

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

政策存不确定因素 中长期或宽幅震荡

2019年，郑糖价格指数重心逐步上移，因市场对白糖牛市到来的预期，以及社会库存紧张、产销率保持强劲势头等因素共同作用。而对于2020年而言，新年度糖料减产幅度有限，叠加主产区甘蔗收购政策的改变，“糖周期”进程放缓，且进口糖关税措施、抛储、直补政策等不确定因素居多，中长期郑糖价格指数大概率处于区间宽幅运行。

一、2019年国内外糖价走势回顾

对于2019年，国际原糖价格指数处于11.40-14.00美分/磅区间震荡运行，ICE国际原糖进入熊市的第三年，且国际原糖供需过剩量预估值逐步下调，特别是印度糖遭受季风干旱而大幅减产，ICE期糖指数底部基本确认。而国内方面，该年度市场对白糖牛市周期的预期较强，加之受白糖产销率强劲以及社会库存持续偏紧的刺激，郑糖价格指数重心逐步上抬的态势。

（一）全球食糖市场回顾

ICE国际原糖呈现区间震荡的局面：2019年1月到12月底期间，各大机构预测全球食糖供需过剩量估值变化由过度悲观转为相对合理态度，主要归究于印度、泰国、巴西糖产量预估值的变化，前期巴西的干旱、蔗龄老龄化与印度、泰国产量超预期的多空因素的共振，随后印度糖受严重干旱季风，印度糖出现大幅减产的预期、全球糖市高库存等多因素共同作用，促使国际原糖指数均保持在区间宽幅运行。

（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 元/吨，涨幅 220%。2011/12 榨季至 2013/14 榨季结束，三年熊市郑糖下跌 4116 元/吨，跌幅 107%；2014/15-2015/16 榨季，二年牛市郑糖指数上涨 3118 元/吨，涨幅为 73.90%，16/17 年度至目前，对于 2019 年，将郑糖指数走势分为以下四阶段。

第一阶段 2019 年 1 月初-4 月下旬：郑糖价格指数稳步上涨

此期间中糖协对该年度的产量预估微幅下移至 1060 万吨附近，叠加地方性临储 50 万吨以及产销数据表现良好的利多刺激下，郑糖价格指数呈现低位反弹态势。此阶段郑糖价格指数从 2019 年 1 月 3 日的 4672 元/吨低点反弹至 4 月份的新高 5459 元/吨，涨幅达 16.80%。

第二阶段 2019 年 4 月下旬-5 月底：郑糖价格指数高位回落

此期间巴基斯坦方面表示已向中国出口 15 万吨免税配额糖、巴西组织机构单方面声称下调白糖出口至中国关税，受此影响，郑糖价格指数加速下跌。此阶段郑糖价格指数从 2019 年 4 月 23 日的 5459 元/吨高点加速下跌至 5 月 22 日的 4853 元/吨，跌幅达 11.10%。

第三阶段 2019 年 5 月底-11 月初：一路震荡上涨

此阶段因社会库存偏紧以及食糖产销数据强劲的利好刺激，糖价稳步上涨为主，郑糖价格指数从 4860 元/吨附近上涨至 5749 元/吨，涨幅逾 18.00%。

第四阶段 2019 年 11 月初-至今：震荡下调

此阶段因下游需求转淡，加之新榨季糖上市及进口糖增加，缓解国内供应紧张的局面，促使郑糖指数 5749 元/吨下跌至 5417 元/吨附近，跌幅为 5.80%。

（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）新榨季全球食糖供应过剩量将转为缺口状态

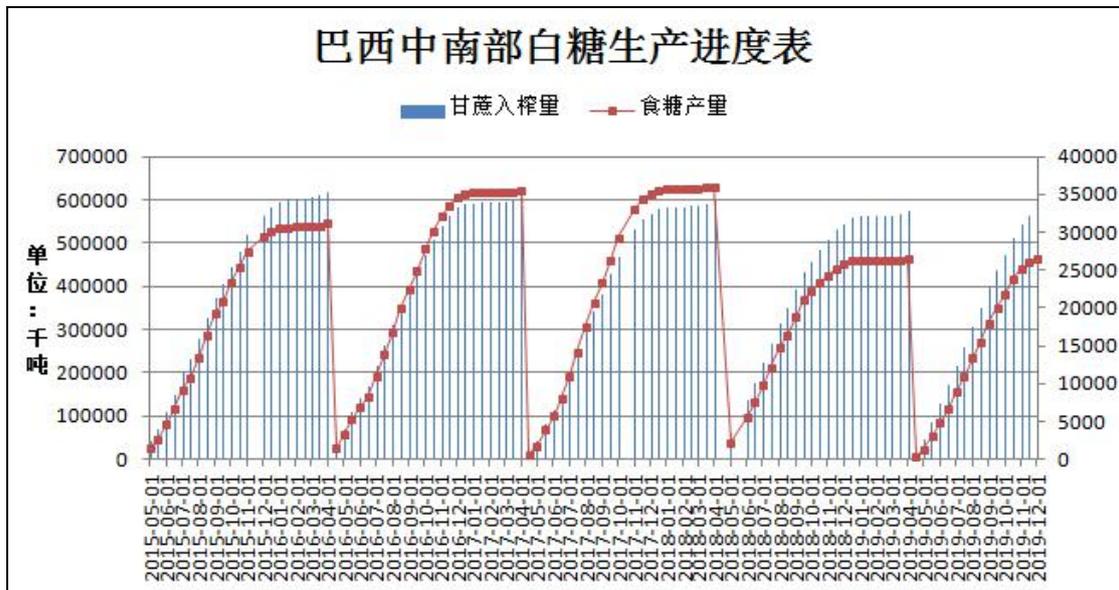
以下各机构对 2019/20 年度（10 月至次年 9 月）全球糖市的预估均为短缺，供应短缺量处于 160-770 万吨区间，给予国内糖一定的支撑作用。不过在连续两年供应过剩后，库存数量庞大，因此市场的上涨将面临生产商的沉重抛压。

