

## 牛市抬头春风起，2020 年且行且看

年报 | 白糖

发布日期：2020-1-10

投资咨询业务资格

证监发【2014】217 号

王伟

0371-68599135

0371-61732882

wangw\_qh@ccnew.com

从业资格号：F0272542

投资咨询号：Z0002884



分析师微信



公司官方微信

## 本期要点

- 2019/20 榨季全球糖市由供应过剩转为短缺，牛市初现。巴西榨季将结束，产量逐渐明朗。印度和泰国榨季开始，减产幅度将成为未来原糖市场关注的热点。中短期随着印度和泰国新糖上市，原糖市场面临新糖与旧作库存的双重供应压力。所以，原糖底部抬升，谨慎上移，高度仍然受库存消化程度的影响。
- 国内 2019/20 榨季食糖产量开始减产，熊转牛。按照糖协预估 2019/20 年度产量 1050 万吨，消费量 1520 万吨计算，则全国存在 500 万吨左右的供应缺口，缺口则需要依靠进口、抛储来补充。新年度进口总量可控在 300 万吨或略增，2020 年 5 月后配额外关税将由 85%降为 50%，内外糖市联动将加大。届时原糖价格对远月合约影响变大。走私还要看内外价差，政策上继续严控，约去掉了百万吨的隐形供应量。抛储上，白糖国储仍有去库存预期但一直悬而未落地。新年度国内白糖供需紧平衡。
- 2020 年糖市整体趋势向上，但阶段性影响因素或加剧糖价波动。2020 年一季度，南方提前开榨，阶段性供应逐步充裕，现货价格逐步调低，郑糖将走弱，可能会出现年内低点。二季度，关注进口和抛储情况。价差上，由于 5 月后关税降低，关注进口压力是否后移带来的 5-9 正套可行性。三季度，关注产区天气。郑糖参考区间【5200, 6500】。
- 对于基差，由于 2019/20 年度是熊牛过渡的年份，基差结构可能发生转变（基差结构特点见内文），所以，套期保值可多考虑期权。

## 目 录

1	2019 年行情回顾 .....	3
1.1	国内期货.....	3
1.2	原糖期货.....	3
1.3	增减产周期基差的结构.....	5
2	2019/20 榨季全球糖市供应存缺口，高库存仍待消化.....	6
3	巴西基本面.....	8
3.1	巴西榨季尾声，2019/20 年度食糖产量渐明朗 .....	8
3.2	巴西乙醇产需两旺.....	9
3.3	巴西出口被挤压.....	10
4	印度新榨季减产，继续去库存.....	11
4.1	原糖市场焦点转向印度，新榨季减产.....	11
4.2	多举措缓解过剩压力，出口增加国际贸易流压力.....	12
5	泰国新榨季供需双降.....	13
6	国内基本面.....	14
6.1	产量与价格的关系.....	14
6.2	新榨季产量.....	15
6.2.1	2019/20 榨季食糖减产 .....	15
6.2.2	2020/21 榨季种植政策导向 .....	16
6.2.3	南方提前开榨，阶段性供应充裕 .....	17
6.3	进口.....	19
6.4	白糖需求.....	20
6.4.1	白糖消费量增长乏力，年内具有季节性 .....	20
6.4.2	自 2018 年以来，社会消费品零售增速放缓 .....	21
6.4.3	软饮料和乳制品出现恢复性增长 .....	21
7	综合分析.....	23

## 1 2019 年行情回顾

### 1.1 国内期货

2019 年白糖价格触底反弹，震荡走高，截至 12 月 10 日，郑糖指数从 4672 最高涨至 5750，上涨 1078 元/吨，涨幅 23%。2019/20 年度作为熊转牛的过渡，市场从怀疑到认可。

2019 年 1-4 月中旬：由于广西临储政策，糖厂资金压力减轻，并且销售一直保持较好态势，进口许可发放延缓，糖价开启上涨趋势。

2019 年 4 月中旬-5 月：在供应充裕背景下，5 月进口关税降低，巴西糖业集团发表的中国同意在 2019 年 5 月反倾销税到期后不再延长征收期限的声明，将白糖期货价格再次打到 4800 附近。而进口保障关税政策早已公布，市场经过短暂反应重归理性。

2019 年 6 月-10 月：白糖期货重归上升趋势，郑糖指数冲高至 5750 元/吨，因严打走私，走私糖量大幅降低，国内销量旺盛，工业库存去化加快，压力小于去年，现货价格一路走高，并且新年度预计减产，新糖预售价维持高位。

2019 年 11 月一今，糖价高企，广西糖厂受利润吸引提前开榨，同期产糖量增加，郑糖指数小幅回落至 5500 附近震荡。

现货价格走势与供应贴合紧密，在 2019 年上半年基本持稳，从 7 月开始，季节消费旺季来临，库存逐步下降，偏紧的供应形势促进现货价格逐步走高至 6000，11 月广西开榨，新货价格高位回落。截止 12 月 10 日，柳州白砂糖价格为 5700 元/吨，较年初涨 630 元/吨；南宁白砂糖价格为 5695 元/吨，较年初涨 585 元/吨；云南昆明报价 5755 元/吨，较年初涨 750 元/吨；乌鲁木齐报价 5655 元/吨，较年初涨 555；主销区郑州白砂糖报价 6100 元/吨，较年初涨 500 元/吨；石家庄报价 6200 元/吨，较年初涨 660 元/吨；成都报价 6040 元/吨，较年初涨 835 元/吨。

### 1.2 原糖期货

国际市场方面，2019 年截至 12 月 10 日，原糖震荡后在年末触底反弹，波动区间 11.4-13.5 美分/磅。2019 年 1-9 月份，全球主产国丰产，印度、泰国 2018/19 年度产量逐步超预期，贸易流压力大，旧作库存高企，原糖面临交割压力，价格震荡走弱。从 10 月开始，印度泰国主产国不断预估新榨季减产，国际分析机构不断将全球新年度缺口预估调增，原糖触底反弹，CFTC 持仓投机空头逐步平仓，减轻了价格上行的压力，原糖价格涨至一年来高位。截止 12 月 9 日，ICE

原糖 10 月合约价格收于 13.38 美分/磅，涨幅 7%。折算 50%关税进口价估算为 4550 元/吨；折算 85%关税进口价估算为 5200 元/吨。

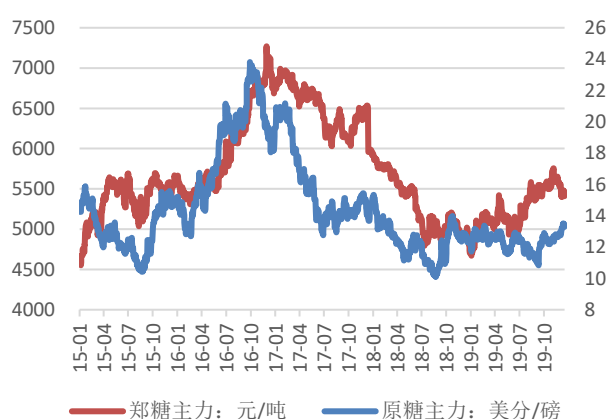
ICE 原糖 CFTC 持仓看，非商业空头持仓在 2019 年 9 月份达到了 37 万张（近五年的历史高位），多头持仓达到低位，净空达到了 17 万张（近年历史高位）。10 月后，非商业空头在高位逐步平仓，多头小幅增仓，同时原糖价格反弹，随着带来的商业空头套保盘持仓逐步增加至 50 万张。

图 1 白糖期货价格回顾（2019 年 10 月发）



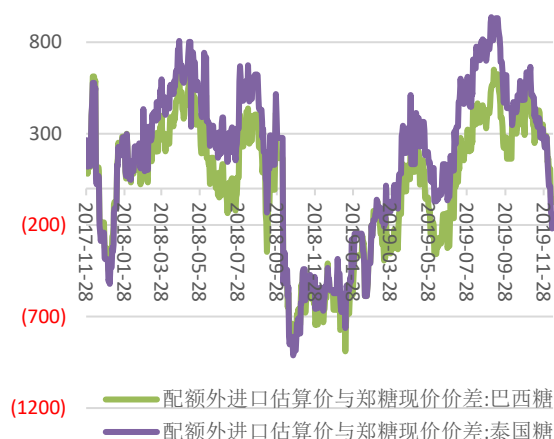
资料来源：Wind 中原期货

图 2 原糖和郑糖主力走势



资料来源：Wind 中原期货

图 3 配额外白糖进口利润



资料来源：Wind 中原期货

图 4 白糖主产区现货价格（元/吨）

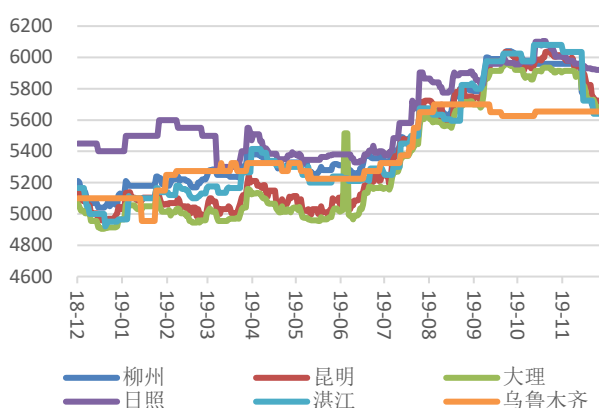
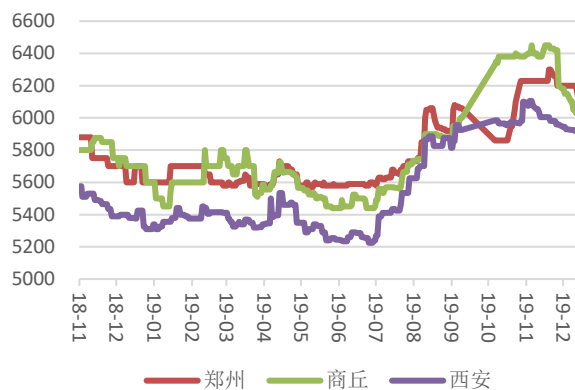


