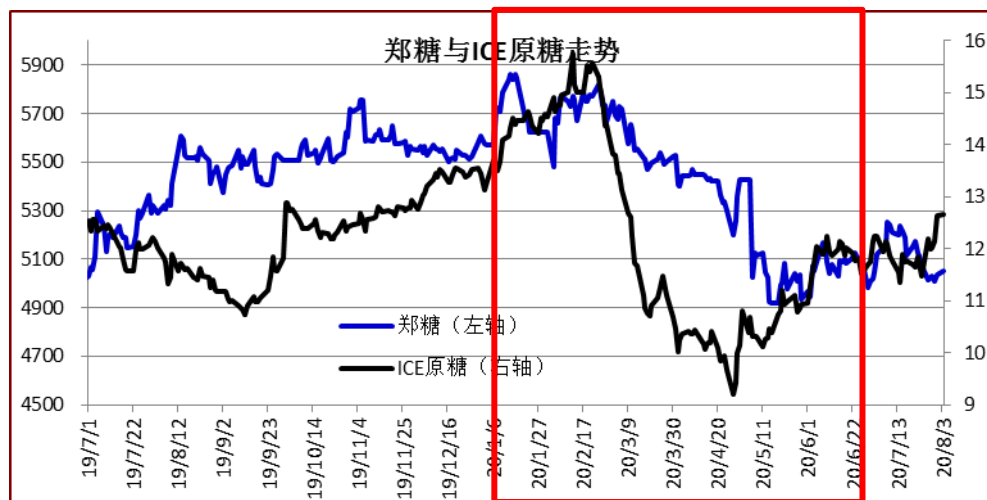


一、糖市行情回顾

2020 年上半年新冠肺炎肆虐，全球资产波动加剧。国内外糖市走势也是如此，打上鲜明的时代烙印。我国进口政策悄然转向，内外价差逐步回归。

图 1：糖价走势



数据来源：Wind、永安期货

1. 原糖行情回顾

2020 年上半年（截止 6 月 30 日），ICE 原糖近月累计下跌 12.67%。结果平淡无奇，过程惊心动魄。上半年原糖的行情波动可以分为三个阶段。第一阶段：从年初到 2 月下旬，外盘继续交易泰国减产，一路攀升至 15 美分/磅，在巴西乙醇平价处遇阻。第二阶段：随着海外疫情发酵，原油崩盘、巴西汇率崩塌，原糖断崖式下跌，跌至 9 美分/磅，创下近 10 多年的新低。第三阶段：4 月底，原油和汇率企稳反弹，原糖也由 10 美分/磅以下的价值洼地上行至 12 美分/磅。

回顾上半年，原油、汇率等非原糖自身基本面的变化，带动原糖走出一段波澜

壮阔的行情。原油和汇率影响巴西乙醇平衡价，原糖和乙醇之间的平衡点被打破，制糖比制乙醇划算，市场预期制糖比改变，全球的供需平衡表也随之改善。

2. 郑糖行情回顾

2020 年上半年（截止 6 月 30 日），郑糖累计下跌 10.61%。相对于原糖的极端行情，郑糖走势相对温和。郑糖上半年行情同样可以分为三个阶段：第一阶段：从年初到 3 月初，郑糖高位震荡，甚至在节后第二个交易日强势涨停。第二阶段：3 月初到 4 月底，郑糖补跌，快速下挫。第三阶段：从 4 月底到现在，郑糖区间震荡。

