

2019 年 08 月

白糖

投资咨询部

徐菁

农产品研究员

期货执业证书编号 F3051551

xujing@dxqh.net

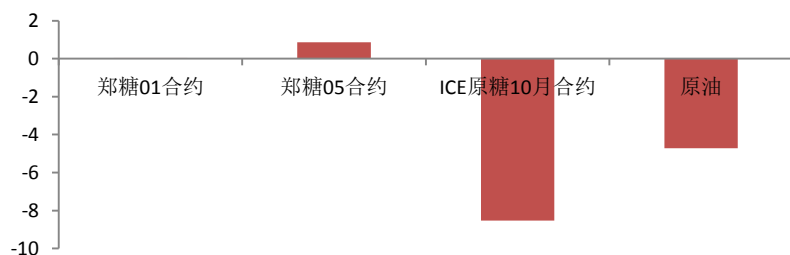
内强外弱延续， 郑糖基本面仍然坚挺

一、观点摘要

对于当前的国际糖市来说，最大的利空因素来自于印度。尽管洪水很有可能导致印度在本榨季减产，但是创纪录的高库存、20/21 榨季可能继续丰产的预期和补贴政策对其出口的推动仍然使得印度情况不甚乐观。8 月底，印度的食糖补贴政策已经公布，预计在原糖涨至 13 至 13.5 美分以上时印度才能够真正实现出口放量，而印度的出口放量又会增加食糖供给的压力，这对于原糖价格反弹将成为一个重要的天花板。虽然 19/20 榨季全球食糖存在结构性缺口，但以目前的缺口并不足以开启牛市行情，叠加国际宏观经济面疲弱、国家间贸易摩擦加剧，使得悲观的看空情绪更加严重。我们认为，19/20 榨季是全球糖市从增量过剩向存量过剩转变的拐点，在库存情况没有真正的改善前，原糖预计仍然以弱势震荡为主。

8 月产销数据回落基本符合预期，由于产销数据并不能够影响国内供需，因此判断中长期走势我们还是要落实到对预期平衡表的调整，产销数据对市场情绪的带动目前来看将告一段落。在进口逐渐宽松的四季度，国内预期平衡表的调整也逐渐从上半年的偏紧转向平衡。目前由于国产糖的库存水平较低，加工糖也没有大量流出的迹象，叠加 9 月至 10 月初又是传统的缺糖季节，郑糖短期内基本面仍然较为坚挺。随着之后新糖开始上市、进口放量，预计郑糖将承压回落。

图 1：白糖相关品种近 30 日涨跌幅



来源：USDA，东兴期货投资咨询部

二、巴西市场

8月巴西进入压榨高峰，8月上半月巴西压榨甘蔗4254万吨，同比增加26.26%，产糖212.6万吨，同比增加24.27%，乙醇产量达到23.9亿升，同比增长20.63%。19/20榨季截止至8月上半月巴西累计制糖比35.87%，略低于市场预期，高于去年同期的35.04%；巴西中南部地区累计压榨甘蔗3.503亿吨，与去年同期持平；累计产糖量1545.7万吨，同比减少6.34%，累计产乙醇量178.7亿升，同比略降1.39%，其中包括无水乙醇55.2亿升，含水乙醇123.5亿升。受7月部分地区霜冻灾害的影响，中南部地区的可回收总糖量（ATR）从去年的每吨136.23千克减少到目前的130.89千克，原料质量的下降较大地影响了甘蔗可转化为糖和乙醇的ATR总量。

进入9月以后，巴西压榨高峰期逐渐过去，在巴西乙醇需求始终保持稳定的情况下，我们预计2019/20榨季巴西产糖量有可能会降至2650-2700万吨的新低水平，原糖出口数量同比也将继续下滑，巴西的低制糖比依然是支撑原糖价格底部的重要因素。

