

郑州白糖期货品种特性及基本面影响因素

一、郑州白糖行情走势特征

1、周期性变化特征

从郑州白糖期价自 2006 年 1 月上市以来的运行规律来看，期价整体呈现周期性上涨和下跌的特征，这和白糖生产的主要原料甘蔗的产量周期相关，在种植面积不变的情况下，糖料蔗产量一般呈现出三年增产三年减产的特点。

从郑州白糖历史行情回顾来看，期价呈现出三年上涨三年下跌的特征，最近 5 年来，这种周期出现了一定变化，波动周期有缩短至两年的迹象。而 2020 年以来，受突发全球卫生健康事件影响，原有的周期被打乱。

郑糖历史走势周期回顾：

- 1、增产周期+金融危机，郑糖期价创出上市低点。（2006 年-2008 年）
- 2、流动性宽松+减产周期，郑糖期价创上市高点。（2009 年-2011 年）
- 3、增产周期+进口量持续增加（2011 年-2014 年）
- 4、减产周期+保护性进口关税政策（2015 年-2016 年）
- 5、增产周期+保护性进口关税政策利好兑现（2017-2018）
- 6、巴西减产+国内收储（2019 年）
- 7、新冠疫情+石油暴跌（2020 年）

郑州白糖 9 月合约历史走势图（2006 年-2020 年）



ICE 原糖主力合约连续历史走势图（1990 年-2020 年）



资料来源：文华财经

2、季节性变化特征

从白糖的品种特性来看，白糖是以农业作物为原料的工业制造产品，其本身既受到农业生产因素的影响，同时也具有一定的工业品属性，同时，其季产年销的特点，导致其价格走势呈现出明显的季节性变化特征。

以北半球为例，每年的 11 月至次年的 3 月，为食糖生产季，而大量新糖上市的压力则集中在 2-5 月份，同时这一阶段又是食糖的消费淡季，季节性压力比较明显。每年 6-9 月份，是食糖消费旺季，这一阶段，消费慢慢上升，而库存持续消耗，供需逐步平衡，价格趋于平稳回升。每年 10 月-次年 1 月份，市场供给进入青黄不接阶段，库存降至全年最低水平，供给压力较小，而需求受春节旺季影响，价格趋于上涨。

3、需求刚性特征

食糖消费具有强性特点，食糖消费的价格弹性较小。欧美国家，食糖和淀粉、脂肪构成居民热量的三大来源，人均消费量较大。而我国食糖主要作为健康甜味剂应用，替代品相对较少。价格弹性小带来的直接结果是，需求相对于白糖的价格变动不敏感，因此食糖的生产在市场中点拨主导地位。

4、政策性影响特征

（1）国内食糖储备政策

国家储备糖政策的目标主要有两个：一是以合理的价格保障市场有效供应；二是保护我国食糖企业和农民的利益，确保整个产业健康发展。

储备糖还分国家储备和地方储备。而对市场影响较大的是收储和抛储。以 2019 年为例，2019 年广西临储 2-6 月收储了 50 万吨，年底抛储了 12 万吨。年初收储促成了国内 1 月份期现货价格的上涨行情，而年底抛储直接引发了 11 月底 12 月初国内糖价的回调行情。应该说，政策对市场行情的影响还是很大的，且具有一定的突发性和不确定性。不过，从更深层面分析，政策的目的是为了稳定市场价格，保护各方利益，也就是说，只有价格过低，或价格过高，以及价格剧烈波动的时候，才会出台相关政策，对市场价格进行调控。

(2) 进口保护性关税政策

我国对食糖进口采取的政策是“配额+关税管理”的模式，进口配额为 194.5 万吨，配额内的食糖进口关税仅为 15%；配额外的食糖进口关税为 50%。

从 2017 年 5 月 22 日开始，增加了保护性进口关税的限制，旨在保护国内食糖产业。保护性进口关税的实施规则是，国务院关税税则委员会根据商务部提议，于 2017 年 5 月 22 日起对进口食糖产品实施保障措施，即对进口食糖配额外 50%的关税加征保障措施关税，实施期限为 3 年：2017 年 5 月 22 日至 2018 年 5 月 21 日税率为 45%，配额外总税率 95%，2018 年 5 月 22 日至 2019 年 5 月 21 日税率为 40%，总税率 90%，2019 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日税率为 35%，总税率 85%。

从保护性进口关税实施的效果来看，2017 年 5 月份实施以后，国内食糖进口量确实出现了明显的下降。2017 年全年进口了 229 万

吨，较 2016 年的 306 万吨减少了 77 万吨。而随着保护性关税的逐年递减，2018 年全年进口 280 万吨，同比增加了 51 万吨，增幅为 22%，2019 年截止 11 月份进口了 318 万吨，如果 12 月份按进口 30 万吨算，2019 年全年累计进口量为 348 万吨，同比增加 68 万吨，增幅约 22%。2020 年一旦取消保护性进口关税，白糖的进口量预计将再度增加的可能性较大，进口的压力将会增大。

