

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

半年报

熊牛转换阶段 郑糖艰难前行

李晓威

产业投资部



■ 内容摘要

李晓威
白糖分析师
期货从业资格号：
F0275227
投资咨询从业证书号：
Z0010484
370554005@qq.com

● 国际食糖市场 18/19 榨季第三年增产，消费稳中有增，库存持续积累，19/20 榨季有望迎来供需缺口；

● 巴西制糖比例将直接决定国际糖市供需缺口走向，新榨季巴西预计小幅增产 140 余万吨。泰国小幅减产，但出口将继续刷新记录高位。印度减产超过 500 万吨，直接改写国际食糖供应过剩至出现缺口。其他主产国小幅减产为主，共同助推国际糖价供需格局改善；

● 国际食糖市场或将迎来供需缺口，但缺口较为温和，下榨季变数大；

● 我国 18/19 榨季是食糖增产第三年，熊市周期叠加增产周期，19/20 榨季有望连续第四年增产，预计增产 30 万吨左右；

● 产量预期变化不大，正规进口提升，走私略降；

● 政策严格，正规进口维持地量，走私阶段性降低；

● 政策面风险高且难预期，本榨季难有实质性落地；

● 下半年继续去库存，供应充足，阶段性压力超预期，远期依然可以抱有乐观预期。

■ 核心观点

全球食糖市场 18/19 榨季已经过半，增产周期还在延续，需求端却并未出现缓解迹象，库存持续积累，最终增产的数量低于预期，也带动糖价底部抬升，震荡中心也上移的，但供需过剩的格局未变，上方压力依然没有突破。19/20 榨季供需有望出现不足，但缺口较为温和，产量变数空间较大，牛市上方空间预期不高。

我国食糖市场 18/19 榨季是增产的第三年，19/20 榨季预计将连续第四年实现增产，预计产量为 1108 万吨，同比增长 32 万吨，消费持稳在 1500 万吨左右，进口预期也变化不大，抛储量维持在 40 万吨的预期，长周期来看，熊牛过度阶段，依旧在等待风险因素的消化才能盈利趋势性行情。中期来看，夏季消费高峰临近，进口糖走私糖成二三季度供应重要来源，还未解决的政策面风险和库存问题都是潜在利空，中期政策风险和去库存压力依然存在。

目录

1. 国内外糖市走势回顾	3
1.1 外糖走势回顾.....	3
1.2 郑糖走势回顾.....	3
2. 全球糖市供需格局	4
2.1 巴西：食糖生产比例直接决定国际糖市平衡程度.....	5
2.2 印度：新榨季产量大幅调低 500 余万吨.....	6
2.3 泰国：产量略减，但出口将再刷记录.....	7
2.4 欧盟：小幅减产.....	8
2.5 全球食糖市场远期升水.....	8
3. 我国糖市热点解读	8
3.1 产销：新榨季预计增产 30 余万吨，连续第四年增产.....	9
3.2 库存：综合库存压力略有提高.....	11
3.3 进口和走私：进口增加，走私降低.....	12
3.4 政策面：最不稳定也是影响最大的因素.....	13
4. 行情展望	14
4.1 国际市场.....	14
4.2 我国市场.....	15
免责声明	17

1. 国内外糖市走势回顾

1.1 外糖走势回顾

2018年ICE原糖10合约9月27日盘中跌破10.8美分/磅。10月国际糖市迎来了新榨季，恰逢巴西政府总统换届选举，雷亚尔在此期间大幅上涨，推动国际糖价反弹，同时主要食糖国家泰国、印度、欧盟、俄罗斯和巴西都出现了产量预期降低的预期，而且印度的干旱也令其出口和产量受到影响，情绪、基本面和资金都配合的条件下国际糖价迎来快速反弹，接连突破12、13和14美分关键压力位，10月24日，美糖盘中最高突破至14.24美分的高位，但反弹也在此告一段落。25日开始新一轮下跌周期再度开启，巴西领导选取结果出炉，减产的效应逐渐减弱，泰国和印度缺乏炒作题材，增产和出口的压力依然是国际食糖市场无法化解的压力源头，最终导致国际糖价回归供应过剩的基本面行情，弱势下行持续到2019年初，1月3日主力合约报收11.71美分，跌破12美分关键支撑位，这一波的反弹和回落的过程中，主产国的增产是确定的，但增产的绝对数量低于预期，最终国际糖价底部抬升至12-13.5美分区间震荡整理，上方未能突破印度糖出口出现利润的13.5美分关键压力位，此价格也是巴西食糖生产比例较高倾向的敏感位置。当前，巴西新榨季开榨前半段正在顺利压榨生产，印度泰国和泰国处于纯消费季节，限于糖价偏低，印度有效出口不多，更多是在长期的预期上，泰国则有大量等待出口的高品质低价糖源，对中短期内的国际食糖市场将形成有效供应，这也是中短期糖价上方压力的主要来源。综合来看本榨季熊市格局被拉长，当前美糖在12-13.5美分区间盘整还未有效突破，长期基本面预期以及出现转变。

图表 1：ICE 日 K 线走势图



资料来源：博弈大师

图表 2：郑糖主力合约日 K 线图



资料来源：博弈大师

1.2 郑糖走势回顾

郑糖上市以来已经走过了近13个年度，期间经历了4次牛熊周期的转换，“三年熊市，三年牛市”的周期规律已经被弱化。第一波熊市就是郑糖上市开始至2007/08榨季结束，第一波熊市期间郑糖下跌了3716点，跌幅60%，第一波熊市时间只有一年半，严格意义上讲不是完全的三年熊市，所以跌幅相对不大。第二波牛市：从2008/09榨季到2010/11榨季，三年牛市郑糖大涨了5464点，涨幅高达220%。第三波熊市：从2011/12榨季开始至2013/14榨季结束，三年熊市期间郑糖下跌了4116点，跌幅107%。第四波牛市：从2014/15榨季开始至2016/17榨季，三年牛市郑糖大涨3151点，涨幅75.7%。第五波熊市：从2016年底至今，郑糖低点较前一轮周期高点已经下跌了2654点，跌幅36%。目前为止，这一轮近三年的熊市还在持续，且没有完结的迹象。

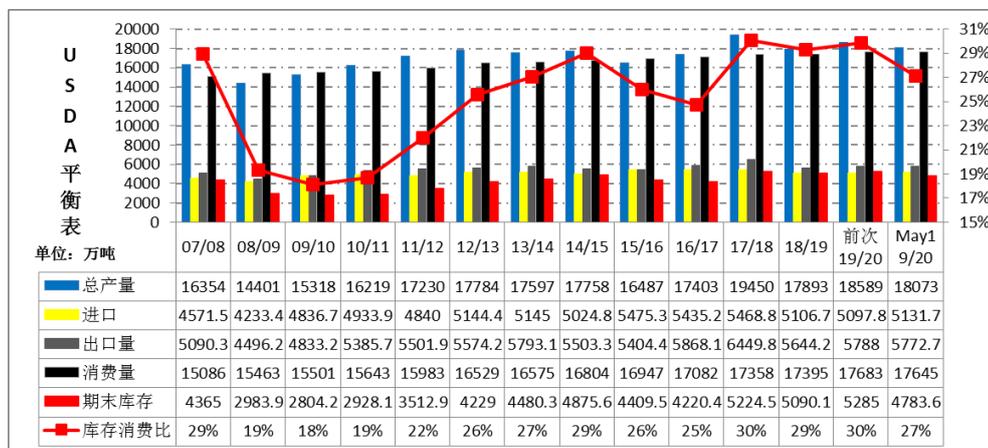
2018/19 榨季初期，借助假期外糖大涨，国内现货跟随，北方开榨的甜菜糖厂的产量低于预期的因素也开始跟随情绪发酵，引发了一波跳空高开的反弹，两次试探 5200-5300 区间压力，在整体增产的供应过剩预期下，市场反弹非反转，10 月下旬榨季生产阶段，增产周期叠加熊市周期，郑糖开始一路下行，不断跌破关键支撑位置和产区的生产成本线，主力合约 1 月 3 日跌破 4700 支撑，报收 4670 点。随着榨季生产高峰的过度，供应压力阶段性的缓解，偏低的价格也引发了投资和消费需求，加上产区和相关政策扶持等各项支持的推出，借助外糖的反弹，郑糖迎来一波强势反弹，超跌价格和基差得到修复，郑糖主力也在 1 月下旬很快恢复到 5000 一线之上。此后过于悲观的预期得到修正，但供需过剩的矛盾并没有转变，此后主力合约价格长期在 5000 一线之上宽幅整理，期间在 2 月下旬和四月中旬在资金和外盘的带动下一度反弹超过 5300 元，甚至在 4 月 15 日 5 月合约一度突破 5370 元的榨季新高，9 月合约在 4 月 15 日最高达到 5439 点，但资金行为很快被产业资金和供需基本面修正至前期震荡区间内。5 月 22 日巴西 UNICA 官方发布了一条关于我国进口加关税到期前会解除巴西的额外关税并且有增加其进口的意向的新闻，导致郑糖大跌，各主力合约纷纷跌停，期货价格跌幅也符合关税降低后的利润空间，关税风波过后，市场重回平静，走私和进口依然管控严格，市场重新回到相对平衡的 5000 元一线附近整理至今，新的震荡中心也低于上半年的水平，主因就是正规进口和走私等外部供应超预期导致的新平衡状态压力超宇预期所致。

