

基本面利多有限，白糖短线多单可酌情止盈

主要观点

行情回顾

1月上半月白糖内外盘均实现突破上涨。国际原糖12月在13.5美分附近持续徘徊，1月在印度压榨进度落后的基本面利多及突发的地缘政治因素影响下快速上涨，并突破14美分，到达近9个月高位。

国内白糖1月在资金拉动下持续抬升，基本面角度来讲在12月糖厂全面开榨后，糖价上行压力较大，因此本轮上涨并非基本面推动，更多可从进口成本影响和榨季减产预期的角度去解释。截至上周五，郑糖05合约已打至5882点，为近两年高位。

后市展望

国际方面，各分析机构陆续上调2019/20榨季全球糖市缺口，印度、泰国新榨季产量调降，加之印度新榨季开榨节奏滞后，基本面利多原糖。加之近期中东地区冲突对原油价格影响较大，甘蔗制乙醇有力可图，宏观面也在一定程度上支撑了原糖价格。

国内方面，今年白糖开榨较早，产量及库存高于往年同期，但年关将近，加工糖厂陆续停工，且受年前备货的影响，销糖情况表现较好，原糖价格走高也从进口成本角度推动了郑糖走高。不过基本面并不能完全作为解释近两周郑糖快速拉升的原因，因为现货价格涨幅远不及期价涨幅，现货基差已出现贴水，因此更多是受资金面的影响，继续追高风险较大。

操作建议

操作上，短线多单可部分止盈，留少量仓位关注6000一线的压力情况，前期未开仓的年前不建议入场追高。

报告日期 2020-01-13

研究所

史玥明

白糖期货分析师

从业资格号：F3048367

电话：010-84183099

邮件：shiyueming@guodu.cc

主力合约行情走势



目录

| | |
|-------------------|----|
| 一、行情回顾..... | 5 |
| 二、国际原糖分析..... | 6 |
| (一) 基本面分析..... | 6 |
| 1、全球供需分析..... | 6 |
| 2、主产国供需分析..... | 7 |
| (二) 资金面分析..... | 9 |
| (三) 宏观面分析..... | 10 |
| 三、国内白糖分析..... | 10 |
| (一) 基本面分析..... | 10 |
| 1、产销、进口、库存分析..... | 10 |
| 2、成本利润分析..... | 12 |
| (二) 政策面分析..... | 12 |
| 四、后市展望..... | 13 |

插图

| | |
|-------------------------|----|
| 图 1 白糖内外盘主力合约走势..... | 5 |
| 图 2 白糖 1/5/9 合约走势..... | 5 |
| 图 3 白糖 9-1 价差..... | 5 |
| 图 4 白糖量价分析..... | 5 |
| 图 5 白糖基差..... | 6 |
| 图 6 白糖现货价格..... | 6 |
| 图 7 全球白糖供需平衡..... | 7 |
| 图 8 巴西双周糖入榨量..... | 8 |
| 图 9 巴西糖月出口量..... | 8 |
| 图 10 巴西双周糖产量..... | 9 |
| 图 11 巴西双周制糖比..... | 9 |
| 图 12 巴西白糖供需平衡..... | 9 |
| 图 13 印度白糖供需平衡..... | 9 |
| 图 14 欧盟白糖供需平衡..... | 9 |
| 图 15 泰国白糖供需平衡..... | 9 |
| 图 16 CFTC 持仓..... | 10 |
| 图 17 CFTC 净持仓与期价走势..... | 10 |
| 图 18 原油与白糖期价走势..... | 10 |
| 图 19 美元指数与巴西汇率..... | 10 |
| 图 20 甘蔗糖月产量..... | 11 |
| 图 21 甜菜糖月产量..... | 11 |
| 图 22 全国月产糖量..... | 11 |
| 图 23 全国销糖率..... | 11 |

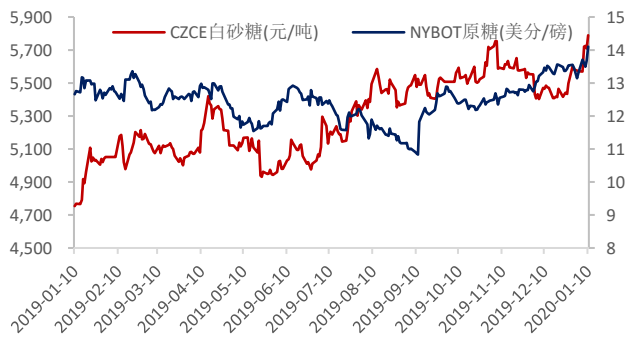
| | |
|-------------------------|----|
| 图 24 白糖仓单量 | 11 |
| 图 25 白糖工业库存 | 11 |
| 图 26 巴西配额内进口成本与利润 | 12 |
| 图 27 泰国配额内进口成本与利润 | 12 |
| 图 28 巴西配额外进口成本与利润 | 12 |
| 图 29 泰国配额外进口成本与利润 | 12 |