那么，在本次食糖保护性进口关税到期后，国内能否再次实施该政策或延长实施期限呢。根据 WTO 规定，保障措施的实施期限有严格规定，必须在防止或补救损害所必需的程度和时间内。若保障措施适用期限预计超过 1 年，进口方在该期限内应依固定时间间隔逐步放宽该措施；若实施期限超过 3 年，进口方应进行中期审查，根据审查结果撤消或加快放宽该措施。在该延长期内保障措施不得比最初适用更加严格，且应继续放宽。若对同一进口产品再次适用保障措施，则在一般情况下，两次之间应有不短于第一次实施期限，至少为 2 年的间隔。也就是说，按照 WTO 规则，在未来至少两年内，不能再次实施该保护性措施。

5、小结

受白糖市场以上特征的影响，白糖价格波动存在着明显的规律性。

1、波动周期相对稳定。每次 2-3 年，这与糖料作物甘蔗“一年种植三年收获”的生长周期有关。2、波动幅度较大。多次年度间波动幅度超过 50%。3、波动频率较高。很少出现长期横盘行情，且波动基本上都是连续发生的。

二、全球食糖基本面状况

1、全球食糖供需状况

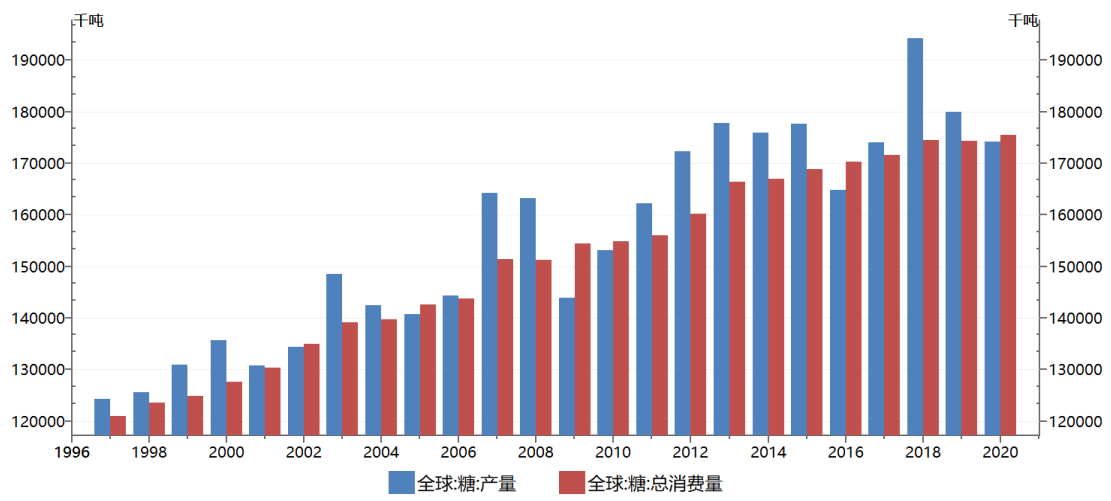
2000 年至今 20 年间，全球食糖需求量呈现出每年递增的状况，20 年来每年平均增幅在 1.65%，近年来，由于人口增长放慢以及人们开始意识到过度摄入糖份的不利影响，全球糖消费量增速明显放缓。据 USDA 数据显示：2015-2019 年，全球糖消费量从 1.69 亿吨增长至 1.75 亿吨，年均复合增速仅为 0.8%，2019 年为下降 0.12%。（见下图）

受需求增长，全球食糖产量也呈现持续增长的趋势，但受糖料作物种植限制，食糖产量呈现周期性增长态势，从一般规律上看，食糖生产存在三年增产三年减产的周期性特点。

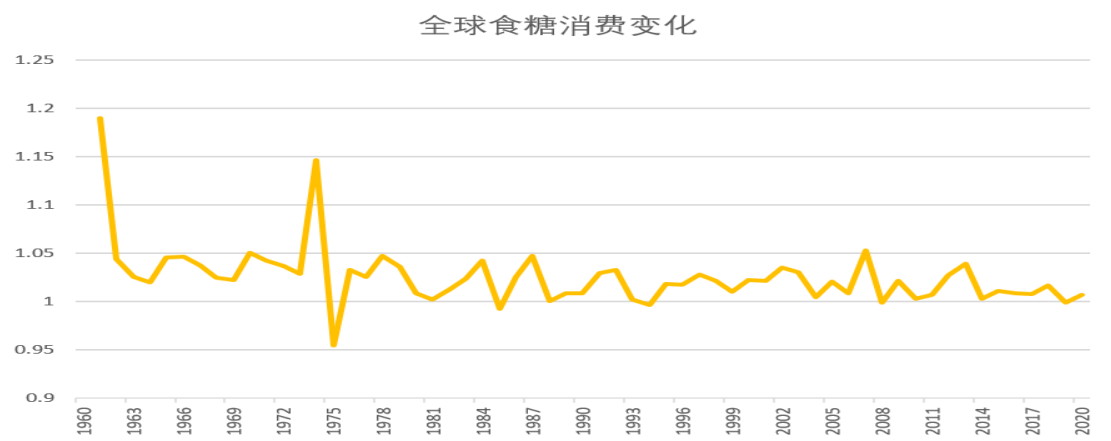
受食糖产量周期性变化的影响，全球食糖的年度供需，也依次出现供需过剩与供需短缺的状况。一般来说，当出现供需过剩状况的年份，国际食糖价格趋于下跌，而供需短缺的年份，国际食糖价格趋于上涨。

