

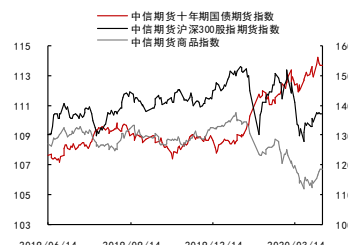
油价上涨 VS 进口压力，糖市走向如何抉择？

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

报告要点

我们认为随着油价的回升，原油对白糖、油脂等品种的影响将由利空逐步转向利多；巴西疫情好转前食糖生产比例预计维持高位，而巴西糖产量和出口的增加使得原糖价格回升弱于原油；短期郑糖有原油、原糖价格反弹的提振，但进口压力或将限制郑糖的反弹空间，近期关注郑糖上方 5100-5200 阻力有效性，后期以回调做多为主。



摘要：

低油价和产油国减产协议的执行使得原油产量进入实质性减产阶段，EIA 数据显示截止 5 月 15 日当周美国原油产量为 1150 万桶/日，周度环比下降 10 万桶/日，较 3 月高点 1310 万桶/日累计减少 160 万桶/日，又随着欧美经济重启，全球原油供需边际收紧，油价重心逐步回升，原油对白糖、油脂等品种的影响将由利空逐步转向利多。

受疫情影响，巴西能源消费明显下降，今年 3 月巴西乙醇消耗和汽油消耗分别同比下降 15%和 13%左右。在能源需求下降背景下，企业亦会转向生产食糖，进而导致 20/21 年度巴西食糖生产占比大幅提升，截止 5 月 1 日，巴西中南部食糖累计产量达 298.33 万吨，同比增加 118.83%，巴西食糖产量占比达 43.78%，去年同期为 28.66%；另外，雷亚尔的持续贬值也利于巴西糖出口。在巴西糖产量和出口增加的影响下，近期原糖回升的脚步要明显落后于油价。

进口糖保护措施到期后，配额外进口糖的关税将由 85%下降至 50%，而较大内外价差及严格的疫情防控措施下，进口糖浆成为今年以来冲击国内糖市的主要形式，但随着郑糖价格的下跌，原油、原糖及进口压力等利空情绪已有比较充分释放，且目前郑糖价格大幅低于国内食糖生产成本，随着油价及原糖价格的回升，郑糖价格也存在向上修复的需要。

综上分析，随着原油供需的改善，油价重心逐步抬升，原油对糖市的影响逐步由利空转向利多，而由于巴西疫情防控的影响，近期巴西能源消费明显下降，这使得巴西糖生产比例维持高位，进而导致原糖反弹幅度小于原油。若后期原油价格持续上涨、巴西疫情出现好转，巴西食糖生产比例或将下降，届时原糖或迎来趋势性的上涨行情。郑糖方面，原油及原糖价格的反弹利多郑糖市场，但配额外进口关税的下调及较大进口利润或将继续压制糖价。因此，短期郑糖有原油、原糖价格反弹的提振，但进口压力或将限制郑糖的反弹空间，近期关注郑糖上方 5100-5200 阻力有效性，后期以回调做多为主。

商品策略团队：

刘高超
010-57762988
从业资格号 F3011329
投资咨询号 Z0012689

许俐
0755-83212745
从业资格号：F0271452
投资咨询号：Z0012283

联系人：
唐运
010-58135957
从业资格号：F1024390

目录

摘要：.....	1
一、产油国进入实质减产阶段，油价逐步回升.....	3
二、巴西疫情仍在冲击能源消费，近期食糖生产比例预计维持高位.....	4
三、国内进口压力较大，技术与成本支撑较强.....	6
免责声明.....	7

