

兴证期货. 研发中心

2018年7月2日 星期一

农产品研究团队

李国强

从业资格编号: Z0012887

投资咨询编号: F0292230

程然

从业资格编号: F3034063

黄维

从业资格编号: F3015232

联系人

黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.comXX@xzfutures.com

内容提要

上半年国内糖价震荡下行,和我们之前年报的观点基本一致。从长期看,糖价下行的趋势没有改变。但是目前远月合约的价格已经跌破下榨季甘蔗价下调后预估的成本,因此糖价有反弹的需求。下半年糖价可能会在企稳反弹后继续震荡下行。

国外方面,印度种植面积同比略有增加,如果天气没有问题的话,产量可能依旧维持高位。不过如果印度国内糖价继续下跌可能会导致印度食糖政策发生改变,这将对国际糖价产生重大影响。巴西乙醇汽油比处于近几年的低位,甘蔗制糖比也处于历史低位,对国际糖价形成支撑。但是巴西雷亚尔持续贬值,限制了美糖的上涨。

国内方面,从周期性的角度来看,我们认为郑糖依然处于下跌周期的中部。糖价可能会在下榨季甘蔗价下调后的成本附近企稳甚至反弹。但随着产量继续增加,糖价与制糖成本会相互牵引着下跌。糖价要等到迅速脱离增产第三年的成本后才会形成超跌,最终在减产的预期中形成底部。

1. 行情回顾

上半年美糖连续下跌，主要是因为印度的增产幅度超出市场预期，国际贸易流过剩，供应压力下国际糖价持续下跌，同时基金净空仓位一度创下历史新高。在最低到达 11 美分后，美糖反弹后弱势震荡。

国内方面，期现价格持续下跌。南宁现货价格从年初的 6200 跌倒近期的 5350 附近，跌幅达 13.7%，期间几乎没有过反弹。

图 1：美糖主连周线



数据来源：wind，兴证期货研发部

图 2：郑糖指数日线



数据来源：wind，兴证期货研发部

2. 国外基本面分析

2.1 印度种植面积同比略增，关注汛期降雨量

2017/18 榨季印度产量大幅超出市场预期，2017 年 9 月印度政府估计将产糖约 2500 万吨，但最终印度产量在 3150 万吨左右，大大超出市场预期。从下榨季的种植面积来看，同比略有增加，如果天气正常的话，下榨季印度的产量仍将处于历史较高水平。

表一：印度甘蔗种植面积（单位：万公顷，截至 2018 年 6 月 14 日）

	历史总种植面积平均值 (2011/12-2015/16)	历史当周种植面积平均值 (2014/15-2017/18)	2018/19	2017/18	较历史均值 (%)	同比 (%)
马邦	98.2	81.5	94.9	93.7	16.38	1.28
UP 邦	218.2	201.7	226.2	224.0	12.15	0.98
全印度	500.5	453.5	500.1	494.8	10.27	1.07

数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

印度产量的风险点之一在天气。印度每年雨季（7-9 月）的降雨量非常不稳定，对产量的影响非常大。2015 年的雨季，印度降雨偏少，水库水位大幅低于历史均值。由于 Maharashtra 的甘蔗主要靠水库灌溉，因此对当年的产量产生较大影响，印度减产了将近 20%，这是美糖从 10 美分大涨至最高 25 美分的重要原因。6 月中旬开始印度逐渐进入雨季，后期是水位上升的关键期，从目前的数据看依然比较正常。

另外一个风险点在印度的糖价以及食糖政策。近年来印度的甘蔗收购价逐年上升，但是由于糖价较低，糖厂不能及时兑付农民的甘蔗款，印度的甘蔗欠款也逐年上升。由于今年的产量大幅超出榨季初的预期，如果在高甘蔗收购价下，糖价快速下跌，糖厂可能会面临极大的压力，印度的食糖产业政策可能会发生重大变化。印度政府可能会调低甘蔗收购价，导致农民种植意愿下降，从而使得印度产量大幅下降。尽管印度政府采取了建立临储，支持出口等一系列措施，但可能很难逆转印度国内糖价的下跌趋势，如果印度糖价继续下行的话，可能会导致政策发生根本改变。因此后期应继续关注印度国内糖价及政策变化。

