

兴证期货.研发中心

2019年10月9日 星期三

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

三季度国内糖价震荡上涨，现货报价较为强势。上涨的主要原因是库存较低，截止到8月底，广西白糖工业库存同比减少20.9%，产销率85.6%，同比提高4.5个百分点。另外在前期的糖协会议中，有关机构呼吁在贸易救济关税到期后，继续实施产业保护政策，市场形成利多的想象空间。

我们认为基本面没有发生太多的改变，此轮反弹的原因是糖厂销售较好，库存较低。但从中长期看，广西甘蔗价格改革后，广西的种植面积可能长期维持在一个较高的水平，糖价缺乏走牛的基础。未来的风险点在政策的不确定性，短期糖价可能维持高位震荡，但是从中长期看糖价有下跌的风险，可能要等到明年9月前后才会出现底部。

国外方面，我们认为外盘利空相对出尽，预计明年泰国、印度的种植面积、产量小幅减少。但是由于泰国、印度雨季降雨较好，因此产量可能不会大幅减少。巴西今年的醇油比依然处于低位，糖醇比处于平均水平。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，外盘可能会维持震荡。

1. 三季度行情回顾

三季度国内糖价震荡上行，6月份广西柳州现货报价 5200 元/吨，随后糖价逐步上涨，9 月底柳州现货报价 5800 元/吨，涨幅达 11.5%。上涨的主要原因是库存较低，截至到 8 月底，广西白糖工业库存同比减少 20.9%，全国工业库存同比减少 18.18%。库存较少的原因主要有两方面：第一是因为今年糖厂销售节奏偏快，截至到 8 月底广西产销率同比增加 4.5 个百分点，全国的产销率同比增加 2.96 个百分点，糖厂在榨季前期加快了销售节奏，后期库存压力较轻。第二是因为今年走私糖的数量同比明显下降。前三季度我国周边国家额外进口白糖的数量同比明显下降，表明我国走私糖入境量可能也明显下降，走私的减少使得国产糖消化速度加快。

从盘面看，三季度白糖期货价格震荡上行，主力合约价格最低点 4874，8 月中旬达到价格最高点 5640，涨幅达 15.71%。基差方面，现货价格更为坚挺，三季度郑糖基差震荡上行，达到历史相对高位。价差方面，月间价差波动较小，近远月价差基本处于平水。

国外方面，三季度美糖价格探底回升。由于各个主产国库存较高，美糖期货价格承压下行，主力合约价格最低跌到 10.73 美分/磅，同时基金净空单处于历史最高水平。但是由于市场预期下榨季各主产国小幅减产，空头回补造成价格回升，另外远月合约呈升水结构。

图 1: 郑糖主连日线

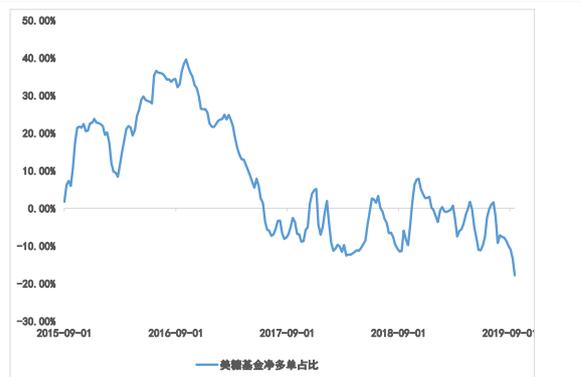
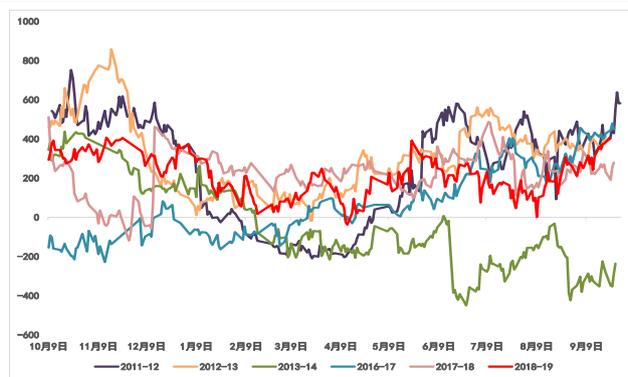
图 2: ICE11 号糖主连日线



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: 郑糖基差 (柳州现货-郑糖)

