

郑糖测试底部支撑，关注去库速度与进口成本

中州期货研究所 | 深度研究，投研一体

■概况：

一季度国际糖市走出冲高回落行情，5 月合约以 15.17 美分/磅报收，较去年底涨 3.1%。一季度郑州白糖期货波动剧烈，走出几轮冲高回落行情，5 月合约收于 5302 元/吨，较去年底涨 1.7%。

国际方面，全球食糖存供应缺口，但阶段性贸易流由紧趋松，逼仓后盘面价格回落吸引终端采购。市场焦点转移至南巴西，新一轮封锁措施令乙醇平价急跌至 12.16 美分/磅，最大化产糖预期增强，市场情绪悲观，大基金已连续四周减持净多持仓。不过，南巴西甘蔗减产风险有待开榨后验证，且巴西大豆收割延后导致大豆与糖发运重叠，需警惕 4-6 月糖发运可能受限。总体上，15 美分/磅下方巴西外产糖国出口受限，基本盘面不配合盘面进一步下跌，但宏观、原油及农产品间联动增强。

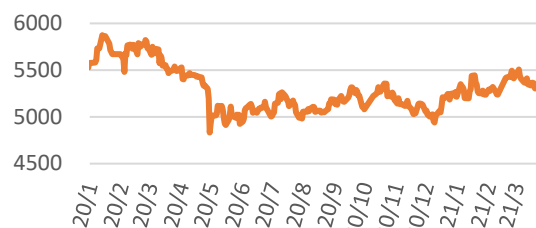
国内方面，库存拐点将现，但库存增量有待消化。本榨季以来大量进口有待消化，榨季总进口糖供应量可控，但阶段性加工糖供应大于去年同期，挤占国产糖销售市场，4 月底国产糖库存虽有望现拐点，库存增量尚需消化，现货价格下方空间有限，上涨需时间换空间。后期进口预期，糖浆管控取得成效，预期改善；进口糖成本及进口量依赖外盘，影响估值，需边走边看。

■策略提示：国内库存拐点可期，测试底部支撑，但库存增量有待消化，新进口糖估值依赖外盘，上涨需时间且不会一步到位，可在 5300-5350 附近滚动做多 09 合约。

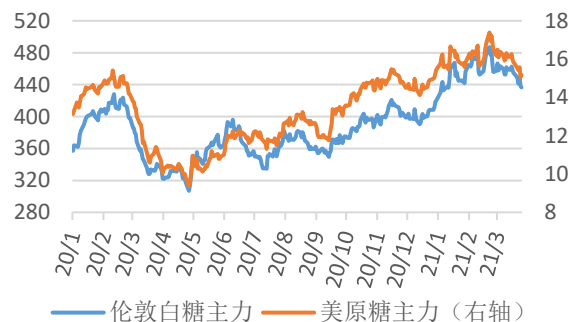
联系人

李鲜能
 期货从业资格号：F3078712
 投资咨询资格号：Z0015868
 电话：15878750416
 邮箱：lixianeng@zzfco.net

郑糖主力合约价格走势



国际糖价格走势



数据来源：文华财经

更多资讯请关注公司微信公众号



一、行情回顾

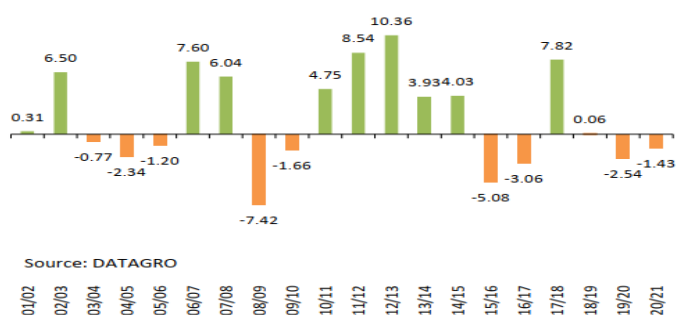
- 一季度国际糖市走出冲高回落行情。上涨行情在逼仓中触及新高，ICE 原糖 3 月合约最高涨至 18.94 美分/磅，5 月合约也一度涨至 17.52 美分/磅，伴随着逼仓结束，盘面进入下跌通道，5 月合约以 15.17 美分/磅报收，较去年底涨 3.1%。
- 一季度郑州白糖期货波动剧烈。1 月走出两轮冲高回落行情，2 月在春节前回落测试支撑，节后受外盘带动触及 5557 元/吨，3 月冲高至 5560 元/吨新高后跟随外盘回落，收于 5302 元/吨，较去年底涨 1.7%。

二、国际市场焦点与动态

- 20/21 榨季全球食糖供应缺口扩大

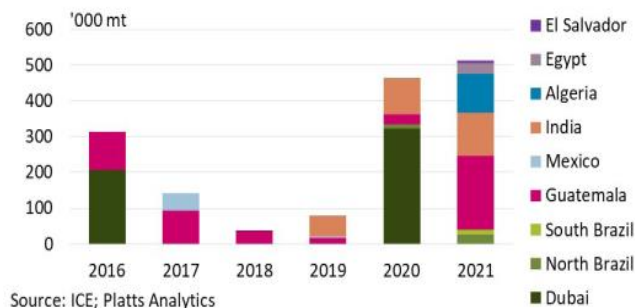
Datagro 将 20/21 榨季全球食糖供应缺口预期由 91 万吨上调至 143 万吨，库存消费比将降至 44.78%，低于 19/20、18/19 榨季的 46.38%、47%。国际糖业组织 ISO 则将供应缺口上调至 480 万吨，高于先前预期的 350 万吨，库存消费比将降至 53.33%，为近四个榨季以来新低，较 19/20 榨季降低 3.99 个百分点。1 月印度集装箱紧张抑制出口、泰国及中美洲生产偏慢及印尼大量进口导致国际贸易流偏紧，随着主产国供应增加、印尼采购趋缓，2 月贸易流由紧向松过渡，3 月趋于宽松。

