



中粮期货有限公司
中粮集团成员企业

中粮期货 增您所托⁺
WE GROW WHAT YOU ENTRUST

白糖年报：供应压力仍在，价格底部震荡

国际篇

2019/01/03

白糖

研究院

报告要点

- 2017/18 榨季全球市场大幅增产，糖价跌破 2014/15 榨季低位，最低跌至 9.91 美分/磅。2018/19 榨季，在全球供需格局逐渐好转的预期下，预计糖价也将逐渐企稳。展望更远的 2019/20 榨季，由于印度、欧盟、泰国等北半球国家的减产预期，市场普遍预计全球将进入缺口年份。因此，我们判断 2019 年将是国际糖价从熊市转向牛市的过渡期。在此期间，由于 2017/18 榨季大幅增加的库存仍需消化，价格缺乏大幅上涨的基础，但由于长期基本面向好，价格也很难再次跌破 10 美分/磅的低位，预计国际糖价整体呈现区间震荡走势，主要运行区间在【11,15】美分/磅。但需要防范宏观及天气风险。

张欣萌

010-59136992

zhangxinmeng@cofco.com

从业资格号：F0311178

投资咨询资格号：Z0011818

国际食糖市场

一、国际糖价走势回顾

从2015/16榨季开始，全球食糖市场结束了连续5年的供需盈余，进入去库存阶段，糖价也因此止跌反弹，开启了一轮新的牛市。但随着高价刺激生产，以及主产区天气良好，在短短两年之后，从2017/18榨季开始全球市场再次进入增库存阶段。在2017/18榨季初，市场对于增库存水平的预估非常谨慎，仅为300-500万吨。但随着北半球压榨的进行，印度、泰国和欧盟等主产国的产量预期不断上调，最终榨季供需盈余高达1142万吨，超过了2015/16榨季和2016/17榨季缺口总和，这意味着2017/18榨季末库存达到历史高位。在如此悲观的基本面下，国际糖价一路下行，ICE原糖主力合约跌破2014/15榨季10.13美分/磅低位，最低跌至9.91美分/磅。

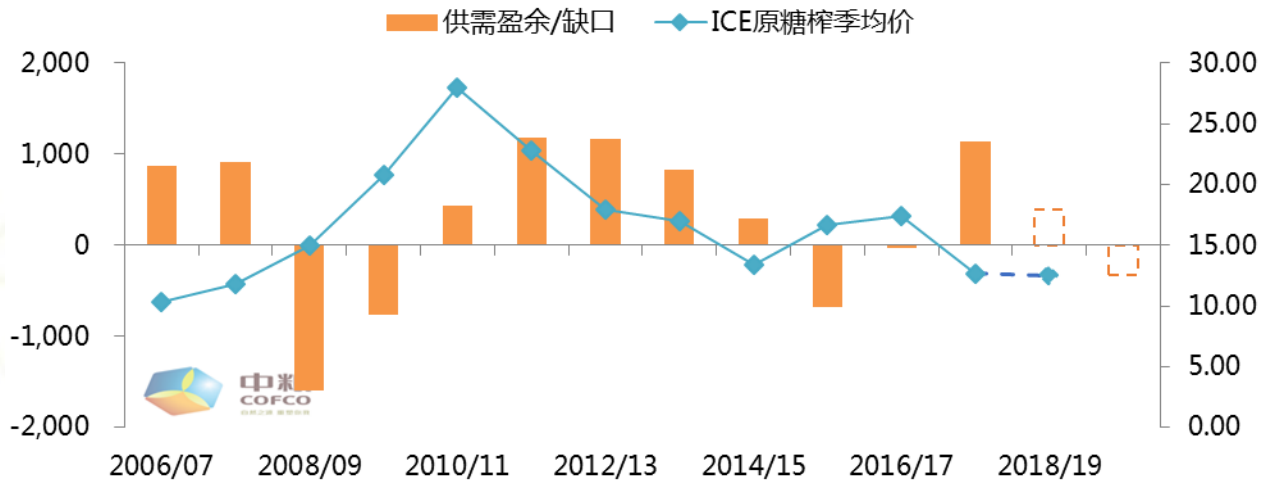
从价格来看，2018年国际糖价走势大体可分为四个阶段。首先，从2018年初至5月11日，国际糖价在增产预期不断上调的打压下一路下行，从年初15.32美分/磅最低跌至10.93美分/磅，跌幅高达28.7%。从5月中旬开始，巴西中南部持续干旱引发市场的担忧，随后印度建立300万吨储备政策以及巴西卡车司机罢工等消息继续推升糖价，最高反弹至12.97美分/磅。在此期间，管理基金不断加仓，净空持仓创下历史最高水平，为164201手。但进入7月份之后，随着巴西中南部进入压榨高峰期，加之印度、泰国天气良好，2018/19榨季继续增产的预期较为强烈，糖价进入新一轮的下跌。9月26日，印度政府公布了500亿卢比糖业补贴计划，其中包括500万吨出口配额。市场关注的印度2018/19榨季补贴政策最终落地。当日，国际糖价再次跌破前低，10月合约最低跌至9.83美分/磅。在印度出口利空出尽之后，糖价触底反弹。同时，巴西选举传出利好消息，雷亚尔大幅升值，加之原油价格走强，国际糖价强势反弹，主力合约最高反弹至14.24美分/磅。但进入11月后，随着北半球陆续开榨，市场供应压力加大，

