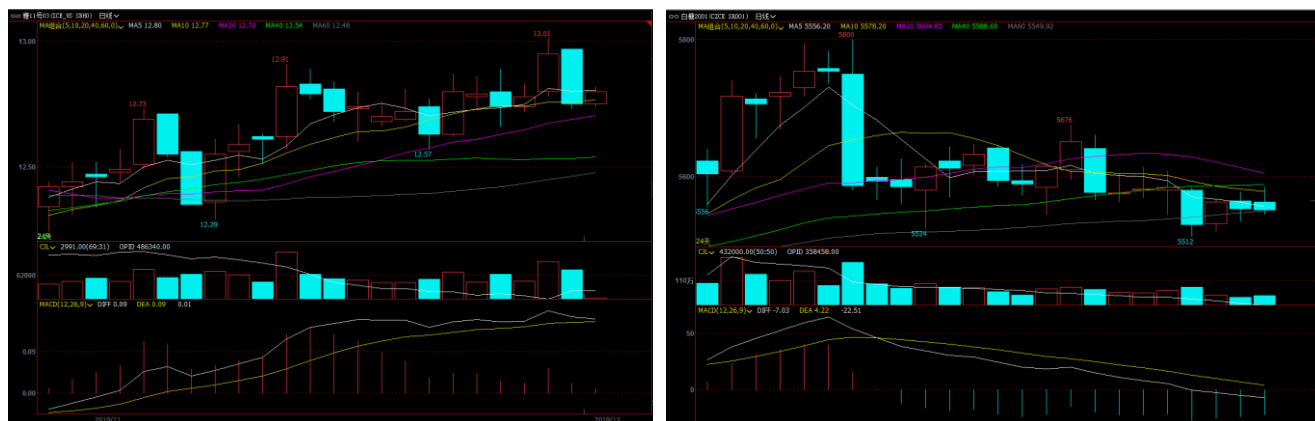
图 2: ICE 原糖商业持仓 (单位: 万手)



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图 3: ICE 原糖 03 合约走势 (元/吨)

图 4: 郑糖 2003 合约走势 (单位: 元/吨)



来源: Cofeed, wind, 东兴期货投资咨询部

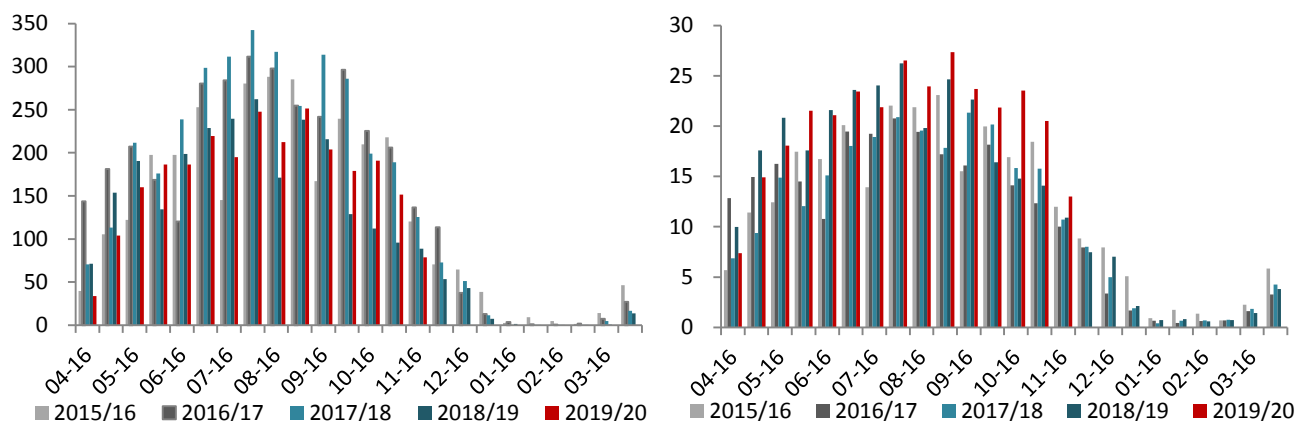
二、巴西市场

11 月上旬, 巴西中南部地区的甘蔗入榨量为 1983 万吨, 同比减少 7.61%。双周制糖比从 10 月上旬的 32.14% 降至 28.27% 的低点, 甘蔗含糖分略有降低, 但较去年同期仍然处于较高水平, 这导致巴西双周糖产量仅 78.6 万吨, 同比减少 11.27%, 但乙醇产量仍然达到 12.99 亿升, 同比增长 19.12%。截止至 11 月上旬, 巴西已累计压榨甘蔗 5.63 亿吨, 同比增长 5.7%, 累计产糖 2600.9 万吨, 同比增长 2.8%, 累计产乙醇 308.67 亿升, 同比增长 8.41%。

