

# 新榨季糖市的确定性与不确定性

王佳博 期货投资咨询： Z0012618

国投安信期货研究院

## 一、当前国内外糖市的主要预期

首先回顾一下疫情发生至今我们对国内外市场的一些重要预判：

### 国际市场

ICE2010 合约在 9.5 美分见底

4 月是国际糖价的超级底部，但存在二次探底的可能

乙醇是未来全球糖价走牛的核心驱动

### 国内市场

19/20 榨季的广西现货极限是 5200，时间拐点出现在 6 月末

19/20 榨季糖企业绩将同比大幅好转

合法进口完全放开需要 2 年左右

存在政策性进口的可能

下半年预计新增 50 万吨配额外进口

国内糖价 2021 年或迎超级底部但交易底在 2022 年

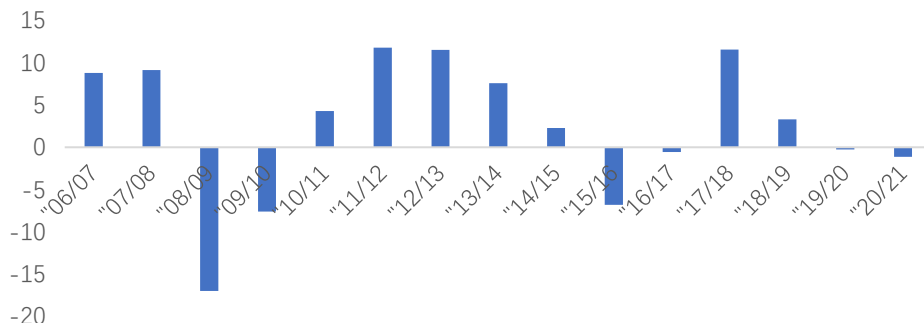
截至当前，我们前期的部分预判已得到验证，一些判断略有偏差，但大部分还未发生。尽管三季度国内食糖产业政策做出较大调整---详见《政策密集来袭 糖业市场化渐近》的解读---但我们暂不对之前预判做出调整。

回顾非凡的 2020 年，国内外糖市有两个因素属超预期范畴，引导行情剧烈波动：一是 3 月疫情在全球蔓延超预期，导致 19/20 榨季全球从大幅短缺转为平衡市，二是中国进口政策发布时点（6 月底）超预期，原本预计在年末发布。

新季糖市是否还会有一些超预期事件发生，它们的发生会加速国际糖价赶底吗？会引发国内糖市新一轮整合吗？预判超预期之前，我们首先要了解当前市场的主要预期。

### 1.1 全球市场

Kingsman 预估产需差



根据 Kingsman 最新的预估修正，19/20 榨季全球产需平衡，仅微小短缺 26 万吨，20/21 榨季全球维持平衡状态，略有短缺 113 万吨。国际糖业组织 ISO，预计全球糖市在 20/21 年度出现 72.4 万吨缺口，19/20 榨季缺口为 13.6 万吨。

根据以往经验,当全球处于平衡市状态,国际糖价将基本围绕前年均价上下波动。如果市场预期不变,即全球始终维持平衡略短缺的判断并最终实现,那么 ICE 的波动区间将非常狭窄,仅跟随季节性波动。

市场主流机构对三大主产国的预判为巴西、泰国减产、印度增产,其它主产国普遍减产。贸易流变量为印度出口补贴大小。

国际市场主要预期	
产需	平衡略短缺 100 万吨左右,全球消费反弹
价格运行区间	13 美分中轴,上沿为 15 美分,下沿为 11 美分
	印度出口、乙醇折糖
主产国	除印度外,核心主产国全部同比减产
汇率	美元贬值、大宗商品流动性氛围宽松

当前国际市场预期主要基于产业因素做出。有两个重要的假定条件,即印度卢比与国际油价稳定。

## 1.2 国内市场

以国际市场核心预估折算的配额外进口成本分别为,4400 元、4900 元、3800 元。

经过近两年的洗涤,国内市场已接受了传统“三年”规律的脆弱性,且认识到走私具有形式多样性与多变性,导致进口利润率上限的客观性。

市场预期 20/21 榨季中国食糖缺口将同比增大,幅度在 50 万吨左右,因天气对产量冲击,以及疫情影响减弱后的消费恢复,进口依旧是决定国内糖市场实际松紧的关键。

市场对国内糖价主流的波动区间为 5000-6000 元。中国进口溢价存在的核心逻辑在于合法进口的渐进式放开。

中国市场主要预期	
产需	缺口同比放大 50 万吨左右
价格运行区间	5000-6000
	溢价源自合法进口的渐进式放开
其它进口	接受一定程度市场化糖浆的进口
汇率	人民币升值提供利空影响

当前中国市场预期主要基于走私管控高压、国储出库不明显放大的假定做出的。

## 二、全球糖市的确定性与不确定性

我们知道市场跟随预期波动,若市场缺乏预期变化,就会变成一潭死水,仅剩季节性。市场预期出现变化,大多来自不确定性事件的巨大摇摆。2020 年的新冠疫情导致市场从大幅短缺转为平衡,属于黑天鹅事件,此类事件极易发生踩踏。

当前国际市场主要预期为产需基本平衡,波动区间为 11-15 美分,均值在 13 美分。如果主产国产量、消费仅在较小幅度调整,那更多是引导价格向上、下沿波动,并不会突破市场的预估区间。

