

徐菁

农产品研究员

期货执业证书编号 F3051551

xujing@dxqh.net

谁无暴风劲雨时，守得云开见月明

东兴期货白糖年度投资策略报告

报告摘要

(1) 19/20 榨季，全球主要食糖生产国（除巴西和俄罗斯外）受天气原因影响产量预估均有不同程度的下调，引发了市场对于 19/20 年度全球糖市缺口的猜想。

(2) 我们认为在 19/20 榨季全球减产兑现的前提下，全球糖市存量过剩仍有待进一步消化，供需缺口支撑糖价运行底部上移，但库存仍然限制了其上方高度。ICE 原糖价格 15-15.5 美分/磅附近将面临较大压力，是否能够继续向上突破，则取决于 20/21 榨季糖市供需面和库销比是否能进一步的改善。

(3) 今年市场对于我国食糖产量预期降至 1020 万吨，这是从 15/16 榨季以来首次减产，也让所谓的白糖三年周期论似乎有迹可循。我们认为，甘蔗产量周期性波动带来的不确定性已经随着种植面积的稳定与种植技术的提升有所下降，就当前的环境来说，影响白糖行情更关键的因素依然还是国家进口、缉私、收抛储等政策面的变化。

(4) 进口管控降低了我国食糖表观进口依赖度，但并没有缓解产不足需的矛盾，而是转化成为国内食糖去库的动力。19/20 榨季国产糖减产五十万吨本身也许并不足以引发一波行情，但经过长期的进口控制令目前国内食糖库存水平整体偏低、库销比大大改善的事实使一切成为可能。

(5) 在外盘上方高度有限的情况下，国内是否能够独立形成牛市需要看政策上收紧的力度。而如果下半年外盘超预期上涨（我们预期至少在 17.5 美分/磅以上）再次抹平配额外进口利润，内外牛市的联动性会真正体现，这将推动此轮行情走得更远。操作策略上郑糖单边偏多思路为主，郑糖全年运行区间预计在 5600-6500 元/吨。

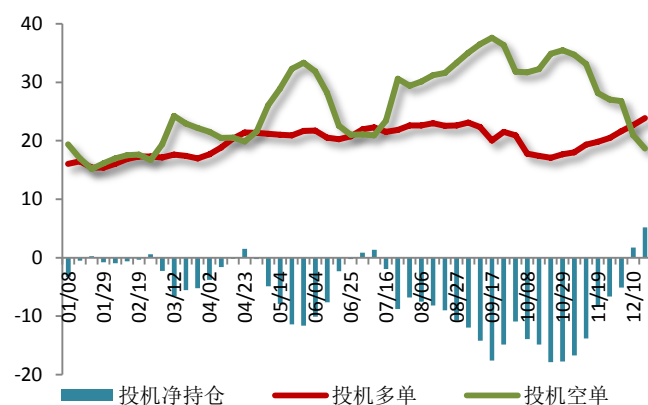
一、行情回顾

回顾 2019 年 ICE 原糖的走势，虽然走出了 2018 年的低谷，但是也基本上只是维持在 11.5-13.5 美分/磅区间震荡的态势，大量投机空单笼罩在纽约糖交易市场。本榨季尽管第一产糖大国巴西制糖比创下新低，但亚洲地区连续两个榨季的丰产依然令全球食糖库存压力巨大。CFTC 持仓报告显示，到 10 月底时投机净空最高达到近 20 万手。随着下一年度预期平衡表改善的落实、欧美地区损产导致局部贸易流偏紧，投机资金重新实现空翻多，ICE 原糖再次上行至 13.5 美分/磅。

郑糖价格今年基本上呈 N 字型走势。（1）2018 年年底时，国内增产叠加熊市周期导致白糖现货已经跌破国产糖成本线至 5050 元/吨，相比 2016 年 7140 元/吨的高点跌幅达近 30%。一季度，广西临储政策落实，过低的价格叠加节前备货期刺激下游需求，加上国内进口许可证延迟发放的空窗期，糖市基本面改善，券商投机资金涌入抄底炒作白糖所谓的三年周期拐点，郑糖主力一路从 4670 元/吨走高至 5420 元/吨。（2）5 月下旬，UNICA 称中国将取消巴西食糖配额外进口关税并增加进口，消息一出郑糖应声大跌，一路跌破 5000 元/吨的重要支撑位。

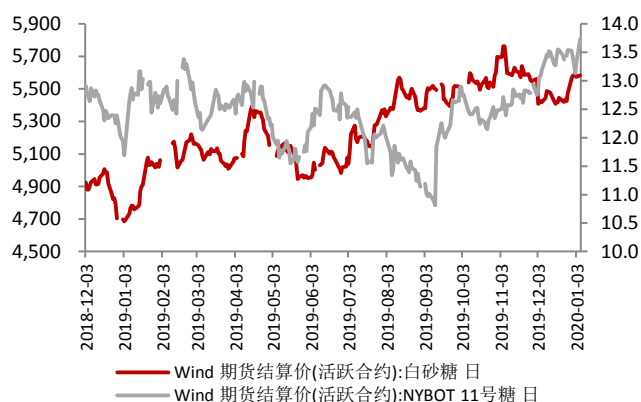
（3）进入下半年，国内产糖高峰过去，得益于走私严打，国内产销数据表现持续强劲，工业库存同比大幅减少，在现货价格的带动下盘面震荡走高。（4）11 月广西地区提前开榨，同时进口供应充足，加工糖稳定流入市场，郑糖再次回调。在明年进口、抛储等政策尚未明朗之前，郑糖进入震荡阶段。

图 1：纽约 11 号糖投机持仓（单位：万手）



来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

图 2：郑糖与 ICE 原糖活跃合约走势



二、国际市场：正在逐渐摆脱高库存的羁绊缓慢起步

2019 下半年，主要食糖生产国（除巴西和俄罗斯外）受天气原因影响产量预估均有不同程度的下调，引发了市场对于 19/20 年度全球糖市缺口的猜想。东南亚地区在甘蔗生长期先后经历严重的干旱和洪涝，印度和泰国产量预估同比分别大幅下降约 20% 和 18%；北美地区甜菜收获季经历了较为严重的霜冻灾害，美国、墨西哥产量预估同比下降约 10%；此外中国、澳大利亚和巴基斯坦产量预估也因干旱小幅下调。