以 2019 年为例，受巴西食糖产量下降影响，市场预期全球食糖供需在 19/20 年度（每年 10 月至次年 9 月，以北半球食糖生产榨季为标准），将出现供需短缺的状况。

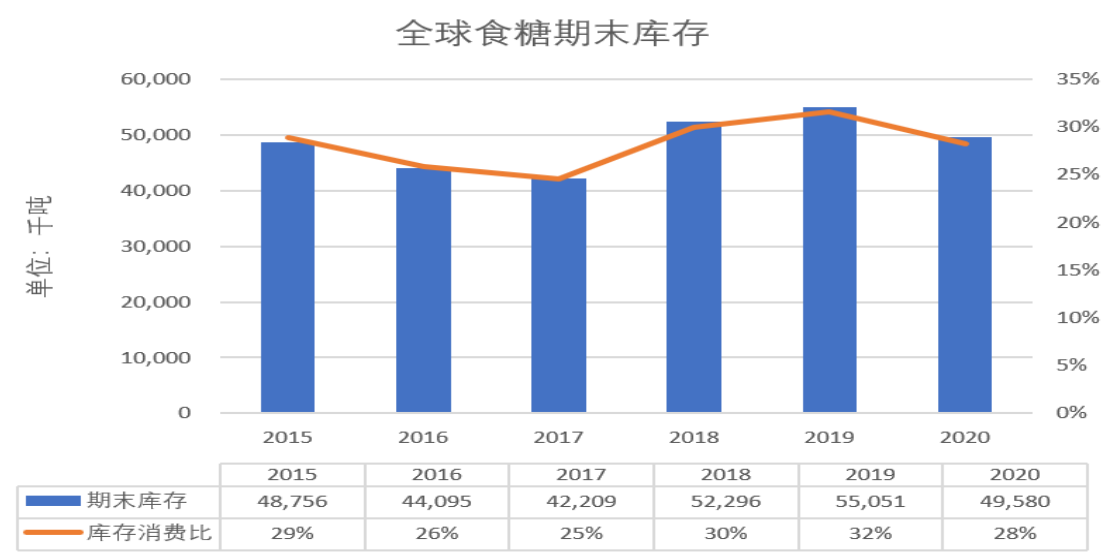
全球食糖供需状况 单位：千吨



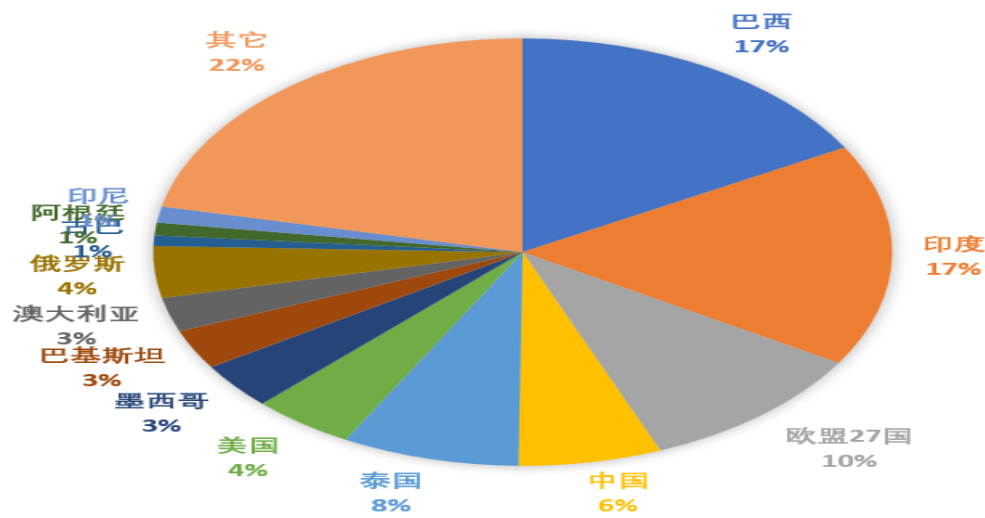
全球食糖消费变化 单位：%



全球食糖库存状况 单位：千吨 %

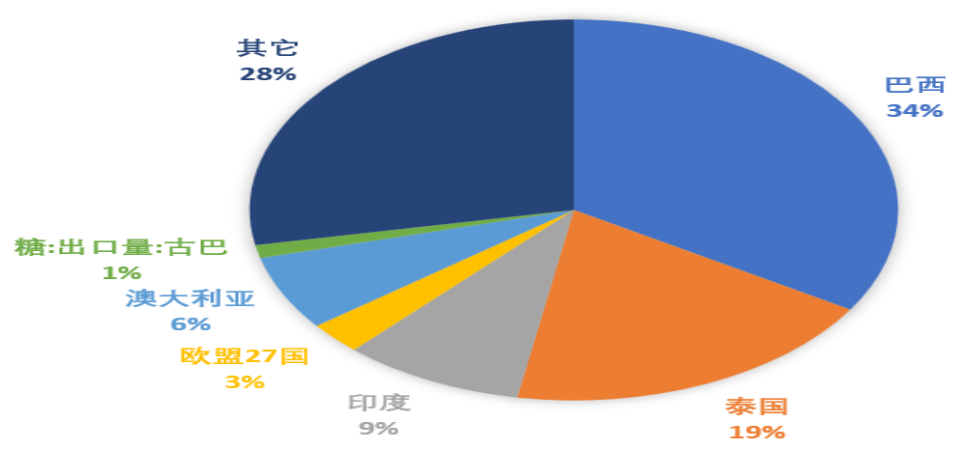


全球食糖主要生产国及产量占比

