

预期隐约开始兑现， 内糖上行变数临近

摘要：

虽然大宗商品价格与国内糖价共振上涨，但长周期来看，二者运行的相关性较低，近一年来二者相关性竟然为负相关，但负相关联动性也不大，内糖价格运行遵循其自身基本面，具有行业独立性。

结合基本面来看，内糖上涨的驱动在于外盘上涨的持续性，预期外糖上涨的持续性在减弱，内糖续涨动力亦将减弱，只是我们需要考虑国际糖上涨是否已经完全兑现了近期的供应紧张的局面，若还未完全兑现，则国际糖价仍处于高位偏强运行，对内糖的影响仍在，依然是影响内糖的关键。

不过，国内糖市的现货库存压力较大，内糖驱动上行阻力亦较大，但考虑到内糖新榨季种植面积可能下降，以及国际糖价阶段性供应紧张短期难以缓解，糖价短期走势仍偏强，但面临风险隐现。技术上郑糖价格运行仍未偏离区间，60月线面临压力回落，下方60日线的支撑仍在。



白糖期货

投资策略报告

2021/2/28

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



预期隐约有开始兑现，内糖上行变数临近

——2021年2月白糖投资策略报告

通常来说，国内春节是指年三十至元宵节这段时间，2021年的春节，国内外大宗商品极大多数品种均形成了一波较大幅度的上涨，原因无外乎是全球疫情好转，新冠疫苗接种加快，市场对经济复苏的预期增强以及西方各国或将延迟财政刺激力度以振兴经济。此外，美国宽松的货币政策提升了通胀预期给商品市场价格上涨带来动力。在此宏观面的大背景下，国内大宗商品共振上行，大宗文华商品指数最高上涨10%（与2月10日对比）。然而，元宵节的到来就是春节结束之时，之后国内企业才真正进入正常的企业经营活动，大宗商品市场或才反应基本面形势的行情。受此影响，元宵节当日，国内多数商品发生了较大的向下波动行情，回吐春节期间的价格涨幅，给国内缺乏基本面上涨的商品泼了盆冷水，最终国内文华商品指数上涨7%。

国内糖市在春节期间，突破了1月中旬的高点，主力5月合约最高上探5557点，逼近60月线附近，春节期间最高涨幅6%，截至2月26日元宵节当日收盘，郑糖主力合约报收5390元/吨，脱离高点167点，最终涨幅仅3%，涨势跑输与国内大宗商品价格指数，主要是其自身的基本面形势不支持糖价大幅上涨。具体情况我们分析如下：

国际糖市阶段性供应偏紧，原糖价格上涨成为国内上涨的主驱动

2020/21年度全球食糖供需预期是出现供应缺口50-500万吨水平，一定程度上支撑原糖价格上涨。而阶段性表现来看，由于印度海运集装箱供应不足，出口放缓提振原糖价格走升。据贸易公司Green Leal负责人表示印度集装箱运费已经上涨两倍，且高价还不一定能获得集装箱。集装箱问题是当前国际糖市价格坚挺的主要原因，当前集装箱转移至北美和欧洲，预计几个月后才会回到亚洲。集装箱行业人士表示，集装箱短缺预计将至少持续到6月底，以至于印度2020/21年度出口将不及出口600万吨目标，且亦不及去年570万吨水平，据全印度食糖贸易协会(AISTA)预计2020/21年度印度或出口430万吨糖，同比将下降24.5%。

另外，虽然目前正值北半球食糖主产国压榨季，生产供应陆续增加中，但随着食糖生产的进行，糖产量纷纷遭遇下修。ISO在2月中下旬的季度报告中预测2020/21年度全球食糖产量1.69亿吨，低于此前预期的1.711亿吨，主要是西欧产量下修，因病虫害和干旱导致糖料减产，同时ISO亦下调了伊朗糖的产量由185万吨下修至130万吨，巴基斯坦糖产量预估从600万吨下降至550万吨，泰国产量从820万吨下调至780万吨。全球食糖的消费预估为1.738亿吨，低于此前预估的1.746亿吨，但仍较上一年度提高2.1%。

