

进口价格拖累，郑糖难有大涨

观点：

由于油价波动性较大，叠加巴西增产预期与需求不振，2020/21 榨季国际糖市大概率由供需偏紧状态再次回归宽松，国际糖价中长期不具备大幅反弹的支撑。而对于国内糖价，需求因疫情影响降低的数量是存在的，使得减产氛围的利好作用削弱。目前主要的价格逻辑在于原糖受挫腰斩叠加进口关税取消，进口价格对国内食糖的冲击，也因此短期内现货报价难以有效抬升，对糖价的利空作用较大。不过重要的是，随温度回升，食糖消费需求或被拉动，以 5 月 22 日取消关税日期为节点，或存在边际利多的支撑。目前糖价已经回落至 4800 一线，下跌空间或有限，但不具备大涨的基础。

建议：

5 月以低位震荡为主，参考区间 4700-5100，不建议投资者追空，可逢低试多不追高。

研发&投资咨询

刘琳

从业资格号：F3031211

投资咨询号：TZ015084

：029-68764822：liulin@cafut.cn

地址：西安市浐灞大道 1 号

浐灞商务中心二期四层

电话：400-8696-758

网址：www.cafut.cn

一、行情回顾

4月ICE原糖价格继续维持偏弱震荡，巴西率先进入2020/21榨季，因原油价格继续弱势引发乙醇汽油价格利润收缩，市场偏向甘蔗制糖比与产糖量将出现大幅回升，叠加巴西雷亚尔贬值状态未有好转，导致套保需求激增，从而拖累糖价，跌幅约13%，较春节过后跌幅明显放缓。4月郑糖完成了主力合约的更换，主要矛盾也逐步由疫情带来的需求收缩未体现转变为5月22日关税取消后进口食糖成本大降将冲击国内糖价，国内期现货价格因此出现联袂下跌；其中，郑糖价格由5380一线跌至4760一线，跌幅近12%，现货报价随之继续调降。

图 1：ICE 原糖主力合约日 K 线走势图 单位：元/吨



资料来源：文华财经，长安期货

图 2：SR2009 合约日 K 线走势图 单位：元/吨



资料来源：文华财经，长安期货

二、基本面分析

（一）国际市场基本情况

1、雷亚尔贬值，助推巴西食糖增产

巴西甘蔗行业协会最新报告显示，巴西中南部2019/20榨季截止3月底累计产糖2672.9万吨，同比增加0.83%，甘蔗制糖比34.32%，低于2018年同期35.21%。对于于4月初开始的2020/21榨季来说，疫情与石油价格双重影响下原糖重挫40%至9.3美分一线后低位徘徊，且雷亚尔走势疲软使得以美元计价的商品价格更具吸引力，低价位的糖价不仅使巴西等主产国套保需求激增，也使得新榨季增产成为市场主

流预期。咨询公司 JOB Economia 预计 2020/21 榨季产糖量将达创纪录的 4100 万吨，同比增加 1140 万吨，因新冠肺炎疫情爆发导致乙醇需求量下降，且促使巴西糖厂将生产更多的糖而非乙醇；而出口量将从 1944 万吨增加至 2980 万吨。

2、印度--产销趋弱

ISMA 表示，2019/20 榨季截止 4 月 15 日该国累计产糖 2478 万吨，同比降低 20.5%，目前仍有 139 家糖厂仍在压榨，同比减少 33 家。销量方面，疫情引发的封锁措施影响下，预计 2019/20 榨季国内食糖消费量将下降约 200 万吨至 2400 万吨，且需求受挫或表现在夏季消费旺季期间，即使接触封锁也需要一个月左右的时间才能让给该国整个儿食糖供应链和行业复苏，且当期的损失或无法弥补。