图 5 白糖主销区现货价格（元/吨）



资料来源：Wind 中原期货

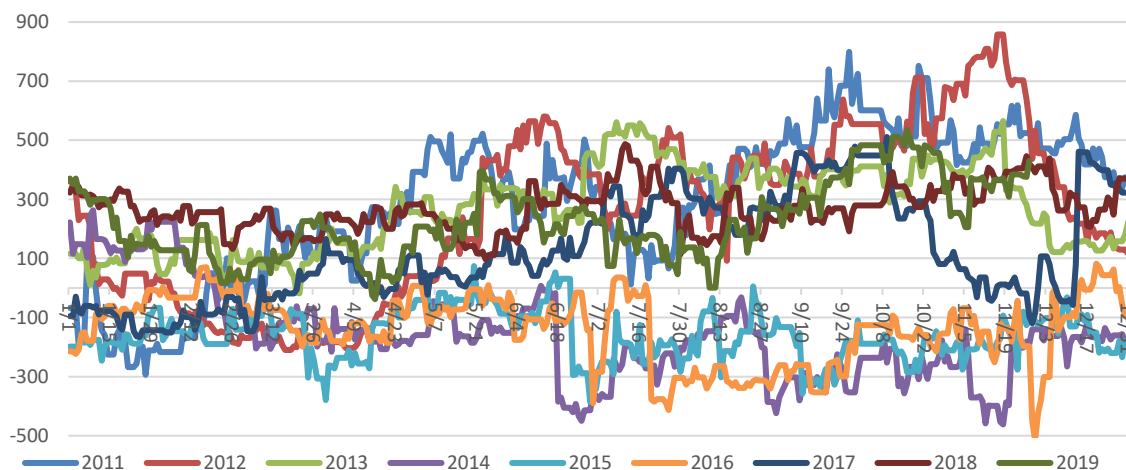
资料来源：Wind 中原期货

### 1.3 增减产周期基差的结构

基差套保，可以在一定程度上弥补传统套保的不足之处，通过基差的分析，可以为企业找到更好的套保点位和时机，最大限度避免企业的套保锁在高位。基差套保的关键就是用基差的大小来判断买入套期保值的时机，利用基差提高套保效果，而不完全仅依靠期货价格低于现货这一标准。

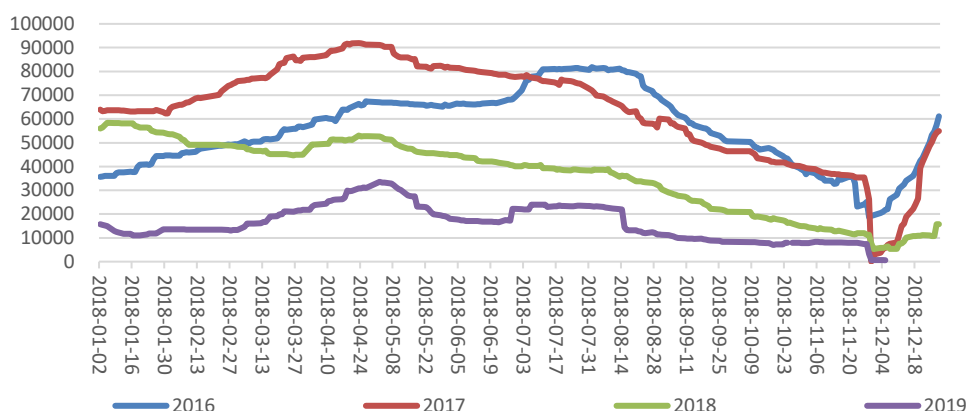
根据历史价格和基差统计，主力基差在增减产周期呈现不同的期现结构。在增产周期，基差一般在【0, 600】，在减产周期，基差一般在【-400, 0】。所以，基差套期保值要根据增减产的基差结构特点。截至 12 月 10 日，基差（柳州现货价—SR2005）为 230，对比历史 1 季度历史基差看，走弱概率较大。

图 6 主力基差



资料来源: wind 中原期货

图 7 白糖期货仓单 (仓单+有效预报)



资料来源: Wind 中原期货

图 8 CFTC 原糖非商业持仓

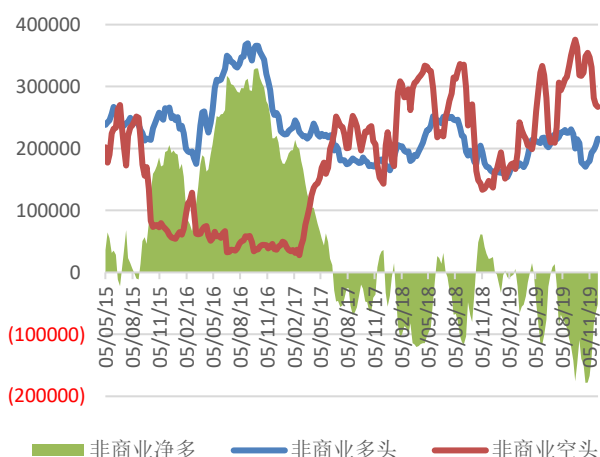
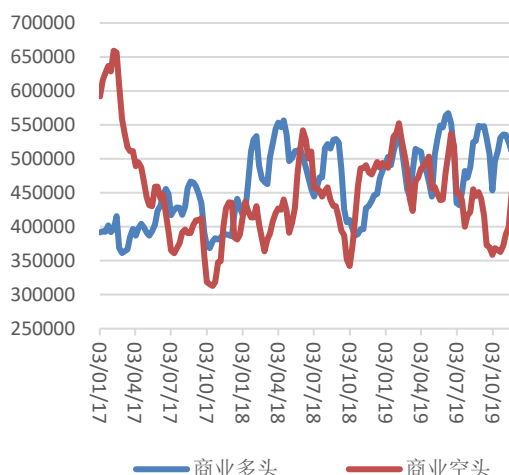


图 9 CFTC 原糖商业持仓



资料来源: Wind 中原期货

资料来源: Wind 中原期货

## 2 2019/20 榨季全球糖市供应存缺口, 高库存仍待消化

国际糖业组织 (ISO) 在 11 月的报告中表示, 2019/20 榨季全球食糖供给预计将短缺 612 万吨, 缺口高于上次预估的 476 万吨。19/20 全球食糖产量预计将下降 2.4% 至 1.704 亿吨, 因印度与泰国产量下降。消费量预计将增长 1.3% 至 1.77 亿吨, 预期未来食糖消费进入下滑通道, 因全球人口增长放缓且公众健康饮食观念带动无糖食品发展, 部分国家 (如泰国) 将对含糖食品额外征税。ISO 对 2020/21 年度全球食糖供给过剩量的估值为 350 万吨, 供应缺口显温和。

联合国粮农组织 (FAO) 11 月 8 日表示, 国际食糖价格大反弹主要依托了 2019/20 榨季供应前景大幅收紧的预期。作为全世界最大的食糖生产国, 印度食糖产量可能大减, 主要原因是

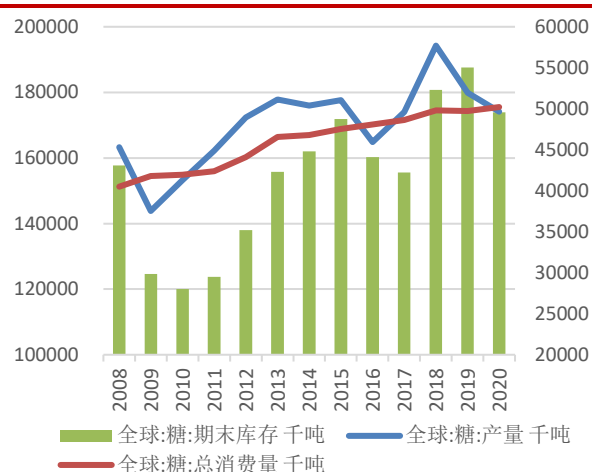


甘蔗种植面积较上一年度少了 10%。同样，作为全世界第二大食糖出口国，泰国食糖产量则可能因长期干旱而同比减少 7%。不过，受原油价格波动、印度天气多变和巴西雷亚尔兑美元汇率波动的影响，食糖价格维持震荡走势。FAO 预计 2019/20 榨季全球食糖产量将下降 2.8%至 1.75 亿吨，消费量预计下降 1.4%至 1.78 亿吨，食糖供给将出现约 240 万吨缺口。

美国农业部(USDA)11 月底公布的世界食糖市场与贸易半年报显示，2019/20 榨季全球食糖产量预计 1.74 亿吨，同比下降 600 万吨,主要因印度甘蔗种植面积减少、单产下降；消费量预计达 1.75 亿吨，同比提高 136 万吨；期末库存量预计为 4958 万吨，同比下降 547 万吨。

随着巴西榨季结束，其产量逐渐明朗。印度和泰国榨季开始，减产幅度将成为未来原糖市场关注的热点。2019/20 年度由上年度的供应过剩转为短缺，但是库存仍然维持在历史较高位置，国际糖市需要更充分的去库存，才能迎来趋势性上涨。所以，中长期，原糖重心谨慎上移，糖价上升的高度仍然受库存消化程度的影响。

图 10 全球供需（千吨）



资料来源：usda 中原期货

图 11 全球食糖缺口（千吨）



资料来源：usda 中原期货

图 12 主产国食糖产量（千吨）

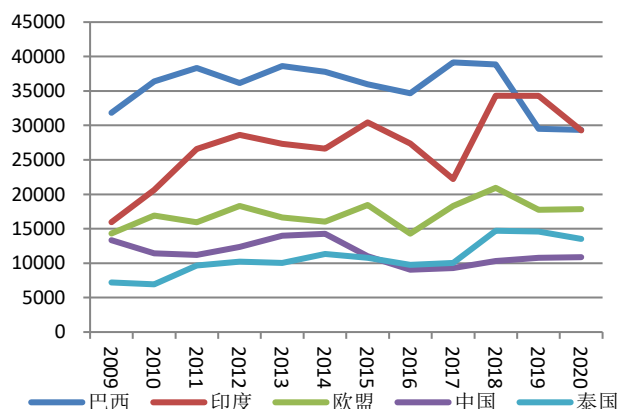
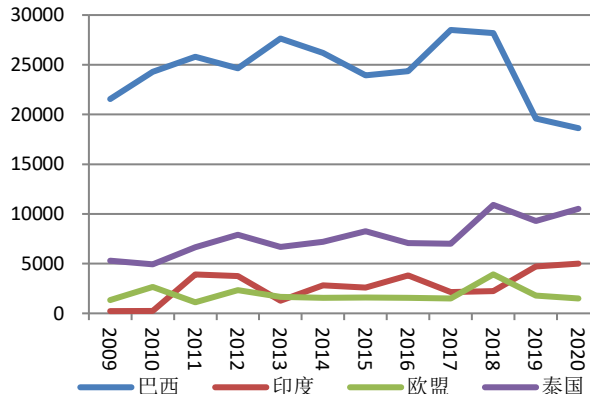