图 1：全球食糖供求平衡



资料来源：Datagro，单位：百万吨

图 2：伦敦白糖 3 月合约交割明细



资料来源：Platts，单位：千吨

- 贸易流紧张刺激伦敦白糖 3 月合约交割量创合约新高

2 月 12 日到期的伦敦白糖 3 月合约交割 51.175 万吨，创合约交割量新高。其中，危地马拉、印度、阿尔及利亚占据交割糖前三甲，分别为 20.56 万吨、12.26 万吨和 10.8 万吨，巴西、萨尔瓦多交割量仅 3.955、0.6 万吨，埃及糖则首次进入盘面交割，交割量 3 万吨。接货方集中，丰益接货量接近 40 万吨，另一接货方为 Sucden；交割方则较为分散，其中 Sucden、Cevital、Alvean、Louis Dreyfus 分别交割 15、13、9、8 万吨，其余交割方包括中粮、Raisen 和印度糖业集团 Tata。

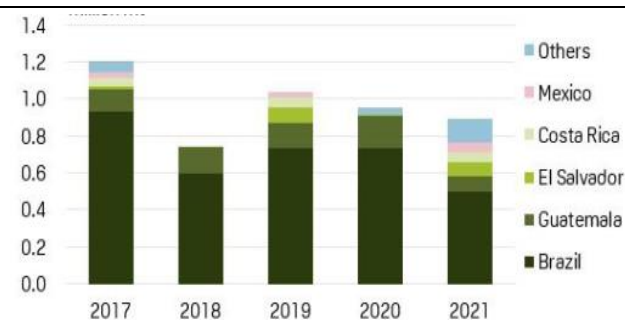
交割日 3 月合约白糖-原糖价差虽然自前期的 113 美元/吨回落至 108 美元/吨，但仍属于偏高水平，且白糖 3 月-5 月合约价差维持升水 17 美元/吨，大量交割彰显市场看多情绪，这是在泰国及欧盟减产、印度白糖出口受集装箱紧张限制，而终端白糖需求强劲下推动的。

➤ ICE 原糖 3 月合约上演逼仓行情

ICE 原糖 3 月合约于 2 月底到期，交割量 17582 手，折合 89.3216 万吨，低于预期，也低于去年 3 月份的 95.61 万吨的交割量。丰益是唯一接货方，交货方方面，交货量最大的为路易达孚，有 4941 手，其次为苏克敦，有 3875 手，交割糖来自巴西（49.5526 万吨）、中美洲（25.8318 万吨）、印度、墨西哥和阿根廷。

到期前几个交易日 ICE 原糖 3 月合约冲高至 18.94 美分/磅回落，原糖 3 月-5 月合约价差自 1.3 美分/磅附近回落至 1.08 美分/磅，部分机构解读为逼仓未成功，导致 3 月合约到期后，5 月合约继续走低。基于 5 月合约可交割量充裕，逼仓行情难以再次上演，而高价抑制实际需求，盘面转为下跌吸引终端采购。

图 3：ICE 原糖 3 月合约交割明细



资料来源：Platss，单位：百万吨

图 4：ICE 原糖 3 月-5 月合约价差



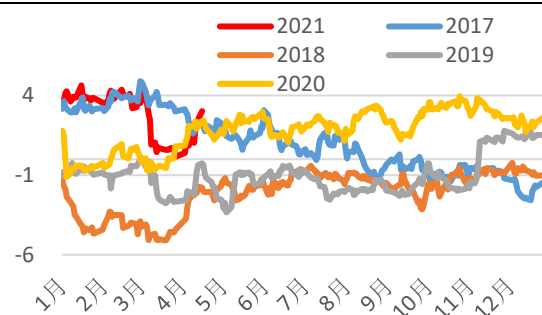
资料来源：Platss，单位：美分/磅

➤ 巴西能源及宏观变化明显

巴西石油公司频繁上调汽油价推高乙醇价格及通货膨胀率。2021 年截至 3 月 9 日，巴西石油公司共计六次上调汽油出厂价，分别为：1 月 19 日（7.93%）、1 月 27 日（5.05%）、2 月 9 日（8%）、2 月 19 日（9.98%）、3 月 2 日（4.8%）、3 月 9 日（9%），累计上调幅度近 50%。巴西总统博索纳洛批评巴西国家石油公司的管理以及燃油价格连续上涨，于 2 月 19 日宣布任命巴西国家石油公司新总裁，但此后汽油出厂价仍继续上调。受汽油价上涨带动，3 月上旬南巴西乙醇出厂价飙升至 3595 雷亚尔/立方米纪录新高，3 月中旬乙醇折糖价最高抬升至 15.96 美分/磅，较去年底增加 3.77 美分/磅。被称为巴西官方通胀率的广义消费者物价指数 2 月攀升至 0.86%，高于 1 月的 0.25%，是自 2016 年以来通胀率最高的一个月，其中汽油价格上涨占 2 月通胀的 42%。而去年 5 月以来的累计通胀率已达到 5.2%，接近年度目标上限。

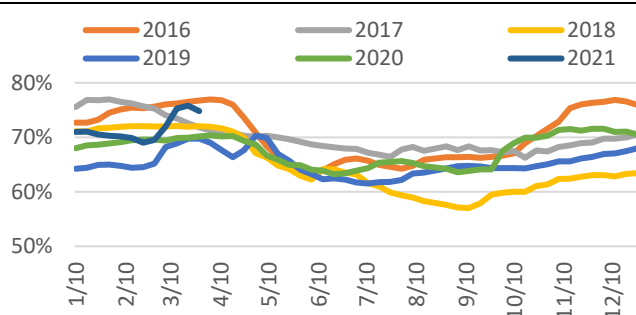
疫情及宏观影响巴西能源价格与消费。政府控制通货膨胀的手段之一即是加息，巴西央行货币政策委员会 3 月 17 日将年度基准利率提高 0.75 个百分点，从 2% 增加到 2.75%，高于市场预期的 0.5 个百分点，且表示 5 月存再次加息 75 个基点可能，至 2021 年年底，将达到 4.5% 的水平。宏观举措增加后期巴西汽油价格受政府管控担忧，叠加 3 月巴西疫情恶化，部分州开启新一轮封锁措施抑制汽油消费，巴西石油公司宣布自 3 月 20 日起下调汽油出厂价 4.98%，为年内首次。乙醇消费预期同样悲观，且 2 月底以来加油站乙醇价格涨幅超过汽油，令乙醇/汽油比价攀升至 75% 附近，乙醇竞争力降低。因此，伴随着巴西石油公司下调汽油价，乙醇价格下跌更为迅速，当前出厂价已降至 2750 雷亚尔/升，乙醇平价跌至 12.16 美/磅。

