

昔去雪如花，今来花似雪

——白糖 2020 年度策略报告

东海期货 2020 年年度策略报告 | 农产品篇

研究所农产品策略组

姚序 高级研究员

从业资格证号：F0209444
投资分析证号：Z0000600
联系电话：021-68757023
邮箱：yaox@qh168.com.cn

王琪瑶 联系人

联系电话：021-68757223
邮箱：wangqy@qh168.com.cn

投资要点

- 国际方面，全球食糖库存在不断被消化，印度、泰国在 19/20 榨季均有较大幅度的减产预期，远期供需缺口支撑糖价长期重心上移。但同时，印度糖、巴西糖出口量及巴西热带雨林取消种植甘蔗禁令也成为未来需关注的风险点，或对国际糖价上方产生压力。
- 国内方面，2019/20 年度全球减产将导致食糖供应短缺，国内白糖也将进入减产周期，长期糖价预计延续偏强走势，但是，远月合约受 2020 年可能取消保障性关税的影响，存在回落的可能性，后市需警惕关税、国储投放等政策风险。
- **结论：**总体来看，各机构将 2019/20 年度全球食糖供需缺口上调，新榨季存在缺口已经达成共识，支撑国际糖价长期上涨，但印度糖的巨大库存也会成为糖价上方的潜在压力。同时，国内产销数据良好，严厉打击走私，使得国内存在更强烈的缺口预期。预计未来年度糖价大概率在缺口预期下重心上移，国内政策变动仍是市场关注的主要焦点。
- **操作建议：**在国内政策落地前，可尝试 5-9 反套策略，政策落地待价格充分回调后，逢低做多 2009 合约，长期持有。期权方面，可考虑成为 2005 合约卖方，赚取权利金。
- **风险因素：**关税政策、国储政策、印度主产区减产幅度、直补政策、打击走私强度等。

一、新榨季食糖产销缺口达成共识，印度出口仍为上方潜在压力

2019年，国际糖价整体偏弱，呈现震荡下行的走势。年初，在巴西中南部糖厂计划延迟新榨季生产的消息及印度、泰国产量预期下调的提振下，ICE原糖大幅拉涨。同时，白糖两年多来的下跌行情使得白糖期价低于成本线徘徊，软商品本身便存在价值回归的驱动力，加上市场对“三年周期”的信念远大于现货的萧条，在资金热情的推动下，原糖一度推涨至14美分/磅以上。但在资金热情冷却后，由于印度剩余高库、全球食糖供应充足以及巴西货币雷亚尔表现疲软对糖价有偏空影响，使得糖价震荡下行。年末，全球食糖库存不断被消化，2019/20榨季全球供需缺口支撑糖价，呈现出翘尾行情。进入2019/20年榨季，各机构纷纷上调了产销缺口，支撑糖价长期重心上移走势，但是明年一季度正是国内外压榨旺季，供应仍相对充足，预计进入5月消费旺季后，存在长期做多机会。

