

# 白糖：至暗时刻已过 曙光还远吗？

研究总监：张笑金

## 年报摘要：

### ● 2021 年市场分析逻辑

- 1、20/21榨季全球原糖市场供需关系继续改善，价格底部有望缓慢抬升。预计巴西食糖产量环比回落，尽管印度大幅增产但可供出口量不变，仍为600万吨。泰国受干旱影响产量继续维持历史低位。疫情的爆发延缓了食糖由供应过剩周期向缺口周期的转换节点，各机构对于缺口与过剩的判断虽有分歧，但无疑全球糖供应压力最大的时刻已经过去。价格方面，原糖期价在2020年二季度已经测试出极端情况下的底部，未来随着疫苗的推广，疫情得以逐渐控制，全球经济复苏可期，食糖消费也将回到常态，全球食糖供需关系将在20/21榨季继续改善。原糖价格有望向18美分/磅靠拢，全年前低后高的概率较大，低点看12.5-13美分/磅。
- 2、多种糖源之下，国内供应压力略大于原糖市场。国内产量预计1050万吨，进口环节不确定性较大，预计进口总量继续小幅增加，疫情管控之下走私糖维持低位，糖浆进口增速不减，储备糖在糖价不高于5600-5800元/吨时投放概率不大。消费领域复苏节奏慢于工业品的情况下，对于明年食糖消费持常态预期。全年来看供应依然充裕，但压力在减轻。糖价大幅下行的动力不足，空间也不大，更多的是用时间来完成底部构建。糖价的突破口在于原糖价格回升的带动及货币宽松下的大宗商品价格整体抬升。预计20/21榨季价格区间不超过上榨季，参考区间4850-5900元/吨。

### ● 风险因素

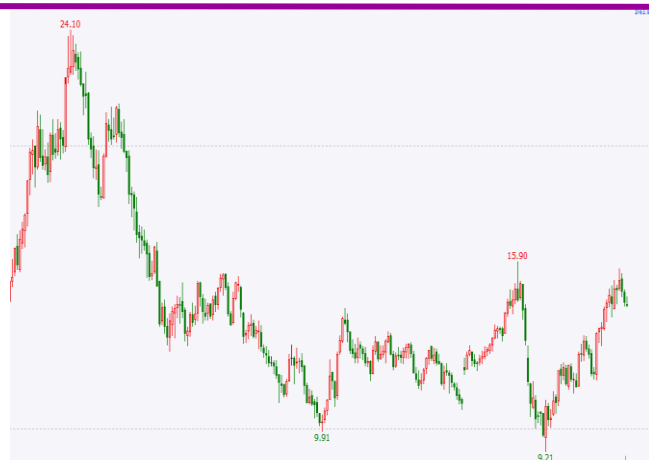
- 1、进口政策仍存不确定性；
- 2、全球疫情控制节奏；
- 3、美元、巴西雷亚尔走势。

## 一、2020 年白糖行情回顾

2020 年原糖期价上半年受疫情影响快速下跌，下半年缓慢反弹攀升。全年波动区间 9.2-15.9 美分/磅。年初持续发酵泰国减产题材，并于 2 月中旬创出全年高点，此后随着疫情在欧洲、美国逐渐蔓延，原油价格大幅回落、雷亚尔快速贬值、巴西估产创新高，原糖受此影响，快速回落跌至 10 美分/磅之下。此后市场情绪逐渐缓和，原油价格止跌回升，原糖期价陆续修复上行。下半年泰国产量继续维持低位、全球消费降幅好于预期，原糖价格不断走强，直到年底印度出口补贴补跌政策迟迟未能兑现，原糖创出 15.66 美分/磅的阶段高点。全年原糖期货价格上涨 6.92%。

2020 年郑糖期价上半年紧跟原糖节奏，年中窄幅震荡，年底在供应压力之下，继续低迷。全年波动区间 4760-5900 元/吨。年初跟随原糖短暂冲高，此后受疫情、原油、原糖走势影响，断崖式下跌，跌破 4800 元/吨后，市场开始缓慢修复，此后在进口政策预期的影响下窄幅震荡，交易中枢在 4950-5350 元/吨之间。临近年尾供应充裕，诸多压力之下，期价不断下探跌破 5000 元/吨。全年主力合约期价下跌 11.57%。

