



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290号

边舒扬
投资咨询证号：
Z0012647

上善若水

摘要

2020 年一季度，商品市场极为动荡。白糖 2105 合约大多数时间波动区间为 5200-5500，前期的上涨主要因宏观利多情绪影响，随后价格回落更多的是回归了供求矛盾的主旋律，今年高库存叠进口加工糖施压糖价。二季度，库存压力的问题会更为凸显，随着进口配额外许可证的发放，糖价疲态尽显。

展望 2021 年二季度，市场的关注重心将从亚洲转移到巴西。随着 4 月份巴西正式开始 21/22 年度压榨，糖醇比的变化将对市场供应产生较大影响。国内方面，我们要特别关注库存的变化以及进口节奏的变化。在供应压力依旧较大的情况下，我们不建议做多操作，操作上建议逢反弹做空为主。价差方面建议放弃复杂的 5-9 套利，择机做 9-1 反套操作。期权方面，不建议做买权，建议做卖出宽跨式期权，上下各 300 点。

操作建议：反弹波段沽空为主，价差方面 9-1 反套。期权方面，前期卖出看跌期权为主。

风险点：原油大涨，配额外进口利润一直不高，拉尼娜转为厄尔尼诺。

目录

第 1 章	行情回顾及策略建议.....	4
第 2 章	国内白糖市场现状分析.....	4
2.1.	关注国产糖库存变化.....	5
2.1.1.	国产糖进入累库高峰期.....	5
2.2.	进口糖持续施压.....	6
2.2.1.	前期进口量大 关注进口利润.....	6
2.2.2.	糖浆影响有所减弱.....	8
2.3.	放弃 1-5 套利 关注 9-1 套利.....	8
第 3 章	国际食糖市场分析.....	9
3.1.	关注印度出口节奏.....	9
3.2.	泰国减产对市场影响减小.....	10
3.3.	关注巴西新榨季.....	11
第 4 章	行情展望.....	13
	免责声明.....	14

图表目录

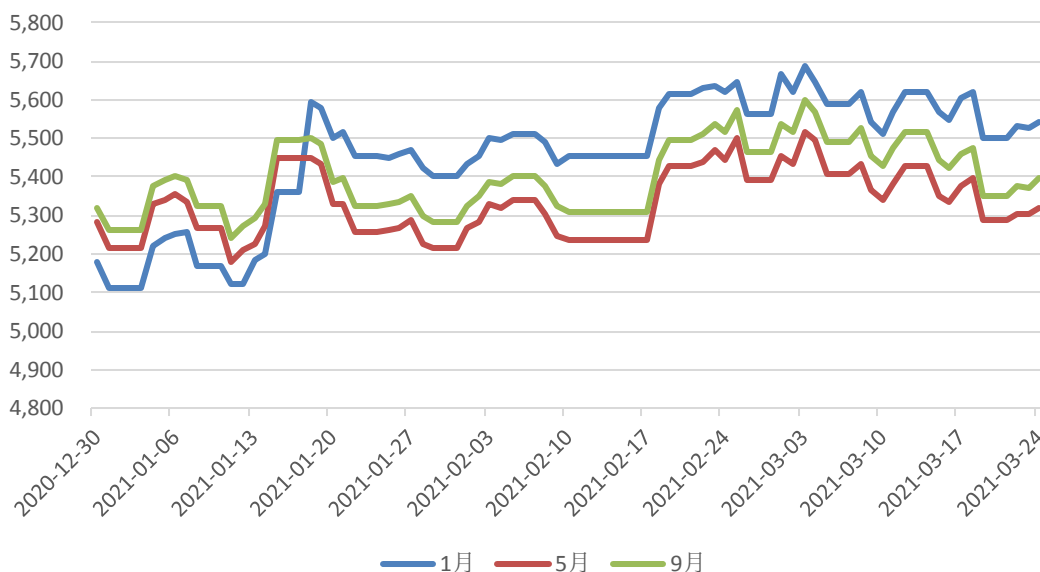
图 1: 郑糖价格走势图 (元/吨)	4
图 2: 中国食糖供需平衡表 (单位: 万吨)	5
表 2.1.1: 20/21 制糖年全国食糖产销进度 (万亩、万吨)	6
图 2.2.1.1: 食糖月度进口量 (万吨)	7
图 2.2.1.2: 配额外糖进口利润 (元/吨)	7
图 2.2.3.1: 我国进口糖浆数量 (万吨)	8
图 3.1: 内外糖价对照 (元/吨, 美分/磅)	9
图 3.1.1: 印度食糖生产状况 (万吨)	10
图 3.2.1: 泰国出口情况 (吨)	11
图 3.3.1: 巴西中南部生产进度 (万吨)	12
图 3.3.2: 巴西中南部糖醇比.....	12

