

2019 年 09 月 06 日

永安期货研究中心

永安期货研究中心

张蓉

电话: 0571-88370937

邮箱:

zhangrong0610@163.com

从业资格编号: F0283900

投资咨询从业证: Z0010809

外糖区间震荡，郑糖政策扰动

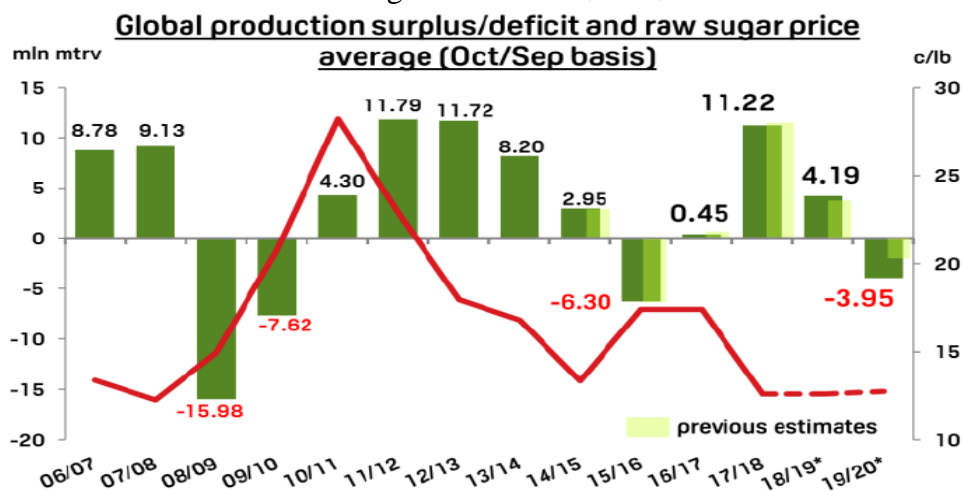
摘要:

- 外盘：从方向来看，外盘或为区间震荡，下有巴西支撑，上有印度出口压力，较难有趋势性行情；从节奏上看，10 月份交割前，交易本年度库存压力，交割后价格弹性增加，交易新年度产量预期差。
- 国内：从方向上来看，国内是政策市，外盘定趋势，节奏看估值；进口政策的意义在于，国内是独立的市场或是内外联动的市场；目前政策下，原糖震荡，国内或在一定范围内相对独立，下有低库存强现货的支撑，上有套保、抛储压力。

一、全球：现实压力仍在，预期走好

经历 17/18、18/19 连续两年过剩之后，19/20 年度，糖市预期迎来供需缺口。以 Kingsman 平衡表为例，17/18 年度预估过剩 1122 万吨，18/19 年度预估过剩 419 万吨，19/20 年度预估短缺 395 万吨。

图 1 Kingsman 全球糖市供需



数据来源：kingsman、永安期货研究中心

从供应端来看，自 18/19 年度开始全球糖市步入减产周期。18/19 年度，全球糖市预估减产 1202 万吨，其中欧盟减产 294 万吨，巴西中南部地区减产 984 万吨，印度增产 72 万吨；19/20 年度全球糖市预估继续减产 914 万吨，其中欧盟减产 59 万吨，印度减产 677 万吨，泰国减产 180 万吨。