图目录

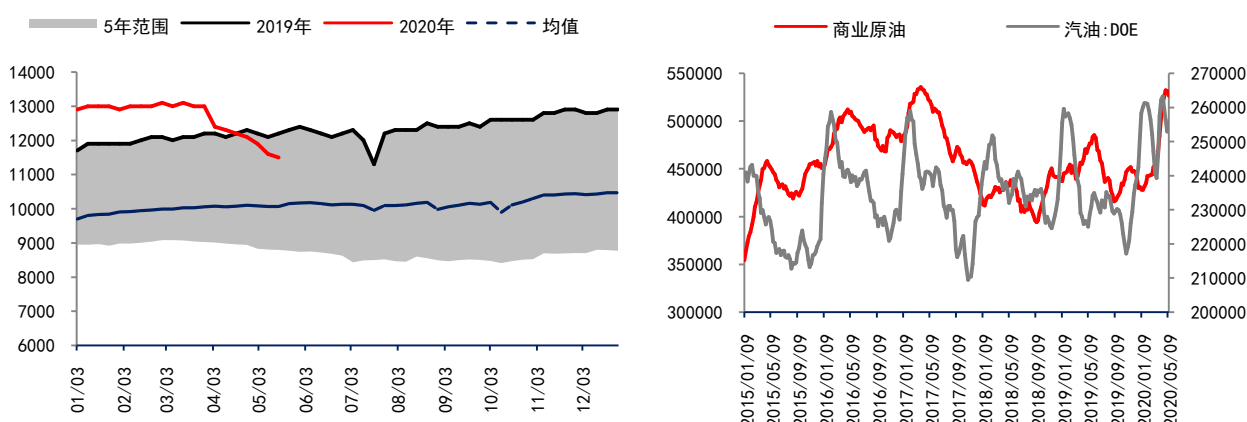
图表 1：美国原油产量、商业库存和汽油库存量；.....	3
图表 2：美国油品消费量和汽油消费量；.....	4
图表 3：美国航空煤油消费量，美国柴油和燃料油消费量；.....	4
图表 4：巴西新冠疫情和乙醇消费量；.....	5
图表 5：巴西汽油消耗量，巴西食糖生产量；.....	5
图表 6：雷亚尔与原糖价格走势，巴西中南部食糖生产情况；.....	5
图表 7：食糖配额外内外价差，我国糖浆进口量；.....	6

一、产油国进入实质减产阶段，油价逐步回升

进入5月，主要产油国进入减产协议执行阶段，全球原油产量逐步下降，原油供需边际向好，油价逐步企稳。从美国原油供需情况看，EIA 数据显示截止5月15日当周美国原油产量为1150万桶/日，周度环比下降10万桶/日，低油价及减产协议的执行使得美国原油产量自3月1310万桶/日的高点已累计减少160万桶/日；消费方面，随着美国重启经济，美国油品消费逐步回升，其中柴油和燃料油消费回升速度较快，表明美国工业生产活动恢复迅速；汽油消费也得到持续回升，预示着美国居民短途出行在增加；但航空煤油消费仍处较低水平，表明美国居民长途出行仍然较少。EIA 数据显示，截止5月15日当周美国油品消费量回升至1658.6万桶/日，环比下降1.36%（较4月初的低点回升20.21%），同比减少15.59%；其中柴油和燃料油消费量回升至366.8万桶/日，环比减少3.93%（较4月低点回升33.04%），同比-3.14%；汽油消费量回升至679万桶/日，环比减少8.22%（较4月低点回升33.64%），同比减少27.99%；航空煤油消费量回升至63.4万桶/日，环比增加80.11%（仍处4月以来的较低水平），同比减少58.78%。总体来看，美国经济活动在逐步恢复，工业生产恢复较快，居民短途出行在增加，而长途出行仍然较少，美国油品总消费在逐步回升。此外，欧洲多国重启商业活动，全球油品消费逐步增加，油价重心大概率将逐步上移，但上行的空间将取决于消费的恢复程度及产油国减产的力度。从原油价格结构看，4月近月合约的深度贴水已得到快速修复，远期合约维持 contango 结构，市场对油价远期走势仍保持乐观态度，但目前原油库存仍然较高，近月合约仍需警惕临近交割时的下跌风险。

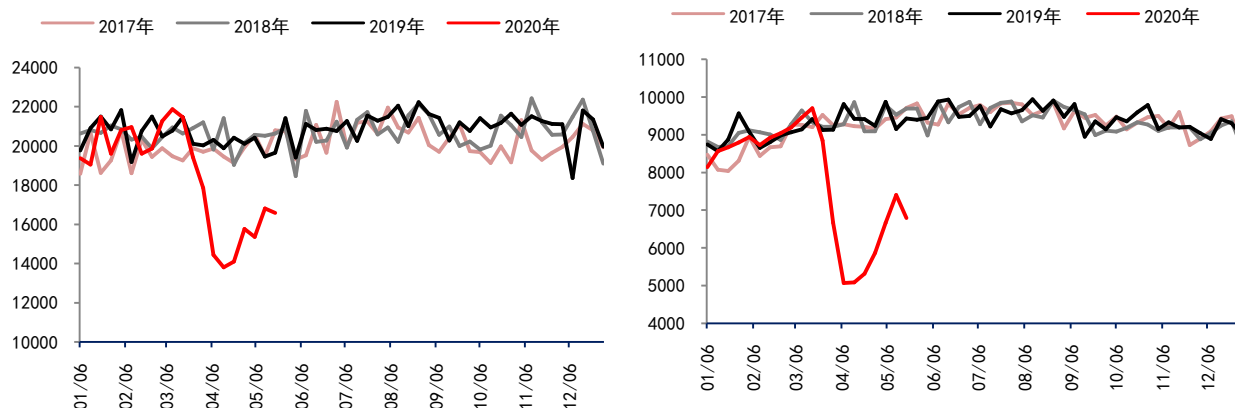
尽管目前原油绝对价格水平仍然较低，当前的油价很难驱动生物柴油和燃料乙醇消费的增加，但原油对油脂、白糖等商品的利空影响正在减弱。若后期油价持续上涨，全球生物燃料的消费预期或将改善。

