

## 基本面迥异，糖市外强内弱

中州期货研究所 | 深度研究，投研一体

### ■概况：

基本面迥异令糖期货外强内弱。11月ICE原糖主力合约一度创九个月以来新高，收涨3.2%，郑州白糖主力合约再次触底，收跌1.36%。

国际方面，供需缺口依旧存在，泰国糖可出口量大幅缩水，高升水将为常态，市场需要寻求巴西糖弥补缺口，即使南巴西增产1159万吨，但出口强劲，库存仅增长228万吨，大范围收榨后去库速度将加快，压力消化。印度出口补贴政策主导国际贸易流松紧程度，基于财政压力及国际糖价上涨，补贴力度降低是大概率事件，叠加政策出台后，印度糖对国际市场冲击将不及上榨季，关注政策进展。天气风险增加，因11月南巴西降雨仍不足，拉尼娜预期下，甘蔗单产下降担忧升高。因此，外盘回调空间有限。

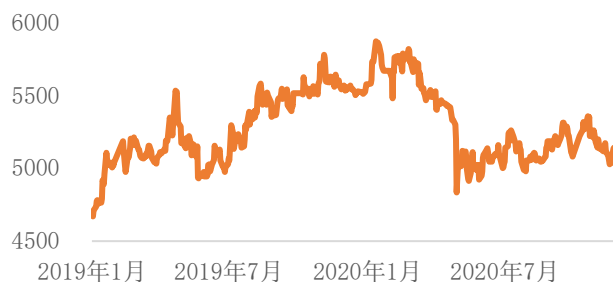
国内方面，四季度大量进口糖将继续冲击现货市场，进口糖浆缺乏政策管控预期，将进一步挤占甜菜糖市场份额，叠加南方新糖上市增加，而春节推后因素导致节前采购延后，现货市场仍难有起色。但成本提升季，经历11月大幅降价后，现货价格存底部支撑。且进口利润降低，大量囤糖后，排船量降低，明年1月进口将降至地量，外盘回调有限预期下，后期进口预期有所改善。

■策略提示：郑糖低估值，但需消化现货压力，可留意中线投资。

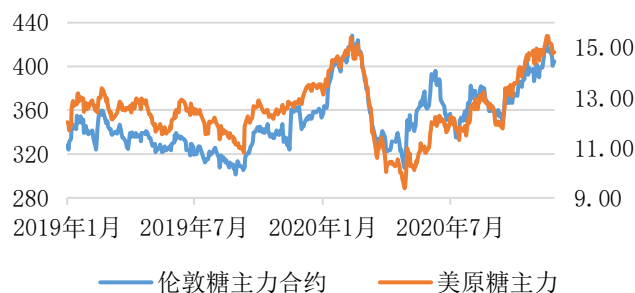
### 联系人

李鲜能  
 期货从业资格号：F3078712  
 投资咨询资格号：Z0015868  
 电话：15878750416  
 邮箱：[lixianeng@zzfco.net](mailto:lixianeng@zzfco.net)

### 郑糖主力合约价格走势



### 国际糖价格走势



数据来源：文华财经

### 相关研报

糖会后市场交易逻辑.....2020-11-8  
 郑糖低估值，关注底部支撑.....2020-11-22



## 一、行情回顾

- 11月国际糖市再次上冲，ICE#11原糖主力合约一度涨至15.66美分/磅，创九个月以来新高，收于14.82美分/磅，月涨幅3.2%；伦敦白糖主力合约最高触及425.7美元/吨，收于404.7美元/吨，月涨幅3.48%；白糖-原糖价差由10月底的74.52美元/吨扩大至77.98美元/吨。
- 11月郑州白糖期货再次触底，主力合约最低跌至5018元/吨，创三个月以来新低，收于5132元/吨，月跌幅1.36%；1月-5月合约价差由+51走弱至-6。

## 二、国际市场基本面利多超过利空

- 20/21榨季全球食糖存供需缺口

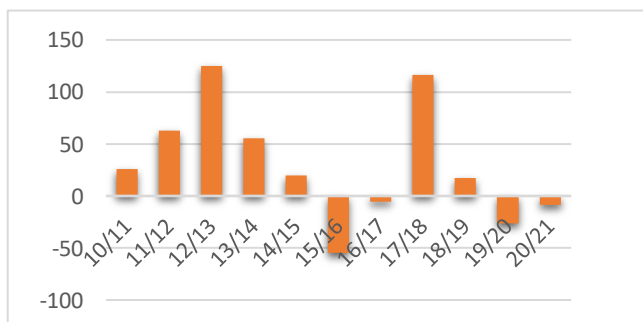
根据主流机构预测，20/21榨季全球食糖延续产不足需格局，其中，ISO本月调升缺口预估值至350万吨，高于先前的缺口预估值72万吨，但LMC及F.O.LICHT的缺口预估值仅接近80万吨，趋于紧平衡，产量或消费端的修订很容易导致供求平衡的转变。