## 2.1、确定性



对农产品而言，当面积确定后，利空可以被交易的空间，远低于利多可以被交易的空间。当前市场预期的许多依据是依赖确定性因素做出的，如印度增产预期源自季风雨充沛。我们承认所谓确定性不过是发生调整概率极低而已。

## 2.2 不确定性

### 印度

- 无法改变交易空间，但提供入场安全边际

### 巴西

- 改变交易空间，给出趋势方向

疫情仍就是制造不确定性的根源。随着欧洲新增感染人数的卷土重来，市场渐渐对北半球秋冬季的疫情反弹形成共识。我们以 10/9 月的农产品划分习惯并结合南北半球的气温特征，选择榨季内节点。

图 1：各国最低气温季节性（5 年均值）

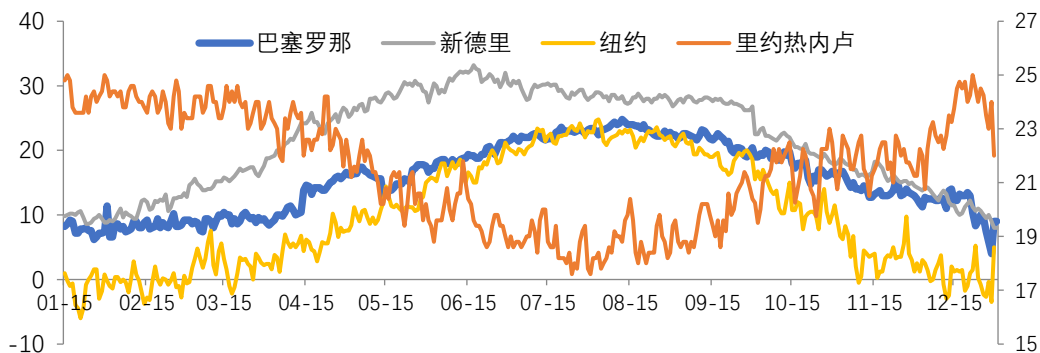
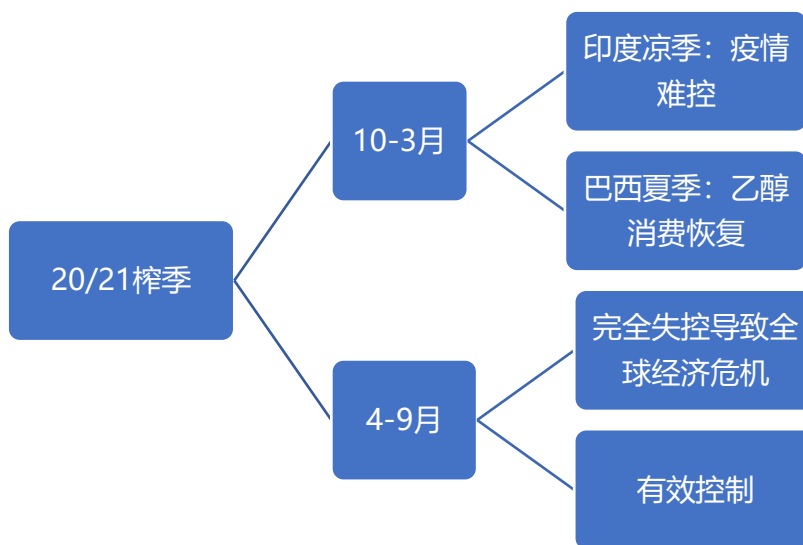