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 612 万吨，主要受印度、泰国产量下降的部分推动。
Rabobank	荷兰合作银行预估：2019/20 年度（10 月至次年 9 月）全球糖供应缺口从之前的 196 万吨下调至 162 万吨，该榨季全球糖市出现缺口主要因低价糖限制了部分主要出口国糖产量。
Green Pool	澳大利亚分析机构 Green Pool 表示，2019/20 全球糖市供应短缺 367 万吨的预估值上调至 517 万吨。
福四通	福四通预测 2019/20 年度(10-9 月)全球糖市短缺 590 万吨上调至 770 万吨。
苏克顿	苏克顿预计全球 2019/20 年食糖供应短缺扩张至 400 万吨左右。
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。

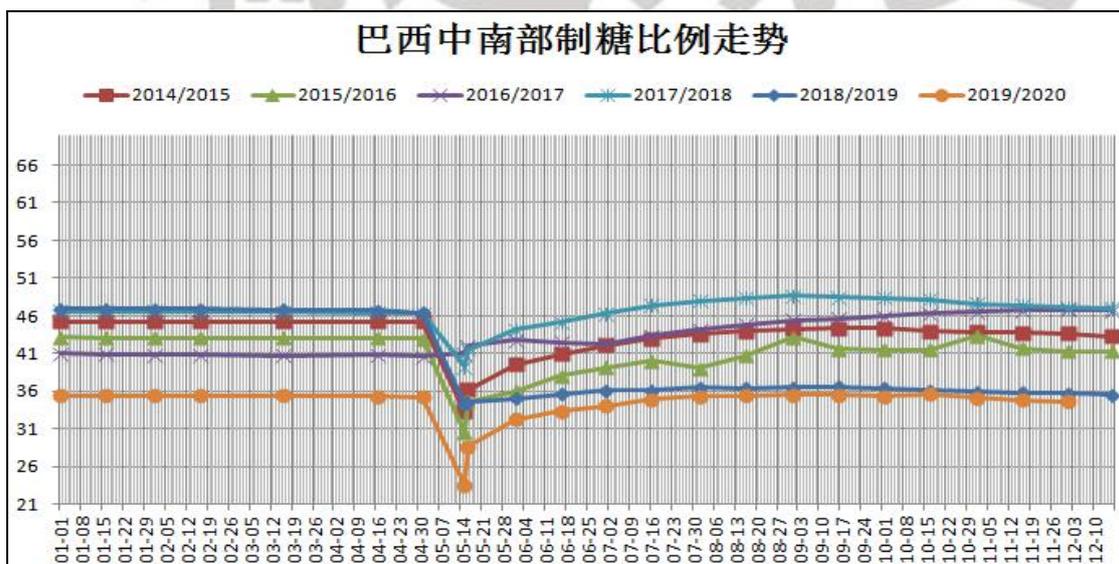
数据来源：广西糖网整理

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，12 月初，巴西中南部地区压榨了 1084 万吨甘蔗，比去年同期减少 25.96%。

12月初，巴西中南部地区糖厂产糖 33.7 万吨，较去年同期减少 36.71%；产乙醇 7.7 亿公升，同比增加 2.98%；2019/20 榨季截止 12 月初，巴西中南部累计产糖 2640.9 万吨，同比增加 2.22%，甘蔗制糖比为 23.06%，低于去年同期水平，巴西中南部收榨糖厂同比，预期早于去年收榨完工，考虑到乙醇利润尚可的情况下，甘蔗制乙醇比例同比增加，后市产糖量仍继续减少的预期。按照季节性来看，当年 5 月-10 月，巴西糖产量处于增长趋势，当年的 11 月至次年的 3 月份。普氏能源咨询公司 S&P Global Platts 的分析师表示，预计巴西中南部 2020/21 榨季甘蔗产量略增，且糖产量可能会小增，预计巴西中南部 2020/21 榨季甘蔗压榨量为 5.9 亿吨，略高于 2019/20 榨季的 5.84 亿吨，同比增加 1.03%；同时预计糖产量将增至 2700 万吨，同比 2019/20 榨季的 2579 万吨增加 4.7%。