图2：巴西双周食糖产量

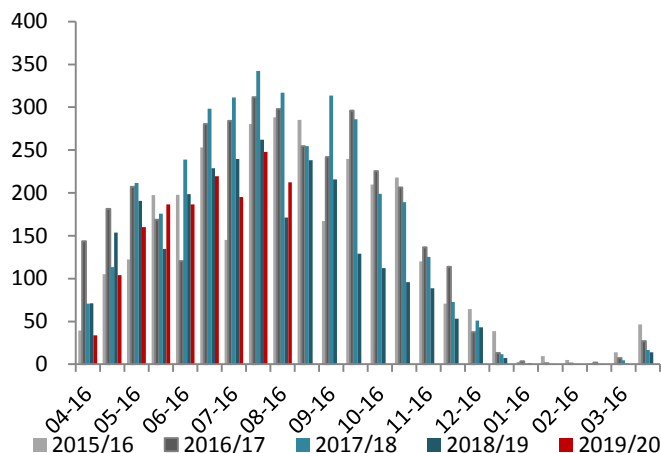
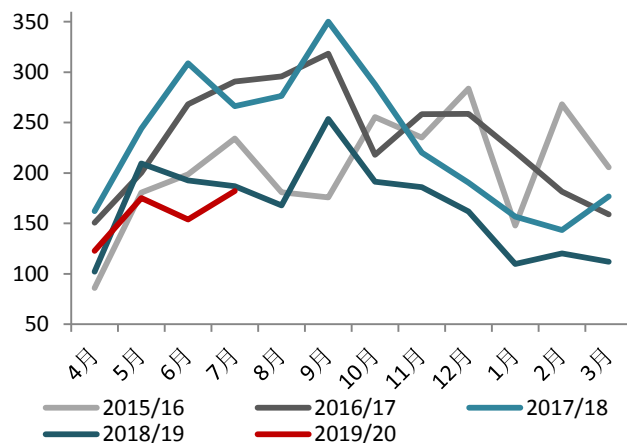
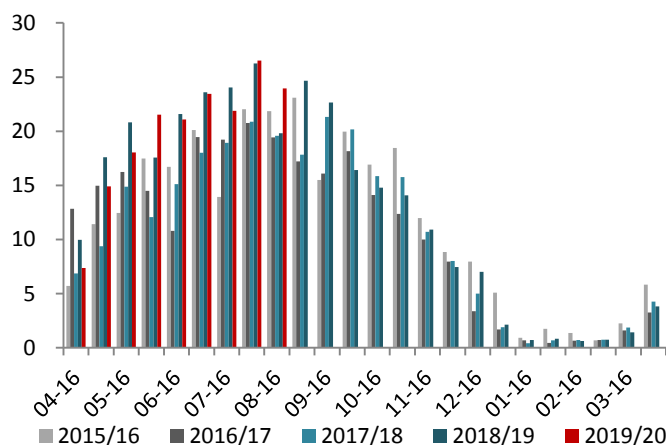


