

2020/10/26

后期糖市的引擎点在哪？

摘要：

在新榨季初期，由于榨季结转后的供需形势略显宽松，内糖上涨的动力不足，内糖榨季翘尾结束。但新榨季糖价仍处于缓慢的上行通道中，内糖未来仍可能回调后继续向上运行。驱动上涨引擎点在于内外糖价差变收敛、政策变化及明朗化和天气的影响开机进度以及春节需求的启动等四个方面。

当前内外价差仍存利润，政策不明朗，甘蔗糖厂还未开机，天气影响还未表现，且距离春节需求启动仍有时间，糖价阶段性转入调整态势，后期需要关注四大引擎点对行情再度启动带来的变化影响。因此操作上，糖价偏于上行，可待糖价回调后滚动偏多思路应对。

软商品研究团队：陈乔

从业资格号：F0310227

投资咨询从业证书号：Z0015805

联系电话：0531-81678626

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.luzhengqh.com

微信公众共号：lzqyjs



微信服务号：lzqyfw

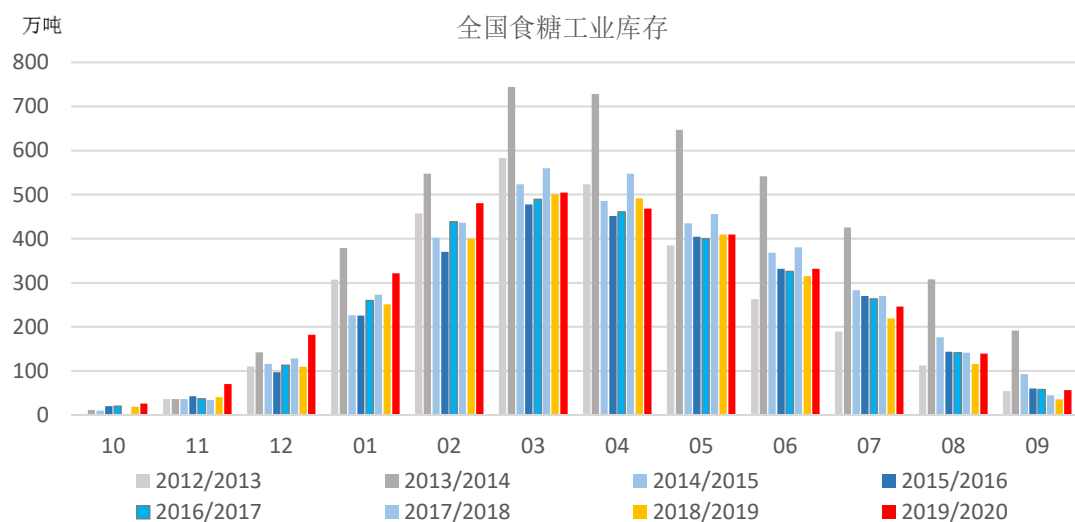


上期报告《新旧榨季转换，糖市翘尾能走多远》我们阐述了 10 月期间糖市供需形势下所允许方向和时间阶段，对结转库存存在一定偏差，不过糖价运行的方向和时间节点来看，基本符合预期判断。10 月下旬前，郑糖偏于上行且突破 9 月新高，但进入下旬时，糖价转而向下调整运行，截至 10 月 26 日，郑糖主力合约最低下探 5213 元/吨，最大拖累 5398 高点有 185 点，表现回调整理态势，榨季翘尾行情或结束。然而当前北方甜菜糖已经全面开机生产，南方蔗区开机将在十一月中旬前后陆续启动，后期糖价如何走向，需要上期报告的供需形势的进行修正的同时，我们结合市场阶段性关注点去挖掘市场走向的引擎。具体我们分析如下：

供需如何？

根据中国糖协公布的 9 月产销数据，截至 9 月底，2019/20 年榨季我国食糖产量 1041.56 万吨，累计销售食糖 984.89 万吨，累计产销率 94.56%，低于上一制糖期同期的 96.71%，工业库存即榨季结转 56.62 万吨，同期增多 21.2 万吨，同比增幅 59.9%，9 月单月销售 82.75 万吨，环比下降 23.67 万吨，大大低于之前我们的预估。结转数据显示偏利空。

