

兴证期货·研发中心

2019年6月24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

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

内容提要

外盘利空相对出尽，预计明年泰国、印度的种植面积、产量小幅减少。目前泰国、印度处于雨季，今年雨季印度降雨偏少，继续关注后期降雨情况。巴西今年的醇油比依然处于低位，糖醇比处于平均水平，因此今年糖厂可能会继续维持较低的制糖比例。总的来看，虽然明年泰国与印度的产量可能会小幅减少，但是目前库存处于历史高位，在缺乏实质性利多的情况下，外盘可能会偏弱震荡。

国内方面，预计广西新榨季产量不会明显减少，国内糖价上涨缺乏内生的动力。从周期看，广西甘蔗收购价依然较高，食糖价格三年周期有被打破的可能。预计后期政策会继续改革，直补、抛储都有可能落地，将会对价格产生冲击。从长期看，国内糖价周期需要重新评估，产业将承受一定的冲击，甘蔗价格政策有待进一步完善。

1. 上半年行情回顾

上半年郑糖价格快速反弹后回落，整体维持震荡格局。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，一季度价格出现反弹，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。同时销售进度偏快、库存同比减少、仓单同比大幅下降，在这些因素的共同作用下，一季度糖价明显反弹。4 月份广西传出将进行甘蔗价格改革，新榨季的甘蔗价格维持在 480 元/吨的高位，市场对明年能否减产产生疑虑。5 月下旬传出消息称，明年配额外进口关税大概率由 85% 恢复为 50%，消息传出后盘面大幅下跌。利空消化后，糖价逐步持稳。

国外方面，上半年 ICE11 号糖维持震荡格局，一月初美糖跌至 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。虽然市场预期新榨季泰国、印度会减产，但目前刚进入雨季，尚未见到实质性利多，美糖继续横盘。

图 1：郑糖主连日线

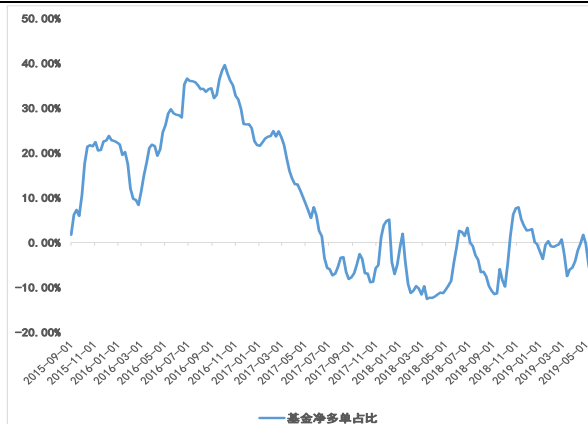
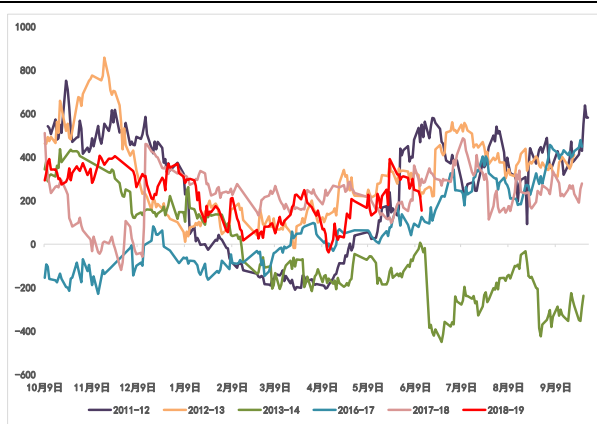
图 2：ICE11 号糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：郑糖基差

图 4：ICE11 号糖基金净多单占比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 下半年国外行情展望

2.1 新榨季巴西产糖量或小幅回升

2019年4月巴西进入新榨季，截止5月底，巴西中南部主产区压榨甘蔗4401万吨，同比增加34.87%，产糖186.5万吨，同比增加38.51%。另外巴西甘蔗技术中心对75家糖厂的调查结果显示，今年5月的单月甘蔗单产同比增加5.58%，至88.81吨/公顷；本榨季截至5月底的累计甘蔗单产同比增加3%，至84.28吨/公顷，同时出糖率ATR由去年同期的123.64千克/吨下降至118.52千克/吨。

5月下半月巴西中南部生产乙醇21.46亿公升，较去年同期增加22.08%。2019/20榨季截至5月底，巴西中南部累计压榨甘蔗1.284亿吨，同比下降5.3%，甘蔗制糖比为33.41%，低于去年同期的34.45%；累计产糖484.5万吨，同比减少11.96%，累计产乙醇61.76亿公升，同比减少6.37%。

美国农业部预计，2019/20榨季，巴西的甘蔗产量为6.27亿吨，与上榨季的6.20亿吨基本持平。其中，预计巴西中南部主产区的甘蔗产量为5.80亿吨，较上榨季的5.73亿吨小幅增加；预计单产为67.2吨/公顷，同比增加两个百分点，预计出糖率小幅下降0.59%；预计巴西的食糖产量为3200万吨，同比增加8.47%，其中中南部主产区食糖产量为2940万吨，同比增加9.29%；乙醇产量为317.4亿升，同比下降4%；预计食糖出口量为2085万吨，同比增加6%。

