

兴证期货·研发中心

2019年12月20日 星期五

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

黄维

从业资格编号：F3015232

投资咨询编号：Z0013331

联系人

黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

今年国内糖价震荡上涨，上涨的主要原因是国内库存较低，现货报价较为坚挺。糖厂库存较低有两个方面的原因，第一是今年广西糖厂加快了销售节奏；第二是今年非正规进口糖数量明显减少，国产糖销量增加。

在盘面价格上涨到相对高位之后，市场的交易逻辑转向新榨季的供需。如果新榨季国内没有超预期减产的话，国内供需可能处在相对平衡的位置，不过关税政策和国储政策仍然构成潜在的利空。广西甘蔗价格改革后，广西的种植面积可能长期维持在一个较高的水平，国内供应没有出现明显的缺口，糖价缺乏走牛的基础。

目前政策端仍有一些利空预期需要释放，如甘蔗价格改革、关税政策、抛储。在这些利空预期落地后，国内糖市可能会出现比较好的投资机会。

1. 2019 年行情回顾

2019 年国内食糖价格震荡上行。年初期货主力合约的价格一度跌到 4664 元/吨，但由于市场预期减产周期到来，期货价格止跌回升。4 月初，广西宣布对甘蔗价格进行改革，甘蔗价格由政府定价改为订单农业。5 月份有消息称 2020 年配额外关税可能恢复为 50%，盘面一度出现大幅下跌。但由于今年广西糖厂销售节奏较快，且走私糖入境数量明显减少，国产糖销量增加，基本面利好使得食糖价格震荡上行。三四季度国内食糖工业库存同比显著降低，国内食糖现货价格坚挺，基差较高，带动盘面价格上涨。新榨季开始后，由于今年广西糖厂开榨时间提早，盘面有所回落。总的来看，今年白糖价格呈现出震荡上涨的格局，期货主力价格从最低 4664 点，最高上涨至 5800 点，涨幅达 24.3%。

国外方面，美糖期货价格重心上移。虽然 2018/19 榨季印度、泰国的食糖产量都创下历史新高，但是新榨季两国的种植面积都有所减少。另外今年雨季降雨偏晚，可能会对甘蔗的生长产生一定的影响，因此明年的食糖产量将从高点回落，美糖价格止跌企稳。不过由于目前印度、泰国、巴西的食糖库存都处于历史最高位，而且目前来看足以覆盖明年减产可能产生的缺口，因此美糖的上涨空间仍然没有打开，糖价在震荡区间的上方运行。

图 1：郑糖指数

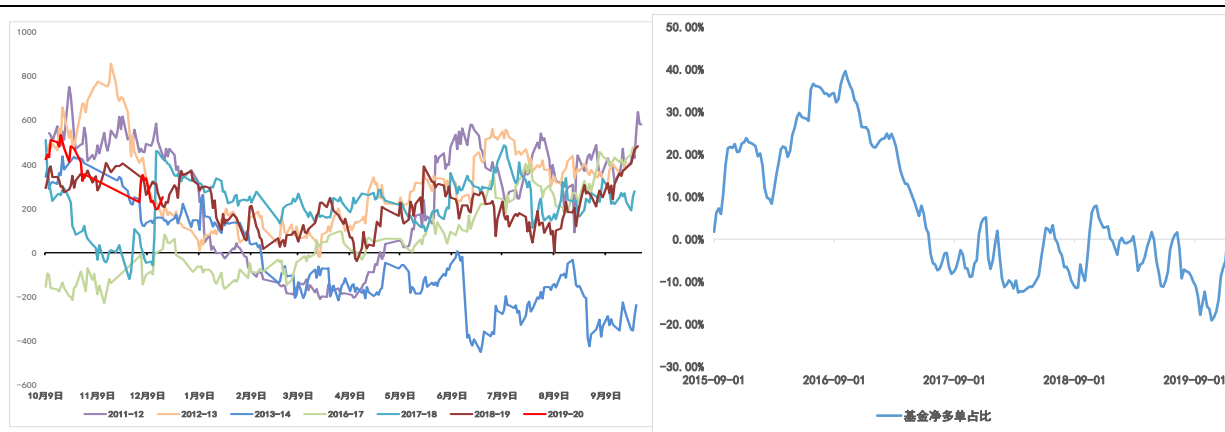
图 2：ICE11 号糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：郑糖基差（柳州现货-郑糖）

图 4：ICE11 号糖基金净多单占比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 2020 年国外行情展望

2.1 巴西基本面偏中性，关注乙醇新政

2019/20 榨季截至 12 月 1 日，巴西中南部主产区累计产糖 2640.9 万吨，同比增加 2.22%；累计压榨甘蔗 5.7525 亿吨，同比增加 5.16%；累计乙醇产量为 317.26 亿公升，同比增加 8.56%；累计甘蔗制糖比为 34.61%，去年同期为 35.67%。

