

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发

糖类进入竞争局面 后市政策为关键点

2020年上半年，郑糖价格指数呈现爆发式下跌，因受疫情蔓延的牵制，下游消费需求减弱及贸易保障措施到期等利空因素拖累。而对于2020年下半年而言，随着国内疫情得到有效控制，复工复产的背景下，中秋、国庆等节日需求旺季的刺激，下游饮料、餐饮等需求恢复加快，进一步工业库存处于偏低水平。不过进口食糖保障措施取消，进口糖利润可观的条件下，加工糖厂负荷大大提升，加工糖供应持续增加，使得国产糖与其他糖源进入竞争局面。

一、2020上半年国内外糖价走势回顾

（一）全球食糖市场回顾

第一阶段：2020年1月初-2月中旬，稳步上行

泰国、印度糖减产、蝗灾等因素刺激，供需缺口预估值不断强化，使得美糖价格不断走高。此阶段ICE原糖价格指数从2020年1月2日的13.21美分/磅阶段性反弹至2月份中旬的新高15.37美分/磅，涨幅达16.35%。

第二阶段：2020年2月下旬-4月底，破位下跌

此阶段受美原油跌至负值区域及巴西雷亚尔货币大幅贬值，巴西糖厂将可能提高制糖比例，供应增加预期强烈，ICE原糖价格指数大幅下挫。此阶段ICE原糖价格指数从2020年2月下旬的15.0美分/磅大幅下挫至4月底的新低9.47美分/磅，跌幅超36.0%。

第三阶段：2020年5月-6月初，再次站上12美分/磅

此阶段国际ICE原糖价格指数低位反弹，主要随着各国封锁逐渐放松，巴西、印度糖出口数据向好，叠加巴西蝗灾等共同刺激糖价反弹。此阶段国际ICE原糖价格指数从2020年5月初的10美分/磅左右低位反弹至6月初的12.2美分/磅，涨幅逾20.0%。

（下图为国际原糖价格指数日线走势图）



数据来源：文华财经

（二）国内白糖期货市场回顾

郑糖 2006 年 1 月 6 日上市以来已走过完整的 9 个周期，期间经历了三次牛熊周期，“三年熊市，三年牛市”周期规律仍在续写。开始上市至 2007/08 榨季结束，三年熊市郑糖下跌 3716 点，跌幅 60%。2008/09 榨季至 2010/11 榨季末期，三年牛市郑糖大涨 5464 点，涨幅 220%。2011/12 榨季至 2013/14 榨季结束，三年熊市郑糖下跌 4116 点，跌幅 107%；2016/17 榨季至今，19/20 年度处于牛熊转换期，受影响影响，牛市周期或相应延迟。对于 2020 年上半年，将郑糖指数走势分为以下三个阶段。

第一阶段 2020 年 1 月初-2 月底：宽幅震荡

春节过后，白糖需求进入传统淡季，叠加国内新型肺炎疫情开始触发，贸易商等备货需求减弱，不过受外糖价格上涨的支撑，郑糖价格指数维持区间宽幅震荡。此阶段郑糖价格指数从 2020 年 1 月初至 2 月底处于 5300-6000 元/吨区间宽幅震荡。

第二阶段 2020 年 3 月初-4 月底：爆发式下跌

受全球疫情持续爆发，引发市场的恐慌情绪，加之外糖价格大幅下挫的拖累。与此同时，国内甘蔗进入压榨高峰期，国产糖及加工糖持续增加，叠加下游饮料等需求持续减少，郑糖价格指数加速下跌。此阶段郑糖价格指数从 2020 年 3 月初的 5800 元/吨高点加速下跌至 4 月 28 日低点的 4760 元/吨，跌幅约 18.0%。

第三阶段 2020 年 5 月初-至今：再次进入震荡

各地高校陆续开学及气温逐渐回升，餐饮、饮料等行业需求开始增加预期；不过食糖进口保障措施取消，国产糖与糖浆及加工糖等糖源进入竞争局面，整体上，郑糖价格指数处于 4750-5150 元/吨区间宽幅震荡。

（下图为郑糖价格指数日线走势图）



数据来源：文华财经

二、基本面影响因素分析

(一) 新榨季全球食糖供需预估

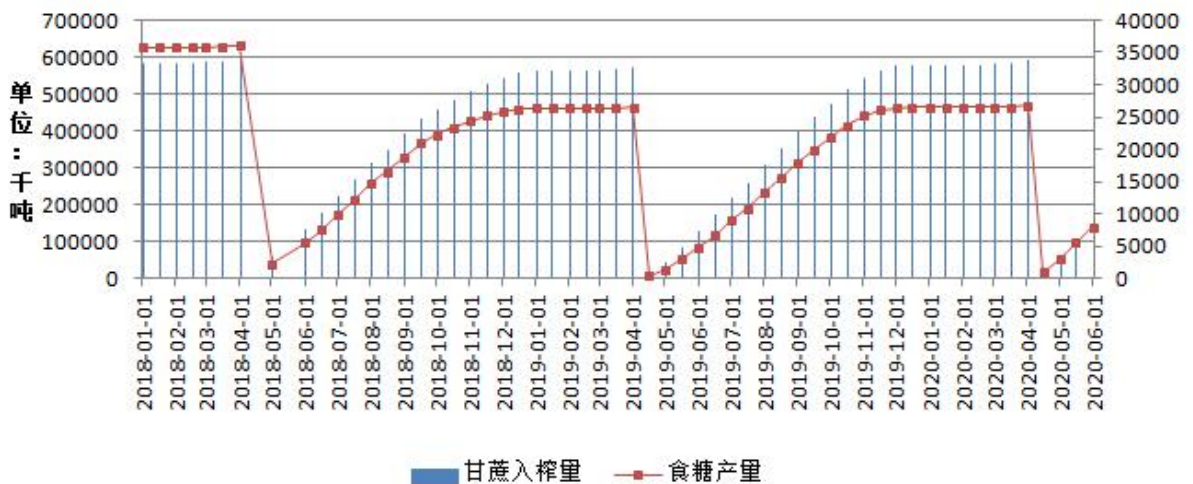
2019/20 榨季全球食糖供需缺口在 900 万吨已成定局，目前巴西开始进入新榨季模式，市场焦点在于新榨季各国产糖量的预期，特别是印度糖减产呼声较为显著。以下为市场对食糖供需的最新预估情况：

