

白糖周报：多方缺席——2017 年 9 月郑州糖会解读

兴证期货.研究发展部

2017 年 9 月 11 日星期一

农产品研究团队：

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

程然

从业资格编号：F3034063

chengran@xzfutures.com

1. 内容提要

上周六郑州糖会上，市场看空预期较为一致，而多方并没有发声。市场看空的主要逻辑是国内进入三年增产周期的第一年，而其他比如抛储、走私、消费不振等，我们认为都是次要因素。市场认为贸易救济只会改变下跌的节奏，不改变趋势。对于抛储，市场认为长期利空不变。

今年是进入增产周期的第一年，情况类似于 2012 年，但 2012 年初美糖在 25 美分，目前只有 14 美分，外部环境可能有所不同。由于外盘，政策等因素，郑糖下行的节奏会有所不同，我们认为市场预期与价格之间的距离形成交易机会。操作上暂观望，仅供参考。

2. 基本面分析

笔者对各位嘉宾观点的总结与解读如下：

中国糖业协会 刘汉德：

我国食糖供需平衡表（单位：万吨）

制糖期	上期结余	产量	消费	当期缺口	收储量	放储量	进口量	入国库	出口量	走私	本期结余
17/18	165.6	1050	1450	-400	0	?	330	40	10	200	245.6
16/17	146.6	929	1450	-521	0	120	230	0	10	200	165.6
15/16	276.6	870	1500	-630	0	0	350	40	10	200	146.6
14/15	299.6	1056	1595	-539	0	0	481	40	5	80	276.6

数据来源：刘汉德演讲 ppt，笔者注：红字为预测值

刘总对 17/18 榨季的供需预测如表所示。产量与此前的市场预期一致，刘总表示前期台风没有对甘蔗造成什么影响，今年的甘蔗长势是近几年来最好的。预计消费依旧低迷，在 1450 万吨左右，主要是因为内外价差扩大使得走私利润较高，台湾走私糖的成本只有 3000 元。另外目前淀粉糖与白糖的价差在 2000-3000 元，也会抑制白糖需求。高糖价促使终端用户更多地寻找替代和低糖产品的开发。

进口方面，刘总提出了自己的观点：今年配额外进口许可量从 210 万吨减少到 100 万吨，刘总建议明年应该恢复到 210 万吨。因为国内有缺口是事实，而走私想要完全杜绝难度较大，因此这部分贸易利润与其让给走私，不如缴税给国家。因此在平衡表里，刘总把明年的合法进口量上调至 330 万吨。

对于目前市场最关心的抛储问题，刘总认为：这次的抛储短期内不会对现货市场造成较大压力。主要是因为抛的 40 万吨古巴糖质量较好，而目前高品质的糖价格在 7000 左右，因此不会对主流糖价造成影响。而 32 万吨广西地储旧糖，应该会等新榨季开榨后一起回炉重做，因此投放市场可能要等到年底，因此短期内也不会带给现货压力。

抛储的关键问题在于明年还会不会抛。刘总认为国家要去库存的决心是很明确的，而市场预期未来三年国内进入增产周期，现在不抛的话要再等三年去库存了。

最后刘总做了一个类比，刘总认为从基本面看，今年的情况与 2012 年比较像。

笔者解读：演讲开始时刘总说去年糖会时看涨是比较明确的，但今年的情况比较复杂。但从刘总之后的演讲看，长期看空的观点是比较明确的。**看空的最主要的理由与前提是：未来三年进入增产周期。**其他比如走私、放储、消费替代等，笔者认为都是次要因素。比如在 2010，2011 年的减产周期中，出现过糖价越抛越高的情况（当然当时的国储量不及现在）。对于国储，刘总认为现在不抛，去库存要再等三年，观点也是很明确的。笔者认为，由于未来供需缺口到底多少目前无法知晓，因此抛储是基于市场预期的，如果一致预期国储必须出库，那么抛储也就势在必行了。

最后刘总把今年的情况类比于 2012 年，笔者并不认同。国内的情况可能和 2012 年比较类似，都是预期增产三年的第一年。可是 2012 年年初美糖 25 美分，而目前只有 14 美分，前低 10 美分。虽然市场

预期下榨季全球增产，但至少从价格看，外部环境还是不同的。

中粮国际 丹尼尔·贝利齐

丹尼尔介绍了外盘的情况，他的主要观点是长期看，下榨季全球增产，贸易流过剩会继续施压糖价。但短期看，如果巴西提高制糖比例的话，会在短期支撑国际糖价。另外在目前的位置，美糖基金空单过多。

对于巴西，丹尼尔认为本榨季甘蔗出糖率较高，即使后期甘蔗入榨量从高峰下滑，产糖量可能继续维持高位。但是短期看，巴西有可能提高甘蔗制糖比例。目前需要继续跟踪一些指标如乙醇汽油比，乙醇糖价比，原油价格以及巴西货币。丹尼尔认为巴西货币也是一个很重要的影响因素，未来巴西雷亚尔的波动幅度可能会扩大。

印度方面，预期即将开榨的新榨季产量将上升 26%，重新回到 2400 万吨左右。但是南部地区产量下滑明显，可能仍需要进口。泰国方面，预期新榨季面积增加 7%，产量增加 4%。

