

于中华

研究员，期货执业证书编号 F0296208

yuzh@dxqh.net

投研观点：

- 11 月郑糖在政策支撑和资金推动下强势上攻，创出 5 年新高，并离历史高位仅一步之遥。而原糖延续回调，跌破 20 美分。内强外弱格局十分鲜明。
- 机构下调 16/17 年度全球食糖短缺预估，雷亚尔贬值亦拖累原糖走软，先前多头拥挤的 CFTC 净多持仓迅速回落。
- 产不足需的国内供需基本面和政策调控能力支撑糖价长线看涨，资金推动下的过快涨势和配额外进口盈利窗口打开使得短线存在调整需求。
- 操作上：产业逢高卖出套保、投机待回调结束后补多、法人户可关注多 1701 空 1705 正向套利。

行情回顾：

11 月份的郑糖在经历了二十余天的宽幅震荡后，以 11 月 28 日一个涨停板开启强势突破上涨。而美原糖却在 11 月经历了一波深度回调。内强外弱格局十分鲜明。

ICE 原糖 3 月合约 11 月份开盘于 21.52 美分/磅，全月下跌 1.71 美分/磅（或-8.12%），收于 19.81 美分/磅。

郑糖主力合约正在由 1701 移仓至 1705，强势上涨并接近历史高位。1701 合约 11 月开盘于 6752，全月上涨 420 点（或+6.21%），收于 7180。

图 1：美原糖 3 月合约日线趋势

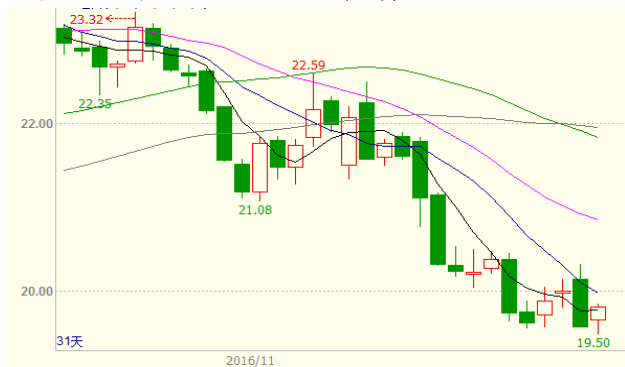


图 2：美原糖指数月线走势

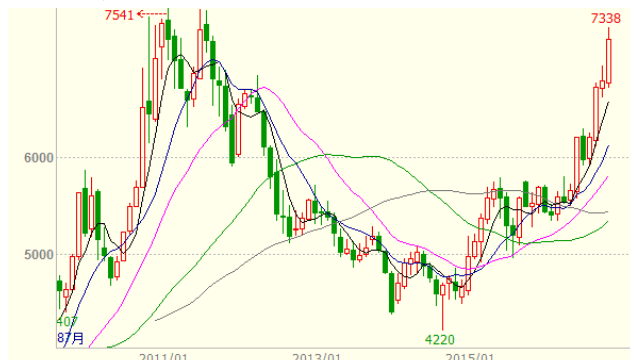


图 3：郑糖 1701 合约日线趋势



来源：文华财经，东兴期货研发中心

图 4：郑糖指数月线走势



来源：文华财经，东兴期货研发中心

国际：机构调降短缺预估 汇率左右原糖走势

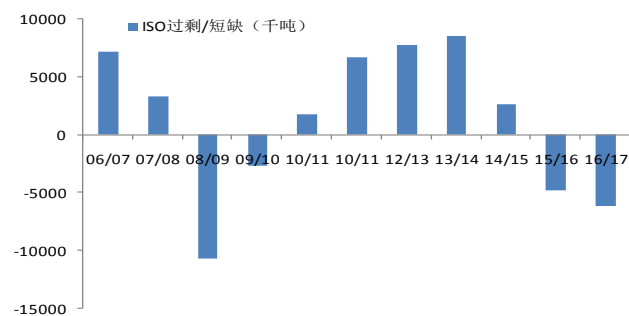
全球食糖总供需方面，近期多家国际机构均下调了 16/17 年度全球食糖短缺预估。