美国农业部发布的报告显示，2019/20 榨季巴西的甘蔗压榨量可能达到 6.35 亿吨，同比增加 1.28%，主要原因是今年的天气情况比较理想。其中巴西中南部主产区的甘蔗压榨量可能达到 5.85 亿吨，同比增加 2.09%。巴西的甘蔗种植面积稳定在 840 万公顷左右；美国农业部预计 2019/20 榨季巴西的甘蔗单产为 68 吨/公顷，同比增加 4%，主要原因是今年的天气条件有利于甘蔗生长，且巴西的甘蔗管理较好；预计甘蔗含糖率为 135.3 千克/吨蔗，上一榨季为 137.52 千克/吨蔗。

本榨季巴西的甘蔗制糖比再创历史新低，截至 12 月 1 日的累计制糖比为 34.61%，创下历史新低，11 月下半月的甘蔗制糖比甚至只有 23.06%。主要原因是今年巴西的乙醇价格相对于汽油价格仍然处在比较低的位置，消费者有动力使用更多的乙醇，因此巴西的乙醇需求一直维持在比较高的水平。2019/20 榨季截至到 11 月底巴西乙醇总销量为 2317.2 万立方米，同比增加 12.09%，其中无水乙醇销量为 695.5 万立方米，同比增加 9.96%；含水乙醇销量为 1621.6 万立方米，同比增加 13.05%。

图 5：巴西中南部双周产糖量

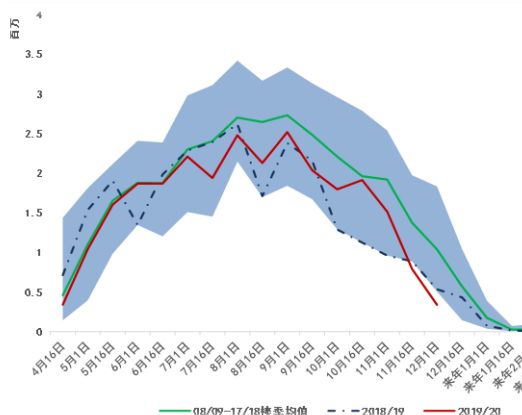
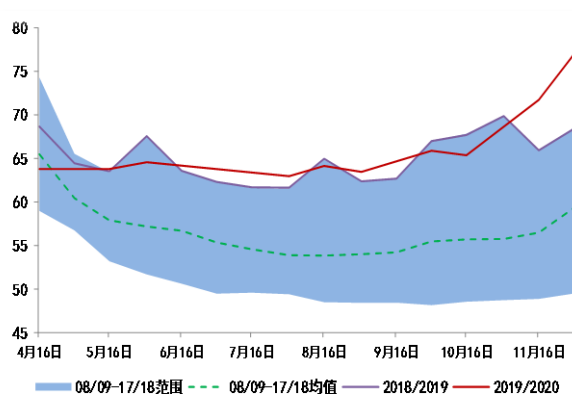


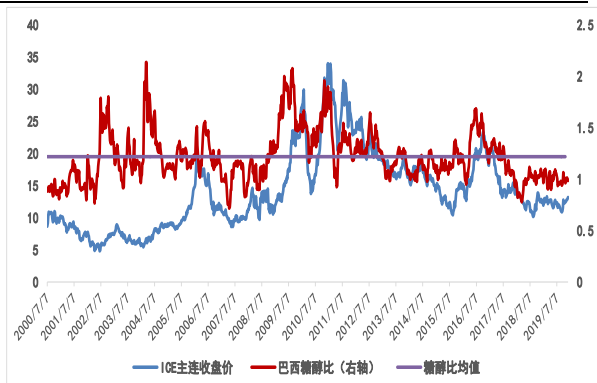
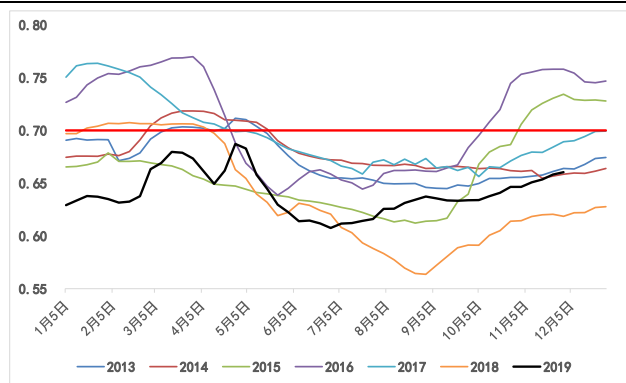
图 6：巴西中南部地区甘蔗制乙醇比