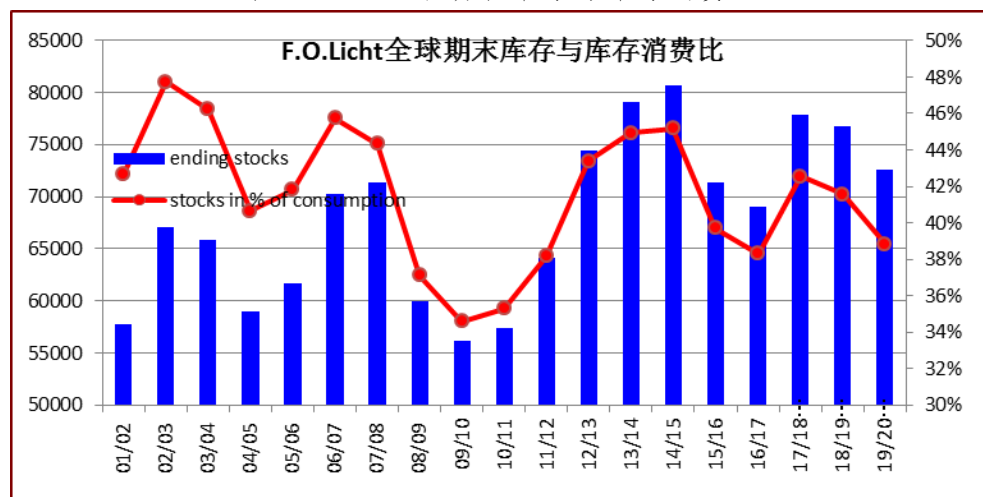
表 1 Kingsman 主产国产量变化

	17/18	18/19	19/20	18/19vs17/18	19/20vs18/19
欧盟	2,133	1,839	1,780	-294	-59
Russia	702	658	702	-44	44
Brazil CS	3,719	2,735	2,735	-984	0
China	1,121	1,170	1,176	49	7
India	3,500	3,572	2,895	72	-677
Thailand	1,530	1,537	1,357	7	-180
全球	19,908	18,705	17,791	-1,202	-914

数据来源：kingsman、永安期货研究中心

尽管预期走好，但在连续两年的过剩之后，全球糖市面临巨大的库存压力。缺口预期带不动巨大的库存，体现在糖价上，ICE 糖市仍在弱势震荡。本榨季的库存压力或在 ICE10 月解决。10 月之后，或交易北半球的产量预期差，ICE 的价格波动范围或有扩大。

图 2 Licht 全球期末库存与库存消费比



数据来源：Licht、永安期货研究中心

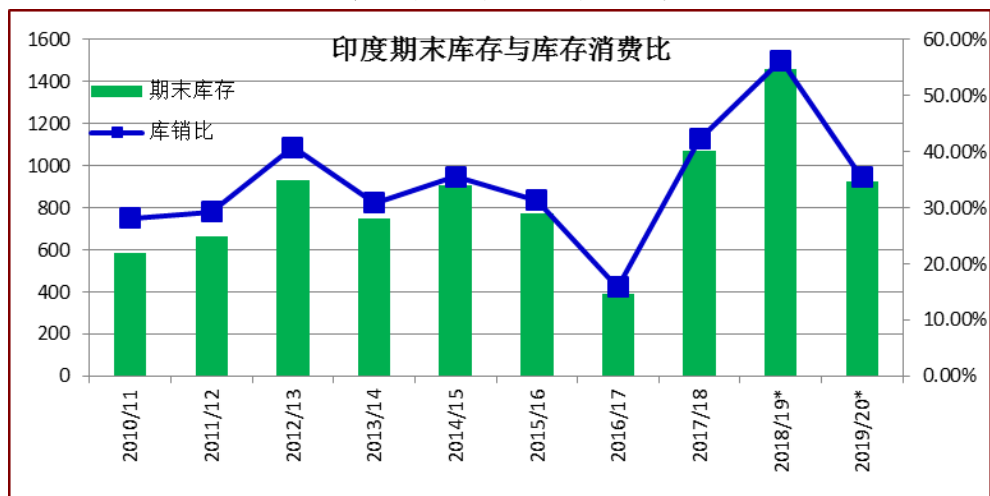
二、印度：库存压力大，持续减产概率降低，政策决定溢出效应

1. 库存压力大

17/18 年度，印度食糖产量高达 3250 万吨。18/19 年度，印度食糖产量打破前一年的记录，达到 3300 万吨。在鼓励出口 300 万吨以后，18/19 年度的期末库存，预估达到创记录的 1420 万吨。