图 1：印度糖价（卢比/公担）



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

2.2 巴西甘蔗制糖比利多，但汇率偏空

巴西方面，新榨季巴西的制糖比例和产糖量维持低位。2018/19 榨季截至 6 月 1 日，巴西累计压榨甘蔗量同比上升 20.17%，但是产糖量却同比减少 3.93%。主要原因是巴西中南部的甘蔗制糖比创下历史新低，6 月上半月的制糖比为 32.54%，同比减少 14.91%，本榨季累计制糖比为 34.54%，同比减少 10.62%，创近 20 年来新低。制糖比这么低的主要原因是生产乙醇更有优势。目前巴西乙醇汽油比处于历史低位，消费者倾向于使用更多的乙醇，从而使得乙醇的销量与价格走高。

图 2：巴西中南部加油站乙醇汽油比

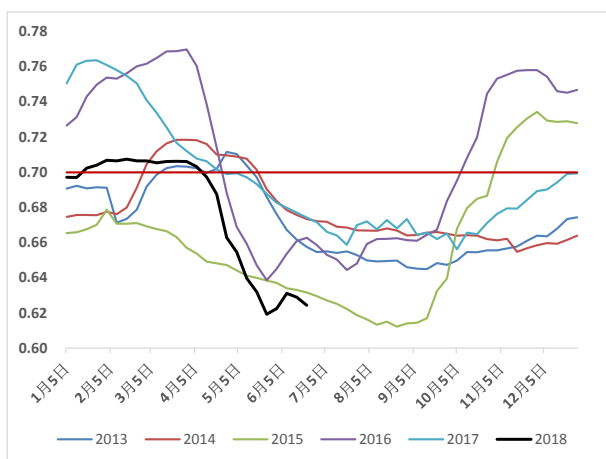
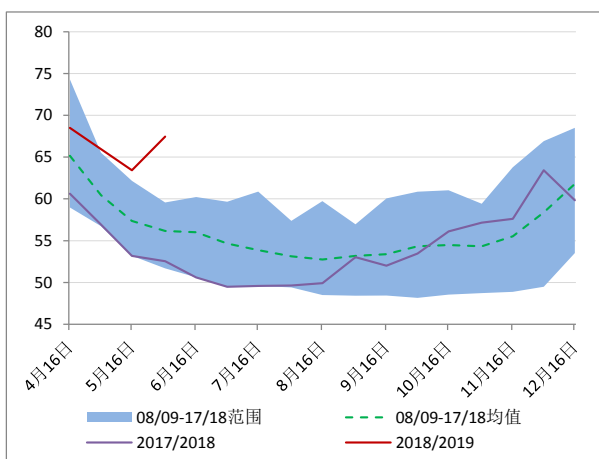


图 3：巴西中南部甘蔗制乙醇比



数据来源：bloomberg，兴证期货研发部

天气方面，今年巴西主产区的降雨量偏少，但是甘蔗含糖量偏高，另外收割时天气干旱有利于收割作业的进行。虽然干旱的天气有利于含糖量的提高，但是不利于甘蔗的生长，因此总的产糖量可能会降低。