图 1：2019/20 榨季全国食糖工业库存

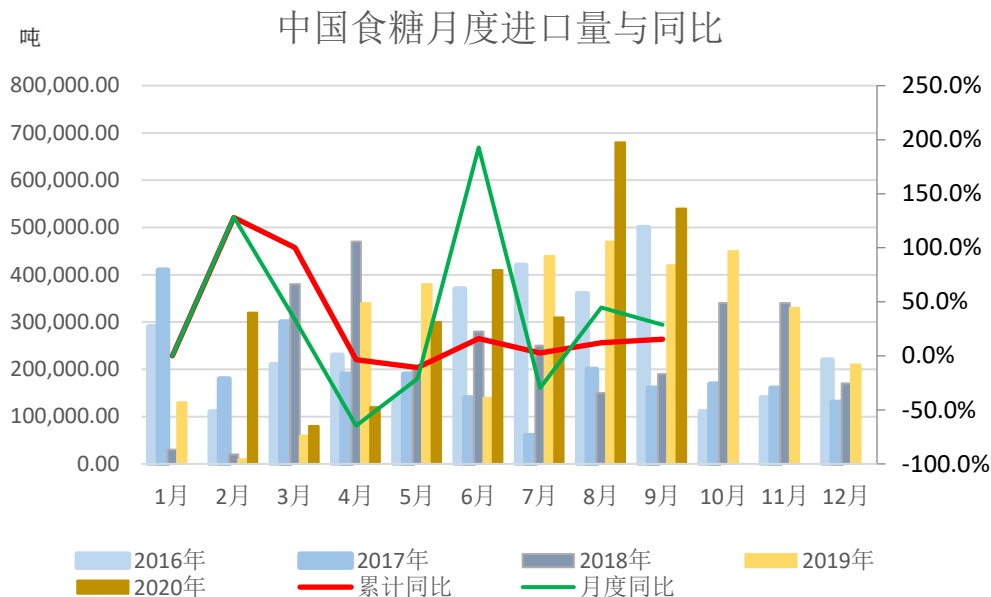


数据来源：wind，鲁证期货研究所

进口糖方面，9 月中国进口糖 54 万吨，同比大增 12 万吨，2019/20 榨季截至 9 月累计进口 375 万吨，同比增加 51 万吨，同时 9 月糖浆进口 10.13 万吨，同比增加 8.76 万吨，环比增加 3.73 万吨，本榨季累计进口 80.14 万吨，同比增加 72.28 万吨。由于上期报告我们对标的是商务部公布的大宗商品预报数

据，也因统计口径的差异，实际进口数据和上期报告的出入较大。因此，不管是榨季结转糖进入新榨季，还是进口糖、进口糖浆等供应均高于去年同期，四季度的供应或相对偏于宽松。

图 2：中国食糖月度进口量及同比



数据来源：wind，鲁证期货研究所

新榨季生产情况来看，北方甜菜糖已经全面开机，产量预期增加，因甜菜种植面积高于上一榨季，内蒙产量预期 85 万吨左右，高于上一年度的 72.5 万吨。新疆 2019/20 年度甜菜糖产量 58.82 万吨，新榨季预期持平或略增。不过今年雨水偏大，含糖率预计不及去年，按去年同期的食糖生产水平，10 月甜菜糖产量预计不足 30 万吨。而南方甘蔗产区仍未开榨，新糖供应暂时表现中性对待。

需求上，经过 8-9 月的补库和中秋节后、春节备货期前，国内糖市存在一段相对偏淡的需求期。因此，进入 10 月以来的需求表现并不好，且距离春节备货仍有较长时间，未来一段时间内的需求并不足以推升糖价。

糖价如何走？

前文我们从供需角度去分析了进入新榨季的供应需求形势。结论是供需偏于宽松，因此糖价上涨的动力明显不足，但是从整体的价格走势来看，重心逐步上移，运行通道的高低点均不断抬高，糖价运行在上行的通道中。另外，虽然盘面处于上行通道中运行，但是从相对价格来看，郑糖的价格低于现货糖价和