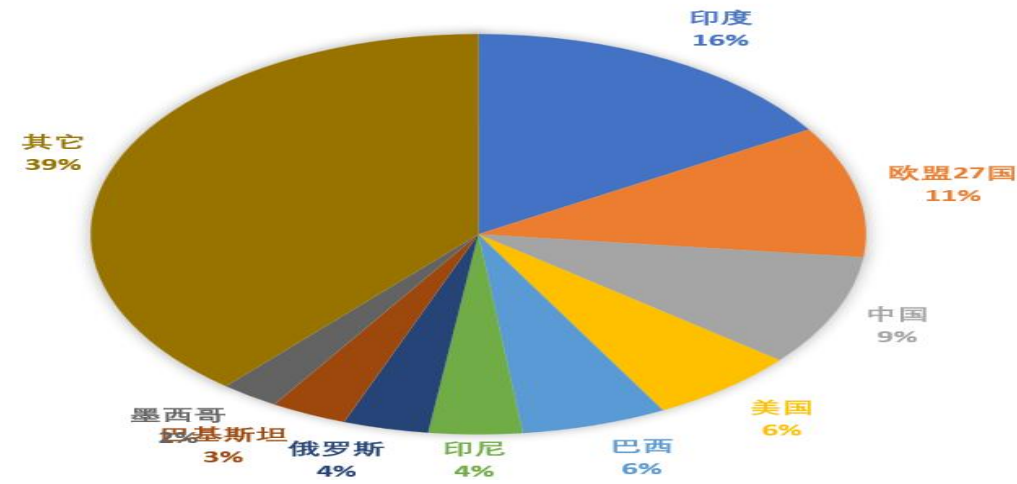


全球食糖主要出口国及占比

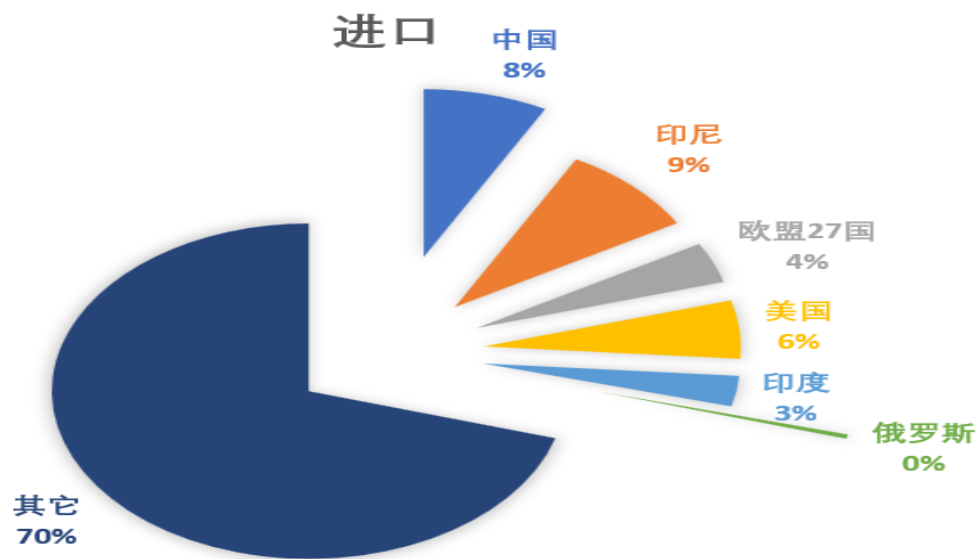
出口



全球食糖主要消费国及占比



全国食糖主要进口国及占比



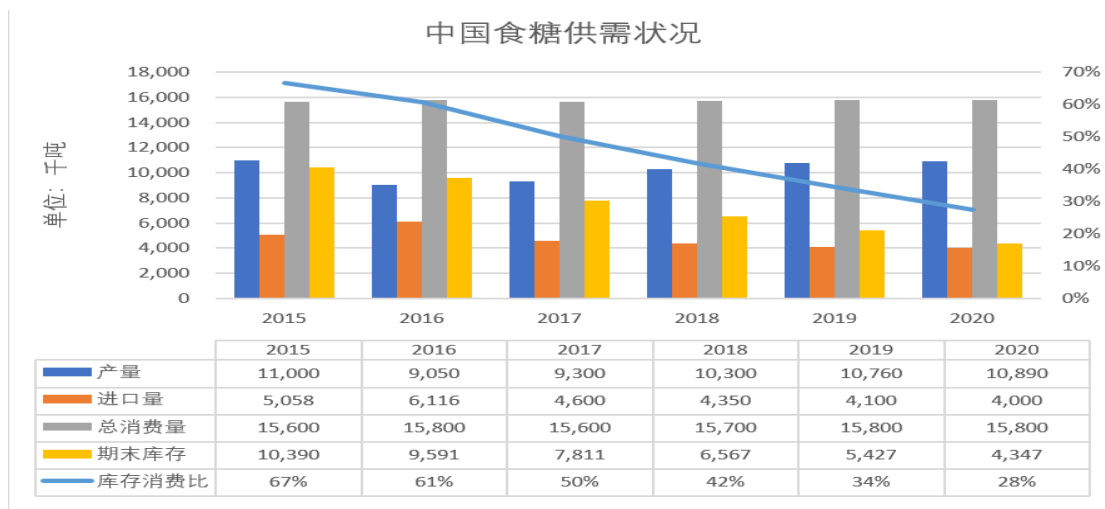
资料来源：WIND USDA

三、国内食糖基本面状况

中国是食糖的净进口国，国内食糖产业近年来持续保持产不足需的整体供需状况，目前国内食糖产量大约在 1050 万吨，而需求量约为 1500 多万吨，中间有近 400 万吨的供需缺口，需要由进口来补足。