



期货研究报告·年度视野
雨在时时黑，春归处处青
——2020 年白糖期货投资策略

研究所

2019-12-13



期货研究报告·年度视野

雨在时时黑，春归处处青

——2020 年白糖期货投资策略

宏观背景：全球经济同步放缓，复苏存在极大不确定性

2019 年，受 2018 年货币政策紧缩滞后效应，全球贸易形势恶化以及地缘政治不确定性增加影响，全球经济继续共振下行，主要指标降至历史低位。美国经济增长引擎和改善动能衰弱，美联储由加息转向“预防式降息”，年内已降息三次并提早扩表，受制于贸易摩擦和英国脱欧不确定性，欧元区经济增长动能持续衰弱，欧央行降息并重启 QE，日央行维持原有宽松货币政策不变，主要新兴国家经济增速普遍放缓。我国经济受政策边际收紧，贸易摩擦加剧，市场风险升温，明显放缓，下半年延续下行态势。

糖走势上犹豫中前行

2018/2019 榨季是糖市处于牛熊转换关键时期，国际糖价在供应过剩量不断下调的情况下震荡磨底前行，而国内市场在资金轮番炒作和库存有效去化下，价格从底部攀升，涨幅达到将近 1000 元。进入 2019/2020 榨季，国际供需表首次出现缺口一致结论，泰国与印度 19/20 榨季的糖产量将有一定幅度的下调，而巴西的产量或低于去年同期水平，全球库存已经攀升至最高时刻也已经过去，也意味着国际糖价最艰难的时刻已经过去，后期的上涨幅度和强度将考验基本面的支撑力度。而国内方面，随着进口政策的放开，国内糖价与国际的联动性进一步加强，但是明年政策形势多变，价格波动以及方向的选择可能比 18/19 榨季更有难度。但，在外盘走强的共振下，国内行情也不会像前几年如此低迷，整体价格趋势依旧将保持着整体向上。

策略推荐：把握多空轮动，明确因素下选择波段操作

2020 年，5 月之前关注白糖榨季情况以及进口许可证发放情况，7-9 月关注白糖下游消费，以及 9-12 月关注产区库存情况以及是否可能存在翘尾行情，另外，关注国际方面天气对主产国种植及产量的影响情况，和乙醇能源情况，利多与利空相互轮换的市场更需要节奏性把握，选择波段操作会更好。

白糖期货

震荡反复

刘珂

liuk@gzf2010.com.cn

020-22139813

执业证书编号：F3026211

Z0015047

发布日期：2019 年 12 月 13 日

市场表现

CZCE 白糖指数



ICE 原糖指数



目录

一、2019 全球糖市行情回顾	2
二、白糖基本面分析	4
1、全球白糖市场及供需概况	4
1.1 2019/20 榨季全球供需情况	4
1.2 巴西	6
1.3 印度	8
1.4 泰国	9
1.5 天气	10
2、国内基本面情况	11
2.1 产销及工业库存情况	11
2.2 进出口情况	14
2.3 抛储情况	16
2.4 走私及替代	17
三、后市展望与风险提示	19

图表 1: CZCE 白糖期货指数走势	3
图表 2: ICE03 号糖期货指数走势	3
图表 3: 18/19 年榨季与 19/20 榨季全球供需情况	4
图表 4: 全球食糖产量与消费量	5
图表 5: 11 号糖与美国兑巴西雷亚尔汇率走势图	7
图表 6: 巴西中南部产糖情况 (吨)	7
图表 7: 印度糖产量情况 (吨)	9
图表 8: 泰国糖产量情况 (吨)	10
图表 9: 2019/18 年制糖期全国食糖产销进度 (截至 2019 年 11 月底)	11
图表 10: 我国食糖工业库存年度对比	12
图表 11: 我国各榨季产糖量 (月/万吨)	13
图表 12: 全国食糖销售情况	13
图表 13: 食糖进出口情况	15
图表 14: 进口糖利润空间	15
图表 15: 历年国储收储情况一览表	17
图表 16: 软饮料月度产量	18
图表 17: 软饮料销售与库存	18

一、2019 全球糖市行情回顾

具体来看，2019 年的郑糖和原糖期货可以分为三个阶段：

第一阶段：内盘消息炒作大幅拉升，外盘走势坚挺阶段，郑糖（1 月到 4 月中旬），运行区间为（4600-5500 元/吨），ICE 原糖（1 月初到 4 月中旬），运行区间为（11-13 美分/磅）。从年初开始，郑糖受消息爆炒上涨，外盘价格在消息平淡以及全球库存高企中表现没有内盘精彩，但价格表示坚挺，总体呈现出内强外弱格局。国内方面，受 12 月产销数据提振，现货价格表现坚挺。再者，进入 1,2 月份的广西，云南天气出现长时间阴雨，导致断槽现象频发，加上各大集团糖厂仓库库存稀少，以及机构炒作下一年牛市逻辑，以及低于 5000 白糖极具有价值投资的言乱尘嚣而上，致使白糖期货在跌至 4800 低位，引来各机构包括券商资金疯狂买入。而国际方面，消息面较为平静，虽然在供应依旧过剩的前景下，但由于内盘大幅上涨，带动外盘买盘情绪，价格表现坚挺。另外，加上对泰国，印度天气干旱的担忧，反弹期间利多因素被放大，减产消息一度出现。

第二阶段：高位下跌阶段，郑糖（4 月中旬到 5 月底），运行区间为（5500-4800 元/吨），ICE 原糖（4 月中旬到 8 月底），运行区间为（13-11 美分/磅）。郑糖和原糖在这一阶段都呈现出一个高位下跌的态势。产区丰产，2018/19 榨季供应过剩量阴影依旧笼罩市场；巴西 2019/2020 榨季开始，各机构对巴西中南部地区 19/20 榨季的糖产量调高，预估 2850 万吨，较上次预估调高 100-200 万吨；而之前相传炒作的关于泰国，印度的旱情也得到一定的缓解，季风带来充沛的降水，致使 19/20 榨季的产量下调不及预期，巴西雷亚尔汇率走低在一定程度上对国际市场价格有所打压，ICE 糖价在底部长期维持低位震荡。另外，巴西方面，5 月 22 日表示不再寻求世贸组织调查中国糖贸易政策，中巴双方两国已经达成协议，中国将在 2020 年 5 月前取消对巴西糖的额外进口关税。此消息使得国内糖价巨震，尤其对远月白糖构成较大压力。

第三阶段：震荡走高阶段，郑糖（5 月底到 12 月底），运行区间为（4800-5800 元/吨），ICE 原糖（9 月底到 12 月底），运行区间为（11-14 美分/磅）。此阶段，郑糖在基本面走好的情况下，期货价格与现

