

于中华

研究员，期货执业证书编号 F0296208

[yuzh@dxqh.net](mailto:yuzh@dxqh.net)

投研观点:

- 机构继续下调 17/18 年度全球食糖供需过剩预期，巴西 6 月下半月制糖比近 50%，原糖创逾 7 年最大季度跌幅。
- 巴西糖醇平衡点或低至 13 美分/磅，原糖一度跌破 13 美分/磅。
- 保障措施出台后仅数日配额外进口赢利窗口就再度打开。政策利多出尽后郑糖亦受原糖下跌拖累。天气灾害暂未造成严重影响。
- 操作上：郑糖多 1709 空 1801 正套已至平水，可获利了结。1709、1801 重心下移，新的震荡区间为 6200-6500。

行情回顾:

在外盘基本面利空的阴影笼罩下，6 月的内外盘均出现了明显下跌。虽然相对原糖来说郑糖跌幅要小许多，但仍是跌破了 6500 重要政策支撑和 6400 整数关口。原糖在全球供需过剩预期、巴西生产数据利空、雷亚尔贬值压力下，创出了逾 7 年来最大季度跌幅。

ICE 原糖 10 月合约 6 月份开盘于 15.26 美分/磅，全月下跌 1.32 美分/磅（或-8.72%），收于 13.81 美分/磅。

郑糖 1709 合约 6 月份开盘于 6555，全月下跌 174 点（或-2.66%），收于 6378。

图 1：美原糖 10 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

图 4：郑糖指数月线走势



来源：文华财经，东兴期货研发中心



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，巴西制糖比例爆表

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。

伴随着原糖价格节节下挫，F.O.Licht、Sucden、Green Pool 等各大机构又在 6 月份陆续上调了 17/18 年度的全球食糖供需过剩量预估。不过意外的是 6 月下 Kingsman 罕见将 17/18 年度全球糖供应过剩量预估较上月下调了 49 万吨至 461 万吨，主要因为巴西糖产量减少预期（今年 4 季度至明年 1 季度期间更多糖将转制乙醇）；且将 16/17 年度供需缺口预估下调 120 万吨至 346 万吨，主要因巴西中南糖产量预期上调（今年 3 季度制糖比例预计将升高）。

Green Pool 将其对 2017/18 年度全球糖市供应过剩量预估由之前的 472 万吨上修至 555 万吨；将 2016/17 年度全球糖市供应短缺预估从之前的 397 万吨大幅下调至 204 万吨。其在报告中表示：2017/18 年度糖市过剩量有进一步上调的风险，尤其是像印度、俄罗斯和泰国等国家的调整；2016/17 年度短缺预估被大幅下修的主要原因是巴基斯坦糖产量被调高 173 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

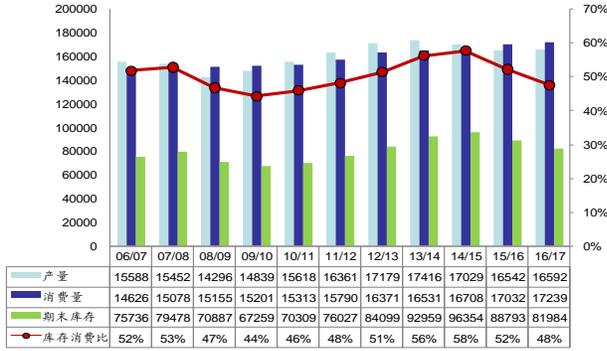
图 6：各机构全球食糖过剩/短缺预估（万吨）

机构	预估日期	16/17	17/18	17/18 上调
Kingsman	5 月 31 日	-466	510	+196
ISO	6 月 1 日	-646.5	300	首次
F. O. Licht	6 月 13 日	-420	460	+190
Sucden	6 月 14 日	-300	350	+50
Kingsman	6 月 22 日	346	461	-49
Green Pool	6 月 29 日	204	555	83

来源：新闻整理，东兴期货研发中心

图 7：ISO 全球平衡表（千吨）

图 8：巴西雷亚尔兑美元汇率



来源: ISO, 东兴期货研发中心



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 9: 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%	-

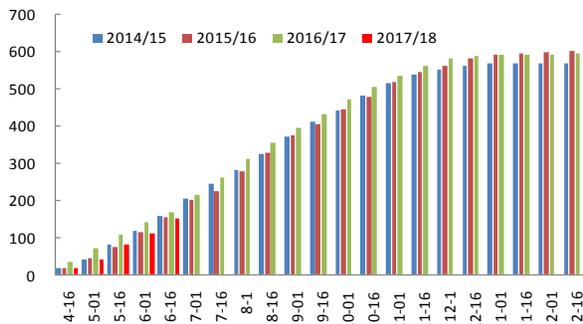
来源: Unica, 东兴期货研发中心

图 10: Kingsman 对巴西中南部 17/18 年度预测

	目前预测	极端情景	普通情景
甘蔗单产 吨/公顷	73.85	67	71.4
榨蔗量 百万吨	582.0	530.0	560.0
甘蔗糖分 公斤/吨	134.0	134.0	134.0
糖产量 百万吨	34.93	31.80	33.61
乙醇总产量 十亿升	24.2	22.1	23.3
食糖用蔗比例	47.00%	47.00%	47.00%
乙醇用蔗比例	53.00%	53.00%	53.00%
上榨季滞留蔗 百万吨	6.0	6.0	6.0

