

内外盘基本面迥异，郑糖负重前行 ——白糖 2021 年度投资策略报告

【报告要点】

- 因泰国、欧盟、俄罗斯等北半球主产国减产，20/21 年度全球食糖有 350 万吨供需缺口；巴西因干旱天气影响，下榨季甘蔗产量有下降预期，原油、雷亚尔兑美元汇率波动是影响下榨季巴西甘蔗制糖比调整的关键因素
- 印度新榨季出口补贴额度下降，出口成本趋于上升，2021 年上半年，全球食糖供需缺口需要印度糖补充，原糖在印度糖出口平价一线具有较强支撑
- 20/21 榨季国内食糖产需缺口趋于扩大，但进口糖以及进口糖浆大幅增长，导致国内供需趋于宽松

【2021 年白糖市场行情展望】

国际方面，2020 年一、二季度，在巴西糖尚未大量供应国际市场前，全球食糖供应缺口需要印度糖来补充，那么原糖在印度糖出口平价一线将存在较强支撑。另外巴西因天气因素，下榨季存在减产驱动，汇率、原油等变动也会左右巴西甘蔗糖比的调整，这些因素或许会为国际糖价打开上方空间，我们认为原糖在 20/21 年度有望上冲至 17-18 美分/磅。不过二季度后，随着巴西糖大量出口至国际市场，且拉尼娜气候使东南亚降雨充沛，北半球主产国存在增产预期，原糖从高位回落的概率较大。

国内方面，20/21 榨季国内食糖产需缺口趋于扩大，但表现供求平衡的松紧取决于进口量，在进口政策不收紧的情况下，国内食糖进口节奏完全依赖于进口利润来调节，国内糖价走势与原糖联动性将进一步增强，对于 20/21 榨季国内糖价走势的预估，我们认为方向上以逢回调做多为主，高度取决于原糖，如果原糖不能突破 17-18 美分/磅，郑糖在广西制糖成本线之上更大的空间就难以打开，我们对 20/21 榨季郑糖区间的展望暂时维持在 4950-5850。

【风险点】

1. 疫情往不利方向发展
2. 原油、巴西天气、雷亚尔兑美元汇率等变动不及预期
3. 国内进口管控政策的不确定性



郭大顺

农副产品研究员

从业证书：F3067766

电话：0512- 62936002

Email: guodsh@dwqh88.com

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章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、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎

【目 录】

一、2020 年行情回顾.....	3
二、国际市场供需分析.....	4
(一) 巴西: 20/21 榨季食糖产量与出口创历史新高, 降雨不足或将导致下榨季产量下滑.....	4
(二) 印度: 20/21 榨季印度小幅增产, 国内高库存需要通过出口消化.....	6
(三) 泰国: 受干旱影响, 新榨季产量、出口量将继续下降.....	7
(四) 全球: 2020/21 年度全球食糖存在供需缺口.....	7
三、国内市场供需分析.....	8
(一) 产量: 国产糖供应稳定, 产量变化不大, 但产糖率下降导致制糖成本上升.....	8
(二) 进口糖管控趋于宽松, 糖浆进口维持高位, 内外糖价差大幅缩窄.....	8
(三) 消费有望恢复至疫情前水平.....	10
(四) 国内产需缺口扩大, 表观供求平衡的松紧取决于进口量.....	10
四、2020 年行情展望及风险提示.....	11
(一) 行情展望.....	11
(二) 风险提示.....	11

一、2020 年行情回顾

图 1：2020 年内外盘糖价走势



数据来源：文华财经、东吴期货研究所

国际市场，2020 年原糖整体呈现先抑后扬的走势。2020 年 1 月至 2 月中旬，原糖在印度、泰国减产的背景下持续上涨，原糖主力合约最高上涨至 15.9 美分/磅。随着新冠疫情在全球爆发，包括原糖在内的全球大宗商品大幅下挫，2 月下旬至 4 月下旬，国际糖价连续下跌两个月直至击穿巴西制糖成本线，新冠疫情引发市场对于食糖消费量大幅下降的悲观预期，另外原油大幅下跌以及巴西雷亚尔持续贬值，使得巴西糖厂出口糖收益大幅高于制乙醇，于是巴西在 4 月份开始的新榨季大幅上调甘蔗制糖比例。5 月份伴随着宏观风险的利空逐渐消化，原糖出现触底反弹的迹象，尽管估值修复之路并非一帆风顺，但糖价底部上移的趋势逐渐明确。进入四季度后，伴随泰国糖出口逐渐枯竭、印度因财政困难延迟推出新一季出口补贴计划引发精炼糖市场持续偏紧，近远月价差飙升，原白价差维持强势；同时市场对于拉尼娜天气的炒作也激发了投机资金的乐观情绪，原糖主力合约一路上行，再度回到疫情前高点附近，CFTC 基金投机净多持仓达到近四年内高位。

