

期货研究报告·年度视野
沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春
——2021 年白糖期货投资策略

研究所

广州期货研究所

农产品

执业证书编号：F3026211

投资咨询证号：Z0015047

投资咨询业务资格 证监许可【2012】1497



期货研究报告·年度视野

沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春

——2021 年白糖期货投资策略

宏观背景：新冠疫情影响深远·国际经济深陷衰退泥潭

新冠疫情对全球经济和社会影响广泛，深远，是过去几十年未曾有过。根据 IFM 测算，2020 年全球 GDP 将萎缩 4.4%，而上一次则是在 2009 年。美国经济增长引擎和改善动能衰弱，美联储重启 QE，欧元区经济增长动能持续衰弱，日央行维持原有宽松货币政策不变，主要新兴国家经济增速普遍放缓。疫情的防控差异，使得中国的生产迅速恢复，中国经济增长按季逐步向潜在增速回归，全年经济增长 8.5-9%。

糖价牛市周期遭遇新冠·油市风险事件

2019/2020 榨季是糖市处于牛市周期第二年，在 19 年的逐步供需改善中震荡磨底上涨，但是在步入 2020 年，在遭遇新冠疫情的风险，叠加油价暴跌，巴西糖醇比从 37%附近一度飙升至 47%，糖产量一度暴增远超 1000 万吨水平，达到 3820 万吨的超记录水平。而印度方面，由于天气的改善，产量大幅增加，国际供给逐步又重回过剩时代。价格第一，二季度整体低迷，而进入第三季度，由于前期利空预期打的太满，加上随着疫情的好转，以及疫苗的重大进展，加上拉尼娜天气的炒作，叠加印度出口补贴推迟问题，共同推动原糖收复前期跌幅。而国内方面，随着进口政策的放开，国内糖价与国外的联动性进一步加强，但是由于进口三，四季度集中放量，加上销售数据并不理想，国内行情弱于外盘，且越到季末，价格颓势更加明显。但是，期现盘面价格 5050-5200 左右属于价值低洼区，向下驱动有限。

策略推荐：把握多空轮动·明确因素下选择波段操作

2021 年，关注进口许可证发放情况以及进口糖浆管控情况，7-9 月关注白糖下游消费，以及 9-12 月关注产区库存情况以及是否可能存在翘尾行情，另外，关注国际方面天气对主产国种植及产量的影响情况，和乙醇能源情况，利多与利空相互轮换的市场更需要节奏性把握，选择波段操作会更好。

白糖期货

震荡反复

刘珂

liuk@gzf2010.com.cn

020-22139813

执业证书编号：F3026211

Z0015047

发布日期：2020 年 12 月 15 日

市场表现

CZCE 白糖指数



ICE 原糖指数



目录

一、2020 全球糖市行情回顾.....	2
二、白糖基本面分析.....	4
1、全球白糖市场及供需概况.....	4
1.1 2019/20 榨季以及 20/21 榨季全球供需情况.....	4
1.2 巴西.....	6
1.3 印度.....	8
1.4 泰国.....	10
1.5 天气.....	11
2、国内基本面情况.....	12
2.1 产销及工业库存情况.....	12
2.2 进出口情况.....	15
2.3 抛储情况.....	17
2.4 走私及替代.....	19
三、后市展望与风险提示.....	21

图表 1: CZCE 白糖期货指数走势	3
图表 2: ICE03 号糖期货指数走势	3
图表 3: 18/19 年榨季与 19/20 榨季全球供需情况.....	4
图表 4: 全球食糖产量与消费量	6
图表 5: 11 号糖与美国兑巴西雷亚尔汇率走势图.....	7
图表 6: 巴西中南部产糖情况 (吨)	8
图表 7: 印度糖产量情况 (吨)	9
图表 8: 泰国糖产量情况 (吨)	11
图表 9: 2019/18 年制糖期全国食糖产销进度 (截至 2019 年 11 月底)	12
图表 10: 我国食糖工业库存年度对比	13
图表 11: 我国各榨季产糖量 (月/万吨)	14
图表 12: 全国食糖销售情况	14
图表 13: 食糖进出口情况	16
图表 14: 进口糖利润空间	16
图表 15: 历年国储收储情况一览表	18
图表 16: 软饮料月度产量	20
图表 17: 软饮料销售与库存	20

一、2020 全球糖市行情回顾

具体来看，2020 年的郑糖和原糖期货可以分为三个阶段：

第一阶段：高位下行，震荡触底现象。

郑糖（1 月到 5 月初），运行区间为（4700-5900 元/吨），ICE 原糖（1 月初到 4 月底），运行区间为（10-15 美分/磅）。从新年前昔，郑糖价格坚挺，但是，受新冠疫情影响以及外盘超跌，价格大幅下行，从接近 6000 元/吨的水平跌至 4800 元/吨。受疫情影响，19/20 榨季需求缩减约 60 万吨。2 月份国内处于压榨高峰期而疫情影响下，下游食糖运输几乎停滞，而后期下游复工、复产，交通运输恢复中。但外盘颓势，以及叠加关税取消政策，无法挽回下跌趋势。而国际方面，肺炎疫情全球扩散，需求受影响，大众担忧全球经济下行，诸多分析机构下调 2020 年全球原油需求量，在此全球经济环境背景下，OPEC+与俄罗斯未就减产达成共识，并有外媒消息称沙特计划大幅增加原油产量，大幅降低售往欧洲、远东和美国等国外的市场的原油价格，致使原油暴跌，而市场担忧巴西糖醇比创历史新高，产量大幅增加，叠加印度增产，原糖重新步入过剩阶段，价格被动跟随原油暴跌。

第二阶段：震荡筑底，修复跌幅，郑糖（5 月初到 10 月下旬），运行区间为（4700-5400 元/吨），ICE 原糖（4 月中旬到 11 月），运行区间为（10-16 美分/磅）。郑糖和原糖在这一阶段都呈现出上涨修复前期跌幅的态势，但是由于外盘利多消息指引较多，因而呈现出外强内弱格局，国内外价差进一步拉大。国内市场已经步入收榨阶段，产量阶段性稳定，前期利空消息逐步下滑，叠加疫情逐渐控制，生产消费渐入正轨，尤其进入 8 月份，传统消费旺季，广西云南报价起飞，成交放量。而国际方面，进入下半年，受油价以及新冠疫情影响逐渐远去，前期的下跌已经风险充分释放，市场利空因素预期打的太满，市场逐步开始回暖，糖价震荡上行收复前期跌幅，加上进入天气市，市场对于拉尼娜的担忧，巴西中南部降水存在缩减，在一定程度上影响下一榨季糖产量，以及印度出口补贴发放的推迟，导致盘面价格一度坚挺。