笔者解读：笔者记得在今年二月份的时候，就有一批国外机构预测 2017/18 榨季全球增产，贸易流过剩，当时糖价在 20 美分。目前糖价在 14 美分，最低 12.74 美分，增产的预期反映了多少了？还有多少空间？笔者认为前期的利空已经基本反映在价格里了，而利多因素在慢慢聚集。比如丹尼尔提到的巴西制糖比，随着巴西提高乙醇进口关税，乙醇汽油比维持较低位置，巴西很有可能在继续提高制乙醇比例。印度方面，笔者认为天气因素没有体现在价格中，近期印度南部产区干旱较为严重，印度出现南北分化的局面，17/18 增产的大格局不变，但明年的产量需要再评估。未来巴西与印度的情况可以关注我们的后续跟踪报告。

中粮屯河糖业 吴震：

吴总认为如果没有大的意外的话，外盘将维持低位震荡。目前外盘的增产趋势明显，即使糖价低于生产成本的话，想要把产量降下来也是一个漫长的过程，唯一的变量在巴西的甘蔗制糖比。目前巴西乙醇与汽油价格关联度较高，另外还需要关注原油价格以及美国玉米酒精的情况。

国内方面，吴总认为消费的绝对量可能会下降。淀粉糖的成本只有甘蔗糖的一半，预计明年全国淀粉糖的产能从 660 万吨提高到 700 万吨，目前有不少终端把厂转移到国外，在国外用糖加工后把成品进口到国内。贸易救济政策是给了国内食糖产业时间，糖厂应该利用这段时间提高供给效率。

今年甘蔗的面积与单产都有增加，产量在 1030 万吨左右。内蒙的甜菜糖具有比较优势。国内的甘蔗成本价对糖价会有支撑。

山东星光糖业 曹永兴：

目前企业有 100 万吨的淀粉糖产能与 100 万吨的加工糖产能。从去年 11 月至今年 2 月淀粉糖的运营较好。预计全国的淀粉糖可以替代 50 万吨白糖销量。目前王老吉，康师傅等饮料企业由于口感问题迟迟不敢更改配方。

笔者解读：对淀粉糖的观点没有新亮点。

苏克敦亚洲区 刘维略：

刘总首先回顾了伦敦、迪拜等国外糖会时的市场预期，以及之后糖价的走势，他认为市场预期有时候是落后于市场变化的。对于新榨季供需，刘总并未多说，只是提到由于之前行情单方面下跌，很多终端违约不要糖了。

笔者解读：这是不是意味着目前外盘会出现一些刚需买盘？

上海睿福投资 付爱民：

付总认为白糖具有商品属性以及金融属性，而中国的白糖还多了一层政策属性。未来三年进入增产周期的大趋势不变，今年是增产的第一年。贸易救济只会改变行情运行的节奏，但不会改变大的趋势。

大趋势是明确的，难把握的是市场节奏。行情会在什么时候发生转折比较难预测。目前来看，由于贸易救济政策的托底，价格没有完全反映出市场的利空预期，所以我们看到近期糖价连续下跌。因此对于未来的行情，需要把握转折点，需要度量价格与预期之间的距离。

笔者解读：付总提到了国内白糖具有政策属性，我们看到国内政策对于农业的保护态度是比较明确的，国家计划在未来三年把国内产量恢复到 1500 万吨的水平，国家希望食糖可以自给自足，希望提高我国食糖的国际竞争力。（对国家政策的分析可以参考我们之前的报告《近期内外盘大跌的主要原因》）在一个大趋势下跌的行情中，确实可以把落后的生产方式淘汰掉，可是高效率的供给能够及时跟上吗？食糖缺少一个像棉花产业中新疆那样的地方，可以大力发展先进的生产方式。北方的甜菜糖可能是一个选项，广西的“双高”基地也是一条出路。但是新疆和内地的棉花种植，政府可以有所选择，发展一端。但国内食糖的优势生产力到底在哪里呢？市场仍没有给出答案，政府的政策也不明确，因此我们看到政策是存在矛盾的，这可能也是一个机会。

总结：参会前笔者希望能够听一听多方的观点，但此次糖会空方云集，多方缺席，未免有些可惜。空方的主要逻辑与看空前提是国内进入三年的增产周期，而诸如抛储、走私、消费不振等，笔者认为都是次要因素。今年是进入增产周期的第一年，情况类似于 2012 年，但 2012 年初美糖在 25 美分，目前只有 14 美分，外部环境可能有所不同。白糖的政策属性对价格有重要影响，但是市场又认为贸易救济只会改变下跌的节奏，不改变趋势。对于抛储，市场认为长期利空不变。笔者认为政策本身存在矛盾，在政策不明确的情况下，政策的确只改变节奏而不影响趋势。笔者同意付总的观点：市场预期与价格之间的距离形成交易机会。不过需要提醒自己的是，看空的前提是否发生了改变？什么情况下会发生改变？毕竟多方缺席的市场不是一个完整的市场。

3. 总结

上周六郑州糖会上，市场看空预期较为一致，而多方并没有发声。市场看空的主要逻辑是国内进入三年增产周期的第一年，而其他比如抛储、走私、消费不振等，我们认为都是次要因素。市场认为贸易救济只会改变下跌的节奏，不改变趋势。对于抛储，市场认为长期利空不变。

今年是进入增产周期的第一年，情况类似于 2012 年，但 2012 年初美糖在 25 美分，目前只有 14 美分，外部环境可能有所不同。由于外盘，政策等因素，郑糖下行的节奏会有所不同，我们认为市场预期

与价格之间的距离形成交易机会。操作上暂观望，仅供参考。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。