国内市场，郑糖相比于原糖整体表现偏弱，主要原受制于下半年以来逐渐放量的食糖进口，7 月份高达 1300-1400 元/吨的配额外进口利润一路下跌至 11 月份的 100-200 元/吨。三季度至今，进口加工糖因成本优势大幅

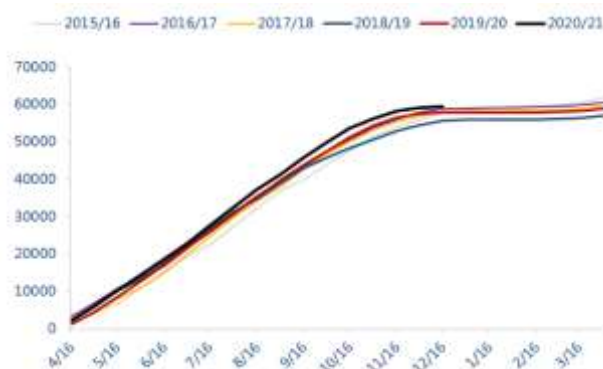
占据销区市场份额，国产糖去库速度偏慢，郑糖主力合约持续在 4900~5400 元/吨区间宽幅震荡整理，虽然原糖四季度以来表现强劲，但郑糖却缺乏内在驱动，始终无法与原糖形成共振。

二、国际市场供需分析

(一) 巴西：20/21 榨季食糖产量与出口创历史新高，降雨不足或将导致下榨季产量下滑

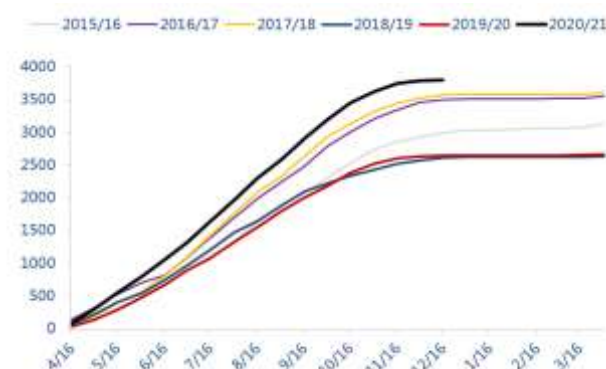
巴西 20/21 榨季整体呈现产需两旺的格局，即将结束的 2020/21 榨季，巴西中南部产区预计累计压榨甘蔗量超过 6 亿吨，因 2020 年上半年受国际油价暴跌以及巴西雷亚尔大幅贬值的影响，糖厂制糖收益大幅高于制乙醇，巴西将甘蔗制糖比上调至 46%-47% 的高位。这令糖产量高达 3850 万吨左右。另外巴西本年度出口量也创下了历史新高，截至 2020 年 12 月，巴西本榨季累计出口糖 2688 万吨，同比增长 83.66%，目前全球对巴西糖的需求依然旺盛，巴西中南部食糖库存也在加速去化过程中，预计全年糖出口量将达到 3100-3200 万吨。