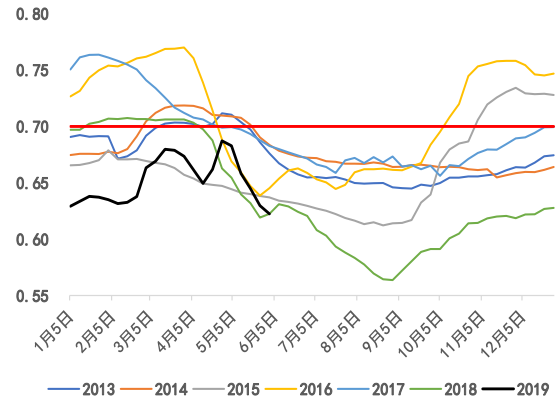
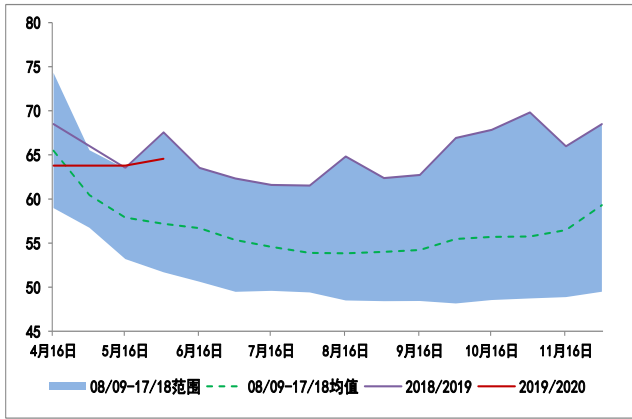
其他一些主流机构也对新榨季巴西产量进行了预测，其中巴西主要糖厂Copersucar预计新榨季巴西中南部主产区甘蔗压榨量为5.8-5.9亿吨，产糖2600至2800万吨，乙醇产量为300-310亿公升；贸易商Sucden预计2019/20榨季巴西中南部地区甘蔗压榨量为5.6455亿吨，产糖量为2710万吨，乙醇产量为285.5亿公升；分析机构FC Stone预计，2019/20榨季巴西中南部地区将产糖2950万吨，同比增加11%，低于1月份预计的3020万吨。

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。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，但同比有所回升，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。

图5：巴西中南部地区甘蔗制乙醇比

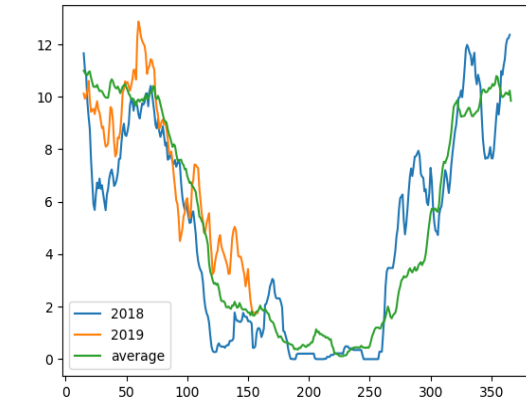
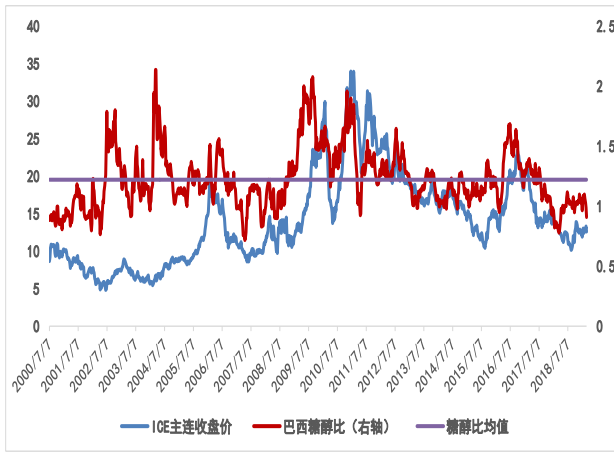
图6：巴西中南部乙醇汽油比



数据来源：巴西农业部，兴证期货研发部

图 7: 巴西乙醇折糖比价与美糖期货价格

图 8: 巴西中南部主产区降雨量 (mm)



数据来源：巴西农业部，兴证期货研发部

2.2 印度 2019/20 产量或下降，关注雨季降雨

美国农业部预计，2019/20 榨季，印度食糖产量将下降 8.4% 至 3030 万吨。主要原因是甘蔗产量以及出糖率的下降。甘蔗产量的下降主要是由于种植面积的减少，预计甘蔗种植面积下降 9% 至 470 万公顷，单产为 77 吨/公顷与本榨季持平，甘蔗产量将下降 8% 至 3.55 亿吨，预计出糖率由 11.64% 下降至 11.52%。出口方面，印度 18/19 榨季的出口量预计为 340 万吨，预计 2019/20 出口量将达到 350 万吨；预计 18/19 榨季期末库存预计为 1760 万吨，库存消费比为 64%，预计 2019/20 榨季期末库存为 1680 万吨。

未来印度主要的关注点在天气。6 月开始印度进入雨季，但由于今年季风来的比较晚，降雨量同比偏少。不过由于雨季刚刚开始，后期应继续关注印度甘蔗主产区的降雨情况、水库水位。