19/20 年度，平衡表预估产量 2660 万吨，虽减产，但仍供大于求，政府鼓励出口 600 万吨，期末库存则降至 920 万吨，库存仍然处在高位。

图3 印度期末库存与库存消费比

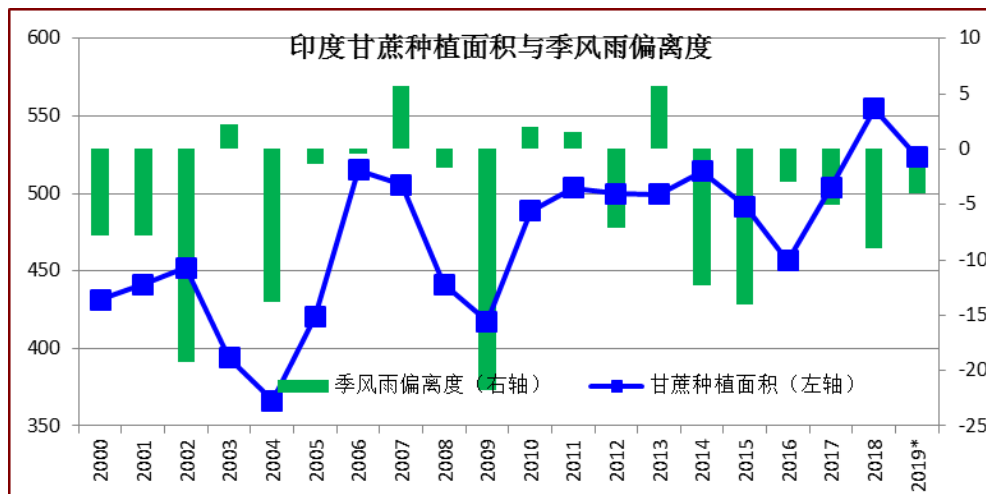


数据来源：ISMA、永安期货研究中心

2.季风降雨目前不错，持续减产的概率降低

印度 19/20 年度甘蔗指导价定在 275 卢比/公担，与去年持平。从印度历年甘蔗指导价的走势看，农民主动减面积的动力不在。印度甘蔗种植面积波动主要来源于天气。季风降雨持续不佳，土壤干旱，印度甘蔗容易减产。

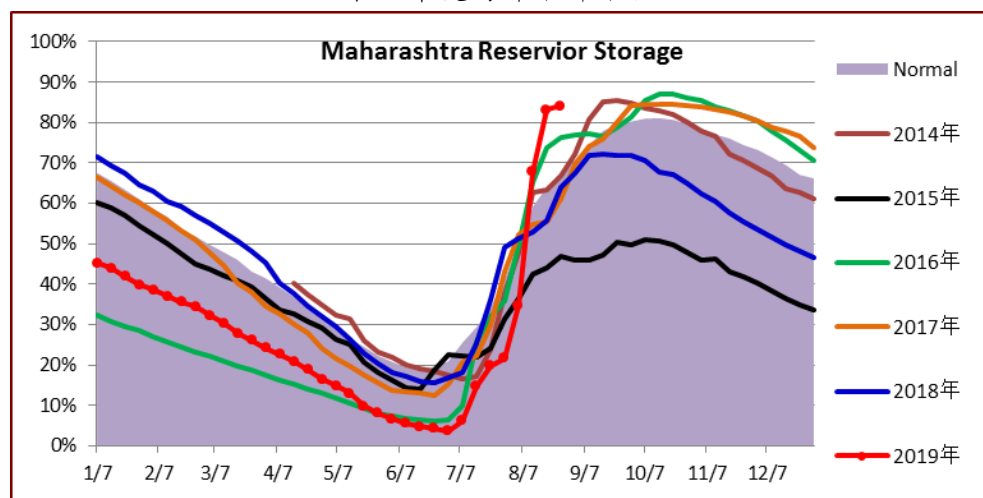
图4 印度甘蔗种植面积与季风雨偏离度



数据来源：ISMA、IMD、永安期货研究中心

今年季风雨前夕，主产区干旱，水库干涸，这也是 19/20 年度预期减产的主要原因。季风雨季之前，市场对本年度的季风雨抱有比较大的期望，如果降雨不佳，连续两年的干旱，或会带来印度更大幅度的连续减产，糖价的驱动或在于此。今年季风登录的时间推迟了一周左右，前夕偏离均值较大，随着季风的推进，截止目前，降雨基本在均值附近，季风降雨正常。前期干旱的主产区，已由干旱转为洪涝。降雨的充沛，让印度 20/21 年度持续减产的概率下降。

图 5 印度马邦水库水位



数据来源：ISMA、IMD、永安期货研究中心

3.政策决定溢出效应

8月28日，印度批准在19/20年度为糖厂提供每吨10448卢比，上限600万吨糖的出口补贴，估计政策将为此耗资约626.8亿卢比。回顾近几年印度食糖的进出口政策，除了关税的调节，每年都有为进出口提供补贴。

