

**徐菁**

农产品研究员

期货执业证书编号：F3051551

邮箱：xujing@dxqh.net

电话：021-65458072

## 二月国内产销状况良好， 牛熊转换仍需耐心等待

### 一、核心观点

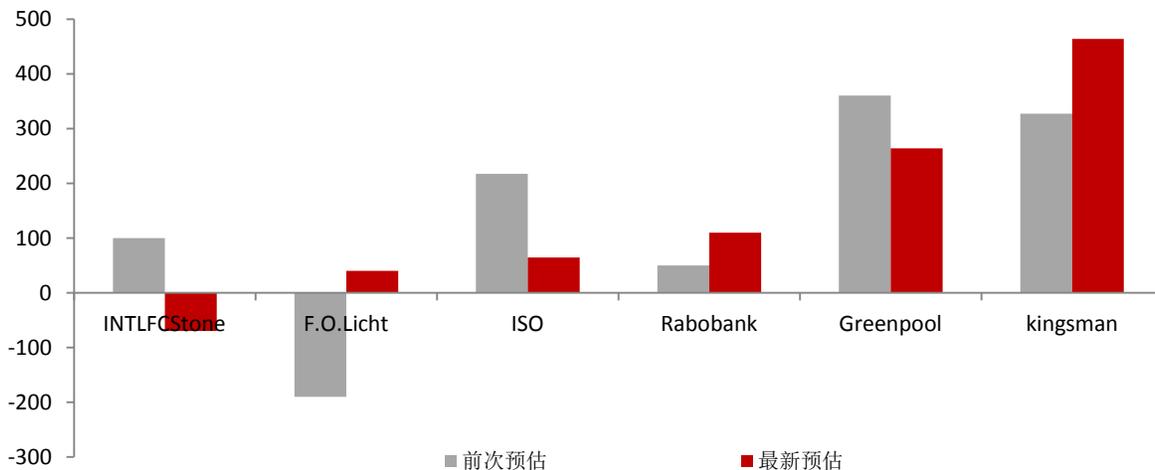
各机构最新的全球糖市平衡预估普遍表明 2018/19 年糖市大概率将继续维持过剩的格局，而原油价格上涨对白糖的影响短期也达到了瓶颈。今年巴西食糖减产已成定局，二月中南部地区食糖出口 97.2304 万吨，累计出口 1747.939 万吨，较去年同期降幅达 29.48%，随着油价上涨，糖厂生产乙醇的积极性仍然较为高涨。印度截止本月已累计产糖 2734.7 万吨，同比增加 5.91%，市场普遍预计印度今年糖产量将与去年持平甚至高于去年水平，同时印度食糖出口较往年也异常强劲。泰国出口有所回暖，主要是由于印尼需求的回归，但是未来泰国仍然需要面对来自印度廉价糖的竞争和日益趋严的中国白糖走私打击行动。内外糖市处于熊市末期主要依据是目前各机构普遍预期 19/20 榨季全球糖市产不足需，缺口在 150-400 万吨不等，而主要的关注点在于巴西新榨季对于糖醇比的调整和印度的出口

政策，但牛熊转换仍然需要耐心等待。

国内二月产销情况较好，食糖累计产量较去年持平，但销量同比增长 12.5%，工业库存同比下降 8.35%。3-5 月需求淡季白糖上行阻力较大，但库存低于往年、走私打击趋严支撑盘面。白糖基差走扩，主要由于 4 月 1 日增值税下调前的过渡期内现货需求增加、而盘面抛压上升导致。国内政策面不确定因素较多，预计 4-5 月间将继续在 5000-5200 元/吨区间震荡，逻辑上依然看好远月走势，主要由于 6-8 月进入冷饮消费旺季，上方压力位预计在 5400-5500 元/吨。