2. 全球糖市供需格局

年度周期来看，18/19 榨季供需过剩持续，增产低于预期背景下供需压力有小幅缓解，过剩量低于预期近 300 万吨，但也只是增产的部分低于预期，抬升熊市期间价格底部区域，整体依然延续供应过剩的大格局。USDA: 18/19 榨季预计过剩 5090.1 万吨，同比减少 134.4 万吨。ISO: 全球 18/19 榨季供应过剩量预计为 183 万吨，高于前次预估的 64.1 万吨。预计全球 18/19 榨季糖产量 1.7875 亿吨，略高于前次预估 1.7868 亿吨。预计全球糖消费从前次预估的 1.7804 亿吨下调至 1.7691 亿吨。

19/20 榨季国际食糖供需预估出现多次调整，且幅度变化不断超出市场预期，USDA 数据显示全球新榨季食糖产量预计为 1.8073 亿吨，低于上次预估的 1.8589 亿吨，消费预计为 1.7645 亿吨，略低于上次预估的 1.7683 亿吨，库存预计为 4783.6 万吨，低于上次预估的 5285 万吨。新榨季产销将出现 428.5 万吨缺口，库存消费比预计为 27%，不仅预期的 30%，而且低于 18/19 榨季的 29%和 17/18 榨季的 30%。ISO 预计 19/20 榨季全球食糖将出现约 300 万吨供需缺口，但从 17/18 榨季开始出现的巨量库存导致新榨季依然处于供应过剩库存高企的状态，这也将限制糖价上方的高度。

图表 3: 全球原糖供需平衡表



资料来源: 一德期货

综上，18/19 榨季产量数据已经明确，进出口和消费预期变动不大，整体延续供需过剩的格局，变化在于供应总量低于预期，供需矛盾略有缓解，提振原糖价格底部较预期抬升。19/20 榨季产量预估分歧和变动较大，但总的变化和调整都在向着减产和增加需求缺口的方向变化，也就是说全球食糖市场在新榨季的供应压力在减轻，供需过剩过度到供需不足，并出现需求缺口。确定的是下榨季供需将大概率从过剩过度至不足，不确定的是供需缺口较温和，趋势性的指向性不足。

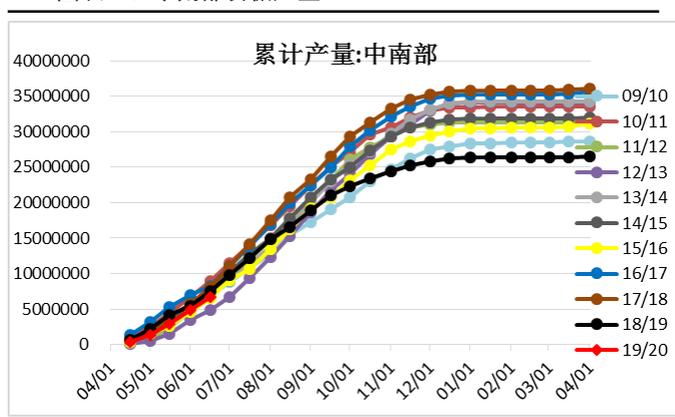
季度来看，当前正处于巴西开榨前半段，印度和泰国收榨后的纯消费季节，市场焦点集中在巴西生产进展和食糖生产比例、印度泰国出口和贸易情况，印度泰国天气对下榨季甘蔗的影响。综合来看，下榨季还未正式开启，产量变数空间较大，各个国家和机构也在不断调整产量数据和未来的预估水平，目前来看前半年阶段性产量和供应都超出预期，也导致当前和未来半年内都将处于消化库存的阶段，而糖价上方的高度 13-135. 美分会导致巴西增加食糖生产或者导致印度食糖有出口的可能，所以在本榨季剩余时间糖价上方压力依然较大，随着库存的消化和下榨季减产的明晰，19/20 榨季前半段希望越发乐观，美糖远月升水持续。

2.1 巴西：食糖生产比例直接决定国际糖市平衡程度

巴西的今年的产量将对国际糖市的供需平衡产生决定性的影响，目前巴西产量占全世界的比重约为 23%，是世界食糖市场上主要的供应来源，平衡了全球的食糖供求关系，18/19 榨季因为巴西将更多的甘蔗用于生产乙醇而非食糖，印度则因为大幅增产而实现了产量的飞跃式增长。19/20 榨季巴西全球最大的食糖主产国的地位能否连续第二年被印度取代仍存疑问。

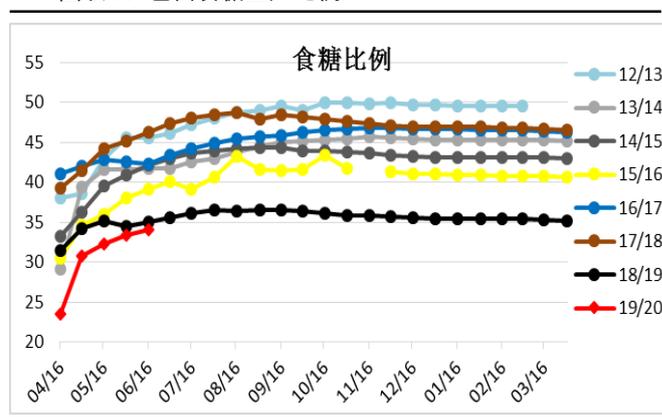
决定巴西食糖产量多寡的因素主要有甘蔗入榨量、糖份和食糖生产比例。18/19 榨季开榨以来巴西食糖甘蔗的入榨量长期处于历史相对较高水平，巴西食糖产量完全有刷新历史的条件，但人为选择将更多甘蔗（比例约为 65%）用于生产乙醇而非价格没有优势的食糖，所以 18/19 榨季巴西食糖减产不断超出预期，也是国际糖价反弹至 12 美分以上的直接动力。