图表 1：美国原油产量、商业库存和汽油库存量；



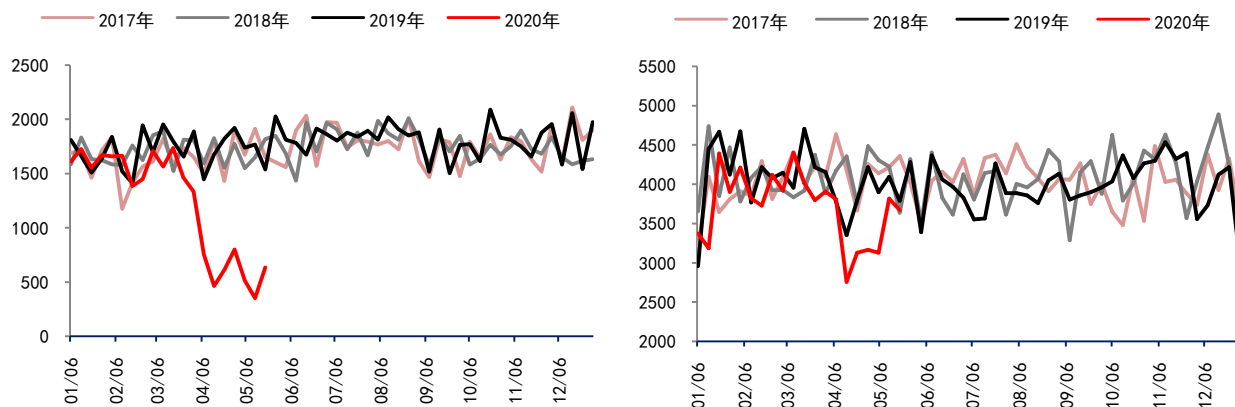
资料来源：EIA 中信期货研究部

图表 2：美国油品消费量和汽油消费量；



资料来源：EIA 中信期货研究部

图表 3：美国航空煤油消费量，美国柴油和燃料油消费量；



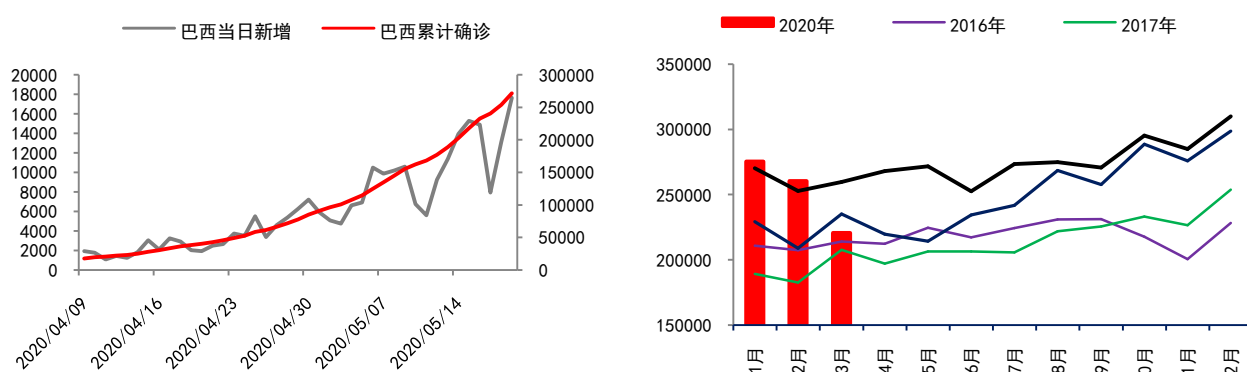
资料来源：EIA 中信期货研究部

二、巴西疫情仍在冲击能源消费，近期食糖生产比例预计维持高位

目前巴西新冠疫情仍处于快速蔓延期，在疫情防控措施影响下，巴西能源消费明显下降，受此影响巴西企业也会被迫选择生产食糖。截止 5 月 19 日，巴西当日新冠肺炎确诊病例为 17665 例，累计确诊已达 271885 例，巴西日增和累计确诊病例数均创历史新高，巴西疫情防控形势仍较严峻，在疫情防控下居民外出减少，能源消费下降明显。