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. 四季度国外行情展望

2.1 巴西基本面偏中性，制糖比例仍处于历史低位

我们预计本榨季巴西产糖量可能会持平或小幅增加。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，但很难再大幅下降，因此未来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。值得注意的是，近期沙特油厂遭袭，油价大幅上涨，巴西的乙醇汽油比可能会继续维持低位，利空美糖。

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，今年前三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

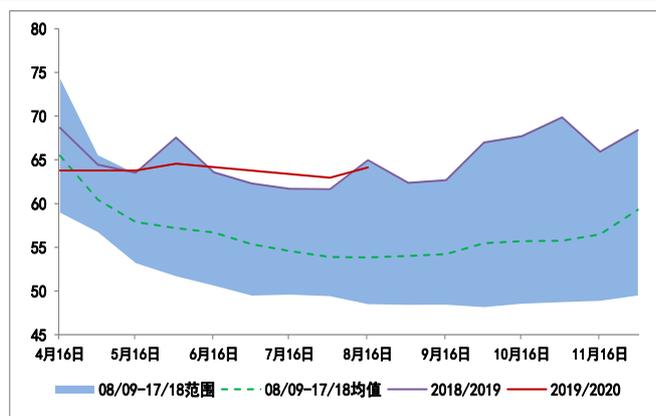
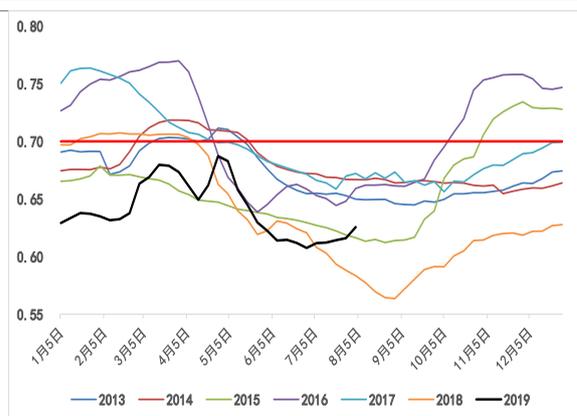


图 6: 巴西中南部乙醇汽油比



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

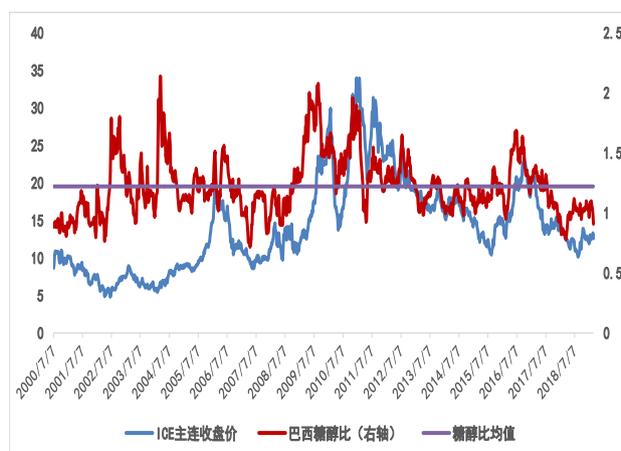
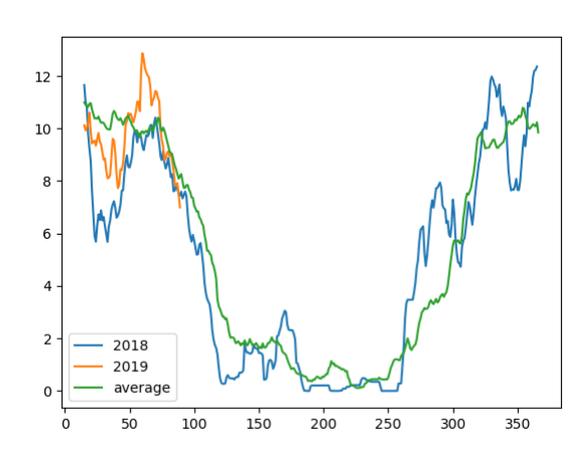


图 8: 巴西中南部主产区降雨量 (mm)



数据来源：巴西农业部，兴证期货研发部

2.2 印度产量仍处高位，2019/20 产量或小幅下降

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。

近期市场关注的重点在印度的天气。在刚刚过去的雨季中，虽然前期降雨偏晚，但是雨季后期印度主产区降雨量大幅回升，高于历史平均水平。因此我们认为下榨季印度的产量不会大幅减少。