图1 ICE11号糖走势



资料来源：wind，东海期货

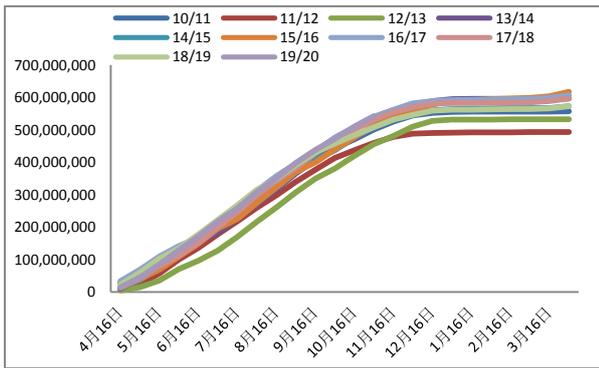
1、各机构普遍上调2019/20榨季食糖产销缺口

11月，联合国粮农组织FAO表示，预计19/20榨季全球糖产量将同比下降2.8%，至1.751亿吨，需求量为1.775亿吨，供应缺口240万吨。11月27日，国际糖业组织（ISO）上调了2019/2020榨季全球食糖供应缺口的预估量，全球食糖缺口预估从此前476万吨上调至612万吨，预计2019/20榨季全球糖产量为1.704亿吨，同比下降3.12%；食糖量预计为1.7652亿吨，同比下降1.32%。IOS表示，综合考虑后期产量变数以及消费增长的预期，2020/21榨季全球食糖供应预计将出现350万吨缺口，预示着全球食糖供应情况将持续。COFCO预计19/20榨季全球食糖供应缺口为738万吨。

2、19/20榨季巴西产量或存变数

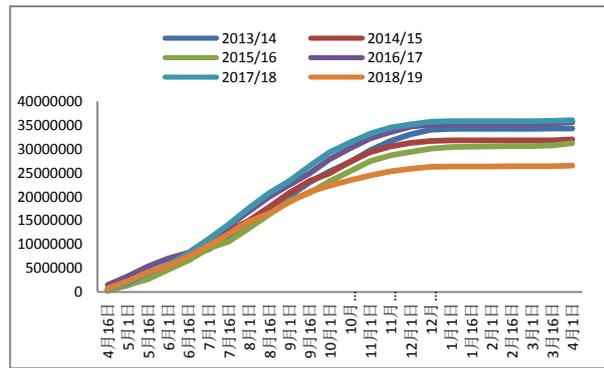
巴西方面，2019/20榨季巴西中南部甘蔗产量预计持稳，甘蔗制乙醇和食糖的比例几乎保持不变。Platts预计巴西2020/21榨季甘蔗产量为5.9亿吨，2019/20榨季为5.84亿吨，福四通FCStone预计巴西2019/20榨季甘蔗产量为5.857亿吨。Covrig表示，预计2019/20榨季巴西制糖比例为34%，2020/21榨季将达到35%或35.5%。虽然目前来看巴西种植情况预期稳定，但11月7日巴西总统撤销了禁止于亚马逊雨林及中央湿地地区种植甘蔗的法令（该法令自2009年起开始实施），该法令若实施落地，或增加巴西甘蔗产量，在一定程度上冲击国际糖市。

图2 巴西中南部入榨量



资料来源: wind, 东海期货

图3 巴西中南部累计糖产量

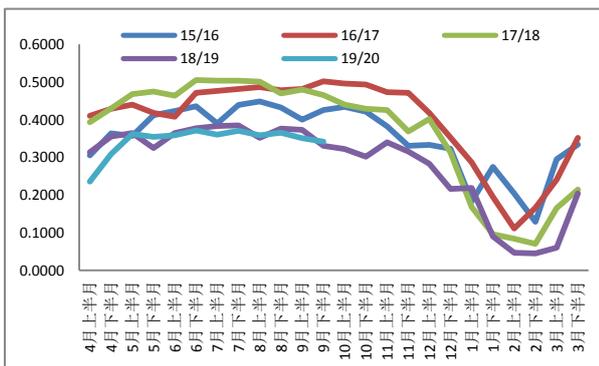


资料来源: 沐甜科技, 东海期货

巴西中南部地区11月上半月产糖78.6万吨, 同比减少11.31%; 压榨甘蔗1982.8万吨, 同比减少7.61%; 产乙醇12.99亿公升, 同比增加19.03%。巴西甘蔗技术中心(CTC)对38家糖厂抽样调查显示, 11月上半月甘蔗单产62.3吨/公顷, 同比下降7%。11月上半月中南部糖厂用28.27%的甘蔗制糖, 去年同期为34.08%, 表明糖厂现阶段更关注乙醇的生产。