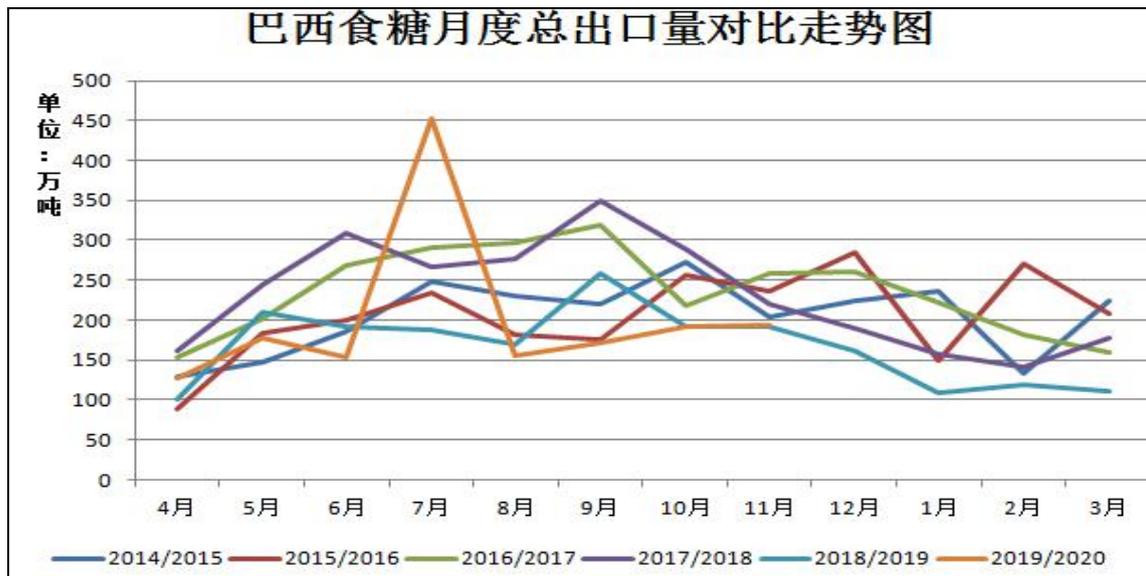


数据来源：布瑞克、瑞达研究院



数据来源：布瑞克、瑞达研究院

出口贸易方面，巴西贸易部公布的数据显示，2019年11月巴西糖出口量为194.8万吨，同比增加4.85%，为2018年9月以来的最高月度出口水平，其中原糖出口量为169.68万吨，同比增加2.06%；精制糖出口量为25.12万吨，同比增加28.58%。2019/20榨季4-11月，巴西糖出口累计达1366.42万吨，同比减少8.41%，受贸易出口政策的利好推动，11月巴西出口糖同环比双双增加。按照季节性来看，当年4月-10月，巴西糖出口处于增长趋势，当年的11月至次年的3月份，白糖出口进入萎缩状态，主要取决于巴西糖生产周期。鉴于全球供需面改善的背景下，巴西糖出口至中国关税的下调的预期，巴西进口利润或进一步上调，预计新年度巴西出口糖量有望增加。



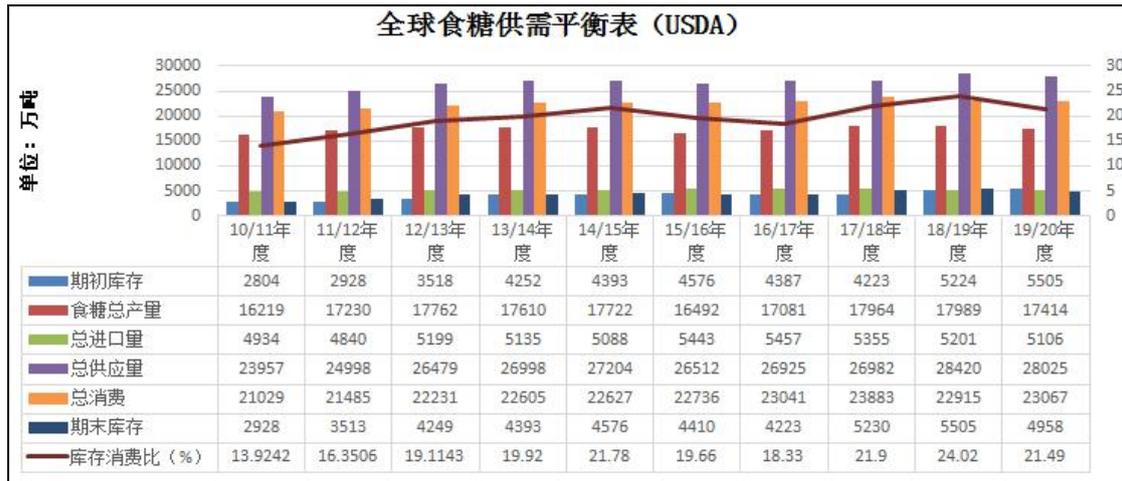
数据来源：布瑞克、瑞达研究院

印度方面，据伦敦大宗商品经纪商Marex Spectron进行的调查显示，预计印度2019/20榨季糖产量为2700万吨，糖出口量为400万吨，而印度政府计划在2019/20榨季出口600万吨食糖，上调出口糖目标，全球食糖库存压力渐增。

