

“利空尚未彻底消化”——2018/19 新榨季期初分析报告

华泰期货白糖事业部 杨泽元
投资咨询从业证书号：Z0013686

摘要：2018/19 新榨季国际糖市不存在供需缺口，印度巨量库存暂未找到消化的渠道。叠加国内大概率增产，最大的潜在利空——甘蔗直补悬而未决。在较多利空因素尚未彻底解决之前，糖价距离熊市底部仍有一段空间。新榨季期初由于产量偏少使得抛售压力不大，现货价格可能出现高开。但随着产量增加，并在糖厂资金压力紧张的驱动下，价格将呈现逐步下跌。预测新榨季郑糖主力合约价格运行区间为 4300-5500 元/吨。

一、行情回顾

1、主产国超预期增产使得贸易流恶化是驱动原糖价格下跌的根本原因

回顾 2018 年国际糖市，全球第二及第三大主产国印度和泰国超预期的增产使得原糖价格从年初 15 美分一直下滑至 11 美分。二季度末期，随着印度和泰国生产接近尾声，并在巴西减产预期及印度建立食糖储备的支撑下，原糖得到短暂的喘息机会。进入三季度，印度政府出台政策补贴糖业并寻求出口，让原糖的反弹在 13 美分夭折，重新进入下跌的轨道，原糖主力合约价格最低跌至 9.91 美分。近期则因全球最大主产国巴西举行总统大选，市场青睐新任总统候选人，使得巴西货币雷亚尔不断飙升，同时在空头阶段性回补的影响下，原糖再度反弹至 13 美分附近。

可以看到的是原糖下跌趋势分为两部分，第一部分是因印度和泰国超预期增产。第二部分是因印度出台补贴政策刺激出口，让国际贸易流进一步恶化。总体而言主产国超预期增产使得国际贸易流恶化是驱动原糖价格下跌的根本原因。而近期原糖大涨主要是货币因素所致，而非基本面发生转变，并不足以扭转目前国际糖市供应过剩的既有格局。



2、供应量增加导致现货销售低迷及直补预期驱动国内价格下跌

今年国内食糖增量增加 102 万吨，配额外进口指标增加 50 万吨，总供给增加 152 万吨。在增产背景下现货销售低迷，叠加非贸易糖源的竞争，使得国内糖价持续下跌。6 月份市场传闻甘蔗种植要实行直补，让基本面脆弱的糖市再次遭遇重创，郑糖主力合约一度跌至 4750 元/吨。进入三季度末期，由于中下游企业集团补库，现货销售状况有所好转，推动糖价反弹。国庆期间，原糖大涨使得国内进口成本大幅提高，为糖价提供了支撑。

可以看到的是国内糖价下跌趋势同样分为两部分。第一部分是因供应量增加导致销售低迷。第二部分则是甘蔗直补预期推动价格下跌。近期糖价反弹是受原糖大涨的刺激以及市场情绪所影响，并不能完全反映其基本面供需。若原糖一旦结束反弹，国内价格也将失去有力的支撑。



