

进口政策不明朗，糖价底部徘徊

2020年7月6日 星期一

兴证期货·研发中心

农产品研究团队

李国强

从业资格编号: F0292230

投资咨询编号: Z0012887

黄维

从业资格编号: F3015232

投资咨询编号: Z0013331

联系人: 黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

虽然进口政策落地，但是具体措施不明朗，市场解读存在分歧。目前政策仍有不确定性，市场风险较大，短期建议离场观望。中长期看，国内利空预期已有所释放，但目前仍缺乏上涨的驱动。

● 我们的逻辑

外盘的利空预期基本释放，不过目前印度、巴西库存较高，糖价缺乏上涨的驱动因素。

国内方面，目前主要的利空点在需求端，主要的风险点在进口政策。需求方面，疫情后食糖消费没有明显回暖，中下游对未来的预期比较谨慎，企业的备货量可能会维持在比较低的水平。另外糖浆进口增加对国产糖形成冲击。

政策方面，虽然进口政策落地，但是具体措施不明朗，市场解读存在分歧。目前政策仍有不确定性，市场风险较大，短期建议离场观望。

从中长期看，如果政策没有发生改变的话，国内糖价可能已经接近底部区域，但依旧缺乏利多的驱动因素。

● 风险提示

极端天气，国内政策变化。

报告目录

1.行情回顾.....	错误!未定义书签。
2.国外基本面分析.....	3
2.1 巴西：增产兑现.....	3
2.2 印度：预计新榨季产量回升.....	4
2.3 泰国：预计新榨季产量回升.....	5
2.4 国外基本面小结.....	5
3.国内基本面分析.....	错误!未定义书签。
3.1 产量小幅增加，销量减少.....	错误!未定义书签。
3.2 加工糖产量先抑后扬，糖浆进口增加.....	错误!未定义书签。
3.3 需求端利空压制.....	7
3.4 进口政策发生变化，具体措施仍不明朗.....	7
3.5 如果政策没有出现利空，糖价底部区域已经出现.....	8
3.6 国内基本面小结.....	8

图目录

图 1：郑糖主连日线.....	3
图 2：ICE11 号糖主连日线.....	3
图 3：郑糖基差.....	3
图 4：巴西中南部双周产糖量（单位：百万吨）.....	4
图 5：巴西中南部地区甘蔗制乙醇比.....	4
图 6：巴西中南部乙醇汽油比.....	4
图 7：巴西乙醇折糖比价与美糖期货价格.....	4
图 8：印度甘蔗及其竞争作物收购价.....	5
图 9：印度马邦 latur 累计降雨量（mm）.....	5
图 10：印度孟买食糖现货价格（卢比/吨）.....	5
图 11：印度现货与美糖期货价差（美元/吨）.....	5
图 12：泰国甘蔗及其竞争作物收购价.....	错误!未定义书签。
图 13：泰国东北部累计降雨量（mm）.....	错误!未定义书签。
图 14：广西食糖销量（万吨）.....	7
图 15：广西食糖库存（万吨）.....	7
图 16：全国食糖销量（万吨）.....	7
图 17：全国食糖库存（万吨）.....	7
图 18：加工糖产量（万吨）.....	8
图 19：加工糖库存（万吨）.....	8
图 20：我国食糖累计进口量（万吨）.....	8
图 21：我国食糖单月进口量（万吨）.....	8

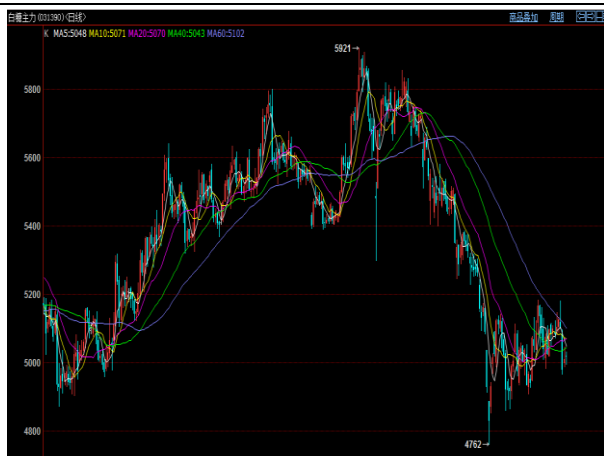
1. 行情回顾

上半年国内糖价大幅下跌。春节假期后，国内糖价一度有所反弹，主要是市场对国内外减产抱有信心。随着疫情发酵、油价以及美糖的大跌，内外共振下郑糖期货价格连续下跌。下跌过程中基差逐步走高，资金对盘面的打压力度较强，现货跟跌意愿不强。五一节前一周盘面出现快速杀跌，1月合约最低点跌至4678点，随后盘面减仓回升。疫情得到控制后，需求端没有出现明显回暖，现货价格逐步下调，基差从高位回落。

