

# 政策不确定性增加，糖价仍有回调需求

兴证期货.研发中心

2019年4月8日 星期一

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

程然

从业资格编号：F3034063

黄维

从业资格编号：F3015232

投资咨询编号：Z0013331

联系人

黄维

021-20370941

[huangwei@xzfutures.com](mailto:huangwei@xzfutures.com)

## 内容提要

国外方面，受泰国与印度产量维持高位的影响，一季度美糖维持震荡格局。展望二季度，市场的关注点将转向巴西的生产情况，我们预计新榨季巴西的甘蔗制糖比可能会略有回升。印度方面，本榨季的产量依然较高，由于目前甘蔗欠款处于历史高位，预计新榨季印度甘蔗的种植面积很难大幅提升，需要关注6月底开始的雨季的降雨情况。泰国产量同比继续增加，但甘蔗收购价降低，新榨季种植面积可能很难继续增加。

国内方面，一季度郑糖期货价格从底部回升，主要原因是广西发布公告称临时收储50万吨，对现货价格起到一定支撑。另外由于受阴雨天气、糖价较低的影响，甘蔗收榨进度偏慢，出糖率下降，同时仓单也同比偏少。在这些因素的共同作用下，一季度糖价出现反弹。展望二季度，目前政策存在较大不确定性，广西甘蔗价格的改革方案仍未落地，市场仍有利空需要释放。从基本面看，下榨季蔗价大概率继续下降，产量易降难升。我们认为放开甘蔗价格不会改变糖价的运行规律，如果糖价能够有超跌叠加减产周期到来的话，糖价依然会由熊转牛。但是短期看，糖价仍有回调的需求。

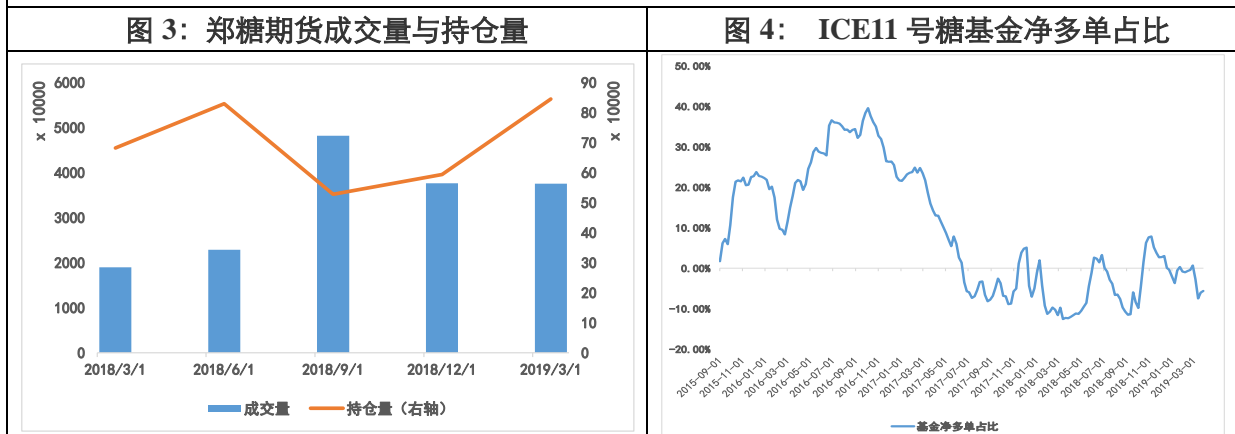
## 1. 一季度行情回顾

一季度郑糖期货成交量为 3756.7 万手，同比增加 97.89%，环比减少 0.19%；季末持仓量为 84.56 万手，同比增加 24%，环比增加 42.43%。一季度郑糖期货价格从底部回升，2018 年底郑糖价格快速下跌，主力合约最低跌至 4664 元。进入 2019 年之后期货价格从底部回升，1、2 月份价格出现反弹，主要原因是广西发布公告称临时收储 50 万吨，对现货价格起到一定支撑。另外由于受阴雨天气、糖价较低的影响，甘蔗收榨进度偏慢，出糖率偏低，使得广西的产量低于此前预期，同时仓单也同比大幅下降。在这些因素的共同作用下，1、2 月份糖价明显反弹。随后广西传出将进行甘蔗价格改革，政策不确定性增加，糖价偏弱震荡。

