

于中华

研究员，期货执业证书编号 F0296208

yuzh@dxqh.net

投研观点:

- 雷亚尔跳水+巴西生产加速，原糖跌至13月低点。保障措施出台后，郑糖利多出尽，震荡走弱。
- 17/18年度全球食糖恢复过剩，Unica双周报超预期，原糖至少跌至14.5美分或获支撑。
- 配额外关税加至95%后，配额外进口成本折算仅小幅亏损，已无利多作用。
- 操作上：郑糖1709在6400-6900区间操作，卖出宽跨式期权策略持有。

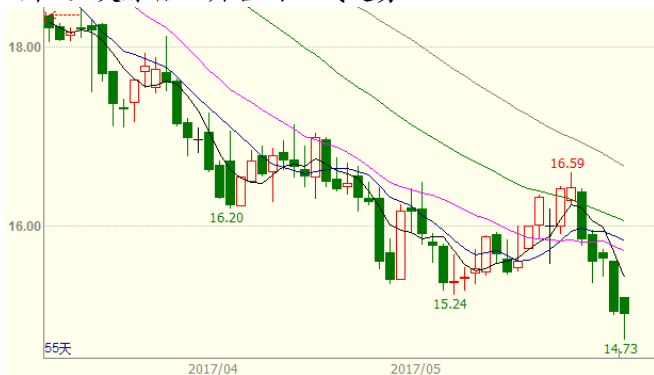
行情回顾:

5月22日上午，市场翘首等待的商务部《关于对进口食糖采取保障措施的公告》施终于靴子落地。公告内容与此前传闻基本一致，符合市场预期。但该政策对市场却表现为利多出尽走势，郑糖主力合约此后震荡走弱。原糖在巴西生产数据超预期和下调汽油价格利空之下，在月末跌至13个月新低。

ICE原糖7月合约5月份开盘于16.20美分/磅，全月下跌1.15美分/磅（或-7.11%），收于15.02美分/磅。

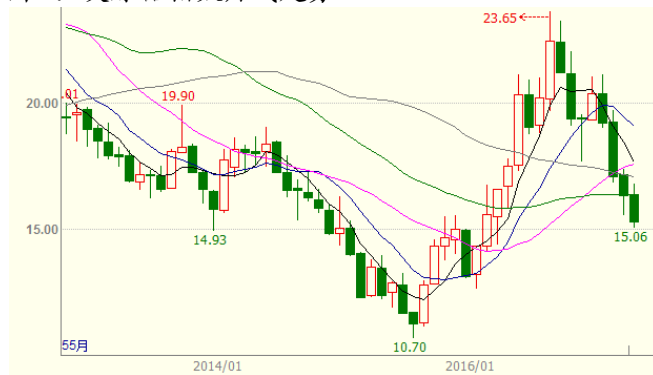
郑糖1709合约5月份开盘于6641，全月下跌48点（或-0.73%），收于6552。

图1：美原糖7月合约日线趋势



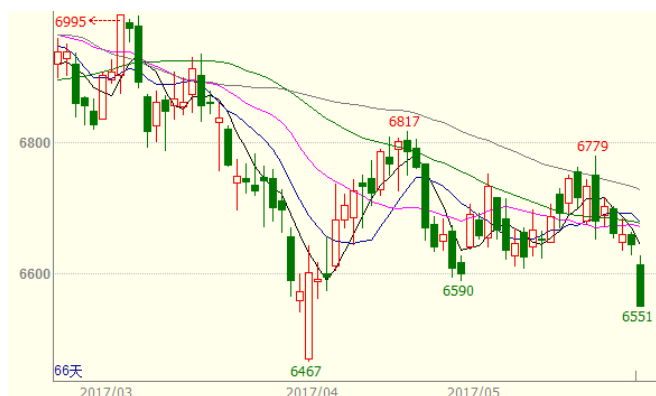
来源：文华财经，东兴期货研发中心

图2：美原糖指数月线走势



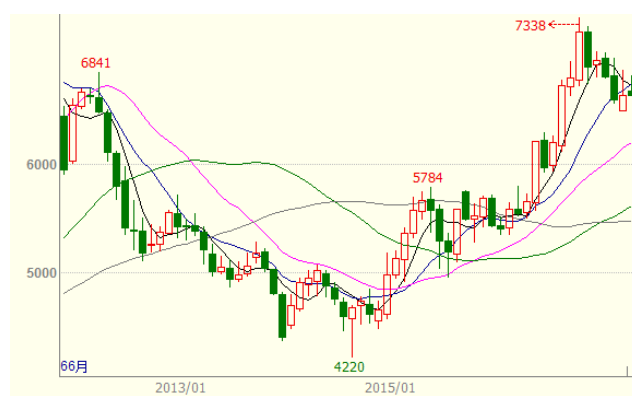
来源：文华财经，东兴期货研发中心

图 3: 郑糖 1709 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: 17/18 年度将转向过剩, 巴西生产进度加快