图3：巴西单月食糖出口量（万吨）



来源：USDA，东兴期货投资咨询部

图 4：巴西降水情况



来源：USDA，东兴期货投资咨询部

图 5：巴西乙醇月度销量

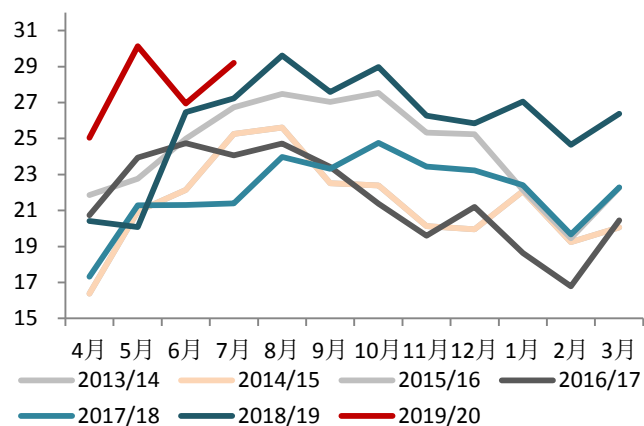
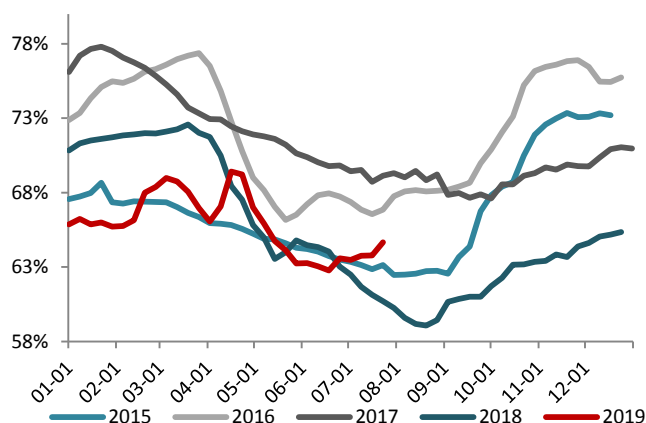
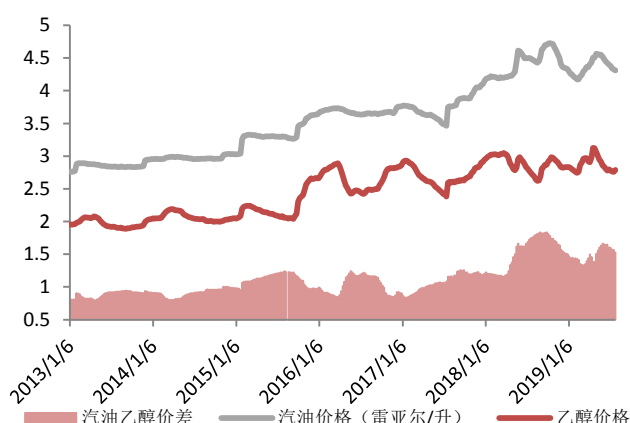


图 6 巴西醇油比比



来源：USDA，东兴期货投资咨询部

图 7：巴西汽油乙醇价差



三、印度市场

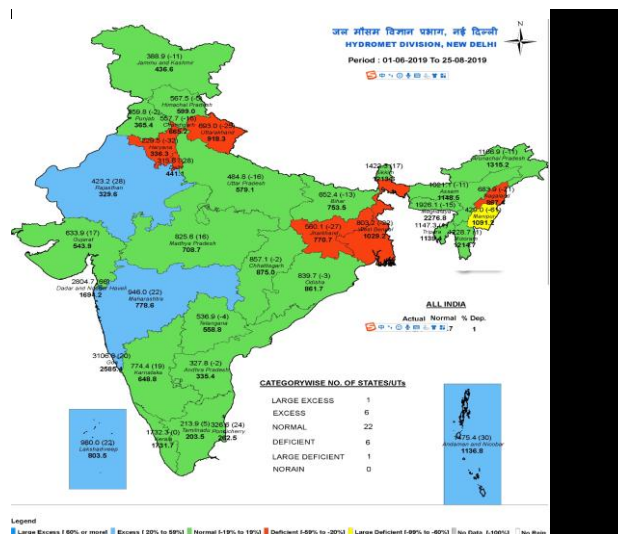
根据印度气象局发布的降雨数据，从今年6月以来至今，全印度累计降水量635.1mm，高于正常值约2%。单看这个数字看似并不严重，但实际上2019年印度经历的极端降雨情况要比去年严峻得多：印度在2019年季风期间已经经历了10次极端降雨（对比2018年共经历7次），导致十一个邦发生洪水，今年最强烈的极端降雨期是7月10日至15日，造成北方邦东部和比哈尔邦北部的洪水；7月25日至31日，导致阿萨姆邦洪水泛滥；8月5日至10日，印度西部沿海地区即马哈拉施特拉邦、果阿邦、卡纳塔克邦和喀拉拉邦部分地区发生洪水。然而由于印度降雨分布不均，同时期部分地区也正在经历严重干旱，最终造成总降雨量似乎较为“正常”的假象。

