

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

季 报

熊市周期延续 郑糖反弹非反转

李晓威

产业投资部

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

■ 内容摘要

- 国际市场 18/19 榨季食糖第三年增产，消费稳中有增，供需过剩持续，过剩量较上榨季缩减近百万吨；
- 四季度巴西收榨，泰国印度开榨，供应压力阶段性缓解；
- 我国白糖三年周期规律仍在延续，17/18 和 18/19 榨季是国内食糖增产的第二年和第三年，熊市周期伴随增产周期；
- 四季度生产旺季开始，新榨季的产量增加超过预期，销量持稳，年度周期价格下行压力大；
- 四季度结转库存低于预期，北方甜菜产量低于预期，阶段性供应压力缓解；
- 四季度中后期，南方集中开榨，增产周期下的供应压力预期偏高；
- 政策严格，正规进口维持地量，但走私利润高来源广，走私压力大，走私依然是不可控的主要压力源；
- 政策面炒作较多，官方扶持意向高，但难有实质性落地；
- 长期空头策略持续，阶段性反弹谨慎乐观，近强远弱重点关注正套。

■ 核心观点

全球食糖市场 17/18 榨季供应过剩预计为 860 万吨，低于上次预估的 1051 万吨。2018/19 榨季预计全球食糖继续过剩 675 万吨，过剩压力虽然有小幅缓解，但依然处于过剩周期中，长期看，国际食糖市场的供应压力依然较大，加上前几年的结转库存，综合库存压力依然在攀升。

第四季度，巴西收榨在即，印度和泰国也将开始生产，第四季度国际食糖市场供应压力不大，内巴西减产有望抵消印度和泰国的增产和出口压力，国际糖市有企稳和反弹的支撑，重点关注巴西的减产量，和泰国的生产和出口进展，以及印度的出口政策和甘蔗生产状况。

我国白糖三年周期规律仍在延续，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，熊市周期伴随增产，熊市周期叠加增产维持供过于求的格局。价格下行压力逐年增大。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。

中短期内，进口糖和走私糖流入降低，不抛储，甜菜糖尚未集中上市，中期行情值得期待，但受限于增产的供应压力和中短期套保压力，上方反弹空间谨慎乐观，5200-5300 压力较强。长期看，反弹非反转，仍处熊市中期，增产中期，单边长期维持空头策略，可以在本次反弹期间再次布局。套利方面，长期看近强远弱，正套为主。

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：第一大产糖国低位不保.....	5
2.2 印度：产量挑战世界第一.....	8
2.3 泰国：出口再创记录.....	9
2.4 欧盟：小幅减产.....	10
2.5 澳大利亚：维持稳定.....	11
2.6 国际糖市第四季度供应压力不大.....	12
3. 我国糖市热点解读	12
3.1 产销：新糖供应压力超预期.....	13
3.2 库存：结转库存低，新糖库存压力大.....	15
3.3 进口和走私：政策严格，进口地量，走私压力大.....	17
3.4 政策面：难有实质性落地.....	18
4. 行情展望	18
4.1 国际市场.....	18
4.2 我国市场.....	19
免责声明	21

1. 国内外糖市走势回顾

1.1 外糖走势回顾

2017/18 榨季开始后，国际糖市场围绕 14.5 美分震荡整理至 2017 年底，2018 年开始后，主要食糖国家的产量不断刷新预期峰值，并且有失控的趋势，国际糖价在此期间一路下行，4 月下旬主力合约一度跌至 10.69 美分/磅的历史低位，此后泰国和印度等国陆续收榨，巴西新榨季生产开始，随着巴西减产预期的增强，国际糖价开始低位反弹至 12 美分上下震荡整理至 7 月初，此后原糖市场再度大幅下挫，8 月下旬，不到两个月的时间就已经一度盘中跌破 10 美分的主要支撑位置，10 合约 8 月 22 日盘中最低跌至 9.91 美分/磅的历史低点，绝对价格过低引发需求和投资资金关注，巴西的减产也不断炒作，此后开始了“涨-跌-涨”的宽幅震荡阶段，9 月 13 日盘中挑战了 12.55 美分压力，主产国的增产已经确定为无法化解的压力，天气也较为平稳，糖价很快转回下跌通道，不足半月就再度刷新前低，9 月 27 日盘整跌破 10.8 美分/磅的历史新低，在新旧榨季交替阶段，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，9 月 27 日开始连续上涨，接连突破 12 和 13 美分关键压力位，目前反弹的趋势依然在进行。

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完整的 12 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”的周期规律仍在续写，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 榨季开始至今的牛市已经走过两年半，牛市周期时间仅余半年，郑糖目前的高点较上上一轮熊市就是上个榨季的低点 4163 已经上涨了 3151 点，涨幅 76%。第五波熊市：从 2017/18 榨季刚刚结束，郑糖低点较前一榨季高点已经下跌了 2474 点，跌幅 33.8%。目前位为止，这一轮的熊市还在持续，熊市三年周期的第一年发展顺利，新榨季的预期也符合

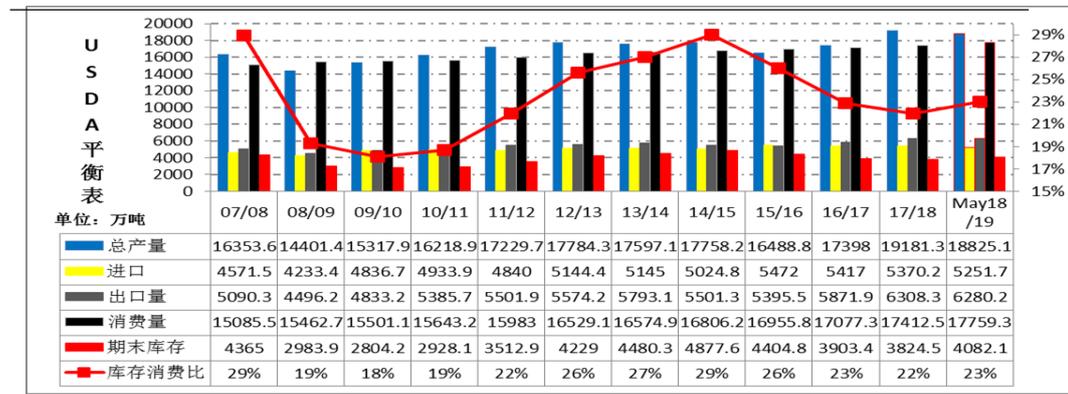
熊市周期的特点。

2017/18 榨季郑糖一路下行，增产周期伴随消费疲软，加上国际市场共振，利空因素不断冲击市场，郑糖也毫无反弹之力，不断刷新榨季地点，7月17日盘中最低跌至4752低位，此后围绕5000一线震荡整理至榨季结束，10月1日开始进入了2018/19榨季，新榨季初期，借助假期外糖大涨，国内现货跟随，北方开榨糖分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小反弹，主力依然在试探5200一线压力，在整体增产的供应过剩预期下，5200-5300一线压力依然较大，反弹非反转，市场第四季度预期依然相对偏弱。

2. 全球糖市供需格局

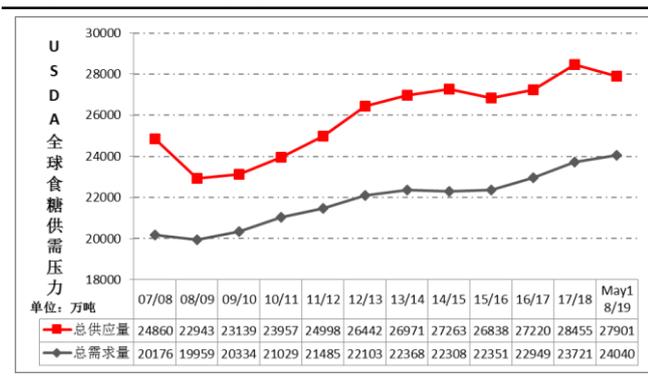
14/15榨季连续五年增产，积累大量库存。15/16榨季减产周期开始，但也只是由增量过剩转换为存量过剩。16/17榨季维持减产格局，但供需缺口较小。17/18榨季供需过剩再次开启，且供应压力不断刷新市场预期。18/19榨季供需过剩持续，全球食糖主产国小幅减产背景下供需压力并未明显缓解，供应持续过剩。

图表 3：全球原糖供需平衡表



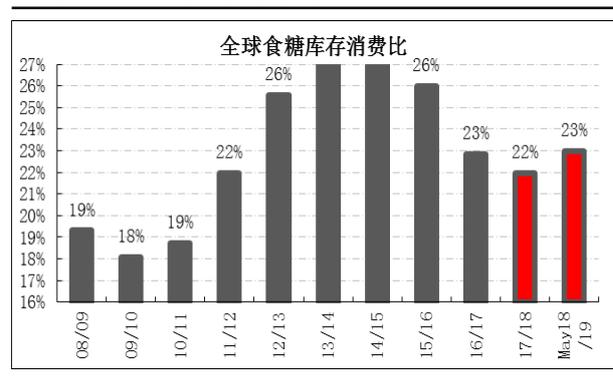
资料来源：WIND、一德研究院数据中心

图表 4：全球食糖综合供需量（万吨）



资料来源：WIND、一德研究院数据中心

图表 5：全球食糖库存消费比压力



资料来源：WIND、一德研究院数据中心

综合来看，17/18榨季和刚刚开始开始的18/19榨季的过剩量都低于预期，也就是说全球食糖市场的供应过剩压力有小幅缓解，未来的四季度和全榨季的情况较为类似，延续供应过剩的大格局，但四季度的供应压力已经较前期有所减轻。USDA：17/18榨季国际糖市供应过剩量为4734万吨，同比增加463.5万吨，18/19榨季过剩3862万吨，降低872万吨。ISO：17/18榨季国际糖市供应过剩量为从1051万吨缩减至860万吨，18/19榨季过剩量

