

# 供强需弱，糖价承压中寻求机会

## 白糖期货 投资策略报告

2020/12/27

### 摘要：

在国内糖市春节备货结束后，内糖市场进入供强需弱的格局，糖价承压区间震荡运行。但是预期的发展需要等待时间去兑现，现实的压力亦需时间消耗供应库存，若预期兑现，则糖价能够回升概率较大，重要的关键节点还是进口供应端的变化。因此，最终的关键点落地到政策和进口利润的问题上，二者只要有其一就会支撑糖价回升，后期内糖止跌回升的空间便可想象，因为当前国内糖价已经是国产糖成本线下运行，对于投资价值而言，内糖调整的空间相对有限，糖价在承压的过程中寻找机会。

陈乔

软商品研究员

期货从业资格：F0310227

投资咨询资格：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



## 供强需弱，糖价承压中寻求机会

### ——2021 年 1 月白糖投资策略报告

近期以来国内糖价波动较大，郑糖主力合约上冲至 5490 元/吨阶段性高点后承压快速回落至 5200 附近，截至 1 月 27 日止，国内郑糖主力合约最低下探至 5223 元/吨，近期高低最大价差 267 点，5 天时间糖价最大下跌近 5%，期间资金大幅减持离场，从资金表现来看是获利盘离场影响的回调整理行情。从基本面看，因春节备货几近结束，当前又是国内榨季高峰期，新增供应压力大，国内糖市进入阶段性供强需弱阶段。然而在供强需弱压力下，国内糖价承压下跌运行，下方支撑何在？结合国内外糖市供需面情况和可能出现的变化预期，我们分析如下：

#### 国际糖市供需缺口预期上调，阶段性供应压力在印度

2020/21 榨季，全球糖市供需出现缺口逐步成为市场的共识，如 Fstone、USDA、ISO 及部分咨询公司预计 2020/21 榨季全球食糖供需缺口。根据最新的预估显示，咨询公司 StoneX 预计 2020/21 年度（10 月至 9 月）全球糖市供需缺口为 330 万吨，2020 年 10 月的预测值为 220 万吨。该机构上调全球食糖供需缺口的预估值主要是在于全球食糖生产潜力降低而需求强劲，市场更多的是对 2020/21 年度新冠疫情逐步好转后的需求复苏的预期。

目前正值北半球食糖主产国压榨季，生产供应陆续增加中。其中，泰国 2020/21 榨季预计产量在 780 万吨左右，同比继续下降，该国生产供应对国际糖市冲击不大，欧盟产量亦下降，且存在净进口需求，供应上亦不会对国际市场造成冲击。印度国际糖市的最大压力。印度糖厂协会 ISMA 预计 2020/21 榨季印度食糖产量在 3100 万吨左右，同比增加约 13% 左右。当前印度处于压榨期，截至 1 月 15 日，印度已经开榨糖厂 487 家，同比增加 47 家，产糖 1427 万吨，同比增加约 31%。