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

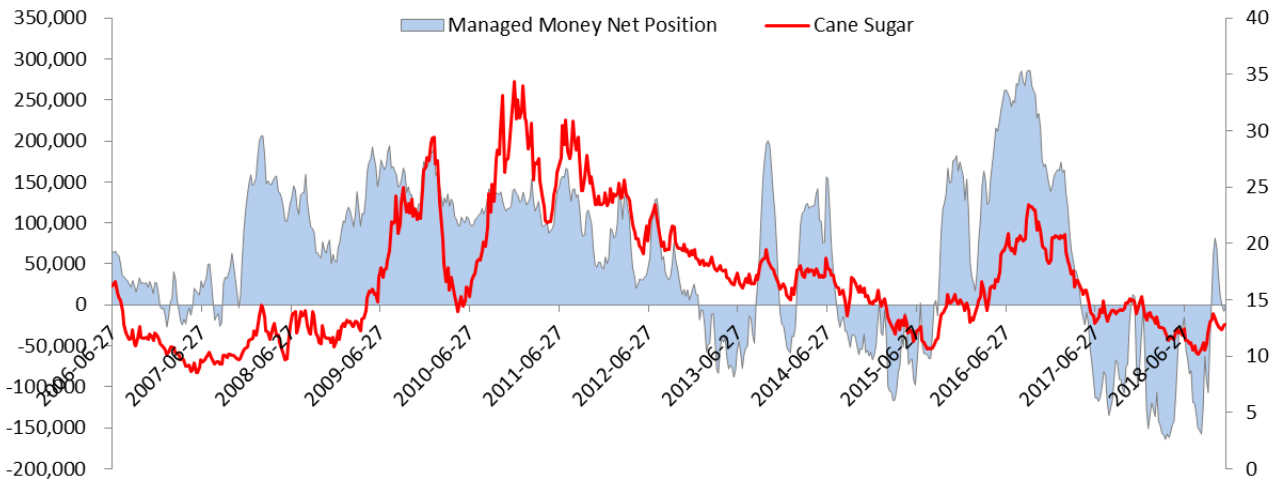
糖价连续回落至 12.5 美分/磅左右。随后在 2018/19 榨季产量预期下调以及北半球供应增加的多空博弈下，糖价进入震荡走势。

图 2.1: 全球供需盈余/缺口 (万吨) 与 ICE 原糖榨季均价 (美分/磅)