图 2：西班牙日新增新冠肺炎病例

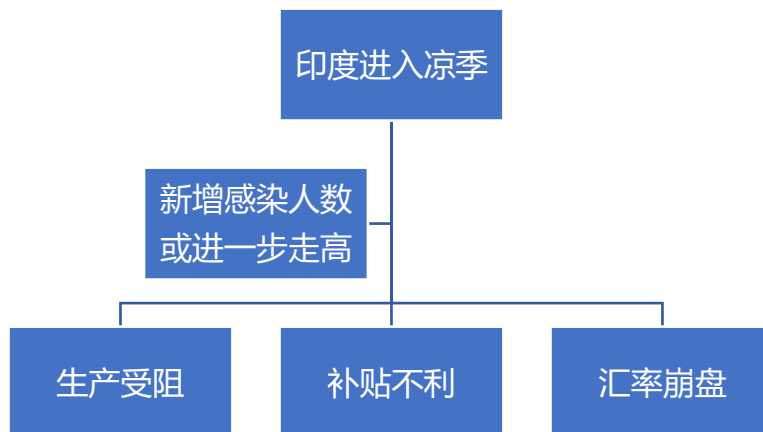


数据来源: wind 国投安信期货



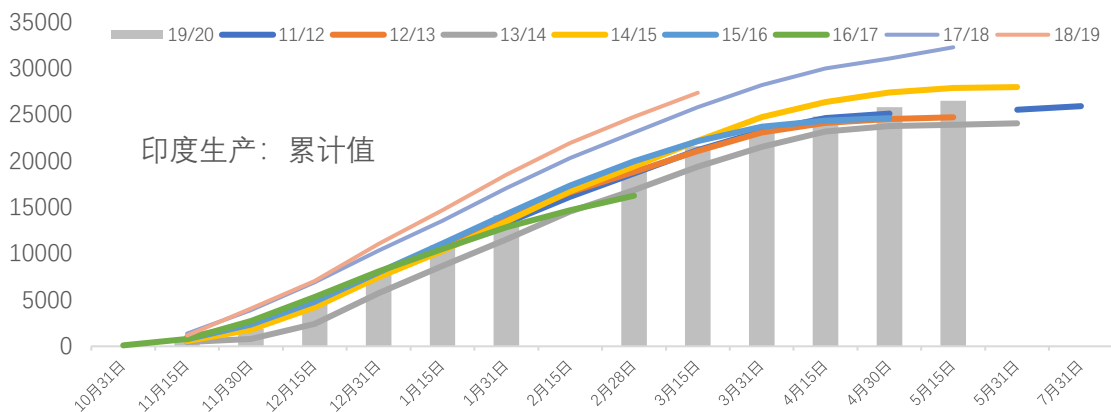
### 2.2.1 印度

印度正进入季节性凉季 10-3 月，若新增感染人数延续高位甚至恶化，极可能成为糖市最大灰犀牛。



生产受阻: 利多, 因印度制糖业高度依赖人工, 且 3 月前印度完成大部分压榨;

图 3：印度压榨进度



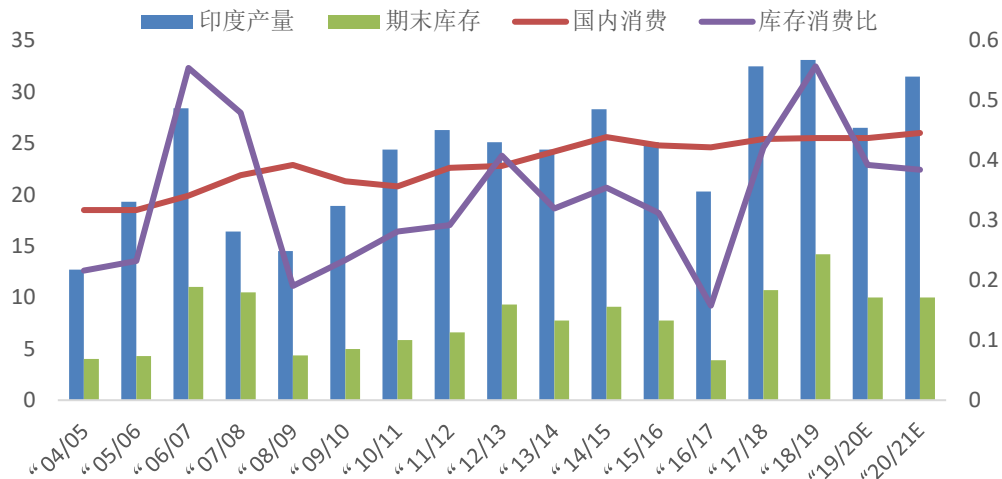
数据来源：ISMA 国投安信期货

补贴不利：利多，财政捉襟见肘，ICE 顶部很大程度依据印度出口补贴大小

汇率崩盘：利空，疫情累积效应压垮经济，糖市最大灰犀牛

	73	76	79	82	85
31000 卢比	424.66	407.89	392.41	378.05	364.71
33000 卢比	452.05	434.21	417.72	402.44	388.24

图 4：印度产需数据



数据来源：ISMA 国投安信期货

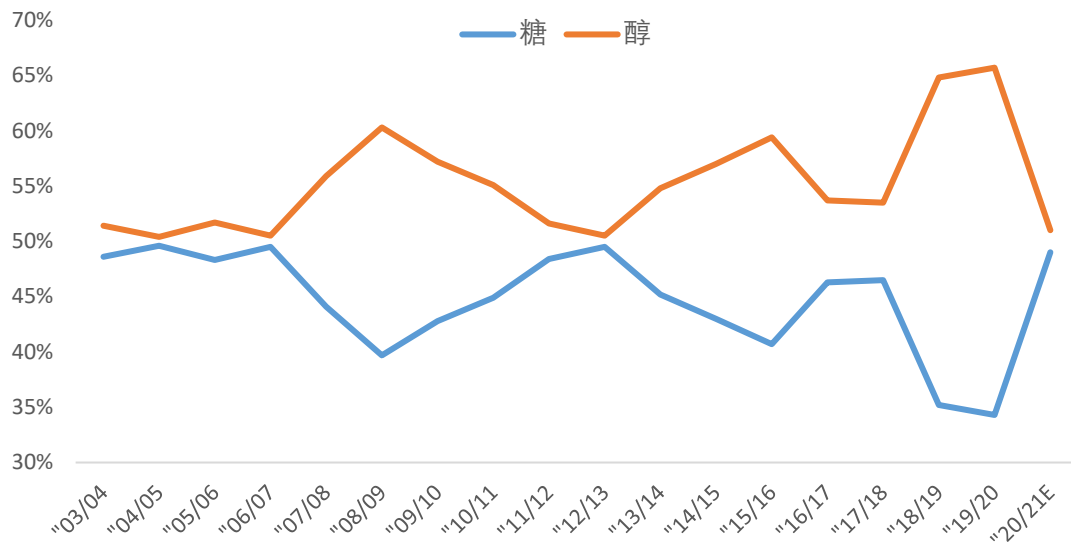
印度糖源十分充足，且饱受兑付压力的印度糖厂有强烈的卖糖变现欲望，它们缺乏的只是外部条件，在一定汇率条件下，即使不依靠补贴印度也可实现出口，届时榨季内的出口规模将远超 600 万吨。印度因素都可以导致区间的上、下沿被打破，但都难以支撑国际糖价长假处于区间外波动，反而这些不确定性都将提供反向交易的安全边际，因为印度因素暂无打破国际市场产需平衡的能力。