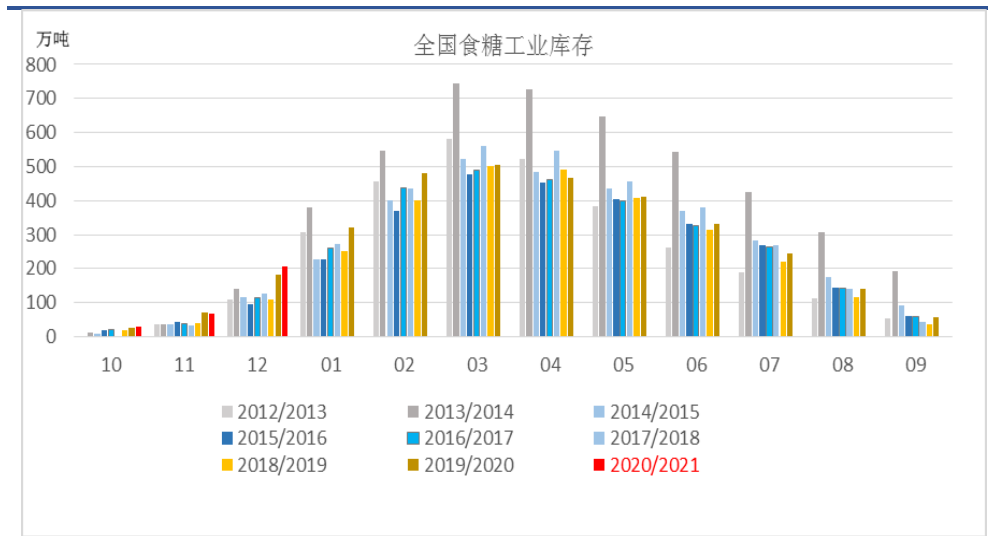
#### 国内压榨高峰来袭，阶段性供应压力大

2021 年中国春节是 2 月 12 日，现今已经是一月底，距离春节仅剩半个月的时间，通常春节备货已经进入尾声阶段，国内需求将逐步进入假日模式，需求转淡成为制约国内食糖价格的主要因素。并且当前国内进入食糖压榨高峰期。根据广西糖网跟踪报道显示，广西、广东、海南糖厂全部开机，云南蔗区糖厂开榨已达 40 家，同比增加 4 家。产糖方面，中国糖协预计 20/21 榨季全国累计产糖 1049 万吨，截至 12 月底全国累计产糖 353.38 万吨，同比下降 26.32 万吨，因开榨推迟所致。通常 1 月是国产糖生产最大的月份，生产量一般在 200-270 万吨，但国产糖库存最大的月份则在 3 月或 4 月，近三年来国产糖最大月度新增工业库存在 500-550 万吨，预计 1 月底的新增工业库存在 300 万吨左右。因此，当前国产糖阶段性压力正在增加，但还不是国产糖供应压力最大时刻。

从进口糖供应端来看，2020 年我国进口食糖累计 527 万吨，同比大增 56%，创历史最大进口年度，12 月单月进口食糖 91 万吨，同样创国内历史最大单月进口记录，外加进口糖浆的供应，意味着 2021 年 1 月可供使用的进口糖量创历史最大水平。

结合当前（1 月）国内压榨期产出最大，且后期仍有更多新增库存累积，外加创纪录的进口供应，国内供应或为近几年来最大的年度，糖价上行阻力加大。

图 1：全国食糖工业库存



数据来源：中国糖业协会，鲁证期货研究所

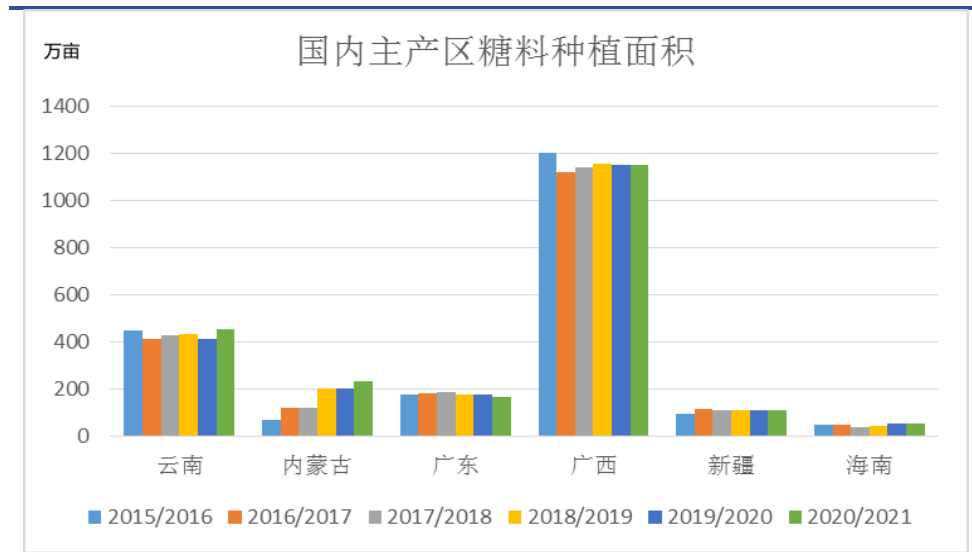
### 供需预期变化需时间兑现

所谓预期变化就是预见未来可能发生变化的一个期待值。从糖市的预期变化来看，可能存在三种预期变化，一是当前榨季的产量变数；二是下一榨季种植的面积变数；三是进口预期的变化，预期的变化都需要时间去兑现。

当前榨季的产量变数来看，国际市场巴西已经结束 2020/21 榨季，产量已成定局，预期 2021/22 榨季产量存在下降预期。北半球泰国产量下降预期逐步兑现，印度存在变数主要在于其糖产量被乙醇生产替代的规模。根据 ISMA 预计印度甘蔗产量可产糖约 3200 万吨左右，预计有 150 万吨左右的糖产量被乙醇生产替代，食糖产量预估为 3050 万吨，变数点是印度会否多产乙醇少产糖？毕竟印度食糖产量库存压力较大。国内市场国产糖的产量存在变数主要是 1 月上旬全国霜冻影响导致产量是否存在不及市场之前 1049 万吨的预估值。另外，由于疫情影响，云南境外甘蔗入境可能受阻，那么产量存在下调的预期变数，这是利好的变数。