研究机构	预测内容
ISO	国际糖业组织 (ISO) 全球 2019/2020 年度全球糖市供应缺口预估值为 930 万吨, 创近 11 年以来新高, 而前次预估为 944 万吨, 主要受印度、泰国产量下降的部分推动。
FCStone	咨询公司 INTL FCStone 预估: 2019/20 年度全球糖供应缺口大幅下调至 310 万吨。
Green Pool	澳大利亚分析机构 Green Pool 表示, 预计 20/21 榨季全球食糖供应将过剩 30 万吨。
福四通	福四通预测 2020/21 年度 (10-9 月) 巴西中南部产糖量预估为 3310 万吨, 目前巴西食糖生产商已较上榨季提前开榨。
USDA	USDA: 预计 20/21 榨季全球糖产量为 1.88 亿吨, 需求量为 1.778 亿吨。
F. O. Licht	分析机构 F. O. Licht 预估: 2019/20 榨季全球糖市供应缺口为 550 万吨, 较之前预估的 420 万吨有所增加。
摩根大通	全球糖市 2019/20 年度供应缺口预计为 640 万吨。

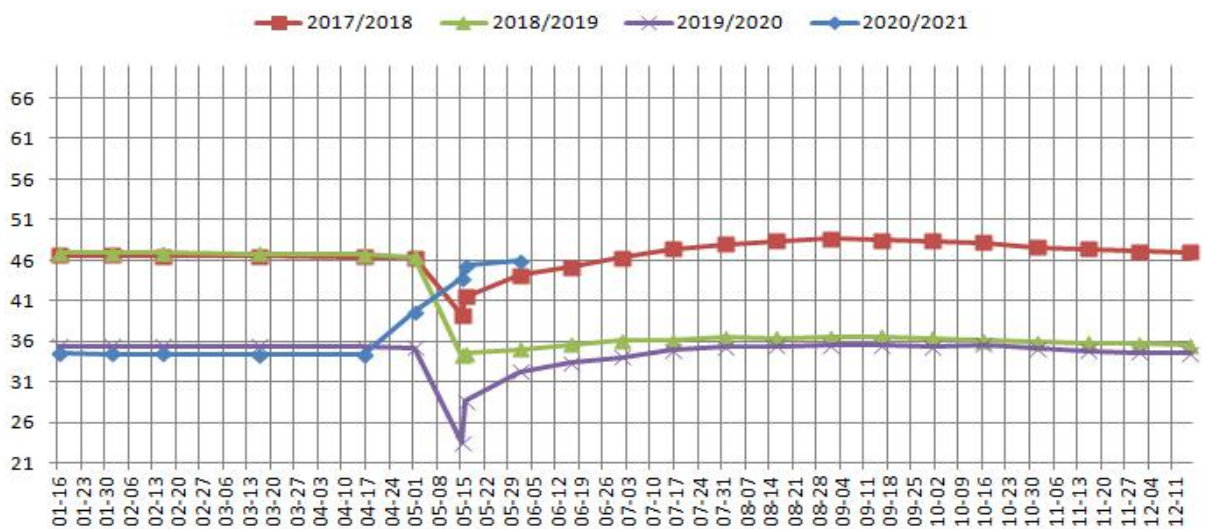
数据来源：广西糖网整理

巴西方面，巴西是全球最大的白糖生产国和出口国，其中巴西中南部地区甘蔗大约占全国产量的90%。Unica 数据显示，2020/21 榨季截止 6 月 1 日，巴西中南部累计产糖量为 802 万吨，同比增加 65.1%；累计压榨甘蔗量为 1.45 亿吨，同比增加 12.29%；制糖比值为 45.92%，明显高于往年同期水平。目前巴西中南部共有 245 家糖厂开榨，同比减少 3 家，当前糖厂尽可能将更多甘蔗加工成糖，因疫情因素影响，乙醇销售持续低迷，5 月乙醇销量下降 30%，促使糖厂减少乙醇的生产，转为生产更多糖，下半年巴西制糖比例料继续提升可能。按照糖醇比价规律显示，当糖醇价格比值高于 0.60 以上，糖厂更愿意生产原糖，而减少乙醇的生产，目前糖醇价格比值仍处于上升趋势中，并且每年榨季巴西糖厂在 7 月-9 月为集中压榨期，预计下半年巴西糖供应压力加剧。