全球食糖总供需方面, 国际机构均普遍认为, 在经历了连续两年的短缺后, 17/18 年度全球食糖将预期首迎小幅过剩。

本月初纽约“糖周”会议期间机构表示, 全球糖供应短缺状况料在即将到来的作物年度结束, 不过对于是否将出现供应过剩的预期仍看法不一: Kingsman 称, 17/18 年度全球糖供应过剩量预估为 313.8 万吨, 高于此前预估的 308 万吨。Datagro 表示, 17/18 年度全球糖市供应有望达到供需比较均衡。Sudcen 称, 17/18 年度全球糖市料将迎来 300 万吨供应过剩。且糖价需要降至大约每磅 14.5 美分才能刺激巴西糖厂转向乙醇生产。FCStone 将 17/18 年度全球糖市缺口预估下修至 30 万吨, 2 月预估为短缺 50 万吨。TRS 预计 17/18 年度全球原糖市场将供应过剩 182 万吨, 16/17 年度和 15/16 年度分别为短缺 801 万吨和 593 万吨。

图 5: 全球食糖供需平衡与原糖均价



来源: Kingsman, 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)

机构	预估日期	16/17 年度	17/18 年度
ISO	2 月 21 日	-586.9	小幅过剩
Kingsman	3 月 28 日	-678	308
Kingsman	4 月 13 日	-631	314
F.O.Licht	4 月 25 日	-520	280
GreenPool	5 月 5 日	-428	472
TRS	5 月 8 日	-801	182
Sudcen	5 月 10 日	-300	300

来源: 新闻整理, 东兴期货研发中心

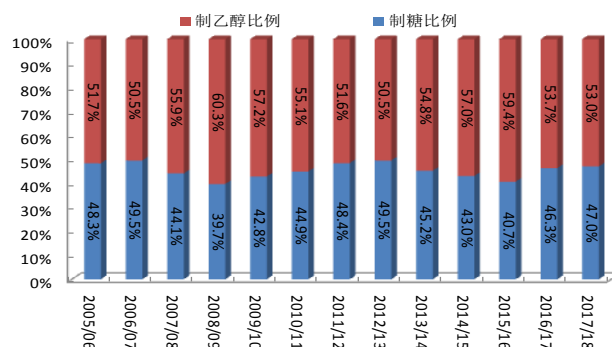
巴西作为全球第一大产糖国和食糖出口国, 生产了全球 20%左右的糖, 而出口量则占到全球 39%左右, 其中巴西中南部占到整个巴西甘蔗产量的 90%以上。因此巴西的食糖生产对国际原糖价格走势有至关重要的影响。目前巴西中南部刚刚开始 17/18 榨季。

图 7: Unica 对巴西中南部 17/18 年度预测

产量	16/17	17/18E	变化 (%)
甘蔗 (百万吨)	607.137	585	-3.65%
糖 (百万吨)	35.628	35.2	-1.20%
无水乙醇 (亿升)	106.56	108.38	1.71%
含水乙醇 (亿升)	149.96	138.61	-7.57%
总乙醇 (亿升)	256.52	247	-3.71%
ATR	133.03	134.4	1.03%
制糖比例	46.30%	46.99%	+
制醇比例	53.70%	53.01%	-

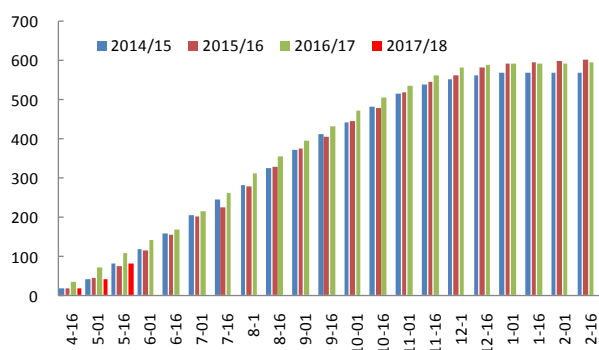
来源: Unica, 东兴期货研发中心

图 8: 巴西中南部制糖比例



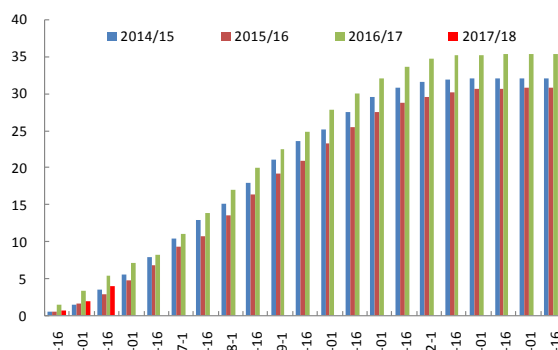
来源: Unica, 东兴期货研发中心

图 9: 巴西中南部累计甘蔗压榨量 (百万吨)