价格方面，由于印度丰产，国内供大于求，2017 年印度国内糖价快速下跌。2018 年印度政府出台了一系列措施稳定糖价，如 300 万吨的临时储备库存等，使得印度糖价企稳反弹。随后印度政府决定，自 2019 年 2 月 14 日起，把国内白糖的最低售价由 29 卢比/千克提高至 31 卢比/千克（约 20 美分/磅），对印度国内糖价起到明显支撑。目前美糖期货价格在 13 美分左右，印

度糖出口不具备价格优势。另一方面，如果未来美糖价格上涨，印度与美糖价差缩小，将导致印度出口的动力增加，美糖期货价格会遇到较大的压力。

图 9: 印度甘蔗及其竞争作物收购价

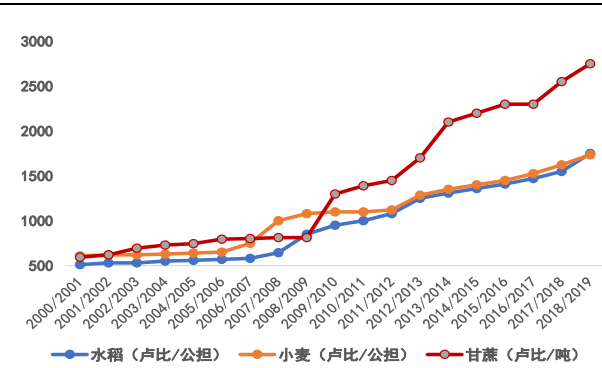
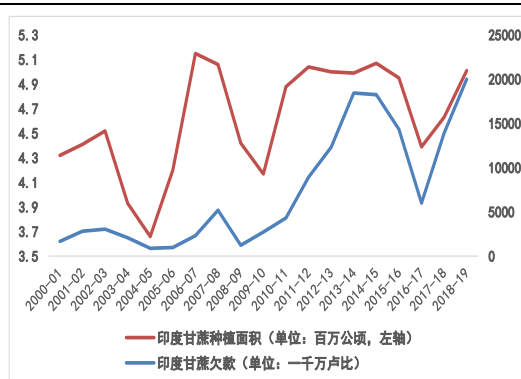


图 10: 印度甘蔗欠款及甘蔗种植面积



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

图 11: 印度季风行进路线

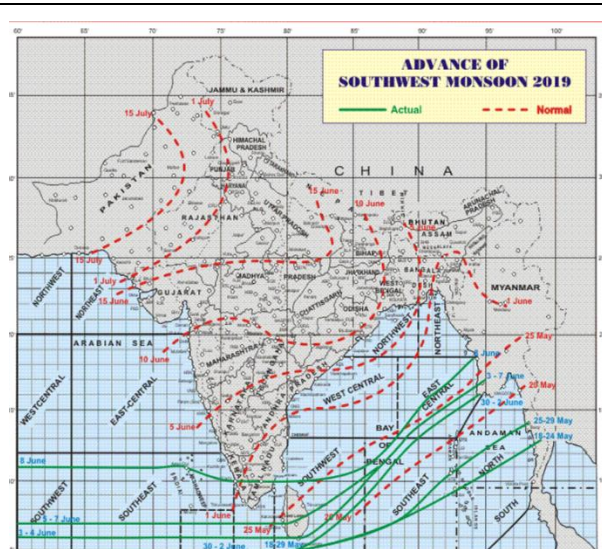
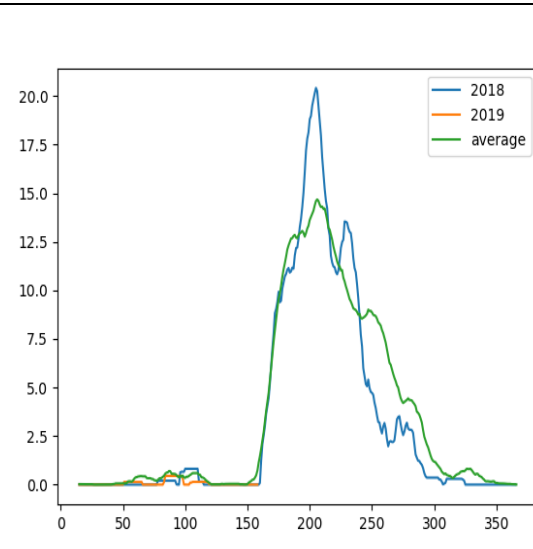


图 12: 印度马邦主产区降雨量 (mm)



数据来源：印度气象局，兴证期货研发部

图 13: 印度孟买食糖现货价格 (卢比/吨)