### 2.2.2 巴西

市场对巴西 20/21 榨季（10/9 月）的产量预估为 3700 万吨，同比下降 350 万吨，其中中南部 3350 万吨，同比下降 400 万吨。巴西的不确定源自制糖比例巨大的波动空间，它有足够能力将平衡市向短缺或

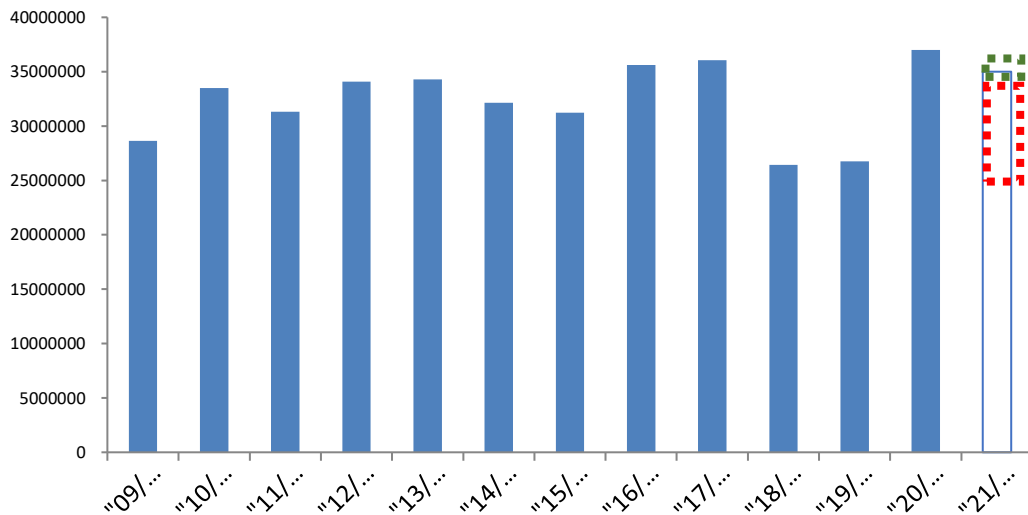
过剩转换。

图 5: 巴西中南部制糖比例



数据来源: Unica 国投安信期货

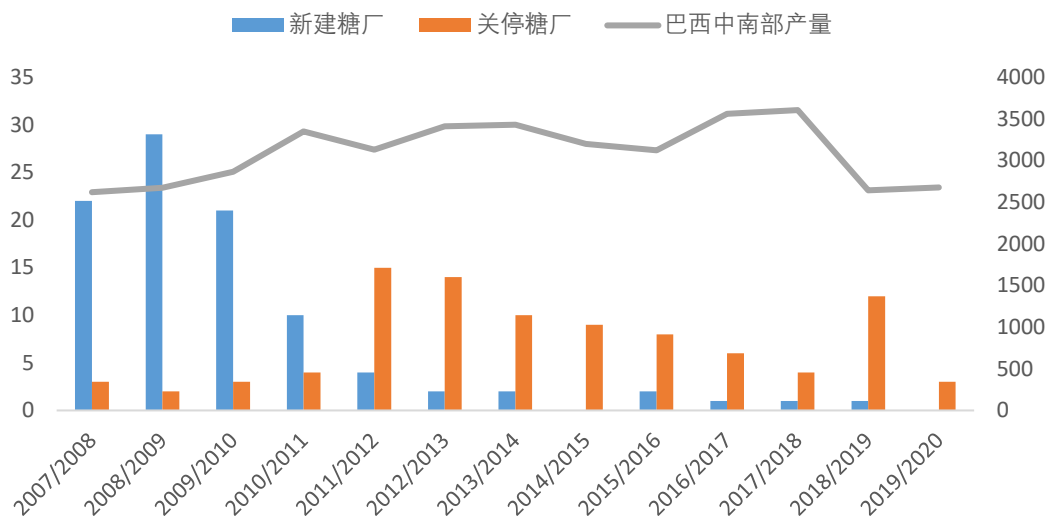
图 6: 巴西中南部产糖量



数据来源: Unica 国投安信期货

不确定性带来的多、空幅度不匹配---利空空间 《《利多空间, 产量潜在增量空间与潜在减量比例约为 1: 2, 前提是巴西制糖产能在 2020 年的极度释放。

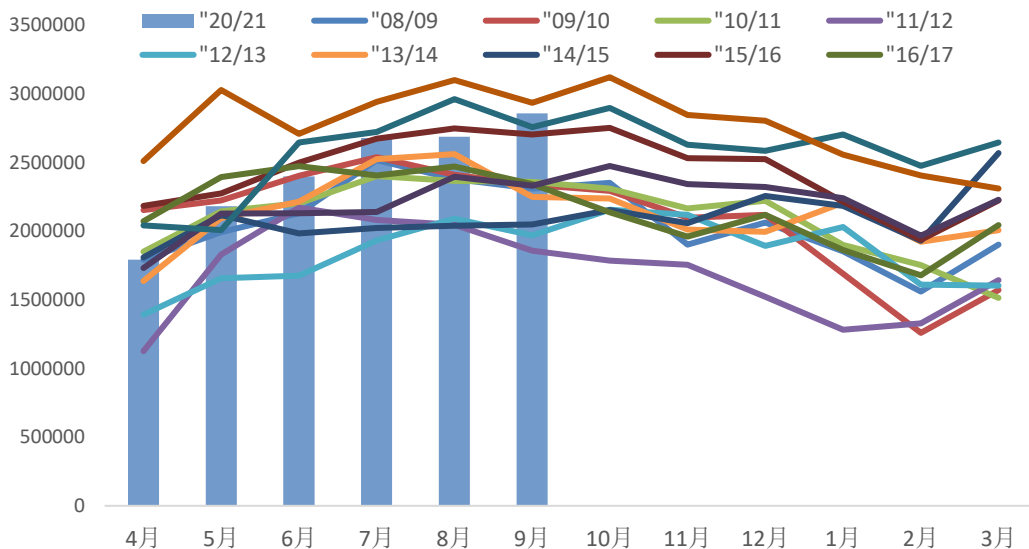
图 7: 巴西中南部糖厂新建、关停情况



数据来源: Unica 国投安信期货

巴西产量的大幅反弹, 得益于今年 4-9 月期间雷亚尔近 50% 的贬值, 以及原油近 90% 的下跌。2021 年压榨高峰期间再次重现雷亚尔+原油共振的概率极低, 除非全球爆发经济危机。较为确定的是, 乙醇的消费已经出现明显抬头, 10-3 月巴西进入夏季后, 这一趋势将被强化。

