



2020 年 8 月 16 日

金信期货研究院

沈庆喜

· 从业资格编号 F3074632

· 投资咨询编号 Z0015500

国际糖价继续创新高 预计郑糖长期走强

内容提要

我们认为，糖价仍处于上涨周期中，本年度受全球新冠疫情扩散和原油价格跌为负值的影响，国内外糖价均出现了较大幅度的回撤，近三个月价格有所企稳回升。过去多年里，国内糖价与国际糖价从大的涨跌周期过程中，节奏较为一致。而在突发性政策因素的短期影响下，两者可能出现一定时期的偏离。

美国农业部对全球食糖主要生产国家的产量预期均大幅上调，预计未来继续上调全球产量的可能性不大，如出现不利天气或病虫害导致产量预期下调，则对国际价格形成较强支撑。过去 3 个月国际糖价的明显走强，可能反映全球产量预期下调的变化。

国际糖价上涨对国内进口成本形成支撑，预计长期对国内糖价形成支撑，中长线交易建议买入并长期持有 SR2105 合约，支撑参考 4800 元/吨。

操作建议

建议买入郑糖期货 05 合约，短线支撑在 4800 元/吨。

风险提示

- 1、6 月进口环比同比增长后，未来可能继续大量进口对国内价格造成冲击。
- 2、新冠疫情和国际宏观情况波动仍较大，将对具有能源属性的白糖产生影响。
- 3、巴西、印度等食糖主要生产国家的进出口政策对国际糖价产生影响。



一、核心逻辑

1、中国白糖期货过去几次上涨周期对比，本次上涨可能处于上涨中后期

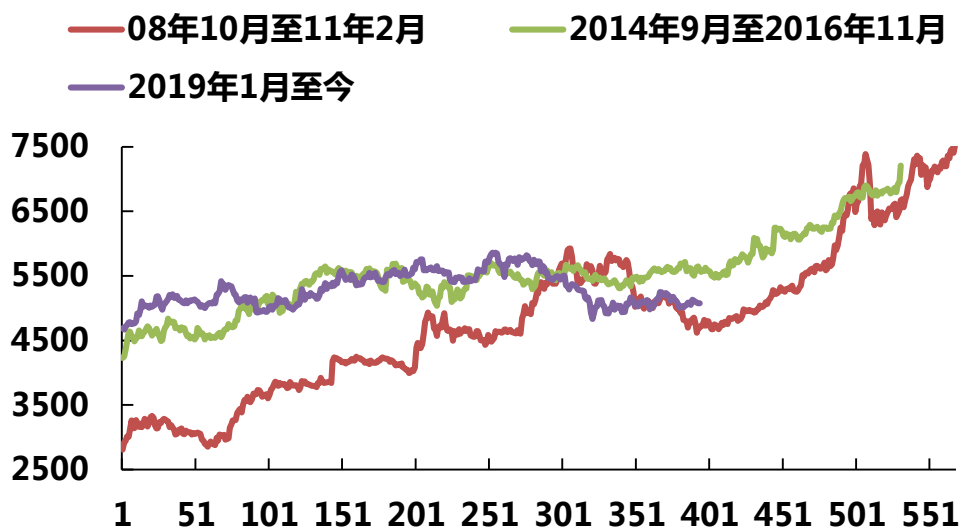
2008 年至今，中国白糖期货共经历两次完整的上涨和下跌周期。两次上涨周期分别是 2008 年 10 月至 2011 年 2 月期间，和 2014 年 9 月至 2016 年 11 月期间。在两次上涨周期过程中，上涨时间在 500-550 个交易日之间，且高点处于 7000-7500 元/吨之间。上涨起始价格和运行过程差别较大。

08 年 10 月由 2800 元/吨左右开始，并且在第 300-400 个交易日期间由于全球经济危机影响，郑糖价格回撤幅度达到 1200 元/吨，回撤幅度 22%。美国 ICE 原糖期货价格在同期回撤幅度更为巨大，由 30 美分/磅跌至最低 13 美分/磅，跌幅达到 57%。之后由于全球白糖供应紧张叠加经济刺激政策影响国内外糖价重新上涨至新高。