UNICA 数据显示，3 月份巴西乙醇消耗 22.06 亿升，环比减少 15.32%，同比下降 15.02%；汽油消耗 46.66 亿升，环比下降 12.55%，同比减少 13.34%。在能源消费下降的背景下，企业为了生存亦会增加食糖生产比例，UNICA 数据显示截至 5 月 1 日，2020/21 年度巴西中南部食糖累计产量达 298.33 万吨，同比 118.83%，巴西食糖产量占比达 43.78%，去年同期为 28.66%；乙醇产量占比为 56.22%，去年同期为 71.34%。因此，即使近期原油价格反弹，但在疫情冲击下巴西国内能源消费下降，巴西食糖生产比例仍将会维持在较高水平。另

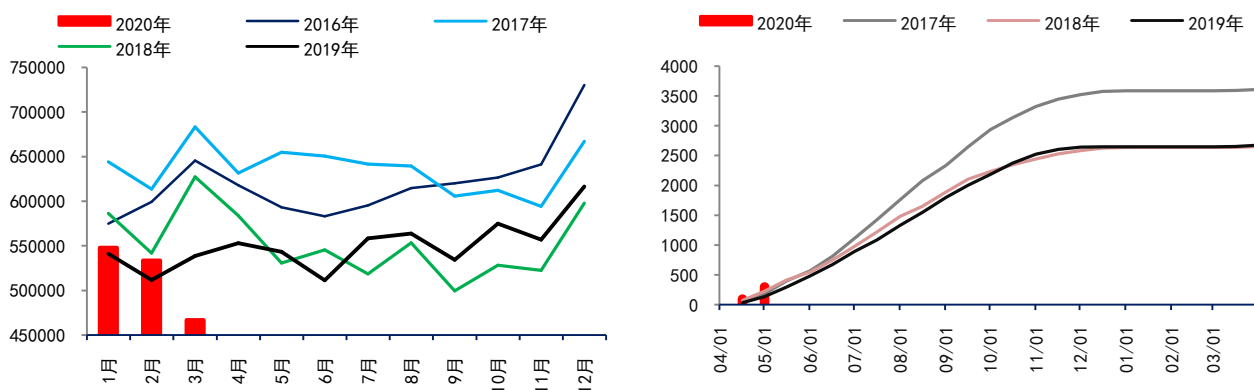
外，市场担忧疫情下巴西经济将会大幅衰退，近期雷亚尔持续贬值，巴西食糖出口较上年同期明显增加。UNICA 数据显示今年 1-4 月巴西食糖累计出口 558.27 万吨，同比增加 26.73%，巴西食糖产量和出口的增加对原糖压制明显，这也是近期原油价格持续反弹，而原糖跟随脚步放慢的主要原因。