展望 2020 年度，我们认为，在 19/20 榨季全球减产兑现的前提下，全球糖市存量过剩仍有待进一步消化，供需缺口支撑糖价运行底部上移，但库存仍然限制了其上方高度。下半年进入 20/21 榨季后，除非再次出现全球性大面积极端自然灾害，从目前的信息来看巴西、印度食糖产量均有概率得以恢复，全球食糖供需缺口难以进一步扩大。另外宏观方面，持续弱勢的雷亚尔价格对糖价长期走势的压制也不容忽视。ICE 原糖价格 15-15.5 美分/磅附近将面临较大压力，是否能够继续向上突破，则取决于 20/21 榨季糖市供需面和库销比是否能进一步的改善。

图 3：USDA 对于全球糖市供需平衡预估

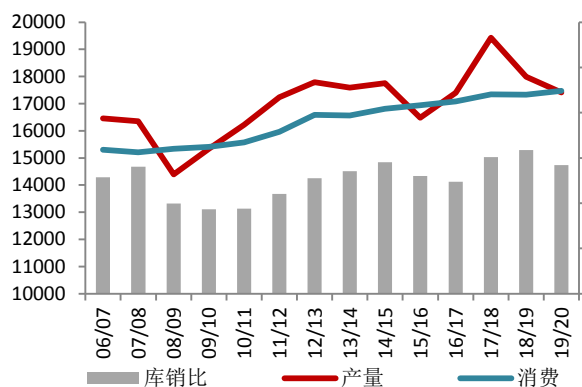
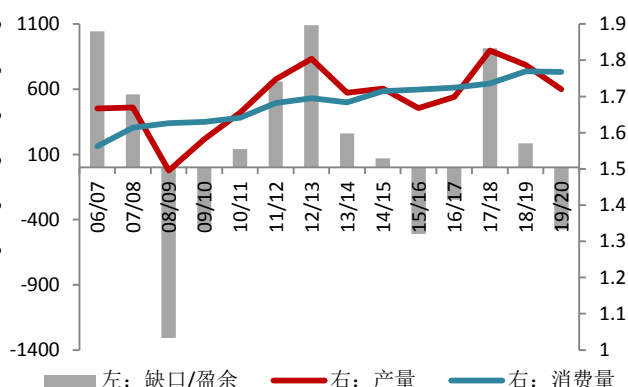


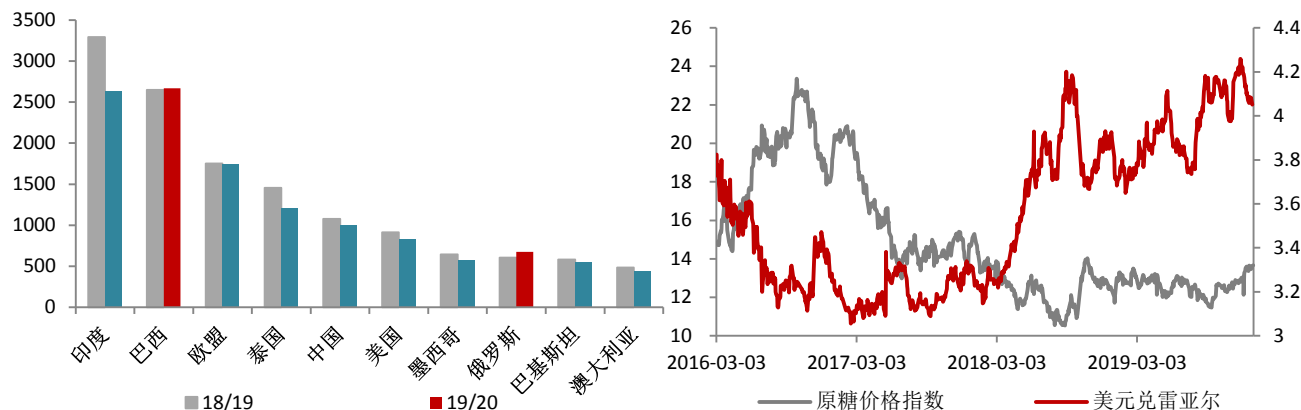
图 4：ISO 对于全球糖市供需平衡的预估



来源：USDA，ISO，东兴期货投资咨询部

图 5：各食糖主产国产量预估

图 6：原糖价格与雷亚尔长期走势



来源: kingsman, 东兴期货投资咨询部

1、巴西：食糖出口不畅，乙醇需求持续强劲

根据 UNICA 最新的双周报告，12 月上半月巴西中南部地区甘蔗入榨量仅 211 万吨，12 月下半月预计仅剩 14 家糖厂仍在运营，这意味着巴西 19/20 榨季已接近尾声。UNICA 预计，巴西中南部 19/20 榨季甘蔗压榨量最终将达到 5.9 亿吨，同比增加近 1700 万吨，但由于制糖比从 18/19 榨季的 35.2% 进一步降低至 34.3%，预计食糖产量为 2670 万吨，同比仅增加 20 万吨。受糖价低迷的影响巴西食糖出口不畅，截止至 11 月，巴西仅出口食糖 1322 万吨，同比下滑 167 万吨，国内库存压力显著高于往年。

