

兴证期货.研发中心

2019年6月10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

联系人

黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

节前盘面维持震荡。我们认为这次行情是由事件驱动的，配额外关税下调导致白糖价值重估。这种事件驱动性行情的影响是短期的，预期会被一次性打足，价格会在一轮下跌中直接回归到合理估值范围。目前郑糖 2005 合约对应的外盘 50% 关税下的进口利润回到了历史上的合理区间范围。虽然配额外关税下调了，但是配额外进口量没有改变，新榨季没有出现新的额外的供应，所以在利空预期打足之后，行情将回归基本面供需状况。

1. 行情回顾

上周盘面维持震荡。

图 1: 郑糖 1909 日线



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 美糖主连合约



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 基本面分析

2.1 现货价格小幅上涨

上周现货报价小幅上涨，其中柳州报价上调 35 元至 5300，昆明报价上调 50 元至 5050，湛江报价 5200 不变，鲛鱼圈报价 5360 不变；销区报价以持稳为主，西安报价 5240 不变，北京报价 5480，武汉上调 40 元至 5630，上海上调 90 元至 551。

从盘面看，上周盘面冲高回落，近月合约偏强，远月合约偏弱。另外现货价格偏强，而期货盘面偏弱，基差走强。

图 3：国内产销区食糖现货价

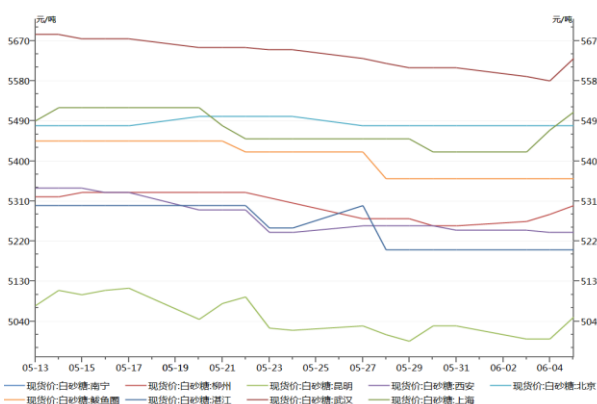


图 4：郑糖 909 合约走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：郑糖基差（柳州现货-郑糖主连）

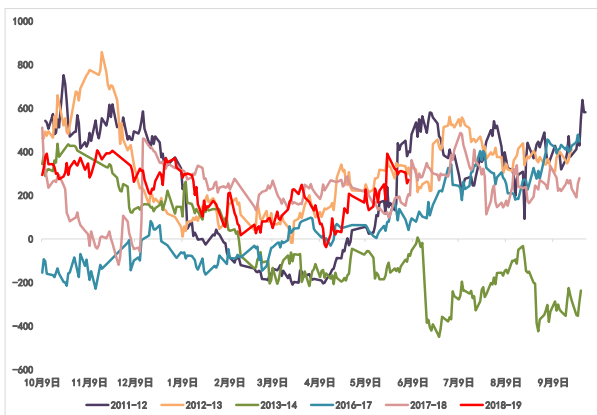


图 6：郑糖 1-5 价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 价值重估后回归供需

我们认为这次行情主要是受事件驱动，配额外关税下调导致白糖价值重估。这种事件驱动型行情的影响是偏短期的，预期会被一次性打足，价

格会直接跌到合理的估值范围。目前郑糖 2005 合约对应的外盘的 50% 关税下的进口利润在 300 左右，回到了一个合理的区间范围。虽然配额外关税虽然下调了，但是配额外进口量没有改变，新榨季没有出现新的额外的供应。所以未来行情的发展取决于国内、国外的供需变化。

目前配额外原糖进口关税为 85%，如果取消贸易保障措施，配额外关税将下调至 50%，白糖的价格可能要重新评估。按照目前的美糖期货价格以及配额外 50% 的进口关税计算，配额外白糖的成本在 4200 元/吨左右，而按照 85% 的关税计算，进口成本在 5000 元左右，因此白糖存在估值下调的需求。那么下调的空间有多少，国内现货价格与配额外进口成本之间的差或者说配额外进口利润，在多少是合理的呢？

从逻辑的角度看，国内糖价和配额外进口成本之间的关系受国内糖价周期的影响，当国内糖价处于下跌周期的时候，一般国内糖价在配额外进口成本之下，而当国内糖价处于上涨周期的时候，一般国内糖价在配额外进口成本之上。逻辑上也比较好理解，当国内处于上涨周期的时候，国内存在供应缺口，需要更多的糖源来补充，此时国内应该给出配额外的进口利润，因此糖价应该在配额外的进口成本之上。反之当国内处于下跌周期的时候，国内供应过剩，国内糖价不应给出进口利润。

从历史上看，一般配额外的进口利润在正负 300 之间波动，在牛市周期当中，配额外的进口利润最高可以到 1000 左右，在熊市中，最低到 -1000 左右。目前美糖明年 5 月合约对应的配额外 50% 成本在 4500 元/吨左右，经过昨天的大幅下跌后，目前郑糖 2005 合约对应的配额外的利润在 300 元左右，因此短期看我们认为远期配额外的利润已经回归到合理区间范围之内。当然配额外利润也有可能打成平水或者略贴水，但是继续下跌的确定性不是很高。

因此在利空被一次性打足之后，后市行情的发展将回归国内外的供需情况。我们认为外盘基本处于利空出尽的情况，但是目前没有出现新的利多的驱动因素，美糖可能会继续偏弱震荡，但是我们认为价格向上的弹性很大，需要关注可能出现的利多驱动因素。国内方面，最重要的还是对于周期的判断。从配额外进口利润的角度看，在牛市周期中，配额外的进口利润需要有一个上涨的过程，所以如果新榨季前后进入牛市的话，目前郑糖 2005 对应的 50% 关税下的利润可能是偏低的。对于国内周期的判断，从目前的情况来看，如果天气不出现问题的话，预计新榨季国内产量基本持平，那么国内可能还缺乏进入牛市的条件。需要继续关注后期的天气情况，政策。