表 1：机构全球食糖供求平衡预估

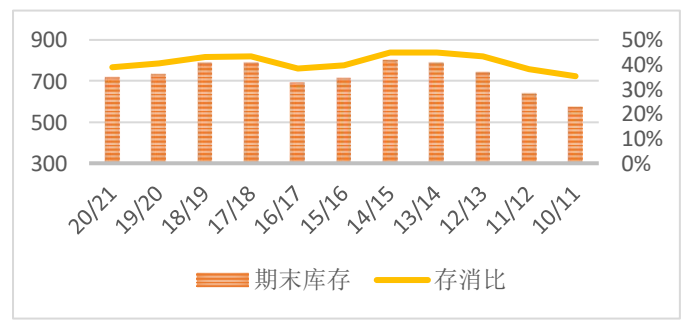
分析机构	榨季	过剩/缺口预估	前次预估
ISO	20/21	-350	-72
	19/20	190	-13.6
LMC	20/21	-80	-100
	19/20	0	130
F. O. LICHT	20/21	-84	
	19/20	-265	
StoneX	20/21	-220	-130
	19/20	-260	

图 2：全球食糖期末库存变化

图 1：全球食糖供求平衡



资料来源：F. O. LICHT，单位：十万吨



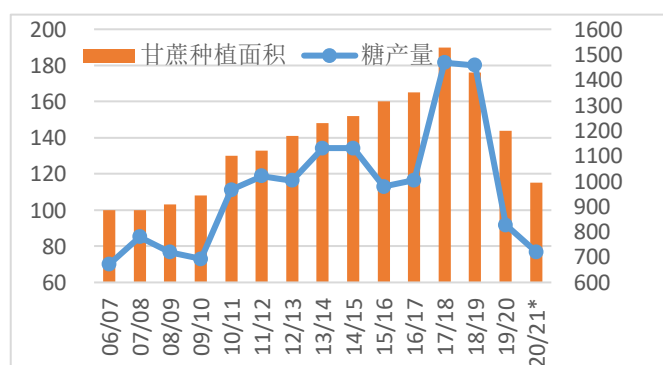
资料来源：F. O. LICHT，单位：十万吨

### ➤ 泰国糖出口缩量

泰国 10 月出口糖 38.87 万吨，同比减少 52.51 万吨。19/20 榨季（作物年 11-10 月）累计出口糖 748 万吨，同比减少 266 万吨。

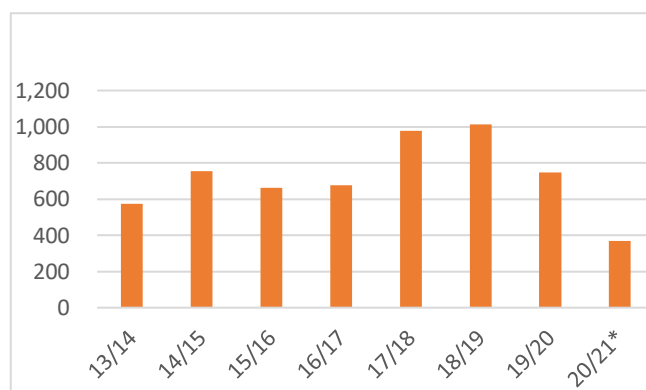
对于 20/21 榨季，因甘蔗种植期天气干旱，且木薯收益超过甘蔗，预计泰国甘蔗面积进一步下降，产糖量将降至十年来最低，预估仅 720 万吨，较 17/18 榨季峰值减半。减产刺激糖厂推迟开榨，预计开榨时间在 12 月 10 日后，晚于正常年份的 12 月 1 日，新糖供应推后。剔除 350 万吨国内消费，本榨季泰国糖可出口量缩减至 370 万吨，较上个榨季减少 378 万吨，与 18/19 榨季的逾 1000 万吨出口量形成天壤之别。价格影响上，出口供应减少后，泰国原糖升水居高不下，11 月报价仍维持升水 2.21 美分/磅，叠加中国糖浆进口需求强劲，泰国糖高溢价将成为常态，国际市场需要泰国以外糖源补充。

