



华信期货 2020 年投资策略报告

白糖

初暖乍寒, 牛市可期

2019/20 榨季全球糖料种植受天气因素和糖价长期低迷影响, 供需从过剩转向短缺。根据国际糖业组织 ISO 最新数据, 2019/20 榨季估计有 612 万吨短缺。但库存结转依然保持高位, 仍需时间和空间消化。

全球消费平稳, 传统高消费地区糖税实施和人口增长下降, 使得消费缺乏长期内生增长动力。2019/20 榨季贸易流偏紧, 原糖贸易流或呈现 50 万吨净进口, 而白糖贸易流相对平衡。

原糖在 13.5-14.5 将遇到生产端阻力, 但待减产落地, 市场情绪推涨下, 或上冲 15 美分/磅, 以刺激巴西产量恢复。关注 2020/21 榨季北半球主产国生产能否恢复, 这将是下半年原糖走势关键因素。

2019/20 榨季, 天气因素导致中国食糖生产进入减产年, 预计国内产糖 1020 万吨左右。进口方面, 走私严控, 正规进口在政策引导下有扩大的趋势。国储糖去库存延续。

2019 年国家减税降费, 消费整体持稳。糖价回暖, 社会库存薄弱, 或许带动下游采购补库。淀粉糖经历产能增长后, 进入竞争调整期, 大规模替代未发生。宏观因素对消费和糖价影响在增加。

郑糖远期价格结构在好转, 市场开始进入牛市周期, 现货和期货价格重心将较 2018/19 榨季上移。政策面和外盘的不确定性, 造成国内糖价难有单边走势, 或多数时期以震荡偏强为主, 阶段性供需短缺或成本上升将引起上涨, 把握节奏至关重要。

【作者信息】

作者: 唐丽君

投资咨询资格证号: Z0014684

邮箱: tanglij@cefcfco.com

联系人: 蔡亮

邮箱: cail@cefcfco.com

目录

1、2019 年国际糖价运行回顾.....	3
1.1 生产端分析	4
1.2 消费端分析	14
1.3 贸易流分析	14
1.4 非基本面因素	20
1.5 综上	21
2、2019 年郑糖走势回顾	22
2.1 国内供给端分析	24
2.1.1 预估 2019/20 榨季国内食糖产量 1020 万吨	24
2.1.2 正规进口小幅增加，走私严控	29
2.1.3 国内各种储备糖总量呈下降趋势	33
2.2 国内消费端分析	34
2.3 期货市场分析	36
2.4 2020 年国内糖价判断和策略	39

1、2019 年国际糖价运行回顾

2018 年美原糖指数总体在 11.5-13.5 美分/磅区间横盘震荡为主。一方面受到 2018/19 榨季印度和泰国持续高产带来的巨量库存所压制，同时投机空单的大量押注，也让原糖阴霾难散。另一方面天气风险溢价的增加和 2019/20 榨季供需缺口的不断上调也限制了下方空间。

2018 年年末，因原油价格波动剧烈，原糖也经历了过山车行情。期间因北半球生产刚开始，基本面仍不明确。直至 12 月底，印度和泰国压榨进度大幅提前，对市场形成冲击。

2019 年 1 季度，原糖指数陷入震荡期。巴西雷亚尔升值，限制巴西出口。同时印度将国内销售最低价格从 29 卢比/公斤上调至 32 卢比/公斤，使得印度出口底线价格从 11.5 美分/磅上移至 12.5 美分/磅附近。这也阻碍了印度出口。但北半球高产继续，且印度从减产预期逐步向增产预期变化。

4 月到 5 月期间，原糖价格供过于求格局形成，再次快速下挫。榨季末期，印度、泰国和中美洲产量超预期，开始积累巨量的库存。同时印度在大量补贴效应下，出口加快，叠加巴西开榨，巴西农产品出口期雷亚尔走弱。原糖与精制白糖价差缩窄至历史低位，中东和欧洲加工厂需求低迷。

5 月末开始，原糖开始了持续一个月的反弹。主要是受到厄尔尼诺气候影响，印度西南季风的推迟，使得天气风险溢价增加。同时国际机构认为 2019/20 榨季将出现供需缺口。

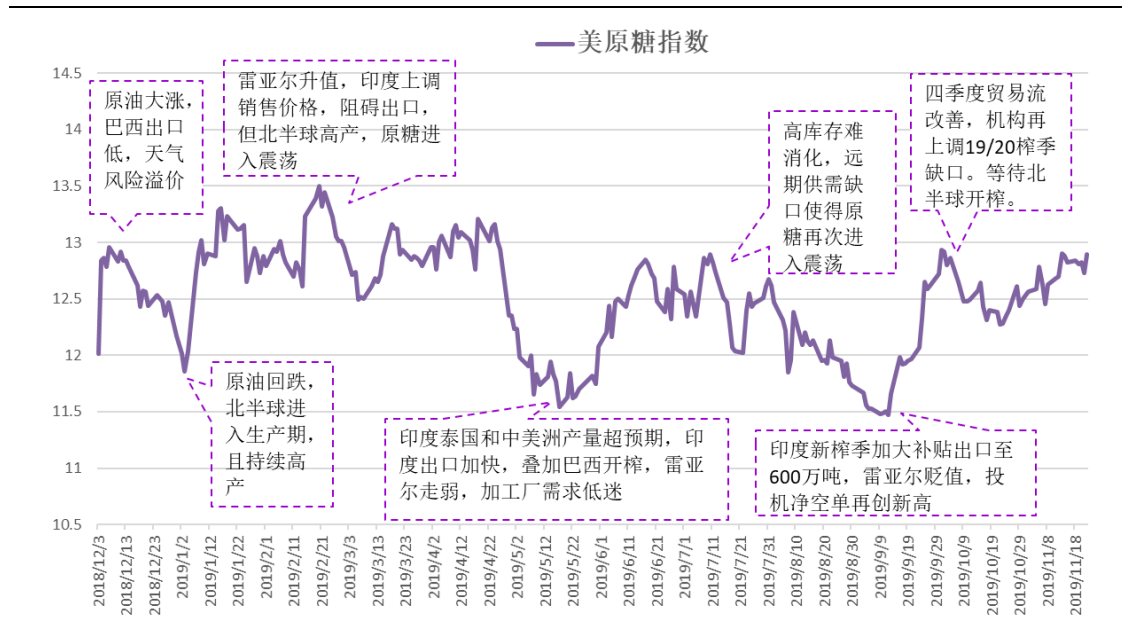
6 月至 7 月间，原糖回归盘整，陷入混沌。北半球印度和泰国高库存难消化，但春季种植情况不佳，增加了 2019/20 榨季的缺口概率。

8 月开始到 9 月中，库存消化进度不佳，投机空单开始大量押注，加之榨季末期印度宣布增加对 2019/20 榨季的补贴和出口配额量至 600 万吨，使得原糖跌跌不休，市场陷入至暗时刻。

进入 4 季度以来，原糖持续修复前期超跌，并开始出现持续小幅反弹。巴西持续低制糖比，使得产量处于低位，出口依然偏低，加之加工厂库存薄弱，使得 4 季度贸易流有所改善。重要的是，国际机构不断上调 2019/20 榨季缺口，显示印度和泰国因天气将遭受减产。市场信心有所修复，大量的投机空单逐步回补。

图表 1：2019 年国际糖价走势及影响因素回顾

单位：美分/磅



数据来源：华信期货白糖研究中心

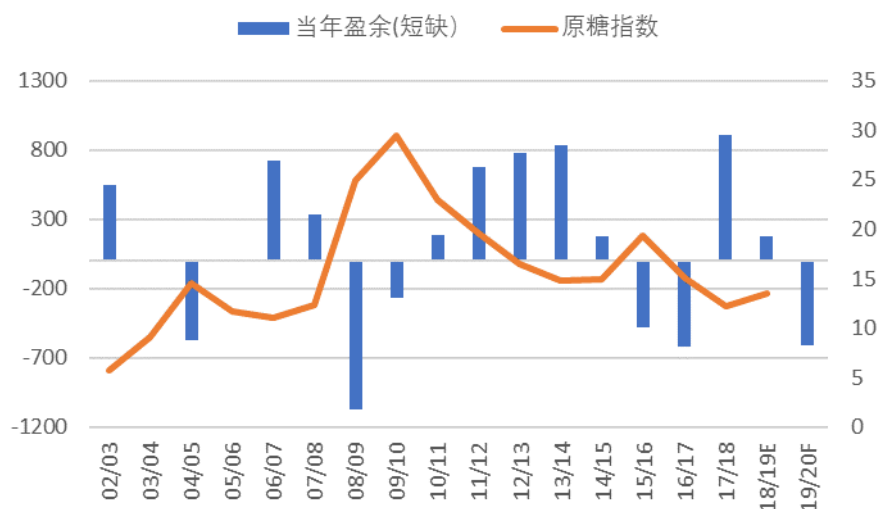
1.1 生产端分析

➤ 2019/20 榨季全球食糖供需将从过剩转向短缺

经历 2017/18 到 2018/19 榨季高产后，受到天气因素和种植意愿下降影响，全球食糖供需将从过剩转向短缺。根据国际糖业组织 ISO 的数据，2017/18 榨季全球产需过剩量达 906 万吨，2018/19 榨季过剩 172 万吨，而 2019/20 榨季最新估计将出现 612 万吨短缺。其中，2019/20 榨季全球食糖产量达 1.704 亿吨，同比下降 3.2%。消费量达 1.7652 亿吨，同比增加 1.2%。产量下降主要来自北半球的印度、泰国等地区。

图表 2：全球食糖供需盈余短缺和原糖指数

单位：万吨 美分/磅



数据来源：ISO 华信期货白糖研究中心

➤ **巴西：甘蔗加工产业继续向乙醇转型**

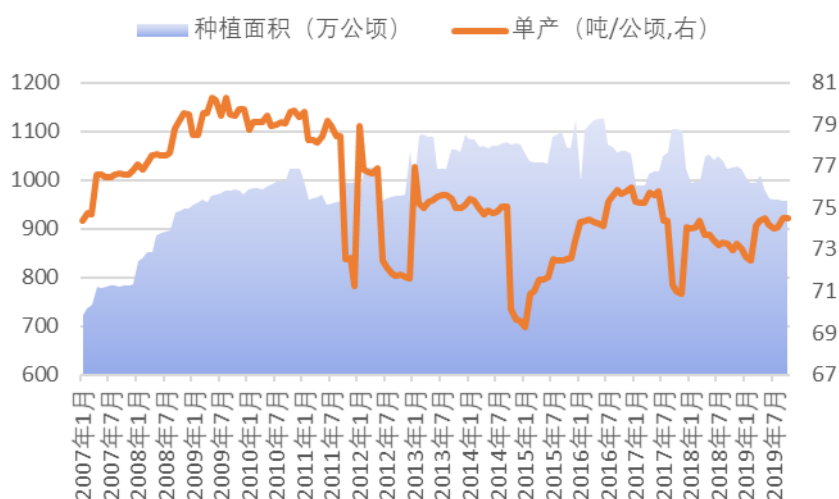
✧ **全巴西甘蔗种植面积基本持平，单产回升**

根据巴西地理与统计研究所数据，2019/20 榨季，巴西甘蔗种植面积较前几个榨季持平略减，出现少量替代种植，但仍稳定在 1000-1050 万公顷左右。从数据看来自 2012/13 榨季以来，巴西甘蔗种植相对稳定在 1050 万公顷左右。

2019/20 榨季在甘蔗生长期和开榨前期，巴西整体降雨偏多，造成本榨季巴西甘蔗单产有所回升。截至 10 月全巴西平均单产达 74.5 吨/公顷，而 2018/19 榨季平均单产为 72.95 吨/公顷。因此在面积稳定，单产回升和降雨偏多的情况下，巴西 2019/20 榨季甘蔗压榨量将略有增加，但甘蔗糖分下降。对于 2020/21 榨季种植，巴西中南部部分地区 11 月中旬天气干旱和 12 月降雨过多，令种植缓慢，或对后期产生轻微影响，但整体来说，巴西甘蔗产量仍以持稳为主。

图表 3：2019/20 榨季巴西种植面积基本持平，单产回升

单位：万公顷、吨/公顷



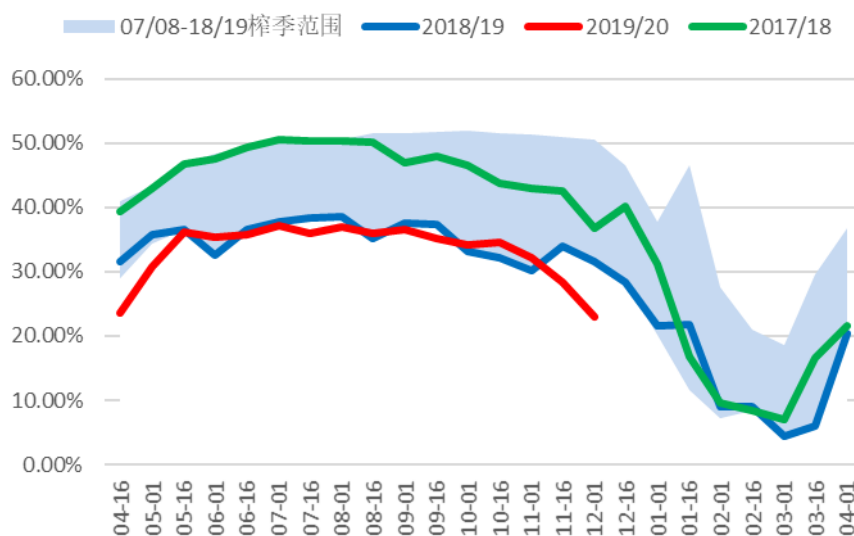
数据来源：巴西地理与统计研究所，华信期货白糖研究中心

✧ **生产端和消费端均倾向于乙醇**

UNICA 数据显示，2019/20 榨季截至 11 月下半月，巴西中南部主产区累计压榨 5.75 亿吨甘蔗，同比增长 5.16%，其中产糖量 2640.9 万吨，同比增长 2.22%；累计产乙醇 317.26 亿升，同比增长 8.56%。甘蔗产量的增加使得产糖量和乙醇产量均同比增加。但 2019/20 榨季平均制糖比仅为 34.61%，不仅低于去年同期的 35.67%，更创近年来新低。从近 2 年生产数据和糖厂投资情况看来，巴西甘蔗加工业正加快向乙醇倾斜。