货共振走强。关于前期关税下调引发的利空消息也被市场消化，在没有利空的情况下，加上今年的配额外进口发放相对较晚，另外，政策严控持续，非正规渠道流入同比下降。所以市场消化的糖基本以国内产为主，销售数据从5月到10月表现比去年较好，也是近4年的一个高位水平，到9月末引发库存偏紧，走出一波翘尾行情。价格整体表现真的偏强。而外盘方面，同样也是在第二阶段触底之后，但是随着机构对19/20榨季出现缺口的预判，巴西经济复苏带动雷亚尔走强，基本面没有太多利空因素，原糖也是从低位开始反弹，但是受限于较多的库存已经缓慢增长的需求，涨幅仍然受限。

图表 1: CZCE 白糖期货指数走势



资料来源：文华财经、广州期货

图表 2: ICE03 号糖期货指数走势



资料来源：文华财经、广州期货

二、白糖基本面分析

1、全球白糖市场及供需概况

1.1 2019/20 榨季全球供需情况

下图为各研究机构预估的 2018/19 榨季以及已经真正压榨的 19/20 榨季全球糖市供需缺口量。从预估来看,已过去的 18/19 榨季,即今年上半年时候,全球仍然是小幅供应过剩的,而对于现在正在进行的 19/20 榨季,均出现不同程度的短缺,也意味着在长达接近三年的熊市慢慢中,糖价也基本已经见底。从最新的机构预测可以看到,国际糖业组织 ISO 近期表示,将 2019/20 榨季全球食糖供应缺口预估从此前 476 万吨上调至 612 万吨。预计 2019/20 榨季全球糖产量为 1.704 亿吨,同比下降 3.12%;食糖消费量预计为 1.7652 亿吨,同比下降 1.32%。ISO 表示,综合考虑后期产量变数以及消费增长的预期,2020/21 榨季全球食糖供应预计将出现 350 万吨缺口,预示着全球食糖供应缺口情况将持续。另外,福四通表示,19/20 榨季出现缺口也是基于印度天气不佳,预计印度 2019/20 榨季糖产量将降至 2690 万,另外,欧盟糖产量预估下调 20 万吨,至 1650 万吨,预计泰国 2019/20 榨季糖产量为 1320 万吨,同比下降 11.4%。

图表 3: 18/19 年榨季与 19/20 榨季全球供需情况

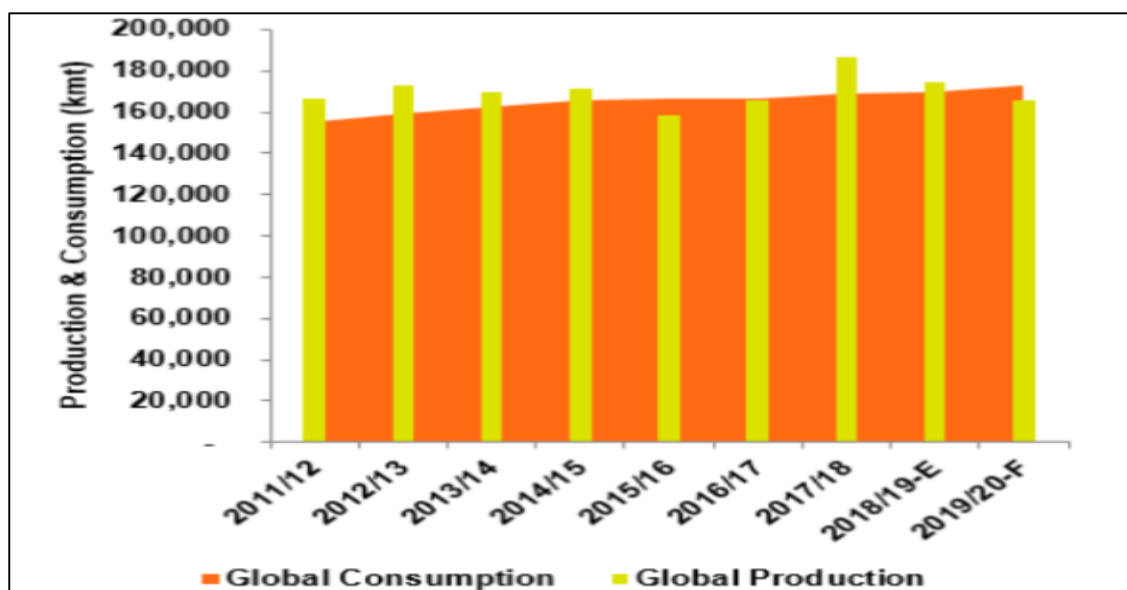
2018/19 榨季全球食糖供需缺口预估 (单位: 万吨)		
机构	预估日期	2017/18 年度
Green Pool	2018-08-31	424 万吨
ISO	2018-11-16	217 万吨
Rabobank	2018-12-20	400 万吨
F.O.Licht	2019-03-07	40 万吨
INTLFCStone	2019-03-29	-30 万吨
Datagro	2019-05-19	-48 万吨
ISO	2019-06-11	183 万吨

请参阅最后一页的重要声明

2019/20 榨季全球食糖供需缺口预估（单位：万吨）		
机构	预估日期	2017/18 年度
ADM	2018-10-15	-200 万吨
Rabobank	2019-03-21	-430 万吨
F.O.Licht	2019-05-30	-310 万吨
Rabobank	2019-06-13	-420 万吨
DATAGRO	2019-07-30	-642 万吨
FCStone	2019-08-07	-590 万吨
ISO	2019-08-09	-350 万吨
Sopex	2019-09-19	-630 万吨
JPMorgan	2019-10-15	-640 万吨
FCStone	2019-11-01	-770 万吨

资料来源：广西糖网、广州期货

图表 4： 全球食糖产量与消费量



资料来源：广西糖网、广州期货

1.2 巴西

巴西今年总体经济保持平稳，增速稳步提高，复苏步伐加快。政府采取了包括释放工龄保障基金(FGTS)在内的措施刺激经济增长，今年第二季度巴西经济环比增长 0.4%，略高于预期，避免了因连续两个季度经济负增长而陷入“技术性衰退”。而 2019 年第三季度巴西国内生产总值(GDP)环比增长 0.6%，高于市场预期。统计还显示，与去年同期相比，第三季度巴西经济增长 1.2%。按行业来看，农牧业对经济增长贡献最大，其次是工业和服务业。但巴西产业结构严重失衡，工业制造业发展相对落后，实体经济“空心化”，经济基础脆弱且“三高”问题突出，再加上科技发展和创新能力不强，巴西经济可持续增长能力不足。巴西经济的复苏有利于雷亚尔汇率的走稳，使得巴西厂商多生产乙醇换现金，少生产原糖挺价或将对原糖走势或将有支撑。