图 3：泰国甘蔗面积与糖产量



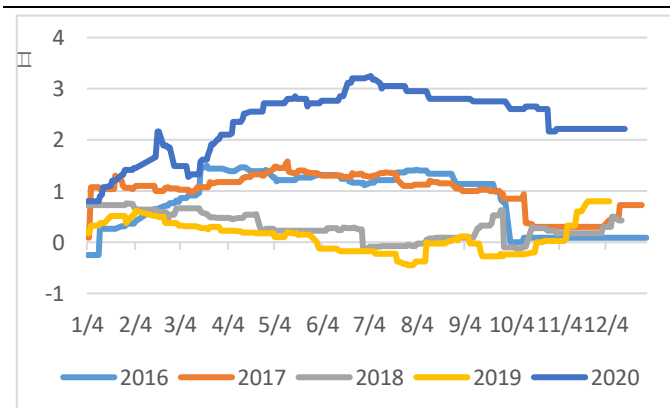
资料来源：OCSB，单位：万公顷，万吨

图 4：泰国糖出口情况



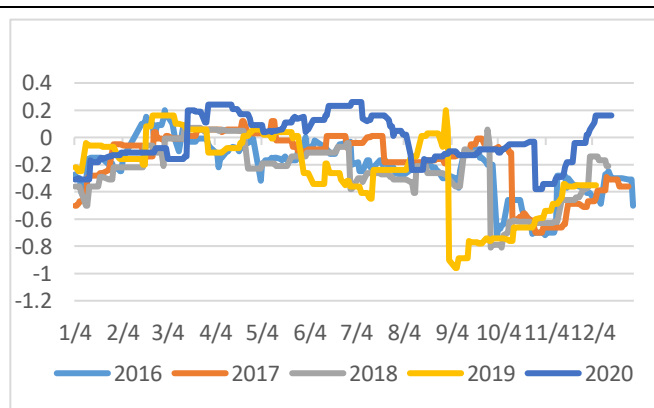
资料来源：TSMC，单位：，万吨

图 5：泰国原糖升贴水



资料来源：PLATTS，单位：美分/磅

图 6：南巴西原糖升贴水



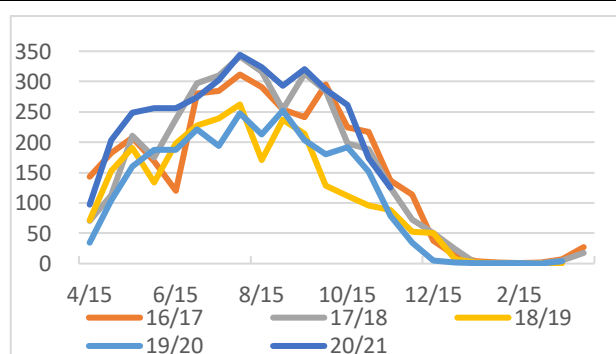
资料来源：PLATTS，单位：美分/磅

### ➤ 南巴西产销两旺，库存现拐点

南巴西 20/21 榨季自 4 月开榨以来，产糖收益总体上高于乙醇 1-4 美分/磅，刺激糖厂提高产糖用蔗比，截至 11 月中旬，南巴西累计产糖用蔗比 46.49%，同比提高 11.69 个百分点，因此，在甘蔗榨量仅提高 3.69% 情况下，产糖量同比增加 44.46%，达到 3766 万吨。11 月中旬已累计收榨糖厂 147 家，高于去年同期的 126 家，预计最终产糖接近 3800 万吨，同比增加 1124 万吨，高于原预期的 3700 万吨，为国际市场产量增长最大的国家。

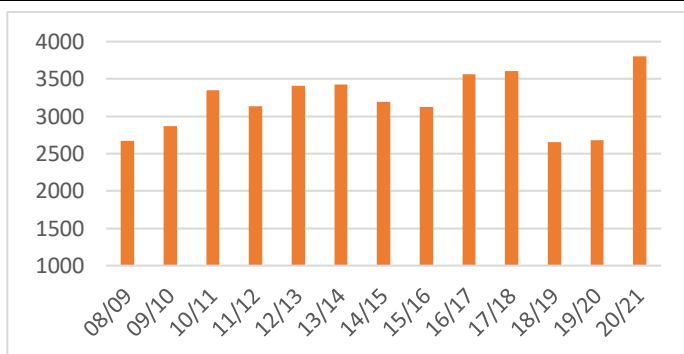
高产量之下隐藏的担忧是高库存，截至 11 月 15 日，南巴西糖库存 1353 万吨，仍为同期历史新高。不过，库存已自 10 月中旬的 1447 万吨高点回落。此外，榨季生产期间产糖量同比大增 1159 万吨，但库存仅增长 228 万吨，增产压力大部分消化，皆因出口强劲。数据显示，巴西 10 月出口量达到 420.3 万吨新高，4-10 月出口量高达 2141 万吨，已超过过去两个榨季年度出口量。根据船运监测，11 月 1-26 日巴西糖装船 224 万吨，目前排船近 200 万吨，出口依旧顺畅，叠加榨季进入尾声，偏高的库存将进一步回落。此外，11 月南巴西原糖报价已自 -0.18 美分/磅升高至 +0.16 美分/磅，报价明显高于过去几个榨季，在泰国糖出口缩量格局下，国际市场对南巴西糖的需求强劲。