目前泰国生产已经进入尾声，普氏能源咨询预计3月初泰国压榨将会结束，比通常时间提前2个月，预计产量约731万吨，加剧了国际市场的供应紧张的局面。截至2月19日，2020/21榨季泰国累计压榨甘蔗5655.74万吨，累计产糖623.65万吨。

受全球食糖产量下降，供需缺口扩大，且阶段性集装箱供应紧张影响，印度出口放缓，国际糖价大幅上涨，截至2月收盘，主连5月合约报收16.48美分/磅，折合国内糖价在5350-5500附区间，2月底5月合约最高上涨至17.52美分/磅，从中国春节假日开启时最大涨幅达9.2%，一定程度上已经反应了国际糖市阶段性供应紧张的态势，此价格折合国内糖价已经超过5550以上，导致国内进口糖利润窗口关闭，成为驱动国内糖价上涨主要因素。

图1：郑糖与配额外进口加工糖价差



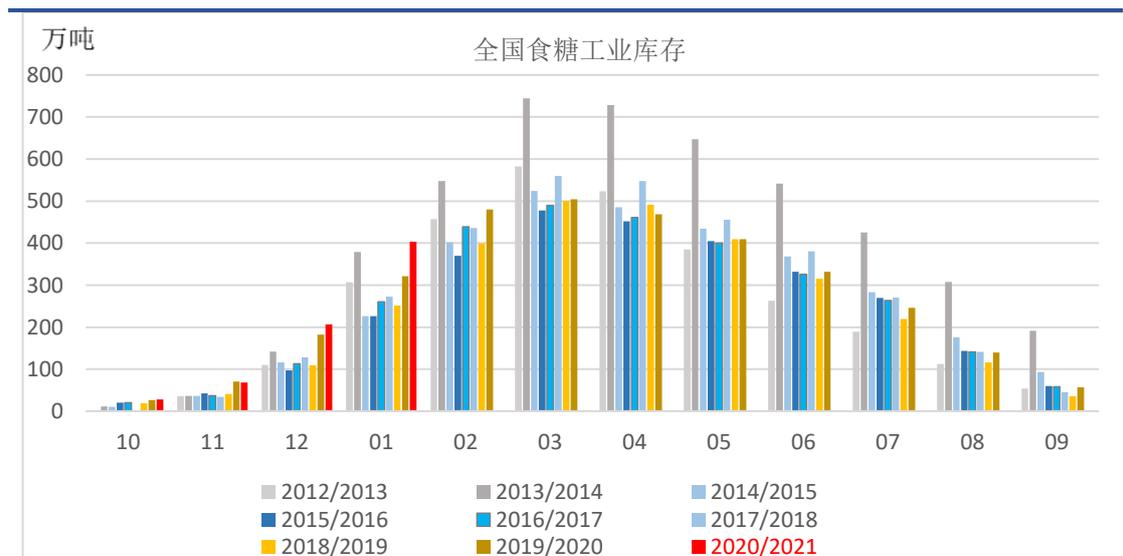
数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

国内压榨期供应充足，内糖价格继续上涨缺乏现实驱动

我国食糖榨季期从每年的10月国庆节后至次年的5月，压榨高峰期多在12-2月，2月多是年内食糖产量的次高月。因此，对于国内来说，每年2月是国内糖市供应十分充足的月份，因春节过后国内消费又将进入淡季期，国内糖价持续上行的现实驱动不足。