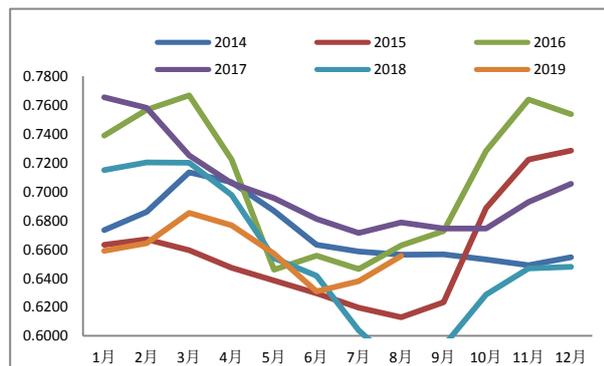
截至11月16日, 19/20榨季巴西中南部累计产糖2600.9万吨, 同比增加2.79%; 累计压榨甘蔗5.627亿吨, 同比增加5.7%; 累计生产乙醇308.67亿公升, 同比增加8.4%; 累计甘蔗制糖比为34.84%, 低于上榨季同期的35.77%。此外, 本榨季4-10月的甘蔗单产为77.76吨/公顷, 同比提高4.58%。

图4 巴西中南部双周制糖比



资料来源: 沐甜科技, 东海期货

图5 巴西含水乙醇与汽油比



资料来源: 沐甜科技, 东海期货

截至2019年10月底巴西中南部糖库存同比增加27.4%, 达到1161万吨, 库存水平持续处于近年同期的最高水平。在库存压力, 以及雷亚尔汇率暴跌的刺激下, 10、11月巴西糖出口开始放量, 达到榨季峰值。不过, 本榨季截至11月巴西糖出口量仍然同比减少8.41%, 仅为1366.42万吨, 因此, 后续仍需要关注巴西收榨后库存的消化情况。

图6 巴西中南部库存

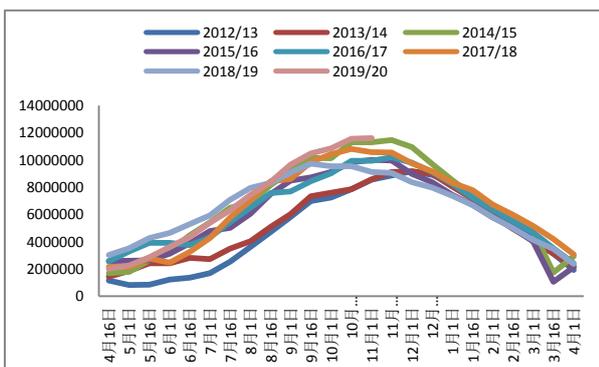
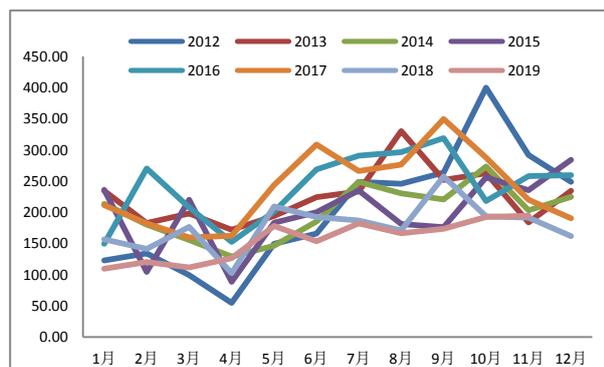