图 4：巴西中南部主产区平均降雨量

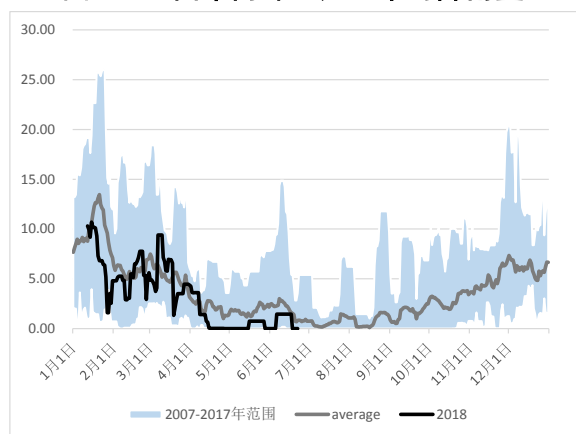
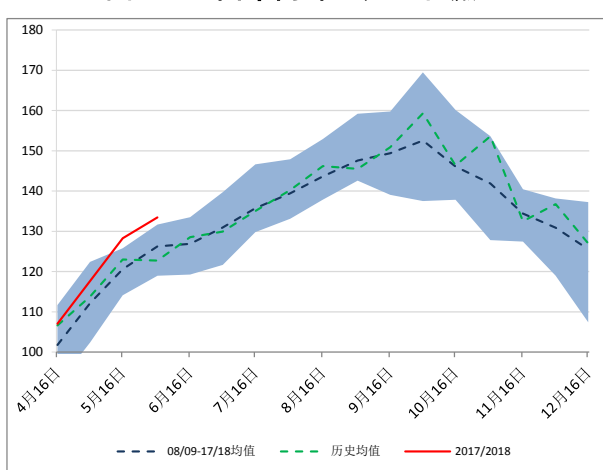


图 5：巴西中南部主产区甘蔗 ATR



数据来源：bloomberg，兴证期货研发部

汇率方面，巴西雷亚尔持续贬值对美糖形成较大压力。上半年巴西雷亚尔持续走弱，一度接近 1 美元兑 4.0 雷亚尔的历史高点，在巴西央行出手干预下，6 月 8 日雷亚尔对美元涨幅超 5%，暂缓了市场对于雷亚尔破 4 的担忧。巴西央行行长表示，巴西国际收支状况良好，外汇储备足够，通胀预期稳定，巴西将继续提供货币互换支持。巴西央行行长发声后，雷亚尔大幅反

弹。但是市场分析认为巴西央行的干预效果有限，如果巴西不能继续出台更有力的措施的话，巴西雷亚尔仍有继续贬值的可能。由于雷亚尔贬值利空美糖，因此国际糖价仍然面临较大的不确定性。

图 6：美元兑巴西雷亚尔



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

3. 国内基本面分析

3.1 国内处于增产周期第二年

从历史上看，我国食糖产量周期与食糖价格具有较明显的对应关系。由于甘蔗的生理特性，我国食糖的产量一般以三年为一个周期。从这个角度看，目前正处于增产周期的第二年。可以把目前的情况和 2012-2014 年的增产周期进行比较，虽然外部环境有所不同，2012 年初美糖在 25 美分，目前只有 11 美分，另外进口政策，国储，走私等因素也与当时不同。但我们认为国内食糖的最大影响因素还是产量周期。目前国内仍处于增产周期中，因此从中长期看，食糖价格大概率继续震荡下行。

图 1：国内产量周期与白糖期货价格（红色箭头表示增产）



数据来源：wind，兴证期货研发部

3.2 下榨季产量或继续增加

美国农业部 5 月报告显示，预计 2018/19 榨季我国食糖产量将增加约 55 万吨至 1090 万吨左右。其中，预计甘蔗糖将增产 30 万吨至 940 万吨，产量增加主要是因为甘蔗价格比较有竞争力，农民增加了种植面积，但是单产或依然偏低。2017/18 榨季广西甘蔗收购价为 500 元/吨，处于历史较高水平。另外，广西政府规定糖厂必须在甘蔗到厂后一个月内兑付甘蔗款，这使得农民有比较充足的积极性扩种甘蔗。但是预计广西的种植面积并不会增加的太多，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。