图 7：南巴西半月产糖量



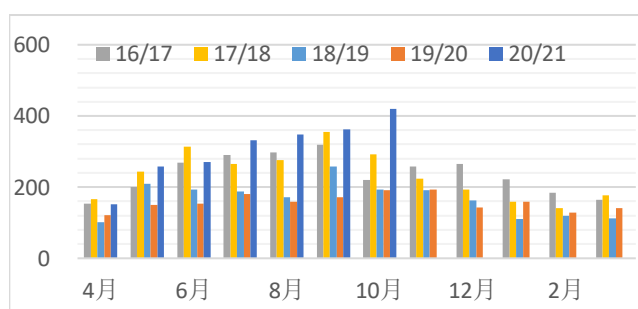
资料来源：UNICA，单位：万吨

图 8：南巴西榨季产糖量



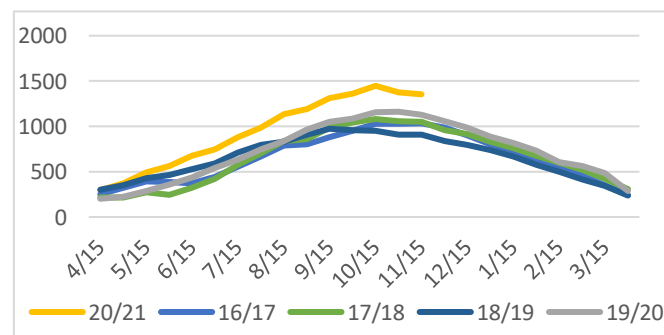
资料来源：UNICA，单位：万吨

图 9：巴西糖单月出口量



资料来源：巴西贸易部，单位：万吨

图 10：南巴西糖库存



资料来源：巴西农业部，单位：万吨

### ➤ 印度糖出口补贴政策影响关键

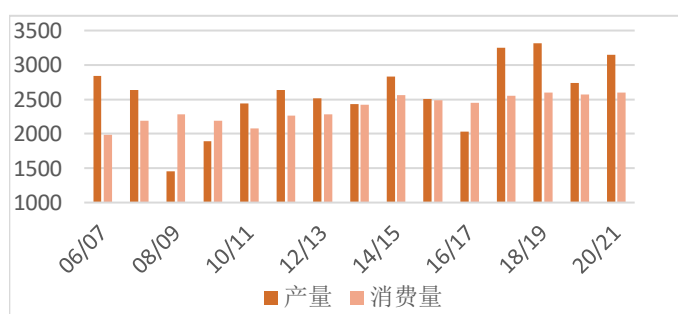
受益于季风降雨充沛，本榨季印度糖将自上榨季低位明显增长，预估产量 3150 万吨，增产 408 万吨。若不考虑出口，本榨季印度糖期末库存将超过 1600 万吨，库存消费比 62%，出口需求高。

生产方面，截至 11 月 15 日，本榨季印度已产糖 141 万吨，同比增加 93 万吨，开榨糖厂 274 家，同比增加 147 家。出口方面，部分资金紧张的糖厂已在无补贴状态下签订 1 万吨出口合约，彰显糖厂出口意愿强，但印度国内糖价低位 31600 卢比/吨（约 19.4 美分/磅），大量出口仍需政策补贴。

出口政策依旧悬而未决。印度食品部部长 10 月 30 日称政府未考虑食糖出口补贴；11 月 8 日食品部长又向财政部提交延长食糖出口补贴计划提案，建议将 20/21 榨季补贴额度降至 9.5 卢比/公斤，上榨季为 10.45 卢比/公斤；11 月 26 日政府部门听取制糖业利益攸关方关于印度糖平衡表、糖的最低售价、出口政策、缓冲库存等的诉求；坊间传言 11 月 29 日前出口政策有望出台，目前未有动静。

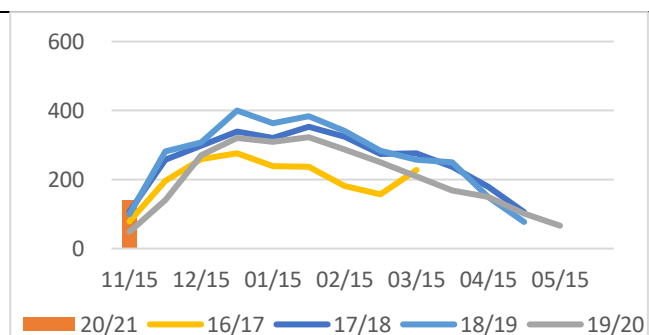
穆迪预测，印度政府本财年债务将升至 GDP 的 89.3%，大幅高于上财年的 72.2%，且 19/20 榨季 565 万吨的糖出口补贴额近 590 亿卢比，政府仅支付了不到 20%。基于疫情影响经济，印度财政部、商务部均未将食糖出口补贴放入刺激救济计划，且国际糖价较去年 9-10 月政策出台期提升近 25%，最终补贴力度降低是大概率事件。政策出台推后及补贴额度降低，印度糖对国际市场冲击将不及上榨季，关注政策进展。

图 11：印度食糖供求情况



资料来源：ISMA，单位：万吨

图 12：印度半月产糖量



资料来源：ISMA，单位：万吨

表 2：印度糖出口补贴政策一览

	13/14 榨季	14/15 榨季	15/16 榨季	17/18 榨季	18/19 榨季	19/20 榨季	20/21 榨季
补贴通过时间	2014 年 2 月 12 日	2015 年 2 月 19 日	2015 年 11 月 17 日	2018 年 5 月 2 日	2018 年 9 月 26 日	2019 年 10 月 1 日	?
补贴数量	13/14+14/15 榨季 400 万吨	140 万吨	320 万吨	200 万吨	500 万吨	600 万吨	低于 600 万吨?
补贴力度	1.9-2.5	2.7	2.7	5.1	6.9 (运费 1.9)	6.4	4-4.5?
ICE 主力			12.6-24.1	9.9-15.5	10.7-14.3	9-15.9	目前 14.82