一、行情回顾

1月上半月白糖内外盘均实现突破上涨。国际原糖12月在13.5美分附近持续徘徊，1月在印度压榨进度落后的基本面利多及突发的地缘政治因素影响下快速上涨，并突破14美分，到达近9个月高位。

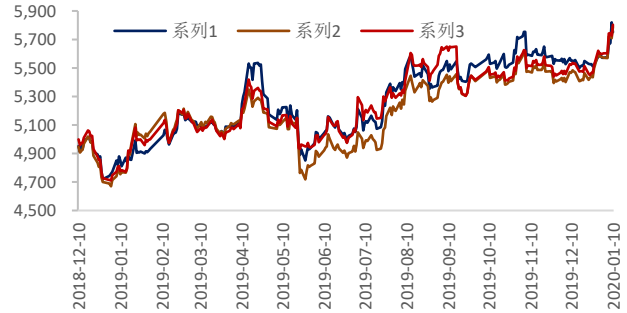
国内白糖1月在资金拉动下持续抬升，基本面角度来讲在12月糖厂全面开榨后，糖价上行压力较大，因此本轮上涨并非基本面推动，更多可从进口成本影响和榨季减产预期的角度去解释。截至上周五，郑糖05合约已打至5882点，为近两年高位。

图1 白糖内外盘主力合约走势



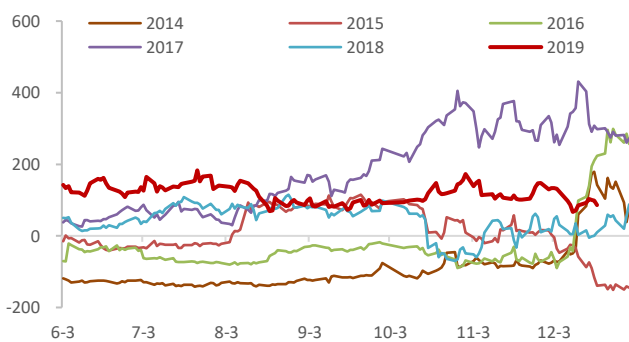
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 白糖 1/5/9 合约走势



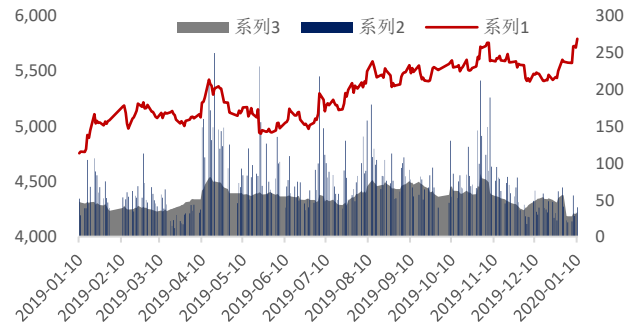
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 白糖 1-5 价差



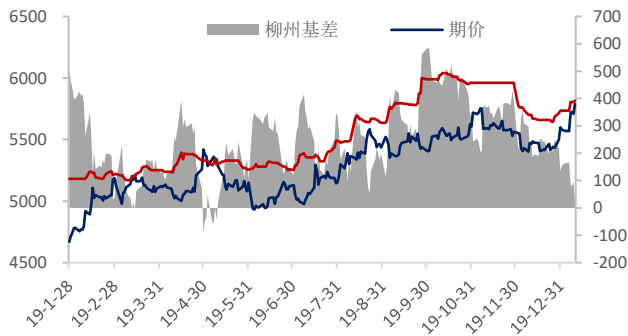
数据来源：Wind、国都期货研究所

图4 白糖量价分析



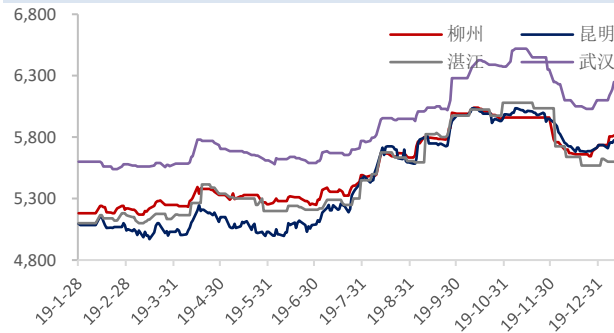
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 5 白糖基差