图 1：ICE11 号原糖周线图（美分/磅）



资料来源：文华财经

图 2：白糖主力合约周线图（元/吨）



资料来源：文华财经

## 二、20/21 榨季全球食糖供需格局环比改善

### 1、20/21 巴西产量的关键仍在制糖比

巴西因制糖比例大幅调整，20/21 榨季糖产量大增。截至 11 月巴西累计制糖比为 46.49%，比上榨季提高了 12 个百分点。从 2020 年年初开始，市场不断围绕巴西制糖比的调整幅度展开猜测，因对天量增产的担忧，一度令原糖期价承压。截至 11 月底，巴西中南部，累计压榨甘蔗 5.95 亿吨，同比增长 3.32%，累计产糖 3809 万吨，同比增长 44.16%。机构预计巴西最终产量将在 3900 万吨。在大幅增产压力之下巴西保持着较好的出口势头。截至 11 月 20/21 榨季巴西累计出口 2515

2

万吨，同比增加 1194 万吨，增幅 90%。从 2020 年 7 月开始巴西月度出口量持续维持历史高位。未来如印度糖不能如期供应，巴西仍将在国际贸易流中占据主角。

图 3：巴西食糖供需（千吨）

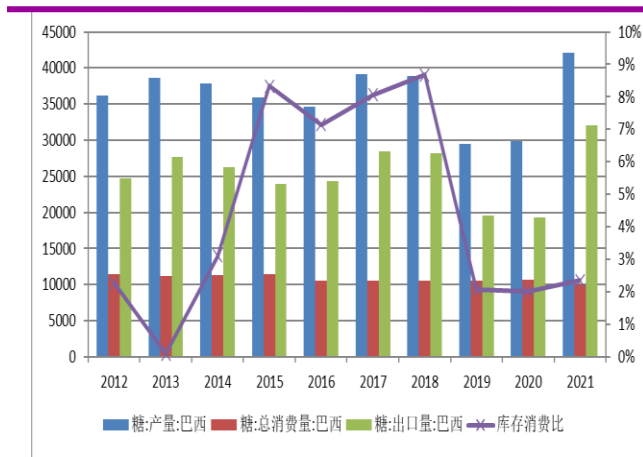
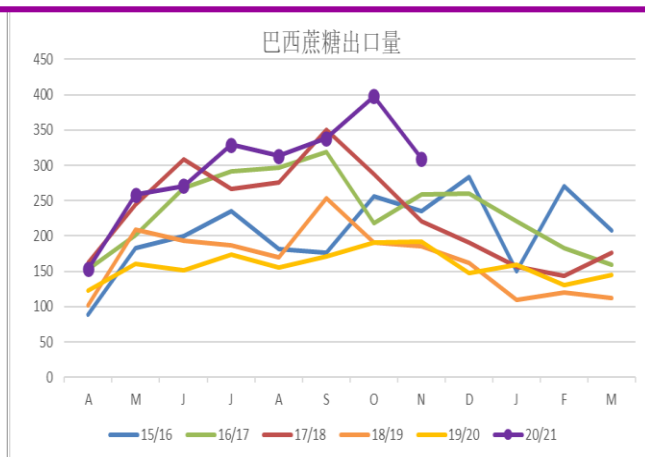


图 4：巴西糖出口（万吨）



资料来源：美国农业部 光大期货研究所

资料来源：巴西甘蔗协会 光大期货研究所

20/21 榨季巴西产量的关键仍在制糖比。截至目前巴西降雨尚属正常，早期干旱问题略有缓解。各机构预测后期降雨也较为充沛，利于巴西甘蔗生长。从近五年来巴西生产数据来看，巴西中南部入榨甘蔗量基本维持在 5.7-6.1 亿吨之间，但制糖比例的调整幅度在 35%-45%之间，使得最终糖产量的差异在千万吨级别。因而新年度巴西糖产量不仅仅在于甘蔗产量，更关键的因素依然是制糖比及原油价格走势。目前看原油价格再次回到低价区的概率较小，乙醇需求也将环比改善，制糖比有望从今年超 46%的高水平回归到常态。

