

近期内外糖大跌的逻辑梳理

李国强

投资咨询编号: Z0012887

从业资格编号: F0292230

邮箱: ligq@xzfutures.com

联系电话: 021-20370971

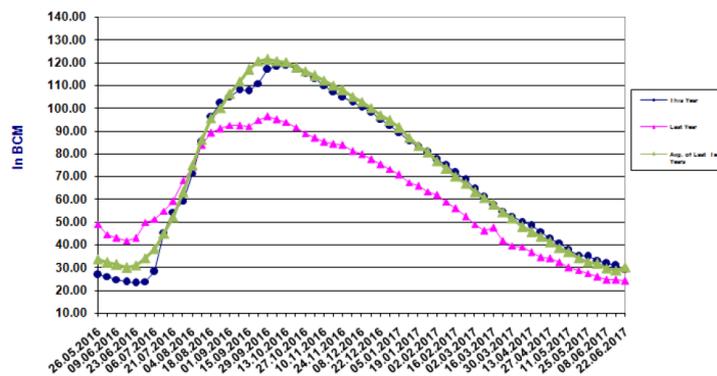
近期内外盘大跌, 笔者梳理了市场逻辑如下:

一、外盘:

外盘自 2016 年 10 月初的 24 美分一路狂跌到现在的 12.7 美分附近, 主要有三个原因: 预期明年全球产量恢复, 巴西乙醇价格下滑导致糖厂把更多的甘蔗用来制乙醇, 以及美糖在上涨的过程中积累大量的净多单。我们逐一分析这三个原因。

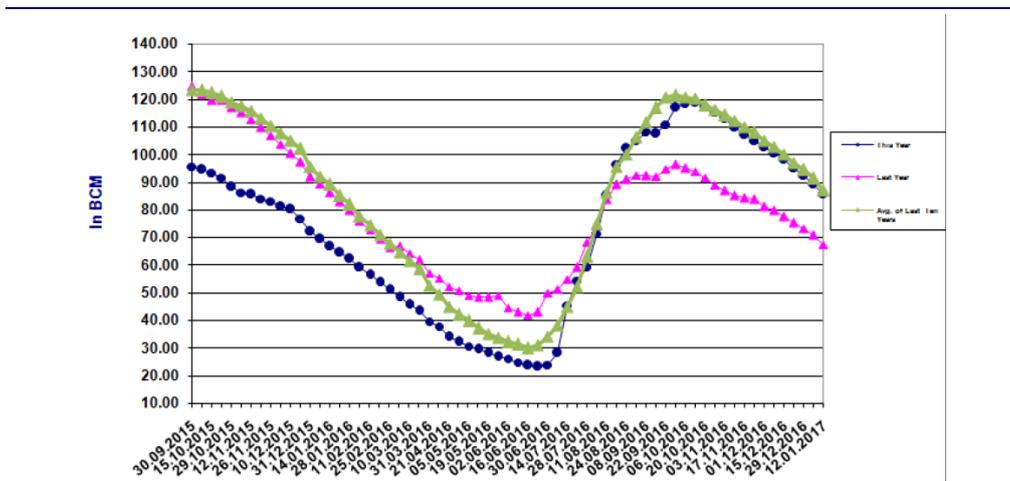
说起全球产量的波动就不得不提印度, 原糖从 2015 年 9 月最低点 10 美分一路上涨到 24 美分, 主要原因在于 2015/2016 榨季, 印度减产 20%, 产量从 2014/2015 年的约 2500 万吨, 减少到约 2000 万吨。目前市场主流观点认为, 明年印度将增产 20%, 产量将恢复到 2400 万吨。市场对来年产量如此有信心主要是有两个预期, 一是甘蔗种植面积会增加, 二是印度降雨充沛。从种植面积来看, 目前仍没有看到官方的数据, 难以证明或者证伪。从降雨来看, 由于印度的甘蔗地主要以水库灌溉为主要的用水来源, 因此印度水库水位可以反映出甘蔗是否缺水。如图 1 所示, 印度降水的季节性较强, 7 月前后进入雨季, 水库蓄水量会快速增加, 这个时期的降雨决定全年的可用水量。如图 2 蓝线所示, 2015 年 9 月开始, 印度水库水位开始大幅低于历史均值, 可以说是之后美糖大涨的主要推动力。目前看, 水库水位正常, 并且处于水库水位回升的关键期, 继续关注印度的降雨情况。种植面积方面, 主要应关注马邦的面积恢复情况, 因为市场预期来年马邦产量将增加 80% 或 320 万吨左右。可以说印度产量的增幅主要由马邦贡献。

