

白糖：历史视角的春节后市场

观点概述

从季节性经验来看，春节后市场的主要特征为：需求因节后消费的降温而变得相对弱，市场的供给端通常压力较大，进口月度到港量通常是全年的低水平。

从历史行情来看，在增产年度中节后市场价格的回调趋势体现得更加明显，而在减产年度中价格较深的回调需要额外利空因素配合。节后市场在增产周期的最后一个年度更加表现出减产年度的特征。

参考历史，目前市场处于长周期中的减产周期，价格预计保持总体强势的状态。另外，原糖价格的强势，成为国内价格的利多因素。2021年春节后的3月市场价格底部预计会逐渐抬升，表现出震荡上涨的行情特征，而不会发生深回调。

风险关注

全球疫情发展、拉尼那天气动向、贸易政策变动

研究员：许晓燕

邮箱：xuxy@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85238905

从业资格号：F0255539

投资咨询资格号：Z0002333

研究员：胡林轩

邮箱：hulx@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85135825

从业资格号：F3076492

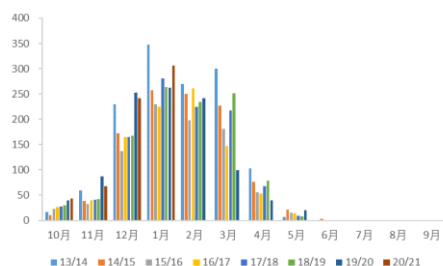
2021年02月25日

一、春节后市场的一般特征：生产高峰、需求转弱、进口低位

国内白砂糖现货和期货的价格走势表现出明显的季节性，这主要是因为相关影响因素在每个年度的特定时段中都会表现出在趋势上相同的变化，这样的特征在春节后市场有很程度的体现。

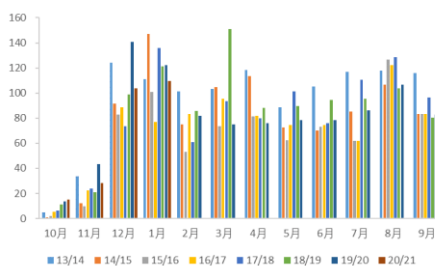
我们通常将春节假期结束后至第一季度结束的附近(大约2月下旬至3月底、4月初)称为春节后市场。春节后市场的季节性特征主要表现在需求端的变化：需求在春节前的备货期通常会变得旺盛，从而对价格产生向上的驱动；春节后，需求通常因为节后消费的降温而变得相对弱，从而价格相比春节前会趋弱。另外，供给端的特征表现出稳定性：春节假期通常发生在每年1月下旬至2月中旬，假期前后时间贯穿当年的一季度，这个时候南方产区位于甘蔗压榨高峰，国内市场的供给端通常处于压力较大的时期。进口方面，一季度的月度到港量通常是全年的低水平区间，进口到港压力通常较小，为国内糖价提供一定的支撑。