图 13 主要出口国食糖出口量（千吨）



资料来源：usda 中原期货

资料来源：usda 中原期货

### 3 巴西基本面

#### 3.1 巴西榨季尾声，2019/20 年度食糖产量渐明朗

巴西蔗产联盟(Unica)在 11 月对 2019/20 榨季巴西中南部糖产量预估为 2500 万吨，较上榨季下降 5.7%，为 2005/06 榨季以来最低水平。2018/19 年度产糖 2650 万吨。根据巴西蔗产联盟(Unica)监控数据看，最终产量将高于此前市场预估的水平，与去年持平或略增。

美国农业部(USDA)10月9日公布的巴西食糖半年报显示，2019/20 榨季巴西榨蔗量预估上调至 6.35 亿吨，同比提高 2.4%，因中南部与东北部地区天气条件良好。糖产量预计为 2935 万吨，同比略降 0.5%；甘蔗制糖比预计为 35%，同比下降 0.9%，因国际糖价持续低迷且国内乙醇需求旺盛；出口量预计为 1862 万吨，同比下降 5%，为 12 年来最低水平；消费量预计为 1065 万吨，同比略有提高；期末库存预计为 30 万吨，同比增长 36.4%。库存在近五年低位水平。

巴西新榨季于 4 月开始，通常于 12 月初收榨，但今年大部分糖厂 11 月已停工，因榨季末期干燥的天气加速收割。Unica 压榨报告显示，截至 12 月 1 日，巴西中南部压榨总量和收榨速度快于去年同期，巴西中南部已有 196 家糖厂收榨，同比增加 59 家。

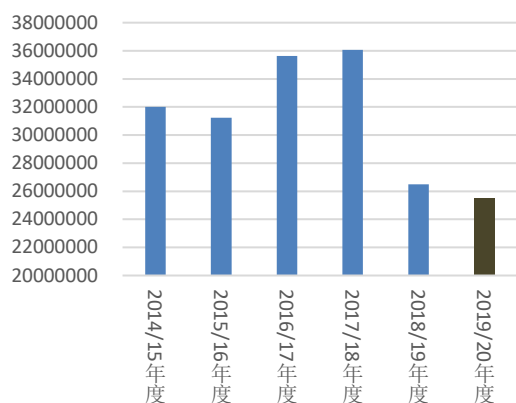
2019/20 榨季截至 12 月 1 日，中南部累计压榨甘蔗 5.7525 亿吨，同比提高 5.16%；累计产糖 2640.9 万吨，同比增加 2.22%；累计甘蔗制糖比为 34.61%，低于去年同期的 35.67%，有望创下记录新低。累计产乙醇 317.26 亿公升，同比增 8.56%。其中，11 月下半月中南部产糖 33.7 万吨，较去年同期减少 36%。甘蔗制糖比仅有 23%，去年同期为 31%。巴西 2019/20 榨季将落下帷幕，产量将逐渐明朗。

对于 2020/21 年度，巴西已于 2019 年 11 月取消在亚马逊雨林和中部湿地实施 10 年的甘蔗种植禁令。对乙醇前景乐观的预期，巴西有条件 and 可能性扩大未来甘蔗种植面积。

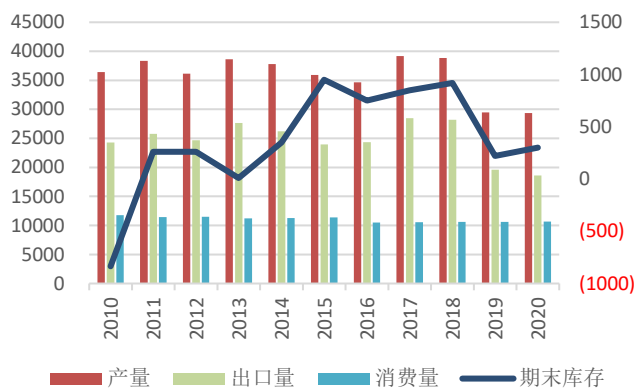
图 14 巴西中南部食糖产量(吨)

图 15 巴西食糖供需(千吨)





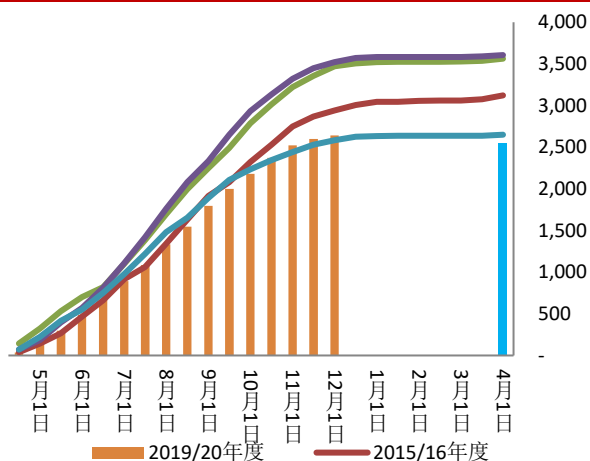
资料来源：Unica 中原期货



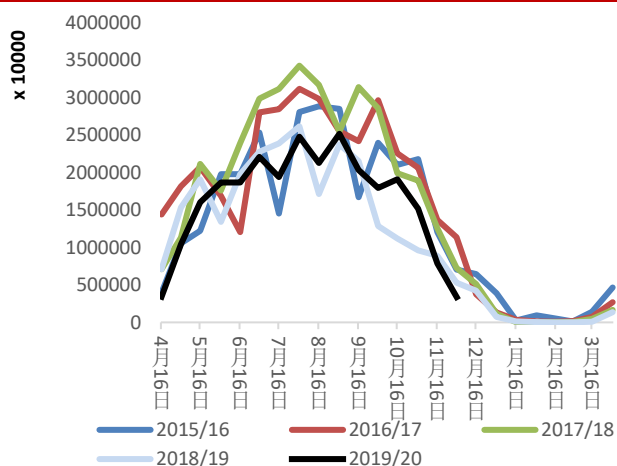
资料来源：usda 中原期货

图 16 巴西中南部累计产糖量（万吨）

图 17 巴西中南部双周产糖量（吨）



资料来源：Unica 中原期货



资料来源：Unica 中原期货

### 3.2 巴西乙醇产需两旺

巴西是世界上第一个发展燃料乙醇的国家，其巨大优势主要源于巴西庞大的甘蔗产业。由于巴西政府大力扶植乙醇产业发展，巴西大多数糖厂都是采用糖醇联动工艺同时生产蔗糖和乙醇，甘蔗要在蔗糖和乙醇之间进行分配，所以，巴西糖产量不仅受入榨甘蔗量影响，糖醇比的变化也会使糖产量发生波动。巴西政府并没有对食糖和乙醇的用蔗比例进行强制规定，糖厂一般根据两者之间的相对价格变动来调整糖醇比，当原糖价格低迷，生产乙醇相较于生产原糖的收益高时，糖厂就会下调制糖比，减少原糖的生产而加大对乙醇的生产。

观察巴西各榨季糖醇生产比例的数据，可以发现制醇用蔗比例一直高于制糖用蔗比例，2018/2019 榨季糖厂大幅下调制糖比，巴西中南部制糖比为 35.3%，制醇比为 65%，上一榨季分别为 48.3% 和 47%。

巴西燃料乙醇分为无水乙醇和含水乙醇两种，无水乙醇可以添加到汽油中制成混合乙醇汽

油，根据巴西法律规定，巴西所有品种的汽油均须掺入一定比例的生物燃料乙醇，目前巴西汽油中添加的乙醇比例高达 27%。而含水乙醇可以直接作为燃料供给专用纯乙醇燃料汽车或新型混合燃料汽车，因此含水乙醇的生产比例较无水乙醇高。2018/2019 年度开始，巴西乙醇需求旺盛，巴西中南部生产乙醇共 309.53 亿升，其中生产无水乙醇 91.41 亿升及含水乙醇 218.12 亿升，占比分别为 29%和 70%。

2019/20 年度，巴西乙醇产量继续增长，糖厂仍然更倾向于生产乙醇。截至 12 月 1 日，本年度中南部乙醇产量 317.2 亿公升，较去年同期增 8.56%。乙醇销售再次攀升，本年度累计销量达到了 231 亿升，较去年同期增 12%。

所以，糖价低迷，乙醇销售旺盛，糖厂生产乙醇一直保持着很高积极性，甘蔗制糖比或将再次刷新低。

图 18 巴西乙醇国内销售 (m³)

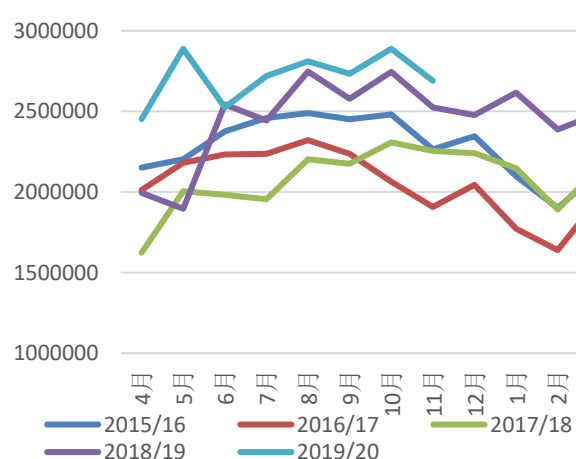
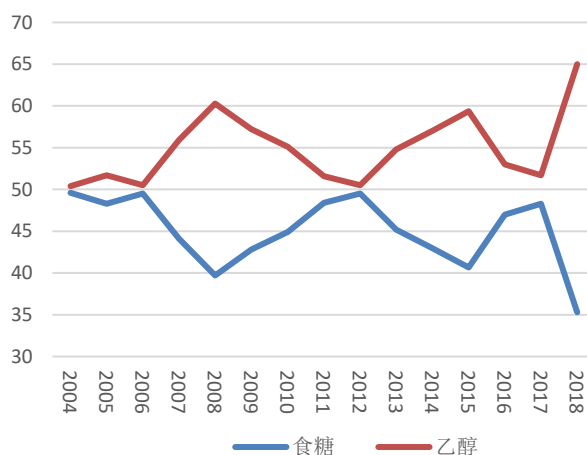


