



白糖年报：或许天气将成为再续牛市的催化剂

研究报告 · 年报

摘要

报告作者

作者：姜颖

E-mail: jiangying@glqh.com

从业资格号：F3015011

投资咨询号：TZ010860

报告日期：2020 年 12 月 31 日

独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国际原糖，与宏观环境息息相关，原油和疫情是决定其走势的关键。明年疫苗大范围接种后，待全球疫情好转，消费复苏，原油价格将继续上升，从而通过糖醇比间接降低巴西糖供应。同时，叠加泰国产量前景下降，印度出口补贴政策不及预期，2021 年国际食糖供需缺口可能在 350 万吨的基础上进一步加大。预期 2021 年原糖整体以上涨为主。

国内郑糖，在大宗商品存在通胀预期、农产品普涨的大环境下，糖价 2020 年却并未形成涨势，后期存在补涨需求。此外，根据白糖三年牛市三年熊市的周期规律，这轮牛市将于 2022 年达到最高点。因此，虽然这次牛市被疫情所打断，但尚未结束。参考 2008-2009 年拉尼娜背景下郑糖的大牛市，同时考虑到本次拉尼娜将持续到 2021 年一季度结束，可以想象，若 2021 年的冷冬对甘蔗主产区形成霜冻，将驱动郑糖牛市的再次形成。节奏上，年前备货季以及夏季用糖高峰容易推高行情。同样，进口方面的风险不可忽视。进口报告制度下，白糖进口量将稳步增加。同时，进口糖浆关税仍未上调，2021 年进口糖浆或许将进一步冲击国内市场。但根据近期所掌握的情况看，边境的执法力度和海关的检查力度有所增强，所以冲击也许在可控范围内。



一、2020 年行情走势回顾

2020 年全球范围内遭遇新冠疫情，在农产品当中，对国际原糖的影响应该说是最大的。1 月份泰国预期减产，ICE 原糖曾一度攀升至 15 美分上方。疫情爆发后，原油价格受到冲击，促使全球最大的糖生产国巴西调高糖醇比，食糖产量放大，ICE 原糖大幅跌入 10 美分以下。5 月份后，随着全球情绪的缓解和原油反弹，原糖震荡攀升，目前已重回 15 美分关口。

图 1 ICE 原糖主力合约日线图



数据来源：博易大师 国联期货

相比较而言，国内郑糖对疫情的反应不似原糖那般大，主导今年国内糖价的主要因素是进口。1 月-3 月郑糖在疫情恐慌和原糖大幅下跌的带动下拐头下行。4 月份则在市场对贸易保障措施到期关税下调的预期中加速下滑，主力合约跌至年内最低位 4762 元/吨。随后 5 月份关税下调落地，配额外白糖纳入进口报告管理制度，被市场解读为国内糖市将逐步放开进口，郑糖低位震荡 3 个月。

图 2 郑糖指数日线图



数据来源：博易大师 国联期货

8 月份，进口许可发放缓慢，同时需求回升，糖价震荡上行。而 9-11 月，原糖与糖浆进口量放大，冲击国内市场，郑糖主力合约再次从 5400 元/吨附近下跌至成本线以下。12 月，在农产品普遍强势的环境中，叠加郑糖跌破成本线，多头资金进入缺少基本面支撑的郑糖，拉升 300 元/吨左右。期间关税税则委员会公布 2021 年进出口税率，糖浆进口税率未如市场预期上调，部分压制郑糖。

二、2021 年白糖市场影响因素分析与展望

2.1 国际糖：由过剩转向短缺，原油和疫情走势是关键

与上一榨季国际糖市的供应宽松格局不同，2020/21 榨季，国际原糖将出现供应缺口。国际糖业组织 ISO 表示，2020/21 年度全球糖市供应缺口将在 350 万吨，产量前景下降。预测 2020/21 年度全球糖产量为 1.711 亿吨，低于之前预估的 1.735 亿吨。糖产量遭下调的国家包括泰国（870 万吨调降至 820 万吨）、印度（3150 万吨调降至 3100 万吨）、以及欧盟（1680 万吨下修至 1630 万吨）。全球 2020/21 年度糖消费量预计为 1.746 亿吨，略高于之前预估的 1.742 亿吨，且较上一年度高出 2.9%。