图 1：历年月度产量（万吨）



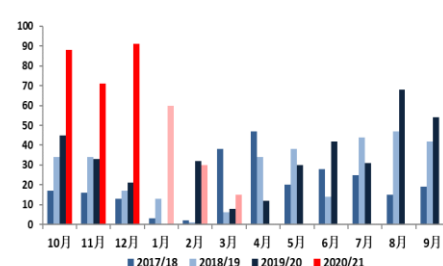
来源：中糖协、国海良时研究

图 2：历年月度销量（万吨）



来源：中糖协、国海良时研究

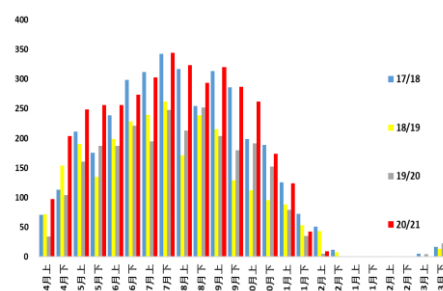
图 3：历年月度进口量（万吨）



来源：海关总署、国海良时研究

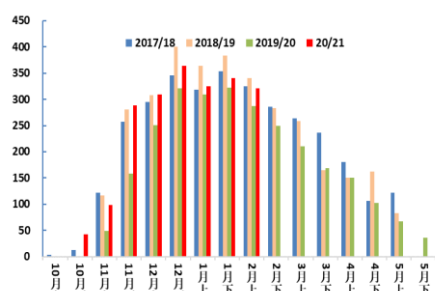
外盘方面，国际市场通常也表现出一定的季节性：由于在每年的1月、2月、3月南半球主产国巴西的停榨，国际市场重心转移到北半球，那么当年主产国印度和泰国的生产和出口会更大程度地影响国际市场走势（这个走势通常受影响于印度和泰国本身的产量情况），从而对国内市场产生影响。

图 4：巴西月度产量（万吨）



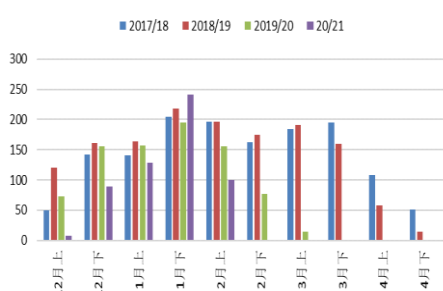
来源：UNICA、国海良时研究

图 5：印度月度产量（万吨）



来源：ISMA、国海良时研究

图 6：泰国月度产量（万吨）



来源：TSMC、国海良时研究

总体而言，从一般的理论和经验来看，如果将外盘走势看作一个外生变量的话，春节后的国内市场状况可以认为主要受到四个方面因素的影响：国内需求、国内产量、进口状况、外盘走势。接下来，我们将结合以上四个因素的变化回顾自 2006 年 1 月 6 日白糖期货上市以来历年春节后市场的走势，进而对 2021 年春节后市场做出分析。

二、历年春节后市场走势：增产周期偏弱，减产周期偏强，额外因素配合

2005/06 榨季为当期第三个减产年度，市场的减产预期在当期榨季开启时已经将现货价格抬升至历史高位，期货主力合约达到 6246 元/吨的高点。2006 年 1 月 5 日至 2 月底，国家共向市场抛储 108 万吨，糖价也在当年春节后企稳，之后转向掉头。当年市场对当期榨季的减产预期主导了行情，叠加春节前的备货，期货和现货都达到一个高点。春节后的市场因为国家继续抛储，加之春节后需求降低，国内市场就此开启了熊市行情。

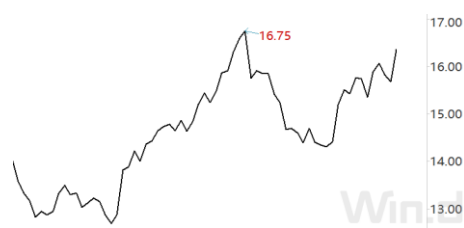
图 7：2006 年 1-4 月现货走势



图 8：2006 年 1-4 月郑糖走势



图 9：2006 年 1-4 月原糖走势



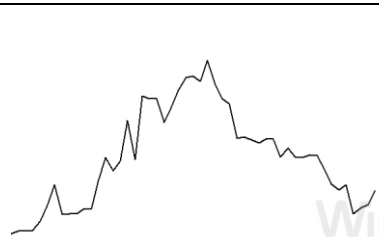
数据来源：WIND、国海良时研究

数据来源：WIND、国海良时研究

数据来源：WIND、国海良时研究

2006/07 榨季市场预期当年白糖大幅增产，市场价格因此整体趋弱。2007 年春节年后，市场传闻新一轮收购价格将较之前 3500 元/吨提高，市场现货和期货价格就此反应，走出了一波小行情，但后期证明收购价格依旧维持在 3500 元/吨，成交量也较小，糖价经历了一波下调。2007 年的春节后市场主要受到额外需求预期——国储收购的影响，导致春节后需求状况发生改变，而市场的增产预期也限制了郑糖的高度。

