

政策未了，乍暖还寒

2019年 白糖策略报告

White Sugar Strategy Report 2019



2019年1月4日

白糖

政策未了 乍暖还寒

- **市场回顾：**2018年国内外市场呈现先共振后背离的走势，国际市场前三季度的单边下跌源自不断上调的主产国产量，随后巴西榨季末期蔗源不足，基金大幅平仓推升国际糖价出现报复性反弹。国内市场则全年呈现疲软态势，走私在一季度死灰复燃、第一批低价许可证糖，印度进口传闻等种种利空重压市场，榨季末在低库存以及国际糖价强势反弹的带动下出现翘尾行情，不过随着第二批许可证密集到港，价格见顶走弱，11月末国储传闻再起，贸易商信心受到打击，价格继续承压走低。
- **市场展望：**若原油或汇率未出现单边的强干扰，国际糖价的主基调就是震荡，只不过由于存在一些变量因素，震荡呈现偏强或偏弱而已。我们预期印度将仅能实现200-300万吨的出口，且政府将被迫放开最低限价。印度政府的财政状况及卢比的波动是印度的最大变量。国内市场难以脱离政策的强干扰，进口政策、国储政策、价格补贴政策、走私管控是困扰投资者的四大不确定变量，由于信息严重不对称，且政策并不是由产业利润引导，基本将投机资金拒之门外，陷入存量资金博弈的困局。18/19榨季的国内糖市难以寻觅主动性的买盘出现，虽然我们跟随国际市场形成较为宽幅的底部震荡，但整体重心将有所下移，糖厂只能通过倾销解决资金的窘境，宽幅的正基差格局将延续。此外，政府保蔗农弃糖厂的行为直接导致大面积南方糖厂进入“政策性亏损”，甜菜产区也难以幸免，而这种政策环境恰逢糖市刚刚走过一轮“长熊短牛”。
- **策略：**盘面利润大幅倒挂，首选买内抛外，其次5/9正套。两个头寸的最大风险在于国储糖是否意外出库。单边方面，弱势震荡市里的高抛低吸，首选二季度末的做空，次选2-3月做多近月。
- **风险提示：**美元单边上行。

年度策略报告

方向评级

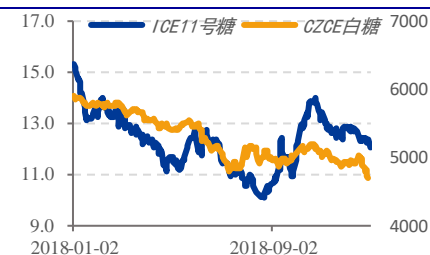
白糖-震荡

策略推荐

目标涨跌幅

白糖 1905	-5%~+5%
5/9 正套	-10%~+10%

品种表现



资料来源：Wind

王佳博

高级分析师

期货从业资格号：F3030417

投资咨询从业证书号：Z0012618

wangjb@essence.com.cn

021-60560859

相关报告

- 20180829 专题报告：汇率支撑消退 9月下旬或现拐点
- 20180925 专题报告：十问“直补”
- 20180926 专题报告：9月下旬如期变盘 中期反弹进行时
- 20181012 专题报告：预期波动盘 先扬后抑

内容目录

1. 行情回顾	4
2. 国际市场	4
2.1. 常量	5
2.1.1. 泰国	5
2.1.2. 巴基斯坦	6
2.1.3. 澳大利亚	7
2.1.4. 欧盟	7
2.2. 变量	7
2.2.1. 印度	8
2.2.2. 巴西	10
2.2.3. 汇率	13
2.2.4. 天气	14
3. 国内市场	14
3.1. 常量	14
3.1.1. 产量	14
3.1.2. 合法进口	16
3.2. 变量	16
3.2.1. 进口政策	16
3.2.2. 国储政策	17
3.2.3. 目标价格补贴	17
3.2.4. 走私	18
4. 交易策略	18

