

阶段性供强需弱价格承压 减产周期下上涨仍可期

长安期货有限公司

2020年3月

阶段性供强需弱价格承压，减产周期下上涨仍可期

对于国内糖市而言，因其原料甘蔗生长具有明显的周期性特点，糖价也延续较为明显的周期性。目前处于甘蔗减产与糖价上涨的牛市周期中，也因此肺炎疫情爆发与国内大宗商品普遍下挫的背景下，郑糖表现相对坚挺，节后开盘第一天大幅跳空低开低走并触及 5300 元/吨的近半年低点后，第二日便以涨停态势收回低开缺口；同样的，肺炎疫情席卷全球以及 OPEC+ 与俄罗斯减产协议谈崩导致大宗商品之王原油价格暴跌带动全球商品价格承压下跌的背景下，白糖也能迅速收回跌幅。对于国内糖市而言，糖价在供应的周期性与需求的季节性等规律的带动下波动。本文即从糖市的供需基本面出发，对短期以及中长期的行情进行分析，并对相应的操作建议。结论及建议仅为分析师个人观点，仅供参考！

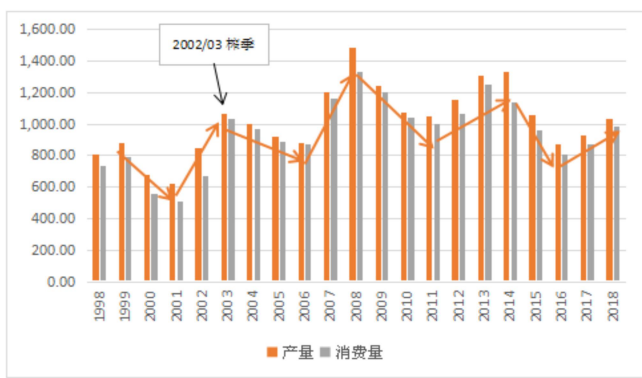
一、国内食糖供应格局分析

（一）国产糖供应--当前榨季减产为主

1、国产糖供应量降至 1000 万吨左右，减产氛围为糖价提供支撑

图：近年来我国食糖产量情况

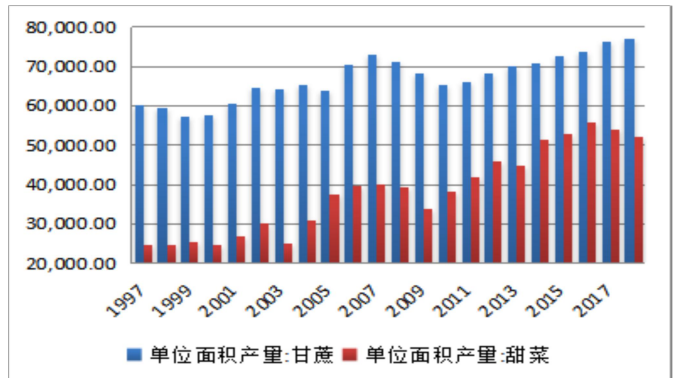
单位：万吨



资料来源：wind，长安期货

图：我国食糖单产

单位：公斤/公顷



资料来源：wind，长安期货

我国食糖生产具有非常强的周期性，大致以 5-6 年为一个生产周期，基本上是 3 年连续增产，接下来的 3 年连续减产。呈现周期性的原因主要在于糖料种植具有自然的周期性生长规律，如甘蔗种植一次，宿根可以生长 3 年；其次糖料大幅度减产或增产，导致价格的大幅

涨跌，从而影响第二年的播种面积。2016-2019 年为我国食糖生产的减产周期，以此推测 2020-2022 年间为食糖的增产周期。当前我国糖市处于 2019/20 榨季（当年 10 月-次年 1 月）糖价低迷与南方降雨天气导致甘蔗种植面积缩减、甘蔗长势欠佳等问题，引发市场减产预期，市场普遍预估我国食糖产量将降至 1000 万吨左右，而 2018/19 榨季我国市场产量为 1076 万吨。虽然减产幅度不大，但减产周期与糖价长期低迷的背景下，糖价中长期走强仍具支撑。

