

## 供需缺口存变数

## 印度产量仍是全球糖价波动最大推手

■ 李鲜能

进入2020/2021榨季,欧盟、泰国、中美洲产量不及预期令机构频繁调整全球食糖供求平衡表,主流国际机构普遍预期本榨季存在供应缺口,分歧仅在于缺口量的大小,但对印度的修订滞后,存在高估风险。由于本榨季以来印度产糖量持续偏高,且以往印度糖业协会估产与实际产量偏差大,即使印度糖协已于1月底下修估产至3020万吨,国际机构也依然维持3100万—3200万吨估产。随着生产的推进,印度各邦关于糖厂乙醇产量超预期及糖厂将提前收榨的消息频现,增加印度糖产量不及预期风险。因此,在这个全球存在供应缺口且市场需要印度糖补充的榨季,印度糖市场动态对国际糖价的影响依然关键。

## 2020/2021 榨季印度糖产量或接近 3000 万吨

在2019年、2020年,印度西南季风降雨连续超过正常水平,水库水位增加,利于甘蔗种植与生长,上榨季因旱大幅减产的马邦、卡邦地区,本榨季甘蔗种植面积得以恢复。根据印度糖业协会卫星监测数据,2020/2021榨季印度甘蔗种植面积527万公顷,同比增加43万公顷,产糖量将较上榨季的2742万吨明显恢复。印度糖业协会在2020年10月的第一次估产中,预测本榨季印度甘蔗可产糖量为3302万吨,考虑到政府刺激、引导糖厂用甘蔗汁、B糖蜜、糖浆生产乙醇,乙醇对糖的分流量将由上榨季的80万吨扩大至200万吨,预计产糖量约3100万吨。

根据实际生产情况,印度糖业协会在2021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%。

印度糖协估产						2020/2021 榨季 其它机构估产	
	2019/2020 榨季产量 (万吨)		2020/2021 榨季估产(万吨)		变化(万吨)	印度地方 邦最新估产(万吨)	国际机构估产 (万吨)
	糖	乙醇 分流	糖	乙醇 分流	产糖 变化	乙醇 变化	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? [100—3200]

表为印度糖估产数据

就生产进度看,2020/2021榨季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%。

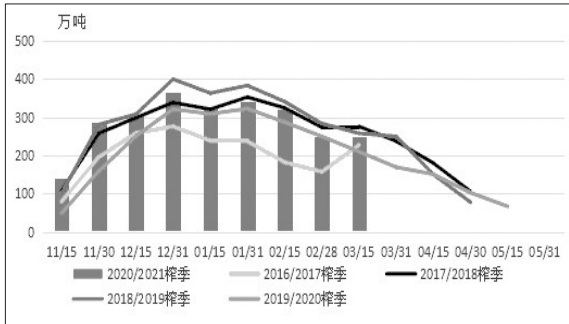


图9为印度半月产糖量

值得注意的是,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。西印度糖厂协会会长表示,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,主要因预期3月、4月将有大量糖厂收榨,收榨进度早于预期。业内人士指出,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,较印度糖业协会预测的65万吨高55万吨。北方邦方面,雨水浸泡导致甘蔗虫害严重,甘蔗量少,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。

印度糖业协会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980万—1050万吨。

因此,就印度本土估产来看,2020/2021榨季印度糖产量仍存在下修风险,3月底生产数据指引是关键。综



合评估,将本榨季印度糖估产调整为3000万吨,低于国际机构预测的3100万—3200万吨,较上榨季的2742万吨增长258万吨。

## 2020/2021 榨季印度糖估产变动的影响评估

根据印度糖供求平衡情况,2020/2021榨季期初库存1070万吨,产量3000万吨,消费量2600万吨,可出口量充足,简单就数据评估,产量变动最主要影响期末库存水平,但实际情况是,出口会存在细节差异。当前评估,本榨季补贴出口量550万吨,达不到600万吨出口目标;期末库存将降至890万吨,同比减少180万吨;库存消费比34.23%,为近4个榨季新低,较上榨季降低7.49个百分点。库存压力明显缓解,榨季生产结束后,国内国内糖价将慢慢抬升。

	期初库存 (万吨)	产量 (万吨)	消费量 (万吨)	净出口 (万吨)	期末库存 (万吨)	库存消费比 (%)
2016/2017 榨季	780	2030	2450	-30	390	15.92%
2017/2018 榨季	390	3250	2540	27	1073	42.24%
2018/2019 榨季	1073	3316	2550	380	1459	57.22%
2019/2020 榨季	1459	2742	2565	565	1071	41.75%
2020/2021*榨季	1071	3000	2600	580	891	34.27%