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 6 白糖现货价格



数据来源: Wind、国都期货研究所

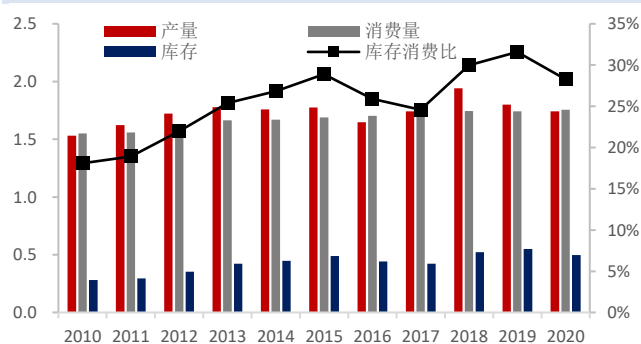
二、国际原糖分析

(一) 基本面分析

1、全球供需分析

| 机构 | 18/19 榨季 | 19/20 榨季 |
|-----------------------|-------------------|------------------|
| Green Pool (澳大利亚分析机构) | 过剩 375 万吨 (前 410) | 短缺 517 万吨(前 367) |
| ISO (国际糖业组织) | 过剩 172 万吨 (前 210) | 短缺 612 万吨(前 476) |
| LMC (英国 LMC 国际公司) | 过剩 150 万吨 | 短缺 300 万吨 |
| Rabobank (荷兰合作银行) | 过剩 110 万吨 | 短缺 420 万吨(前 430) |
| Datagro(巴西糖及乙醇行业组织) | 过剩 48 万吨 | 短缺 642 万吨(前 234) |
| F.O.Licht (德国统计分析机构) | 短缺 30 万吨 | 短缺 550 万吨(前 420) |
| LDC (路易达孚) | 过剩 40.1 万吨 | 短缺 670 万吨 |
| Succden (苏克顿) | 短缺 50 万吨 | 短缺 400 万吨 |
| INTL FSCSTON (福四通) | 短缺 60 万吨 (前 30) | 短缺 770 万吨(前 590) |
| COFCO (中粮国际) | | 短缺 738 万吨 |

根据各机构对2019/20榨季全球糖产量的预测,1月上半月并未作出调整,根据全球供需报告,预计2019/20年度全球食糖产量将从上一年度的1.849亿吨下降至1.751亿吨,表观消费量预计同比下滑0.9%至1.856亿吨,意味着全球供需缺口将达到1090万吨(其中包含进出口损耗40万吨),高于前次预估的650万吨。综合前期分析机构对对新榨季产量缺口的预估情况,明年全球白糖供需出现缺口是大概率事件,利多原糖未来表现,因此在对原糖价格的预估上,维持长线上涨的观点不变。

图7 全球白糖供需平衡


数据来源：Wind、国都期货研究所

2、主产国供需分析

巴西

巴西的19/20榨季已经接近尾声，且由于过去几周的大部分时间天气较为干燥，加速收割，导致部分糖厂宣布压榨结束。根据甘蔗行业组织Unica报告，12月上半月，巴西中南部地区糖厂甘蔗压榨量为245万吨，较去年同期下滑81.03%。白糖产量为3.3万吨，较去年同期减少92.35%。甘蔗制糖比为34.61%，低于去年同期的35.71%。

从榨季累计数据来看，2019/20榨季从4月中旬开始累计甘蔗压榨量已反超上一榨季，截至12月16日，巴西中南部累计压榨甘蔗5.7771亿吨，较之去年同期的5.5997亿吨增加了3.17%。糖厂累计产糖2644.30万吨，同比增加0.67%。

出口方面，2019年12月巴西出口糖147.31万吨，同比下滑9.05%，为今年4月以来的最低水平。其中出口原糖128.69万吨，同比减少11.84%；出口精制糖18.62万吨，同比增加16.52%。2019/20榨季4-12月巴西累计出口糖1513.72万吨，同比减少8.47%。增加了未来巴西的出口压力。