图 2：巴西中南部累计甘蔗入榨量



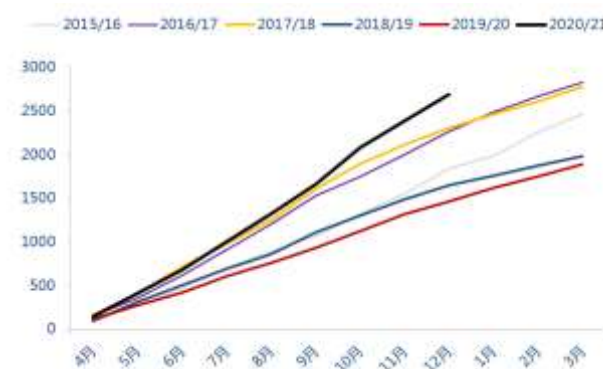
数据来源：UNICA, 东吴期货研究所

图 3：巴西中南部累计产糖量



数据来源：UNICA, 东吴期货研究所

图 4：巴西食糖累计出口量



数据来源：UNICA, 东吴期货研究所

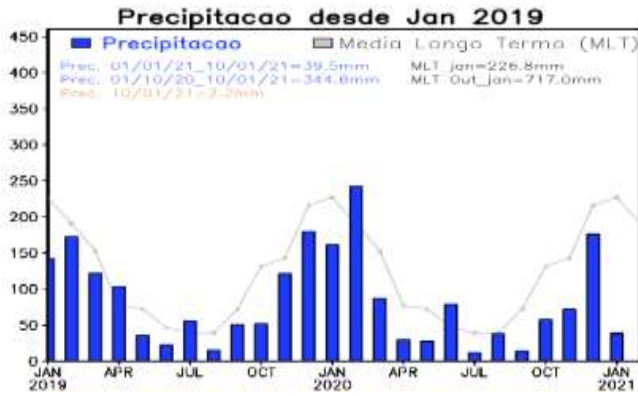
图 5：巴西中南部糖库存量



数据来源：UNICA, 东吴期货研究所

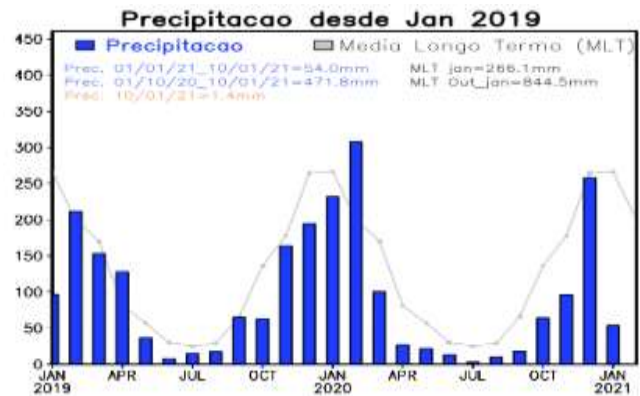
对于 2021/22 榨季，由于大豆、玉米价格持续上涨，预计有部分甘蔗种植面积转换到玉米和大豆等高价作物；另一方面由于拉尼娜气候影响，巴西本年度降雨量偏少，10-3 月是巴西的雨季，对 21/22 榨季甘蔗生长至关重要，从 2020 年四季度巴西中南部降雨量情况来看，虽然 12 月有所恢复，但难以弥补前几月降雨量的缺失，我们认为下个榨季巴西甘蔗产量将有一定程度的下降。

图 6: 巴西中南部格兰德河盆地降雨量



数据来源: CPTEC, 东吴期货研究所

图 7: 巴西中南部铁特河盆地降雨量



数据来源: CPTEC, 东吴期货研究所

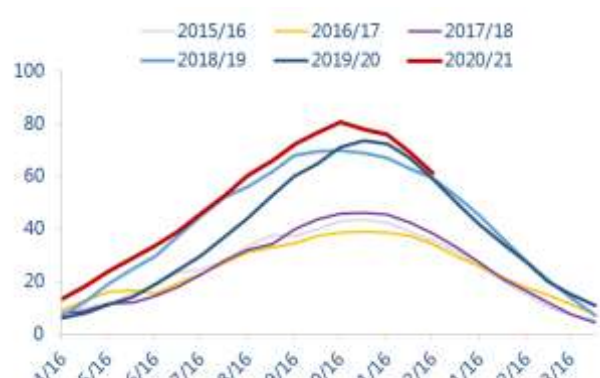
决定下个榨季巴西产糖量的另一个关键因素在于甘蔗制糖比的调整, 目前从巴西圣保罗含水乙醇出厂价折原糖价格来看依然是大幅低于糖价的, 从糖厂的角度看依旧会偏向于生产糖。2020 年最后一周, 巴西圣保罗汽油 C 与含水乙醇的比价为 71%, 高于 70%平衡值, 从消费者角度考虑也会偏向于选择汽油作为燃料。因此从这两方面看, 2021/22 榨季巴西糖厂大幅下调甘蔗制糖比的概率不高, 也正是出于这样的判断, 巴西已完成了 2021/22 年度约 1725 万吨的原糖的套期保值, 占下榨季巴西预期出口量的 69%, 创下 2012/13 年度以来同期最高纪录。但是距离巴西进入 2021/22 榨季压榨还有 3 个月左右时间, 在此期间原油以及巴西雷亚尔兑美元汇率变动仍有可能左右巴西糖厂甘蔗制糖比的调整, 尤其是当前美元指数持续下行的背景下, 巴西雷亚尔若能走强则会扭转当前糖厂最大化产糖的情况, 而雷亚尔汇率变动与巴西国内疫情防控以及经济活动恢复情况密切相关。