图表 4：中南部食糖产量



资料来源：UNICA、一德期货

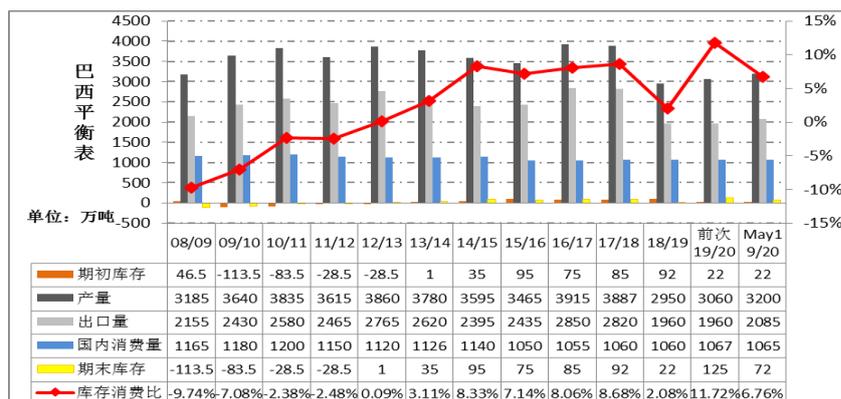
图表 5：巴西食糖生产比例



资料来源：UNICA、一德期货

19/20 榨季的生产正在进行中，截止 5 月底的甘蔗入榨量和食糖产量与上榨季相比差距不大，食糖生产比例也逐渐提高至去年同期附近，如果新榨季巴西食糖生产比例维持在上榨季的 35% 的水平，则全球食糖市场将毫无疑问的出现缺口，但随着食糖价格的回暖和乙醇库存及消费的限制，以及石油和玉米的联动影响，巴西乙醇生产比例和未来生产预期在回缩，相反，食糖生产比例不断上升。巴西乙醇和食糖生产转换非常便捷，随时可根据市场需求和价格调整，根据当前全球供需和食糖价格综合预计未来巴西食糖生产比例就量高于去年平均水平 35%，对应的年度食糖产量从预期的 3060 万吨上调至 3200 万吨，重新恢复世界第一大产糖国的地位。

图表 6: 巴西食糖供需平衡表



资料来源: WIND、一德期货

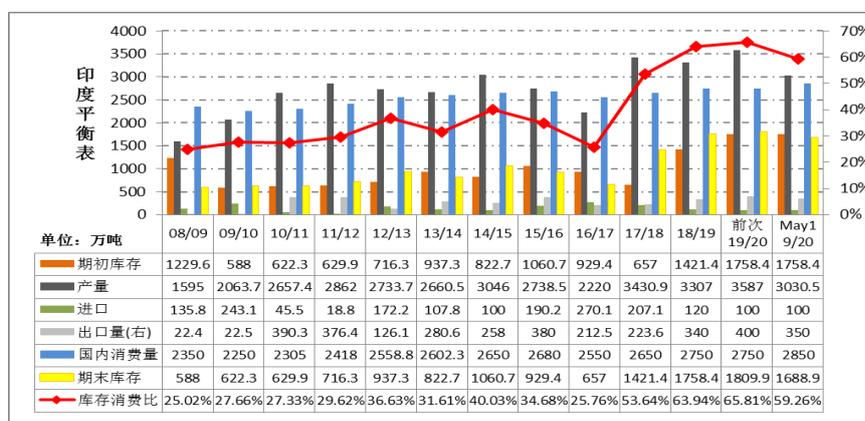
综上, 预计巴西19/20榨季将增产250万吨至3200万吨, 高于预期的3060万吨, 消费维持在1065万吨, 出口随着产量的增加将扩大至2085万吨, 期末库存同比增加50万吨至72万吨. 当前巴西国内政局相对稳定, 提振乙醇需求的政策和措施在不断推进中, 雷亚尔稳中有升. 年度周期看, 巴西食糖生产比例在糖价超过13美分的时候较为积极, 预计随着糖价的回暖食糖生产比例将继续提升, 结果就是其食糖产量的超预期增加, 这也是全球食糖新榨季产需缺口较温和的原因之一. 中短期看, 主产区天气恢复正常, 榨季生产顺利推进中, 其阶段性生产数据、糖分和生产比例和出口将成为市场阶段性焦点之一, 在明年5月我国进口关税到期前后巴西对我国的出口数量和预期都将提高, 对国内市场不利.

2.2 印度: 新榨季产量大幅调低 500 余万吨

印度是全球第一大食糖消费国和传统的第二大食糖生产国, 其国内的产销状况直接决定了其在国际市场上是进口国还是出口国, 这将对国际市场的供需格局产生较大影响. 刚刚结束的18/19榨季印度糖产量超过预期的3000万吨至3307万吨, 超越巴西成为全球第一大产糖国, 消费小幅增加至2750万吨, 过剩库存1758万吨, 空前巨大, 18/19榨季印度的出口目标500万吨, 出口压力也成为当前国际糖价最主要的压力源之一, 目前完成一半左右.

为了缓解其国内高额库存压力和债务压力, 印度政府不断采取各项措施推动出口, 并在包括我国在内的经过不断积极游说, 截止目前各项出口推动政策收效甚微, 实际有效出口不多, 主因就是出口亏损太多, 当国际糖厂超过13.5-14美分以上, 印度食糖才有出口的可行性, 一旦印度出口可行, 则印度当前的库存和下榨季的产量预估完全可以覆盖全球所有国家的缺口总和, 这也是除了巴西之外限制国际糖价上方高度的主要原因之一.

图表 7: 印度食糖供需平衡表



资料来源: WIND、一德期货

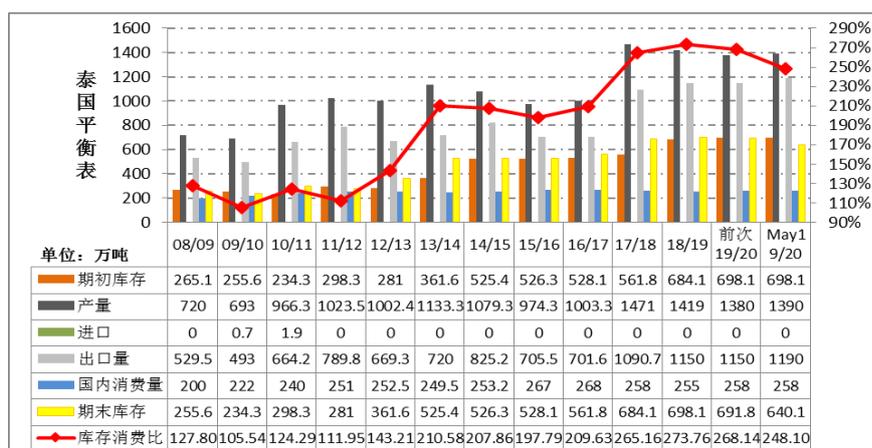
综上，19/20榨季印度食糖产量预估变动较大，前次预估印度新榨季食糖产量将继续刷新历史超过3587万吨，但随后遭遇天气等干扰，产量预估大幅缩减500多万吨，目前预计下榨季印度食糖产量约为3030万吨左右，将低于前两个榨季的产量，直接导致全球食糖市场从过剩过度短缺。印度新榨季的甘蔗也在生长中，印度食糖行业的生产力水平较低，对于天气依赖较高，如果天气出现不利因素，对印度甘蔗和食糖产量的影响也是毁灭性的，会对产量的评估带来较大影响，也会对国际食糖市场本就温和的供需缺口带来较大震动。

中短期看，印度目前处于收榨后的春消费季节，其国内消费变动不大，更多是其国内政策和国际糖价高低对其出口的影响，进而造成估计市场供需结构的变动。印度总理继续连任，糖业改革的可能性较低，维持目前的补贴和政策，推动乙醇消费的各项配套措施和资金也在短期难见成效，实际有效出口也不多，对国际糖价的影响更多是在远期预期和心理压力方面。

2.3 泰国：产量略减，但出口将再刷记录

泰国是全球第二大食糖出口国，第四大主产地（巴西、印度和欧盟），其出口量的多寡对全球食糖贸易结构有重要影响，尤其近年运费成本大幅缩减，加上泰国较巴西距离亚洲国家运输周期更短，成本缩减50%以上，导致泰国食糖出口竞争力不断增强，在全球食糖贸易结构中的角色越发重要，近几年泰国的食糖是我国走私糖的主要来源地。18/19榨季泰国小幅减产52万吨至1419万吨，消费稳中有降至255万吨，出口继续刷新前一年的记录，预计将超过1150万吨，库存也将小幅减少至698万吨。