第1章 行情回顾及策略建议

2021 年一季度国内白糖市场波动不大，整体震荡上行，2105 合约大多数时间波动区间为 5200-5500，前期的上涨主要因宏观利多情绪影响，随后价格回落更多的是回归了供求矛盾的主旋律，今年高库存叠进口加工糖施压糖价。二季度，库存压力的问题会更为凸显，随着进口配额外许可证的发放，糖价疲态尽显。

策略建议：逢高波段做空为主，价差方面择机做 9-1 反套。期权方面，择机卖出跨式期权。

图 1：郑糖价格走势图（元/吨）



资料来源：郑商所 南华研究

第2章 国内白糖市场现状分析

二季度是国内食糖的累库高峰期，往年此时市场的关注点会从国产糖向进口糖转移。不过由于近两年进口量较大，尤其是 20/21 榨季开始后就有大量的进口糖挤占市场，造成国产糖在压榨期就不得不面对进口糖的冲击。后续国产糖库存将是决定市场价格的主要因素，而这个因素是国产糖和进口糖共同主导的。这个阶段市场整体会比较弱，可能配额外进口利润会一直处于平时或者有所贴水的位置，从而延长时间去消化国产糖库存。

图 2：中国食糖供需平衡表（单位：万吨）

国内食糖供需平衡表（万吨）						
榨季		16/17	17/18	18/19	19/20	20/21
上季工业结转库存		59.83	57.87	45.52	35.41	56.62
产量		928.82	1031.4	1076.04	1041.51	1070
销量		870.95	985.88	1040.63	984.89	990
销糖率		93.77%	95.59%	96.71%	94.56%	92.52%
当季工业结转库存		57.87	45.52	35.41	56.62	80
进出口	进口	230	243	325	375	550
	走私+糖浆折算（估计）	230	200	80	80	80
	出口	12.49	18.4	19.2	15.85	16
	净进口	217.51	224.6	305.8	359.15	534
	净进口（含走私+糖浆）	447.51	424.6	385.8	439.15	614
储备库	国储抛储量	98.96	0	0	0	0
	广西抛储量	37.27	0	0	12.73	0
当年总供给		1224.69	1210.48	1346.43	1356.77	1524
供给量	当年总供给（含走私+糖浆）	1454.69	1410.48	1426.43	1436.77	1604
	国内总供给	1284.52	1268.35	1391.95	1392.18	1580.62
表观需求量		1456.65	1422.83	1436.54	1415.56	1580.62

资料来源：南华研究

2.1. 关注国产糖库存变化

2.1.1. 国产糖进入累库高峰期

截至 2021 年 2 月底，全国已累计产糖 867.67 万吨，同比减少 14.87 万吨，其中甘蔗糖 714.41 万吨，同比减少 28.85 万吨，产甜菜糖 153.26 万吨，同比增加 13.98 万吨。全国累计销售食糖 338.5 万吨，同比减少 63.22 万吨，累计销糖率 39.01%，而上榨季为 45.42%，其中销售甘蔗糖 256.11 万吨，同比减少 63.91 万吨，销糖率 35.85%，去年同期为 43.06%，销售甜菜糖 82.39 万吨，同比增加 0.69 万吨，销糖率 53.76%，去年同期为 58.66%。

我们可以看到在压榨的前几个月，全国的糖产量要比去年少，这是由于今年崇左地区的压榨进度偏慢所致，随着后续压榨进度的跟进，供应压力正在逐步增大。而销量方面，很明显能够感受到糖卖不动的情况，有很大一块市场被四季度和一季度大量的进口糖所替代，库存压力非常明显。

表 2.1.1: 20/21 制糖年全国食糖产销进度 (万亩、万吨)

20/21 制糖年全国食糖产销进度							
单位: 万亩、万吨							
省区	2020 糖料种植面积	20/21 年度预计		截至 2020 年 2 月底累计			备注
		收购糖料量	产糖量	产糖量	销糖量	销糖率	
全国合计	2082	8858	1050	867.67	338.5	39.01	
甘蔗糖合计	1735	7360	899	714.41	256.11	35.85	
广东	144	650	65	42.84	27.33	63.80	已有 4 家收糖
其中: 湛江	135	610	61	38.19	24.13	63.18	已有 4 家收糖
广西	1120	4900	600	555.88	196.83	35.41	已有 24 家收糖
云南	440	1700	220	108.23	31.03	28.67	已全部开榨
海南	26	93	12	7.12	0.61	8.57	已有 1 家收糖
其他	5	17	2	0.34	0.31	91.18	已全部开榨
甜菜糖合计	347	1238	151	153.26	82.39	53.76	
内蒙古	230	700	85	89.10	57.30	64.31	已全部收糖
新疆	102	485	60	57.61	22.39	38.86	已全部收糖
黑龙江	6	12	1.5	1.45	0.3	20.69	已全部收糖
其他	9	41	4.5	5.1	2.40	47.06	已全部收糖