图7 巴西月度出口量



资料来源: wind, 东海期货

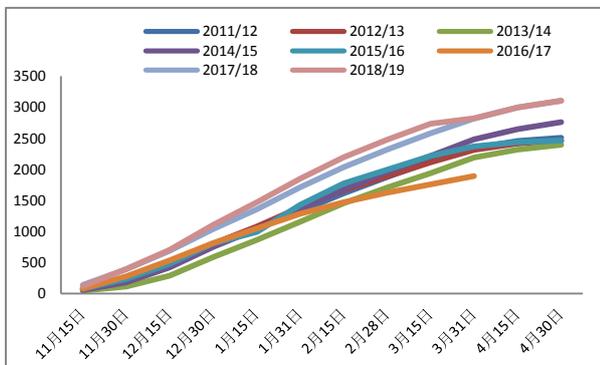
资料来源: 沐甜科技, 东海期货

3、印度今年洪水或使 2019/20 年度产糖量下降至三年低点

印度方面, 政府的食糖销售补贴政策和全球高企库存一直成为国际糖价上方的主要压力。12月初, 印度评级机构 ICRA 表示, 将印度 2019/20 榨季糖产量预估下调 7.8%, 从此前预估的 2820 万吨下调至 2600 万吨。马邦和卡纳塔克邦去年遭遇干旱, 导致甘蔗种植面积同比减少约 30%, 今年洪水及降雨过量也对作物造成影响。需要警惕的是, 目前有机机构悲观预估本榨季国内消费量将降至 2500-2520 万吨的水平, 同比下降 80-100 万吨。考虑到, 印度糖库存压力依然巨大, 全球糖库存使用率为 45%, 仅印度就有 1300-1400 万吨的库存, 消费量的下降将导致本榨季的可供出口量接近 1000 万吨(已扣除相当于 2-3 个月消费量的库存)。

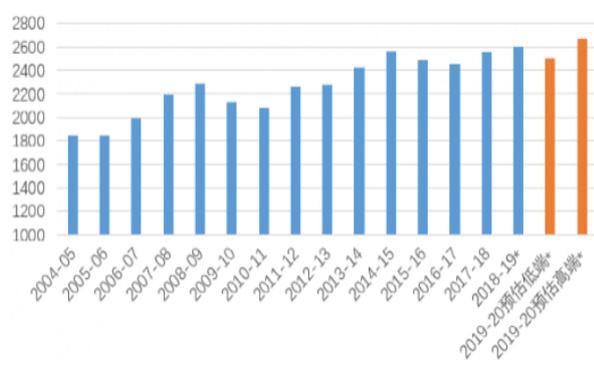
印度政府设定的 500 万吨 18/19 榨季出口指标中糖厂仅完成约 380 万吨, 印度 2018/19 榨季糖厂剩余的出口指标可继续使用至今年 12 月末, 因此短期国际糖市供应充足。同时, 19/20 榨季的出口指标为 600 万吨, 19/20 榨季印度政府批准对 600 万吨糖提供出口补贴, 总补贴额度达到 626.8 亿卢比, 预计新榨季印度食糖出口量增至 500 万吨左右。

图 8 印度双周糖产量



资料来源: 沐甜科技, 东海期货

图 9 印度食糖消费量(万吨)