2、国内收榨进程加快，供应高峰来提前到来

我国的食糖原料分为甜菜和甘蔗，其中甘蔗糖占比近 90%，甜菜糖占比 10%左右；而甘蔗糖中广西产量占比 60-70%。目前，北方内蒙古、新疆等甜菜糖压榨进程已经结束，糖产量同比小幅增产 16.59 万吨至 137.48 万吨。甘蔗糖压榨高峰期每年 12 至次年 3 月。截止 3 月 9 日，国内第一大甘蔗产区广西共有 60 家糖厂收榨，同比增加 53 家，当前榨季广西共 82 家糖厂开机，目前 73%的糖厂已经收榨，预计本周还将有 8-10 家糖厂收榨。从目前的压榨情况来看，本榨季收榨进度同比往年稍快，主要由于全国范围内爆发了肺炎疫情，使得糖厂集中压榨进度提速。同时，春节过后因疫情延期复工，甘蔗砍伐与食糖压榨工作受到一定影响，这加剧了当前榨季食糖减产预期，根据市场消息广西甘蔗减产约 15%（上榨季 634 万吨），但出糖率维持高位，总产约在 580-600 万吨。

3、糖市即将开启去库存周期

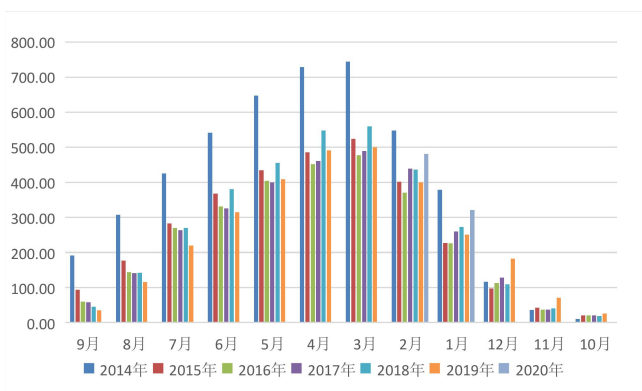
（1）新增工业库存自 3 月份后进入衰减周期

2019 年 1-9 月国内消费量同比增加导致工业库存出现同比回落的现象，2018/19 榨季结转库存低于预期，陈糖所剩不多，2019 年 9 月底我国食糖工业库存仅有 35.41 万吨，为 2011 年以来的低点；10 月份进入 2019/20 榨季，随着北方甜菜糖压榨补充市场，当月结转库存出现了回升，且 10 月份的食糖工业库存出现连续 6 年来的新高。目前南方甘蔗糖已迎来压榨高峰，甘蔗糖大量入市，库存余量逐月上涨，但由于广西超预期提前收榨，预计库存高峰期将在 2 月到来，相比往年提前 1 个月，但库存不会超过 2014 年。

目前，截止 2 月底我国新增工业库存 480.82 万吨，至此，2019/20 榨季以来新增工业库存已经连续 4 个月位居近 6 个榨季的相对高位。而随着广西甘蔗糖超预期提前收榨 7 成左右，预计 2019/20 榨季库存高峰期将在 2 月到来。目前已经进入 3 月份，随着疫情逐步控制以及消费恢复，3 月的食糖新增工业库存大概率低于 2 月份，预计从 3 月开始食糖将开启新的去库存周期。但整体而言，当前时间节点仍处于库存高位时期。