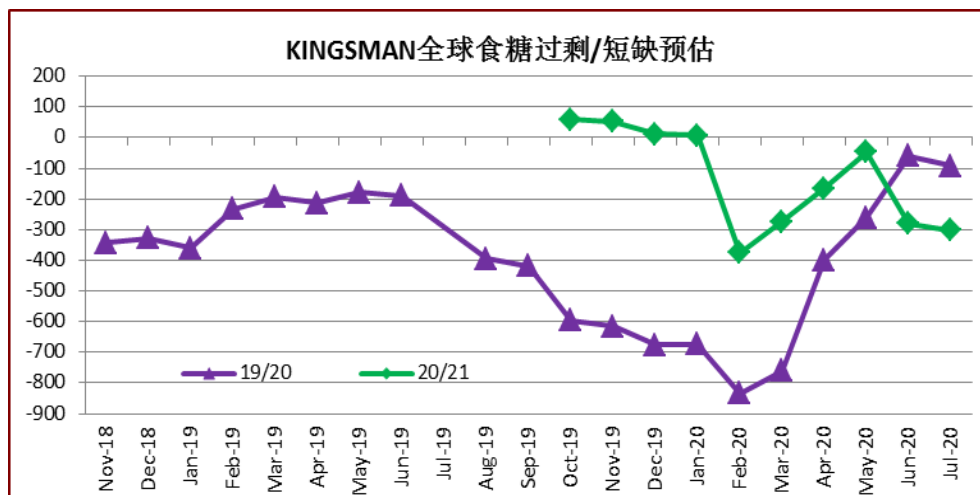
疫情对消费有负面影响，但春节后，糖的产销数据不错，没有反应出疫情的影响，糖价保持高位。后期随着消费下降体现在糖厂的销售中，糖价终于跟随外盘向下，走出一段约 1000 元/吨的下跌行情。

二、全球糖市供需格局

1. 全球：供增需减，缺口缩小

19/20 年度，全球供需预期发生较大的调整，以普氏的调整为例，今年 2 月，随着对泰国产量的下调，供需缺口达到最大，缺口 833 万吨，随后伴随着巴西制糖比预期上调和全球食糖消费的下调，供增需减，供需缺口缩小至 7 月的 91 万吨。

图 2：普氏全球食糖供需调整过程

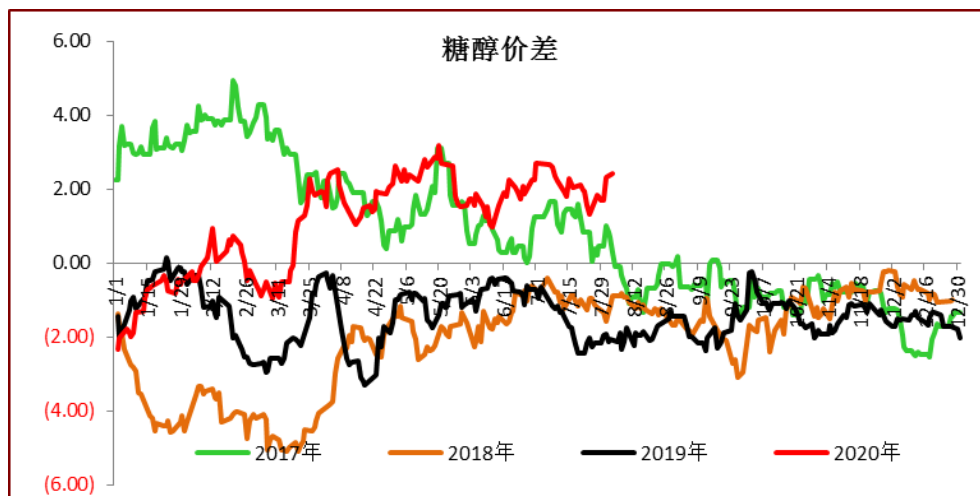


数据来源：KINGSMAN、永安期货

2. 巴西：全球稳定供应的希望

巴西中南部地区在连续两个年度制糖比例约为 35%，食糖产量约为 2650-2680 万吨之后，本来度终于迎来食糖产量大爆发，食糖产量预期 3630 万吨，产量重回 17/18 年度的峰值。究其根源：糖醇价差大，糖厂倾向于制糖，制糖比例回到高位。