数据来源: Platts 中粮期货

图 2.2: 管理基金持仓 (张) 与 ICE 糖价走势 (美分/磅) 对比



数据来源: CFTC 中粮期货

二、各主产国供需分析

1、巴西

巴西作为全球第一大产糖国与出口国，其榨季出口量占全球总出口量的半壁江山。巴西中南部作为其主产区占巴西全国总产量近 90%，其糖产量对全球糖市供需格局的影响举足轻重。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

2017/18 榨季（由于巴西中南部地处南半球，榨季为当年4月至次年3月），由于当时糖价持续高于乙醇价格，甘蔗制糖比例维持高位，榨季最终甘蔗制糖比例锁定在46.46%，创历史新高。糖产量同样创下历史新高，为3605.9万吨。

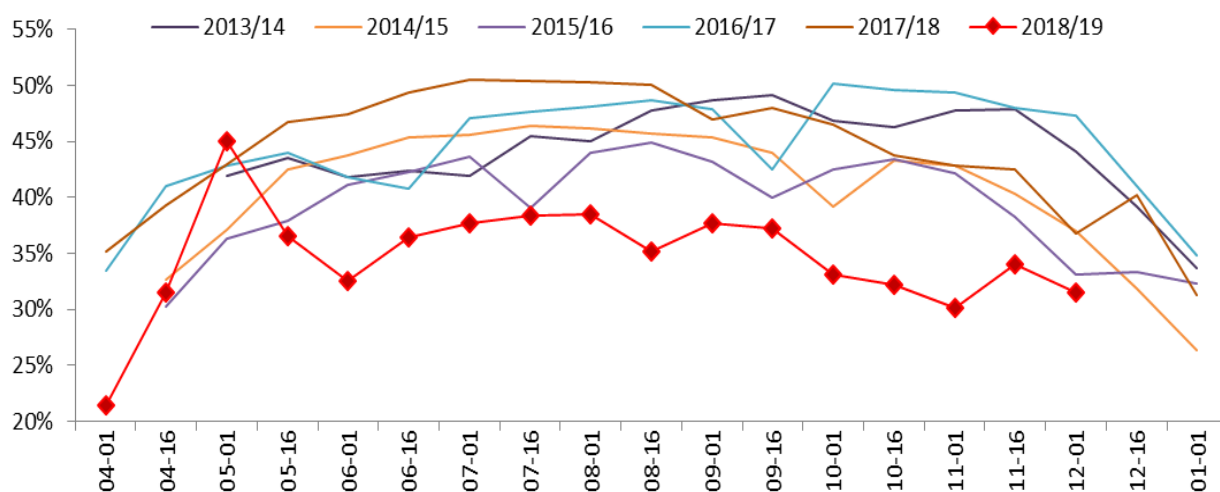
从2017年10月开始，由于国际糖价不断下行，加之原油价格不断走高，乙醇折糖价持续高于糖价，且价差不断扩大。虽然从2018年10月开始，国际原油价格大幅下挫，但由于糖价持续低迷，乙醇折糖价依然高于糖价。在此背景下，2018/19 榨季甘蔗制糖比例持续处于历史低位，截止12月16日，累计制糖用蔗比仅为35.56%，同比下降11.44个百分点，创下历史同期新低。另一方面，2018年4月至7月巴西中南部地区持续干旱，影响了甘蔗生长。数据显示，11月16日甘蔗单产为74.1吨/公顷，同比下降3.7%。受此双重影响，2018/19 榨季糖产量预计大幅减产958万吨至2648万吨。但由于制乙醇比例大幅提高，乙醇总产量预计创历史新高，达到298.3亿升。