图表 8：泰国食糖供需平衡表



资料来源：WIND、一德期货

19/20榨季泰国食糖产量较预期的1380万吨小幅提高至1390万吨，较18/19榨季减产29万吨，糖价的低迷还未见到明显传导至生产端，面积和产量预期减少幅度不大，而且随着17/18年开始的产量大增，库存还需积累，出口也随之不断攀升，将连续第三个榨季出口量超过千万吨。预计19/20榨季泰国食糖出口量并未随食糖减产而降低，反而将继续提升至1190万吨的记录高位，高于预期的1150万吨。综上，新榨季泰国将有小幅减产，但并不影响其出口继续刷新纪录，新榨季泰国的出口依然是主要的压力之一。

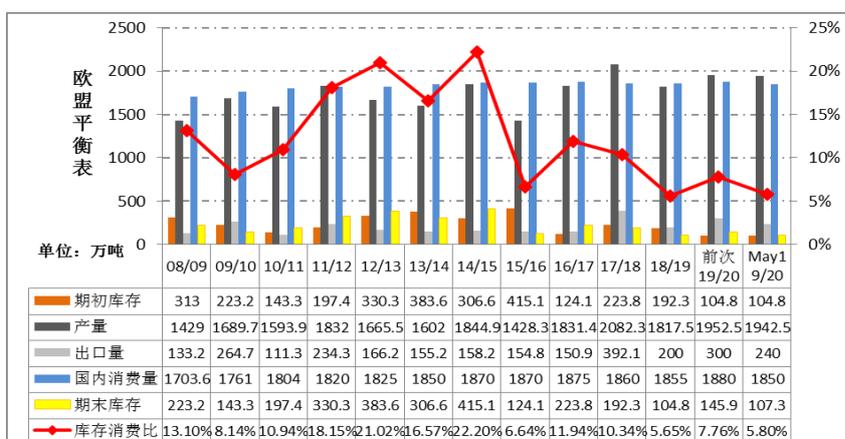
中短期内，泰国正处于生产后的纯消费季节，其运费和时间的优势、品种的优良、成本的竞争力都使其在国际食糖贸易市场占有较重要的低位，在我国打击走私加压和正规进口增加关税后，也限制了泰国糖有效流入我国，在当前时间节点，在高库存的压力下，泰国食糖出口压力也是阶段性新高，目前市场上有大量的品质优良的泰国低价糖等待出口中，这是中短期国际糖市真实有效的糖源，也是阶段性糖价最大的压力之一。

2.4 欧盟：小幅减产

17/18 榨季开始欧盟终结了施行了 50 年的食糖生产配额制度，但放开的第一年即遭遇了国际糖价大跌，这也大幅的限制了欧盟各国继续投资扩建的步伐，也导致了 18/19 榨季实际产量和投资扩建的缩减。18/19 榨季面积缩减量不大，产量的减少更多是来自夏季以来的干旱天气导致的单产降低所致，最终产量减少了 265 万吨至 1818 万吨，消费略减至 1855 万吨，出口限于国际市场需求低迷，且糖价偏低，缩减近一半至 200 万吨，欧盟的减产是国际糖市 18/19 榨季减产的力量之一。

19/20 榨季限于国际糖价的低位，预计欧盟食糖扩产的计划将继续放缓，各项相对稳定为主，天气平稳则预计产量将小幅增加 125 万吨恢复至 1943 万吨左右，出口将增加 40 万至 240 万吨。

图表 9：欧盟食糖供需平衡表



资料来源：WIND、一德研究院数据中心

2.5 全球食糖市场远期升水

已经过半的 18/19 榨季全球食糖增产的周期还在延续，需求端却并未出现缓解迹象，库存持续积累，糖价较多时间运行与大多数国家的生产成本之下，最终增产的数量低于预期，也带动糖价底部抬升，震荡中心也上移的，但供需过剩的格局未变，上方压力依然没有突破。

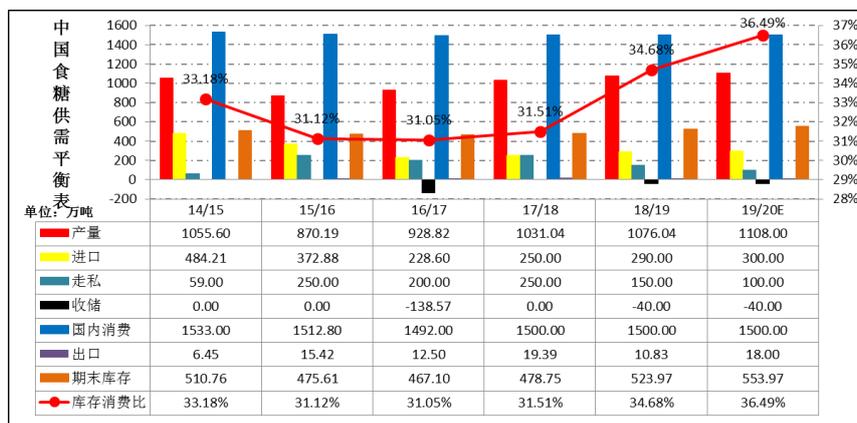
19/20 榨季除巴西已经开榨外，各国都处于甘蔗生长期，产量预期变动就较多，截止目前关于新榨季产销预期的分歧和观点依然在不断调整中，但一致的变化是供需朝向压力减轻的方向，即新榨季供需出现缺口并实现供需不足的预期在增强，综合压力较上榨季和之前的预期都有缓解，也带动国际糖价底部继续抬升至低成本国家生产成本附近运行。变数在于 19/20 榨季各个国家减产的绝对值不高，最终导致国际糖市综合供需缺口较为温和，任何一个国家的预估出现误差，或者天气出现异常都可能导致最终的缺口消失，所以长周期来看国际市场供需格局变数较大，还不足以支撑明显趋势性行情，或者所谓的牛市来临。中短期看，新榨季的产量较预期和上榨季都在调低，供应压力较当前榨季剩余时间在减轻，远期希望是大于当前的，支撑国际糖价远月合约升水持续，三季度和下半年糖源充足，依然处于消化库存的阶段。

3. 我国糖市热点解读

白糖熊市周期时间和空间上还在延续，17/18 和 18/19 榨季是国内食糖增产的第二年和第三年，19/20 榨季

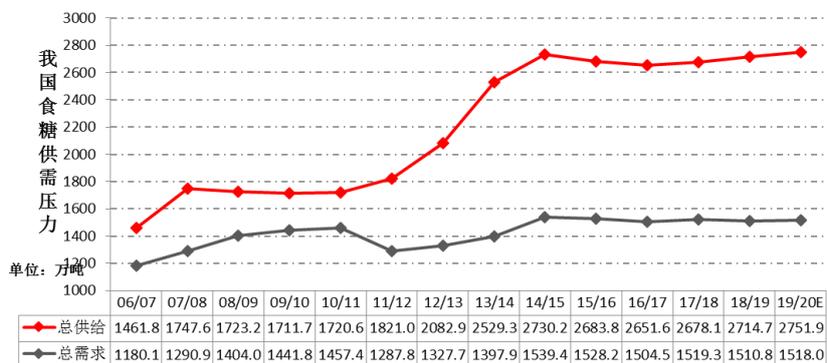
依然处于小幅增产趋势中，熊市周期伴随增产，价格下行压力大。当前我国市场的食糖供应主要来自于国产糖、进口糖和走私糖，三种糖源的供需数量和价格成本将决定本榨季糖价的走势的空间。当前正处于国内食糖纯消费季，国产糖供应部分主要来自糖厂、贸易商和仓库的库存。食糖价格和市场状况并不具备抛储和直补的条件，国内的产不足需状态导致国内糖价明显高于国际，走私利润过高，正规进口总量变动不大，走私糖在打击加压和内外价差缩小阶段降低明显。综上，国产糖处于消化库存的阶段，正规进口逐渐少量放开，走私打击加压，国储抛储暂停，部分轮库悄悄解决的状态中。