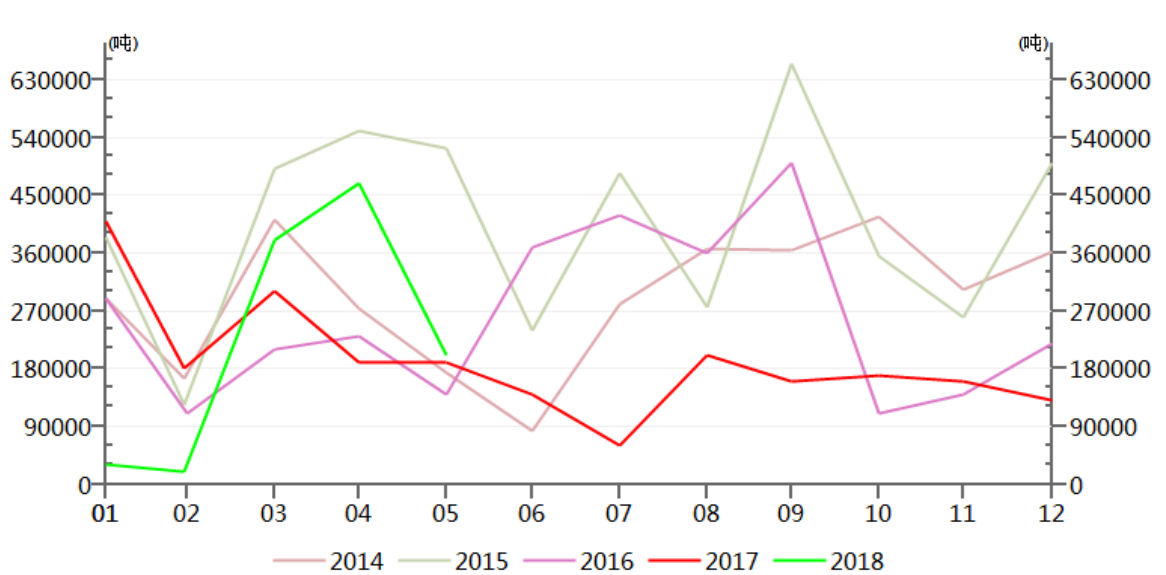
预计甜菜糖将增产 25 万吨至 140 万吨左右。2018/19 榨季内蒙古有望超越新疆成为我国第一大甜菜糖产区。内蒙甜菜种植面积迅速增加的主要原因有：1. 2016 年取消玉米临储政策以后，原先种植玉米的农民开始转向甜菜等效益更好的作物。2. 内蒙适合机械化种植，单产较高，人工成本则较广西大幅降低。3. 引进了高产的新品种，含糖率能达到 16-18%。4. 预计 2019 年会有四座新糖厂投入运行，因此对原料的需求增加。

3.3 下半年进口压力较大，国家或继续寻找抛储机会

今年 1-5 月份我国累计进口食糖 110 万吨，同比减少 13.39%。今年配额外进口量增加了 50 万吨，如果配额内数量不变的话，今年总的进口量在 280 万吨。那么下半年还有 170 万吨糖需要进口，同比将增加 66.67%，因此下半年的进口压力会比去年大。

国储方面，国家提出农业供给侧改革，从长期来看，继续抛储与取消国储政策势在必行。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。因此可以预计，即使在糖价下跌过程中，国家也会继续寻找抛储的机会。