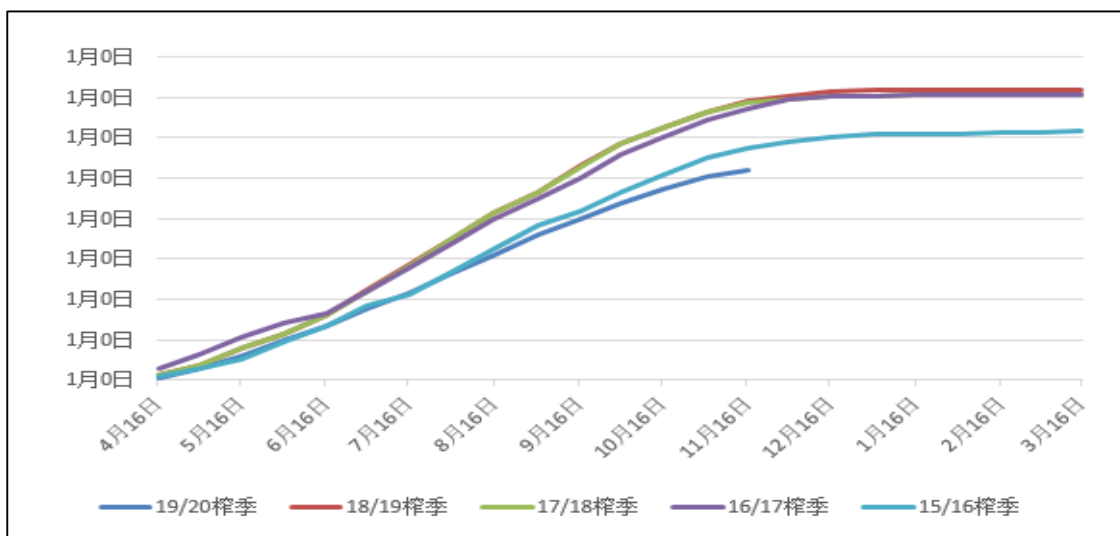
巴西中南部的甘蔗种植面积占全国 88.51%，其中圣保罗占比全国种植面积的 52.69%，所以糖厂多集中于中南部。中南部糖产量占全国总产量约 90%，东北部只有 10%左右。在 4 月开始的新榨季，巴西中南部糖产量预计为 2,970 万吨，高于 10 月最初预估的 2,640 万吨和当前年度的 2,650 万吨。Datagro 预计 2019/20 榨季甘蔗压榨量为 5.83 亿吨，高于 10 月初步预估的 5.70 亿吨，因降雨改善了甘蔗生长条件。从 10 月上半月期，巴西中南部干燥天气有利助推甘蔗收割进度，甘蔗压榨量及产糖量得以反超上榨季同期水平。由于乙醇面对原油价格优势，促使生产乙醇仍然比产糖更受糖厂欢迎，导致本榨季的甘蔗制糖比例跌至历史最低点，但甘蔗压榨量同比增加部分弥补了糖产量损失。2019/20 榨季截至 11 月 16 日，巴西中南部地区累计产糖 2600 万吨，同比增加 2.79%。累计生产乙醇 308.67 亿公升，同比增加 8.4%，累计甘蔗制糖比例 34.84%，低于上榨季同期的 35.88%，也是历史同期最低水平。截至 11 月 16 日中南部已有 120 家糖厂收榨，同比增加 34 家，预计本榨季巴西中南部糖产量 2650-2700 万吨。

图表 5：11 号糖与美国兑巴西雷亚尔汇率走势图



资料来源：Wind、广州期货

图表 6：巴西中南部产糖情况（吨）



地区	16/17 榨季	17/18 榨季	18/19 榨季	19/20 榨季（预估）
巴西中南部	3122	3562	2650	2550

资料来源：Wind、广州期货

1.3 印度

印度的产糖区主要集中在北方邦、马邦和卡邦三个地区。其中马邦是印度第一产糖大区。7月份确定了甘蔗公平报酬价格(FRP)维持 275 卢比/吨不变。缓冲库存从上榨季的 300 万吨增加至 400 万吨。上半年,由于季风天气的推迟到来,使得部分地区干旱,各机构对于 19/20 榨季的糖产量均出现不同程度的下调。机构预计马哈拉施特拉邦的产量预计将同比下降 35%至 700 万吨,卡纳塔克邦产量预计下降 20%至 350 万吨,北方邦产量或维持在 1200 万吨的正常水平,与前一年基本持平。从 18/19 榨季的 3290 万吨降至 2820 万吨左右。但是 7 月的以来强降雨使得降雨不足量从 6 月底的 35%降至 11%。印度气象局称印度 2019 年的季风降雨量比平均水平高出 10%,是 25 年来的最高水平。因而真正下调多少依旧不是很清楚,但是总体而言会比 18/19 榨季稍微好些的,但是产量仍然是较高水平。另外,莫迪在印度大选获得压倒性胜利后,表示要去巴西争夺全球最大的产糖地位,预计印度政府将继续大力支持糖业。预计印度 2019/20 榨季连续第三年糖过剩,包括糖库存在内的糖供应总量预计 4400 万吨。

出口方面,印度全国糖厂合作联盟表示,由于 18/19 榨季印度糖库存创下记录,预计 19/20 榨季糖产量将低于 3000 万吨,为了保持国内糖价稳定并帮助糖厂兑付甘蔗款,必须出口 700-800 万吨糖。2018/19 榨季截至目前印度已签署 310 万吨糖出口合同,其中已经出库 250-260 万吨。另外,印度食品和农业部将很快将向政府申请批准,在 2019/20 榨季对高达 600 万吨糖出口提供补贴,以帮助消减国内市场过剩的食糖,并稳定国内糖价。由印度总理纳伦德拉莫迪担任主席的内阁经济事务委员会于批准在 2019-2020 年度为糖厂提供每吨 10448 卢比、上限 600 万吨糖的出口补贴,估计政府将为此耗资约 626.8 亿卢比。补贴将直接以糖厂名义打入蔗农帐上,在糖厂没有拖欠蔗款的情况下,则记到糖厂帐上。截至 11 月底印度已签订约 150 万吨糖出口合同,其中包括糖厂与港口精炼商签订的合同。糖出口的主要目的地为伊朗、斯里兰卡、阿富汗、非洲国家等。但是目前是全球糖价低迷,印度或在 19/20 榨季难以完成 700-800 万吨的出口额。