图 1: 印度全国水库水位(一)



数据来源: 兴证期货研发部

图 2: 印度全国水库水位(二)



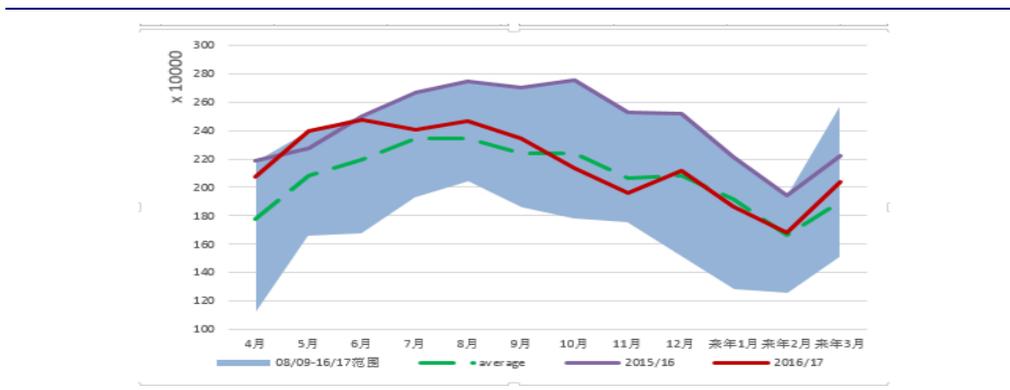
数据来源：兴证期货研发部

巴西乙醇价格：巴西乙醇销量低迷以及价格的崩塌，可能是美糖在 2016 年 10 月份以及 2017 年 3 月份快速下跌的重要原因。巴西有三种燃料，纯汽油，汽油和无水乙醇的混合燃料，以及单独加注使用的含水乙醇。如图 3, 4, 5 所示，2016 年 9 月以后巴西糖厂乙醇销量同比大幅下滑，这主要是因为含水乙醇的销量低迷。而含水乙醇消费低迷的主要原因是其相对汽油的价格偏高，如图 6 所示，2016 年含水乙醇对汽油的比价一直处于同比增加的情况，并且在 2016 年 9 月以后开始高于含水乙醇对汽油的临界比值（图 6 红线），而含水乙醇的销量也从 2016 年 9 月开始大幅走低。从图 7 看，今年巴西主产区甘蔗制乙醇比处于历史最低位，相对的甘蔗制糖比则处于历史最高位。

目前看，巴西无水乙醇的需求维持强劲，而 6 月上半月含水乙醇的销量依旧低迷。如图 6 紫线所示，目前含水乙醇对汽油的价格依旧偏高，后期应继续关注巴西乙醇价格及销量。