国外方面，一季度 ICE11 号糖维持震荡格局，1 月初美糖一度跌至 11.69 美分，最高反弹至 13.42 美分后又有所回落。一季度北半球的印度与泰国正值生产时期，虽然此前各分析机构普遍预期印度与泰国的产量将有所回落，但实际产量仍然较高。从去年四季度开始印度糖协逐步下调印度产量预期，但实际印度没有出现明显的减产，泰国产量则同比小幅增加。印度与泰国的产量较高，对美糖形成压制。



数据来源: Wind, 兴证期货研发部



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

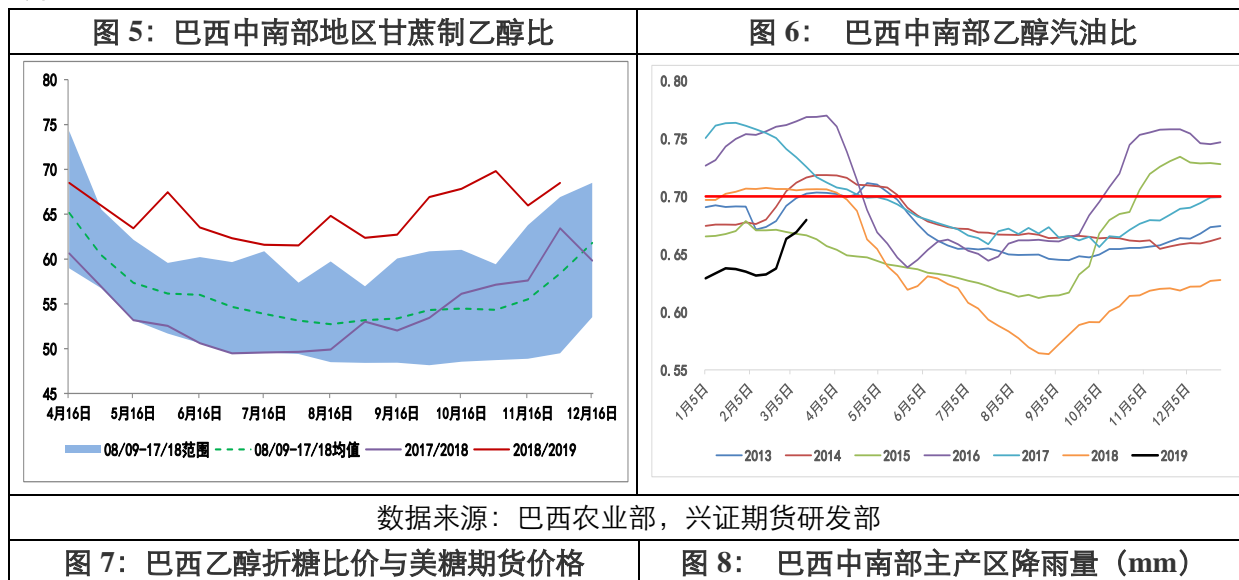
## 2. 二季度国外行情展望

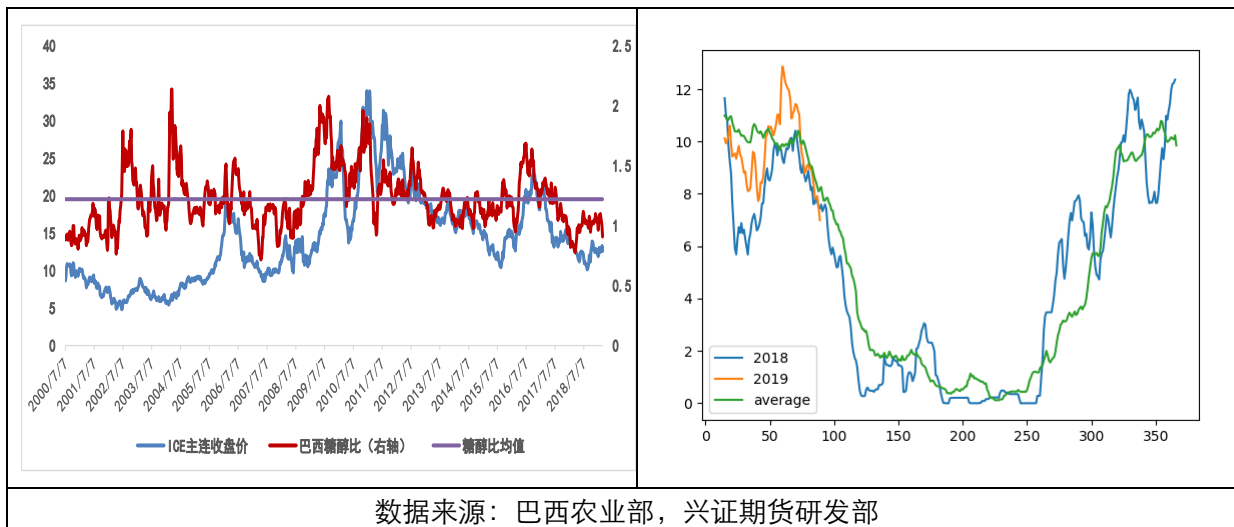
### 2.1 新榨季巴西甘蔗制糖比或小幅回升

一季度巴西基本处于休榨期，市场主要的关注点是新榨季巴西的生产情况，一些分析机构纷纷给出了一些预期值，包括甘蔗产量、甘蔗制糖比、食糖产量、乙醇产量等。