图表 7：印度糖产量情况（吨）

印度	2015/16年度	2016/17年度	2017/18年度	2018/19年度	2019/2020年度（预估）
期初库存	910	710	210	910	1350
产量	2510	2000	3250	3200	2820
消费量	2560	2500	2550	2750	2800
期末库存	710	210	910	1350	1370

资料来源：Wind、广州期货

1.4 泰国

泰国甘蔗集中在四大蔗区：中部、东部、北部和东北部。其中，中部湄南河和夜功河的冲积平原是最主要的蔗区，占全国产量 50% 以上。2019/20 榨季泰国甘蔗面积增长幅度可能不及预期（甘蔗价格下跌亦令农户改种木薯等其他作物，本季度初甘蔗价格为每吨 700 泰铢，创十年低点）。2019 年的干旱天气和蔗龄老化预计将导致单产从上榨季的高位下降。泰国自 5 月 20 日进入雨季，但是受微厄尔尼诺影响，降雨量均值同比下降 10%，导致水库水量告急。今年 5 月至 7 月泰国严重旱情造成经济损失不低于 4.9 亿美元。泰国行业数据显示，2018/19 榨季泰国共压榨甘蔗 1.31 亿吨，同比减少 390 万吨，产糖 1458.1 万吨，仅较 17/18 榨季创下新记录减少 10 万吨。本榨季泰国原糖产量同比增加 6%，达到 1110 万吨。

泰国 2019/20 榨季将于 11 月开始，并在 2020 年 4 月 13 日的泼水节之前结束。根据泰国糖厂协会 TSMC 的调查显示，预计 2019/20 榨季泰国甘蔗压榨量仅为 1.1 亿吨，低于上榨季的 1.3 亿吨。预计 2019/20 榨季泰国糖产量将降至 1200 万吨，因许多地区干旱的恶劣天气影响。早些时候，泰国甘蔗和食糖协会办公室预计 2019/20 榨季泰国糖产量为 1300 万吨。出口方面，2018/19 榨季泰国共计出口糖 1005.84 万吨，同比增加 6.95%，为史上最高榨季出口水平。

图表 8: 泰国糖产量情况 (吨)

泰国	2015/16年度	2016/17年度	2017/18年度	2018/19年度	2019/2020年度 (预估)
产量	970	1003	1468	1458	1320
出口	750	680	800	1090	1100

资料来源: Wind、广州期货

1.5 天气

ENSO 最新数据显示, 在过去的几周时间内, 中部太平洋长期平均温度 (即 Nio3.4 指数) 一直处在高于平均水温 0.5°C , 这说明受之前厄尔尼诺影响的南方涛动 (ENSO) 继续牢固地处中性。气象专家预测, 在未来的 3 至 5 个月时间里, Nio3.4 指数会继续保持在 0.5°C 以上。由于 Nio3.4 指数未来一直偏高, 所以大气模式会随之而来, 中部热带地区会变暖。预期中的下一次厄尔尼诺现象将于 2020 年底达到顶峰, 可能导致全球年平均气温升幅在 2021 年创下新纪录。厄尔尼诺将会给巴西南部带来持续的降水, 有利于甘蔗伸长期充分吸水, 甘蔗丰产, 但是阴雨天气不利于糖分积累, 出糖率有所下降。对印度和泰国来说, 厄尔尼诺带来的干旱可能使得甘蔗产量受到影响, 因而使得糖产量得到下调。澳洲方面, 由于澳洲甘蔗多依赖于灌溉而非雨养, 所以厄尔尼诺可能出现干旱, 但并没有造成甘蔗缺水问题, 对甘蔗单产影响甚小。

2、国内基本面情况

2.1 产销及工业库存情况

2018/19 榨季结束今年五月份结束，2018/19 榨季全国食糖产量回升至 1076 万吨，较 2017/18 榨季增加 45 万吨。2019/20 年制糖期截至 2019 年 11 月底，北方甜菜糖厂已有 3 家收榨，南方甘蔗糖厂相继开机生产。全国已经开工生产的糖厂有 86 家，比上制糖期同期多开工 35 家。截至 2019 年 11 月底，本制糖期全国累计产糖 127.26 万吨（上制糖期同期产糖 72.68 万吨）。其中，产甘蔗糖 37.5 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 5.28 万吨）；产甜菜糖 89.76 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 67.4 万吨）。从公布的数据来看，本榨季我国 11 月份产糖量和销糖量均同比大增，产销率也高于去年同期，虽然目前广西等产区大量糖厂开榨后导致产糖量同比大增，且高于目前市场需求量，但由于本榨季前我国库存较紧张以及市场正进入双节备货期，刺激市场现货需求量大增，因此，当前市场现货供需压力尚可。

广西中粮屯河北海糖厂已于 11 月周日（10 日）开榨，拉开了广西 2019/20 榨季生产序幕，同比上榨季提前 11 天。中粮北海糖厂产能 5000 吨/日。截至 12 月 4 日不完全统计，广西有 60 家糖厂开榨，同比增加 35 家，开榨糖厂产能合计 47.11 万吨/日，同比增加 26.53 万吨/日。本榨季广西剩余未开榨的糖厂将于 12 月全部开榨，预计 12 月中下旬广西将迎来产糖高峰期。参照近三四个榨季糖厂 12 月份的产能利用率，预计 12 月份广西新糖产量或将在 133-158 万吨左右，同比增加 23-48 万吨。后市压力有些大，对于价格可能有一定的压制作用。

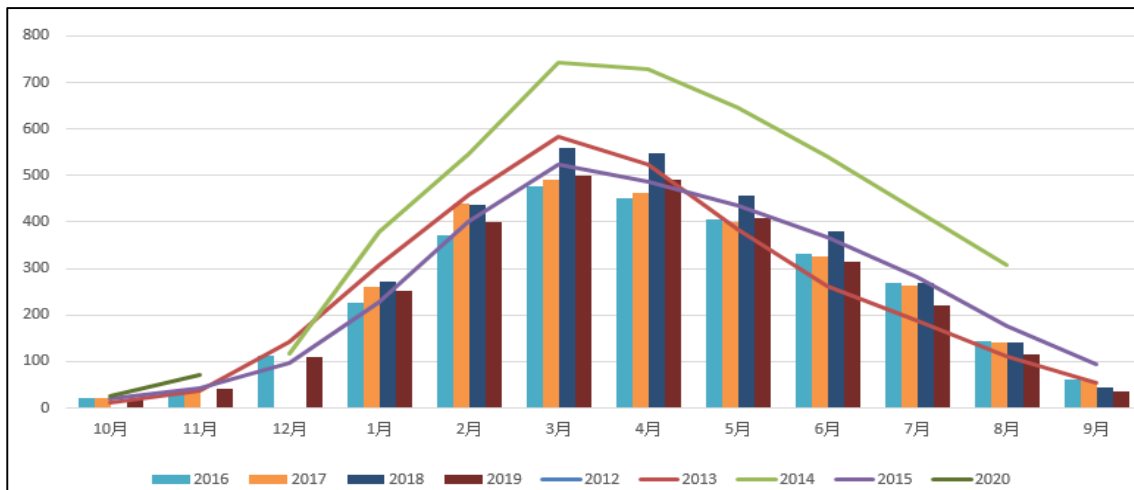
图表 9：2019/18 年制糖期全国食糖产销进度（截至 2019 年 11 月底）