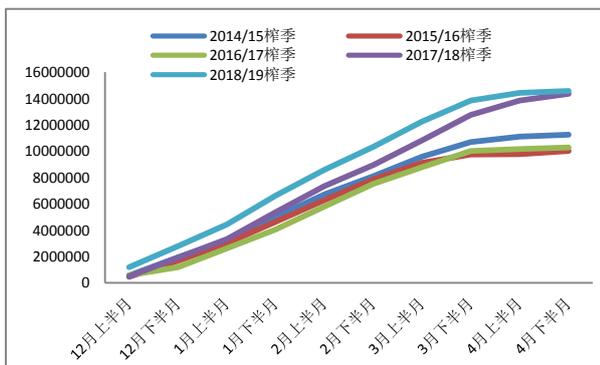


资料来源: 沐甜科技, 东海期货

4、预计泰国 19/20 榨季产量下降、出口减少

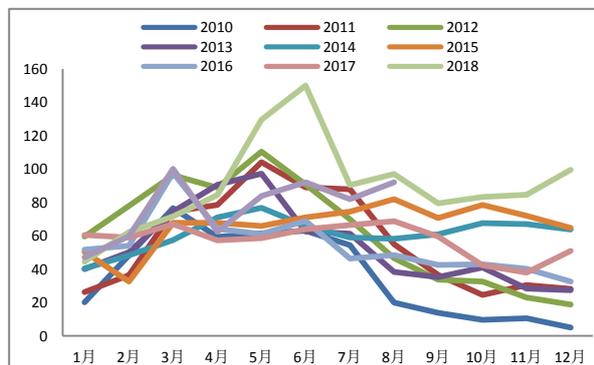
泰国糖业公司总裁在第十届亚洲食糖和乙醇会议间隙表示, 在遭受持续干旱天气后, 预计泰国 2019/20 榨季甘蔗产量将降至 101 亿吨, 同比下降 16.03%, 预计 19/20 榨季糖产量或将低于 1200 万吨, 而 18/19 榨季为 1450 万吨。泰国糖厂协会数据显示, 19/20 榨季泰国将有 57 家糖厂开榨, 比 18/19 榨季多 1 家。预计泰国 19/20 榨季出口约 850 万吨原糖和白糖, 而 18/19 榨季出口量为 1000-1100 万吨。

图 10 泰国双周糖产量



资料来源: 沐甜科技, 东海期货

图 11 泰国糖出口量



资料来源: 沐甜科技, 东海期货

整体来看, 全球食糖库存在不断被消化, 印度、泰国在 19/20 榨季均有较大幅度的减产预期, 远期供需缺口支撑糖价长期重心上移。但同时, 印度糖、巴西糖出口量及巴西热带雨林取消种植甘蔗禁令也成为未来需关注的风险点, 或对国际糖价上方产生压力。

二、国内压榨高峰期间产销良好，关注后续政策影响

国内方面，2019年郑糖走势整体偏强。在产需缺口背景下，4月底因巴西宣布中国进口糖保护性关税将在2020年5月到期，食糖价格经历了较大幅度回落，但后期受严厉打击走私、产销数据良好、广西、云南干旱导致减产等利多因素影响，郑糖恢复震荡上行走势。对于2019榨季，产需缺口依然客观存在，奠定慢牛格局，但是进口政策和巴西糖关税政策成为影响糖价走势节奏的关键，需要重点关注。

图 12 郑糖走势



资料来源：wind，东海期货

1、19/20 榨季国内仍产不足需

2018/19 年度，截止 9 月中国产糖 1076 万吨，销糖 1040.63 万吨，销糖率 96.71%，销糖率数据大幅好于往年同期。近期，中糖协、全国各地糖业协会对 2019/20 榨季产量做了预估，2019/20 榨季全国食糖产量预计 1030-1050 万吨左右，同比减少约 26 万吨。甘蔗糖估产全面下调，其中云南估产下调幅度最大，达到 20 万吨，广西、广东和海南减产幅度在 4-5 万吨，而内蒙和新疆甜菜糖估产各有 4-5 万吨的上调。

表 1 中国供需平衡表

榨季	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20F
期初库存	93	51	38	87	72
产量	870	928	1031	1076	1020
进口	373	228	243	324	350
放储	0	136	100	0	72
走私	250	200	180	100	60
出口	15	15	15	15	16
收储	0	0	0	0	0
消费	1520	1490	1490	1500	1530
期末库存	51	38	87	72	-8.6

资料来源：沐甜科技，东海期货

考虑到配额内进口 194.5 万吨，配额外进口 135 万吨，走私打击力度预计未来仍趋严，预计在 100 万吨，因此总供给在 1479.5 万吨，而食糖消费相对稳定在 1510-1530 万吨左右，由此看新榨季国内仍产不足需，长期缺口达成共识，这也奠定了长期糖价慢牛趋势。

2、南方蔗糖区陆续开榨缓解供应端紧张，产销好于同期

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。据糖协统计，2019 年 11 月，2019/20

年制糖期销售食糖 38.55 万吨，高于去年同期的 14.51 万吨。甜菜糖累计销售均价在 5461 元，同比增加 320 元，蔗糖销售均价 5816 元，同比增 567 元。

具体来看，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）。

截至 2019 年 11 月底，本制糖期全国累计销糖 56.85 万吨（上制糖同期 32.12 万吨），累计销糖率 44.67%（上制糖同期 44.19%），其中，销售甘蔗糖 21.62 万吨（上制糖同期 4.01 万吨），销糖率 57.65%（上制糖同期 75.95%）；销售甜菜糖 35.23 万吨（上制糖同期 28.11 万吨），销糖率 39.25%（上制糖同期 41.71%）。