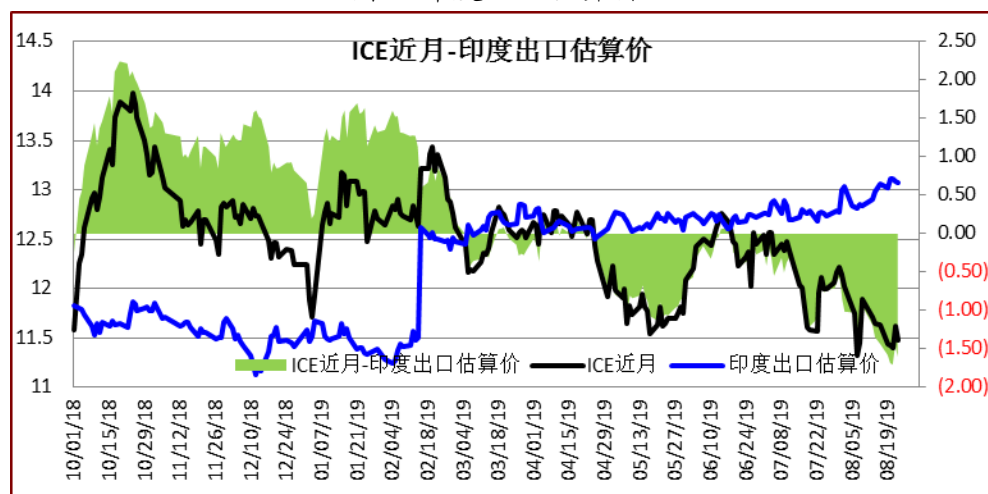
表 2 印度进出口补贴政策

时间	政策	榨季	方向
2014/2	2-9月提供出口补贴，平均3371卢比/吨。	13/14	出口
2015/2	鼓励出口140万吨糖，提供补贴4000卢比/吨；3月份马邦额外批准出口补贴1000卢比/吨。	14/15	出口
2015/11	批准45卢比/吨的甘蔗补贴，鼓励出口； 强制出口量为400万吨，完成80%即可获得甘蔗补贴。	15/16	出口
2017/4	4月批准免税进口50万吨原糖； 9月批准以25%的优惠关税进口30万吨原糖。	16/17	进口
2018/3	3月取消出口关税，发布200万吨强制性出口配额； 5月批准55卢比/吨的蔗农补贴。	17/18	出口
2018/9	批准450亿糖业救援计划，蔗农补贴由55卢比/吨提高到138.8卢比/吨，对糖厂提供运输补贴，帮助糖厂完成500万吨糖出口。	18/19	出口
2019/8	批准600万吨糖出口补贴政策，10448卢比/吨。	19/20	出口

数据来源：ISMA、广西糖网、永安期货研究中心

按印度的糖价，算上出口补贴 10448 卢比/吨，折算下来印度的出口价为 13.5 美分/磅。国际原糖价格能否突破此价格，取决于全球需不需要印度糖出口。

图 6 印度出口估算价



数据来源：NCDEX、永安期货研究中心

三、巴西：压榨高峰期，产量仍有变数，乙醇是边际变量

1. 巴西产量仍有变数

目前巴西中南部地区处在压榨高峰期，截止 8 月中旬，累计食糖产量同比减少，累计制糖比例同比降低。同样以 kingsman 为例，8 月份平衡表对巴西的产量预估是 2651 万吨，与上榨季持平。同时认为巴西中南部地区产量有下调风险，甘蔗压榨量可能上调，制糖比例可能下调，出糖率可能下调，综合下来，食糖产量可能下调 80 万吨至 2570 万吨。