图 5：中南部入榨甘蔗量及糖产量（万吨）

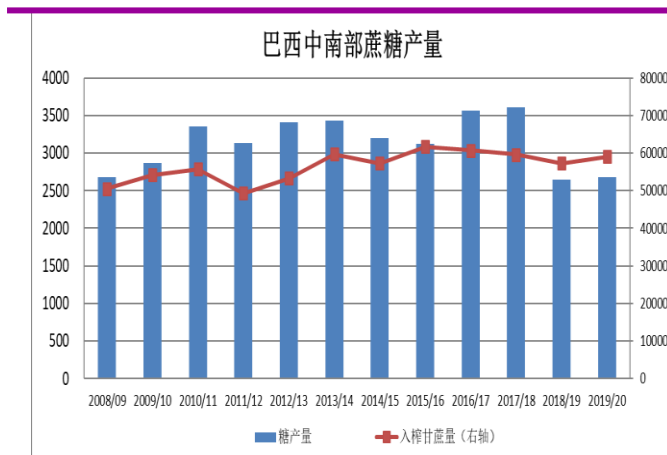
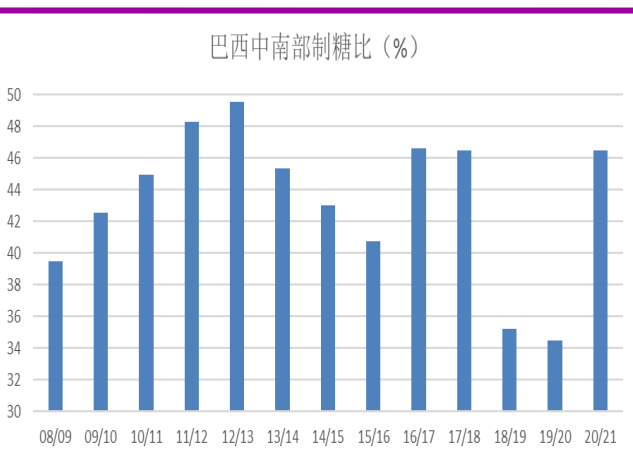


图 6：制糖比 (%)



资料来源：巴西甘蔗协会 光大期货研究所

资料来源：巴西甘蔗协会 光大期货研究所

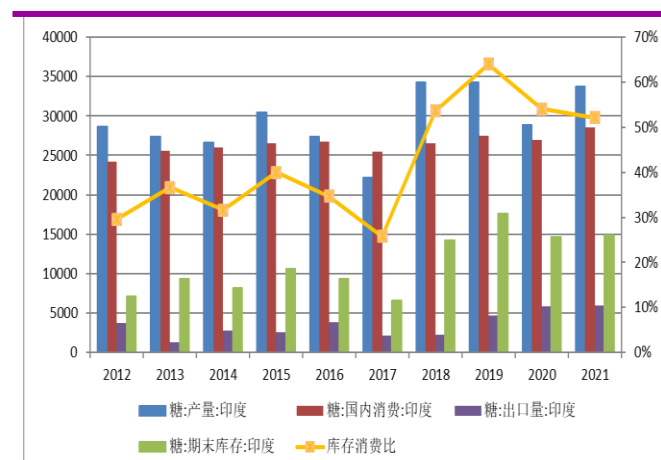
## 2、印度估产继续上升，但出口补贴仍为 600 万吨

印度 20/21 榨季出口补贴政策终于姗姗来迟。依靠补贴政策印度 19/20 榨季实现了 580 万吨

的出口，基本完成出口计划。疫情之下，印度政府财政紧张，大幅缩减补贴幅度。20/21 榨季出口补贴为每吨 5833.33 卢比（约合 79.3 美元），补贴额度低于上榨季的 10448 卢比/吨。补贴量仍为 600 万吨。印度对于国际市场价格的影响主要看可实现的出口量，在这一补贴幅度下，预计 15-15.5 美分/磅，可实现出口。如无补贴，想实现出口需要原糖价格达到 18-18.5 美分/磅。