图 19 巴西糖醇比例



资料来源：Unica 中原期货

资料来源：Unica 中原期货

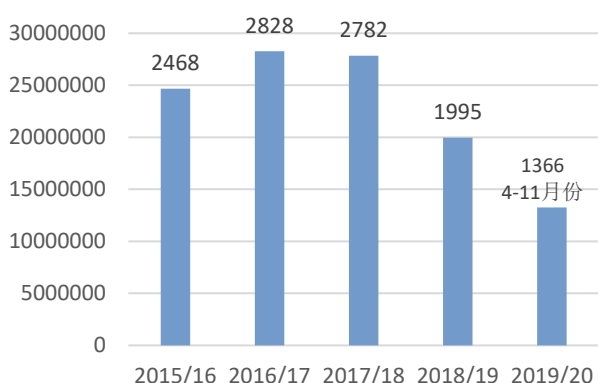
### 3.3 巴西出口被挤压

巴西白糖出口量占产量的 70%左右，主要以出口原糖为主。2018/19 年开始，由于产量下滑、国际糖价低迷、印度泰国出口增加，巴西出口被挤压，出口量减少。2019/20 榨季 4-11 月巴西累计出口糖 1366.42 万吨，同比减少 8.41%。出口降幅大于产量减产的幅度。

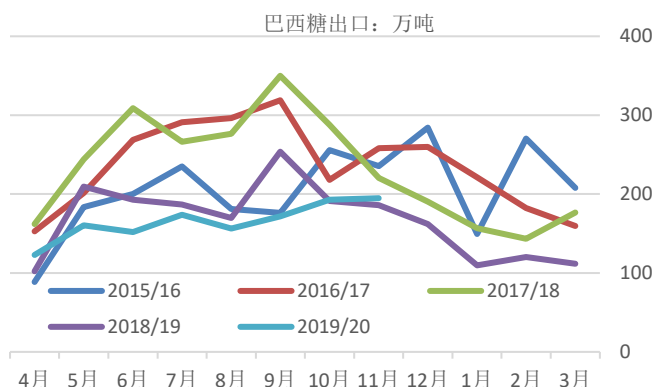
2019 年 11 月巴西出口糖 194.8 万吨，同比增加 4.85%，为 2018 年 9 月以来的最高月度出口水平。其中出口原糖 169.68 万吨，同比增加 2.06%，出口精制糖 25.12 万吨，同比增加 28.58%。

图 20 巴西糖年度出口量 (万吨)

图 21 巴西糖月度出口量 (万吨)



资料来源: Wind 中原期货



资料来源: Wind 中原期货

## 4 印度新榨季减产，继续去库存

### 4.1 原糖市场焦点转向印度，新榨季减产

印度于 10 月开始了新榨季生产，原糖市场关注的焦点转向了印度和泰国。印度糖厂协会 11 月预计 2019/20 年度（10 月至次年 9 月）印度产糖 2685 万吨糖，较 2018/19 年度（3295 万吨）下调了 18%，该数量仍高于其国内年消费量（2650 万吨），期初结转库存高达 1470 万吨，当季供给过剩压力减轻，但是期末库存仍然处于历史次高位置，印度仍面临去库存压力。

印度糖厂协会（ISMA）数据显示，截至 11 月 30 日印度 2019/20 榨季累计产糖 188.5 万吨，远低于去年同期的 406.9 万吨；已开榨糖厂为 279 家，同比大幅减少 139 家。北方邦 111 家开榨糖厂已产糖 108.1 万吨，去年同期该邦 105 家开榨糖厂产糖 91.4 万吨；由于开榨时间推迟至 11 月 22 日，马邦目前仅有 43 家糖厂开榨，远低于去年同期的 175 家，累计糖产量为 6.7 万吨，远低于去年同期的 188.9 万吨；卡邦 61 家开榨糖厂已产糖 52.1 万吨，去年同期该邦 63 家开榨糖厂产糖 84 万吨。

图 22 印度白糖供需（千吨）

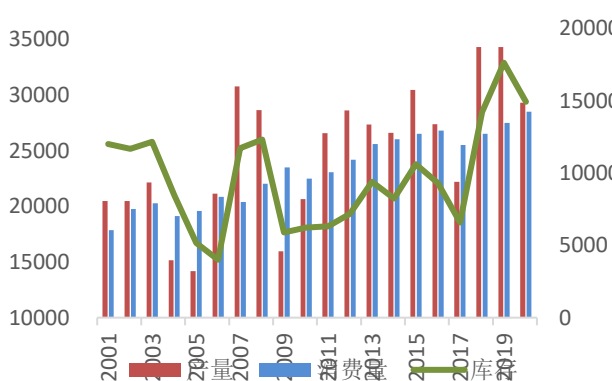


图 23 印度白糖产需缺口: 千吨



资料来源：usda 中原期货

资料来源：usda 中原期货

印度甘蔗的种植由于有政府价格保护，所以种植收益较好，农民有很高的积极性。印度政府近年不断提高甘蔗的公平报酬价格。2017/18 榨季，印度甘蔗公平报酬价格由 2300 卢比/吨提高至 2550 卢比/吨（折合 253 元/吨），农民甘蔗的收益提高了 10%。2018/19 榨季甘蔗公平报酬价格（FRP）从本榨季的 2550 卢比/吨上调至 2750 卢比/吨（基于 10% 的出糖率）（折合 273 元/吨），农民甘蔗的收益提高了 7.8%。甘蔗价格比生产成本高出 77%，蔗农回报超过生产成本的 50% 以上。食糖产量增加 4.6% 至 3290 万吨。2019/20 榨季甘蔗价格维持 2550 卢比/吨不变。

印度新年度产量下滑，主要是由于生长期面临的干旱，其国内种植面积由于有政府公平报酬价格的保护而保持稳定，同时食糖有最低出厂价限制。种植甘蔗的收益远高于种植其他作物，提振了农民种植甘蔗的积极性，并稳定了甘蔗的种植面积。所以，印度食糖产量主要看天气情况。

图 24 印度甘蔗公平价格（FRP）：卢比/吨

印度甘蔗公平价格（FRP）：卢比/吨	
2012/13	1700
2013/14	2100
2014/15	2200
2015/16	2300
2016/17	2300
2017/18	2550
2018/19	2750
2019/20	2750

资料来源：广西糖网 中原期货

## 4.2 多举措缓解过剩压力，出口增加国际贸易流压力

面对糖产量的周期性过剩，印度政府鼓励出口、生产乙醇建立缓冲库存。

印度的进出口政策根据供需调节，增产周期，供需盈余，印度出口较多；减产周期，会出现供需缺口，印度将进口更多白糖。2018/19 年度，白糖供大于求，印度鼓励出口，这也是 2019 年国际糖价下跌很大程度源于印度丰产和出口的原因。

2018/19 年度设定出口 500 万吨的指标，同时给予出口补贴以刺激出口，但是糖厂仅完成约 380 万吨，政府延长期限，出口目标可继续使用至 2019 年 12 月 31 日，短期贸易流给国际糖市施压。

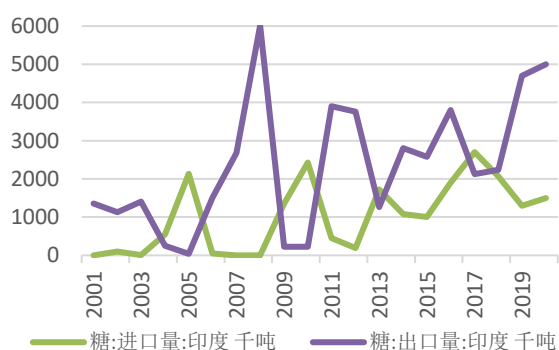
2019/20 年度的出口指标为 600 万吨，出口价格（FOB 基准）分别为 310 美元/吨（原糖）、313 美元/吨（白糖）。印度政府向糖厂提供 10448 卢比/吨(147 美元/吨)的出口补贴，总补贴额度达到 8.8 亿美元。截至 11 月底印度已签约约 150 万吨糖出口合同，主要目的地为伊朗、斯里兰卡、阿富汗、非洲等。预计新榨季印度食糖出口量仍然是国际贸易流的主要压力。

印度中央政府已允许糖厂使用乙级糖蜜和蔗汁直接生产乙醇。2019 年 9 月份政府通过新的定价政策提高了使用蔗汁、糖浆及乙级糖蜜生产的乙醇价格。政府希望此举能够缓解食糖过剩局面并改善糖厂财务状况。印度政局动荡，受马邦内阁选举延误影响，该邦 15 家糖厂无法获得乙醇生产许可证，这些糖厂原本计划减少生产食糖并将蔗汁转入乙醇生产。

印度内阁经济事务委员会于 2019 年 7 月批准建立 400 万吨缓冲库存，为期一年，从 2019 年 8 月 1 日起至 2020 年 7 月 31 日到期，预计政府将为此支出 2.36 亿美元。

所以，印度新年度减产，促使原糖底部抬升，但旧作库存过剩及出口，仍是原糖的一座大山，去库存将限制涨幅。

图 25 印度白糖进口和出口（千吨）



资料来源：usda 中原期货

## 5 泰国新榨季供需双降

泰国是全球第二大市场出口国。泰国国内官方预估数据显示，由于新作物前期遭遇干旱，泰国 2019/2020 榨季食糖产量预估下调至 1200-1300 万吨，低于 2018/2019 榨季的泰国产糖量 1458 万吨。虽然减产，但也处于创纪录的次高位置，高于之前的平均水平。泰国于 12 月 1 日正式开启 2019/2020 年榨季生产，据泰国糖厂协会数据显示，2019/20 榨季泰国将有 57 家糖厂开榨，比 2018/19 榨季多 1 家。