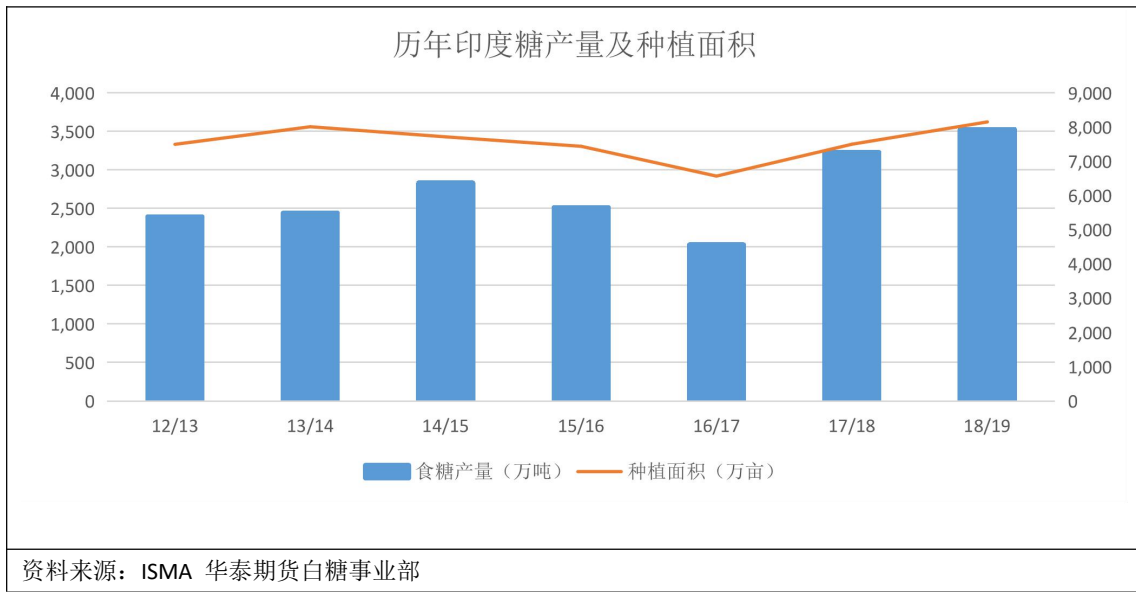
二、2018/19 新榨季展望

1、国际糖市展望——不存在供需缺口，印度出口是最大的潜在利空

展望新榨季国际糖市，印度延续高产，泰国及欧盟则存在小幅减产的可能性，巴西产量预计持平或微增。整体供应压力虽然较 2017/18 榨季减弱，但不存在供需缺口，这限制了原糖价格向上的空间。此外，预计印度 2018/19 榨季将有约 700 万吨糖需要出口。印度巨量出口一旦兑现，将会对国际贸易流造成巨大的冲击，届时原糖价格跌破前低的可能性较大。预估明年原糖将在 8-15 美分区间运行。