据中糖协产量预估，2019/20 年度全国食糖产量约为 1020 万吨左右，较上年的 1076 万吨有所减少，而需求保持刚性，国内食糖总体供需缺口在 450 万吨左右，上年度工业结转库存 35.41 万吨

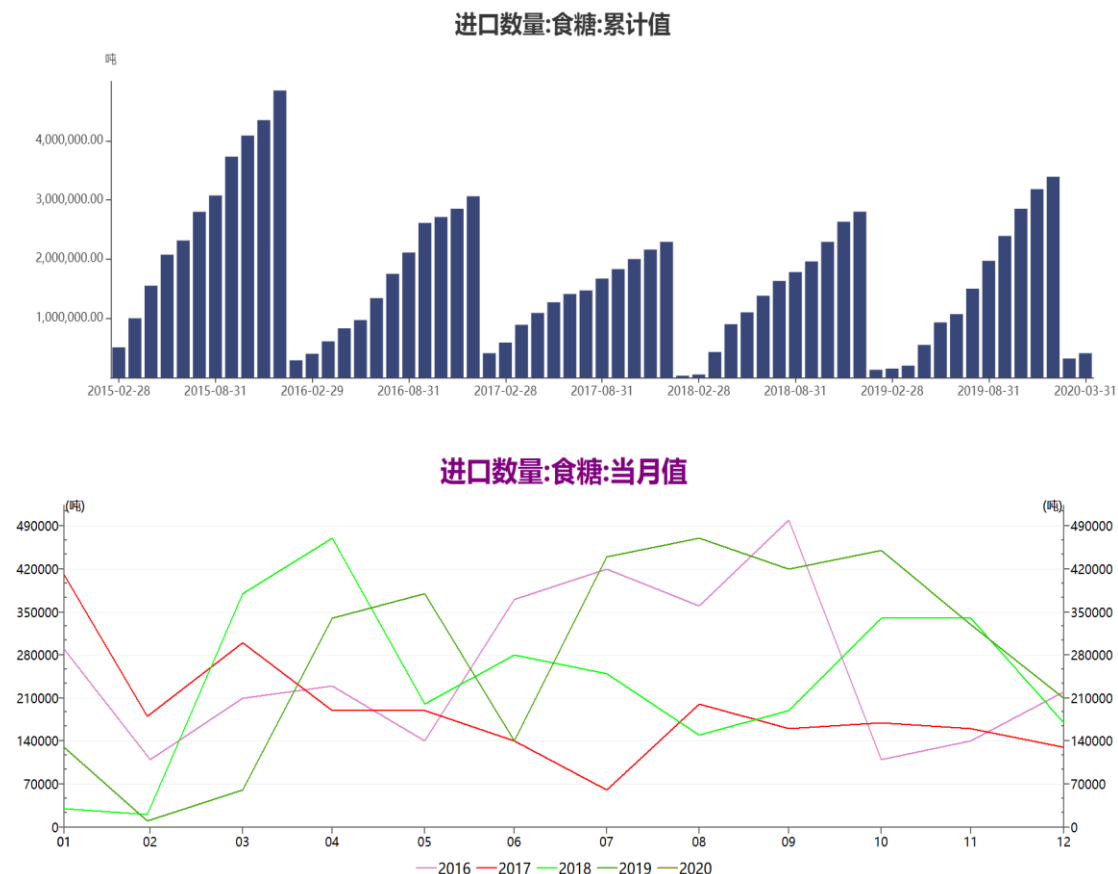
据美国农业部的数据，2019/20 年度全国食糖产量约为 1089 万吨左右，较上年的 1076 万吨有所增加，需求为 1580 万吨，国内食糖总体供需缺口约 490 万吨左右，期末库存预计为 435 万吨。