风险提示：石油价格下跌、巴西制醇比超预期下降、印度加大出口利空原糖走势；进口政策变化、直补政策、抛储政策利空郑糖。

图 1：各机构对 18/19 全球糖市平衡预估

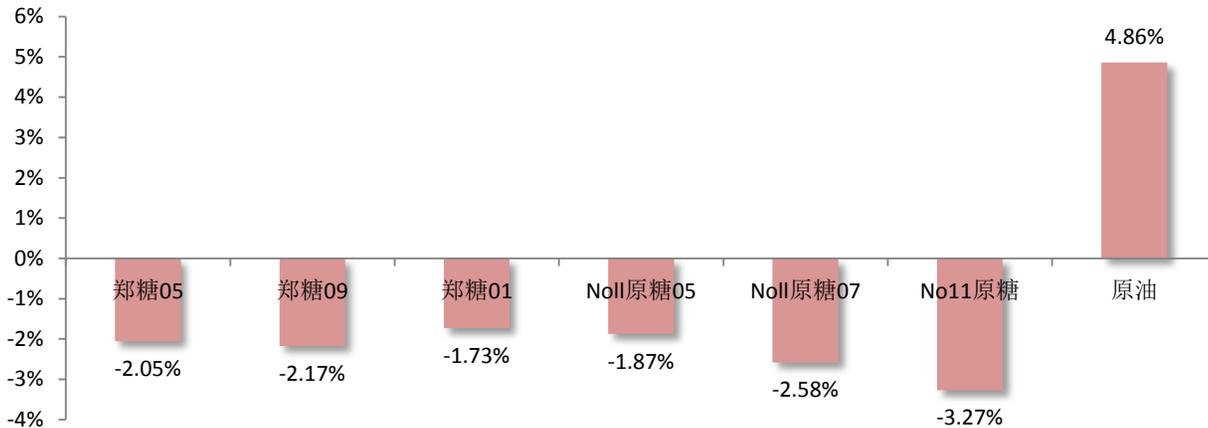


来源：wind，东兴期货投资咨询部

## 二、行情回顾：

本月原糖弱势震荡，由于各机构最新的全球糖市平衡预估普遍表明 2018/19 年糖市大概率将继续维持过剩的格局，而原油价格上涨对白糖的影响短期也达到了瓶颈。虽然巴西食糖产量降幅明显，但是被泰国和印度糖产量增加所抵消。国内郑糖跟随外盘走势震荡，销售数据表现较好，但是由于蔗糖仍处于增产期、叠加需求淡季，且后期进口、直补政策不明朗，整体仍然中性偏空。

图 2：郑糖、原糖及原油价格近 30 日涨跌幅

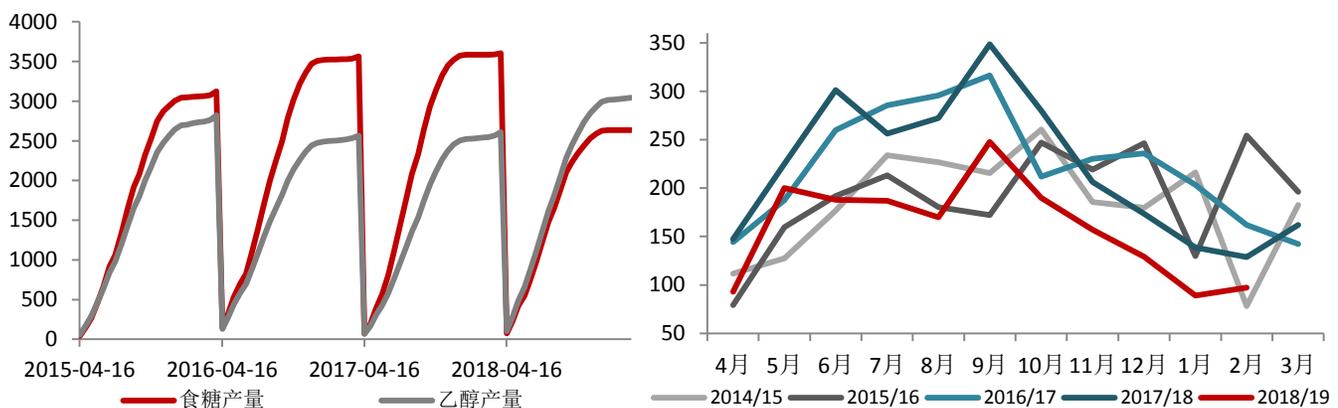


来源：wind，东兴期货投资咨询部

## 二、巴西市场：乙醇需求强劲，新榨季制醇比成为市场关注核心

根据 UNICA 发布的双周报告，截止至 3 月 1 日当周，巴西中南部已经累计产糖 2636.3801 万吨，同比下降 26.45%，累计生产乙醇 3042.472 万吨，同比增加 19.42%。二月中南部地区食糖出口 97.2304 万吨，累计出口 1747.939 万吨，较去年同期降幅达 29.48%。今年巴西食糖减产已成定局，而在进入四月后，随着巴西 2019/20 年榨季的开始，巴西新一年度糖醇比的变化逐渐成为市场关注的焦点。