其中巴西主要糖厂 Copersucar 预计新榨季巴西中南部主产区甘蔗压榨量为 5.8-5.9 亿吨，产糖 2600 至 2800 万吨，乙醇产量为 300-310 亿公升；贸易商 Sucden 预计 2019/20 榨季巴西中南部地区甘蔗压榨量为 5.6455 亿吨，产糖量为 2710 万吨，乙醇产量为 285.5 亿公升；分析机构 FC Stone 预计，2019/20 榨季巴西中南部地区将产糖 2950 万吨，同比增加 11%，低于 1 月份预计的 3020 万吨。

从各个机构的预测值来看，大多数机构都预期新榨季巴西的产糖量会小幅增加，主要原因之一是预期新榨季甘蔗制糖比会提高。从我们跟踪的数据看，2018/19 榨季巴西的甘蔗制乙醇比处于历史最高位。主要原因是 2018 年前三个季度油价上行，巴西乙醇相对于汽油具有价格优势，消费者倾向于使用更多的乙醇，对乙醇的销量和价格起到了支撑作用，因此糖厂选择把更多的甘蔗用来制乙醇。但是随着油价的回落，巴西乙醇相对于汽油的价格优势在逐渐丧失，虽然目前巴西中南部地区的乙醇汽油比依然处于相对较低的位置，但已经进入一个上升趋势，因此新榨季巴西甘蔗制乙醇比可能同比略有降低，产糖量可能会同比小幅增加。

另外一个关注点是甘蔗的产量，主要的影响因素是巴西的天气。去年一二季度巴西主产区降雨量偏少，对甘蔗产量造成了影响，今年前两个季度降雨量比较好，预计甘蔗产量将有所回升。