图 7：巴西双周制糖比（单位：%）

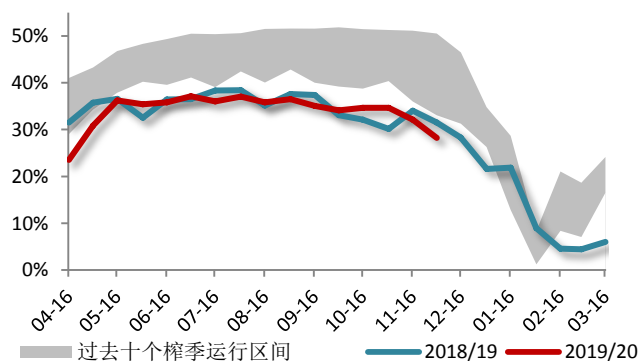
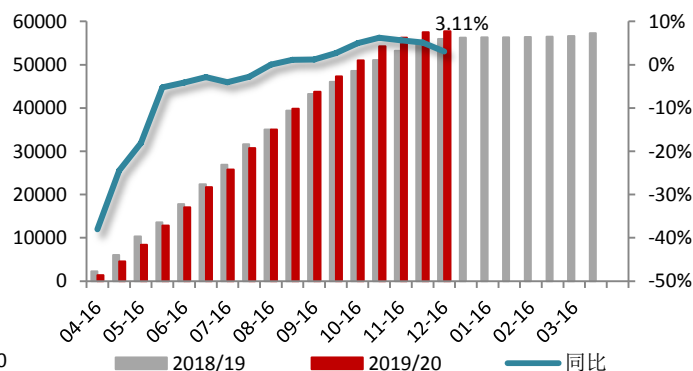


图 8：巴西中南部甘蔗累计入榨量（单位：万吨）



来源: UNICA, 东兴期货投资咨询部

图 9：巴西中南部累计产糖量（单位：万吨）

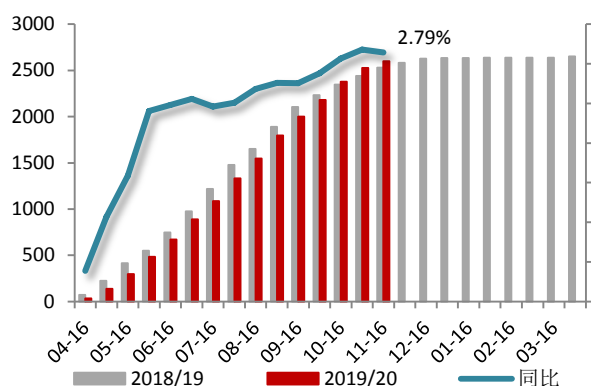
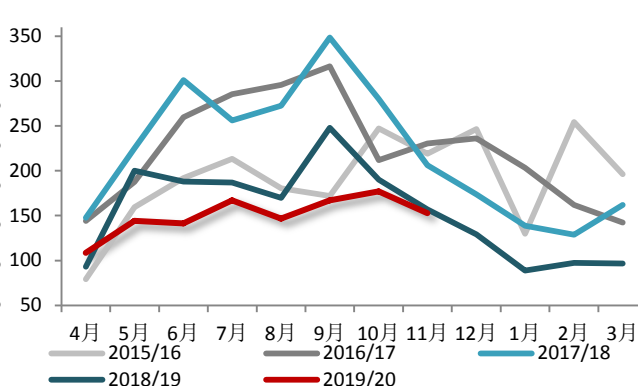
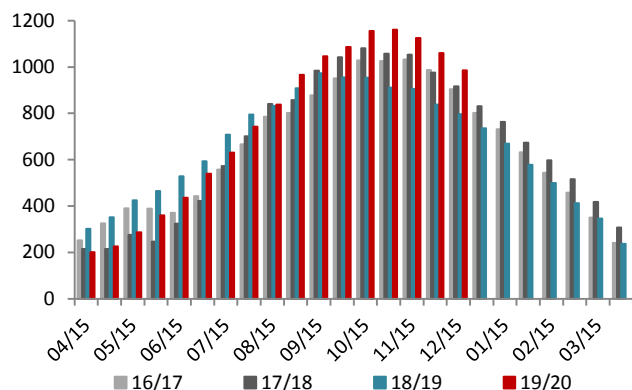


图 10：巴西中南部食糖月度出口量（单位：万吨）



来源：UNICA，东兴期货投资咨询部

图 11：巴西中南部食糖库存（单位：万吨）



来源：UNICA，东兴期货投资咨询部

国家生物燃油政策推动巴西乙醇强劲需求。18/19 榨季以前，巴西乙醇年产量基本稳定维持在 260 亿升左右，伴随着原糖价格持续低迷而乙醇价格走高，巴西开始大力推行国家生物燃料政策（RenovaBio）。一方面为了促进生物燃料的使用以减少能源进口依赖，另一方面也是为了挽救深陷经营困境的制糖业。RenovaBio 推行至今，巴西乙醇产量已经增加了近 70 亿升，而其最终目标是在未来十年内将乙醇产量翻一番，这意味着理论上来说巴西乙醇产能的增长还有很广阔的想象空间。

今年巴西乙醇价格持续走高，主要是受下游强劲需求的带动，截止至 11 月，巴西 19/20 榨季乙醇累计销售量达 231.7 亿升，同比增长 12%。巴西国家石油管理局（ANP）估计，巴西甘蔗产业将在 20/21 榨季开始前再额外增加大约 10 到 11 亿升产能以提高生产乙醇的灵活性，若新产能全负荷运作，则有可能推动新一年度制糖比达到 32.5% 的新低。

图 12: 巴西中南部乙醇销量 (单位: 亿升)