资料来源: 中国糖业协会 南华研究

2.2. 进口糖持续施压

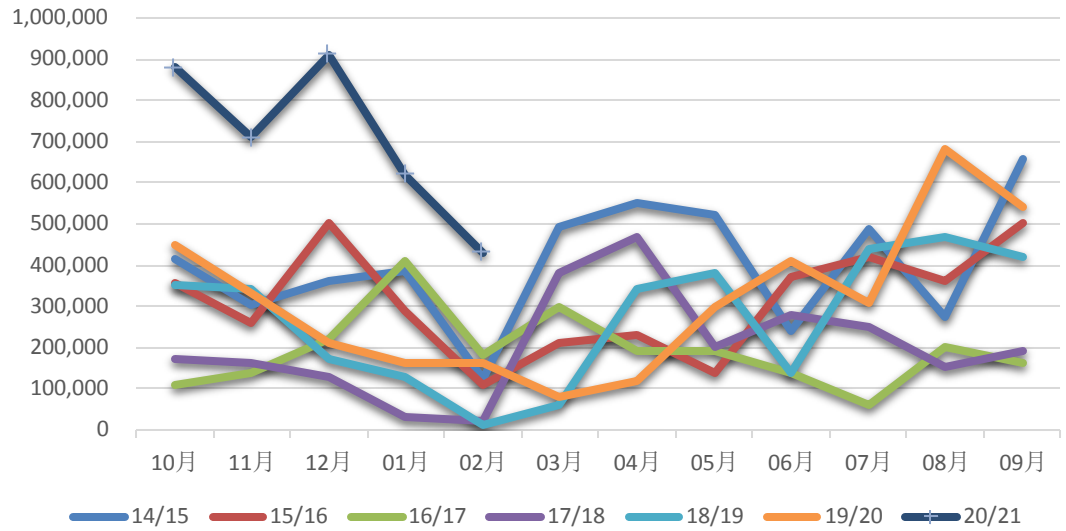
2.2.1. 前期进口量大 关注进口利润

截至 2 月底, 20/21 年度 (2020 年 10 月-2021 年 9 月) 全国进口糖 355 万吨, 同比上榨季增加 224 万吨, 2021 年 1-2 月我国进口糖 105 万吨, 同比增加 73 万吨。由于 2020 年配额外许可证发放量是非常大的, 因此整体的进口量也很大, 这就造成了全年四季度和今年一季度进口量爆表的局面。

2021 年我国进口配额依旧是 194.5 万吨, 而配额外许可证发放量传闻为 287 万吨, 2020 年全年的进口量为 527 万吨, 因此 2021 年全年的进口对比下是有所减少的, 但是如果按照榨季计算, 19/20 年进口量为 375 万吨, 而 20/21 年度已经进口了 355 万吨, 按照过去两年二三季度的进口量大致在 200 万左右的情况, 那么最终 20/21 年度产量或将达到 550 万吨左右的新高。