图 8: 巴西乙醇总销量



数据来源: Unica 国投安信期货

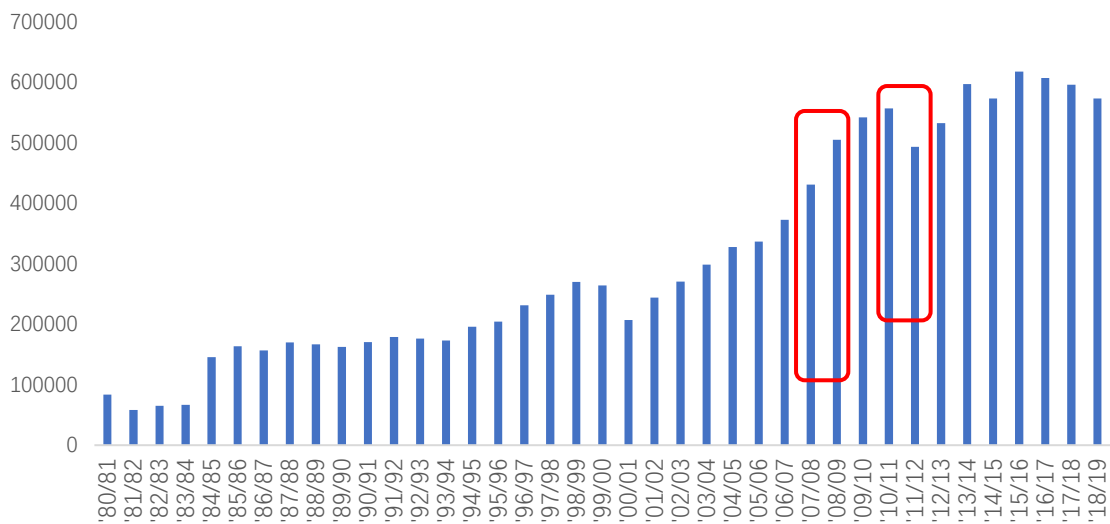
巴西减产不及预期	巴西减产超预期
雷亚尔暴贬+原油暴跌	原油重心抬升
联袂重演	雷亚尔失去贬值空间
	巴西严重干旱

图 9：巴西因素可将全球产需推向的两个极限（图大小代表概率）



需求警惕的是拉尼娜的过渡炒作，要观察其实际影响。历史上拉尼娜习惯被交易，也习惯性被证伪。

图 10：巴西中南部甘蔗产量



数据来源：wind 国投安信期货

### 三、国内糖市的确定性与不确定性

当前国内市场主要预估区间为 5000-6000，产需缺口同比 19/20 榨季放大约 50 万吨。虽然三季度一系列重磅产业政策发布，但由于政策执行的渐进性，20/21 榨季国内糖市仍难彻底摆脱政策市的特征。



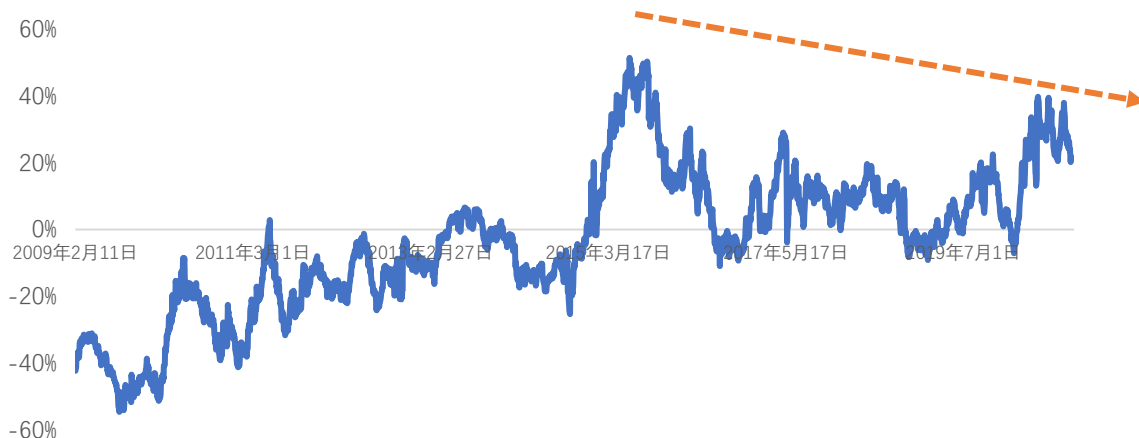
### 3.1、确定性



中国市场的确定性，将引导两个重要的平衡表变量。

确定性的第二、三条提示我们，内外市场的高利润率时代将结束。对比前两个榨季，外部糖源进入中国市场的壁垒大幅削减。国际糖价作为评估国内价格高、低的标尺作用大幅提升，数据表现为巴西糖进口利润率的重心下移。