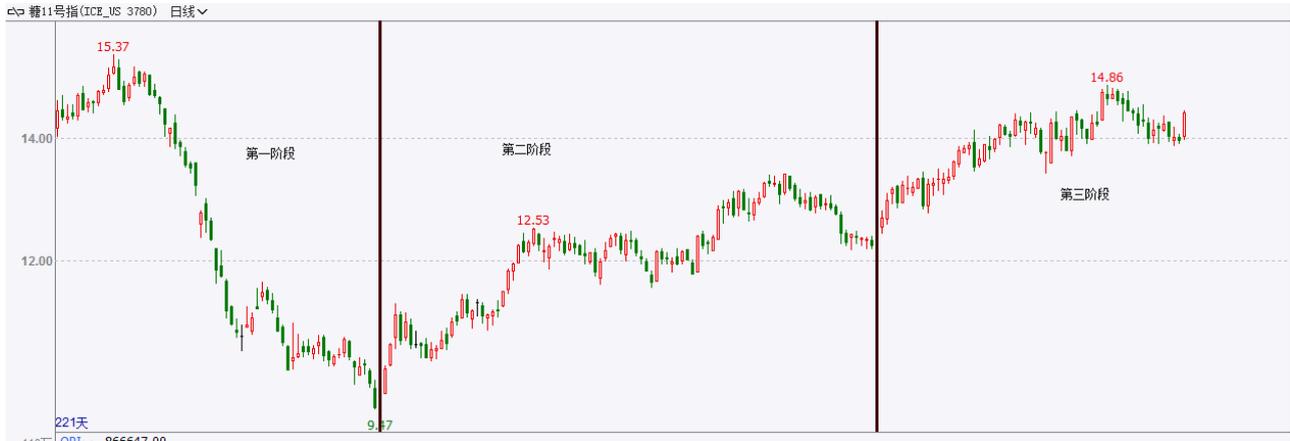
第三阶段：震荡滞涨阶段，郑糖（10月下旬到12月），运行区间为（4900-54800元/吨），ICE原糖（9月底到12月底），运行区间为（13-15美分/磅）。此阶段，郑糖盘面仍弱于外盘走势，一方面由于糖浆的大量进口致使市场担忧，加上加工糖源源不断进来，8-9月进口量高达122万吨，10月高达88万吨，由于前期终端购糖已经结束，进入消化期，价值糖价往下回落，商家买涨不买跌心里作祟，导致后期销量难以继续延续上个的辉煌。市场陷入淡季，对陈糖结转库存从乐观转悲观，现货市场有价无市，为新糖上市价格埋下利空隐患。国内期现货市场步入低迷阶段。而外盘方面，由于缺乏新消息指引，市场陷入震荡，前期涨势暂告一段落，天气炒作也进入疲软期，加上没有太多新利多消息，而印度出口补贴问题，印度或将不发放补贴出口。

图表 1：CZCE 白糖期货指数走势



资料来源：文华财经、广州期货

图表 2：ICE03 号糖期货指数走势



资料来源：文华财经、广州期货

二、白糖基本面分析

1、全球白糖市场及供需概况

1.1 2019/20 榨季以及 20/21 榨季全球供需情况

下图为各研究机构预估的 2019/20 榨季以及已经正在压榨的 20/21 榨季全球糖市供需缺口量。从预估来看，已过去的 19/20 榨季，在 2019 年上半年时呈现出小幅缺口的现在，且在 2019 年下半年缺口呈现出扩大走势，一切感觉似乎价格已经脱离底部，有牛市到来的迹象，但是在 2020 年初，受新冠疫情影响以及原油价格暴跌，巴西糖醇比骤然上涨，从最新的压榨数据显示，巴西中南部截至 11 月已经产糖 3800 万吨，同比增加 22.61%。而印度方面，由于季风天气正常到来，榨季产量也一定的增加，从机构预估来看，预计 19/20 榨季糖产量 3200 万吨，同比上榨季增加 500 万吨。因而到年末缺口一度缩窄至 100 万吨附近。而对于下一榨季，在原油暴跌阶段，机构预估供应直接过剩，但是随着后期行情的走好，仍有小幅的缺口，ISO 预计 2020/21 年度全球糖产量为 1.711 亿吨，低于先前预测的 1.735 亿吨。其中泰国产量预估从 870 万吨下调至 820 万吨、印度从 3150 万吨下调至 3100 万吨，欧盟从 1680 万吨下调至 1630 万。

图表 3： 19/20 年榨季与 20/21 榨季全球供需情况

2019/20 榨季全球食糖供需缺口预估 (单位 : 万吨)

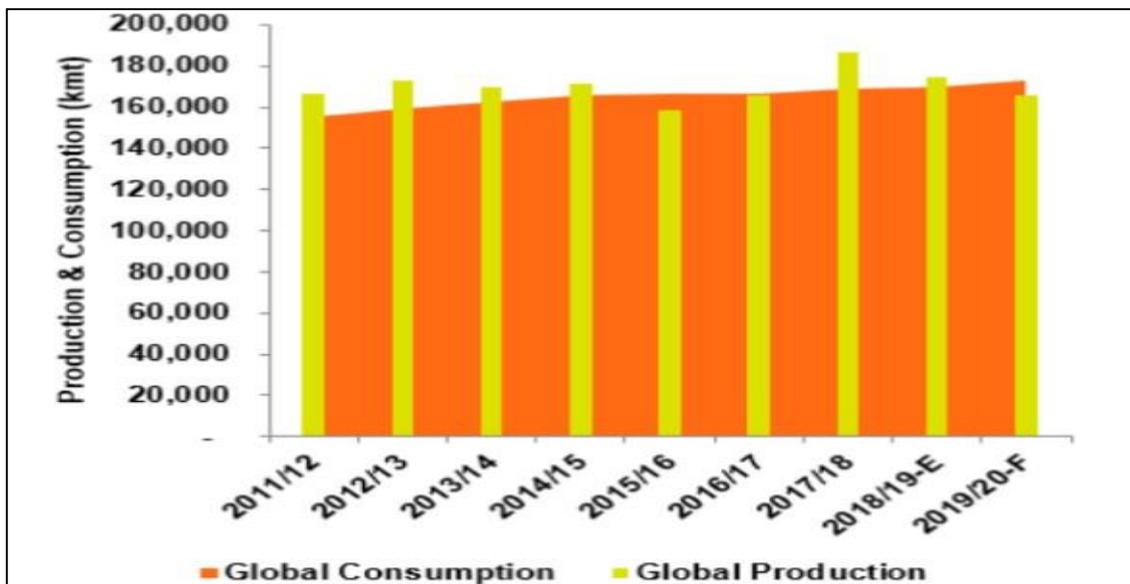
机构	预估日期	2019/20 年度
ADM	2018/10/15	-200 万吨
Rabobank	2019/3/21	-430 万吨
F.O.Licht	2019/5/30	-310 万吨
Rabobank	2019/6/13	-420 万吨
DATAGRO	2019/7/30	-642 万吨
FCStone	2019/8/7	-590 万吨
ISO	2019/8/9	-350 万吨
Sopex	2019/9/19	-630 万吨
JPMorgan	2019/10/15	-640 万吨
FCStone	2019/11/1	-770 万吨
Rabobank	2019/12/23	-820 万吨
ISO	2020/3/2	-944 万吨
Rabobank	2020/3/27	-670 万吨
FCStone	2020/6/4	-310 万吨
Rabobank	2020/9/24	-100 万吨