泰国国内的食糖年消费量约为 250 万吨，虽然供应减产，国内需求因政策因素也将下降。

2019 年 10 月 1 日起泰国政府将开始第二轮提高对苏打水、即饮绿茶、咖啡、功能性饮料及果汁等含糖饮料征税。第一轮增税是从 2017 年 9 月-2019 年 9 月底，而第三轮含糖饮料增税时间定于 2021 年 10 月 1 日。

泰国产量中约 80%用于出口，出口量自 2018 年快速增长，并保持在 1000 万吨左右。2017/18 榨季（10-9 月）泰国共出口糖 940.5 万吨，同比增 39%。2018/19 榨季出口 1005.84 万吨，同比增 6.95%，为史上最高榨季出口水平。泰国增产带来的国际贸易流压力同样是压制国际糖价的主要力量。

图 26 泰国供需（千吨）

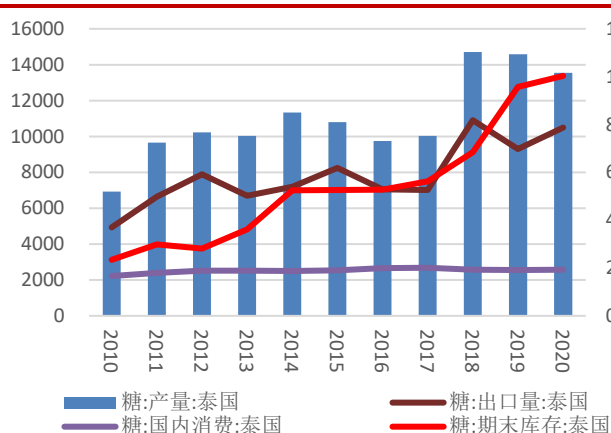
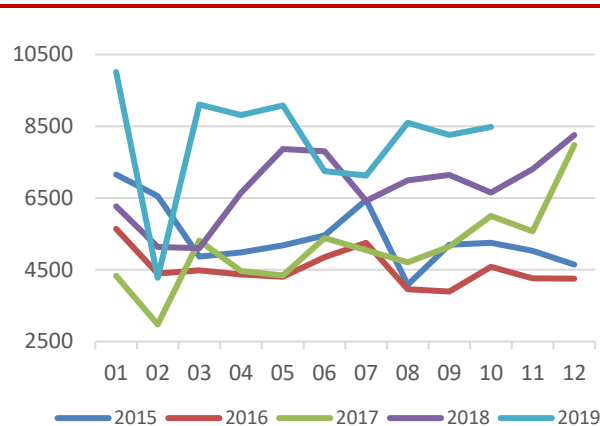


图 27 泰国白糖月初出口金额（千美元）



资料来源：usda 中原期货

资料来源：wind 中原期货

## 6 国内基本面

### 6.1 产量与价格的关系

产量是影响白糖价格最直接最重要的因素，国内产量呈现“三年增产三年减产”的周期性特点，与白糖价格走势有很强的负相关性。通过统计白糖历年产量和价格，我们发现，增产周期，价格逐步下跌，直至增产周期的最后一年达到低点；减产周期，价格逐步上升，直至减产最后一年价格达到高位；增产周期中，增产第一年价格下跌幅度最大，往后下跌幅度越来越小；减产周期中，价格在减产最后一年上升幅度最大。

白糖期货自 2006 年 1 月 6 日上市，共经历了 3 个完整周期：

- 1、2006 年上市—2008 年 12 月，经历 36 个月下跌周期，郑糖指数由 6239 元/吨跌至 2876 元/吨，跌幅 53%；
- 2、2009 年 1 月—2011 年 7 月，经历 31 个月上升周期，郑糖指数由 2876 元/吨涨至 7317 元/吨，涨幅达 154%；



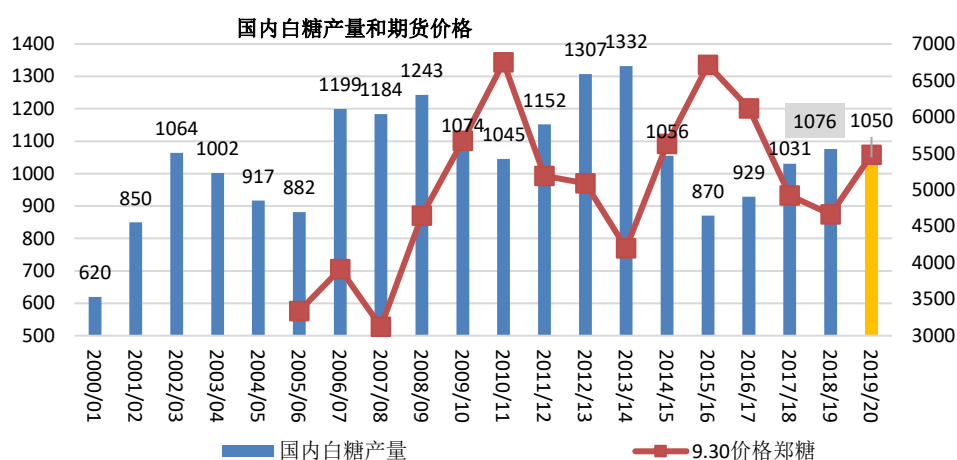
3、2011 年 8 月—2014 年 12 月，经历 40 个月下跌周期，郑糖指数由 7514 元/吨跌至 4616 元/吨，跌幅达 38%；

4、2014 年 12 月—2016 年 11 月，经历 24 个月上升周期，郑糖指数由 4662 元/吨涨至 7338 元/吨，涨幅 57%。

5、2016 年 12 月—2018 年 12 月，经历 25 个月下跌周期，郑糖指数由 7338 元/吨跌至 4672 元/吨，跌幅 36%。

6、2019 年 1 月—今，经历 11 个月上涨周期，郑糖指数由 4672 元/吨涨至 5430 元/吨，涨幅 16%。

图 28 国内白糖产量和价格关系



资料来源：中糖协 中原期货

## 6.2 新榨季产量

### 6.2.1 2019/20 榨季食糖减产

从长期看，2018/19 榨季食糖产量周期性触顶，成为增产周期末端，2019/20 榨季食糖产量开始减产，国内“三年增产三年减产”周期继续演变，糖价迎来拐点。

2018/19 制糖期全国产糖 1076 万吨，同比增加 45 万吨；其中甘蔗糖 945 万吨，同比增长 3.1%；甜菜糖 131 万吨，同比增长 14.4%。消费量平稳，为 1520 万吨。2018/19 年制糖期全国开工糖厂 211 家，其中，甘蔗糖厂 176 家，甜菜糖厂 35 家；另有原糖加工企业 13 家。

对于 2019/20 榨季国内食糖产量的预估，中糖协预计**新榨季全国产量 1050 万吨**。其中广西因干旱预估 630 万吨，持平或略减。云南因甘蔗种植面积下滑和干旱，预估 188 万吨，减产 20。广东种植面积略减，但出糖率，预估 76 万吨，减产 5。海南 13 万吨，减产 5；新疆 65 万吨，持平；内蒙古 70 万吨，增产 5。全国累计减产 25 万吨。

按照各糖协预估的产量 1050 万吨，进口量 300 万吨，消费量 1520 万吨计算，则全国存在 200 万吨左右的供应缺口，缺口则需要依靠增加进口、抛储来补充。

### 6.2.2 2020/21 榨季种植政策导向

#### (1) 广西计划 2022 年达到产糖能力 700 万吨左右

2019 年 2 月广西发布了《关于深化体制机制改革加快糖业高质量发展的意见》，规定“到 2022 年，基本建成 1150 万亩糖料蔗生产保护区。糖料蔗平均亩产达 5 吨以上、蔗糖分达 14% 以上，其中 500 万亩高产高糖糖料蔗基地(以下称“双高”基地)平均亩产 6 吨以上。糖料蔗生产能力 6000 万吨以上，产糖能力 700 万吨左右。

2019 年是广西实行甘蔗订单农业第一年，政府退出糖料蔗收购价指导管理，实行市场调节。糖厂和蔗农签订 490 元/吨，为期三年的订单合同，意味着未来三年的收购价都是维持在历史比较高位，蔗农收入得到保障，使得蔗农种植意愿更强。那么，生长期的天气对糖产量影响更大。

#### (2) 云南计划 2023 年食糖产量达 300 万吨

2019 年 8 月 14 日，云南省相关部门发布《云南省关于推进蔗糖产业高质量发展的实施意见的通知》。《意见》指出，通过 5 年努力，到 2020 年，全省建成“双高”糖料蔗核心基地 200 万亩，到 2023 年力争建设 350 万亩，带动全省 500 万亩蔗区，平均单产达 5 吨以上，蔗糖分达 16% 以上，甘蔗产量达 2500 万吨以上，食糖产量达 300 万吨，蔗糖产业综合产值突破 300 亿元。

#### (3) 甜菜糖已达到增产目标

新疆甜菜糖产量基本保持稳定略升，新疆地区日照时间长、昼夜温差大、病虫害少，甜菜出糖率 11.8%-12.3%，是国内最适宜种植甜菜的地区，但是由于深居内陆，对外运输成本较高，因此产量扩张较为缓慢。

内蒙古自治区气候冷凉，昼夜温差大，光照资源丰富，病虫害较轻，发展甜菜生产优势明显。内蒙古糖产量近五年出现快速增长，内蒙古东北部地区相比较而言更加具有运距优势，因而甜菜种植面积近五年迅速扩大。2017 年内蒙古发布了《小麦、杂粮杂豆、水稻、油料、蔬菜、甜菜产业发展指导意见的通知》：“到 2020 年，全区甜菜种植面积达到 120 万亩以上，亩产达到 3600 公斤，总产达到 430 万吨以上，产糖 50 万吨以上。”2017/18 榨季内蒙古甜菜种植面积 124 万亩，提前达到目标，产糖 48 万吨。2018/19 榨季内蒙甜菜糖产量猛增 35.4% 至 65 万吨，甜菜种植面积和产量都超过了新疆。2019/20 年度内蒙封闭了一些低糖原料产区，进行合理轮种和土地保护，甜菜收购价格较好，部分农户扩种或者玉米改种甜菜，又加上天气风调雨顺，甜

