



2019 年 04 月

投资咨询部

徐菁

农产品研究员

期货执业证书编号 F3051551

xujing@dxqh.net

后疫情时代白糖专题研究报告

政策风险尚未落地，郑糖等待估值洼地显现

报告摘要

- **印度出口受阻，聚焦巴西 20/21 榨季制糖比。**新冠肺炎疫情对全球金融市场造成重创，全球宏观经济环境充满变数：能源前景黯淡，贸易受阻、需求下滑，雷亚尔大幅贬值，市场对于巴西高制糖比的预期不断升级。随着原糖价格在短短两周时间里迅速跌破印度食糖出口成本线，印度食糖出口前景急转直下。
- **内外联动下跌，三月食糖工业库存略低于预期。**二月产销报告显示全国工业库存高达 481 万吨，处于绝对历史高位。三月，产区现货报价跌幅不大，但是成交低迷却真实存在，期现价格双双下挫，在外盘助推下，远月合约一路跌破制糖成本线。尽管需求仍然疲弱，但是由于上半年以消化国产糖为主，加上 18/19 榨季的低结转，工业库存压力已经没有预期中严重。
- **宏观经济波动将继续主导糖市外盘行情，中期形势不容乐观。**一方面，原油及相关能源价格的前景尚未明朗。另一方面，美元兑雷亚尔仍然维持在 5 以上的高位，巴西制糖成本已降低至个位数。当前糖价下印度和泰国难以对外出口，廉价的巴西原糖将在很长一段时间内占据国际食糖贸易主流，直到贸易缺口再次出现抬升糖价至印度的出口平价。
- **预期郑糖估值洼地随库存状况好转后开始显现，但需求完全恢复及关税政策落地前应警惕行情反复。**新冠疫情尚未改变我国本榨季食糖低结转的基本面，在国际原糖前景尚未明朗的背景下，郑糖形成大级别反弹仍然需要进口及走私管控的配合。在外来糖源得以严格控制的情况下，内外传导机制将难以发挥作用（当前内外价差仍然在 1000 元/吨以上表明目前市场倾向于认为进口管控仍然有效），因此四至五将成为政策预期兑现以及考验市场信心的重要阶段。

一、行情回顾

截止至三月底，新冠肺炎疫情已经由最初的中、韩、伊、意四国蔓延至全球200个国家和地区，全球金融市场及经济体系遭遇重创：美股创下数次熔断的记录、新兴市场国家货币贬值、原油价格承压走低，国际糖市也未能幸免：供给端，在宏观经济及能源前景的悲观预期下，巴西20/21榨季制糖比预估不断升级；需求端，为了防止疫情境外输入及扩散，各个国家相继开始进行不同程度的边境及内部封锁，引发了市场对于因居家隔离导致的全球食糖需求下滑的担忧。ICE 纽约原糖主力从二月高点的15美分/磅一路下跌至10美分/磅一线，累计跌幅超过30%。截止至3月31日当周，CFTC持仓报告显示基金多头持仓从二月的33.8万手减少至19.3万手，基金空头持仓从12.2万手减少至10.6万手后又增至11.3万手，净多持仓从21.6万手已经减少至8.1万手，市场看空氛围仍然浓厚。

国内方面，1-2月进口量达26万吨，而去年同期仅14万吨，二月产销数据显示国内食糖库存达到481万吨的历史绝对高位水平。国内疫情虽然已经得以有效控制，但下游需求尚未恢复，三月产区成交量价双降。截止至4月初，郑糖5月合约环比下跌5.2%，在近月基差回归支撑下站稳5400元/吨一线；而9月合约由于关税下调影响的不确定性，受外盘拖累更加严重，月初最低跌破广西19/20榨季制糖成本价5300元/吨，环比下跌7.6%，5-9价差高达114元/吨。

诗人说四月最残忍，或许他没有体会过疫情下的三月。近期糖市内外联动下跌，基本已经吞噬了这半年来的全部涨幅，产业与投资者的信念正在遭到前所未有的冲击。本报告将着重分析在后疫情时代下，国内外糖市基本面可能发生的变化。

图 1: ICE 原糖 CFTC 基金持仓 (单位: 万手)

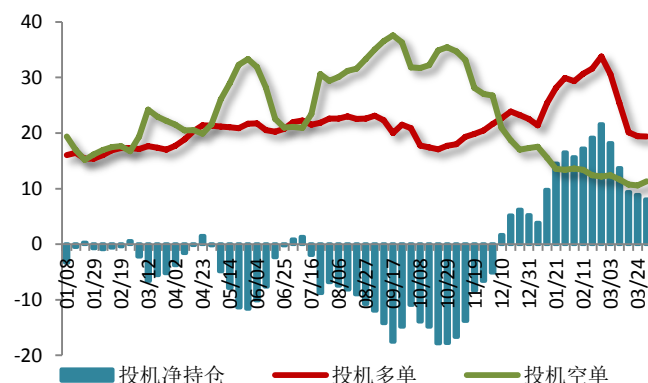
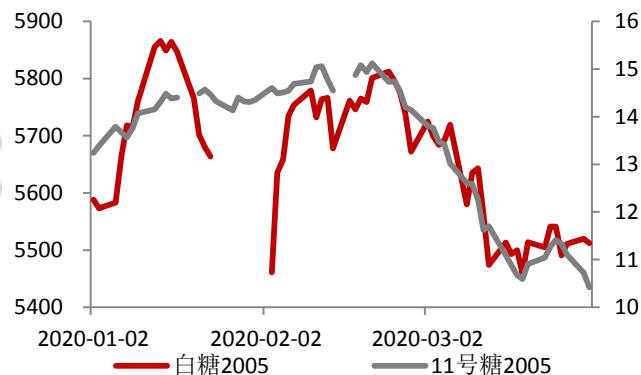