图：我国食糖新增工业库存

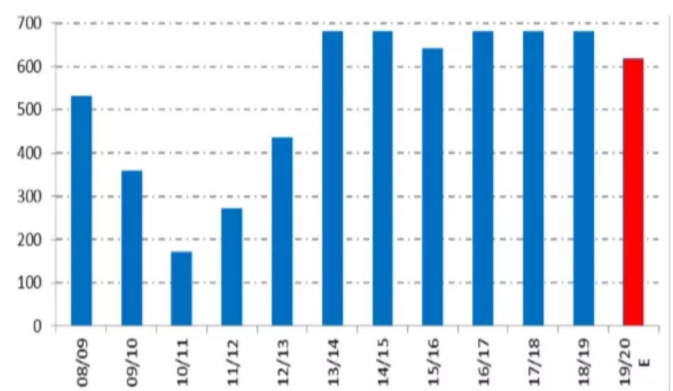
单位：万吨



资料来源：wind，长安期货

图：我国食糖国储库存

单位：万吨



资料来源：市场资源，长安期货

(2) 国储 2019/20 榨季难以落地

除了新糖的工业库存外，国家还有一部分储备库存。目前，国储库存约 700 万吨，数量较大。一般情况下，国储糖作为政策手段之一来调整国内食糖价格，同时达到调节供应与需求、使供需平衡的目的。目前，国内糖价处于上升周期，且目前供应处在相对高位，而消费处在春节过后的消费淡季，而又遭到肺炎疫情冲击，国内糖市仍表现为阶段性供强需弱的阶段。因此，上半年抛储的概率非常小。此外，一般国储抛储在新旧榨季交替，国内新陈食糖青黄不接的时期，由此预计 2019/20 榨季国储流出可能性较小，对国内糖市的影响有限。但在 2020/21 榨季之初抛储的可能性提升。

(二) 第一季度食糖进口维持低位，但中长期进口随国内需求增加而增长

进口糖数量的多少直接关系到进口政策和国际糖价（即内外价差）。

1、贸易保障关税取消概率大，进程成本或因此降低 1000 元/吨

政策方面，自加入 WTO 后我国对食糖进口实行关税配额管理，1999 年发放 160 万吨，以后每 5 年增加 5%，2004 年配额增长到 194.5 万吨，此后一直延续至今。配额外进口糖流入后属于自由贸易，企业完全按照市场化原则进口和销售，配额外近年 150 万吨的量。关税方面，2004 年配额内进口关税统一降低为 15%，配额外进口关税降低到 50%。2017 年为降低外糖价格对国内糖价的冲击、稳定糖价，采取 3 年的贸易保障关税。配额内 15% 关税进口糖的配额长期额度都是 194.5 万吨，配额外即需要在 50% 关税的基础上加上相应的保护性关税（2017.5.22-2018.5.21 加 45%，2018.5.22-2019.5.21 加 40%，2019.5.22-2020.5.21 加 35%）。2020 年 5 月 21 日之前是实行贸易保护关税的最后一段时间，而市场盛传配额外进口关税由 85% 恢复到 50% 是大概率事件。若属实，进口糖成本将降低 1000 元/吨左右。

2、国际糖价趋势性账上将对冲掉关税下调带来的成本降低

从目前国际糖价来看，外盘在全球“疫情”影响及雷亚尔不断贬值创出新低，且原油市场不景气，导致市场预期巴西中南部 2020/21 榨季开榨后糖醇比提高，全球市场供给量增加（甘蔗除了榨糖之外，还可以制作乙醇，国际上巴西等乙醇生产大国，均以甘蔗为原料制造生物燃料乙醇，作为汽油的代替）；也因此，基金从 2 月底开始不断减持多头头寸，导致 ICE 原糖不顾国际减产大环境下任性下跌至 12.5 美分一线。而这将直接导致我国食糖进口成本大幅下降，配额外进口利润空间在 600 元/吨以上，配额外利润在 2400 元/吨左右。