表 2 2019/20 年制糖期全国食糖产销进度

省区	预计产糖量	截至 2019 年 11 月底累计			备注
		产糖量	销糖量	销糖率	
全国合计	1050	127.26	56.85	44.67	
甘蔗合计	911	37.5	21.62	57.65	
广东	76	1.49	1.39	93.29	已有 2 家开榨
其中：湛江	65	1.49	1.39	93.29	已有 2 家开榨
广西	630	35.53	20.17	56.77	已有 51 家开榨
云南	188	0.48	0.06	0.00	已有 1 家开榨
海南	14	0	0	0.00	
其他	3	0	0	0.00	
甜菜糖小计	139	89.76	35.23	39.25	
黑龙江	4	3.26	1	30.67	已全部收榨
新疆	60	40.38	13.4	33.18	已有 1 家收榨
内蒙古	70	44	19.4	44.09	
其他	5	2.12	1.43	67.45	

资料来源：沐甜科技，东海期货

从我国 2019/20 榨季 11 月产销情况看，除云南和黑龙江外，广西、广东和内蒙古等产区产糖量均明显高于上榨季同期，特别是广西产糖量同比大幅增加 31.75 万吨，说明本榨季前我国库存较为紧张，同时市场现货需求量比上榨季同期强劲。由于当下糖价较高、需求旺盛，广西产区过半糖厂都集中于 11 月开榨，开足马力大量生产供应新糖。

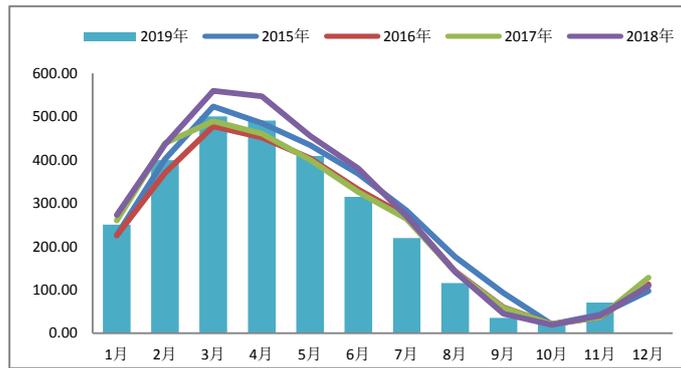
虽然本榨季 11 月份我国大部分主产区产糖量均同比明显增加，但从目前公布数据看，我国各产区销糖也明显比上榨季同期高，本榨季截至目前我国现货销售压力要小于上榨季同期，销售同比较为火热。双节备货期刺激市场现货需求量大增，因此当前市场现货供需压力尚可。

3、工业库存有所回升，预计短空长多

截止到 11 月底，广西白糖工业库存 70.41 万吨，同比增加 73.6%，环比增加 44.16 万吨。从季节性来看，全国食糖新增工业库存位于历史较高水平。预期随着云南逐渐步入压榨阶段，后期大量新糖上市、节前备货结束，糖价在 2020 年第一季度承压。

在后续新糖大量上市的预期下，白糖各主产区现货价格小幅回落。截至 12 月 6 日，南宁现货价 5725 元/吨，柳州现货价 5740 元/吨，昆明现货 5825 元/吨，湛江现货价 5725 元/吨。但国内远期缺口仍在，加上从 2020 年 5 月份起再次步入销糖旺季，若需求稳定、销糖顺利，将从去库到产生缺口，逐步带动糖价在中长期内走高。

图 13 工业库存变化 (单位: 万吨)