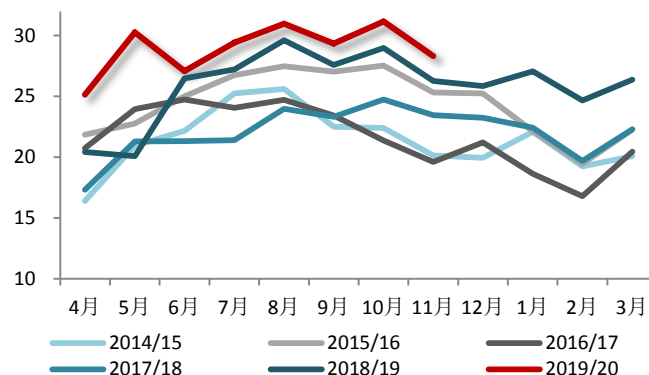
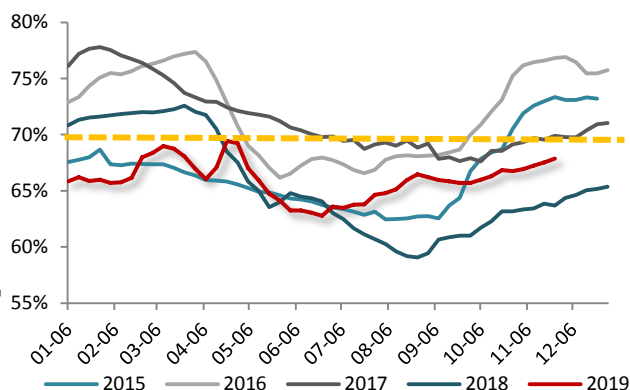


图 13: 巴西地区乙醇/汽油价格比 (单位: %)



来源: UNICA, 东兴期货投资咨询部

我们预计 20/21 年榨季巴西制糖比及食糖产量均有所增加。首先, 巴西甘蔗宿根平均使用寿命已经到达极限, 这也是近年来巴西在种植面积相对保持稳定的情况下甘蔗总产量却持续下滑的主要原因。预期下一年度亩产将随蔗龄降低有所回升, 另一方面乙醇产能需求持续增加也可能带动甘蔗种植面积小幅扩张。其次, 影响巴西甘蔗压榨在食糖与乙醇之间分配比例最大的影响因素是乙醇-食糖比价, 目前乙醇折糖价相对于原糖价格仍然有 1 美分左右的优势, 如果预期国际食糖价格继续上涨 (以当前雷亚尔的价格计算我们预估的平衡点在 15.5 美分/磅左右), 将进一步吸引糖厂提高制糖比。

因此, 我们初步认为, 由于巴西乙醇目前仍然产不足需, 因此 20/21 榨季巴西大概率将继续维持低制糖比的生产, 但较 19/20 榨季可能略回升至 35%-36%。如果天气情况不出意外, 随着甘蔗产量恢复性增长, 对应食糖产量将略增长至 2900-3000 万吨。不过, 若原油价格下一年度表现强劲, 制醇比或许会有预期外的想象空间。

图 14: 巴西亩产变化规律

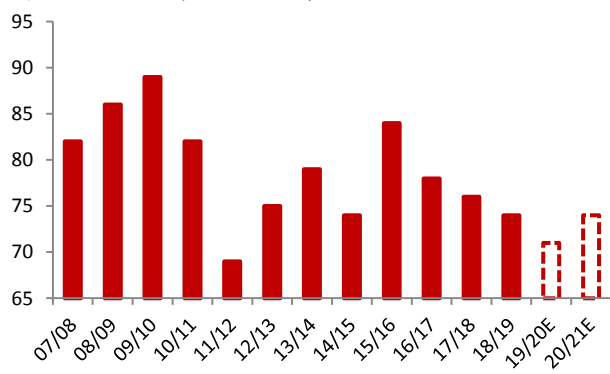
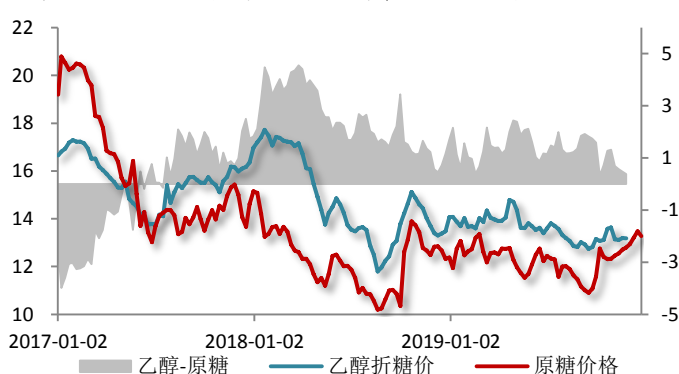


图 15: 巴西乙醇-原糖比价 (单位: 美分)



来源：UNICA, ANP, 东兴期货投资咨询部

图 16：ATR 一定时不同产量和制糖比下对应糖产量预估（单位：万吨）

制糖比	ATR:136.5	甘蔗产量						
		5.7	5.75	5.8	5.85	5.9	5.95	6
	32.50%	2529	2551	2573	2595	2617	2640	2662
	33%	2568	2590	2613	2635	2658	2680	2703
	33.50%	2606	2629	2652	2675	2698	2721	2744
	34%	2645	2669	2692	2715	2738	2761	2785
	34.50%	2684	2708	2731	2755	2778	2802	2826
	35%	2723	2747	2771	2795	2819	2843	2867
	35.50%	2762	2786	2811	2835	2859	2883	2907
	36%	2801	2826	2850	2875	2899	2924	2948
	36.50%	2840	2865	2890	2915	2940	2964	2989
	37%	2879	2904	2929	2955	2980	3005	3030

来源：东兴期货投资咨询部（绿色代表产量低于 19/20 榨季的产量）

2、印度：从消费大国到出口大国

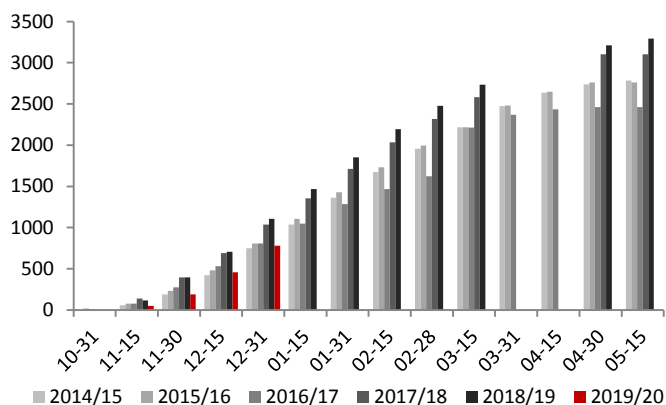
18/19 榨季，印度和泰国创纪录的丰产使得全球糖市主要压力转移至亚洲。特别是印度，高达 3295 万吨的产量一越取代巴西成为全球最大食糖生产国。但是糖价低迷、需求不振加上印度糖本身品质较差等原因，政府出台的食糖出口补贴政策并未达到预期的结果，最终 400 万吨的出口目标仅实现了 85%（344 万吨），导致印度 18/19 榨季末累积了高达近 1500 万吨的巨量库存。