| 中国供需平衡表 | 13/14 | 14/15 | 15/16 | 16/17 | 17/18 | 18/19 | 19/20 | |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 最终值 | 最终值 | 最终值 | 最终值 | 最终值 | 终值 | 3月估值 | 4月估值 |
| 期初库存 | 80 | 288.3 | 339.4 | 286 | 229.5 | 130.5 | 131.5 | 131.5 |
| 国内产量 | 1331 | 1055 | 870 | 928 | 1031 | 1076 | 1060 | 1020 |
| 进口量 | 402 | 482 | 372 | 230 | 210 | 325 | 330 | 330 |
| 放储量 | 0 | 0 | 0 | 158 | 20 | 40 | 40 | 40 |
| 非正规进口 | 30 | 80 | 280 | 180 | 180 | 100 | 100 | 70 |
| 总供应量 | 1843 | 1905.3 | 1861.4 | 1782 | 1670.5 | 1671.5 | 1661.5 | 1591.5 |
| 出口量 | 4.7 | 5.9 | 15.4 | 12.5 | 20 | 20 | 30 | 30 |
| 国内消费 | 1550 | 1560 | 1560 | 1540 | 1520 | 1520 | 1520 | 1480 |
| 总消费量 | 1554.7 | 1565.9 | 1575.4 | 1552.5 | 1540 | 1540 | 1550 | 1510 |
| 期末库存 | 288.3 | 339.4 | 286 | 229.5 | 130.5 | 131.5 | 111.5 | 81.5 |
| 库存消费比 | 18.54% | 21.67% | 18.15% | 14.78% | 8.47% | 8.54% | 7.19% | 5.40% |



资料来源：WIND USDA

2020 年在国内供需缺口扩大的情况下，进口量的变化成为重要影响因素。2019 年 1-11 月份国内食糖进口量 318 万吨，同比增加 12 万吨，预计全年进口量 350 万吨左右。2020 年只要食糖进口不超过 400 万吨，国内总体供需平衡的状况就不会出现太大变化。而进口成本方面的影响，一方面来自国际糖价的波动，另一方面来自关税的影响，进口关税配额总量为 194.5 万吨，配额外实施 50%+保护性关税政策，国内保护性进口关税将在 2020 年 5 月 22 日以后取消，届时配额外关税仍为 50%，保护性关税取消将导致进口成本降低，对国内糖价将构成较大的压力影响。



资料来源：WIND 中国海关

此外，2020/21 年度国内糖料种植面积的变化也值得关注。种植面积的变化一般受到种植习惯、天气状况、宿根蔗、及甘蔗收购价等因素的影响。近两年来国内糖价偏低，甘蔗收购联动机制基本没有启动过，蔗农种植意愿保持平稳，种植习惯的改变应该也不会太明显，主要变量还是来自于天气，病虫害对单产的不利影响。