2.1 巴西：第一大产糖国低位不保

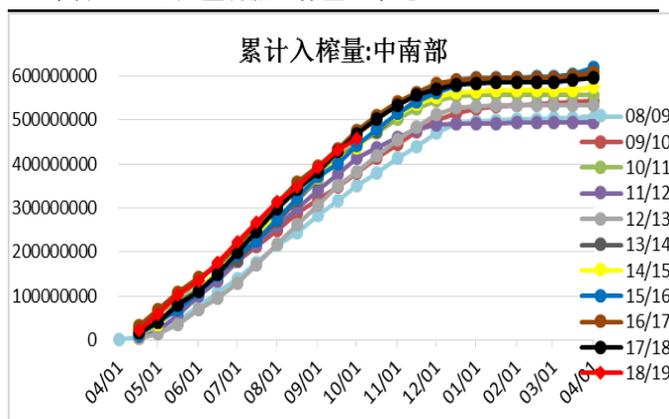
巴西这个全球最大的食糖生产国和出口国的任何风吹草动都时刻牵动着全球糖市的神经，巴西的最终产量将对国际糖市的供需平衡状态产生决定性的影响。目前巴西产量占全世界的比重约为 23%，是世界食糖市场上主要的供应来源，平衡了全球的食糖供求关系，18/19 榨季巴西全球最大的食糖主产国的低位或将受到印度的挑战，因为巴西将更多的甘蔗用于生产乙醇而非食糖，印度则因为大幅增产而实现了产量的再次飞跃式增长。

2.1.1. 巴西食糖减产超800万吨

本榨季开榨以来巴西食糖产量减产的预期不断增强，决定全球头号产糖国巴西食糖产量多寡的因素主要就是甘蔗入榨量、糖份和食糖生产比例。入榨量长期处于历史高位，4月份开始生产至8月底，巴西全境和主产区中南部以及代表城市圣保罗的甘蔗入榨量长期处于历史第二，高于上榨季的水平，8月下旬开始甘蔗入榨量的差距缩小，9月中旬压榨量已经低于去年同期0.25%，但依然处于历史第三高位，仅次于16/17和17/18榨季同期水平。

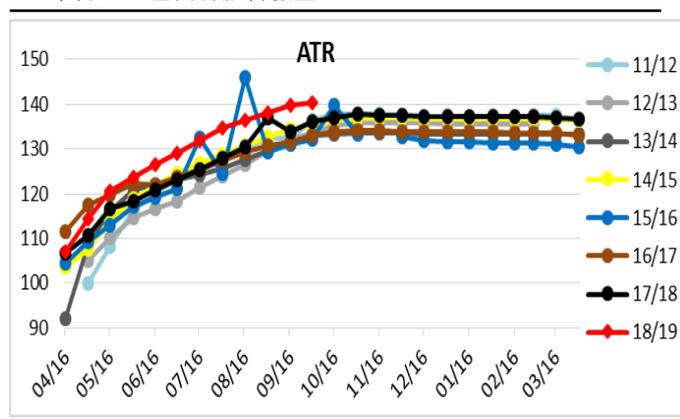
糖份不断刷新历史最高值，巴西甘蔗糖份处于历史最高水准，大幅高于前几个榨季，且糖份至今依然维持高水平的状态，目前距离糖厂生产高峰结束仅有一个多月，但甘蔗糖份还有继续提升的空间和时间，在食糖比例降低前提下，高糖分对食糖产量的贡献依然在增长。

图表 6：主产区甘蔗入榨量（千吨）



资料来源：UNICA、一德研究院数据中心

图表 7：巴西甘蔗含糖量

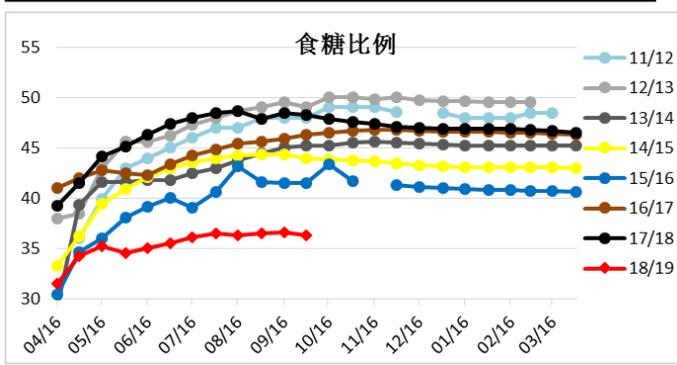


资料来源：UNICA、一德研究院数据中心

食糖生产比例刷新历史最低位，今年4月份压榨开始之后食糖生产比例长期处于历史低位（详见下图8），6月份生产稳定之后，食糖生产比例大幅缩减至35%之下，虽然此后开始缓慢提至35%之上，但依然处于历史较低水平，9上半月的食糖生产比已经缓慢提升至36.6%，处于6月以来的最高比值，较历史同期最低的15/16榨季的41.47%还低4.87个百分点，截止10月1日的比例又小幅缩减至36.37%，榨季高峰已过，继续大幅波动可能性降低，市场生产比例将继续维持在40%之下的历史最低水平。

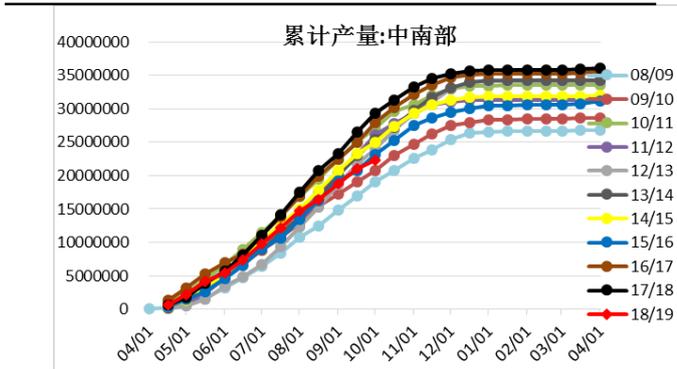
减少的食糖生产比例都用来生产乙醇了，乙醇生产比例增加的幅度已经远超历史任何年份的最高值，且未来巴西国内对乙醇的扶持倾向依然较高，国际原油价格也维持高位，乙醇价格优势依然存在，18/19榨季乙醇发展前景依然乐观，未来乙醇生产比例将长期维持在较高水平，相对应的，食糖的生产比例将处于较低位置，这也是巴西本榨季食糖减产，且减产比例高于预期的直接原因。

图表 8：巴西食糖生产比例



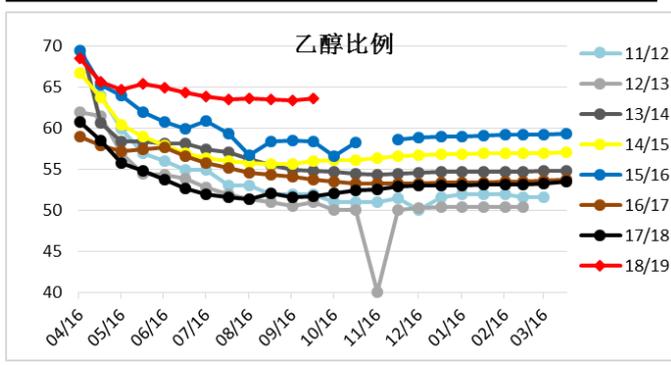
资料来源：UNICA、一德研究院数据中心

图表 10：巴西中南部食糖产量



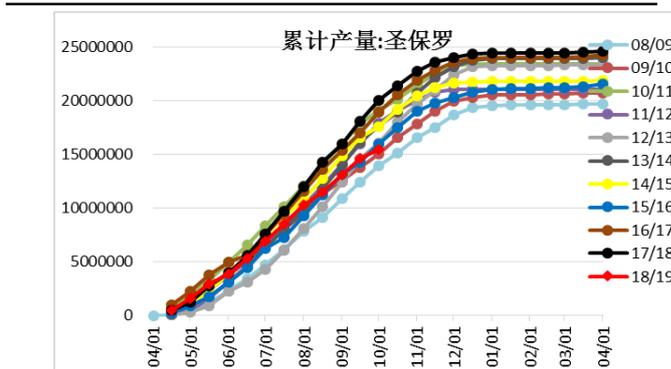
资料来源：UNICA、一德研究院数据中心

图表 9：巴西乙醇生产比例



资料来源：UNICA、一德研究院数据中心

图表 11：巴西圣保罗食糖产量



资料来源：UNICA、一德研究院数据中心

以上三个因素共同导致了本榨季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，巴西食糖减产的预期不断增强，且减产的数值也不断超出预期，截止9月底的数据也显示出目前巴西的食糖产量较去年同期的差距越来越大，截止10月1日，巴西中南部18/19榨季累计压榨甘蔗4.58亿吨，比去年同期降低2.31%，这是开榨以来首次入榨量低于去年同期的情况，累计产糖2227.3万吨，同比下降24.088%，开榨以来同比降幅最大值；累计生产乙醇243.86亿公升，同比大增25.85%，增幅大幅降低至开榨以来的最低水平，乙醇比例还在提升，而乙醇产量降低的直接原因就是入榨量也有降低。

综上，从榨季来看，4-7月份以干旱的干旱影响了圣保罗州和帕拉纳州的甘蔗产量，且翻种率也低于平均水平，财政限制也导致作物护理的投入有限，虫害和杂草较多。预计甘蔗种植面积和收获面积分别维持在990万公顷和945万公顷。北部与东北部地区甘蔗条件改善，预计甘蔗产量为4700万吨，同比增加300万吨，预计巴西2018/19榨季糖产量为3060万吨（原糖值），同比2017/18榨季下降21%，回归至2006年的水平，而产量大幅增加的印度很有可能超越巴西成为第一大产糖国。

巴西农业贸易办公室ATO预计巴西2018/19榨季甘蔗压榨量为6.1亿吨，较上次预估下降3%，中南部预计收割甘蔗5.63亿吨，比去年减少5%。预计2018/19年度的甘蔗单产为64.55公吨/公顷，较上年下降5%（67.62吨/公顷），同时，干旱的天气带来较高的糖分，吨甘蔗出糖量（TRS）估计为140.3千克/吨，比前一年增加2%。预计2018/19榨季的糖和乙醇比例分别为37.5%和62.5%，低于前一次预估的42.2%和57.8%及2017/18年度的46.4%和53.6%。预计2018年巴西国内乙醇需求为287.2亿升，较上年增长6%。