数据来源：巴西农业部，兴证期货研发部

图 7：巴西中南部乙醇汽油比

图 8：巴西乙醇折糖比价与美糖期货价格

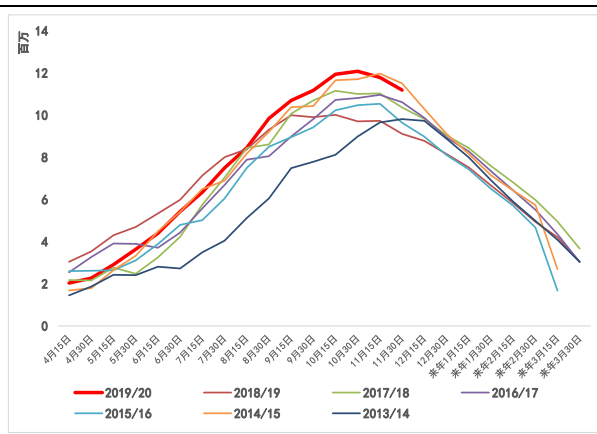
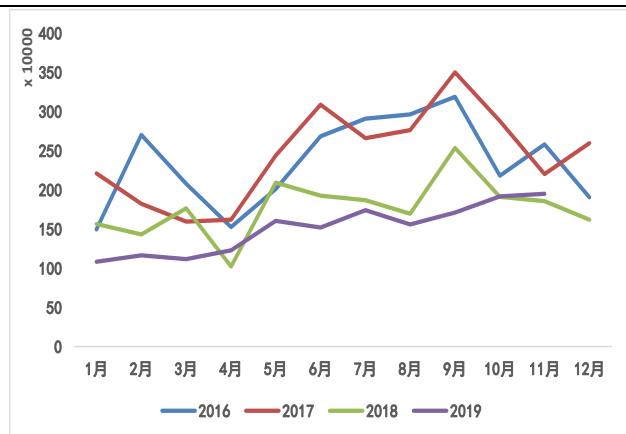


数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

出口方面，2019年截至11月底，巴西累计出口食糖1660万吨，同比减少18.59%。主要原因是国际糖价低迷，出口食糖的经济效益低于国内销售及生产乙醇。出口低迷导致巴西国内食糖库存积压，截至11月30日，巴西国内食糖库存为1119万吨，同比增加22.83%。

图9：巴西食糖出口量（吨）

图10：巴西食糖库存（吨）



数据来源：巴西农业部，兴证期货研发部

另外，巴西将于2020年开始实施新的国家乙醇计划“Renovabio”。该计划的主要内容包括三个方面：第一，制定为期十年的二氧化碳减排计划；第二，通过生物燃料减少二氧化碳排放的有效性来对生物燃料进行品质认定；第三，建立一个二氧化碳的信用证交易市场（CBIO）。总的来看，该计划的主要内容是制定一个具体的二氧化碳减排计划，为了完成这个计划，传统能源的生产企业需要在交易市场上交易对应的二氧化碳信用证，而这些信用证需要由生产生物能源的企业来提供。表一列出了由巴西官方机构给出的二氧化碳减排计划，其中1CBIO对应1吨使用生物能源而非石化能源所少排放的二氧化碳。

表一：巴西政府规定的年度CBIO（百万）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
目标	16.8	28.7	41	49.8	59.6	66.9	73.3	79.5	85.1	90.1	95.5
最低	-	-	36.5	45.3	55.1	62.4	68.8	75	80.6	85.6	91
最高	-	-	45.5	54.3	64.1	71.4	77.8	84	89.6	94.6	100

数据来源：CNPE，兴证期货研发部

目前来看，我们认为短期内该政策对巴西甘蔗乙醇行业的影响有限。主要原因是巴西甘蔗

乙醇行业最重要的几个影响因素没有发生改变：第一是乙醇换兑比例，目前巴西政府规定的汽油中的乙醇换兑比例仍然为 27%；第二是对乙醇和汽油的税收没有发生改变；第三是巴西的乙醇进口政策没有发生改变，目前的政策仍然是 6 亿升的配额，配额外征收 20% 关税。因此从短期看，我们认为巴西的甘蔗乙醇市场可能不会发生太大的改变。长期看，巴西的乙醇需求可能会稳定在一个比较高的水平。总的来看，巴西实施乙醇新政后，新榨季巴西的甘蔗制乙醇比例、乙醇的生产和需求是市场关注的重点。

2.2 2019/20 印度产量或下降，但库存高，出口压力大

美国农业部预计，2019/20 榨季，印度食糖产量将同比下降 14.6% 至 2930 万吨，主要原因是种植面积减少以及出糖率降低。预计马邦和卡纳塔克邦的减产幅度分别达到 41% 和 12%，北方邦预计小幅增产。预计新榨季的甘蔗种植面积为 520 万公顷，甘蔗产量为 3.7 亿吨，同比下降 8%；预计单产为 70.5 吨/公顷，同比降低 2.62%，五年均值为 73 吨/公顷。