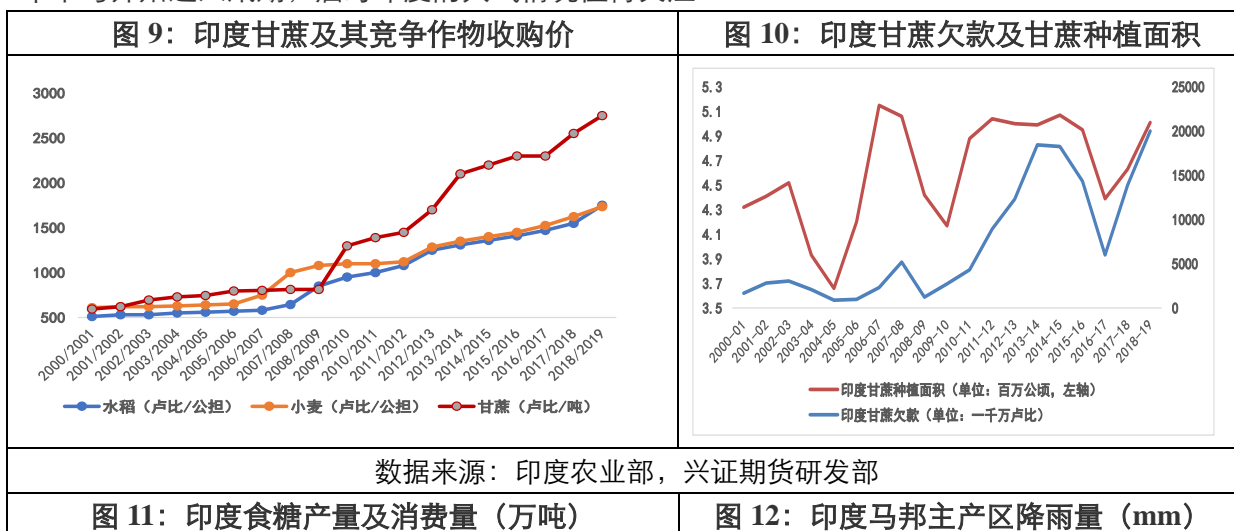


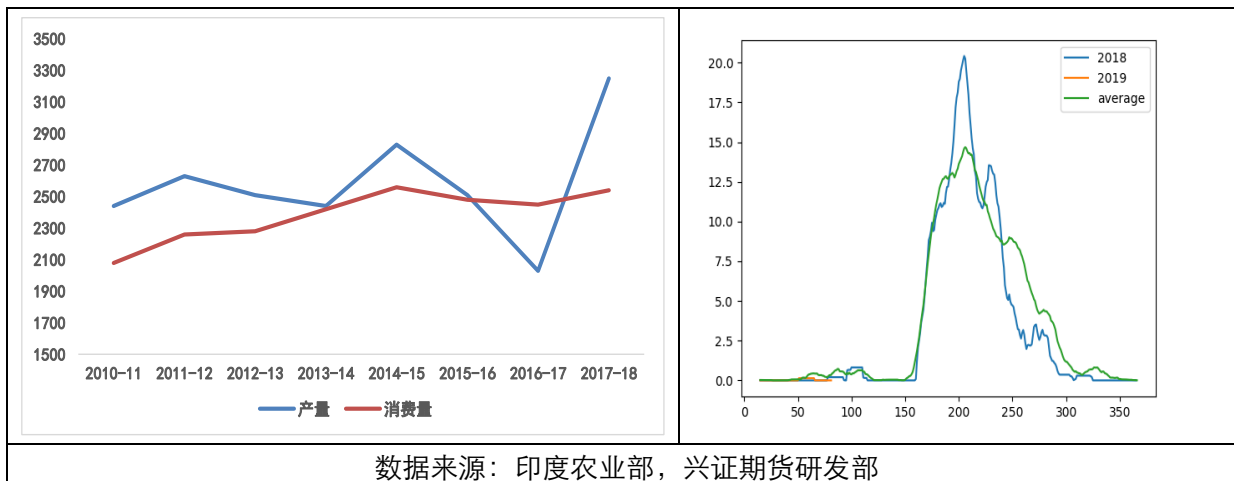


## 2. 印度产量仍处高位，2019/20 产量易降难升

一季度印度正值生产高峰，此前包括印度糖协在内的许多分析机构纷纷预测 2018/19 榨季印度的产量可能会明显下降，但是从生产数据来看，印度的食糖产量依然处于相对高位。据报道，截至 3 月 15 日，2018/19 榨季印度全国累计产糖 2734.7 万吨，2018/19 榨季印度全国共计 527 家糖厂投入压榨，其中 154 家糖厂已经收榨，2018 年同期 399 家糖厂仍在压榨，累计产糖 2582 万吨。截至 3 月 15 日马邦累计产糖 1000.8 万吨，去年同期为 938.4 万吨。北方邦累计产糖 841.4 万吨，去年同期为 843.9 万吨。

值得注意的是，由于近两个榨季的产量创下历史新高，同时印度甘蔗收购价持续上升，2018/19 榨季印度的甘蔗欠款创下历史新高，我们认为过高的甘蔗欠款可能会抑制新榨季农民扩种甘蔗的积极性。另外一个关注点是印度的天气，印度产量受降雨量的影响较大，2016 年印度干旱导致当年印度食糖产量减产 20%，助推美糖大涨。据报道，美国国家海洋大气管理局的一份报告显示，印度今年可能会发生厄尔尼诺现象，可能会对汛期的降雨产生影响。印度从 6 月中下旬开始进入汛期，届时印度的天气情况值得关注。