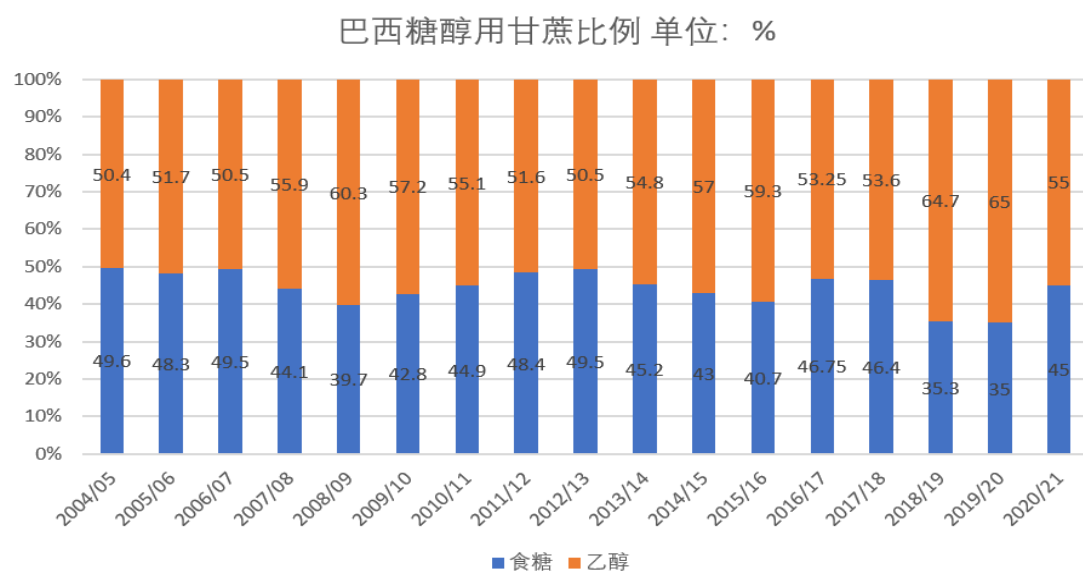
四、其它影响因素

1、原油价格走势的影响

原油价格对食糖市场价格的影响，主要体现在生物柴油的替代上。近几年巴西原糖减产的主要原因，是巴西糖厂将更多的甘蔗压榨成了燃料乙醇，最新巴西糖醇比为 35%左右，此前这一数据长年稳定在 45-

50%区间。2020 年原油价格持续暴跌，对国际糖价构成较大压力。

原油暴跌导致巴西乙醇竞争力下降，尽管有政府补贴，但市场预计 4 月 1 日开始的巴西甘蔗新榨季，糖厂制糖比将由上年的 35%，回升至 45%附近，将导致新年度巴西食糖产量大幅增加。咨询公司 JOB Economia 最新的预测数据显示，预计巴西 2020/21 榨季产糖量将达创纪录的 4100 万吨，高于 2019/20 榨季的 2960 万吨。



资料来源：UNICA

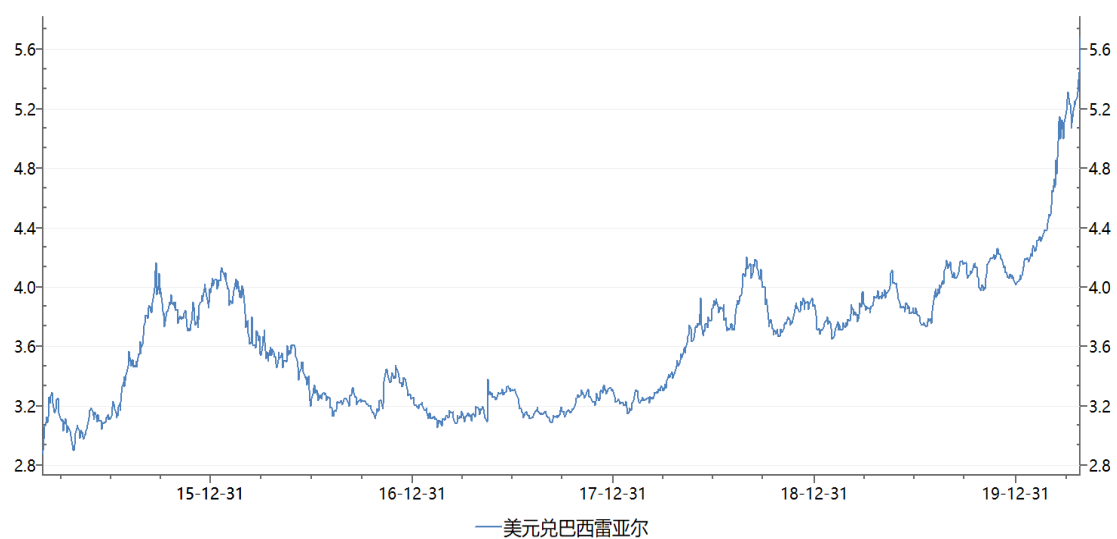
2、美元指数及巴西雷亚尔汇率变化的影响

美元指数的强弱直接影响到以美元计价的商品价格，其相关性为负相关，即美元走强则利空商品。而巴西货币汇率的变化，则将会影响巴西食糖出口，雷亚尔走强则不利于出口，对国际糖价形成支撑，以之雷亚尔贬值则有利于巴西食糖出口，对国际糖价构成利空。

今年 3 月 16 日，巴西股汇两市震荡，雷亚尔兑美元的汇率首次破 5，之后跌势并未止步，到 4 月 25 日，巴西雷亚尔兑美元汇率报 5.5905，盘中一度至 1 美元兑 5.747 雷亚尔，再次刷新历史低点。

国际食糖贸易以美元计价，巴西货币雷亚尔的贬值，令巴西食糖出口的利润提升，巴西出口量的增加将直接导致国际食糖供应压力的增加。据咨询公司 JOB Economia 最新的预测数据显示，预计巴西 2020/21 榨季食糖出口量将从 2019/20 榨季的 1944 万吨增至 2980 万吨。

美元兑巴西雷亚尔汇率变化图 单位：1 美元



资料来源：WIND

3、ICE 原糖基金持仓变化

CFTC 是美国商品期货交易委员会的简称，CFTC 持仓报告中非商业持仓，即基金持仓，揭示了主力资金的投资方向及数量变化，反映了市场主体对行情的看法，对未来行情走势具有一定的参考意义。最新数据显示，截止 2020 年 4 月 28 日当周，基金净多持仓为 -24559，基金空头持仓达到 168487 手，显示目前主力资金对未来行情持悲观态度。