图 5：南巴西糖较乙醇溢价



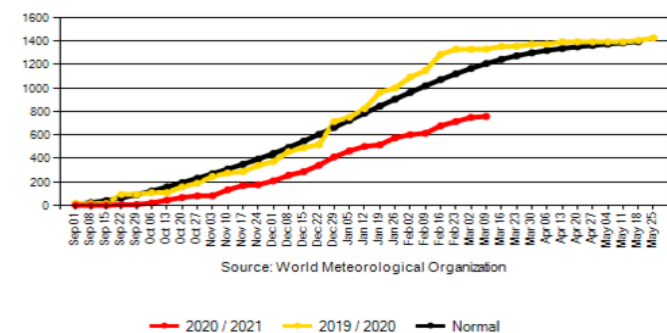
资料来源：Platts，单位：美分/磅

图 6：圣保罗乙醇与汽油比价



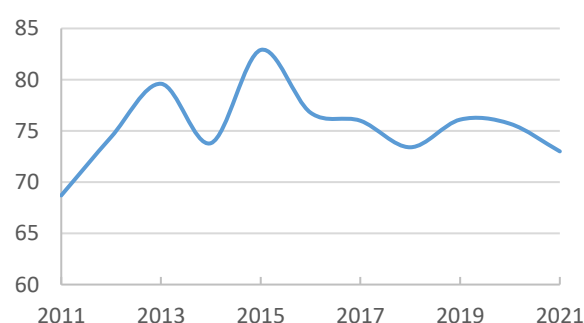
资料来源：UNICA，单位：%

图 7：圣保罗累计降雨



资料来源：WMO，单位：mm

图 8：南巴西甘蔗单产



资料来源：UNICA，单位：吨/公顷

糖收益高刺激糖厂维持高产糖用蔗比。2 月下旬糖较乙醇溢价自 4 美分/磅附近缩小至 2.5 美分/磅，3 月上半月进一步缩小至 1 美分/磅以内，但受 3 月下半月以来乙醇价格大幅下跌影响，糖较乙醇的溢价重新恢复至 2.5 美分/磅上方，超过去年同期，产糖用蔗比向糖倾斜。不过，就消费层面而言，随着巴西疫苗接种推进，今年下半年疫情将好转，且国际油价预期向好，有助于刺激乙醇消费的同时，抬升乙醇价格底。因此，新榨季南巴西产糖用蔗比维持高位毋庸置疑，但具体比例及乙醇底均需动态调整。

甘蔗量下滑导致糖减产是大概率事件。2020 年 9 月至 2021 年 3 月中旬，南巴西蔗区降雨普遍不足，其中最大产区圣保罗累计降雨较正常值低 37.2%，超预期的干旱增加甘蔗单产下滑风险，主流机构对新榨季南巴西甘蔗估产区间在 5.7-5.9 亿吨，低于本榨季的 6.05 亿吨。因此，由于甘蔗榨量下降，即使南巴西维持甚至略调高产糖用蔗比，糖产量仍将少于本榨季的 3840 万吨，机构估产集中在 3600-3700 万吨。

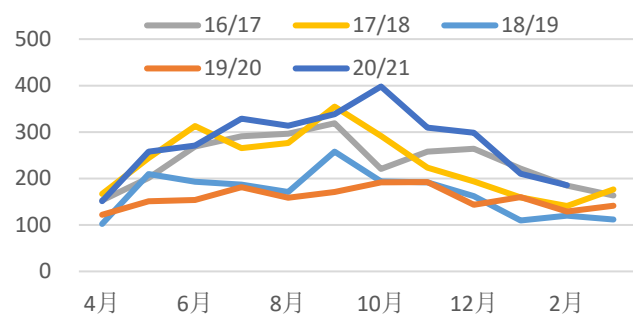
表 1：南巴西甘蔗与糖产量变动表

| 南巴西甘蔗与糖产量变动表 | | | | | | | | | | |
|--------------|--------|------|------|------|------|-------|------|------|-------|------|
| 甘蔗入榨量 | 产糖用蔗比例 | | | | | | | | | |
| | 42% | 43% | 44% | 45% | 46% | 46.5% | 47% | 48% | 48.5% | 49% |
| 55000 | 3142 | 3216 | 3291 | 3366 | 3441 | 3478 | 3516 | 3590 | 3628 | 3665 |
| 55500 | 3170 | 3246 | 3321 | 3397 | 3472 | 3510 | 3548 | 3623 | 3661 | 3699 |
| 56000 | 3199 | 3275 | 3351 | 3427 | 3503 | 3541 | 3580 | 3656 | 3694 | 3732 |
| 56500 | 3227 | 3304 | 3381 | 3458 | 3535 | 3573 | 3611 | 3688 | 3727 | 3765 |
| 57000 | 3256 | 3333 | 3411 | 3488 | 3566 | 3605 | 3643 | 3721 | 3760 | 3798 |
| 57500 | 3284 | 3363 | 3441 | 3519 | 3597 | 3636 | 3675 | 3754 | 3793 | 3832 |
| 58000 | 3313 | 3392 | 3471 | 3550 | 3628 | 3668 | 3707 | 3786 | 3826 | 3865 |
| 58500 | 3342 | 3421 | 3501 | 3580 | 3660 | 3700 | 3739 | 3819 | 3859 | 3898 |
| 59000 | 3370 | 3450 | 3531 | 3611 | 3691 | 3731 | 3771 | 3852 | 3892 | 3932 |
| 59500 | 3399 | 3480 | 3560 | 3641 | 3722 | 3763 | 3803 | 3884 | 3925 | 3965 |
| 60000 | 3427 | 3509 | 3590 | 3672 | 3754 | 3794 | 3835 | 3917 | 3958 | 3998 |
| 60500 | 3456 | 3538 | 3620 | 3703 | 3785 | 3826 | 3867 | 3949 | 3991 | 4032 |
| 61000 | 3484 | 3567 | 3650 | 3733 | 3816 | 3858 | 3899 | 3982 | 4024 | 4065 |