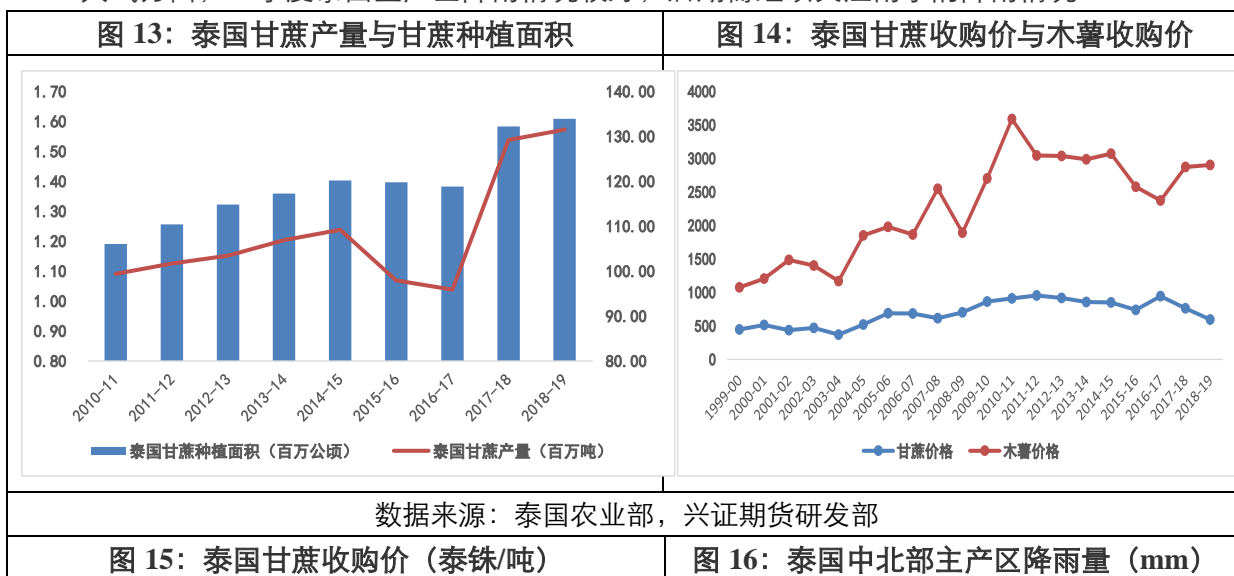
### 2.3 泰国产量同比增加，2019/20 榨季或难以继续增产

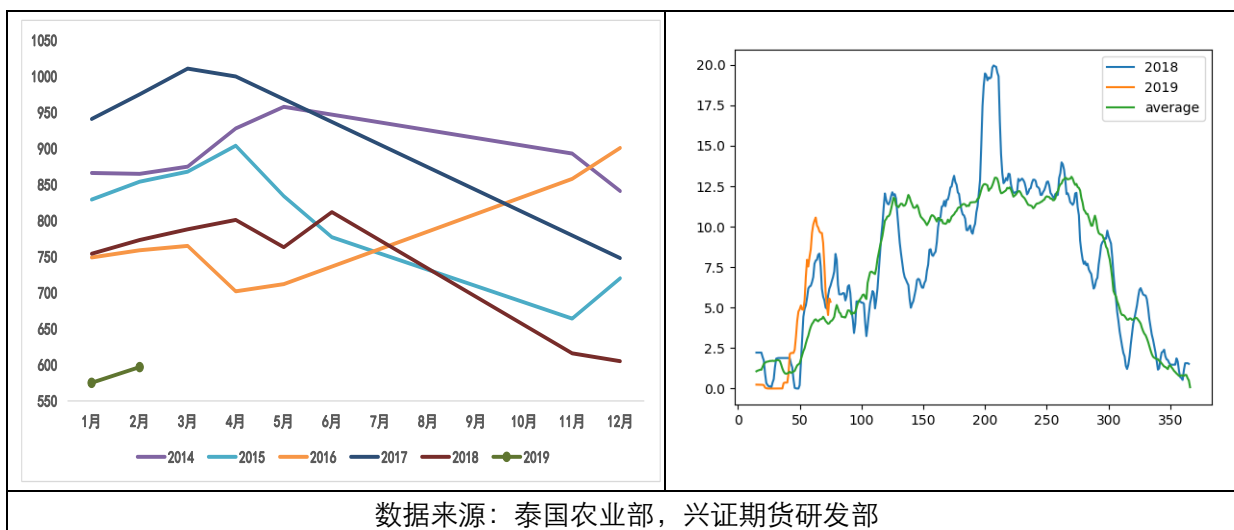
2018/19 榨季泰国产量同比增加，截至 3 月 12 日，泰国共压榨甘蔗 1.18 亿吨，同比增加 14.06%，产糖 927.9 万吨，同比增加 19.9%，出糖率为 10.85%，同比增加 1.0%。