19/20 榨季前期, 得益于甘蔗入榨量的提升和干燥天气助推压榨进度, 巴西截止至 11 月前的产糖量数据表现均异常强劲。但在进入 11 月后, 开榨糖厂数量明显减少, UNICA 预计 12 月份巴西将仅有 71 家糖厂仍在运营, 这意味着产糖量将不会有明显增加。同时亚洲地区新榨季即将开始, 市场将注意力从巴西转移至亚洲市场。如果按照 19/20 榨季 5.85 亿吨的甘蔗产量预估, 接下来巴西仅剩下约 2200 万吨左右的甘蔗可供压榨。

图 5: 巴西双周产糖量 (单位: 万吨)

图 6: 巴西乙醇月度销量 (单位: 亿升)



来源：USDA，东兴期货投资咨询部

图 7：巴西甘蔗累计入榨量（单位：万吨）

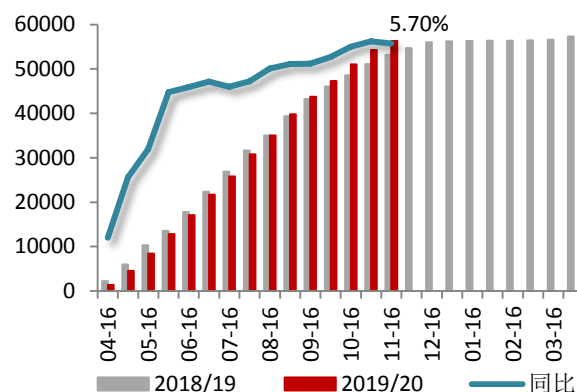
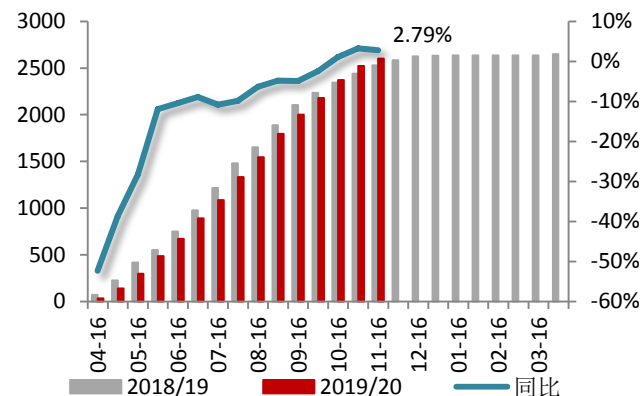


图 8：巴西累计产糖量（单位：万吨）



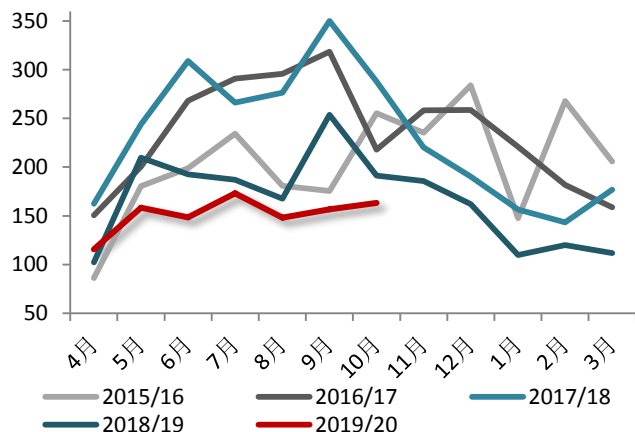
来源：UNICA，东兴期货投资咨询部

我们预计 19/20 榨季巴西最终产糖量将达到 2680 万吨，对比去年 2650 万吨略增产约 30 万吨，但巴西食糖出口情况仍然不甚乐观。10 月食糖出口量 163.25 万吨，累计出口量 1063.9 万吨，同比下滑 18.4%；出口均价低至 282.74 美元/吨，同比去年下滑 11.38 美元/吨，截至 11 月 21 日，巴西当周装船 46.5 万吨糖，同比去年减少 24.5 万吨。疲弱的出口导致巴西截止至 10 月底的食糖库存创下 1161.35 万吨的新高，较去年同期增加 249.73 万吨，即使 12 月份大部分巴西的糖厂都已收榨，巨量的库存依然会对 2020 年一季度的价格施压。