2014 年 9 月由 4200 元/吨左右开始，在上涨过程中价格并未出现大幅度的价格回撤，但是价格涨势并不连续，在第 140 个交易日至 420 个交易日期间，郑糖价格近两年时间处于震荡整理的过程，价格始终没有突破 5600 元/吨的压力位置，由于相同时间美国 ICE 糖价处于震荡下跌的过程中，收国际糖价疲弱拖累，郑糖长时间震荡整理。之后在外糖突破上涨的带动下，郑糖突破 5600 元/吨并展开了最后阶段的上涨过程。

本轮郑糖上涨周期暂时以 2019 年 1 月初郑糖价格 4600 元/吨左右作为起始点，至今郑糖并未出现新低的价格。在第 255 个交易日至 321 个交易日期间，受全球新冠疫情扩散和原油价格跌为负值的影响，郑糖价格回撤 1000 元/吨，回撤幅度 17%。相同时期美国 ICE 糖价由最高 15.9 美分/磅回撤至最低 9.21 美分/磅，最大回撤 42%。本周美国 ICE 糖价创春节以来新高，并带动郑糖期货走强。

图 1：郑糖期货历史 3 次价格上涨对比（元/吨）



资料来源：Wind，金信期货研究院

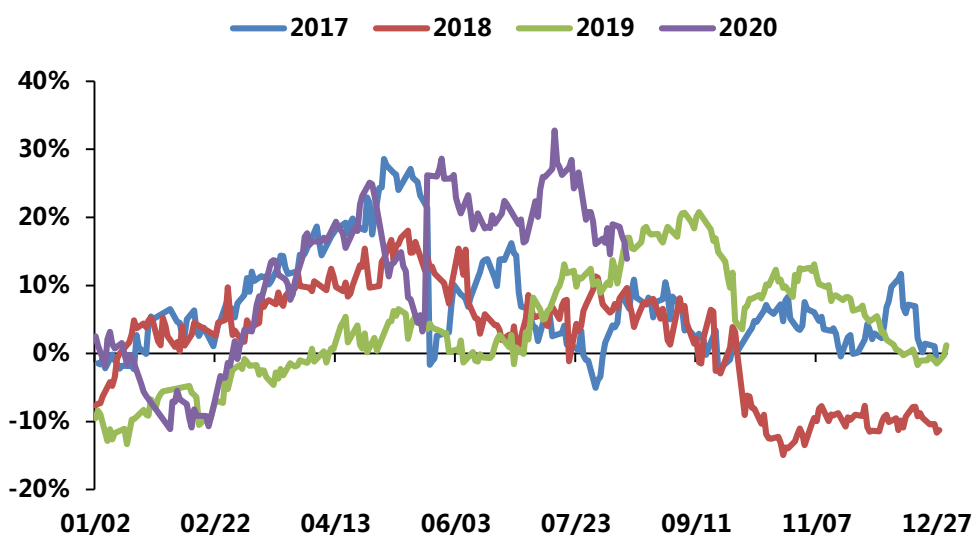
2、ICE 原糖期货价格上涨，导致配额外进口利润明显回落

对比历年白糖配额外进口利润，目前进口巴西食糖的成本相对泰国更具优势。过去3年里，配额外进口利润最高位区间在+27%附近，进口利润最低位在-10%附近。本年度由于进口关税政策调整，5月22日配额外进口关税由85%调降至50%，因此在关税调整日前后，进口利润率大幅波动。

商务部外贸司负责人解读配额外食糖实行进口报告管理如下：将关税配额外食糖纳入大宗农产品进口报告和信息发布管理，有利于经营企业全面、及时了解我国食糖进口整体情况，增强市场分析、判断和把握能力，适时调整进口节奏，避免集中到货和盲目进口，降低生产经营和市场波动风险；支持商协会组织发挥行业作用，引导企业有序进口，维护行业经营秩序等。

本周美国ICE糖价走高并继续创疫情以来新高，导致中国食糖进口成本抬升。同时中国郑糖期货价格小幅走强，导致中国食糖进口利润明显转差。进口利润在关税调整时期最高达到30%以上历史最高，导致国内糖价严重高估的状态。上周配额外进口食糖利润大幅回落，目前降至14%左右，该利润水平并不会对价格造成重要压力。中国6月食糖进口41万吨，国内加工糖厂开工处于历史峰值。巴西未来几周可能对中国装运超过80万吨糖，因此下半年中国进口食糖数量可能创历史记录。因此，预计未来几个月，中国配额外食糖进口利润率将仍为偏弱走势，但预计可能是通过国际糖价持续上涨来实现。