具体来看，印度甘蔗最大的主产区马邦和卡邦，两个地区的累计降雨量分别达到了918.5mm和

737.6mm，超出正常值的 26%和 20%。马邦的农业部门预计 Kolhapur、Sangli 和 Satara 这三个城市约一半的耕地都被洪水淹没，马邦的 195 家糖厂中，53 家位于这三个城市，去年糖产量占马邦全部产量的 34.5%。而在此前马邦受干旱影响甘蔗种植已经损失了约 28%，洪水势必对产量造成进一步打击。从印度各邦糖产量分布来看，马邦是仅次于北方邦的印度第二大蔗糖产区，占全印度总产量至少约 30%以上，而卡邦产量也占约 15%，两个邦合计占全印度糖产量约 45%，此次印度的极端天气我们估计将导致 19/20 榨季印度糖产量降至 2650-2700 万吨，也有更为悲观的机构将印度糖产量预估下调至 2500 万吨，仅略高于 16/17 榨季产量(该榨季马邦和卡邦受干旱提前收榨导致减产)。

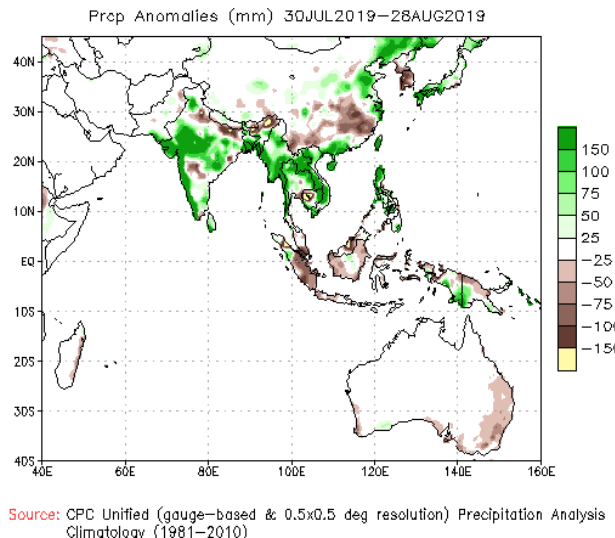
根据 IMD 的预测，印度此次季风雨将持续到九月中旬，而根据 NOAA 的预报显示，印度西南部地区降雨量将在未来两周内逐渐回归正常水平，但而北部降雨量增大有利于缓解北方地区旱情。

图 8：巴西双周食糖产量



来源：USDA，东兴期货投资咨询部

图 9：巴西单月食糖出口量（万吨）



需要注意的是，印度政府于 8 月 28 日颁布了 19/20 榨季的食糖出口补贴政策，出口补贴在 145-146 美元/吨，与 18/19 榨季接近，补贴将覆盖 600 万吨的出口量，我们认为以目前原糖 11-12 美分区间低位震荡的态势，现有的补贴政策对出口的刺激性并不一定能够达到预期效果，更何况印度的低品质白糖相对于泰国高品质白糖仍然存在 10 到 15 美元的价格劣势。在没有看到补贴政策落实的效果之前，很难说能看到印度的情况会有实质性的逆转。

对于印度 19/20 榨季的库存预估情况，我们主要参考了 USDA 在 5 月发布的全球食糖供需平衡表，但是由于发布时间问题，USDA 的报告对于 19/20 榨季印度的产量存在显著高估的情况，结合 ISMA 的数据和对印度天气情况我们对平衡表进行了修正，认为 18/19 榨季印度食糖的期末库存可

能将高达 1400 万吨，但 19/20 榨季在减产至 2650 万吨、出口量达到 600 万吨以上的情况下，除去缓冲库存 400 万吨，印度也将仍然有近 500 万吨的期末库存。对于印度来说，19/20 榨季将成为增量过剩向存量过剩转变的起点，最终的产量变化及出口政策的调整都将对国际食糖供需造成重要的影响。