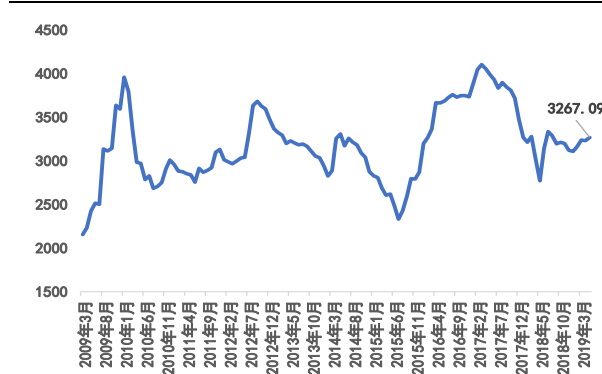
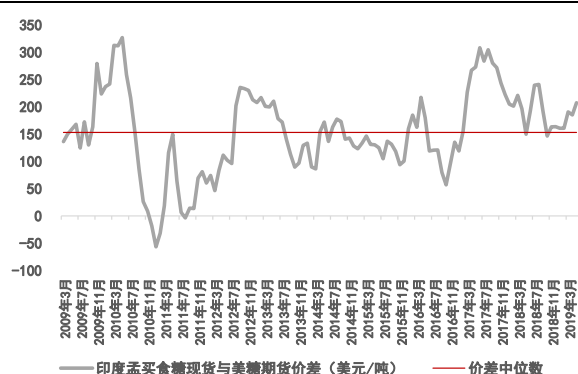


图 14: 印度现货与美糖期货价差 (美元/吨)



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

2.3 2019/20 榨季泰国产量或小幅减少

2018/19 榨季截至 5 月 9 日，该国 54 家糖厂全部收榨，2018/19 榨季泰国共计压榨甘蔗 1.31 亿吨，同比减少 390 万吨；产糖 1458.1 万吨，较去年仅减少约 10 万吨，为历史第二高位。

虽然甘蔗与食糖产量维持高位，但是 2018/19 榨季泰国甘蔗收购价出现了明显下跌。甘蔗价格处于历史较低水平，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或小幅下降。

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或小幅下降。

美国农业部预计，2019/20 榨季，泰国甘蔗产量将下降 2%，主要原因是种植面积以及单产的下降。预计甘蔗种植面积将下降 1%，预计 2019/20 榨季泰国的甘蔗产量为 1.27 亿吨，同比下降 2%。预计食糖产量为 1390 万吨，同比略降 2%。

天气方面，上半年泰国中部主产区出现了一定的干旱，目前泰国正处于雨季，雨季降雨对明年的产量非常重要，应继续关注泰国的降雨情况。

图 15: 泰国甘蔗产量与甘蔗种植面积

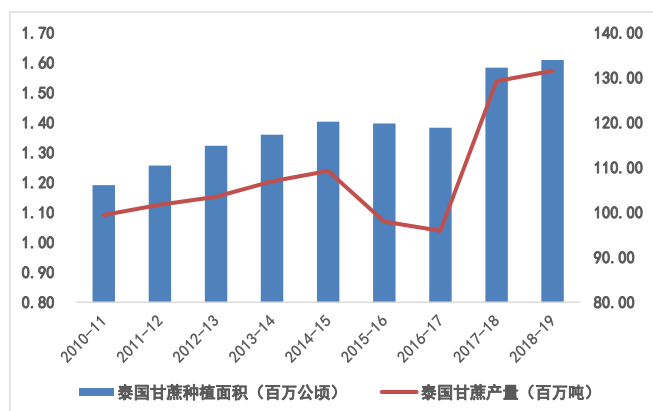
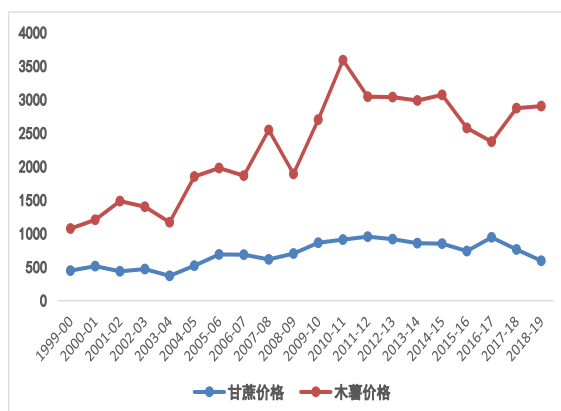


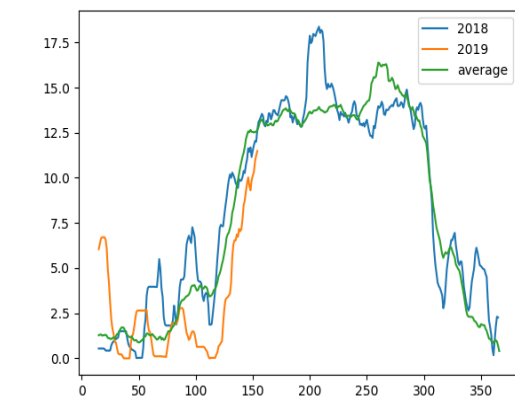
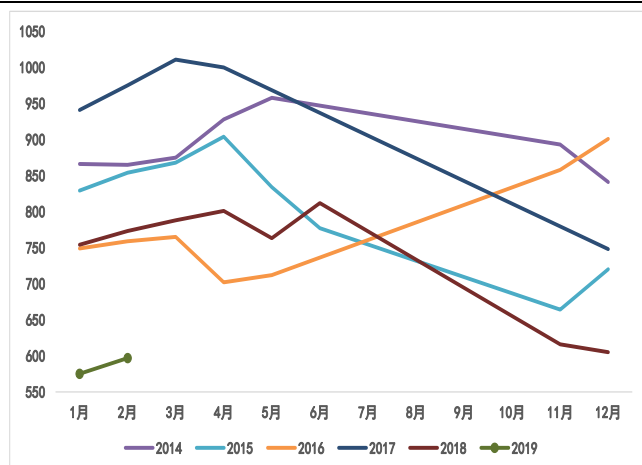
图 16: 泰国甘蔗收购价与木薯收购价