图2：配额外进口食糖利润率（%）



资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

3、全球食糖产量预计难以继续大幅调增

美国农业部预计巴西2020-2021榨季食糖产量3950万吨，去年3000万吨，同比增加950万吨或31.6%。预计印度食糖产量3370万吨，去年2890万吨，同比增加480

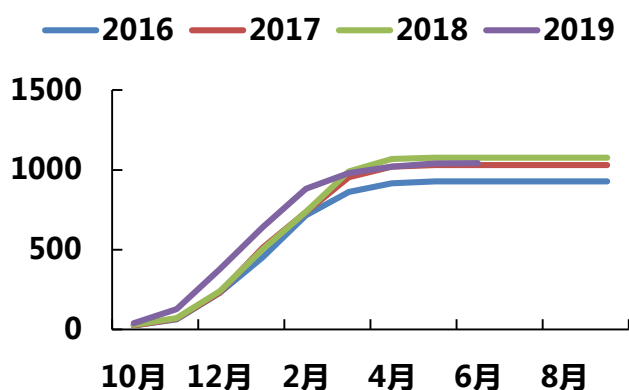
万吨或 16.6%。预计欧盟食糖产量 1768 万吨,去年同期 1725 万吨,同比小幅增加 2.5%。预计中国食糖产量 1070 万吨,去年同期 1020 万吨,同比小幅增加 4.8%。预计泰国食糖产量 1290 万吨,去年 825 万吨,同比增加 465 万吨或 56%。

巴西作为新榨季食糖产量最大的国家,自 4 月 1 日起至 7 月 16 日,中南部地区共压榨食糖 2.76 亿吨,同比增长 6.5%。糖产量增长 50%,至 1630 万吨,乙醇产量下降 5.9%,至 121 亿公升。本榨季生产比例为 46.7%的糖和 53.3%的乙醇,而上年同期为 34.9%的糖和 65.1%的乙醇。未来伴随新冠疫情后的消费恢复和原油价格反弹,预计食糖消费将逐渐恢复,并且甘蔗制乙醇的比例上升。预计食糖产量不会继续大幅上调。除巴西外其他国家,以包含产量大幅增长的预期,未来如果出现不利天气或病虫害导致产量预期下调,则国际糖价将继续上涨。

二、基础数据图解

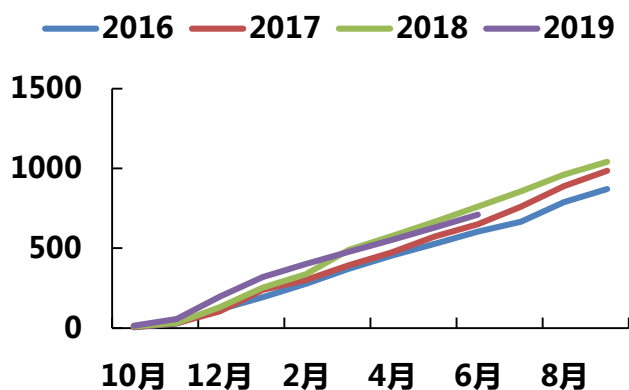
1、中国食糖产销数据与往年同期相差不大

图 3: 中国累计产糖量 (万吨)



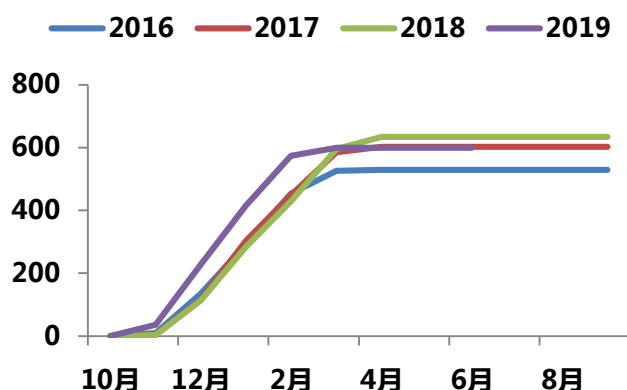
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 5: 中国累计销糖量 (万吨)