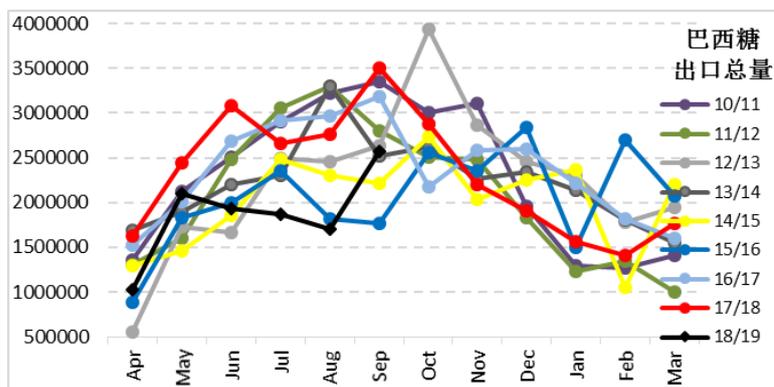
2.1.2. 巴西食糖出口降低超800万吨

巴西农业贸易办公室(ATO/ Sao Paulo)表示由于全球市场糖价格持续低迷，且出口与国内食糖消费和乙醇生产相比缺乏竞争力，由此预计2018-19年度巴西糖出口量为1960万吨，较2017/18年度的2780万吨大幅下降820万吨，是过去11年来的最低出口量，预计本年度出口原糖1568万吨，精制糖392万吨（原糖值），合计1960万

吨。巴西糖的主要出口目的地为阿尔及利亚、印度和孟加拉国。4月至9月累计出口糖1119万吨，比2017/18年度同期的1607万吨下降了30.36%。

2017年中国对主要食糖供应国征收进口关税进行调整，其中也包括巴西，目前中国从巴西进口糖的关税为90%，新关税实施后中国从巴西进口食糖量大幅下降近85%，在实施新关税之前，巴西是中国市场上最大的食糖供应商，近日巴西食糖业在WTO声讨中国对从巴西进口食糖征收的关税。

图表 12：巴西糖出口总量



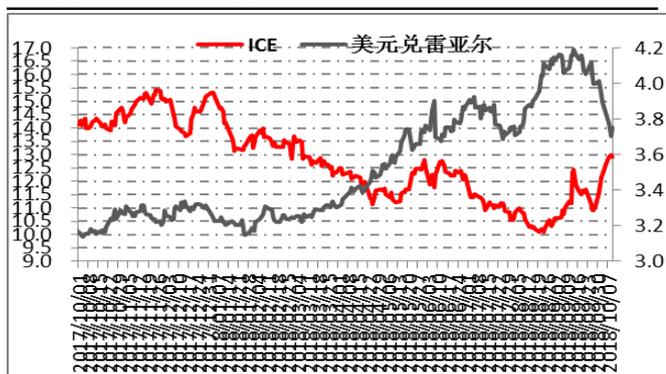
资料来源：UNICA、一德研究院数据中心

2.1.3. 货币雷亚尔波动大

巴西食糖出口以美元计价，国内以雷亚尔计价。雷亚尔贬值将直接导致巴西制糖成本下降，但出口利润增加，所以贬值期间通常巴西生产商将加快生产，增加国际食糖供应，同时可能加大在国际市场上的抛售套保，这将对国际糖价走势不利。巴西货币持稳或上涨，有利于糖价回暖。

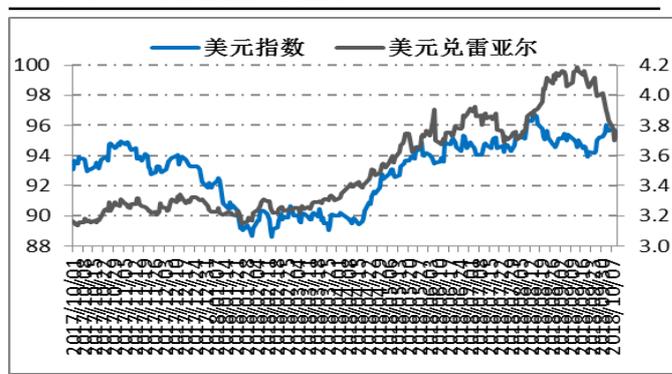
巴西货币兑美元在6月7日一度贬值接近4，次日在巴西央行的干预下才大幅回落至3.7附近，但此后不足一个月美元兑雷亚尔再度反弹至4附近，随后经过一个月的弱势震荡回归至之前的水平，美元的主动升值，巴西市场的经济低迷都加速了巴西雷亚尔的贬值步伐，8月初开始美元兑雷亚尔变持续提升，8月30日已经突破4.2，在此期间美元相对稳定，主要的变动因素大多来自巴西国内，尤其在巴西总统选举开始之后，政局动荡，右翼领导人当选概率较高，对雷亚尔的提升作用较强，此后雷亚尔一路升值，第一轮选并未产生有效的结果，第二轮将在10月28日继续，在此期间雷亚尔有望维持强势，对美糖的支撑作用也较强，这也是当前市场短期影响最大的因素。

图表 13：ICE 和雷亚尔



资料来源：UNICA、一德研究院数据中心

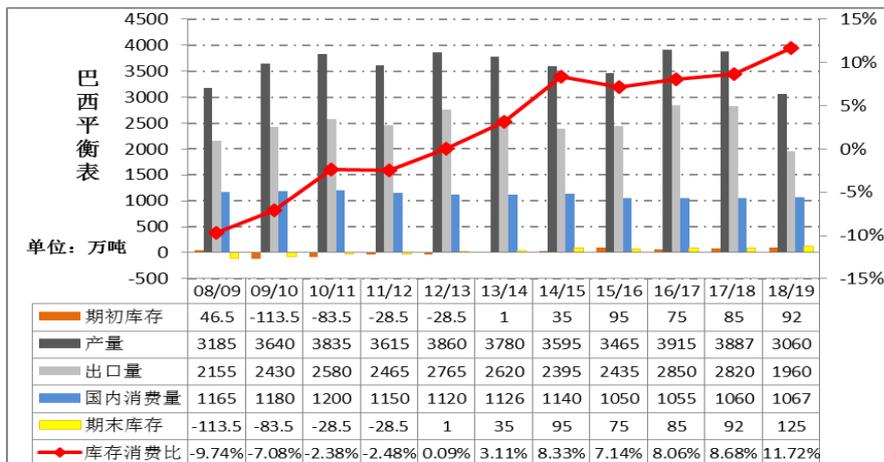
图表 14：美元指数和雷亚尔



资料来源：UNICA、一德研究院数据中心

2.1.4. 巴西平衡表

图表 15: 巴西食糖供需平衡表



资料来源: WIND、一德研究院数据中心

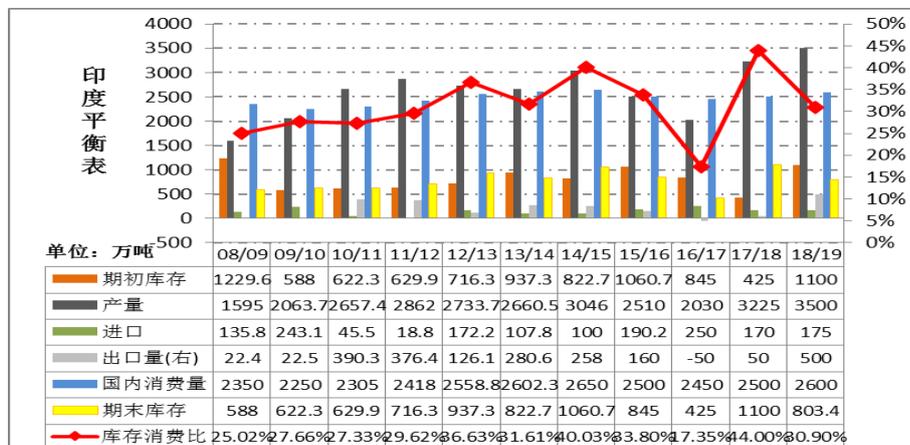
综上, 全球头号产糖国巴西18/19榨季食糖产量将连续第二年减产, 且减产幅度不断提升, 目前预计将减产827万吨至3060万吨, 消费稳中有增, 维持在1067万吨, 出口大幅缩减860万吨至1960万吨, 期末库存同比增加33万吨至125万吨, 且政局动荡, 雷亚尔弱势格局中阶段性波动较为剧烈, 巴西的货币因素对中短期的糖价影响非常大, 而长期趋势上的减产预期也是国际糖价最为重要的支撑因素。

2.2 印度: 产量挑战世界第一

印度是全球第一大食糖消费国和第二大食糖生产国, 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。相对于其他主要食糖国家, 印度食糖投入成本较高, 基础设施落后, 其食糖成本远高于国际水准, 市场竞争力较弱。

17/18榨季在良好天气、高甘蔗单产的提振下, 2017/18榨季印度糖产量达到历史记录高位的3225万吨, 出口仅达到50万吨, 远低于计划的200万吨, 期末库存将攀升至历史新高1100万吨, 接近印度近5个月的国内需求。预计2018/19榨季印度糖产量将进一步增加至3500万吨, 从而超越巴西成为全球第一大产糖国。消费小幅增加至2600万吨, 库存压力空前高涨, 印度的出口压力也成为当前国际糖价最主要的压力源。

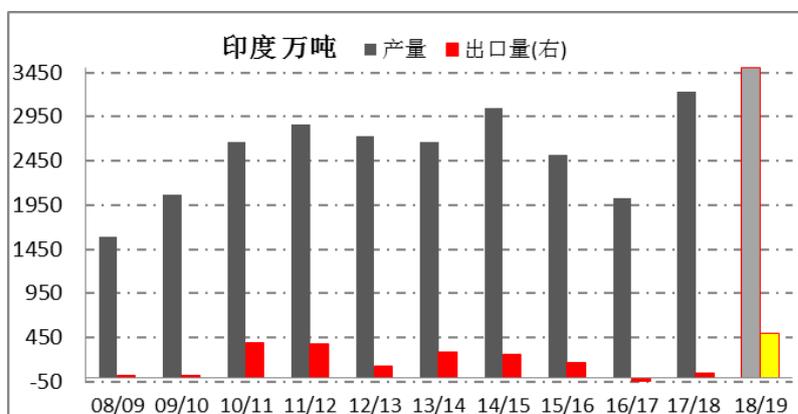
图表 16: 印度食糖供需平衡表



资料来源: WIND、一德研究院数据中心

为了缓解其国内库存压力，印度政府不断采取各项措施推动出口，17/18榨季各项出口政策收效甚微，发放的200万吨强制性出口配额及蔗农补贴也效果不佳，计划的200万吨只完成了不到50万吨。18/19榨季产销差近900万吨，加上17/18榨季的结转库存1100万吨，18/19榨季印度国内的过剩量将高达1675万吨，压力空前。