数据来源：泰国农业部，兴证期货研发部

图 17: 泰国甘蔗收购价 (泰铢/吨)

图 18: 泰国中部主产区降雨量 (mm)



数据来源：泰国农业部，兴证期货研发部

3. 下半年国内行情展望

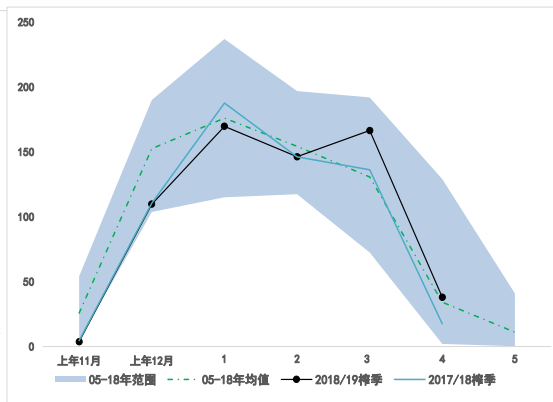
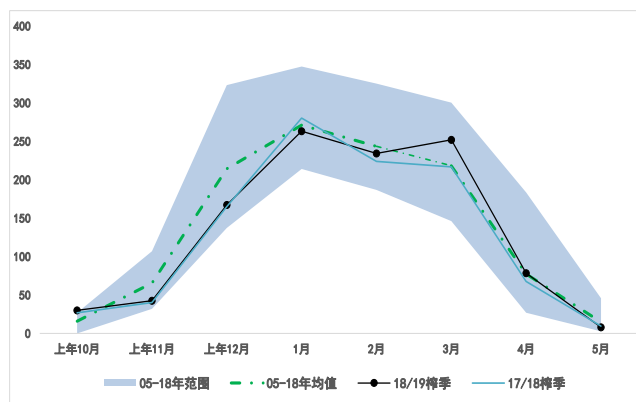
3.1 2018/19 榨季继续增产，销售进度偏快

2018/19 榨季截至 5 月底，全国共生产食糖 1076.04 万吨，同比增加 4.40%，其中广西产量为 634 万吨，同比增加 5.22%；截至 5 月底全国共销售食糖 666.67 万吨，同比增加 16.02%，其中广西销糖量为 378 万吨，同比增加 18.13%；截至 5 月底全国销糖率为 61.97%，同比增加 6.21 个百分点，其中广西销糖率为 59.62%，同比增加 6.51 个百分点；全国新增库存为 409.27 万吨，同比减少 10.24%，其中广西新增库存为 256 万吨，同比减少 9.38%。

销量方面，今年的销售节奏较去年明显提升。截至 5 月底广西的销糖率同比增加 6.51 个百分点，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 5 月底全国的工业库存同比下降 10.24%，广西的工业库存同比减少 9.38%，预计本榨季期末库存同比减少。

图 19：全国食糖产量（万吨）

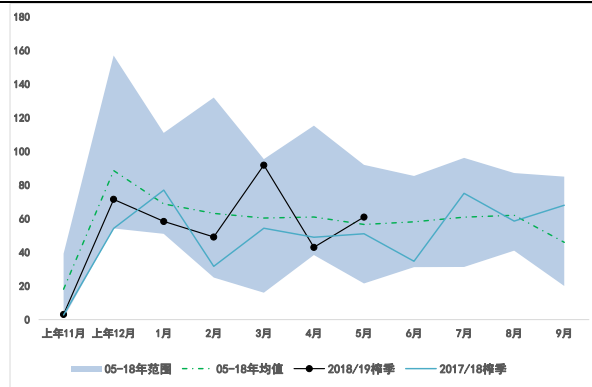
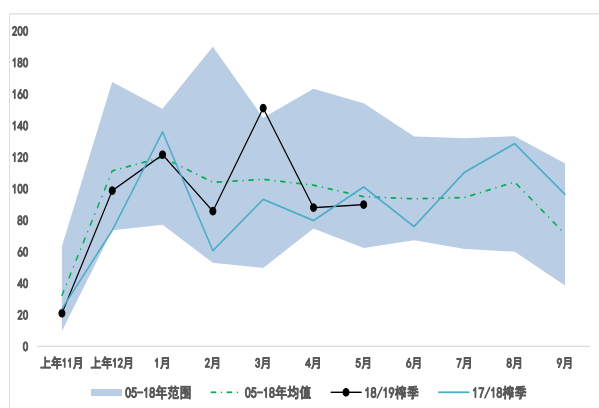
图 20：广西食糖产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：全国食糖销量（万吨）