虽然甘蔗与食糖产量同比增加，但是 2018/19 榨季泰国甘蔗收购价出现了明显下跌，并且处于历史较低水平，同时木薯收购价同比上升，因此 2019/20 榨季泰国甘蔗的种植面积很难继续大幅增加。

近两个榨季泰国的甘蔗与食糖产量处于历史高位，除了天气情况较好之外，种植面积增加是主要原因。2017/18 榨季开始，泰国甘蔗种植面积开始显著增加，主要原因是甘蔗的价格相对于木薯的价格开始走高，种植甘蔗的经济效益更高，因此原本种植木薯的农民开始改种甘蔗。同时泰国东北部糖厂开始提高压榨能力，鼓励农民扩大甘蔗种植面积。2017/18 榨季东北部甘蔗产量同比增加了近 30%。2017 年甘蔗的农场交货价格增长了 28%，同时木薯的价格持续下跌。甘蔗种植收益的上升是泰国食糖产量增加的重要原因。因此我们认为甘蔗收购价下跌以及木薯收购价上升可能会激励农民减少甘蔗种植面积，2019/20 榨季泰国甘蔗种植面积易减难增。

天气方面，一季度泰国主产区降雨情况较好，后期需继续关注雨季的降雨情况。





### 3. 二季度国内行情展望

#### 3.1 国内或小幅增产, 销售进度偏快

截至3月底, 全国共生产食糖 989.70 万吨, 同比增加 3.79%, 其中广西产量为 596 万吨, 同比增加 1.88%; 截至3月底全国共销售食糖 489 万吨, 同比增加 24.17%, 其中广西销糖量为 274 万吨, 同比增加 24.55%; 截至3月底全国销糖率为 49.41%, 同比增加 19.64%, 其中广西销糖率为 45.97%, 同比增加 22.22%; 全国新增库存为 500.70 万吨, 同比减少 10.55%, 其中广西新增库存为 322 万吨, 同比减少 11.78%。

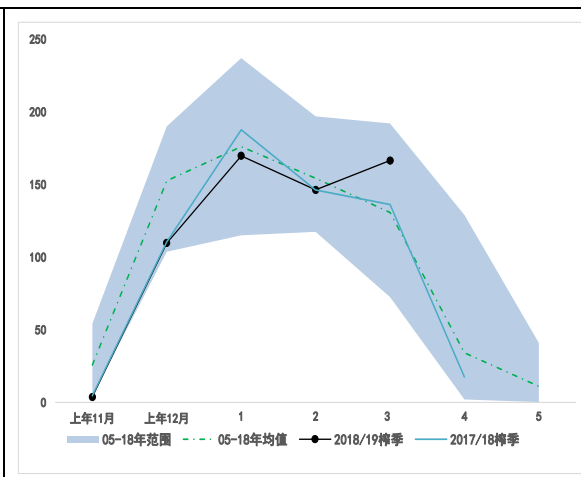
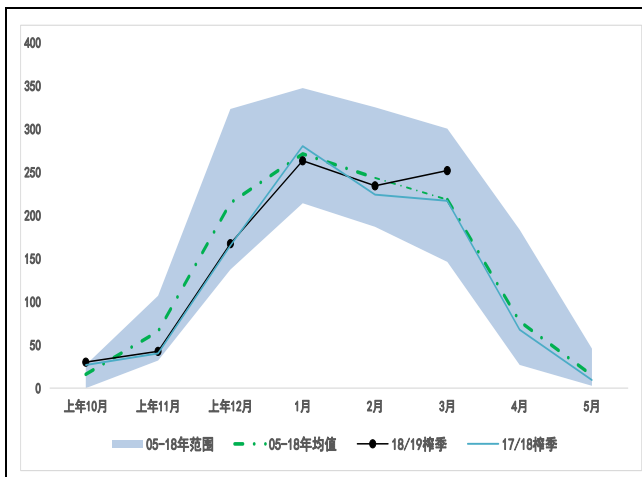
3月广西产糖 166.5 万吨, 同比增加 30.3 万吨, 销糖 91.9 万吨, 同比增加 37.6 万吨。降雨虽然降低了出糖率, 但使得甘蔗单产提高, 3月广西产量明显回升。另外受增值税的影响, 3月销量也明显回升。