巴西中南部白糖生产进度表

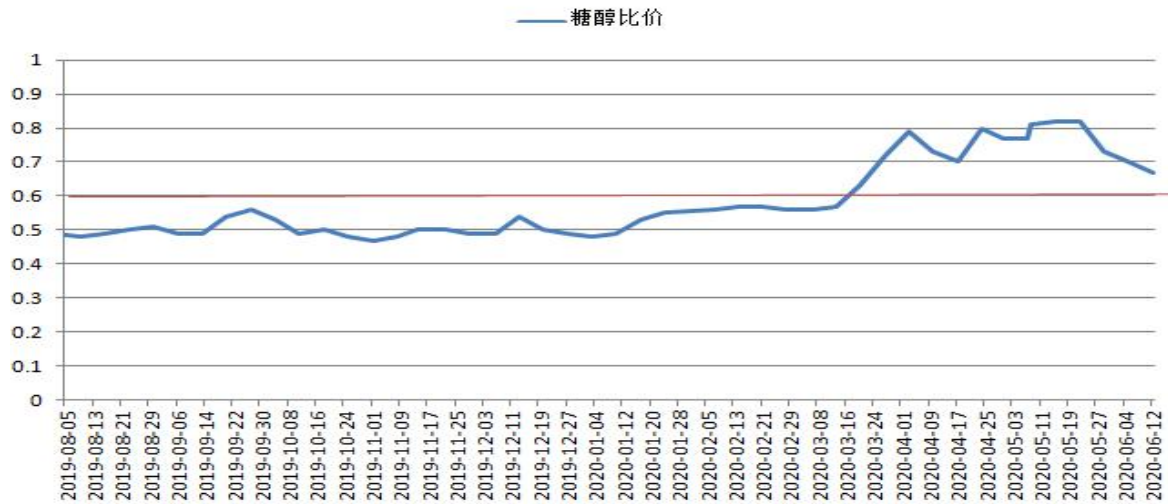


巴西中南部制糖比例走势



数据来源：布瑞克、瑞达期货研究院

巴西白糖与乙醇比价走势图

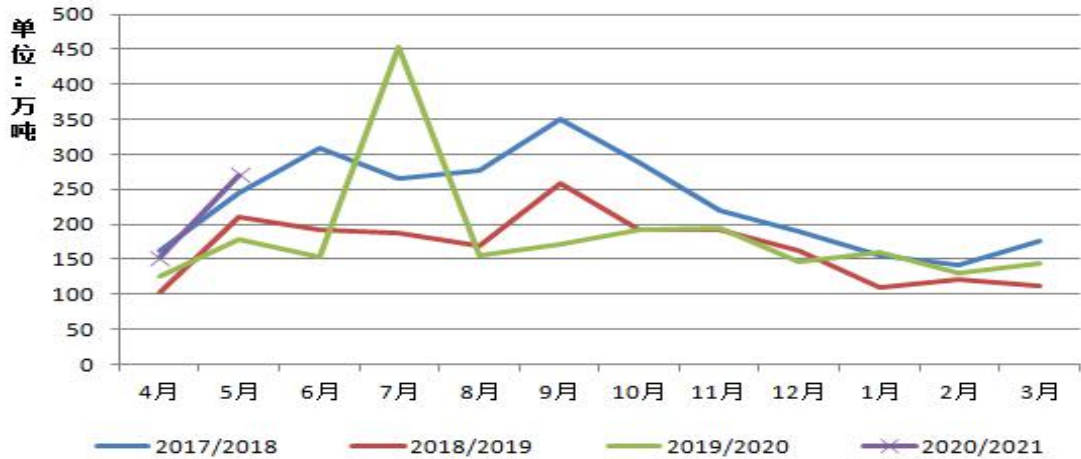


数据来源：布瑞克、瑞达期货研究院

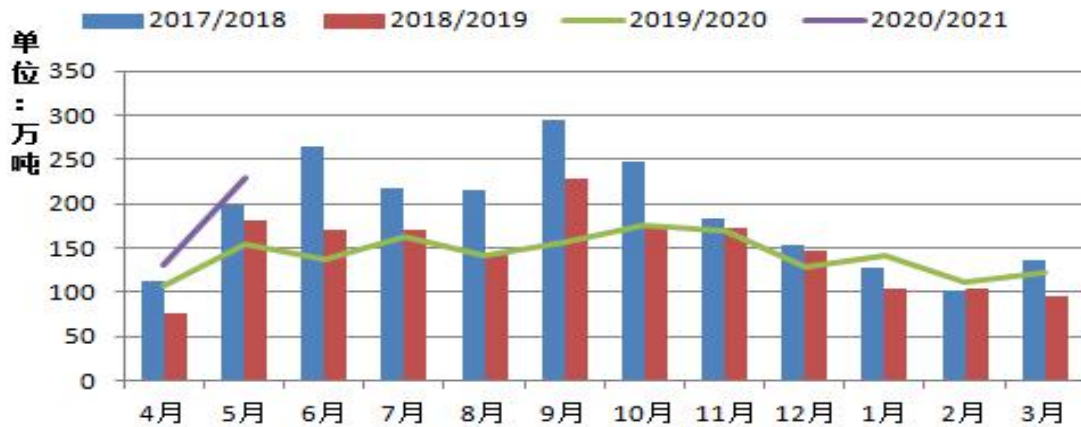
出口贸易方面，巴西贸易部公布的数据显示，巴西5月出口糖270.8万吨，同比大增79.58%，为2017年10月以来最高月度出口水平，其中出口原糖230.21万吨，环比增加75.40%，同比增加48.70%，进入新榨季后，巴西糖出口延续大幅增加趋势。此外，据巴西船运数据显示，2020年5月1日至29日，巴西对全球外食糖排船数量为326.14万吨，较5月26日排船量377.89万吨降低51.75万吨（降幅为13.69%），其中对中国排船数量为31.41万吨，较5月26日30.56万吨增加0.85万吨（增幅为2.78%）。主要进口商为中粮等，巴西对中国排船量的增加，侧面说明中国进口意愿仍旧强劲，进口糖供应或继续增加。值得注意的是，所有已纳入排船的船只预计从巴西港口发出时间在6月至7月初之间，后市食糖发运量仍较大，巴西桑托斯港主要出口码头待装船只平均排队等待时间达到45天，其中桑托斯RUMO码头船只等待时间高达41天，去年同期仅为5-7天。过去三个月中，由于巴西糖产量预计创历史高位，全球大部分糖贸易转向巴西，导致巴西港口排队量创新高。由于巴西疫情仍在蔓延，疫情导致巴西食糖港口阻塞加剧，出口贸易受阻，这也造成食糖供应阶段性紧张，支撑国际糖价。

巴西国家商品供应公司Conab公布的2020/21榨季首次调查结果显示，预计巴西2020/21榨季产糖量预计为3520万吨，同比增加18.50%，其中巴西中南部产糖量占90.2%；预计巴西20/21榨季甘蔗产量为6.307亿吨，同比下降1.90%。