来源: Unica, 东兴期货研发中心

图 10: 巴西中南部累计产糖量 (百万吨)



来源: Unica, 东兴期货研发中心

Unica 最新生产报告显示, 巴西中南部 5 月上半月糖产量高于市场预期, 尽管部分时间因降雨无法作业, 糖厂尽力维持高产。5 月上半月该地区糖厂压榨了 3,846.1 万吨甘蔗, 4 月下半月为压榨 2,409.1 万吨, 但低于上年同期的 3,969 万吨。5 月上半月巴西中南部地区糖产量为 210.6 万吨, 高于上年同期的 207 万吨, 期间近 47% 的甘蔗用于产糖, 上年同期为 44%。5 月上半月巴西中南部地区乙醇产量为 14.83 亿公升, 4 月下半月为 9.32 亿公升, 上年同期为 16.2 亿公升, 显示糖厂继续青睐于产糖, 但近期有传言称国内市场乙醇销售收入改善。

巴西糖厂的制糖比例是动态变化着的, 主要取决于糖厂对制糖与制乙醇的利润比较, 用经济学原理解释就是乙醇是生产糖的机会成本。当前市场普遍认为原糖价格下跌至 14.5-15 美分/磅左右时, 才会刺激巴西糖厂转向生产乙醇。因此, 虽然市场对原糖持有偏空预期, 但是 14.5 美分/磅附近可以认为是一个阶段性底部。不过, 近期爆发的总统政治丑闻如果引发雷亚尔汇率重回贬值趋势, 将使“乙醇底”下移。

国内：保障措施落地，新榨季继续增产

2016/17 年制糖期全国制糖生产已基本结束，截至 2017 年 4 月底，本制糖期全国已累计产糖 915.18 万吨(上制糖期同期产糖 854.97 万吨)，比上制糖期同期多产糖 60.21 万吨。截至 2017 年 4 月底，本制糖期全国累计销售食糖 453.95 万吨(上制糖期同期销售食糖 403.15 万吨)，累计销糖率 49.6%(上制糖期同期 47.15%)。

16/17 榨季产量基本已经确定，云南 5 月份预计还有近 10 万吨产量，全国产量大约在 925 万吨左右。消费量与出口构成的总需求大约在 1500 万吨。因此，单就产量和需求而言，尚在 575 万吨的巨额缺口，需要靠进口和储备投放补充。

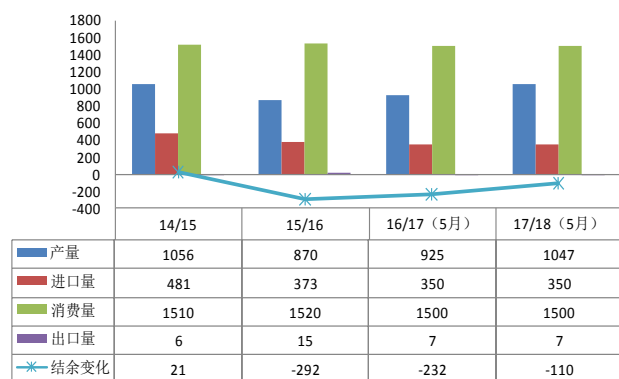
广义的进口分为配额内进口、配额外进口、非法走私这三大块。根据我们之前报告中的分析，配额内进口、非法走私两块估计各为 150 万吨左右。5 月 22 日保障措施出台，主要进口来源国的关税提高至了 95%，配额外进口成本大幅抬升。虽然保障措施中并没有关于数量控制的表述，但是在自动进口许可证制度存在的前提下，政府完全拥有总量控制的手段。

综合以上对 16/17 榨季的平衡表项估计，我们发现全年度存在 300 万吨左右的缺口需要靠配额外进口和抛储来竞争补充，而这两个项目政府都拥有控制的手段。

对于 17/18 榨季的产量预期，从昆明糖会了解的信息来看，主产区的种植面积普遍增长 10%以上，甜菜糖更成为增产亮点。综合估计各产区的种植面积、田间管理积极性等因素，我们认为 17/18 榨季的产量或可增加 120-170 万吨，即产量增长至 1070 万吨左右。