随着2018/19 榨季生产接近尾声，市场关注焦点开始转向2019/20 榨季。目前的核心因素主要有两方面：首先是甘蔗压榨量。影响因素主要有两方面，一是甘蔗翻种率，蔗龄老化严重，预计对甘蔗单产带来影响；二是降雨情况，由于进入雨季后，中南部降雨良好，对前期旱情有所缓解，利好2019/20 榨季甘蔗生长。综合来看，预计甘蔗压榨同比略增至5.7亿吨。其次是制糖用蔗比，也是最充满不确定性且最受市场关注的因素。主要影响因素就是糖酒比价关系。从目前的市场情况来看，原油价格下跌趋势无暂缓迹象，若原油价格继续下行或长期维持低位，势必将对巴西国内汽油价格造成冲击。随着价格下跌逐渐传导至消费端，一方面会令乙醇价格下跌，另一方面也会抑制乙醇需求。从原油价格开始下跌至今，含水乙醇价格已累计下跌7%，含水乙醇折糖价从14.30美分/磅下跌至12.90美分/磅。由于全球食糖市场远期基本面存在改善预期，若原油价格持续疲软，未来糖酒比价关系存在逆转可能，预计2019/20 榨季制糖用蔗比将小幅恢复至37.5%左右。但若原油价格继续大幅下跌，该比例存在上调可能。最后一个核

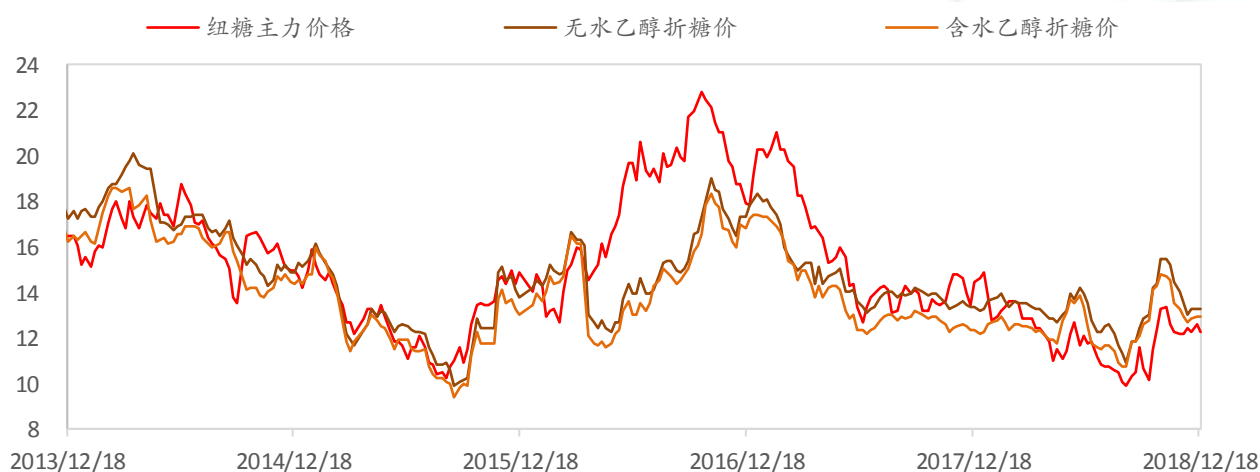
免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

心因素是汇率。由于巴西是全球第一大出口国，出口价格以美元计价，因此美元兑雷亚尔走势是国际糖价重要影响因素之一。从美联储 12 月议息会传达的消息可知，2019 年美元或将继续加息，叠加全球风险不确定加大，对巴西、印度等新兴市场国家货币都将带来压力，进而拖累糖价。

图 2.3：近 5 个榨季双周制糖比走势


数据源：Unica 中粮期货

图 2.4：巴西乙醇折糖价与国际糖价走势（美分/磅）


数据源：中粮期货

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

2、印度

印度作为全球第一大消费国以及第二大生产国，国内需求已消化了大部分产量。由于国内糖产量波动较为剧烈，印度曾多次在净出口国与净进口国的角色中来回转换，也造成了国际糖价的大幅波动。