图表 17：印度食糖产量和出口



资料来源：USDA

目前印度采取补贴和强制出口两种方式并行的举措，希望通过国际市场来化解国内的供应压力，出口量定为500万吨。具体措施包括将蔗农补贴款从55卢比/吨提高至138.8卢比/吨，部分抵消糖厂的甘蔗欠款。为出口提供运输补贴1000-3000卢比/吨。同时为更好满足国际市场需求，提高原糖生产质量，减少低等级白糖的出口量。另外开拓甘蔗的多种用途，最主要的就是准许用甘蔗生产乙醇，并提升甘蔗制乙醇价格。

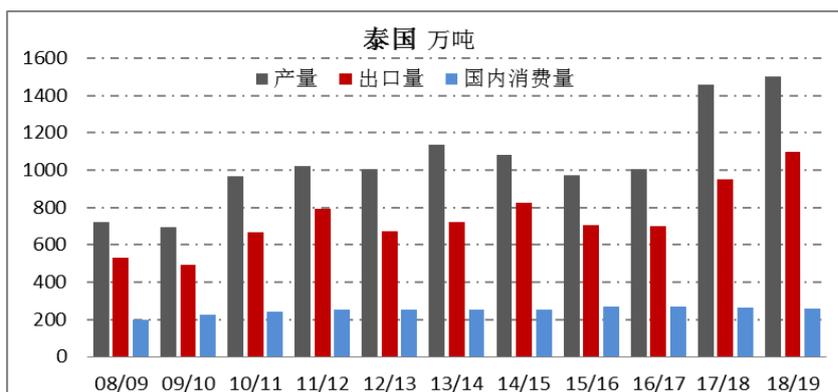
即使可以完成目标的500万吨出口预期，依然有超过1100万吨无法消化的食糖要结转到下个榨季，供需压力历史最高，产量和出口刷新记录的代价就是需要通过糖价来补偿，印度将成为新榨季国际市场最大的利空因素，同时，现行政策的效果依然受到质疑，印度政府一贯的风格决定了其政策的有效性未必能达到预期，每一次政策的调整和产销预期的公布都给市场带来较大震动，如果天气没有大的灾害印度无疑将引领国际糖价继续探底，另一方面，印度食糖行业的生产力水平较低，对于天气依赖较高，如果天气出现不利因素，对印度甘蔗和食糖产量的影响也是毁灭性的，所以除了供需基本面的因素，我们需要重点关注的就是天气对印度产销的影响。

2.3 泰国：出口再创记录

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，尤其近年原油价格低，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，尤其近几年，泰国的食糖一度成我国走私糖的主要来源地之一。

17/18榨季泰国连续第二年增产，且增产幅度较高，17/18榨季食糖产量1460万吨，消费稳定在260万吨之上，出口达到创记录的950万吨，去库存进展顺利。18/19榨季将继续增产，幅度不大，预计在1500万吨之内，消费稳中有降258万吨，出口继续刷新记录超过千万吨，甚至有望达到1100万吨的记录高位，库存也将小幅增加百万吨。

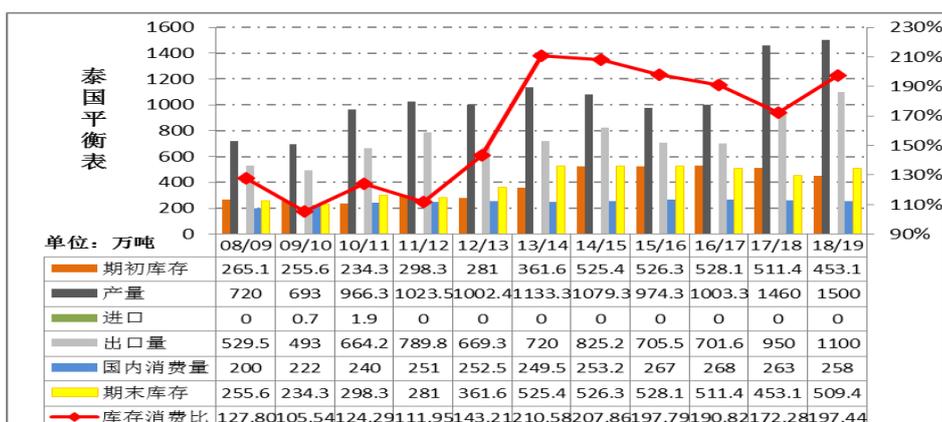
图表 18：泰国食糖产量、消费和出口



资料来源：一德期货

泰国食糖的产销数据预估误差并不大，行业生产能力也处于相对较高水平，市场竞争力较强。2017 年因为受到 WTO 指控其通过食糖保障价间接补贴出口，去年底泰国取消了配额制度和食糖保障价格，其国内糖价与国际价格联动性越发增强，国际糖价大跌也令泰国境内甘蔗价格下跌，但食糖产量不降反升，主要原因就是良好的天气和稳定的种植面积，相关的竞争作物比如木薯和玉米的价格也比较低，不具备竞争优势，甘蔗的种植积极性依然较高，所以新榨季泰国的甘蔗产量维持稳定增长的趋势，泰国出口稳定的刷新其去年创的记录中，泰国的增产和出口是本榨季和下榨季国际糖市的主要压力源头之一。

图表 19：泰国食糖供需平衡表



资料来源：WIND、一德研究院数据中心

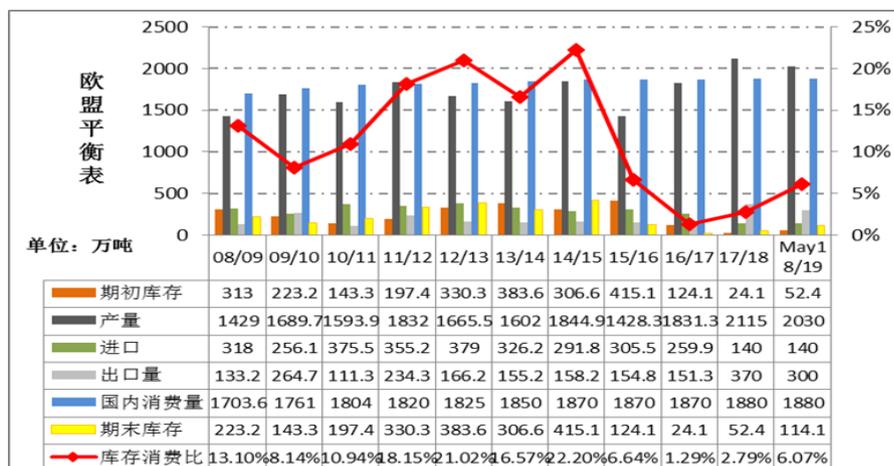
2.4 欧盟：小幅减产

欧盟是全球最大的白糖进口国，第三大生产国，第二大白糖消费国，欧盟食糖市场受政府高度管制，因其配额制度，2007 年以来对国际糖市的影响有限，2017 年 10 月，欧盟终结了施行了 50 年的食糖生产配额制度，食糖生产进一步转移至竞争力较强的区域，整个产业也将得到一定的巩固和提高，随着甜菜基因改良、规模经济和加工水平提升等措施带来的成本降低的推广，欧盟后续食糖产量有望继续增加，对国际糖市的影响力也将逐渐增强。欧盟现行生产配额体制终结后，对食糖竞争力较强的法国、荷兰和德国等国家的食糖增产将有较大促进，欧盟境内的食糖生产效率将有明显的改善，其先进的生产力和生产效益将在国际糖市中谋得更多话语权，而增产的食糖将有机会投放到国际市场，这无疑对未来糖价的恢复将更为不利。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 榨季实际产量的缩减。

17/18 榨季欧盟预计将连续第二年增产，产量预计将提高 20%至 2115 万吨，进口缩减近一半至 140 万吨，消

费持稳 1880 万吨，出口大幅增长一倍多至 370 万吨，与世界第三的澳大利亚水平接近，库存略增。18/19 榨季将减产，但菜农因为合同限制，改种情况不多，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，单产将从上榨季的 81.8 吨/公顷下降至 73.8 吨/公顷，预计年度产量将降低约 85 万吨至 2030 万吨，消费和进口持稳，分别为 1880 万吨和 140 万吨，出口限于国际市场需求低迷，且糖价偏低，欧盟新榨季出口将有小幅降低至 300 万吨，欧盟下榨季的减产是国际糖市 18/19 榨季减产的主要力量之一。

图表 20：欧盟食糖供需平衡表



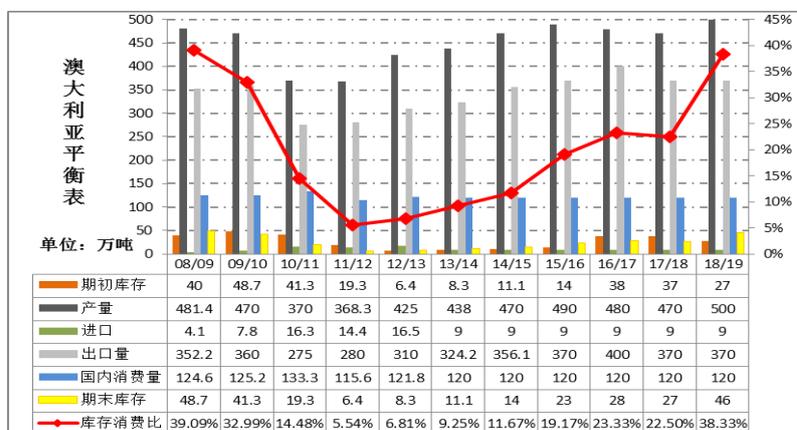
资料来源：WIND、一德研究院数据中心

2.5 澳大利亚：维持稳定

澳大利亚是世界第三大食糖出口国，其每年约有 70%-75% 的食糖以散装方式被出口至国际市场，澳大利亚的产销和出口量对国际市场的贸易结构的影响越发重要，澳大利亚开榨时间为每年的 7 月至 12 月中旬，95% 的原糖产自昆士兰州，其余部分产期新南威尔士州，澳大利亚的甘蔗主要种植在降雨充沛且灌溉条件较好的 2100 公里的东海岸沿线平原和河谷地带，其所处位置决定了甘蔗主产地较容易遭受飓风、洪涝和干旱等恶劣天气的侵袭，其境内的恶劣天气状况也经常为国际糖市提供炒作素材。