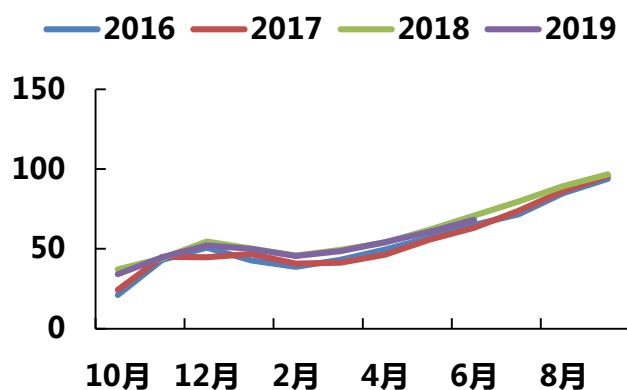
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 4: 广西累计产糖量 (万吨)



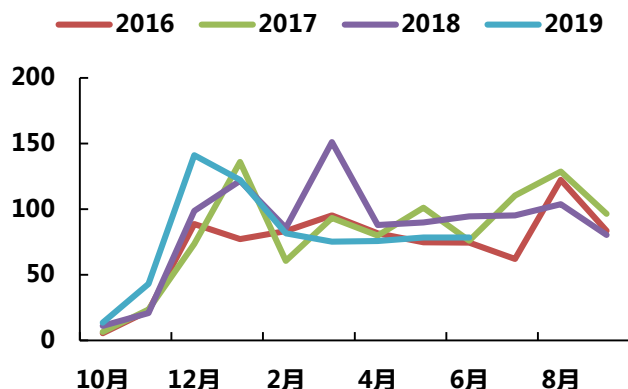
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 6: 中国累计销糖率 (%)



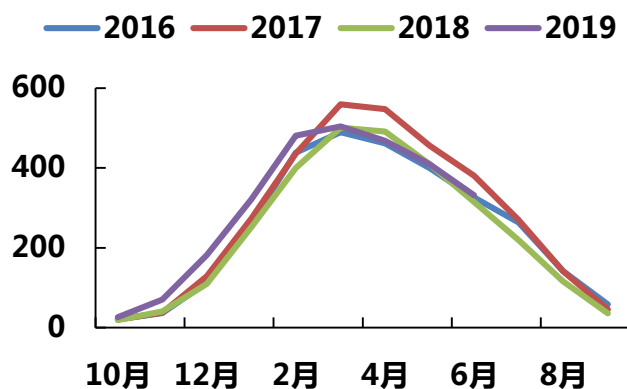
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 7：中国月度销糖量（万吨）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 8：中国新增工业库存（万吨）