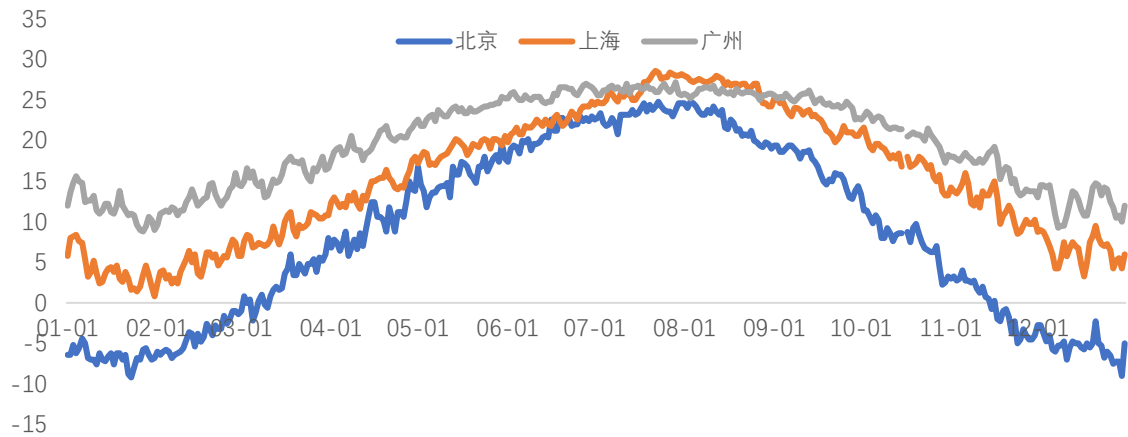
图 11：配额外巴西糖进口利润率



数据来源：布瑞克 国投安信期货

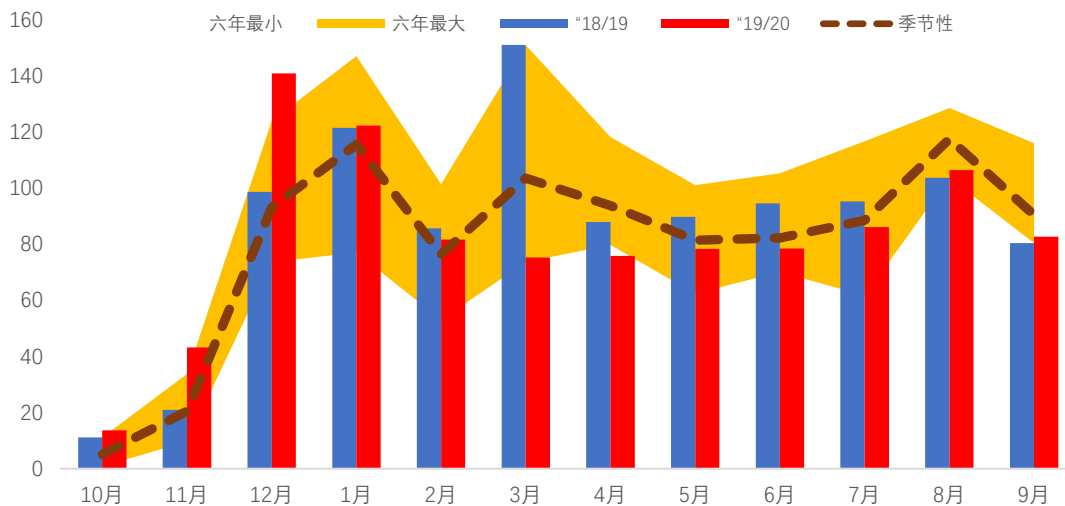
尽管处于北半球的中国同样面临疫情二次反扑的风险，但接连经历了北京、大连、瑞丽、青岛的疫情反弹后，政府的响应机制以及国民的协同意识，让我们充分相信中国有能力将任何苗头控制在局部。但不可否认的是，从大中城市佩戴口罩的民众比例看，百姓的防范意识有所松懈。

图 12: 各地最低气温季节性



数据来源: wind 国投安信期货

图 13: 国内糖厂单月销量



数据来源: 中糖协 国投安信期货

确定性的第五、六条是支撑多头的重要理由, 市场不认可今年 2-4 月份全国范围内的社会隔离会再次发生, 消费层面的最差情况已经过去。需要高度重视的, 针对疫情因素对 2-4 月销量的影响, 我们不建议仅以这三个月的数据进行说明, 要充分考虑到 2019 年四季度销量的前置以及一季度进口量的低迷。