表 3 巴西中南部地区食糖产量矩阵表

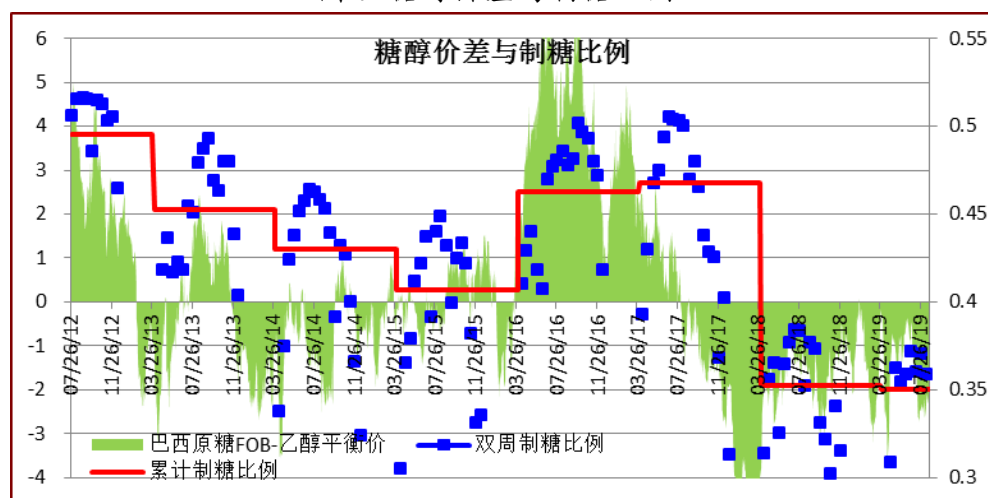
出糖率：136.25		甘蔗压榨量		
		5.7	5.8	5.9
制 糖 比 例	33%	2442	2485	2528
	34%	2516	2560	2604
	35%	2590	2635	2681
	36%	2664	2711	2757
	37%	2738	2786	2834

数据来源：UNICA、永安期货研究中心

2. 乙醇是边际变量

18/19 年度，巴西中南部食糖产量为 2650 万吨，同比减少 954 万吨。减产除了甘蔗压榨量下降外，更主要的原因是制糖比例的下调。18/19 年度，巴西中南部制糖比例 35.2%，同比下滑 11.26%。本榨季初期，预估制糖比例或略微上调。榨季开始后，糖醇价差大，随着压榨的推进，制糖比例低于预期，各大机构开始下调制糖比例，食糖产量预估同步下调。

图 7 糖醇价差与制糖比例



数据来源：UNICA、永安期货研究中心

作为甘蔗压榨的主要产品，乙醇在巴西制糖业至关重要。近一年，乙醇产业链的运作非常健康，产量高、消费高、库存低、价格强。最近的数据显示，有水乙醇对汽油的比价开始季节性往上，比价同比抬升，由于去年同期有水乙醇消费基数高，今年消费同比增幅有限，有水乙醇库存同比降幅驱缓。有水乙醇价格承压略有下滑。后续继续观察有水乙醇消费。

四、泰国：出口压力待解决，预期减产

18/19 年度，泰国食糖产量 1458 万吨，同比下降 10 万吨。产量比预期增加了 100 多万吨，仍处在历史高位。由于缺乏中国非海关进口需求，泰国糖需求疲弱。

从出口数量上来看，1-7 月泰国累计出口 527 万吨，榨季总产量与出口之间的差额是 931 万吨，去年同期为 844 万吨。从 2013 年到 2019 年，此差额最大。

表 4 泰国出口

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
1-7 月出口	476	419	430	444	433	624	527
榨季总产量	1002	1133	1134	979	1003	1468	1458
差额	526	714	704	535	571	844	931

数据来源：Thai Sugar Millers、永安期货研究中心

从出口升贴水看，泰国升贴水持续走弱，需求疲惫。泰国出口问题或在本榨季最后一个合约 10 月合约上集中解决。

图 8 即期泰国-巴西贸易升贴水



数据来源：Kingsman、永安期货研究中心

19/20 榨季，市场对泰国预期相对乐观，预估减产 170 万吨。主要由于甘蔗收购价下调，甘蔗相对其他竞争农作物，竞争没有优势，农民或减少甘蔗种植。

五、欧盟：前期干燥炎热，单产有下调风险

18/19 年度，在经历夏天的干燥炎热天气之后，欧盟单产下滑，产量不断往下调整。回顾欧盟产量调整过程：2040 万吨-1920 万吨-1820 万吨-1764 万吨-1762 万吨。产量下滑幅度大。