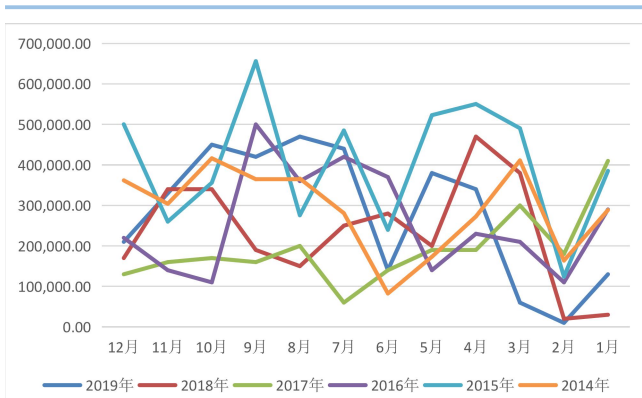
但是，考虑到国际肺炎疫情爆发期，全球经济与国际贸易均受到一定的影响，短期内原糖价格或在 12.5-13 美分/磅的区间徘徊。而食糖作为调味品，也是一项生活必需品，预计肺炎疫情的冲击不会像其他消费品和工业品受到的冲击程度大，其刚性需求基本是固定的或者波动不大。行业多年来的数据显示，基本没有哪一年食糖消费有明显萎缩的。同时，原油价格虽然短期内暴跌，但 OPEC+ 与俄罗斯最终回到谈判桌上的概率仍较大，油价低位后短期或面临修复，对糖厂中长期制定甘蔗制乙醇与制糖的比例影响不大。另外一点是，国际各主产国，尤其是印度与泰国本年度的减产使得全球食糖供需缺口预估上调至 1000 万吨以上，也就是说在国际糖市的减产与去库存周期中，中长期糖价仍随泰国与印度两个主产国的减产兑现的进程走，国际糖市认可乐观对待。

3、减产背景下，我国食糖进口稳中有增

基于国际糖价中长期继续回升至 15 美分的概率较大以及我国贸易保障关税取消、配额外关税回归 50% 的考虑，国际糖价的回升基本能够对冲掉关税降低带来的进口成本的降低。而在国际长期上涨的趋势下，进口成本随着时间的推移将继续增加，叠加国内减产的推动，对外需求将会增加，预计 2020 年我国食糖进口将回升至 400 万吨的水平，同比增加约 60 万吨。

图：我国食糖新增工业库存

单位：万吨



图：糖价与配额外关税下价格换算

单位：美分/磅、元/吨

	85%	50%巴西	50%泰国
13	5464	4497	4674
13.5	5639	4639	4816
14	5815	4781	4958
14.5	5990	4923	5101
15	6165	5065	5243
15.5	6340	5207	5385
16	6516	5349	5527

资料来源：wind，长安期货

资料来源：长安期货

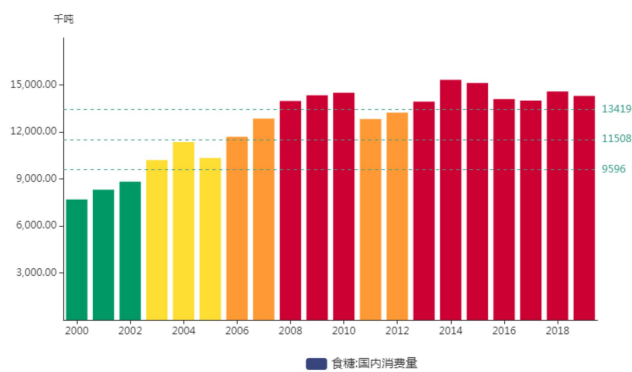
二、国内需求分析

（一）需求量稳定在 1500 万吨左右，消费季节性特征明显

国食糖消费量稳定在 1500 万吨左右的水平，2019/20 榨季供应预计为 1000 万吨，进口预估为 400 万吨，姑且考虑 2020/21 榨季有抛储且抛储量预计在 40-60 万吨上下，其余由走私糖补足。对于 2019/20 榨季来说，供需基本处于平衡状态。