表为印度糖供求平衡

出口方面,疫情影响印度经济及财政,经过蔗农抗议、糖厂及相关部门极力争取,2020年12月16日政府才同意批准600万吨食糖出口补贴,补贴额度5833卢比/吨(3.6美分/磅),远低于上榨季10448卢比/吨(6.4美分/磅)的补贴。虽然补贴在减少,在国际糖价上涨助推下,印度糖厂已签订430万吨出口协议(包括30万吨上榨季出口补贴配额),但去年11月以来的集装箱紧张抑制制出口发运进度,本榨季以来仅发运糖250万吨。

通常未有出口需求年份,印度只生产白糖用于内销,只有确定的出口需求才会生产原糖,本榨季出口补贴政策出台时间较上榨季延后两个半月,导致出口进度推后,集装箱紧张进一步抑制白糖出口,目前近80%出

口为原糖,若后期收榨超预期,原糖的生产能否满足出口存疑。

此外,印度糖大量出口集中在一、二季度,因6—9月为印度雨季,糖的发运会受限,相当于印度糖出口时间窗口被压缩。印度全国合作制糖厂联合会因而预计本榨季印度糖出口量仅500万吨,Bloomberg的一项调查接近此估值,预测本榨季印度糖出口量490万吨,低于上榨季的595万吨。不过,基于3.6美分/磅的出口补贴,16.2美分/磅的出口价格即可以覆盖印度原糖生产成本,且本榨季政府允许糖厂将内销配额与出口配额进行交换,对存在出口需求的糖厂更加便利,目前交换量已达到47万吨,有助于促进出口。因此,暂且评估新榨季印度糖补贴出口量550万吨,低于前期预期的600万吨。

对于国际市场而言,印度糖产量调整直接影响榨季供求平衡。近期Datagro将2020/2021榨季全球食糖供应缺口预期由91万吨上调至143万吨,连续第二个榨季过剩,但其对印度糖估产为3200万吨,按照印度糖估产3000万吨估算,则Datagro的全球供应缺口预期需上调至343万吨。国际糖业组织ISO则将供应缺口预期上调至480万吨,高于先前预期的350万吨,其对印度糖估产为3100万吨,按照印度糖估产3000万吨估算,则ISO的全球供应缺口预期高达580万吨,期末库存降至9169万吨,同比降低592万吨;库存消费比将降至52.75%,为近4个榨季以来新低,较2019/2020榨季低4.57个百分点,全球供求格局改善。

综上所述,2020/2021榨季印度糖出口时间窗口缩短,集装箱紧张限制出口进度以及提前收榨可能影响原糖出口量,都会对国际糖贸易流产生一定影响,尤其是当前至二季末,在南巴西糖未大量供应前,印度糖出口影响尤为关键,近月合约下方空间有限,远月合约则更多受新榨季南巴西糖影响。

此外,随着印度糖期末库存恢复至相对正常水平,叠加下榨季乙醇政策推进有助于进一步分流糖过剩压力,下榨季首要关注印度糖产量与消费量间的差额,暂且评估在350万吨附近,来自印度糖的出口压力减轻,且补贴出口预期也趋于弱化,印度糖对国际糖市冲击降低。

(作者单位:中州期货)

芝商所投资教育专栏

## 美元走强 人民币汇率贬值压力增大？

■ 程小勇

2月下旬以来,伴随美债收益率攀升,美元汇率也出现持续反弹,一改此前市场对2021年美元汇率会持续贬值的预期。笔者认为当前全球经济形势出现新的变化,2020年“美弱欧强”的格局发生了变化,在疫苗接种和新一轮大规模财政刺激下,美国经济出现回补式增长,而欧洲受制于疲弱的经济结构导致经济复苏力度弱于美国,而中国经济目前处于相对稳定的增长阶段,因此美元兑人民币汇率存在一定的反弹空间,但并不意味着人民币兑美元会出现大幅贬值,贬值的压力来源于新兴市场货币。

## 美元汇率和名义利率继续反弹,原因何在？

从美国市场来看,美国经济复苏势头和财政刺激会继续引导美元汇率和名义利率继续反弹,具体来看:

一是美联储3月议息会议按兵不动,对通胀容忍度较高。北京时间3月18日,美联储发布利率决议,维持联邦基金基准利率在0—0.25%不变。美联储几乎没有任何干预美债收益率攀升的动作。

美联储的政策逻辑是用宽松货币政策配合积极财

政政策提振通胀预期,进而刺激经济增长,帮助受到疫情破坏的美国经济爬出深坑。然而,超宽松的经货币政策可能助长通胀深度低估通胀的风险,为弥补通胀攀升带来的损失市场参与者需要更高的投资回报率,美国国债收益率上行过快。