印度

截至2019年12月31日，印度全国437家糖厂开榨，产糖779.5万吨，去年同期507家糖厂开榨，产糖1117.2万吨。其中，马邦有137家糖厂开榨，产糖165万吨，远低于去年同期的187家糖厂及445.7万吨的糖产量。据悉，马邦有两家糖厂因劳动力缺乏和甘蔗供应减少已经停榨。印度糖厂协会也表示印度10-12月糖产量较上年同期大幅减少30.22%至779万吨，短期内国际原糖仍存上行驱动。

长期来看，根据印度调研数据，由于天气状况转好后水库用水充足，随着榨季的推进，印度方面很可能产量会逐渐恢复，可持续关注其产量情况。

泰国

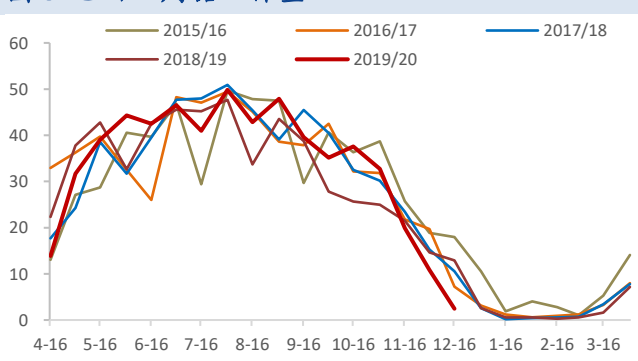
泰国2019/20榨季截至12月31日共有57家糖厂开榨，同比增加2家，累计压榨甘蔗2300.8万吨，同比减少20.84%；产糖228.17万吨，同比减少18.64%。

对于下一榨季，泰国糖业公司总裁表示，由于今年季风降雨较弱，泰国部分甘蔗产区仍面临干旱困扰，预计泰国2019/20榨季糖产量或将低于1200万吨，甘蔗产量将低于1.1亿吨。2019/20榨季泰国糖出口量也将下降至850万吨左右，低于2018/19榨季的1000-1100万吨，利多长线糖价。

欧盟

由于2017/18榨季欧盟天才种植条件理想，欧盟首次实行配额制度，但随后两个榨季却连续面临不利的种植调减，在2019/20榨季初期天气干旱，随后10月、11月又逢潮湿阴冷天气，甜菜产量难以恢复。根据普氏能源数据，2019/20榨季欧盟天才种植面积预计为169.9万公顷，同比减少5.4%，产量将为1748.8万吨，同比减少44.3万吨。由于产量下降，欧盟净进口国的身份将延续，预计食糖供应缺口为42.5万吨。现货市场基本面看涨，目前西欧食糖现货报价为450欧元/吨，较2018年5月的低位水平高出近50%，随着后续供应面继续收紧，料食糖价格仍存上行空间。

图8 巴西双周糖入榨量

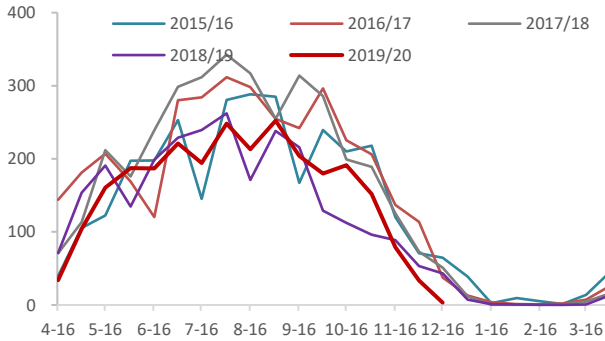


数据来源：Wind、国都期货研究所

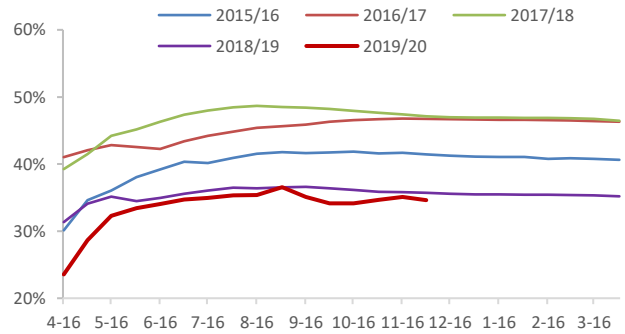
图9 巴西糖月出口量



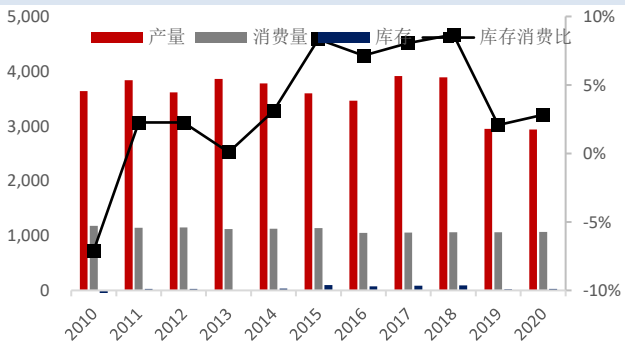
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 10 巴西双周糖产量