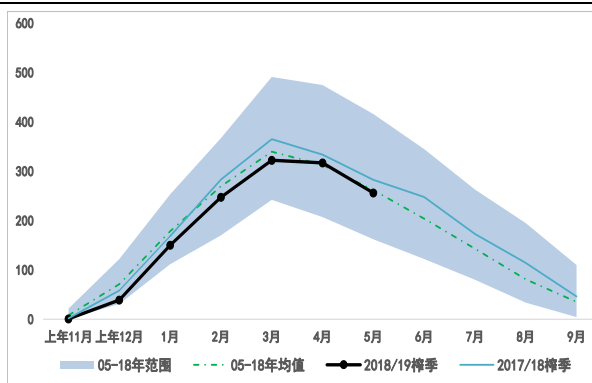
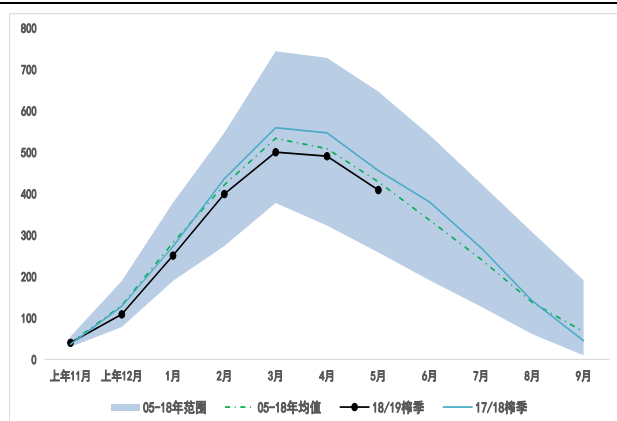
图 22：广西食糖销量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：全国食糖库存（万吨）

图 24：广西食糖库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 2019/20 榨季产量或持平，供需受政策影响较大

美国农业部预计，2019/20 榨季，国内甘蔗糖产量为 940 万吨，与本榨季基本持平。由于广西新榨季的甘蔗收购价格依然较高，广西的甘蔗种植面积预计与本榨季基本持平。云南新榨季甘蔗收购价 450 元，与本榨季基本持平，种植面积也基本持平。但是近期云南出现了干旱，可能会对产量造成一定的影响。广东与海南没有甘蔗最低收购价制度，新榨季广东的甘蔗收购价将从 400 元下降至 390 元，广东的甘蔗种植面积有所下调。

甜菜糖方面，预计甜菜糖同比增产 15 万吨至 145 万吨，增产的主要地区在内蒙古，2018 年内蒙有 6 家新糖厂投入运营，内蒙的甜菜糖厂数量增加至 14 家。2018/19 榨季内蒙的甜菜收购价为 530 元/吨，预计 2019/20 的收购价为 520 元/吨。

总的来看，美国农业部 5 月报告预计 2019/20 榨季全国产量为 1085 万吨，较 18/19 榨季小幅增加 10 万吨。

从供需平衡表来看，由于预计下榨季国内产量基本持平，因此下榨季的供需情况受外部因素影响较大，主要受外盘和政策的影响。从下榨季的供需情况看，由于近期泰国发往缅甸、台湾、柬埔寨的精制糖出口数量同比减少，因此我们调减了走私的预估值。进口方面，虽然目前市场对国家放宽配额内外进口数量的预期比较强，但是目前仍没有官方消息传出，因此我们预

估下榨季的总进口量与本榨季基本持平。最大的不确定性在抛储，18/19 榨季国家没有抛储，但是今年广西进行了甘蔗价格的市场化改革，预计抛储也是整体改革方案的一部分，如果后期糖价持稳或继续反弹的话，国储出库的概率较大。如果国储出库量相对少，则下榨季的供需可能与本榨季相当，但如果国储出库数量较多，则国内可能会出现供大于求的情况。

表一：国内供需平衡表

	16/17	17/18	18/19*	19/20*	19/20**
期初工业库存	60	58	45	30	30
国储	730	770	810	800	700
产量	929	1031	1076	1085	1085
进口	186	203	240	240	240
走私	220	220	100	100	100
出口	12	19	18	18	18
抛储	136	0	0	50	150
收储	0	0	0	0	0
实际供应	1531	1512	1461	1505	1605
需求	1512	1519	1518	1518	1518
库存增减	19	-7	-57	-13	87

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 政策一：广西进行甘蔗价格改革，糖价的三年周期或被打破

2019年2月26日广西政府发布《关于深化体制机制改革加快糖业高质量发展的意见》，提出广西甘蔗收购价将退出政府指导，进行市场化改革。4月15日广西发改委再次发文，政策正式落地。

表二：广西甘蔗价格改革相关政策

时间	文件名称	文件主要内容
2019.2.26	《广西壮族自治区人民政府关于深化体制机制改革加快糖业高质量发展的意见》	一、完善糖料蔗购销市场机制：完善订单农业，规范订单合同，保障各方权益，强化市场监管。着力提高糖料蔗生产水平：加快糖料蔗基地建设，加快糖料蔗良种繁育推广，全力推进糖料蔗生产全程机械化，加强糖料蔗精细化生产管理。 二、推动制糖企业高质量发展：推动制糖企业战略重组，大力推进全产业链发展，加快蔗叶资源绿色化综合利用，推进企业提质发展，培育知名品牌。

2019.4.15

《广西壮族自治区发展和改革委员会关于糖料蔗收购价格实行市场调节价问题的通知》

三、加快淘汰落后产能：引导一批糖厂关停并转，支持减量或等量置换提升，做好资产处置，做好职工分流安置，盘活土地资源。

四、提高科技创新能力：强化科技支撑，加强人才队伍建设。

一、深化糖料蔗购销体制改革，在全区范围内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。鼓励糖料蔗收购按质论价。