国际糖业组织（ISO）最新季度报告中表示：下调 2016/17 年度全球糖供应短缺量预估至 619 万吨，之前预估为 705 万吨，15/16 年度短缺 483 万吨。假设未来 21 个月天气正常，2017/18 年度初步展望为全球糖产量及消费量将“颇为平衡”，预示着全球糖周期中供应短缺阶段可能结束。2017/18 年度全球供需可能更加平衡的预期不会造成糖价大幅下滑，因 2016/17 年度全球糖期末库存预计将十分低。2016/17 年度全球糖库存消费比料下降至 43.58%，为 2010/11 年度以来最低水准。

分析机构 F.O.Licht 的观点类似：16/17 年度全球糖市连续第二年供应短缺，预计短缺 620 万吨（15/16 年度为短缺 990 万吨），但越来越趋于平衡，17/18 年度可能小幅过剩。供应形势变化主要是因欧盟产量意外大幅增加。

Kingsman 在最新的供求预估中，将本榨季短缺量从先前的 638 万吨下调至 464 万吨。此外，美国农业部（USDA）、Green Pool 等机构也在 11 月先后下调了 16/17 年度的短缺预估。

图 5：ISO 全球食糖过剩/短缺预估



来源：ISO，东兴期货研发中心

图 6：各机构全球食糖过剩/短缺预估（万吨）

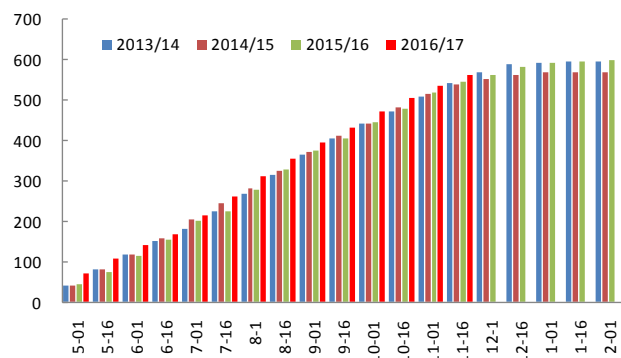
公司	预估日期	15/16 年度	16/17 年度
F.O.Licht	11.29	-990	-620
Green Pool	11.23	-752	-528
ISO	11.18	-483	-619
USDA	11.17	-668	-263

来源：广西糖网新闻整理，东兴期货研发中心

巴西作为全球第一大产糖国和食糖出口国，生产了全球 20%左右的糖，而出口量则占到全球 39%左右，其中巴西中南部占到整个巴西甘蔗产量的 90%以上。因此巴西的食糖生产对国际原糖价格走势有至关重要的影响。目前巴西中南部已经接近 16/17 榨季（4 月开始）尾声，多数糖厂将在 12 月初收榨。

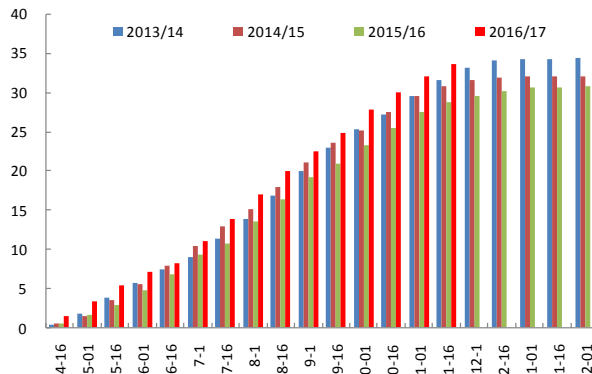
巴西糖及乙醇协会 Unica 最新双周报显示：11 月上半月中南部糖厂共压榨甘蔗 2,180 万吨，低于 10 月下半月的 3,175 万吨；11 月上半月巴西中南部地区糖产量为 136 万吨，低于 10 月下半月的 205 万吨，因压榨活动逐渐放慢。考虑到迄今为止收集的数据，Unica 表示该地区总的甘蔗压榨量可能难以达到之前预估的 6.05-6.3 亿吨区间的低端。