2017/18 榨季，印度是全球糖市最大的“惊喜”之一。2017 年 7 月 12 日，印度糖协 (ISMA) 发布了 2017/18 榨季糖产量的首次预估结果，预计从 2016/17 榨季的 2030 万吨增产至 2510 万吨。但随着榨季的进行，糖产量预估值不断上调，从 2610 万吨到 2950 万吨，再到 3150-3200 万吨，最终糖产量锁定在了 3225 万吨，同比增加 1195 万吨，创下历史新高。这也成为了全球食糖市场 2017/18 榨季供需盈余不断上调的主要原因。

如此高的产量叠加上不断下跌的糖价，印度糖厂的甘蔗欠款问题愈发严重，榨季末甘蔗欠款大约为 1700 亿卢比，远高于历史同期水平。为了解决国内的困境，印度政府从 2018 年初开始频繁出台各种政策。2018 年 3 月，印度政府发放了 200 万吨强制性出口配额，但由于印度糖价远高于国际市场，政策出台后收效甚微。5 月，印度政府实施 55 卢比/吨的甘蔗补贴，但依然没有带来太多的出口，主要原因依然是出口利润为负。2017/18 榨季，印度累计出口 213 万吨，与 2016/17 榨季出口量基本持平。但进口量明显下滑，同比减少 70.77 万吨。

聚焦 2018/19 榨季，明年的核心因素主要有两个，一是产量，二是出口量。先说产量，根据印度糖协的预估显示，2018/19 榨季甘蔗种植面积继续增长，首次预估结果显示糖产量预计继续增加至 3500-3550 万吨。但天不如人意，6-9 月的季风降雨较历史平均减少 9%，其中马邦减少 9%，卡纳塔克邦北部减少 29%，北方邦东部减少 16%。10 月下旬，马邦等产区发生虫灾，情况较为严重，马邦产量预计从 2017/18 榨季的 1072.3 万吨下降至 950 万吨。全国糖产量预期下调至 3150 万吨，更为悲观的预期在 2800 万吨左右。最终产量究竟如何成为影响 2018/19 榨季全球食糖市场供需格局的关键因素之一。另外，乙醇产能也是本榨季市场关

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

注的热点。由于政府鼓励乙醇生产，将挤占甘蔗用于生产食糖的比例，但目前乙醇产能有限，短期对糖产量影响较小，但长期来看或将改变印度食糖生产格局。

对于出口来说，9月印度政府公布550亿卢比糖业补贴计划，包括实施138.8卢比/吨甘蔗补贴以及实施500万吨出口配额。由于此次出口补贴及配额政策出台早、补贴力度大，市场普遍预计印度将出口300-400万吨。按目前印度国内糖价测算，出口成本大概在12.5美分/磅左右。从目前出口进度看，进展缓慢，国内供应压力持续高企，不排除政府继续加码鼓励出口的可能性。若后期印度出口量超过市场预期，那么对明年的贸易流将带来较大影响。

展望2019/20榨季，由于印度很多甘蔗为18个月生长期，6-9月的早情将影响2019/20榨季甘蔗种植。目前，市场预计2019/20榨季糖产量将减少至2840万吨。

图 2.5：印度 2018 年食糖政策汇总（万吨）

时间	政策
2018/2/6	将食糖进口关税由50%上调至100%
2018/2/8	对糖厂实施库存限制规定
2018/3/20	取消20%出口关税
2018/3/28	印度发放200万吨强制性糖出口配额
	允许糖厂通过免税进口许可（DFIA）出口200万吨配额
2018/5/3	政府实施55卢比/吨的甘蔗补贴
2018/6/6	政府批准300万吨食糖储备
	最低售价为29卢比/千克
	对乙醇实施贷款利息补贴，以及延期糖厂1年贷款期
2018/7/11	计划将2018/19（10月/9月）榨季的甘蔗公平报酬价格（FRP）提高8%至每吨2750卢比。
2018/9/26	公布550亿卢比糖业补贴计划： 1、实施138.8卢比/吨的甘蔗补贴； 2、实施500万吨出口配额； 3、实施1000卢比/吨、2500卢比/吨以及3000卢比/吨的运费补贴。