预计 2019/20 榨季印度的期末库存为 1490 万吨，同比减少 15%。印度计划本榨季出口 500 万吨糖，实际出口 368 万吨。如果按照美国农业部估计的 2930 万吨产量，以及 2850 万吨的年消费量和正常的结转库存，并且考虑到于 2020 年 7 月到期的 300 万吨临储，新榨季印度仍然面临着约 750 万吨的供应过剩。因此 2019/20 榨季，印度政府计划为 600 万吨糖提供每吨 10448 卢布的补贴。美国农业部预计印度新榨季实际出口量可能为 400 万吨。

从最新的生产数据来看，据报道，2019/20 榨季截至 11 月 30 日，印度累计产糖 188.5 万吨，同比下降 53.67%，截至 11 月底共有 279 家糖厂开榨，同比减少 139 家。其中北方邦已有 111 家糖厂开榨，产糖 108.1 万吨，去年同期 105 家糖厂开榨，产糖 91.4 万吨。本榨季马邦开榨时间延迟至 11 月 22 日，截至 11 月 30 日已有 43 家糖厂开榨，同比减少 132 家，已产糖 6.7 万吨，去年同期为 188.9 万吨。卡纳塔克邦已有 61 家糖厂开榨，产糖 52.1 万吨，去年同期 63 家，产糖 84 万吨。

图 11：印度甘蔗及其竞争作物收购价

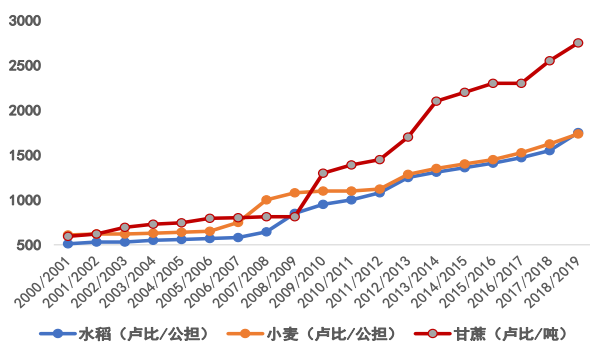
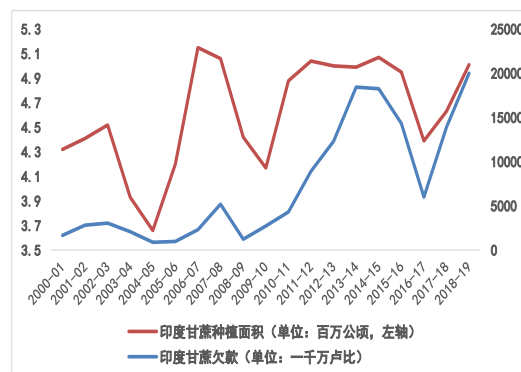


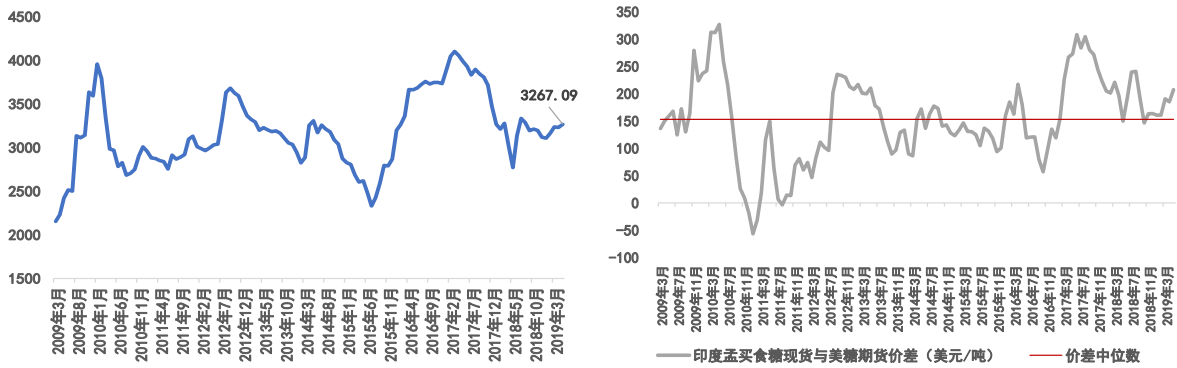
图 12：印度甘蔗欠款及甘蔗种植面积



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

图 13：印度孟买食糖现货价格 (卢比/吨)

图 14：印度现货与美糖期货价差 (美元/吨)