最终补贴 出口量	70 万吨	110 万吨	160 万吨	45 万吨	370 万吨	565 万吨	低于 500 万 吨？
-------------	-------	--------	--------	-------	--------	--------	----------------

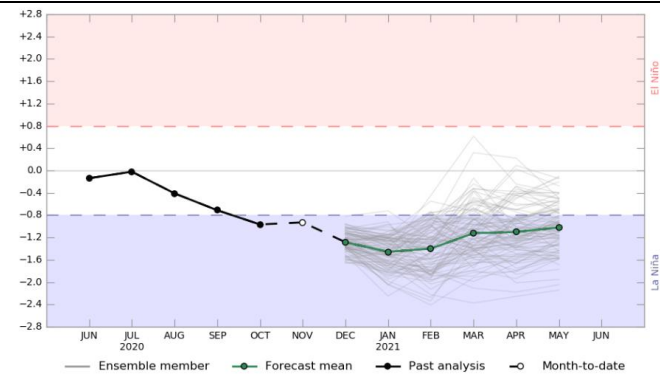
数据来源：ISMA，中州期货研究所

➤ 天气风险增加

美国气象中心预计 11-1 月拉尼娜增强，持续至 4 月的概率由上个月的 61%提升至 84%；澳大利亚气象局也预计拉尼娜将至少持续至明年 2 月，强度为中等-强。

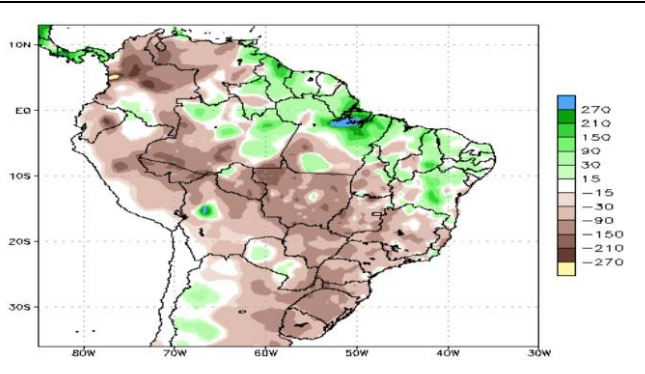
拉尼娜年份，增加长期受旱的南巴西降雨不足风险，10 月 29 日-11 月 27 日，南巴西甘蔗产区降雨仍低于均值，下榨季甘蔗单产下降风险增加。

图 11：NIN03.4 区海平面温度距平



资料来源：澳大利亚气象局，单位：℃

图 12：10 月 29 日-11 月 27 日巴西降雨距平

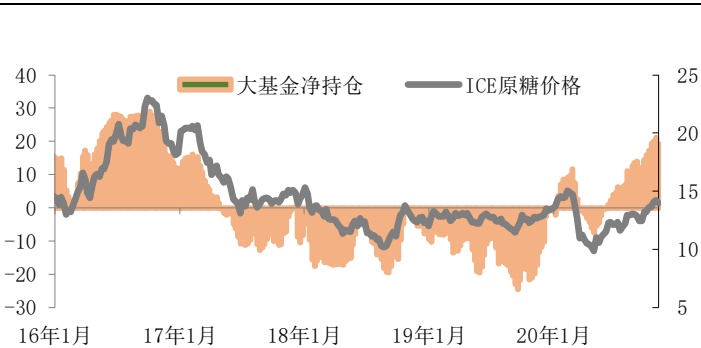


资料来源：CPC，单位：mm

➤ 大基金净多持仓接近 2016 年同期水平

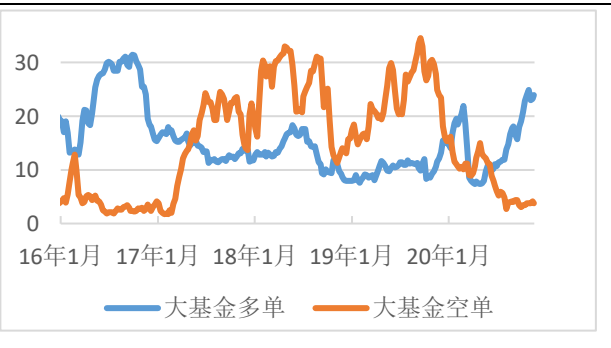
大基金空翻多始于今年的 6 月初，截至 11 月 17 日，净多水平 20.2 万手，接近 2016 年同期水平。净多相对高位，需警惕短期事件冲击。