国外方面，美糖价格大幅下跌。虽然印度、泰国出现大幅减产，但是由于原油价格大幅下跌，巴西提高了制糖比例，弥补了大部分供给缺口。另外受疫情影响，国际食糖需求减少。巴西雷亚尔贬值也加速了原糖下跌。随着原油反弹以及巴西增产落地，原糖价格出现反弹。

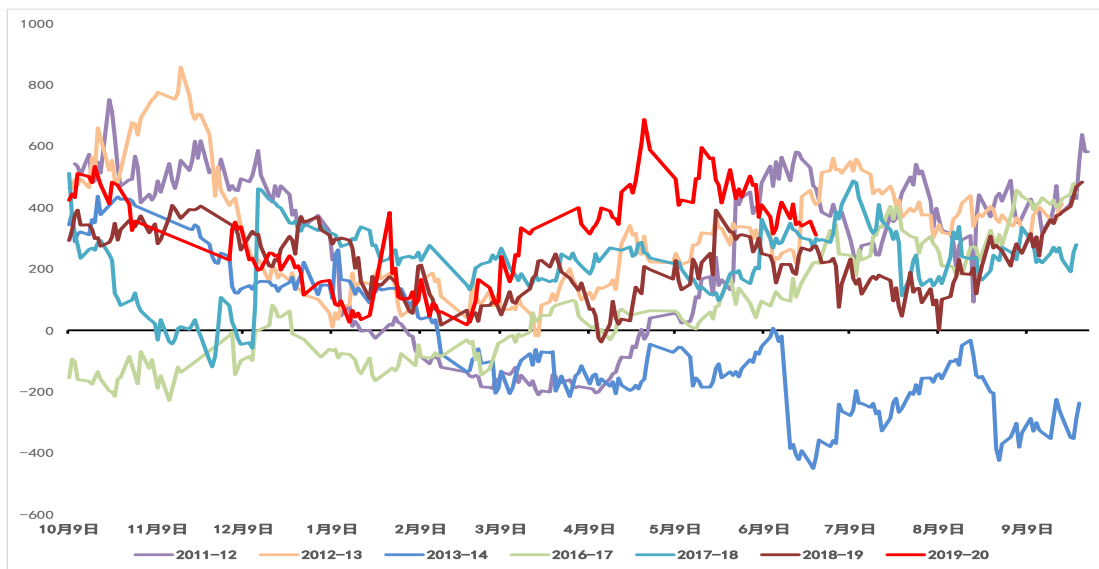
图 1：郑糖主连日线

图 2：ICE11 号糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：郑糖基差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 国外基本面分析

2.1 巴西：增产兑现

巴西甘蔗业协会的数据显示，2020/21 榨季截至 6 月 1 日，巴西中南部累计压榨甘蔗 1.45 亿吨，同比增加 12.29%，累计产糖 802 万吨，同比增加 65.1%，累计产乙醇 61.97 亿公升，同比下降 0.39%，累计制糖比为 45.92%，去年同期 33.31%。

美国农业部预计 2020/21 榨季巴西的甘蔗种植面积维持在 990 万公顷，预计甘蔗产量为 6.5 亿吨，与上个榨季的 6.47 亿吨基本持平。其中，中南部主产区的甘蔗产量预计为 6 亿吨，略高于上榨季的 5.95 亿吨。虽然去年 8-10 月巴西主产区降雨偏少，但今年一季度巴西主产区降雨充足，甘蔗整体长势较好。去年 1-3 月的新植蔗将在今年迎来成熟，提升了整体产量。

预计甘蔗单产为 68.78 吨/公顷，与上个榨季的 69.35 吨/公顷基本持平；预计出糖率为 136.69kgTRS/吨蔗，较上榨季的 138.46 kgTRS/吨蔗略有下降，主要是由于一季度的雨水较多降低了出糖率。

虽然目前巴西的疫情形势依然严峻，不过并没有对甘蔗的压榨产生太大的影响。这主要是由于巴西政府把甘蔗压榨产业列为必要的经济活动，因此防疫措施没有对甘蔗的压榨产生影响。疫情的影响主要体现在石油以及乙醇需求的减少。疫情导致巴西经济放缓，能源需求减少，石油、乙醇的需求均受到影响。另外由于石油价格大幅下跌，巴西的乙醇汽油比低于 70% 的替代比例，消费者有激励使用更多的汽油，进一步减少了乙醇需求。

由于乙醇需求大幅下降，本榨季巴西甘蔗厂大幅提高了甘蔗制糖比。截止到 6 月 1 日的累计制糖比为 45.92%，去年同期为 33.31%。美国农业部预计 2020/21 榨季巴西的累计制糖比为 46%，上榨季为 35%。由于甘蔗产量维持稳定，同时制糖比大幅提升，本榨季巴西的产糖量将大幅增加。美国农业部预计 2020/21 榨季巴西产糖量为 3948 万吨，同比增加 955 万吨。其中，预计中南部地区产糖量为 3650 万吨，同比增加 940 万吨。预计乙醇产量为 280 亿升，同比降低 69 亿升。