图 10：印度食糖预期供需平衡表

	期初库存	产量	进口	需求	出口	缺口/过剩	期末库存	库销比
2014/15	822.7	2784.8	100	2600	250	184.8	857.5	32.98%
2015/16	857.5	2760.4	190	2650	380	110.4	777.9	29.35%
2016/17	777.9	2460.3	270	2650	212	-189.7	646.2	24.38%
2017/18	646.2	3103.7	207	2680	224	423.7	1052.9	39.29%
2018/19	1052.9	3295	120	2680	380	615	1407.9	52.53%
2019/20*	1407.9	2650	100	2700	600	-50	857.9	31.77%
2019/20**	1407.9	2650	100	2700	400	-50	1057.9	39.18%

来源：USDA，东兴期货投资咨询部

四、泰国市场

同样是受季风雨的影响，泰国的情况似乎远没有印度严重。根据泰国气象局的监测报告，今年泰国季风雨季泰国的降水量比正常值低 5-10%，同比去年低 3%，作为甘蔗主产区的东北部地区和北部地区 6 月降水量分别较正常值低 30%和 41%，前期较为严重的旱情预计会对生长期的甘蔗产生一定影响，然而随着三季度泰国降水量的回归，目前预报 8 月降雨量较正常值已偏高约 5%，9 月后各地区降雨量接近正常，对后期甘蔗生长有所补救，因此我们认为天气对泰国 19/20 年的糖产量的负面影响将较为有限。

根据泰国糖厂联合会（TSMC）的数据，7 月泰国食糖出口量为 81.9 万吨，同比减少 9.5%，自 4 月以来泰糖出口数据已经连续四个月同比下滑。18/19 榨季截止至 7 月，泰国累计出口原糖、白糖、精炼糖共计 783.4 万吨，同比增加 3.2%；（1）其中累计出口原糖 480 万吨，同比增加 14.4%，累计对印尼出口原糖 294.6 万吨，小幅增长 5.8%；（2）累计出口精炼糖 247.5 万吨，同比减少 13%，下滑原因依然是中国走私严打的效应，本榨季泰国精炼糖对缅甸（-61%）、越南（-32%）、柬埔寨（-27%）、中国台湾（-37%）累计出口量同比有不同幅度下滑，但对韩国（+76%）出口明显放量，这也很有可能意味着韩国会取代东南亚成为新的走私路线。泰糖对这几个国家和地区共计出口精炼糖 107 万吨，同比减少 35.5%。

对于下半年泰糖的出口需求，我们的预期较为中性，认为本榨季出口量大概率将与去年持平或小幅略增。在整个二季度印尼需求都不及预期的情况下，后续依然需要重点关注印尼的需求是否能