图 11：ICE 原糖 CFTC 补充报告头寸与价格



资料来源：CFTC，单位：万手，美分/磅

图 12：ICE 原糖 CFTC 大基金持仓



资料来源：CFTC，单位：万手

三、国内供强需弱，现货疲软

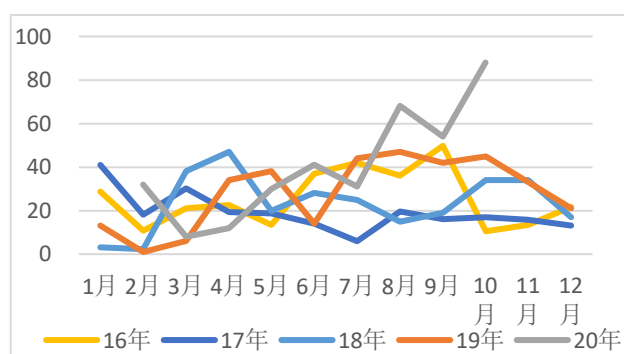


### ➤ 进口糖阶段性压力大，一月起预期改善

10月进口糖88万吨，创单月历史新高，同比增加43万吨，环比增加34万吨。7-10月累计进口糖241万吨，同比增加63万吨，阶段性进口压力偏高。按照船运监测，11-12月巴西糖到港量依旧居高不下，累计达到130万吨，表观进口压力巨大。虽然进口糖备案制令海关进口数据增加，大量到港糖进入保税仓，但阶段性加工糖供应依旧巨大，对国产糖销售冲击明显，市场心态也较为悲观。

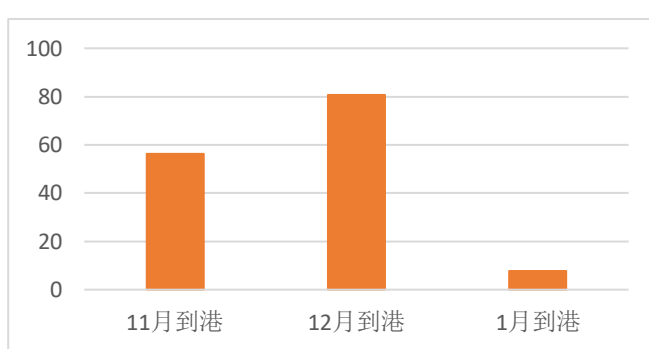
不过，外强内弱导致进口利润缩小，本月开始排船量持续降低，1月到港量将降至地量，大量囤糖后，后期进口更依赖进口利润。

图 13：我国食糖月度进口量



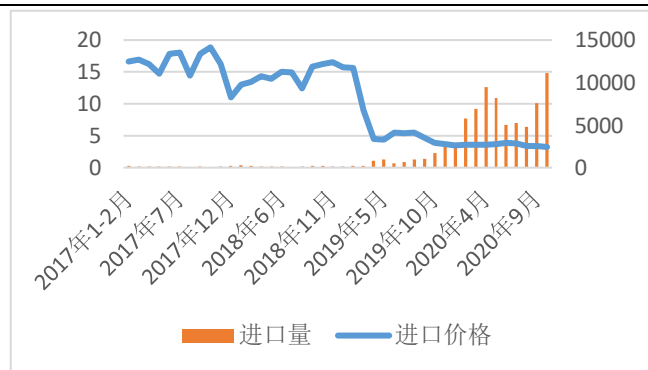
资料来源：海关总署，单位：万吨

图 14：巴西至中国月度食糖到港量监测



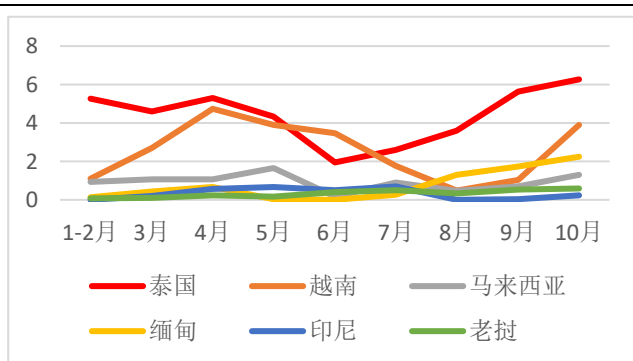
资料来源：天下粮仓，中州期货研究所，单位：万吨

图 15：进口糖浆量价变化



资料来源：海关总署，单位：万吨，元/吨

图 16：糖浆进口来源国



资料来源：海关总署，单位：万吨

### ➤ RCEP 协议打破糖浆进口管控预期

10月进口糖浆再创新高，达到14.87万吨，同比、环比分别增加12.54、4.74万吨；进口均价2427元/吨，同比、环比分别减少479、100元/吨。今年1-10月累计进口糖浆85.52万吨，同比增加75.98万吨，按照65%浓度折算，相当于49.4万吨糖增量。

就进口糖浆来源国来看，今年以来进口排名前二的为泰国和越南，分别高达39.5、23.1万吨，排名第四的缅甸，8月以来增量明显，单月进口量已超过排名第三的马来西亚。就糖浆的进口趋势来看，因去年8月20日起《中

华人民共和国与东南亚国家联盟关于修订《中国-东盟全面经济合作框架协议》及项下部分协议的议定书》全面生效，在原产地规则、贸易通关协定、服务贸易、投资领域等方面都降低门槛，企业更易获得受惠资格，自此以后，区域内享受零关税的糖浆进口开始迅猛增长，此前糖会上充满对进口糖浆征收从糖税、进口自律的呼吁，基于东盟自贸框架协议，短期内实施管控的概率就相对有限，本月 RCEP 的签署，目标是进一步降低关税，促进区域内贸易，实施糖浆进口管控的预期被打破，进口量增减主要依赖进口利润，参考基准为泰国糖。