图表 10：我国食糖供需平衡表



资料来源：中糖协 一德期货

图表 11：我国食糖供需总量



资料来源：中糖协 一德期货

3.1 产销：新榨季预计增产 30 余万吨，连续第四年增产

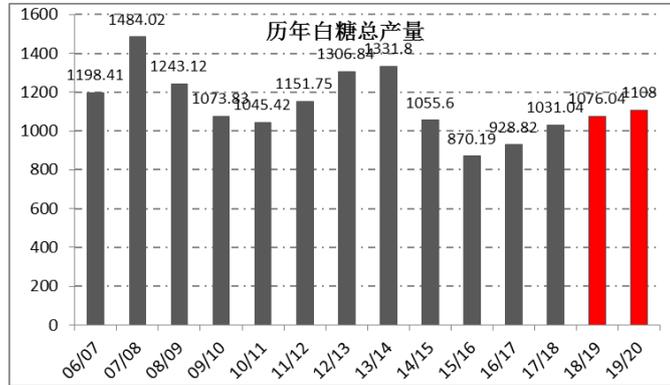
当前已步入 18/19 榨季的后半段，本榨季全国食糖产量 1076 万吨，甘蔗糖 944 万吨，甜菜糖 132 万吨，产量连续第三个榨季增产。年消费量维持稳定，榨季预计总进口量同比增长，正规进口包括配额内外都有提高，走私在打击严格和走私利润减少期间阶段性减少较多，年度走私同比也减少，预计本榨季走私总量减少至 150 万吨左右，这个预期也是高于榨季初期和上半年预期的 80 万吨的。

年度周期来看，19/20 榨季预计将连续第四年实现增产，预计产量为 1108 万吨，同比增长 32 万吨，消费持稳在 1500 万吨左右，进口预期也变化不大，抛储量维持在 40 万吨的预期，各项单项数据变化不大，但趋势都是向着供应增加需求不变的方向在变化，累计起来的预期提示着 10 月份开始的新榨季我国食糖将连续第四年增产，且截止目前主要产区都没有出现减产的迹象，随着产量的积累，去库存方向并没有较大变化，库存压力继续维持高位，库存消费比也小幅增加。

中短期看，国内产区都处于去库存的纯消费季节，北方甜菜糖所剩无几，南方甘蔗糖厂和制糖集团库存和资

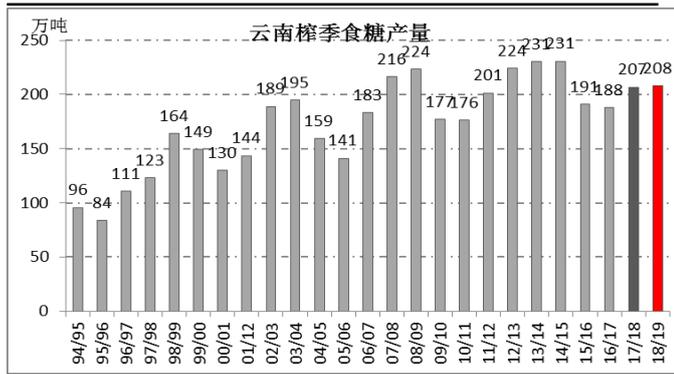
金压力不高，且其真实消费状况好于对外通报的情况，国产新糖压力不大，随着下半年夏季和节日消费高峰的到来产区现货有稳定的基础。压力在于外来糖源的超预期，其中包括广西 6 月底到期的 50 万吨临储糖要面临入市销售的压力，增加阶段性供应压力。三季度后即将迎来新榨季，北方甜菜糖维持稳定，对 1 月和新榨季前半段压力不高。

图表 12：全国各榨季产量



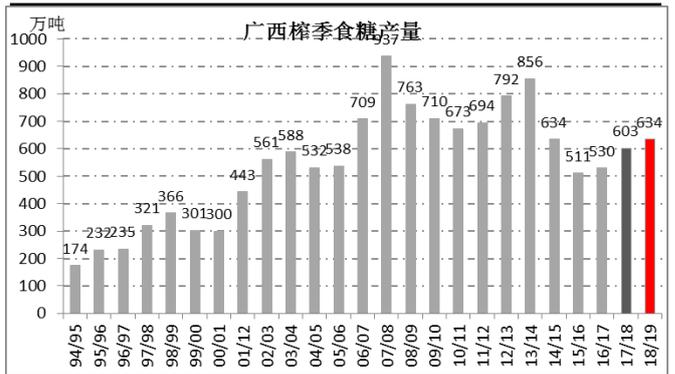
资料来源：中糖协 一德期货

图表 13：云南各榨季产量



资料来源：中糖协 一德期货

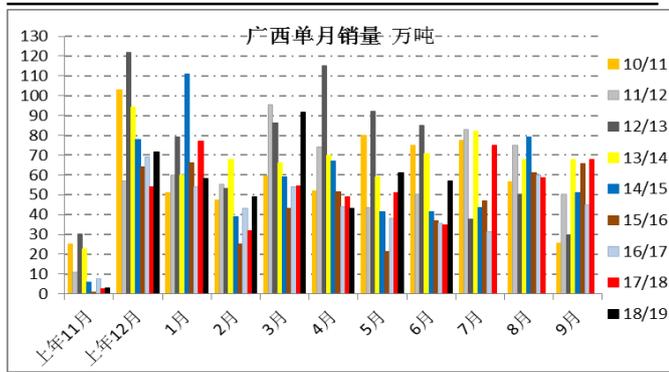
图表 14：广西各榨季产量



资料来源：中糖协 一德期货

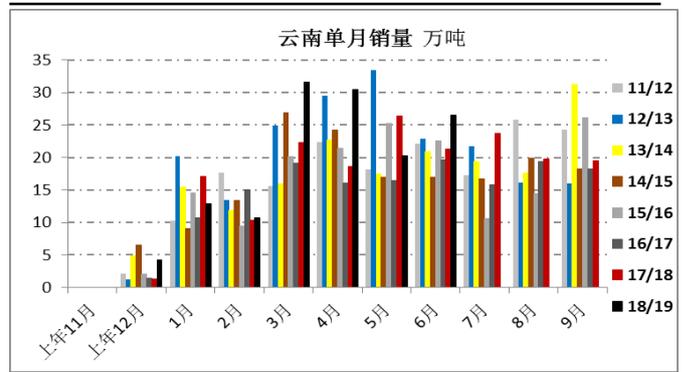
消费方面，作为刚性需求的食糖销量变化不大，整体上还是维持平稳的趋势。年度周期来看，即使糖价处于较高价格，消费的变动也不会太明显，一方面原因是食品需求的刚性，另一方面，淀粉糖等替代作用基本达到饱和状态，变动空间有限。产期来看，18/19 榨季和 19/20 榨季销量预期持稳于 1500 万吨左右。

