



白糖月报

外强内弱，郑糖加速赶底

2017 年 7 月

月报

研发中心

于中华

研究员，期货执业证书编号 F0296208

yuzh@dxqh.net

投研观点:

- 7 月份，原糖在雷亚尔走强、巴西天气担忧、巴西燃料税政策和印度可能增加零关税进口等利多消息扰动下震荡偏强。
- 巴西燃料税政策有利于乙醇-汽油的相对价格将下降，从而在一定程度上刺激燃料乙醇的消费。
- 由于外强内弱，郑糖补跌，配额外进口利润已然消失。
- 缅甸至中国走私糖数量大降，而台湾或成为新的走私路径。
- 操作上：原糖走强可能会带动郑糖 1801 走出一波小反弹。建议依托 6000 一线轻仓介入郑糖 1801 短多，关注 6000-6300 区间。

行情回顾:

7 月份，原糖在雷亚尔走强、巴西天气担忧、巴西燃料税政策和印度可能增加零关税进口等利多消息扰动下震荡偏强。但郑糖却明显走弱，并创出新低，甚至一度跌破了意味着广西制糖成本的 6000 重要基本面支撑和整数关口。郑糖被跌之下，外强内弱格局明显。

ICE 原糖 10 月合约 7 月份开盘于 13.67 美分/磅，全月上涨 1.12 美分/磅（或+8.11%），收于 14.93 美分/磅。

郑糖 1801 合约 7 月份开盘于 6370，全月下跌 349 点（或-5.47%），收于 6030。

图 1：美原糖 10 月合约日线趋势



图 2：美原糖指数月线走势

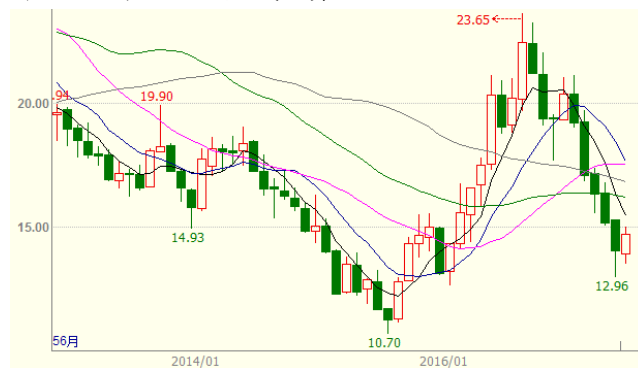


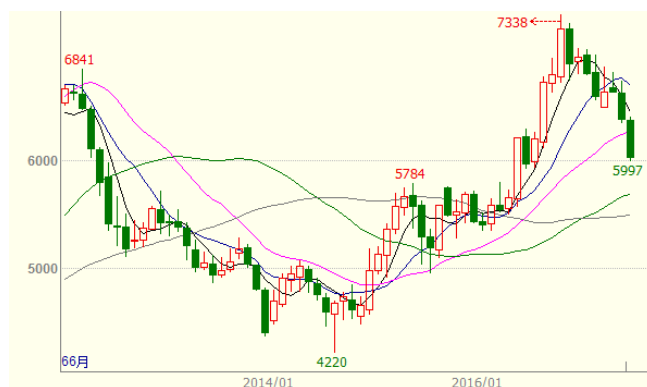


图 3: 郑糖 1801 合约日线趋势



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: 政策支撑原糖, 但 17/18 过剩不改

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。

7 月早些时候, 国际咨询机构 Kingsma 将 16/17 年度全球食糖供需缺口下修 120 万吨至 227 万吨, 主要因巴西中南部产量增长预期。而将 17/18 年度全球过剩预测略微下调约 5 万吨至 456 万吨, 因巴西中南部 11、12 月糖产量进一步下修。总之, 06/07 年度至 16/17 年度之间, 全球累计生产了约 2267 万吨过剩糖, 而至下年度累计过剩糖预计最高将达 2723 万吨。

印度糖厂协会 (ISMA) 公布了该国 17/18 榨季产量的初步预估, 其中总糖产量预计为 2510 万吨, 同比提高 25%, 略低于 Kingsman 预期的 2550 万吨。ISMA 预计北方邦产量将接近 1000 万吨, 再历史新高, 该数量较 16/17 榨季增长 9%。马邦产量也预计显著回升至 740 万吨, 同比大幅提高 75%。