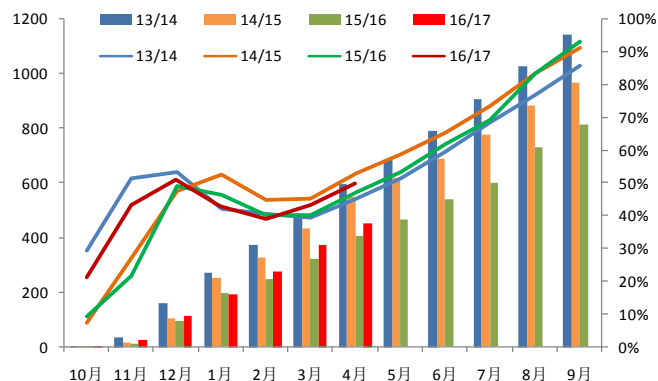
对 17/18 榨季的消费需求，我们认为中国仍至全球的食糖消费增长速度都已放缓，而且今年有新产品“玉米绵白糖”问世，或有望在新领域进一步替代白糖。因此，对 17/18 榨季的消费量需求我们认为不会明显增长，沿用上榨季 1500 万吨的保守估计。

图 11：我国食糖供需平衡



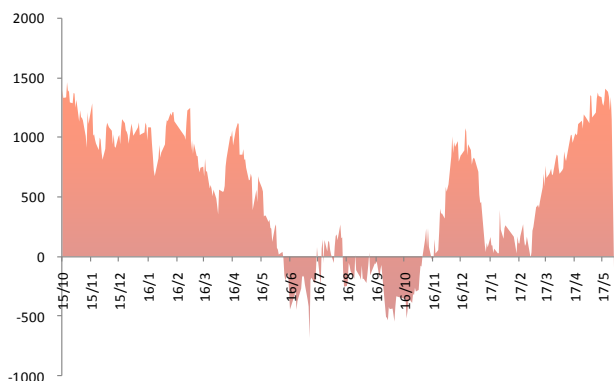
来源：中国农业部，东兴期货研发中心

图 12：全国食糖产销



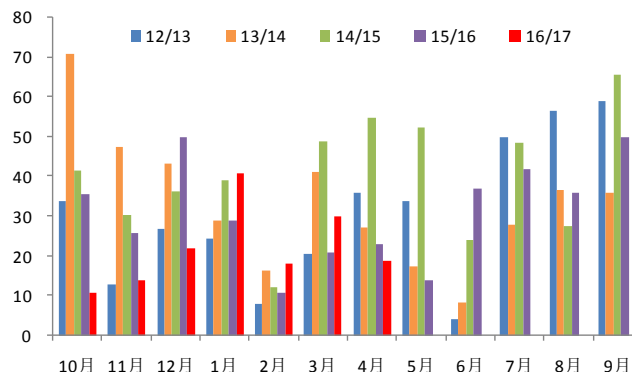
来源：中糖协，东兴期货研发中心

图 13: 配额外进口利润 (5.22 后用 95%关税)



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

对 17/18 榨季的消费需求, 我们认为中国乃至全球的食糖消费增长速度都已放缓, 而且今年有新产品“玉米绵白糖”问世, 或有望改变替代品市场占有结构, 在新领域进一步蚕食白砂糖的市场占有。因此, 对 17/18 榨季的消费量需求我们认为不会增长, 沿用上榨季 1500 万吨的保守估计。

经过前文分析, 我们知道无论是 16/17 榨季还是 17/18 榨季, 都存在在一个比较大的缺口需要靠配额外进口和抛储来补充。

保障措施政策已经落地: 对配额外食糖进口加征三年特别关税, 第一年加 45%、第二年加 40%、第三年加 35%, 也就是说配额外关税为 95%、90%、85%递减。储备糖的成本普遍估计在 6500 元/吨左右, 如果在当前原糖价格水平和 50%关税条件下, 显然不具备对进口糖的竞争优势。关税提高至 95%之后, 即使原糖下跌至 14.5 美分/磅的“乙醇底”, 进口成本仍要 6350 元/吨左右。再辅以自动许可证管理等手段, 政策有能力将一部分配额外进口挡在国门之外, 优先消化储备糖库存。

操作建议

16/17 榨季和 17/18 榨季国内供需呈现紧平衡状态, 缺口由政府控制下的配额外进口和抛储来补充, 即政策的再平衡。

16/17 榨季糖价将表现为上有顶、下有底的区间震荡格局。糖价中期底部在 6400-6500 附近, 需要满足国产糖、抛储不亏本。顶部由抛储时点、数量决定, 从以往出库价格来看, 6800-6900 区间将成为抛储窗口。

17/18 榨季随着国际供需转向过剩, 国内增产预期兑现, 留给政策调控的余地也将变小。即使在 95%关税下, 原糖“乙醇底”14.5 美分/磅对应进口成本为 6350 元/吨, 对内糖只能说起到支撑作用, 而非强利多。巴西政局危机带来雷亚尔大幅贬值风险仍存, 原糖后市并不乐观。

因此, 我们认为中期糖价仍在 6400-6900 区间震荡格局中, 建议依托政策动态波段操作, 6500 附近可尝试轻仓试多 SR1709。此前我们推荐过的卖出宽跨式期权策略 (SR709P6500-SR709C6900; SR709P6400-SR709C7000) 均已持续盈利。

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。