数据来源：中州期货研究所，单位：万吨

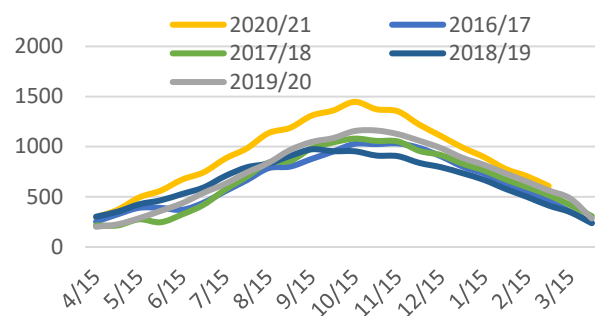
新榨季初需警惕港口物流紧张限制糖出口。巴西 1-2 月糖出口量仍处于同期历史高位，本榨季以来的 11 个月内，共计出口糖 3061.5 万吨，同比增加 1305.8 万吨。截至 2 月底，南巴西糖库存已降至 607 万吨，较去年同期高 44 万吨，预计 3 月底库存水平将接近去年同期。需警惕的是，巴西大豆收割延后，大豆发运与新榨季初糖出口重叠，市场人士预计，未来几个月船只需要等上几周才能在桑托斯靠岸，糖的出口供应或受影响。Platts 预计二季度原糖出口量将比去年同期少 26 万吨，为 520 万吨，且存在下修风险。

图 9：巴西糖出口量



资料来源：巴西外贸部，单位：万吨

图 10：南巴西糖库存



资料来源：巴西农业部，单位：万吨

➤ 印度糖出口进度受物流限制

印度糖协在今年 1 月的第二次估产中，下调印度糖估产至 3020 万吨。具体估产如下：北方邦产糖 1050 万吨，减产 213.7 万吨，乙醇分流糖 67.4 万吨，同比增加 30.4 万吨；马邦产糖 1054.1 万吨，增产 437.2 万吨，乙醇分流糖 65.5 万吨，同比增加 51.3 万吨；卡邦产糖 425.1 万吨，增产 75.7 万吨，乙醇分流糖 54.1 万吨，同比增加 29.9 万吨。预计全国乙醇分流糖 201 万吨，其中三大产区占比 93%。

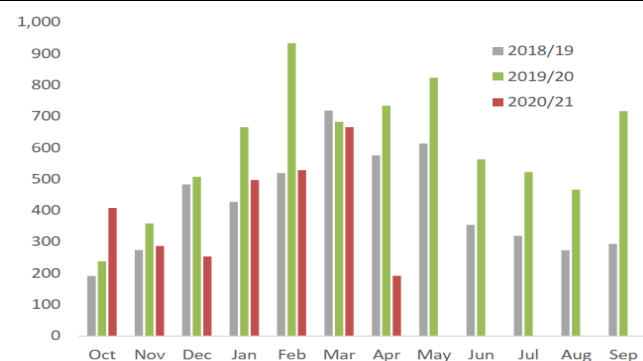
20/21 榨季开榨以来印度产糖量持续高于上榨季。截至 3 月 15 日，累计产糖 2587 万吨，同比增加 424 万吨。具体各邦生产数据：马邦产糖 940.5 万吨，同比增加 382 万吨；北方邦产糖 842.5 万吨，同比减少 29.1 万吨；卡邦产糖 413.5 万吨，同比增加 80 万吨。不过，收榨进度加快，已有 171 家糖厂收榨，高于去年同期的 138 家；收榨进度 34.06%，高于去年同期的 30.2%。

乙醇分流糖超预期，印度糖产量存不及预期风险。卡邦已收榨糖厂 62 家，同比增加 12 家，未收榨糖厂 4 家，后期产量有限。此外，因印度政府推动将汽油中的乙醇掺混比例提高至 20% 目标由 2030 年提前至 2025 年（届时乙醇分流糖量将接近 600 万吨），提供乙醇生产及产能建设的政策支持，刺激乙醇分流糖量超预期。西印度糖厂协会主席表示，将本榨季马邦糖估产由 1080 万吨下修至 1020 万吨，低于印度糖协预测的 1054 万吨。由于产糖内销收益不及乙醇，预计本榨季马邦有 120 万吨糖被乙醇分流，较印度糖协预测的 65 万吨高 55 万吨。北方邦方面，本榨季开榨的 120 家糖厂中，已有 18 家收榨，去年同期未有糖厂收榨。印度糖协预测本榨季北方邦产糖 1050 万吨，但北方邦糖业部门实地调研显示甘蔗产量不及预期，且生产乙醇可减轻糖过剩压力并能更快获得资金兑付蔗款，糖厂提高乙醇产量，预计本榨季北方邦产糖量在 980-1050 万吨。因此，下调印度糖估产至 3000 万吨，低于国际机构预测的 3100-3200 万吨，较上榨季的 2742 万吨增长 258 万吨。

出口补贴及国际糖价高位刺激印度糖出口。印度政府于 2020 年 12 月 16 日批准 600 万吨食糖出口补贴，补贴额度 5833 卢比/吨（3.6 美分/磅），低于上榨季 10448 卢比/吨（6.4 美分/磅）的补贴，叠加高糖价刺激下，本榨

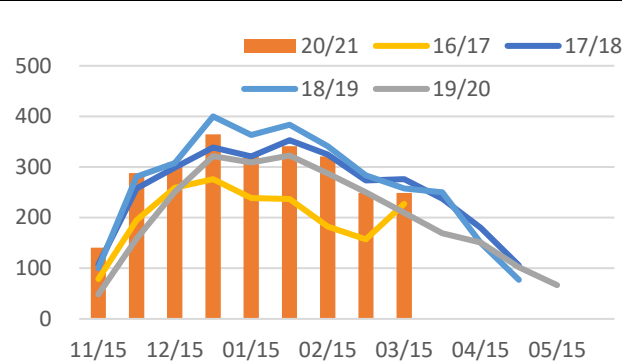
季以来糖厂已签订 430 万吨出口协议。但去年 11 月以来的集装箱紧张抑制出口发运进度，截至 3 月中旬糖实际发运量 260 万吨，低于去年同期。基于在 3.6 美分/磅出口补贴基础上，16.2 美分/磅的出口价格即可以覆盖印度原糖生产成本，预计本榨季印度糖补贴出口量 550 万吨，低于上榨季的 565 万吨。

图 11：印度糖出口发运情况



资料来源：Datagro，单位：千吨

图 12：印度半月产糖量



资料来源：ISMA，单位：万吨

表 2：印度糖估产

| | 印度糖协估产 | | | | | | 20/21 榨季其它机构估产 | |
|-----|------------|------|------------|------|------|------|----------------|-----------|
| | 19/20 榨季产量 | | 20/21 榨季估产 | | 变化 | | 印度地方邦最新估产 | 国际机构估产 |
| | 糖 | 乙醇分流 | 糖 | 乙醇分流 | 产糖变化 | 乙醇变化 | 糖 | 糖 |
| 北方邦 | 1264 | 37 | 1050 | 67.4 | -214 | 30.4 | 980-1050 | |
| 马邦 | 617 | 14.2 | 1054 | 65.5 | 437 | 51.3 | 1020 | |
| 卡邦 | 350 | 24.2 | 425 | 54.1 | 75 | 29.9 | | |
| 其它 | 511 | 4.6 | 491 | 14 | -20 | 9.4 | | |
| 累计 | 2742 | 80 | 3020 | 201 | 278 | 121 | 3000 下方? | 3150-3200 |