图 3 巴西糖醇比

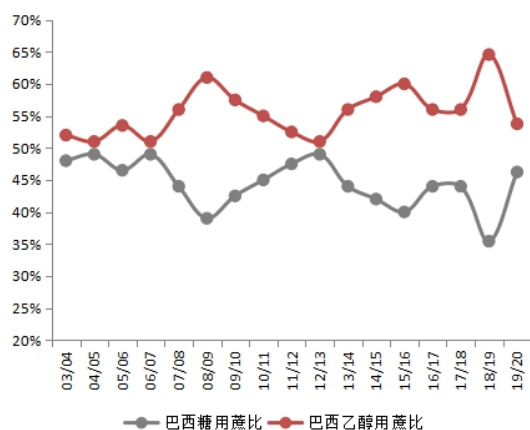
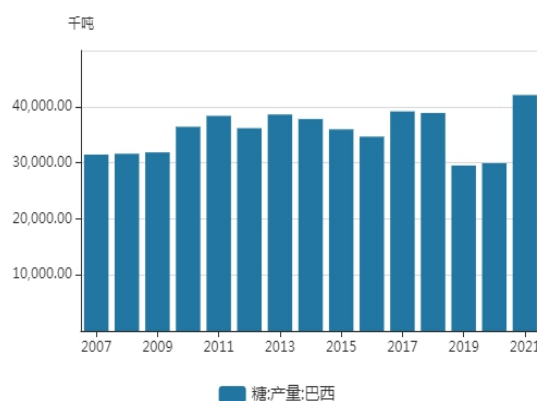


图 4 巴西糖产量



数据来源：Unica Wind 国联期货

巴西 2020/21 榨季的蔗糖生产已经进入尾声。疫情下能源价格受挫导致巴西在本榨季大幅提高糖醇比（由 34.51% 提高至 46.24%），生产了创纪录的糖。根据巴西甘蔗行业组织 Unica 公布的数据，本榨季截至 12 月 16 日中南部累计压榨甘蔗量达到 5.969 亿吨，同比增加 3.21%，累计产糖 3818 万吨，同比大增 44.24%。而巴西农业部下属的巴西国家商品供应公司 Conab 预估本榨季巴西食糖产量将达到 4180 万吨，远远高于 2019/20 榨季的产量 2980 万吨。

印度方面，由于 2020/21 榨季开榨较早且甘蔗产量改善，截至 12 月中，已有 460 家糖厂开榨，同比增加 48 家，累计产糖 737.7 万吨，同比大增 61%。印度糖业协会 ISMA 预计印度 20/21 榨季产糖量约为 3100 万吨，加上 1070 万吨期初库存，糖总供应量为 4170 万吨，国内糖需求量预计为 2600 万吨。备受市场关注的印度出口补贴近日公布，印度政府正式批准向糖厂提供 350 亿卢比的补贴，用于在 2020-21 年度出口 600 万吨糖，作为其帮助糖厂兑付蔗款的措施之一。2019/20 年度（10-9 月）印度政

府曾提供每吨 10448 卢比的出口补贴, 总共花费 626.8 亿卢比。由于补贴金额水平低于市场预期, 因此印度糖 2021 年大量流向市场的条件是国际糖价继续上涨, 至出口利润为合理水平。

图 5 印度糖产量

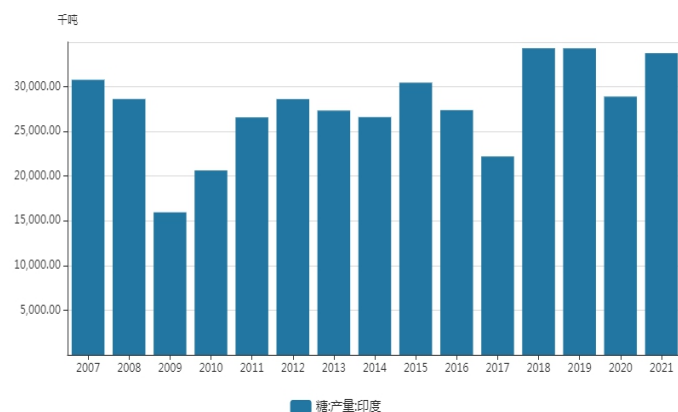
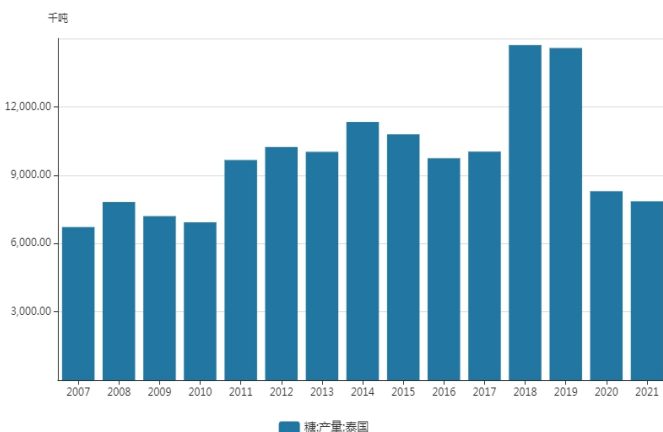