菜生长良好，内蒙古地区甜菜产量继续增长，平均出糖率在 12-13%。

所以，在 2020/21 榨季按照糖业发展规划，甘蔗糖仍有增产要求，甜菜糖基本完成目标。在甘蔗收购价稳定的前提下，甘蔗种植稳定，产量将受天气影响大。

### 6.2.3 南方提前开榨，阶段性供应充裕

2019 年 9 月 10 日，新疆中粮屯河奇台糖业开机生产，这是国内 2019 年第一家开榨的糖厂，拉开国内 2019/2020 榨季生产序幕，比去年提前了 15 天开榨。截至 12 月 10 日，国内共压榨甜菜 750 万吨（去年同期 671 万吨），产糖 88.71 万吨（去年同期 79 万吨）。

2019 年 11 月 10 日，中粮屯河北海糖业有限公司开榨，拉开广西 2019/20 年榨季生产序幕，比去年提前 10 天，因今年糖价有吸引力且春节提前。2019/20 年榨季广西预计开榨糖厂 83 家，截至 12 月 13 日已有 74 家糖厂开榨。截至 12 月 10 日，甘蔗糖累计产量 72.65 万吨（去年同期 15.32 万吨）。

产销数据看，中糖协统计截至 11 月底，全国累计生产食糖 127 万吨，比上年度同期增加 55 万吨，增幅 75.1%；累计销售食糖 57 万吨，比上年度同期增加 25 万吨，增幅 77%。工业库存 70.41 万吨（同比增 29.85 万吨）。11 月单月产糖 87.38 万吨，单月销糖 43.22 万吨。产需两旺，产量增长大于销量，库存同比增加，供应有效增加。

广西截至 11 月 30 日，累计入榨甘蔗 338.92 万吨，产混合糖 35.53 万吨，同比增加 31.75 万吨；混合产糖率 10.48%，同比提高 2.19 个百分点；累计销糖 20.17 万吨，同比增加 17.06 万吨；产销率 56.78%，同比下降 25.51 个百分点。工业库存 15.36 万吨，同比增 14.69 万吨。广西 11 月产销和工业库存大幅高于往年同期。白砂糖含税平均售价 5808 元/吨，同比提高 549 元/吨。

云南截至 11 月 30 日，累计产糖 4783 吨，产糖率 10.62%，同比提升 0.46%。截至 11 月底云南累计销售新糖 558 吨。产销率 11.67%。工业库存昆明食糖销售价 5850 元/吨，同比提高 750 元/吨。

新疆截至 11 月 30 日，累计产糖 40.38 万吨，同比增加 10.75 万吨，已销糖 13.4 万吨，同比增加 1.6 万吨；产销率 33.18%，同比下降 4.57 个百分点；工业库存 26.98 万吨，同比增加 8.53 万吨。

内蒙古截止 11 月 30 日，累计产糖 44 万吨，同比增加 13 万吨；已销糖 19.4 万吨，同比增加 4.4 万吨；产销率 44.09%，同比下降 4.3%；工业库存 24.6 万吨，同比增加 8.6 万吨。

图 29 国内白糖累计产量 (万吨)

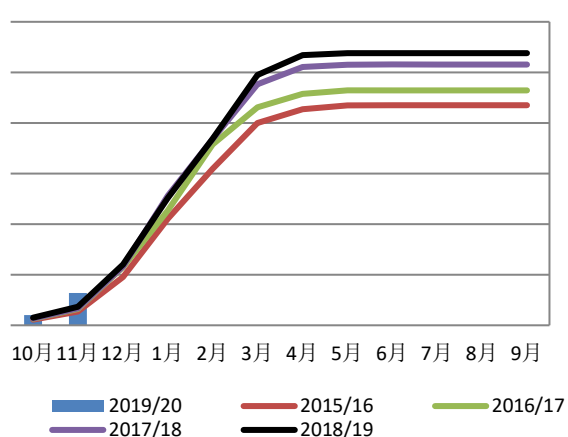
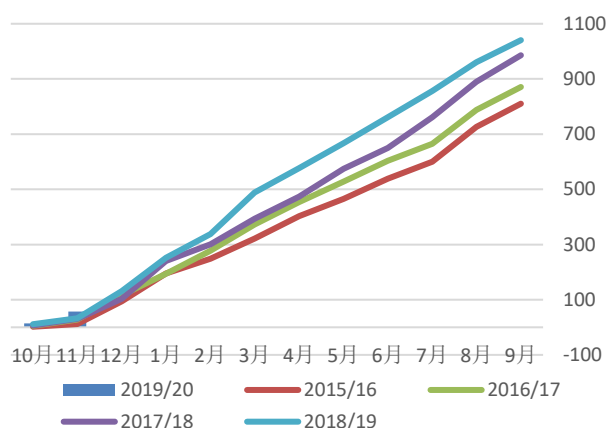


图 30 国内白糖累计销量 (万吨)



资料来源：中糖协 中原期货

资料来源：中糖协 中原期货

图 31 全国白糖单月产糖 (万吨)

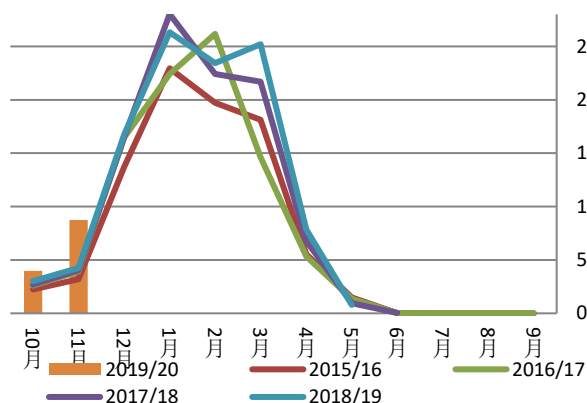
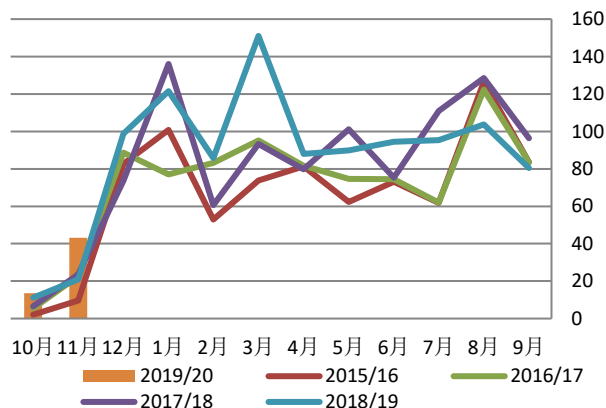


图 32 全国白糖单月销糖 (万吨)



资料来源：中糖协 中原期货

资料来源：中糖协 中原期货

图 33 全国白糖工业库存 (万吨)

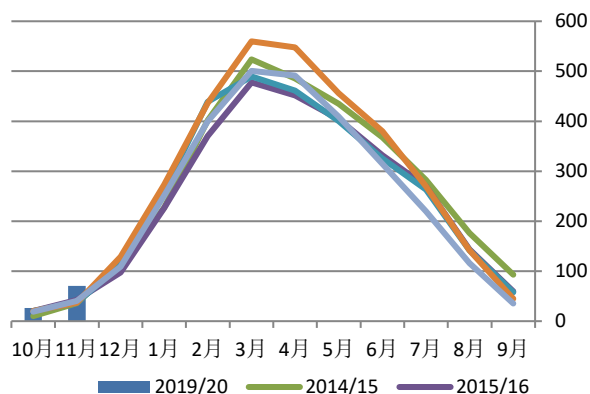
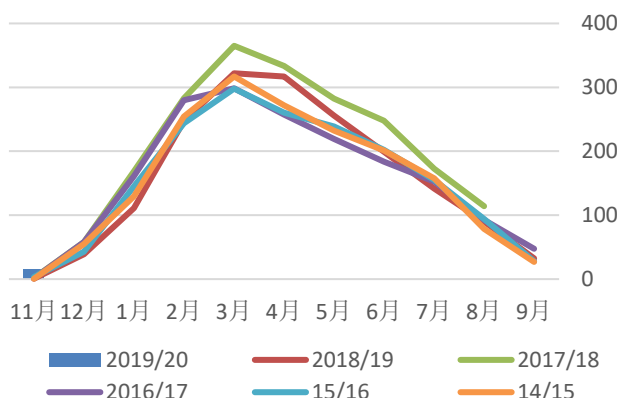


图 34 广西工业库存 (万吨)

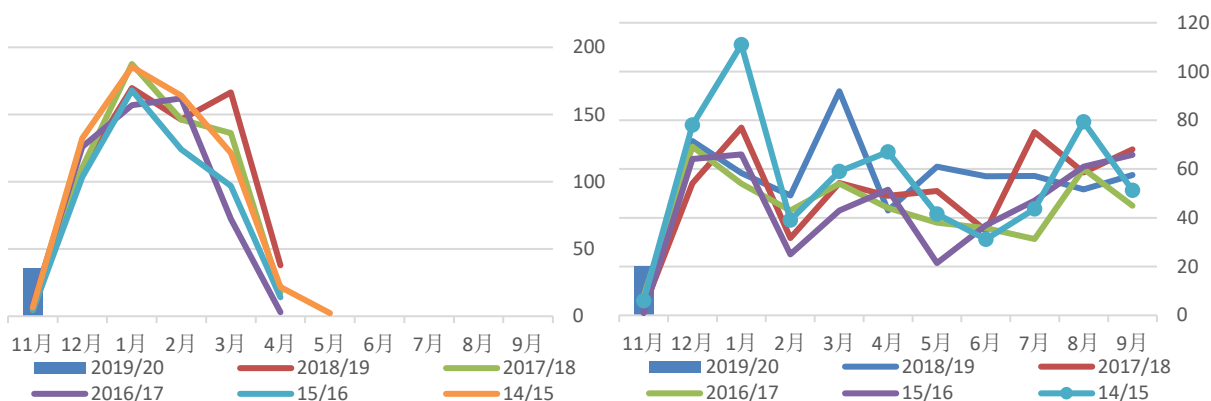


资料来源：中糖协 中原期货

资料来源：中糖协 中原期货

图 35 广西月产糖 (万吨)