图表 15：广西单月销量



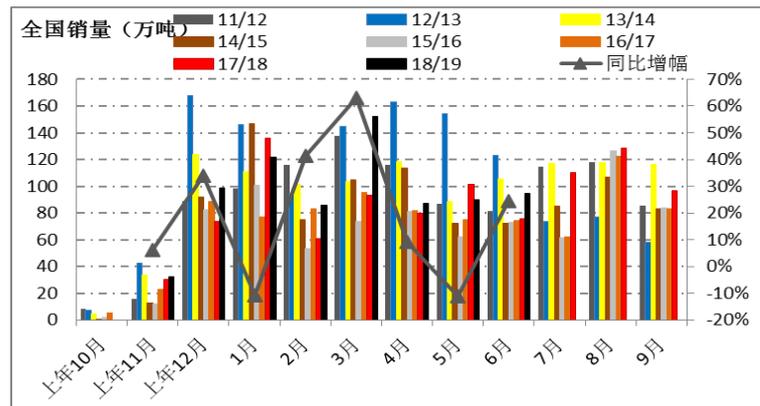
资料来源：中糖协 一德期货

图表 16：云南单月销量



资料来源：中糖协 一德期货

图表 17: 全国单月销量



资料来源: 中糖协 一德期货

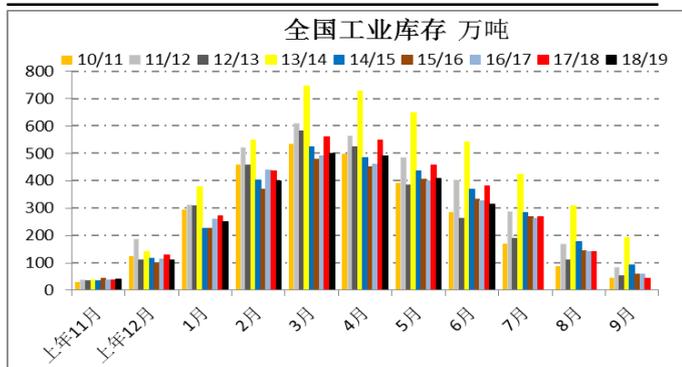
中短期来看, 尤其根据月度销售数据可以看出, 本榨季截止 6 月底各个主产区的月度销售数据都是处于较高水平, 2 月份新年前后甜菜糖销售策略的提前导致月度销售提升较快, 已经让市场惊艳了一次, 年后在减税的激励下, 三四月份的销售也得到明显提振, 5 月过后进口糖关税降低后进口增加, 加上我国从邻国几个食糖出口国也陆续签订进口合同, 外部糖源增多, 国产糖 5 月销售受到挤占, 6 月份的销售数据再度让市场惊艳, 同比环比都出现超预期增长。即将开始的三四季度是传统食糖小幅旺季, 糖厂库存所剩不高, 市场后市预期分歧较大, 糖厂销售策略也大多随行就市, 且并不急于消化库存, 生产厂家一方压力不高。风险来自临储到期对市场的挤占和进口糖集中流入对国内糖价的竞争。

3.2 库存: 综合库存压力略有提高

18/19 榨季预计我国综合库存压力将达到历史最高水准, 超过 1200 万吨, 这其中包括 680 余万吨已经过期的国储库存, 目前的市场价格和环境决定过来国储糖还不具备大量出库的条件, 40 万吨的轮库或者出库已经完成, 长期来看国储库存更多是对市场心理压力的预期和未来牛市周期来临糖价上方高度的制约。

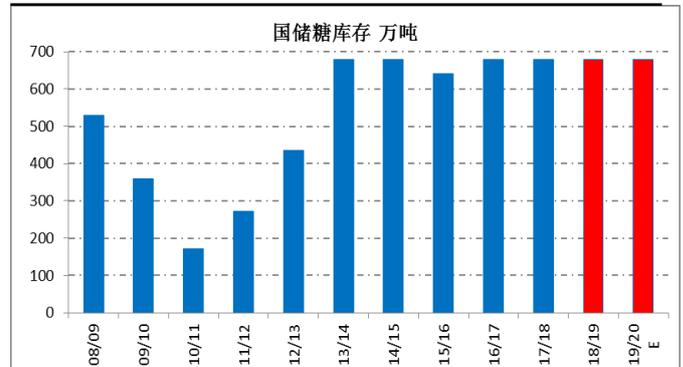
19/20 榨季我国食糖将继续小幅增产, 但绝对数量不高, 预期增加 30 万吨左右, 且时间较远预期将有较大变数, 其他糖源, 包括国储、进口和走私的综合预期数量变动不大, 消费也维持稳定, 根据目前情况预期新榨季随着增产的继续库存也将维持在相对高位, 主因就是变动不大的国储库存。目前数据上最大的变数在于距离新榨季产量明确时间较长, 且 30 万吨的增产预期较为温和, 如果天气或者认为预估出现调整将随时有可能导致所谓的增产不存在了。

图表 18: 全国月度工业库存



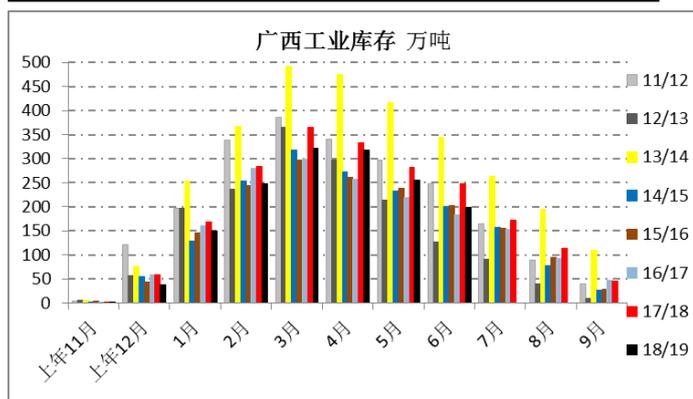
资料来源: 中糖协 一德期货

图表 19: 国储库存



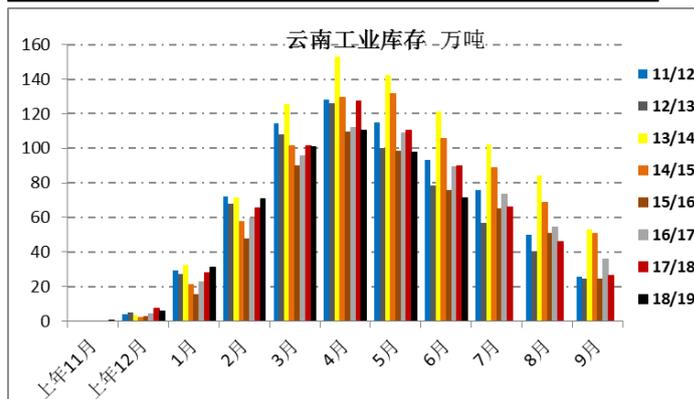
资料来源: 中糖协 一德期货

图表 20：广西单月工业库存



资料来源：中糖协 一德期货

图表 21：云南单月工业库存



资料来源：中糖协 一德期货

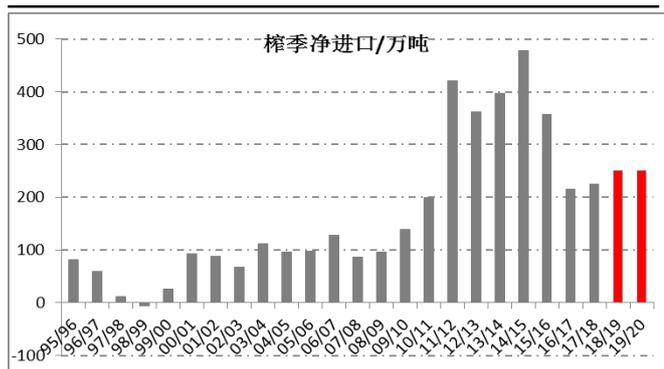
中短期来看，本榨季处于 18/19 榨季后半段，国产新糖库存所剩不多，糖厂在新年至今销售数据表现都比较亮眼，生产方库存压力不高，更多的库存压力是来自于国储糖和临时储备糖，国储糖中短期无法有效出库，更多是对长期的影响，短期 6 月底广西产区 50 万吨临储到期出库的具体数量和时间将成为国产糖主要竞争对手，也会造成阶段性供应增加的压力。另外，进口糖的超预期发展也是令中短期库存阶段性增加的主要原因之一。数据上看，6 月国内食糖销售数据亮眼，一度成为资金拉高糖价的动力，北方糖所剩无几，广西和云南库存综合压力明显低于去年同期，但广西处于和前几年比较接近的水平，云南库存压力相对偏轻。从糖厂、贸易商和中间商反应，销售并未出现明显好转，甚至日子普遍比较难过，7 月中旬进口糖到港后，阶段性供应增加也需要重点关注。