图 8: 巴西中南部乙醇月度销量



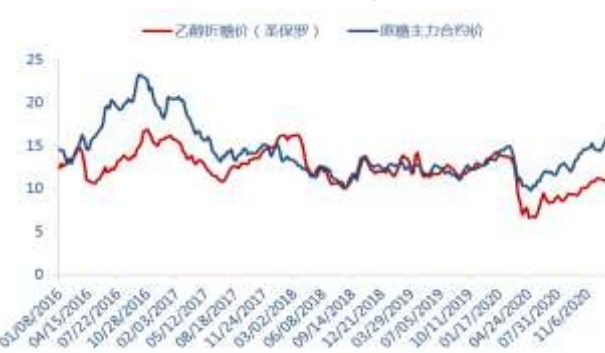
数据来源: UNICA, 东吴期货研究所

图 9: 巴西中南部含水乙醇库存



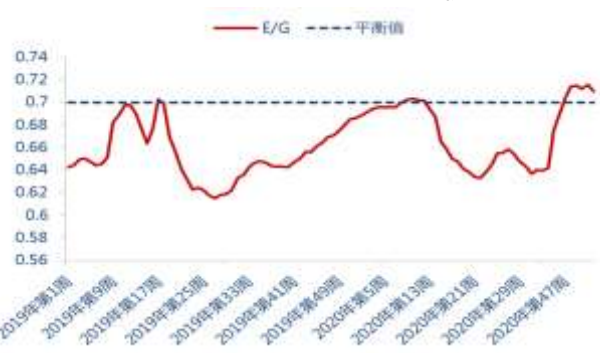
数据来源: UNICA, 东吴期货研究所

图 10: 巴西圣保罗含水乙醇折糖价



数据来源: ANP, 东吴期货研究所

图 11: 西圣保罗含水乙醇与汽油 C 比价



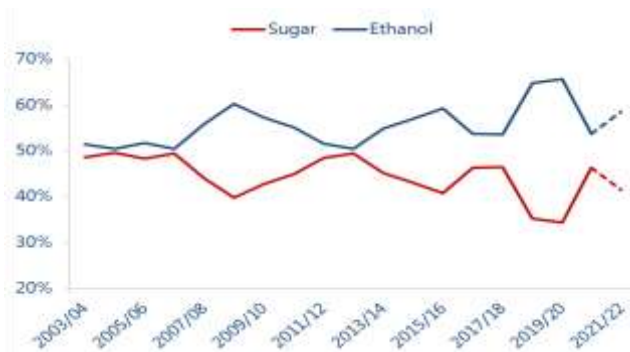
数据来源: ANP, 东吴期货研究所

图 12 美元兑巴西雷亚尔汇率



数据来源: WIND,东吴期货研究所

图 13 巴西中南部甘蔗制糖/制醇比例



数据来源: UNICA,东吴期货研究所

(二) 印度: 20/21 榨季印度小幅增产, 国内高库存需要继续通过出口消化

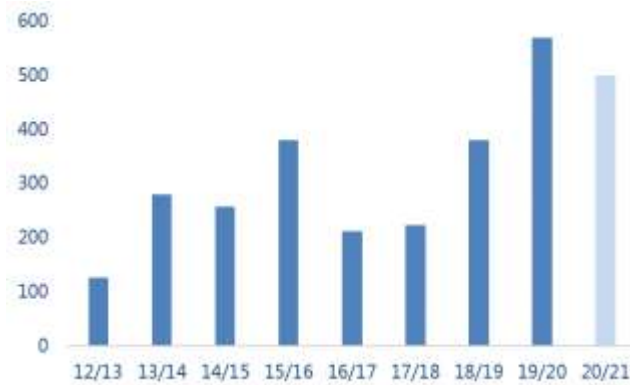
2020 年印度充足的季风降雨和水库库存促使主产区马邦及卡邦甘蔗种植面积稳定增长, 预计 20/21 印度食糖产量将达到 3200 万吨, 即使考虑到部分甘蔗汁和糖蜜转化为乙醇, 糖产量也将达到 3050 万吨, 较上榨季增产 12%。印度本榨季期初结转库存为 1100 万吨左右, 国内需求预计在 2700 万吨左右, 如果印度糖不出口的话, 那么期末库存将会增长至 1500 万吨左右。

图 14: 印度食糖供需平衡表



数据来源: WIND,东吴期货研究所

图 15: 印度食糖出口量



数据来源: ISMA,东吴期货研究所

表 1: 印度食糖供需平衡表

榨季	印度最低食糖售价 (MSP)	出口补贴 (卢比/吨)	印度卢比兑美元汇率	出口成本 (美分/磅)
2019/20	31000	10450	0.01364	12.71
2020/21	31000	6000	0.01364	15.47
2020/21	33000	6000	0.01364	16.70

数据来源: ISMA,东吴期货研究所

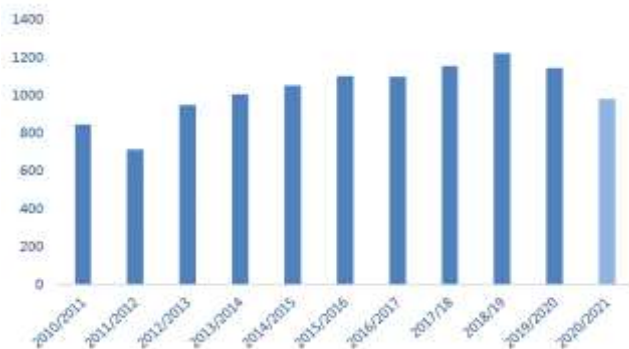
近两个榨季, 印度政府通过向糖厂提供出口补贴, 刺激糖厂出口, 将国内过剩的糖库存转移至国际市场, 2019/20 榨季, 印度对 600 万吨糖提供总计 626.8 亿卢比出口补贴, 最终实现出口 570 万吨。本年度由于印度遭受疫情冲击, 政府财政吃紧, 新榨季出口补贴额度大幅下降, 每吨糖补贴额度仅有 6000 卢比, 较上个榨季减少 43%, 从而导致印度糖出口平价大幅上移, 按 19/20 榨季印度食糖最低内销价格 (MSP) 31000 卢比计算, 新榨季印度糖出口成本在 15.5 美分左右, 不过今年 8 月, 印度内阁批准上调 20/21 榨季甘蔗公平报酬价格 FRP 至 2850 卢比/吨, 导致糖业对于上调食糖最低出厂价 MSP 的呼声愈发强烈, 若 MSP 上调, 印度糖出口成本将进一步上移。