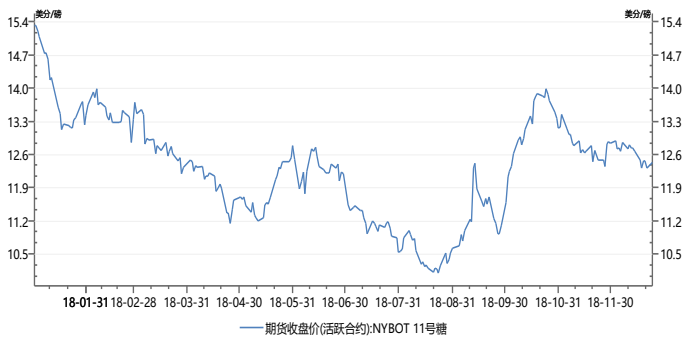
图表目录

图 1: 国际糖价走势	4
图 2: 国内期现货走势	4
图 3: 2018 年 6 月走势预判	5
图 4: 不同情形下的国际糖价走势	5
图 5: 泰国收购价	5
图 6: 泰国种植面积	5
图 7: 2017、2018 年降雨量距正常值大小	6
图 8: 泰国月度产量	6
图 9: 泰国月度出口	6
图 10: 泰国出口预测	6
图 11: 巴基斯坦产量	6
图 12: 巴基斯坦出口量	6
图 13: 澳大利亚产量	7
图 14: 澳大利亚出口量	7
图 15: 欧盟产量	7
图 16: 欧盟出口量	7
图 17: 印度种植面积	8
图 18: ISMA 产量预估	8
图 19: 印度 2017 年季风降雨量	8

图 20: 2017 年后季风降雨量	8
图 21: 印度 2018 年季风降雨量	8
图 22: 印度 2018 年后季风降雨量	8
图 23: 印度双周产量	9
图 24: 印度总产量与消费	9
图 25: 印度财政赤字	9
图 26: 印度甘蔗欠款 (亿卢比)	9
图 27: 印度月度总出口	10
图 28: 印度国内糖厂出口	10
图 29: 巴西双周入榨甘蔗量	11
图 30: 巴西双周累计制糖比例	11
图 31: 中南部甘蔗单产	11
图 32: 累计 ATR	11
图 33: 巴西双周糖产量	12
图 34: 巴西糖库存	12
图 35: 圣保罗糖和乙醇价格走势	12
图 36: 巴西糖醇比价	12
图 37: 巴西年度制糖比例	12
图 38: 巴西总乙醇库存	12
图 39: 巴西汽柴油价格	13
图 40: 巴西加油站醇油比价	13
图 41: ONI 指数	14
图 42: SOI 指数	14
图 43: 全国糖产量	14
图 44: 蔗糖同比增减规模	14
图 45: 甜菜糖产量	15
图 46: 甜菜糖库存	15
图 47: 南宁糖业负债	15
图 48: 南宁糖业净利润	15
图 49: 许可证发放规模	16
图 50: 巴西糖出口至中国	16
图 51: 国储库存	17
图 52: 国储糖结构	17
图 53: 泰国出口到缅甸	18
图 54: 泰国出口到台缅越老柬	18
图 55: 配额外进口利润	18
图 56: 配额外盘面利润	18
表 1: 国际主流机构预估	4
表 2: 不同汇率下印度糖折原糖	13
表 3: 目标价格补贴公布流程	17

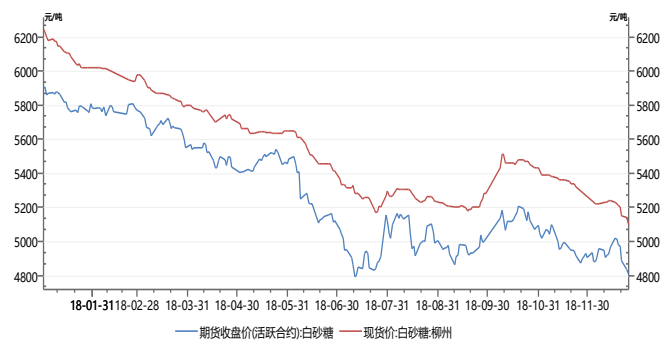
1. 行情回顾

图 1：国际糖价走势



资料来源：wind, 国投安信期货

图 2：国内期现货走势



资料来源：wind, 国投安信期货

2018 年国际市场呈现先抑后扬走势，前三季度的单边下跌源自不断上调的主产国产量，首先是印、泰两国的超预期增产——定产较年初预估上调 1000 万吨，随后乙醇刺激下的“抢榨”导致巴西榨季初期的糖产量高于预期。进入四季度，亚洲压力放缓，特别是印度出口不及预期，叠加巴西“抢榨”导致的后续蔗源不足，基金大幅平仓推升国际糖价出现报复性反弹。