前期，欧盟同样经历干燥炎热的天气。欧盟委员会农作物检测机构 MARS 将今年欧盟的甜菜单产预期从上个月的 73.9 吨/公顷下调至 71.5 吨/公顷，比过去五年的平均水平低 4.9%，但比去年的甜菜单产高 3.3%。

后期，欧盟的单产可能仍会有变动，欧盟产量的变动，或是 ICE10 月交割之后，市场交易的变量之一。

六、中国：政策市

1. 政策端不确定

19/20 年度国内产量或变数不大，打黑除恶使走私管控严格，平衡表的边际变量在进口和抛储。

进口端：18/19 进口数量=130（配额内）+135（许可证）+30（巴基斯坦）。2020 年进口政策充满变数：保障措施到期后是否延期？是否提前取消对巴西的额外进口关税？许可证发放数量为多少？

抛储端：传统的 40 万吨古巴糖轮库什么时间什么价格？除此之外，是否会有额外的储备糖释放？

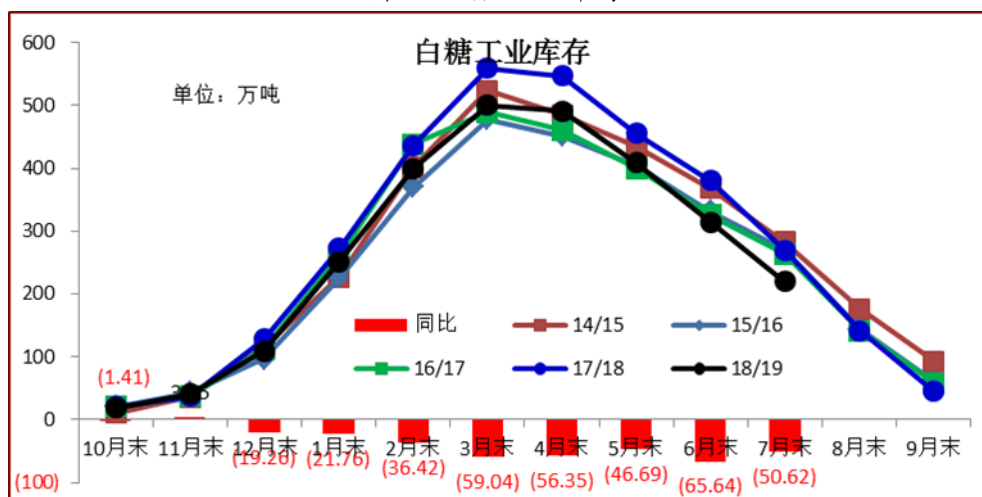
由于进口和抛储政策的不确定性，19/20 年度国内白糖平衡表充满变数。

2. 库存结构发生变化，下半年表观供应不宽松

由于走私减少，今年糖厂销售不错，工业库存持续下降。产区现货表现强势，易涨难跌。

18/19 年度 10-7 月的表观消费量为 1211 万吨，上榨季同期表观消费量为 1169 万吨，表观消费量同比增加 42 万吨。从下游食品饮料和白糖淀粉糖价差看，白糖消费没有表现这么好，表观消费量或有一部分转为隐性库存。