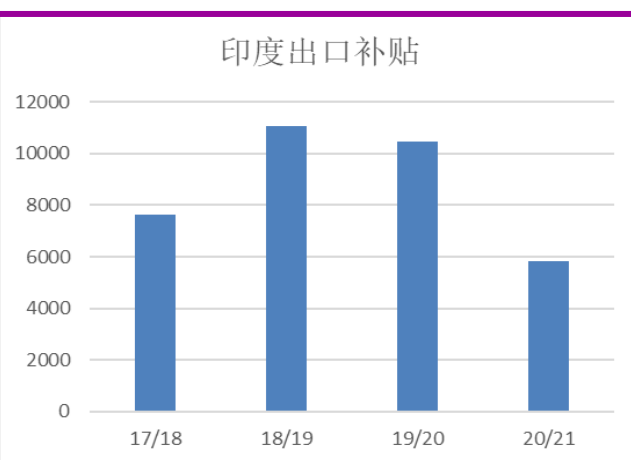
根据美国农业部报告数据 20/21 榨季印度食糖产量预计 3376 万吨，较上榨季大幅增加 486 万吨。消费量预计 2850 万吨，增长 150 万吨，出口量预计为 500 万吨。与中国类似，印度也是高库存国家，预计 20/21 榨季印度库存仍高达 1487 万吨，库存消费比由 54% 降到 52%。

图 7：印度食糖供需（千吨）



资料来源：美国农业部 光大期货研究所

图 8：印度出口补贴（卢比/吨）

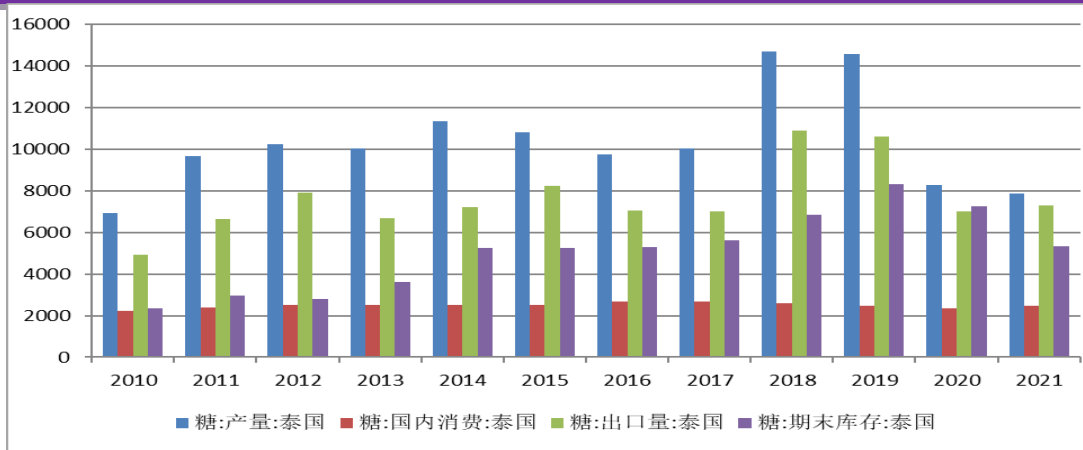


资料来源：天下粮仓 光大期货研究所

### 3、泰国产量继续保持在历史低位

因种植面积下降及干旱问题，泰国产量连续两年维持历史低位，出口也随之回落。根据美国农业部报告的数据，2019/20 年度泰国食糖产量 829 万吨，较上年的 1458 万吨，大幅回落，出口也由 1061 万吨回落至 700 万吨，为近三年最低水平。20/21 榨季泰国产量预估 785 万吨，出口预计 730 万吨，仍维持历史偏低水平，泰国出口量下降使得亚洲贸易流偏紧，给予巴西、印度留出一定市场空间。

图 9：泰国食糖供需（千吨）



资料来源：美国农业部 光大期货研究所

2020 年全球食糖市场因疫情影响，消费下调，巴西制糖比大幅调整使得糖产量超预期，最终全球食糖缺口幅度压缩，延缓了食糖由供应过剩周期向缺口周期转换的时间。2021 年，巴西难以连续两年维持峰值产量，同比略有回落的概率较大；印度估产继续调高，但可供到国际市场的量有限，仍为 600 万吨，泰国产量继续维持历史低位。