(三) 泰国：受干旱影响，新榨季产量、出口量将继续下降

自 2019 年下半年开始至 2020 年一季度受弱厄尔尼诺气候的影响，泰国经历了长达近 9 个月的干旱灾害，严重影响东北部地区植蔗的种植与生长，该地区食糖产量约占全国产量 44%，尽管今年下半年，降雨有所恢复，但仍然难以弥补前期降雨缺口，截至 12 月泰国东北部地区累计降雨量低于正常值 5%。另外由于近几年国际糖价低迷，甘蔗种植收益低于木薯等其他作物，泰国甘蔗种植面积趋于下降，目前市场对于 2020/21 榨季泰国食糖产量预估为 700-750 万吨，较上榨季的 827 万吨下降 100 万吨左右，为近十个榨季最低水平。不过随着随厄尔尼诺诺拉尼娜气候切换，四季度东南亚地区降水开始持续增多，或将为下个榨季新作种植提供较好的土壤条件。

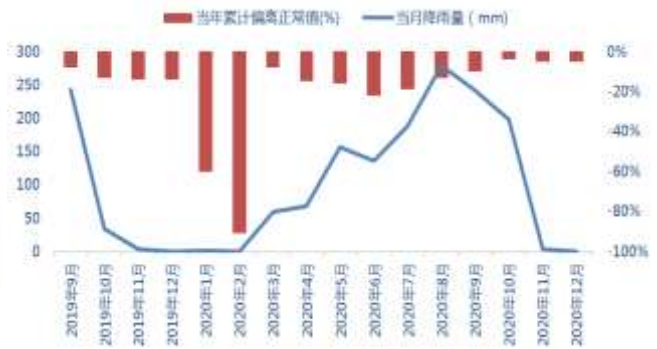
从出口情况来看，上榨季泰国累计出口食糖 800.5 万吨，同比减少 196 万吨，其中出口原糖 388 万吨，同比减少 34%。我们预计随着新榨季产量继续减少，泰国在国际出口市场所占比重也将进一步降低，全年出口量或将低于 400 万吨。因可供出口量较少，泰国原糖升贴水报价偏高，2020 年 12 月 30 日报 1.82 美分/磅，同比上涨 1 美分/磅，我们认为泰糖高溢价将成为常态，国际市场需要泰国以外糖源补充。

图 16：泰国甘蔗播种面积



数据来源：OCSB,东吴期货研究所

图 17：泰国东北部降雨量



数据来源：泰国气象局,东吴期货研究所

图 18：泰国食糖产量



数据来源：OCSB,东吴期货研究所

图 19：泰国月度出口量

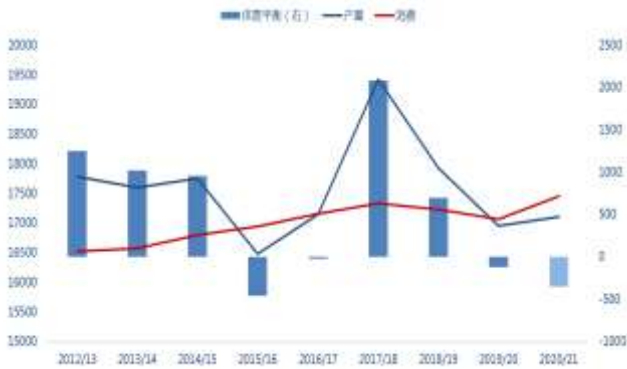


数据来源：TSMC,东吴期货研究所

(四) 全球：2020/21 年度全球食糖存在供需缺口

因泰国、欧盟、俄罗斯等国产量下降，国际糖业组织 ISO 下调 20/21 年度全球糖产量预估至 1.711 亿吨，低于先前预估的 1.735 亿吨，消费端虽然近期海外疫情再度升级，但是疫苗研发的突破性进展有利于后期全球食糖消费的恢复，国际糖业组织预计 20/21 年度全球糖消费量在 1.746 亿吨，高于先前预估的 1.742 亿吨。根据 ISO 的预估，20/21 年度全球将出现 350 万吨糖的供需缺口。从原糖基金持仓变化来看，自 2020 年下半年起，CFTC 原糖非商业净多持仓连续增持，截至 2020 年最后一周，原糖非商业净多持仓高达 243884 张，处于四年以来的高位。