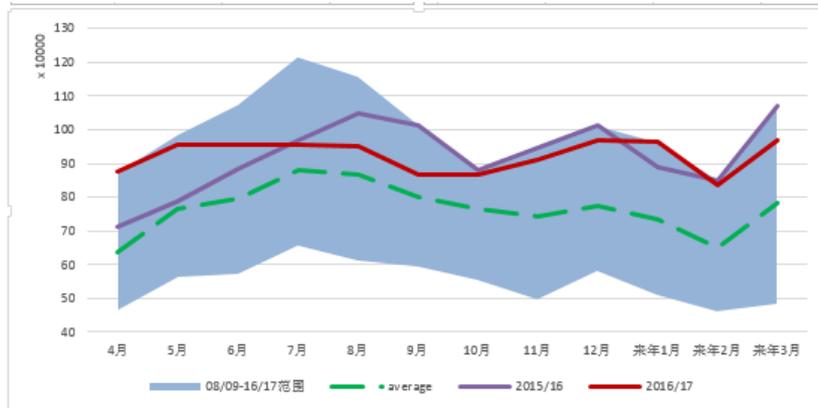
第三：上涨过程中积累的巨量净多单。如图 8 所示，美糖从 10 美分到 24 美分的上涨过程中积累了大量净多单，这在上涨趋势中时是最大的利多，在上涨将尽之时，则变成最大的利空。可以说美糖流畅的跌势与基金抛售头寸有着直接的关系。另一方面，6 月 29 日美糖的暴涨同样来源于交割前空头的获利了结，可见巨量资金进出会对价格产生重大影响。目前看，美糖商业净多单已经抛售干净，后期价格将向基本面靠拢。

图 3: 巴西糖厂乙醇总销量 (m3)



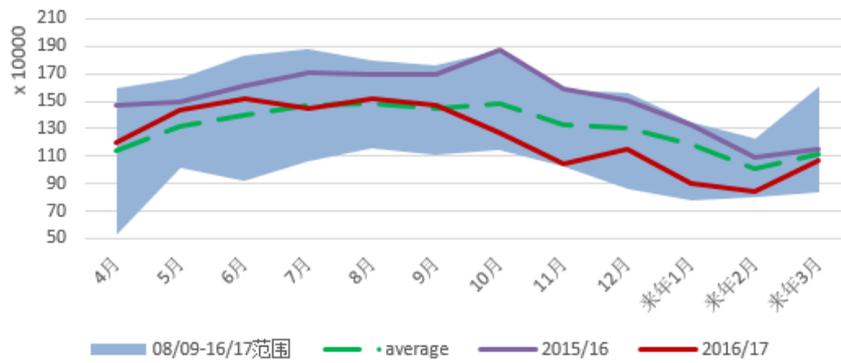
数据来源：兴证期货研发部

图 4: 巴西糖厂无水乙醇总销量 (m3)



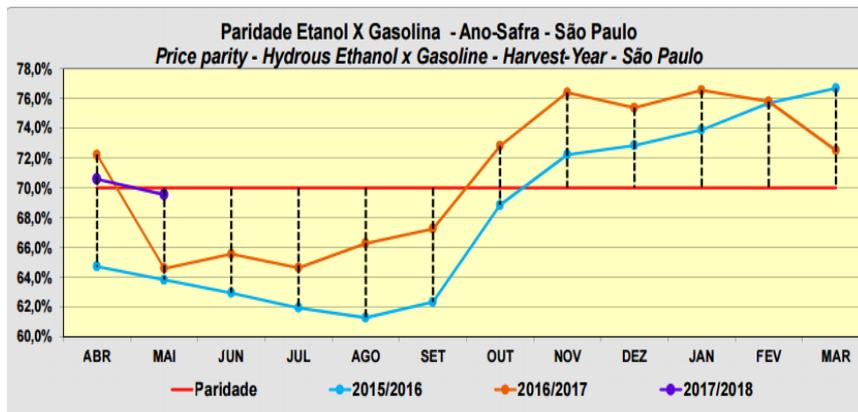
数据来源：兴证期货研发部

图 5: 巴西糖厂含水乙醇销量 (m3)