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

2.3 2019/20 泰国产量或小幅下降

美国农业部预计，2019/20 榨季，泰国甘蔗产量将下降 6%，主要原因是种植面积以及单产的下降，食糖产量将下降 7% 至 1350 万吨。预计 2019/20 榨季，泰国食糖出口量为 1050 万吨，其中预计出口原糖 650 万吨。

近两个榨季泰国的甘蔗与食糖产量处于历史高位，除了天气情况较好之外，种植面积增加是主要原因。2017/18 榨季开始，泰国甘蔗种植面积开始显著增加，主要原因是甘蔗的价格相对于木薯的价格开始走高，种植甘蔗的经济效益更高，因此原本种植木薯的农民开始改种甘蔗。同时泰国东北部糖厂开始提高压榨能力，鼓励农民扩大甘蔗种植面积。2017/18 榨季东北部甘蔗产量同比增加了近 30%。2017 年甘蔗的农场交货价格增长了 28%，同时木薯的价格持续下跌。甘蔗种植收益的上升是泰国食糖产量增加的重要原因。但是本榨季泰国甘蔗价格显著下跌，因此我们认为甘蔗收购价下跌以及木薯收购价上升可能会激励农民减少甘蔗种植面积，2019/20 榨季泰国食糖产量或小幅下降。

图 15：泰国甘蔗收购价与木薯收购价

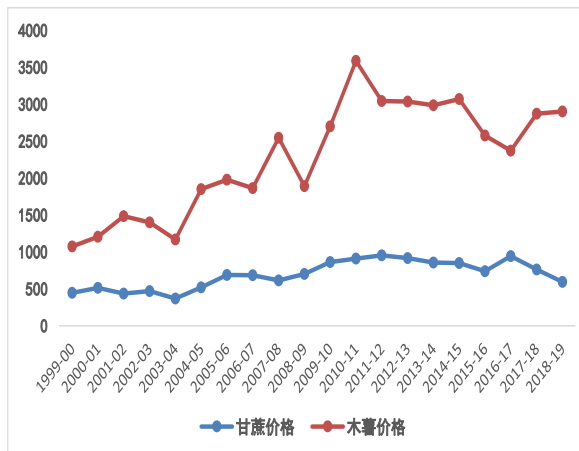
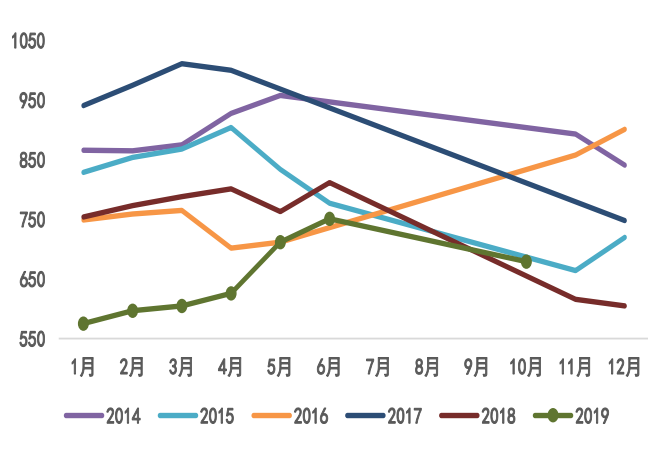


图 16：泰国甘蔗收购价 (泰铢/吨)



数据来源：泰国农业部，兴证期货研发部

2.4 国外基本面小结

我们认为外盘利空相对出尽，预计明年泰国、印度的种植面积、产量减少。但是由于泰国、印度雨季降雨较好，因此产量可能不会大幅减少。巴西今年的醇油比依然处于低位，糖醇比处于平均水平，因此糖厂可能会继续维持较低的制糖比例。总的来看，虽然明年泰国与印度的产量可能会小幅减少，但是目前库存处于历史高位，在缺乏实质性利多的情况下，外盘可能会维持震荡。

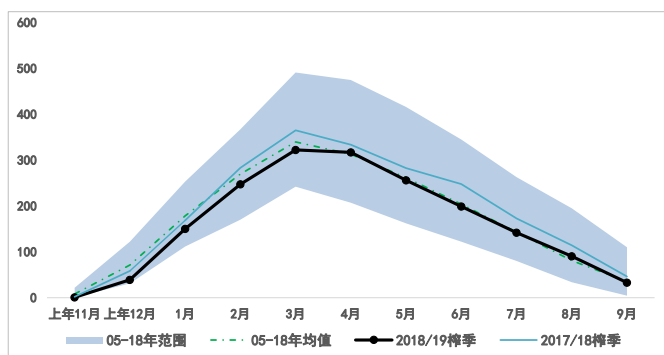
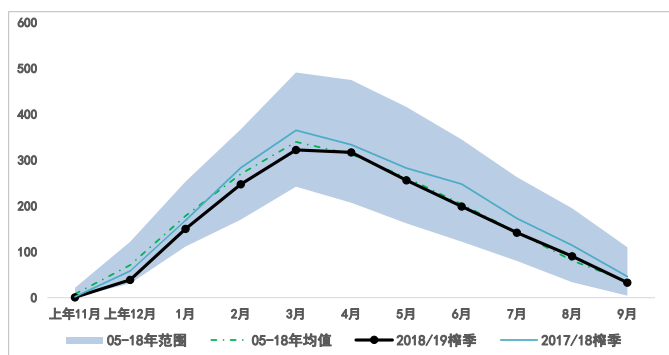
3. 2020 年国内行情展望