图 3：巴西中南部乙醇与食糖产量（单位：万吨） 图 4：巴西中南部食糖月度出口（单位：万吨）



来源：Unica，东兴期货投资咨询部

由于现在的巴西糖厂能够非常灵活的转换糖醇比，因此导致预测这一最大食糖出口国的糖产量变得异常困难。目前机构对于巴西 2019/20 年榨季预测上，比较统一的观点是制糖比将较 2018/19 年度有所上升，但是糖产量究竟是与本年度基本持平还是同比增加 8%到 12%这一点上存在比较明显

的分歧。

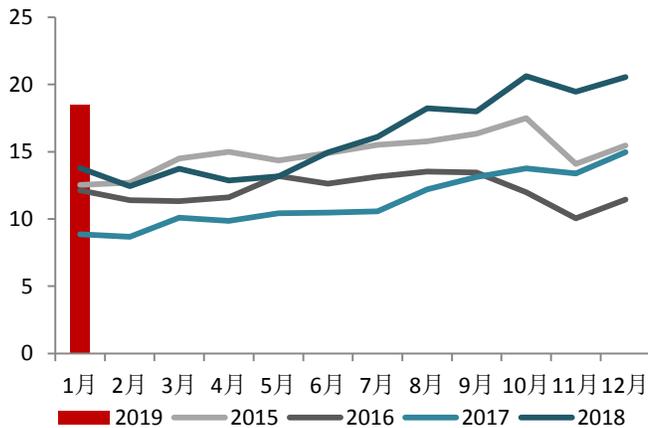
当下时点来看，研究糖醇比的核心似乎不是糖而是乙醇的产量变化。从乙醇的月度销量来看，随着原糖价格下挫及油价的上涨，2018 年至今巴西乙醇的需求始终保持着较为强劲的姿态，三月巴西部分糖厂已经开始当前榨季的压榨，几乎所有的甘蔗都用于生产乙醇。但是，截止至 3 月 16 日当周，圣保罗乙醇汽油价格比为 69.8%，前一周为 68.9%，意味着目前乙醇价格的吸引力还不足以让糖厂未来继续提高制醇比。从以往的数据来看，当乙醇和汽油价格比低于 65% 时，消费者使用乙醇替代汽油的倾向更加明显。乙醇价格相对来说比较稳定（由于成本端甘蔗价格比较稳定），而汽油价格主要是受原油价格的拉动。虽然原油短期内还处于上升通道，但是目前来看难以形成大幅上涨的趋势，本文认为供给端美国页岩油产量还有继续上升的动力，OPEC 减产协议虽然短期利好油价修复，但协议本身并不稳定，而需求端由于石油本身需求弹性较小的特性，难有较大起色。因此，若石油价格没有较大行情的情况下巴西汽油价格将保持稳定，乙醇和汽油的比价很难有下降的空间，乙醇也就显现不出明显替代优势。不过需要注意的是，在巴西对生物燃料的政策支持下，即使乙醇产量有所下调，降幅大概率也并不会太显著。

图 5：三月部分咨询机构及贸易商对于巴西 2019/20 榨季的预测

机构名称	甘蔗压榨量(亿吨)			糖产量(万吨)			乙醇产量(亿升)		
	2018/19	2019/20 预估	同比变化	2018/19	2019/20 预估	同比变化	2018/19	2019/20 预估	同比变化
Agroconsult	5.7	5.75-5.9	0.88%-3.5%	2650	2880	8.68%	305	287	-5.90%
Datagro	5.7	5.83	2.28%	2650	2970	12.08%	305	302	-0.98%
Job Economia	5.7	5.62-5.68	[-1.4%,-0.35%]	2650	2650-2750	[0,3.77%]	305	280-290	[-8.2%,-4.9%]
Sucden	5.7269	5.6455	-1.42%	2657	2710	1.99%	301	285.5	-5.15%