图 9 白糖工业库存



数据来源：中国糖协、沐甜科技、永安期货研究中心

从下表可知，2019 年 8-12 月预估表观供应量为 666 万吨，去年同期为 716 万吨，表观供应量同比下降。从近几年的对比看，今年的表观供应量同期最低。

今年的供应量中，需注意轮储的 40 万吨古巴糖，何时何价出库。

表 5 国内 8-12 月供应

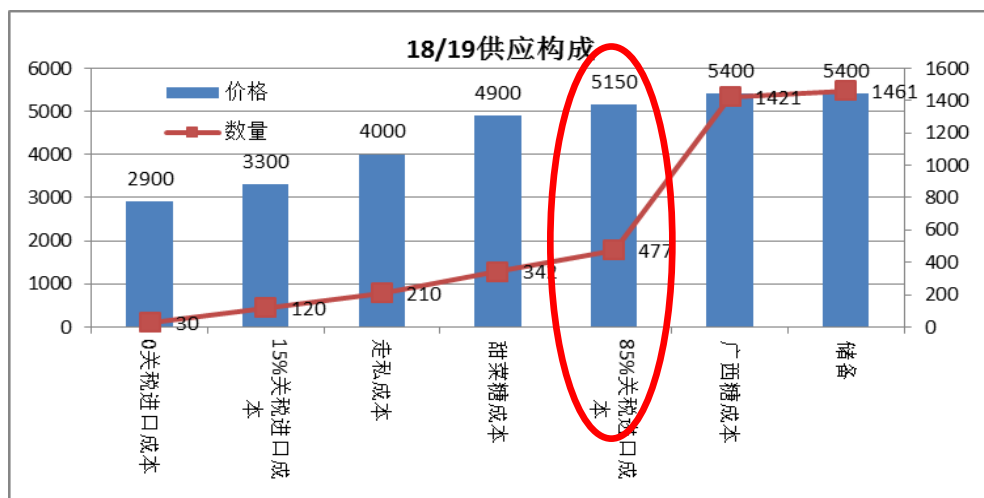
8-12 月供应量	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
旧糖	425	283	270	264	270	219
新糖	221	192	230	232	240	250
收储	0	0	0	0	0	0
抛储	0	0	57	54	40	40
国产糖供应	646	474	557	550	550	509
进口	179	198	116	75	109	127
走私	23	105	84	77	56	30
合计供应	848	778	757	703	716	666

数据来源：中国糖协、沐甜科技、永安期货研究中心

3.定价权尚不确定

从 18/19 年度的供需平衡表和价格走势看，外内走势背离，国内糖价相对独立，趋向于以最高的供应成本定价。

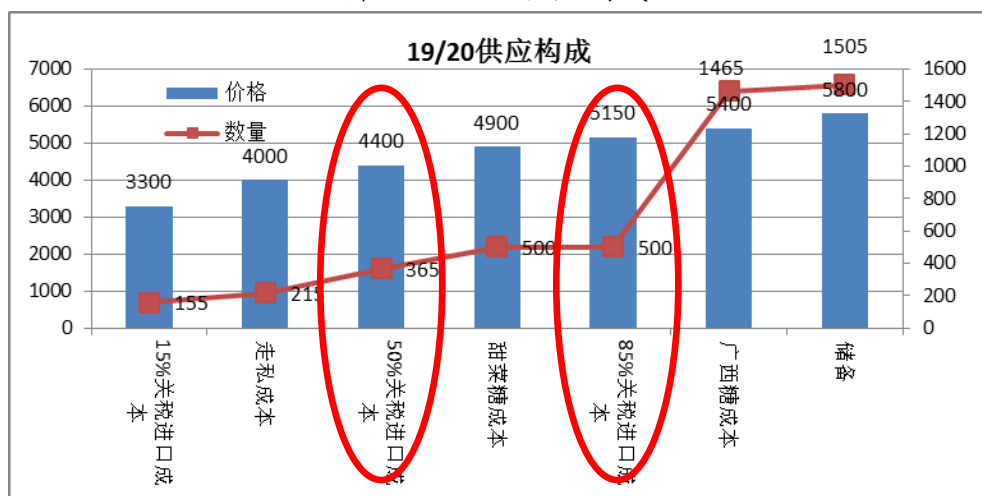
图 10 18/19 供应构成



数据来源：永安期货研究中心

展望 19/20 年度，由于食糖保障措施结束，许可证关税面临下调，19/20 年后期进口成本更低。但最终哪种供应成本定价，要看进口量。如进口量大，国内供应充足，则倾向于以进口成本定价；如进口量小，国内供应紧平衡，则倾向于以国产甘蔗糖定价。

图 11 19/20 供应构成



数据来源：永安期货研究中心

七、小结

1. 外盘

从方向来看，外盘或为区间震荡，下有巴西支撑，上有印度出口压力，较难有趋势性行情；

从节奏上看，10 月份交割前，交易本年度库存压力，交割后价格弹性增加，交易新年度产量预期差。

2. 国内

从方向上来看，国内是政策市，外盘定趋势，节奏看估值；

进口政策的意义在于，国内是独立的市场或是内外联动的市场；

目前政策下，原糖震荡，国内或在一定范围内相对独立，下有低库存强现货的支撑，上有套保、抛储压力。

免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。且全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，客户应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我公司不承担任何责任。未经公司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我们均不承担任何责任。