巴西食糖月度总出口量对比走势图



巴西原糖月度出口对比情况



数据来源: 布瑞克、瑞达期货研究院

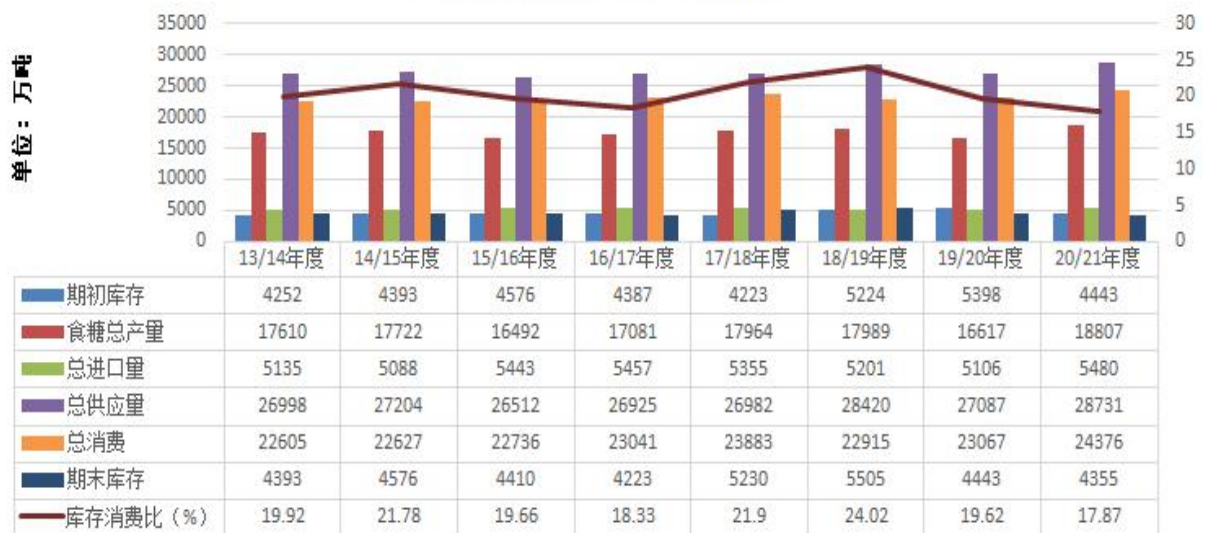
印度方面, 印度糖业协会 (ISMA) 发布报告显示, 截止 2020 年 5 月下半月印度糖厂累计生产食糖 35.6 万吨, 低于 5 月上半月的 66 万吨, 但高于上年同期的 13.4 万吨。2019/20 榨季截至 5 月底印度累计产糖 2682.1 万吨, 同比上榨季减少 18%。此外, 印度糖厂协会 ISMA 预估, 本榨季 (2019/20 榨季) 印度食糖总产量为 2700 万吨, 高于此前预估的 2650 万吨, 预计本榨季将比上榨季减产 600 万吨。当前榨季, 受疫情影响, 该国食糖消费量将下降 50 万吨, 印度国内食糖行业希望通过提高销售价格、制定新榨季出口及缓冲库存计划等措施来缓解糖厂需求低迷和现金等问题。

泰国方面, 据泰国甘蔗和糖业委员会表示, 泰国 2019/20 榨季已全面收榨, 2019/20 榨季甘蔗压榨总量为 7490 万吨, 同比减少 40%, 泰国一般在 5 月初收榨, 但因甘蔗量大幅下降, 使得 3 月底基本完成本年度收榨。泰国内阁批准 100 亿泰铢用于扶持该国甘蔗种植业, 2020 年 4 月泰国出口糖大约 66.64 万吨, 同比增加 6.81%; 其中出口原糖 41.71 万吨, 同比增加 28.1%, 主要出口至印尼和越南; 出口低质量白糖约 4.78 万吨, 同比下降 29.89%; 出口精制糖 20.15 万吨, 同比下降 12.43%,

主要出口至越南。泰国 2019 年 10 月-2020 年 4 月累计出口糖 571.74 万吨，同比增加 9%，4 月泰国出口糖延续增长趋势，加大全球食糖库存量，利空于糖价。

欧盟方面，欧盟委员会发布的数据显示，欧盟 2019/20 榨季食糖产量预估为 1740 万吨，同比下降 1.5%，主要原因是甜菜种植面积减少；同时由于疫情影响，欧盟含糖食品消费量减少，欧盟 2019/2020 制糖年度食糖消费量预估下降 1%，仅为 1680 万吨，为三年以来的最低。2020 年 4 月份欧盟的食糖出口量仅为 3.7 万吨，低于 3 月份 3.9 万吨，且低于去年同期的 12.14 万吨；2019/20 榨季截至 4 月，欧盟累计食糖出口量约为 49.9 万吨，同比下降 56.8%。其中以色列出口占食糖出口的 23%，其次是埃及和瑞士分别占 9%。

全球食糖供需平衡表 (USDA)