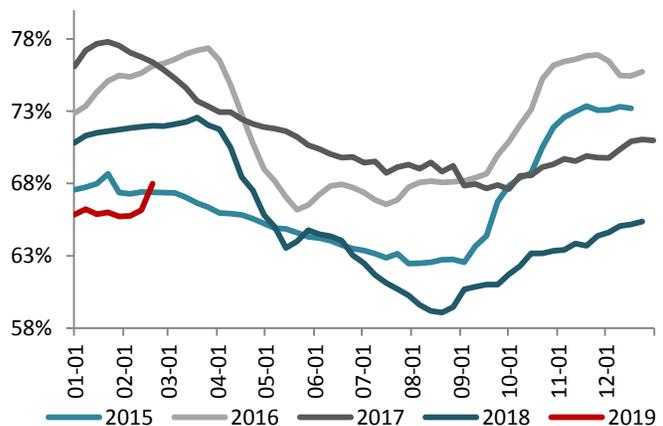
来源：公开资料整理，东兴期货投资咨询部

图 6：巴西乙醇月度销量



来源：ANP，东兴期货投资咨询部

图 7：巴西乙醇汽油价格比



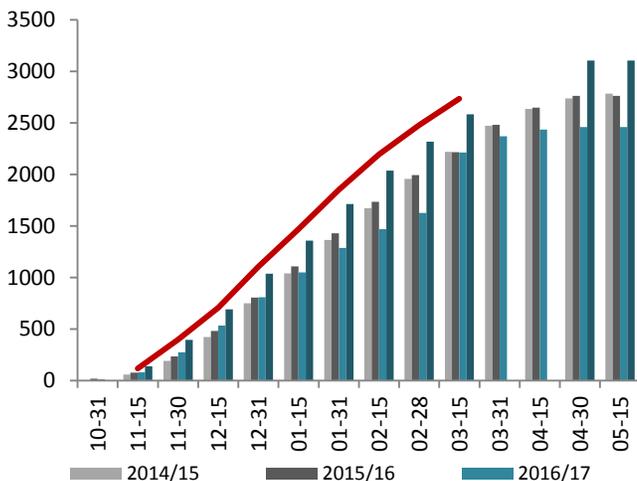
### 三、印度市场：18/19 榨季食糖产量或超预期，关注出口政策变动

根据印度糖厂协会（ISMA）的数据，截止至3月15日当周，印度2018/19榨季共计527家糖厂投入压榨，其中154家糖厂已经收榨，有373家糖厂仍在压榨，而去年同期有399家糖厂仍在压榨。累计产糖2734.7万吨，同比增加5.91%。马邦和卡邦的糖厂收榨进度较快，压榨已经进入尾声。全印度糖业协会（AISTA）将印度2018/19榨季糖产量预估上调110万吨至3260万吨，国际糖业咨询机构kingsman也对印度糖产量的预估提高了60万吨至创纪录的3290万吨。今年印度出口方面也较为强劲，据贸易商的消息称，印度糖厂2018/19榨季已经累计签订220万吨糖出口合同，其中已发运量略高于100万吨，而2017/18榨季仅出口了50万吨。其中孟加拉国、斯里兰卡和索马里是主要出口地。

印度也将迎来新一年的榨季，需要关注的问题主要两个。一是2018/19榨季截止至今年2月，印度糖厂拖欠蔗款已经累计超过2000亿卢比，虽然上月印度内阁批准了一项斥资105.4亿卢比向食糖行业提供贷款的计划，但是对于庞大的欠款总额来说可谓是杯水车薪。这个问题的解决与否很大程度会影响新一年度蔗农的种植意愿。