图表 4：2019/20 榨季巴西中南部双周制糖比保持低位

单位：%

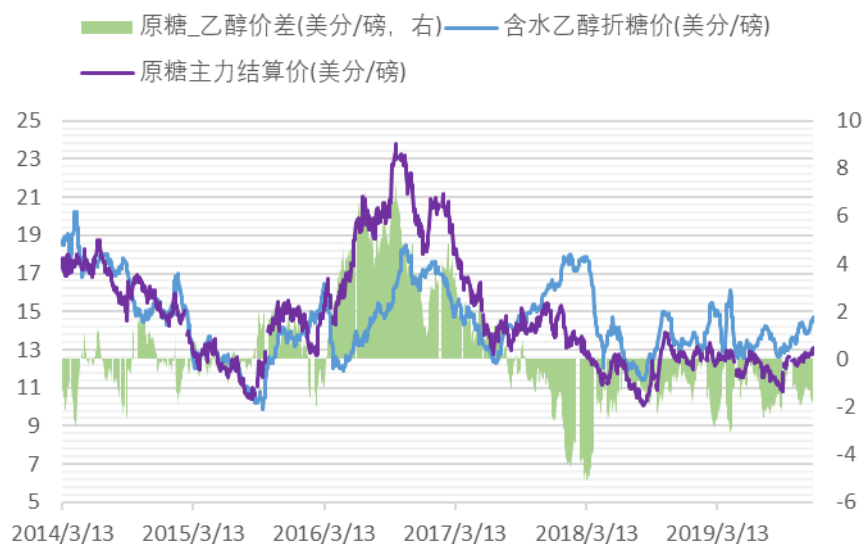


数据来源：UNICA 华信期货白糖研究中心

在生产端，乙醇较糖更有经济效益。根据普式的测算，2019 年 1-11 月巴西含水乙醇折糖价平均价格在 14 美分/磅，较国际原糖价格溢价 1-2 美分/磅。尽管价差较前 2 年的 2-4 美分/磅略有收敛，但乙醇长期占据优势，使得生产商不断投资改造设备以向乙醇倾斜。

图表 5：乙醇折糖价对原糖保持高升水

单位：美分/磅

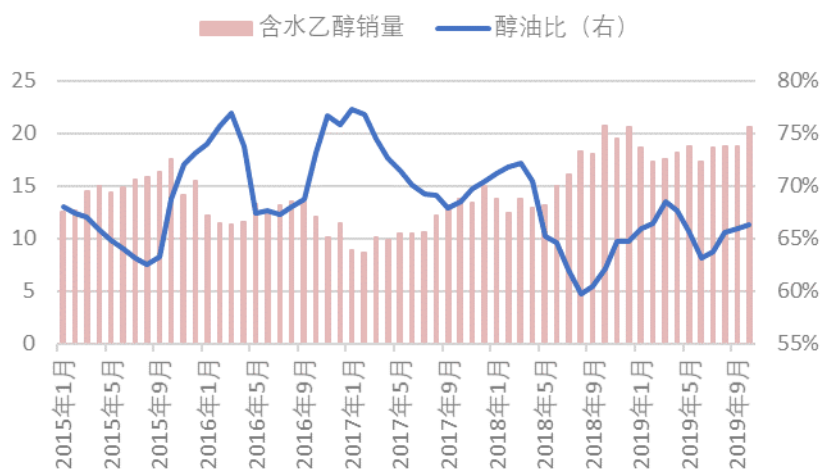


数据来源：Platts 华信期货白糖研究中心

在消费端，2018 年以来，随着巴西国内醇油比长期回落至 65%左右，燃料乙醇在燃料消费端具有竞争力。因此巴西国内燃料乙醇消费也较 2015-2017 年上了一个台阶，月平均消费量从 13 亿升增加至 19 亿升左右，造成了巴西国内乙醇需求持续火热。因此形成了巴西燃料乙醇供需两旺的局面。

图表 6：巴西月度含水乙醇销售量和醇油比

单位：亿升，%



数据来源：UNICA 华信期货白糖研究中心

政策支持方面，巴西即将在 2020 年实施新的国家生物燃料激励政策 RenovaBio。巴西的 RenovaBio 计划将允许生物燃料生产商发行脱碳信用额度（CBios），燃料分销商将购买脱碳信用额度，以补偿他们出售的化石燃料产生的碳排放。从而为乙醇生产商创造收入来源。巴西国家能源政策委员会（CNPE）确定了 2020 年的脱碳目标，相当于发行 2900 万个 CBios。市场估计发行 CBio 价格为 34 雷亚尔/个。目前申请到发行 CBios 的甘蔗加工商主要为大型集团，脱碳目标完成度也未可知，但该政策无疑将给生产端带来新的收入，从而带动乙醇的投资。

图表 7：巴西国家生物燃料激励政策



资料来源：世界糖业研讨会

因此，巴西甘蔗产量或继续保持稳定，但因宏观经济有所改善，乙醇长期溢价糖价，国

内乙醇需求旺盛、政策也向乙醇倾斜，巴西甘蔗加工生产端将继续向乙醇产业转型。未来 2020/21 榨季，尽管巴西中南部或因糖价回升，制糖比有所恢复。但巴西国内向乙醇转型，使得制糖比将维持 35%-38% 的低位，因此糖产量或在中期内维持 2700-2800 万吨左右。

➤ 印度：天气因素或导致减产，但甘蔗种植优势依然明显

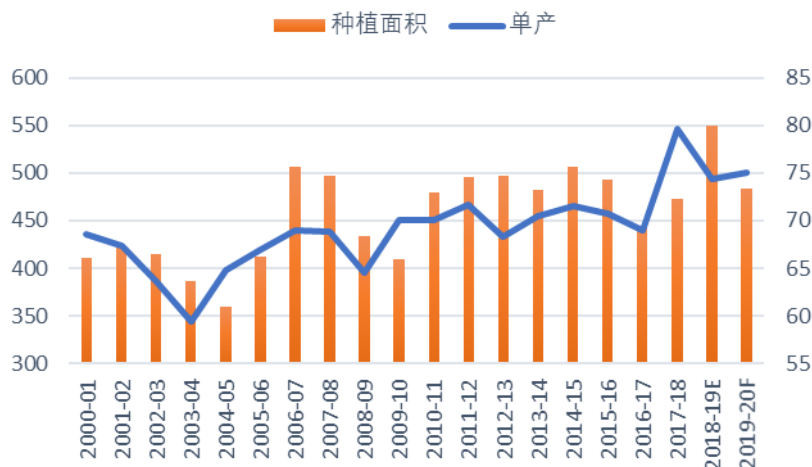
✧ 2019/20 榨季印度甘蔗收获面积明显下降

根据印度农业部和印度糖协数据，印度西南部马邦和卡邦，受到季风前长期干旱和季风洪水等天气因素影响，预计全印度 2019/20 榨季甘蔗种植面积从 2018/19 榨季的 550 万公顷下降至 483 万公顷，同比下降 12.2%。其中马邦下降近 38 万公顷至 77.6 万公顷，卡邦从 50.2 公顷下降至 40 万公顷。值得一提的是，由于 UP 邦种植条件较佳，近 10 多年来种植面积长期保持稳定在 210-240 万公顷左右。因此印度西南部甘蔗收获面积的下降，或是导致 2019/20 榨季印度减产的罪魁祸首。

单产方面，由于 2016/17 榨季以来，印度甘蔗良种替换使得单产和糖分都明显升级。但 2018/19 榨季，西南季风季中期后灌溉设施不佳的马邦和卡邦经历了长期干旱，使得去年单产出现下降。但对于 2019/20 榨季来说，近年季风降雨过多，或对单产恢复有利。预期 2019/20 榨季全印度甘蔗单产将从 74.4 吨/公顷恢复至 75 吨/公顷以上。

图表 8：印度甘蔗收获面积和单产

单位：万公顷，吨/公顷



数据来源：印度农业部 华信期货白糖研究中心

✧ 印度甘蔗种植保持高收益

由以上分析可知，2019/20 榨季甘蔗收获面积的下降主要是由于天气导致的。但在农民种植收益方面：因为甘蔗价格受到政府规定，全国的公平价格 FRP 为 2750 元/吨，糖价的低迷难以向下传导，因此甘蔗仍是印度农产品收益之王。

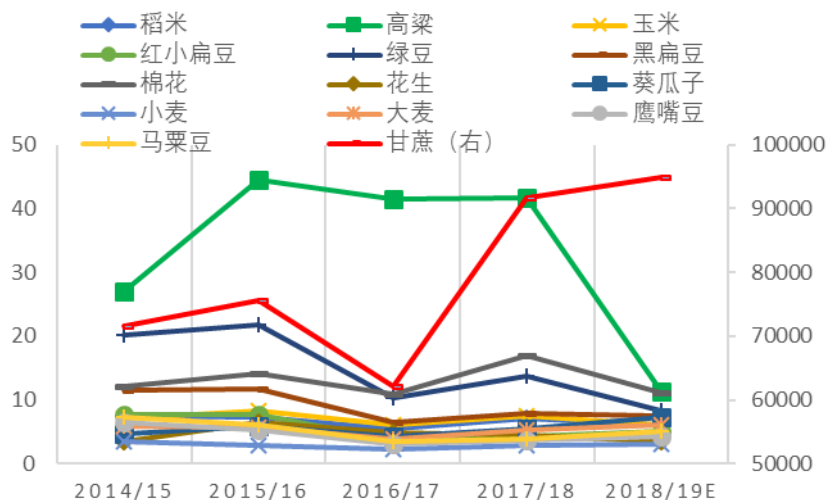
我们根据印度农业部公布的主要农产品单产、种植成本和国家最低支持价格计算，甘蔗种植收益连年以来是其他农作物的几倍，甚至是几十倍。根据估算 2018/19 年，印度甘蔗种植收益约在 95000 卢比/公顷，约为 600 人民币/亩。

只要甘蔗继续保持高收益，糖厂继续获得政策“输血”，我们认为农民对甘蔗种植仍保持热情，同时因为良种的推广和更替，2020/21 榨季及以后印度甘蔗种植面积和产量将很容

易恢复。但考虑到印度也在向乙醇改革，未来 3000 万吨左右的糖产量将成为一个新常态。

图表 9：印度甘蔗每公顷种植收益和甘蔗与主要作物单位面积收益比

单位：倍，卢比/公顷



注：根据印度农业部数据和主要农产品国家最低支持价格整理计算

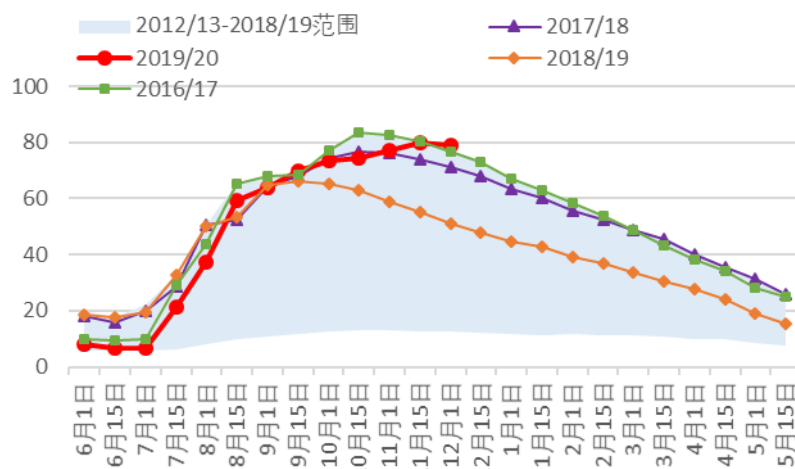
数据来源：印度农业部 华信期货白糖研究中心

◇ 2018-2019 年印度西南部季风降雨异常

印度马邦 2018-2019 年的水库水位变化可以印证上文提及的印度天气异常。2018 年 8 月中旬以来印度西南部马邦的降雨持续偏少，水库水位明显低于近 5 年均值。这一次情况持续到 6 月中旬，使得 2019 年季风降雨的推迟。但 2019 年西南季风期间，印度降雨又持续偏高，引起了马邦和卡邦的洪水。目前水库水位已经达到历史同时最高值。由于印度西南部有 30-40%比例种植 18 个月的秋植蔗，因此这两年前旱后涝的天气情况，不利于甘蔗种植和生长。

图表 10：印度马邦水库活水位占比

单位：%



数据来源：印度马邦水资源局 华信期货白糖研究中心

◇ 印度食糖的高库存与减产

根据 ISMA 数据和我们的估计，2019/20 榨季印度拥有历史最高的期初库存 1412 万吨，库存消化将在政府补贴出口下逐步消化。同时 2019/20 榨季印度产量将降至 2700 万吨，将略高于消费量 2650 万吨。期末库存消费比也将从 54.3% 下降至 37.6%。因此印度的出口和减产将成为左右国际糖价的关键变量。

图表 11：印度食糖年度平衡表

单位：百万吨

	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019E	2019/2020F
期初库存	9.3	7.47	9.08	7.75	3.88	10.72	14.12
糖产量	24.4	28.3	25.1	20.3	32.5	32.9	26.85
进口	0.1	0	0	0.5	0.18	0	0
总供给	33.8	35.77	34.18	28.55	36.56	43.62	40.97
国内消费	24.2	25.59	24.77	24.67	25.34	26	26.5
出口	2.13	1.1	1.66		0.5	3.5	4.5
总需求	26.33	26.69	26.43	24.67	25.84	29.5	31
期末库存	7.47	9.08	7.75	3.88	10.72	14.12	9.97
库存消费比	30.9%	35.5%	31.3%	15.7%	42.3%	54.3%	37.6%

数据来源：ISMA 华信期货白糖研究中心

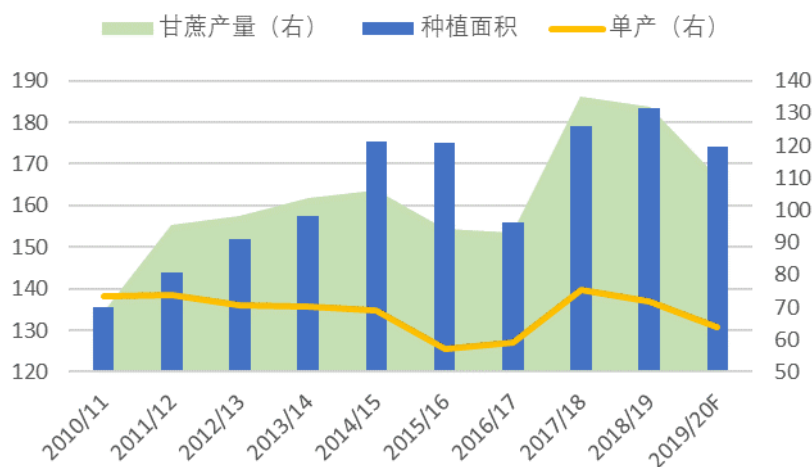
➤ 泰国：天气因素和种植意愿下降或令产量回落，糖厂产能仍在扩张

根据 OCSB 数据，2018/19 榨季泰国甘蔗种植面积继续增长 2.5%，至 183.5 万公顷。但单产下降 4.6% 至 72 吨/公顷。整体导致甘蔗产量基本持平，至 1.32 亿吨。

对于 2019/20 榨季，根据泰国制糖公司 TSMC 估计，干旱和替代种植将导致种植面积和单产均呈现下降。种植面积将下降 5% 至 174 万公顷，而单产下降 11% 至 64 吨/公顷。因此甘蔗总产量应为 1.1 亿吨，糖产量将在 2019/20 榨季从 1460 万吨降至 1200 万吨以下。