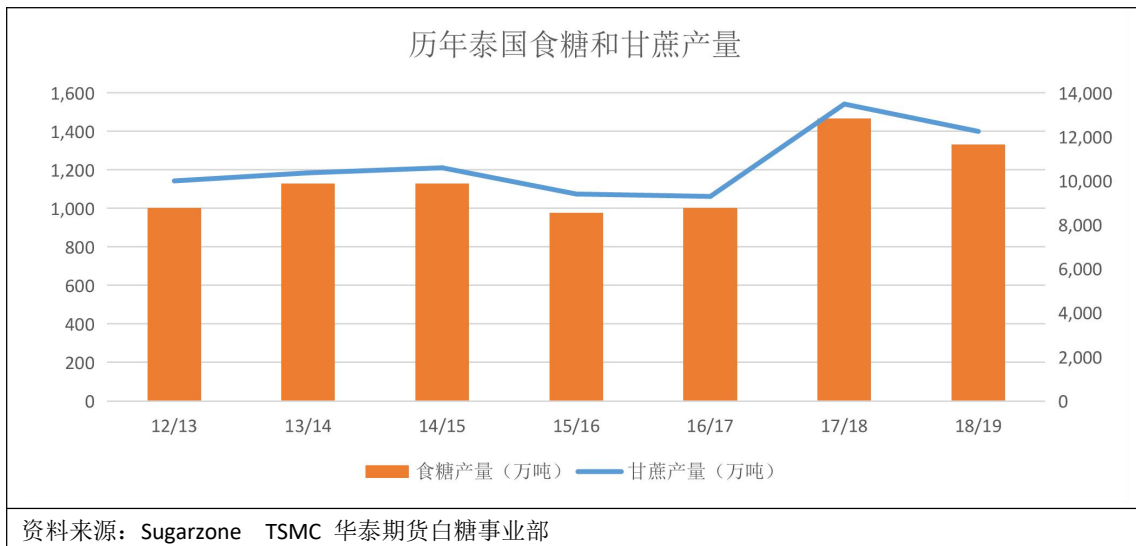
印度——延续高产

2017/18 榨季印度糖产量同比增加 59%，达到 3250 万吨。良好的气象条件使得甘蔗单产和出糖率均有所提高。在种植面积同样增加的情况下共同助力印度糖产量创历史新高。展望新榨季，尽管低迷的糖价让印度糖厂积欠巨额的甘蔗款，但政府出台政策增加甘蔗补贴，并且为糖厂出口提供额外的补贴，使糖厂得以支付蔗款，暂时度过难关，蔗农也愿意等待糖厂支付蔗款并继续种植甘蔗。由于政策的原因，低迷的糖价暂时无法传导至种植端，2018/19 榨季印度延续高产量概率大。ISMA 预估 2018/19 榨季印度甘蔗种植面积约为 8152 万亩，较 2017/18 榨季增长 8%；糖产量为 3500-3550 万吨，小幅增加 8%-9%。但潜在的天气因素可能对宿根蔗单产有不利影响，从而导致 2018/19 榨季印度产量低于预期。



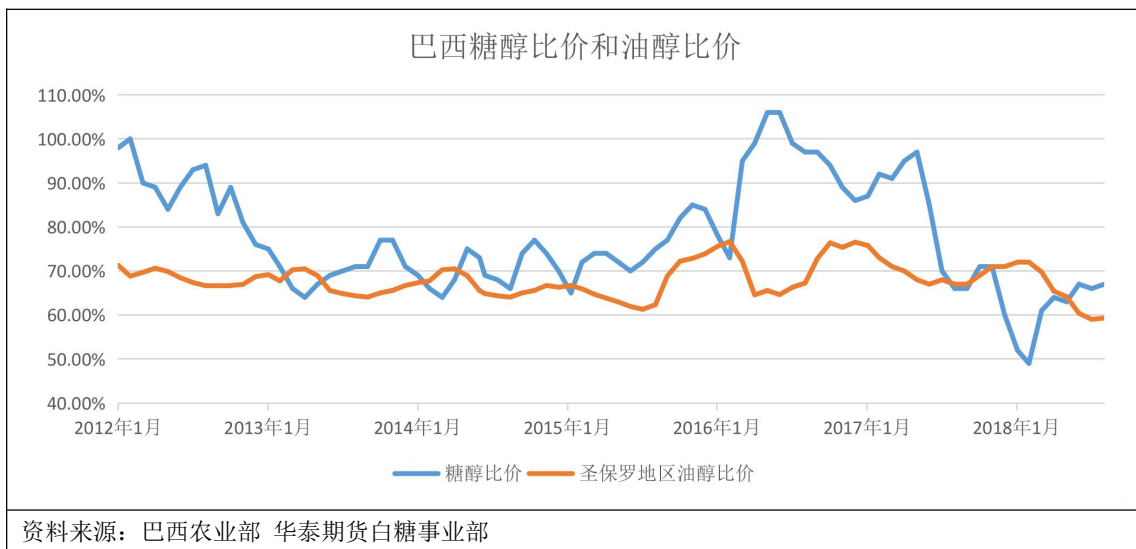
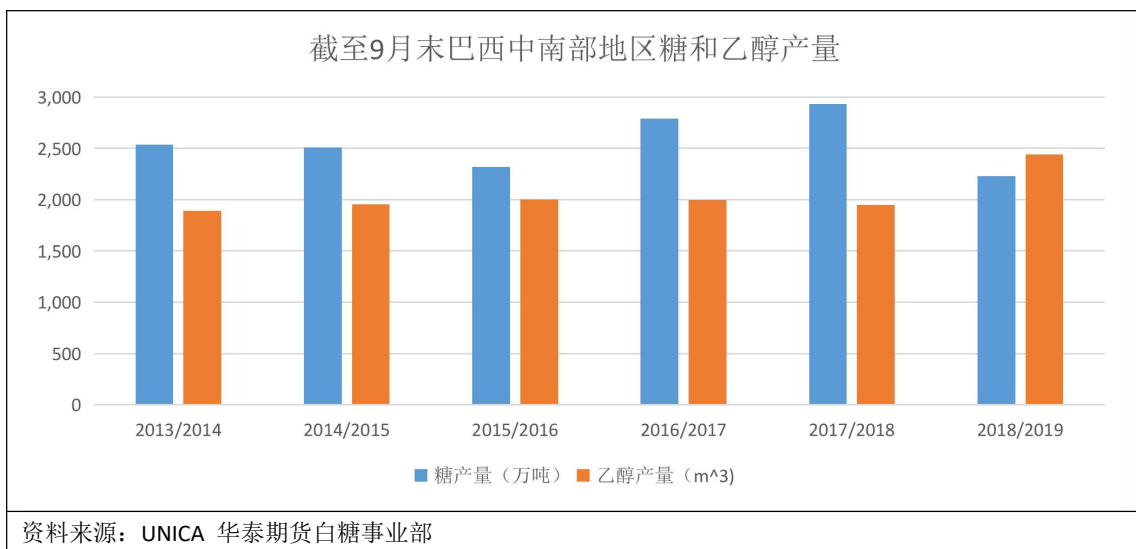
泰国——小幅减产