2020/21 榨季全球食糖供需缺口预估 (单位 : 万吨)

机构	预估日期	2020/21 年度
Rabobank	2020/3/27	60 万吨
Greengool	2020/3/30	30 万吨
StoneX	2020/8/7	-130 万吨
ISO	2020/11/18	-350 万

资料来源：广西糖网、广州期货

图表 4： 全球食糖产量与消费量



资料来源：广西糖网、广州期货

1.2 巴西

巴西产业结构严重失衡，工业制造业发展相对落后，实体经济“空心化”，经济基础脆弱且“三高”问题突出，再加上科技发展和创新能力不强，巴西经济可持续增长能力不足，本来能够缓慢的发展经济，而2020年，受到疫情危机的严重影响，巴西的经济出现了120年来最大衰退，增长率下降到了-9.1%。第二季度的GDP也是自1996年以来出现的最大降幅，国际上对巴西经济的并不看好，多年以来，巴西庞大的债务问题，让经济一蹶不振，虽然说2019年出现了小幅度的增长，仍旧是杯水车薪，无济于事。而经和组织将对2020年巴西经济的增长预期从6月的负7.4%上调至负6.5%。而雷亚尔汇率也一蹶不振，为糖价埋上厚重阴影。

巴西中南部的甘蔗种植面积占全国88.51%，其中圣保罗占比全国种植面积的52.69%，所以糖厂多集中于中南部。中南部糖产量占全国总产量约90%，东北部只有10%左右。巴西甘蔗产业非常具有灵活性，糖厂在食糖和乙醇之间的生产比例可以保持在1000万吨的灵活度，所以在这种灵活度的前提下，巴西的最终产量主要有糖醇比决定。榨糖糖醇可能比从去年的35%提升至46%以上。4月1日，2020/21榨季无缝

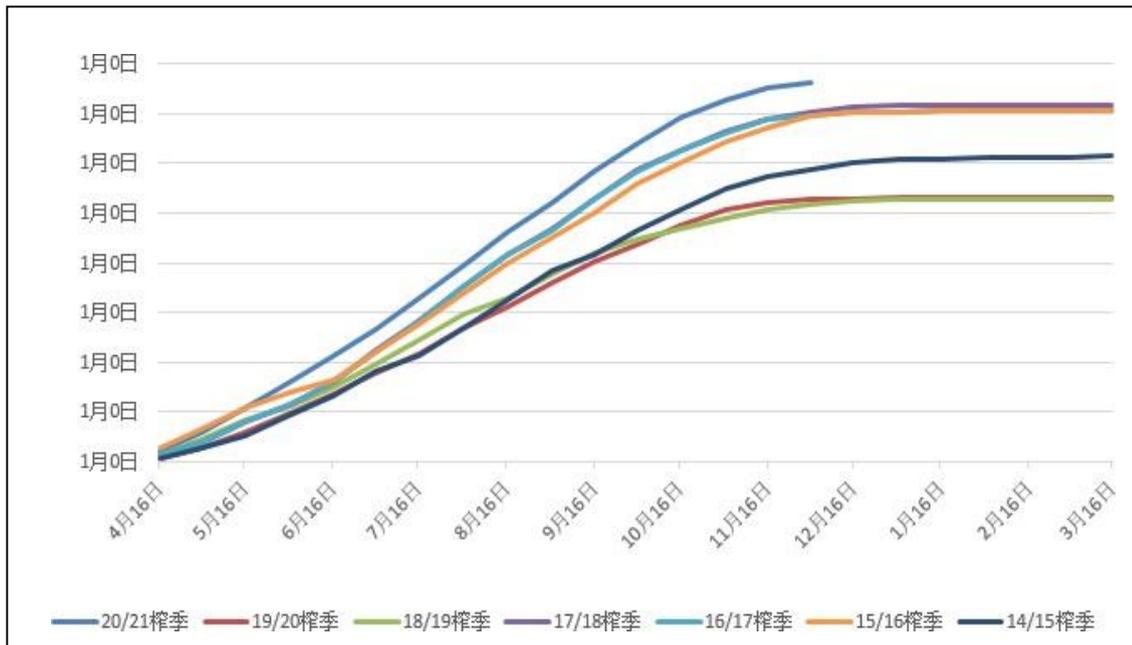
对接。上半年受疫情影响，燃料消费需求大幅下滑，导致乙醇消费也随之下降，白糖产量大幅增加拖累糖价，后期随着原油反弹，乙醇产量虽然有提升，但是幅度不及预期。预计 2020/21 榨季巴西中南部食糖产量将达到 3740 万吨，同比增长近 40%。拉尼娜现象下半年的可能性达到 74%-79%，导致全球“南旱北涝”，巴西中南部年底雨水降水可能大幅减少，可能损及明年 4 月开始的 2021/2022 年甘蔗的单产，导致甘蔗减产。巴西 2011/12 榨季就曾经因拉尼娜损失高达 6300 万吨的甘蔗供应量。2020/21 榨季开始，本榨季截至 12 月 1 日中南部累计压榨甘蔗达到 5.95 亿吨，同比增加 3.32%，累计产糖 3808.7 万吨，同比大增 44.16%，糖厂用 46.3%的甘蔗比例产糖，大幅高于去年同期的 34.59%；截至 12 月 1 日乙醇总产量为 289.1 亿公升，同比减少 8.98%。本榨季将于 3 月正式结束，该地区只有少量的压榨尚未完成。因降雨不足，甘蔗生长推迟，这意味着下一榨季将很少有糖厂可以提前开榨。

图表 5：11 号糖与美国兑巴西雷亚尔汇率走势图



资料来源：Wind、广州期货

图表 6：巴西中南部产糖情况（吨）



地区	16/17 榨季	17/18 榨季	18/19 榨季	19/20 榨季	20/21 榨季
巴西中南部	3122	3562	2700	2648	3740

资料来源：Wind、广州期货

1.3 印度

印度的产糖区主要集中在北方邦、马邦和卡邦三个地区。其中马邦是印度第一产糖大区。19/20 榨季印度甘蔗公平报酬家而过(FRP)维持 2750 卢比/吨不变。而 20/21FRP 上调 100 卢比/吨，至 2850 元/吨，将使得 1000 万蔗农收益。且北方邦等制定的甘蔗指导价（SAP），甚至比 FPR 更高。由于此前干旱、暴雨和洪水天气令印度主要产糖邦马哈拉施特拉邦和卡纳塔克邦等地区甘蔗产量下滑，19/20 榨季印度产量预计同比减少 15%。但是今年 6 月至今，主产邦马邦和卡邦的降水量持续大幅高于正常水平，水库蓄水量也较去年同期增加，为 20/21 榨季产量回升奠定了良好基础，预计产量在 3150-3200 万吨，同比增加约 17%。20/21 主产区马邦种植面积预计增加 29%。糖产量预计将达到 921.5 万吨，同比去年提高 300 万吨。甘蔗种