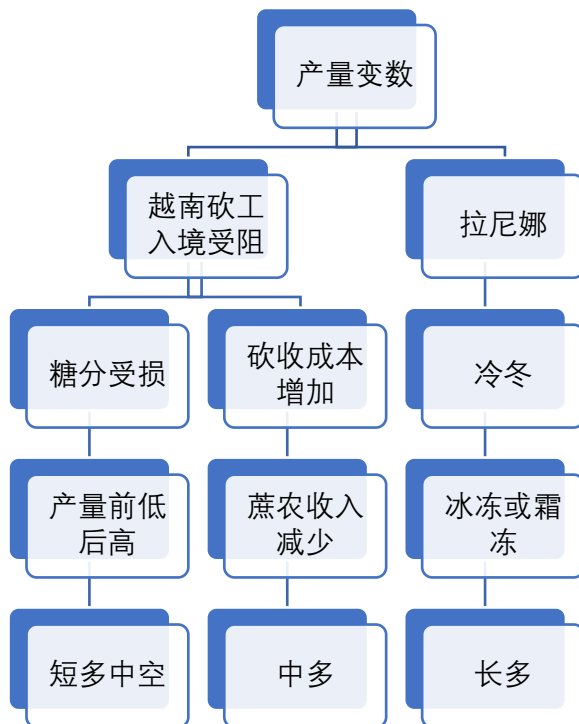
天价玉米价格对于糖价的长期利好效应不言而喻, 但在食品饮料企业大面积调整配方前, 不应作为中短期交易的充分条件。

### 3.2、不确定性

依据潜在的调整幅度排序, 国内糖市的不确定性依次为产量、进口、国储。

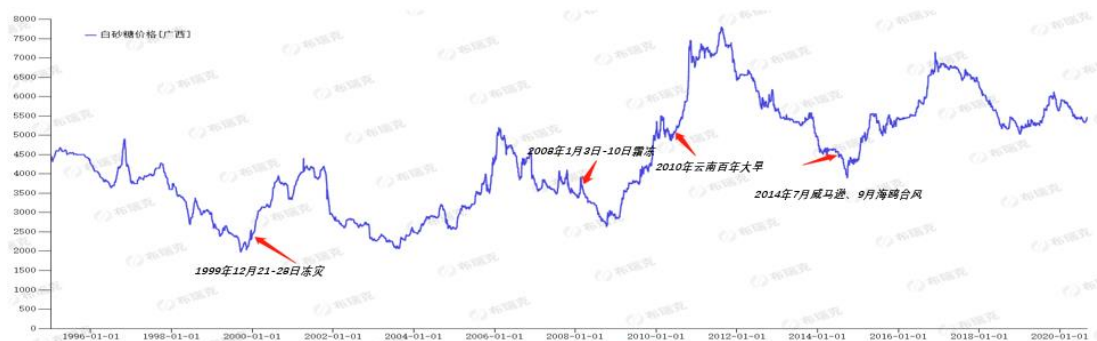
#### 3.2.1 产量

19/20 榨季国内食糖产量 1042 万吨, 当前市场预期 20/21 榨季国内食糖产量不增加, 减产范围在 0-60 万吨不等, 减产预估均值在 30-40 万吨, 因前期广西天气不佳。



历史上,糖价两次天气牛市都与拉尼娜导致的广西冷冬有关。不过发生的时点对产量的影响存在差异,谨防充当接盘侠。

图 14: 国内糖价走势



数据来源: 布瑞克 国投安信期货

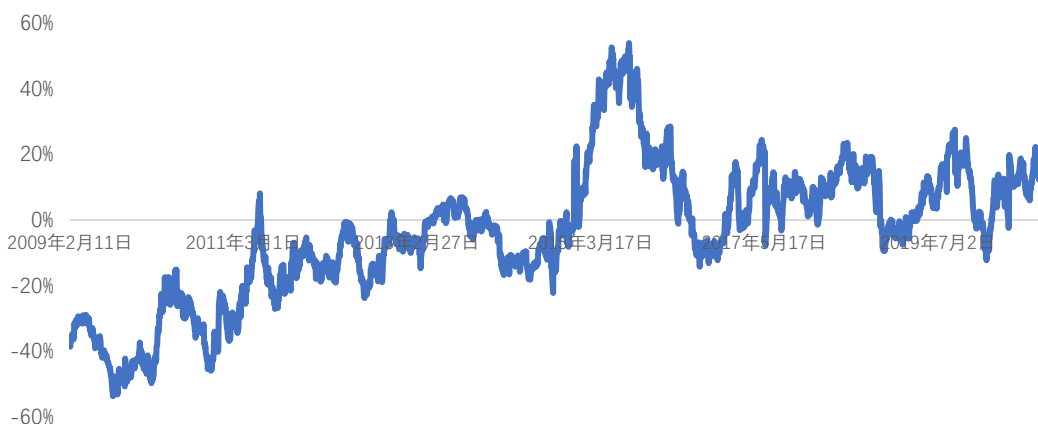
每年甘蔗收获季,越南都有近 10 万劳动力入境广西参与甘蔗砍收,包括众多非法入境,因其劳动力廉价。当前中越在广西边境仍采用严格的流动管制,用工缺口大概率由国内劳动力或糖厂人员补充,压榨高峰期面临用工短缺下糖分损耗风险,此外砍收成本增加,种植收益下降,大概率影响明年种植意向。