图 2: 纽约原糖和郑糖价格走势



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

二、国际市场：印度出口受阻，聚焦巴西 20/21 榨季制糖比

整体而言，国际糖市近期呈现出两大特点，一是近月强于远月，二是白糖强于原糖。短期来看，泰国超预期减产、印度食糖出口受阻导致全球短期内白糖供给大大减少，穆斯林斋月节前备货引发了白糖强劲需求，而白糖市场的紧缺又进一步刺激了精炼糖厂对原糖的进口需求。但中长期来看，全球宏观经济环境仍然充满变数，新冠肺炎疫情对全球金融市场造成重创，能源前景黯淡，贸易受阻、需求下滑，雷亚尔大幅贬值，巴西高制糖比的预期不断升级。因此，尽管纽约和伦敦市场本月均双双下挫，但原糖 5-7 价差始终保持升水状态，同时 5 月原白糖价差从二月底的 85 美元/吨激增 40% 至 120 美元/吨的高位。

图 3：原糖 5-7 月价差（单位：美分/磅）

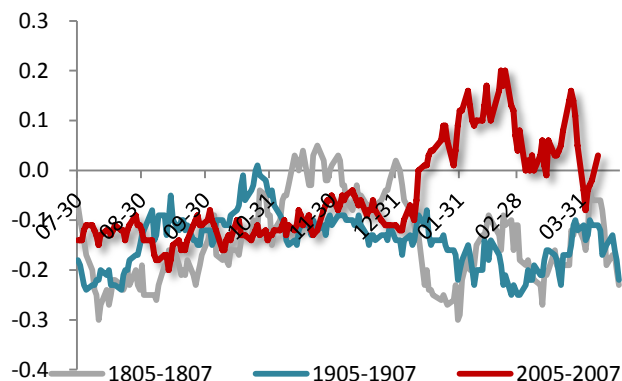
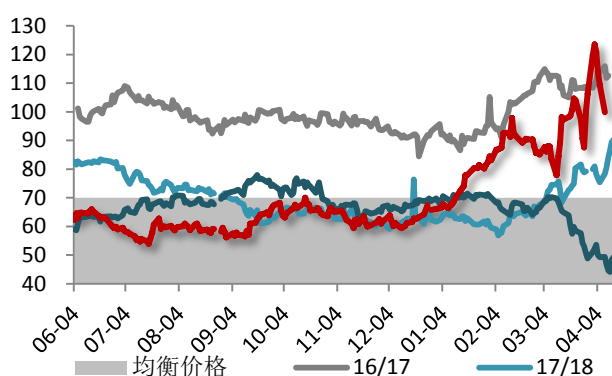


图 4：原白糖 5 月价差（美元/吨）



来源：Wind，东兴期货投资咨询部

2.1 巴西：油价及宏观因素施压，制糖比预期不断升级

沙特与俄罗斯的石油大战令全球能源前景雪上加霜，巴西汽油价格下跌导致乙醇/汽油比价走高。三月初，沙特组织的石油减产联盟破裂，起因是在新冠肺炎疫情可能对原油需求造成严重冲击的背景下，俄罗斯仍拒绝进行更大幅度的减产，而沙特的回应是掀起一场价格大战：在增产的同时以前所未有的折扣出售原油。此举引发了投资者对原油过剩危机的担忧，布伦特原油主力一路跌破 30 美元/桶，3 月累计跌幅达 47.3%，今年以来累计跌幅超过 55%。美国能源信息管理局 (EIA) 预测二季度原油均价为 37 美元/桶，今年平均价格为 43 美元/桶。受此影响，巴西石油公司 (Petrobras) 不得不大幅下调汽油及柴油价格，截止至 3 月 25 日当周已累计下调汽油价格 31.3%，乙醇/汽油价格比达到 72%，意味着乙醇已经失去了作为汽油替代品的价格优势。

图 5: 巴西乙醇/汽油消费者价格比

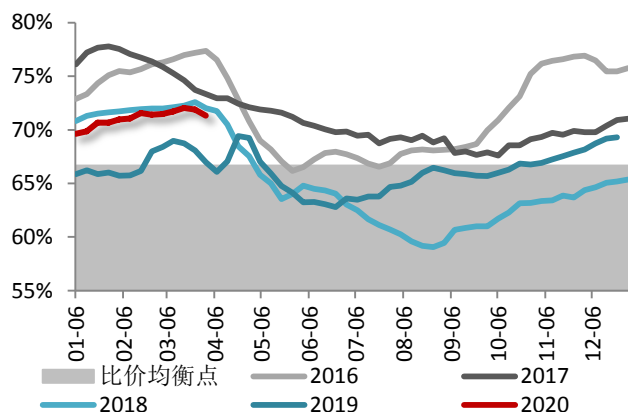
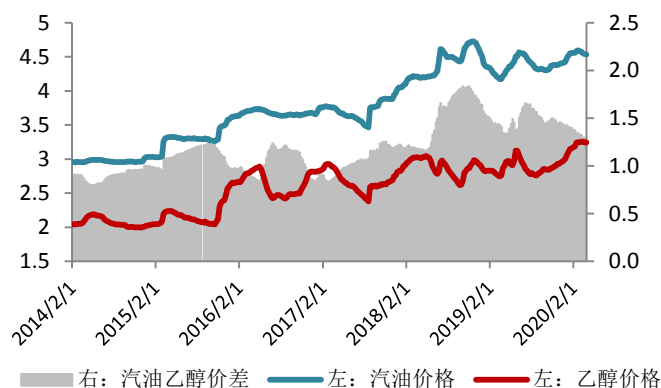


图 6: 巴西汽油-乙醇消费者价格差 (雷亚尔/升)



来源: ANP, 东兴期货投资咨询部 (注: 乙醇低于汽油价格三分之二时才有竞争力)