2.4 外盘消息

据报道，2019 年 5 月巴西共计出口糖 178.08 万吨，同比减少约 15%，其中原糖出口量同比减少 14.5%，至 155.04 万吨；精制糖出口量同比减少 18%，至 23.04 万吨。2019/20 榨季截至 5 月底，巴西累计出口糖 304.5 万

吨，同比减少 2.3%。

印度方面，据报道，2018/19 榨季截至 5 月 31 日当周，北方邦糖厂的食糖日产量为 5500 吨，平均甘蔗日榨量为 5.3 万吨。2018/19 榨季截至 5 月底北方邦累计产糖 1179.1 万吨，累计压榨甘蔗 1.03 亿吨，产糖率为 11.49%。

图 7：巴西东南部乙醇汽油比

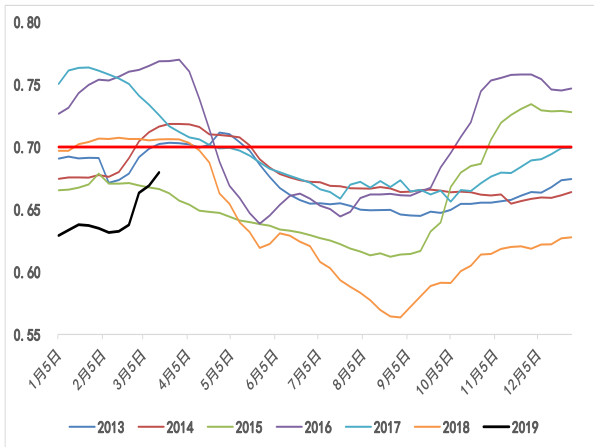
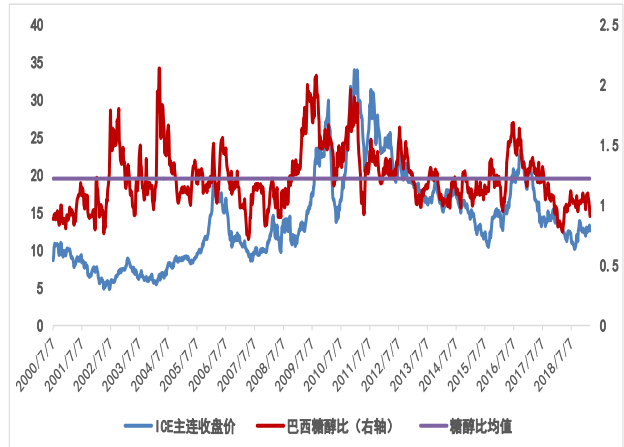


图 8：巴西乙醇折糖比价与美糖期货价格

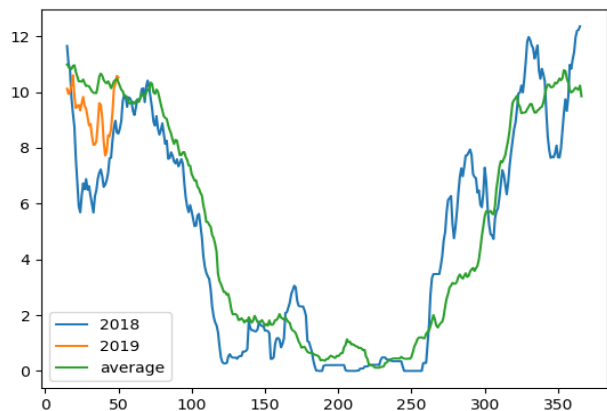


数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：美国 Gulf 与巴西 Santos 离岸价差



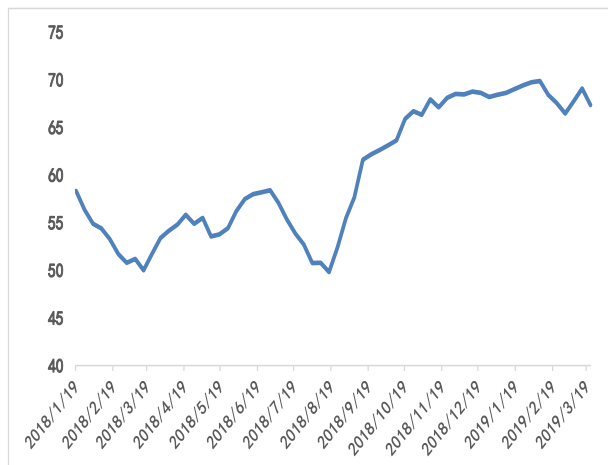
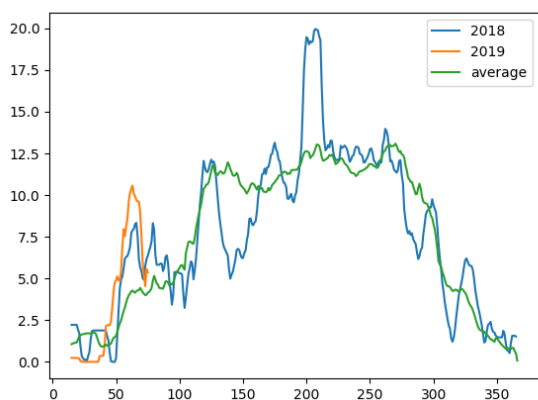
图 10：巴西中南部降雨量 (mm)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：泰国中北部主产区降雨量 (mm)

图 12：巴西国内糖价 (BRL/50kg)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

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。