17/18 榨季预计澳大利亚食糖小幅减产至 470 万吨，消费稳定在 120 万吨，出口小幅降低 30 万吨至 370 万吨，18/19 榨季种植面积稳定，因其天气状况良好，单产提升，预计年度产量将恢复至 500 万吨，消费和出口都维持稳定，天气不出问题就维持稳中有升的趋势。澳大利亚食糖产销和出口方面发展相对稳定，对国际食糖市场的供需格局影响有限，更多影响是体现在天气炒作和心理预期方面，后期仍需重点关注甘蔗生长期澳大利亚的天气状况对市场情绪波动的影响。

图表 21：澳大利亚食糖供需平衡表



资料来源：WIND、一德研究院数据中心

2.6 国际糖市第四季度供应压力不大

全球食糖市场 17/18 榨季因主要食糖出口国家泰国和巴西增产导致出口量大增，印度、欧盟和俄罗斯等国也出现明显增产，并且从净进口国转为净出口国，需求端的中国和中东地区需求减弱，进一步加剧了国际食糖市场的供应过剩矛盾，这也是国际糖价跌破 10 美分的原因。

18/19 榨季巴西减产超过 800 万吨，出口也缩减 800 万吨以上，泰国符合增产预期，出口有超过 1100 万吨的可能，印度产量继续刷新前高，并有望超过巴西成为世界第一大食糖主产国，印度出口计划 500 万吨，除了巴西外，其他国家的供应端的压力超过去年同期，增产的周期还在延续，需求端却并未出现缓解迹象，新榨季的供应压力是否能有明显缓解主要看巴西减产是否能达到预期，如果达到 800 万吨以上，国际市场的供需压力综合情况较上榨季相比变化不大，如果减产不及预期，那 18/19 榨季国际糖市的供应压力只会继续恶化。

今年第四季度，巴西预计在四季度中旬提前收榨，泰国正处于压榨期，传统原糖供应阶段性减少，压力不大，重点关注印度出口的食糖能否在第四季度落地，预计糖价超过 12 美分印度才有可能出口，否则对国际市场的贸易压力影响不大，更多是在心理和长期预期上。

第四季度，巴西的产量降幅还未充分体现，但出口已经出现了明显减少，4 月至 9 月累计出口糖 1119 万吨，比 2017/18 年度同期的 1607 万吨下降了 30.36%。来自埃及、孟加拉国、伊朗、印尼和阿联酋的进口明显减少，主要原因就是这些国家转向更具优势的泰国糖，我国也因为关税和走私利润的问题，导致巴西出口到我国的食糖锐减。4 季度重点关注巴西出口地区的需求是否有变动，还有新增的出口国，比如印度糖出口情况是否会进一步挤占巴西出口市场。

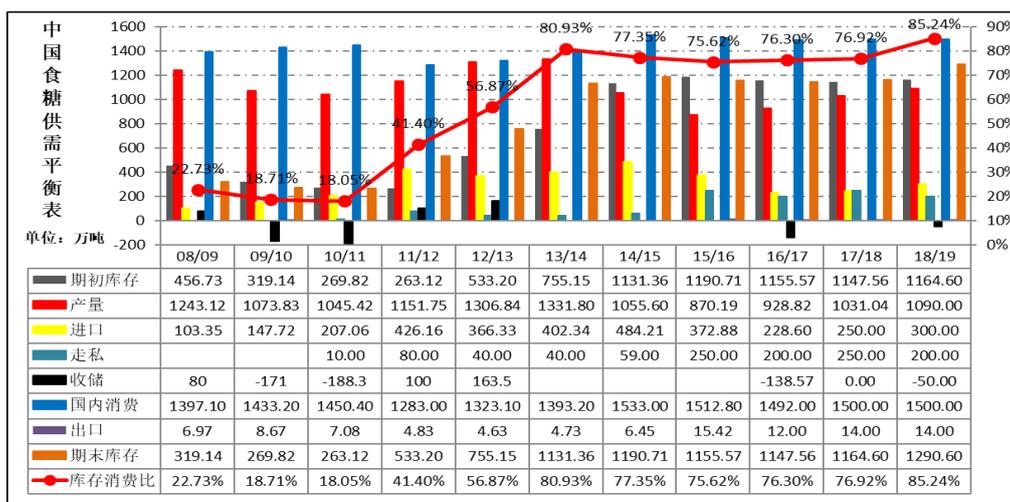
第四季度，泰国方面变数不大，泰国的产销数据和政策变动也相对稳定，突发风险不高，当前泰国的食糖运费和关税在亚洲地区需求较高，截止目前，泰国的出口糖同比累计增幅高达 30% 以上，第四季度重点关注泰国主要出口国印尼的产量变动，如果印尼产量如预期大幅提升 72% 至 380 万吨，泰国的出口市场将受到较大冲击，另外，缅甸食糖出口配额发放的情况、台湾对中国走私情况等政策变动都是四季度影响泰国和国际食糖贸易环节的重要组成因素。

3. 我国糖市热点解读

白糖三年周期规律仍在延续，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，熊市周期伴随增产，价格下行压力逐年增大。当前的价格和市场状况并不具备抛储条件，国内的产不足需状态导致国内糖价明显高于国际，进口利润过高，进口途径被限制后，进口总量变动不大，其余缺口只能通过走私和库存糖来满足，走私糖大量流入。所以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。

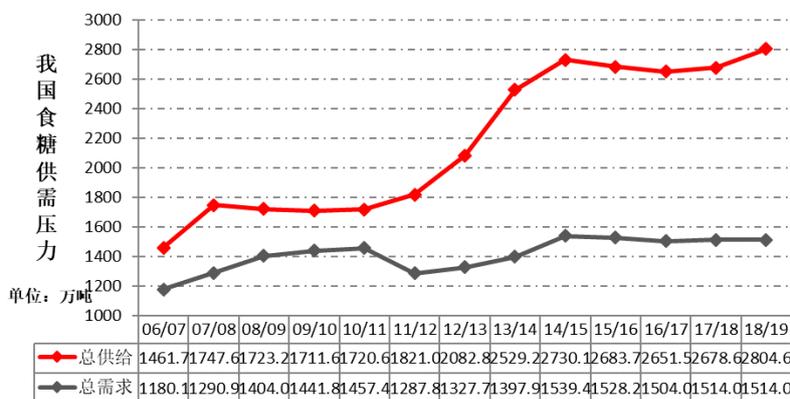
国产糖南方甘蔗产区尚未开榨，北方甜菜糖开榨初期，新糖供应有限，进口糖被严格限制，变动空间依然存在的就是走私糖，而走私数量的多寡就取决于利润空间和政策管控力度，利润长期较高，缅甸放开后，走私有提升的趋势。

图表 22：我国食糖供需平衡表



资料来源：中糖协 一德期货

图表 23：我国食糖供需总量



资料来源：中糖协 一德期货

3.1 产销：新糖供应压力超预期

当前已近步入 18/19 榨季的生产期，北方甜菜糖已近陆续开榨，南方甘蔗糖下个月也将步入生产期，四季度中旬将进入国内集中开榨生产高峰期，但消费正处于年度淡季，整体处于年度供应压力最高的阶段。今年的产量增加超过预期，销量持稳，价格下行压力大。

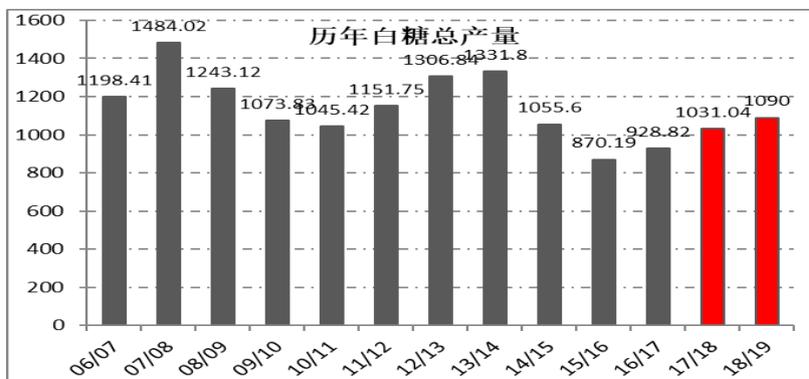
17/18 榨季全国食糖产量 1031.04 万吨，甘蔗糖 916.07 万吨，甜菜糖 114.97 万吨，其中广西 602.5 万吨，云南 206.86 万吨。18/19 榨季预计全国食糖产量 1090 万吨，甘蔗糖 946 万吨，甜菜糖 144 万吨。所以新榨季产量将继续增加，且增产的量大于预期，连续第三个榨季增产。

第四季度正处于国内传统的开榨生产阶段，10 月北方甜菜糖陆续开榨，11 月后南方甘蔗糖厂也将陆续步入压榨季节，11 月下旬开始国内进入开榨生产高峰期，也就是新糖供应的高峰期，消费淡季，生产的节奏和供应预期将决定国内阶段性的供需格局和价格走势。当前正处北方甜菜糖开榨初期，新糖供应有限，加上今年价格偏低，企业面临亏损的危机，开榨初期大多生产绵白糖，砂糖生产延后至 11 月份，当前甜菜的糖分和开榨时间都低于预期，变动最大的内蒙产区新糖产量有望低于预期的 75 万吨，这也是当前糖价阶段性快速反弹的直接动力之一。