随着消费逐渐恢复到常态，全球食糖供应压力最大的时候已经过去，食糖供需格局继续环比改善。根据美国农业部报告最新预估，2020/21 年度全球糖产量将增加 1637 万吨至 1.82 亿吨；全球糖消费量预计 1.74 亿吨，同比提高 361 万吨，期末库存预计 4281 万吨，同比下降 344 万吨。

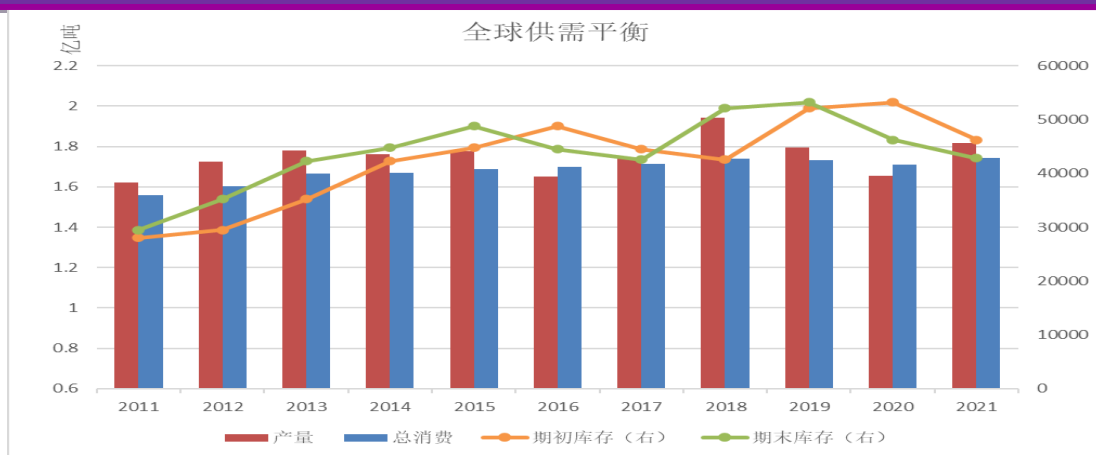
表 1：各机构对 2020/21 榨季全球食糖缺口量预估

机构名称	产量 (亿吨)	消费量 (亿吨)	缺口量 (万 吨)	报告日期
国际糖业组织 (ISO)	1.711	1.746	350	202011
嘉利高	1.767	1.713	-540	202012
StoneX	1.838	1.86	220	202010
美国农业部	1.82	1.74	-800	202011

资料来源：天下粮仓 光大期货研究所

图 10：全球食糖供需 (亿吨、千吨)





资料来源：美国农业部 光大期货研究所

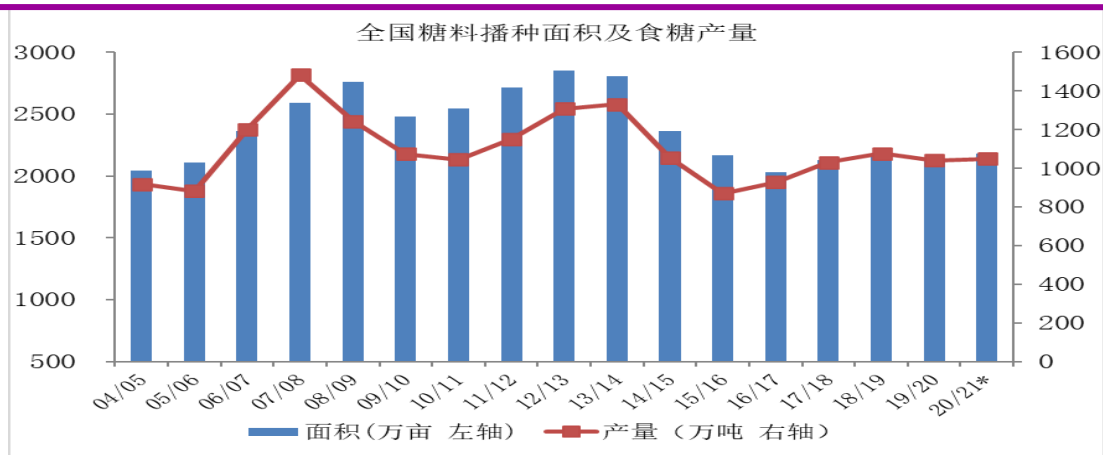
### 三、国内糖产量持平 供应压力主要来自于糖及糖浆进口

#### 1、20/21 榨季我国食糖产量继续持平

2020 年我国糖料种植面积 2082 万亩，较上一年减少 2.48%。预计 20/21 榨季我国产糖 1050 万吨，基本与上榨季持平。其中，预计广西产量由 600 万吨增加至 630 万吨，云南由 217 万吨减少至 188 万吨，甜菜糖总量与上榨季基本持平。