泰国方面，泰国2019/2020榨季已经与12月1日开启，本榨季泰国食糖产量预估下调，因其国内甘蔗总产量预计低于1.1亿吨，预估泰国2019/20榨季产糖量将低于1200万吨，低于2018/2019榨季的泰国产糖量1450万吨，但也高于中国每年的食糖产量。

欧盟方面，预计欧盟2019/20年度白糖产量将增至1830万吨，较2018/19年度的1760万吨增加3.9%，但相比于2017/18年度的2130万吨则大大减少。欧盟委员会预期，欧盟2019/20年度白糖出口量为170万吨，持平于本年度，但远低于2017/18年度的340万吨。

总体来看，新榨季全球糖市供需出现短缺，供需缺口预估值不断上调，不过不可过分乐观看待，基于连续两年糖市过剩遗留的高库存、印度出口糖目标等仍制约着国际糖价上涨的空间。

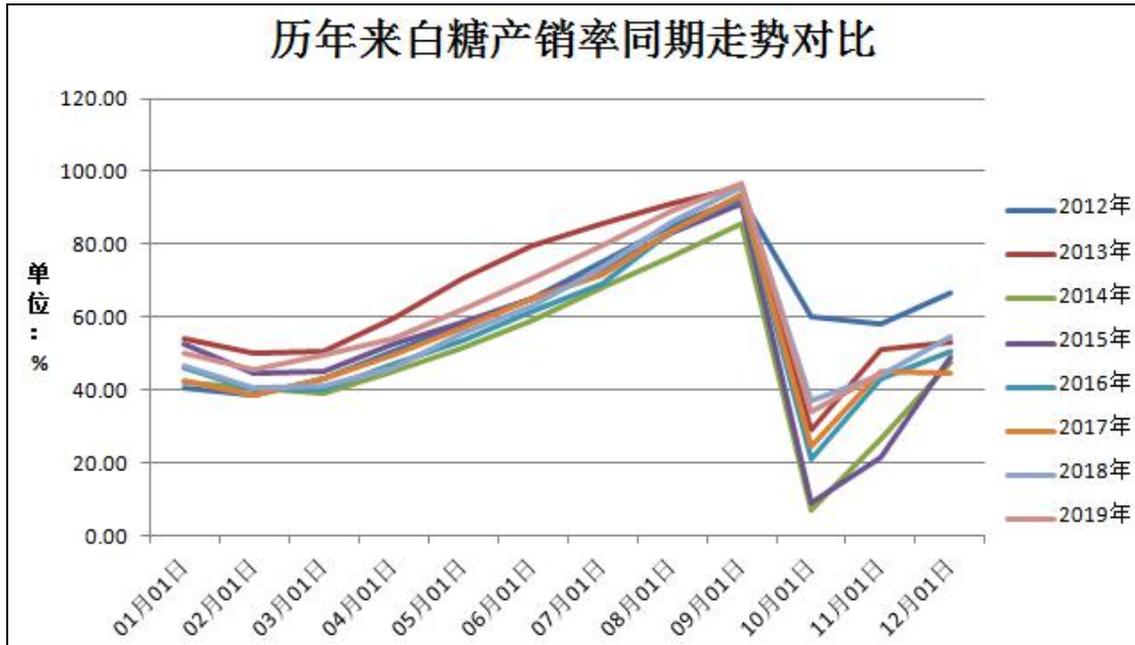


数据来源：USDA、瑞达研究院

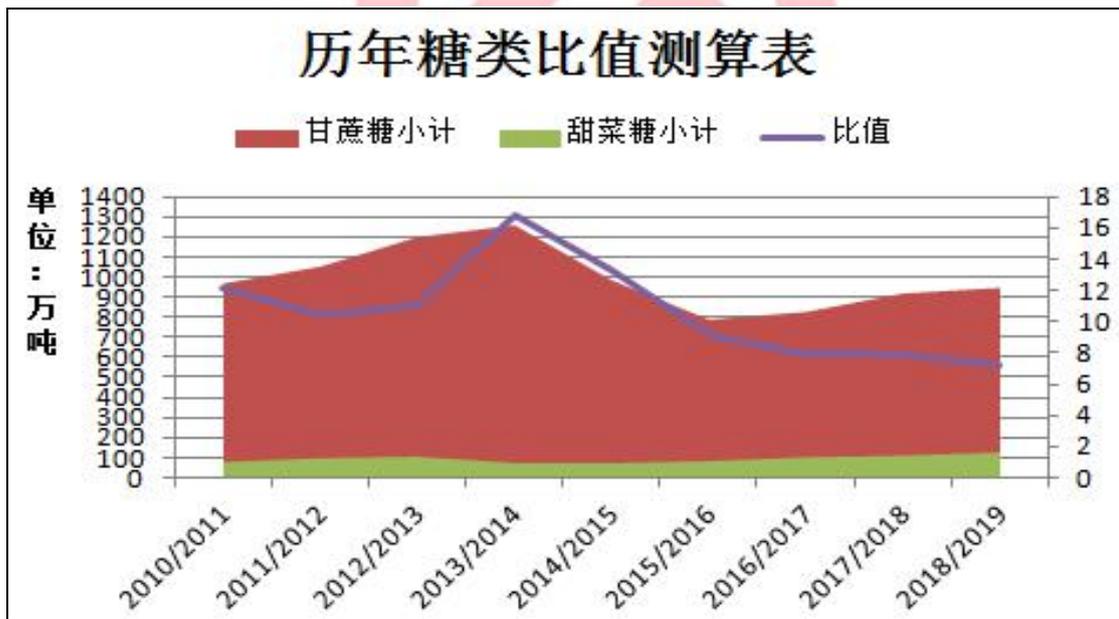
(二) 新榨季食糖略减产

据全国食糖协会预测，全国各食糖主产区 2019/20 榨季产量预估如下：广西区：2019/20 榨季预估产糖 600 万吨，同比减产；云南省：2019/20 榨季预估产糖 188 万吨，同比减 20 万吨；广东省：2019/20 榨季预估产糖 76 万吨，同比减 5 万吨；海南省：2019/20 榨季预估产糖 12 万吨，同比减 6.8 万吨；内蒙古：2019/20 榨季预估产糖 70 万吨，同比增 5 万吨；新疆区：2019/20 榨季预估产糖 54 万吨，同比持平；其他产区：2019/20 榨季其他产区预估产糖约 5-8 万吨。全国合计：2019/20 榨季全国预计产糖 1050 万吨，低于 2018/19 榨季 1076 万吨的产量。新季全国食糖减产大致在 30 万吨左右，幅度相对不大。

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）。截至 2019 年 11 月底，本制糖期全国累计销售食糖 56.85 万吨（上制糖期同期 32.12 万吨），累计销糖率 44.67%（上制糖期同期 44.19%），随着国内糖厂全面进入压榨的行列中，11 月全国产糖量明显高于去年同期水平，不过销糖率略持平去年同期，考虑新糖上市量逐渐增加，供应量集中增加的背景下，或限制糖价的反弹。整个年度来看，国内白糖产销率具备明显季节性趋势，其中 2 月-9 月及 11 月-12 月处于食糖产销率的上升期，主要需求来源于中秋节、春节、夏季饮料等，需提前备货。