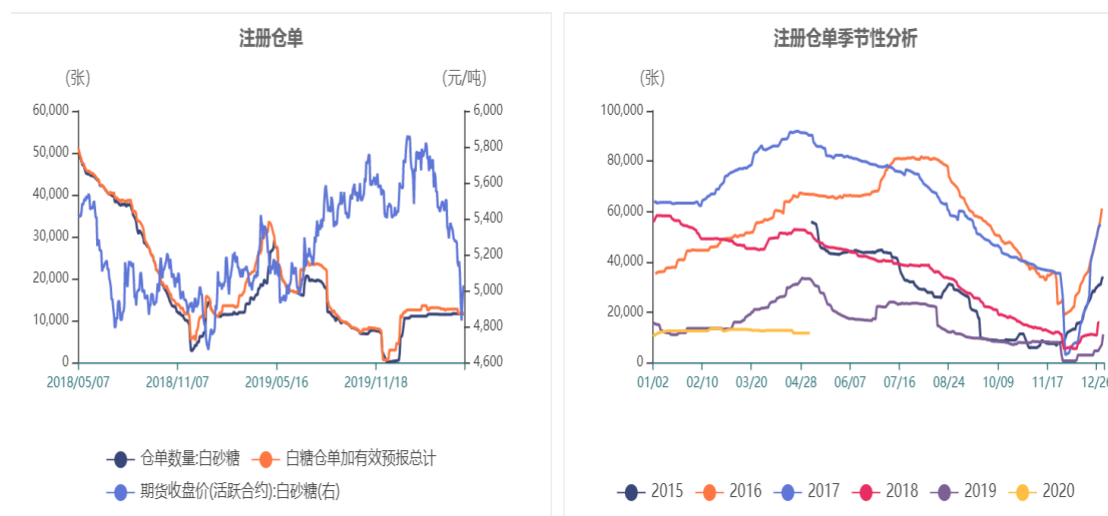
| 非商业头寸 | | | 商业头寸 | | 合计 | | 非可报告性头寸 | |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|-------|
| 多头 | 空头 | 套利 | 多头 | 空头 | 多头 | 空头 | 多头 | 空头 |
| 总持仓：1160280 | | | | | | | | |
| 143928 | 168487 | 236104 | 711647 | 680659 | 1091679 | 1085250 | 68601 | 75030 |
| 较2020年04月21日报表变化情况：（总持仓变化:-5112） | | | | | | | | |
| 497 | 15245 | 3591 | -6507 | -22609 | -2419 | -3773 | -2692 | -1339 |
| 各种类交易商头寸分别占总持仓百分比（%） | | | | | | | | |
| 12.4 | 14.5 | 20.3 | 61.3 | 58.7 | 94.1 | 93.5 | 5.9 | 6.5 |
| 各种类交易中交易商数量（交易商总数:251） | | | | | | | | |
| 59 | 76 | 73 | 101 | 83 | 211 | 187 | | |

备注：合约单位：112，000磅

4、郑州白糖仓单的影响

从历年郑商所白糖注册仓单的变化规律来看，受国内食糖生产周期及郑商所交割制度中白糖仓单注册规则影响，一般每年 10 月份仓单量为年内最低点，从每年 12 月份开始，仓单量逐步增加，至每年 5 月份仓单量达到年内最高点。从仓单注册量与期货价格运行对比来看，一般价格偏高的年份，仓单量也比较高，因为有交割利润才会增加现货商注册仓单的积极性。

从目前的情况来看，截止 2020 年 04 月 29 日白糖注册仓单以及有效预报合计 11,595 张，处于历史较低水平。



资料来源：WIND CFTC

五、近期观点

1、食糖偏刚性的需求特征，使得市场影响的关键点在于供给方面。巴西食糖产量恢复的预期将压制国际糖价处于低位波动。后期关注点在于巴西糖厂的各方面情况，包括制糖比及经营情况。同时巴西食糖出口也值得关注，包括量及港口运输等方面。

2、国内市场未来变化主要在于进口方面，内外价差处于高位将提升进口积极性，对国内糖价构成压制作用。

3、下半年进入食糖消费旺季后，国内糖价的支撑将逐步增强。

4、地量仓单预示期货市场压力较轻，而 9 月合约基差处于反向市场，且绝对值及基差率均处于高位，卖现货买期货的期现套利存在盈利空间。

5、疫情拐点及天气也是未来市场重要炒作因素。

综上，笔者认为，短期上涨幅度较大且速度较快，应属反弹范畴。一般情况下，是需要底部的不断确认和反复振荡之后，才有可能形成级别较大的上涨行情。

格林大货期货研究所 2020 年 5 月 8 日

免责声明：本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧。本报告不对所涉及的准确性和完整性做任何保证。因此本报告仅可视为信息参考但不成任何投资建议且不为任何投资行为负责。