图 7：巴西中南部双周报累计甘蔗压榨量



来源：Unica，东兴期货研发中心

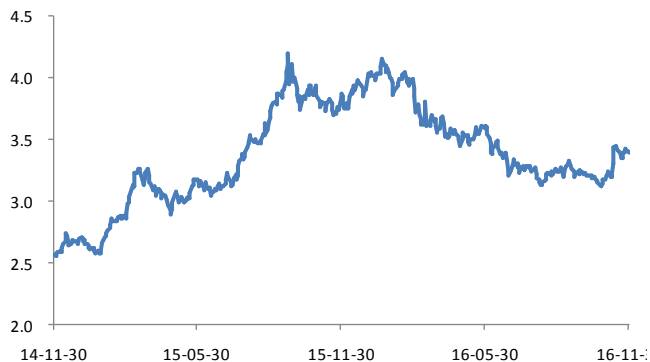
图 8：巴西中南部双周报累计产糖量



来源：Unica，东兴期货研发中心

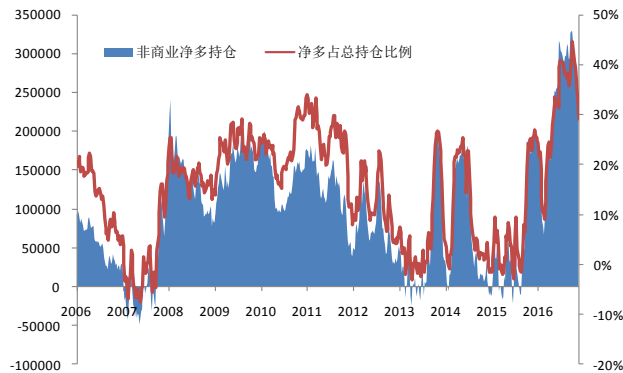
11 月的黑天鹅事件——特朗普当选美国总统后，巴西货币雷亚尔出现一波迅速贬值。汇率因素成为引发原糖大幅回调的导火索。雷亚尔走软使得糖出口更具吸引力，促使更多甘蔗被压榨成糖，从而拉低了原糖价格。虽然人民币近期也出现了加速贬值，但是相对幅度小于雷亚尔。因此，雷亚尔贬值对原糖的利空影响并不能被人民币贬值对郑糖的利多影响完全抵消。不过，由于国内政策层面的支撑，郑糖走势还是远强于原糖。

图 9：美元/巴西雷亚尔汇率走势



来源：wind，东兴期货研发中心

图 10：ICE 原糖非商业净多持仓



来源：CFTC，东兴期货研发中心

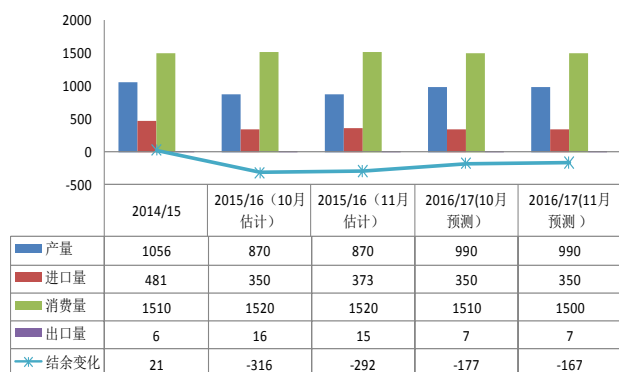
短缺被调减的基本面和汇率因素共同作用使得原糖承压回调，先前多头拥挤的状态加剧了调整幅度。美国商品期货交易委员会（CFTC）最新报告显示，截至11月22日当周，对冲基金及大型投机客持有的原糖净多头仓位为216,714手，较前周减少36,191手，为连续第八周回落，创逾半年最低，较9月底创下的纪录高位萎缩三成以上。

16/17 榨季存缺口 政策成影响糖价关键

我国16/17榨季的食糖生产已经陆续开始，11月份广西有20家糖厂开榨，同比减少6家。已开榨糖厂设计日榨产能为15.82万吨/日，同比减少2.8万吨/日。云南首家糖厂于12月1日开榨，同比提前11天；海南则将于12月中旬开榨。

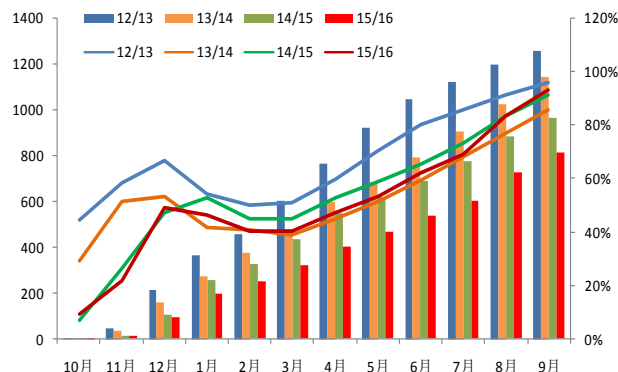
虽然今年开榨进度整体偏慢，但由于出糖率的回升，预计广西11月糖产量将高于去年同期的4.3万吨，达到6-7万吨。同时由于广西集团陈糖早早清库，因此预计今年11月份广西新糖单月销量将大幅高于去年的0.9万吨，应该和产量差不多，甚至有超卖现象。