3、供强需弱延续，糖价缺乏利多支撑

目前糖市的主要矛盾在于，一是国际油价重挫背景下，2019/20 榨季因主要产糖国大幅减产造成的供应紧张现象难以持续，2020/21 榨季全球糖市供应将逐步由供给偏紧向宽松转化的预期逐步明朗；二是疫情蔓延下，各国采取封城措施仍未结束，由此造成的消费需求下降成为疫情缓解前制约糖价的主要因素，同时，出口受限，后期库存积累也将成为拖累糖价的主因。这使得短期内糖价上涨略显乏力，中长期来看，仍以低位震荡为主。

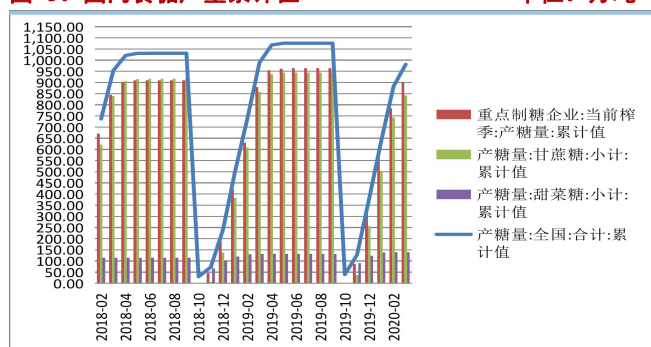
（二）国内市场基本情况

1、进口数量或延续高于预期

海关数据显示，今年 3 月我国进口糖 8 万吨，同比增加 2.4 万吨，增幅 42.86%，而 1-2 月累计进口 32 万吨，同比增加 18 万吨，2019/20 榨季截止 3 月底我国累计进口糖 139 万吨，同比增加 34 万吨，无论单月的进口数据还是当前榨季的进口数量，均保持同比放量的态势。由于 2019/20 榨季糖价进入三年减产、糖价也相应步入牛市周期的炒作，增加了我国食糖进口数量。春节过后，新冠肺炎疫情的爆发使得市场普遍预期上半年进口数量缩减，但一季度的进口数据并未因此降低，反而借助原糖价格大幅下挫带来

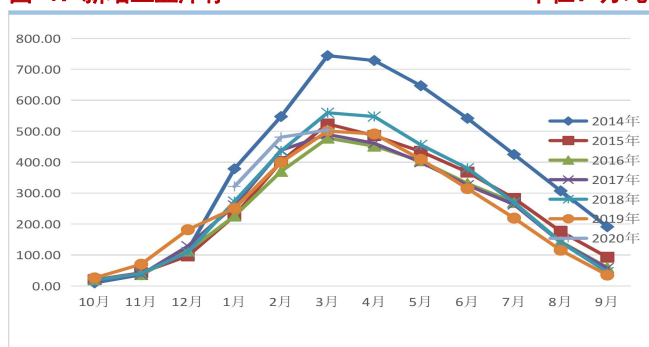
的进口成本降低优势进口更多的糖，数量方面也远远高于预期。5月22日，配额外食糖进口关税取消概率大，85%的进口关税将恢复至50%，叠加原糖自15美分一线回落至9.5美分一线，进口原糖价格将面临双重支撑的崩溃，自3月27日至4月27日之间，巴西配额外85%关税下加工糖价由4961下跌至4164，泰国糖由5485跌至4934，参考巴西糖进口价格来看，下方仍有空间。但随着5月22日关税最后时间节点临近，预计空头资金将在此之前宣泄做空情绪。若关税真正取消，届时或对盘面有边际性利好。