植面积整体同比去年小幅增加 1.3%

出口方面，为期一年的缓冲库存政策已于 7 月底失效，本榨季末的期末库存预计约高于 1000 万吨，大幅高于印度 600 万吨的正常库存需求。市场预计政府需要发放与 19/20 榨季相当的出口补贴。出口额度或提高至 700 万吨。但是补贴政策的推迟引发原糖期货短期上涨动能。但近期市场消息称，印度糖厂三年来首次在没有政府补贴支持的情况下达成出口协议，因急于向农户支付欠款。印度食品部在 11 月初向财政部提交了一份新的提案，提案中的补贴金额有所降低。印度商务部曾建议，20/21 年度的食糖出口补贴金额为每公斤 9.5 卢比，而上榨季中央政府为 600 万吨出口支付的补贴金额为每公斤 10.45 卢比，最终出口创下 580 万吨的历史新高。疫情削弱了印度政府的财政状况，并使中央政府在宣布当前糖厂的出口补贴政策时受到束缚。政府目前只支付了 19/20 榨季承诺补贴金额的 20%，这凸显了中央一级紧张的财政状况。根据世界贸易组织的农业协议，印度可以在 2023 年之前对糖的运输、货运、销售、处理和加工提供补贴。印度政府一直以来补贴糖出口，以帮助减轻国内市场过剩，支撑国内糖价。若没有政府的补贴支持，内外价差导致印度糖很难打入全球市场。

图表 7：印度糖产量情况（吨）

印度	15/16年度	16/17年度	17/18年度	18/19年度	19/20年度	20/21年度 预估
期初库存	910	710	210	910	1350	1450
产量	2510	2000	3250	3200	2820	3200
消费量	2560	2500	2550	2750	2800	2700
期末库存	710	210	910	1350	1370	1950

资料来源：Wind、广州期货

1.4 泰国

泰国甘蔗集中在四大蔗区：中部、东部、北部和东北部。其中，中部湄南河和夜功河的冲积平原是最主要的蔗区，占全国产量 50% 以上。2019/20 榨季泰国甘蔗面积增长幅度可能不及预期（甘蔗价格下跌亦令农户改种木薯等其他作物，本季度初甘蔗价格为每吨 700 泰铢，创十年低点）。2019 年的干旱天气和蔗龄老化预计将导致单产从上榨季的高位下降。2019/20 榨季泰国甘蔗面积增长幅度不及预期（甘蔗价格下跌亦令农户改种木薯等其他作物，本榨季初甘蔗价格为每吨 700 泰铢，创十年低点）。2019 年的干旱天气和蔗龄老化预计导致单产从上榨季的高位下降。2019/20 榨季 泰国产糖率为 11.05%，低于上榨季的 11.13%。泰国去年自 5 月 20 日进入雨季，但是受微厄尔尼诺影响，降雨量均值同比下降 10%，导致水库水量告急。今年 5 月至 7 月泰国严重旱情造成经济损失不低于 4.9 亿美元。2020 年 3 月底，泰国 2019/20 榨季 57 家开榨全部收榨，累计压榨天数为 116 天，甘蔗总产量为 7489 万吨，同比减少 42.8%；产糖量为 827 万吨，同比减少 43.3%。且今年，虽然泰国的北部和东北部旱情有所缓解，但中部旱情仍严重，当地蓄水池水平仍较低。

泰国 2020/21 榨季将于 11 月开始，并在 2021 年 4 月 13 日的泼水节之前结束。预计 2020/21 榨季泰国糖产量预估 710 万吨左右。产量不会较本榨季太大改善。主要因大量蔗农因利润更高而改种木薯，且恶劣的天气条件对甘蔗生长的影响也导致了这样的转变。这意味着该国糖产量将达到 10 多年来的最低水平，甚至不到 18/19 榨季的一半。同时泰国本榨季可出口的原糖和白糖量将只有 350 万吨，同比下降 210 万吨。其中白糖出口量预计为 270 万吨，同比增加 20 万吨。也意味着泰国原糖出口将减至至少最近 15 年来最低水平。

图表 8：泰国糖产量情况（吨）

泰国	2015/16年度	2016/17年度	2017/18年 度	2018/19年 度	2019/2020年度	2020/2021
产量	970	1003	1468	1458	827	860
出口	750	680	800	1090	500	600

资料来源：Wind、广州期货

1.5 天气

拉尼娜事件指赤道附近的中、东太平洋海水表面温度，与常年同期相比出现大范围偏冷，并且强度和持续时间达到一定条件的现象。东南信风异常加强，大量暖水被吹送到赤道西太平洋地区，赤道东南太平洋地区暖海水流走，底层冷水补充，赤道东太平洋深层海水上泛剧烈，赤道及南美西海岸（东南太平洋）比西太平洋明显偏低。2020年8月27日，世界气象组织（WMO）发布的关于厄尔尼诺/拉尼娜事件的最新《全球季节性气候最新信息》显示，9-11月间发生弱拉尼娜事件的概率为60%。初步判断，这是一次弱到中等强度的拉尼娜事件。根据国家气象局预测，拉尼娜状态会在今年冬季达到峰值，然后衰减。拉尼娜发生年，12月到2月期间，造成澳大利亚、东南亚和巴西北部湿润多雨，美国南部干燥。6到8月期间，造成巴西南部 and 阿根廷北部干燥，澳洲南部和东南亚湿润多雨。

2、国内基本面情况

2.1 产销及工业库存情况

2019/20 榨季结束今年五月份结束，由于种植面积没有大幅的调整，结合出糖率等因素，供给存在减产的概率基本成为定局，产量为 1041 万吨，同比去年下滑 35 万吨。新冠疫情影响需求 70 万吨左右。

2019/20 年制糖期截至 2019 年 11 月底，北方甜菜糖厂已有 3 家收榨，南方甘蔗糖厂相继开机生产。全国已经开工生产的糖厂有 86 家，比上制糖期同期多开工 35 家。截至 2019 年 11 月底，本制糖期全国累计产糖 127.26 万吨（上制糖期同期产糖 72.68 万吨）。其中，产甘蔗糖 37.5 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 5.28 万吨）；产甜菜糖 89.76 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 67.4 万吨）。从公布的数据来看，本榨季我国 11 月份产糖量和销糖量均同比大增，产销率也高于去年同期，虽然目前广西等产区大量糖厂开榨后导致产糖量同比大增，且高于目前市场需求量，但由于本榨季前我国库存较紧张以及市场正进入双节备货期，刺激市场现货需求量大增，因此，当前市场现货供需压力尚可。