图 3：巴西糖醇价差

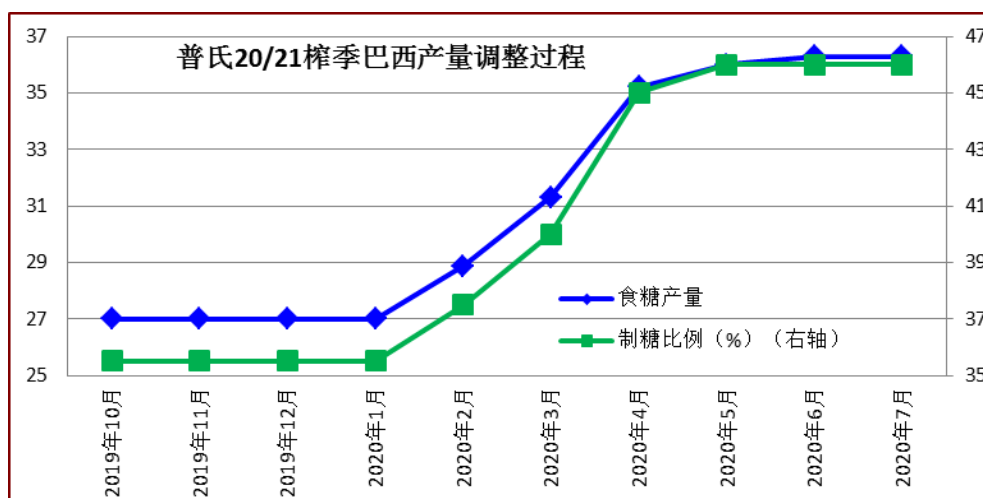


数据来源：KINGSMAN、永安期货

年初糖价涨至 15 美分/磅，即期糖价超过乙醇平衡价，同时 BMF 远期乙醇平衡价为 13.5 美分/磅，从即期和远期看，制糖都比制乙醇划算，市场对制糖比的预期开始转变。3 月初，原油急跌，巴西有水乙醇价格直线向下，叠加汇率贬值，以雷亚尔计价的巴西有水乙醇价格折算成以美元计价的乙醇平衡价，表现更弱。糖醇价差自 3 月初维持在高位，市场预期制糖比进一步提高。

19 年底，普氏预估巴西中南部地区制糖比例为 35.5%，到今年 5 月，制糖比例预估为 46%，制糖比例提高了 10.5%。与此对应，食糖产量由去年年末预估的 2700 万吨上调至 3630 万吨，提高 930 万吨。

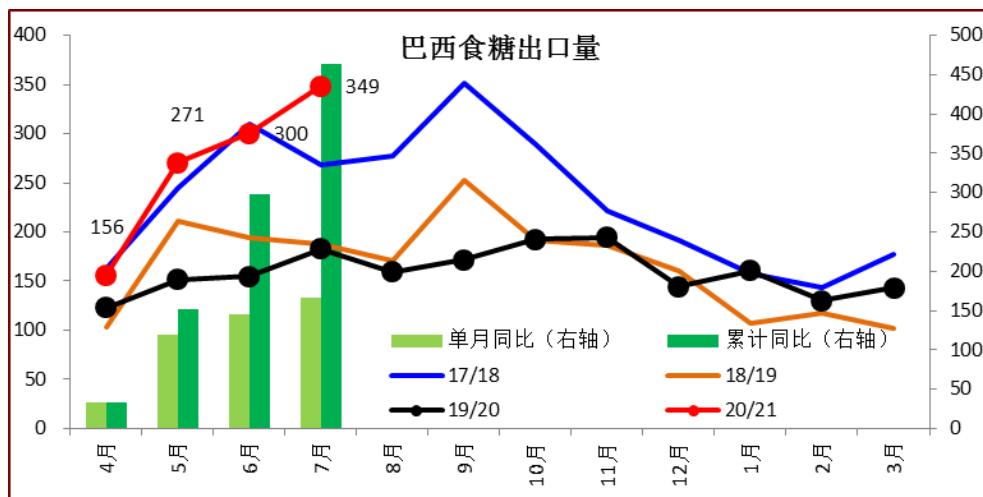
图 4：普氏 20/21 年度巴西中南部地区产量调整过程



数据来源：KINGSMAN、永安期货

泰国的大幅减产，让全球的进口需求集中转向巴西。20/21 年度 4-7 月，巴西累计出口 1076 万吨，同比增加 464 万吨，比 17/18 年度同期增加 91 万吨。目前正值巴西压榨高峰、出口高峰，巴西食糖生产的稳定、出口物流的稳定，对全球糖价有重要意义。