出口方面，5 月份巴西出口食糖 270 万吨，环比增 114 万吨，同比增 119 万吨，仅次于 2017 年 9 月 350 万吨的最高单月记录。今年 1-5 月巴西累计出口 856 万吨糖，同比增 259 万吨。

图 4：巴西中南部双周产糖量（百万吨）

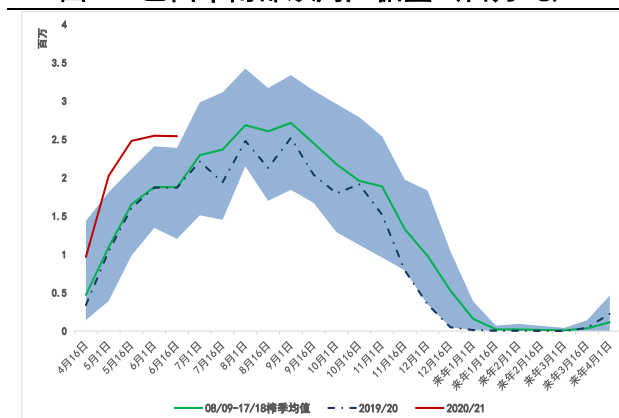
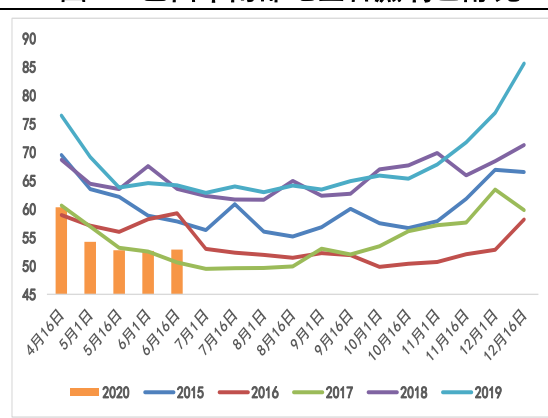


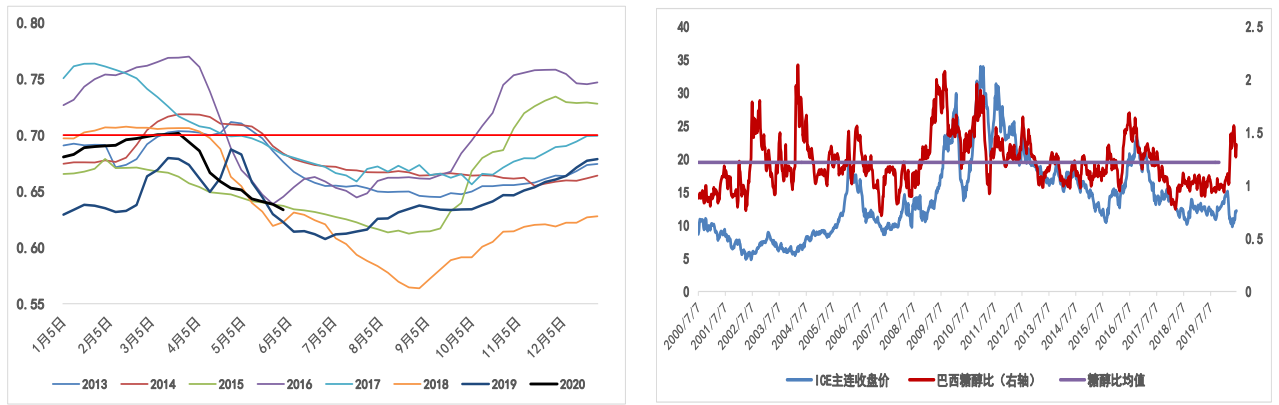
图 5：巴西中南部地区甘蔗制乙醇比



数据来源：巴西农业部，兴证期货研发部

图 6：巴西中南部乙醇汽油比

图 7：巴西乙醇折糖比价与美糖期货价格



数据来源：巴西农业部，兴证期货研发部

2.2 印度：预计新榨季产量回升

美国农业部预计，2020/21 榨季印度食糖产量同比增加 17% 至 3370 万吨。印度最大的主产区 UP 邦产量可能维持稳定，马邦和卡邦的产量则会明显回升，预计会回升至五年均值。

预计甘蔗种植面积将增加 3.58% 至 540 万公顷，预计甘蔗单产为 70.3 吨/公顷，去年同期为 70.5 吨/公顷，五年均值为 73 吨/公顷。预计马邦和卡邦的食糖种植面积将明显回升。这一方面是因为水库水位较好，而且印度气象局也预期今年雨季降雨充足。另一方面，甘蔗相对于其他竞争作物的经济收益更好，农民可能会选择更多地种植甘蔗。