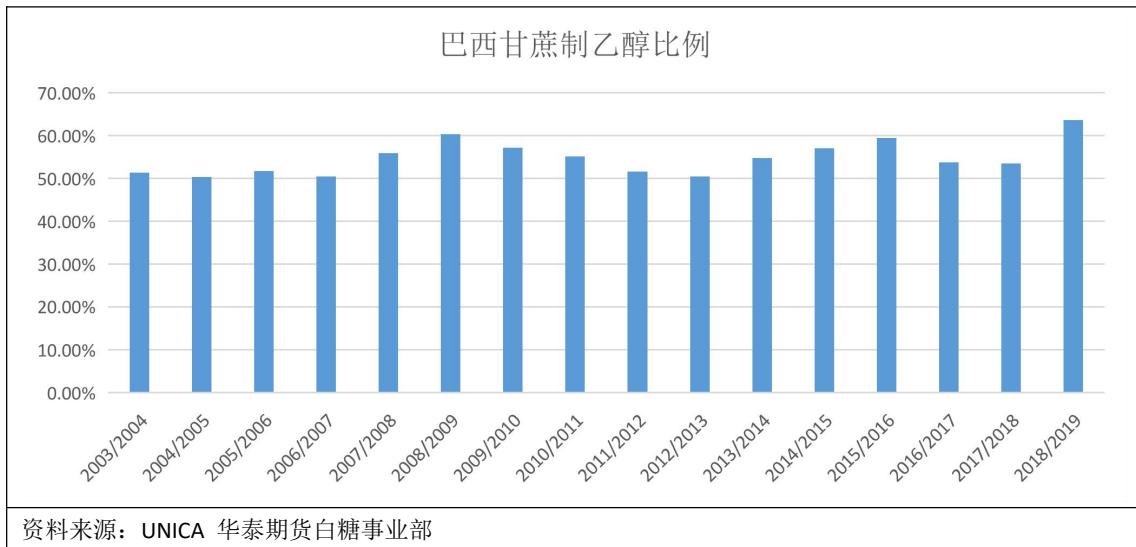
2017/18 榨季泰国累计产糖 1468 万吨，同比增加 46%。甘蔗种植面积增加及良好的甘蔗生长促使泰国糖产量创历史新高。2017/18 榨季制定的初始甘蔗价为 880 泰铢/吨，随着全球市场价格下跌，最终甘蔗收购价不足 772 泰铢/吨，并且 2018/19 榨季甘蔗收购价继续下滑的可能性大。另一方面，今年年初泰国取消甘蔗收购补贴。虽然泰国甘蔗种植者协会向政府要求获得额外支持，但 2017/18 榨季已经将甘蔗和食糖基金用尽。而且即使政府准备好提供额外的资金，也可能会遭到该国贸易伙伴的反对。蔗农或因甘蔗收购价和补贴的减少，从而改种其他经济作物。泰国糖厂协会 (TSMC) 预计 2018/19 榨季甘蔗产量将为 1.2-1.25 亿吨，低于上榨季的 1.35 亿吨。以此数据测算新榨季泰国产量约为 1305-1360 万吨，减产 7%-11%。