北方甜菜糖厂 11 月后将陆续开始供应白砂糖，南方甘蔗糖也将开榨，新糖集中开榨生产，供应压力降增加，北方甜菜糖增产大局基本维持在 30 万吨上下，南方甘蔗糖的产量目前已经高于预期 20 万吨以上，开榨后产量数

据将不断被验证，供应压力也将增加，价格下行压力大。11月下旬开始将进入全部糖厂的生产高峰阶段，供应压力年度最大，甜菜糖和甘蔗糖都进入供应高峰阶段，兑付糖料款的压力，销售压力和库存压力都将处于年度最高，尤其产量增加高于预期，消费疲软的背景下，价格下行压力最大。

图表 24：全国各榨季产量



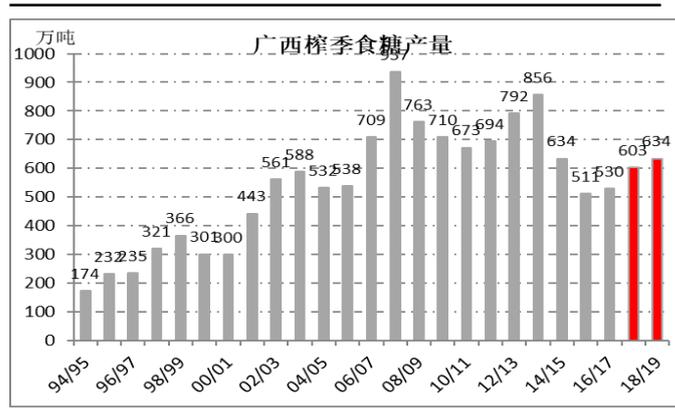
资料来源：中糖协 一德期货

图表 25：内蒙各榨季产量



资料来源：中糖协 一德期货

图表 26：广西各榨季产量



资料来源：中糖协 一德期货

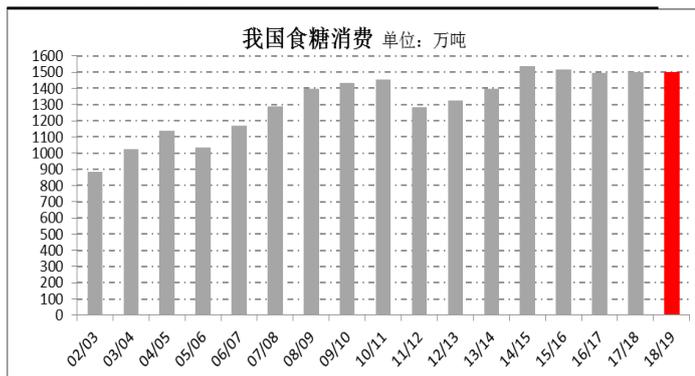
消费方面，作为刚性需求的食糖销量变化不大，随着人口增长维持稳定增长趋势。近年经济疲软，加上淀粉糖替代作用，工业需求萎缩，但民用消费增长，也就是说，工业消费的缩减被民用消费的增加替代了，整体上还是维持平稳。未来，即使糖价处于较高价格，消费的变动也不会太明显，一方面原因是食品需求的刚性，另一方面，淀粉糖等替代作用占比 120-150 万吨，基本达到饱和状态，变动空间有限。17/18 榨季全国食糖销量预计为 1500 万吨，工业销量 943 万吨，18/19 榨季销量预期持稳。

长期看，今年市场趋势明显，价格下行趋势得到市场共识，中间商和贸易商的维持低库存甚至负库存运转，导致更多食糖库存滞留在上游厂商手里，也令最终的销售和库存数据同比偏高，但单月的销售情况相对较为乐观，尤其在增产的前提下，销售表现尚可，价格依然没有得到提振的根本原因就是消费增长的速度没有库存积累的速度高，长期处于库存积累的过程中，价格也跟随下行，而且增产的格局和库存的状况会继续维持下去，也就是说新榨季的库存压力和销售提振并未有更好的情况出现，反而会持续压力增加的状况。

中短期看，第四季度消费处于传统消费淡季，在熊市价格下行的周期中，中间的周转库存会进一步被压缩，也会令销售数据表现不佳，销售方面对价格并没有较好的提振和支持作用。从各省来看，广西单月销量较去年同期都有一定增长，但销量增幅不及产量增幅，导致库存压力同比增加；云南单月销量增长较快，降价促销效果较为明显，但增产背景下的去库存压力依然存在。主要产区单月销售同比表现都是不错的，问题就出在销售增加的幅度不及产量增加的幅度，所以库存还是在积累的，同比也依然是偏高的，库存压力不释放到位，郑糖也难有较

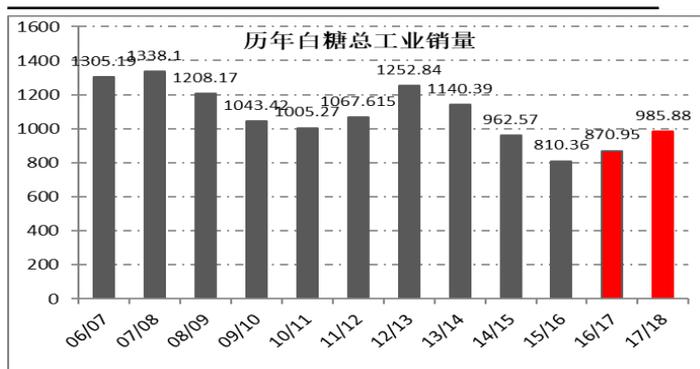
好的表现。四季度生产高峰，消费淡季，库存压力最大，价格下行压力在第四季度后半段最高。

图表 27：我国食糖消费



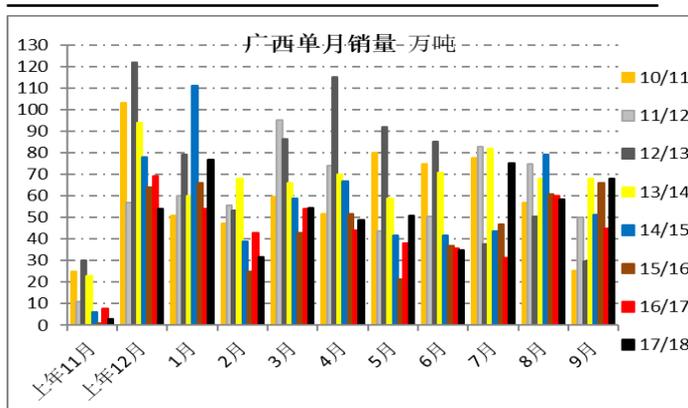
资料来源：一德研究院数据中心

图表 28：全国工业销量



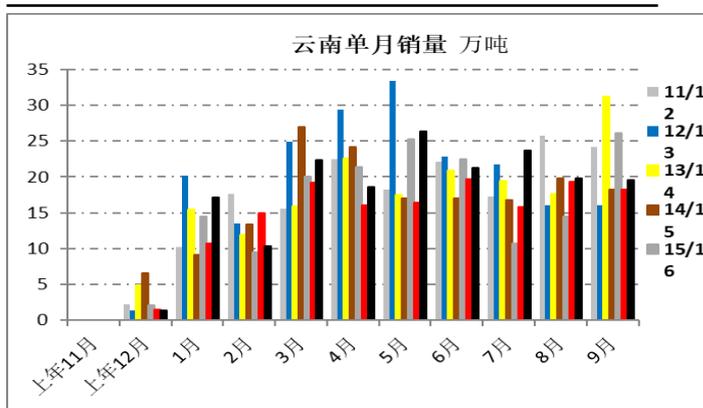
资料来源：中糖协 一德期货

图表 29：广西单月销量



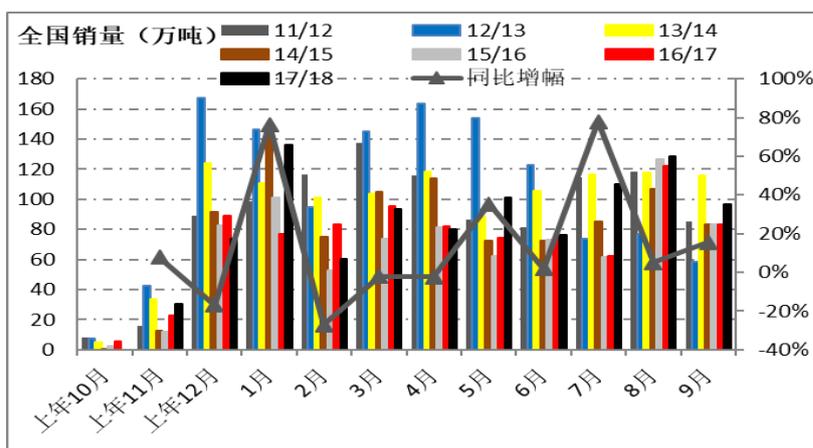
资料来源：中糖协 一德期货

图表 30：云南单月销量



资料来源：中糖协 一德期货

图表 31：全国单月销量



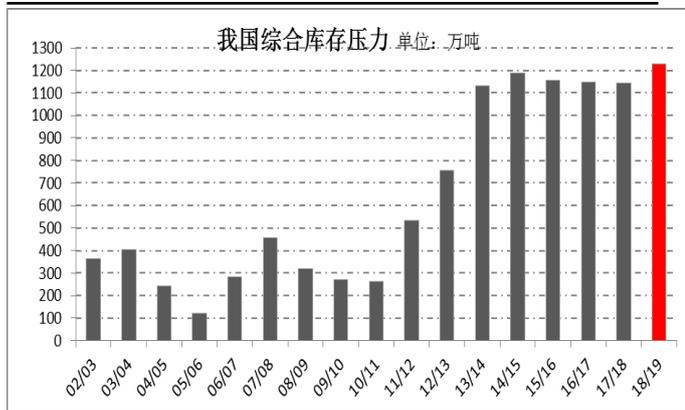
资料来源：中糖协 一德期货

3.2 库存：结转库存低，新糖库存压力大

国储在目前的价位上并不具备出库的条件，所以新榨季影响国内糖价的主要问题，尤其是中短期的主要矛盾点之一就是国内就是工业库存，尤其产区的新糖库存压力问题。目前来看，上榨季全国、广西和云南工业库存同比明显提升；广西工业库存同比提升的幅度最高，也是库存压力最为集中的地区。云南产区的工业库存压力同比