数据来源：ISMA，中州期货研究所，单位：万吨

➤ 泰国本榨季与下榨季预期分化

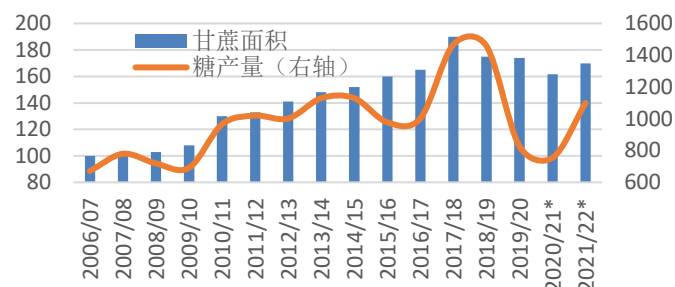
泰国接近全面收榨，减产幅度略低于预期。泰国本榨季推后 9 天开榨，产量持续低于上榨季，截至 3 月 18 日，压榨甘蔗 6626 万吨，同比减少 850 万吨；产糖 750 万吨，同比减少 76 万吨；预计未收榨的 6 家糖厂本周将全部收榨；总产糖量将接近 755 万吨，同比减少 72 万吨。

泰国糖出口持续偏低。泰国 1-2 月糖单月出口量均低于 30 万吨，同比减少近 48 万吨，升水维持高位，3 月原糖升水仍超过 2 美分/磅，可出口量下降的同时，竞争力降低。

不过，高蔗价刺激下榨季增产。本榨季泰国甘蔗价较上榨季的 750 泰铢/吨提高至 950 泰铢/吨，将刺激下榨季甘蔗种植面积增加。TCSC 提前一年对 2022 年 3 月 1 日至 5 月 15 日船期糖招标，投标升水 0.45 美分/磅至 1.35 美分/磅，种植者下榨季甘蔗估产预期 8000 万吨至 1 亿吨，糖产量及出口量将明显增加。当然也需注意到，甘蔗价提

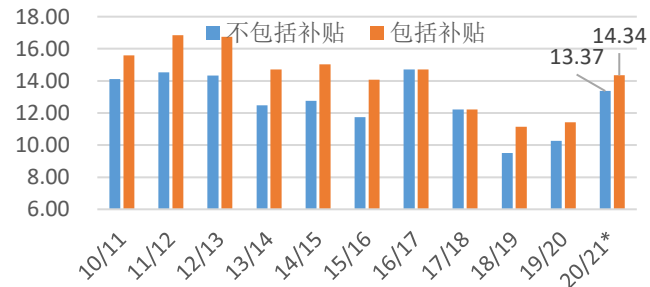
高将增加糖生产成本，泰国糖含补贴价的甘蔗成本达到 14.34 美分/磅，较前榨季增加 2.92 美分/磅，若考虑财务、加工、折旧等成本，泰国糖成本将超过 17.3 美分/磅，成本支撑提高。

图 13：泰国甘蔗面积与糖产量



资料来源：sugarzone，单位：万公顷，万吨

图 14：泰国糖的甘蔗成本



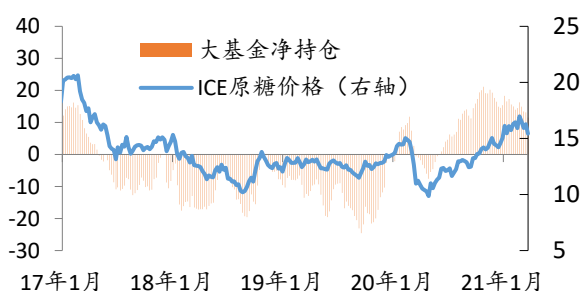
资料来源：OCBSB，单位：美分/磅

➤ 巴基斯坦左右摇摆

1 月份巴基斯坦产量不及预期升温，政府批准零关税进口 85 万吨糖，其中包括 30 万吨原糖和 50 万吨白糖，属于预期外进口需求。市场预期本榨季巴基斯坦产糖量达不到 500 万吨，低于政府预期的 550 万吨，而需求量接近 550 万吨，导致 1 月中旬巴基斯坦糖零售价较 2020 年底涨 10%，因此政府实施无关税进口以平抑糖价，但各方反对，未得以实施。进入 3 月份，巴基斯坦产量超预期，预计总产量接近 570 万吨，较官方估产高 20 万吨，糖价虽维持高位，进口仍未实施。

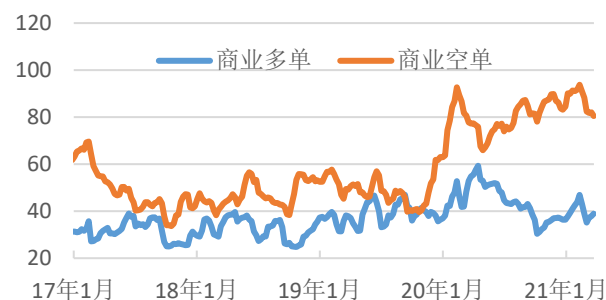
➤ CFTC 持仓变动

图 15：ICE 原糖 CFTC 大基金持仓



资料来源：CFTC，单位：万手，美分/磅

图 16：ICE 原糖 CFTC 商业持仓



资料来源：CFTC，单位：万手

大基金风向转变。一季度大基金净多持仓呈现两轮先增后减趋势，高点分别在 1 月 5 日和 2 月 23 日，净多持仓分别为 18.3、16.3 万手，第一轮净多持仓低点在 2 月 9 日，为 14 万手，当前为 11.5 万手，接近 2020 年 9 月中旬水平。总体上，大基金已略为偏空，其中连续四周增持空单，为 2020 年 4 月底以来最长连增纪录。