3.3 进口和走私：进口增加，走私降低

18/19 榨季后半段，尤其今年 5 月 22 日配额外正规进口糖关税降低 5% 至 85% 以后，进口糖明年 5 月 21 日到期后是否继续增加关税，以及关税取消后进口放量预期一度成为市场争议焦点。具体关税政策还没有定论，具体进口数量也没有详细预期，但可以确定的是，以及有巴西和印度等国家作为我国未来食糖进口来源地达成了合作进口的正式协议，其中有我国国产糖产不足需的刚性需求，更有一带一路沿线食糖出口国家对于多方合作的热切需求，各种导向都提示着我国在当前和未来榨季的正规进口糖都将有所增加。另一方，配额内 15% 关税进口糖的配额长期额度都是 194.5 万吨，但我国近几年都没有全部将配额使用完成，今年在各方投诉和政策压力下，大概率会将配额的 194.5 万吨全部使用完毕，加上配额外的进口预期，今年和下榨季进口总量在严格控制下也将提高 50 万吨左右到 300 万吨上下。

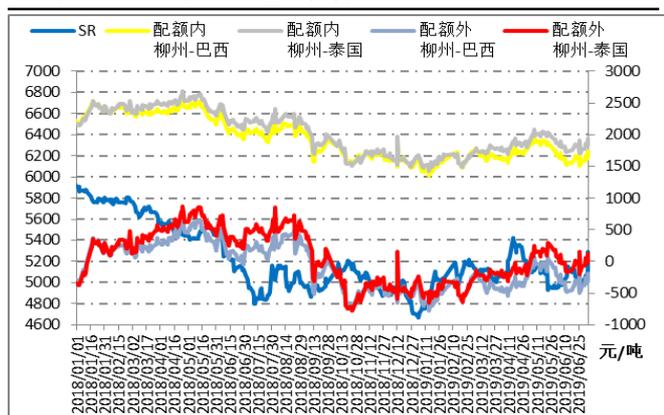
中短期来看，尤其从 5 月 22 日进口关税降低 5% 以后，部分进口糖也在等待关税降低的日期才将之前延期的进口糖正式进口，也导致了 6 月阶段进口量的增加。另外，我国今年已经明确的从巴基斯坦进口 30 万吨，计划在三季度完成剩余部分的进口。也和巴西达成合作协议、甚至越南、缅甸、印度、泰国古巴等都在陆续完成或者正在谈判协商未来进口的事宜，有次可见不管是政治考量还是刚需部分，我国本榨季剩余时间，或者下榨季的预期方面都提示进口增加的空间在放大，尤其本月开始到三四季度是进口糖集中到港的关键阶段，阶段性对国内供需带来压力的提高。

图表 22: 我国历榨季净进口量 (万吨)



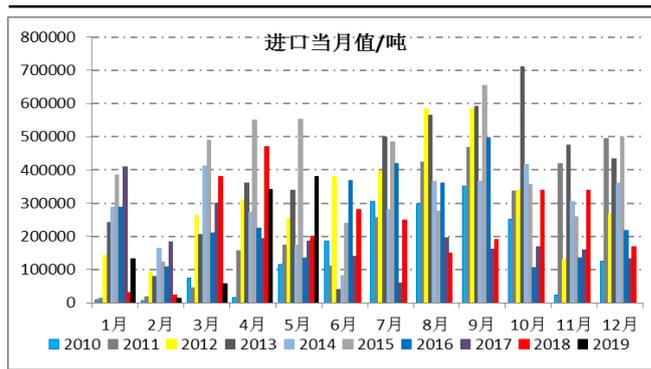
资料来源: WIND、一德期货

图表 24: 我国食糖进口利润



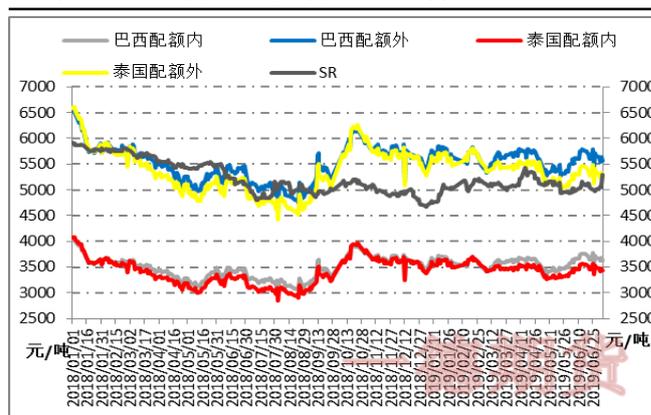
资料来源: WIND、一德期货

图表 23: 历史月度进口数量 (万吨)



资料来源: WIND、一德期货

图表 25: 我国食糖进口价格与期货价格



资料来源: WIND、一德期货

走私糖在本榨季各个销区和来源统计方面都有减少的趋势,一方面打击走私持续高压,甚至曝出上海海关成功打击案值 7.5 亿的白糖走私大案,打击走私的成效显著刷新历史高度。另一方,除了人为打击的严格,内外食糖价差降低,尤其外强内弱阶段性导致走私利润降低,也在一定程度上限制了走私的数量和积极性。

当前配额外进口关税 85%,外糖 12-13 美分,配额外进口利润空间在-160 到 150 元/吨,配额内利润在 1700-2000 元/吨左右,目前走私糖的价格在 5000 元附近,甚至低于这个价格,由此可见走私糖的利润空间依然非常高,在暴利的诱惑下走私糖难以杜绝,不断有新的走私路径和方法被曝光,在打击走私加压下走私量短期会呈现阶段性明显减少的现象,但只要有需求、有利润就有市场。下半年的走私预期已经从初期预估的 80-100 万吨提高至 150 万吨。目前外糖的长期基本面也是好于国内情况的,内外糖价处于外强内弱的趋势,随着二者价差的所小,有利于走私的降低,按照目前预计下榨季的情况,预计 19/20 榨季走私有望在今年的基础上继续降低至 100-120 万吨左右。

综上,国内进口糖包括正规进口糖和走私糖的总量维持稳中有增的趋势,正规进口糖在利益和政治导向上将有提升,走私也有明显降低,综合导致总量变动不大,下榨季的预期也维持相对稳定的区间内。中短期内正规进口和走私已经超过预期,进口加工糖厂也在跃跃欲试等待原料开工生产,阶段性的数量和第三季度的预期以及超过了二季度之前的评估,对中短期内的供应带来压力,这也是糖价走低的主要压力之一。

3.4 政策面: 最不稳定也是影响最大的因素

18/19 榨季糖价偏低,糖厂生存困难,包括国储和直补政策改革难有实质性的落地,所以目前政策的炒作更多是在心理预期方面,难有实质性落地,政策不明确,国内糖市也难有实质性的反转。19/20 榨季还有很长的执行期,政策预期和分歧也非常大,预测难度也很高,但这方面恰恰又是当前糖价走势的关键影响因素,也是未来

市场最重要的风险点。

甘蔗直补政策一度成为郑糖空头的筹码，长远的看，实行直补政策是有历史需求和现实可能的，18/19 本榨季无法执行，对中短期的价格影响仅限于炒作层面。而且最终的政策取向也是不确定的，甘蔗直补和目标价格管理都有实行的条件。预计直补政策对糖价的打击较大，是部分直补还是全面推开还在争论，部分直补将会令国内现有的糖业格局产生质的变化，直补政策不落实，糖市难以迎来真正的牛市，这也是 19/20 榨季最为不稳定的因素。

抛储是国家号召的供给侧改革的范围之一，也是化解库容和资金压力最有效的方式，但目前抛储，无论是在价格上，还是事件影响上都会对行业带来非常大的压力，国家的政策取向应该是与糖业的健康发展方向相一致，而非打压行业 and 价格，所以目前抛储不具备条件。另一方面，阶段性的少量轮库，将过期的陈糖置换出来还是有实行的必要和可能的，本榨季已经完成了 40 万吨抛储，虽然没有正式新闻公布，19/20 榨季预计至少会维持目前的轮库数量，具体还要看市场价格是否具备抛储的条件，牛市来临，价格超过 5600 以上就完全具备抛储的条件了。