图 36 广西月销量 (万吨)



资料来源：中糖协 中原期货

资料来源：中糖协 中原期货

## 6.3 进口

### (1) 总量控制, 国内进口或略增

我国现行每年 194.5 万吨食糖进口配额, 包含向古巴政策性进口 40 万吨原糖, 古巴糖大都进入国家储备。进口食糖主要以原糖为主, 其次是白砂糖。

据海关统计, 2018/19 制糖期 (10 月至次年 9 月), 全国累计进口食糖 324 万吨, 较上个制糖期增长 33.4%; 累计出口食糖 19.2 万吨, 同比基本持平。前五大进口国依次为巴西 (166 万吨)、古巴 (42 万吨)、泰国 (50 万吨)、韩国 (17 万吨)、澳大利亚 (9 万吨)。

2019 年 10 月份我国进口糖 45 万吨, 同比增 11 万吨, 环比增 3 万吨。2019 年 1-10 月份我国累计进口糖 284 万吨, 比上年同期增长 53 万吨 (或 22.9%)。

在 2019 年 11 月中糖协云南糖会上各部委对于进口意见表示“进口许可管理, 进行进口总量控制”。中国农业农村部在 12 月白糖供需平衡表中预估 2019/20 榨季白糖进口量 304 万吨。鉴于“中国巴西联合声明, 继续扩大贸易规模”、“印度寻求中国进口食糖需求”、“一带一路国家出口食糖需求”等, 新年度国内进口食糖量或略增。

### (2) 进口保障性措施将到期, 内外联动加大

2020 年是我国食糖进口政策关键的一年, 2020 年 5 月配额外关税保障措施即将到期, 5 月后关税由 85% 降为 50%, 国内糖价将与国际糖价联动性加大, 目前原糖 13.5 美分/磅的价位折算到国内 50% 关税进口成本为 4600 元/吨, 较国内价格低了 1000 左右。原糖的预期走势和进口关税的变化会影响国内进口通关节奏。如果原糖看涨, 将正常或提前进口入关 (在进口许可正常发放的前提下); 如果原糖看跌或调整, 将延后进口入关。当然还要看当时的内外价差。所以, 2020 年国内糖价将于原糖联动性加大, 价差交易策略难度变大。

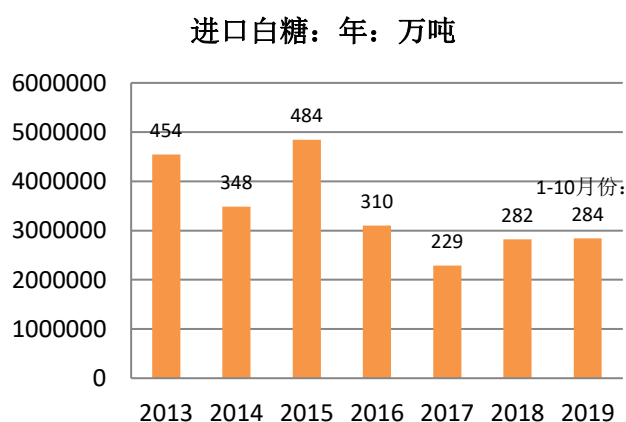
目前，中糖协也在争取政府支持，请求延长食糖额外关税政策，并使进口许可量增速维持历史最低水平。所以，进口方面，需要关注政策及进口量增加的幅度。

进口成本测算		
原糖价格（美分/磅）	进口成本：50%关税（元/吨）	进口成本：85%关税（元/吨）
13.5	4550	5550
14	4700	5720
15	5000	6060
16	5250	6400
17	5540	6750
18	5850	7100

### （3）走私依旧严控

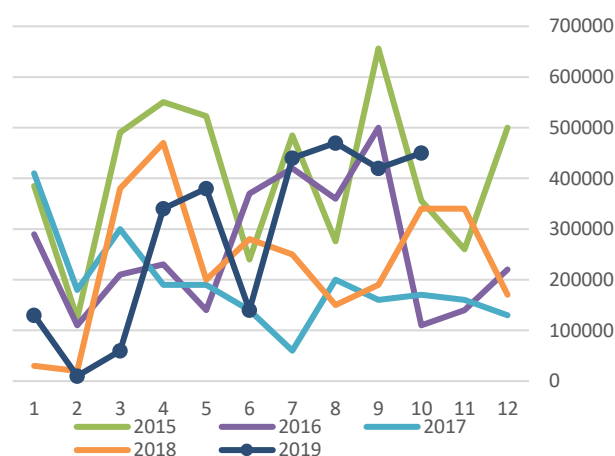
因为内外价差高额利润，走私源源不断，非官方统计 2018 年走私量达到了 300 万吨一年，走私糖进入国内再加工销售，糖价低于国产糖近千元，明显冲击国内糖价。2019 年，国内打击走私的力度再度加强，走私糖量减少了一半左右。2020 年，“继续加大打击食糖走私的力度”，降低走私低价糖对国内的冲击。

图 37 国内白糖进口量



资料来源：海关 中原期货

图 38 国内白糖月度进口量（吨）



资料来源：海关 中原期货

## 6.4 白糖需求

### 6.4.1 白糖消费量增长乏力，年内具有季节性

我国是全球第三大食糖消费国。2000 年至今，国内食糖消费量在 865 万吨至 1580 万吨。白糖消费量随着人口数量、经济水平、消费习惯等因素呈现刚性稳定增长，需求弹性小。随着人口和经济增速放缓乏力，替代品挤占食糖消费，消费习惯的改变，新兴饮品的出现，食糖消费增长乏力，白糖市场主要呈现卖方市场，供应对价格的影响力量更大。



白糖每年通常有两个消费高峰期，每年的 12 月一次年 1 月为春节销售高峰期，8-9 月为夏季消费高峰期。

图 39 国内白糖消费量（千吨）

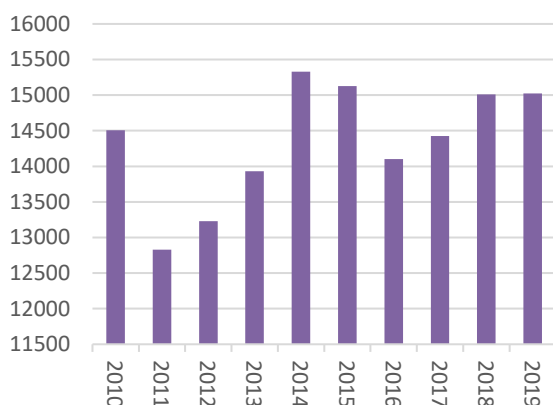
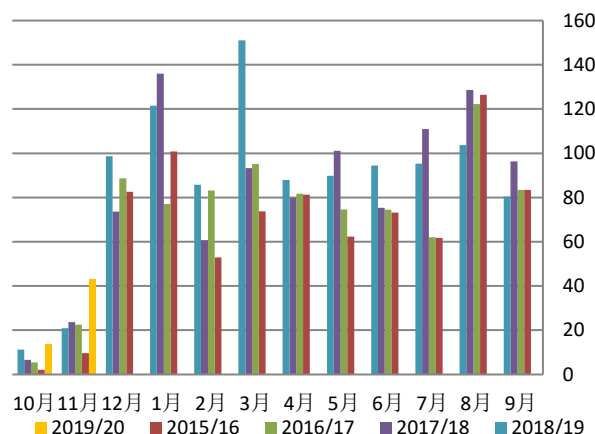


图 40 全国单月销糖量（万吨）



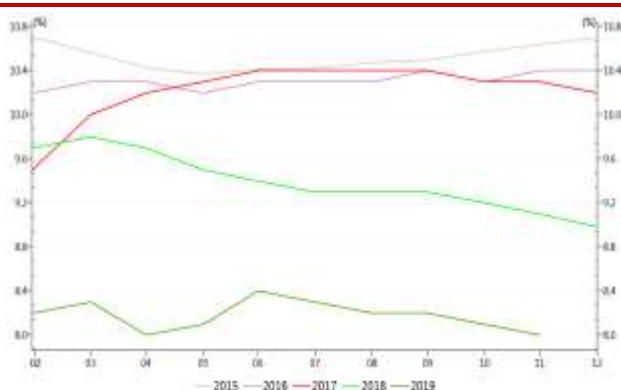
资料来源：wind 中原期货

资料来源：中糖协 中原期货

#### 6.4.2 自 2018 年以来，社会消费品零售增速放缓

国家统计局的数据，自 2018 年一季度社会消费品零售的增长速度相较前几年开始下滑，2019 年增速再次下滑，虽然 2019 二季度社会消费品零售同比增速好转，但进入三季度至 11 月份，社零增速再次开始下滑。2019 年 1-11 月份，社会消费品零售总额 372872 亿元，同比增长 8.0%。增速较去年同期降 1.1 个百分点。宏观经济活跃度下降，物价攀升，可支配收入没有同等幅度增长，抑制了消费者的购买行为。如果宏观经济下行压力继续存在，将影响消费者的消费意愿和消费能力，对食品饮料行业需求产生负面影响。

图 41 社会消费品零售总额累计同比



资料来源：wind 中原期货

#### 6.4.3 软饮料和乳制品出现恢复性增长

食糖消费主要分为工业消费和民用消费。工业消费主要分布在食品加工、饮料、饮食等用

糖行业，工业消费中乳制品、软饮料、饼干和糖果的食糖消费量约 67%；民用消费具有相对刚性，需求弹性小，主要是随着人口数量增加以及经济水平提高而稳步增长。我国食糖人均消费量 11kg，远低于世界平均水平 22.89kg。