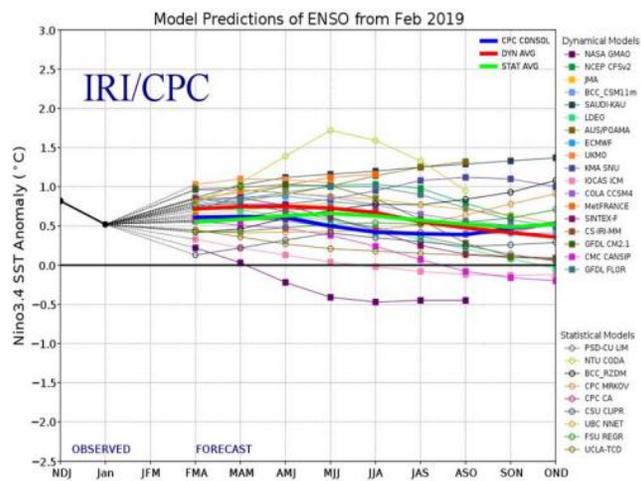
二是美国气象局最新发布的报告表明北半球的弱势厄尔尼诺现象有80%的概率可能会持续到2019年春季，有60%的概率会持续到夏季。印度地处南亚半岛，在温度和降雨量方面都有一定优势，然而因为西南季风的存在，印度甘蔗种植业受此影响巨大。每年夏季6至8月是印度传统雨季，若此时西南季风偏强，带来强降雨可能造成水患，而当西南季风偏弱的时候，则带来旱灾。但印度气象局（IMD）仍然坚持厄尔尼诺中性的结论，认为印度将会迎来正常的西南季风雨，有助于像马邦和卡邦这样的关键甘蔗种植地区高产。但是回溯IMD的预测历史，在过去13年间（2006-2018），印度实际降水有8年低于其预测水平，这大体上说超过60%的时间IMD的预测是不准确的。

图8：印度食糖累计产量



来源：ISMA，东兴期货投资咨询部

图9：北美18家科研机构气候模型对厄尔尼诺的预测





2月出口量59.73万吨，较去年同期下降4%，主要是被高品质白糖出口下降52%至11.8779万吨拖累。2月出口量的下降可能是由于中国对走私打击力度加大以及来自印度廉价白糖的竞争。

本月消息面对泰国白糖整体利空，一方面，虽然印尼对泰国原糖需求回归，2月进口约40万吨左右，而上月仅为13万吨，但Kingsman预计2019年印尼原糖进口需求将下滑至440万吨，2018年为540万吨，主要是因为考虑到去年印尼创纪录的进口库存过剩；另外，2月泰国高品质白糖出口至缅甸4485吨，同比减少86%，出口至中国台湾1.577万吨，同比减少50%，这是因为自从缅甸不发新进口许可证后跨境流入中国数量减少。另一方面，此前市场预期泰国本榨季甘蔗压榨量为1.25亿吨以下，而目前预计将达到1.25-1.3亿吨，泰国11月20日-3月17日白糖产量实际上下降了3.5%，即使总体糖产量增长了13%，这也反映了当地需求薄弱。