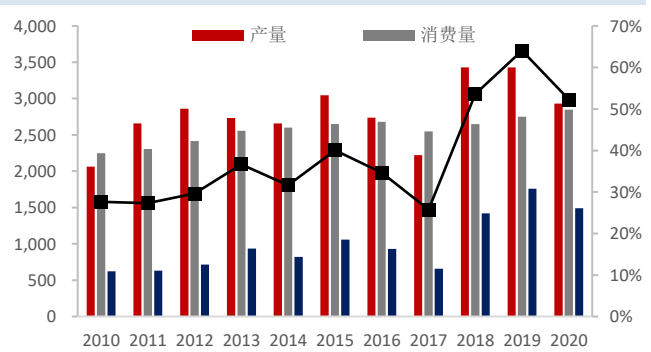
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11 巴西双周制糖比


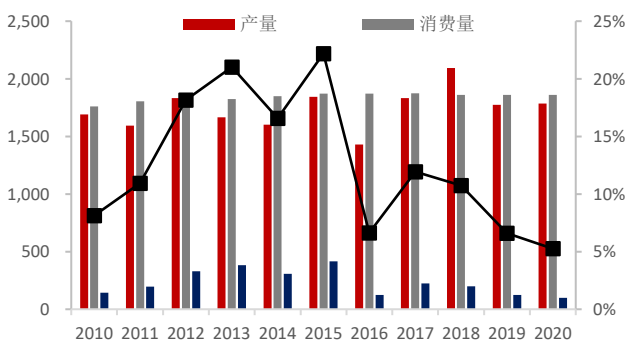
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 巴西白糖供需平衡


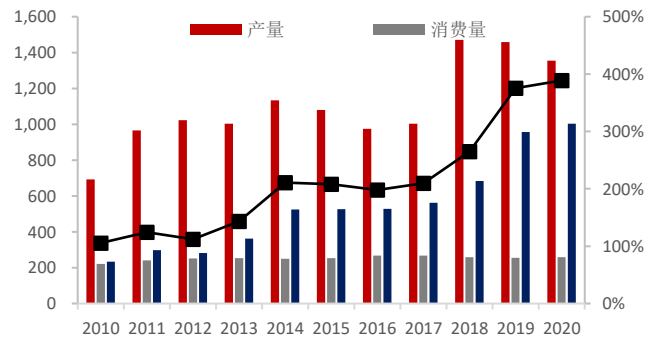
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 印度白糖供需平衡


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 欧盟白糖供需平衡


数据来源: Wind、国都期货研究所

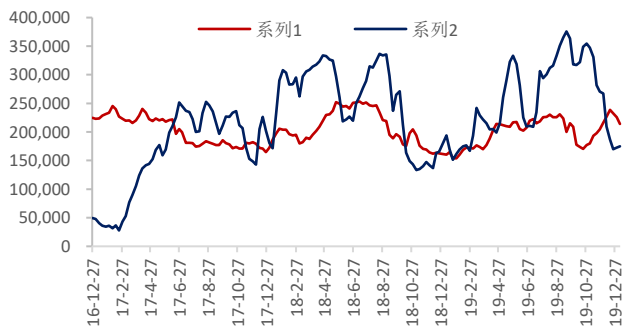
图 15 泰国白糖供需平衡


数据来源: Wind、国都期货研究所

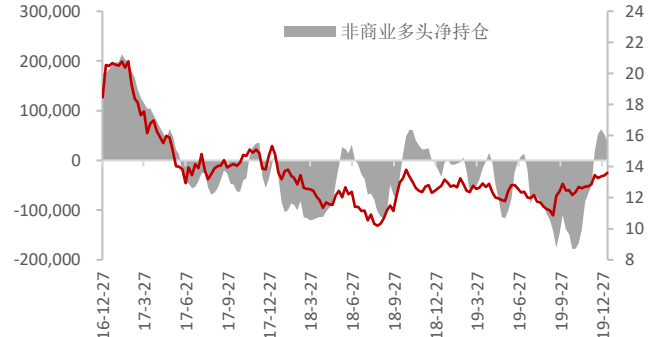
(二) 资金面分析

据美国CFTC持仓报告, 2019年12月非商业空头陆续减仓, 非商业多头变化不大。截至12月31日当周, 非商业净多头由月初的52,090 手增加-13,298 手至38,792 手。其中非商业多头头寸增加-24,811.00 手, 至