商业多、空持仓一增一减。商业多单总体趋于增加，当前多单水平较去年底增加 7%；商业空单则总体趋于减少，当前空单水平较去年底减少 4.7%。

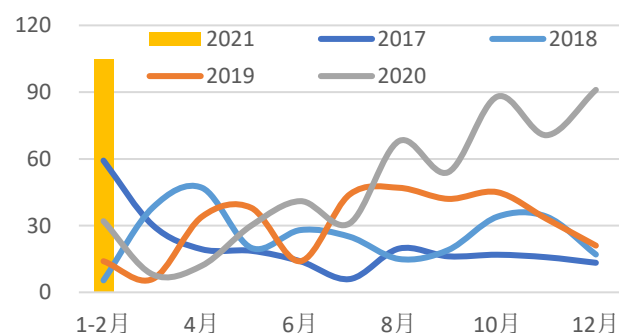
三、国内市场焦点与动态

➤ 进口糖量大，许可影响关键

我国 1-2 月累计进口糖 105 万吨，同比增加 73 万吨。20/21 榨季截至 2 月底累计进口糖 355 万吨，同比增加 224 万吨，原糖库存充裕。根据船运监测数据，3 月、4 月巴西糖到港量低位，为 12、21 万吨；但伴随着国际糖价下跌，5 月到港量增加，截至 5 月 10 日到港监测，已接近 25 万吨，表观压力增加。

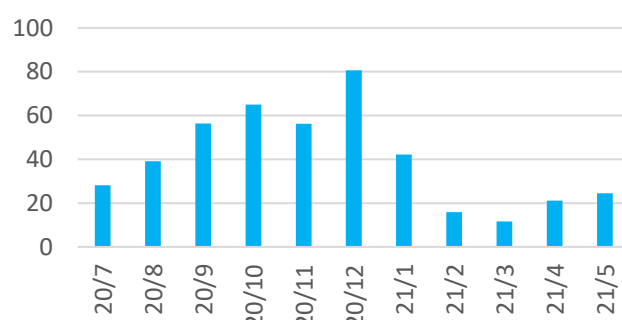
海运费大涨增加进口成本。受全球船运紧张影响，今年以来海运费大涨，巴西发往中国的船运费由去年底的 31 美元/吨涨至 54 美元/吨，预期仍有上行空间，部分增加进口成本。不过，外盘回落，配额外进口成本再次降至 5100 元/吨，成本支撑降低，ICE 原糖变动 0.5 美分/磅，进口成本相应变化约 130 元/吨，外盘走势再次影响国内价格底。

图 17：我国食糖进口量



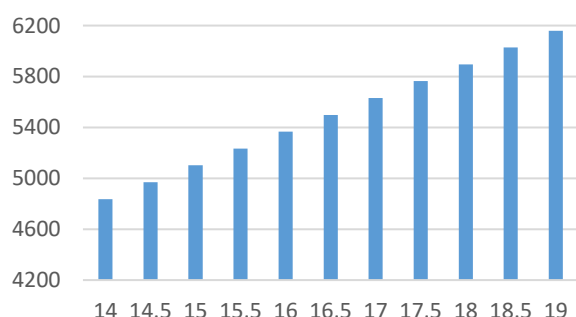
资料来源：海关总署，单位：万吨

图 18：巴西至中国食糖到港量监测



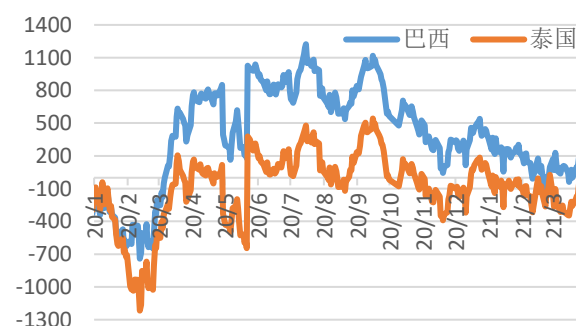
资料来源：天下粮仓，中州期货研究所，单位：万吨

图 19：ICE 原糖价格对应配额外进口成本



资料来源：文华财经，中州期货研究所，单位：元/吨

图 20：配额外进口利润

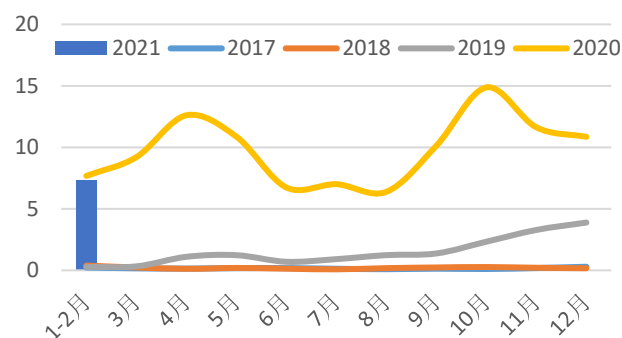


资料来源：文华财经，中州期货研究所，单位：元/吨

许可发放关键。坊间传闻 2021 年进口许可依照 1150-1200 万吨核定原糖加工产能的 25% 发放，接近 300 万吨，总量未超预期。若政策能有效执行，则进口糖流入市场量可控，海关进口量与糖实际流入市场量存差异，许可发放节奏关键。

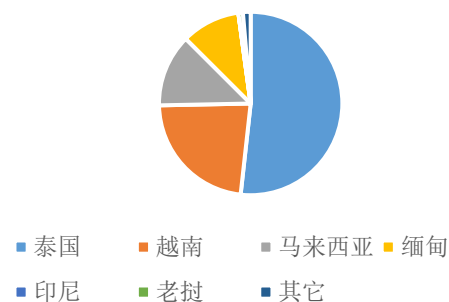
➤ 糖浆进口得到有效管控

图 21：进口糖浆变化



资料来源：海关总署，单位：万吨

图 22：2021 年 1-2 月糖浆进口明细



资料来源：海关总署

2021 年元旦开始我国对糖浆系列商品实施新税则，过去的 17029000 项细分为 17029011（糖水）、17029012（预拌粉）、17029090（其他固体糖及未加香料或着色剂的糖浆，人造蜜及焦糖），考虑到数据的可比性，三项总量更能体现糖浆系列进口情况，以下统称糖浆。2021 年 1-2 月进口糖浆 7.3 万吨，已略低于去年同期的 7.7 万吨，较去年四季度大幅缩减。其中，排名前四的为泰国、越南、马来西亚、缅甸，分别为 3.79、1.68、0.94、0.76 万吨。