雷亚尔创纪录贬值, 乙醇折糖价对原糖价格开始出现贴水, 新榨季巴西高制糖比预期升级。一方面, 此轮疫情对新兴市场国家货币造成了不同程度的贬值压力, 而巴西成为受到影响最为严重的国家之一, 今年美元兑雷亚尔累计涨幅达30% (相对于美元兑泰铢上涨9.5%、美元兑印度卢比上涨5.8%)。另一方面, 受到油价下跌的拖累, 巴西含水乙醇的价格也加速下跌。3月底圣保罗含水乙醇的出厂价格自去年10月底以来首次跌破2雷亚尔至1.8748雷亚尔/升, 本周又再次下跌至1.582雷亚尔/升, 一个月内累计暴跌30%。我们计算当前乙醇折原糖价格已经跌至8.4美分/磅, 较当前原糖10.3美分/磅的价格贴水高达1.8美分/磅。

图 5: 以雷亚尔计算的吨糖价格

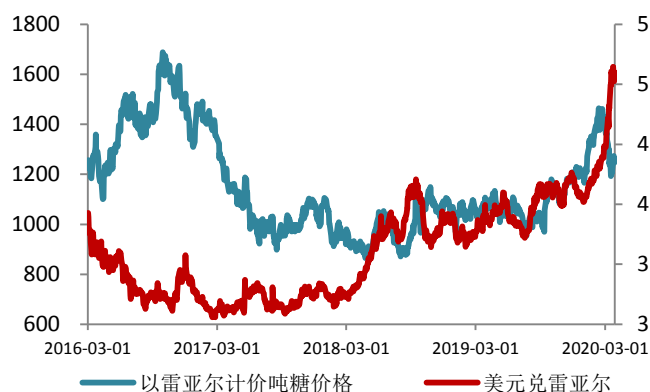
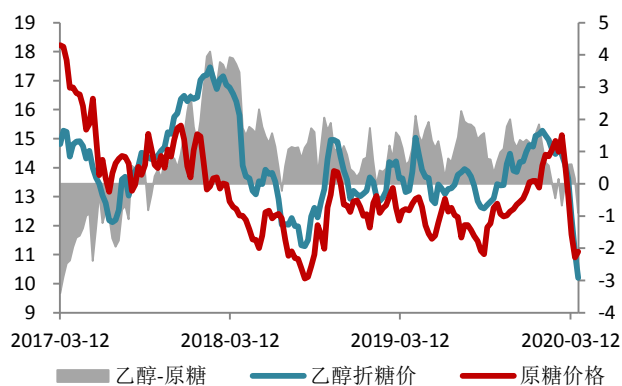


图 6: 乙醇-原糖比价 (单位: 美分/磅)



来源: Wind, CEPEA, 东兴期货投资咨询部

由于榨季初期巴西糖厂往往优先生产乙醇, 四月后随着乙醇库存恢复, 其价格将迎来季节性下跌, 中期乙醇折糖价维持低位可能会成为常态。在疲弱的雷亚尔与低迷的能源前景共同作用下, 巴西 20/21 榨季高制糖比的预期逐渐升

级。假设本榨季巴西甘蔗的 ATR 为 136.5，在不同制糖比和甘蔗产量的组合下，产糖量的变化范围是一个非常大的区间。我们以比较悲观的场景为例，巴西制糖比如果回到 17/18 榨季的 46.5% 的水平，即使甘蔗产量与 18/19 榨季持平，产糖量也将增加 1050 万吨，可供出口量将增加 780 万吨。天气模型显示，在未来半个月巴西中南部地区都将保持干燥晴朗的天气，这将有利于甘蔗糖分累积和后期顺利收割。

图 7：巴西双周制糖比（单位：%）

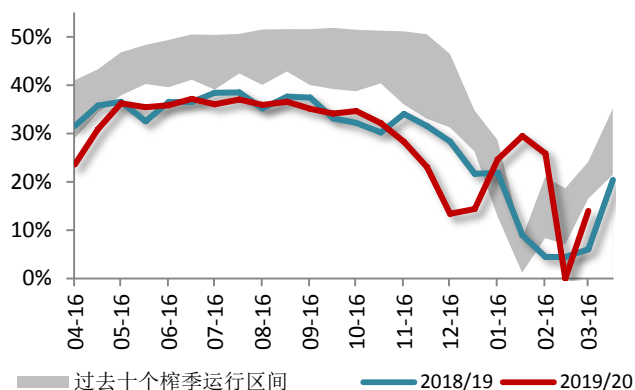
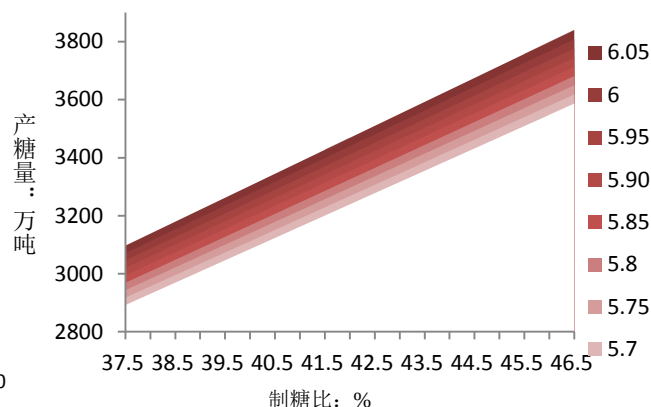
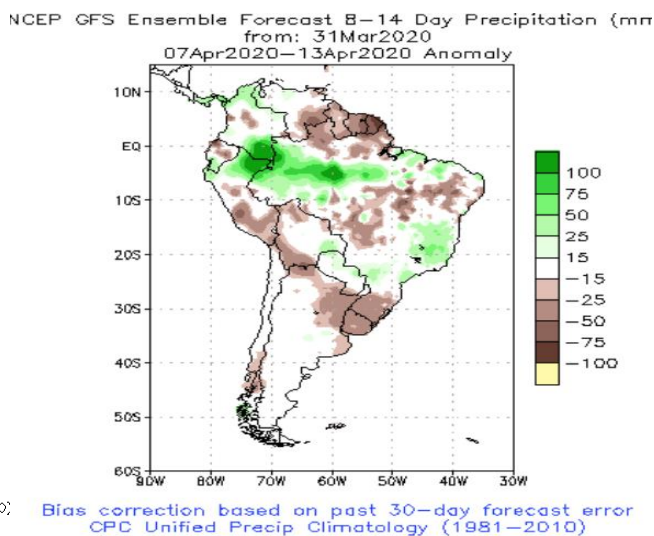
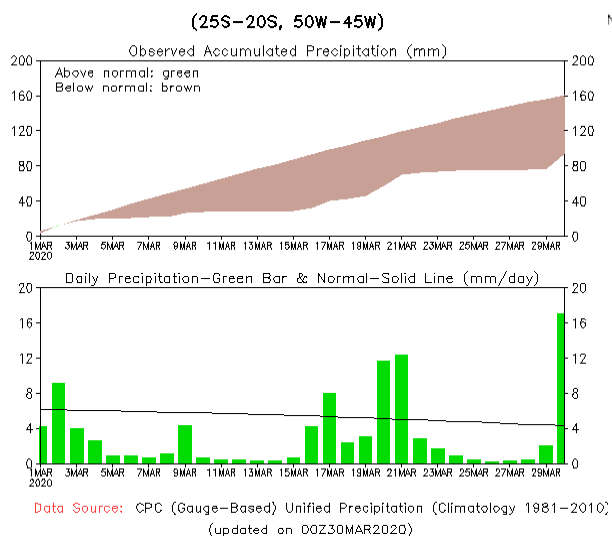