图表 4：巴西新冠疫情和乙醇消费量；



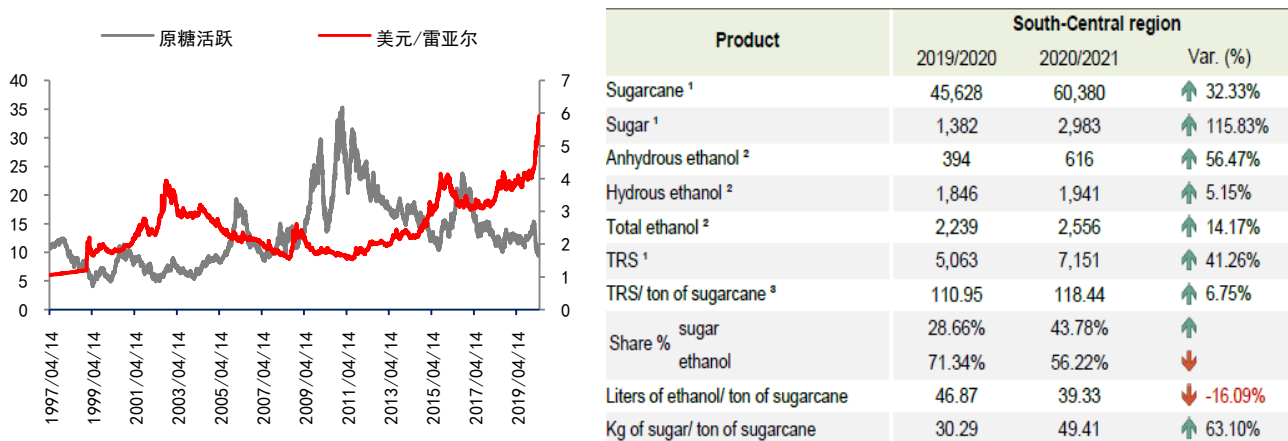
资料来源：Wind UNICA 中信期货研究部

图表 5：巴西汽油消耗量，巴西食糖生产量；



资料来源：Wind UNICA 中信期货研究部

图表 6：雷亚尔与原糖价格走势，巴西中南部食糖生产情况；



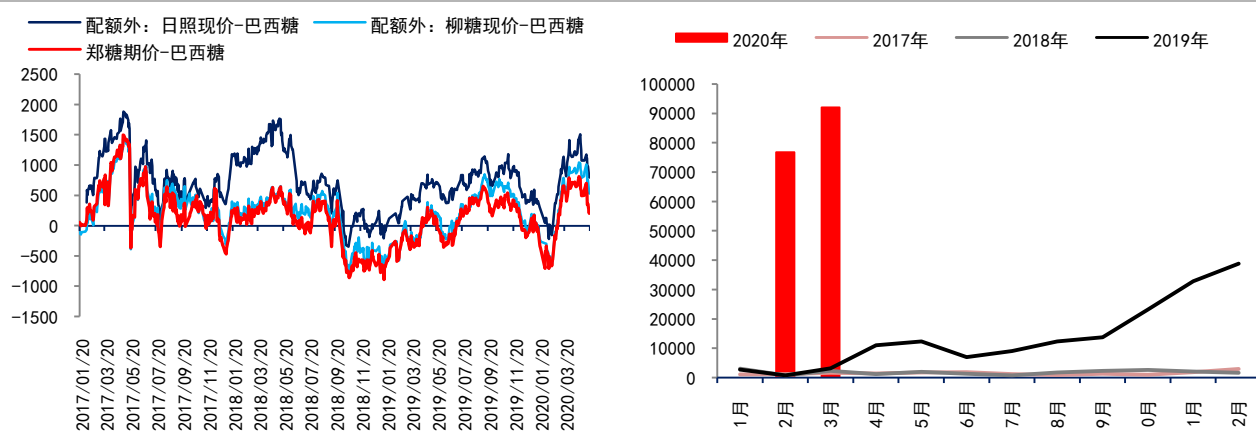
资料来源：Wind UNICA 中信期货研究部

三、国内进口压力较大，技术与成本支撑较强

尽管我国白糖有进口配额制度约束，且近日配额外进口食糖利润有所下降，但盘面配额外进口糖仍有 200 元以上的利润，企业的进口动力仍然较强。而今年受疫情影响，走私糖流入国内的数量预计下降，但国内企业通过进口糖浆的形式来增加进口食糖。海关数据显示，今年 1-3 月我国糖浆累计进口 16.87 万吨，同比增加 24 倍，进口糖浆的急剧增加成为内外糖市联动的纽带。另外，近日配额外进口糖保护措施将到期，届时配额外进口糖的关税将由 85% 下降至 50%，配额外关税的下调也是郑糖价格走弱的重要驱动因素。但是，随着郑糖价格的持续下跌，市场对原油、原糖价格的走弱、配额外进口关税的下调以及进口糖浆的剧增等利空因素已有相对充分的反应，且目前郑糖价格大幅低于国内食糖生产成本，而郑糖下方 4800-4830 又具有较强技术支撑，短期郑糖继续下行需要新的利空因素。从原糖角度看，虽然巴西糖仍在增产，原糖价格并未紧跟原油同步走强，但原油对原糖的影响正在边际改善，且原糖价跌仓减的阶段已结束，表明前期做多持仓已认输离场，而随着欧美经济重启及油价的回升，原糖价格逐步反弹，且伴随持仓的回升，表明市场多头能量正在集聚。郑糖在油价及原糖价格回升的带动下也存在向上的修复。

综上分析，随着原油供需的改善，油价重心逐步抬升，原油对糖市的影响逐步由利空转向利多，而由于巴西疫情防控的影响，近期巴西能源消费明显下降，这使得巴西糖生产比例维持高位，进而导致原糖反弹幅度小于原油。若后期原油价格持续上涨、巴西疫情出现好转，巴西食糖生产比例或将下降，届时原糖或迎来趋势性的上涨行情。郑糖方面，原油及原糖价格的反弹利多郑糖市场，但配额外进口关税的下调及较大进口利润或将继续压制糖价。因此，短期郑糖有原油、原糖价格反弹的提振，但进口压力或将限制郑糖的反弹空间，近期关注郑糖上方 5100-5200 阻力有效性，后期以回调做多为主。

图表 7：食糖配额外内外价差，我国糖浆进口量；



资料来源：Wind UNICA 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>