二、维护良好的市场价格秩序。糖料蔗收购价格实行市场调节价后，各地价格主管部门按照工作职能继续做好糖料蔗种植成本调查、食糖价格监测等工作。同时，要在规范订单合同、强化市场监管等方面，加强与相关部门配合协调，共同维护良好的市场价格秩序，促进我区糖业高质量发展。

三、糖料蔗实行市场调节价，《广西壮族自治区物价局〈关于印发广西糖料蔗价款二次结算价格核定暂行办法〉的通知》（桂价格〔2011〕95）号同时废止

数据来源：广西壮族自治区发展和改革委员会，兴证期货研发部

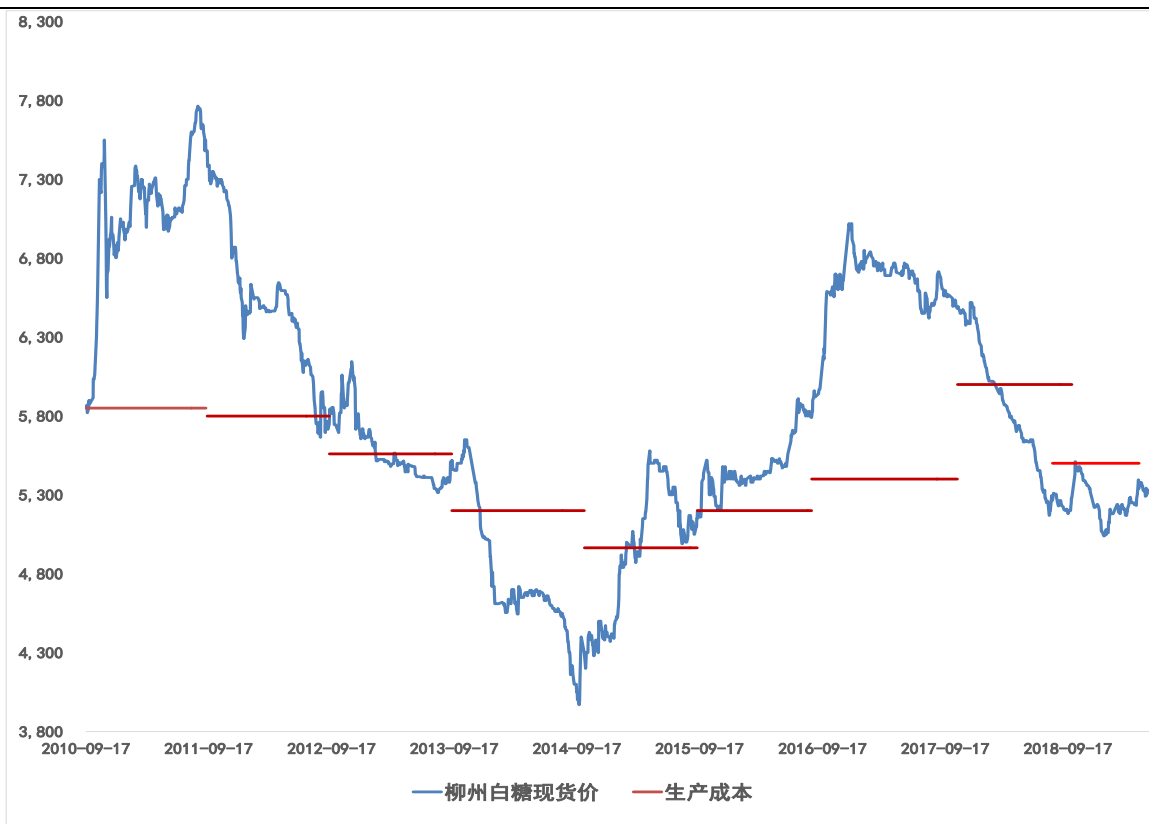
政策落地后，新榨季广西大多数糖厂与农民签订的甘蔗收购价为 480 元/吨，较 18/19 榨季仅下调 10 元/吨，据悉合同有效期为三年。虽然广西进行了甘蔗价格的市场化改革，但是改革后甘蔗价格与糖价的联系似乎反而变弱了。新榨季广西甘蔗收购价仅下调 10 元/吨，农民种植甘蔗的积极性依然较高，甘蔗种植面积基本持平，不出现天气问题的话产量很难明显减少。另一方面，甘蔗价对应的制糖成本在 5600 元左右，而目前糖价在 5300 元左右，在国内产量不减的情况下，糖价很难长期维持在成本上方。

更重要的是，我们认为改革后国内糖价的运行规律发生了变化，国内糖价的三年周期可能被打破。糖价三年周期背后的核心是产量的周期变化，而甘蔗价格和糖价之间的价格传导是产量变化的重要原因

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。其中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。当甘蔗价格较高的时候，农民的种植积极性提高，甘蔗种植面积增加导致食糖产量增加，价格下跌。甘蔗价格和糖价相互影响，构成了糖价的周期运动。糖价围绕甘蔗价格来变化，而且甘蔗价格的变化必然落后于糖价的变化。所以才会形成糖价的大幅波动，超跌和超涨。