图表 12：泰国甘蔗种植面积、单产和甘蔗产量

单位：万公顷 百万吨 吨/公顷



数据来源：OCSB 华信期货白糖研究中心

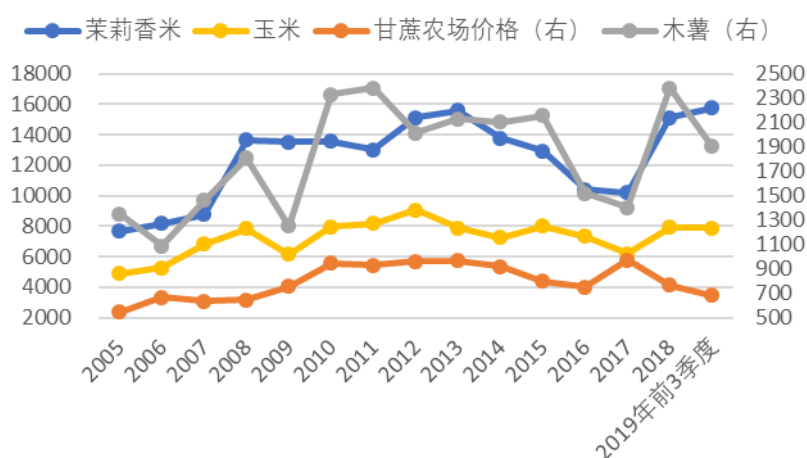
✧ 种植替代意愿增加

2018/19 榨季泰国国内甘蔗价格触及 10 年低位，为 680 泰铢/吨（不含农业补贴）。但甘蔗主要替代作物，木薯、香米和玉米近 2 年来价格均呈上升趋势。这打击了主产区农民的甘蔗种植积极性，从而影响甘蔗种植面积。但另一方面，泰国甘蔗的农业基金补贴对稳定甘蔗面积的稳定起重要作用。

泰国将 2019/20 年甘蔗初始价格定为 750 泰铢/吨，较去年回升。考虑到价格回升传导的滞后性，TSMC 估计农民种植替代将继续对甘蔗起消极作用。

图表 13：泰国甘蔗和其替代作物年度价格

单位：泰铢/吨



数据来源：泰国农业经济办公室 华信期货白糖研究中心

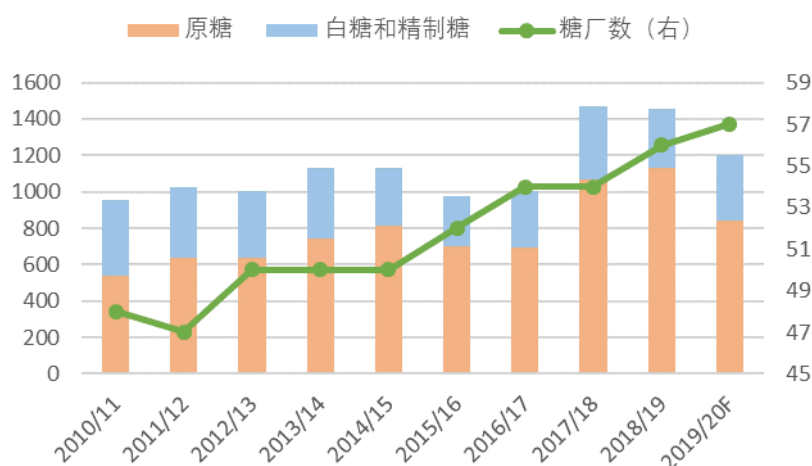
✧ 泰国糖厂仍在扩张

虽然短期内，天气和替代种植正影响泰国的甘蔗产量，但长期看来，泰国 2017-2024 年的计划将甘蔗种植面积增加至 290 万公顷，甘蔗压榨量达 2.1 亿吨，糖产量在 2100 万吨左右。

我们也看到泰国制糖厂依然在逐步扩张中。2017/18 榨季泰国有 54 家糖厂参与生产，到 2018/19 榨季增加至 56 家，预计 2019/20 榨季将增至 57 家。糖厂的扩张必然导致新种植区域的增加。因此长期看来，泰国甘蔗产量将呈逐步上升趋势。

图表 14：泰国糖产量和糖厂数

单位：万吨 家



数据来源：OCSB 华信期货白糖研究中心

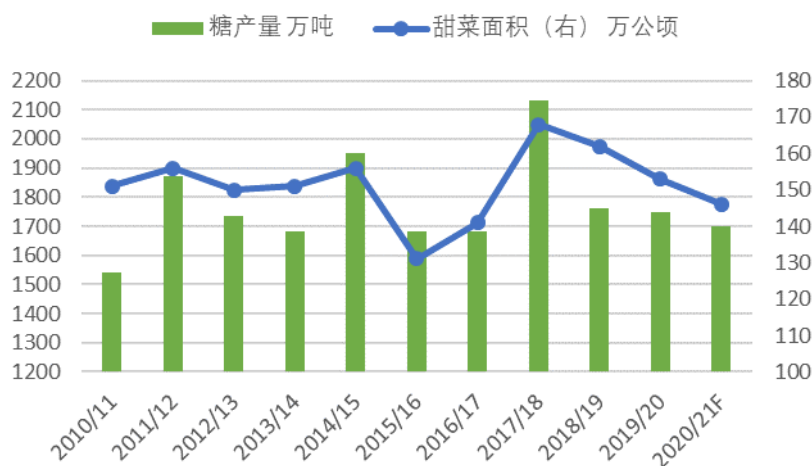
➤ 其他产糖区：糖价长期低迷开始向种植端传导

国际糖价维持了 2 年的低迷，逐步向种植端传导。这种情况在欧盟和澳大利亚均有所体现。2018/19 榨季欧盟甜菜种植面积下降 3.6%，而 2019/20 榨季甜菜种植面积继续下降 5.6%，至 153 万公顷。预计糖产量为 1750 万吨，较 2017/18 榨季峰值 2132 万吨下降 382 万吨。Sugaronline 报告显示，根据欧盟最近的甜菜种子购买合同，估计 2020 年春季甜菜种植面积将进一步下降 5%。同时采访的 57% 的法国农民计划在下一次播种时减少或停止种植甜菜，因为它不再对他们有利可图。

澳大利亚方面，截至 12 月 1 日，澳大利亚累计压榨 2992.64 万吨甘蔗，同比下降 240 万吨。生产已经进入尾声。2019 年平均 CCS 为 14.09%，去年同期为 14.3%。2019 年压榨量将是近 8 年最低，预计产糖量为 410 万吨，低于去年的 470 万吨，下降 13%。同时 2020 年的前景仍然不确定，但有人担心甘蔗产量可能继续下降。种植者对低价做出了反应，并削减了某些地区的面积和投入水平。

图表 15：欧盟甜菜种植面积和糖产量

单位：万吨 万公顷



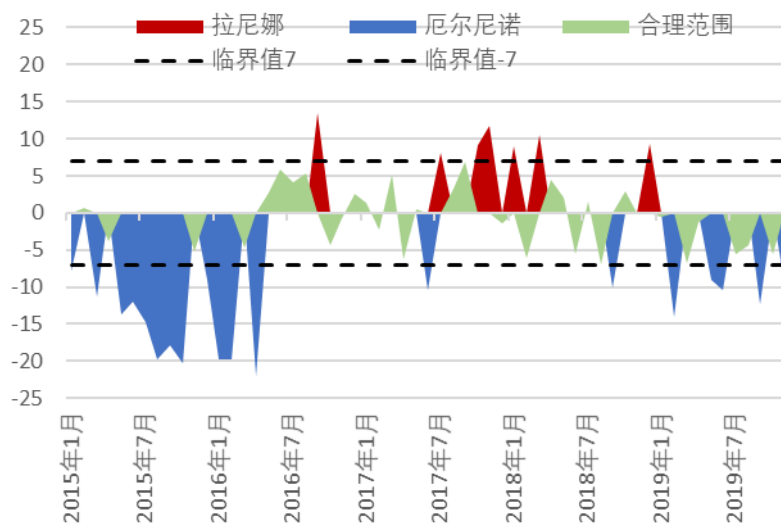
数据来源：欧盟委员会 华信期货白糖研究中心

天气：弱厄尔尼诺与强印度洋偶极子叠加影响全球糖料生产

全球范围内来说，2019 年春夏季太平洋出现了弱厄尔尼诺现象，同时夏秋季印度洋呈现强正向印度洋偶极子。两种现象的接连发生影响了南北半球的糖料生长。弱厄尔尼诺的发生使得巴西开榨前期降雨过多，影响了前期甘蔗糖分但有利于单产恢复。同时也影响了印度西南季风的推迟和上半年的旱情。

图表 16：南方涛动指数

单位：%



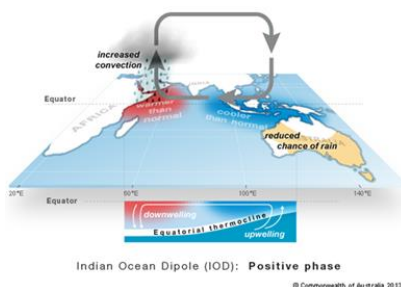
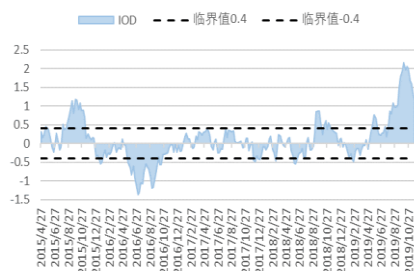
数据来源：WIND 华信期货白糖研究中心

但对北半球生产影响最大的是印度洋偶极子表现偏强，这个指标一度达历史峰值附近。这使得印度西部地区降雨偏多，而东南亚及周边和澳大利亚西部地区降雨偏少。这导致印度季风季中开始出现洪涝，而泰国、中国西南部、澳大利亚和印尼开始了持续长期的夏秋干旱。

从模型对后期天气预测看来，直到 2020 年秋季，厄尔尼诺-拉尼娜相关指标将继续保持中性水平。同时，印度洋偶极子虽然回归晚于往年，但正逐步回归中性。这或有利于 2020/21 榨季全球糖料种植。

图表 17：印度洋偶极子

单位：摄氏度



数据来源：澳大利亚气象局 华信期货白糖研究中心

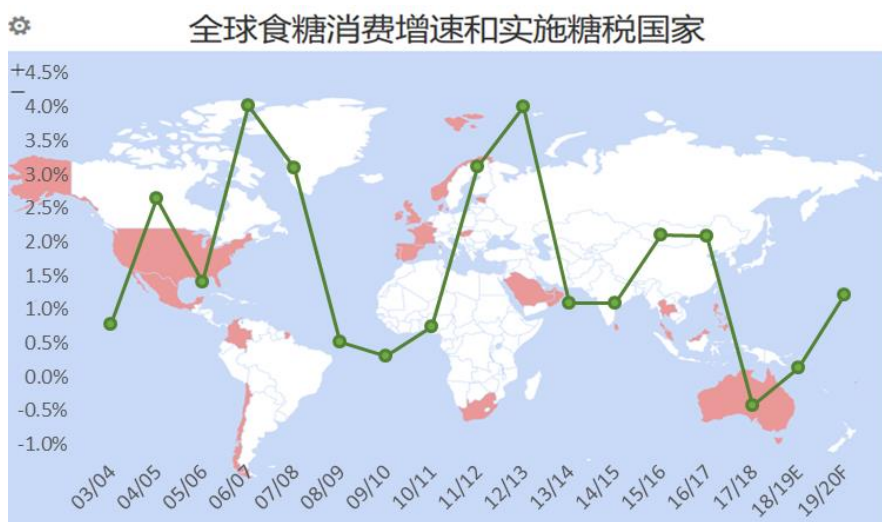
1.2 消费端分析

➤ 全球消费保持平稳

据相关研究，近 5 年来，全球食糖消费年平均增速正从 2% 下降至 1.5% 左右。根据 ISO 的数据近 3 年来，全球食糖消费基本维持在 1.75 亿吨/年左右。同时据不完全统计，全球范围内有 38 个国家和地区开始实施糖税。因全球人口增长疲软，不断有国家和地区开始实施糖税，使得食糖消费长期内生增长动力不强。

图表 18：全球食糖同比消费增速和实施糖税的国家

单位：%



数据来源：ISO 维基百科 华信期货白糖研究中心

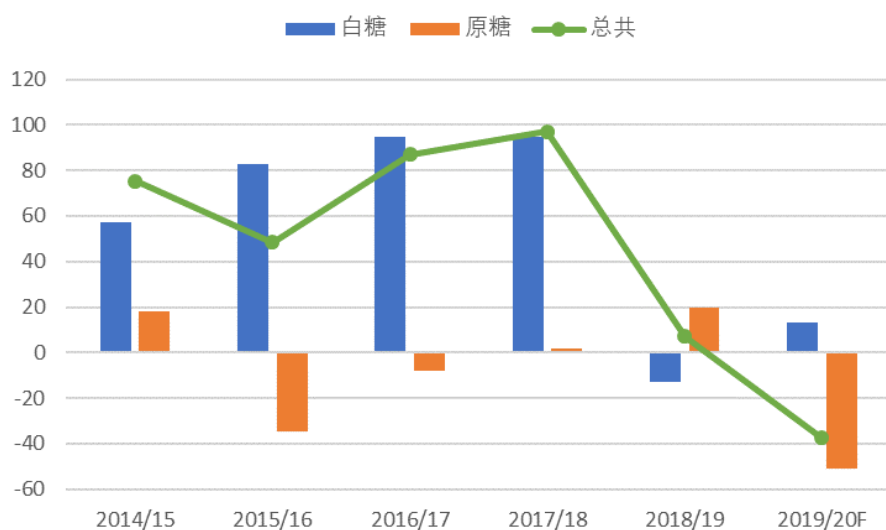
1.3 贸易流分析

➤ 全球贸易流变化

根据普氏的数据，预期 2019/20 榨季全球贸易流将偏紧。原糖贸易流或呈现 50 万吨左右净进口，而白糖贸易流则相对平衡，略有 13 万吨净出口。主要原因是泰国和巴西出口下降和美国、印尼与中国进口需求的增加。对于 2020/21 榨季，因为北半球生产恢复尚未可知，则存在较大变数。

图表 19：原糖和白糖净贸易流情况

单位：万吨



数据来源: Platts 华信期货白糖研究中心

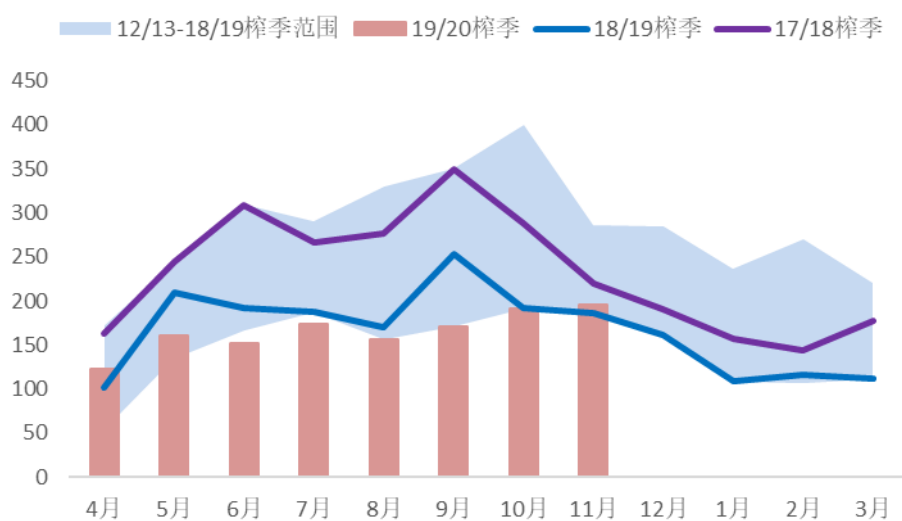
➤ 主要出口国分析

✧ 巴西糖低产量和竞争加剧，出口萎靡

2019/20 榨季 4 月以来，巴西累计出口 1323 万吨糖，是近 10 年低位。考虑到目前雷亚尔和北半球生产推迟带来的出口便利，2019 年 4 季度到 2020 年 1 季度出口或有所回升。但产量低迷加之美洲和亚洲销区竞争加剧，2019/20 榨季巴西出口将延续 2018/19 榨季的低迷局面。对于 2020/21 榨季，预期巴西食糖产量或因糖价回升小幅回升，加之中美洲糖出口竞争下降，届时出口或将有所回升。