新增税则子目给予政策管控空间，海关管控趋严，糖浆进口不顺畅，导致进口量大幅缩减。预计后期管控依旧严格，缅甸动乱也抑制糖浆流入，阶段性糖浆进口将维持低位，后期关注进口商及贸易商应对情况。

➤ 国产糖库存拐点将现，库存增量有待消化

受进口糖挤占，国产糖销售持续偏慢，库存增量明显。截至 2 月底，本榨季全国累计产糖 867.67 万吨，同比减少 14.87 万吨；销糖 338.5 万吨，同比减少 63.22 万吨；产销率 35.85%，同比下降 7.21 个百分点；月末工业库存 529.17 万吨，同比增加 48.35 万吨，但同比增幅较 1 月降 33.25 万吨。

广西糖库存压力大。截至 2 月底，广西累计产糖 555.88 万吨，同比减少 18.12 万吨；销糖 196.83 万吨，同比减少 49.17 万吨；工业库存 359.05 万吨，同比增加 31.05 万吨，同比增幅较 1 月降低 21.27 万吨。值得注意的是，第三方库存增量更大，截至 2 月底，广西第三方库存（包括交割库）同比增量 77 万吨，较工业库存增量高 46 万吨，意味着部分库存仅是从集团转移，并未进入消费市场。

4 月大部分产区现库存拐点。北方甜菜糖厂、海南已收榨，库存拐点已现；广西、广东总体收榨，4 月库存将现拐点；云南 4 月将有一轮集中收榨潮，5 月全部收榨，届时将现库存拐点。但去年上半年进口糖量低，今年加工

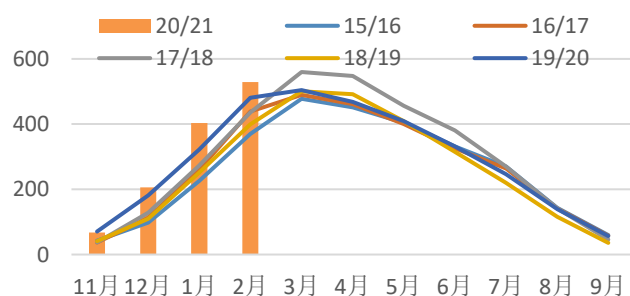
厂库存同比偏高，当前库存增量近 18 万吨，随着许可的逐渐发放，二季度加工糖仍将继续挤占国产糖销售市场，且近几年二季度现货销量总体平稳，国产糖库存增量仍有待消化。

表 3：20/21 榨季全国食糖产销进度

| 省 区 | 截至2020年2月底累计 | | | 备注 |
|--------|--------------|--------|-------|---------|
| | 产糖量 | 销糖量 | 销糖率 | |
| 全国合计 | 882.54 | 401.72 | 45.52 | |
| 甘蔗糖小计 | 743.26 | 320.02 | 43.06 | |
| 广 东 | 58.83 | 41.7 | 70.88 | 已有11家收榨 |
| 其中：湛 江 | 53.41 | 37.55 | 70.31 | 已有9家收榨 |
| 广 西 | 574 | 246 | 42.86 | 已有38家收榨 |
| 云 南 | 98.98 | 31.24 | 31.56 | 已全部开榨 |
| 海 南 | 10.71 | 0.77 | 7.19 | 已有2家收榨 |
| 其 他 | 0.74 | 0.31 | 41.89 | 已全部开榨 |
| 甜菜糖小计 | 139.28 | 81.70 | 58.66 | |
| 黑龙江 | 3.4 | 2.08 | 61.18 | 已全部收榨 |
| 新 疆 | 58.28 | 21.94 | 37.65 | 已全部收榨 |
| 内蒙古 | 72.5 | 54.38 | 75.01 | 已全部收榨 |
| 其 他 | 5.1 | 3.3 | 64.71 | 已全部收榨 |