巴西——产量持平或微增

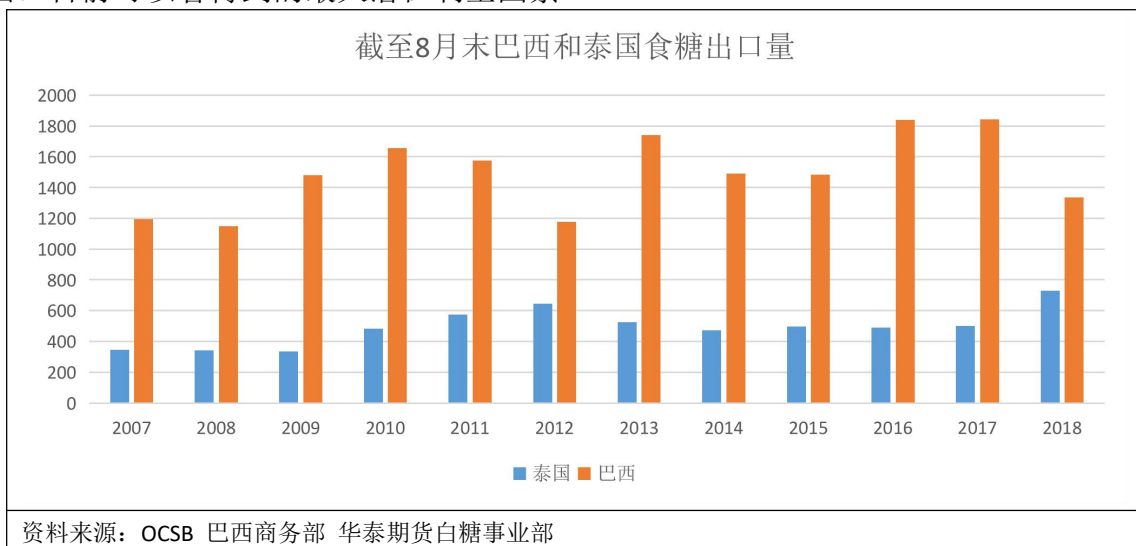
因国际糖价持续走低，巴西压榨厂转而生产乙醇。据 Unica 公布数据显示，截至 10 月 1 日，巴西中南部地区 2018/19 榨季累计产糖 2227.3 万吨，同比下降 24.08%；累计制糖比仅为 36.37%，为历史最低水平。制糖比下调是导致巴西食糖大幅减产最主要的因素。福四通国际（INTL FCStone）预计巴西中南部地区 2018/19 榨季糖产量 2690 万吨，下降至 2009/10 榨季以来低点。截至 10 月 1 日巴西中南部地区 2018/19 榨季累计产乙醇逾 243.86 亿升，同比增长 25.05%。压榨厂更多地生产乙醇，已经使得乙醇库存高企，巴西圣保罗地区油醇比价已经跌破 60%，乙醇价格与原糖价格开始背离。而且随着糖醇比价回升，明年压榨厂可能考虑将更多甘蔗用于生产原糖。展望后市，由于乙醇供应过剩价格开始下跌，使得糖醇比价回升，制糖比例继续下调的空间已经不大，并且可能出现上调。因此预估巴西明年糖产量持平或微增。





国际贸易流——印度出口是最大的潜在利空

今年以来，全球第一、第二大食糖出口国巴西和泰国其食糖出口量变化与产量变化较为接近，截至目前，巴西糖产量同比下降 24.08%，出口量下降 27.53%；泰国糖产量增加 46%，出口量增加 45.82%。这意味着食糖主要出口国其产量变化已经反应到国际贸易流中，原糖价格也体现了出口国糖产量的变化。但是 2017/18 榨季印度增产了 1200 万吨，而本榨季截至 9 月底印度食糖出口量仅达到 45 万吨，远不及印度政府早前制定的 200 万吨出口配额量（截至 9 月 30 日）的 20%。印度政府已出台政策为糖厂出口提供额外的补贴以推动出口。ISMA 预计印度 2018/19 榨季将有约 700 万吨糖需要出口。对于后市而言，印度出口目前可以看得到的最大潜在利空因素。