图 6 泰国糖产量



数据来源: Wind 国联期货

泰国方面, 2019/20 榨季泰国的甘蔗产量为 7490 万吨, 总计产糖 827 万吨。由于 2020 年持续的干旱, 2020/21 榨季糖产量将继续减少。截至 12 月 15 日泰国共 37 家糖厂开榨, 同比减少 16 家, 累计压榨甘蔗 116.17 万吨, 同比减少 86.89%, 累计产糖 7.06 万吨, 同比减少 90.27%。

国际原糖的需求与宏观环境关系比较大。虽然疫苗进展顺利, 各国开启疫苗接种, 但近期又出现了变异毒株并出现扩散, 食糖需求的复苏进程似乎无法加快。2021 年国际糖市的走势表现将与新冠的控制息息相关, 一旦转好, 食糖需求将有大幅回升, 为价格提供支撑。

此外, 由于巴西糖醇转化机制, 原油价格对国际糖价的走势也有间接影响。疫情后国际原油在不断复苏, 但目前价格仍然未突破 50 美元。待疫情出现好转, 原油价格继续抬升, 将利好食糖。

2.2 国内糖: 核心是进口量, 预期稳定增加

本年度进口糖浆意外增加, 因此我们在分析白糖进口时, 需要考虑两部分, 一是正常的白糖配额内与配额外进口, 二是糖浆进口量。

根据海关数据, 2020 年截至 11 月, 进口食糖累计 436 万吨, 相比去年同期增加 118 万吨, 增幅 37.11%, 处于近四年的年进口量最高位。根据船期判断, 12 月份进口量估计在 51 万吨左右, 那么全年进口量将达到 487 万吨, 与 2015 年进口最高峰数量相当。从具体的进口节奏上来看, 自 5 月 21 日关税从 85% 下调至 50%, 加上船期, 8 月份进口量开始放大, 8-12 月每月进口量均处于历年同期高位。

图7 白糖进口量（年度）

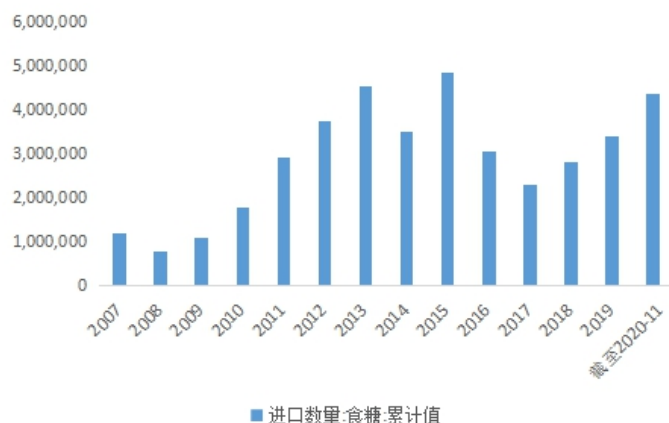
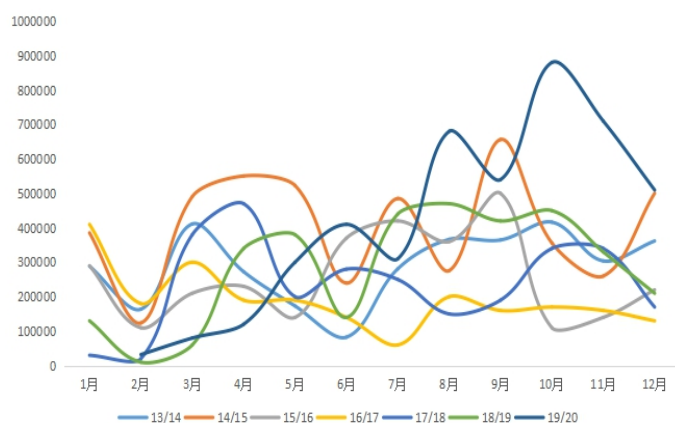