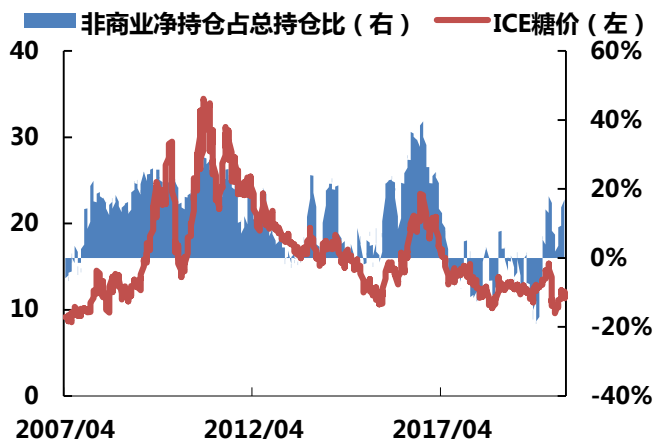


资料来源：Wind，金信期货研究院

2、ICE 原糖期货非商业净多单持仓量占比稳定在 16%附近，市场近期平稳

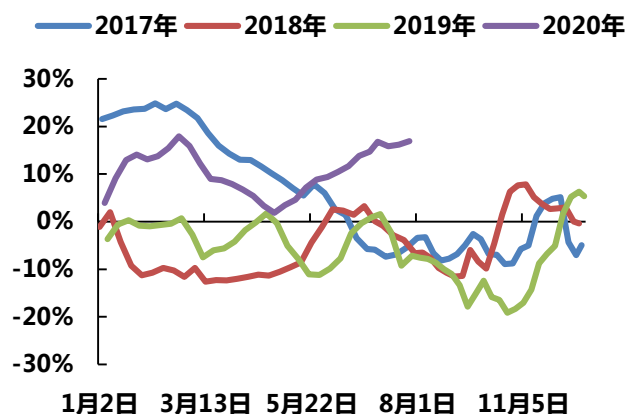
截至 8 月 11 日，ICE 原糖非商业净持仓 21.9 万张，占总持仓量的 21.9%，近三周连续增加，每周增加 2-3 万张附近。

图 9：非商业持仓与 ICE 原糖价格



资料来源：CFTC，Wind，金信期货研究院

图 10：非商业持仓往年对比



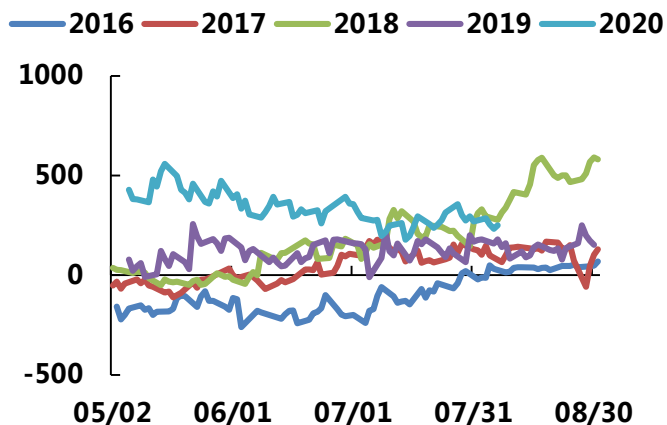
资料来源：CFTC，Wind，金信期货研究院

3、白糖基差高于往年同期，郑糖期货仓单低于过去 3 年同期

目前昆明白糖基差 269 元/吨，柳州 299 元/吨，日照 254 元/吨，天津 264 元/吨。各地区基差均略高于过去 3 年同期。

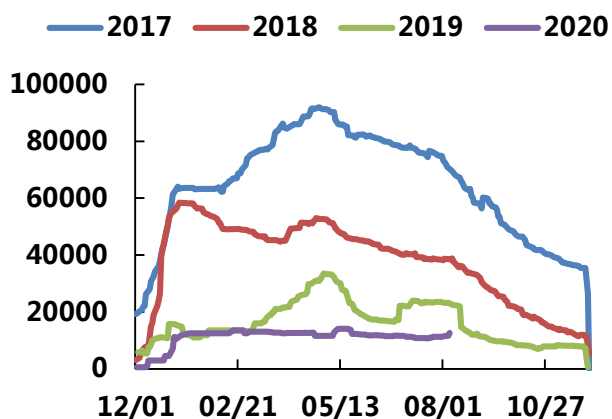
白糖期货仓单 11239 张，2019 年同期 23375 张，2018 年同期 38394 张，2017 年同期 74805 张。

图 11: 中国白糖基差 (元/吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 12: 白糖期货仓单 (张)