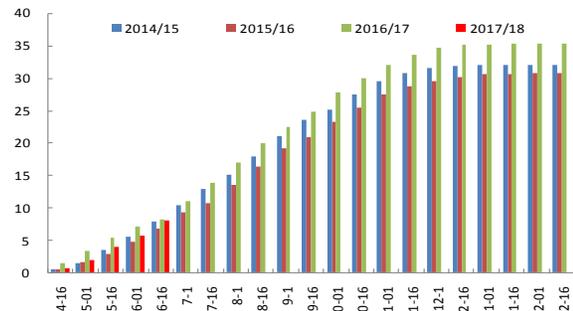
来源: Kingsman, 东兴期货研发中心

图 11: 巴西中南部累计甘蔗压榨量 (百万吨)



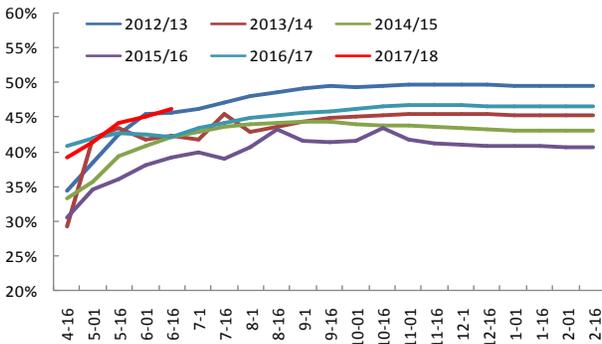
来源: Unica, 东兴期货研发中心

图 12: 巴西中南部累计产糖量 (百万吨)



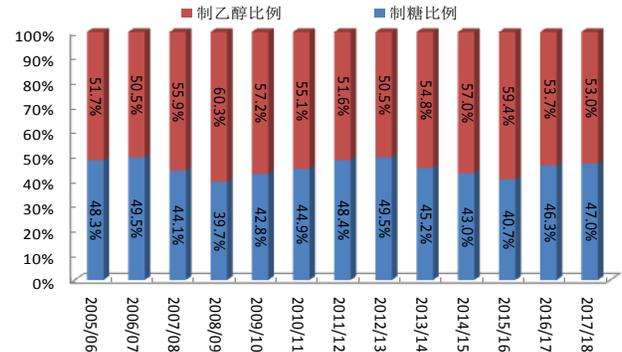
来源: Unica, 东兴期货研发中心

图 13: 巴西中南部双周报制糖比例制糖比例



来源: Unica, 东兴期货研发中心

图 14: 巴西中南部制糖比例



来源: Unica, 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。

Unica 最新生产报告显示，巴西中南部 6 月上半月压榨甘蔗 3941 万吨，高于上年同期的 2599 万吨，2016 年 6 月上半月的压榨工作因降雨严重受阻。6 月上半月巴西中南部地区糖产量为 237.9 万吨，同比大增 97.8%，期间的甘蔗制糖比达到 49.34%，上年同期仅为 40.73%。6 月上半月巴西中南部地区乙醇产量为 15.07 亿公升，同比增长 39.65%。Unica 还称，巴西中南部 2017/18 年度截至 6 月上半月糖产量累计达到 807.3 万吨，上年同期为 821.3 万吨，差距正在逐渐缩小。

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。Kingsman 认为 6 月的糖醇平衡点在 13.1-13.3 美分/磅，随着雷亚尔的贬值，该值还有进一步走低可能。6 月底原糖主力合约一度跌破 13 美分/磅，但随后迎来连续强劲反弹。

#### 国内：北旱南涝天气作怪，但新榨季增产预期不变

截至 6 月 4 日，随着云南最后一家糖厂停榨，2016/17 年制糖期全国制糖生产已经结束。全国累计产糖 929 万吨，比上年度增加 6.8%，其中甘蔗糖产量 824 万吨，比上年度增加 5%；甜菜糖产量 105 万吨，比上年度增加 23.5%。

16/17 榨季产量已经确定，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 571 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、非法走私这三大部分。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 日保障措施出台后，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。16/17 榨季截至 5 月底已清关进口量约 233 万吨。根据 Kingsman 估计，本榨季走私量或为 200-220 万吨。本榨季已投放储备糖 82 万吨。

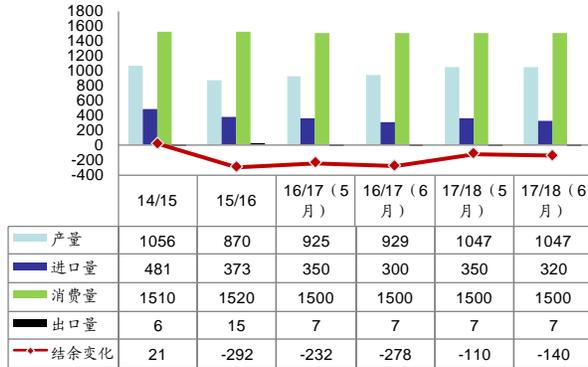
综合以上对 16/17 榨季的平衡表项估计，我们发现 16/17 榨季剩余 4 个月尚有约 60 余万吨左右的缺口需要靠配额外进口和抛储来补充。以当前糖价来看，储备糖不可能出库。因此本榨季现货糖并没有明显过剩，前提是在高额进口利润下，许可证可以有效控制住进口的数量。