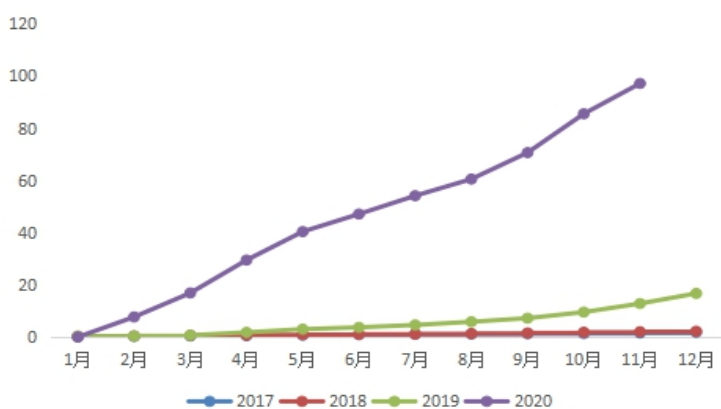
图8 白糖进口量（月度）



数据来源: Wind 国联期货

进口糖浆（大部分来自泰国），在2020年较大程度上冲击了国内市场。11月份，进口糖浆11.63万吨，同比增加8.35万吨，幅度高达255%。2020年1-11月累计进口糖浆97.15万吨，同比增加84.33万吨，是2019年同期的7.6倍。由于今年的疫情以及加大了边境执法力度，走私糖数量较少。

图9 进口糖浆月度累计值（单位：万吨）



数据来源: 海关总署 国联期货

无论是原糖还是糖浆，影响进口量的都是关税，这也是今年市场非常重视的关键点。我们来回顾并梳理一下今年涉及关税的事件脉络：

(1) 5月份贸易保障措施到期，配额外进口关税从85%降至50%；

(2) 白糖纳入进口报告制度范畴，市场预期白糖进口将逐步放开；

(3) 进口糖浆凭借零关税大量进入我国，截至10月份，共进口糖浆85.47万吨，创造我国进口糖浆年进口量的历史记录。市场呼吁并预期政府将对进口糖浆有所管制，比如提高税率。

(4) 11月15日，中国正式签署《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP），从调降关税的品种来看，白糖未在列，但糖浆在关税壁垒消除名单中。白糖价格跌入谷底。市场对具体的关税调整给予

了重视，认为政府会采取措施控制糖浆输入。

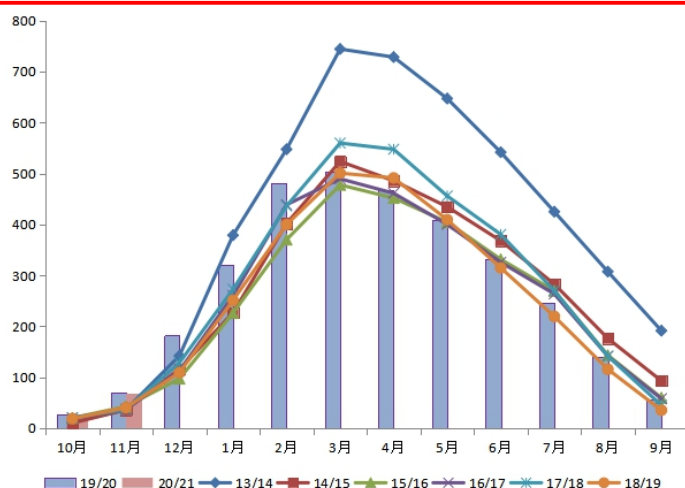
(5) 12月23日，国务院关税税则委员会发布进口关税，糖浆进口税率并未上调，本已从低位反弹的郑糖拐头下跌。

从发布的进出口关税细则进行分析，糖浆的进口只是调整了税目税则，并没有调整税率，我国进口糖浆的主要来源地——东盟地区，糖浆进口依然是零关税。白糖配额内关税依然为15%，配额外依然为50%。没有如市场预期调整关税，2021年进口糖浆仍将冲击国内市场。但据说海关对进口糖浆的检查力度有所加大，所以冲击也许是可控的。