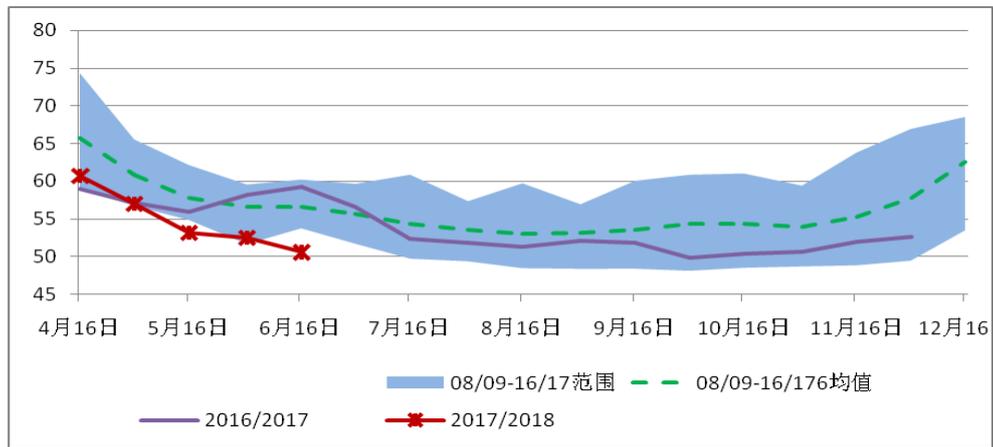
数据来源：兴证期货研发部

图 6: 巴西含水乙醇与汽油比价



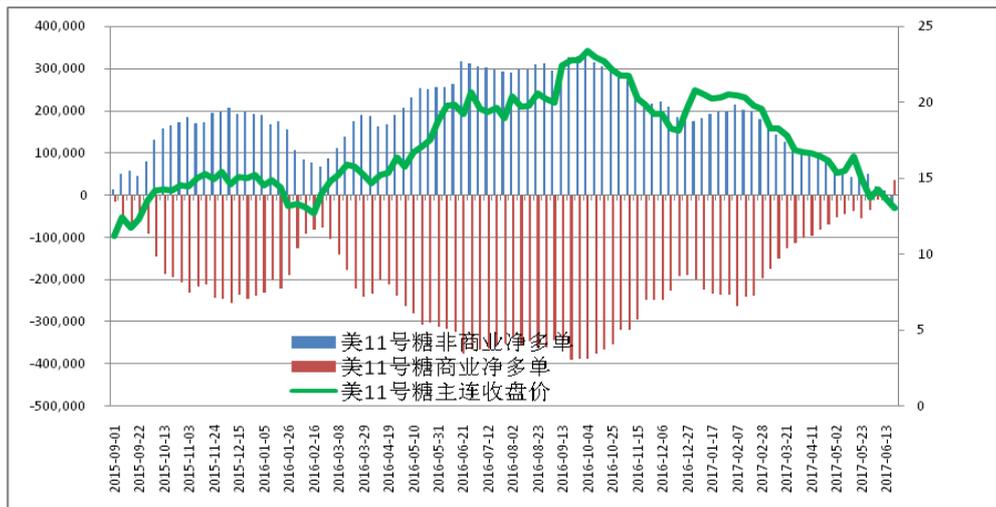
数据来源：兴证期货研发部

图 7: 巴西中南部地区甘蔗制乙醇比



数据来源：兴证期货研发部

图 8: 美糖净持仓与糖价



数据来源：兴证期货研发部 WIND

二、国内：

国内方面：国内宣布提高关税，市场没有大涨反而快速下跌。主要原因我认为有两点：第一，市场预期明年开始进入增产周期，第二，政策的不确定性。

市场普遍预期下榨季全国产量提高约 10%，从今年的 930 万吨提高到 1000 万吨左右。主要是由于随着糖价从 2014 年以来的反弹，甘蔗收购价从 2014/15 榨季的 390-410 元/吨，上升到 16/17 榨季的 480-500 元/吨，农民有扩种的激励。但是另一方面，广西的产量不太可能在短时间内迅速增加，主要因为：1，甘蔗的竞争作物如果树，速生桉等，生长周期较长，不可能在短时间内完全改种甘蔗。2，广西土地不适宜规模化养殖。3，人工成本过高，蚕食了大部分利润。