图表 20：2019/20 榨季巴西糖出口仍萎靡

单位：万吨

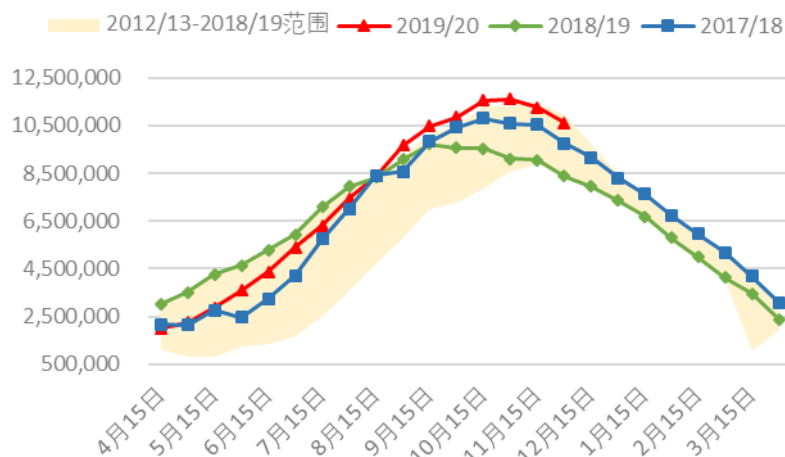


数据来源: UNICA，华信期货白糖研究中心

根据巴西农业部数据，截至 11 月 30 日，巴西中南部食糖库存达 1060 万吨。由于前期出口低于同期，巴西中南部食糖累计库存达 2012/13 榨季以来最高值。巴西库存高企和套保进度落后，将限制国际糖价反弹空间。

图表 21：巴西中南部食糖库存

单位：吨

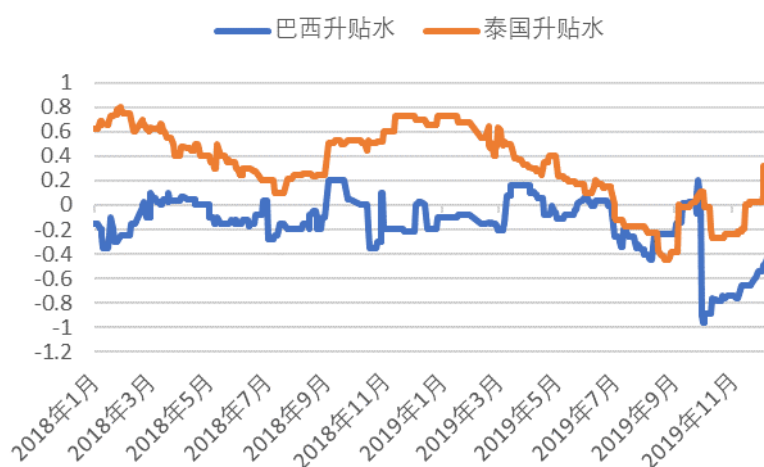


数据来源：巴西农业部 华信期货白糖研究中心

从近 2 年的巴西糖和泰国糖的现货升贴水看来，巴西糖制约于运费高昂和亚洲出口供给增加，竞争力下降。对 ICE 原糖主力合约长期处于贴水 20 点左右水平。泰国糖则显得富有弹性，大多数时间处于升水水平。考虑到 2019/20 榨季，印度加大出口补贴额度，巴西糖在亚洲地区价格并不占优，竞争依然剧烈。

图表 22：巴西和泰国糖现货升贴水

单位：美分/磅



数据来源：Platts 华信期货白糖研究中心

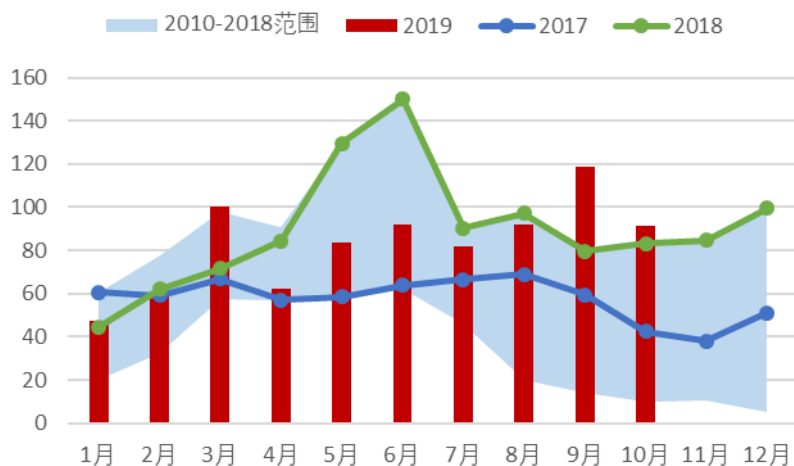
◇ 2019 年泰国食糖出口同比下降，但仍保持高位

2019 年 1-11 月泰国累计出口 830 万吨，较去年同期 892 万吨，同比下降 7%。尽管 2018/19 榨季产量基本持平，但印尼进口许可量下降、印度糖竞争，和中国国内走私严控后，其周边国家对泰国白糖和精制糖需求下降，导致整体出口下降。2019 年泰国对中国周边国家出口精制糖 148.5 万吨，同比下降 33%。但值得注意的是，10 月以来苏丹等非洲国家正增加对泰国糖需求，或为泰国库存消化带来突破点。同时今年原糖 7 月合约和 8 月伦敦白糖合约的交割中，均有大量的泰糖参与交割。这也是泰糖库存消化的主要途径之一。

对于 2020 年，由于泰国减产预期，出口量或将略有下降。但预期印尼原糖需求回升，原糖出口将增加。但低品质白糖将受到印度补贴出口糖的竞争，非洲或成为新的增长点。同时精制糖需求可能与中国边境政策有关。

图表 23：泰国食糖月度出口

单位：万吨



数据来源：TSMC 华信期货白糖研究中心

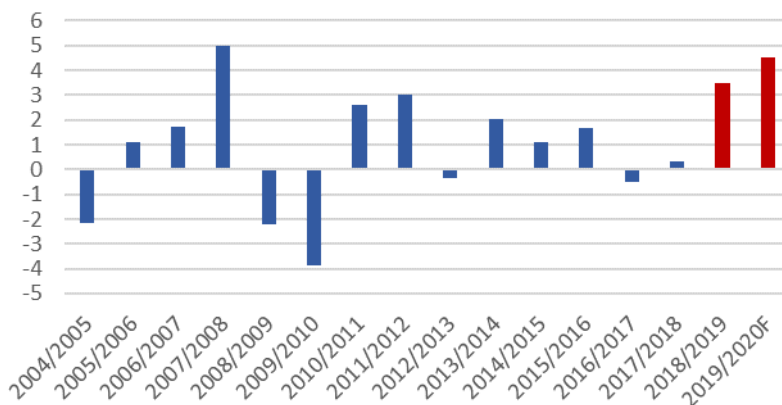
◇ 高额补贴下，印度将连续 2 年成为食糖净出口国

由于 2018/19 榨季印度 1412 万吨巨量的结转库存难以消化，因此印度政府批准了 2019/20 榨季食糖出口补贴，数量为 600 万吨，补贴额度为 10448 卢比/吨（145 美元/吨）。同时获取补贴的手续更为灵活。因此市场预期 2019/20 榨季印度将出口 400-450 万吨，比 2018/19 榨季的 350 万吨有所增加。

图表 24：印度食糖年度净出口

单位：百万吨

印度年度食糖净出口



数据来源：ISMA 华信期货白糖研究中心

印度政府连续 2 年高额的出口补贴，即使印度在 22-24 美分/磅的食糖生产成本下，也有大量的出口利润空间。这打破了全球食糖贸易流平衡，原糖和低品质白糖竞争加剧。根据我们测算，印度原糖出口底线价格在 13.5-14 美分/磅，白糖出口底线价格在 315-325 美元/吨。在全球食糖贸易流相对平衡阶段，印度食糖出口底线价格将成为原糖的压力位。

图表 25：印度食糖出口底线价格

单位：卢比/吨；美分/磅，美元/吨

印度最低销售价格	原糖		白糖	
	卢比/吨	美分/磅	卢比/吨	美元/吨
美元/卢比=72				
出厂白糖价	31000	19.54	31000	430.56
原糖价格	30000	18.91		
离岸费用	2245	1.41	2245	31.18
升贴水				
原糖离岸价格		20.32		461.74
出口补贴	-10448	-6.58	-10448	-145.11
出口底线价格		13.74		316.63

原糖出口底线价格 (美分/磅)						
汇率 价格	68	69	70	71	72	73
29000	13.21	13.02	12.83	12.65	12.48	12.30
30000	13.88	13.68	13.48	13.29	13.11	12.93
31000	14.54	14.33	14.13	13.93	13.74	13.55
32000	15.21	14.99	14.78	14.57	14.37	14.17
33000	15.88	15.65	15.42	15.21	15.00	14.79
34000	16.55	16.31	16.07	15.85	15.63	15.41

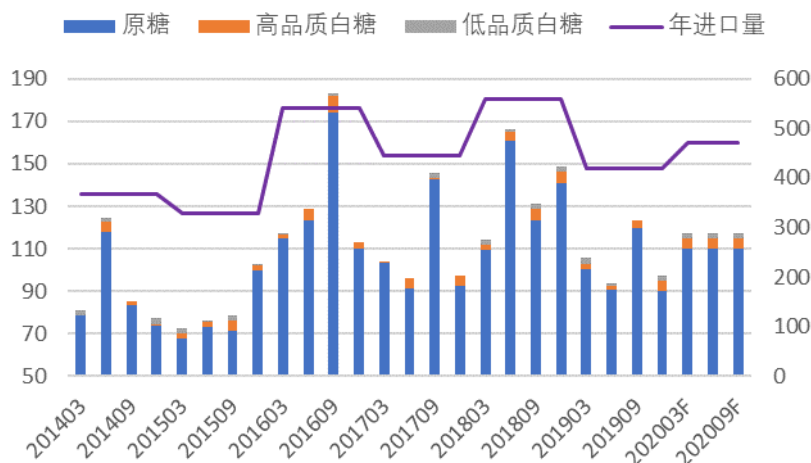
数据来源：华信期货白糖研究中心

- 主要进口国分析
- ✧ 2019 年印尼进口许可下降，2020 年有望恢复

作为全球最大的原糖进口国，印尼将 2019 年工业原糖进口许可减至 280 万吨，同比减少 22%。这使得 2019 年进口量或将降至 420 万吨，同比下降 25%。市场预期 2020 年印尼进口许可将有所增加，2020 年进口量将回升至 460-500 万吨。然而今年印尼将澳大利亚糖和印度糖关税下降至 5%，和泰国一致，因此 2020 年国际市场上对印尼出口竞争格局将加剧。

图表 26：印尼食糖进口量

单位：万吨



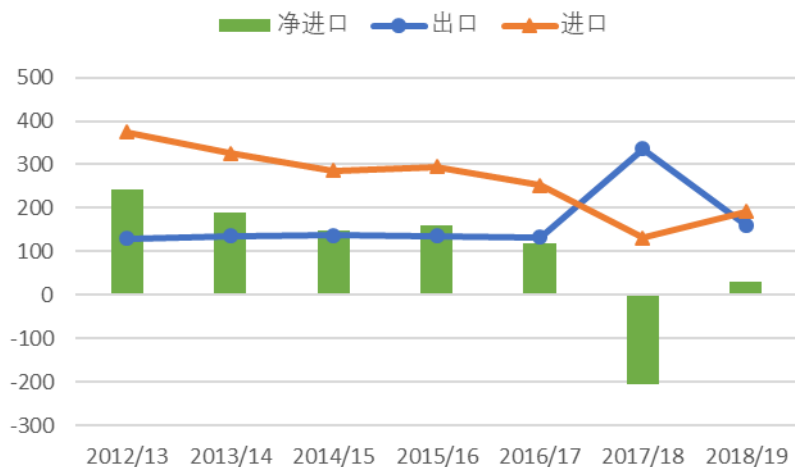
数据来源：Platts 华信期货白糖研究中心

◇ 欧盟将从重回净进口

2018/19 榨季欧盟 28 国食糖出口量达 160 万吨，同比下降 52%。而进口量达 191.5 万吨，同比增加 46%。自 2017/18 榨季欧盟放开种植配额后再次重回净进口。主要原因是种植面积下降和天气影响导致的甜菜产量下降。预计 2019/20 榨季，欧盟地区内糖价高于国际糖价，且产量保持低位，将继续保持平衡性净进口格局。

图表 27：欧盟食糖进出口量

单位：万吨



数据来源：欧盟委员会 华信期货白糖研究中心

1.4 非基本面因素

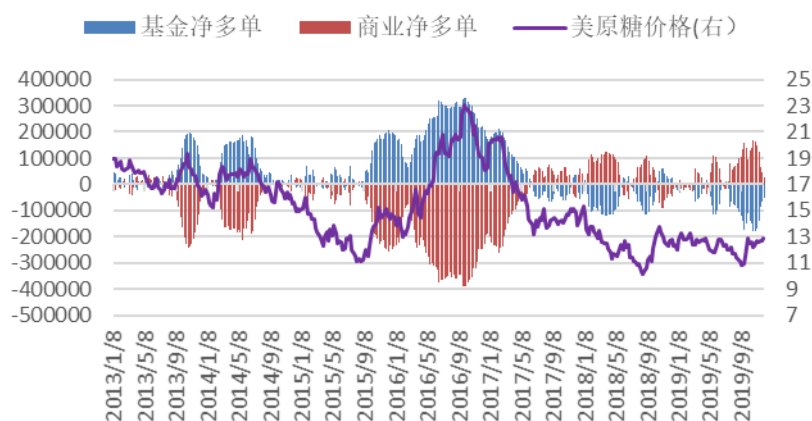
➤ 持仓数据：市场信心在修复中

CFTC11 号原糖期货持仓显示，12 月初，投机净持仓正在从历史最大规模的净空单 17.83 万张转向净多单。年末投机空单的回补，带动了糖价回升。同时，随着远月糖价的回升，在生产商的套保需求下，商业套保空单也逐步增加，因此商业净多单逐步转负。

从持仓数据看来，由于 2019/20 基本面好转，市场信心正在修复中。但对于 2019/20 减产能否兑现和 2020/21 榨季能否持续减产形成糖市的周期，市场仍持谨慎态度。目前看来，原糖指数 14-15 美分/磅将遭受来自巴西和泰国等国的套保压力。后期需要关注投机基金因宏观因素和基本面因素叠加下的乐观情绪发酵情况。