图 8：不同甘蔗产量与制糖比组合下的产糖量预估



来源：UNICA，东兴期货投资咨询部

图 9：巴西降水情况预测



来源：NOAA，东兴期货投资咨询部

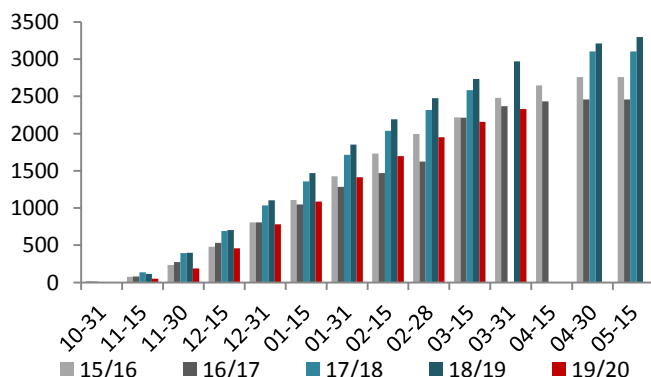
2.2 印度：出口前景急转直下，结转库存料继续维持高位

今年由于泰国超预期大幅减产，印尼下调了食糖进口色值标准，给予了印度向印尼出口的机会。然而，近期海外新冠疫情进入爆发高峰，为了防止境外疫情输入，印度总理突然宣布从 25 日开始在全国范围内实行为期 21 天的严格封锁隔离，居民严禁外出，道路交通关闭，随后所有港口宣布不可抗力，这意味着在封锁期内印度食糖将无法对外输送，市场对于印度 19/20 榨季出口量的预估已经从此前的 500 万吨下调至 400-450 万吨。目前印度已经签订了大约 360 至 380 万吨的出口合同，其中 300 万吨已经发运。

不过即使没有封城，随着原糖价格在短短两周时间里迅速跌破印度食糖出口成本线，印度食糖出口进度已经基本停滞。虽然印度卢比大幅贬值在一定程度上有利于降低其出口成本，但由于贬值幅度远小于国际原糖下跌幅度，除非印度后期继续加大出口补贴力度，否则情况仍不乐观。去年年底至今印度卢比兑美元贬值了 5.8%，补贴后的食糖最低出厂价从 13.1 美分/磅下跌至 12.3 美分/磅，而目前国际原糖价格在 10.5 美分/磅左右。

截止至 3 月底，印度 19/20 榨季累计产糖 2327.4 万吨，较去年同期减少 21.6%。封锁期间当地政府保证了糖厂石灰、硫磺、磷酸等原料的有效供应，因此目前没有糖厂因为疫情而停止运营。预计印度 19/20 榨季食糖产量预估 2650 万吨不会受到影响，期末库存将继续维持在 1000 万吨以上。