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 12 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

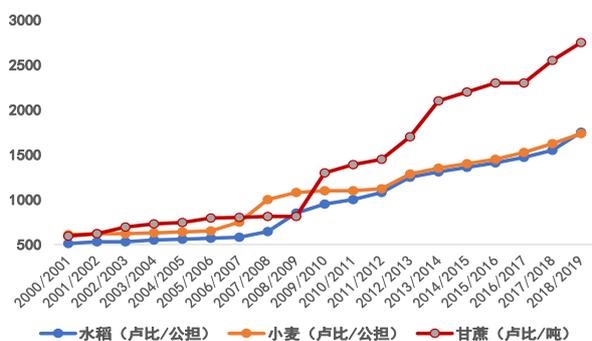
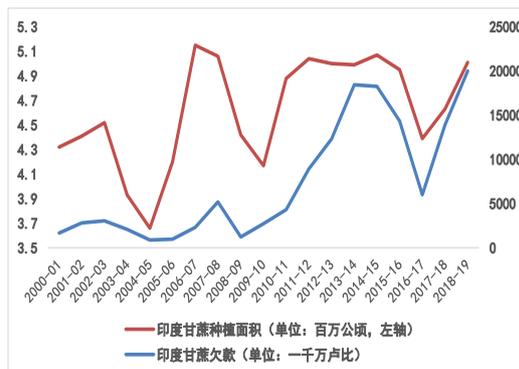


图 10：印度甘蔗欠款及甘蔗种植面积



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

图 11：印度马邦累计降雨量 (mm)

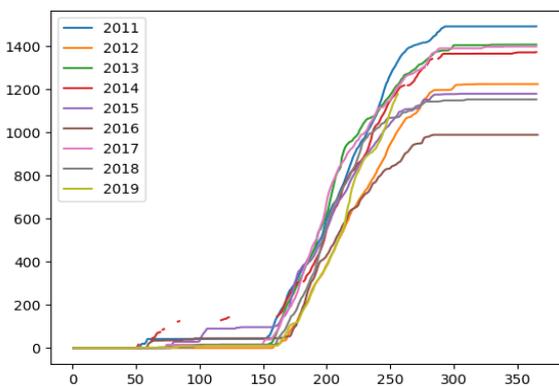
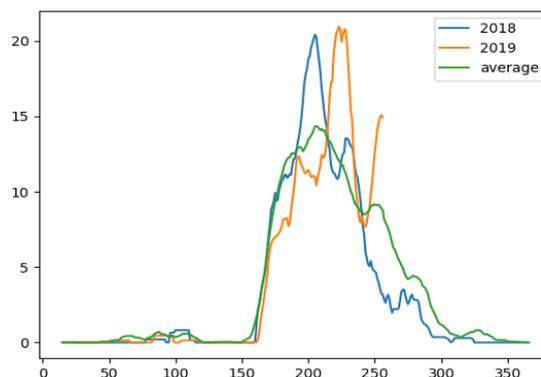


图 12：印度马邦 15 天平均降雨量 (mm)



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)

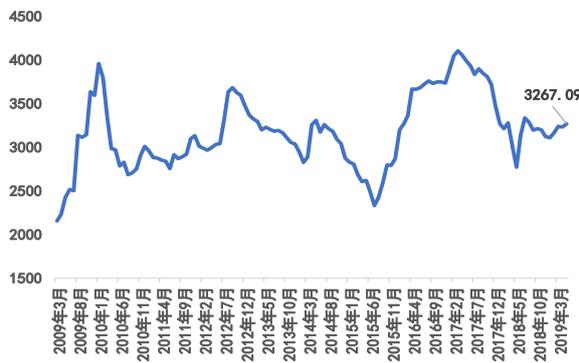
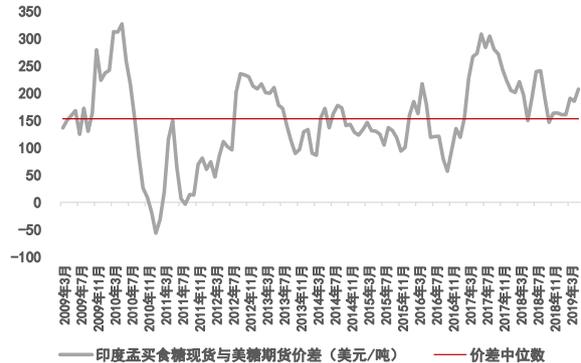