数据来源：USDA、瑞达期货研究院

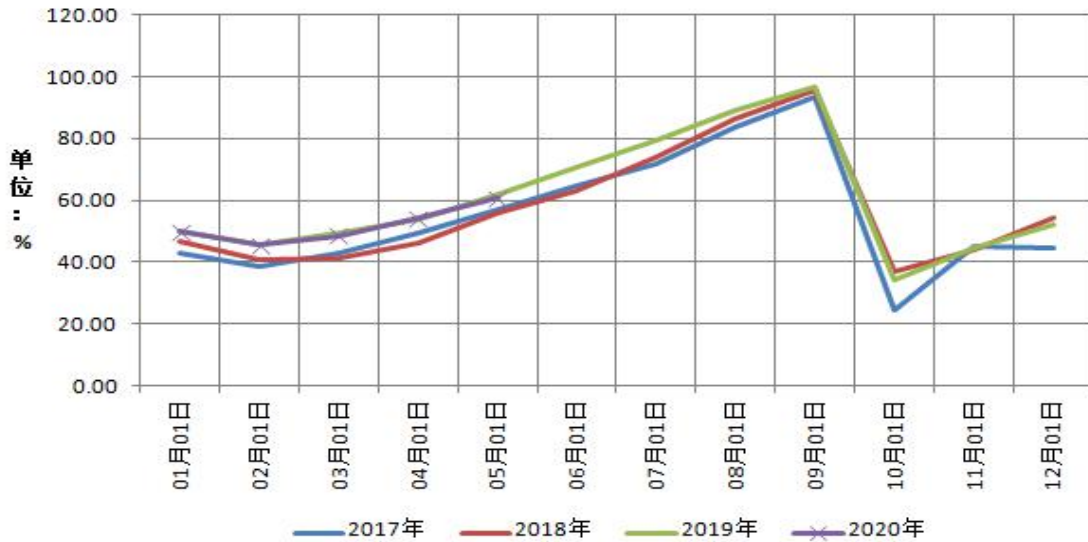
(二) 白糖产销基本符合预期

五月底各大主产区基本收榨完毕，截至 2020 年 5 月底，本制糖期全国共生产食糖 1040.72 万吨（上制糖期同期产糖 1076.04 万吨），比上制糖期同期多产糖 35.32 万吨，其中，产甘蔗糖 901.44 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 944.5 万吨）；产甜菜糖 139.28 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 131.54 万吨）。该榨季食糖生产数量基本符合预期（预期 1050 万吨），甘蔗糖及甜菜糖比值略降，主要因为甜菜产能投放的增加。去年以来，云南等地遭受贪夜蛾入侵，市场基本预估该省产量可能减产，但从目前来看，云南省甘蔗地受侵袭面积大，但后期可弥补性强，该产区甘蔗产量不减反增。显而易见，食糖产量受外来害虫影响远小于天气造成的影响。

上半年食糖需求下滑相对有限：截至 2020 年 5 月底，本制糖期全国累计销售食糖 631.09 万吨（上制糖期同期 666.77 万吨），累计销糖率 60.64%（上制糖期同期 61.97%），其中，销售甘蔗糖

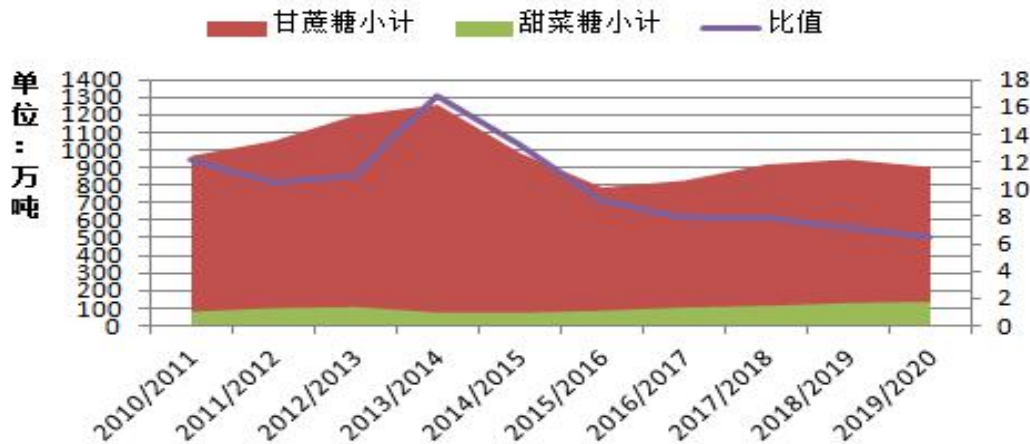
535.22万吨（上制糖期同期565.35万吨），销糖率59.37%（上制糖期同期59.86%），销售甜菜糖95.87万吨（上制糖期同期101.42万吨），销糖率68.83%（上制糖期同期77.1%）。今年春节期间新型肺炎爆发，与去年同期相比，上半年基本减少糖量100万吨附近，自2月以来全国各单月销量基本处于75-80万吨附近，全国总产销率处于相对平均水平，下滑幅度不明显，主要是该年度糖生产节奏同步放慢。展望于下半年，国家推行地摊经济、复工复产、降息等利好政策下，加之国内气温升高，饮料等需求增加，市场用糖量需求有望逐步回暖。

历年来白糖产销率同期走势对比



数据来源：中糖协、瑞达期货研究院

历年糖类比值测算表

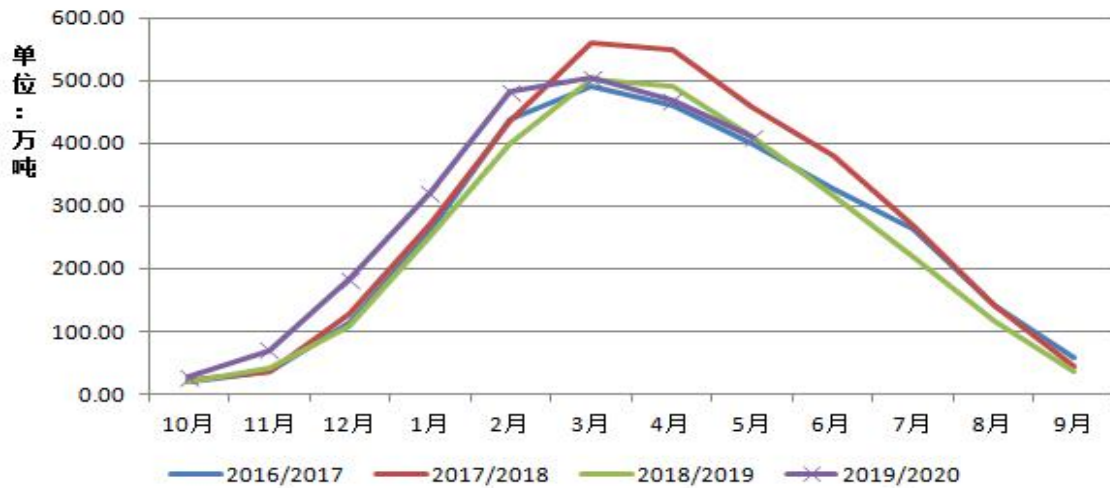


数据来源：WIND、瑞达期货研究院

库存方面，截至2020年5月末全国白糖累计总库存1222.87万吨，较去年同期微幅增加6.32%，环比下滑6.52%，目前国内白糖最大库存仍来源于国家储备糖，达到695.78万吨；截止5月份，国