消费方面，受新冠疫情影响，预计印度食糖销量同比降低 150 万吨至 2700 万吨。疫情期间，印度食糖产业的中下游，包括食品加工企业、饭店、零售商店均受到不同程度的影响，食糖消费量明显下降。目前印度的疫情仍未完全控制，未来对食糖消费的影响存在不确定性。

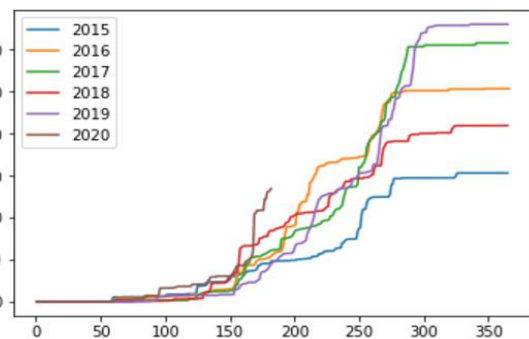
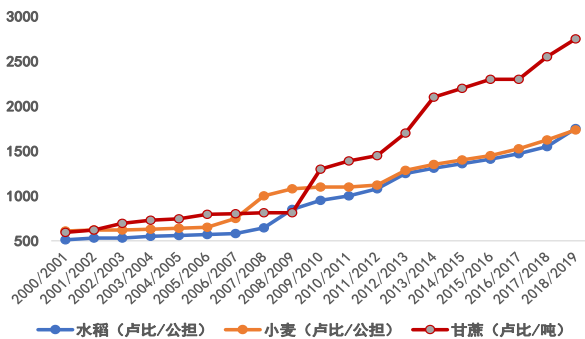
贸易方面，美国农业部预计，2020/21 榨季印度食糖出口量为 500 万吨。一季度，在巴西开榨前，印度已出口了 300 万吨食糖，主要目的地为伊朗、索马里、马来西亚等。由于今年泰国产量大幅减少，印度食糖出口份额有所增加。

政策方面，印度对食糖出口的补贴力度比较大。印度政府给每家糖厂分配了食糖出口数量，同时对企业出口食糖过程中的费用进行补贴，涵盖的范围包括食糖加工、包装、国内国际运输等，总的补贴费用为 10448 卢比/吨。

库存方面，美国农业部预计，2020/21 榨季印度结转库存将同比增加 7.5% 至 1720 万吨，包括 400 万吨的国储库存。

图 8：印度甘蔗及其竞争作物收购价

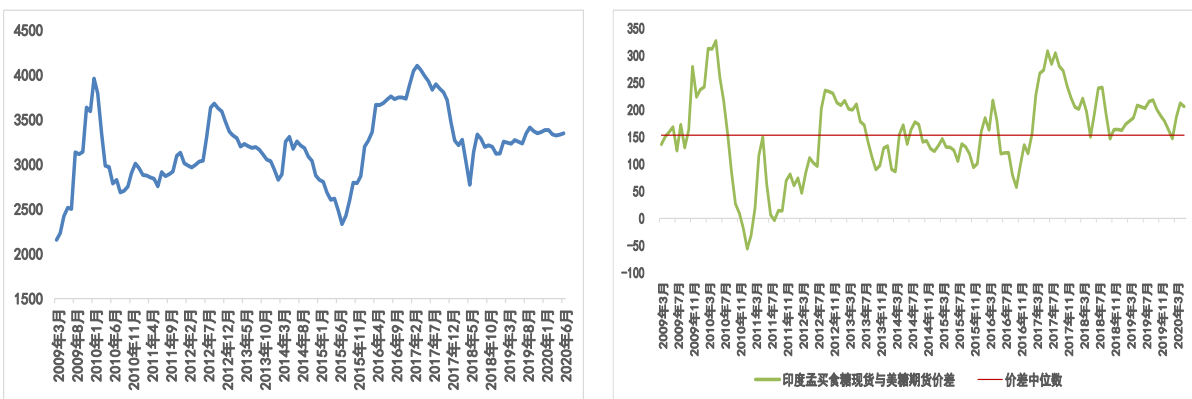
图 9：印度马邦 latur 累计降雨量 (mm)



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

图 10：印度孟买食糖现货价格 (卢比/吨)

图 11：印度现货与美糖期货价差 (美元/吨)



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

2.3 泰国：预计新榨季产量回升

美国农业部预计，2020/21 榨季泰国食糖产量将同比增加 56% 至 1290 万吨。2019/20 榨季，泰国食糖产量同比大幅下降 43% 至 830 万吨，主要原因是甘蔗种植面积和单产大幅下降。另外 2017 年以来甘蔗收购价下跌了 35%，但其他竞争作物的收购价却上涨了 30% 左右，导致农民种植甘蔗的积极性下降。另外去年泰国遭遇干旱，甘蔗单产下降。