根据中国糖协公布的数据显示，截至1月底，2020/21榨季全国累计产糖659.4万吨，同比减少17.9万吨，累计销糖256.4万吨，同比减少63.7万吨，产销率38.89%，同比下降11.01个百分点。工业库存402.97万吨，同比增加81.6万吨。去年2月份我国单月产糖241万吨，单月销糖81万吨，工业库存480万吨，而广西2月底收榨糖厂16家，同比减少，说明未来3月广西食糖产量或存在高于去年3月的可能，而云南2月底才全面开榨，库存仍在累积中。按库存累积的情况来看，历年我国国产糖工业库存最大的月份一般在3月或4月，国产糖供应压力最大时刻还未到来。

图2：全国食糖工业库存



数据来源：中国糖业协会，鲁证期货研究所整理

另外，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%为198万吨，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。2021年1月-2月即便进口量锐减，期间可供使用的进口糖量依然创历史最大水平，同样加大糖价上行阻力。

图3：中国食糖月度进口量及同比

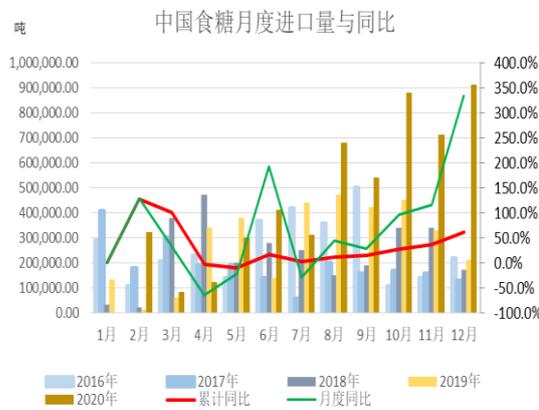
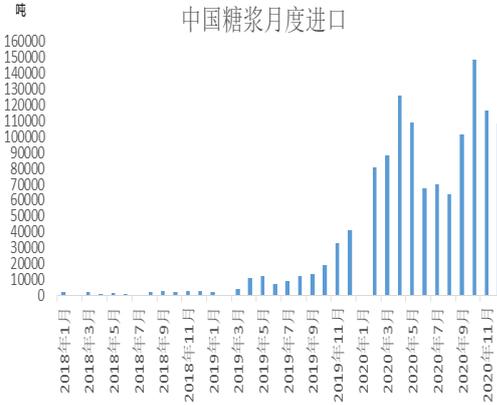