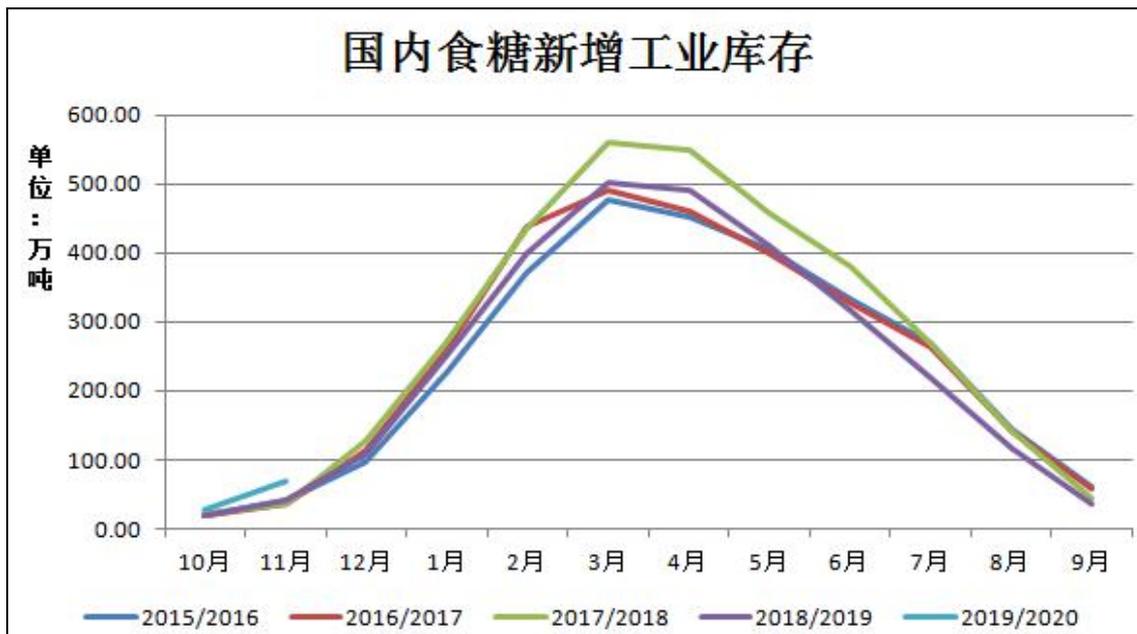


数据来源：中糖协、瑞达研究院

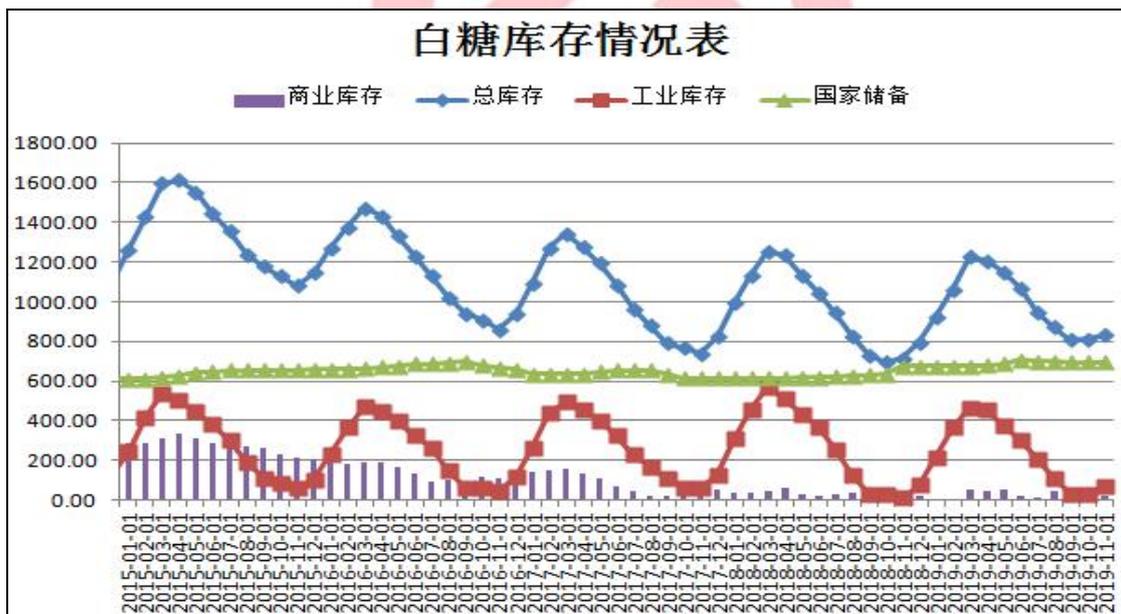


数据来源：WIND、瑞达研究院

库存方面，截至2019年11月末全国白糖累计总库存833.42万吨，较去年同期增加16.45%，环比增加2.76%，制糖企业白糖商业库存微幅下调。截止11月国内食糖新增工业库存为70.41万吨，新增工业库存环比增加1.5倍以上，同比去年同期大增73.60%，并高于近四年以来的同期高位。进入12月后，新糖库存增加较为明显，因糖厂开榨数量增加的情况下，新糖上市供应量处于高峰期。