2、国内糖市展望——供应过剩既有格局不变

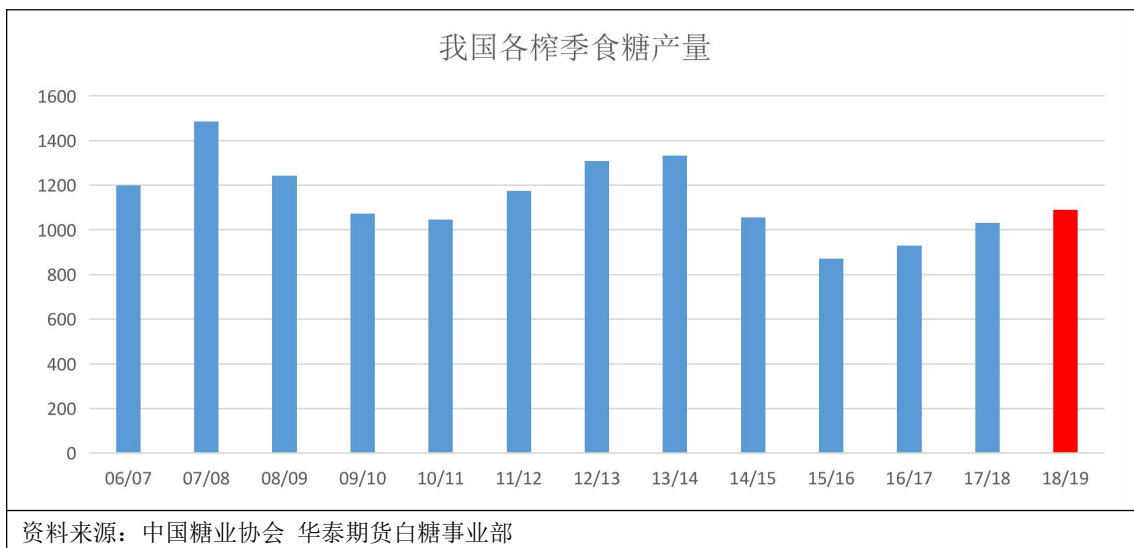
展望新榨季，国内产量大概率增产，进口量持平或小幅减少，结转库存小幅减少。在假设非贸易进口数量不变以及国家储备不投放的前提下，2018/19 榨季供应量微增。另一方面，近年来我国食糖年消费量已经达到了 1500 万吨左右，国内食糖消费市场拓展空间已相对有限，预计新榨季消费量维持不变。总体而言新榨季我国食糖供应过剩的既有格局不变，且压力较 2017/18 榨季略增。因此预估国内糖价仍有下行的空间。新榨季期初由于产量偏少使得抛售压力不大，现货价格可能出现高开。但随着产量增加，并在糖厂资金压力紧张的驱动下，价格将呈现逐步下跌。预测新榨季郑糖主力合约价格运行区间为 4300-5500 元/吨。

	期初库存	产量	进口量	总供给
18/19	44.75	1090	250	1384.75
17/18	57.87	1031	270	1358.87
16/17	59.83	928.82	228.71	1217.36
15/16	93.03	870.19	374.42	1337.64
14/15	191.41	1056	480.5	1727.91
13/14	54	1331.8	402.41	1788.21
12/13	84.135	1306.84	366.11	1757.085

资料来源：华泰期货白糖事业部

国内产量——大概率增加

回顾 2017/18 榨季，由于种植面积回升以及良好的气象条件，使国内实现 11% 的增产，产量达到 1031 万吨。展望 2018/19 榨季，今年年内多数时段的气象条件对主产区甘蔗作物生长有利，而且没有足以影响甘蔗生长的大型的自然灾害发生。此外，糖料收购价格位于历史高位，农民种植糖料的意愿较强。预估广西、云南及广东甘蔗种植面积微增，而内蒙地区甜菜种植面积则有较大的增幅。良好的天气条件以及种植面积增长将共同促使新榨季国内糖产量上升，预估 2018/19 榨季国内糖产量小幅增加 5.7%，达到 1090 万吨。