图 10：印度食糖累计产糖量（单位：万吨）



来源：ISMA，东兴期货投资咨询部

图 11：印度食糖月度出口量（单位：万吨）

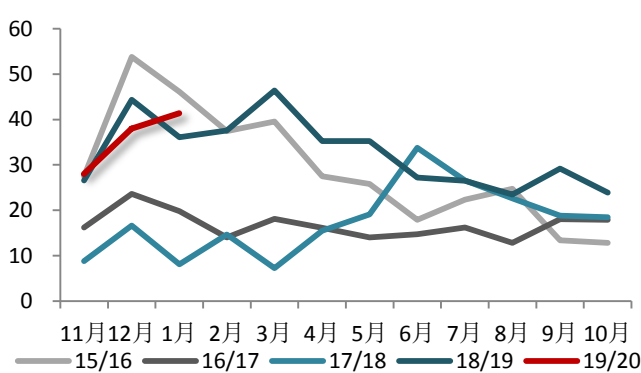
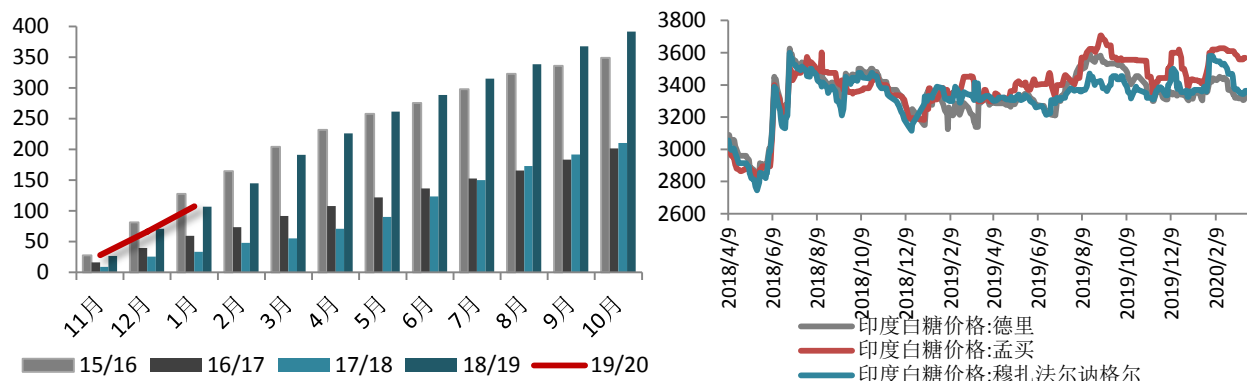


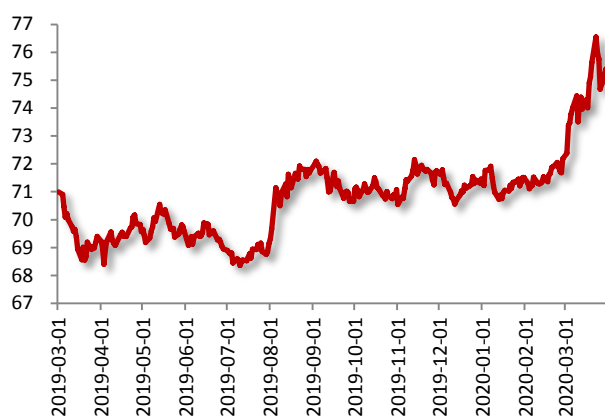
图 12：印度食糖累计出口量（单位：万吨）

图 13：印度白糖现货价格（单位：卢比/百公斤）



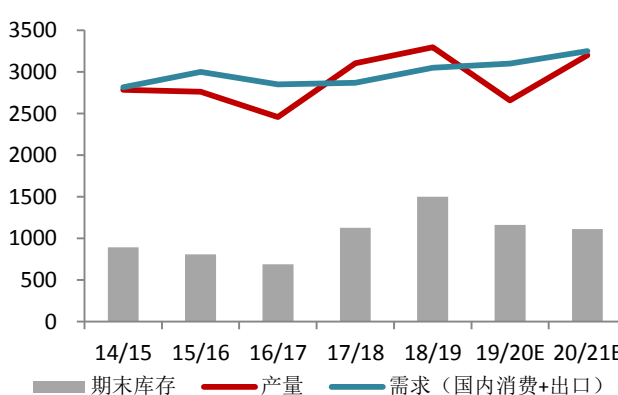
来源：ISMA，东兴期货投资咨询部

图 14：美元兑印度卢比价格走势



来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 15：印度食糖月度出口量（单位：万吨）



2.3 泰国：超预期减产引发白糖市场短期供给紧张

受干旱导致甘蔗短缺的影响，泰国 19/20 榨季仅产糖 827 万吨，较上一榨季降幅达 43%，为近十个榨季最低水平。由于减产幅度过大，预计本榨季泰国食糖出口数量也将受到影响。19 年 11 月至 20 年 1 月期间，泰国累计出口食糖 262.3 万吨，同比增加 12.6%。其中累计出口原糖 137.8 万吨，同比减少 6.4%；累计出口精炼糖 109.6 万吨，同比增加 57.7%。二至三月的出口数据始终未进行更新，因此我们无从得知近期泰糖具体的出口情况。但是泰糖的减产确实引发了白糖市场供应紧张的预期，从 1 月下旬开始，泰国白糖升贴水便一路水涨船高，在与印度糖的出口竞争中逐渐开始处于价格劣势。

20/21 榨季泰国进一步控制火烧蔗占甘蔗压榨总量的比例或将进一步提高蔗农种植成本。泰国政府于去年正式规定糖厂收购火烧蔗的比例不得超过 60%，18/19 榨季火烧蔗的比例从 66.5%降至 61.5%，19/20 榨季已降至 49.5%，按照计划新一

榨季将进一步将火烧蔗的比例控制到 20% 以下，这意味着农民将需要投入更多人力保证新鲜甘蔗的收割。19/20 榨季泰国甘蔗最低收购价格为 750 泰铢/吨，按照 11.05% 的出糖率计算，最终平均收购价格大约为 850 泰铢/吨（基金补贴后），虽然较 18/19 年的历史低点提高了约 100 泰铢/吨，但仍低于农民平均生产成本。未来随着人工投入的增加，蔗农的生产成本将进一步提升，后续可关注泰国是否会为鼓励蔗农而出台拉大新鲜蔗与火烧蔗收购价差的政策。