2019 年以来，食品饮料行业需求较弱，软饮料和乳制品产量是表现相对好的子行业，出现恢复性增长。食品饮料行业 2019 年前 10 个月营业收入 28128 亿元，同比降低 1.6%。前 10 个月利润总额 3141 亿元，同比增 9.3%。

软饮料，我国软饮料 20 多年来连续增长，直至 2016 年达到峰值。2017 年产量小幅回落。由于居民消费观念向健康安全方向转变以及国家对软饮料行业实施了更加严格的监管标准，淘汰掉一批不符合生产标准的软饮料工厂，加之历年库存积压，给生产企业带来了成本压力，多种因素共同导致我国软饮料行业产量出现下降。根据国家统计局数据显示，2018 年，我国软饮料产量为 15679.2 万吨，较上年同比下降 13.14%。行业经过短暂调整，下游市场需求依旧庞大，2019 年产量略微回升。2019 年 1 至 10 月，国内软饮料产量达到 15231 万吨，同比增 6.6%。

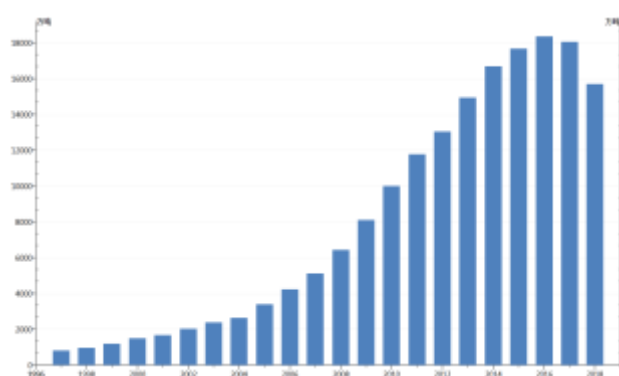
2019 年 1-10 月全国乳制品产量为 2242.2 万吨，同比增长 8.3%。

2019 年 1-10 月，国内啤酒产量累计 3343 万千升，累计同比增 1%。啤酒产量维持在低位增长水平，2014 年之后，啤酒新增产能连续下降。

2019 年 1-10 月，国内葡萄酒产量累计 34.7 万千升，同比下降 10%。2013 年开始国产葡萄酒产量便陷入了长期的负增长，目前并没看到回转迹象，推断出国内对葡萄酒的消费增长正在下滑。

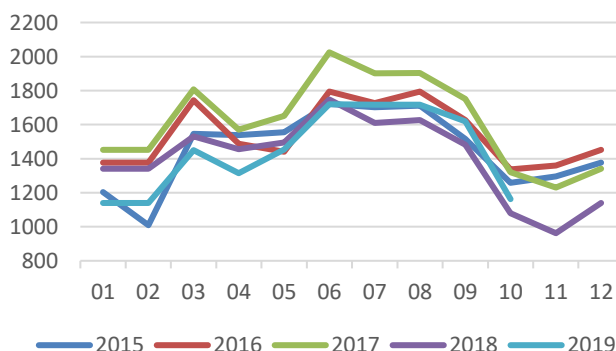
传统白糖需求产业的产量在逐步下降，随之而来的是近两年街边店即时饮料（如奶茶、鲜榨果汁等）的对白糖的需求增加。

图 42 国内软饮料年产量（万吨）



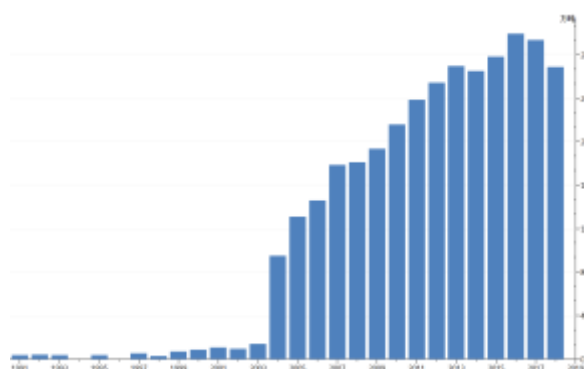
资料来源：wind 中原期货

图 43 软饮料月产量（万吨）



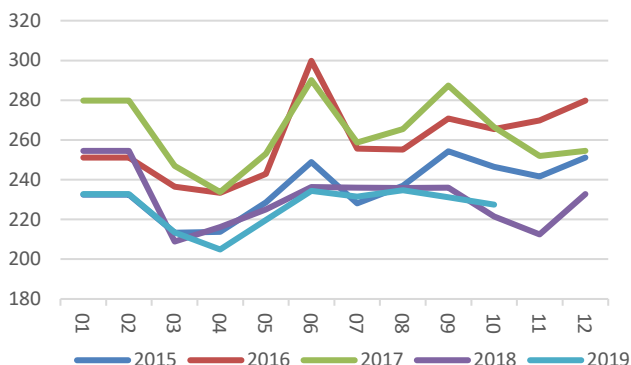
资料来源：wind 中原期货

图 44 国内乳制品年产量（万吨）



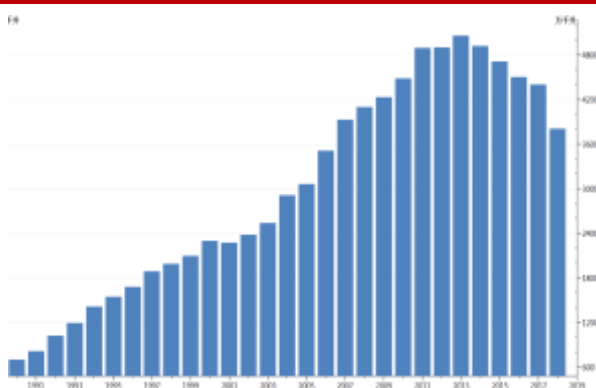
资料来源：wind 中原期货

图 45 乳制品月产量（万吨）



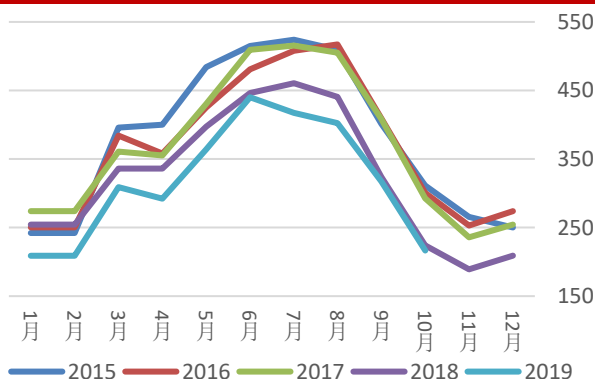
资料来源：wind 中原期货

图 46 国内啤酒年产量（万千升）



资料来源：wind 中原期货

图 47 啤酒月产量（万千升）



资料来源：wind 中原期货

## 7 综合分析

长期，2019/20 榨季全球糖市由供应过剩转为短缺，牛市初现。中期，巴西榨季将结束，产量逐渐明朗。印度和泰国榨季开始，减产幅度将成为未来原糖市场关注的热点。随着印度和泰国新糖上市，原糖市场面临新糖与旧作库存的双重供应压力。原糖底部抬升，重心谨慎上移，高度仍然受库存消化程度的影响。

国内 2018/19 榨季增产周期第三年，2019/20 榨季食糖产量开始减产，糖价迎来拐点。按照糖协预估 2019/20 年度产量 1050 万吨，消费量 1520 万吨计算，则全国存在 500 万吨左右的供应缺口，缺口则需要依靠进口、抛储来补充。2020 年进口食糖总量可控，300 万吨或略增。2020 年 5 月后配额外关税将由 85% 降为 50%，内外糖市联动将加大。届时原糖价格对远月合约影响变大。走私还要看内外价差，政策上继续严控，约去掉了百万吨的隐形供应量。抛储上，白糖国储仍有去库存预期但一直悬而未落地。目前看新年度白糖供需略偏紧。

所以，2020 年糖市趋势向上，参考区间【5200，6500】，阶段性影响因素或加剧糖价波动。2020 年一季度，南方提前开榨，阶段性供应逐步充裕，现货价格逐步调低，郑糖将走弱，可能会出现年内低点。二季度，关注进口和抛储情况。价差上，由于 5 月后关税降低，关注进口压力是否后移带来的 5-9 正套可行性。三季度，关注产区天气。

对于基差，由于 2019/20 年度是熊牛过渡的年份，基差结构可能发生转变（基差结构特点见内文），所以，套期保值可多考虑期权。

## 免责条款

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中原期货股份有限公司违反当地的法律或法规或可致使中原期货股份有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中原期货股份有限公司。未经中原期货股份有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中原期货股份有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中原期货股份有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中原期货股份有限公司认为可靠，但中原期货股份有限公司不能担保其准确性或完整性，而中原期货股份有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中原期货股份有限公司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。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中原期货股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

## 中原期货股份有限公司研究所

地址：河南省郑州市郑东新区 CBD 商务外环路 10 号中原广发金融大厦四层

电话：0371-68599135

网址：[www.zyfutures.com](http://www.zyfutures.com)

## 中原期货股份有限公司

中国·郑州市郑东新区 CBD 商务外环路 10 号中原广发金融大厦四层

### 新乡营业部

河南省新乡市荣校路 195 号 1 号楼东 1-2 层

电话: 0373-2072881

### 南阳营业部

河南省南阳市人民路 175 号粮业大厦三楼

电话: 0377-63261919

### 灵宝营业部

河南省灵宝市函谷大道北段西侧（灵宝市函谷路与五龙路交叉口金湖公馆）

电话: 0398-2297999

### 洛阳营业部

河南省洛阳市洛龙区开元大道 260 号财源大厦综合办公楼 1 幢 2 层

电话: 0379-61161502

### 西安营业部

陕西省西安未央区未央路 138-1 号中登大厦 A 座 8 层 F7 室至 F8 室

电话: 029-89619031

### 大连营业部

辽宁省大连市高新技术产业园区黄浦路 537 号泰德大厦 06 层 05A 单元

电话: 0411-84807209

### 武义营业部

浙江省金华市武义县城脚路与新横街交叉口城角楼八幢 41、43 号

电话: 0579-87679817

### 上海分公司

上海市自贸区福山路 388 号、向城路 69 号 15 层 07 室

电话: 021-68590799