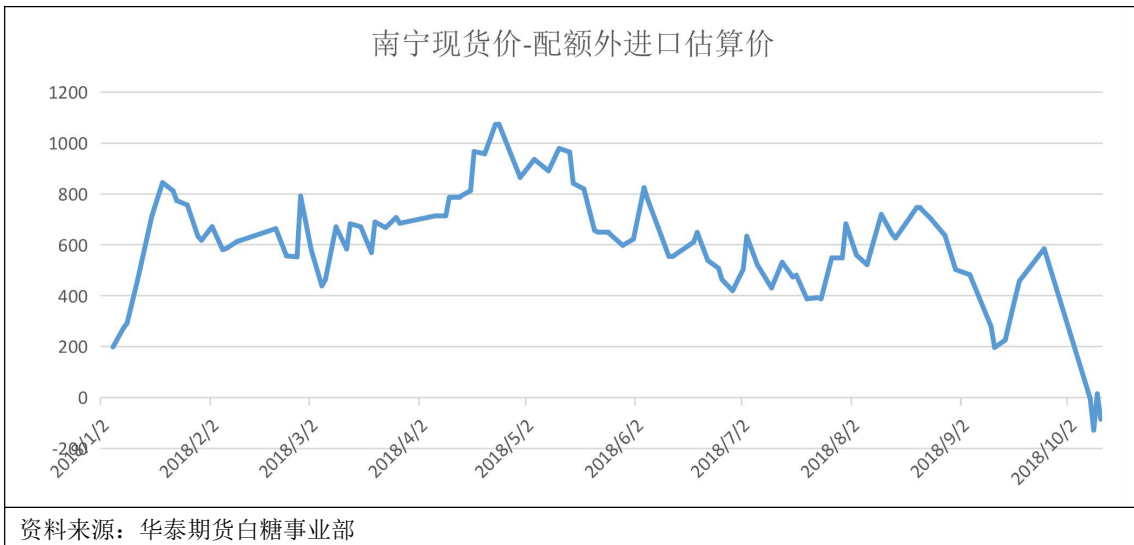


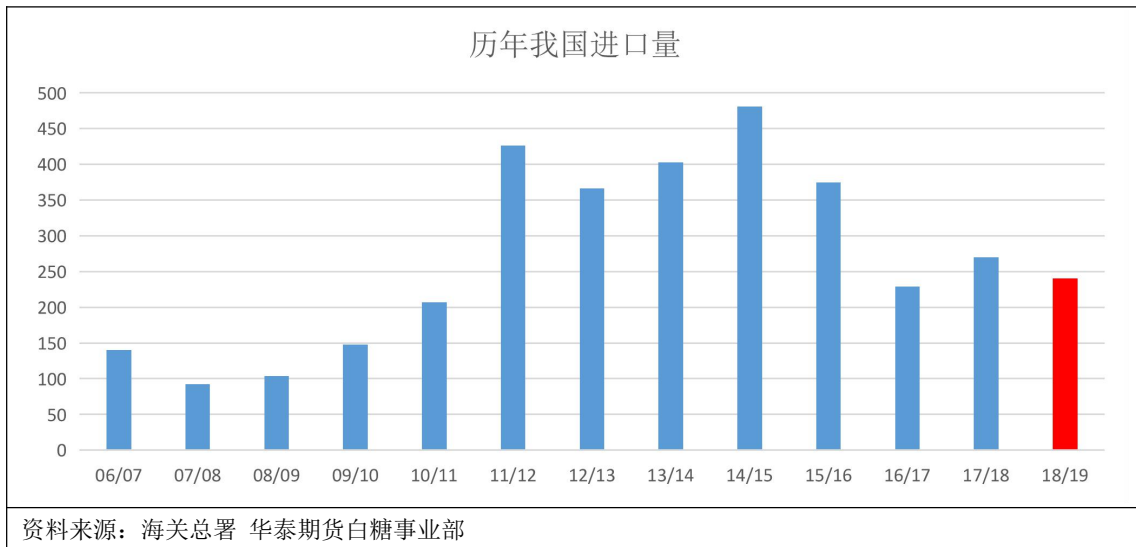
进口量——持平或小幅萎缩

我国对食糖进口实行关税配额管理，进口关税为 15%，2004 年配额增长到 194.5 万吨，此后这一数额延续到现今。2014 年我国将进口关税配额外食糖纳入自动进口许可管理，2018 年配额外进口指标为 150 万吨，预计 2019 年指标数量维持不变。此外，虽然 2017 年我国对进口食糖采取保障措施，将配额外关税从 50% 提升至 95%。并且在 2018 年取消不适用食糖保障措施国家（地区）名单，对所有配额外食糖进口统一适用保障措施，关税为 90%。但是由于国际糖价低迷，我国进口窗口依然长期打开。而且到明年 5 月 22 日以后，配额外进口关税将下调至 85%。只要原糖价格不高于 13 美分/磅，85% 关税进口价格将在 5300 元/吨以下。目前广西南宁现货价格为 5300-5400 元/吨，进口仍然有利润。在预期进口配额数量维持不变以及进口仍然有利润的基础上，新榨季我国进口量不会出现大幅度变化。假若新榨季印度预期的巨量出口未能实现，国际贸易流压力减轻，我国进口成本将提高，导致进口量小幅萎缩。反之印度若兑现巨量出口，国际糖价将会再度走弱，我国进口成本下降，在配额指标的限制下进口量维持不变。预估 2018/19 榨季我国进口量持平或小幅萎缩，约 240-270 万吨。

	0%关税	15%关税	85%关税	90%关税
15美分	3354	3827	6035	6193
13美分	2965	3380	5316	5454
11美分	2577	2933	4597	4716