3.1 18/19 产销利多，库存同比偏低

截至到9月底，18/19 榨季广西累计销售食糖 601.3 万吨，同比增加 44.9 万吨，产销率 94.09%，同比提高 1.75 个百分点；工业库存 32.7 万吨，同比减少 13.4 万吨。18/19 榨季截至 9 月底，云南累计销售食糖 189.44 万吨，同比增加 9.24 万吨；工业库存 18.57 万吨，产销率 91.07%，去年同期 87.11%。截至 9 月底，2018/19 榨季全国共销售食糖 1040.63 万吨，同比增加 5.55%，累计销糖率 96.71%，去年同期 95.62%。其中销售甘蔗糖 913.52 万吨，同比增加 4.47%，销糖率 96.72%，去年同期 95.45%；销售甜菜糖 127.11 万吨，同比增加 14.03%，销糖率 96.63%，去年同期 96.96%。

图 17: 广西食糖销量 (万吨)

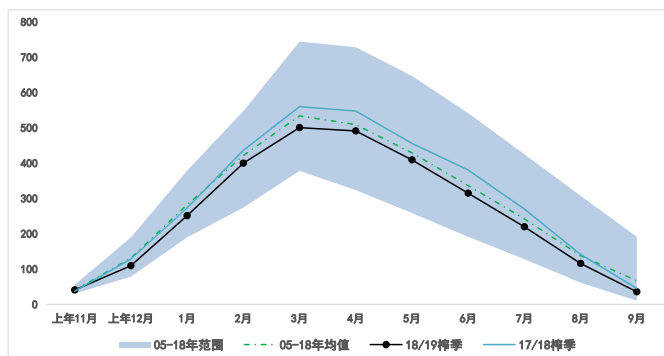
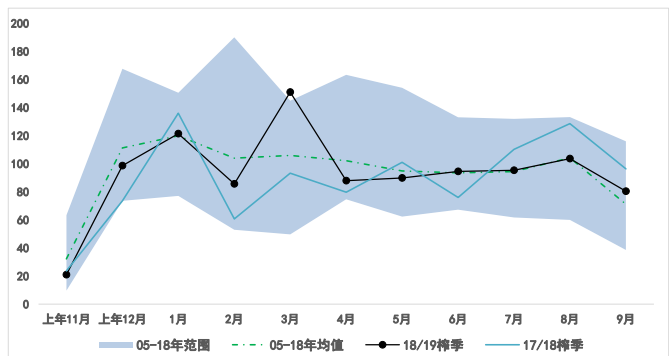
图 18: 广西食糖工业库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: 全国食糖销量 (万吨)

图 20: 全国食糖工业库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 18/19 榨季进口同比增加，非正规进口明显减少

2018/19 榨季截至 9 月底，我国共进口食糖 324 万吨，同比增加 33.3%。从分月进口量来看，今年的进口主要集中在下半年，这主要是由于 5 月份之后关税由 90% 下调至 85%，另外今年的进口配额发放的也比较晚。从进口利润看，今年国内糖价逐步上涨而外盘基本维持震荡，因此今年进口糖的利润逐步走高。特别是在三季度的时候，国内由于库存较低，现货价格维持在比较高的位置，进口利润达到最高点。随着新糖逐渐上市，国内糖价回落，另外近期美糖走势较强，内外价差快速收窄。值得注意的是，如果明年配额外进口利润由 85% 下调至 50% 的话，按照目前的内外盘价格，配额外的进口利润将达到 1100 元/吨左右，处于历史上比较高的位置。

另外，印度、泰国发往我国周边国家的食糖数量明显减少，因此今年我国的非正规进口食糖数量明显下降。非正规进口糖数量的减少，导致国产糖销量增加，这是支持今年国内糖价走高的重要原因。