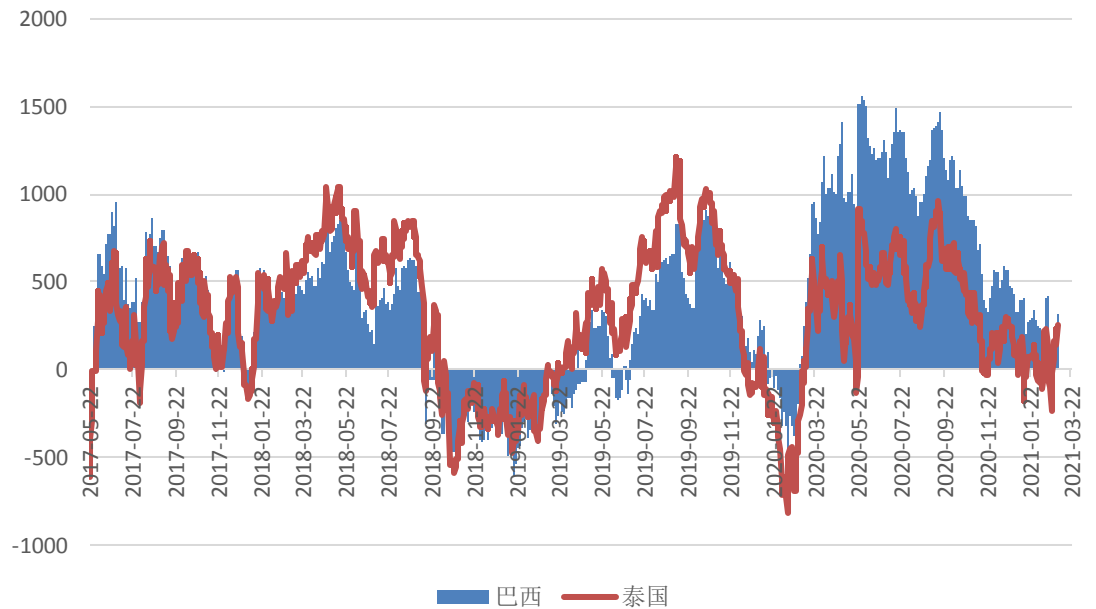
不过, 一季度到目前为止配额外进口利润基本在平水上下, 或许 3-4 月的进口量不会太大, 更多的进口量可能会集中在三季度。

图 2.2.1.1: 食糖月度进口量 (万吨)



资料来源: 海关总署 南华研究

图 2.2.1.2: 配额外糖进口利润 (元/吨)



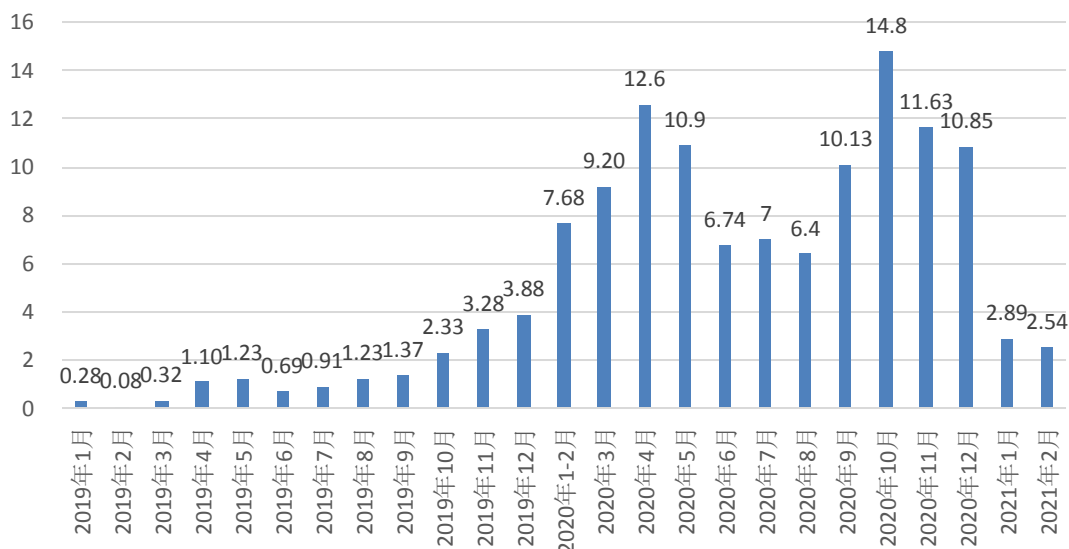
资料来源: wind 南华研究

2.2.2. 糖浆影响有所减弱

在走私糖持续遭遇打击下，不少投机分子开始寻找新的替代品来牟取暴利，进口糖浆很快就进入他们的视野。从 2019 年底开始，我国进口糖浆的数量急剧增长。2020 年我国累计进口糖浆 107.93 万吨，同比增加 91.22 万吨。以 0.54 折算，2020 年糖浆替代食糖量为 49.26 万吨。由于进口糖浆没有关税的，因此可以看到在原本几乎没有进口量的糖浆上，出现了爆发式的增长。

2021 年海关在进口糖浆上进行了更详细的标注，甘蔗或甜菜糖水溶液被单独列出，如此一来我们可以更精准的看到进口替代糖浆的数量。2021 年 1-2 月份该细分项合计进口 5.43 万吨，因此对标去年的进口糖浆看是下降了 2.25 万吨，不过考虑到去年是没有细分项的，而今年前两年月编码 17029000 的进口糖浆量微乎其微，因此 2021 年头两个月下降的幅度可能还有所缩水。