图 20: 全球食糖供需平衡表



数据来源: ISO,东吴期货研究所

图 21: CFTC 原糖非商业持仓



数据来源: WIND,东吴期货研究所

三、国内市场供需分析

(一) 产量: 国产糖供应稳定, 产量变化不大, 但产糖率下降导致制糖成本上升

以内蒙为主要代表的甜菜糖产区播种面积大幅增长, 由去年的 188.5 万亩增长至 217.5 万亩, 南方蔗糖产区种植面积小幅减少, 主要因新冠疫情在春节期间肆虐, 国内国际处于封锁状态, 而此时正值甘蔗播种期, 劳动力缺乏导致糖料播种受到影响, 总体来看, 20/21 榨季全国糖料种植面积小幅增长 10 万亩左右。我们预计 20/21 榨季国产糖产量与上个榨季相差不大, 主要因甜菜糖与甘蔗糖此消彼长导致。虽然近期受拉尼娜气候影响, 广西各地企稳骤降, 桂北蔗区最低气温接近 0 度, 但是从 2021 年 1 月份未来 15 天的天气预报看, 类似于 2008 年初期的寒潮天气暂时不会重现, 另外目前压榨时间已经过半, 寒潮对于蔗糖产量的影响或将有限。

上个榨季广西地区甘蔗含糖率创下历史新高, 达到创纪录的 13.3%, 但本榨季由于甘蔗生长期积温不足, 单位含糖同比普遍下降, 我们预计 20/21 榨季广西甘蔗含糖率在 12.5% 左右, 同时疫情导致越南砍蔗工无法入境带来人工成本上升, 预计 20/21 榨季广西平均制糖完全成本重新上移至 5500 元/吨以上。

表 2: 20/21 榨季全国糖料播种面积与产量预估

省份	种植面积 (万亩)			糖产量 (万吨)		
	20/21 榨季 (预估)	19/20 榨季	同比 (%)	20/21 榨季 (预估)	19/20 榨季	同比 (%)
广西	1140	1141.2	-0.11%	595	600	-0.83%
云南	418	421	-0.71%	212	216.92	-2.27%
广东	160	165	-3.03%	65	70.91	-8.33%
海南	32	35	-8.57%	12	12.09	-0.74%
内蒙	217.5	188.5	15.38%	85	72.5	17.24%
新疆	105	108	-2.78%	56	58.28	-3.91%
其他	8	11	-27.27%	10	10.8	-7.41%
合计	2080.5	2069.7	0.52%	1035	1041.5	-0.62%

数据来源: 天下粮仓,东吴期货研究所

(二) 进口糖管控趋于宽松, 糖浆进口维持高位, 内外糖价差大幅缩窄

为期三年的配额外进口保护性关税与 2020 年 5 月 22 日到期, 配额外进口关税由 85% 下降至 50%, 进口成本大幅降低。另外商务部 6 月 30 日发布《实行进口报告管理的大宗农产品目录》, 将食糖进口纳入进口报告管理, 自此我国配额外食糖进口实行备案制, 原则上备案通过即可进口。自 2020 年 7 月之后, 我国食糖进口量持续增长, 仅 8-11 月就已累计进口 281 万吨糖, 同比增长近 70%。19/20 榨季我国总计进口食糖 375 万吨, 我

们预计 20/21 榨季将超过 400 万吨。

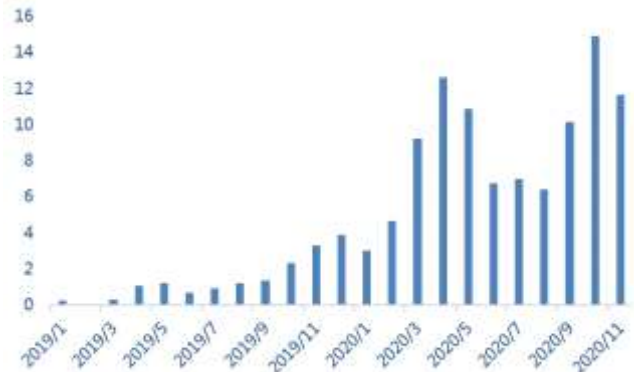
2020 年 1-11 月我国累计进口糖浆 97 万吨，折合白糖约 64 万吨。东盟国家是我国主要的糖浆进口来源国，因我国与东盟签订了区域全面经济伙伴关系协定（RCEP），双方货物贸易零关税产品数量超过 90%，糖浆也在此范围之内，因此从政策层面上对糖浆进口进行管控的难度是很大的。不过中糖协已向行业发布公开信要求强化糖浆进口自律，预计后期相关部门会在进口糖浆的质量以及用途等方面加强管控。