19/20 榨季，经历严重自然灾害的印度导致甘蔗大面积损产，马邦和卡邦均延迟开榨，截止至 2019 年 12 月 31 日，印度累计产糖 779.5 万吨，同比降幅达 29.4%，生产进度明显落后于往年。目前市场对于印度产量预估已下调至 2650 万吨，上一次印度出现如此大幅度减产是在 16/17 榨季，当年国内供需缺口达到 200 万吨，直接导致了当年印度转为食糖净进口国，收紧了全球食糖贸易流。与当年情况不同的是，当前印度的库存已经相当于国内至少半年的消费量，国内暂时不会出现食糖短缺的情况。随着原糖价格上升至 13.5 美分/磅以上达到印度原糖出口价格平衡点，中期来看将很有利于印度出口，近期的数据也反映了这一利好，19/20 年度印度食糖出口量或有望接近或者达到预期目标 600 万吨。不过即使如此，我们认为印度库存的消化并非能够一步到位，预期平衡

表中 19/20 榨季国内库存仍然处于相对偏高的水平。

另外，2019 年的暴雨导致印度水库蓄水量达 100 亿立方米，高出 10 年均值 38%，这意味着 20/21 榨季印度甘蔗种植将不会面临水源短缺的问题，因此市场预期下一榨季印度食糖产量有概率恢复至 3000 万吨以上。不过与此同时印度国内庞大的需求也仍然在稳定增长，加上如果出口增速能够保持稳定，库存恢复至安全水平仅仅是时间问题。

图 17：印度食糖双周累计产量（单位：万吨）



来源：ISMA，东兴期货投资咨询部

图 18：印度食糖月度出口量（单位：万吨）

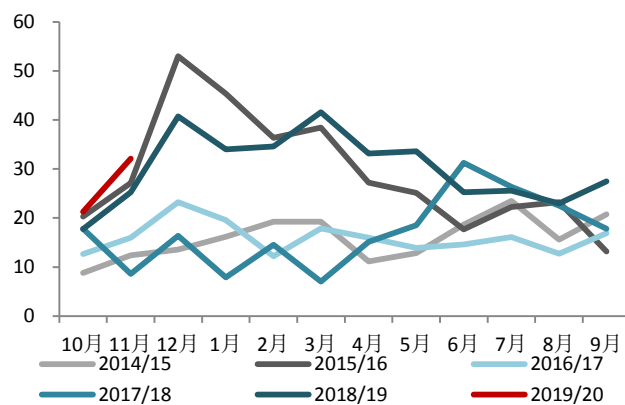
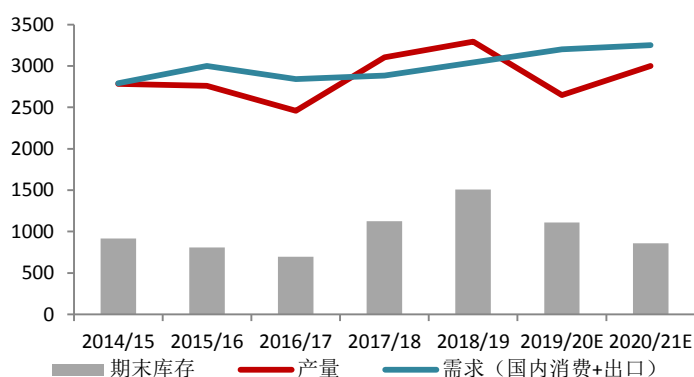


图 19：印度食糖供需情况（单位：万吨）



来源：东兴期货投资咨询部

3、泰国：食糖出口大国地位依然稳固

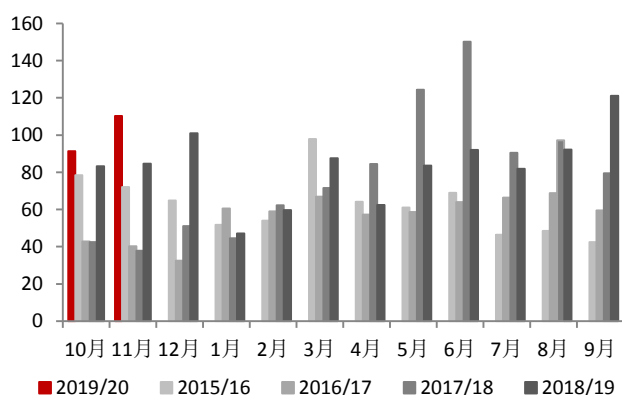
18/19 榨季，泰国连续第二丰产，年产糖量达 1456 万吨，但同时出口量也创下了 1000 万吨的历史新高。虽然由于中国边境缉私收紧导致出口至缅甸、中国台湾的食糖量明显减少，从去年 10 月至今年 9 月期间

累计出口量降幅分别达到 67%和 42%，但这一部分完全被中国、韩国、菲律宾的需求增长所抵消。另外值得注意的是，2019 年 10 至 11 月亚洲地区 19/20 榨季伊始，泰糖已累计出口 201 万吨，同比去年增长 20%，除了上述亚洲国家和地区的需求仍然强劲外，泰糖也开始得到了西非和阿拉伯国家地区买家的青睐，印度和泰国在环印度洋海域的贸易竞争日益白热化。