虽然印度政府在几周前才将进口关税从 40% 上调至 50%, 但印度糖价上涨促使政府再次考虑允许零关税进口的可能性。上周, 印度一政府官员表示, 若国内市场糖价在排灯节前持续上涨, 政府或考虑增加零关税食糖进口, 并重新限制糖厂库存。

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

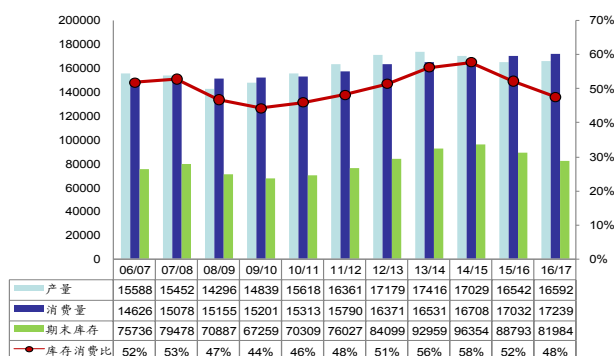
图 6: 各机构全球食糖过剩/短缺预估 (万吨)

机构	预估日期	16/17	17/18	17/18 上调
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
Datagro	7 月 5 日	-517	59	-5

来源: 新闻整理, 东兴期货研发中心



图 7: ISO 全球平衡表 (千吨)



来源: ISO, 东兴期货研发中心

图 8: 巴西雷亚尔兑美元汇率



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%	-

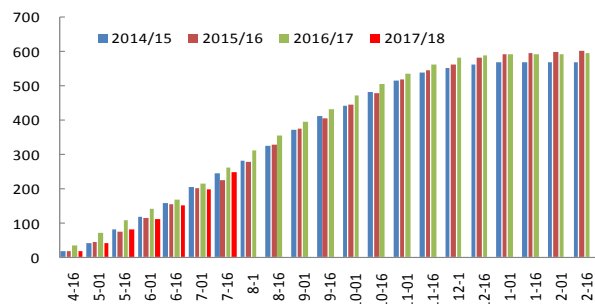
来源: Unica, 东兴期货研发中心

图 10: Kingsman 对巴西中南部 17/18 年度预测

	2016/17 最终预测	2017/18* 之前预测	2017/18* 最新预测
榨蔗量 百万吨	607.14	582.00	592.00
甘蔗糖分 公斤/吨	133.03	133.75	133.60
糖产量 百万吨	35.63	35.38	36.44
乙醇总产量 十亿升	25.65	23.87	23.92
食糖用蔗比例	46.29%	47.70%	48.35%
乙醇用蔗比例	53.71%	52.30%	51.65%
上榨季滞留蔗 百万吨	8.0	7.0	8.0

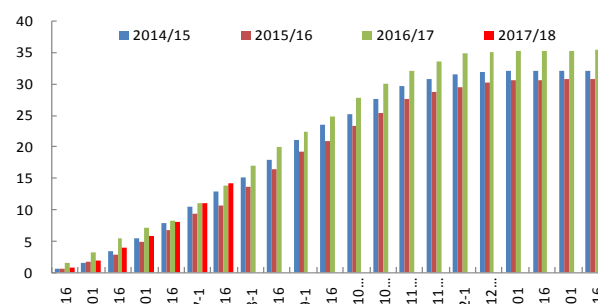
来源: Kingsman, 东兴期货研发中心

图 11: 巴西中南部累计甘蔗压榨量 (百万吨)



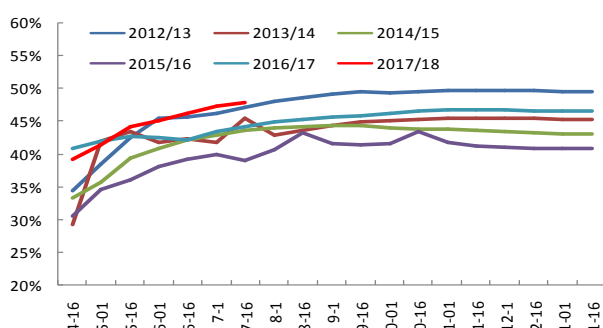
来源: Unica, 东兴期货研发中心

图 12: 巴西中南部累计产糖量 (百万吨)