国产糖生产成本。通常，糖价长期低于成本运行的时间不会太长，成本运行返回成本线上运行乃时间问题，更有利于糖价稳步推升。

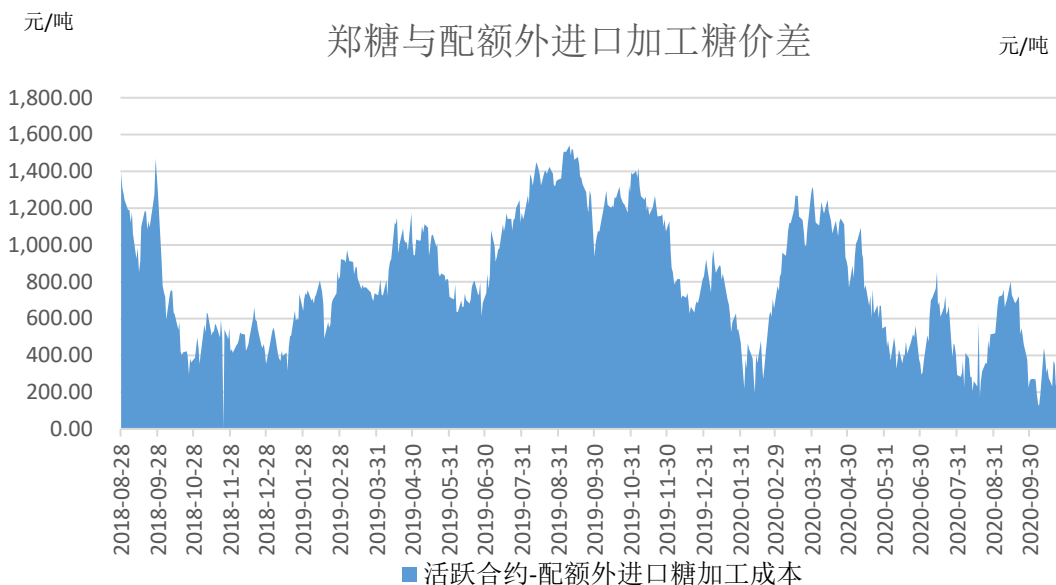
图 3：郑糖主力合约日 K 线图



市场引擎在哪？

前文我们从供需角度说明当前糖市行情上行的动力不足，但是国内郑糖价格重心确实在上移，引发市场的行情的驱动单从价格表现来看，得益于内外糖价差收敛的影响。截至 10 月 23 日收盘，按盘面价差计算，配额外进口食糖的内外糖价差已经不足 200 元/吨，相较于上半年千元以上进口利润已经收缩 80% 以上，因此内糖的上涨行情引擎点之一在于原糖能够走多高可以进一步缩小甚至令进口糖缺乏利润而减少进口预期。技术上原糖主力合约已经逼近 15 美分关口，关口压力也即将来袭，但若继续突破则给内糖带来提振。引擎点二来自于政策会否有变化，如印度出口补贴政策延迟之后的更大变数，是否会出现出口政策遭遇暂停或，亦或者是国内进口政策在配额上突发收紧或因疫情影响出口进程受到限制等。引擎点三则是新榨季榨期的天气影响压榨进度，导致供应阶段性失衡而推升糖价。引擎点四则是需求端的表现和中间商的库存情况，即春节需求补库会否提前给市场带来火爆的需求表现，同时叠加疫情后期的需求恢复，中间商是否加大库存的行为放大，毕竟当前中间商的库存仍然较为薄弱。如果以上四个引擎点同时出现一至两个以上利多消，糖市向上的驱动可能性就较大。

图 4：郑糖与配额外进口糖加工完税价差



数据来源：wind，鲁证期货研究所

综合来看，在新榨季初期，由于榨季结转后的供需形势略显宽松，内糖上涨的动力不足，内糖榨季翘尾结束。但新榨季糖价仍处于缓慢的上行通道中，内糖未来仍可能回调后继续向上运行。驱动上涨引擎点在于内外糖价差收敛、政策变化及明朗化和天气的影响开机进度以及春节需求的启动等四个方面。

当前内外价差仍存利润，政策不明朗，甘蔗糖厂还未开机，天气影响还未表现，且距离春节需求启动仍有时间，糖价阶段性转入调整态势，后期需要关注四大引擎点对行情再度启动带来的变化影响。因此操作上，糖价偏于上行，可待糖价回调后滚动偏多思路应对。

【风险提示及免责声明】

本研究报告仅供鲁证期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告

中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为鲁证期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。