2018 年国内期现市场呈现弱势下跌行情，国内增产与外盘下挫形成共振，走私在一季度死灰复燃、第一批低价许可证糖，印度进口传闻等种种利空重压市场，直至 7 月初云南产区止跌才带动期货市场企稳，7 月末广西产区止跌明确中期底部，随后市场在低库存以及国际糖价强势反弹的带动下，出现榨季末的翘尾行情，不过随着第二批许可证密集到港，价格见顶走弱，11 月末国储传闻再起，贸易商信心受到打击，价格继续承压走低。

2018 年的一些经验在 2019 年依然适用：

- 1、走私管控具有强大的政策依赖。2017 年四季度、2018 年三季度的表现告诉我们，走私管的住。
- 2、资金困局（长熊短牛后遗症+金融去杠杆）：17/18 榨季出现的部分集团倾销行为还会存在，特别在广西严控蔗款兑付期限的强压下。
- 3、甜菜仓单抑制期货市场买盘，买南方糖卖盘面收益颇丰。
- 4、市场形成抛储“红线”的预期，17/18 榨季 6500 元，18/19 榨季或是 5300-5400 元。
- 5、印度产量、政策与中国政策是国内外市场的三大变量。

2. 国际市场

由于国内市场的边际成本由国际糖价决定，且我们认定走私是无法彻底消失的，国内市场的大周期趋势仍是由国际市场主导。国内市场交易的安全边际大多数来自与国际市场的偏差，现货价格由于存在进口的时滞，会带来跨期的交易机会。

表 1：国际主流机构预估

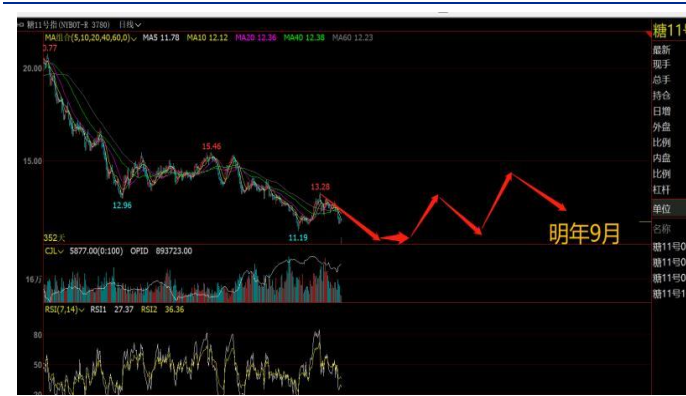
机构名称	最新预估	日期	上次预估	日期
Kingsman	388	2018/11/28		
Green Pool	360	2018/11/28	322	
ISO	217	2018/11/15	675	2018/8/22
INTL FCStone	100	2018/11/7	440	2018/9/28
荷兰银行	50	2018/12/19	450	
Marex Spectron	-105	2018/11/6	321	
Datagro	-158	2018/10/30	-71	2018/10/22
Louis Dreyfus	-600	2018/12/10	700	

资料来源：国投安信期货

图 3 是我们在 2018 年 6 月昆明策略会展示的对未来 15 个月的走势猜想，目前看我们并

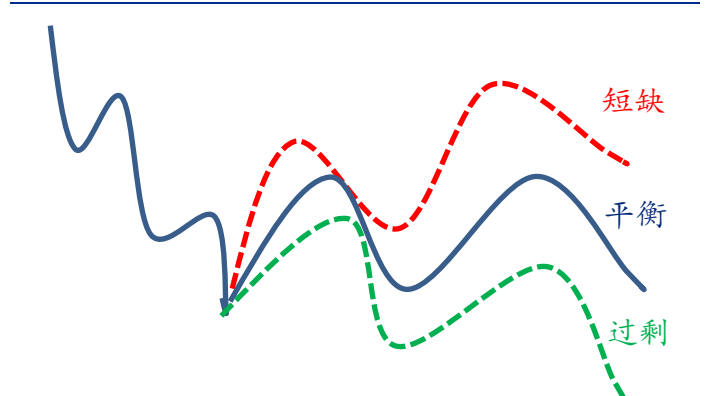
不想对它进行修正。结合主流机构对 18/19 榨季的预估，我们认为国际糖价的运行模式无外乎以下 3 种。若原油或汇率等宏观因素未出现单边的强干扰，国际糖价的主基调就是震荡，只不过由于存在一些变量因素，震荡呈现偏强或偏弱而已。我们认为主流机构已经将汇率及原油的预判置入预估之中。