一般情况下，我国食糖有一定的销售规律，国内传统节日食糖消费较好，中秋、春节、国庆等都是传统的消费旺季；此外，温度也是决定食糖消费量的一大因素，一般来说夏季是饮料等含糖食品消费旺季，而其对糖的需求较大，也因此夏季食糖的消费量比其他时间要好一些。

图：我国食糖新增工业库存 单位：万吨



资料来源：wind，长安期货

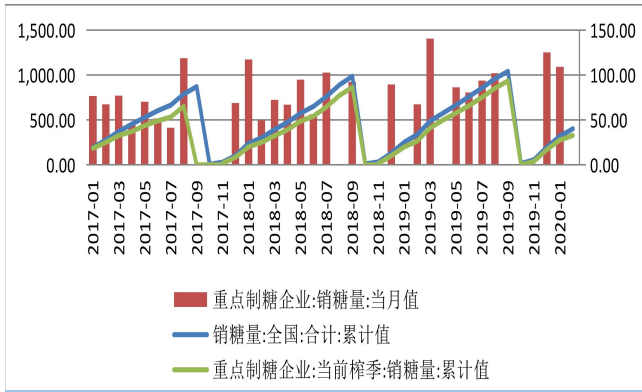
（二）疫情一定程度上削弱消费，但食糖销售数据相对坚挺

2019 年，由于进口缩量、走私严控，国产糖销售同比大增约 60 万吨。2020 年虽然在疫情的影响下大宗商品消费受到一定的限制，尤其是 2 月份，由于各省采取比较严格的疫情管理措施，如居家隔离、封城封路以及后期的延期复工等举措，商品受到的冲击较为明显。但从 2 月份食糖产销数据来看，2019/20 榨季截止 2 月底我国累计销售食糖 401 万多吨，同比增加 64 万吨，累计销糖率为 45.42%，同比基本持稳。从广西的产销数据来看，该省截止 2 月底累计销糖 246 万吨，同比增加 64 万吨左右，产销率 42.86%，同比增加 0.47%；2 月单月产糖 159.2 万吨，同比增加 12.9 万吨，销糖 44.6 万吨，同比减少 4.5 万吨。整体来看，食糖的销售受到了一定的影响，销区销量不好是事实，但是 2 月份的销售数据相对来说较为坚

挺。由于目前终端库存大体消化，后期随着需求复苏，终端补库需求预计比去年同期有所增长。因此，食糖作为生活必需品之一，相对于其他工业品来说，受到的影响较为有限。

图：我国食糖消费情况

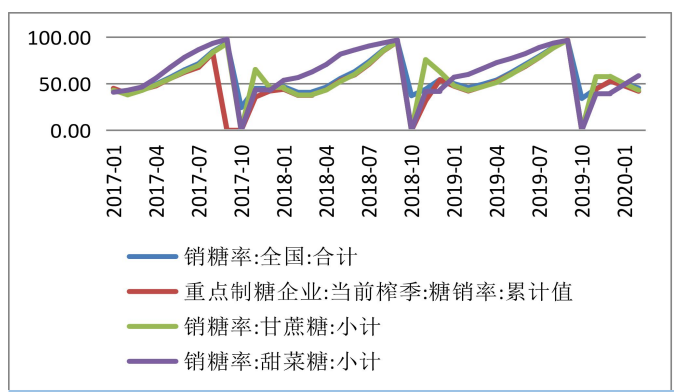
单位：万吨



资料来源：wind，长安期货

图：我国食糖产销率走势图

单位：%



资料来源：wind，长安期货

三、供需总结与行情判断

整体来看，国际糖市短期在肺炎疫情影响下出现大幅回落（自 15 美分一线的高点跌至 12.5 美分一线），但对于 2019/20 榨季来说，国际糖市仍处在减产周期中，尤其是泰国与印度因干旱天气的影响导致的产量超预期下跌，引发全球食糖供需缺口上调至 1000 万吨以上，为全球糖市提供了较好的氛围，预计榨季后半段仍将能回归并上破 15 美分。