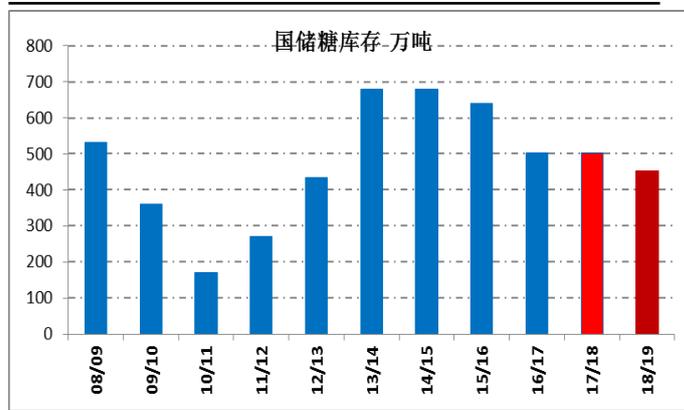
也是长期偏高的，但压力相对的小于广西。综合来看当前我国新增库存压力处于历史第三高的水平，新榨季的库压力在增产的背景下将继续提升，由此也导致我国综合库存压力将达到历史最高水准，当前，这其中包括国储库存，保守估计国储库存糖超过 500 万吨，甚至超过 600 万吨。综上，长期来看，我国综合库存压力将继续攀升，不计国储糖，工业库存压力在增产的背景下也将提高。

图表 32：全国库存压力



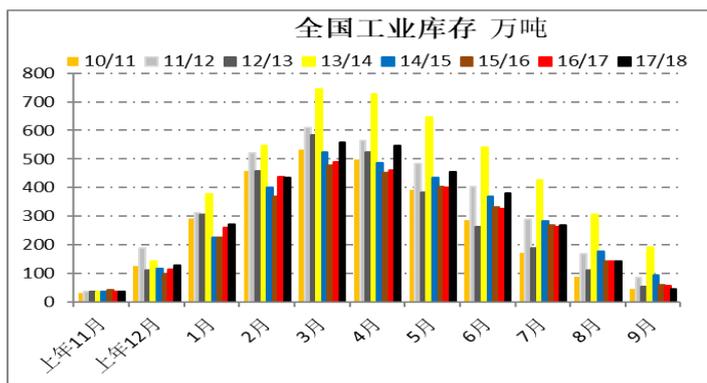
资料来源：中糖协 一德期货

图表 33：国储实际库存



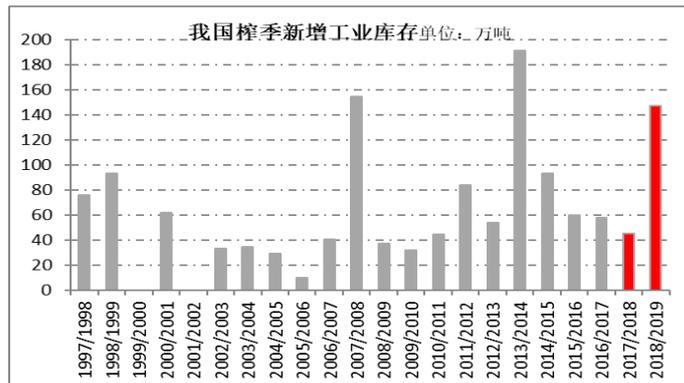
资料来源：中糖协 一德期货

图表 34：全国月度工业库存



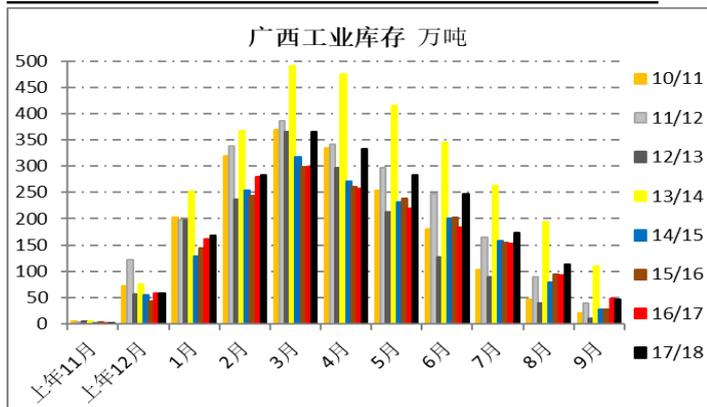
资料来源：中糖协 一德期货

图表 35：年度工业库存



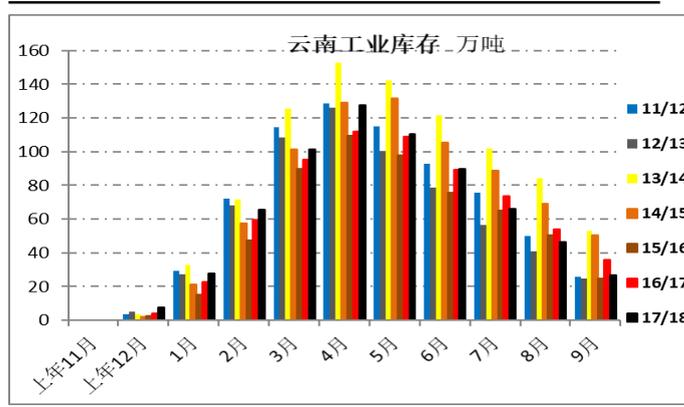
资料来源：中糖协 一德期货

图表 36：广西单月工业库存



资料来源：中糖协 一德期货

图表 37：云南单月工业库存



资料来源：中糖协 一德期货

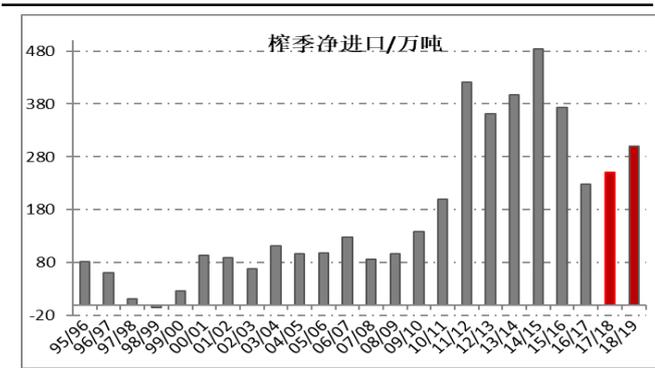
中短期内，17/18 榨季结转库存大幅度降低至 45.16 万吨，这是 10/11 榨季以来的最低结转，虽然受到市场各方质疑，但数据显示低于预期 100 万吨的结转还是令当前的库存压力有所缓解。当前北方新糖尚未集中上市，市场糖料供应低于预期，对价格支持较强，11 月后，南方新糖上市，供应进入高峰期，消费淡季，库存积累增

加，尤其在熊市期间，价格下行趋势得到市场共识，中间商库存压缩，增产背景下的库存压力降继续攀升，第四季度后期，库存压力在资金压力和存储压力的作用下降对价格带来较强压力。

3.3 进口和走私：政策严格，进口地量，走私压力大

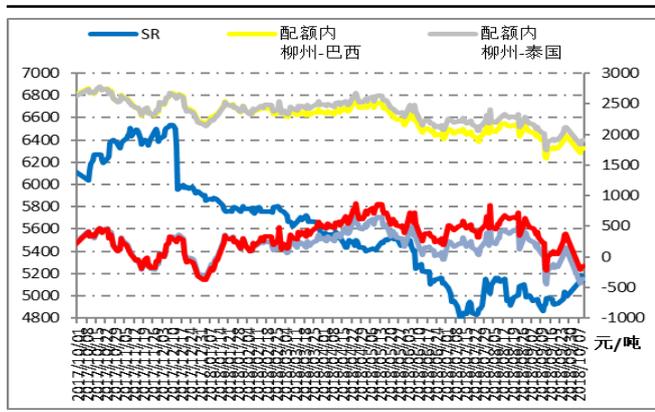
进口总量不大，2015 年 11 月以来，限制进口、延后进口、进口许可证包括延缓入关等各项政策频频出台，在政策的限制下正规进口糖有明显下降，17/18 榨季预计进口 250 万吨，17/18 榨季预计正规进口预计 250 万吨，低于预期的 280 万吨，原因是第二批发放的 75 万吨进口许可证可在当榨季结束前没有用完，未完成的许可证将算入 18/19 榨季的进口量，政策不出变动则 18/19 榨季进口预计在 300 万吨上下，进口方面存在较大变数的因素是走私糖。