图 5：巴西食糖出口



数据来源：巴西外贸部、永安期货

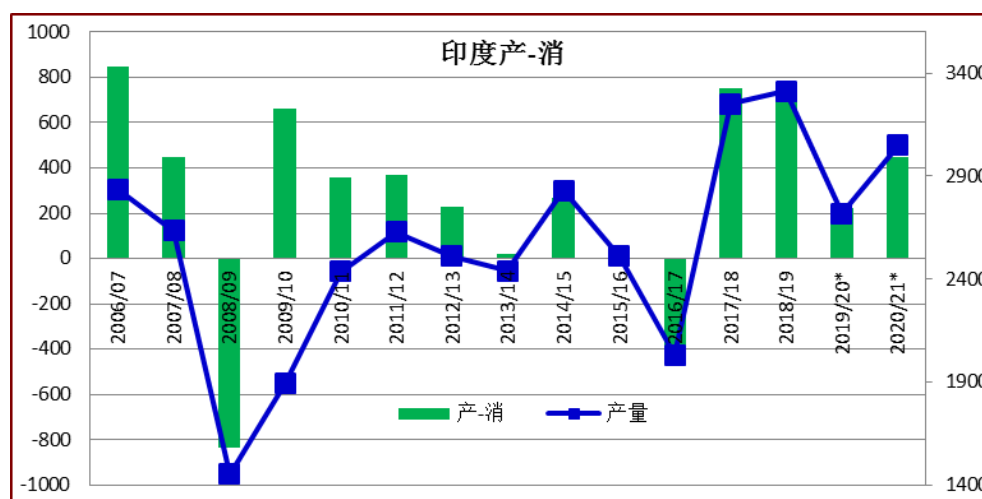
3. 印度：近几年稳定的出口

印度仍然是印度，生产一如既往的不稳定，19/20 年度，受天气干燥水库枯竭

影响，食糖产量下降约 600 万吨至 2720 万吨。印度不再是印度，食糖产量在高位波动、期末库存稳定在高位、鼓励出口已成常态。

17/18、18/19 连续两个年度，印度食糖产量分别为 3250 和 3320 万吨，创下历史记录。19/20 年度，由于天气原因，印度减产，但食糖产量仍有 2720 万吨，虽同比大降，但仍接近往年高位。由于前两个榨季大丰产积累了大量库存，尽管本年度减产，印度仍然需要鼓励出口，以消耗国内的高库存，维持国内合理库存水平。

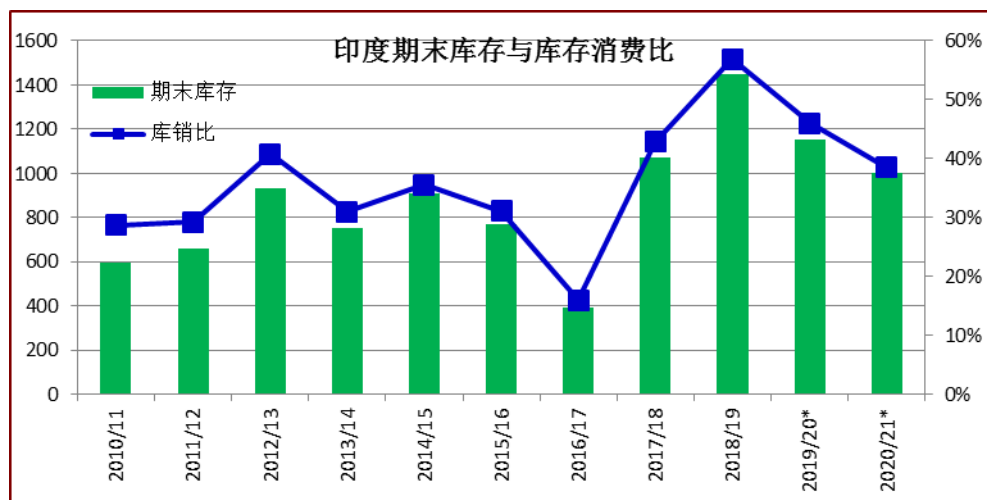
图 6：印度食糖产销



数据来源：ISMA、永安期货

2019 年印度季风降雨严重失衡，前半节严重干旱，后半节发展成洪涝。失衡的季风雨带来了 19/20 年度的减产，但后期充沛的降雨也改善了土壤和水库情况。2020 年印度季风雨季已经过半，降雨整体符合预期，与均值基本持平。在此背景下，市场预期 20/21 年度产量恢复，6 月底，印度糖厂协会（ISMA）发布 20/21 年度产量预估数据，预估食糖产量 3050 万吨，消费量 2600 万吨，出口 600-700 万吨。后期印度仍需要有新年度的出口补贴政策，才能完成新年度的出口计划。按印度出口 600 万吨计算，20/21 年度印度期末库存为 1000 万吨。