受恶劣干旱天气的影响，19/20 榨季泰国甘蔗产量料下降至 1.1-1.15 亿吨同时糖产量可能低于 1200 万吨，减产幅度达 18%。而对于出口方面，我们继续维持相对乐观的态度，认为泰糖年度出口量有望继续维持在 900 万吨以上。一是泰糖最大的买家印尼国内长期存在 400 万吨左右的供需缺口，已然形成对泰糖的刚性需求；二是随着中国供需矛盾扩大对外来糖源的依赖有望提升，泰糖由于运距优势常常优先能够实现配额外进口利润。三是泰糖品质优于印度糖，因此非洲与阿拉伯地区需求增长目前来看具备可持续性。

此外，泰国糖厂公司 TSMC 预计，随着农民转向耐旱作物的种植，20/21 榨季泰国食糖产量可能进一步下滑。但即使如此，泰国国内也依然面临着不容小觑的库存问题，而且与印度不同的是，泰国去库完全依赖出口推动，因此面临的不确定性比较大。

图 20：泰糖月度出口量（单位：万吨）



来源：TSMC，东兴期货投资咨询部

图 21：泰糖主要出口国出口量变化（单位：万吨）

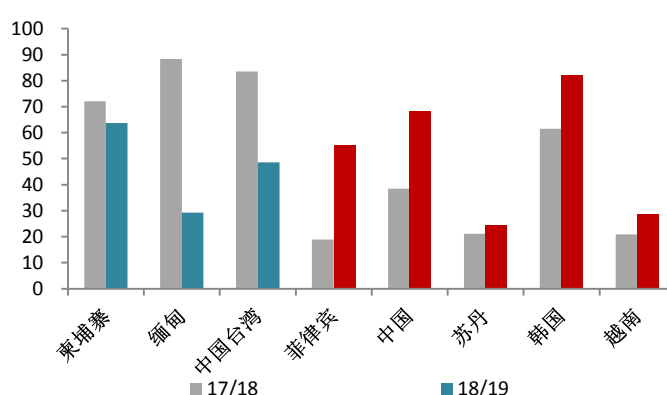
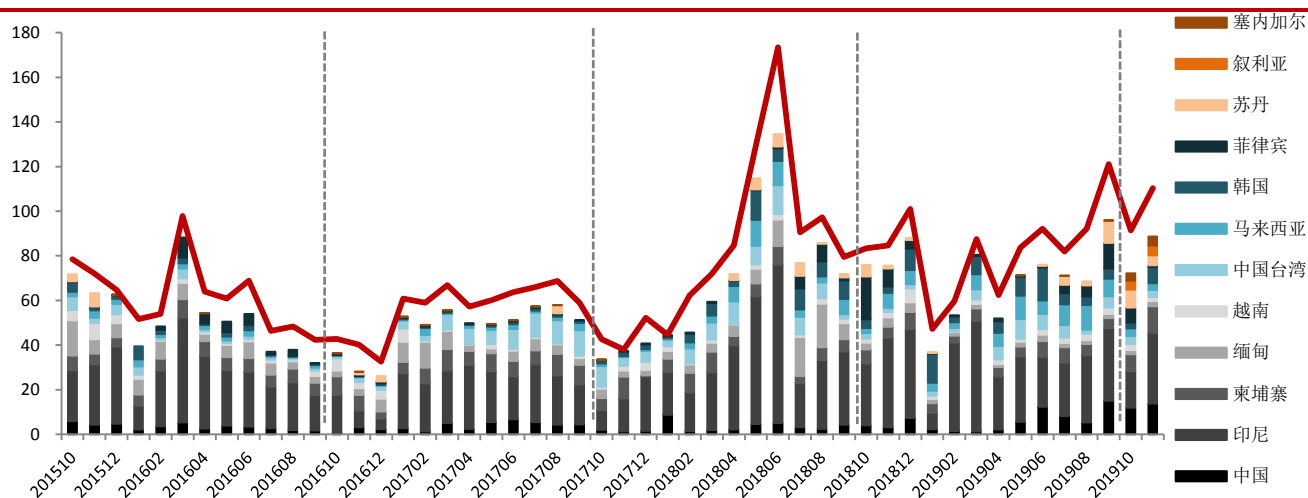
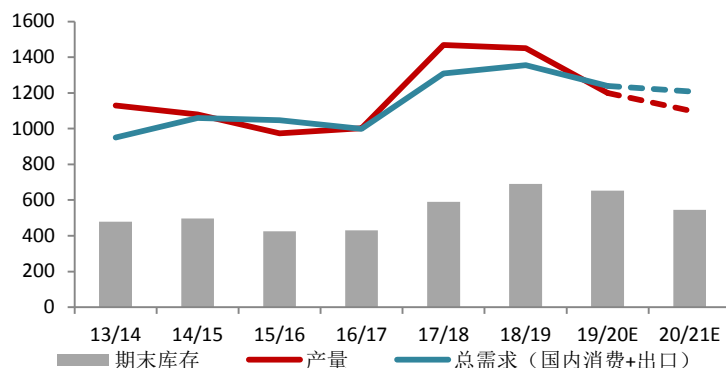


图 22：泰糖主要出口目的地国家和地区分布



来源：TSMC，东兴期货投资咨询部

图 23: 泰国食糖供需平衡状况



来源：东兴期货投资咨询部

三、国内市场：确定的低库存与不确定的政策环境

2019 年广西和云南地区在甘蔗生长期间经历了比较严重的干旱，特别是云南，临近收获时又遭遇了短暂的霜冻，根据 11 月中糖协给出的初步预估结果，预计 19/20 榨季广西食糖产量降至 600 万吨左右，同比下降 5.4%，云南产量降至 188 万吨，同比下降近 10%。在新疆、内蒙产量没有发生较大波动的情况下，今年对于食糖产量预期降至 1020 万吨，这是我国糖市从 15/16 榨季以来首次减产，也让所谓的白糖三年周期论似乎有迹可循。我们认为，甘蔗产量周期性波动带来的不确定性已经随着种植面积的稳定与种植技术的提升有所下降，就当前的环境来说，影响白糖行情更关键的因素依然还是国家进口、缉私、收抛储等政策面的变化。