预计 2020/21 榨季泰国甘蔗产量为 1.2 亿吨。尽管一季度甘蔗收购价同比降低 18%，同时其他谷物的收购价继续上升。但是由于 2019 年 12 月至 2020 年 2 月泰国主产区较为干旱，因此单产可能有所上升，不过还需要关注分蘖和伸长期的降雨。2019/20 榨季甘蔗产量大幅下降至 7600 万吨，主要是由于种植面积减少以及不利天气导致的单产降低。由于农民改种木薯和大米，自 2018/19 榨季开始，甘蔗种植面积就以 3% 的速度减少。2019/20 榨季甘蔗收购价同比降低 18%，但其他竞争作物的收购价继续上升。另外，由于主产区甘蔗伸长期内遭遇干旱，2019/20 榨季泰国甘蔗单产同比下降 22%。

另外，泰国的甘蔗制乙醇数量将会增加。去年泰国新建了甘蔗制乙醇厂，预计制乙醇用甘蔗将由 100 万吨增加至 280 万吨。

预计泰国的食糖消费量维持在 250 万吨。由于 2021 年含糖饮料税将增加，预计厂商会继续减少含糖饮料的生产。不过由于泰国在 2017 年就开始实施食糖税，厂商已经逐年下调含糖饮料产量，因此此次减产不会在边际上产生很大的影响。另外居民的食糖消费可能略有增长，抵消部分工业消费减少的影响。

预计 2019/20 榨季食糖出口量为 1070 万吨，其中原糖出口量 610 万吨。预计 2019/20 榨季结转库同比下降 57% 至 350 万吨。

图 12：泰国甘蔗及其竞争作物收购价

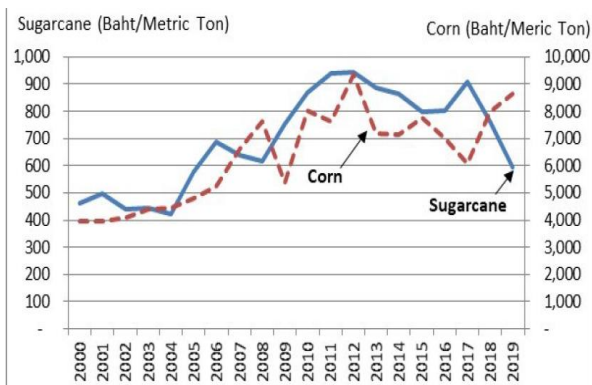
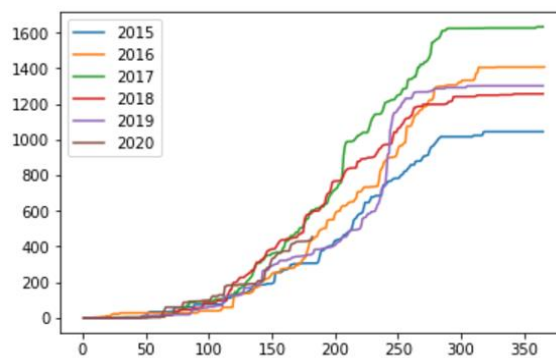


图 13：泰国东北部累计降雨量 (mm)



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

2.4 国外基本面小结

巴西增产兑现，利空基本释放。预计下榨季印度产量将有所回升，同时印度库存较高，对国际糖价构成压力。预计下榨季泰国产量将回升，不过目前泰国库存较低且种植甘蔗的收益下降，供应端偏利多。总的来看，外盘的利空预期基本释放，不过目前印度、巴西库存较高，缺乏上涨的驱动因素。

3.国内基本面分析

3.1 产量小幅增加，销量减少

2019/20 榨季，广西全区共入榨甘蔗 4579 万吨，较上年同期减少 892 万吨；产糖 600 万吨，同比减少 34 万吨；出糖率 13.11%，同比增加 1.59 个百分点。截至 5 月 31 日，广西累计销糖 374 万吨，同比减少 4 万吨；产销率 62.33%，同比增加 2.65 个百分点；工业库存 226 万吨，同比减少 30 万吨。

云南方面，2019/20 榨季截至 5 月 31 日，云南共入榨甘蔗 1674.44 万吨，同比增加 49.27 万吨；产糖 216.13 万吨，同比增加 8.12 万吨；出糖率 12.91%，同比提高 0.1 个百分点。截至 5 月 31 日，云南累计销售食糖 99.96 万吨，同比减少 10.23 万吨；销糖率 46.25%，同比降低 6.72 个百分点。