美联储上调经济增速和通胀预估,但认为通胀回升是暂时的。议息会后公布的最新经济展望数据显示,美联储上调了今明两年的GDP增长预期,下调了2023年的增长预期,下调了今、明、后三年的失业率预期,上调了今、明、后三年的个人消费支出价格指数(PCE)通胀率以及剔除食品与能源的核心PCE通胀预期。

虽然美联储将今年的名义PCE和核心PCE预期分别上调至2.4%和2.2%,但预计都将在明年重新降至2%,代表通胀压力短暂。美联储认为美国经济今明两年回升是确定的,但是对2023年经济前景展望没有信心。和1月声明一样,本次声明也重申,“部分经济将严重依赖疫情发展形势”,并加上了“包括接种的进展”。本次声明依然认为,新冠肺炎疫情带来的公共卫生危机“继续施压经济活动,就业和通胀,并对经济前景构成重大风险”。

二是美债收益率攀升还有空间,实际上笔者认为美债收益率可能处于长期底部。受新冠肺炎疫情的影响,10年期美债收益率降至0.55%的历史性低位。疫后复苏和大宗商品价格提升了通胀预期。除非美联储将来实施负利率,否则本轮利率周期大概率已见底。

三是观察美联储公布的点阵图发现,美联储有提前加息的可能。会后公布的点阵图显示,和上次发布的点阵图一样,所有美联储官员均预计今年利率保持不变,不同于上次点阵图的是,本次有4人预计2022年将加息,比上次多1人;本次18人中有7人预计2023年加

息,人数占比将近40%,比上次预期2023年加息者多2人,而且7人中有6人预计届时利率超过0.5%(若一次加息25个基点,即可能在前基础上至少加息两次)。现任美国财政部长、美联储前主席耶伦提到第三轮财政刺激落地后,2022年美国有望实现充分就业。该判断带有强烈的货币政策信号,说明最迟在2022年下半年美联储将引导加息预期。

四是美联储对疫情担忧还未消除。鲍威尔表示,虽然疫情对于经济的影响是真实而且广泛的,但通过迅速而有力的行动,最糟糕的情况已被避免,但那些受到病毒死灰复燃以及更远社交距离影响的经济部门仍然保持疲软,而保持在6.2%的失业率也低估了经济的缺口。他同时补充称,美联储目前将利率维持在接近零的水平,并购买债券以保持信贷流动和支撑经济。

## 预期中国不会出现大规模资金外流,为什么？

从人民币汇率来看,中国经济复苏最强硬的时期已经过去,我们预计一季度中国GDP增速在低基数的支撑下同比增速可能是近10年以来单季最高的。另外,国内政策退出会逐步显现,中美利差缩减可能意味着国际资本流入中国的净额可能出现一定的回落。最近国常会提出“保持宏观杠杆率基本稳定,政府杠杆率要有所降低”,这意味着2021年中央和地方政府杠杆率会有所下降。

不过,笔者并不认为中国会出现大规模资金外流,原因有几个方面:一是中国经济对外依存度下降,高层反复强调要“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”;二是中国工业体系完

备,制造业升级导致中国出口竞争力上升,随着全球贸易份额不断攀升,经常性账户余额在未来很长一段时间是正值;二是中国经济受益于新技术、新基建和“碳中和、碳达峰”带来的新经济要素增长,经济潜在增速总体上会强于美国。

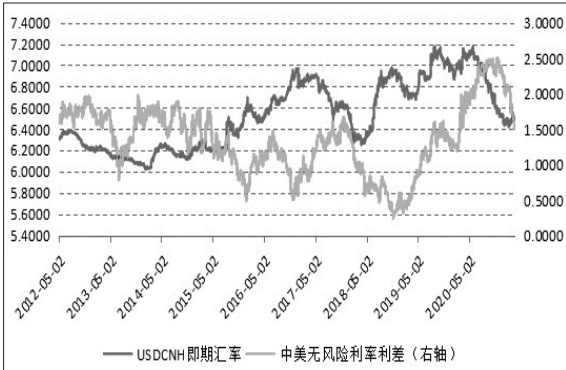


图11为中国美国债利差和美元兑离岸人民币(CNH)汇率走势对比

因此,从人民币汇率来看,2月下旬至3月下旬,人民币兑美元出现小幅的贬值是正常的双向波动范围,未来人民币资产依旧是全球资本最青睐的,美元兑欧元、新兴市场货币存在较大的反弹空间,但美元兑人民币升值有限。投资者可以留意芝商所的离岸人民币期货合约(CNH),适当地调整对冲交易的策略或者捕捉投资机会。截至3月中旬,芝商所离岸人民币期货合约今年一季度的未平仓合约达3900张,同比增127%,可见其流动性之高。

(作者单位:宝城期货)