图表 28：ICE11 号原糖持仓情况

单位：张 美分/磅



数据来源：CFTC 华信期货白糖研究中心

➤ 汇率：宏观不确定仍在，关注汇率因素变动

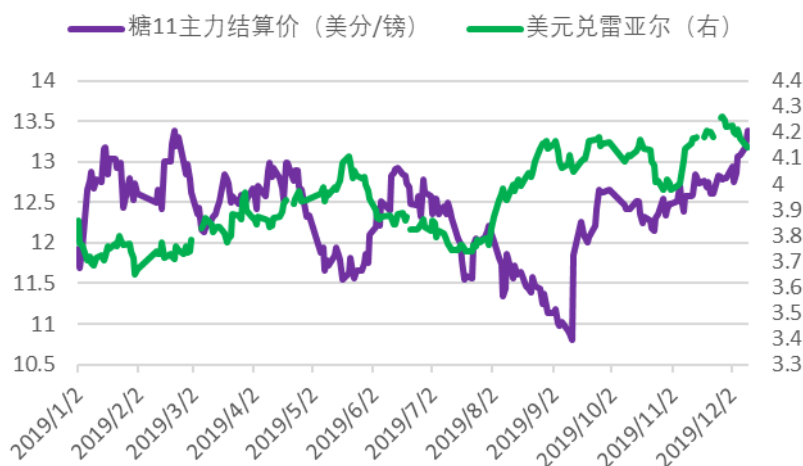
近期中美贸易冲突有所缓和，但两个大国的较量令 2019 年全球经济增长水平不容乐观。2020 年宏观因素不确定性仍存。宏观因素的变化最终将通过国际原油价格和汇率影响糖价。

由于巴西仍是最大的食糖出口国，巴西汇率变化是影响国际糖价变动的主要因素。目前的相关报告看来，巴西金融机构上调今年经济增长和通胀预期。巴西 2019 年经济增长预期，由此前的 0.99% 上调至 1.1%，2020 年经济增长预期由此前的 2.22% 上调至 2.24%。2019 年通胀预期由此前的 3.52% 上调至 3.84%，预计 2020 年通胀预期维持在 3.6% 水平。

至于汇率，分析师预测，到今年年底前，巴西雷亚尔与美元的汇率将从此前的 4.1 比 1 贬至 4.15 比 1。到明年底，汇率又将升至 4.1 比 1。另外我们关注到，在巴西主要大宗商品出口期，雷亚尔一般都将承压，届时将给糖价承压。

图表 29：美元兑雷亚尔汇率和原糖走势

单位：美分/磅



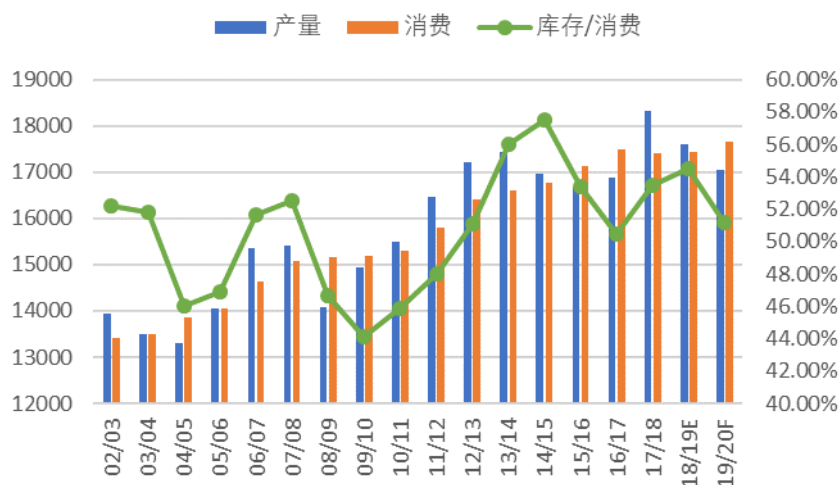
数据来源：WIND 华信期货白糖研究中心

1.5 综述

经过 2017/18 榨季和 2018/19 榨季连续高产后，受到天气因素影响，2019/20 榨季全球食糖产量或将有所下降。消费基本持稳的情况下，2019/20 榨季期末库存消费比将降至 51.18%，与 2016/17 榨季 50.44% 基本类似。因此 2019/20 榨季国际糖价将获得底部抬升的内在动力。但 2020/21 生产端仍存不确定性，因此对后期价格空间持谨慎态度。

图表 30：全球食糖产量、消费量和库存消费比

单位：万吨 %



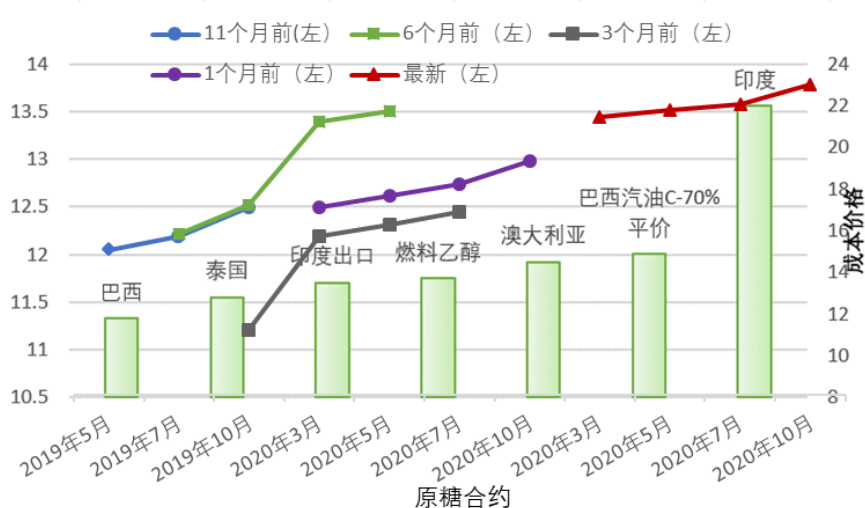
数据来源：ISO 华信期货白糖研究中心

从原糖的远期价格结构看来，已经较前期有所好转。价格结构呈远月升水，且价格重心上移至 13.5 美分/磅以上，显示市场基本面和情绪面均在好转。但我们同时注意到 13.5-14.5 美分/磅，是印度出口底线价格、燃料乙醇 1 年均价和澳大利亚生产成本等多项成本价

格区间。预期在 13.5-14.5 美分/磅区间将受到来自生产端和贸易端的阻力。待北半球减产预期兑现，投机基金持仓情绪变化，将有动力上冲 15 美分/磅的巴西汽油 C 的 70%乙醇平价，以刺激巴西糖产量恢复。

图表 31：原糖价格结构和主要出口国生产成本、乙醇价格

单位：美分/磅



注：燃料乙醇价格和巴西汽油 C 均为 2019 年均值整理计算

数据来源：华信期货白糖研究中心

2、2019 年郑糖走势回顾

2018 年 12 月新榨季南方产区开榨时间延后，生产期天气降雨较多，但糖企资金偏紧，青苗糖压市，糖价以震荡偏弱为主。但 12 月低轮储糖出库，使得市场供给突然放大，也打击了市场信心，糖价快速下跌至年内低点。

2019 年 1 月南方主产区临储政策支持，盘面低位反弹。市场信心也得到修复。但市场对后期政策不确定，走私严控，库存积累，现货走弱，令盘面在 1 月中到 3 月陷入震荡观望期。

4 月金融市场的火热浪潮席卷糖市，在现货难以下跌，期货贴水现货的情况下，券商资金拉高糖价。但产业套保资金进场，后期金融市场的短期回调和糖业股票的降温，使得券商资金多头有所离场，盘面快速下调。

4 月后期国内生产逐步结束，白糖产量超过前期预估，达 1076 万吨，叠加销售淡季，郑糖弱势震荡。5 月郑糖出现大幅回落因外媒报道中国与巴西达成协议，2020 年保障关税到期，自动许可证进口关税回到 50%，市场悲观情绪爆发，SR2005 合约跌至 4648 元/吨低位。

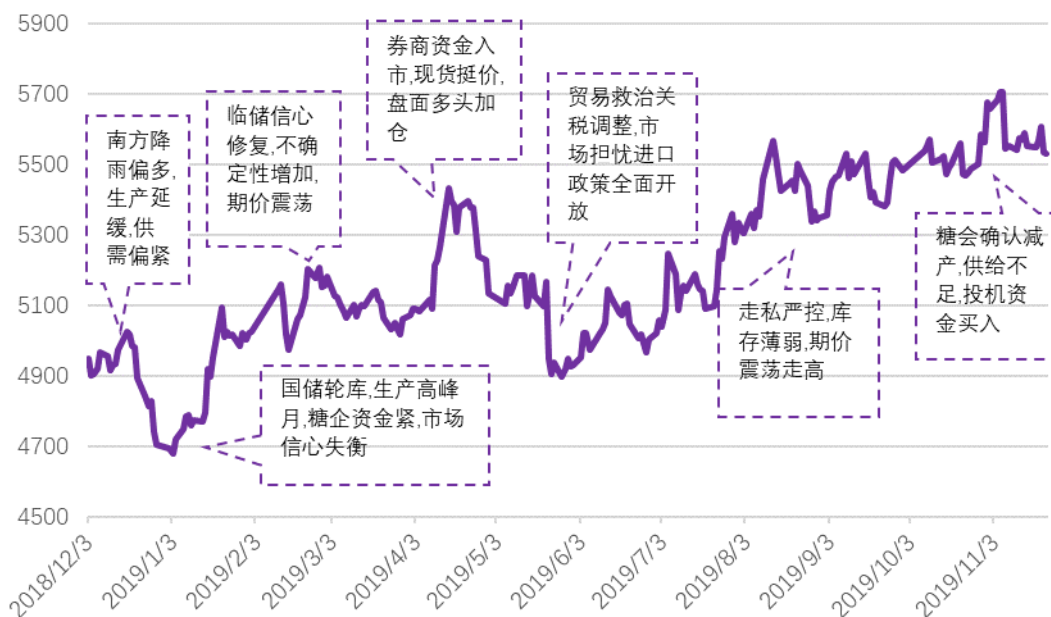
6-10 月，市场信心再次修复，糖价逐步回升。同时在走私严控的基础上，进口节奏和加工糖上市不如预期，国内工业库存去化明显。尽管其中有巴基斯坦糖进口扰动市场但消费旺季期间，期货价格跟随现货一路震荡走高至 5500 元/吨。

进入四季度，农产品市场在全球性货币宽松和国内猪周期影响下，均不同程度上扬。主要机构预估 2019/20 榨季国内白糖减产，现货陈糖价格也水涨船高至 6100 元/吨以上，因此场外资金再次入场拉高糖价至 5800 元/吨的全年最高点。

2019/20 榨季南方蔗区开榨以来，盘面有所回落，但市场预期好转，市场继续保持高位震荡。现货和盘面价格重心均较 2018/19 榨季上移。

图表 32：2019 年国内糖价走势及影响因素回顾

单位：元/吨



数据来源：华信期货白糖研究中心

➤ 2019 年现货出现翘尾行情

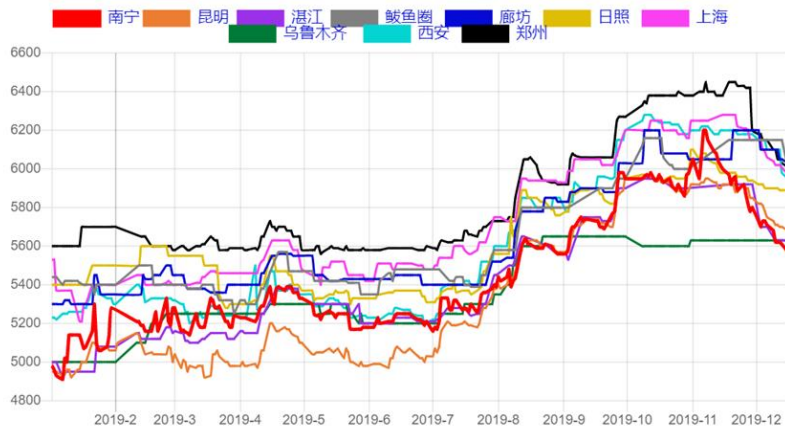
2019 年现货价格一直升水于盘面价格，主要受国家进口配额策略和缉私严打力度加强，杜绝走私通道，供应缺口扩大，现货价格震荡走高。

上半年榨期初期，南方主产区广西政府要求糖企必须严格执行蔗款兑付，集团资金周转困难，集团抛售现货，广西现货报价在 5150 元/吨左右，最低跌至 4950 元/吨，而北方甜菜糖开榨时间较早，北方甜菜糖加大盘面套保量与前期销售占据销区市场，销售量明显好于南方产区。为解决糖企现金流紧张，广西出台 50 万吨临储计划和进口配额发放延迟至 6 月，糖企顺价销售，现货价格平稳回升。

下半年因走私糖大幅削减和加工厂配额有限，控制加工糖上市节奏，市场社会库存去化，使得食糖供需相对偏紧。同时市场预期南方干旱将影响新榨季产量，投机资金入市托价，刺激贸易商采购积极性，现货价格一路走高。11 月全国糖会预估 2019/20 榨季减产，工业陈糖结转仅 35 万吨，结转量接近历年低位，南方产区现货最高飙升至 6100 元/吨，但随着 2019/20 榨季南方糖企大幅集中于 11 月中旬开榨，现货市场供应充沛，糖价高位回落至 5600-5700 元/吨附近。

图表 33：主要产销区现货价格走势

单位：元/吨



数据来源：沐甜科技 华信期货白糖研究中心

2.1 国内供给端分析

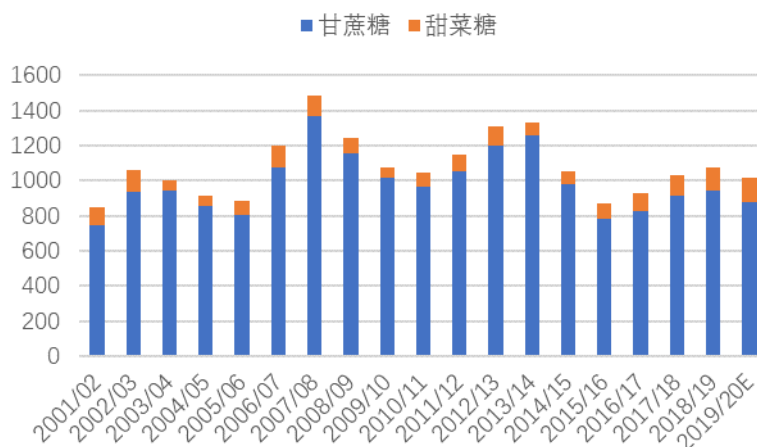
2.1.1 预估 2019/20 榨季国内食糖产量 1020 万吨

国内糖价经过 3 个榨季熊市，糖企经营艰难，对种植扶持积极性下降，2019/20 榨季国内糖料种植面积同比下降，预计全国种植面积 2083 万亩，同比下降 4.93%，其中甘蔗面积 1764 万亩，甜菜面积 319 万亩。

根据各产区糖料种植和生长期天气因素评估，2019/20 榨季国内食糖产量预计为 1020 万吨，比上年减少 56 万吨，其中甘蔗糖 883 万吨，同比减少 6.5%；甜菜糖 137 万吨，同比增加 4.18 万吨。但南方产区出现秋冬连旱气候，和发生霜冻灾害，不排除桂滇两地糖料减产有可能超出市场预期至 1000 万吨。

图表 34：各榨季国内食糖产量及预估

单位：万吨



	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E
全国	871	929	1031	1076	1020
广西	511	529	603	634	610
云南	190	188	207	208	180
广东	63	73	87	81	78
新疆	43	49	54	54	60
内蒙古	28	46	48	65	70