图 12：泰国食糖产量（单位：万吨）

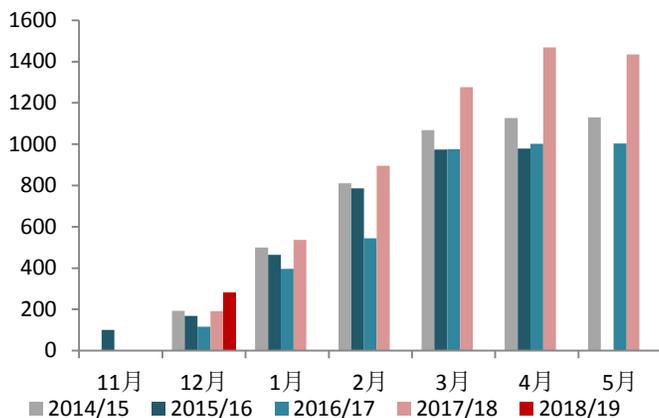
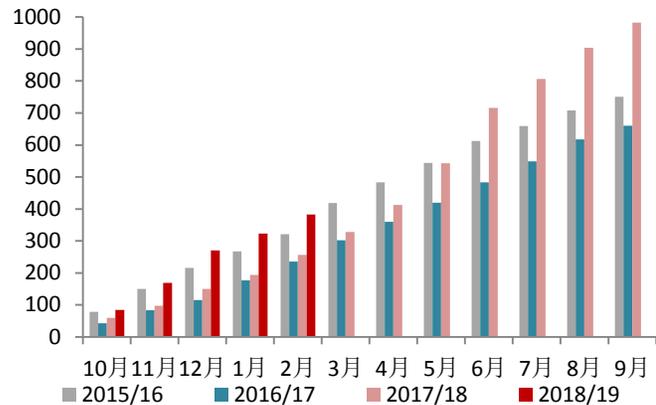
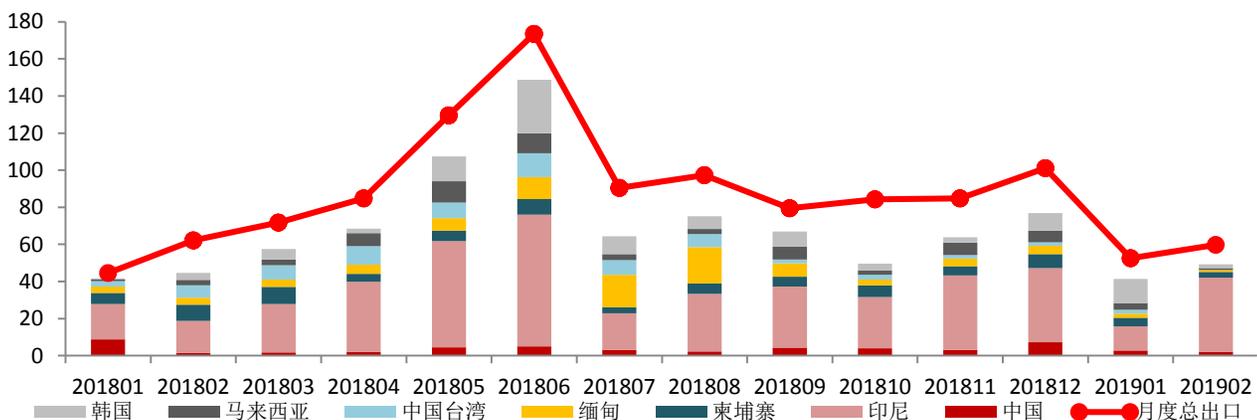


图 13：泰国食糖累计出口（单位：万吨）



来源：OCSB，东兴期货投资咨询部

图 14：泰国食糖月度出口情况（单位：万吨）

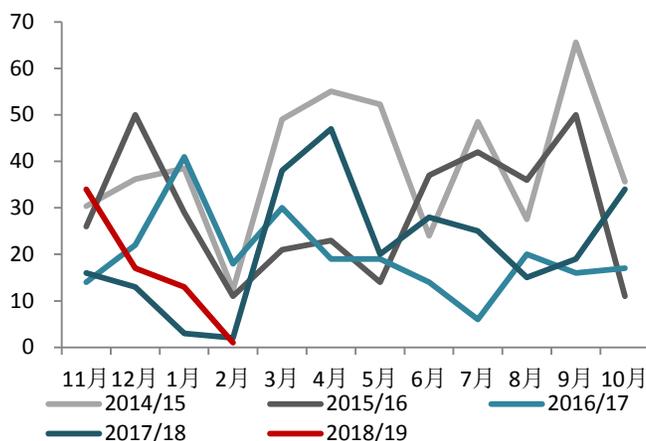


来源：OCSB，东兴期货投资咨询部

## 五、国内市场：边境缉私收紧、库存降低支撑价格底部，进口政策仍然变数较大

元旦以来，边境缉私持续收紧，泰国向东南亚周边国家出口明显下降，而缅甸为刺激本国甘蔗种植与制糖业，新政欲将国内转出口（Re-Export）白糖公司将从 103 家削减至 49 家，预计流入我国的走私糖预计将大幅减少。白糖进口方面，2 月国内食糖进口仅 1 万吨，同比减少 1.19 万吨，主要原因是春节放假、一月进口同比增加及进口许可发放后延。自去年 11 月以来，中国累计进口白糖 65 万吨，去年同期仅为 34 万吨。据外媒报道，中国将与巴基斯坦达成一系列农产品贸易协定，其中中国将进口巴基斯坦 30 万吨白糖，未来中国白糖进口增加将有迹可循。