图 10：2007 年 1-4 月现货走势



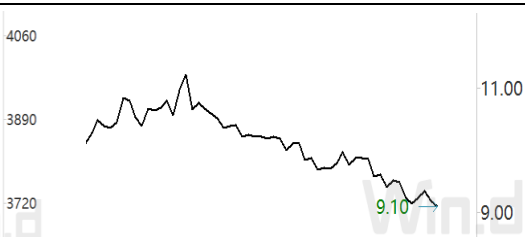
数据来源：WIND、国海良时研究

图 11：2007 年 1-4 月郑糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

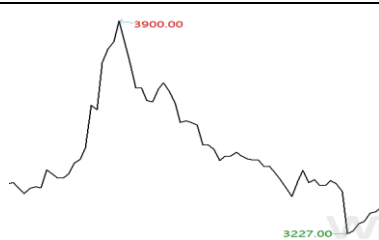
图 12：2007 年 1-4 月原糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

2007/08 榨季市场再次预期当年度增产，现货市场价格总体趋弱运行。2008 年春节，南方发生冰冻灾害，市场预期将对南方主产区甘蔗造成严重影响，期货市场年后开盘后迎来一波冲高，但之后糖价也不得不面临羸弱的基本面状况，另外冰冻灾害对产区的影响小于预期，糖价在冲高之后于 3 月回落。

图 13：2008 年 1-4 月现货走势



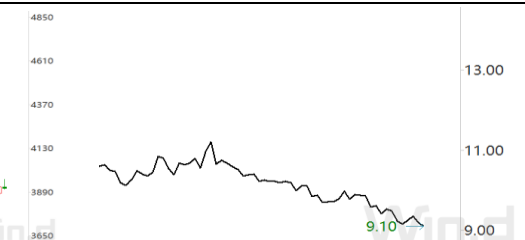
数据来源：WIND、国海良时研究

图 14：2008 年 1-4 月郑糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

图 15：2008 年 1-4 月原糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

在全球市场经历美国次贷危机后，世界经济开始了缓慢的复苏进程。同时，2008/09 榨季国内市场开始了新一轮的减产周期，伴随着宏观经济的复苏，糖价也由弱转强。2009 年 1 月国储开始了新一轮的 80 万吨的计划收储，同春节前备货需求一起刺激了糖价，国内现货和期货市场应声开始走强。春节后市场在延续一段时间强势后，在需求转弱的 3 月和 4 月，国内糖价转为高位震荡。

图 16: 2009 年 1-4 月现货走势



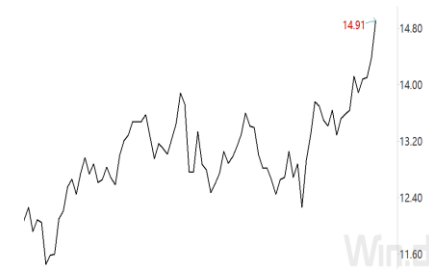
数据来源: WIND、国海良时研究

图 17: 2009 年 1-4 月郑糖走势



数据来源: WIND、国海良时研究

图 18: 2009 年 1-4 月原糖走势



数据来源: WIND、国海良时研究

2009/10 榨季继续减产, 市场也在榨季开始之初给予了良好的表现。在当期榨季开始之后, 国家为了稳定市场开始了新一轮抛储, 然而对糖价的打压作用有限。国内市场在春节备货的气氛下, 郑糖创出又一个历史高位。假期过后, 需求减弱, 国内库存累计, 郑糖在 3 月、4 月经历了一波回调。

图 19: 2010 年 1-4 月现货走势



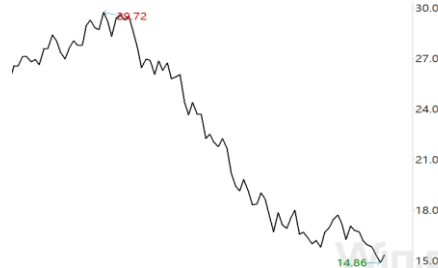
数据来源: WIND、国海良时研究

图 20: 2010 年 1-4 月郑糖走势



数据来源: WIND、国海良时研究

图 21: 2010 年 1-4 月原糖走势



数据来源: WIND、国海良时研究

2010/11 榨季国内食糖再次减产。榨季伊始, 国内糖价再冲上新高, 国储在 2010 年 11 月宣布继续抛储, 以求稳定国内价格。抛储短期内打压了国内糖价, 但随着榨季的深入进行, 紧张的基本面仍然主导了市场。郑糖持续上涨, 并在春节刚刚结束后创造了合约交易以来的历史最高点——7604 元/吨, 接下来在需求减弱, 供给端累库的情况下, 郑糖在 3 月和 4 月经历了暂时的下跌。