2020/21 年制糖期截至 2020 年 11 月底，北方甜菜糖厂已有 2 家收榨，南方甘蔗糖厂相继开机生产。全国已经开工生产的糖厂有 78 家，比上制糖期同期少开工 8 家。截至 2020 年 11 月底，本制糖期全国累计产糖 111.32 万吨（上制糖期同期产糖 127.26 万吨）。其中，产甘蔗糖 21.55 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 37.5 万吨）；产甜菜糖 89.77 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 89.76 万吨）。本榨季广西剩余未开榨的糖厂将于 12 月全部开榨，预计 12 月中下旬广西将迎来产糖高峰期。参照近三四个榨季糖厂 12 月份的产能利用率，预计 12 月份广西新糖产量或将在 133-158 万吨左右，同比增加 23-48 万吨。后市压力有些大，对于价格可能有一定的压制作用。

图表 9：2020/21 年制糖期全国食糖产销进度（截至 2020 年 11 月底）

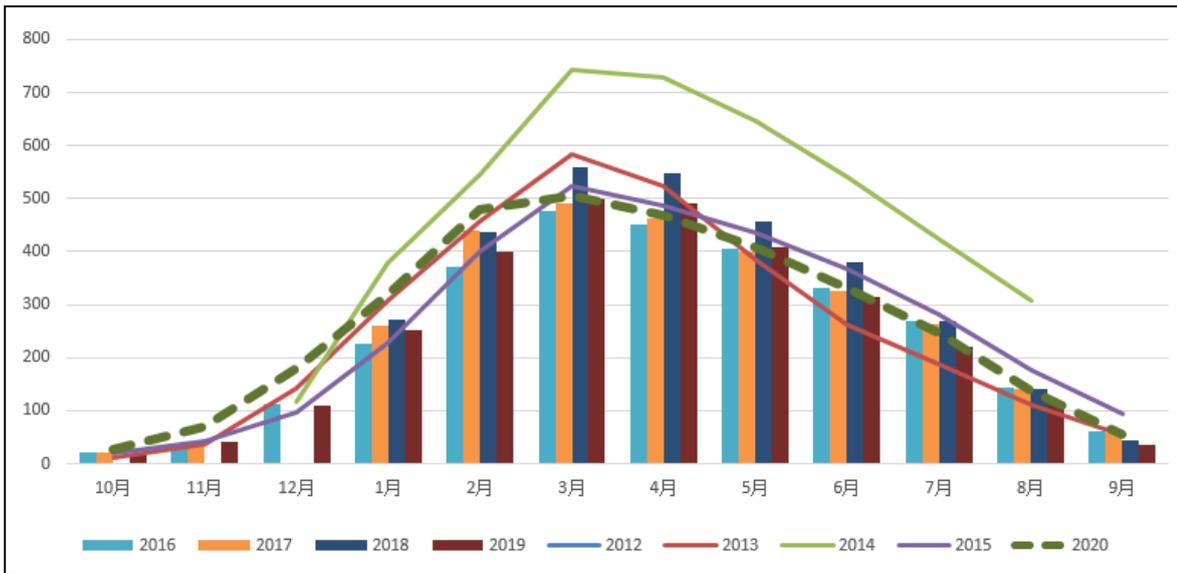
--	--	--	--

请参阅最后一页的重要声明

省区	预计糖产量	截至 2020 年 11 月底累计			备注
		产糖量	销糖量	销糖率 (%)	
全国合计	1050	111.32	43.39	38.98	
甘蔗糖小计	899	21.55	9.02	41.86	
广东	65	0	0	0	
其中：湛江	65	0	0	0	
广西	600	20.25	8.99	44.40	已有 45 家开榨
云南	220	1.3	0.03	2.31	已有 2 家开榨
海南	12	0	0	0	
其他	2	0	0	0	
甜菜小计	151	89.77	34.37	38.29	
黑龙江	4	3.26	1	13.24	已全部收榨
新疆	60	35.72	7.53	21.08	已有 1 家开榨
内蒙古	85	50	26.2	52.40	已经全部开榨
其他	5	2.12	1.43	42.86	已全部开榨