图 21：我国食糖进口量（吨）

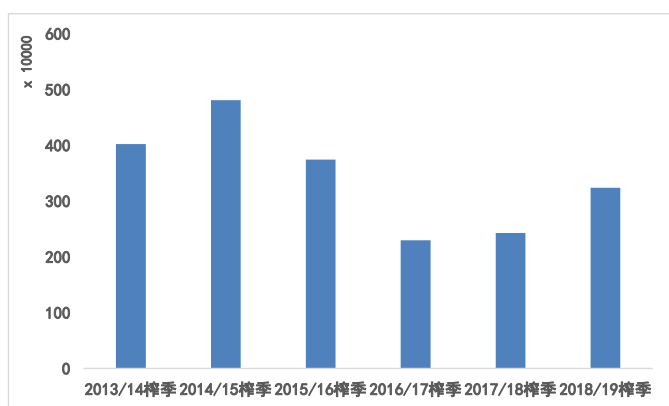
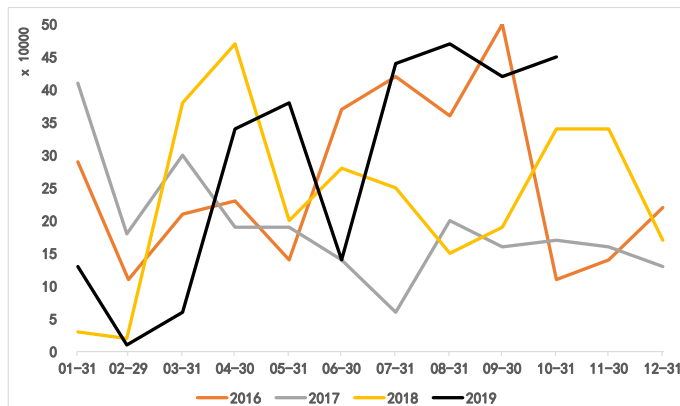


图 22：我国食糖分月进口量（吨）

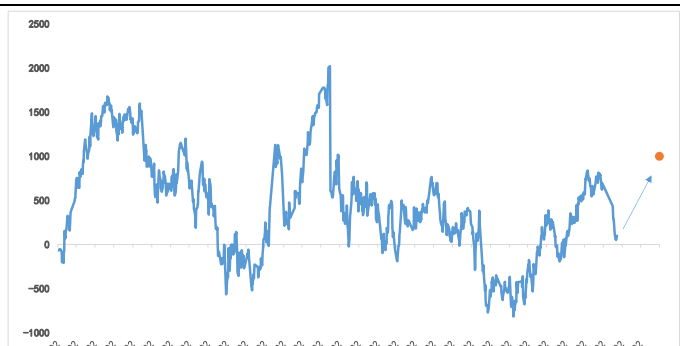


数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：国内食糖现货价格与配额外进口成本



图 24：我国配额外食糖进口利润



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 2019/20 榨季产量或持平，供需受政策影响较大

美国农业部报告预计 2019/20 榨季全国产量为 1085 万吨，较 18/19 榨季小幅增加 10 万吨。预计国内甘蔗糖产量为 940 万吨，与本榨季基本持平。由于广西新榨季的甘蔗收购价格依然较高，广西的甘蔗种植面积预计与本榨季基本持平。云南新榨季种植面积也基本持平，但是前期云南出现了干旱，可能会对产量造成一定的影响。新榨季广东的甘蔗收购价将从 400 元下降至 390 元，广东的甘蔗种植面积有所下调。

甜菜糖方面，预计甜菜糖同比增产 15 万吨至 145 万吨，增产的主要地区在内蒙古，2018 年内蒙有 6 家新糖厂投入运营，内蒙的甜菜糖厂数量增加至 14 家。2018/19 榨季内蒙的甜菜收购价为 530 元/吨，预计 2019/20 的收购价为 520 元/吨。

中糖协预计全国产糖量为 1050 万吨，同比减少 2.42%，其中广西产糖 630 万吨，同比略减 0.63%，云南产糖 188 万吨，同比减少 9.62%。云南产量下降的主要原因是今年云南比较干旱，从历史降雨情况来看，今年的干旱和 2009，2010 年比较类似。按照 09/10 榨季的单产 3.8，0.12 的出糖率和 421 万亩的种植面积计算，预计云南新榨季的产糖量在 191 万吨左右，与糖协预估的相差不大。

广西方面，今年的种植面积维持在 1140 万亩左右，同比略减 1.72%，产量的关键在于单产和出糖率。今年 7 月份之后广西出现了一定程度的干旱，市场预期广西中南部主产区的单产会出现一定程度的下降。但今年上半年，特别是雨季时的降雨比较充分，因此影响可能不大。另一方面，截止到 11 月底，广西的出糖率同比提升两个百分点左右。