根据中国农业部 6 月的预测，2017/18 年度糖料播种面积 1472 千公顷，比 2016/17 年度增加 9%，其中甘蔗播种面积 1277 千公顷，比 2016/17 年度增加 7.9%；甜菜播种面积 195 千公顷，比 2016/17 年度增加 16.1%。甜菜产区已播种完毕，以灌溉和病虫害预防为主；甘蔗产区转入田间管

理阶段，春植蔗大部处于分蘖期。农业部对新榨季的产量预估是 1047 万吨，综合调研和其它机构预估分析，我们暂给出 1070 万吨的产量预估。

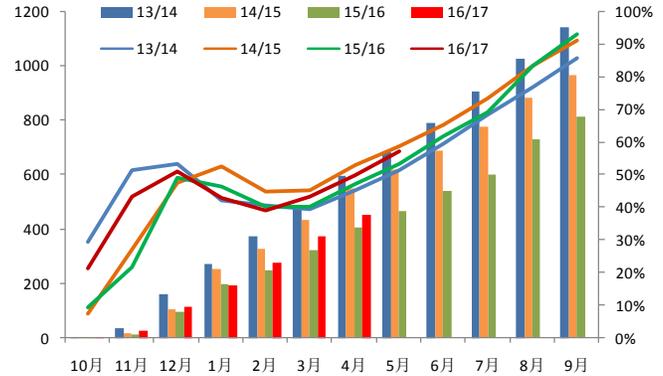
不过 6 月的天气多变，我国出现了北旱南涝的气象格局。幸运的是无论是内蒙的干旱还是广西的洪涝灾害，目前并没有给主产区制成很大的影响，但是后期天气因素仍值得关注。

图 15: 我国食糖供需平衡



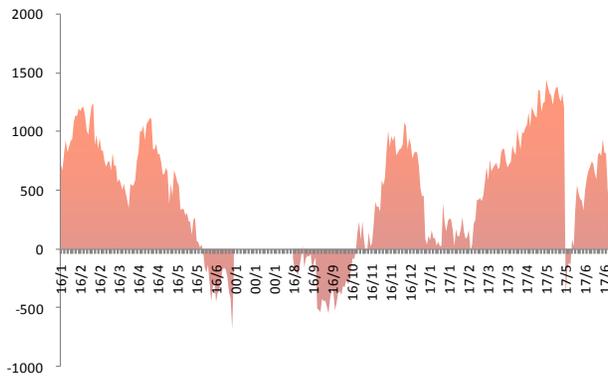
来源：中国农业部，东兴期货研发中心

图 16: 全国食糖产销



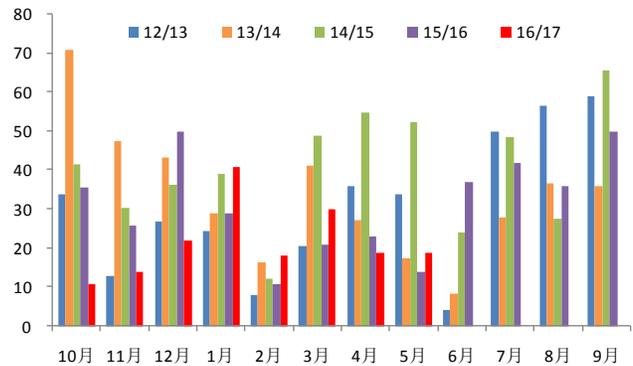
来源：中糖协，东兴期货研发中心

图 17: 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 18: 各榨季月度进口糖量



来源：海关总署，东兴期货研发中心

我们认为 17/18 榨季的消费量需求不会明显增长，沿用上榨季 1500 万吨的保守估计。消费 1500 万吨减产量 1070 万吨，存在 430 万吨产需缺口。

经过前文分析，显然，下榨季留给政策再平衡的腾挪空间缩小，95% 关税下仍有利润的内外价差是否被许可证和打击走私有效控制也是未知。所以，17/18 榨季的供需基本相对 16/17 榨季来说更为悲观。

### 操作建议

目前郑糖盘面价格已跌破 6500 政策心理支撑，配额外进口成本不足 6000，下一基本面底将是国内制糖成本。1709 合约由于受到现货支撑相对较强，空头将注意投向更有想象空间的 1801 合约。9-1 价差逆转至最高远月贴水百余点。前期建议的多 1709 空 1801 建议获利了结。

单边策略上，1709、1801 重心下移，新的震荡区间为 6200-6500，建议少动多看，不亦长线追空，建议关注 6200-6300 的逢低买入机会。

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。