从印度、巴西、泰国、巴基斯坦、缅甸、越南和古巴等传统友好国家和一带一路沿线国家增加进口将是大势所趋，虽然没有国内主流媒体的正式发文公布，但国外媒体网站公布已经陆续在更新，这也是三四季度和下榨季国内糖市供需矛盾减缓还是更加恶化的决定因素之一。

4. 行情展望

4.1 国际市场

已经过半的 18/19 榨季全球食糖增产的周期还在延续，需求端却并未出现缓解迹象，库存持续积累，糖价较多时间运行与大多数国家的生产成本之下，最终增产的数量低于预期，也带动糖价底部抬升，震荡中心也上移的，但供需过剩的格局未变，上方压力依然没有突破。

19/20 榨季除巴西已经开榨外，各国都处于甘蔗生长期，产量预期变动就较多，截止目前关于新榨季产销预期的分歧和观点依然在不断调整中，但一致的变化是供需朝向压力减轻的方向，即新榨季供需出现缺口并实现供需不足的预期在增强，综合压力较上榨季和之前的预期都有缓解，也带动国际糖价底部继续抬升至低成本国家生产成本附近运行。变数在于 19/20 榨季各个国家减产的绝对值不高，最终导致国际糖市综合供需缺口较为温和，任何一个国家的预估出现误差，或者天气出现异常都可能导致最终的缺口消失，所以长周期来看国际市场供需格局变数较大，还不足以支撑明显趋势性行情，或者所谓的牛市来临。

下榨季还未正式开启，产量变数空间较大，各个国家和机构也在不断调整产量数据和未来的预估水平，三季度和下半年糖源充足，当前和未来半年内都将处于消化库存的阶段，而糖价上方的高度随着库存的消化和下榨季减产的明晰，13-13.5 美分会导致巴西增加食糖生产或者导致印度食糖有出口的可能，所以在本榨季剩余时间糖价上方压力依然较大。19/20 榨季产量较预期都在调低，供应压力较当前榨季剩余时间在减轻，远期希望是大于当前的，支撑国际糖价远月合约升水持续，相对于国内食糖市场，国际市场尤其远期相对更加乐观，也有希望完成底部整理提前迎来牛市。

短期天气风险和炒作暂时解除，泰国大量库存等待出口并且价格有优势，巴西压榨正常推进中，短期内高库存的消化进展依然是市场的主要担忧。中长期看，下榨季远期预期有缺口，远月强于近月，但供需缺口较温和，牛市上方空间预期不高。

图表 26: ICE 和郑糖历史价格

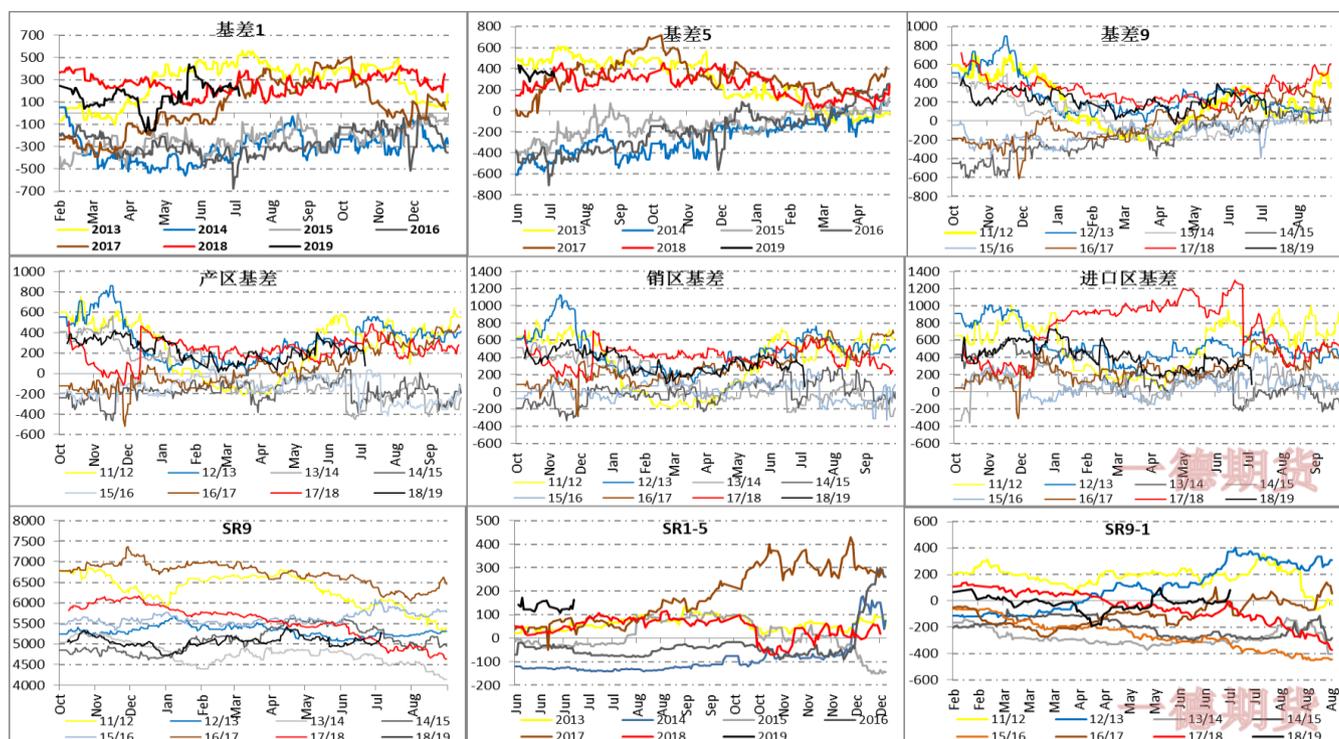


资料来源: 文华财经

4.2 我国市场

白糖熊市周期时间和空间上还在延续, 18/19 和 19/20 榨季是国内食糖增产的第三年和第四年, 19/20 榨季预计将连续第四年实现增产, 预计产量预计为 1108 万吨, 同比增长 32 万吨, 消费持稳在 1500 万吨左右, 进口预期也变化不大, 抛储量维持在 40 万吨的预期, 熊市周期伴随增产, 价格下行压力大。

图表 27: 郑糖基差和价差



资料来源: 一德期货

年度周期来看, 根据目前的判断新榨季在增产的背景下库存压力继续维持高位, 库存消费比也小幅增加, 距离下榨季数据明确时间较长, 且数据变动绝对值不大, 存在较大的不确定性。中期看, 国内产区正处于去库存的纯消费季节, 北方甜菜糖所剩无几, 南方甘蔗糖厂和制糖集团库存和资金压力不高, 且其真实消费状况好于对外

通报的情况，国产新糖压力不大，随着下半年夏季和节日消费高峰的到来产区现货有稳定的基础。压力在于外来糖源的超预期，其中包括广西 6 月底有 50 万吨临储糖到期，而且三季度已经明确的进口糖将在 7 月中旬后陆续到港，进口糖阶段性供应超预期。三季度后即将迎来新榨季，北方甜菜糖维持总体稳定，对 1 月和新榨季前半段压力不高，甘蔗糖尚未集中开榨，重点关注天气状况对下榨季产量预期的影响，其次重点需要关注的风险点在于外来糖源的变化以及国储糖出库情况。

中期来看，夏季消费高峰临近，进口糖走私糖成二三季度供应重要来源，还未解决的政策面风险和库存问题都是潜在利空，中期政策风险和去库存压力依然存在，长周期来看，熊牛过度阶段，依旧在等待风险因素的消化才能盈利趋势性行情。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel: 022-5982 0932

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678