图 14: 印度现货与美糖期货价差 (美元/吨)



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

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%。

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。

天气方面，今年雨季泰国主产区降雨量较好，预计明年甘蔗产量不会大幅减少。

图 15: 泰国甘蔗收购价与木薯收购价

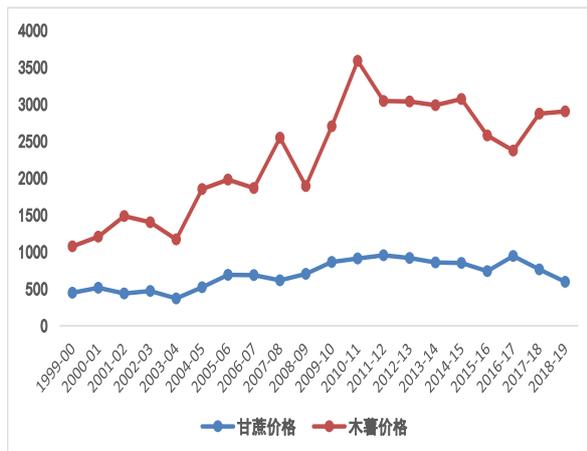
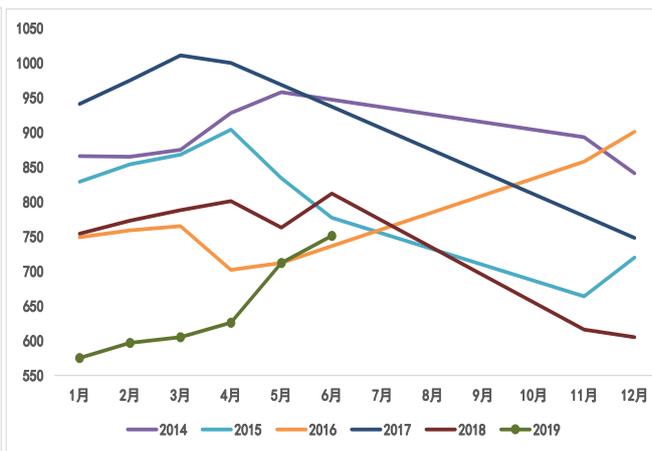


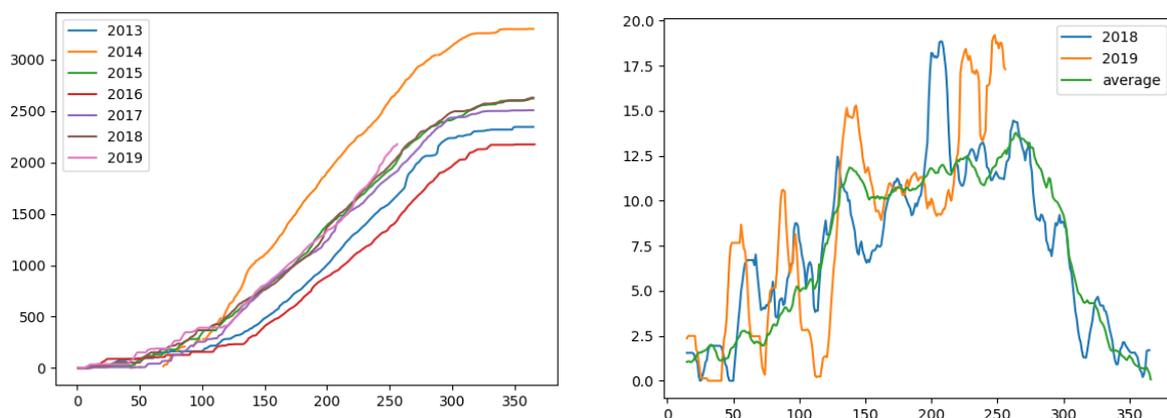
图 16: 泰国甘蔗收购价 (泰铢/吨)



数据来源：泰国农业部，兴证期货研发部

图 17: 泰国中部主产区累计降雨量 (mm)

图 18: 泰国中部 15 天平均降雨量 (mm)



数据来源：泰国农业部，兴证期货研发部

2.4 国外基本面小结

我们认为外盘利空相对出尽，预计明年泰国、印度的种植面积、产量小幅减少。但是由于泰国、印度雨季降雨较好，因此产量可能不会大幅减少。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。