图 2：我国食糖进口季节图



数据来源：wind，兴证期货研发部

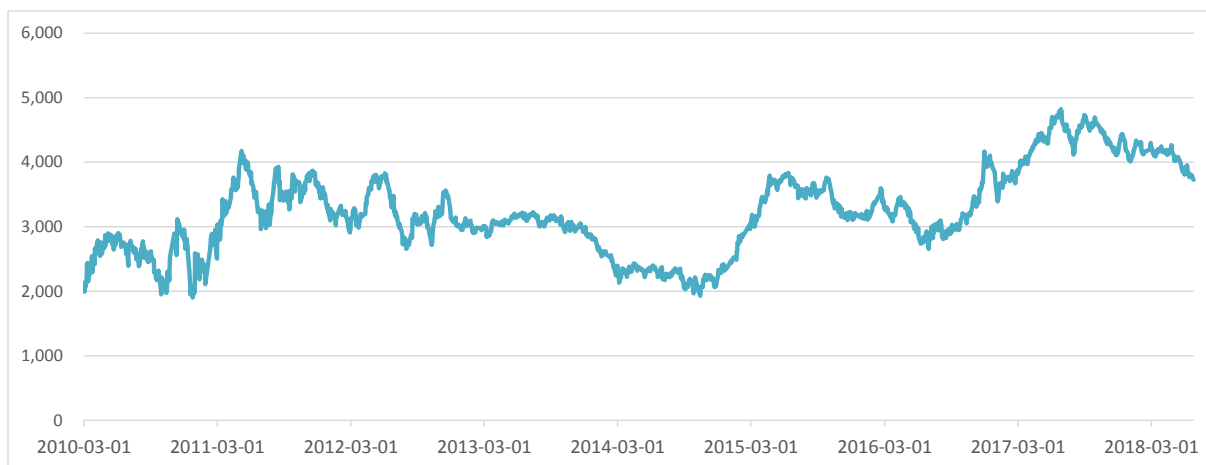
3.4 走私或维持去年的水平

从去年的情况看，走私入境的线路更多样化，从此前的云南边境扩展到东南沿海等地区。在走私路径已经建立并逐渐丰富的情况下，想要完全杜绝走私很难做到，关键在于量的多少。

从定性的角度看，虽然上半年郑糖跌幅大于美糖，但内外价差仍然处于历史较高水平，因此走私或依然有较好的利润。5月份泰国食糖出口数量大幅增加，单月出口129.5万吨，为去年同期的两倍以上，环比亦大增约54%，其中台湾和缅甸是精制糖糖的主要目的地。泰国出口量大幅增加，特别是出口台湾和缅甸的数量增加令市场不安，市场担忧走私仍然无法得到有效遏制。

对于走私数量，目前市场上主流的观点认为2017/18榨季的走私数量在200万吨左右，较上榨季基本持平。后期除非美糖大幅上涨或者郑糖下跌得更多，使得内外价差缩小到一个较低的水平，否则走私数量很难在短期内大幅下降。

图3：南宁现货与美糖价差（元/吨）



数据来源：wind，兴证期货研发部

3.5 从现货销售角度看，仍处于下跌周期中部

从现货销售的角度来看，目前应该还是处于熊市的中部，现货销售最艰难的日子还没有来到。本榨季截至5月底重点制糖企业甘蔗糖累计平均销售价格5883元/吨，仍靠近成本线附近。但是随着糖价一直下跌，后期必然会跌破成本，糖厂在持续亏损后会出现甩货行为，销糖率上升。在熊市的最后阶段，糖价大幅低于成本，但是糖厂会发现依然很难卖糖。

本榨季广西的销糖率依然偏低，2018年5月广西的销糖率只有53.11%，同比减少9.29%，比历史均值减少12.8%，是2008年以来第二低的水平，仅仅高于2013/14榨季的51.41%。

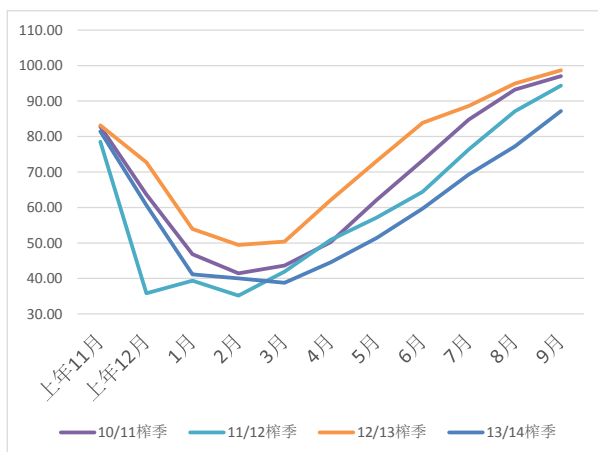
对比上一个增产周期也就是2011~2014年广西的产销率，我们认为目前郑糖可能依然处于下跌的中部，未来仍有继续下跌的空间。在上一个增产周期中，增产的第一年也就是2011/12榨季，广西销糖率同比下降，表明在下跌的初期，糖厂依然希望能以更好的价格卖糖，并没有完全顺价销售。在增产的第二年，由于糖价持续下跌，市场的看空情绪持续发酵，下游随买随用不存货，糖厂不看好后市也急于出货，市场形成向下的共同作用力。此时糖厂的销糖率显著上升，糖厂出货意愿较强。到了增产的最后一年，糖价超跌，市场的悲观情绪达到顶峰，下游在等更便宜的糖，糖厂产量增加但是销量减少，库存居高不下。2013/14榨季的时候，广西的销糖率创下历史新低，同时库存达到历史新高。此时下跌周期进入尾声，紧接着迎来的是减产周