9美分	2188	2486	3878	3977

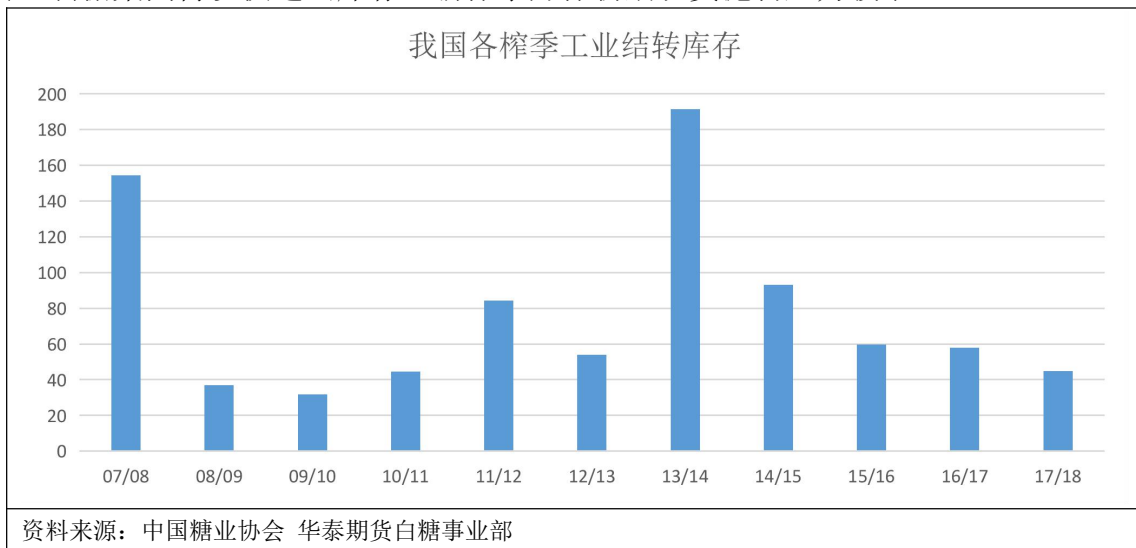
资料来源：华泰期货白糖事业部





结转库存——小幅减少

据中国糖业协会数据统计，2017/18 榨季截至 9 月底全国工业库存为 44.75 万吨，较去年同期下降 13.12 万吨。进入三季度末期，由于中下游企业集团补库，叠加非贸易进口暂时得到抑制，现货销售状况有所好转，制糖集团得以快速去库存。新榨季开榨初期现货抛售压力较小。



三、观点总结及操作策略

2018/19 新榨季国际糖市不存在供需缺口，印度巨量库存仍未找到消化的渠道。叠加国内产量大概率继续增加，最大的潜在利空——甘蔗直补悬而未决。在较多利空因素尚未得到解决之前，笔者认为当前糖价还有下跌的空间，操作策略上维持逢高建立空头头寸。对于生产企业而言，可趁着近期糖价反弹选择高位积极建立卖出套保头寸，待现货销售完成后了结套保头寸。对于长线投资者而言，目前可以择机建立空头头寸并长期持有，长期目标 4300 元/吨。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司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。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2018版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽风中心20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com