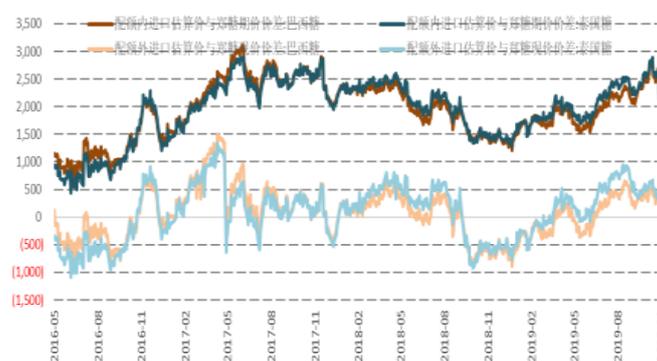
资料来源: wind, 东海期货

4、关于进口政策: 坚持总量平衡原则

从国内供需结构上看, 在严厉打击走私糖的背景下, 储备糖、进口糖已经成为国内供给缺口的重要补充。2018/19 榨季我国食糖进口量为 323.6 万吨, 较上榨季增长 33.4%; 进口额为 10.8 亿美元, 同比增长 13.8%。海关总署公布的数据显示, 中国 10 月份进口糖 45 万吨, 同比增加 11 万吨, 环比增加 3 万吨。2019 年 1-10 月我国累计进口糖 284 万吨, 同比增加 53 万吨。

就进口来看, 政策成为影响未来食糖价格中枢关键所在, 如果 2020 年 5 月食糖进口保障措施到期, 一旦市场化放开, 进口糖势必会对国内糖市产生冲击。值得期待的是, 糖会上相关领导表示“关于贸易保障延期的报告已经提交”, 若“在按需、有序、可供的原则在进口”, 进口糖对于国内来说会成为保障供给、稳定价格的重要手段, 如果在进口配额上进行控制, 可以减小“配额外关税调到 50%”对市场的冲击。就 12 月初情况看, 巴西配额内进口成本为 3488 元/吨, 配额外进口成本为 5398 元/吨; 泰国配额内进口成本为 3547 元/吨, 配额外进口成本为 5493 元/吨, 进口糖配额内成本较低, 若将关税全部取消, 则必然对国内糖产生较大冲击。具体政策如何落地仍需跟踪, 政策不确定性成为长期糖价走势的重要影响因素。

图 14 食糖配额内进口利润



资料来源: wind, 东海期货

关于抛储政策, 为保障食糖市场供应, 经广西壮族自治区人民政府同意, 决定投放 12.7284 万吨广西地方储备糖, 竞拍底价为 5800 元/吨 (包含加工费)。广西地方储备糖投放通过公开招标方式, 向符合条件的制糖加工企业 (含食糖生产、原糖加工、冰糖生产企业等) 招标竞卖, 具体的招标工作由广西华洋糖业储备中心负责。地储的投放, 增加了短期供应, 但由于量不大, 盘面反映一般, 同时, 目前市场也一直在传言国储的投放, 关注后续的消息进展。

综上所述, 2019/20 年度全球减产将导致食糖供应短缺, 国内白糖也将进入减产周期, 长期糖价预计延续偏强走势, 但是, 远月合约受 2020 年可能取消保障性关税的影响, 存在回落的可能性, 后市需警惕关税、国储投放等政策风险。

三、结论及操作策略建议

总体来看，各机构将 2019/20 年度全球食糖供需缺口上调，新榨季存在缺口已经达成共识，支撑国际糖价长期上涨，但印度糖的巨大库存也会成为糖价上方的潜在压力。同时，国内产销数据良好，严厉打击走私，使得国内存在更强烈的缺口预期。预计未来年度糖价大概率在缺口预期下重心上移，国内政策变动仍是市场关注的主要焦点。

操作建议：在国内政策落地前，可尝试 5-9 反套策略，政策落地待价格充分回调后，逢低做多 2009 合约，长期持有。期权方面，可考虑成为 2005 合约卖方，赚取权利金。

风险因素：关税政策、国储政策、印度主产区减产幅度、直补政策、打击走私强度等。

免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

联系方式：

公司地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码：200125

公司网址：www.qh168.com.cn