图 2.2.3.1： 我国进口糖浆数量（万吨）



资料来源：海关总署 南华研究

2.3. 放弃 1-5 套利 关注 9-1 套利

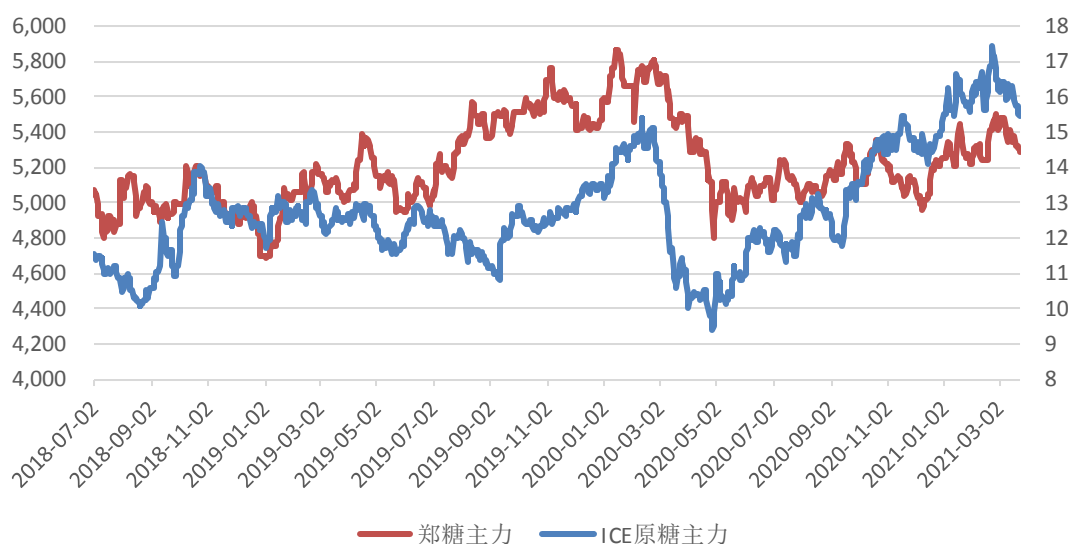
今年一季度跨期套利出现了两次机会，不过操作性上并不是很好。第一个 5-9 的反套，从 -20 左右跌到 -96，主要原因还是 1-2 月的进口比预想的要大，而库存压力在逐步体现，现货方面卖不动，5 月作为主力合约受压制。第二个是 9-1 的反套，逻辑在于这两个合约跨了榨季，远月盘子轻，在今年供应压力依旧很大的情况下，远月依旧具有天然的优势。总结看，5-9 套利更注重当下，目前看 5 月的库存压力还是非常大，而进口糖的方面看 3-4 月进口量会比较小，远月的进口压力会更大，因此并不好判断强弱走

势。对于 9-1 套利而言，还可以进行反套操作，今年的供应压力依旧很大，理论上而言，明年的压力要小一些，至少目前并没有体现。

第3章 国际食糖市场分析

今年一季度，国际糖价涨后跌，波动较大。今年年初，正处于泰国的销售期，但由于泰国减产以及印度糖由于运输和集装箱短缺问题，导致全球食糖贸易出现阶段性供应短缺，糖价在 2 月出现一波上涨，但是进入 3 月后，疫情的反复和全球金融市场动荡的影响导致糖价再度回落。4 月开始，巴西进入压榨期，市场重心将再度从亚洲转移到巴西。我们需要重点关注巴西的生产节奏和糖醇比的变化。

图 3.1：内外糖价对照（元/吨，美分/磅）



资料来源：wind 南华研究

国际糖业组织（ISO）在 2 月的预估表示，受减产前景影响，20/21 榨季全球食糖短缺 480 万吨，远高于上次预估的 350 万吨。全球糖产量为 1.69 亿吨，低于此前预估的 1.711 亿吨。其中欧洲产量下修至 1520 万吨；伊朗产量预估调至 130 万吨；巴基斯坦产量预估下修至 550 万吨；泰国产量预估调至 780 万吨。全球食糖消费量预估下修至 1.738 亿吨，同比仍增 2.1%。不过，根据路透的调查显示，当前榨季全球将有 50 万吨过剩，而 21/22 榨季将小幅扩大至 280 万吨。