图 16：泰国食糖双周产量（单位：万吨）

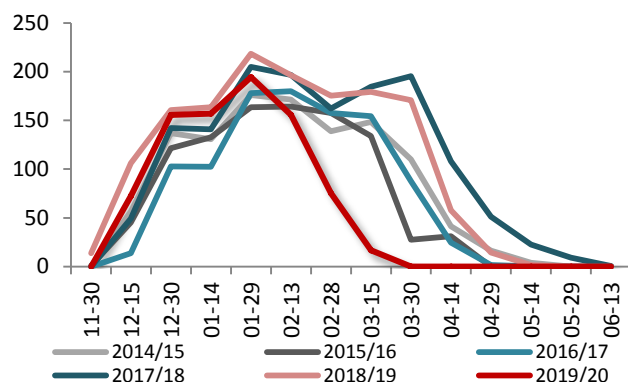
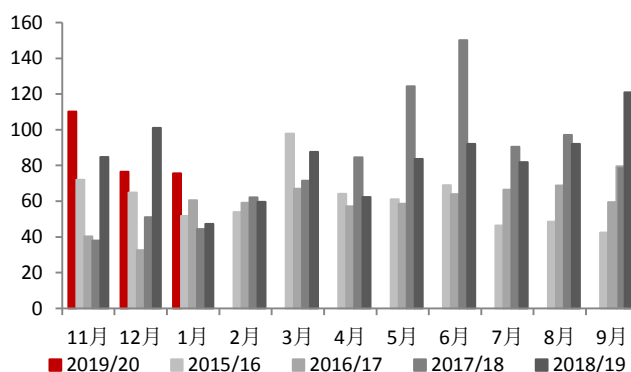
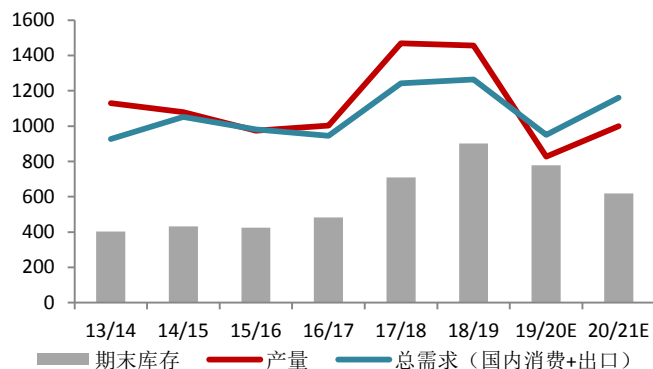


图 17：泰国食糖月度出口量（单位：万吨）



来源：ISMA，东兴期货投资咨询部

图 18：泰国食糖供需平衡情况预估（单位：万吨）



来源：ISMA，东兴期货投资咨询部

三、国内市场：内外联动下跌，三月食糖工业库存略低于预期

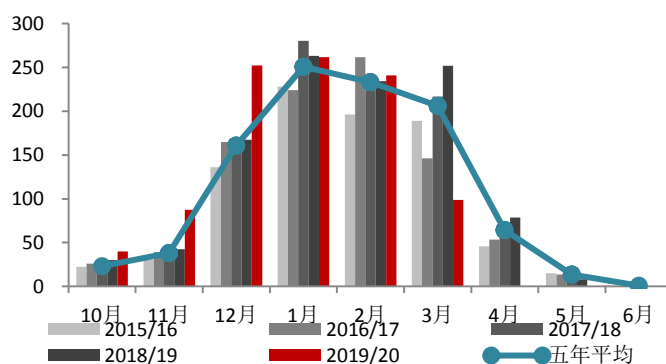
国内方面，在二月的专题报告《库存高峰期关注现货价投及价格波动情况》中我们强调：随着近期国内疫情逐渐得到有效控制，各地物流有序恢复，短期成交量有所回暖有助于提振盘面，但中期国内仍然处于阶段性的消费淡季，叠加疫情对餐饮行业的打击以及学校延迟开学等因素，物流的恢复并不简单等同于需求

的恢复，接下来的两个月里现货价格能否顶住压力将成为影响市场情绪的重要指标。

这一观点在近期得到了有效的印证：二月，中糖协产销数据显示，全国单月销糖 81.64 万吨，同比减少 15.7%，环比减少 33.2%；全国工业库存高达 481 万吨，同比增加 20.3%，环比增加 49.6%，处于绝对历史高位。三月，产区周度成交量连续四周下滑，平均成交价格从 5790 元/吨下跌 2.8% 至 5625 元/吨。现货报价跌幅不算很大，但是成交低迷却真实存在，期现价格双双下挫，在外盘助推下，远月合约一路跌破制糖成本线。

进口方面，去年 10 月至今年 2 月，全国累计进口食糖 110.4 万吨，较去年同期增加 11.2%。随着原糖价格大幅下跌，加工糖厂报价已经跌破 6000 元/吨，但大部分加工糖厂尚未满负荷开机，因此并未对糖市供需形成明显冲击。当前，除了云南产区，其余全国各地均已经完成压榨。近期的产销数据显示，三月全国食糖产量同比、环比均大幅下滑，单月食糖产量仅 98.6 万吨；单月食糖销量 75.2 万吨，环比减少 7.9%，同比减少 46.2%；工业库存 504.2 万吨，环比增加 4.9%，同比略增 4 万吨。尽管需求仍然疲弱，但是由于上半年以消化国产糖为主，加上 18/19 榨季的低结转，三月工业库存压力已经没有预期中严重。