2.3 消费恢复至疫情前水平，库存压力不大

2020年1-3月份受疫情影响，消费骤减，食糖工业库存攀升至历年同期高位。随后国内疫情管控逐步放松，消费复苏，库存降至较低位置，并延续至10月份。11月库存略有上升，但压力不大。国内食糖消费由于早已恢复到疫情前水平，因此需求端较为稳定。虽然新糖面临集中上市，但元旦及春节的季节性消费旺季即将到来，年前备货小高峰对价格存在支撑。

图10 食糖工业库存情况（单位：万吨）



数据来源：Wind 国联期货研发部

2.4 天气或成郑糖再续牛市的催化剂

白糖素有三年牛市三年熊市的规律。按照时间计算，2020年本应是牛市的启动之年，但由于疫情的突袭牛市被生生打断。但我们需要注意的是，08年启动的白糖超级大牛市当中，是因为拉尼娜的存在，使得我国大部地区气温比往年更低，而广西云南等甘蔗主产区遭遇霜冻，白糖产量下滑。2020年拉尼娜的影响下，寒潮已经来到，冷冬已不可避免，甘蔗主产区可能存在霜冻风险。从美国气候预报中心公布的拉尼娜预测情况来看，拉尼娜现象目前为中等强度，时间上预估持续到2021年第一季度，二季度强度减弱。在此期间，若霜冻出现，将驱动郑糖牛市的再次形成。

图 11 海水温度监测

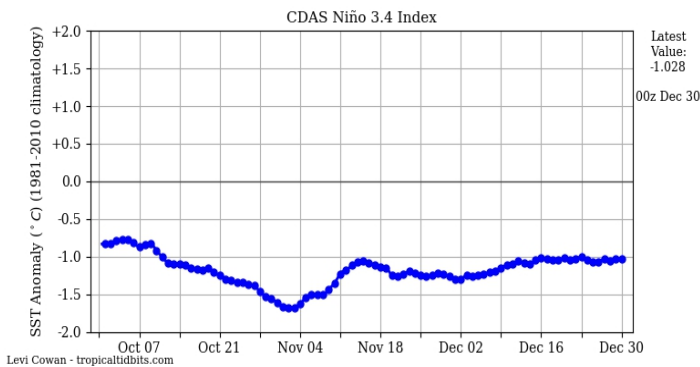
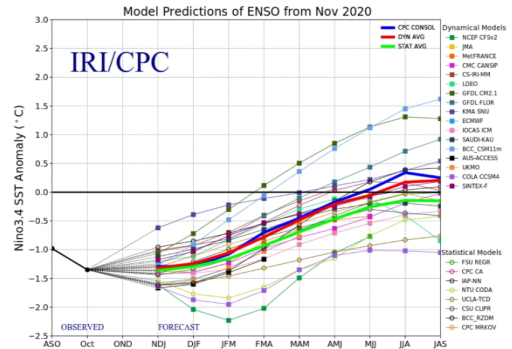


图 12 拉尼娜强度预测



数据来源: CPC TropicalTidbits 国联期货

三、总结与后市展望

国际原糖，与宏观环境息息相关，原油和疫情是决定其走势的关键。明年疫苗大范围接种后，待全球疫情好转，消费复苏，原油价格将继续上升，从而通过糖醇比间接降低巴西糖供应。同时，叠加泰国产量前景下降，印度出口补贴政策不及预期，2021 年国际食糖供需缺口可能在 350 万吨的基础上进一步加大。预期 2021 年原糖整体以上涨为主。

国内郑糖，在大宗商品存在通胀预期、农产品普涨的大环境下，糖价 2020 年却并未形成涨势，后期存在补涨需求。此外，根据白糖三年牛市三年熊市的周期规律，这轮牛市将于 2022 年达到最高点。因此，虽然这次牛市被疫情所打断，但尚未结束。参考 2008-2009 年拉尼娜背景下郑糖的大牛市，同时考虑到本次拉尼娜将持续到 2021 年一季度，可以想象，若 2021 年的冷冬对甘蔗主产区形成霜冻，将驱动郑糖牛市的再次形成。节奏上，年前备货季以及夏季用糖高峰容易推高行情。

同样，进口方面的风险不可忽视。进口报告制度下，白糖进口量将稳步增加。同时，进口糖浆关税仍未上调，2021 年进口糖浆或许将进一步冲击国内市场。但根据近期所掌握的情况看，边境的执法力度和海关的检查力度有所增强，所以冲击也许在可控范围内。



联系方式

国联期货

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

E-mail: jiangying@glqh.com

免责声明

本报告中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作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