213,854.00手；非商业空头头寸减少-11,513.00手，至175,062.00手。因此从资金面角度来看，ICE原糖空头趋势持续减弱。

图 16 CFTC 持仓


数据来源：Wind、国都期货研究所

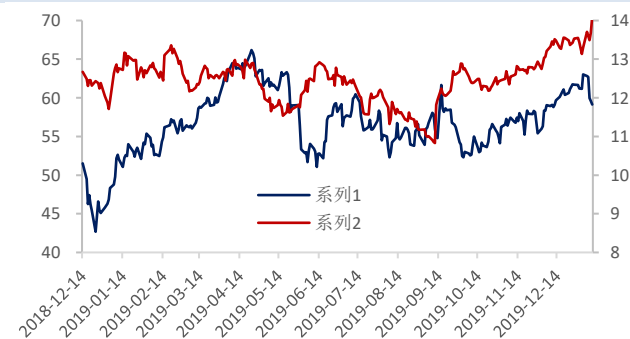
图 17 CFTC 净持仓与期价走势


数据来源：Wind、国都期货研究所

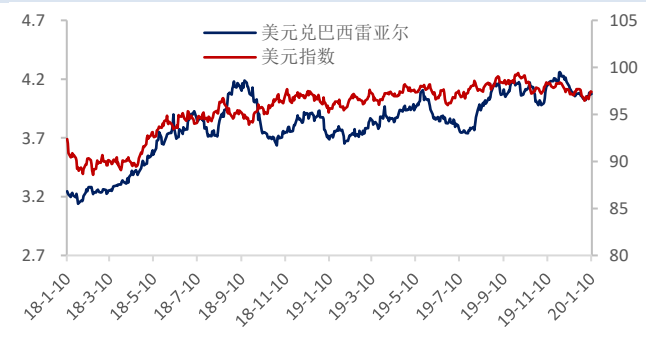
（三）宏观面分析

从原油价格来看，由于美伊冲突升级刺激油价飙升，ICE原糖价格也随之上漲，预计巴西糖醇比将继续维持低位，利多白糖走势。

从汇率水平来看，美元指数近期小幅回落，巴西雷亚尔汇率走强，以美元计价的原糖价格受到支撑，汇率方面同样利多糖价。

图 18 原油与白糖期价走势


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 19 美元指数与巴西汇率


数据来源：Wind、国都期货研究所

三、国内白糖分析

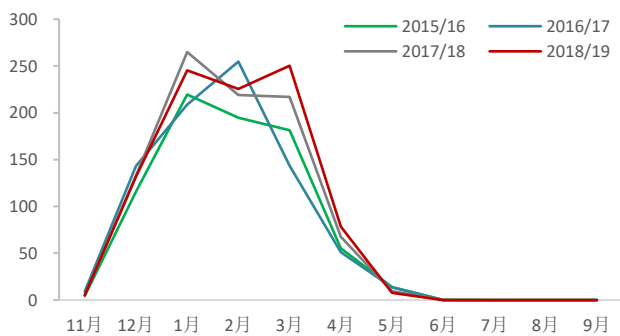
（一）基本面分析

1、产销、进口、库存分析

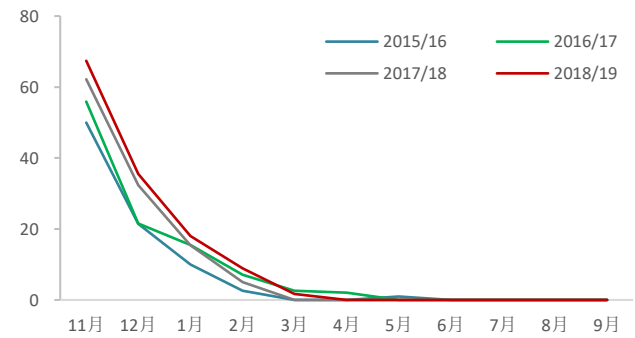
据农业农村部1月公布的月度供需报告，全国食糖产销量大幅增长。截至2019年12月底，全国累计产糖379.7万吨，比上年度同期增加139.6万吨，增幅58.2%；累计销糖197.8万吨，比上年度同期增加67万吨，增幅51.2%；累计销糖率52.1%，同比下降2.4个百分点。北方甜菜糖生产进入后期，黑龙江糖厂已全部收榨，新疆、内蒙分别有6家和5家糖厂收榨。