图 22：中国食糖月度进口量



数据来源：中国海关总署,东吴期货研究所

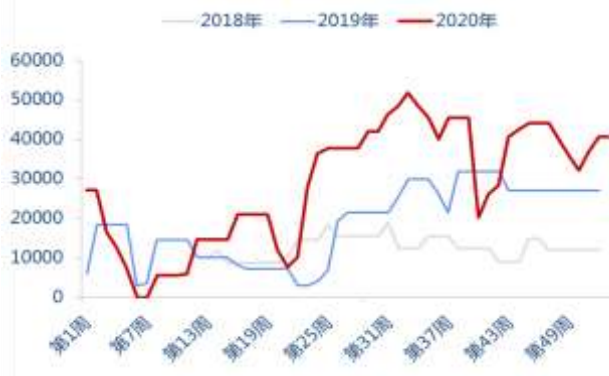
图 23：糖浆月度进口量



数据来源：中国海关总署,东吴期货研究所

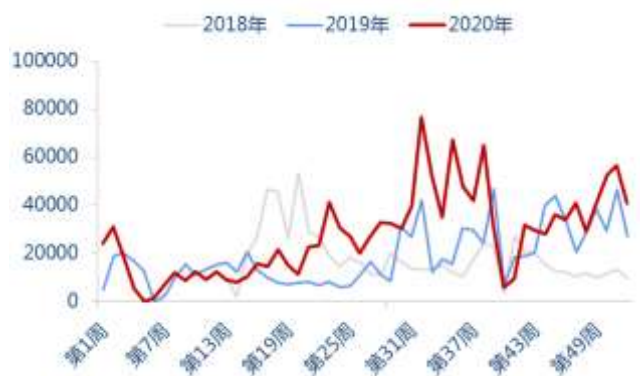
随着近几个月我国食糖进口大幅增加，进口加工糖凭借成本优势，大量占据销区市场，新榨季开榨以来国产糖销量不佳，库存去化速度较慢，现货价格走势整体偏弱，内外糖价差大幅缩窄，后期如果政策上对进口管控继续宽松，那么进口利润将会对进口节奏起到更大的调节作用。

图 24：国内加工糖厂周度产量



数据来源：天下粮仓,东吴期货研究所

图 25：国内加工糖厂周度销量



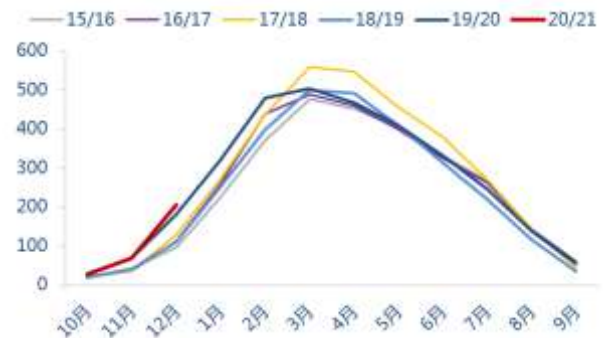
数据来源：天下粮仓,东吴期货研究所

图 26：国内食糖月度销糖率



数据来源：WIND,东吴期货研究所

图 27：全国食糖工业库存



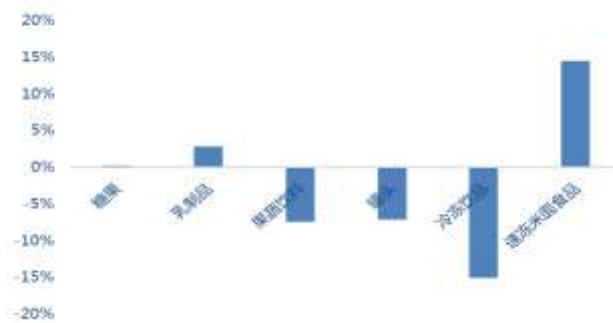
数据来源：WIND,东吴期货研究所

(三) 消费有望恢复至疫情前水平

今年我国受新冠疫情影响，人员流动减少导致部分含糖食品消费下降，但是疫情也刺激了部分食品家庭消费的增长，比如乳制品、速冻米面食品产量均出现了同比增长。根据国家统计局数据，2020 年 1-11 月，我国果蔬饮料产量同比下降 7.4%，罐头产量同比下降 7.15%，糖果产量同比增长 0.19%，乳制品产量同比增长 2.8%，速冻米面食品产量同比大幅增长 14.52%，根据我们的统计，预计 2019/20 榨季全国食糖消费量减少 30 万吨至 1480 万吨。