不过，巴西乙醇销售依然强劲。10 月乙醇销售达 30.96 亿升，同比增长 6.9%，而 11 月上旬乙醇销售 13.83 亿升，同比增长 7.5%，累计销售达 216.14 亿升，同比增长 11.8%。截止至 11 月初，巴西

乙醇价格继续维持高位震荡的态势,醇油比较往年仍然处于偏低水平,巴西最大化乙醇生产仍具备动力。

图 9: 巴西食糖月度出口 (单位: 万吨)



来源: USDA, 东兴期货投资咨询部

图 10: 巴西食糖库存 (单位: 万吨)

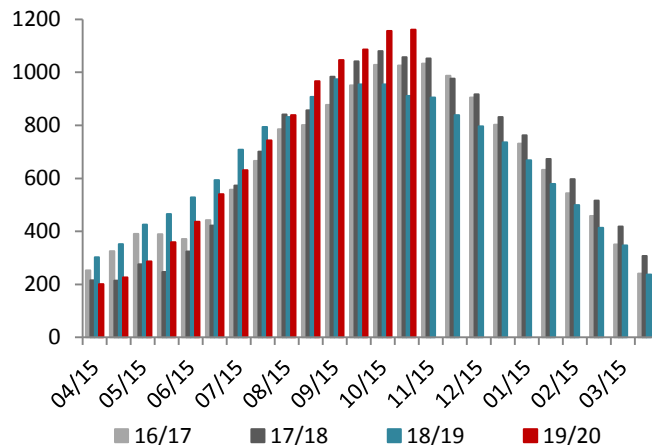
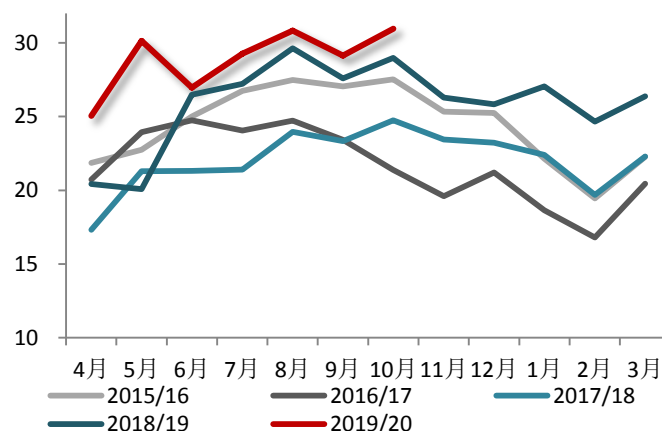
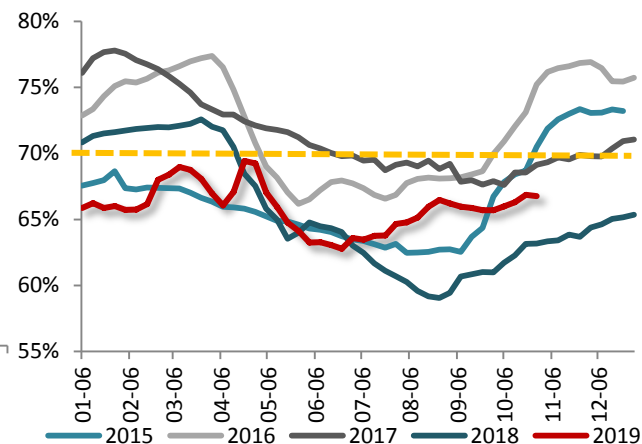


图 11: 巴西乙醇月度销量 (单位: 亿升)



来源: USDA, 东兴期货投资咨询部

图 12: 巴西醇油比 (单位: %)