### 3.2.2 进口

市场对新榨季配额外进口规模增量有较大分歧,我们维持 100 万吨增量的预判,即 230-250 万吨。

确定性因素明确了未来利润率下降的方向。新榨季合法糖源维持 10-20%的即期利润率是较为合理区间。榨季内不排除因国内产量炒作、到港延期等因素,短期冲破此区间的可能。

图 13：配额外泰国糖进口利润率



数据来源：布瑞克 国投安信期货

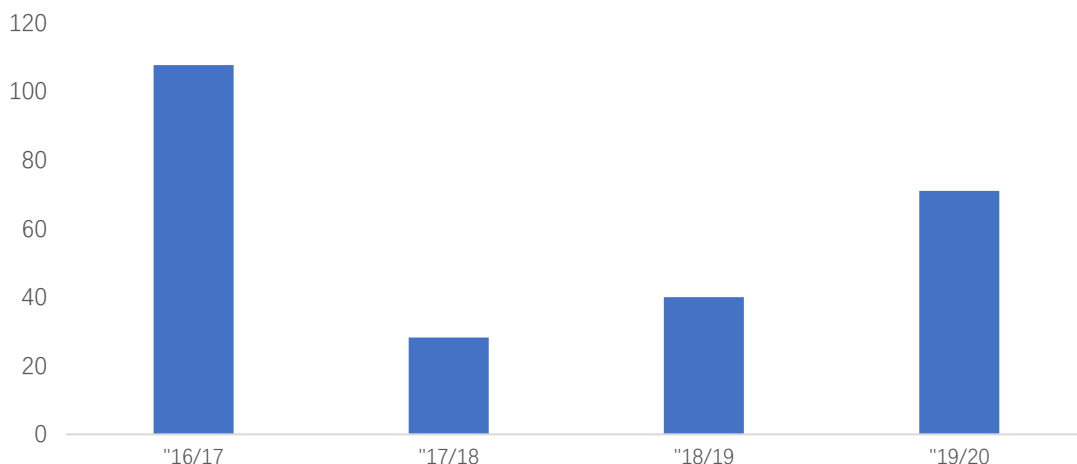
配额外巴西糖的进口利润率变化代表合法进口的增减，而配额外泰国糖的利润率趋势则代表走私及糖浆的动向。高利润带来的直接结果是走私与糖浆的放量，虽然新榨季泰国糖产量会继续减产但升水会下降，两个潜在因素不得忽视：一是原白价差对泰国白糖生产、出口的极大吸引力，二是上文提到的卢比崩盘导致的亚洲产区过剩，都将为非法糖源进入中国留下契机。我们认为，走私+糖浆的弹性空间在 50-100 万吨左右。

### 3.2.3 国储

9月中旬，发改委下发《中央储备糖管理办法（征求意见稿）》，对储备糖管理权责及出库条件做出了设定，提示市场未来储备进、出将有法可循。疫情结局难测、经济内循环，配合习主席提出的“食为政首”的大背景（结合前期豆油、棉花收储），再谈国储糖去库存有些不合时宜，让国储糖“焕然一新”是政府更希望看到的。

《意见稿》提出“原糖年度轮换数量按 15-20%比例掌握，根据市场调控需要可适当增减，原则上不超过库存总量的 30%；白砂糖原则上每年轮换一次。”

图 14：近 4 个榨季国储糖出库规模



数据来源：新闻整理 国投安信期货

根据我们对国储总量及结构的跟踪，目前原糖与白糖的比例约为 1: 2，即 200 万吨原糖，400 万吨白糖。根据意见稿，原糖年轮换数量为 30-40 万吨(近两年已在执行)，白糖年轮换规模及形式(400 万吨?)成为市场最大的不确定性。

从轮入糖源看，当季进口原糖或当季国产新糖是唯一选择：

如果是原糖，那么如何在进口数据体现，由谁完成进口，是否需要加工后入库？如果是国产新糖，那么如何在各产区间分配，国营与民营之间如何分配比例？

轮出白糖如何被市场消化是关键：虽然经过加工糖厂的二次精炼，但国储白糖年份毕竟已近 8 年，下游是否愿意全盘接收？如果贴水入市，是否会增加市场压力？郑州盘面能否接收这些二次精炼白糖，会出现某个合约 Market Corner 吗？

众多疑问还需要管理办法广泛征求意见后才能得到答案。

#### 四、总结

市场预期大部分是基于当前的静态因素做出，特别是依赖特定的假定条件，这些假定条件本身是否具有稳定性需持续关注，另一方面，一些非市场因素如地缘摩擦，特别是疫情二次反扑带来的不确定性仍需高度关注。

不确定因素或单独出现，或集中爆发，我们要识别其能否实质改变目前预估的交易空间。除了供应外，全球食糖消费能否如期反弹也具有较大变数，近几年全球的主要消费增量集中在亚洲的发展中国家与贫困的非洲国家，而这些区域目前仍饱受疫情的苦难。

我们讨论不确定性，是因为某些因素或与产业无关、或潜在摆动空间很大，它们有打破预估区间的能力，甚至彻底反转平衡预期，将市场转向短缺或过剩。市场预期会不断变化，我们也会根据预期以及自己的判断调整市场的估值区间，进而制定对应的交易策略。

### 免责声明

本文由国投安信期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。

文章根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证文章所述信息的准确性和完整性。

本文不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。

国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。

对于本文所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本文版权仅为国投安信期货有限公司所有,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。

如引用发布,需注明出处为国投安信期货有限公司,且不得对本文进行有悖原意的引用、删节和修改。

国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。