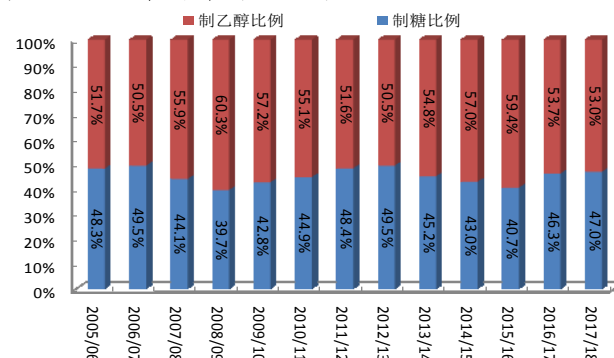
来源: Unica, 东兴期货研发中心

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，由于 7 月上半月巴西中南部天气干燥少雨，利于收割推进，期间压榨甘蔗 4783 万吨，同比增加 1.59%，略低于市场预期的 4800 万吨，但较 6 月下旬和去年同期分别提高 0.6%和 1.6%；产糖 310 万吨，非常接近市场预估，并较 6 月下旬和去年同期分别提高 4%和 9.1%；7 月上半月用于产糖的甘蔗比例为 50.38%；甘蔗 ATR 大幅增至 135.07 千克/吨，高于市场预估，并且 4 月以来的累计 ATR 值基本持平于去年同期，为 125.48 千克/吨。据巴西甘蔗研究中心（CTC）数据显示，6 月收割的甘蔗平均单产为 85.8 吨/公顷，同比提高 2.7%，然而，17/18 榨季前三个季度的平均单产仍然同比偏低 4.2%，为 82.3 吨/公顷。7 月上半月巴西中南部地区糖产量达到 310 万吨，同比增加 9.11%。巴西中南部 2017/18 年度截至 7 月上半月累计压榨甘蔗 2.46582 亿吨，同比下降 6.13%，糖产量累计达到 1414.9 万吨，同比增加 2.1%。

巴西近期的燃料政策对原糖价格起到支撑作用。为了满足财政收入需求，巴西政府在 7 月 20 日宣布上调国内燃料 PIS/Cofins 税率，包括汽油、柴油和乙醇的税率都进行了调整。其中汽油税率上调 107.78%，乙醇税率上调 9%。此次税率调整后，巴西 UNICA 表示，尽管乙醇税率上调幅度远小于汽油，但是在目前乙醇价格不占优势的情况下，税率的调整并不会刺激乙醇的消费，反而因为柴油税率上升导致生产成本增加。许多乙醇生产者也向政府抗议税率上调是非合理和非合法的。巴西总统特梅尔签署法令，将乙醇批发商 PIS / Cofins 税下调 0.0885 雷亚尔/升，至 0.1109 雷亚尔/升。乙醇-汽油的相对价格将下降，从而在一定程度上刺激燃料乙醇的消费，之后原糖期货大涨至两个月高点。

国内：走私路径转移，配额外进口利润消失

2016/17 年榨季全国累计产糖 929 万吨，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。

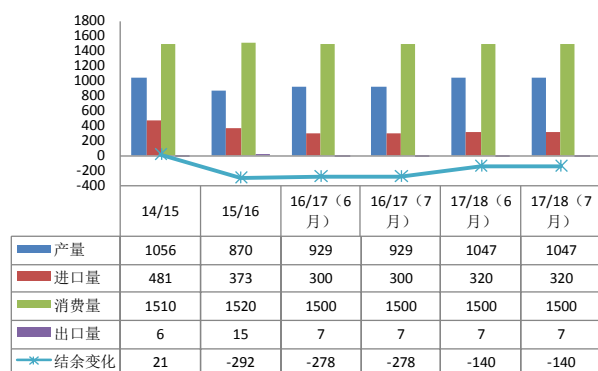
广义的进口分为配额内进口、配额外进口、非法走私这三大类。根据我们之前报告中的分析，配额内进口、非法走私两块估计各为 150 万吨左右。5 月 22 日保障措施出台后，主要进口来源国的关税提高至了 95%，配额外进口成本大幅抬升。虽然保障措施中并没有关于数量控制的表述，但是在自动进口许可证制度存在的前提下，政府完全拥有总量控制的手段。6 月食糖进口数据仅 14 万吨，其中一般贸易不到 8 万吨。16/17 榨季截至 6 月底累计已清关进口量约 241 万吨。根据 Kingsman 估计，本榨季走私量约 200 万吨。本榨季已投放储备糖 82 万吨，今年 1 月份后再无储备糖投放。