省区	预计糖产量	截至 2017 年 11 月底累计			备注
		产糖量	销糖量	销糖率（%）	
全国合计	1050	127.26	56.85	44.67	

甘蔗糖小计	911	37.50	21.62	57.65	
广东	76	1.49	1.39	93.29	已有 2 家开榨
其中：湛江	65	1.49	1.39	93.29	已有 2 家开榨
广西	630	35.53	20.17	93.29	已有 2 家开榨
云南	188	0.48	0.06	56.77	已有 51 家开榨
海南	14	0	0	0	已有 1 家开榨
其他	9	0	0	0	
甜菜小计	139	89.76	35.23	43.40	
黑龙江	4	3.26	1	13.24	已全部收榨
新疆	60	40.38	13.4	32.92	已有 1 家开榨
内蒙古	70	44	19.4	62.58	
其他	5	2.12	1.43	42.86	

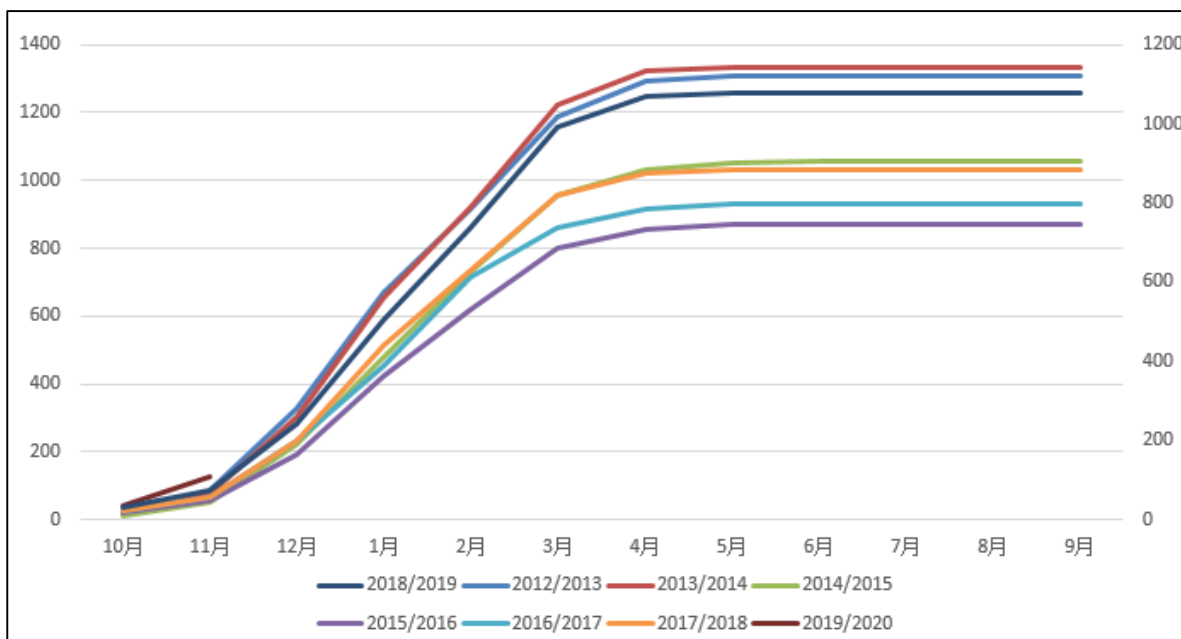
资料来源：广西糖网、广州期货

图表 10：我国食糖工业库存年度对比



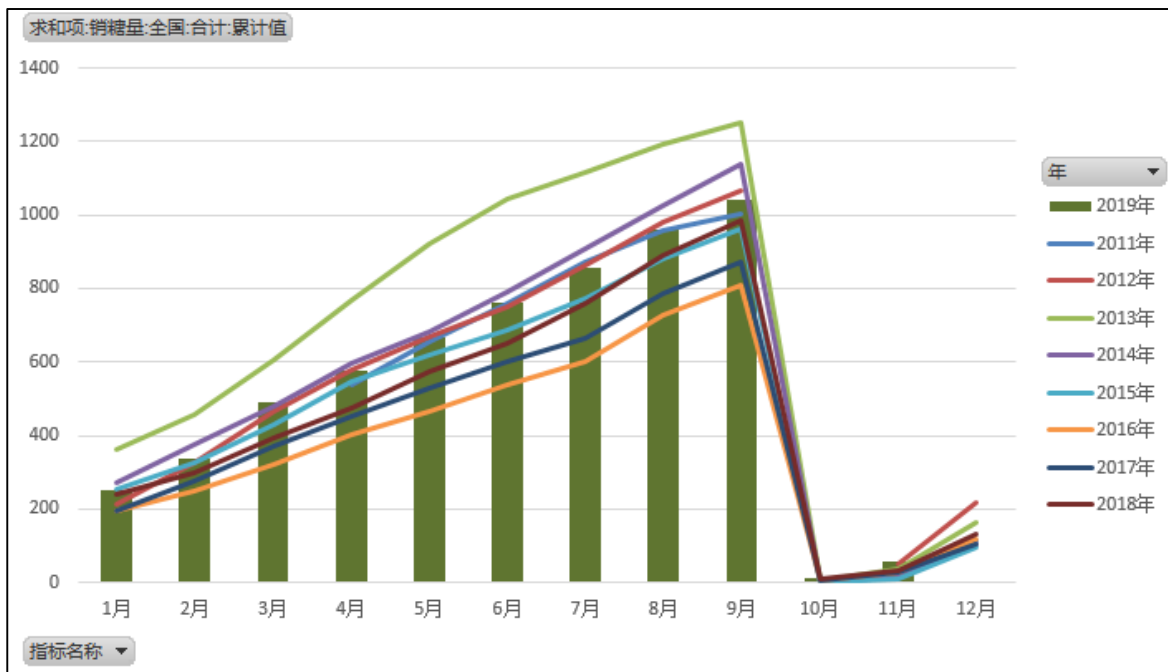
资料来源：Wind、广州期货

图表 11：我国各榨季产糖量（月/万吨）



资料来源：Wind、广州期货

图表 12：全国食糖销售情况



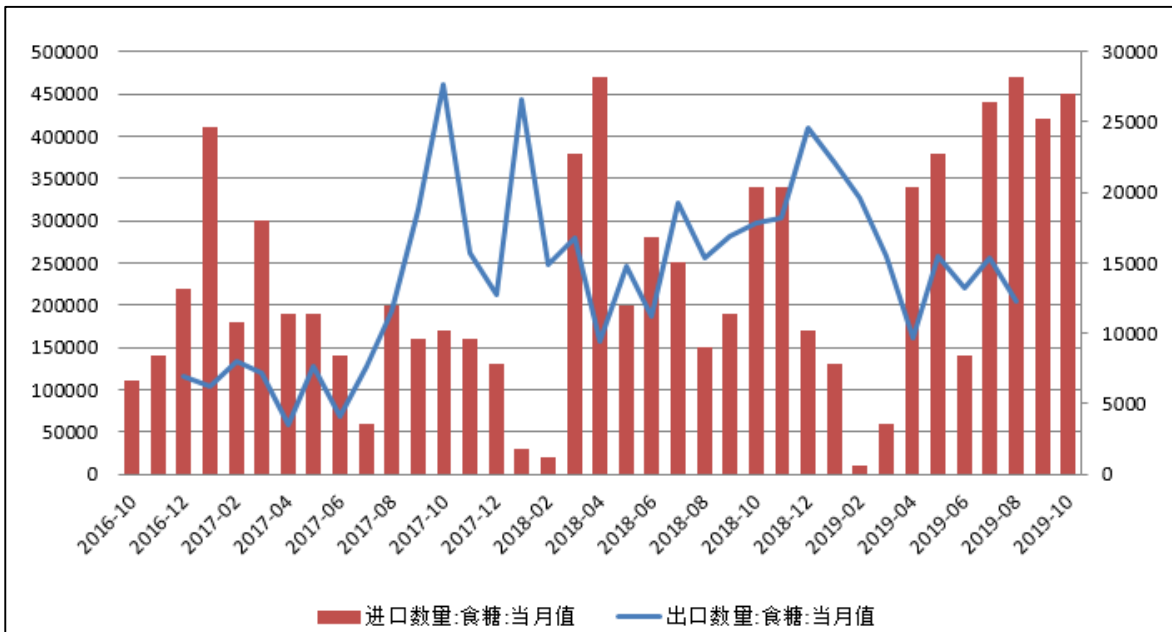
资料来源：Wind、广州期货

2.2 进出口情况