图 14：广西食糖销量（万吨）

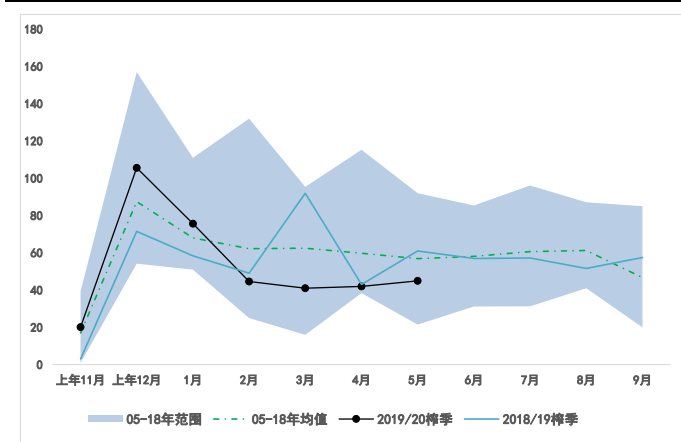
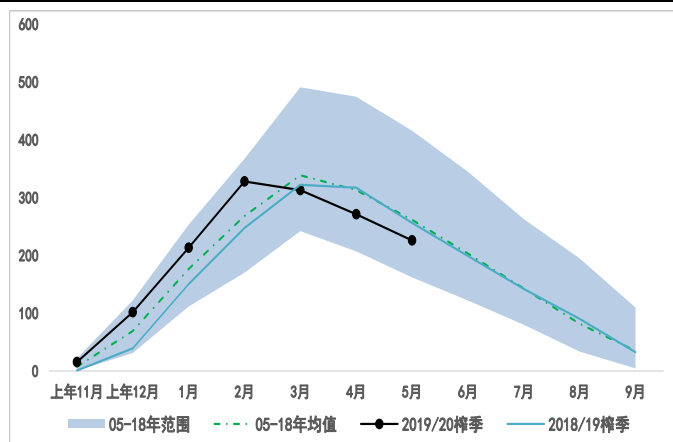


图 15：广西食糖库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 16：全国食糖销量（万吨）

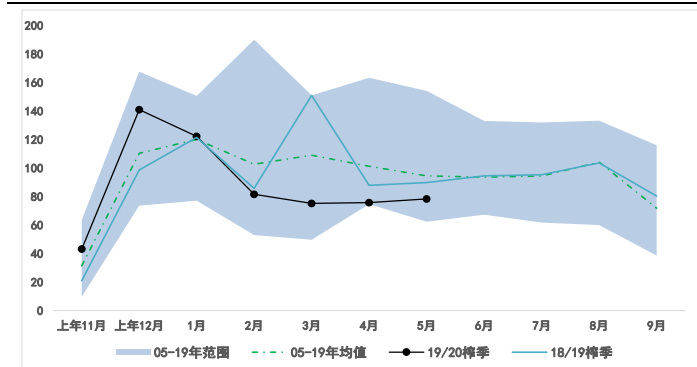
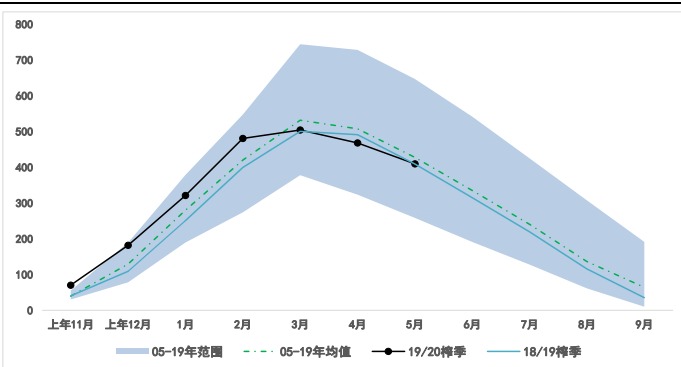