中长期而言，按照食糖生产，后市食糖库存将进入季节性增长周期中，各糖厂销糖有限的情况下，不利于后市食糖去库，或对糖价产生一定的利空。



数据来源: WIND、瑞达研究院



数据来源: 布瑞克、瑞达研究院

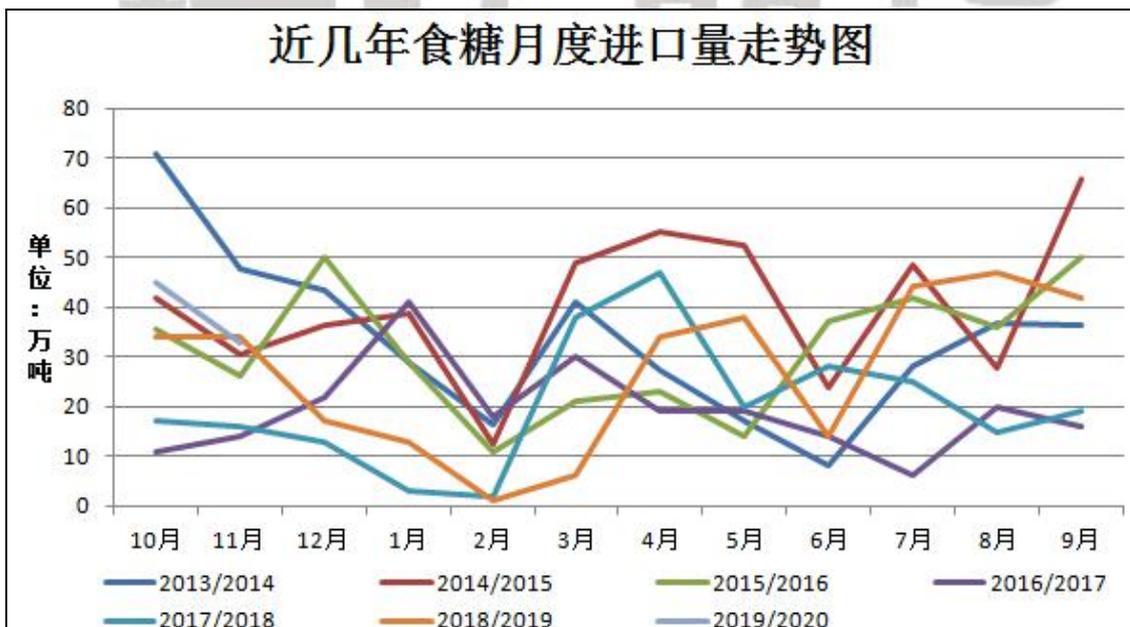
仓单库存看, 截止 2019 年 12 月底, 郑州期货交易所白糖注册仓单 0 张, 仓单加有效预报合计 2900 张, 较年初仓单的 15705 张, 减少了 12805, 折算合计大致在 3 万吨, 进入新年度后, 郑糖仓单注册量相对较少, 从季节性来看, 仓单加有效预报合计位于历史较低水平, 对糖价压力不大。