在当前食糖救济政策和许可证制度并行的环境下,加上缉私日益趋严,国家对于外来糖源的管控严格达到了前所未有的程度。加强贸易保护能够为糖业提升竞争力留有足够的空间,从这个角度上来说与我国农产品供给侧改革的目标是一致的。但实际上我们看到,近年来国产糖边际产量不增反降,蔗农的种植意愿并没有显著提高,制糖成本尽管已经明显下降,但仍远高于 50%关税下的进口成本(因为降低生产成本最有效的方法是我国一直尚未实行的直补政策),糖厂依然处于大面积亏损的状态。进口管控降低了我国食糖表观进口依赖度,但并没有缓解产不足需的矛盾,而是转化成为国内食糖去库的动力。19/20 榨季国产糖减产五十万吨本身也许并不足以引发一波行情,但经过长期的进口控制令目前国内食糖库存水平整体偏低、库销比大大改善的事实使一切成为可能。

2019 年 1 月至 11 月,我国已累计进口食糖 317 万吨,基本上可以认为 344.5 万吨的进口配额首次足额使用,如果 2020 年配额外额度不作调整,我们预计这种情况将延续。此外,进口政策方面还有两个尚未落地的问题,一是五月食糖救济政策到期配额外进口税率大概率会下调至 50%,二是距离许可证发放还有数月,市场传言配额外额度可能会调高至 200 万吨。这两个事件对于下半年糖市的影响,需要结合 2020 年整体的政策环境进行分析。

在进口不受控制的时期,国际市场通过量(进口量)与价(进口成本)共同影响和冲击国内市场,国内外市场因而具有相当强的联动性,从当前内外价差来看,关税下调后如果放开进口对市场的打击几乎是必然的;但在当前的许可证制度下,进口数量与节奏完全由国家控制,国际与国内市场相对独立,价格传导机制经常很难发挥作用,此时关注进口量(包括正规和非正规的)对平衡表的影响,比关注外盘价格长期走势更重要。因此,食糖救济政策到期下调关税所带来的影响取决于 2020 年我国广义食糖进口量是否仍然能够得到有效管控。同样的,针对第二点,考虑到外来糖源总量受控,即使提高额度,实际上也只是增加了国家调控的空间和弹性而已。

图 24：我国糖源供给结构及进口依赖度

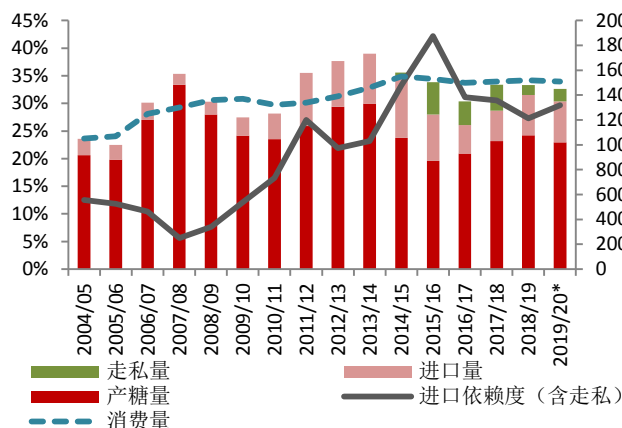
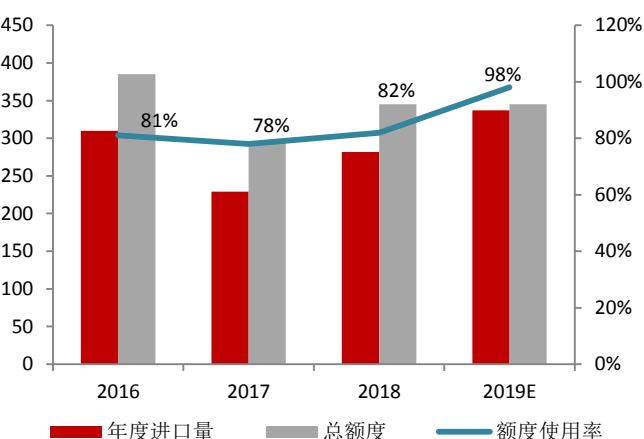


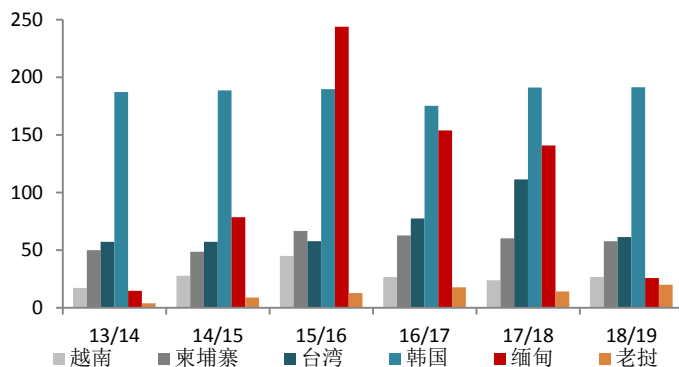
图 25：许可证制度依赖配额使用情况（单位：万吨）



来源：USDA，东兴期货投资咨询部

我们所说的广义进口量还包括走私，而走私其实是一个年初与年末往往预估偏差比较大的变量。对于走私数据的追踪，最容易观察到的是 18/19 榨季缅甸和台湾地区的食糖进口量下降的相当显著，这表明缉私确实卓有成效。但是实际上走私的路径要复杂的多，比如今年韩国原糖进口的强劲需求就引发了市场对于走私另辟蹊径的猜想。2020 年是国家三年扫黑除恶专项斗争计划的最后一年（2018 年治标，2019 年治根，2020 年治本），缉私行动大概率依然不会松懈，但缉私带来的成本是双向的，随着走私路径日益复杂化，谁也不能保证走私不会卷土重来，对走私的态度不宜过度乐观。我们能做的只有根据新闻、贸易流对我们的预估不断进行动态的调整。