图 3：国内食糖产量累计值 单位：万吨



资料来源：wind，长安期货

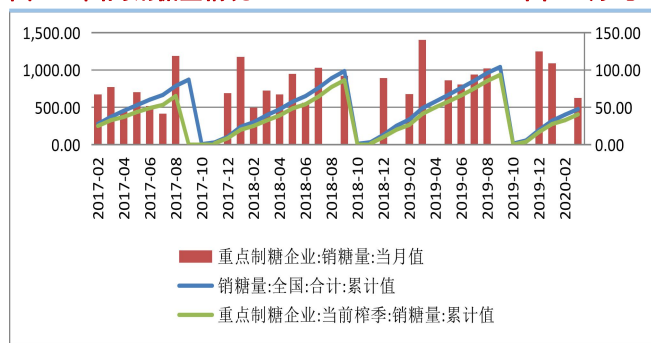
图 4：新增工业库存 单位：万吨



资料来源：wind，长安期货

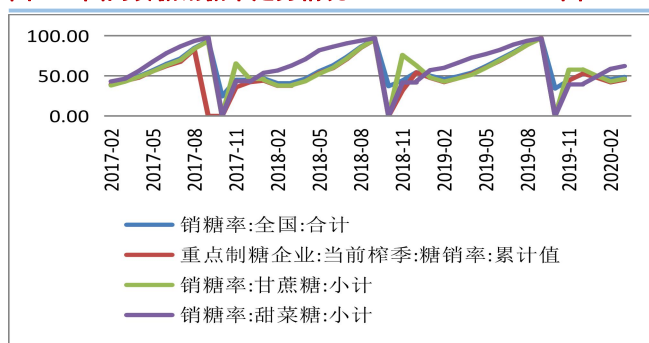
2、去库存速度短期延续放缓，中期或有抬升

图 5：国内销糖量情况 单位：万吨



资料来源：wind，长安期货

图 6：国内食糖销糖率走势情况 单位：%



资料来源：wind，长安期货

压榨方面，今年开榨早于往年，收榨也明显提前，甘蔗压榨量下降，不过今年出糖率较高，总体糖产量预计在1020万吨，预计同比略降50万吨左右。wind数据显示，3月份我国食糖工业库存为504万吨，环比增加23万吨，同比基本维持平衡，增加4万吨。整体来看，3月份食糖工业库存仍处在上升期，随着国内主要产糖区陆续收榨，库存增幅大幅放缓。但从消费端来看，3-5月是传统的消费淡季，而疫情影响下导致含糖饮料的滞销以及饭店餐馆的关停使得国内整体消费受到一定影响，需求情况更显不足。随着后期食糖进入纯消费期，工业库存或进入季节性回落阶段，但一季度滞销的含糖饮料或一定程度上挤占食

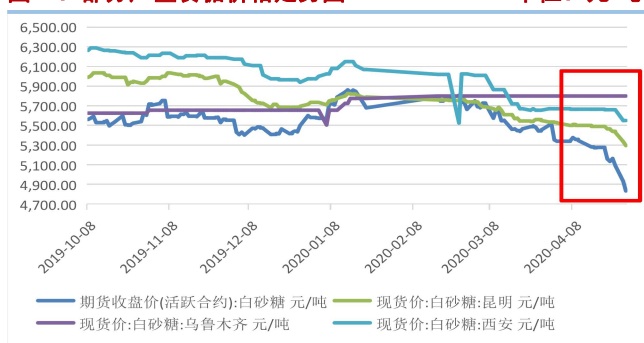
糖的需求空间，叠加进口糖源流入超预期，预计 5 月食糖去库存的速度将继续放缓，但中期来看，温度回升将提振需求。

3、成交欠佳，现货报价接连下挫

截止 3 月底，本制糖期全国累计销售食糖 476.95 万吨（上制糖期同期 489 万吨），累计销糖率 48.61%（上制糖期同期 49.41%），同比变化不大。但 3 月单月售糖 75.23 万吨，同比下降 75.79 万吨，降幅 50.19%。主要原因仍是疫情影响凸显，同时，由于 2019 年 4 月以后国内实行减税降费措施，激发国产糖的价格优势并推升销量同比增长，因此较往年的实际销量相比降幅或达不到该值。从 3-4 月的现货报价来看，越临近关税取消的节点价格回落幅度越大，在现货买涨不买跌的规律下，现货成交量出现萎缩。此外，进口加工糖源低价流入，也拖累糖价下行。短期来看，期货市场悲观预期带动现货价格不断补跌，基差大幅拉升至超常态或引发做多资金进入推升期价，现货走货不畅仍或使期价反弹承压。