对于国内糖市而言，目前处于国内新增工业库存高峰期与消费淡季供强需弱的背景下，糖价上涨面临一定的压力。不过，在减产与牛市周期的背景下，即使国内外疫情爆发对国内外大宗商品造成冲击，但糖价表现也相对坚挺，预计后期遇见趋势性行情的概率较大，建议投资者回调做多为主要思路进行中长线投资。

对于短线投资者来说，需要关注：

（一）中短期行情以震荡为主要运行方式。由于目前处于供应高峰，叠加消费一定程度上被疫情削弱，供强需弱的格局较为明显，郑糖将承压运行，对于 2005 合约压力位在 5800 元/吨一线。但食糖成本价在 5300-5500 元/吨之间，对郑糖盘面形成较强的支撑。因此，在没有外围因素影响下，郑糖或进入区间震荡状态，上下沿参考 5600-5800 元/吨。

（二）5 月前将公布我国食糖贸易保护关税是否延期。目前市场普遍认为不再延期，预期较为悲观，预计后期进口食糖成本大概率下跌，也一定程度上反应在盘面上。若与预期不符，届时糖价或将出现一定的反弹，回吐前期悲观预期。

四、供需总结与行情判断

- 1、基于短期行情的判断，投资者可以参考区间 5600-5800 元/吨进行短线操作，高抛低吸为主。
- 2、对于中长线投资者来看可逢低位分批建立趋势性多单，并关注主力合约持仓及变动情况，调整持仓或移仓换月。

长安期货有限公司 投资咨询部

2020 年 3 月

长安期货各分支机构

公司总部

地 址：西安市浐灞生态区浐灞大道 1 号浐灞商务中心二期四层
电 话：029-83597668
传 真：0535-6957657

山东分公司

地 址：山东省烟台市经济技术开发区珠江路 10 号
电 话：0535-6957657
传 真：0535-6957657

江苏分公司

地 址：常州市新北区高新科技园 3 号楼 B 座 307
电 话：0519-85185598
传 真：0519-85185598

福建分公司

地 址：福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号新景中心 B 栋 1007-1008 室
电 话：0592-2231963
传 真：0592-2231963

西安和平路营业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206088 029-87206178
传 真：029-87206165

郑州营业部

地 址：郑州市郑东新区商务外环 30 号期货大厦 1302 室
电 话：0371-86676963
传 真：0371-86676962

汉中营业部

地 址：汉中市汉台区东一环路北段康桥枫景一期三层
电 话：0916-2520085
传 真：0916-2520095

西安凤城一路营业部

地 址：西安市凤城一路利君 V 时代 A 座 1904
电 话：029-87323533 029-87323539
传 真：029-87323539

延安营业部

地 址：延安市宝塔区中心街治平商务大厦 10 层 1002 室
电 话：0911-8887040
传 真：0911-8887040

宝鸡营业部

地 址：宝鸡市渭滨区经二路 155 号国恒金贸大酒店 21 层
电 话：0917-3536626
传 真：0917-3535371

金融事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206171
传 真：029-87206163

上海营业部

地 址：上海市杨浦区大连路宝地广场 A 座 1605
电 话：021-60146928
传 真：021-60146926

能源化工事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206172
传 真：029-87206165

农产品事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206176
传 真：029-87206176

免责声明

此报告中版权属长安期货有限公司。未经长安期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为长安期货有限公司的商标、服务标记及标记。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用。

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。长安期货力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证。此报告并不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，长安期货有限公司不就报告中的内容或对最终操作建议做出任何担保，投资者若依据本报告做出的投资决策及结果由其本人承担，长安期货有限公司及本报告作者不就投资者的投资决策或是结果承担任何责任。

投资者对于本报告中的投资建议需要做独立审慎的判断，期市有风险，投资需谨慎。