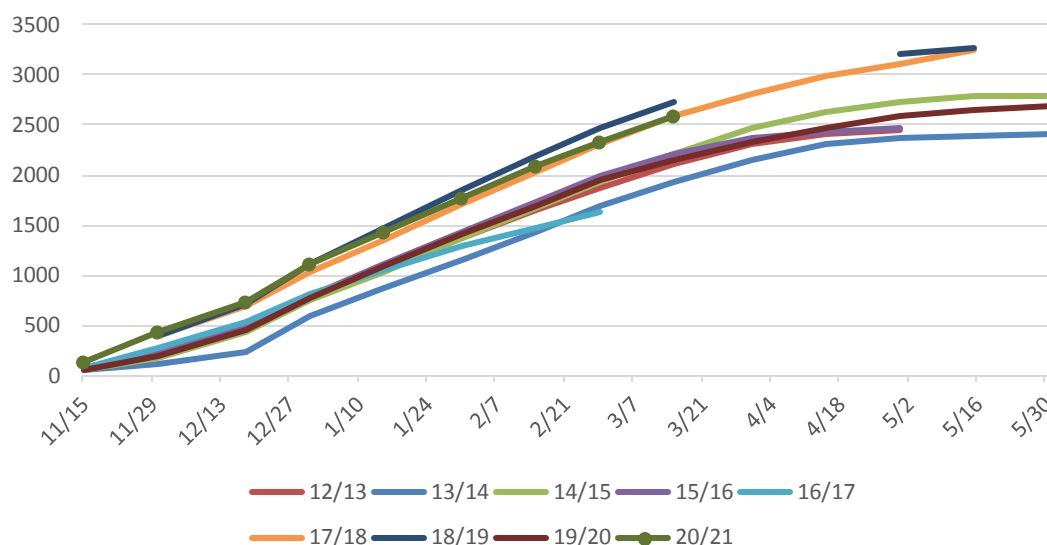
3.1. 关注印度出口节奏

印度糖厂协会（ISMA）数据显示，印度 2020/21 榨季甘蔗种植面积预计达 526.8 万

公顷，同比提高 9%；食糖总产量预计达 3302.3 万吨，同比增长 20.4%，其中 200 万吨预计用于乙醇生产（上榨季为 80 万吨），因此 20/21 净糖产量预计达 3102.3 万吨。其中，北方邦甘蔗种植面积预计为 230.7 万公顷，同比下降 0.5%，糖产量预计为 1245.7 万吨，同比下降 1.4%；马邦甘蔗种植面积预计增长 48%至 114.8 万公顷，糖产量预计达 1080.2 万吨，同比大幅增长 75.1%，因甘蔗单产预计回升；卡邦甘蔗种植面积预计达 50.1 万公顷，同比增长 19.3%，糖产量预计达 460.4 万吨，同比增长 31.7%。19/20 榨季印度食糖期初库存达 1458 万吨，糖产量为 2742 万吨，国内消费量与出口量分别为 2570 万吨和 565 万吨，因此结转至 20/21 榨季的期初库存预计达 1064 万吨。虽然新榨季期初库存预计同比减少 390 万吨，但数量仍较正常水平过剩 550 万吨，糖厂需要继续出口 600 万吨糖以平衡供需。

印度截至 3 月 15 日，印度累计产糖 2586.8 万吨，同比大增 19.69%，主要因今年开榨整体提前且可用甘蔗多。其中北方邦已产糖 842.5 万吨，去年同期为 871.6 万吨，马邦累计产糖 940.5 万吨，去年同期产量为 558.5 万吨，卡邦已产糖 413.5 万吨，去年同期产糖 333.5 万吨。

图 3.1.1：印度食糖生产状况（万吨）



资料来源：ISMA 南华研究

出口方面，2020 年印度总出口配额为 600 万吨，截至 3 月份已经签约约 430 万吨合约。2020 年 10 月至 12 月印度实际出口糖 31.8 万吨，使用的是 19/20 榨季的配额，因运输和集装箱供应问题，印度预计 1-3 月实际出口为 220 万吨。