图 17：全国食糖库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

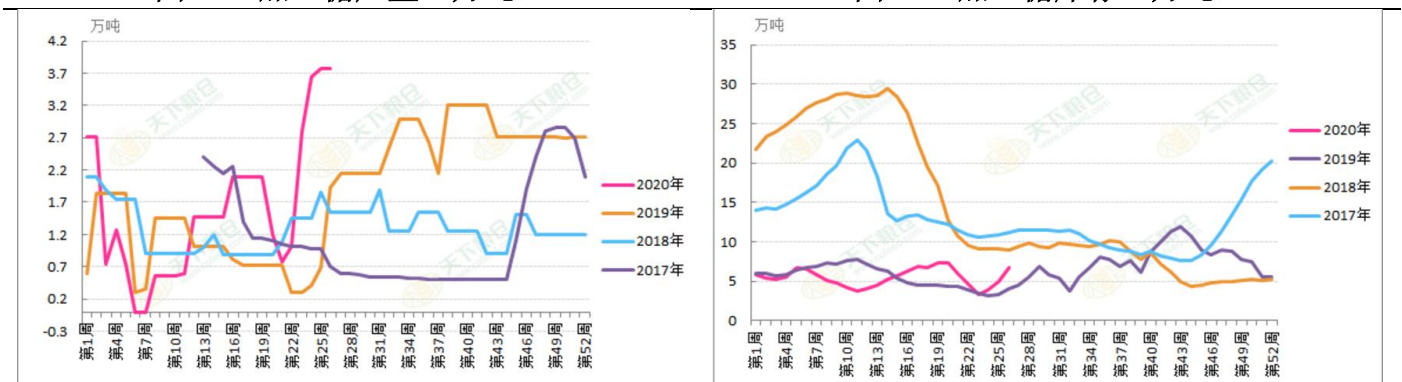
3.2 加工糖产量先抑后扬，糖浆进口增加

受疫情以及进口关税变化的影响，一季度国内加工糖生产处于停滞状态。随着疫情逐步得到控制以及关税下调，加工糖产量稳步提升。天下粮仓的数据显示，根据对山东、福建、辽宁5家糖厂调研统计：6月20日-6月26日当周，国内加工糖产量为37800吨，当周5家糖厂销糖20200吨，当周5家糖厂库存为6900吨，同比增加64.9%。

进口方面，海关数据显示，2020年1-5月我国累计进口食糖83万吨，同比减少9万吨；2019/20榨季截至5月底，我国累计进口食糖181万吨，同比增加4万吨。另外，今年我国的糖浆进口量突然增加，海关数据显示，2020年1-5月我国累计进口糖浆40.38万吨，同比增加37.73万吨；2019/20榨季截至5月底，国内累计进口糖浆49.87万吨，同比增加46.21万吨。

图 18：加工糖产量（万吨）

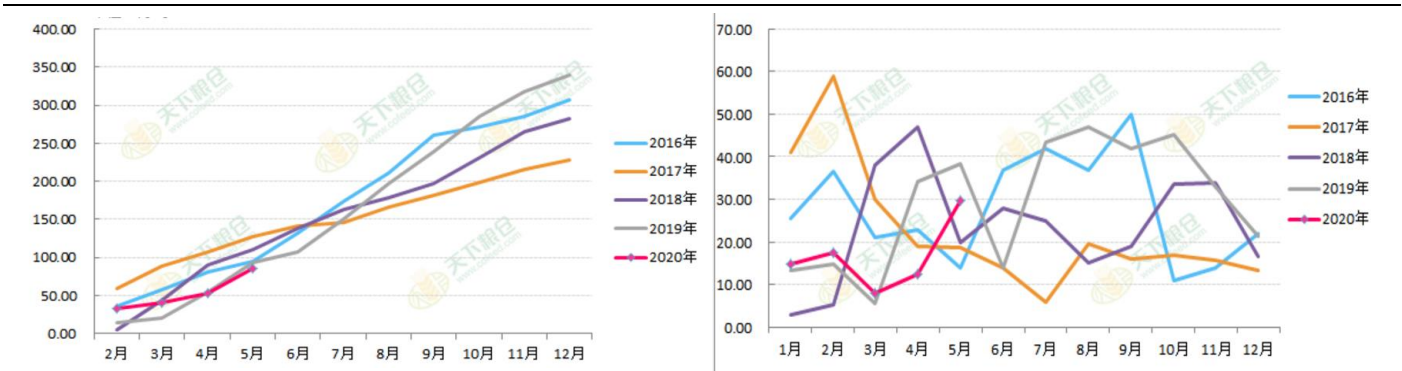
图 19：加工糖库存（万吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 20：我国食糖累计进口量（万吨）

图 21：我国食糖单月进口量（万吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

3.3 需求端利空压制

需求端的利空主要体现在三个方面。首先是疫情期间的影 响，疫情期间国内经济活动几乎陷入停滞，食糖消费量大幅萎缩。其次是疫情后期的影响，疫情得到控制后，国内食糖消费量并没有显著回升。4、5月份国内食糖销量相比3月只有小幅度的提升，消费并没有出现明显的回暖，这可能与疫情后期国内食品类消费依旧低迷有关。宏观数据显示，疫情后期食品类行业恢复速度低于其他行业。这部分是因为消费者收入减少，另一方面也与中下游减少备货有关。虽然目前国内疫情得到明显控制，但是由于收入减少以及对未来的谨慎预期，中下游的备货量少于往年同期。虽然马上就要进入传统的食糖消费旺季，但由于企业的预期谨慎，备货量

可能会维持在比较低的水平。因此，我们认为国内食糖的需求可能会继续维持在比较低的水平。

最后是进口糖浆对国产糖销量的冲击。2020年1-5月我国累计进口糖浆40.38万吨，同比增加37.73万吨。按照糖浆0.75的含糖度测算，糖浆进口增量替代国内食糖消费量约为30万吨，如果下半年维持上半年的进口趋势的话，全年的替代量将达到60万吨。糖浆进口增加，主要是因为糖浆进口并不受限，同时利润也较高。