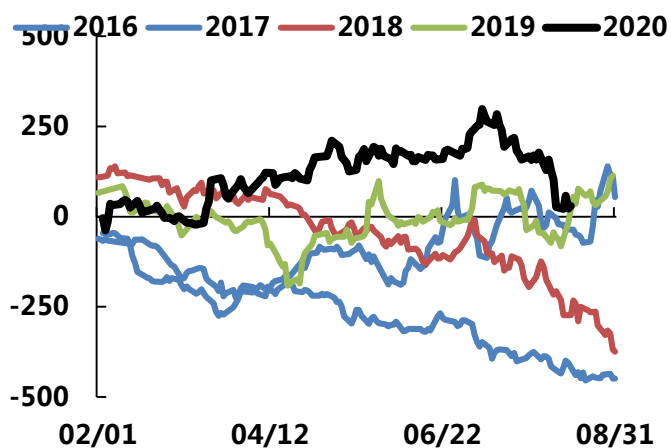
资料来源: Wind, 金信期货研究院

4、郑糖 9-1 价差走弱, 1-5 价差走弱

郑糖 9-1 价差明显走弱, 目前处于 30 附近。

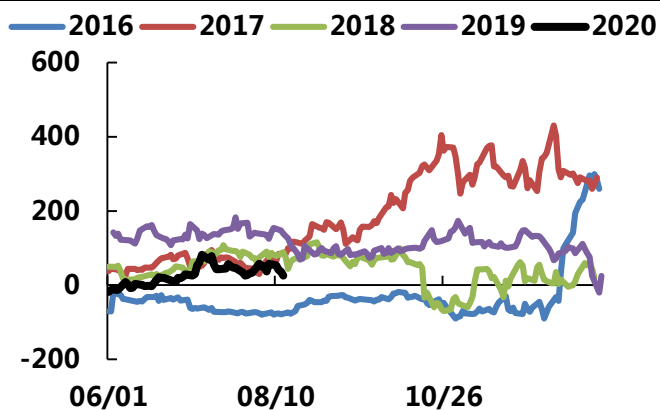
郑糖 1-5 价差小幅震荡, 目前处于 30 附近。

图 13: 郑糖 9-1 价差 (元/吨)



资料来源: CFTC, Wind, 金信期货研究院

图 14: 郑糖 1-5 价差 (元/吨)



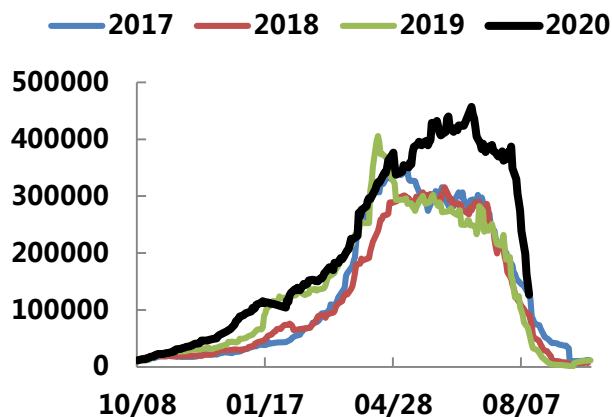
资料来源: CFTC, Wind, 金信期货研究院

5、郑糖期货 1 月持仓量处于历史高位, 9 月合约逐步减仓

目前郑糖 9 月合约持仓迅速下降, 与往年同期持平。

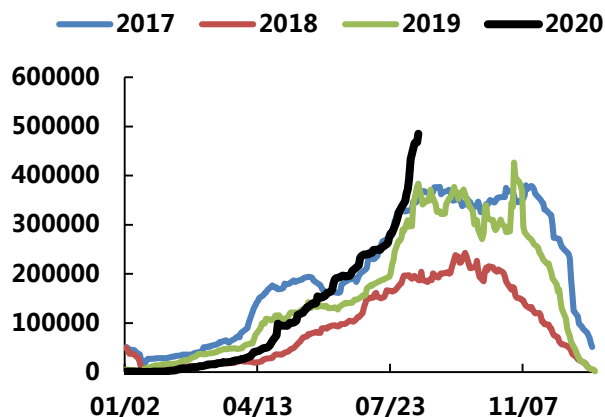
郑糖 1 月合约持仓相应增加, 目前持仓已达历史最高持仓量

图 15: 郑糖 9 月期货持仓量 (张)



资料来源: CFTC, Wind, 金信期货研究院

图 16: 郑糖 1 月期货持仓量 (张)



资料来源: CFTC, Wind, 金信期货研究院

三、综合分析和交易策略

美国农业部对全球食糖主要生产国家的产量预期均大幅上调, 预计未来继续上调全球产量的可能性不大, 如出现不利天气或病虫害导致产量预期下调, 则对国际价格形成较强支撑。过去 3 个月国际糖价的明显走强, 可能反映全球产量预期下调的变化。

国际糖价上涨对国内进口成本形成支撑, 预计长期对国内糖价形成支撑, 中长线交易建议买入并长期持有 SR2105 合约, 支撑参考 4800 元/吨。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。
3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。
4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！