3.2. 泰国减产对市场影响减小

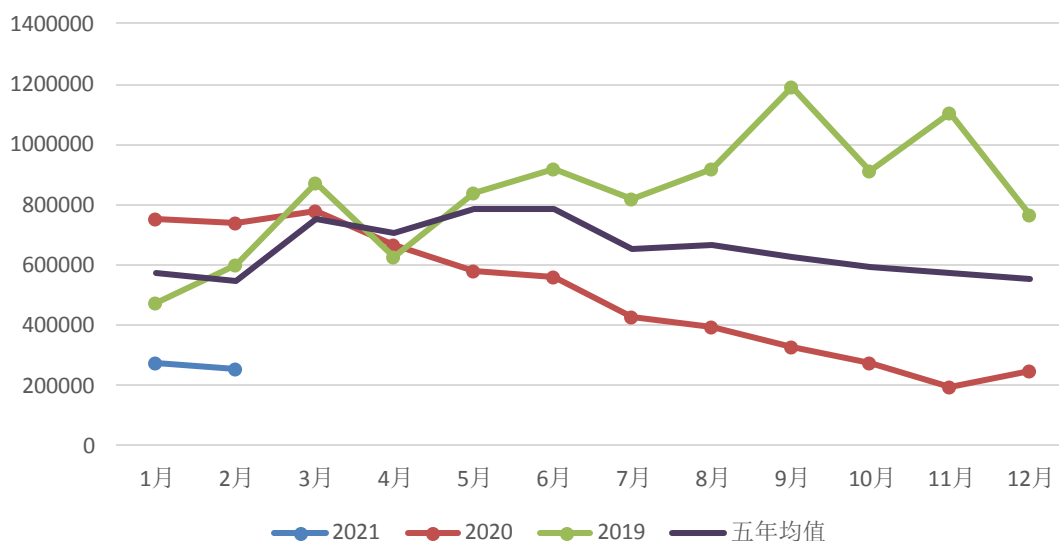
泰国截至 3 月 4 日已有 19 家糖厂收榨，累计压榨甘蔗约 6401 万吨，日榨量约为

28.0316 万吨，平均出糖率 112.34 千克/吨甘蔗，预计到 3 月 15 日所有 57 家糖厂全部收榨，预计最终甘蔗压榨量为 6500 万吨，略高于前期预估的 6400 万吨。ISO 预计泰国产量仅为 780 万吨，低于去年的 830 万吨。

当前市场注意力已转向下榨季，期望产量有明显提高，当前大多数分析人士认为，新榨季甘蔗产量将略微提高至 8500 万吨。

出口方面，泰国作为亚洲主要出口国，因糖产量进一步下滑导致出口量有明显下降。泰国去年 10 月至今年 2 月累计出口糖 135.79 万吨，同比减少 68.22%。

图 3.2.1：泰国出口情况（吨）



资料来源：泰国海关 南华研究

3.3. 关注巴西新榨季

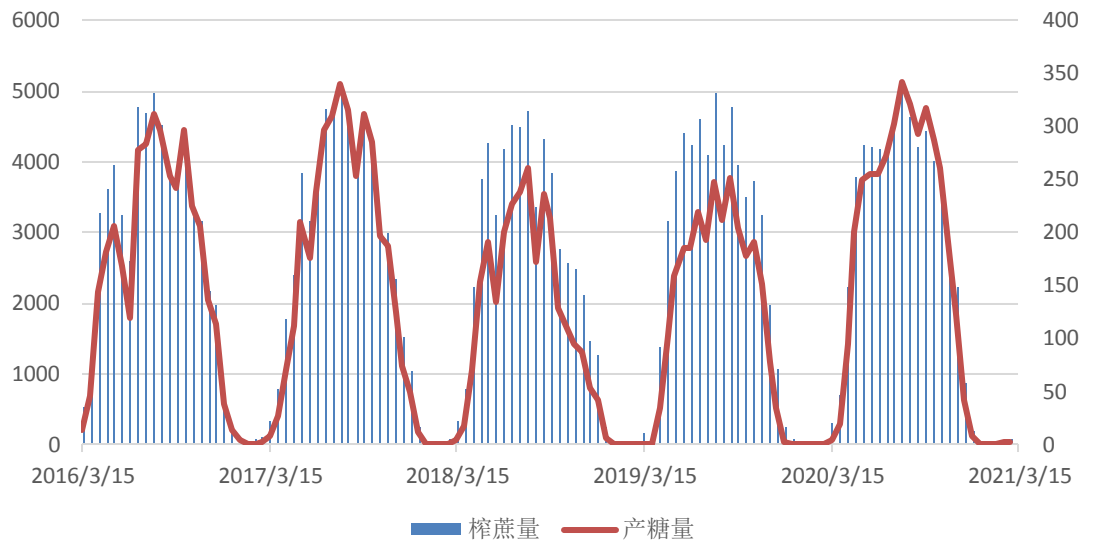
巴西中南部在 3 月中下旬会率先进入 21/22 榨季。巴西蔗产联盟 UNICA 数据显示，截至 2 月底，巴西中南部 20/21 榨季累计压榨甘蔗 5.98790 亿吨，同比增加 3.25%，产糖 3823.5 万吨，同比增加 44.32%，产乙醇 297.92 亿公升，同比减少 8.5%。糖厂使用 46.19% 的甘蔗产糖，大幅高于上榨季同期的 34.46%。