3.4 进口政策发生变化，具体措施仍不明朗

进口政策出现了两个变化。首先，为期三年的贸易保障措施于今年5月22日到期，配额外进口关税由85%恢复为50%。在国内对进口总量做出限制的情况下，配额外进口成本是国内糖价的支撑价、地板价。关税降低后国内食糖支撑价格下移，对郑糖构成一定利空。但是由于国内合法进口量有限，内外价差并非一定需要收敛。只不过在缺乏利多驱动，看空氛围较浓的情况下，利空国内糖价。从中长期看，国内的供需结构没有发生改变。

其次，6月30日商务部发文，将配额外食糖纳入《实行进口报告管理的大宗农产品目录》，自2020年7月1日起实行进口报告管理。进口配额外食糖的对外贸易经营者，原糖加工生产型企业应向中国糖业协会备案，食糖进口国营贸易企业和其他企业应向中国食品土畜进出口商会备案，并将《关税配额外食糖进口报告企业备案登记表》抄报企业注册地省级商务主管部门，在京中央企业抄报商务部。

从文件内容来看，只是调整了配额外进口糖的管理方式，并没有就市场关心的进口总量做出明确说明。目前市场的解读存在分歧，各种消息皆有。我们认为在没有出现官方解释前，政策风险依然比较大。

如果新政策放开进口的话，对国内糖价的打击是非常大的。如果备案即可进口，那么只要进口食糖有利润，国外的糖就会源源不断的进来。在这种情况下，配额外进口成本将成为国内糖价的天花板，国内糖价将被压制在进口成本之下。

如果进口总量依然可控，那么国内食糖的供需结构没有发生改变，配额外进口成本依然是国内糖价的支撑价。如果配额外进口总量维持在往年的水平，没有增加的话，那么政策端将会出现利空出尽的情况。

3.5 如果政策没有出现利空，糖价底部区域已经出现

如果进口政策没有出现利空的话，糖价的底部区域可能已经出现。从历史上看，糖价具有比较好的周期性，并且一般围绕成本波动。一般在周期转换的年份，糖价相对于成本会有一个超涨或者超跌，幅度一般在15%~20%左右。本榨季以及下榨季广西糖厂的成本在5500元/吨左右，01合约价格低点偏离成本的幅度达到历史经验的极限附近。

虽然目前需求没有明显回暖的迹象，进口糖浆的冲击短期也难以解决，但从需求端看，基本上目前就是最差的阶段了。如果未来没有新的风险事件发生，那么可以认为需求端的利空已经出尽。

从外盘看，利空预期也基本打足。巴西增产的利空预期基本兑现，原油价格再次跌至前低的可能性不大。虽然市场预计下榨季泰国、印度产量回升，不过天气端依然存在不确定性。另外，印度的库存虽然处于历史高位，但也已经见顶，未来将进入去库的阶段。泰国已经进入去库阶段，甘蔗种植面积也在走下坡路。总的来看，外盘的利空已经基本体现在价格中。

供给方面，国内糖价上涨最大的问题在于供给端缺乏驱动力。3月31日广西发布了《广西壮族自治区人民政府关于印发广西糖料蔗良种良法技术推广工作实施方案的通知》，对使用脱

毒、健康种苗的按新植面积补贴 350 元/亩，补贴方式主要是补贴供种企业及农民。政策实施后，农民的种植积极性提高，未来广西的种植面积可能保持在相对较高的水平。

去年广西进行了甘蔗价格改革，改革后甘蔗价格长期维持在一个比较高的水平，国内糖价的运行规律发生了一定的变化。糖价三年周期背后的核心是产量的周期变化，而甘蔗价格和糖价之间的价格传导是产量变化的主要原因。当糖价比较低的时候，价格传导到上游，导致甘蔗价格降低，甘蔗的种植面积、食糖的产量就会下降，糖价就会回升，反之亦然。

因此，虽然目前期货价格跌破成本价，但是糖价的下跌没有传导到上游，甘蔗价格依然维持较高的水平。那么如果不出现天气问题的话，新榨季广西的食糖产量可能不会出现明显的减少，这是压制糖价上涨的主要原因。

3.6 国内基本面小结

目前主要的利空点在需求端，主要的风险点在进口政策。需求方面，疫情后食糖消费没有明显回暖，中下游对未来的预期比较谨慎，可以预见企业将继续压低库存。虽然马上就要进入传统的食糖消费旺季，但企业的备货量可能会维持在比较低的水平。另外糖浆进口增加对国产糖形成冲击。

政策方面，虽然进口政策落地，但是具体措施不明朗，市场解读存在分歧。目前政策仍有不确定性，市场风险较大，短期建议离场观望。从中长期看，如果政策没有发生改变的话，国内糖价可能已经接近底部区域，但依旧缺乏利多的驱动因素。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。