图 15：白糖月度进口量（单位：万吨）



来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 16：白糖现货价格走势（元/吨）

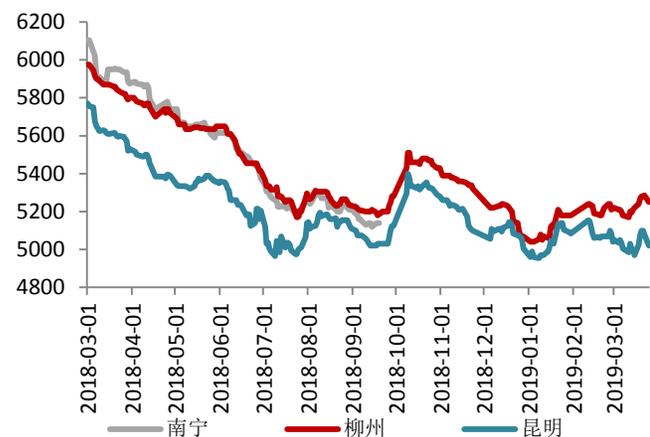
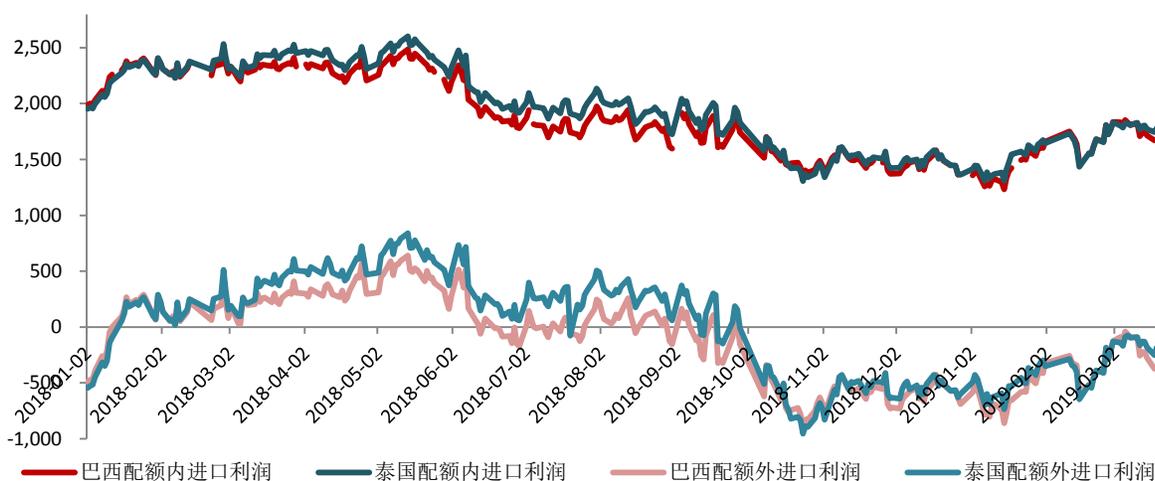


图 17：白糖盘面进口利润



来源：wind，东兴期货投资咨询部

截止至 2019 年 2 月，2018/19 年榨季全国已经累计产糖 737.72 万吨，去年同期为 736.69 万吨，

基本与去年持平；累计销糖 337.98 万吨，去年同期 300.53 万吨，同比增长 12.5%；产销率 45.81%，去年同期为 40.79%，其中，2 月单月销糖 96.89 万吨，去年同期仅为 60.67 万吨，同比增长 60%；总库存约 1160 万吨，其中中国储库存 760 万吨左右，而工业库存 399 万吨，同比减少 8.35%，也低于五年平均 478 万吨的水平。短期库存偏低有利于支撑白糖价格底部，但是 3-5 月还是白糖集中产出的阶段，同时还未迎来下游需求旺季，郑糖价格季节性压力仍然存在。