数据源：中粮期货

3、泰国

泰国是除巴西外，全球最大的出口国。虽然产量远不及巴西和印度，但由于国内消费量很少，大部分产量都用于出口。

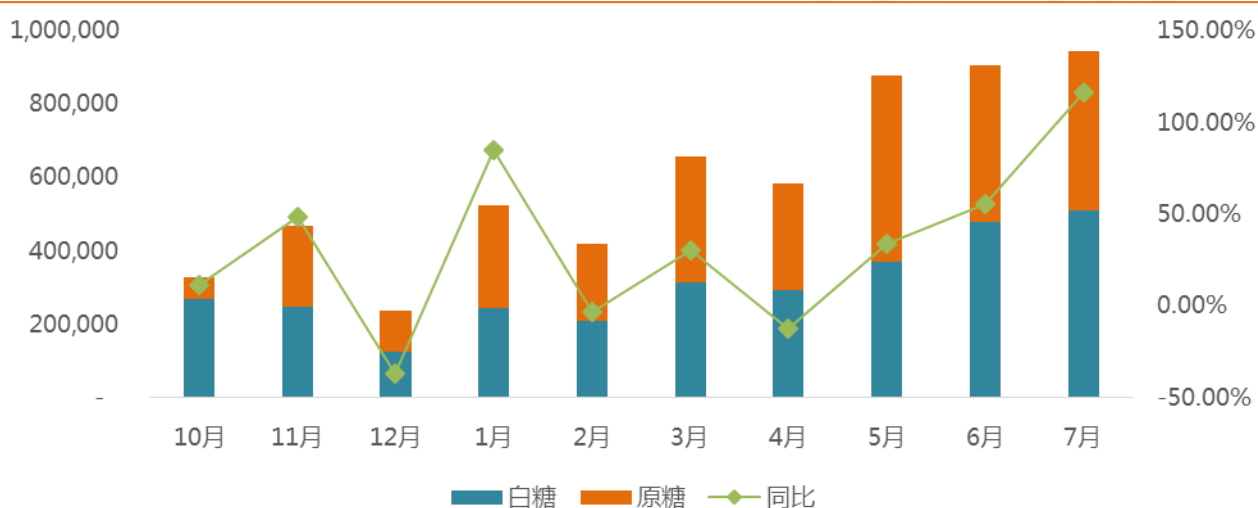
免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

2017/18 榨季，泰国受到良好天气提振产量大增，甘蔗压榨量 1.36 亿吨，同比增长 46.32%；糖产量 1470 万吨，同比增长 46.56%，双双创下历史新高。2018/19 榨季，由于甘蔗收益下滑，替代作物木薯等收益较好，导致甘蔗种植面积下滑 4% 至 170 万公顷。但由于降雨良好，甘蔗单产预计提升 2.7%，甘蔗压榨量预计仅小幅下降 1.3% 至 1.32 亿吨，糖产量预计下降 2.6% 至 1420 万吨。

出口方面，由于 2017/18 榨季产量大增，出口量明显增长。总出口量同比增长 30% 至 721 万吨。其中，原糖同比大幅增加 112 万吨，白糖同比增加 55 万吨。原糖出口的大幅增加主要受到印尼需求强劲的提振。白糖出口的增长主要体现在对缅甸的出口，同比增加 31 万吨。虽然出口量明显增长，但仍然不及产量增幅，导致国内库存高于去年同期水平。这也增加了 2018/19 榨季的出口压力，预计 2018/19 榨季泰国出口仍将维持较高水平。

图 2.6: 泰国 2015/16 榨季原、白糖月度出口 (万吨)



数据来源：中粮期货

4、欧盟

作为全球第三大食糖主产地，欧盟以甜菜糖生产为主。2017/18 榨季，欧盟取消了长达 50 年的配额制度。由于当时种植期的糖价正处于 20 美分/磅以上的高位，种植面积大幅增长 19%，榨季糖产量高达 2134 万吨，同比增长 27%，创历史新高。在创新高的产量刺激下，