数据来源：郑商所、WIND

(三) 后市白糖进口量有望增长的预期

据海关总署公布的数据显示，11月份我国进口糖33万吨，环比增减少26.60%，同比减少2.20%；2019年1-11月我国累计进口318万吨，同比增加53万吨，同比增幅18.66%。当月食糖进口量同环比均减少，但累计仍高于去年同期水平。本年度来看，进口主产国有所增加，得益于国家优惠政策，特别是巴基斯坦糖增加相对明显，加之6月底临储50万吨将到期，使得2019年进口糖量保持平稳增速，后市市场焦点在于进口糖供应的节奏上。





数据来源：wind 资讯、瑞达研究院

（四）关注国家政策面

从 2014 年以来，国家方面未出现收储相关政策，仅在 2019 年广西地方性临储 50 万吨，加之国家今年一改 40 万吨古巴糖直接进国库的传统，变成了到港即卖的模式，这也给市场造成了一定压力。从目前来看政策直补的概率偏小，后市关注国家储备政策的动态。此外值得注意的是，国内食糖补充的来源主要是进口和走私糖，而食糖进口保障措施将在 2020 年 5 月 22 日到期，该政策是否延期将影响进口的数量，从而影响到国内食糖的供给情况。

后期市场上食糖供应主要集中在新糖、国储糖、进口糖、走私糖这四方面，国储糖抛售、进口保障措施的延期或取消对后期糖价下跌的影响力将深刻体现。

（五）下游需求增速一般

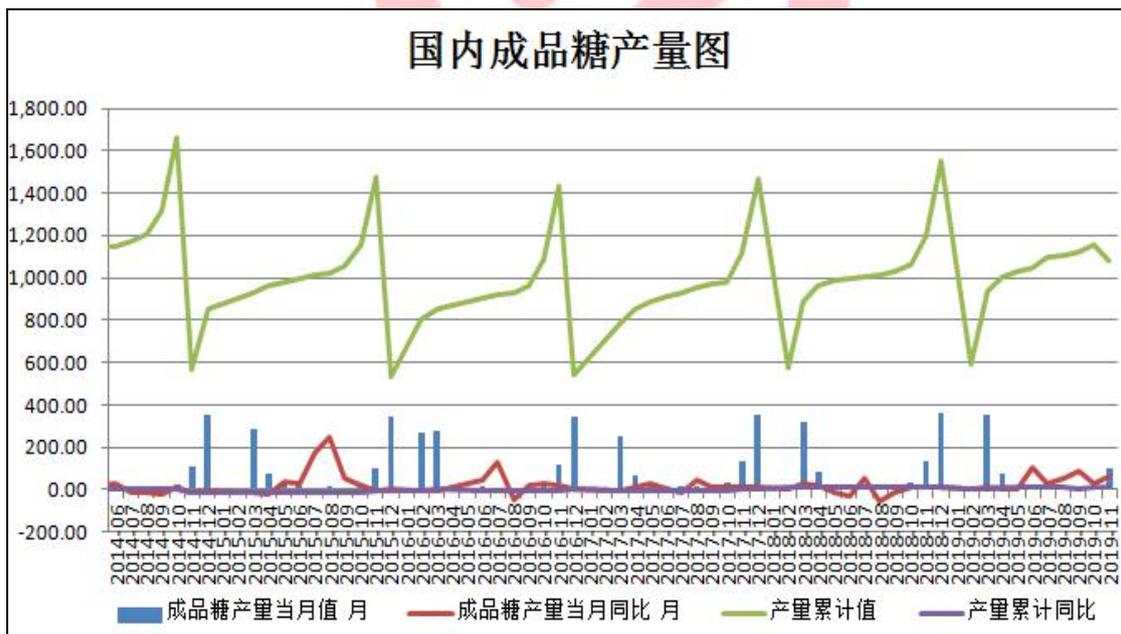
作为白糖下游的需求而言，主要有饮料、糖果以及其他食品的添加，其中前三者占比在 60% 以上，因此着重对这些的产量进行相关分析。