图 22：2011 年 1-4 月现货走势



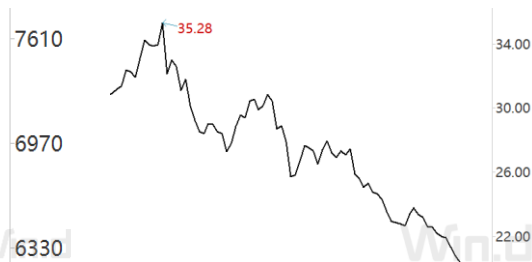
数据来源：WIND、国海良时研究

图 23：2011 年 1-4 月郑糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

图 24：2011 年 1-4 月原糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

2011/12 榨季国内市场重回增产年度。在上一榨季国储大量抛储之后，期货和现货市场转入下跌区间。基于之前大量抛储的补充，国储于 2011/12 增产榨季开始收储，计划数量为 50 万吨。2012 年一季度的糖价由季节性需求和收储支撑，春节后转入震荡行情，并与 4 月下旬进入下跌区间。

图 25：2012 年 1-4 月现货走势



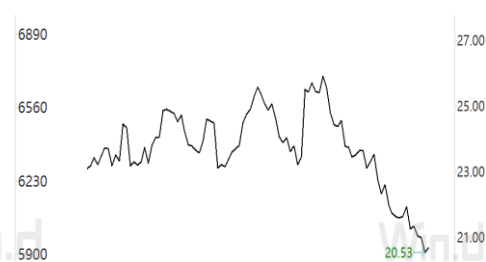
数据来源：WIND、国海良时研究

图 26：2012 年 1-4 月郑糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

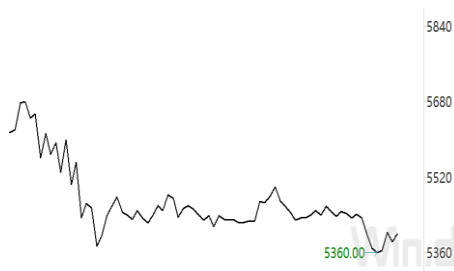
图 27：2012 年 1-4 月原糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

2012/13 榨季国内白糖继续增产，糖价总体趋势震荡下行。由于国内价格较高，外盘持续低迷，2013 年国内进口糖数量创历史新高，对国内糖价产生很大的压力。当年度，国储收购密集，在一定程度上稳定了国内糖价。2012 年 12 月下旬，国储宣布计划 150 万吨的收购计划，其中约 30 万吨为轮换数目，在一定程度上刺激了年底糖价走强。然而受到国内供给和进口的双重压力，1 月糖价持续走弱。之后节后走势继续偏弱，4 月下旬开启下跌探底。

图 28：2013 年 1-4 月现货走势



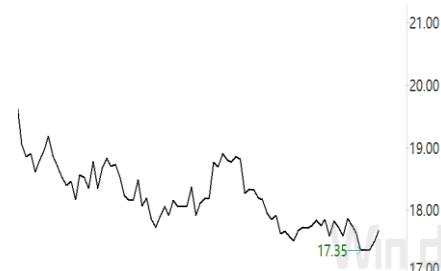
数据来源：WIND、国海良时研究

图 29：2013 年 1-4 月郑糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

图 30：2013 年 1-4 月原糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

2013/14 榨季是当期增产周期的最后一个年度。2014 年春节后，中央一号文件表示要继续实施收储政策，刺激了国内糖价的上涨，之后在 3 月下旬经历了回调。在进入 2014 年下半年之前，郑糖在 4700 元/吨附近维持震荡行情。2013/14 榨季国内进口糖达到历史新高，海关对进口糖的管理并不严格，当榨季配额外进口关税 50%，国内企业取得自动进口许可即可进口。价差使内外盘联动加强，郑糖和原糖走势相近。