未来值得关注的产量增长点在于北方，明年北方甜菜糖的产量预计将增长 20 万吨至 130 万吨。由于玉米取消临储后，内蒙等地的农民种植甜菜的收益更好。本榨季，新疆甜菜糖的种植面积上升了 5%，内蒙的种植面积上升了 40%，北方甜菜糖的种植面积一共增加了 18% 至 240 万亩。预计下榨季会继续扩种。

另外，内蒙，新疆等地也更适合展开机械化种植。当地也在积极引进更高产的品种。有消息称，内蒙有四家在建的甜菜糖压榨厂，每家厂的年压榨能力为 100 万吨甜菜，预计于 2018 年前后投产。总之，未来北方的情况值得关注。

第二，政策的不确定性较大。政策的不确定性体现在政策的矛盾上，一方面，政府希望增加国内食糖产量，减少对外依赖。另一方面，政府推动供给侧改革，抛储与取消国储政策势在必行。

国家在 2016 年提出一个五年计划，计划到 2020 年把国内食糖产量从目前的 930 万吨提高到 1500 万吨，并逐步降低对外依存度。这意味着国产糖产量要以每年 10% 的速度，连续增长 4 年。政府会通过补贴，金融服务等措施保障农民种植的积极性。政府计划在广西建成 500 万亩的“双高”试验田，把单产从目前的不足 5 吨/亩，提高到 8 吨/亩，含糖量从目前的 12% 提高到 14%。

但是另一方面，抛储与取消国储政策势在必行。今年年初国家提出农业供给侧改革，虽然食糖并不是政策重点品种，但目前国储有 600-700 万吨，抛储势在必行。2011 年开始施行收储的五个品种，大豆，油菜籽，棉花，玉米，糖，其余四个品种都已经取消国储，实行目标价格政策试点。因此可以预测，食糖取消国储势在必行。取消国储会带来哪些影响？棉花 2014 年取消国储，同时在新疆试点目标价格政策，当时内外棉价差处于高位，取消国储后，内外棉价格快速回归。在提高关税后，目前糖的内外价差处于历史最高位，15% 关税下进口利润 3000 元/吨，95% 关税下进口利润 700 元/吨，取消国储之后，糖会像棉花那样大跌从而把内外价差打掉吗？糖和棉花的情况还是不一样的。2014 年棉花取消国储的同时，在新疆试点目标价格政策，其意图是很明显的，即希望把内地低效率的棉花产区淘汰掉，同时在新疆推广高产棉花与机械化种植，从而提高我国的棉花竞争力，维护农业安全。食糖的情况不太一样，目前我国产量主要集中在广西，其人工成本高，大部分土地肥力不够单产较低，并且不适宜推广机械化种植。但食糖缺少一个像新疆那样的地方，可以让政府把广西低效率的产区一刀切，同时把所有的资源转移到新产区。并且由于新疆的特殊性，食糖很难复制棉花的那条路。上文我们提到北方甜菜糖有加速发展的趋势，但是目前市场对于甜菜糖的接受程度是比较低的，也就是说未来应该仍是以广西糖为主。

总的来看，国家的思路是淘汰低效率产区，同时大力扶持高产产区，提高国产糖的竞争力。

具体如何在食糖产业实行，就比较复杂了。因为在提高关税后，相当于给国内糖价一个支撑，在利润较好的情况下，如何淘汰低效的生产方式？恐怕是比较难的。

三、小结：

本轮下跌的诱因是内外价差过大，但提高关税后，高内外价差是得到政策支持的。但是另一方面，走私糖入境量达到一定规模后，会倒逼内外价差缩小。5月云南糖销量较差，6月维持低迷，云南边境的走私可能有所抬头，另外市场传闻福建沿海的走私也有所增加。我们认为走私是一个长期因素，但是大量走私是一个短期因素，在内外价差收敛的逻辑暂不成立的情况下，长期不宜过分看空。

笔者认为目前高内外价差是合理的，但随着政府后续政策的出台，比如说取消收储之后，高内外价差可能会形成交易机会。