图 7：印度期末库存

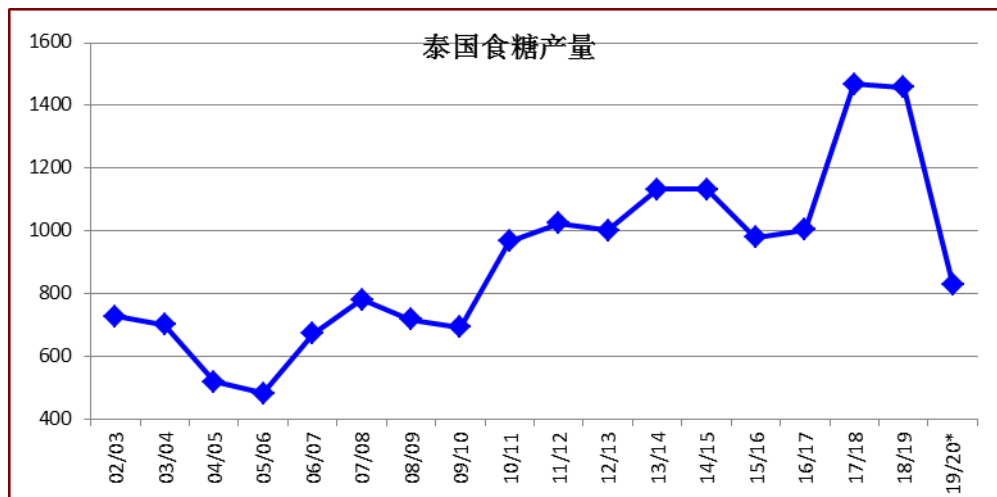


数据来源：ISMA、永安期货

3. 泰国：突如其来的减产

泰国是 19/20 年度全球糖市的黑马，食糖产量由上一年度的 1460 万吨下跌至 830 万吨，跌幅 43%。这在近 20 年的泰国糖业史上也是首次。受泰国减产驱动，ICE 糖价自 19 年 9 月末一路上行至 20 年 2 月，糖价上行约 45%。