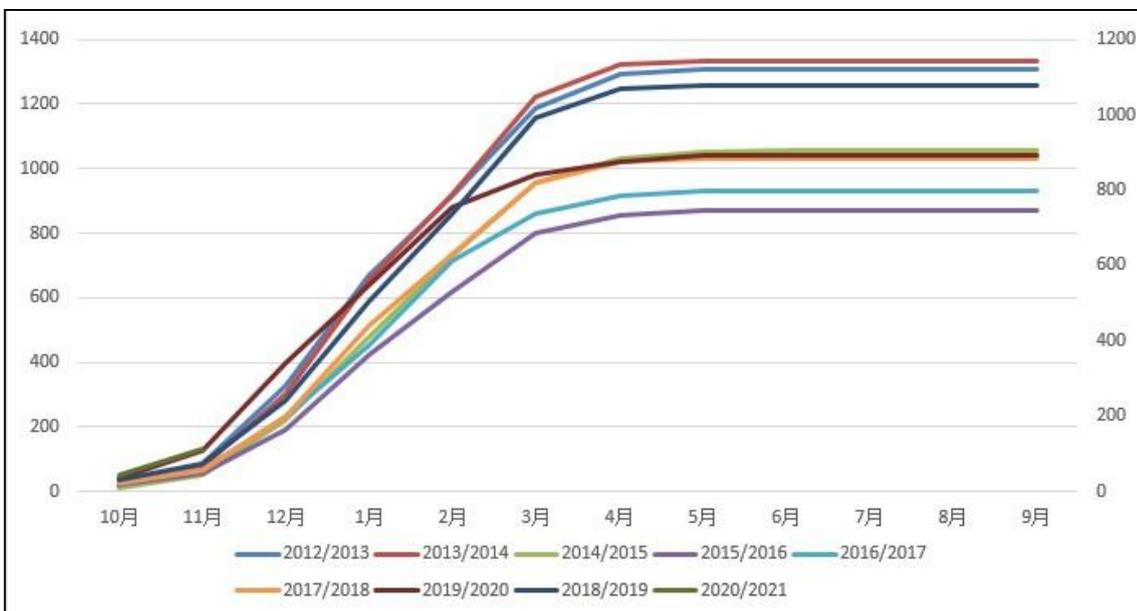
资料来源：广西糖网、广州期货

图表 10：我国食糖工业库存年度对比



资料来源：Wind、广州期货

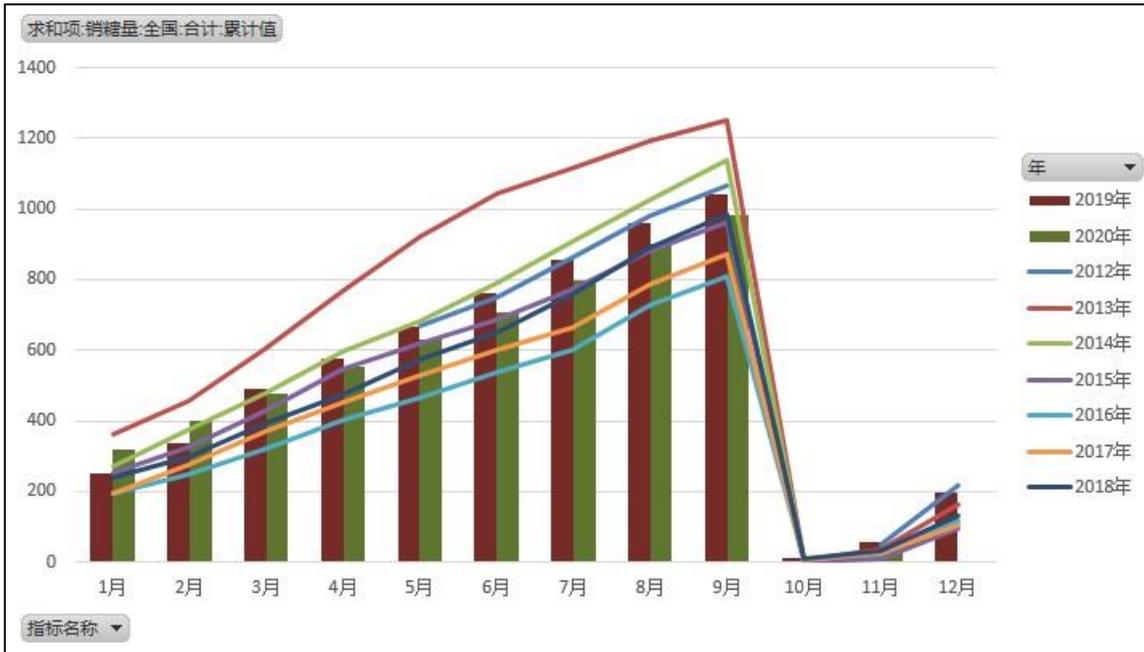
图表 11：我国各榨季产糖量（月/万吨）



资料来源：Wind、广州期货

图表 12：全国食糖销售情况

请参阅最后一页的重要声明



资料来源: Wind、广州期货

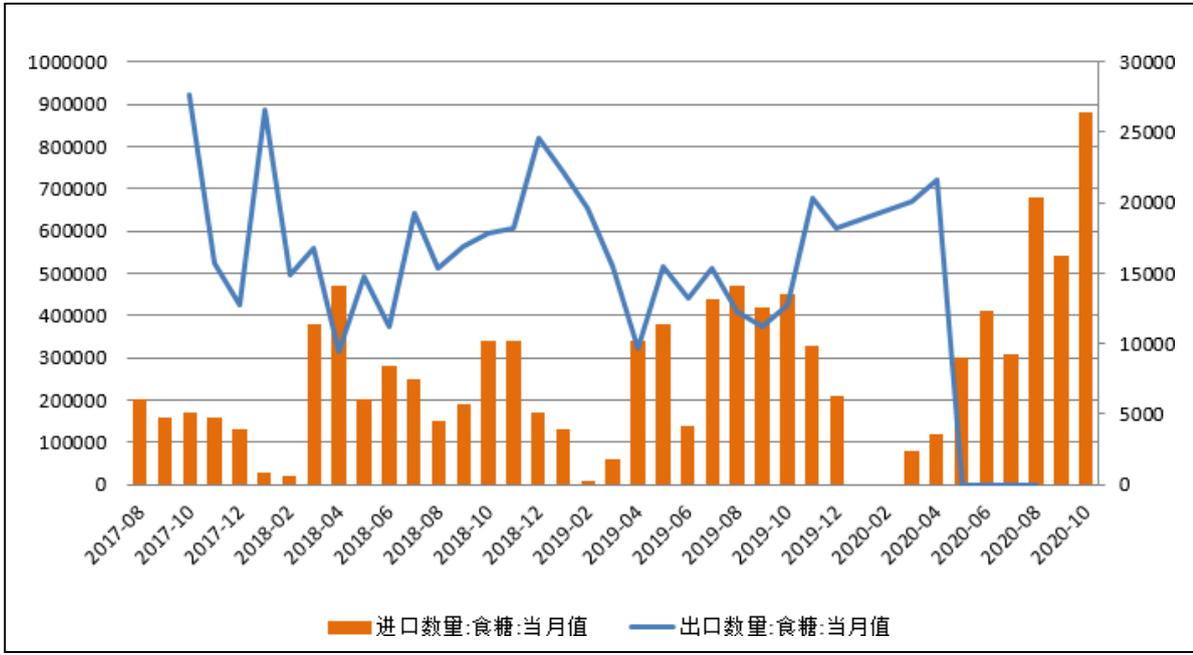
2.2 进出口情况

据中商产业研究院数据库显示, 2020年1-10月中国食糖进口量上升, 2020年1-10月中国食糖进口量为365万吨, 同比增长28.4%。其中8-9月进口量高达122万吨, 10月高达88万吨。11月, 12月数据暂时未公布。2017年5月22日通过食糖贸易救济调查后, 食糖进口量大幅下滑, 保障措施采取对关税配额外进口食糖征收保障措施关税的方式, 实施期限为3年, 自2017年5月22日至2020年5月21日, 实施期间措施逐步放宽。2017年5月22日至2018年5月21日, 保障措施关税税率为45%, 这意味着配额内的税率为45%, 配额外的税率高达95%, 2018年5月22日至2019年5月21日, 保障措施关税税率为40%, (配额内为40%, 配额外为90%) 2019年5月22日至2020年5月21日, 保障措施关税税率为35% (配额内为35%, 配额外85%)。从时间表来看, 今年5月之后贸易救济调查保护期, 之后配额外关税重新下调至50%, 但是由于上半年受疫情影响进口受阻, 进口集中在下半年放量, 由于关税下调, 进口成本大幅降低, 尤其进入第三季度后, 加工糖充斥市场, 极大拖累价格。从目前来看, 巴西进口糖配额内估算价为3698元/吨, 与柳糖现货价价差为1352元/吨, 配额外4718元/吨, 与柳糖现价价差为332元, 泰国进口糖配额内价格估算为3965元/吨, 与柳糖现货价价差为1085元/吨, 配额外5065元/吨, 与柳糖现货价