图表 38：我国历榨季净进口量（万吨）



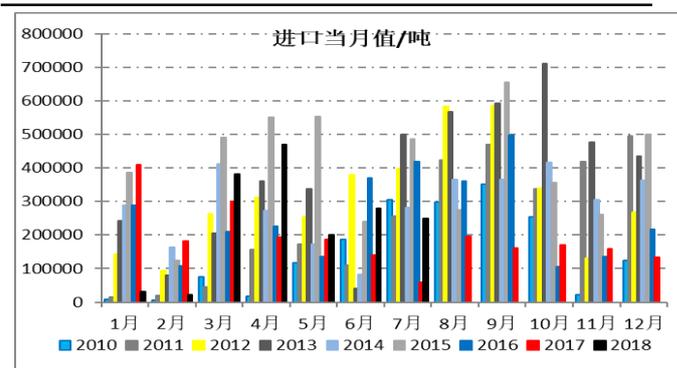
资料来源：WIND、一德研究院数据中心

图表 40：我国食糖进口利润



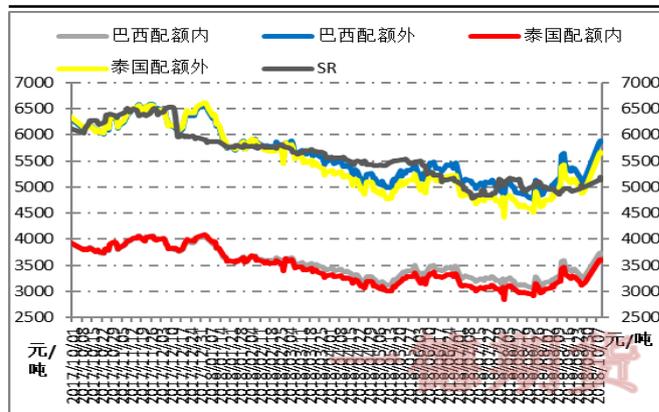
资料来源：WIND、一德研究院数据中心

图表 39：历史月度进口数量（万吨）



资料来源：WIND、一德研究院数据中心

图表 41：我国食糖进口价格与期现货价格



资料来源：WIND、一德研究院数据中心

走私利润高，进口税 90%，外糖 11-13 美分，配额外进口利润-375-380 元/吨，配额内利润在 1700-1900 元/吨左右，巴西糖贴水，泰国糖持续升水，由此可知走私糖的利润空间依然非常高，走私糖每吨利润长期处于高达 2000-3000 元/吨的水平，目前走私糖的价格在 5000 元上下，甚至低于这个价格。在暴利的诱惑下，走私糖屡禁不止已有规模化趋势，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，但只要需求、有利润就有市场。17/18 榨季走私总量预计为 200 万吨，因为缅甸的放开，加上从其他国家走私的可能性增加，比如巴基斯坦、台湾等国，所以走私量较一季度上调了 50 万吨，恢复至 250 万吨的预估。

综上，国内进口糖加工量基本没有大变化，终端消费整体变动不大，下半年进口糖加工厂的价格与盘面联动不大，主要是由许可证的发放时间和数量决定，重点影响价格的因素是走私，后期如果走私量不及预期盘面会有一定修复，目前看新榨季各项进口限制政策将继续进行，正规进口糖将继续受到压缩，对国内影响权重继续降低，

但走私的影响或将增大，对盘面的不确定性增强，主要是对价格的压制作用。

3.4 政策面：难有实质性落地

在 18/19 榨季，还没有遇见具体的改革政策落地的可能，政策扶持也难有实质性的提振或者打压，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。

甘蔗直补政策一度成为郑糖空头的筹码，但直补政策目前处于相关部门调查研究的阶段。远期看，实行直补政策是有历史需求和现实可能的，但本榨季还没落地的可能，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、目标价格管理和收购政策都存在可能。

抛储短期不可能，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的最有效的方式，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较大压力，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。

从印度大量进口原糖难度大。中印两国政府会谈主要是国家层面的友好交流，并未有任何进口糖方面的具体事项落地，印度也被涵括在进口加税的所有国际范围内，并未有任何优惠的国家和措施出现，另外，印度糖出口亏损较多，实际难以执行。如果未来价格空间出现，我国从印度大量进口低关税的食糖的预期也将提升，但两国协商的前提是稳定的边境状态以及印度国内食品安全有保障。

4. 行情展望

4.1 国际市场

全球食糖市场 17/18 榨季供应过剩预计为 860 万吨，低于上次预估的 1051 万吨。2018/19 榨季，因印度产量继续创纪录增长中，泰国也在增产，预计全球糖产量将小幅增长 0.6% 至 1.8522 亿吨的纪录新高，全球消费量增长 1.65% 至 1.7847 亿吨，库存有小幅增加，预计 18/19 榨季预计全球食糖继续过剩 675 万吨。过剩压力虽然有小幅缓解，但依然处于过剩周期中，除了巴西减产，其他主要食糖国家的产量和出口都在增加中，泰国出口将继续刷新前一年度创造的记录，有望突破 1000 万吨，印度的产量有超越巴西成为世界第一大食糖主产国的可能，出口也将大幅攀升至 500 万吨，俄罗斯等国也出现过剩和出口的可能，未来如果天气不出现意外，供应压力有继续增加的空间和可能，长期看，国际食糖市场的供应压力依然较大，加上前几年的结转库存，综合库存压力依然在攀升。

图表 42: ICE 和郑糖历史价格



资料来源：博易大师

第四季度，巴西收榨在即，印度和泰国也将开始生产，第四季度国际食糖市场供应压力不大，内巴西减产有望抵消印度和泰国的增产和出口压力，国际糖市有企稳和反弹的支撑，重点关注巴西的减产量，和泰国的生产和出口进展，以及印度的出口政策和甘蔗生产状况。

4.2 我国市场

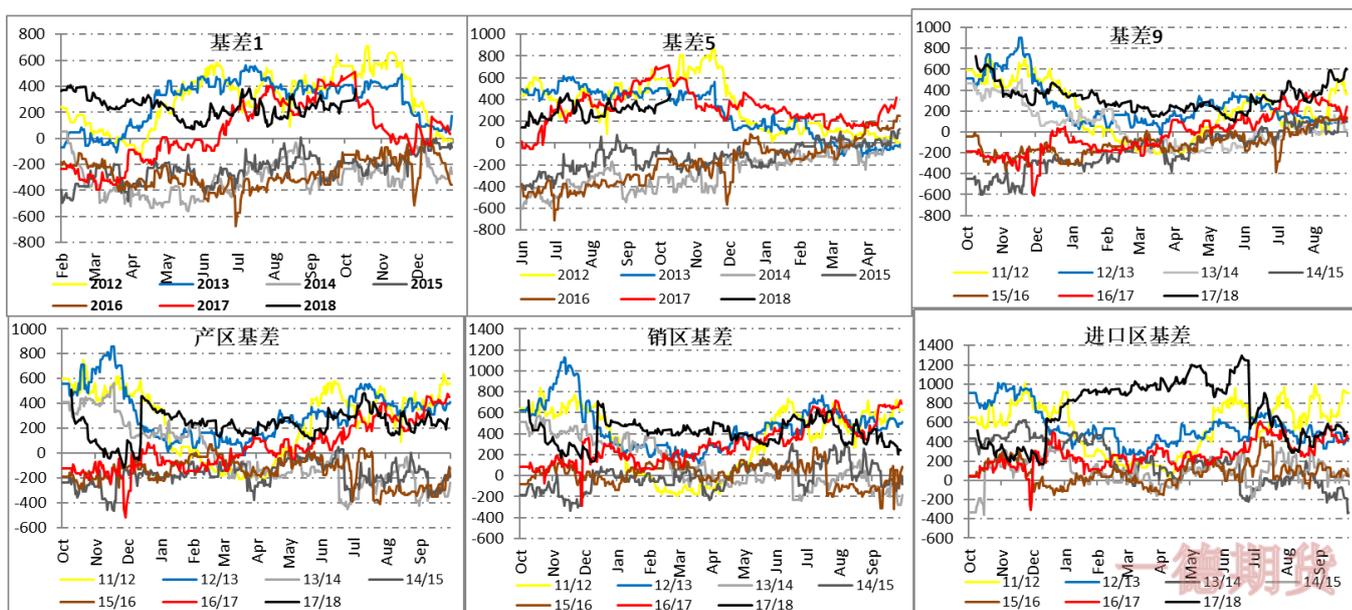
我国 2017/18 榨季新增产销缺口为 469 万吨，其中产量 1031.04 万吨，进口 250 万吨，走私 250 万吨，库存消费比 76.92%，2018/19 榨季预计产量将恢复至 1090 万吨，走私 200 万吨，进口 300 万吨，走私 200 万吨，届时，库存消费比将提高至 85.24%，如果不算 500 多万吨的国储糖，库存消费比将从本榨季的 43.8%提高至 52%。

图表 43: 郑糖历史价格



资料来源：博易大师

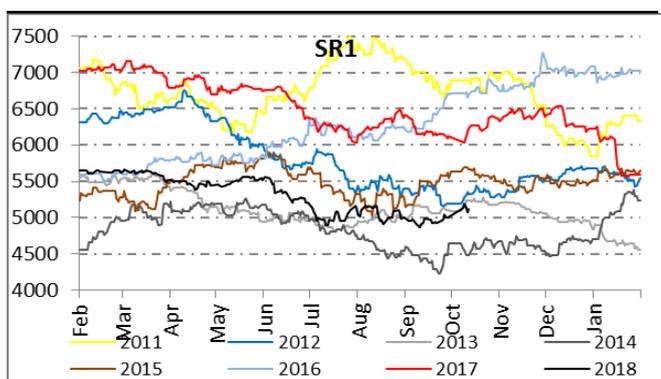
图表 44：郑糖基差和价差



资料来源：一德期货

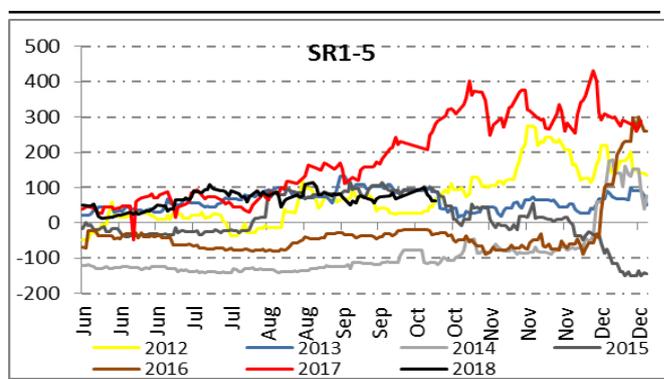
当前南方甘蔗产区尚未开榨，北方甜菜糖开榨初期，新糖供应有限，进口糖被严格限制，变动空间依然存在的就是走私糖，而走私数量的多寡就取决于利润空间和政策管控力度，利润长期较高，缅甸放开后，走私有提升的趋势。

图表 45：郑糖 1 月历史价格



资料来源：一德期货

图表 46：郑糖 1-5 价差



资料来源：一德期货

综上，中期看，进口糖和走私糖流入降低，不抛储，甜菜糖尚未集中上市，中期行情值得期待，但受限于增产的供应压力和中短期套保压力，上方反弹空间谨慎乐观，5200-5300 压力较强。长期看，反弹非反转，仍处熊市中期，增产中期，单边长期维持空头策略，可以在本次反弹期间再次布局。套利方面，长期看近强远弱，正套为主。

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。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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：0533-3586 709

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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：0535-2163353/2169678