根据海关统计,2019年1~10月,全国累计进口食糖285万吨,比上年同期增加56万吨,增长24.45%;全国累计出口食糖14.38万吨,比上年同期减少1.03万吨,减幅6.68%。11月,12月数据暂时未公布。2017年5月22日通过食糖贸易救济调查后,食糖进口量大幅下滑,保障措施采取对关税配额外进口食糖征收保障措施关税的方式,实施期限为3年,自2017年5月22日至2020年5月21日,实施期间措施逐步放宽。2017年5月22日至2018年5月21日,保障措施关税税率为45%,这意味着配额内的税率为45%,配额外的税率高达95%,2018年5月22日至2019年5月21日,保障措施关税税率为40%,(配额内为40%,配额外为90%)2019年5月22日至2020年5月21日,保障措施关税税率为35%(配额内为35%,配额外85%)。从时间表来看,明年5月之后贸易救济调查保护期,之后配额外关税重新下调至50%,或许进口量会相对多一些。加上如今是中美贸易战的关键时期,中国或许为寻求外援,可能会放松一些第三世界国家的一些进口限制,甚至主动购买,进口白糖,例如对巴西糖明年5月配额外额外关税的豁免,以及为解决中印两国之间的贸易不平衡问题,中国已经简化从印度进口商品的流程,尤其是食糖。

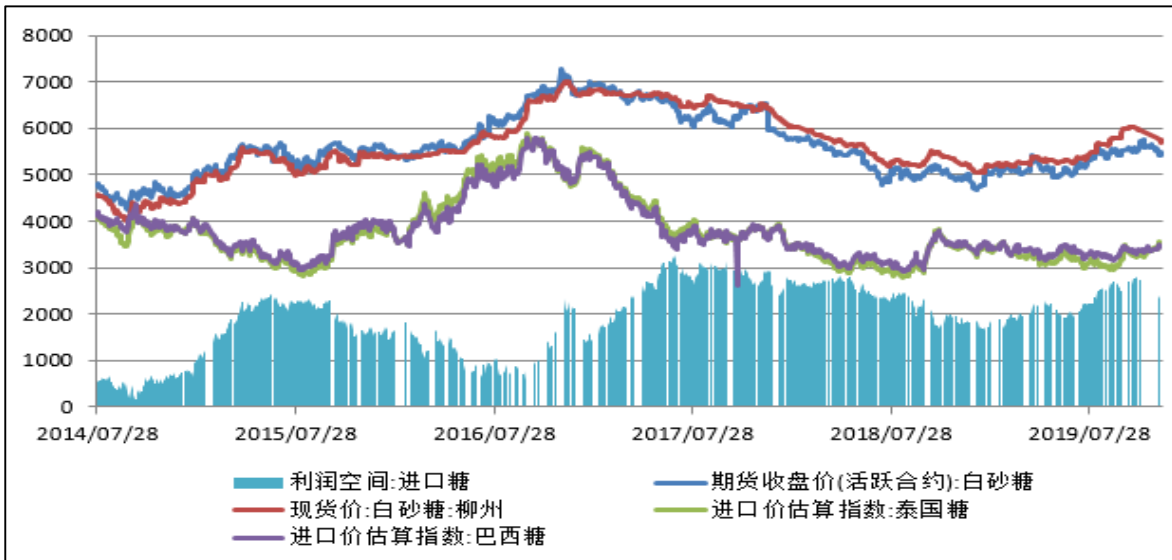
还有一个变量就是对于配额外进口的许可证,今年由于许可证发放较晚,加上今年以来走私方面的严打,因而今年的供给以国内供应为主,所以从今年年初以来销售数据表现非常好,价格得到一定的支撑。但是明年的许可证何时发放现在还不确定,因此对于进口出口方面来说,政策的影响非常大。从目前来看,巴西进口糖配额内估算价为3488元/吨,与柳糖现货价价差为2162元/吨,配额外5398元/吨,与柳糖现价价差为252元,泰国进口糖配额内价格估算为3547元/吨,与柳糖现货价价差为2243元/吨,配额外元5398/吨,与柳糖现货价价差为252元。若是配额外调低35%的关税,那么进口糖的价格还是很有竞争力的。