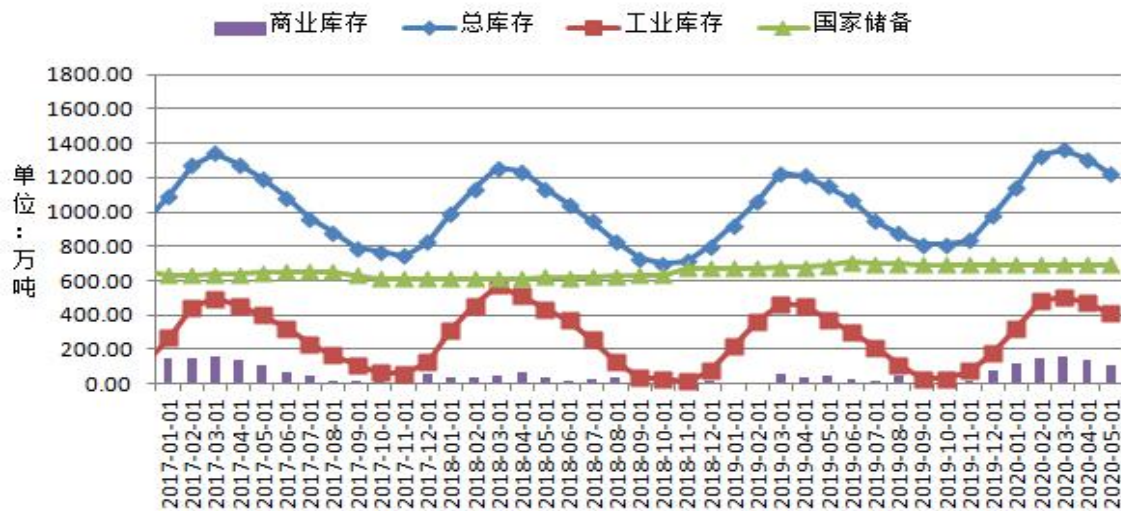
内白糖新增工业库存为 410.12 万吨，环比减少 12.51%，同比微增 0.09%，国内甘蔗压榨结束，除了云南省外，5 月单月白糖工业库存去库量加快，但仍略高于去年同期水平。下半年，白糖处于纯销售期，且夏季高温、地摊经济等利好背景下，工业去库速度继续加快的预期，偏低的工业库存有利于支撑糖价。

国内食糖新增工业库存季节性走势



数据来源: WIND、瑞达期货研究院

白糖库存情况表



数据来源: 布瑞克、瑞达期货研究院

仓单库存看，截止 2020 年 6 月 22 日，郑州期货交易所白糖注册仓单 11331 张，仓单加有效预报合计 11480 张，折算合计大致在 14.50 万吨，较上半年仓单数量峰值的 13059 张，减少 1579 张，仓单量呈现先增后减状态，从季节性来看，仓单加有效预报合计位于历史较低水平，需持续跟踪产销区现货价格与盘面期货价差，来判断仓单流出的速度。

注册仓单季节性分析



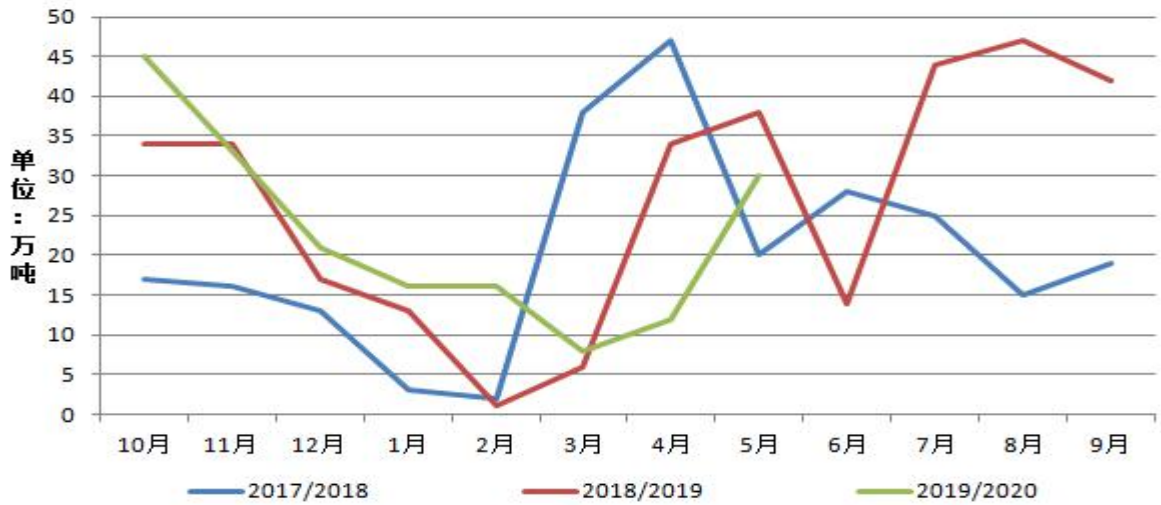
数据来源：郑商所、WIND

（三）2020 年度白糖进口量有望增长

据海关总署公布的数据显示，2020 年 5 月份食糖进口量为 30 万吨，环比增加 18 万吨，同比减少 8 万吨；2019/20 榨季截止 5 月我国累计食糖进口量为 181 万吨，同比增加 4 万吨，同比增长 2.25%。5 月单月食糖进口量环比大增，进口糖成本存优势的情况下，预计后市进口糖仍保持增长趋势。且目前国内加工糖厂产能继续提升，短期加工糖供应仍持续增加。整体上，一季度食糖进口量处于递减趋势，且数量相对有限，主要受进口许可证的牵制，直到二季度以后进口糖量呈放量趋势，下半年进口糖增加无疑进一步压制糖价反弹空间。