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

2017/18 榨季出口量同比大增 202.8 万吨，或 71%。榨季末库存为 242.3 万吨，同比增加 21.9 万吨，较 2015/16 榨季增加 49.5 万吨。

目前 2018/19 榨季已接近尾声，由于 2018 年夏季欧盟整体偏旱，尤其是中西部地区，例如德国、波兰，以及法国东南部地区，旱情尤为严重，对甜菜单产带来较大影响。根据欧盟委员会预估结果，2018 年甜菜单产预计为 72.7 吨/公顷，较 5 年均值下降 2.8%，种植面积小幅下降 2%。受此双重影响，糖产量预计同比减少 315 万吨至 1820 万吨。由于产量明显下滑，出口量也将相应减少。欧盟出口的缩减预计将令国际市场白糖贸易流供应减少，利好白糖升水。

三、国际市场展望

2018/19 榨季，由于北半球天气整体偏旱，印度、欧盟产量不断调减。而且在连续低价的抑制下，巴西中南部大幅减产，榨季供需盈余不断调减，从最早的 1000 万吨以上调整至不足 400 万吨，有些机构甚至已从盈余调至缺口状态，2018/19 榨季供需趋于平衡的预期愈发强烈。在此预期下，糖价也将逐渐企稳。展望更远的 2019/20 榨季，由于印度、欧盟、泰国等北半球国家的减产预期，市场普遍预计全球将进入缺口年份。因此，**我们判断 2019 年将是国际糖价从熊市转向牛市的过渡期**。在此期间，由于 2017/18 榨季大幅增加的库存仍需消化，价格缺乏大幅上涨的基础，但由于长期基本面向好，价格也很难再次跌破 10 美分/磅的低位，预计国际糖价整体呈现区间震荡走势，主要运行区间在【11,15】美分/磅。但是，如果原油价格继续下跌带动乙醇折糖价跌至 12 美分/磅、甚至 11 美分/磅以下，不排除国际糖价有再次见到个位数的可能。另一方面，如果明年天气持续异常，导致北半球，甚至全球产量大幅下滑，糖价或将冲破区间，大幅上涨。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

更多资讯，欢迎扫描二维码！



中粮期货研究院 (Institute of COFCO Futures Co., Ltd)

地址(address): 北京市东城区东直门南大街5号中青旅大厦15层 邮政编码: 10007

15th Floor, CYTS Plaza No.5 Dongzhimen South Ave, Beijing P.C: 100007

电话(phone): 010-5913 7331 传真(fax): 010-5913 7088

中粮期货研究院是隶属于总部的研究部门，负责公司的基础研发工作，服务前台业务部门和中粮集团实业部门，承担维护公司品牌和提升公司形象的职责，同时从事高端产业客户和机构客户开发、维护和增值服务。研究领域覆盖宏观经济，农产品，化工品，金属，建材，能源等方面，拥有一只高素质的专业团队，具备丰富的行业经验，国际化的视野和积极向上的精神。研究院依托中粮集团强大的现货和期货背景，运用基本面分析和宏观分析，为高端产业客户和机构客户提供套期保值，基差套利，价差交易等咨询服务；在公司原有的经纪服务基础上，强化对客户的纵深服务和专业服务。

The Futures Research Institution is attached to COFCO Futures headquarters. It is responsible for business related research and development. Moreover, it is also engaged in high-end industrial and institutional clients' maintenance and provides them with value-added services. Macro-economy and bulk commodities, including primary products, chemicals, metals, building materials, energy, etc. are all covered in its routine. Based on COFCO Group's strong background in physical commodities and futures markets, the Futures Research Institution provides advices and reports of hedging, basis arbitrage, spread trading as well as other consulting services to our valued customers through fundamental and macro analysis. Despite of the elementary brokerage business, the Research Institution is more focused on providing specific and professional services.

【法律声明】

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监会批文号：证监许可[2011]1453）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。