图 31：2014 年 1-4 月现货走势



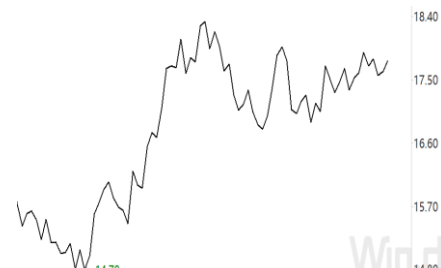
数据来源：WIND、国海良时研究

图 32：2014 年 1-4 月郑糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

图 33：2014 年 1-4 月原糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

2014/15 榨季进入了一个新的减产周期，国内食糖产量减幅预期较大。1 月国内产量同比减少，盼望已久的减产兑现，春节前借着下游备货需求郑糖经历了一波上涨，节后期货和现货继续保持强势，虽然在 3 月经历了一段时间的回调，但是 4 月继续高歌猛进。

图 34：2015 年 1-4 月现货走势



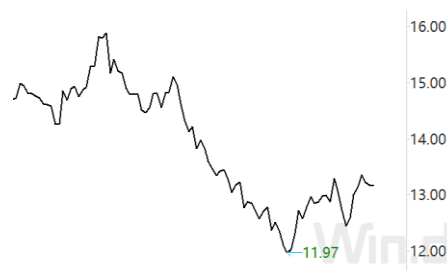
数据来源：WIND、国海良时研究

图 35：2015 年 1-4 月郑糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

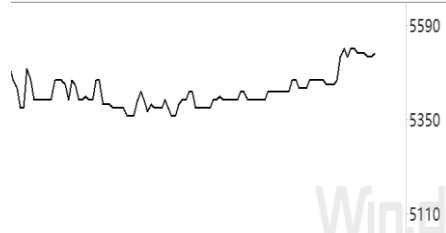
图 36：2015 年 1-4 月原糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

2015/16 年度国内再次经历较大幅度的减产，同时进口管理趋严，为国内价格提供了良好的上涨空间。2016 年一季度国内现货价格和郑糖走势相对于原糖价格趋于平稳，一方面，进口的绝对量仍然较大，给予了糖价上方的压力；另一方面，直到国内糖厂进入榨糖末期，国产糖创造了近十年来的最低产量，市场上糖价才应声上涨。

图 37：2016 年 1-4 月现货走势



数据来源：WIND、国海良时研究

图 38：2016 年 1-4 月郑糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

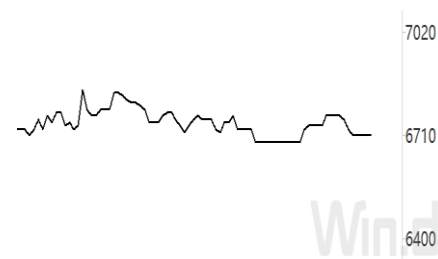
图 39：2016 年 1-4 月原糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

2016/17 榨季市场开始进入又一个增产年度，也是市场价格发生转折的榨季。在进入 2016 年 10 月之后，国家储备开始进行有序的抛储，郑糖在 11 月 29 日触及高位 7314 之后迎来震荡回调。2017 年 1 月临近春节，市场需求气氛较为旺盛，郑糖迎来上涨，直到月底迎来春节。春节假期过后，郑糖缓慢下跌至 3 月底。

图 40: 2017 年 1-4 月现货走势



数据来源: WIND、国海良时研究

图 41: 2017 年 1-4 月郑糖走势



数据来源: WIND、国海良时研究

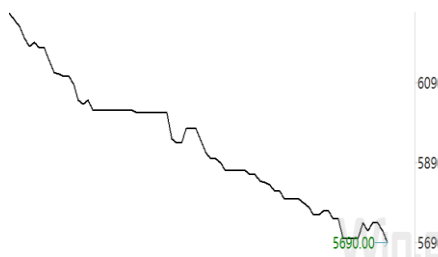
图 42: 2017 年 1-4 月原糖走势



数据来源: WIND、国海良时研究

2017/18 榨季相比上一榨季有较大幅度增产。虽然 2017 年 5 月 22 日开始为了保护国内产业,食糖配额外加征 3 年保护性关税,但没能阻止整个榨季的糖价下跌行情。春节前的备货高峰也仅仅是暂缓了郑糖的下跌速度,节后随着需求端的减弱,3 月和 4 月郑糖继续向下探底。