够复苏并提振泰糖的出口数据，以及新一榨季泰糖减产幅度是否超预期。

图 11：泰国原糖累计出口量（万吨）

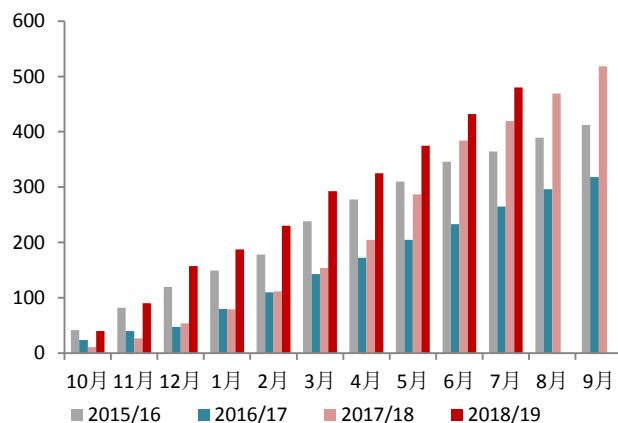
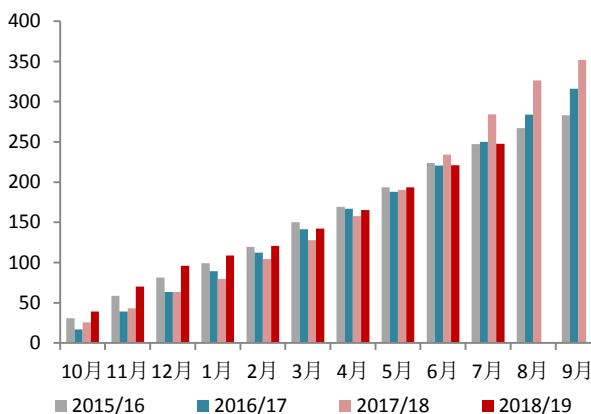
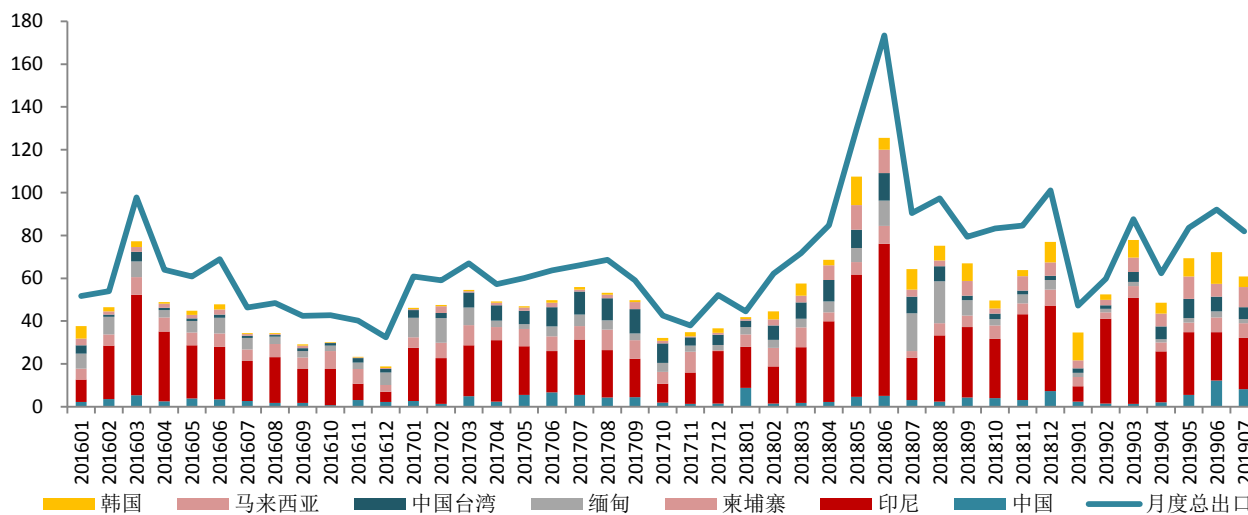