数据来源：中国糖业协会 华信期货白糖研究中心

✧ 广西单产下降，糖分上升，预估减产至 610 万吨左右

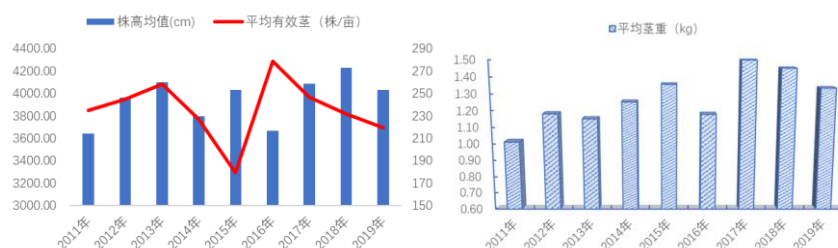
广西虽地处沿海，但甘蔗产区多数以内陆山地为主，降雨量主要依靠季节性台风。2019 年西太平洋台风受南支槽压制，台风难以形成，台风数量低于常年均值，仅 7 月中旬有两个台风 1907 号和 1914 号台风，其中 1907 号“韦伯”沿北部湾边擦过，并且没有为广西内陆带来太多降雨，导致广西出现秋旱，局部地区有重度旱情。

2019 年广西秋旱造成当季甘蔗生长缓慢，六大产区平均株高 253cm，同比减少 20cm，尤其是桂中偏北区域来宾、柳州、河池三地平均减少达到 24cm；每亩甘蔗平均有效蔗茎 3692 株，同比上年减少 126 株，减幅 3.3%。同时，干旱和种植晚，导致今年广西蔗区整体净重下滑。

通过广西各产区甘蔗种植权重，平均单产下调至 4.22 亩/吨，同比下降 0.5 吨/亩，种植面积考虑部分“双高”基地新植面积和其他替代作物种植增加，实际甘蔗面积略有减少，预计种植面积为 1140 万亩左右，甘蔗产量预计 4811 万吨。

图表 35：调研广西产区甘蔗株高、有效蔗茎及平均茎重

单位：CM 株 KG

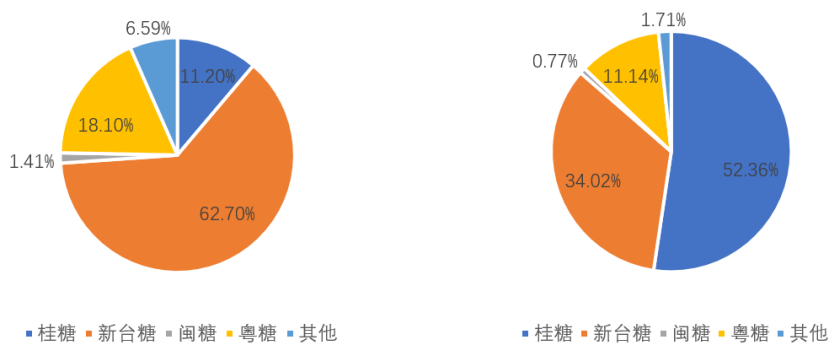


数据来源：华信期货白糖研究中心

相比其他采样指标下降，2019 年甘蔗锤度创近年高位。调研数据显示产区平均锤度为 16.93%，高出 8 年均值 1.73%。甘蔗锤度上升除天气旱情有效降水偏少，与甘蔗种植品种更新换代有密切关系。2015 年以前广西种植品种大多以新台糖系列为主，种植高峰期该品种占全区种植比例 70% 以上，但新台糖品种种植时间长，品质退化严重。2014 年广西提出 500 万亩“双高”种植，广西甘科所推广逐步推广桂糖系列和柳城系列，蔗区种植品种优化，截止 2018/19 榨季全区桂柳品种占比达到 60% 以上。

图表 36：广西 2015/16 榨季与 2018/19 榨季甘蔗种植品种占比

单位：%

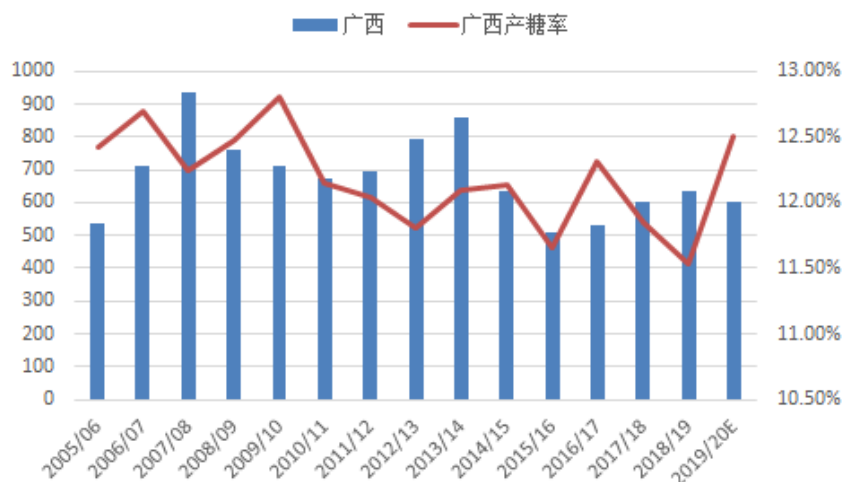


数据来源：广西糖业年报 华信期货白糖研究中心

因此我们对于广西产量预估，按甘蔗产量 4811 万吨，产糖率 12.7% 计算，预估 2019/20 榨季广西食糖产量为 610 万吨，上下 10 万吨区间，同比下降 24 万吨左右。

图表 37：广西历年产糖量及产量

单位：万吨 %



数据来源：广西糖业年报 华信期货白糖研究中心

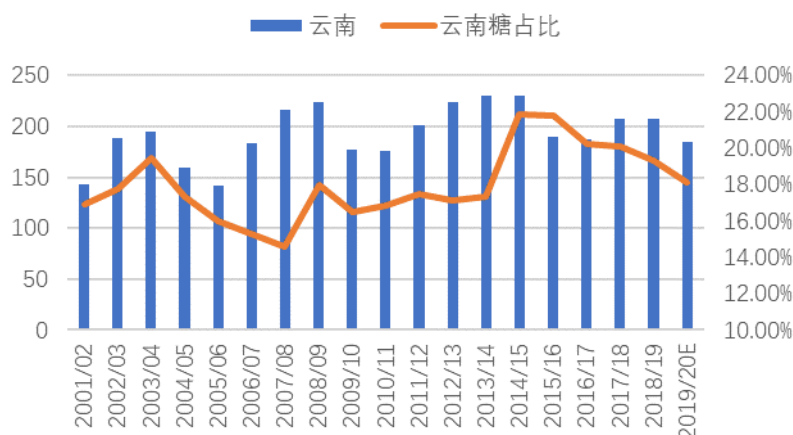
◇ 预估云南减产至 180 万吨：

云南种植面积相对稳定，因地势多以山地和丘陵山区影响，替代作物种植优势不明显，近年甘蔗种植面积保持 430-450 万亩左右。2019 年因部分糖厂蔗款发放延迟，农民对甘蔗种植积极性受打击，预计 2019/20 榨季云南甘蔗种植面积 420 万亩，同比上年减产 13 万亩。

2019 年云南上半年甘蔗生长期遭遇大旱天气，149.84 万亩甘蔗受灾，占种植面积 35.67%，滇西南局部地区新植甘蔗苗早死，预计甘蔗单产由上年 3.78 吨/亩下降至 3.3 左右吨/亩。由于 12 月上旬云南滇东南地区出现重霜灾害天气，从减少甘蔗糖分流失考虑，估计云南部分糖厂将提前开榨，12 月开工产能预计比上年有所增加。预计 2019/20 榨季云南产糖率 12.5%，产糖量 180 万吨。

图表 38：云南历年产糖量和国内产糖量占比

单位：万吨 %



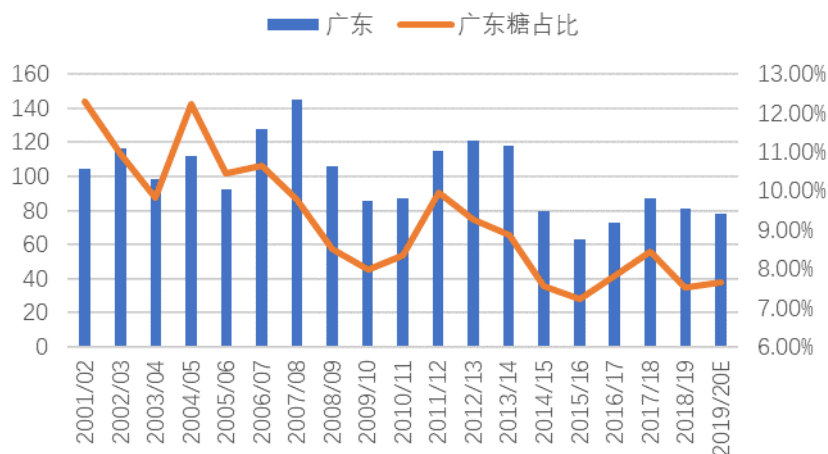
数据来源：中国糖业协会 华信期货白糖研究中心

◇ 预估广东产量下降至 78 万吨

广东产区集中于湛江地区，地处沿海地区，蔗区已多年形成市场化经营，农作物种植选择多以经济类水果为主，甘蔗种植并非该地区首选农作物。2018/19 榨季湛江地区甘蔗平均收购价 400 元/吨，相比邻近产区糖料收购价偏低，农民种植意愿不高，预计 2019/20 榨季甘蔗种植面积同比下降 5.7%，预计广东总种植面积 165 万亩，因降雨同比低于常年均值，产糖率有望提升，预计 2019/20 榨季产糖 78 万吨。

图表 39：广东历年产糖量和国内产糖量占比

单位：万吨 %



数据来源：中国糖业协会 华信期货白糖研究中心

北方甜菜产区持平略增

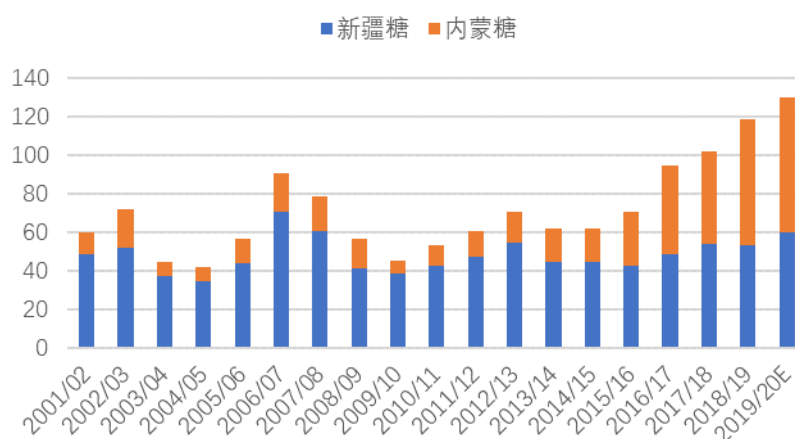
甜菜糖产能和种植面积从 2017/18 榨季开始逐年提升，甜菜种植的各环节机械化程度高于南方蔗区，甜菜种子经过国内研发和引进高糖品种，甜菜含糖率也大幅提高。

但 2019/20 榨季内蒙产区糖企为提高甜菜含糖，解决 2018 年甜菜种植重茬率高，主动收缩种植面积植区，预计内蒙 2019/20 榨季甜菜种植面积持平，约 210 万亩。新疆产区由于天气条件欠佳，影响棉花种植，兵团和央企集团等糖企甜菜面积略有增加，预计 2019/20 榨季种植面积 108 万亩，同比增加 4.85%，黑龙江产区因洪涝灾害，甜菜失收严重，预计面积同比超过 50%以上。

综合来看，2019 年北方甜菜种植面积与上年持平略增，预估 2019/20 榨季北方甜菜产区产糖 130 万吨，同比增加 7.44%。

图表 40：历年新疆与内蒙产区产糖量

单位：万吨



数据来源：中国糖业协会 华信期货白糖研究中心

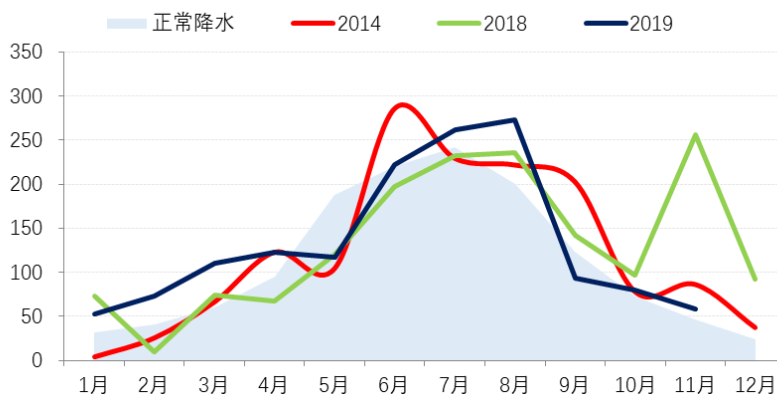
➤ 2019 年天气不利于国内糖料生长

2018 年秋季厄尔尼诺现象持续到 2019 年夏季，造成赤道东太平洋海温偏高，2019 年中国整体气候状况不好，南方阴雨寡照天气持续时间长、入汛提前，强对流开始早且猛烈；华北、西南部分地区气象干旱。呈现气温“前冷后暖”，降雨“南多北少”，极端天气事件偏多，台风登陆次数少，强度高。

2019 年广西蔗区甘蔗生长期：出芽期降雨偏多，分蘖期出现降雨偏低，伸长期前期降雨过多，导致部分宿根蔗烂根，苗情偏差，中后期出现干旱延续，影响甘蔗伸长。广西重点产区从 8 月下旬开始，降雨量急剧下降，并持续至年末，形成 5 个月的秋冬连旱，旱情促使甘蔗单产下降。目前甘蔗状况的株高、蔗茎和蔗重均低于上年同期。

图表 41：2019 年广西月度降雨

单位：CM

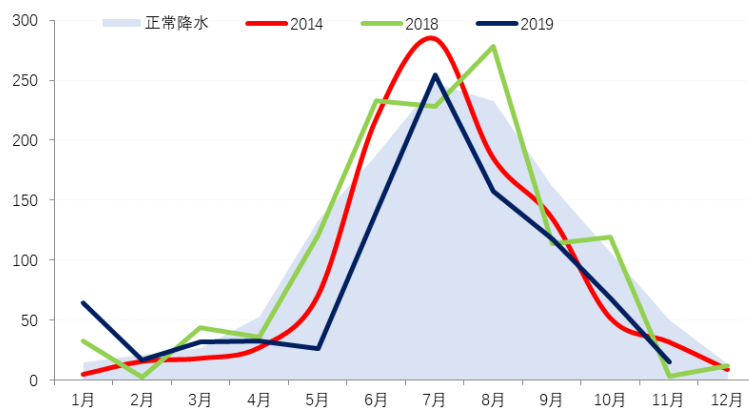


数据来源：华信期货白糖研究中心

云南蔗区方面，2019 年整年降雨均处于偏低水平，甘蔗发芽期、分蘖期和伸长期有效降雨均较往年均值偏低。遭遇夏秋两季旱情，降雨缺少导致部分新植甘蔗出苗晚，甚至枯死，宿根蔗无法翻蔸，老蔗蔗龄延长，整体长势参差不齐。通过数据对比发现，2019 年和 2014 年降雨量分布类似，甚至 2019 年更偏旱。