图 7：部分产区食糖价格走势

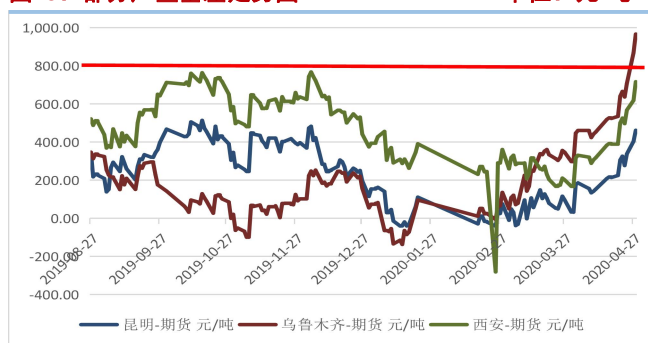
单位：元/吨



资料来源：wind，长安期货

图 8：部分产区基差走势图

单位：元/吨



资料来源：wind，长安期货

三、小结与展望

目前来看，由于油价波动性较大，叠加巴西增产预期与需求不振，2020/21 榨季国际糖市大概率由供需偏紧状态再次回归宽松，国际糖价中长期不具备大幅反弹的支撑。而对于国内糖价，由于需求因疫情影响降低的数量是存在的，使得减产氛围的利好作用削弱。目前主要的价格逻辑在于原糖受挫腰斩叠加进口关税取消，进口价格对国内食糖的冲击，也因此短期内现货报价难以有效抬升，对糖价的利空作用较大。不过重要的是，随温度回升，食糖消费需求或被拉动，以 5 月 22 日取消关税日期为节点，或存在边际利

多的支撑。目前糖价已经回落至 4800 一线，下跌空间或有限，但不具备大涨的基础，因此 5 月以低位震荡为主，参考区间 4700-5100，不建议投资者追空，可逢低试多不追高。

免责声明

本报告基于已公开的信息编制，但对信息的准确性及完整性不作任何保证。本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长安期货投资咨询部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

长安期货各分支机构

江苏分公司

地 址：常州市新北区高新科技园 3 号楼 B 座 307
电 话：0519-85185598
传 真：0519-85185598

山东分公司

地 址：山东省烟台市经济技术开发区珠江路 10 号
电 话：0535-6957657
传 真：0535-6957657

福建分公司

地 址：福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号
新景中心 B 栋 1007-1008 室
电 话：0592-2231963
传 真：0592-2231963

上海营业部

地 址：上海市杨浦区大连路宝地广场 A 座 1605
电 话：021-60146928
传 真：021-60146926

郑州营业部

地 址：郑州市郑东新区商务外环 30 号期货大厦
1302 室
电 话：0371-86676963
传 真：0371-86676962

淄博营业部

地 址：山东省淄博市高新区金晶大道 267 号颐
和大厦 B 座 501 室
电 话：0533-6217987 0533-6270009

汉中营业部

地 址：汉中市汉台区东一环路北段康桥枫景一
期三层
电 话：0916-2520085
传 真：0916-2520095

宝鸡营业部

地 址：宝鸡市渭滨区经二路 155 号国恒金贸大
酒店 21 层
电 话：0917-3536626
传 真：0917-3535371

西安和平路营业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206088 029-87206178
传 真：029-87206165

西安经济技术开发区营业部

地 址：西安经济技术开发区凤城八路 180 号长
和国际 E 座 1501 室
电 话：029-87323533 029-87323539
传 真：029-87323539

能源化工事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206172
传 真：029-87206165

金融事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206171
传 真：029-87206163

农产品事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206176
传 真：029-87206176

金属事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87380130
传 真：029-87206165