图 12：泰国精炼糖累计出口量（万吨）



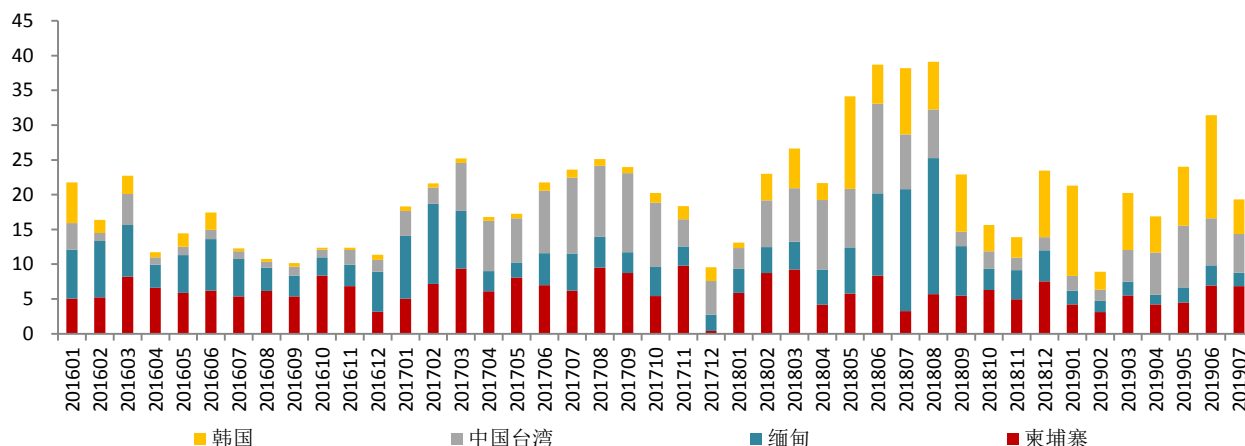
来源：TSMC，东兴期货投资咨询部

图 13：糖出口数据细分



来源：TSMC，东兴期货投资咨询部

图 14：泰糖对韩国、缅甸、中国台湾、柬埔寨出口量



来源：TSMC，东兴期货投资咨询部

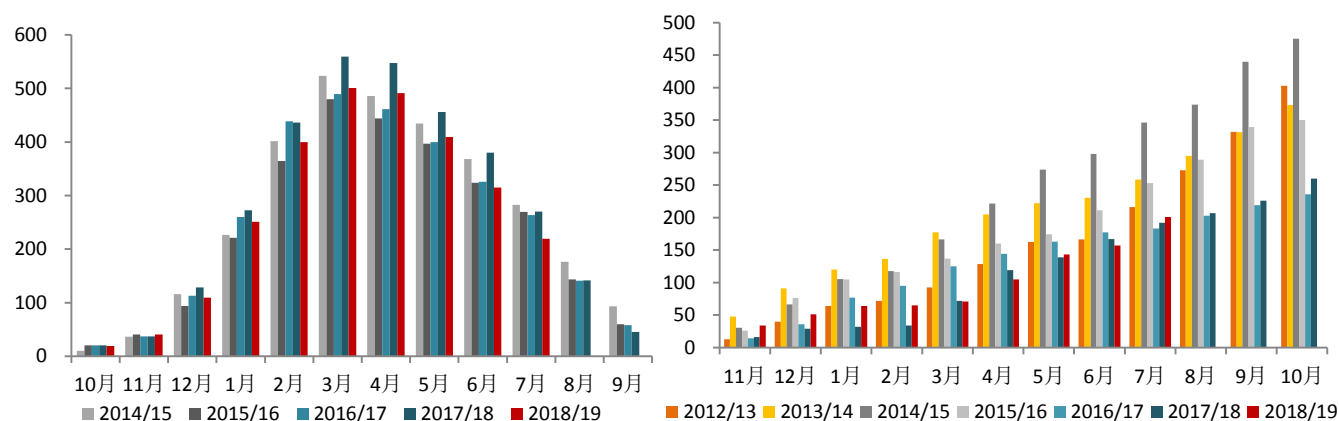
五、国内市场

近两月郑糖表现较为强势，并于8月13日达到了收盘价5585元/吨的阶段高点，在前期这一波上涨中，进口（包括走私）受控贡献了大部分动力，国内食糖供给相对单一，产销数据表现强劲，导致工业库存数据同比偏低，现货价格坚挺上行。然而23日发布的7月进口数据，高达44万吨的进口量，虽然符合市场此前预期，但是由于同比环比均大幅增长，导致盘面由高位震荡开始向下回调。27日市场中再次传来抛储传闻，在缺乏更多利好支撑的情况下，当日郑糖跌近2%，此后又延续窄区间震荡态势。

对于8月的产销情况，此前市场预期单月食糖销售量会不足80万吨，而已经公布的广西、广东、云南、海南四地8月共计销糖71.6万吨，同比去年同期下滑16.4%。至此，18/19榨季的工业库存将很有可能与上一榨季库存水平持平。我们认为，8月产销数据回落基本符合预期，由于产销数据并不能够影响国内供需，因此判断中长期走势我们还是要落实到对预期平衡表的调整，产销数据对市场情绪的带动目前来看将告一段落。在进口逐渐宽松的四季度，国内预期平衡表的调整也逐渐从上半年的偏紧转向平衡。目前由于国产糖的库存水平较低，加工糖也没有大量流出的迹象，叠加9月至10月初又是传统的缺糖季节，预计郑糖短期内基本面仍然较为坚挺。随着之后新糖开始上市、进口放量，预计郑糖将承压。

图 15：国内食糖工业库存

图 16：国内食糖累计进口量



来源：TSMC，东兴期货投资咨询部

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“东兴期货投资咨询部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。