从产业角度看，甘蔗收购价格已经连续三年维持不变，农民收益有保障，甘蔗种植面积相对稳定。但与此同时糖厂承担着较重的社会责任，终于在 2019/20 榨季实现行业扭亏为盈，目前糖价偏低，2021 年春季糖料种植面积问题值得关注。另外，从土地资源的角度看，内蒙古地区仍有扩种空间，但糖价低迷周期，糖厂推广意愿不及预期，甜菜糖总量持平。总的来看，近年来我国糖料种植面积相对稳定，如无重大天气问题，食糖产量稳定在 1040-1070 万吨的级别，国内产量波动较小。

图 11：我国糖料种植面积及产量（万亩；万吨）



资料来源：糖协 光大期货研究所

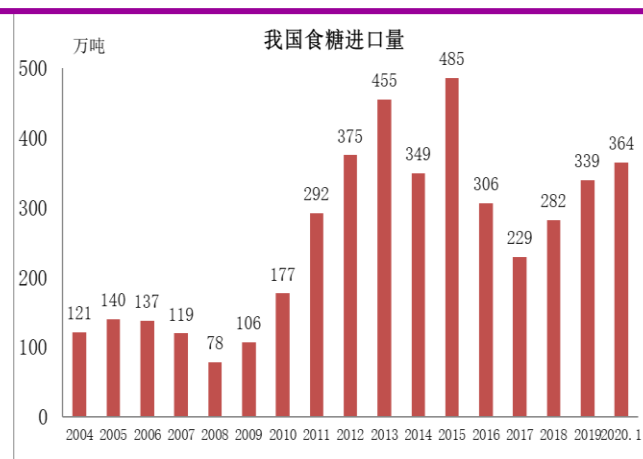
## 2、国内供应的关键变量依然在进口环节

供应的最大不确定性来自于进口环节。我国食糖进口采取配额制，配额内税率为15%，进口数量为194.5万吨。保障向关税到期后，配额外进口税率恢复到50%。自2020年7月1日起，将关税配额外食糖进口纳入《实行进口报告管理的大宗农产品目录》，实行大宗农产品进口报告管理。

2020年1-10月我国食糖进口量365万吨，已经超过去年全年的进口量。在当前“一带一路”大环境下，开放是大势所趋。过于严苛的进口限制已不符合当前市场形势，进口总量增加是确定的，但从阶段性来说，何时进、全年总量依然是不确定的，我们寄希望于进口秉承“按需、有序”原则。

疫情之下，困扰我国食糖市场多年的走私糖问题，在2020年被极大程度的弱化。糖浆进口激增，引发关注。自2020年春季开始，糖浆进口问题逐渐进入大众视野，在11月的桂林糖会上更是备受抨击，各省协会会长呼吁严禁糖浆进口。11月底中国糖业协会发布强化自律的公开信，呼吁全体会员不参与糖浆进口、加工、经销和使用。争议背后，是急剧增长的进口量。2020年1-10月我国糖浆进口量为85.48万吨，较去年同期增长近八倍。如果按照七成的折糖率推算，相当于进口了近60万吨白糖。最令市场担心的是，糖浆进口数量理论上可以不受任何限制，实际上仍需考虑糖液的保质期问题、境外工厂产能问题、内外价差问题、国内销售等多因素。总的来看，2021年糖浆问题仍将继续困扰我国食糖市场，让本就承受供应压力的市场变得更为严峻。