销量方面, 今年的销售节奏较去年明显提升。截至3月底广西的销糖率同比增加了 22.22%, 去年榨季初期糖厂存在一定的惜售情绪, 销糖率偏低, 但是本榨季销售节奏明显加快。销量较好叠加产量略增, 使得库存同比减少, 截至到3月底全国的工业库存同比下降 10.55%, 广西的工业库存同比减少 11.78%, 榨季末期库存压力相对较小。

图 17: 全国食糖产量 (万吨)

图 18: 广西食糖产量 (万吨)

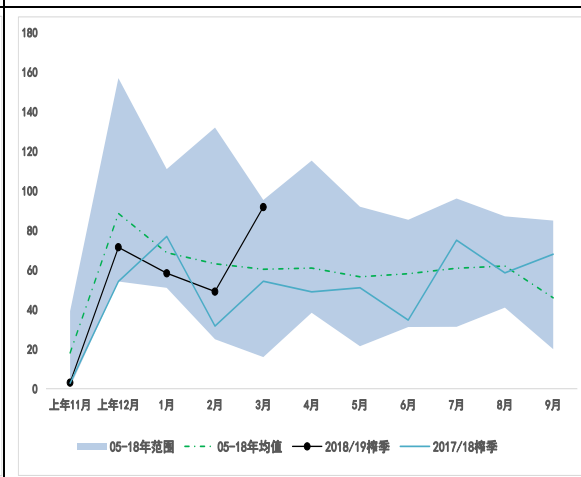
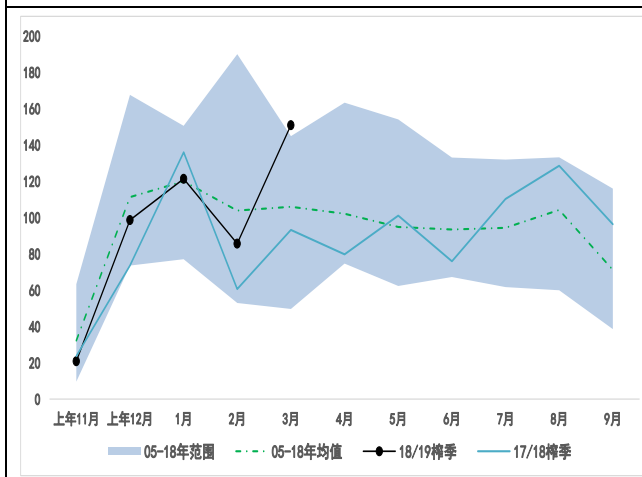




数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 19: 全国食糖销量 (万吨)

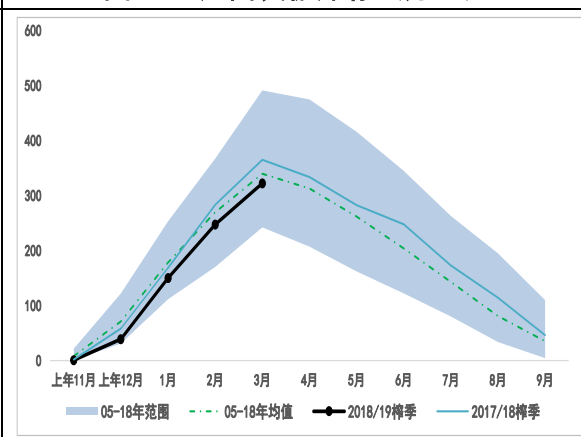
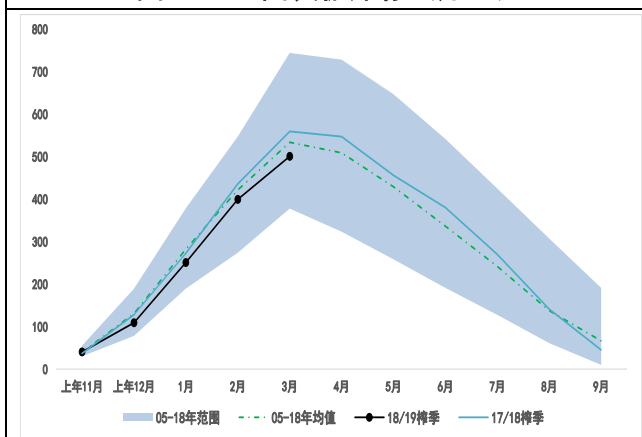
图 20: 广西食糖销量 (万吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21: 全国食糖库存 (万吨)