图4：中国进口糖浆月度量

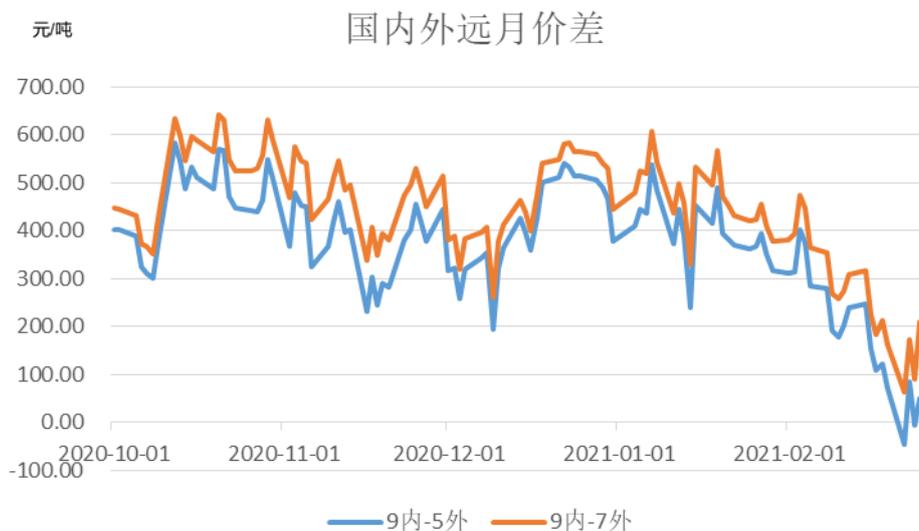


数据来源：中国海关 鲁证期货研究所整理

预期隐忧开始兑现，内糖上行变数临近

我们之前的报告有提到糖价上涨需要一个预期去兑现，当前国际糖价上涨导致国内进口利润窗口关闭，预期进口存在减少的可能，这是我们之前判断预期变化的一个方面，也是我们对国内糖价价格回升的逻辑之一。目前变化已经崭露头角，但依然未能最终成为可能。根据商务部的大宗商品进口预报来看，1月进口预报装船7万吨，2月进口预报装船0吨，1月实际到港7万吨，从数据表现来看，进口明显放缓，但通常国内1-3月进口均较少，一方面是国家配额发放缓慢的影响，一方面进口利润确实再收缩，但未来的变数依然存在，因从国际糖价5月和7月合约对应国内9月合约的价差对比来看，进口利润依然有100元/吨以上，若错时点价进口，利润仍在，驱动进口的动力仍存，这后续仍需动态的观察。因此，后续内糖价格的变化驱动仍需关注国际糖价的波动。

图5：内外糖远月价差



数据来源：wind 鲁证期货研究所整理

驱动国际糖价运行的方向是新的供需形势的变化。从近的来看，印度产量增产已成定局，只是增幅大小的问题，但阶段性的出口放缓是受物流影响，预期 2 季度可能逐步缓解集装箱紧张问题，国际糖价续冲动力会逐步减弱。远的来看，对 2021/22 年度，全球食糖供需或再度进入过剩状态，过剩量预计 400-500 万吨，远期糖价将承压，一旦巴西开启 2021/22 年度榨季，市场将开始炒作新榨季题材。不过，再度回到近期来看，巴西将从 4 月开启新的榨季，该榨季巴西产量将面临下降，开启后是积极产糖还是乙醇是市场关注焦点，但减产的题材下，在新供应上市前，国际糖价依然处于偏强的态势中，对内糖仍有支撑。

另外，对于国内市场来说，春节后，全国气温回升，新年度的种植将影响来年国内的供应，之前我们预期因玉米价格高企，糖料种植面积可能存在下降可能，需要关注该预期是否能够兑现，若兑现则内糖近期来看仍会偏强运行。

对比国内大宗商品，内糖运行具有独立性

虽然春节期间国内大宗商品多数大幅上涨，郑糖亦在大宗商品集体上涨的氛围下亦同向上行，貌似获得了宏观氛围下的趋涨动力。但是根据我们跟着大宗商品价格指数与郑糖价格指数的相关性分析来看，二者存在较大差异，从 2006 年郑糖上市以来对国内大宗商品价格指数进行相关性分析，二者相关性仅为 0.1，从近一年来国内郑糖价格指数与国内大宗商品价格指数的走势来看，二者相关性竟然呈现微微负相关，相关性数值为-0.04，但负相关性亦不大，说明国内郑糖走势具有其行业独立特性。

综合来看，虽然大宗商品价格与国内糖价共振上涨，但长周期来看，二者运行的相关性较低，近一年来二者相关性竟然为负相关，但负相关联性也不大，内糖价格运行遵循其自身基本面，具有行业独立性。结合基本面来看，内糖上涨的驱动在于外盘上涨的持续性，预期外糖上涨的持续性在减弱，内糖续涨动力亦将减弱，只是我们需要考虑国际糖上涨是否已经完全兑现了近期的供应紧张的局面以及巴西的减产是否开始兑现，若还未完全兑现，则国际糖价仍处于高位偏强运行，对内糖的影响仍在，依然是影响内糖的关键。不过，国内糖市的现货库存压力较大，内糖驱动上行阻力亦较大，但考虑到内糖新榨季种植面积可能下降，以及国际糖价阶段性供应紧张短期难以缓解，糖价短期走势仍偏强，但面临风险隐现，技术上郑糖价格运行仍未偏离区间，60 日线面临压力回落，下方 60 日线的支撑仍在。

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。