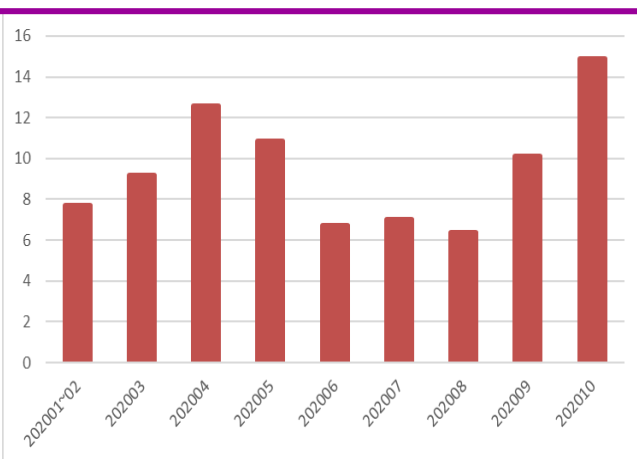
图 12：食糖年度进口量（万吨）



资料来源：海关总署 光大期货研究所

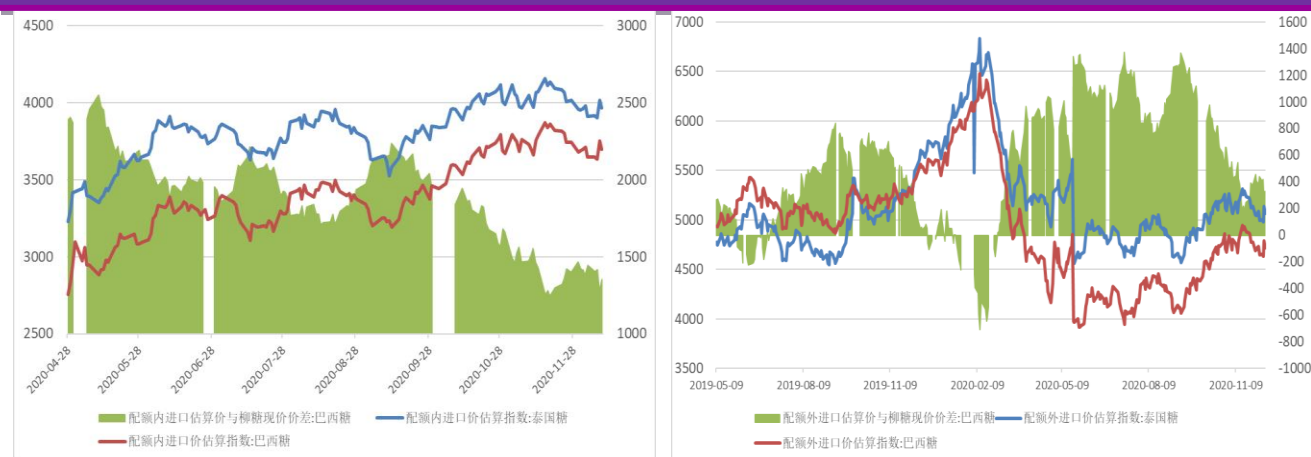
图 14：配额内进口估算价（元/吨）

图 13：糖浆进口（万吨）



资料来源：海关总署 光大期货研究所

图 15：配额外进口估算价（元/吨）



资料来源: Wind 光大期货研究所

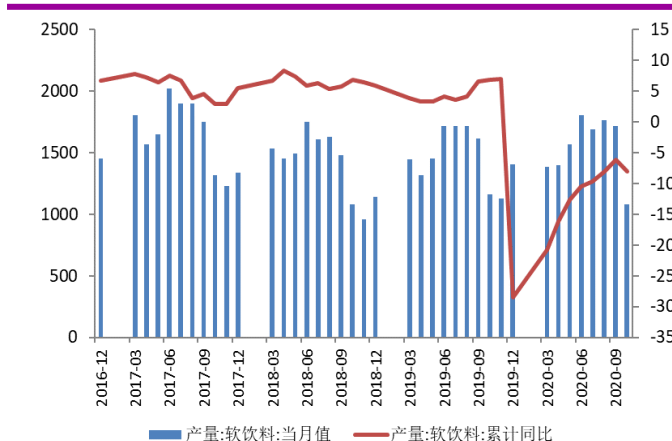
资料来源: Wind 光大期货研究所

#### 四、消费环比改善、恢复常态

对于2021年度的食糖消费,我们仍持常态预期。修正因疫情导致的消费减量部分,恢复到常态1500万吨。

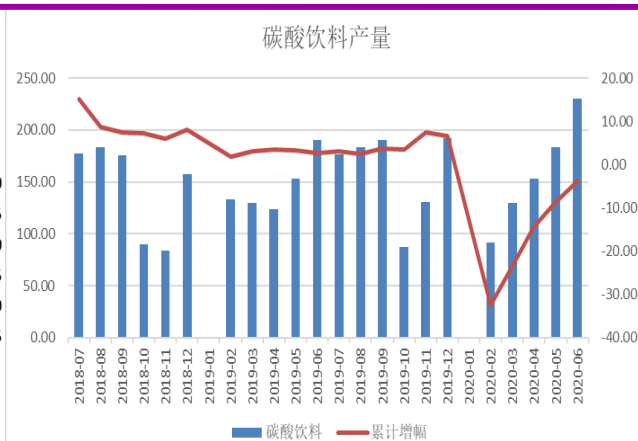
根据国家统计局数据,2020年1-10月,我国软饮料产量累计14010万吨,同比下降8%。2020年1-6月我国糖果产量累计127万吨,同比下降13.8%。1-6月我国碳酸饮料产量累计868万吨,同比下降3.7%。含糖食品的产销量原本相对稳定,庞大的人口基数下长期缓慢增长。2020年是近年来我国主要含糖食品产量增速首次出现负增长。我们有理由相信,随着疫情被有效控制,含糖食品以及食糖消费将环比改善回到常态。

图 16: 软饮料产量 (万吨)



资料来源: 国家统计局 光大期货研究所

图 17: 碳酸饮料产量 (万吨)



资料来源: 国家统计局 光大期货研究所

#### 五、未来行情展望

综合来看,20/21榨季全球原糖市场供需关系继续改善,价格底部有望缓慢抬升。预计巴西



食糖产量环比回落，尽管印度大幅增产但可供出口量不变，仍为600万吨。泰国受干旱影响产量继续维持历史低位。疫情的爆发延缓了食糖由供应过剩周期向缺口周期的转换节点，各机构对于缺口与过剩的判断虽有分歧，但无疑全球糖供应压力最大的时刻已经过去。价格方面，原糖期价在2020年二季度已经测试出极端情况下的底部，未来随着疫苗的推广，疫情得以逐渐控制，全球经济复苏可期，食糖消费也将回到常态，全球食糖供需关系将在20/21榨季继续改善。原糖价格有望向18美分/磅靠拢，全年前低后高的概率较大，低点看12.5-13美分/磅。