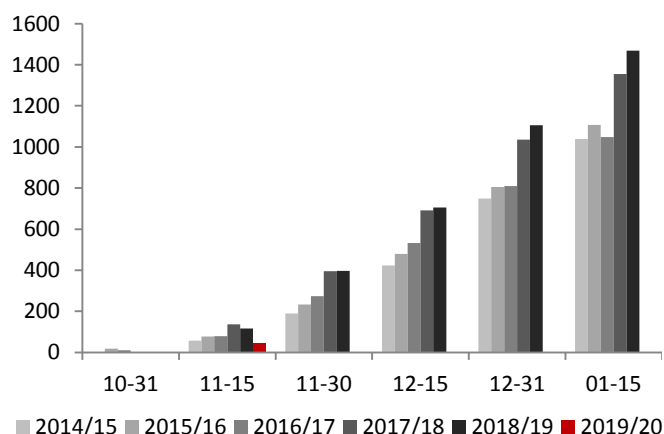
二、印度市场

根据 ISMA 的消息,受前期灾害天气的影响,印度 19/20 榨季糖料种植面积料下降约 30%,同时后期经历严重洪水灾害导致单产和含糖分也将降低。截止至 11 月 15 日,印度有 100 家糖厂开始运营,而去年同期已有 310 家糖厂开始压榨,目前新榨季伊始,印度仅产糖 48.5 万吨,对比去年同期的 116.3 万吨降幅达 60%,主要原因是最大产区马邦直到 11 月 22 日起才正式开榨,而去年同期当

地已经有 149 家糖厂开始运营并生产了 63.1 万吨的糖。除此以外，卡邦已产糖 14.3 万吨，去年同期为 36 万吨；北方邦已产糖 29.3 万吨，去年同期为 17.6 万吨。ISMA 表示 19/20 榨季印度糖产量将下降 21.5% 至 2600 万吨，尽管今年新作青黄不接，但是由于印度国内仍然有 1400 多万吨的库存（覆盖了印度国内至少 6 个月的需求）亟待消化，印度国内糖价并没有发生较大波动。

根据印度商务部的数据，印度 9 月出口食糖 27.46 万吨，至此，印度 18/19 榨季食糖出口量仅达到 361.91 万吨，距离 400 万吨的出口目标仍然有 40 万吨的差距。对于新一年度 600 万吨的出口目标，ISMA 表示，印度已经签署了 120 万吨的出口合约，20 万吨糖已经装船离开印度。目前印度低品质白糖集装箱 FOB 报价为 325 至 330 美元/吨，较泰国高品质白糖集装箱 FOB 报价低 20 美元/吨，以及相对于泰国的运距优势，更有利于吸引东非地区的买家。再加上印度卢比的突然贬值，利好印度出口，有助于加快糖厂蔗款的兑付。目前，印度糖厂仍有 400 亿卢比（折合 5.59 亿美元）未进行兑付。

图 13：印度食糖月度产量（单位：万吨）



来源：ISMA，东兴期货投资咨询部

图 14：印度食糖月度出口量（单位：万吨）

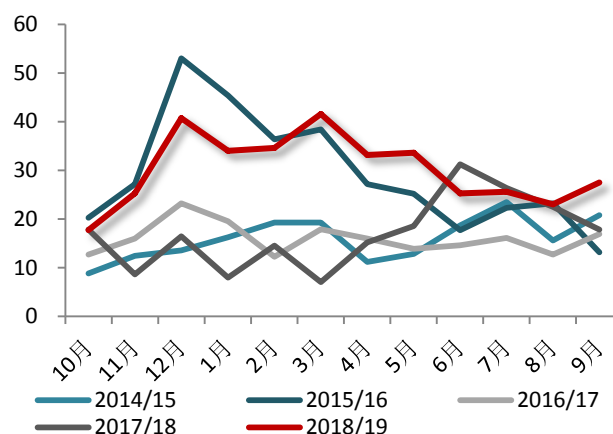


图 15: 印度食糖预期供需平衡表 (单位: 万吨)

	期初库存	产量	进口	需求	出口	缺口/过剩	期末库存	库销比
2014/15	822.7	2784.8	100	2600	192	184.8	915.46	35.21%
2015/16	857.5	2760.4	90	2650	349	110.4	708.67	26.74%
2016/17	708.67	2460.3	270	2650	192	-189.7	597.27	22.54%
2017/18	597.27	3103.7	207	2680	204	423.7	1024.06	38.21%
2018/19	1024.06	3295	120	2680	361	615	1398.06	52.17%
2019/20E	1398.06	2650	100	2700	400	-50	1048	38.82%
2020/21E	1048.06	2900	100	2700	500	200	848	31.41%