图表 42：2019 年云南月度降雨

单位：CM



数据来源：华信期货白糖研究中心

2.1.2 正规进口小幅增加，走私严控

✧ 2019 年进口节奏后移，明年进口量或继续增加

2018/19 榨季，国内食糖进口量继续小幅增加，达 324 万吨，同比增加 81 万吨，33%。2019 年 1-10 月进口量达 284 万吨，预期全年海关进口量在 310 万吨左右，其中自动进口许可可达 135 万吨。另外因与巴基斯坦签订的自由贸易协定，2019 年我国采购巴基斯坦糖约 30

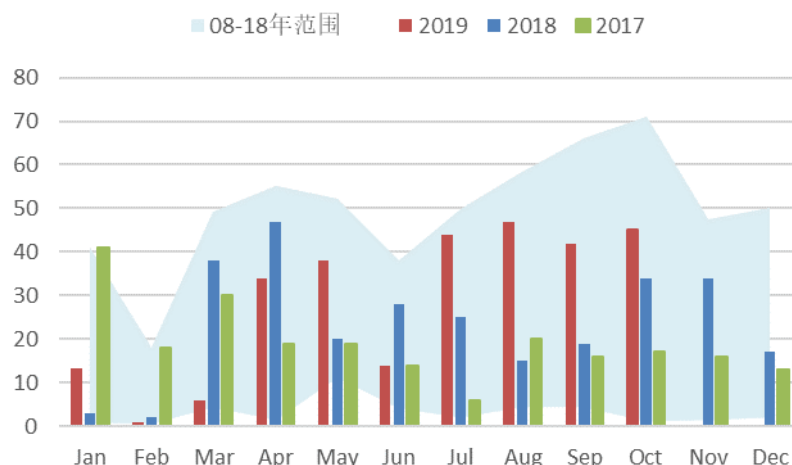
万吨，这部分额度并没有在海关数据中体现。因此 2018/19 榨季实际进口量在 354 万吨，全年实际进口量在 340 万吨左右。

2019 年自动进口许可在 5 月底发放，有所推迟。同时食糖保障关税也于 5 月 22 日后下调至 85%。时间的推后和成本的下降，这使得全年进口节奏后移，7-10 月为进口的高峰期。进口节奏的后移有利于上半年国产糖的消化，为国内工业结转库存下降打下基础。另外进口的后移和对明年政策变化的预期，使得加工糖厂拉长了销售时间，顺价销售为主，并不集中上市打压市场。出口方面基本和 2017/18 榨季持平，达 19 万吨。

对于 2020 年进口量，虽然存在贸易政策的不确定性，但根据昆明糖会的“总量平衡”精神、上海进博会的采购情况和“一带一路”的发展需求，我们预估配额内进口量达 180-194.5 万吨，同时自动进口许可证量有所回升，估计在 150-200 万吨左右。因此 2020 年进口量估计为 330-394.5 万吨。

图表 43：中国食糖月度进口量节奏

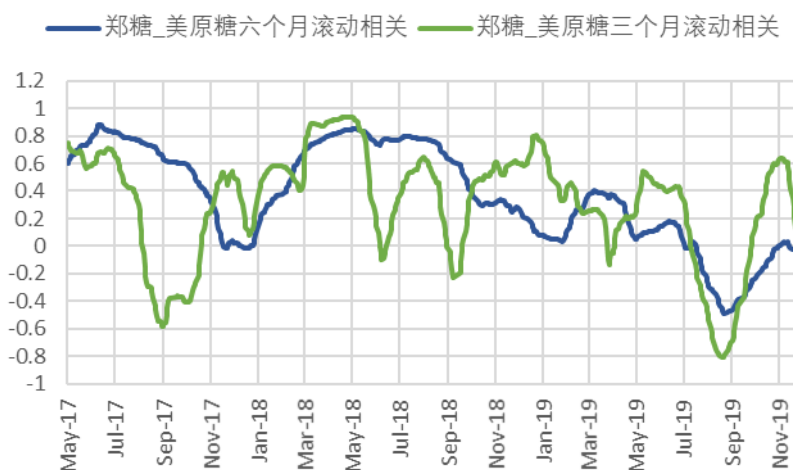
单位：万吨



数据来源：海关总署 华信期货白糖研究中心

今年郑糖与美原糖联动性有所下降，主要原因有：国内食糖产量增产、走私严控和炼厂采购集中。从炼厂采购来说，由于今年国内进口集中在 7-10 月，那么国内炼厂向国外采购期集中在 5-8 月左右。因此在 7 月后，国内外联动明显下降，甚至出现明显的负相关。这一情况直到 11 月末才逐步得到缓解。

图表 44：郑糖和美原糖滚动相关性



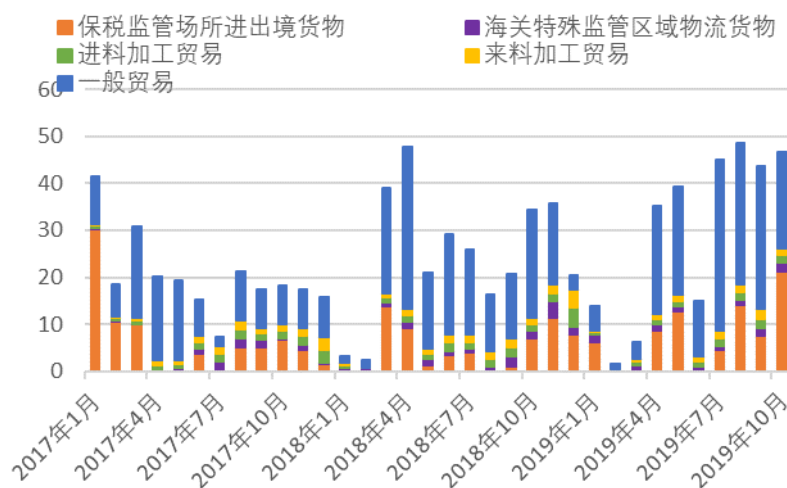
数据来源：华信期货白糖研究中心

✧ 2019 年保税区糖有所增加

2019 年保税区糖较前 2 年有所增加。在进口许可证发放前的 4 月和 5 月，和在进口利润明显上升后的 3 季度末到 4 季度，都出现了保税区糖明显增加的情况。根据我们的评估，年末估计有 40-60 万吨的保税区糖用于明年的加工。

图表 45：按贸易方式分类中国食糖月度进口量

单位：万吨



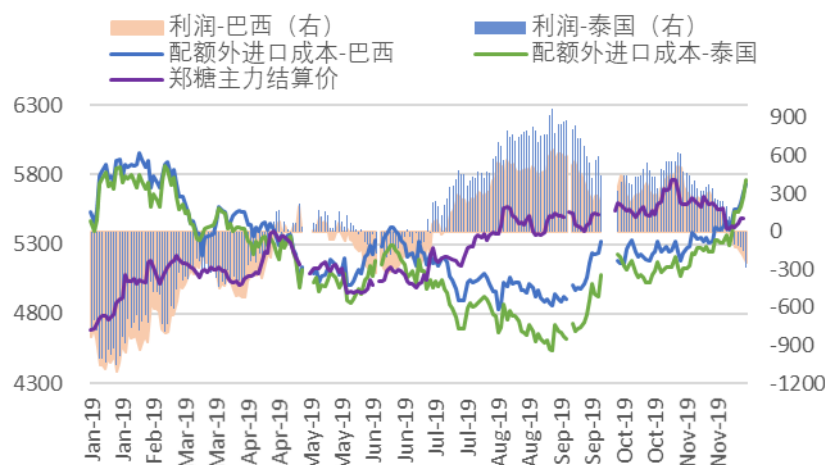
数据来源：海关总署 华信期货白糖研究中心

✧ 贸易政策不确定性，远期进口成本变数较大

2019 年，由于国内糖价出现震荡回升，同时外盘继续因高库存继续寻底，原糖进口利润也在今年从-1200 元/吨上升至 800 元/吨，从大幅贴水向升水转变。但随着四季度原糖的回升，85%食糖保障关税下，进口利润继续回归 0 轴附近。进口成本的变化，影响了今年进口节奏和炼厂对后期原糖采购的需求。

图表 46：巴西糖和泰国糖配额外进口成本和利润估算

单位：元/吨



数据来源：华信期货白糖研究中心

2019 年 5 月下旬，巴西 UNICA 报道，中国将于 2020 年结束食糖关税保障措施，自动进口许可关税将回归 50%。但国内官方并未确认相关报道，同时以广西糖协为主的地方糖协仍在申请关税保障措施延期。因此 2020 年，贸易政策或面临改变和不确定性。

根据我们对远期不同关税水平的估算，85%关税和 50%关税进口成本差额在 1000 元/吨左右，因此贸易政策将是影响明年糖价走势的主要政策因素。

图表 47：不同关税和原糖价格，巴西糖和泰国糖远月进口成本估计

单位：元/吨

巴西糖	15%	50%	85%	泰国糖	15%	50%	85%
11	3251	4104	4956	11	3257	4112	4966
11.5	3360	4246	5132	11.5	3368	4256	5145
12	3469	4388	5307	12	3479	4401	5323
12.5	3579	4531	5483	12.5	3590	4546	5501
13	3688	4673	5658	13	3701	4690	5680
13.5	3797	4815	5834	13.5	3812	4835	5858
14	3906	4958	6010	14	3923	4980	6037
14.5	4015	5100	6185	14.5	4034	5124	6215
15	4124	5242	6361	15	4145	5269	6394
16	4343	5527	6712	16	4367	5558	6750
16.5	4452	5670	6887	16.5	4477	5703	6929
17	4561	5812	7063	17	4588	5848	7107

注：升贴水：按 12 月中旬 7 月船期泰国糖+0.9，巴西糖-0.01

汇率：美元兑人民币=7

数据来源：华信期货白糖研究中心

✧ 走私严控，令社会库存去化

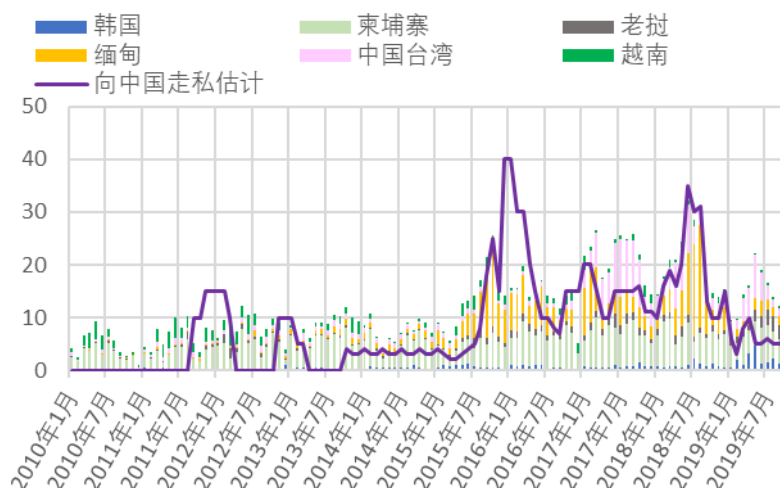
2019 年进口节奏后移和国内走私的严控，成为社会库存去化的主要因素。其中走私严控起到关键作用。2018 年下半年以来，国内走私开始出现明显收紧，从西南边境的管控开始逐步向海陆空全面管控。这也从泰国向中国周边国家地区出口的白糖得到验证。

我们估计，2017/18 榨季国内走私量在 228 万吨左右，而 2018/19 榨季走私下降至 88 万

吨。从 12 月中上旬的反馈看来，因前期内外价差增加，走私略有增加，但仍处于严控中。在严打政策持续的情况下，预期 2019/20 榨季国内走私量为 100-120 万吨左右。

图表 48：泰国向中国周边国家地区出口白糖量和国内走私估计

单位：万吨



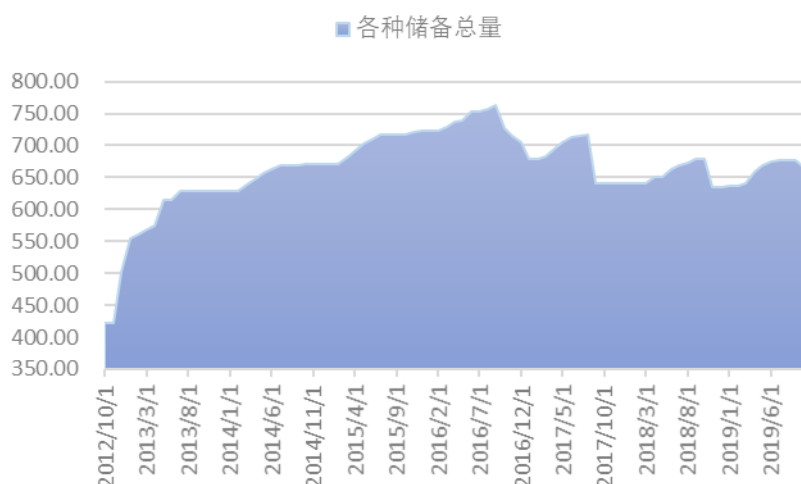
数据来源：TSMC 华信期货白糖研究中心

2.1.3 国内各种储备糖总量呈下降趋势

2018/19 榨季，国家储备糖并未进行公开拍储，但 2018 年末对古巴国储糖进行了 40 万吨左右的轮库。同时 2019 年 11 月广西政府向市场公开拍卖了 12.7284 万吨的地方储备糖，竞拍低价为 5800 元/吨。从我们的估计数据看来，国内食糖各种储备总量整体呈下降趋势。国内食糖去库存进行时，预计 2019/20 榨季，轮储和放储仍将继续，我们预估数量在 40-100 万吨。

图表 49：全国食糖各种储备总量

单位：万吨



数据来源：华信期货白糖研发中心

2.2 国内消费端分析

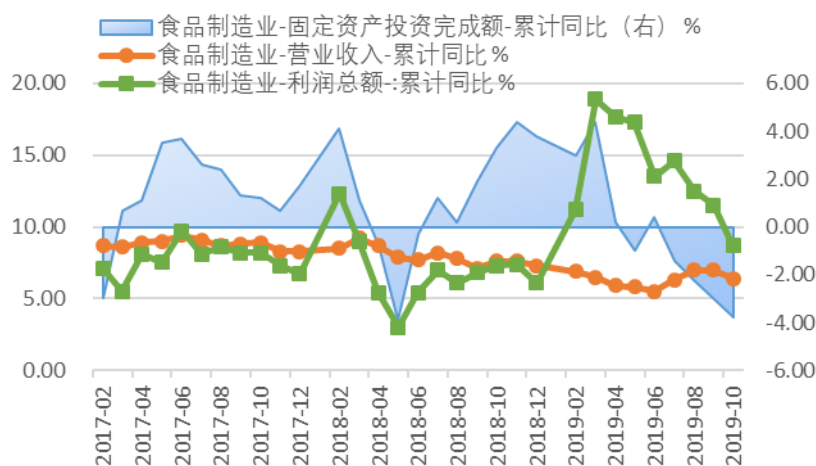
➤ 食品制造业经营指标向好，但是投资意愿下降，食糖消费持稳

2019年1-10月，在产品价格上调和国家减税降费政策共同作用下，国内食品制造企业经营指标有所好转。食品制造业累计营业收入同比增长6.4%，累计利润总额同比增长8.7%，均高于全国工业累计同比相关指标。这显示了食品工业运行速度稳、效益好，有利于国内食糖的工业消费。