请参阅最后一页的重要声明

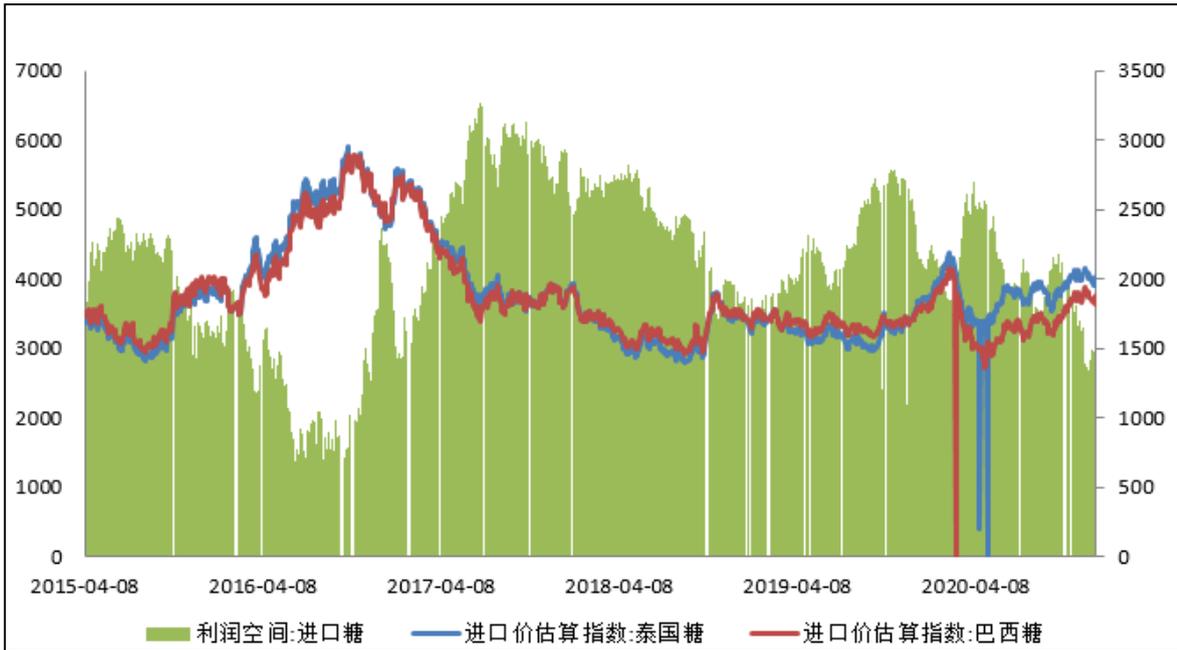
价差为-15 元。若是从巴西进口原糖，利润非常可观。

图表 13：食糖进出口情况



资料来源：Wind、广州期货

图表 14：进口糖利润空间



资料来源：Wind、广州期货

2.3 抛储情况

在国内白糖消费和产量相对固定的情况下，稳定糖价则只能在供给侧上作文章。供给分进口和国储两部分，加征特别关税后进口大幅下降，进口糖的影响力在逐步减小，那储备糖方面就成为调节糖价的一个非常重要的手段。我国每年从古巴进口原糖约 40 万吨。这是长期以来政府协议的一部分。之前的保证加征配额外特别关税出台到现在的保证国储糖顺利出库，国内糖市工作重心似乎发生了明显改变。国家在已经确定了保护国内糖市，则需要保证制糖企业合理利润，原则上广西现货糖低于 6500 元/吨是不能出库，一旦低于 6500 元/吨不但现在不能出，以后也不可能出。

纵观 2016/17 榨季开始，也就是去年 10 月，国家就开始投放储备糖了，首先，10 月 25 日，广西政府投放了第一批 17 万吨的地方储备糖，这些糖包含加工费在内的成交价在 6700-6800 元/吨，当时广西糖的市场价在 6700 元/吨，和成交价基本一致。其次，10 月 28 日，国家投放了第一批 20 万吨的国储糖，成交均价 6900 元/吨，当时市场价接近 7000 元/吨，第二批国储糖的投放是在 11 月 9 日，数量 10.8 万吨，成交均价 6860 元/吨，当时市场价在 6900 元/吨，第三批国储糖的投放是在 12 月 30 日，数量 9.2 万吨，成交均

价 6800 万吨，当时市场价在 6950 元/吨左右，第四批，数量 25 万吨，时间 1 月 23 日，由于这批 25 万吨的国储糖是 2012/13 榨季生产的，不经过在加工直接投放市场的陈糖，因此成交价比较低，陕西仓库拍出最低价 6140 元/吨，广东仓库价格最高 6590 元/吨，其他大多数仓库的价位在 6300 元/吨左右。第五批是 9 月 7 日，广西公布抛储地方储备糖，决定投放 32.6714 万吨地方储备糖，竞拍底价为 6400 元/吨。第六批是商务部决定对加工后的 2017 年进口古巴原糖以竞卖形式投放市场。分两批竞卖 36.7 万吨白砂糖，第一次于 9 月 18 日竞卖 20 万吨，第二次为 9 月 28 日竞卖 16.7 万吨。2016/17 年度开始迄今，国储糖累计投放 101.7 万吨，广西地方储备糖投放了 49 万吨。总计是约为 150 万吨，这与之前的估算是符合的。从 2016/17 榨季的抛储情况来看，抛储时机都是在国内现货价格高企，超过 6500 以上抛储。且之前糖会秘书长发表指导精神说，希望产区糖价可以稳定在 6500 元/吨以上。17/18 榨季由于糖价熊途漫漫，国储糖并未抛储。而 18/19 榨季，由于下半年销售数据较好，白糖现货价格一路走高至 6000 元/吨，广西地方储备，投放了 12,7284 万吨糖，竞拍低价位 5800 元/吨。拍卖中标数量为 118075.85 万吨，中标率为 92%。对于下榨季的展望，若是明年糖价走高，不排除到年末的时候会有地储和国储出库。预计抛储量 50-80 万吨左右。

图表 15：历年国储收储情况一览表

指标名称	国储收储：加权均价/元	国储收储：成交量/吨
20070914	3170	1200
20080115	3712	194500
20080129	3179	75000
20080311	3710	1800
20080325	3732	90100
20080408	3693	128500
20080422	3566	10000
20080708	3419	300000
20090109	3300	500000
20090218	3398	300000
20120920	6218	500000
20121227	6317	800000
20130122	6344	700000