来源: USDA, 东兴期货投资咨询部

三、泰国市场

泰糖 10 月出口量又创近五个榨季历史新高, 单月食糖出口量达 91.38 万吨, 同比增长 9.7%。其中, 出口原糖 36.35 万吨, 同比减少 8.6%, 但出口精炼糖 48.15 万吨, 同比增长 22.7%。值得注意的是, 泰糖出口目的地更加分散, 从伦敦 8 月合约到期开始, 由于良好的价格优势, 泰国高品质白糖已经主导了印度洋地区的贸易流。10 月, 最大的买家印尼泰糖进口量降至 16.42 万吨, 去年同期为 27.64 万吨。除了中国、韩国、马来西亚和菲律宾等亚洲各国继续增加进口外, 苏丹、塞内加尔等非洲地区也加大了对泰糖的购买。2018 年西非进口泰糖不足 3 万吨, 但是在 2019 年 10 月之前这个数字已经达到 14.5 万吨, 取代了巴西和欧洲糖的位置。

图 16: 泰国食糖月度出口量 (单位: 万吨)

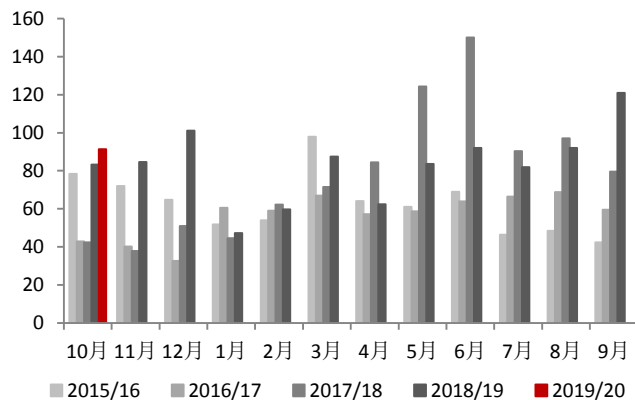
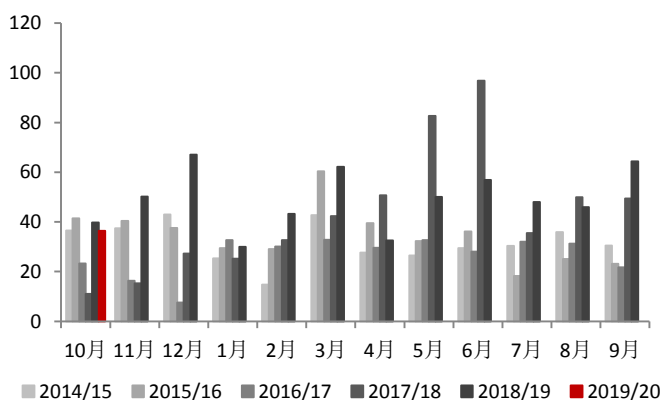
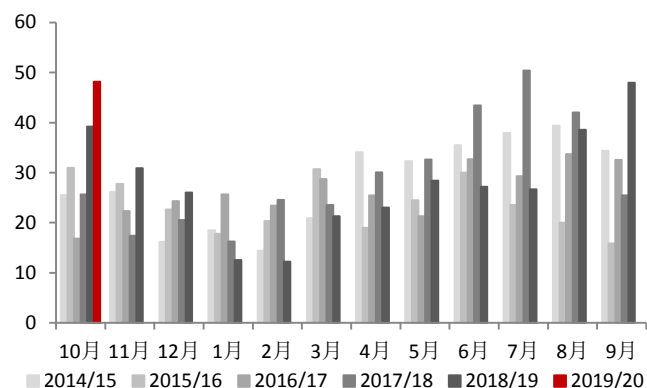


图 17: 泰国原糖月度出口量 (单位: 万吨)