但目前看来，全国食品制造业仍面临两大问题。一是食品工业投资增长乏力，影响产业升级。2019年1-10月食品制造业固定资产投资完成额同比增速为-3.8%，企业投资意愿欠缺。二是食品进口增加，对国内食品制造业形成挤占。因此食糖消费内生增长动力受到抑制。因此我们估计2019/20榨季，国内食糖下游消费整体持稳，但糖价回升或许带动下游企业重建库存，拉动消费。

图表 50：全国食品制造业累计经营指标和投资指标同比

单位：%



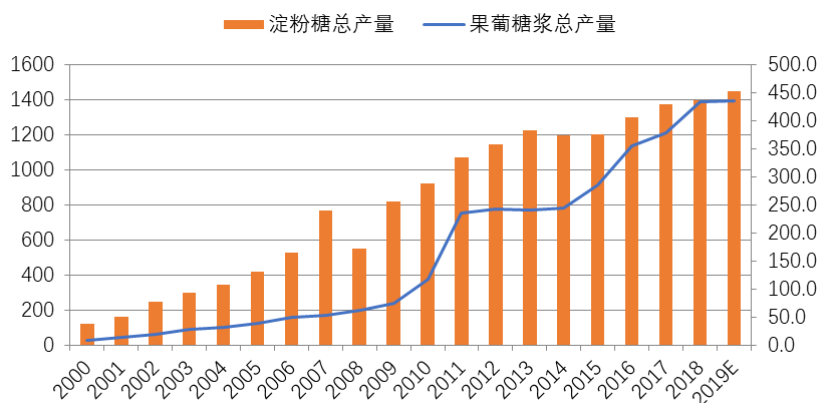
数据来源：WIND 华信期货白糖研发中心

➤ **淀粉糖经历产能增长后，进入竞争调整期**

2018 年淀粉糖产量为 1397 万吨，比 2017 年增长 1.6%，2018 年新扩建产能部分未能投产，但因资金和环保问题，总产能增长幅度不大。2019 年随着国家降税减费政策利好，产业结构调整，产业竞争显现，2019 年上半年淀粉糖产量 760 万吨，同比增长 3%。由于成本价格竞争，总体利润不理想，行业通过调产限产转嫁成本。

图表 51：2019 年淀粉糖与果葡糖浆总产量

单位：万吨



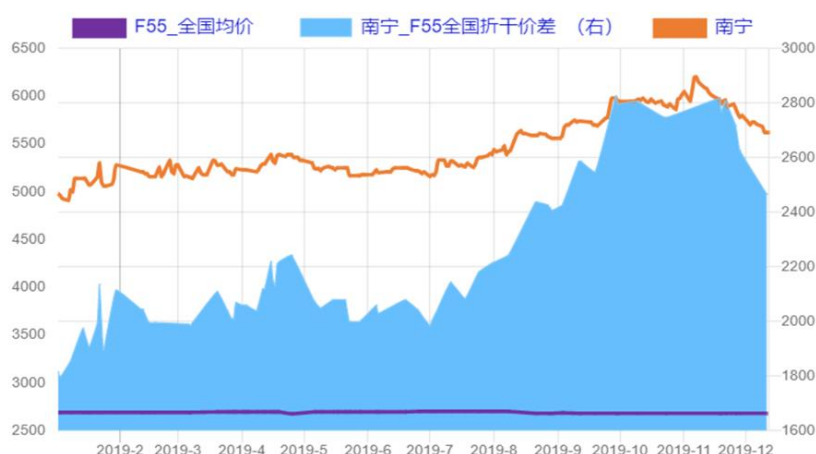
数据来源：淀粉工业协会 华信期货白糖研发中心

2019 年液体糖比固体糖需求好，其中果葡糖浆价格平稳，价格在 2600-2750 元/吨区间波动，麦芽糊精价格 3450-3650 元/吨，结晶葡萄糖价格 2500-2800 元/吨。2019 年由于玉米市场供应宽松，新产能扩大，中美贸易纠纷摩擦，造成出口受阻，淀粉糖行业利润保持微利。

2019 年上半年国内白糖价格低迷，淀粉糖持稳，两者价差收缩至 2000 元/吨，但下半年白糖价格走高，淀粉糖与白糖折干价差再次扩大，最高至 2800 元/吨。目前观察看来，新的大规模替代并未发生。

图表 52：2019 年果葡糖浆 F55 价格及与白糖折干价差

单位：万吨



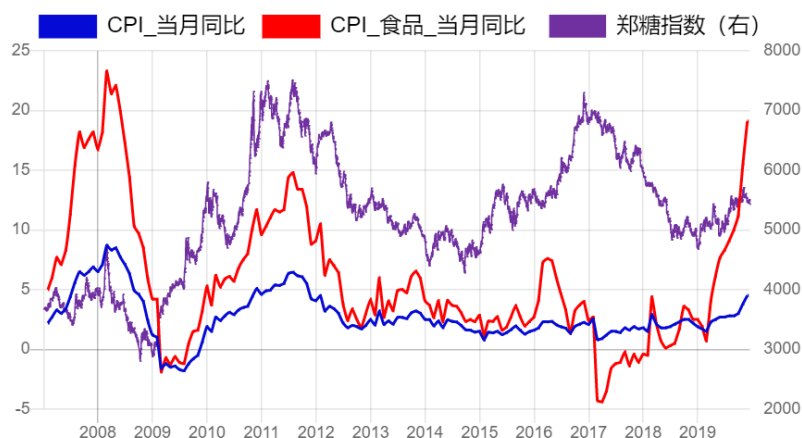
数据来源：淀粉工业协会 华信期货白糖研发中心

➤ 关注宏观因素对消费和糖价影响

在中美贸易摩擦和猪周期的影响下，宏观经济在 2019 年对农产品走势影响增加。宏观因素影响了下游产品消费和企业投资意愿。同时交易所不断改革，引入了豆粕 ETF 基金等农产品基金。这吸引了场外资金对白糖品种的关注，增加了白糖与宏观经济的相关性。

图表 53：郑糖指数和 CPI 同比

单位：% 元/吨



数据来源：WIND 华信期货白糖研发中心

2.3 期货市场分析

➤ 交割库升贴水调整，仓单明显减少

郑糖所近年交割政策变更，越来越偏向于销区和南方产区。2019 年暂停天津中糖华丰物流公司、日照粒粒金粮油贸易公司、招商物流(扬州)公司和广西来宾西江港务有限公司 4

家指定白糖交割库。同时自 SR2001 合约起开始实施新的交割库升贴水标准，降低河北、河南、天津、北京和辽宁等仓库升水，其中：传统甜菜库减幅最大，河北藁城永安库减 140 元/吨，陕西咸阳库 100 元/吨，而加工糖库减 40 元/吨。这导致甜菜糖交割利润下滑。

2019 年甜菜糖仓单+有效预报最高峰值 33565 张，同比上年 52981 张，减少 19416 张。甜菜糖仓单减少，反映一方面现货价格回暖，糖企更愿意通过现货渠道销售，另一方面交割利润下降，甜菜糖交割不占优势。2020 年通过交割制度完善，期货盘面将开始回归甘蔗糖价格。

图表 54：郑糖仓单有效预报

单位：张



数据来源：郑州商品交易所 华信期货白糖研发中心

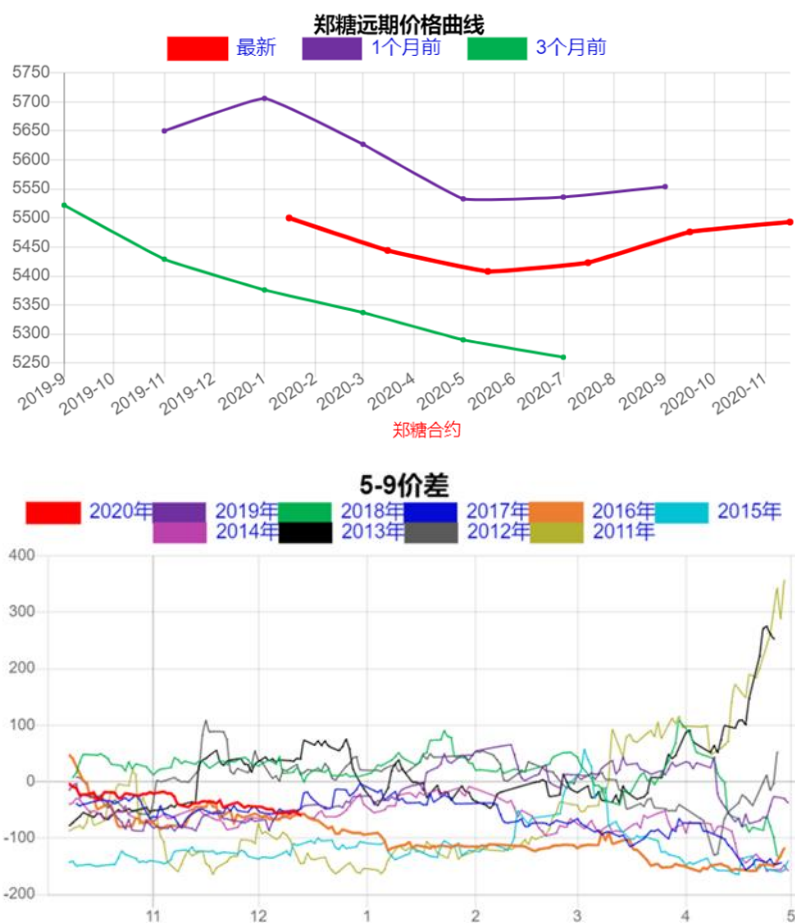
➤ 远期价格结构在好转，关注反套机会

由于国内糖料进入减产周期，走私控制，外盘也逐步走出阴霾，市场对后市预期好转，郑糖期货远期升水的牛市价格结构正在形成。

对于 5-9 价差，我们认为贸易政策的不确定性，在预期上对期货 5 月合约和 9 月合约冲击基本相似，但 5 月合约将面临国内库存积累期，消费也处于淡季，相对偏弱。而 9 月合约处于消费旺季，在国内去库存和仓单持续偏低情况下，相对偏强。因此可以关注 5-9 价差、9-1 价差反套机会，但也因政策干扰大，价差逻辑转换快，难以把握。

图表 55：郑糖期货合约远期价格曲线和 5-9 价差

单位：元/吨



数据来源：华信期货白糖研发中心

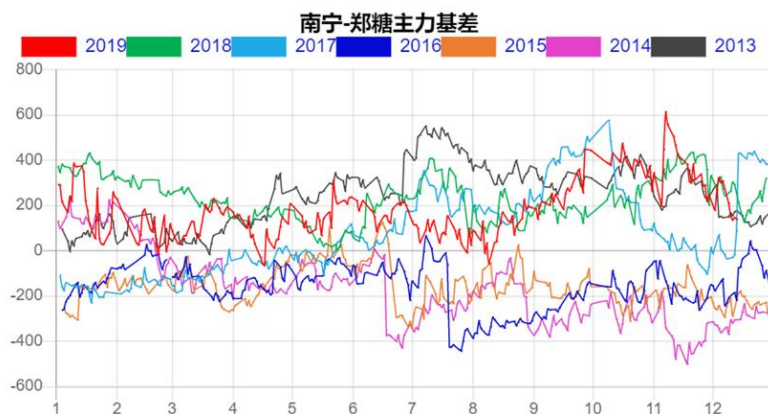
➤ 预期好转，基差震荡走强

2017/18 榨季国内糖市进入熊市周期以来，一直以正基差为主，即盘面贴水现货。2019 年尽管国内糖市进入去库存期，基本面有所改善，糖价回升，但基差通常也处于 0-250 元/吨范围，同时在 11 月初因现货市场的火爆，基差一度超过 600 元/吨。盘面长期贴水现货使得企业和贸易商增加了套保的难度，也体现在甘蔗糖仓单一直持续偏低。

2019/20 榨季，糖市进入牛熊转换期，市场预期已经开始好转。但交割仓库升贴水政策变化和长期贴水下，仓单创历史低位。虽然政策上仍存在较多不确定性，但基本面预期向好，盘面也需要给出一定升水吸引甘蔗糖仓单，因此 2019/20 榨季我们认为基差将震荡中走强，或给出阶段性升水。

图表 56：历年基差走势

单位：元/吨



数据来源：WIND 华信期货白糖研发中心

2.4 2020 年国内糖价判断和策略

对于 2019/20 榨季，我们预计，国内制糖产量下降，走私继续控制，国内延续去库存，市场开始进入牛市周期，现货和期货重心将较 2018/19 榨季上移。但市场对政策不确定性和节奏难以把握，加之对 2020/21 榨季国外供需缺口和后期贸易流仍存疑虑，造成国内糖价难有单边走势，或多数时期以震荡偏强为主，阶段性供需短缺或成本上升引起上涨。

通过对国内供应和对应成本估计，我们测算 2019/20 全榨季加权平均成本为 5250 元/吨左右。分阶段看来，我们预估 2019/20 榨季 5 月之前，由于产糖率上升使得制糖成本下降，轮储政策和配额进口增加等原因，造成全国供应加权成本相对偏低，至 4950 元/吨左右。5 月以后，尽管进口许可关税有下调的可能，但对外盘远期相对乐观，许可进口成本难以形成明显塌陷，同时榨季后期政策干扰下降，使得供应加权成本上移至 5250-5300 元/吨。因此考虑到不同阶段的供需松紧程度和市场情绪，我们认为 2019/20 榨季期货波动区间在 4950-6100 元/吨。现货以 5600 元/吨为重心，波动区间为 5400-6150 元/吨。

交易策略上，牛市初现，市场不确定性较多，把握节奏至关重要。期现方面，基差在 $[-150, 100]$ 区间内，可择机购买现货建立库存。盘面高位，建仓套保，但套保比例可适度留有敞口，或择高位选择卖出看涨期权的备兑策略，降低成本锁定利润。若基差走强至 400 元左右上限高位，销售方则考虑买入盘面或买入看涨期权，建立远期虚拟库存，或卖出看跌做备兑，增强收益。**套利方面**，前期政策干扰较大，价差逻辑转换快，关注反套机会，谨慎把握。**投机方面**，低位布局远月多单为宜。

图表 57：中国年度平衡表

单位：万吨，%



中国年度平衡表							
	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20F
期初库存	918.8	1229.8	1307.7	1266.2	1132.2	1134.9	1119.8
产量	1331.8	1052.2	869.9	929.0	1031.0	1076.0	1020.0
进口	393.9	482.6	374.3	229.5	243.0	354.8	410.0
走私估算	40.0	59.0	250.0	180.0	228.0	88.0	100.0
收储	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
放(轮) 储	0.0	0.0	0.0	119.6	0.0	40.0	73.0
出口	4.7	5.9	14.8	12.5	19.4	19.0	19.0
消费	1450.0	1510.0	1521.0	1460.0	1480.0	1515.0	1520.0
期末库存	1229.8	1307.7	1266.2	1132.2	1134.9	1119.8	1110.8
库存消费比	84.82%	86.60%	83.25%	77.55%	76.69%	73.91%	73.08%

注：2018/19榨季和2019/20榨季进口量已分别计入30万吨巴基斯坦糖

数据来源：华信期货白糖研发中心