图 43: 2018 年 1-4 月现货走势



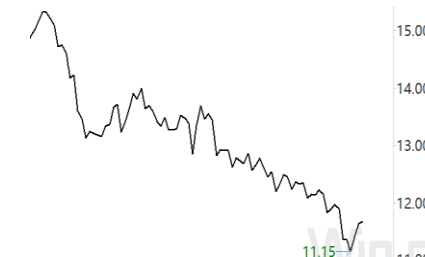
数据来源: WIND、国海良时研究

图 44: 2018 年 1-4 月郑糖走势



数据来源: WIND、国海良时研究

图 45: 2018 年 1-4 月原糖走势



数据来源: WIND、国海良时研究

2018/19 榨季是增产周期的最后一个榨季。当期榨季糖月度销量大多同比增加,月度库存均同比减少,月度库销比均处于各月十年来最高水平。这一年度库存消化较为顺利,需求端使糖价全年度处于偏强的状态。郑糖于 2019 年元旦后第二个交易日触及低点 4664 元/吨,之后节日需求带动 1 月价格上涨,3 月需求减弱出现回调。

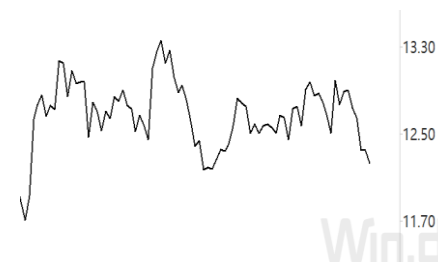
图 46：2019 年 1-4 月现货走势



图 47：2019 年 1-4 月郑糖走势



图 48：2019 年 1-4 月原糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

数据来源：WIND、国海良时研究

数据来源：WIND、国海良时研究

2019/20 榨季相对上一榨季国内食糖产量减少，加之国际市场预期印度和泰国因为天气干旱而减产，在原糖强势的带动下，郑糖也跟随上涨。在叠加春节备货的行情之上，郑糖在 2020 年 1 月上旬触及高点 5921 元/吨。然而，受到国内疫情的影响，全球需求遭受打击，3 月之后糖价一直下跌，并于 4 月底触底 4762 元/吨。虽然理论上年后的需求转弱影响糖价，但是疫情的叠加使得这个下跌行情更加严重。

图 49：2020 年 1-4 月现货走势

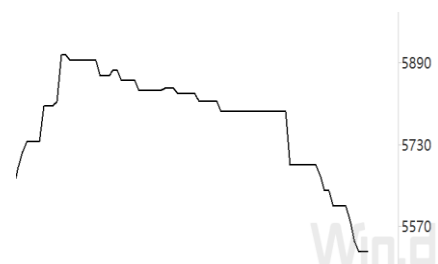
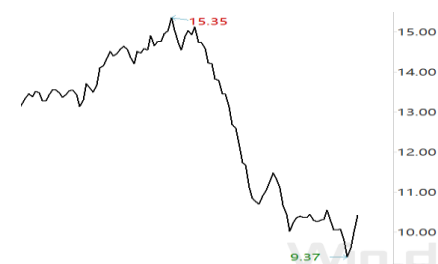


图 50：2020 年 1-4 月郑糖走势



图 51：2020 年 1-4 月原糖走势



数据来源：WIND、国海良时研究

数据来源：WIND、国海良时研究

数据来源：WIND、国海良时研究



通过以上对白糖期货上市以来春节后市场走势的回顾，可以总结出以下特征：


1. 在增产年度中，节后市场价格的回调趋势体现得更加明显。增产年度开榨后通常会面临相比上一年同期更多的产量压力，在需求端的状况变化不大的情况下，全年价格通常会承压下调。通常春节后的市场周期表现的“产量高峰、需求减弱、进口低位”三大特征中，供给压力得到加强，因此节后市场价格的回调现象表现的更加明显。例如 2007、2008、2017、2018 年的春节后市场就体现的较为明显：2007 年春节前的高价收储传言拉高了市场价格，节后传言打破使得价格回调，收储的变化成为市场的额外配合因素；2008 年冰雪灾害的额外利多因素拉升了国内糖价，但市场回归理性之后，之前的过度反应渐渐抹平，

