

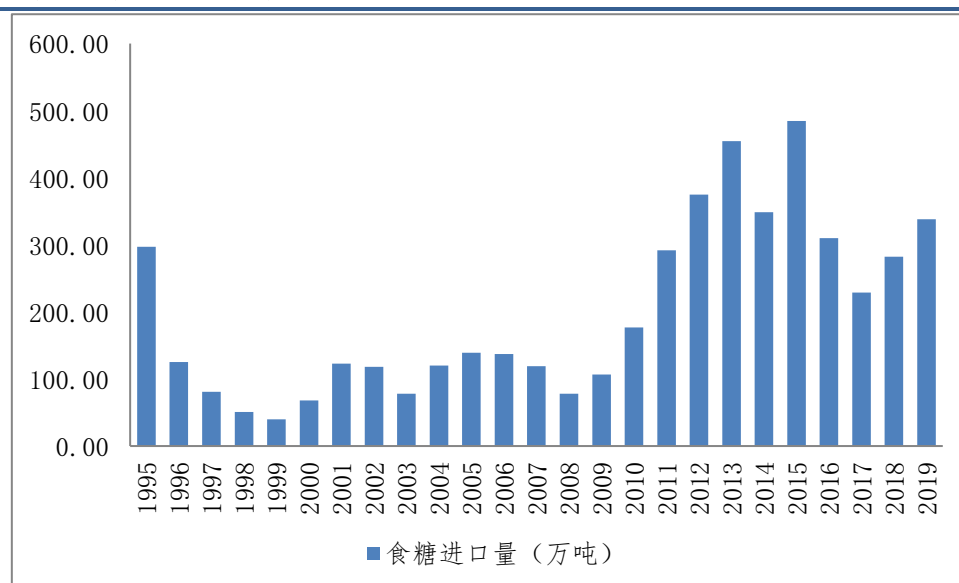
## 糖市分歧：食糖产业大豆化？

国际糖市偏多氛围逐渐浓厚。一方面，疫情虽然有所影响白糖需求，但随着全球主要食糖消费国疫情控制，消费回暖预期增强，北半球市场仍处于大幅减产带来供需偏紧的大环境。另一方面，巴西增产预期有所松动，随着国内解封和能源市场价格从底部大幅抬升，加之雷亚尔大幅升值回到 5，依靠于高制糖比推高增产的逻辑出现松动，利空正在加速出尽。长期来看，全球糖市持续低位运行难度加大，跌破成本的低位本身就是一种驱动。近期 ICE 原糖、伦敦白砂糖均走出低位，涨幅显著。

与此同时，国内郑糖涨幅不大，再仅仅上涨 200 点左右后，10 日再度放量下行，考验 5000 关口。在 5 月 22 日保障措施关税到期废除后，政府对国内糖业三年的政策保护也宣告一段落，尽管此前被市场热议的关税话题终结，然而市场持仓量持续增加，市场分歧依然没有被完全消化。

分歧点主要集中在进口方面，不熟悉内外糖市基本面的投资者往往惊叹于当下偏高的内外价差，且价差形成堰塞湖，尚有大而不倒之势。回顾过往进口政策，国内进口主要分为配额外和配额外，配额外关税 15%，量极为 194.5 万吨，配额外征收 50%关税，数量未定。从 14/15 榨季开始对配额外进口量进行管制，虽然配额外进口利润逐年走高，但合法的进口量开始大幅萎缩，从 15 年 484 万吨降低到 17 年 229 万吨。

图一：中国食糖进口量年度



来源：Wind，中信建投期货

堰塞湖会否决口，会以怎样的形势决口？这成为市场担忧的焦点。国内食糖产量增产幅度因土地、种植收益等原因存在天花板，而消费量却稳步增长，缺口持续扩大的背景下，保障关税带来的合法进口量的压缩，并未给国内制糖行业带来利润的回归。内外价差高位运行，高利润引发食糖走私案件屡次发生，缅甸陆运走私逐渐演化成沿海货船走私，而在走私管制略见起色之下，进口糖浆避开关税再次冲击国内市场。可见，在高利润下，管制措施仅仅是治标不治本，影响力度偏弱。

Figure 1 is a line chart illustrating the relationship between the quota premium (blue area, right axis), the spot price of white sugar in Rizhao (green line, left axis), and the import and processing cost of quota raw sugar (purple line, left axis) from February 2012 to February 2020. The left Y-axis ranges from 0.00 to 9,000.00, and the right Y-axis ranges from -1500 to 2000. The X-axis shows dates from 2012-02-24 to 2020-02-24. The quota premium is highly volatile, often exceeding the spot price and processing cost. The spot price and processing cost are more stable, with the processing cost generally higher than the spot price.

而从治本的角度，如何缩小内外价差才是遏制非官方进口的重要一环。存在如此巨大的内外价差，归根到底还是种植效率问题。国内甘蔗单产在左右，而其他重要产糖国单产高达，此外，机械化水平高低也决定成本控制问题。低收益、小规模决定了农业效率的低下。

当然，分歧另一方在于脱贫言论，放开食糖进口必将冲击国内制糖行业，蔗农利益的不到保护，在脱贫攻坚关键时期，制糖产业对于广西、云南等省份的重要性不言而喻。随着东糖西移的进展，广东逐渐在 91/92 榨季后推出制糖行业，取而代之的是西部的广西、云南，成为当地农民脱贫致富、工人实现就业和保证财政收入的重要来源。

政策之事众说纷纭，进口放开与否、如何放开可能都是长期博弈下的结果，这个题材的炒作也会伴随着价格高低在市场出现不同响应，很难形成交易预期。但随着国内供应端扩种难度增大，食糖需求逐渐上升，进口食糖可能成为一块重要供应来源，届时，甘蔗糖、甜菜糖、加工糖三足鼎立的局面也将形成。随着进口糖源增加，基差贸易也会逐渐从国际原糖点价传递到国内食糖点价上面，内外价格、期现价格的联动越来越强，国内食糖贸易的业态也将面临改变。