期，糖价在超跌后迎来反弹并走向反转。

从目前的情况看，糖价在 2016 年底见顶，2017/18 榨季的产销率比 2016/17 榨季低，5 月的销糖率接近历史低点。我们认为虽然糖价一直下跌，但是广西糖厂并没有急于出货，似乎仍在等待一个更好的价格卖糖。从这个角度看，现货最艰难的时刻可能还没有来到。如果下榨季产量继续增加的话，成本的下跌可能赶不上糖价的下跌，更多的产量意味着更多的亏损，糖厂可能会急于出货。但同时，市场看空的情绪持续发酵，下游买涨不买跌，市场会出现由悲观预期形成的向下价格循环。此时，由于糖厂顺价卖糖，我们会看到广西销糖率明显回升。而在增产的最后一年，糖价超跌，市场悲观情绪达到顶峰，销糖率可能会创下新低。

图 4：上一个增产周期中广西销糖率（百分比）

图 5：近期广西销糖率（百分比）



数据来源：wind，兴证期货研发部

3.6 从生产成本角度看，有反弹需求

目前仍处于增产周期，在增产周期中，白糖价格与制糖成本—甘蔗价格之间会形成一个向下的相互作用力。糖价下跌会使得甘蔗价格下跌，反过来甘蔗价格的下跌会再次导致食糖价格的下跌。

我们可以把白糖的下跌周期分为三个阶段：第一阶段是转折期，是由牛市向熊市过渡的部分，下跌的主要原因是产量出现转折点，在这一时期制糖成本会成为糖价的支撑点，糖价在下跌至制糖成本后，会在成本附近震荡，并且有可能出现反弹。第二阶段制糖成本和糖价共同形成一个向下的力，在这一阶段制糖成本会成为糖价的天花板、压力线。最后是超跌阶段，这一阶段糖价迅速脱离成本，形成超跌。

我们认为目前糖价处于从熊市周期的第一阶段向第二阶段过渡的时期，在这一阶段，制糖成本将会在短期内对糖价形成支撑。17/18 榨季广西甘蔗收购价为 500 元/吨，对应的制糖成本的下沿在 5800 附近。而到了下个榨季，由于糖价的下行，甘蔗收购价不可能再维持在 500 元，很有可能会下调 20 元至 480 元/吨，届时制糖成本会在 5400 左右。

糖价从前期高点一路下行至明年预估的成本附近，在成本附近并没有过有效的反弹。我们认为短期糖价在成本区域附近企稳后形成反弹的概率比较大，但是反弹后会迅速向下榨季的生产成本靠拢，而到了下榨季，制糖成本可能就会成为糖价中长期的天花板、压力线。

图 6：广西糖价与制糖成本



数据来源：wind，兴证期货研发部

4. 总结

国外方面，印度种植面积同比略有增加，如果天气没有问题的话，产量可能依旧维持高位。不过如果印度国内糖价继续下跌可能会导致印度食糖政策发生改变，这将对国际糖价产生重大影响。巴西乙醇汽油比处于近几年的低位，甘蔗制糖比也处于历史低位，对国际糖价形成支撑。不过巴西雷亚尔持续贬值，利空美糖。

国内方面，从周期性的角度来看，我们认为糖价依然处于下跌周期的中部。糖价可能会在下榨季甘蔗价下调后的成本附近企稳甚至反弹。但随着产量继续增加，糖价与制糖成本会相互牵引着下跌。糖价要等到迅速脱离增产第三年的成本后才会形成超跌，最终在减产的预期中形成底部。

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。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

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。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。