3 月郑糖价格发生较大幅度的回调；2017 年和 2018 年的价格下跌趋势明显，节前备货需求延缓了下跌趋势的进行，节后需求减弱和供给压力使糖价进一步下跌。另外，增产年度中如果有额外的利多因素影响（例如收储等），年后的季节性回调过程可能会被影。例如，2012 年和 2013 年的节后市场发生了国储收购，前者的回调过程变得不明显，后者的回调过程则变得缓慢。

2. 在减产年度中，节后市场价格较深的回调需要额外利空因素配合。减产年度开榨后通常会面临相比去年同期更小的产量压力，在需求端的状况变化不大的情况下，全年价格通常会较增产年度强势。在这样的情况下，通常节后市场的生产压力会减弱，影响回调深度，甚至不会发生明显的价格回调过程。例如，2015 年和 2016 年的春节后市场就没有发生明显的回调过程，3 月和 4 月反而表现出价格强势上涨的态势，这可能是因为长周期的因素压过了短期的季节性因素。那么，如果减产年度的节后市场价格要发生较深的回调过程就需要其他利空因素的配合。例如，2010 年和 2011 年的春节后市场发生了国储抛储的过程，虽然两个年度都处于价格强势的减产周期中，但年后价格在抛储配合季节特征的装下也引起了明显的回调过程。另外，2020 年的年后市场受到了疫情影响大幅下跌，虽然更类似与“黑天鹅”事件的发生，但是也可以在一定程度上看作特大利空因素的配合。

3. 节后市场在增产周期的最后一个年度更加表现出减产年度的特征。增产周期的最后一个年度通常是市场方向的转折期，可能由于期货市场更加具有预见性，所以市场参与者通常会按照未来减产年度的逻辑去交易。虽然是增产年度，但是市场预见性使得春节后市场表现更加表现出来减产年度的特征：价格呈现上升趋势、回调幅度小。例如 2014 年和 2019 年春节后市场仅仅在 3 月发生了小幅度的回溯调整，整体呈现出震荡上涨的行情。

表 1：各年度走势总结			
时间	处于的周期	额外因素	郑糖 1 月-4 月走势
2006	减产	抛储	
2007	增产	/	

2008	增产	冰雪灾害	
2009	减产	收储	
2010	减产	抛储	
2011	减产	抛储	
2012	增产	收储	
2013	增产	收储	
2014	增产	/	
2015	减产	/	
2016	减产	/	
2017	增产	/	
2018	增产	/	
2019	增产	原糖强势	
2020	减产	疫情	

三、2021 年节后市场讨论：强势原糖配合减产周期，节后市场郑糖底部抬升

截止 2021 年 2 月 24 日，春节后市场已经交易了 6 个交易日，郑糖主力合约共上涨 212 元/吨，涨幅 5%，收于 5500 元/吨。节后到目前为止的郑糖市场表现强势，体现出跟随原糖走势的状态。

根据上文历史回顾的经验，目前所处的 2020/21 榨季存在于长周期中的减产周期，价格预计保持总体强势的状态。另外，国际市场成为影响行情的额外因素。由于巴西预计推迟开榨，并且泰国提前近 2 两个月收榨，这导致 3 月全球供给依旧偏紧，那么原糖价格预计在 3 月仍然保持强势状态，由此为国内糖价注入活力。因此，我们预计春节后的 3 月市场价格不会产生深的回调，预计底部会逐渐抬升，表现出震荡上涨的行情特征，参考区间 5300 元/吨-5800 元/吨。

风险提示：全球疫情发展、拉尼那天气动向、贸易政策变动

【免责声明】

免责声明本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用，请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。