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：2019 年 1-11 月成品糖总产量为 1082.0 万吨，同比增长 11.4%；2019 年 1-11 月份我国软饮料总产量为 17098.60 万吨，同比增长 6.90%。不论软饮料还是成品糖，累计产量均呈现同比增加的走势，因饮料市场不断创新新型功能型饮料，下游需求有所增加，此外，今年以来，婚嫁喜事等同比递增，亦促进了用糖的使用率增加。不过国家政策出台相应的低糖、无糖等健康理

念，或小幅消减食品加糖的使用量，预计 2020 年下游含糖需求保持平稳态势。



数据来源：WIND、瑞达研究院

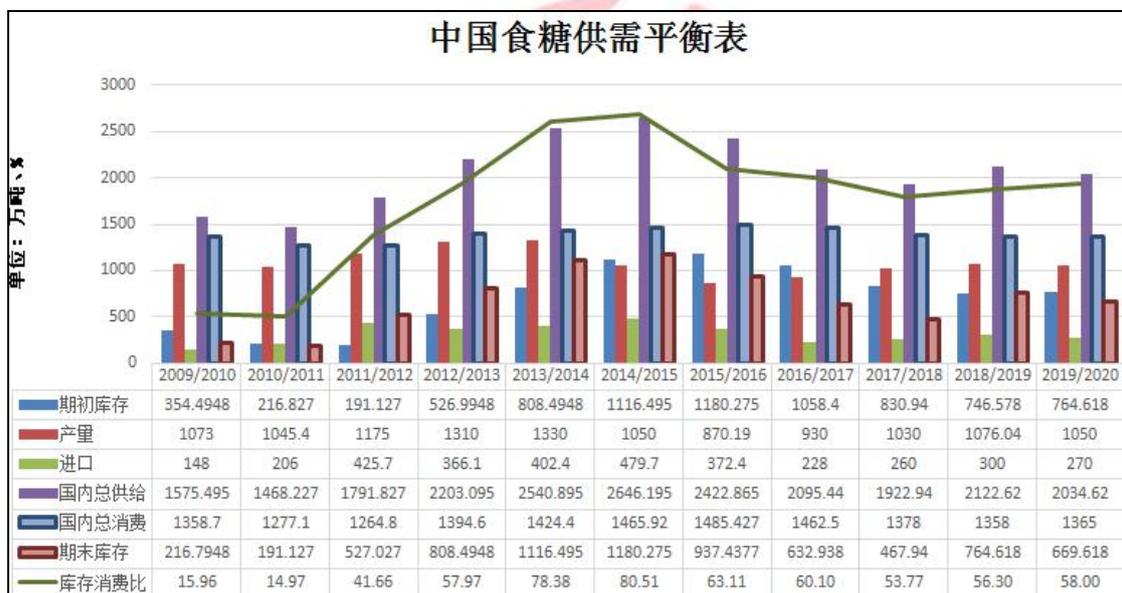


数据来源：WIND、瑞达研究院

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，使得糖量需求的增加。

(六) 2019/2020年度国内食糖供需格局

2019/20 榨季，根据糖协公布估算，该榨季产量约为 1050 万吨，较上个榨季小幅减产，由于需求受替代品的冲击，预计 2018/2019 年度白糖需求暂且估值在 1350 万吨附近，加上国家力推健康饮食概念，新糖的替代品逐渐增加或者调低含糖食品的配方的比例，市场更倾向于淀粉糖等成本较低的糖业，食糖终端消费受限，上浮的可能性较小。2018/19 榨季进口食糖为 324 万吨，预估 2019/20 榨季进口量大致为 300 万吨，库存消费比大致在 58%，加之补充国内糖源的渠道主要是进口和走私糖，而食糖进口保障措施是否延期、国储轮出等存不确定的政策因素仍存，并且均成为影响价格走势的关键因素。



数据来源：布瑞克、瑞达研究院

(七) 郑糖历史季节性规律

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。



数据来源：瑞达研究院

四、2020 年白糖市场行情展望

国际糖业组织 ISO 将 2019/20 榨季全球食糖供应缺口从此前预估的 476 万吨上调至 612 万吨，随着新榨季全球食糖主产国多预估减产，特别是印度、泰国等国，未来供应缺口不断扩大的预期。

国内糖市：2019/20 榨季食糖产量预估在 1050 万吨，较上榨季减少 30 万吨左右，减幅为 3.0%，该年度食糖进入减产第一年，需求受市场健康饮食以及少糖等理念推广，食糖消费量或受到一定的限制，年度消费量大致预估在 1350 万吨，国内补足糖源的渠道主要是进口糖及走私，但考虑到该年度进口食糖保障政策面临到期，后市是否延期或者取消存在很大的不确定因素，此外，该榨季库存持续增加，并处于近四年以来的同期高位。整体上，新榨季减产效应的利好有限，“糖周期”进程放缓，加之社会库存增加的压力，进口糖关税保障措施、抛储、直补政策等不确定因素居多，预计郑糖价格指数处于 5000-6200 元/吨区间宽幅运行。

风险提示：

- 1、宏观面风险
- 2、国储、直补政策
- 3、产区天气状况
- 4、产量预测低估
- 5、食糖贸易保障政策

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