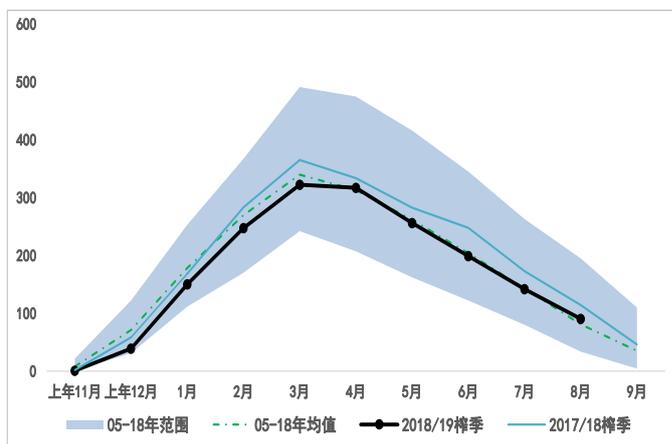
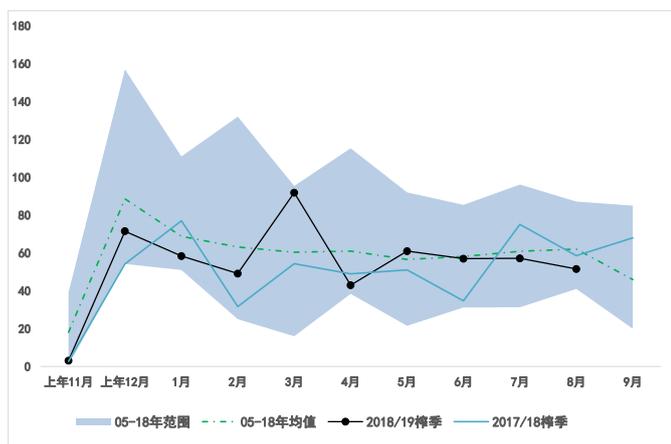
3. 四季度国内行情展望

3.1 产销利多，库存同比偏低

截至到8月底，18/19榨季广西累计销售食糖543.8万吨，同比增加55.4万吨，产销率85.6%，同比提高4.5个百分点；工业库存90.2万吨，同比减少23.9万吨。其中8月份单月销售食糖51.6万吨，同比减少7万吨。18/19榨季截至到8月底，云南累计销售食糖173.45万吨，同比增加12.76万吨；工业库存34.56万吨，同比减少11.61万吨；产销率83.38%，同比提升5.7%。截至到8月底，全国累计销售食糖949.08万吨，同比增加7.49%，工业库存115.78万吨，同比减少18.18%，产销率89.24%，同比提高2.96个百分点。

图 19：广西食糖销量（万吨）

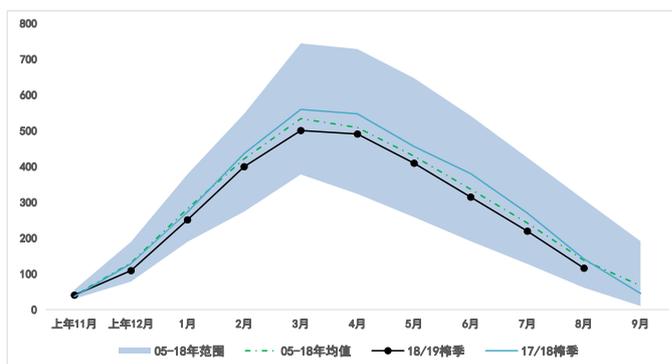
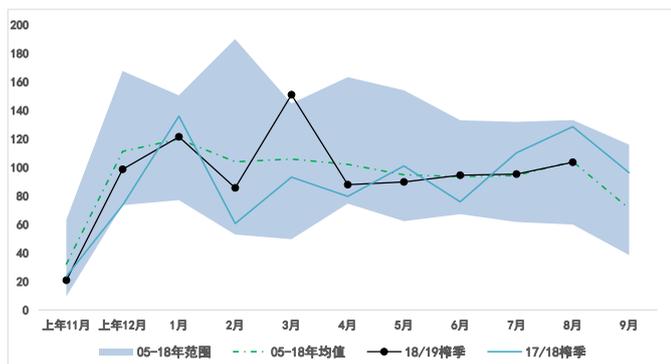
图 20：广西食糖工业库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21: 全国食糖销量 (万吨)