图 18：全国食糖单月产量（单位：万吨）



来源：中糖协，东兴期货投资咨询部

图 19：全国食糖单月销量（单位：万吨）

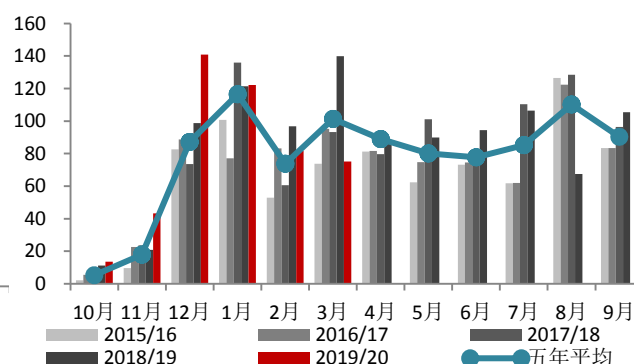
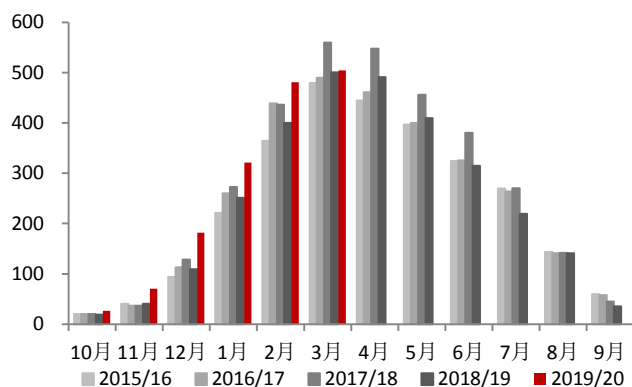


图 20：全国食糖工业库存（单位：万吨）

图 21：国内食糖月度进口量（单位：万吨）



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

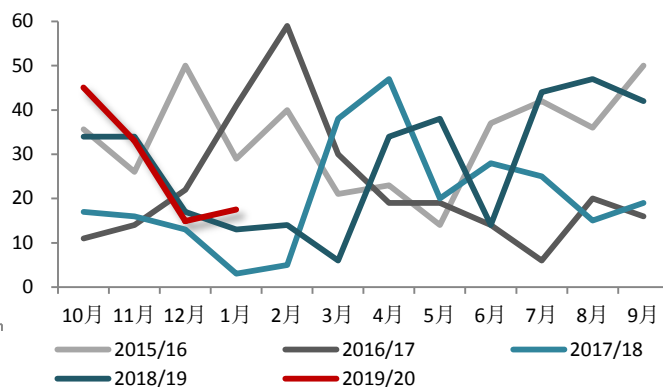
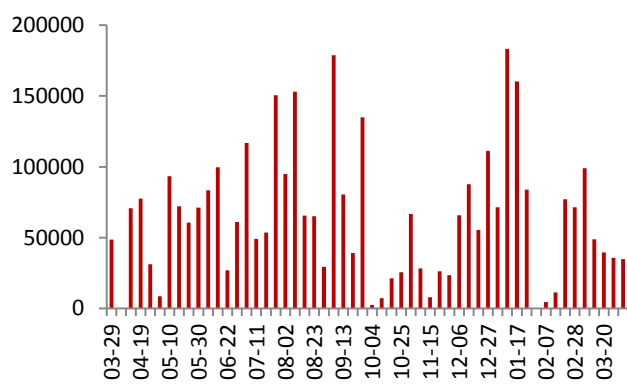


图 22: 广西云南周度成交量 (单位: 吨)



来源: Wind, cofeed, 东兴期货投资咨询部

图 23: 国内产区现货价格走势 (单位: 元/吨)

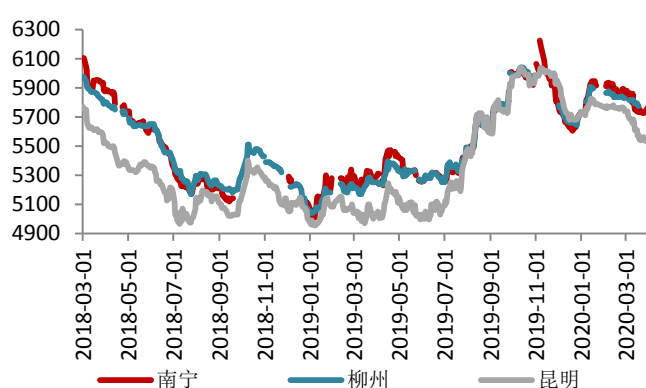
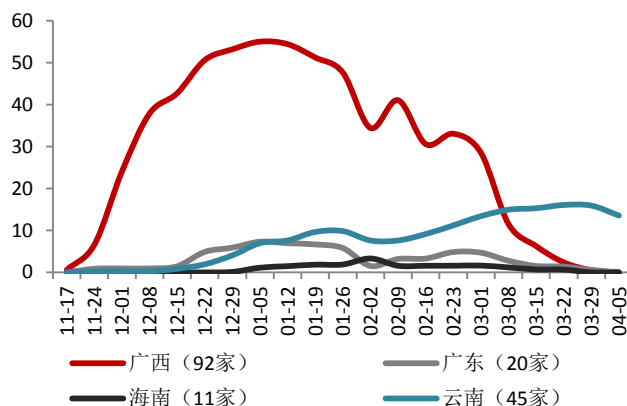
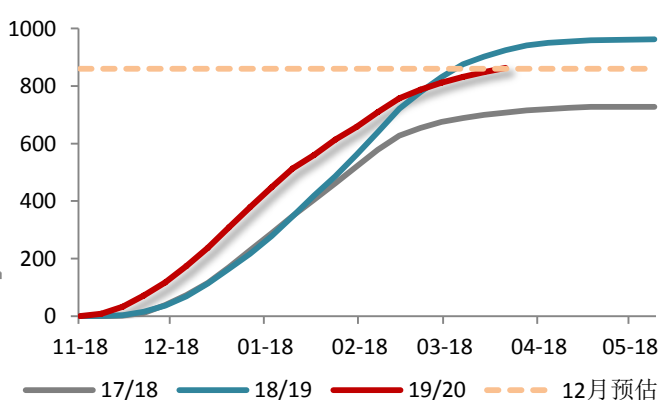


图 24: 南方产区 19/20 榨季周度产量 (单位: 万吨)



来源: cofeed, 东兴期货投资咨询部

图 25: 南方产区食糖周度累计产量 (单位: 万吨)