图 8：泰国食糖产量

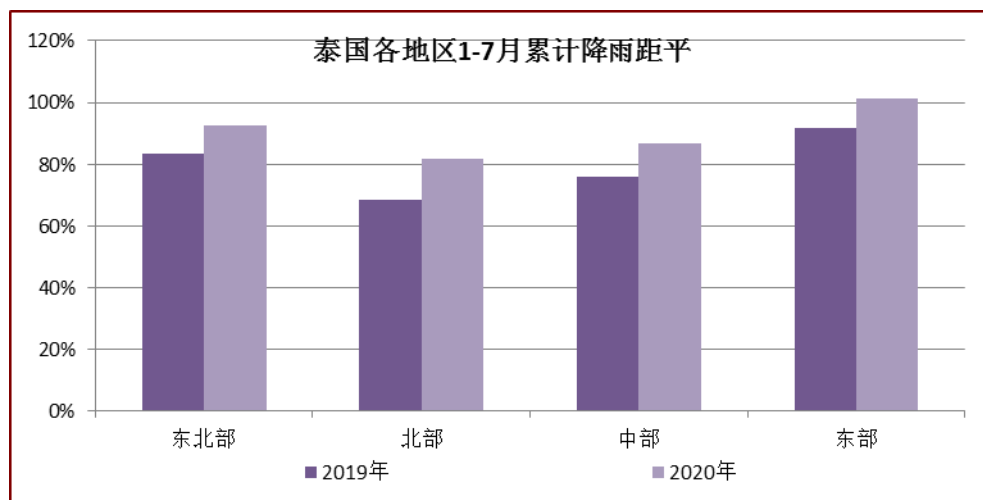


数据来源：OCSB、永安期货

从生产节奏上看，每日甘蔗压榨数据前期保持平稳，在 1 月下旬开始表现出异常，在 2 月初日榨量急剧下滑，压榨戛然而止。价格变化领先基本面变化，泰国出

口升贴水自 1910 合约交割换月开始，始终保持强劲，一路高涨。

图 9：泰国各区降雨距平



数据来源：路透、永安期货

从泰国的天气看，今年 1-7 月，泰国的降雨同比增加，但相对均值，降雨仍然偏少，20/21 年度，泰国的甘蔗产业，可能形势仍较严峻，产量或仍在低位。

泰国的大幅减产，也使其基本缺席下半年全球贸易，出口市场份额流向巴西、印度。

三、我国糖市供需格局

1. 补贴政策下，种植端趋向稳定

3 月底，广西发布《广西糖料蔗良种良法技术推广工作实施方案》。该方案总体目标是：用 3 年时间，在全区范围内，通过开展糖料蔗良种良法技术推广，基本实现新植蔗脱毒、健康种苗全覆盖，亩产提高 20%以上，蔗糖分提高 0.5—1%；机械化生产得到有效推广，高产高糖糖料蔗基地（以下简称“双高”基地）机收率达到 50%。

其中推广糖料蔗脱毒、健康种苗的任务目标是：到 2022 年，全区范围内基本实现新植蔗脱毒、健康种苗全覆盖，确保完成 1126 万亩、力争完成 1330 万亩。

补贴标准：对使用脱毒、健康种苗的按新植面积补贴 350 元/亩。

政策补贴有利于刺激和稳定甘蔗种植面积。20/21、21/22 榨季，甘蔗种植面积或稳定增长。沐甜 5 月份预估 20/21 榨季广西种植面积 1160-1170 万亩，同比微幅增长。

2. 进口政策或逐步转向

食糖进口管制颇多，从保障措施终结到纳入大宗农产品进口报告管理，或意味着进口政策方向的悄然转向。但进口新规的实施对进口量的影响，可能需要时间来解读。

保障措施终结：2020 年 5 月 22 日，中国对进口食糖采取的保障措施正式终结。为保障糖料种植者和制糖企业利益，我国对进口食糖采取保障措施，对关税配额外进口食糖征收保障措施关税，为糖业转型发展提供三年缓冲磨砺期。保障措施的终结，意味着配额外食糖进口关税由 5 月 21 日的 85%下降至常规的 50%，进口成本大幅下降，利于国内食糖加工企业参与国际食糖市场。

纳入大宗农产品进口报告管理：6 月底，商务部发布通知，将关税配额外食糖纳入大宗农产品进口报告和信息发布管理。目前我国对豆粕、大豆、油菜籽、鲜奶、猪肉、牛肉、养肉等部分大宗农产品实行进口报告管理。关税配额外食糖进口新规，有利于企业全面、及时了解中国食糖进口整体情况，适时调整进口节奏，避免集中到货和盲目进口。但进口新规没有提及市场最关心的许可证的数量和发放，也没有对企业资质提出明确要求，可能需要在后续进口流程中寻找答案。

3. 本年度累库存，下年度进口不确定

19/20 年度食糖产量 1041.51 万吨，同比减少 34.53 万吨。许可证有不确定性，暂放 200 万吨，则进口为 194.5+200 万吨。走私 60 万吨+40 万吨糖浆进口。受疫情影响，消费同比下调 50 万吨至 1470 万吨。抛储 76 万吨+40 万吨（三季度古巴糖投放）。则 19/20 年度增库存 159 万吨。