但是在广西进行甘蔗价格改革之后，甘蔗价格和糖价之间的传导路径被切断了。新榨季的收购价位 480 元/吨，合同为三年一签。糖价的持续下跌没有导致甘蔗价格的下跌，新榨季很难出现减产，糖价很难进入上涨周期。总的来看，政策改革后，甘蔗价格和糖价之间的联系被切断了，未来三年广西的甘蔗种植面积可能维持在一个比较高的水平，如果不出现极端天气的话，产量的波动性也会减小并维持在一个相对较高的水平，国内糖价的三年周期可能被打破。

图 25：国内糖价、制糖成本与糖价周期



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 政策二：明年配额外进口关税或下调，利空预期释放

2016年9月我国对食糖进行贸易保障措施调查,最终决定对配额外进口食糖加征关税,2017年5月22日-2018年5月21日,配额外总关税95%,之后每年减5%。

为期三年的贸易保障措施将于2020年5月21日到期。但是最近有消息称,中国与巴西进行贸易谈判,明年贸易保障措施到期后大概率不会延期,明年5月21日之后,配额外关税将由85%下调至50%,消息传出后白糖期货价格大幅下跌。

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。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。按照当时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4300元/吨左右,而按照85%的关税计算,进口成本在5200元左右,因此白糖存在估值下调的需求。从历史上看,一般配额外的进口利润在正负300之间波动,价格下跌后郑糖2005合约对应的配额外的利润回到了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。由于明年5月合约的价格被打到50%进口成本线附近,因此外盘价格的趋势变化对远月合约的影响较大,如果后期外盘有趋势变化的话,远月价格的变化幅度可能会大于近月。但是随着利空预期逐渐被消化,远月的逻辑可能会重回国内供需情况。

图 26: 国内糖价与配额外进口成本



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 后续可能会有新的政策出台，中期影响偏空

食糖产业的政策改革属于我国粮食流通体制改革的一部分，从历史上的经验来看，后续还会有改革政策继续落地。我国的粮食流通体制，从建国后的统购统销，到 1980 年代的改革开放，到 2004 年的最低收购价。2008 年金融危机，全球大宗商品暴跌。考虑到玉米、大豆、棉花、白糖等种植户规模庞大，为了保护农民利益，国家开始实行临时收储政策。收储政策使得国内农产品价格长期高于国外，农产品库存积压。

2014 年一号文件首次提出棉花、大豆价格直补，揭开了粮食收储政策改革的序幕。2014 年大豆、棉花不再收储，启动直补试点。2014 年首次启动新疆棉花、东北和内蒙古大豆目标价格补贴试点。大豆、棉花价格由供求决定，政府不干预。当一定时间市场平均价格低于目标价格，国家将价差补贴给生产者，保证农民利益，当市场价格较高时，不发放补贴。取消收储后，国家开始大量抛储。2015 年，国家首次下调玉米临储收购价格，紧接着在 2016 年，玉米临储收购被正式取消。

2008 年实行临时收储政策的品种当中，目前只有白糖仍然没有取消收储政策。今年广西进行了甘蔗价格的市场化改革，表明食糖产业的政策改革也拉开了序幕。从棉花、玉米等品种的经验来看，后期食糖取消临储政策，国储糖出库是大概率事件。如果国储陆续出库的话，从中期来看会对国内糖价产生较大冲击。不过从长期看，抛储对产业是有利的。

另外一个政策的焦点是直补。玉米、棉花价格的市场化改革都有直补，但是今年广西的甘蔗价格改革并没有直补。这可能是由于政府认为国内糖价将进入三年的牛市，因此目前出台直补政策的意义不大。这给糖厂带来了较大的压力，糖价在经过两年多的下跌后，大多数糖厂都到了破产的边缘。但是如果后期糖价不能进入牛市的话，一些成本较高的糖厂可能会退出市场，国内食糖产业将面临洗牌。另一方面，改革后甘蔗价格的决定机制还是存在一些不合理性，糖价与甘蔗价格的联系比改革前反而更弱了。如果后期能够出台直补政策，同时加强甘蔗价格的市场化，可能有利于产业的发展。因此对于食糖产业的发展来说，最重要的是甘蔗价格的定价机制能否继续进行市场化改革。

总的来看，食糖产业的改革政策还会继续出台，抛储、直补等都大概率会落地。从中期来看，这些政策都是偏利空的，会对产业和糖价产生冲击。但是从长期看，改革对于产业是有利的。未来需要关注的政策重点是甘蔗价格的定价机制能否继续进行市场化改革。

4. 总结

外盘利空相对出尽，预计明年泰国、印度的种植面积、产量小幅减少。目前泰国、印度处于雨季，今年雨季印度降雨偏少，继续关注后期降雨情况。巴西今年的醇油比依然处于低位，糖醇比处于平均水平，因此今年糖厂可能会继续维持较低的制糖比例。总的来看，虽然明年泰国与印度的产量可能会小幅减少，但是目前库存处于历史高位，在缺乏实质性利多的情况下，外盘可能会偏弱震荡。

国内方面，预计广西新榨季产量不会明显减少，国内糖价上涨缺乏内生的动力。从周期看，广西甘蔗收购价依然较高，食糖价格三年周期有被打破的可能。预计后期政策会继续改革，直补、抛储都有可能落地，将会对价格产生冲击。从长期看，国内糖价周期需要重新评估，产业将承受一定的冲击，甘蔗价格政策有待进一步完善。

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。