四、总结

首先，宏观经济波动将继续主导糖市外盘行情，中期形势不容乐观。一方面，

即使原油主产国达成一致进行减产，原油行业依然面临着疫情带来的需求不确定性，原油及相关能源价格的前景尚未明朗。另一方面，巴西汇率是一个制约糖价高度十分重要的因素。新兴市场是此次疫情冲击中最薄弱的一环，目前美元兑雷亚尔仍然维持在 5 以上的高位，巴西制糖成本已降低至个位数。由于当前糖价下印度和泰国难以对外出口，廉价的巴西原糖将在很长一段时间内占据国际食糖贸易主流，直到贸易缺口再次出现抬升糖价至印度的出口平价（前文中计算大约在 12.3 美分/磅），这一情况有可能会因为巴西异常天气或者是疫情引发港口物流受阻提前发生，应给予持续关注，

其次，预期国内糖市估值洼地伴随库存状况好转后开始显现，但在需求完全恢复及关税政策落地前应当警惕行情反复。四月之后，随着食糖生产基本结束，下游大部分企业复工复产，制糖集团销售压力减小，未来工业库存环比与同比均将出现明显好转，郑糖价格底部逐渐明确。但是，食糖进口及关税政策始终是悬在糖市上方的达摩克利斯之剑，在尚未落地前将持续对糖价造成扰动。五月关税下调后，以当前的国际糖价和国内的现货价格计算，边际进口利润将达到 1500 元/吨以上，远月贴水维持高位已经表明了市场预期未来低价进口糖冲击市场的悲观情绪。

总而言之，消费与需求也许会迟到，但永远不会缺席。从全年的视角来看，新冠肺炎疫情未改变我国本榨季食糖低结转的基本面，但在国际原糖前景尚未明朗的背景下，郑糖形成大级别反弹仍需要进口及走私管控的配合。国内糖市经过几个榨季的去库存，基本面明显强于海外，后期应重点关注国家的进口政策实施情况。在外来糖源得以严格控制的情况下，内外传导机制将难以发挥作用（当前内外价差仍然在 1000 元/吨以上表明目前市场倾向于认为进口管控仍然有效），因此，四至五月将成为政策预期兑现以及考验市场信心的重要阶段。

图 25：食糖配额外进口成本及利润（单位：元/吨）

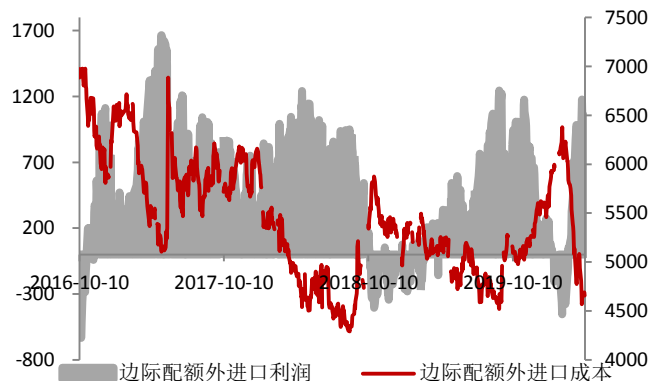
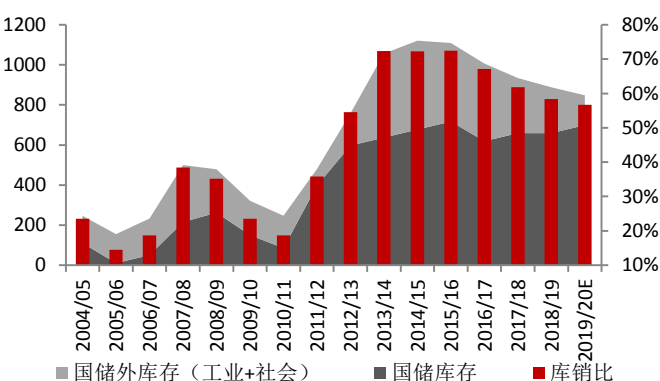


图 26：我国食糖库存分布情况及库销比预估



来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图 27：郑糖 5-9 价差（单位：元/吨）

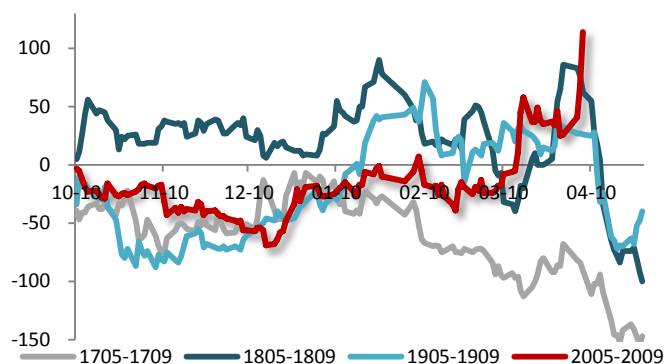
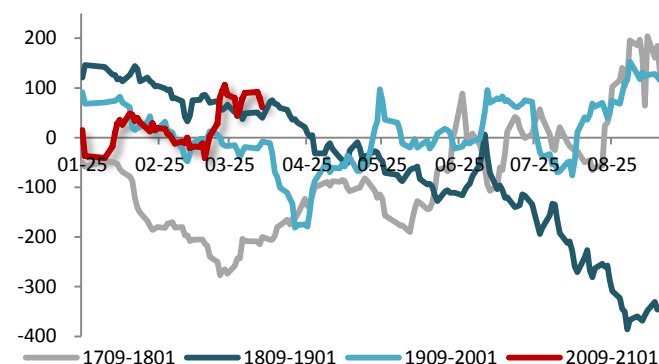


图 28：郑糖 9-1 价差（单位：元/吨）



来源：Wind，东兴期货投资咨询部

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。