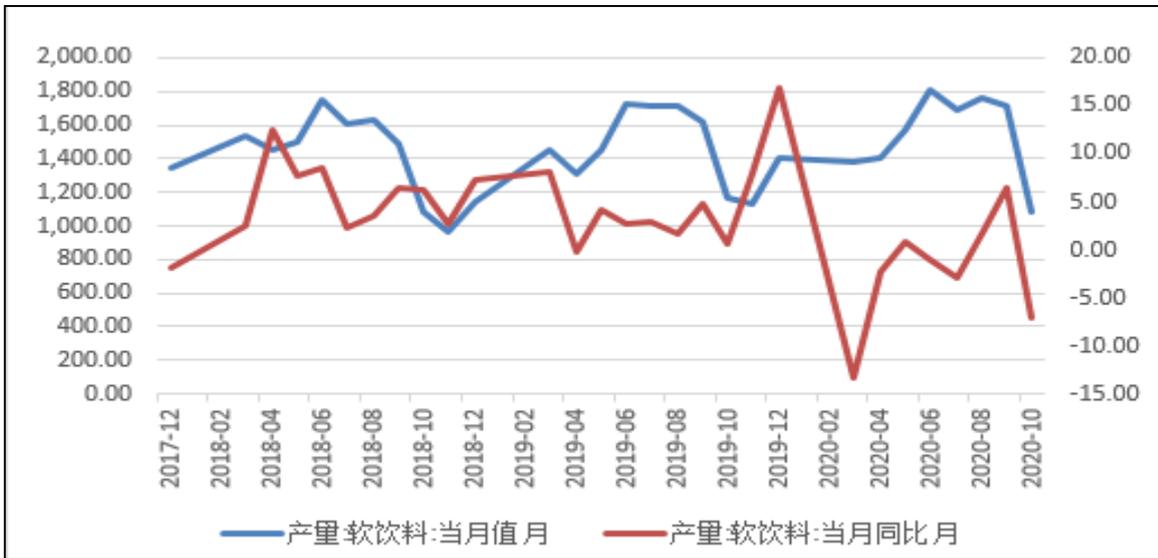
资料来源：Wind、广州期货

2.4 走私及替代

在进口严控的情况下，走私成为糖的一个有效供给。原糖在底部徘徊，走私利润进一步抬升，也吸引着走私糖的进入国内市场。而今年的走私打击也是比较严厉的。长长的中缅、中越边境线，是走私犯罪猖獗发生地。随着中缅与中越边境打击走私严厉，走私也转移到海上。早些年中国海警局将组织全国海警开展“海狼行动”打击海上走私专项行动。目前，不法分子以越南、香港和台湾地区等为源头地就近走私入境，导致我国北部湾、珠江口、台海西部成为海上走私成品油、香烟、食糖以及涉税商品的重灾区。打击海上走私专项行动将坚持打防结合、标本兼治，坚持“专项治理、综合治理、源头治理、依法治理”。预计 2020 年打击走私或能生效，走私糖数量相比前几年有下滑趋势。预计约有 100 万吨左右。

替代品方面，单从价格上来看，淀粉糖竞争力非常强。但淀粉糖和白糖互相替代使用的行业主要集中在碳酸饮料果汁、罐头等饮料行业。乳制品使用果糖有一定限制，目前替代只能达到 10-15%。其他如糕点、蜜饯等食品也有替代量，但整体而言，量很小。除非下游食品饮料企业主动更改配方，否则淀粉糖企业并无主动增加产量的动能。从下游消费结构看，果糖仅在饮料领域对白糖形成了明显替代，特别是碳酸饮料，若出现果糖替代白糖，最有可能出现在碳酸饮料领域，估计最大替代为白糖消费 24% 左右（饮料占比）。未来需关注下游配方的修改，目前尚难以出现大面积替代。但由于今年受疫情影响，食品饮料有明显下滑。

图表 16: 软饮料月度产量



资料来源: Wind、广州期货

图表 17: 软饮料销售与库存



资料来源: Wind、广州期货

三、后市展望与风险提示

综合分析，2019/20 榨季，国际供需平衡三年来首次出现供应缺口，若是抹去 2020 年新冠疫情以及原油崩盘事件，那么国际糖市将迎来最好的年华，熊转牛市的第二年，周期轮回，继而上涨，20 美分/磅也不是一件遥远的事情。但是由于今年年初以来黑天鹅事件频发，新冠疫情打乱需求节奏，叠加原油暴跌，巴西方面，由于乙醇价格的劣势，促使生产糖比生产乙醇更受糖厂欢迎，导致本榨季甘蔗糖制比例飙升至历史最高位。各机构开始纷纷上调巴西产量，2020/21 榨季，KSM 预计南巴西或将产糖 3630 万吨，甘蔗制糖比为 46.0%。随着巴西已经进入榨季尾声，我们预计后期的预估数据或维持稳定。全球供需缺口不断下调，最终，全球供需缺口从最初的短缺 700 多万吨到最终缺口不足 100 万吨，从最新的机构预测可能有小幅过剩的情况。20/21 榨季，全球食糖供需仍有小幅缺口，但这个缺口也很大程度上受气候及疫情的发展影响。整体上来看，新年度供需矛盾不大，但阶段性的供需矛盾仍存。加上市场最恐慌时刻已经过去。未来市场价格将有一定的抬升。由于巴西产糖高峰期即将结束，后期的糖醇比调整空间不大，预计乙醇市场复苏，加上原油反弹的配合，将抬升原糖底部价格。咨询结构预计巴西最近几个月的干旱将影响下榨季甘蔗产量，预计 2021/22 榨季巴西中南部糖产量同比下降 5.3%，至 3600 万吨。供应量预期减少，对后期糖价将形成有效支撑。

国内方面，今年 5 月关税政策落地，而明年的产量数据或与今年维持稳定水平，而随着国内疫情控制好转，明年需求或将恢复去年水平，缺失的 50-70 万吨水平将回归。但是对于后市价格关键导向，仍然取决于进口量的一个变化。一方面，糖浆是一个变量，但不是价格方向的决定性因素，3000-3100 元/吨左右港口报价，需要考虑冰糖厂加工费用，生产出来的质量标准，使用糖浆的终端群体，加工成白糖的费用和国产新糖的价差因素。另外一方面，进口糖，由于关税放开，成本大幅降低，就算叠加 50%的关税进来仍有利润，加工糖供应集中度提高。广西开榨加速且现货需求低迷，10 月进口预计天量，加上低价糖浆加工糖对市场的冲击，国内期现货市场步入低迷阶段。不过配额外巴西进口糖估算价已经突破 4900 元/吨，广西新糖报价已经低于含税成本，目前价格或已一定程度上体现了这些利空。但目前市场利多消息匮乏，压力依然比较明显。总体而言，明年糖价面临变数较大，价格波动或将更剧烈。仅供参考。

研究所

公司研究所具有一批丰富实战经验的期货产业研究员及专业的优秀分析师，致力于为客户提供中国资本市场**前瞻性、可操作性**的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇**产业链**的研究；我们看重**数量分析法**；我们提倡**独立性**，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒。

我们将积极依托**股东单位—越秀金控**在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“**宏观、产业和行情策略分析**”为核心，大力推进市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融研究所。

核心理念：**研究创造价值·深入带来远见**

联系方式



金融 研究 农产品 研究 金属 研究 能源 化工

020-22139858 020-22139813 020-22139817 020-23382623

地址：广东省广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼第 1007-1012 房邮编：

510623

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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

请参阅最后一页的重要声明