图 18：广西白糖周度产量（单位：万吨）

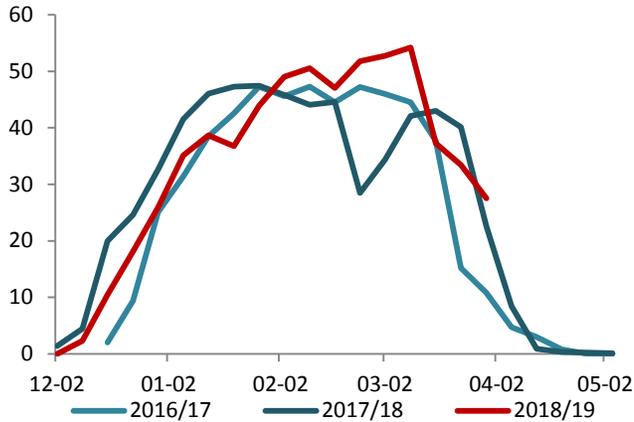
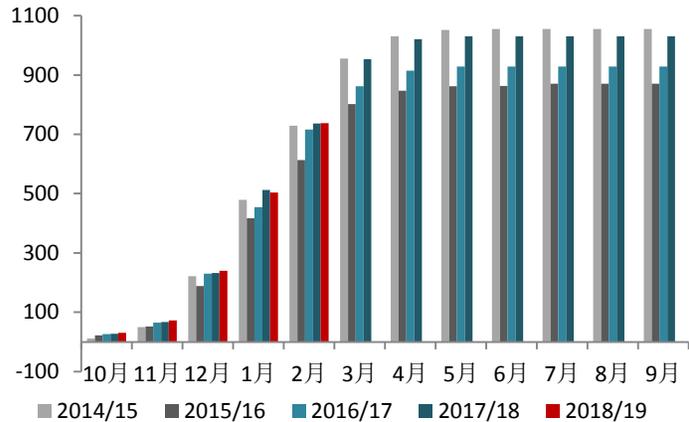


图 19：全国白糖累计产量



来源：wind，东兴期货投资咨询部

图 20：全国白糖累计销量及产销比

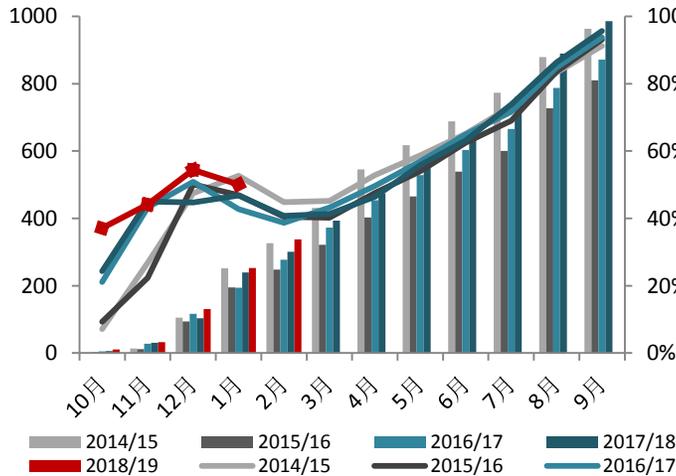
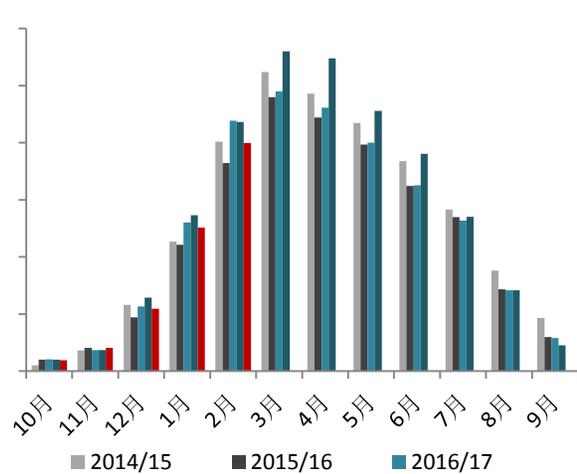


图 21：白糖工业库存



来源：wind，东兴期货投资咨询部

## 六、行情展望：

郑糖的长期走势依然较大程度的受原糖的影响，若外盘受本榨季供给过剩的影响持续震荡，郑糖也难以走出弱势震荡行情。认为内外糖市处于熊市末期主要依据是目前各机构普遍预期 19/20 榨

季全球糖市产不足需，缺口在 150-400 万吨不等，而主要的关注点在于巴西新榨季对于糖醇比的调整和印度的出口政策，但牛熊转换仍然需要耐心等待。国内政策面不确定因素较多，预计 4-5 月间将继续在 5000-5200 元/吨区间震荡，逻辑上依然看好远月走势，主要由于 6-8 月进入冷饮消费旺季，上方压力位预计在 5400-5500 元/吨。

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投资咨询部所有。未获得东兴期货投资咨询部书面授权，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“东兴期货投资咨询部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。