来源: TSMC, 东兴期货投资咨询部

图 18：泰国精炼糖月度出口量（单位：万吨）



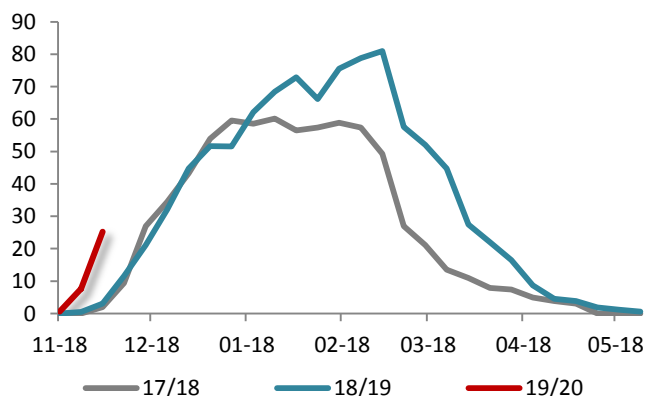
来源：TSMC，东兴期货投资咨询部

四、国内市场

根据海关总署的数据，10月中国食糖进口量依然居高不下，单月进口量达45万吨，基本符合我们的预期，主要进口来源国依次为泰国（17.24万吨）、巴西（9.4万吨）、澳大利亚（9.15万吨）。18/19榨季（11月至10月）中国累计进口食糖共计335万吨，同比增加28.85%。

截止至11月底，广西地区一半以上糖厂已经开榨，而北方甜菜糖压榨进度也已达到62.24%。根据天下粮仓的数据，11月南方甘蔗糖产区产糖33.58万吨，北方甜菜糖产区产糖48.39万吨，意味着全国月度产糖量将达到80万吨，我们对11月产销数据持中性略偏空的态度，随着新糖流入导致现货价格松动，白糖基差已经从600元/吨的高位修复至200元/吨。我们认为，12月后进入白糖备货旺季，有望一定程度上支撑糖价，但是中期来看，糖源阶段性供给压力依然大于去年同期，郑糖近月预计震荡偏空，运行区间下移至5450-5580元/吨。远月虽然政策不确定性较大，但整体供需面好于近月，在新一年度政策逐渐明朗后可以关注远月布局多单的机会。

图 19: 南方甘蔗糖周度产量 (单位: 万吨)



来源: Cofeed, wind, 东兴期货投资咨询部

图 20: 国内食糖月度进口量 (单位: 万吨)

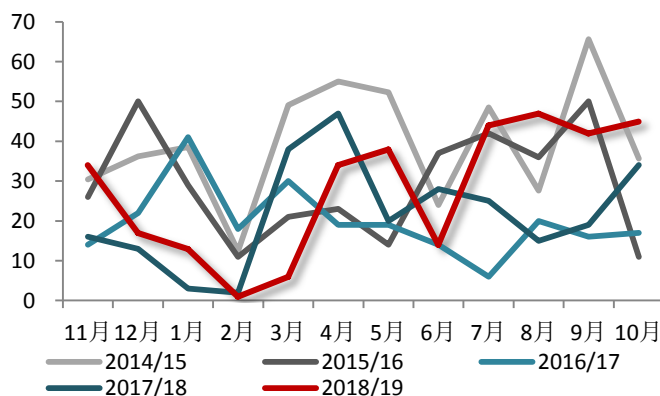
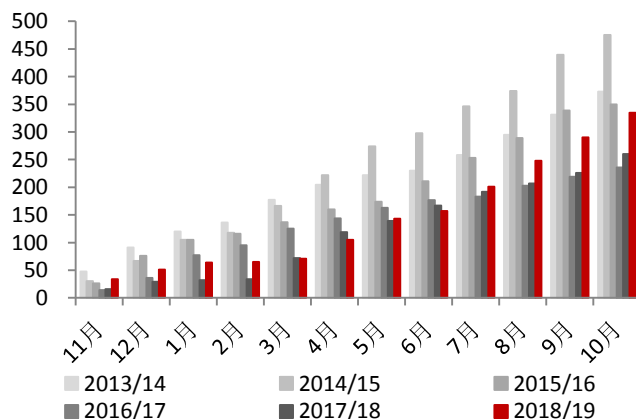


图 21: 国内食糖累计进口量 (单位: 万吨)



来源: Cofeed, wind, 东兴期货投资咨询部

图 22: 巴西糖进口利润 (单位: 元/吨)