图表 13: 食糖进出口情况



资料来源: Wind、广州期货

图表 14: 进口糖利润空间



资料来源: Wind、广州期货

请参阅最后一页的重要声明

2.3 抛储情况

在国内白糖消费和产量相对固定的情况下，稳定糖价则只能在供给侧上作文章。供给分进口和国储两部分，加征特别关税后进口大幅下降，进口糖的影响力在逐步减小，那储备糖方面就成为调节糖价的一个非常重要的手段。我国每年从古巴进口原糖约 40 万吨。这是长期以来政府协议的一部分。之前的保证加征配额外特别关税出台到现在的保证国储糖顺利出库，国内糖市工作重心似乎发生了明显改变。国家在已经确定了保护国内糖市，则需要保证制糖企业合理利润，原则上广西现货糖低于 6500 元/吨是不能出库，一旦低于 6500 元/吨不但现在不能出，以后也不可能出。

纵观 2016/17 榨季开始，也就是去年 10 月，国家就开始投放储备糖了，首先，10 月 25 日，广西政府投放了第一批 17 万吨的地方储备糖，这些糖包含加工费在内的成交价在 6700-6800 元/吨，当时广西糖的市场价在 6700 元/吨，和成交价基本一致。其次，10 月 28 日，国家投放了第一批 20 万吨的国储糖，成交均价 6900 元/吨，当时市场价接近 7000 元/吨，第二批国储糖的投放是在 11 月 9 日，数量 10.8 万吨，成交均价 6860 元/吨，当时市场价在 6900 元/吨，第三批国储糖的投放是在 12 月 30 日，数量 9.2 万吨，成交均价 6800 元/吨，当时市场价在 6950 元/吨左右，第四批，数量 25 万吨，时间 1 月 23 日，由于这批 25 万吨的国储糖是 2012/13 榨季生产的，不经过在加工直接投放市场的陈糖，因此成交价比较低，陕西仓库拍出最低价 6140 元/吨，广东仓库价格最高 6590 元/吨，其他大多数仓库的价位在 6300 元/吨左右。第五批是 9 月 7 日，广西公布抛储地方储备糖，决定投放 32.6714 万吨地方储备糖，竞拍底价为 6400 元/吨。第六批是商务部决定对加工后的 2017 年进口古巴原糖以竞卖形式投放市场。分两批竞卖 36.7 万吨白砂糖，第一次于 9 月 18 日竞卖 20 万吨，第二次为 9 月 28 日竞卖 16.7 万吨。2016/17 年度开始迄今，国储糖累计投放 101.7 万吨，广西地方储备糖投放了 49 万吨。总计是约为 150 万吨，这与之前的估算是符合的。从 2016/17 榨季的抛储情况来看，抛储时机都是在国内现货价格高企，超过 6500 以上抛储。且之前糖会秘书长发表指导精神说，希望产区糖价可以稳定在 6500 元/吨以上。17/18 榨季由于糖价熊途漫漫，国储糖并未抛储。而 18/19 榨季，由于下半年销售数据较好，白糖现货价格一路走高至 6000 元/吨，广西地方储备，投放了 12,7284 万吨糖，竞拍低价位 5800 元/吨。拍卖中标数量为 118075.85 万吨，中标率为 92%。对于下榨季的展望，若是明年糖价走高，不排除到年末的时候会有地储和国储出库。预计抛储量 50-80 万吨左右。

图表 15：历年国储收储情况一览表

指标名称	国储收储：加权均价/元	国储收储：成交量/吨
20070914	3170	1200
20080115	3712	194500
20080129	3179	75000
20080311	3710	1800
20080325	3732	90100
20080408	3693	128500
20080422	3566	10000
20080708	3419	300000
20090109	3300	500000
20090218	3398	300000
20120920	6218	500000
20121227	6317	800000
20130122	6344	700000

资料来源：Wind、广州期货

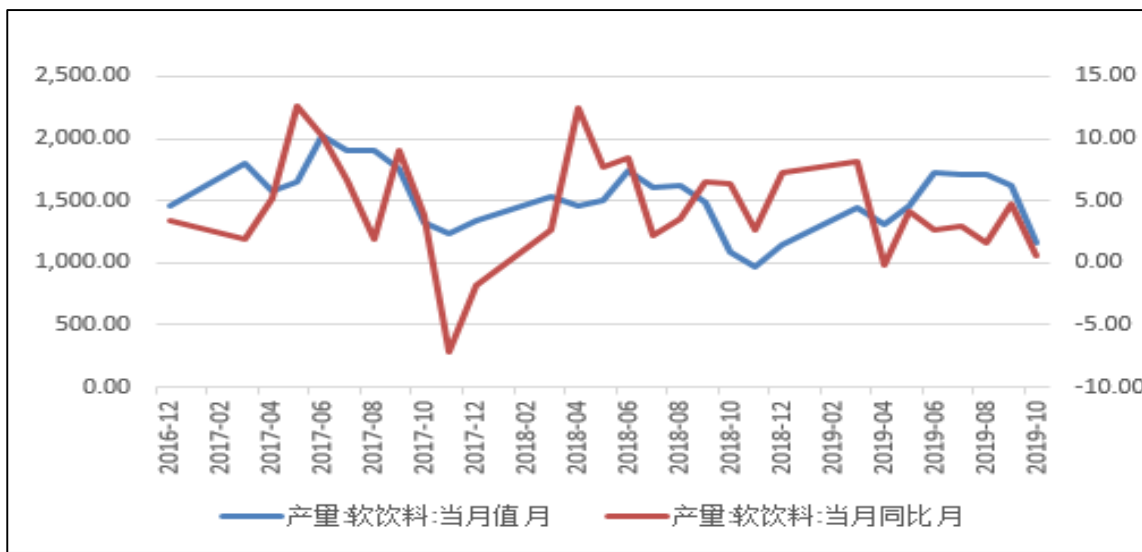
2.4 走私及替代

在进口严控的情况下，走私成为糖的一个有效供给。原糖在底部徘徊，走私利润进一步抬升，也吸引着走私糖的进入国内市场。而今年的走私打击也是比较严厉的。长长的中缅、中越边境线，是走私犯罪猖獗发生地。随着中缅与中越边境打击走私严厉，走私也转移到海上。早些年中国海警局将组织全国海警开展“海狼行动”打击海上走私专项行动。目前，不法分子以越南、香港和台湾地区等为源头地就近走私入境，导致我国北部湾、珠江口、台海西部成为海上走私成品油、香烟、食糖以及涉税商品的重灾区。打击海上走私专项行动将坚持打防结合、标本兼治，坚持“专项治理、综合治理、源头治理、依法治理”。预计 2020 年打击走私或能生效，走私糖数量相比前几年有下滑趋势。预计约有 100 万吨左右。