图 26：东南亚各国各个榨季累计食糖进口量（单位：万吨）



来源：东兴期货投资咨询部

最后一部分是抛储。收抛储对于糖价的影响和冲击非常大，按照以往的经验，大致规律是熊市中越收越跌，牛市中越抛越涨。而政府需

要在去库存和保护相关者利益二者中进行权衡，其实很难保证决策理性。国家推进农产品供给侧去库存，压力最大的就是国储糖。17年后全球糖市进入增产周期，国际市场过剩严重，国内市场库存亟待消化，基本上看并不支持抛储。虽然我们预期19/20榨季随着糖市的缺口已经开始显现，围绕抛储的讨论将再次升级，但是政府为了尽可能减少对市场的扰动，抛储的规模、节奏甚至是方式可能会更加扑朔迷离难以把握。

根据上述的分析，我们给出了下面的平衡表。如果不抛储，配额外进口额度不变并且足额使用的情况下，我们预计国内食糖预期平衡表将会出现约30万吨左右的缺口。这也引发了我们的猜想，国家以本榨季为契机推进白糖国储的供给侧去库存的概率是否在增大。

图 27：我国食糖供需平衡表预估

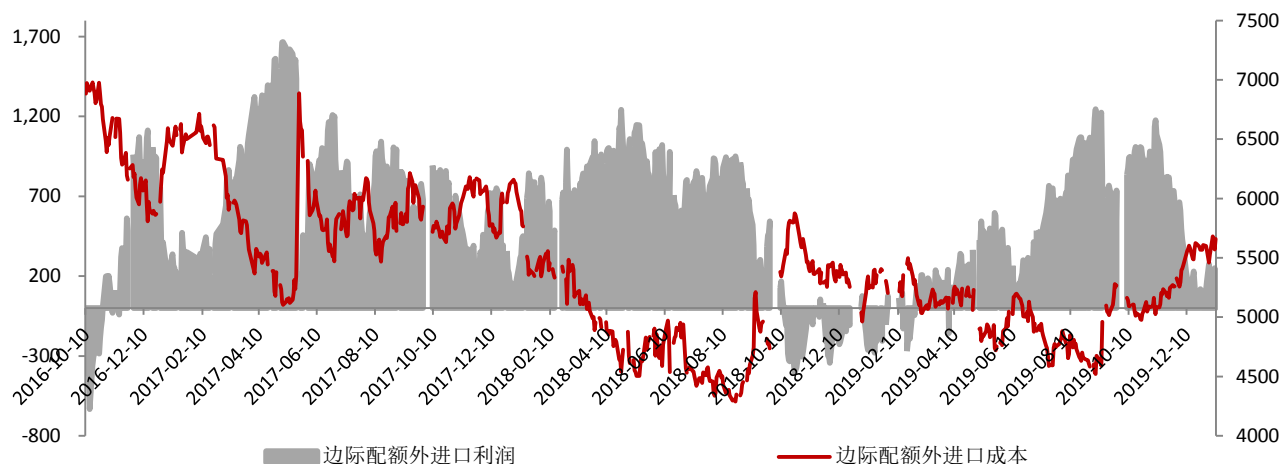
	期初库存	产糖量	进口	走私	消费	出口	国储	国储外库存	期末库存	库销比
2012/13	480	1307	366		1390	4.6	597	161	758	54.53%
2013/14	758	1332	402		1460	5	637	391	1028	70.38%
2014/15	1028	1056	481	45	1550	6	677	376	1053	67.96%
2015/16	1053	870	375	260	1530	15	717	296	1013	66.20%
2016/17	1013	929	230	190	1500	12	619	230	849	56.61%
2017/18	849	1031	243	210	1510	19	659	145	804	53.23%
2018/19	804	1076	324	80	1520	19	659	86	745	48.99%
2019/20*	745	1020	335	100	1520	12	699	-31	668	43.92%

来源：东兴期货投资咨询部

对于2020年糖市行情的判断，我们认为应当动态的把握进口、走私和抛储的节奏，且不应忽视内外盘阶段性价格联动的影响。（1）短期内原糖价格表现强势吞噬配额外进口利润，抬升了糖市运行的价格底部，叠加减产预期，郑糖有望走出一波中期上涨的行情。（2）节后进入消费淡季，产区累库压力较大，糖价或将转弱。但考虑到今年广西地区蔗款兑付情况较好，糖厂资金压力相对较小，可能会挺价销售，再加上许可证发放时间未定，因此预计回调幅度有限。（3）五月后关税下调，若原糖温和走强，配额外进口利润依然可观，如果政府进口管控得力，内外盘联动性可能会再次被削弱，为郑糖独立走牛创造条件。（4）抛储的影响随着时间点和数量的不同也有所变化。当市场出现缺口时再抛储，往往会出现一波越抛越涨的行情，这个时

间点可能会出现在夏季消费旺季、进口量明显受控、工业库存显著偏低时，而如果抛储抛得过早或者数量过大则将会出现截然相反的结果。

图 28：边际配额外进口成本和进口利润（单位：元/吨）



来源：wind,东兴期货投资咨询部

小结

19/20 榨季，全球糖市正在逐渐摆脱高库存的羁绊缓慢起步，ICE 运行区间预计在 12.5-15.5 美分/磅之间，继续向上突破仍然需要时间以及 20/21 榨季供需面改善的配合，这需要到二季度才能看到更明确的方向。国内糖市经过近几个榨季的去库存，基本面明显好于国际。在外盘上方高度有限的情况下，国内是否能够独立形成牛市需要看政策上收紧的力度。而如果下半年外盘超预期上涨（我们预期至少在 17.5 美分/磅以上）再次抹平配额外进口利润，内外牛市的联动性会真正体现，这将推动此轮行情走得更远。操作策略上郑糖单边偏多思路为主，郑糖全年运行区间预计在 5600-6500 元/吨。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货投资咨询部所有。未获得东兴期货投资咨询部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货投资咨询部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。