南方甘蔗糖厂处于生产旺季，除云南外，广东，广西，海南糖厂全部开榨。开榨以来，广西，云南两省部分蔗区受寒潮和干旱天气影响，一定程度上影响了甘蔗的生长及单产，但干旱天气有利于糖分积累。报告中性偏多。

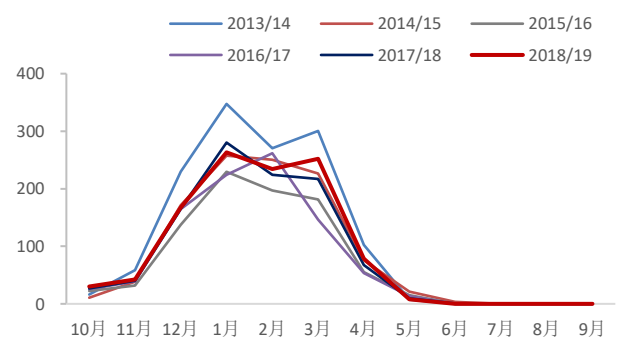
库存方面，截至2019年12月，全国白糖库存为181.89万吨，受到2019/20榨季开榨提前的影响，库存同比增加66.46%。仓单方面，截至1月9日，白糖仓单量增至10533手，处于近5年同期低位水平。

图 20 甘蔗糖月产量


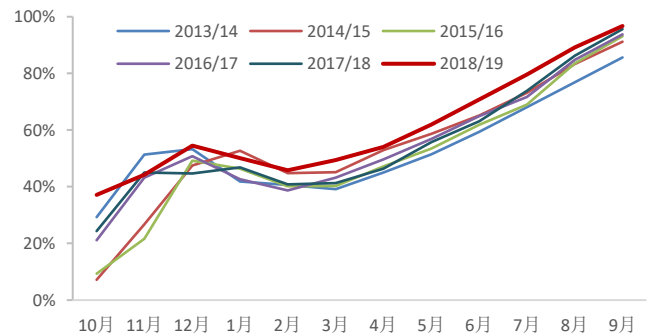
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 21 甜菜糖月产量


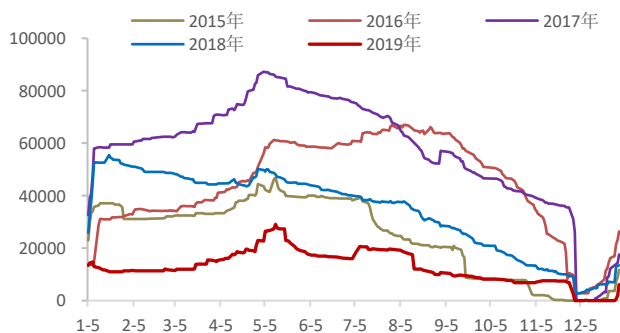
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 22 全国月产糖量


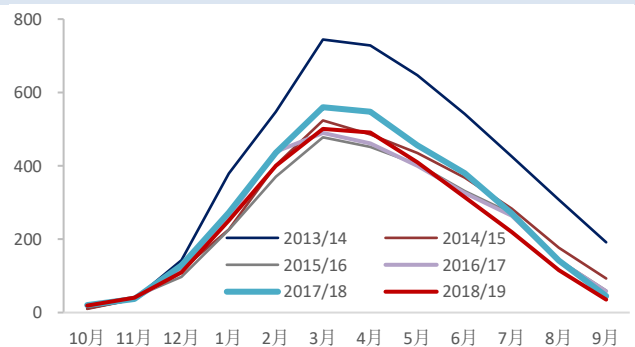
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 23 全国销糖率