由于泰国、越南已建有糖浆厂，下游销售渠道也逐渐铺开，低成本下不仅冰糖厂使用糖浆，部分加工厂也加入此行列，坊间对于糖浆的问询热度同样在增加，糖浆进口量仍将维持高位。

#### ➤ 国产糖季节性供应增加，总产量变化不大

北方甜菜糖厂已全部开榨，10 月产糖 43.3 万吨，同比增加 3.42 万吨，11 月甜菜糖上市量继续增加；南方甘蔗糖厂已由云南 11 月 5 日拉开榨季生产序幕，同比提前 7 天，目前云南已开榨糖厂 2 家，同比增加 1 家，开榨糖厂设计产能 1.45 万吨/日，同比增加 1.15 万吨/日；广西于 11 月 9 日开榨，同比提前 1 天，目前已开榨糖厂 40 家，接近去年同期水平，开榨进度略早于预期，新糖将开始大量上市。

估产修订方面，广西进入 11 月中旬后昼夜温差利于糖分积累，糖分恢复较快，目前总体低于上榨季 1 个多百分点，估产上修至 595 万吨，同比减产 5 万吨；内蒙出糖率略低于预期，估产下修至 80 万吨，同比增 8 万吨；预计本榨季国产糖总产量接近上个榨季。

**表 3：我国产区估产及开榨进度**

	新疆	内蒙古	云南	广西
19/20 榨季	9 月 10 日	9 月 22 日	首家 11 月 12 日，主流 12 月	11 月 10 日
20/21 榨季	9 月 25 日	9 月 20 日	首家 11 月 5 日，主流 12 月	11 月 9 日
开榨情况	全部开榨	全部开榨	已开榨 2 家	已开榨 40 家
估产	59	80	222	595
产量变化	持平	+8	+5	-5

数据来源：中州期货研究所

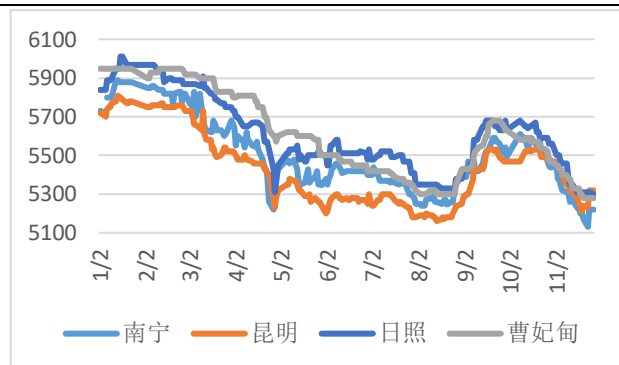
#### ➤ 糖源供应集中，现货疲软，近月承压

中秋、国庆双节后，现货销售总体偏淡，贸易商反映需求比以往更淡。因北方冰糖厂全部使用进口糖浆，甜菜新糖受进口糖浆冲击最明显；进口糖阶段性量大、供应范围广，又挤占国产糖市场，导致广西、云南糖厂清库慢，广西集团 11 月尚未完全清库，叠加南方新糖陆续上市，所有糖源一致降价销售。其中，曹妃甸、日照糖 11 月报价分别下调 190、260 元/吨，广西陈糖报价下调 300 元/吨，目前广西糖报价已由陈糖向新糖切换，价格区间 5220-



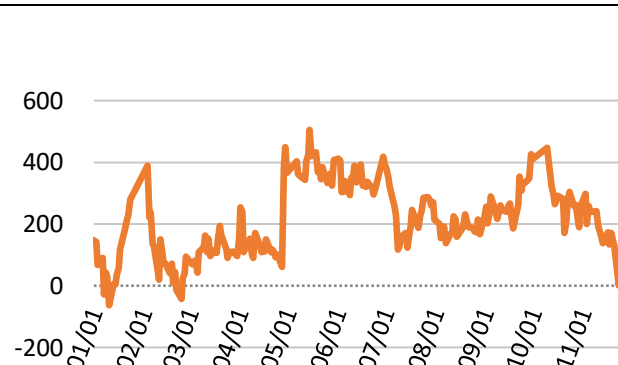
5250 元/吨附近。进入 12 月，糖源供应继续增加，而春节后移至 2 月中旬，较今年晚 18 天，节前采购相应推后，现货市场仍难有起色，但成本提升季，现货价格存底部支撑。

图 17：产区白糖现货价格



资料来源：沐甜，单位：元/吨

图 18：南宁基差变化



资料来源：沐甜，单位：元/吨

基差方面，因现货压力集中，11 月南宁陈糖基差自+260 附近一度跌至 0，目前新糖基差接近+120，基差处于相对低位，但未看到走强驱动，影响现货商采购。

月间价差方面，受进口糖及糖浆阶段性压力影响，11 月郑糖 1 月-5 月合约价差自+51 走弱至-6，与以往的四季度 1 月合约大幅升水大相径庭；5 月-9 月合约价差则区间波动，当前为-30，与 10 月底相差不大。