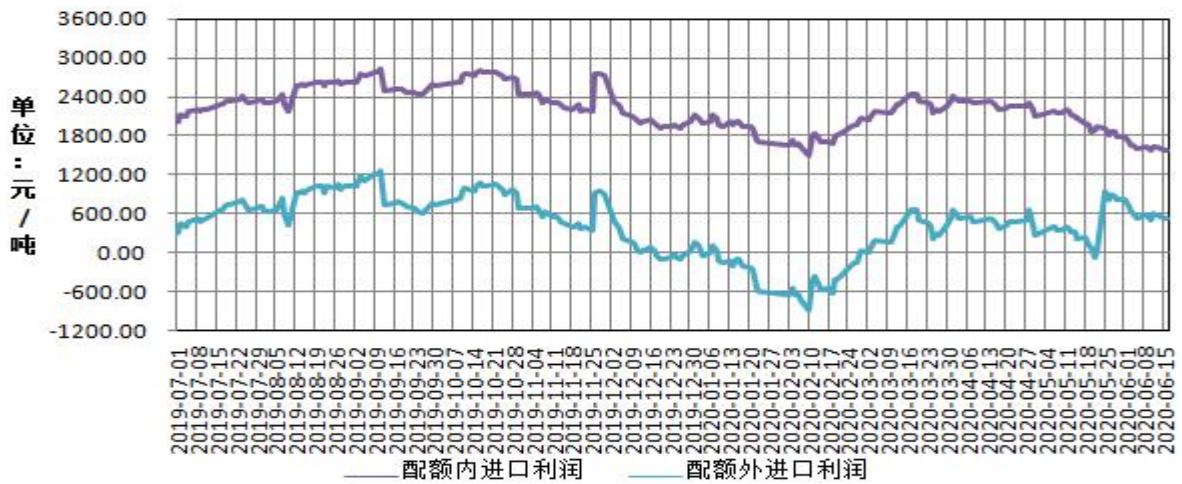
此外，本年度来看，2020 年白糖进口配额内进口份额与去年保持一致，维持在 194.5 万吨。截止 6 月中旬，与柳州糖价相比，进口巴西糖配额内利润为 1970 元/吨，配额外（50%）进口糖利润 1060 元/吨；进口泰国糖配额内利润为 1450 元/吨，配额外（50%）进口糖利润为 389 元/吨。目前进口食糖保障措施取消，进口糖配额外关税恢复至 50%，进口成本大大降低了 500-900 元/吨，国内加工糖厂提高负荷率，产能进一步增加，进口糖价格优势的情况下，在定价方面给予更多选择，因进口糖供应仍受到国家管控，也就是进口许可证的发放量的多少具有有限性。

近几年食糖月度进口量走势图



数据来源: WIND、瑞达期货研究院

进口泰国糖成本利润测算图



进口巴西糖成本利润测算图



数据来源：布瑞克、瑞达期货研究院

(四) 关注国储糖抛售

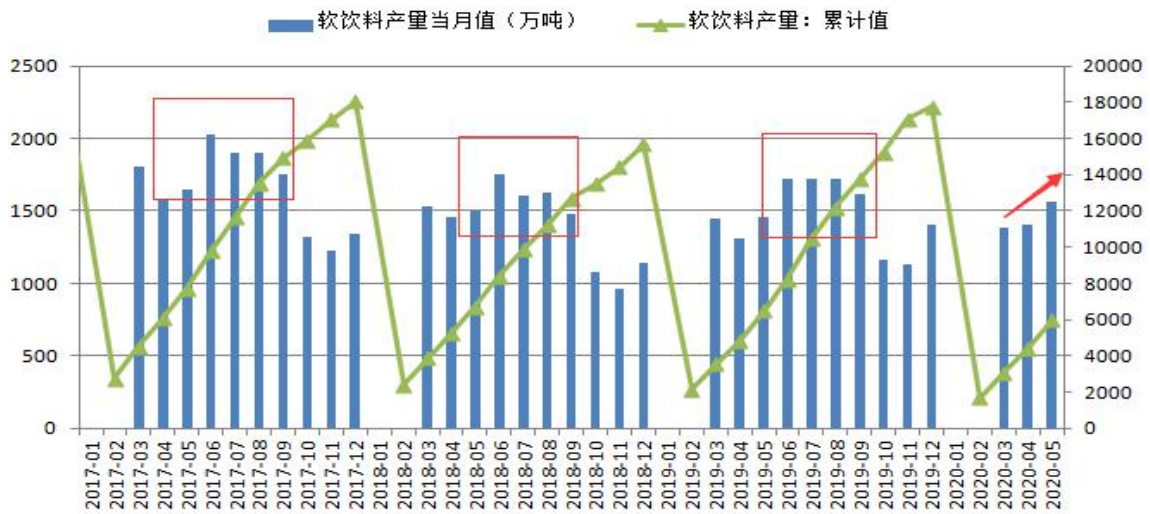
目前我国食糖国储存量在 700 万吨左右，在国家农业供给侧改革已然进行中，2020 年国储糖将处于去库存阶段，不过受疫情影响，下游需求消费减弱，加之进口食糖保障措施取消，上半年尚未出台向市场抛售糖政策。后市关注国储糖抛售的节奏和力度至关重要，左右着糖市的行情。但储备糖的抛售，绝非打压市场，只是表明国家对糖价的调控在合理范围内。后期市场上食糖供应主要集中在新糖、国储糖、古巴糖、进口糖、走私糖这五方面，国储糖抛售对后期糖价影响力将深刻体现。

(五) 下游需求有望走强

作为白糖下游的需求而言，主要有饮料、糖果以及糕点等其他食品的添加，其中前三者占比在 60% 以上，因此着重对这些的产量进行相关分析。

近年来，由于中国经济的持续发展及消费者消费能力的增强，饮料市场的增长及需求保持相对强劲。市场上不断推出新型饮料产品及新颖的行业趋势有助于支持饮料行业的增长。从规模以上企业含糖产量数据分析：2020 年 5 月全国成品糖产量增长，2020 年 5 月全国成品糖产量为 37.4 万吨，同比增长 82.4%。2020 年 1-5 月全国成品糖产量为 772.7 万吨，同比下降 15.6%。2020 年 5 月份我国饮料产量为 1565.3 万吨，环比增加 11.60%，同比增加 0.80%；今年累计我国软饮料总产量为 5999 万吨，同比减少 12.60%。今年 5 月数据可以看出，不论成品糖还是软饮料，产量均有明显增加，可见需求已开始明显好转。随着国内气温逐渐升高，特别是三季度，下游软饮料需求处于旺季期，预计下半年饮料、可乐等需求有一定走强的空间。此外，随着国内疫情得到有效控制，婚嫁等举办管控愈发放松，对成品糖等需求形成刺激作用。