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 24 白糖仓单量


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 25 白糖工业库存


数据来源：Wind、国都期货研究所

2、成本利润分析

截至1月上半月，巴西配额内进口成本为3780.0 元/吨，配额内进口利润为2009.0 元/吨，较月初降低238.0 元/吨；巴西配额外进口成本为5867.8 元/吨，配额外进口利润为-78.8 元/吨，较月初降低331.0 元/吨。泰国配额内进口成本为3546.8 元/吨，配额内进口利润为2162.2 元/吨，较月初降低192.8 元/吨；泰国配额外进口成本为5492.6 元/吨，配额外进口利润为216.4 元/吨，较月初降低302.2 元/吨。

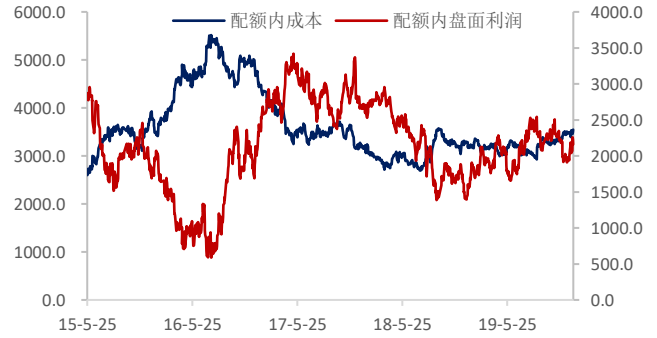
由于上周国内郑糖价格大幅抬升，配额外进口利润出现升水，若无原糖方面提振，短期或将抑制糖价继续上行。

图 26 巴西配额内进口成本与利润



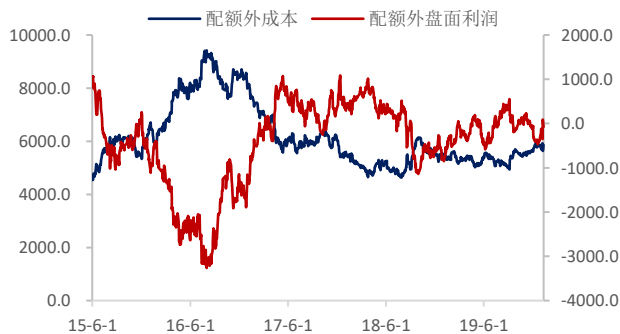
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 27 泰国配额内进口成本与利润



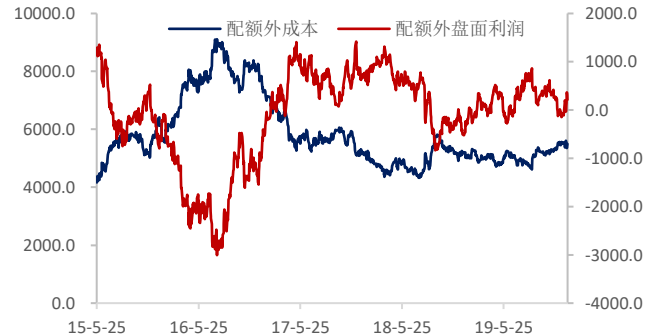
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 28 巴西配额外进口成本与利润



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 29 泰国配额外进口成本与利润



数据来源：Wind、国都期货研究所

(二) 政策面分析

走私糖方面，今年元旦，在海关总署缉私局的指挥下，南宁、石家庄海关缉私局开展联合行动，破获1.14万吨走私白糖，维护了白糖市场的稳

定秩序，并在一定程度上提振了市场信心，本轮上涨也受到了部分情绪感染。

收储及抛储方面，广西9209吨的地储抛储已全部成交，成交价5500。当下价格已到5800以上，国储又迟迟未抛储，继续上行压力较大。

四、后市展望

国际方面，各分析机构陆续上调2019/20榨季全球糖市缺口，印度、泰国新榨季产量调降，加之印度新榨季开榨节奏滞后，基本面利多原糖。加之近期中东地区冲突对原油价格影响较大，甘蔗制乙醇有力可图，宏观面也在一定程度上支撑了原糖价格。

国内方面，今年白糖开榨较早，产量及库存高于往年同期，但年关将近，加工糖厂陆续停工，且受年前备货的影响，销糖情况表现较好，原糖价格走高也从进口成本角度推动了郑糖走高。不过基本面并不能完全作为解释近两周郑糖快速拉升的原因，因为现货价格涨幅远不及期价涨幅，现货基差已出现贴水，因此更多是受资金面的影响，继续追高风险较大。

操作上，短线多单可部分止盈，留少量仓位关注6000一线的压力情况，前期未开仓的年前不建议入场追高。

分析师简介

史玥明，量化金融专业硕士，现任白糖期货分析师。

国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。