下一榨国内糖料种植面积的变数点在于两个方面，一是玉米价格高企，种植收益优于糖料种植的情况下，糖料种植面积存在下降可能，特别是北方甜菜种植下降的可能性更高，尤其是内蒙，2020 年内蒙甜菜种植面积约 230 万亩。甘蔗种植方面，前期霜冻影响，蔗种是否存在问题会影响下一个榨季甘蔗实际出苗面积，以及近期持续的旱情影响宿根蔗的发芽等导致实收面积下降预期。根据数据统计，2020/21 榨季广西甘蔗种植面积在 1150 万亩左右，云南种植面积在 450 万亩左右，面积的变化是后期关注点和市场价格向好发展预期之一。

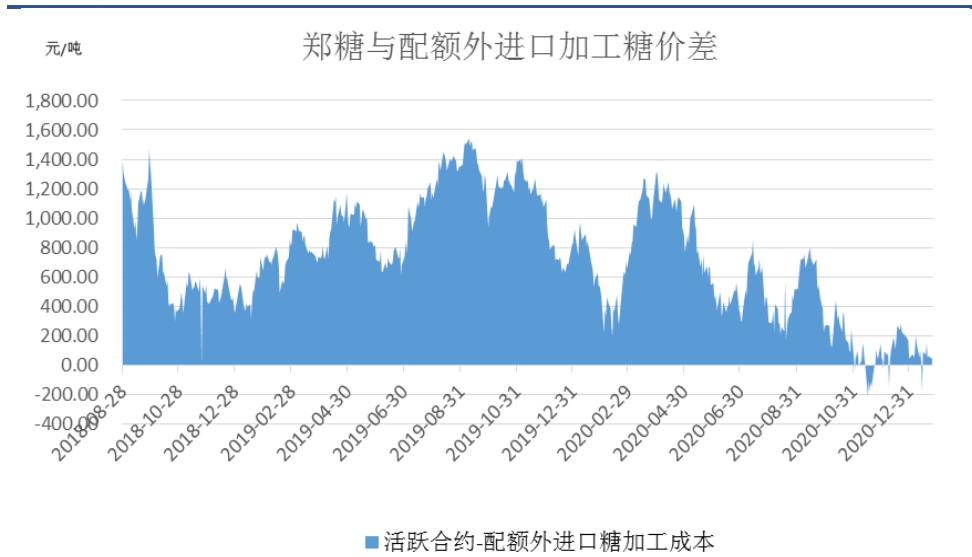
图 2：国内主产区种植面积



数据来源：沐甜科技，鲁证期货研究所

进出口方面，主要关注国际糖市的出口形势和国内糖市的进口变化。国际食糖的出口形势当前依然积极，但巴西市场将转入萎缩状态，主要是在巴西新榨季（4 月）还未开始前，出口供应偏于紧张，出口量逐步萎缩，根据巴西威廉姆斯运输公司的调查显示，截至 1 月 13 日，巴西港口待运船只仅为 26 只，计划装船量为 90.86 万吨，前一周待运船只仅为 28 只，计划装船量为 93.054 万吨，装船量在下降。当前国际糖的出口端焦点在于印度，2021 年印度补贴出口量 600 万吨，当前已经签约出口量约 200 万吨，未来还有 400 万吨的规模有待出口，出口速度就是变数。国内进口的变化主要是受政策变数影响，即进口许可的发放，近两年的配额外食糖进口许可几乎都是在 4-5 月才发放，但 2020 年 7 月执行配额外食糖进口报备制管理后，变化发生带来的变数就更大。若按往年的情况，一季进口许可发放可能性不高，但政策变化后变数就无法给出预期。不过，从进口利润的角度来看，食糖进口利润窗口逐步缩小，一旦关闭，则不用政策主导就能减少食糖进口。根据郑糖价格与国际原糖价格进口至国内加工完税的价差来看（图 3），二者价差在百元附近波动，后续若下降至零以下则利于内糖价格止跌上涨。因此，进口利润的变化与国际糖的价格走势有很大关系，是影响内糖预期变化的价格支撑点所在。

图 3：郑糖与配额外进口加工糖价差



数据来源：wind，鲁证期货研究所

综合来看，在国内糖市春节备货结束后，内糖市场进入供强需弱的格局，糖价承压区间震荡运行。但是预期的发展需要等待时间去兑现，现实的压力亦需时间消耗供应库存，若预期兑现，则糖价能够回升概率较大，重要的关键节点还是进口供应端的变化。因此，最终的关键点落地到政策和进口利润的问题上，二者只要有其一就会支撑糖价回升，后期内糖止跌回升的空间便可想象，因为当前国内糖价已经是国产糖成本线下运行，对于投资价值而言，内糖调整的空间相对有限，糖价在承压的过程中寻找机会。

## 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。