图 11：我国食糖供需平衡



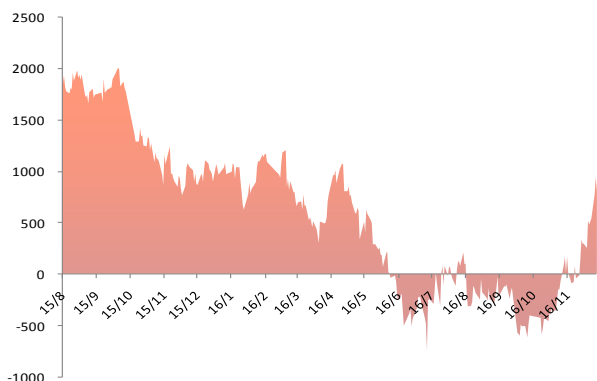
来源：中国农业部，东兴期货研发中心

图 12：全国食糖产销



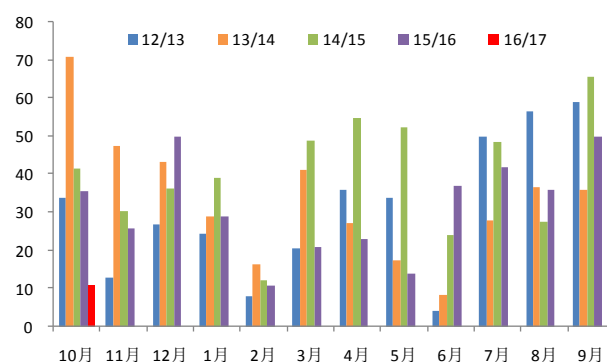
来源：中糖协，东兴期货研发中心

图 13：配额外进口利润



来源：Wind，东兴期货研发中心

图 14：各榨季月度进口糖量



来源：海关总署，东兴期货研发中心

近期糖价上涨的核心因素是政策，根本前提是 16/17 榨季产不足需。新榨季糖供需平衡表粗算为：1500（需求）-950（产量）-150（配额内进口）=400 万吨，这 400 万吨缺口要靠走私+配额外进口+抛储共同补充。今年 6-10 月份配额外进口基本处于亏损状态，11 月盈利窗口才再度打开，最新公布的 10 月份进口数据仅 11 万吨，同比下降 25 万吨。走私利润下降和缅北战事也对走私糖形成了抑制，走私数量预期将大幅下降。16/17 榨季的定价权将取决于配额外进口和储备糖之间的博弈，而这两者均可以由政策进行调控。明年 3 月将结束的进口糖保障措施立案调查带来了提高进口关税的预期，储备糖在第一批抛储结束后一直未有第二批投放的消息，市场预期榨季高峰结束前将不会投放储备糖打压糖价。因此，政策层面是支持此轮上涨的核心因素。

商务部进口糖保障措施立案调查将于明年 3 月结束，如果得出需要出台保护政策的结论，将很可能提高进口关税。我们发现原糖各合约月间价差结构呈现远月贴水，而郑糖却截然相反，政策的预期改变或是支撑这一价差结构的主要原因。目前由于内盘暴涨、外盘偏弱，配额外进口利润已经从两个月前的亏损近 600 元/吨变成了现在的盈利超过 700 元/吨。我们在 10 月推荐过的多郑糖空原糖内外反套也有了丰厚的利润。

操作建议

基于产不足需的国内供需基本面和政策调控能力，我们仍然维持郑糖长线看涨的观点，价位取决于宏观环境和政策的容忍度，不排除 16/17 榨季糖价创出历史新高的可能性。

近期内强外弱的背离走势已经打开了巨大的配额外进口盈利窗口，资金推助造成的过快涨幅有调整需求。短线暂时观望，待回调结束再行建立多单为宜。1705 合约关注 20 日均线、6800 支撑。产业客户可在高位卖出套保。

本周初推荐过的多 1701 空 1705 正向套利策略也有盈利。郑糖与原糖结构相反的月间价差结构有可能被修正，且 1705-1701 的低风险持仓成本在 160 附近，在 100-160 之间分批进行正套，具有安全边际，盈亏比可观。建议可以进入交割的法人户继续关注此策略。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。