替代品方面，单从价格上来看，淀粉糖竞争力非常强。但淀粉糖和白糖互相替代使用的行业主要集中在碳酸饮料果汁、罐头等饮料行业。乳制品使用果糖有一定限制，目前替代只能达到 10-15%。其他

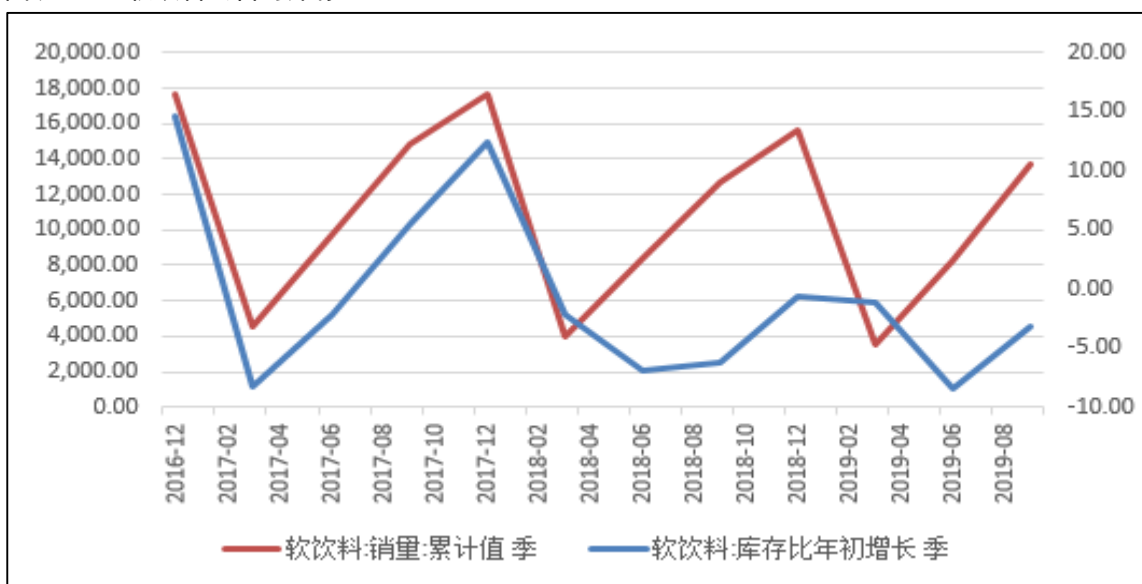
如糕点、蜜饯等食品也有替代量，但整体而言，量很小。除非下游食品饮料企业主动更改配方，否则淀粉糖企业并无主动增加产量的动能。从下游消费结构看，果糖仅在饮料领域对白糖形成了明显替代，特别是碳酸饮料，若出现果糖替代白糖，最有可能出现在碳酸饮料领域，估计最大替代为白糖消费 24%左右（饮料占比）。未来需关注下游配方的修改，目前尚难以出现大面积替代。

图表 16：软饮料月度产量



资料来源：Wind、广州期货

图表 17：软饮料销售与库存



资料来源：Wind、广州期货

请参阅最后一页的重要声明

三、后市展望与风险提示

综合分析，2019/20 榨季，国际供需平衡三年来首次出现供应缺口，回顾过去的 18/19 榨季，全球仍是处于小幅供应过剩，国际糖价表现不佳，处于震荡磨底态势，而正在进行的 19/20 榨季，巴西方面，由于乙醇面对原油价格优势，促使生产乙醇仍然比产糖更受糖厂欢迎，导致本榨季的甘蔗制糖比例跌至历史最低点，但甘蔗压榨量同比增加部分弥补了糖产量损失，因而巴西 19/20 榨季的产量将会比去年持平或者同比小幅增加，而印度方面，由于天气旱涝交替，以及甘蔗种植面积的调减，印度 19/20 榨季将在比上一榨季调减，泰国方面，2019/20 榨季泰国甘蔗面积增长幅度可能不及预期（甘蔗价格下跌亦令农户改种木薯等其他作物，本季度初甘蔗价格为每吨 700 泰铢，创十年低点）。2019 年的干旱天气和蔗龄老化预计将导致单产从上榨季的高位下降。预计 2019/20 榨季泰国糖产量将降至 1200 万吨，同比去年减少至少 200 万吨。总体而言，明年的供给情况有所改善，国际市场的糖价最差时期已经过去，而从巴西经济表现来看，第三季度 GDP 增速超市场预期，或许在巴西新政的刺激下，经济稳中有调整，对于雷亚尔汇率有一定支撑。综合来看，糖价往上的趋势不会改变，涨速与幅度需要取决于各期间的基本面改善程度。

国内方面，明年的政策会比较关键，对于行情的影响可能比较大，明年 5 月之后贸易救济保护政策结束，以及是否存在中国将会对巴西，印度等国放开适当进口或者是优惠政策也是未知的，若是朝着最坏的情况来看，明年糖价或将在震荡中承压。从最新的产量预估来看，明年的产量或将与今年 1076 万吨相差不多，主流机构的预判大概维持在 1050 万吨附近。近期从广西了解的情况，由于正压榨高峰期，产糖在进几个榨季中属于偏高水平，供给相对充裕，价格继续向上的动力将减弱，呈现出外强内弱格局。整体分阶段看：因春节备货仍在持续，预计节前郑糖延续弱势概率不大。二季度，随着消费淡季来临，以及新榨季的结束，郑糖将有明显回调行情，以及特别要关注进口方面的信息，但是预计底部有限。三、四季度，夏季消费以及去库存周期的深入发展，郑糖重新走强概率较大。中间也要始终关注地储或国储糖的抛储情况，一般而言储备糖在三季末可能会出库来调节供给情况。总体而言，明年糖价面临变数较大，价格波动或将更剧烈。仅供参考。

研究所

公司研究所具有一批丰富实战经验的期货产业研究员及专业的优秀分析师，致力于为客户提供中国资本市场**前瞻性、可操作性**的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇**产业链**的研究；我们看重**数量分析法**；我们提倡**独立性**，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒。

我们将积极依托**股东单位—越秀金控**在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“**宏观、产业和行情策略分析**”为核心，大力推进市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融研究所。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-23382623

地址：广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼第1007-1012房

邮编：510623

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。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。

请参阅最后一页的重要声明