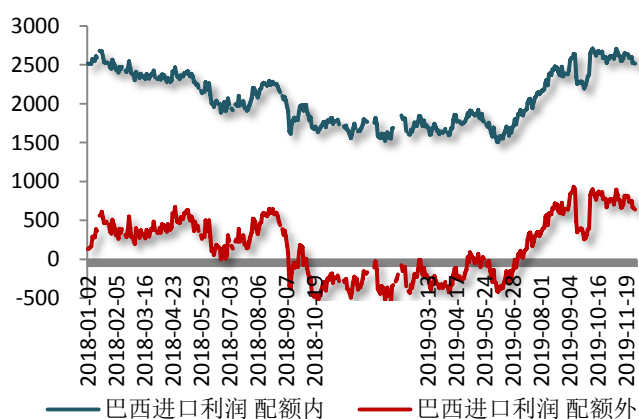
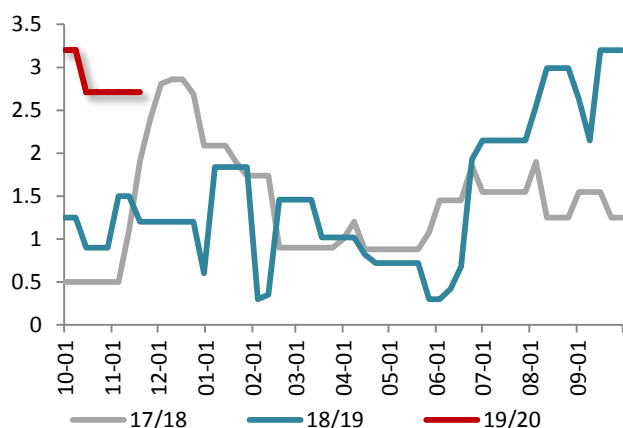


图 23: 国内加工糖周度产量 (单位: 万吨)



来源: Cofeed, wind, 东兴期货投资咨询部

图 24: 国内加工糖周度库存 (单位: 万吨)

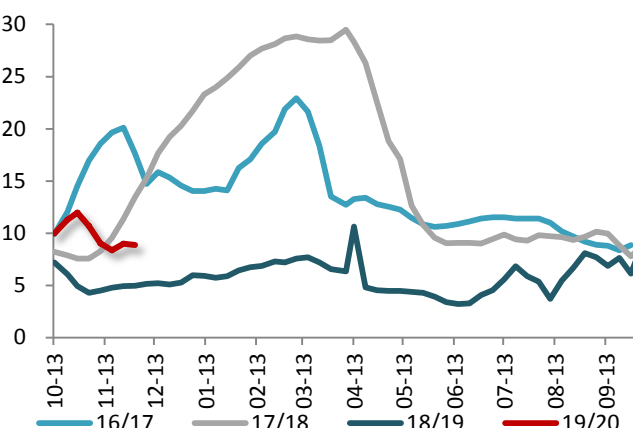
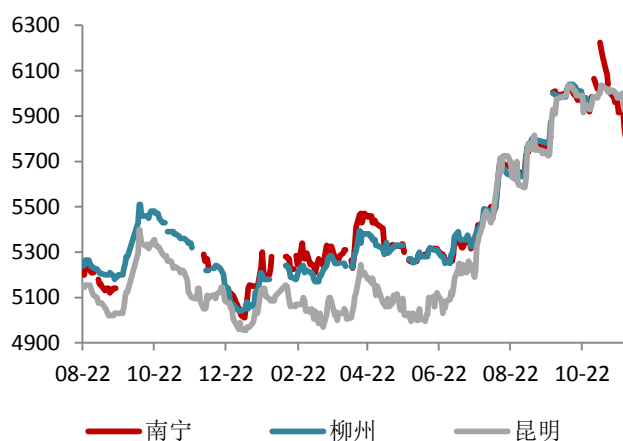
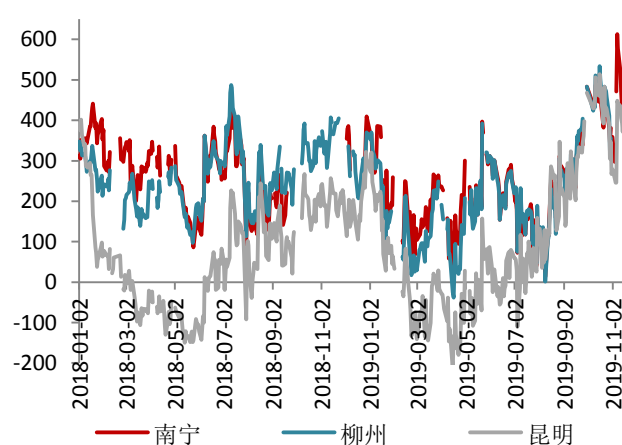


图 25: 产区现货价格走势 (单位: 元/吨)



来源: Cofeed, wind, 东兴期货投资咨询部

图 26: 产区基差 (单位: 元/吨)



免责声明: 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货投资咨询部所有。未获得东兴期货研发中心书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“东兴期货投资咨询部”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。