20/21 年度平衡表各个变量均有不确定性。食糖产量预估略增，消费预计从低位恢复。走私预估 50 万吨。进口端暂放与本榨季持平。下年度进口政策高度不确

定，进口端调整空间或较大。

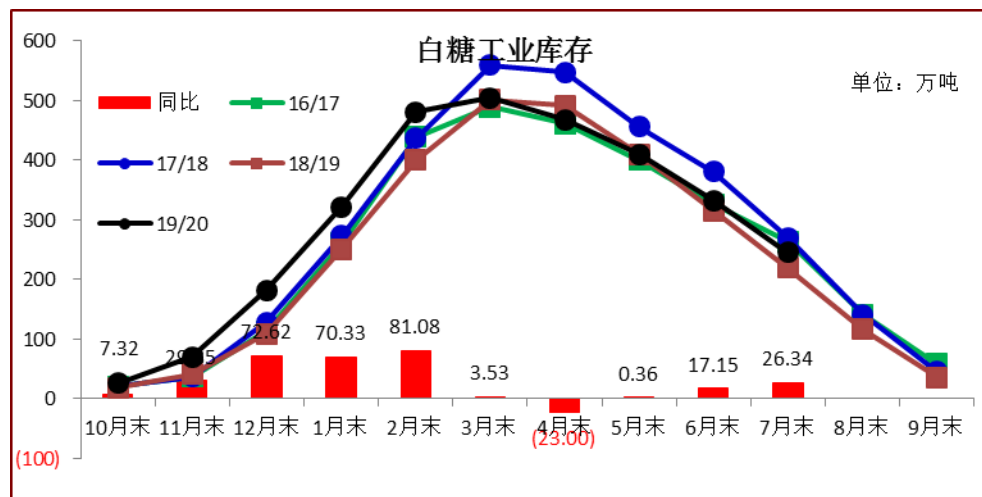
表 1：中国食糖供需平衡表

| | 17/18 | 18/19 | 19/20* | 20/21* |
|----------|-------|-------|--------|--------|
| 期初工业库存 | 58 | 45 | 35 | 102 |
| 产量 | 1031 | 1076 | 1042 | 1050 |
| 市场进口 | 205 | 311 | 355 | 355 |
| 走私 | 220 | 80 | 100 | 50 |
| 市场供应 | 1514 | 1512 | 1531 | 1556 |
| 消费 | 1510 | 1520 | 1470 | 1520 |
| 出口 | 19 | 19 | 18 | 18 |
| 需求 | 1529 | 1539 | 1488 | 1538 |
| 市场增减库存 | -15 | -27 | 43 | 18 |
| 抛储 | 0 | 40 | 116 | 40 |
| 收储 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 储备库存 | 767 | 770 | 694 | 694 |
| 实际供应 | 1514 | 1552 | 1647 | 1596 |
| 实际增减库存 | -15 | 13 | 159 | 58 |
| 国产糖过剩/缺口 | -479 | -444 | -428 | -470 |

4. 工业库存同比增加

截止 7 月底，全国累计销糖 795.7 万吨，同比减少 61 万吨，全国工业库存 245.8 万吨，同比增加 26.34 万吨。

图 10：白糖工业库存



数据来源：中国糖协、沐甜科技、永安期货

销糖的减少，一方面是疫情影响食糖消费，另一方面有进口糖的冲击。展望未来，随着进口到港增加，加工糖产量高位，国产糖的销售压力或更大，白糖工业库存或去化缓慢，同比增幅扩大。

四、糖市展望

1. 外糖：底部已现

上半年疫情之下，原油崩盘、巴西汇率坍塌，原糖跌至 9 美分/磅，刷新十年来的新低，随后从价值洼地上行。长周期看，外糖底部已现，原油、汇率都从最差的点恢复。从风险收益比的角度看，向上高于向下。但价格的抬升仍需要基本面的驱动，暂缺新的驱动。

从节奏看，全球贸易主要看巴西、印度，短期在巴西的压榨、出口高峰期，ICE 原糖或在印度出口价处有压力，随着巴西压榨高峰过去，阻力或减少。关注新榨季北半球产量。

2. 郑糖：缓慢筑底

良种补贴政策之下，国产糖供应或相对稳定，供应端的变量在进口。进口政策不确定，国内底部难以确定，或仍在缓慢筑底中。从相对价格看，国内相对外盘仍有高估。若进口政策放开的趋势持续，内外价差或将继续缩小。

免责声明：以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。且全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，客户应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我公司不承担任何责任。未经授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我们均不承担任何责任。