国内软饮料产量情况



国内成品糖累计产量走势



数据来源：WIND、瑞达期货研究院

根据历年季度公布的软饮料产销数据显示，每年春节后的3月软饮料产销累计同比处于低谷期，并且呈现直线下滑的趋势，主要是节后用糖量大幅下挫引起需求淡季效应，随后3月-6月软饮料累计产销率逐渐恢复，并且在10月开始加速上行的趋势。主要进入国庆节中秋节等假日增多，对于白糖的需求量增加的预期，使得用糖量需求的增加。照此看来预计后期白糖需求将延续增加预期。

（六）郑糖历史季节性规律及当前状态解析

食糖具有季产年销的特点，即季节生产、全年消费。我国食糖生产具有非常强的周期性。近十年来，食糖生产大致上以5--6年为一个大的生产周期：基本上是2--3年连续增产，接下来的2--3年连续减产。

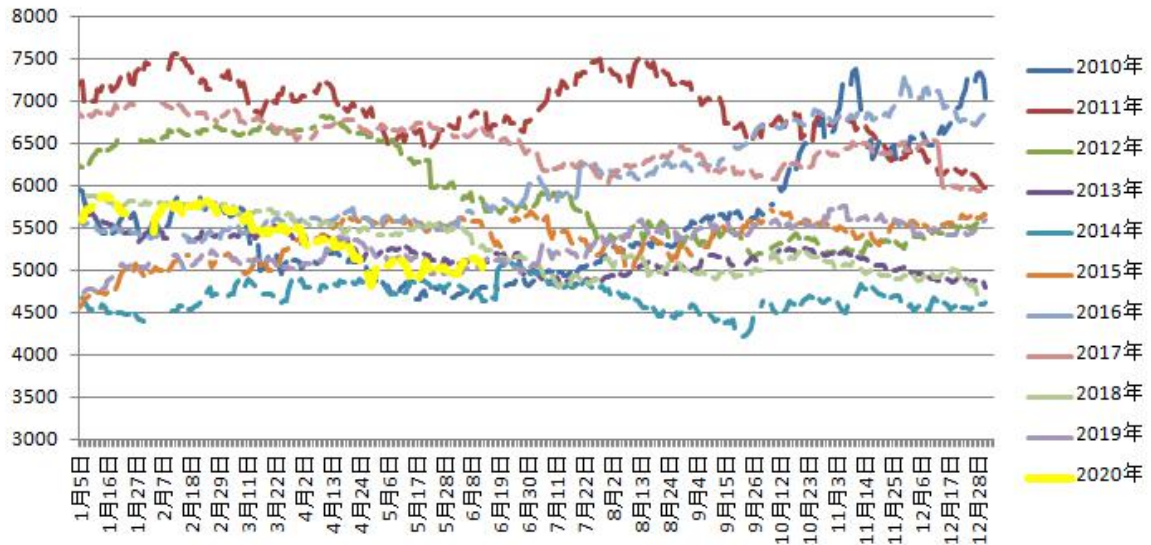
一般情况下，每年11月至次年5月为集中生产期，全年均为销售期。若新年度的产量预期增加

情况下，10--12 月份则先下跌，下一年的 1--2 月份则呈上涨；若新年度的产量预期下滑，则 11--下一年的 2 月份呈上涨。此阶段主要影响因素是产量预期和气候炒作。

3--6 月份则由于生产压力高峰，主要呈下跌走势。此阶段主要影响因素是产量的实际体现和消费。

7--9 月份一般呈振荡上涨走势。此阶段主要影响因素夏季和中秋的消费旺季的消费情况。

历年郑糖期货价格季节性走势



数据来源：WIND、瑞达期货研究院

四、下半年白糖市场展望

国际糖市：2019/20 榨季全球食糖供需缺口大致为 900 万吨已成定局，其中印度和泰国减产为主，大致全球进出口贸易开始转向巴西。目前巴西开始进入新榨季模式，由于乙醇销售利润降低，巴西糖厂逐步提升制糖比，糖供应持续增加，但由于巴西疫情仍在蔓延，疫情导致巴西食糖港口阻塞加剧，出口贸易受阻，这也造成食糖供应阶段性紧张，支撑国际糖价。

国内糖市：目前白糖最大库存仍来源于国家储备糖，达到 695.78 万吨；截止 5 月份，国内白糖新增工业库存为 410.12 万吨，国内甘蔗压榨基本结束，后市国产糖进入纯销售期。上半年需求处于淡季的态势，并且 3-6 月是白糖生产压力最大的期间，郑糖期货价格处于偏低水平，但是下半年需求将进入较长的旺季期，牛熊转换期的大概率发生在旺季期，加之随着复工复产的推行，餐饮、甜品等需求逐渐回暖。下半年来看，进口食糖保障措施取消，进口成本大大下降，使得后市国产糖与其他糖源进入竞争局面。不过后市白糖处于纯销售期，且夏季高温、地摊经济等利好背景下，消费端需求转好进一步加快去库节奏，偏低的工业库存有利于支撑糖价。预计郑糖价格指数重心逐步

上移。下半年更需关注政策面的指导，

对于投资这来说，同时应关注外部市场的变化。若有异常或特别的最新影响期价的基本面或消息面变化，则应及时注意调整投资策略，以适应市场的新变化。

瑞达期货：农产品组
电话联系：4008-878766
www.rdqh.com

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



瑞达期货
RUIDA FUTURES