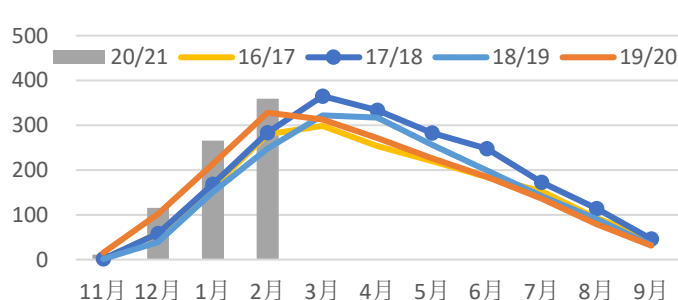
数据来源：中糖协，单位：万吨，%

图 23：国产糖当季月末工业库存



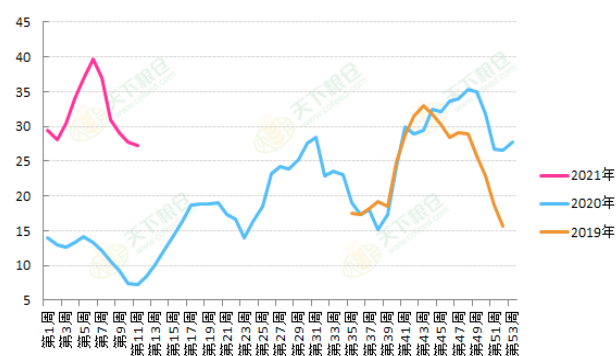
资料来源：中糖协，单位：万吨

图 24：广西糖当季月末工业库存



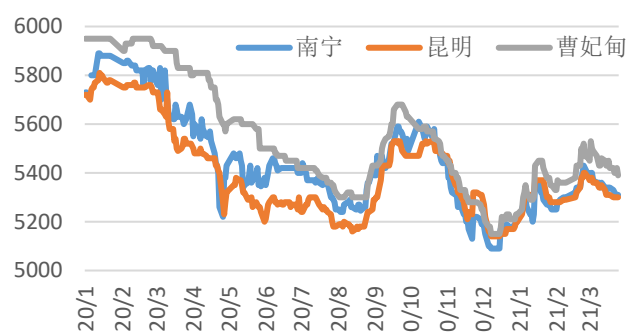
资料来源：广西糖协，单位：万吨

图 25：12 家加工糖企业库存



资料来源：天下粮仓，单位：万吨

图 26：产区白糖现货价格

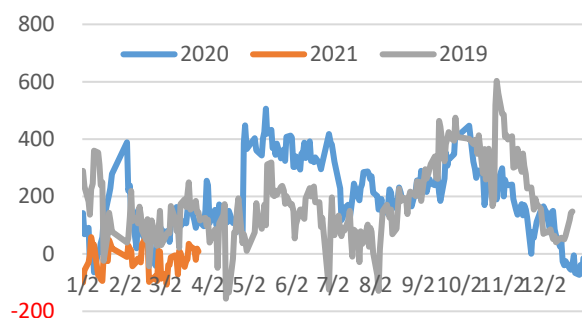


资料来源：沐甜，单位：元/吨

➤ 现货购销依赖盘面

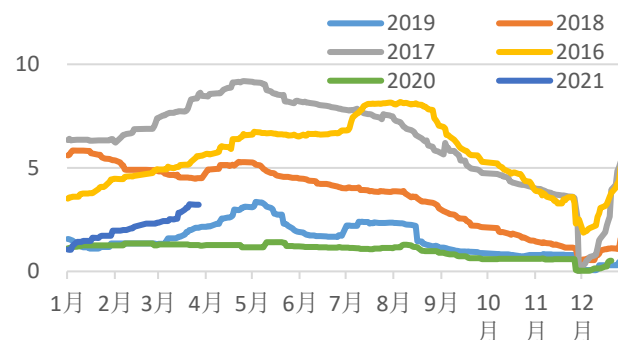
供应宽松阶段，本榨季以来现货采购明显依赖盘面。盘面强势阶段带动现货采购放量，盘面走弱下采购趋缓，囤货意愿不强。价格走势上，一季度现货价格总体偏强，加工糖报价强于国产糖报价，截至 3 月 26 日，南宁、昆明、曹妃甸报价 5310、5300、5390 元/吨，较去年底涨幅 110、100、160 元/吨。现货波动小于盘面，南宁基差区间波动，范围 65 至 -110，当前为 8，尚未看到突破驱动。基于集团资金状况尚可，现货顺价销售为主，收榨后资金压力降低，库存持续下降，集团主动降价空间有限，但加工厂库存高位，挤占国产糖销售空间，去库阶段现货上涨幅度受限。

图 27：南宁基差变化



资料来源：沐甜，单位：元/吨

图 28：郑商所白糖仓单数量



资料来源：郑商所，单位：万张

➤ 仓单水平持续高于前两个榨季

弱基差及现货库存增量明显，刺激仓单水平持续高于前两个榨季。截至 3 月 26 日，郑商所白糖注册仓单+有效预报 31254 张，明显高于 19/20 榨季、18/19 榨季的 12714、21058 张。其中，与前几个榨季不同，仓单中的广西糖源占比已高达 42%，第三方库存高企增加注册仓单便利性，在现货采购未明显改善前，仍需警惕上涨过程中的盘面抛压。

四、总结与概况

国际方面，全球食糖存供应缺口，但阶段性贸易流由紧趋松，逼仓后盘面价格回落吸引终端采购。市场焦点转移至南巴西，新一轮封锁措施令乙醇平价急跌至 12.16 美分/磅，最大化产糖预期增强，市场情绪悲观，大基金已连续四周减持净多持仓。不过，南巴西甘蔗减产风险有待开榨后验证，且巴西大豆收割延后导致大豆与糖发运重叠，需警惕 4-6 月糖发运可能受限。总体上，15 美分/磅下方巴西外产糖国出口受限，基本面不配合盘面进一步下跌，但宏观、原油及农产品间联动增强。

国内方面，库存拐点将现，但库存增量有待消化。本榨季以来大量进口有待消化，榨季总进口糖供应量可控，但阶段性加工糖供应大于去年同期，挤占国产糖销售市场，4 月底国产糖库存虽有望现拐点，库存增量尚需消化，现货价格下方空间有限，上涨需时间换空间。后期进口预期，糖浆管控取得成效，预期改善；进口糖成本及进口量依赖外盘，影响估值，需边走边看。

策略方面，国内库存拐点可期，测试底部支撑，但库存增量有待消化，新进口糖估值依赖外盘，上涨需时间且不会一步到位，可在 5300-5350 附近滚动做多 09 合约。

■免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

■联系我们

管理总部 200120

地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1502 室

Tel: 021-68395023

Email: zzzjb@zzfco.net

烟台营业部 264000

地址：烟台市芝罘区西关南街 2 号万达金融中心 20 层

Tel: 0535-6695733 传真: 0535-6692349

Email: zzyt@zzfco.net

青岛营业部 266071

地址：青岛市南京路 9 号联合大厦 19 层

Tel: 0532-85753103 传真: 0532-85753173

Email: zzqd@zzfco.net

临沂营业部 276004

地址：临沂市兰山区沂蒙路 454 号华泰(嘉锐)大厦 801

Tel: 0539-8053280 传真: 0539-8053280

Email: zzly@zzfco.net

大连营业部 116023

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2208 室

Tel: 0411-84806638 传真: 0411-84806338

济南营业部 250000

地址：济南市市中区阳光新路 67 号济南欧亚大观商都 A1-1105

Tel: 0531-83165837 传真: 0531-83165836

Email: zzjn@zzfco.net

广西分公司 116023

地址：广西南宁五象新区五象大道 403 号富雅国际金融中心 6512-6513 室

Tel: 0771-5505082 Email: zzgx@zzfco.net

烟台总部 264010

地址：山东省烟台市芝罘区万达金融中心 A 座 20 楼

Tel: 0535-6692646

Email: zzqh@zzfco.net

上海分公司 200120

上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1503 室

Tel: 021-68580502 Email: zzsh@zzfco.net

沈阳营业部 110004

地址：沈阳市和平区三好街 100-4 号 702-704 室

Tel: 024-31258299 传真: 024-31258292

Email: zzsy@zzfco.net

烟台分公司 265701

地址：烟台市开发区长江路天马中心 1 号楼 23 层 2301 号房

Tel: 0535-2169566 传真: 0535-2169566

Email: zzlk@zzfco.net

江苏分公司 210019

地址：南京市建邺区兴隆大街 188-1 号

Tel: 025-66687725

Email: zzjsu@zzfco.net

华中分公司 430000

地址：武汉市江汉区中央商务区泛海国际 SOHO 城第 3、4、6 幢 4 号楼 9 层 7 号

Tel: 027-83555585

Email: zzhz@zzfco.net

宜昌分公司 443000

地址：宜昌市伍家岗区新外盘商业中心楼 000301-01

Tel: 0717-6229585

Email: zzyc@zzfco.net