从供需平衡表来看，由于预计下榨季国内产量基本持平，因此下榨季的供需情况受外部因素影响较大，主要受外盘和政策的影响。从下榨季的供需情况看，由于近期泰国发往缅甸、台湾、柬埔寨的精制糖出口数量同比减少，因此我们调减了走私的预估值。进口方面，虽然目前市场对国家放宽配额内外进口数量的预期比较强，但是目前仍没有官方消息传出，因此我们预估下榨季的总进口量与本榨季基本持平。最大的不确定性在抛储，18/19 榨季国家没有抛储，但是今年广西进行了甘蔗价格的市场化改革，预计抛储也是整体改革方案的一部分，如果后期糖价持稳或继续反弹的话，国储出库的概率较大。如果国储出库量相对较少，则下榨季的供需可能与本榨季相当，但如果国储出库数量较多，则国内可能会出现供大于求的情况。

表二：国内供需平衡表

	16/17	17/18	18/19	19/20*	19/20**
期初工业库存	60	58	45	35	35
国储	730	770	810	800	700
产量	929	1031	1076	1050	1050
进口	190	203	284	284	284
走私	220	220	100	100	100
出口	12	19	18	18	18
抛储	136	0	0	50	150
收储	0	0	0	0	0
实际供应	1535	1512	1505	1519	1619
需求	1512	1519	1518	1518	1518
库存增减	23	-7	-13	1	101

数据来源：兴证期货研发部

3.4 后续可能会有新的政策出台，中期影响偏空

食糖产业的政策改革属于我国粮食流通体制改革的一部分，从历史上的经验来看，后续还会有改革政策继续落地。我国的粮食流通体制，从建国后的统购统销，到 1980 年代的改革开放，到 2004 年的最低收购价。2008 年金融危机，全球大宗商品暴跌。考虑到玉米、大豆、棉花、白糖等种植户规模庞大，为了保护农民利益，国家开始实行临时收储政策。收储政策使得国内农产品价格长期高于国外，农产品库存积压。

2014 年一号文件首次提出棉花、大豆价格直补，揭开了粮食收储政策改革的序幕。2014 年大豆、棉花不再收储，启动直补试点。2014 年首次启动新疆棉花、东北和内蒙古大豆目标价格补贴试点。大豆、棉花价格由供求决定，政府不干预。当一定时间市场平均价格低于目标价格，国家将价差补贴给生产者，保证农民利益，当市场价格较高时，不发放补贴。取消收储后，国家开始大量抛储。2015 年，国家首次下调玉米临储收购价格，紧接着在 2016 年，玉米临储收购被正式取消。

2008 年实行临时收储政策的品种当中，目前只有白糖仍然没有取消收储政策。今年广西进行了甘蔗价格的市场化改革，表明食糖产业的政策改革也拉开了序幕。从棉花、玉米等品种的经验来看，后期食糖取消临储政策，国储糖出库是大概率事件。如果国储陆续出库的话，从中期来看会对国内糖价产生较大冲击。不过从长期看，抛储对产业是有利的。

另外一个政策的焦点是直补。玉米、棉花价格的市场化改革都有直补，但是今年广西的甘蔗价格改革并没有直补。这可能是由于政府认为国内糖价将进入三年的牛市，因此目前出台直补政策的意义不大。这给糖厂带来了较大的压力，糖价在经过两年多的下跌后，大多数糖厂都到了破产的边缘。但是如果后期糖价不能进入牛市的话，一些成本较高的糖厂可能会退出市场，

国内食糖产业将面临洗牌。另一方面，改革后甘蔗价格的决定机制还是存在一些不合理性，糖价与甘蔗价格的联系比改革前反而更弱了。如果后期能够出台直补政策，同时加强甘蔗价格的市场化，可能有利于产业的发展。因此对于食糖产业的发展来说，最重要的是甘蔗价格的定价机制能否继续进行市场化改革。

总的来看，食糖产业的改革政策还会继续出台，抛储、直补等都大概率会落地。从中期来看，这些政策都是偏利空的，会对产业和糖价产生冲击。但是从长期看，改革对于产业是有利的。未来需要关注的政策重点是甘蔗价格的定价机制能否继续进行市场化改革。

3.5 国内基本面小结

今年国内糖价震荡上涨，上涨的主要原因是国内库存较低，现货报价较为坚挺。糖厂库存较低有两个方面的原因，第一是今年广西糖厂加快了销售节奏；第二是今年非正规进口糖数量明显减少，国产糖销量增加。

在盘面价格上涨到相对高位之后，市场的交易逻辑转向新榨季的供需。如果新榨季国内没有超预期减产的话，国内供需可能处在相对平衡的位置。不过关税政策和国储政策仍然构成潜在的利空。广西甘蔗价格改革后，广西的种植面积可能长期维持在一个较高的水平，国内供应没有出现明显的缺口，糖价缺乏走牛的基础。

目前政策端仍有一些利空预期需要释放，如甘蔗价格改革、关税政策、抛储。这些利空预期落地后，国内糖市可能会出现比较好的投资机会。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。