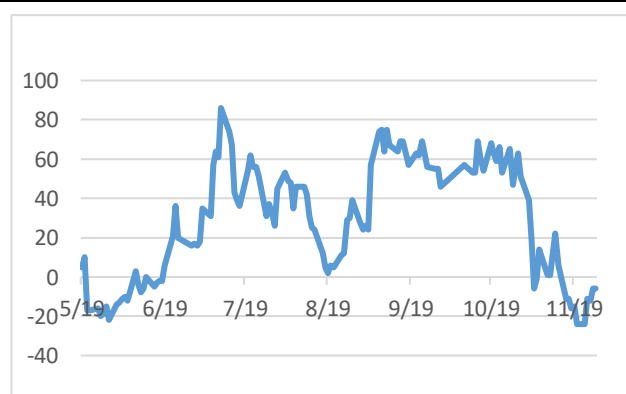
进口利润方面，11 月配额外巴西糖自 430 元/吨缩小至 277 元/吨，排船量相应降低，大量买糖后，进口对利润需求提升。

图 19：郑糖 5 月-9 月合约价差



资料来源：文华财经，单位：元/吨

图 20：郑糖 1 月-5 月合约价差



资料来源：文华财经，单位：元/吨

#### 四、总结与概况

基本面迥异令糖期货外强内弱。

国际方面，供需缺口依旧存在，泰国糖可出口量大幅缩水，高升水将为常态，市场需要寻求巴西糖弥补缺口，即使南巴西增产 1159 万吨，但出口强劲，库存仅增长 228 万吨，大范围收榨后去库速度将加快，压力消化。印度出口补贴政策主导国际贸易流松紧程度，基于财政压力及国际糖价上涨，补贴力度降低是大概率事件，叠加政策出台推后，印度糖对国际市场冲击将不及上榨季，关注政策进展。天气风险增加，因 11 月南巴西降雨仍不足，拉尼娜预期下，甘蔗单产下降担忧升高。因此，外盘回调空间有限。

国内方面，四季度大量进口糖将继续冲击现货市场，进口糖浆缺乏政策管控预期，将进一步挤占甜菜糖市场份额，叠加南方新糖上市增加，而春节推后因素导致节前采购延后，现货市场仍难有起色。但成本提升季，经历 11 月大幅降价后，现货价格存底部支撑。且进口利润降低，大量囤糖后，排船量降低，明年 1 月进口将降至地量，外盘回调有限预期下，后期进口预期有所改善。

策略方面，郑糖低估值，但需消化现货压力，可留意中线投资。

## ■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做任何保证，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证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## ■联系我们

### 管理总部 200120

地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1502 室

Tel: 021-68395023

Email: zzzjb@zzfco.net

### 烟台营业部 264000

地址：烟台市芝罘区西关南街 2 号万达金融中心 20 层

Tel: 0535-6695733 传真: 0535-6692349

Email: zzyt@zzfco.net

### 青岛营业部 266071

地址：青岛市南京路 9 号联合大厦 19 层

Tel: 0532-85753103 传真: 0532-85753173

Email: zzqd@zzfco.net

### 临沂营业部 276004

地址：临沂市兰山区沂蒙路 454 号华泰(嘉锐)大厦 801

Tel: 0539-8053280 传真: 0539-8053280

Email: zzly@zzfco.net

### 大连营业部 116023

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2208 室

Tel: 0411-84806638 传真: 0411-84806338

### 济南营业部 250000

地址：济南市市中区阳光新路 67 号济南欧亚大观商都 A1-1105

Tel: 0531-83165837 传真: 0531-83165836

Email: zzjn@zzfco.net

### 广西分公司 116023

地址：广西南宁五象新区五象大道 403 号富雅国际金融中心 6512-6513 室

Tel: 0771-5505082 Email: zzgx@zzfco.net

### 烟台总部 264010

地址：山东省烟台市芝罘区万达金融中心 A 座 20 楼

Tel: 0535-6692646

Email: zzqh@zzfco.net

### 上海分公司 200120

上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1503 室

Tel: 021-68580502 Email: zzsh@zzfco.net

### 沈阳营业部 110004

地址：沈阳市和平区三好街 100-4 号 702-704 室

Tel: 024-31258299 传真: 024-31258292

Email: zzsy@zzfco.net

### 烟台分公司 265701

地址：烟台市开发区长江路天马中心 1 号楼 23 层 2301 号房

Tel: 0535-2169566 传真: 0535-2169566

Email: zzlk@zzfco.net

### 江苏分公司 210019

地址：南京市建邺区兴隆大街 188-1 号

Tel: 025-66687725

Email: zzjsu@zzfco.net

### 华中分公司 430000

地址：武汉市江汉区中央商务区泛海国际 SOHO 城第 3、4、6 幢 4 号楼 9 层 7 号

Tel: 027-83555585

Email: zzhz@zzfco.net

### 宜昌分公司 443000

地址：宜昌市伍家岗区新外盘商业中心楼 000301-01

Tel: 0717-6229585

Email: zzyc@zzfco.net