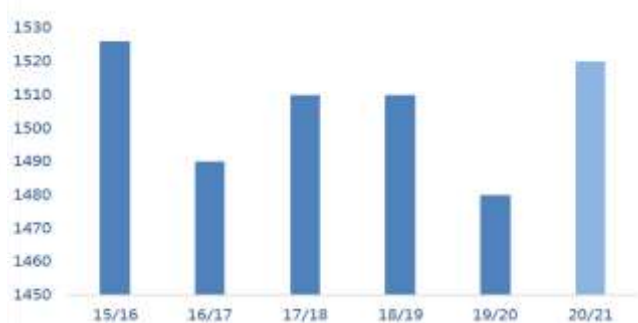
2020/21 榨季，我们认为随着国内疫苗研发取得突破，疫情将进一步得到控制，我国经济也将继续恢复，食糖消费量有望回到疫情前水平，预计将较上榨季增长 40 万吨至 1520 万吨。

图 28: 1-11 月我国六类含糖食品产量情况



数据来源：国家统计局,东吴期货研究所

图 29: 中国食糖消费量



数据来源：国家统计局,东吴期货研究所

(四) 国内产需缺口扩大，表观供求平衡的松紧取决于进口量

我国食糖常年处于产不足需的状态，需要外部糖源来补充，外部糖源供应主要通过正规渠道进口、走私以及上榨季开始兴起的糖浆进口来补充。走私糖近两年在国家严厉打击之下已大幅减少，但是正规渠道进口管控呈现宽松之势，进口糖数量逐年增长，加上 19/20 榨季开始兴起的零关税糖浆进口，政策管控的难度更大，国内食糖供求平衡的松紧很大程度上取决于进口糖（包含进口糖浆折糖）数量。

根据我们的预估，20/21 榨季由于消费回升至疫情前水平，产量与上榨季相比变化不大，国内产需缺口由上榨季的 438.5 万吨扩大至 485 万吨，走私糖数量继续下降，我们预计在 30 万吨左右，进口（包括进口糖浆折糖）将继续维持增长态势，我们预计较上榨季增加 50 万吨至 480 万吨，计算得出 20/21 榨季我国食糖年度供需差在 104 万吨，与上榨季几乎持平，整体还是呈现一个略宽松的格局。

表 3: 中国食糖供需平衡表

中国食糖供需平衡表 (万吨)						
榨季	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21*
期初库存	93	60	58	45	35	57
产量	870	929	1031	1076	1041.5	1035
进口 (含糖浆折糖)	373	229	243	324	428	480
放储	0	136	0	40	53	40
非正常渠道进口	275	240	225	100	50	30
出口	15	12	18	19	18	18
收储	0	0	0	0	0	0
消费	1526	1490	1510	1510	1480	1520
供需差	70	92	29	56	109.5	104

数据来源：沐甜科技,东吴期货研究所

四、2020 年行情展望及风险提示

(一) 行情展望

对于 2020/21 年度原糖价格预估,我们认为 2020 年一、二季度,在巴西糖尚未大量供应国际市场前,全球食糖供应缺口需要印度糖来补充,那么原糖在印度糖出口平价一线将存在较强支撑。另外巴西因天气因素,下榨季存在减产驱动,汇率、原油等变动也会左右巴西甘蔗糖比的调整,这些因素或许会为国际糖价打开上方空间,我们认为原糖在 20/21 年度有望上冲至 17-18 美分/磅。不过二季度后,随着巴西糖大量出口至国际市场,且拉尼娜气候使东南亚降雨充沛,北半球主产国存在增产预期,原糖从高位回落的概率较大。

国内方面,20/21 榨季国内产需缺口有所扩大,但如果进口糖(包括糖浆)数量继续增长,国内食糖整体供需将继续维持宽松格局,那么在进口政策不收紧的情况下,国内食糖进口节奏完全依赖于进口利润来调节,根据我们的预估,原糖预计在一、二季度维持偏强格局,不排除会上冲 17-18 美分,那么配额外进口成本会进一步上移,进口利润缩窄会导致进口量阶段性下降,国内糖价定价权会再度回到广西糖手中,糖价大概率会回归广西制糖完税成本。二季度后我们认为原糖会逐渐反映北半球增产预期,从高位回落的概率较大,进口利润或将再度打开,进口糖数量预计会逐月增长,但是国内此时也已进入去库阶段,并且在 8、9 月进入消费旺季,随着国产糖的消化,国内也需要进口糖来补充,那么即使原糖回落,进口成本下降,内外盘糖价也将保持相对偏高的价差。那么对于 20/21 榨季国内糖价走势的预估,我们认为方向上以逢回调做多为主,高度取决于原糖,如果原糖不能突破 17-18 美分/磅,郑糖在广西制糖成本线之上更大的空间就难以打开,我们对 20/21 榨季郑糖区间的展望暂时维持在 4950-5850。

(二) 风险提示

- 1、疫情往不利方向发展。
- 2、原油、巴西天气、雷亚尔兑美元汇率等变动不及预期。
- 3、国内进口管控政策的不确定性。

免责声明:

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点,文章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、更新情况不做任何保证,文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下,我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险,投资需谨慎!