多种糖源之下，国内供应压力略大于原糖市场。国内产量预计1050万吨，进口环节不确定性较大，预计进口总量继续小幅增加，疫情管控之下走私糖维持低位，糖浆进口增速不减，储备糖在糖价不高于5600-5800元/吨时投放概率不大。消费领域复苏节奏慢于工业品的情况下，对于明年食糖消费持常态预期。全年来看供应依然充裕，但压力在减轻。糖价大幅下行的动力不足，空间也不大，更多的是用时间来完成底部构建。糖价的突破口在于原糖价格回升的带动及货币宽松下的大宗商品价格整体抬升。预计20/21榨季白糖期货价格波动范围不超过上榨季，参考区间4850-5900元/吨。

**表 2：国内供需平衡表（万吨）**

榨季	结转库存	产量	进口量	走私	抛储	糖浆折糖	合计	消费	出口	合计	盈余
19/20	35	1041	375	60	40	50	1601	1400	15	1415	186
20/21*	57	1050	390	60	40	80	1677	1500	15	1515	162

资料来源：光大期货研究所

## 研究员简介

张笑金 郑州商品交易所白糖高级分析师。期货日报、证券时报第八届最佳期货分析师评选中荣获“最佳农产品分析师”称号。多次赴广西调研，对品种、产业链有深刻的了解。长期在《期货日报》、《中国证券报》发表评论文章。

执业资格证号：F0306200

投资咨询资格号：Z0000082

## 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作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，报告仅面向我公司客户中的专业投资者客户。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品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

## 联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127