根据 Kingsman 的报告,二季度从缅甸流入中国的高品质白糖走私数量显著减少至 13 万吨,远低于一季度的约 49 万吨。不过,二季度从台湾进口的高质白糖数量较一季度跳升 68%至 22.5 万吨。走私可能已转移路径。据当地媒体报道,由于中国需求的减少,缅甸市场积累了超过 80 万吨进口糖无法出口,价格大幅下跌,缅甸糖业濒临崩溃。

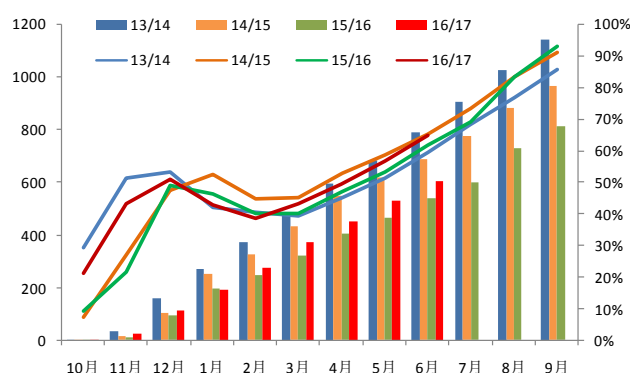
综合以上对 16/17 榨季的平衡表项估计,我们发现 16/17 榨季剩余 3 个月尚有约 48 余万吨左右的缺口需要靠配额外进口和抛储来补充。以当前糖价来看,储备糖不可能出库。95%关税下的配额外进口盈利窗口也已关闭。

图 15: 我国食糖供需平衡



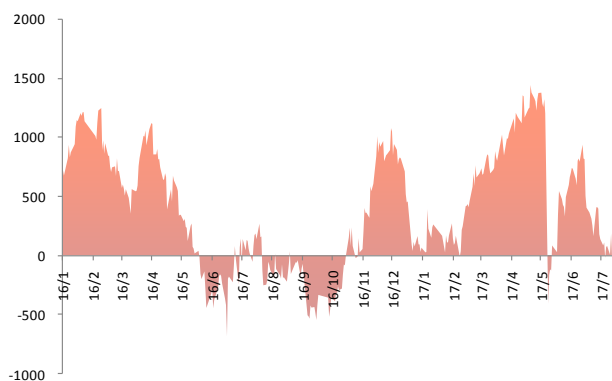
来源: 中国农业部, 东兴期货研发中心

图 16: 全国食糖产销



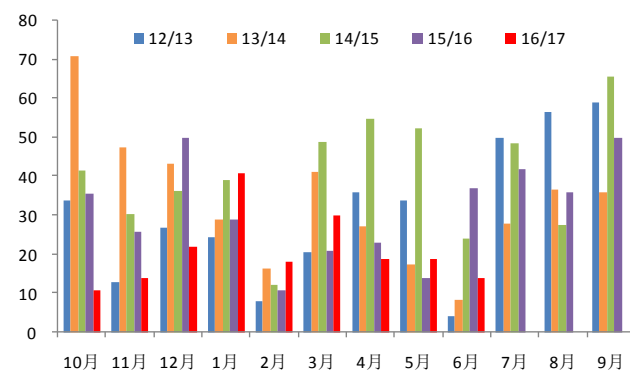
来源: 中糖协, 东兴期货研发中心

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。产量给出 1070 万吨的预估,最近有机构调研后认为 17/18 榨季将较 16/17 榨季的 929 万吨增产 200 万吨以上。显然,下榨季留给政策再平衡的腾挪空间缩小,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

近期市场呈现外强内弱格局，郑糖 1801 补跌，而原糖却在政策支撑上大幅反弹，95%关税下配额外进口利润已然被熨平。广西制糖成本线的 6000 整数关口也一度被打破。如果有效跌破 6000，技术面上下一支撑位恐将至 5800 一线。1709 合约临近交割，甜菜糖定价等交割因素占主导地位，普通投资者不建议参与。原糖反弹形势看好，可能会带动郑糖 1801 走出一波小反弹。建议依托 6000 一线轻仓介入 1801 短多，关注 6000-6300 区间。

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。