UNICA 预计巴西 20/21 年度中南部甘蔗压榨量为 6.05 亿吨，较 19/20 年度增加 2.5%；糖产量 3840 万吨，较 19/20 年度增加 43%。乙醇产量料达到 304 亿公升，较 19/20 年度减少 8.4%。巴西市场糖将增 4.55% 至 836 亿吨。巴西 2020 年乙醇出口量料达到 24.3 亿公升，较 2019 年增加 36%。巴西 2020 年累计出口 3243 万吨糖，同比增加 1455 万吨，20/21 榨季截至 12 月底，巴西累计出口 2813 万吨，同比增加 1350 万吨。

巴西农业部数据估计，巴西糖厂已经为 21/22 榨季 85.75% 的预计出口量锁定价格，

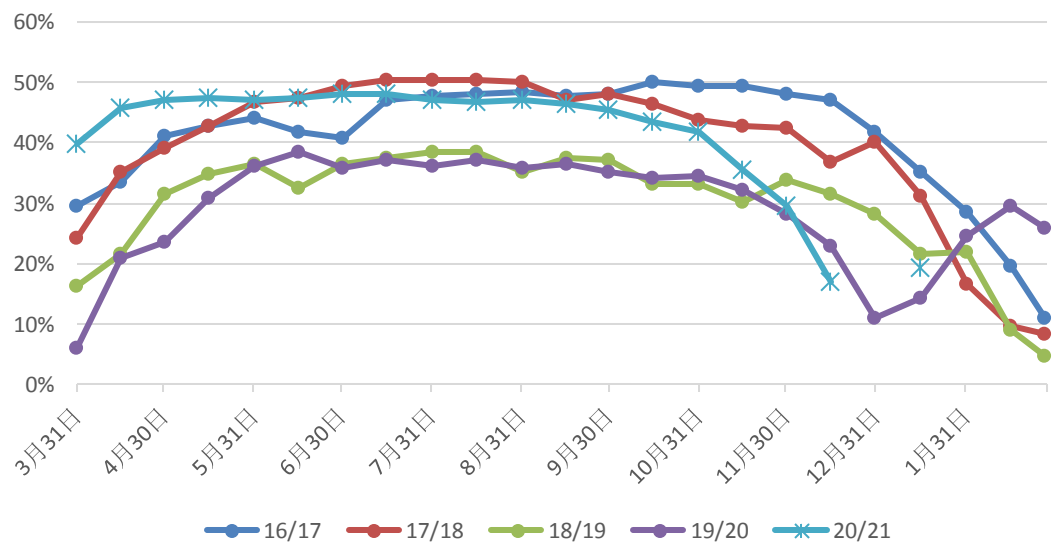
较上个月进一步增加 5 个百分点。虽然中南部 21/22 榨季的官方开始时间是下个月，但糖厂利用有利的市场条件以前所未有的进度进行了下榨季的套保，去年同期糖厂对 20/21 榨季出口量的套保进度在 64.7%。

图 3.3.1：巴西中南部生产进度（万吨）



资料来源：UNICA 南华研究

图 3.3.2：巴西中南部糖醇比



资料来源：UNICA 南华研究

从 2021 年 4 月开始，巴西中南部将进入 21/22 榨季，巴西产糖量低于当前年度创

记录的产量，预测为 3840 万吨，因甘蔗含糖量下降。当前年度的甘蔗含糖量平均为每吨 144 千克，接近历史高位，上一年度为 138 千克。新榨季甘蔗生长发育受到今年较往常更为干燥的不利天气条件影响，因此新年度头几个月的单产将会下降。

2021 年燃油消耗可能增加，燃料乙醇消费或有增加。21/22 年度巴西乙醇需求甚至可能高于产量，为了满足这一需求增长，糖厂可能将会更大的生产乙醇，因此 21/22 年度巴西中南部的糖醇比可能会有所下降，20/21 年度糖醇比为 46%。

第4章 行情展望

展望 2021 年二季度，市场的关注重心将从亚洲转移到巴西。随着 4 月份巴西正式开始 21/22 年度压榨，糖醇比的变化将对市场供应产生较大影响。国内方面，我们要特别关注库存的变化以及进口节奏的变化。在供应压力依旧较大的情况下，我们不建议做多操作，操作上建议逢反弹做空为主。价差方面建议放弃复杂的 5-9 套利，择机做 9-1 反套操作。期权方面，不建议做买权，建议做卖出宽跨式期权，上下各 300 点。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点