图 22: 全国食糖工业库存 (万吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

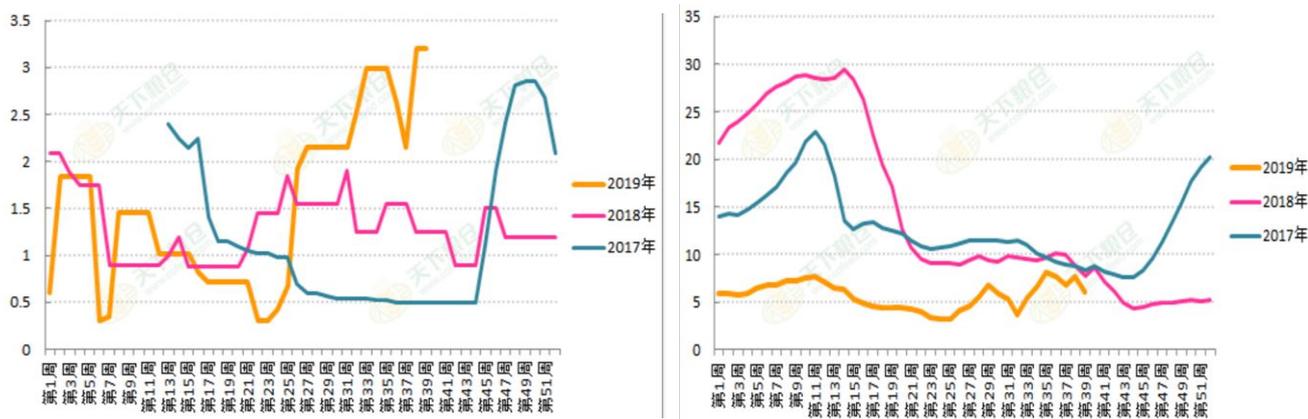
3.2 短期现货维持强势，但长期看缺乏走牛基础

目前广西糖的库存较低，但是后期其他糖源的供应会有所增加。进口糖方面，近期内外走势分化，配额外进口利润迅速增加，加工糖可能会加速投放市场。另一方面，市场对抛储的预期增加，目前普遍预期年底前后会陆续抛储 100 万吨，不过目前还没有官方消息。另外近期市场上有声音呼吁主动扩大食糖进口，明年的总进口量有增加的可能。总的来看，下半年糖源供应多元化，虽然今年的期末库存同比偏少，但是由于补充糖源较多，现货端可能仍会面临一定的压力。

从中长期看，国内方面，预计下榨季产量很难出现明显减少，糖价缺乏上攻的动力。如果明年 5 月份之后配额外关税降低为 50%，按照目前内外盘的价格，配额外的进口利润将有 1400 元左右。我们认为在国内大概率不减产的情况下，1400 元左右配额外进口利润并不合理。因此如果下调关税的话，内外价差需要有一个回归。

图 23: 加工糖产量 (万吨)

图 24: 加工糖库存 (万吨)



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

3.3 2019/20 榨季产量或持平，供需受政策影响较大

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。

预计国内甘蔗糖产量为 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。云南新榨季种植面积也基本持平，但是前期云南出现了干旱，可能会对产量造成一定的影响。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 年内蒙古有 6 家新糖厂投入运营，内蒙古的甜菜糖厂数量增加至 14 家。2018/19 榨季内蒙古的甜菜收购价为 530 元/吨，预计 2019/20 的收购价为 520 元/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。

3.4 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。

3.5 国内基本面小结

国内糖价此轮反弹的主要原因是库存较低，现货报价较为强势。截止到8月底，广西白糖工业库存同比减少20.9%，产销率85.6%，同比提高4.5个百分点。另外在前期的糖协会议中，有关机构呼吁在贸易救济关税到期后，继续实施产业保护政策，市场形成利多的想象空间。我们认为基本面没有发生太多的改变，此轮反弹的原因是糖厂销售较好，库存较低。但从中长期看，广西甘蔗价格改革后，广西的种植面积可能长期维持在一个较高的水平，糖价缺乏走牛的基础。未来的风险点在政策的不确定性，短期糖价可能维持高位震荡，但是从中长期看糖价有下跌的风险，可能要等到明年9月前后才会出现底部。

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。