图 22: 广西食糖库存 (万吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.2 政策存在不确定性

政策是影响国内食糖市场的主要因素，目前国内糖市面临较大的政策不确定性，主要有三方面：一是广西甘蔗价格改革；二是国储政策；三是进口政策。春节后广西提出《关于深化体制机制改革加快糖业高质量发展的意见》，提出对广西的糖业机制体制改革，“全面推行规范化订单农业”，“充分尊重种植主体和制糖企业的自主权，由双方签订糖料蔗订单合同，明确糖料蔗收购价格、收购范围等”。目前政策的具体细节仍未公布，但是广西放开甘蔗价格，引入市场化机制的政策信号已经非常明确，广西糖业改革已箭在弦上，不得不发。国储政策方面，自国家提出农业供给侧改革以来，国储逐步出库已是市场共识。去年糖价一路下行，国储并未出库，今年虽然糖价依然处于低位，但由于国内即将进入减产周期，加上国内本就存在供需缺口，而且目前配额外进口关税依然较高，因此今年国储可能会择机出库。进口政策方面，2017年5月国家提高配额外关税，2019年5月至2020年5年配额外关税将降低到5%，明年5月份之后为期三年的政策将到期，届时将重新考虑进口政策，配额外的进口关税有可能重新回到50%。另外今年的进口数量也存在不确定性，进口政策可能会出现一些调整。总的来看，未来一段时间政策面临较大不确定性，由于国内糖价受政策影响较大，政策落地后糖价可能会有较大波动。

### 3.3 广西甘蔗价格改革不改变糖价运行规律

对于广西将放开甘蔗价格，引入市场化机制，我们认为短期会引发价格的较大波动，但可能不会改变糖价的运行规律。从逻辑上看，虽然政策发生了变化，但是糖价的运行规律没有发生根本的改变。食糖价格本质上是由供需决定的，其中供给端起到决定性的作用。供给主要受两方面的影响：种植面积和天气，其中种植面积是由种植甘蔗的经济效益，也就是甘蔗收购价决定的。也就是说糖价主要是由甘蔗收购价来决定的，同时甘蔗价格反过来也会影响糖价。两者相互影响，构成了糖价的周期运动。

即使政策由甘蔗最低收购价改为市场定价，这个逻辑也不会发生改变。我们认为未来糖价依然会围绕甘蔗价格来变化，而且甘蔗价格的变化必然是会落后于糖价的变化。所以才会形成糖价的大幅波动，超跌超涨。

目前政策的具体细节仍未公布，包括是否有补贴等关键问题仍然有待确定，但下榨季成本大概率继续下降，目前糖价偏离本榨季成本并不多，糖价需要一个下跌的过程。但是国内产量大概率将进入减产周期，糖价很有可能在探底后迎来上涨。但目前来看市场仍有利空需要释放，下榨季糖厂成本大概率下跌，从这个角度看，短期糖价还有继续下跌的可能。

## 4. 总结

国外方面，受泰国与印度产量维持高位的影响，一季度美糖维持震荡格局。展望二季度，市场的关注点将转向巴西的生产情况，我们预计新榨季巴西的甘蔗制糖比可能会略有回升。印度方面，本榨季的产量依然较高，由于目前甘蔗欠款处于历史高位，我们预计新榨季印度甘蔗的种植面积很难大幅提升，需要关注6月底开始的雨季的降雨情况。泰国产量同比继续增加，但甘蔗收购价降低，新榨季种植面积可能很难继续增加。

国内方面，一季度郑糖期货价格从底部回升，主要原因是广西发布公告称临时收储50万吨，对现货价格起到一定支撑。另外由于受阴雨天气、糖价较低的影响，甘蔗收榨进度偏慢，出糖



率下降，同时仓单也同比偏少。在这些因素的共同作用下，一季度糖价出现反弹。展望二季度，目前政策存在较大不确定性，广西甘蔗价格的改革方案仍未落地，市场仍有利空需要释放。从基本面看，下榨季蔗价大概率继续下降，产量易降难升。我们认为放开甘蔗价格不会改变糖价的运行规律，如果糖价能够有超跌叠加减产周期到来的话，糖价依然会由熊转牛。但是短期看，糖价仍有回调的需求。

### 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。