图 3：2018 年 6 月走势预判



资料来源：国投安信期货

图 4：不同情形下的国际糖价走势



资料来源：国投安信期货

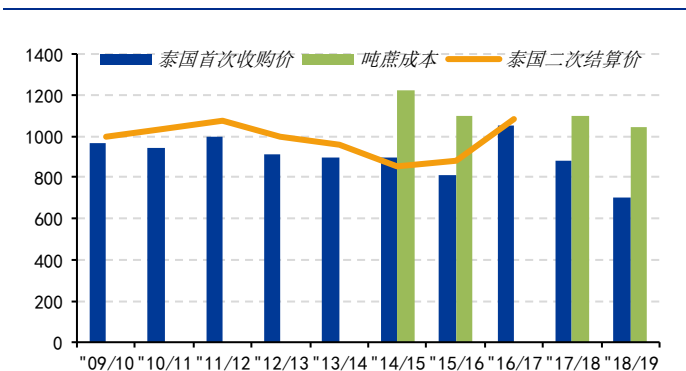
2.1. 常量

所谓常量，并非指一成不变，只是在目前情况下，调整这些因素的概率及幅度有限，这些因素的变动不足以改变我们对整体趋势的判断，它们也无法引起市场剧烈的波动---但有些常量会影响季节性。不排除一些非供需因素让我们将这些“常量”调整至“变量”，比如天气。

我们预计，泰国出口的增加基本与巴基斯坦、欧盟出口的减少抵消，对全球贸易流没有同比的影响。

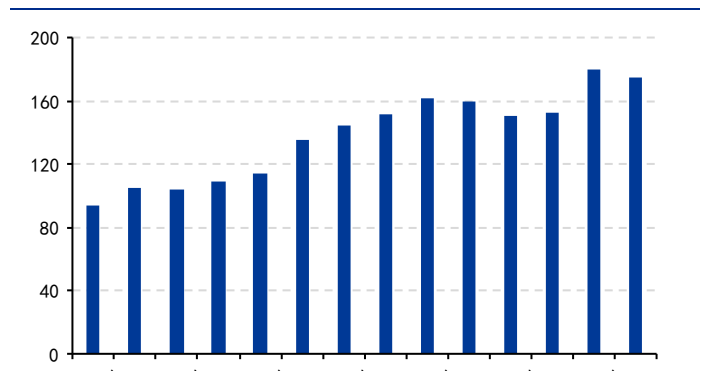
2.1.1. 泰国

图 5：泰国收购价



资料来源：OCSB, 国投安信期货

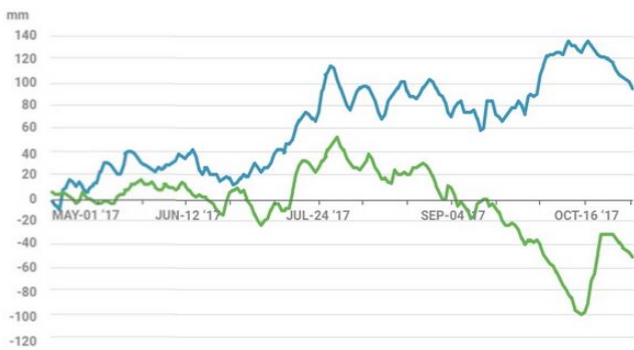
图 6：泰国种植面积



资料来源：OCSB, 国投安信期货

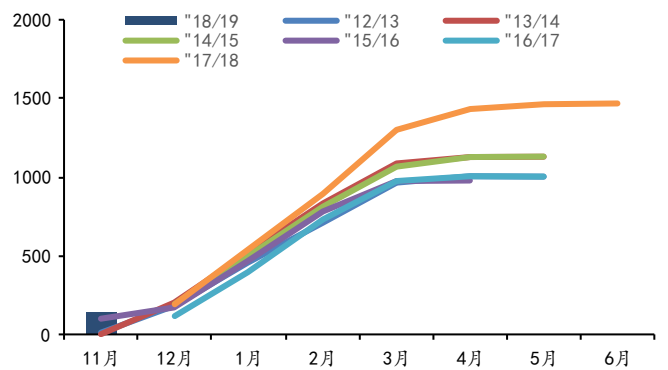
泰国是国际市场中最大的常量，没有之一。所谓大，因为它全球第二的出口地位。它虽然不会引发趋势改变，但它决定了季节性。考虑到 2018 年种植面积的减少以及降雨的不足，泰国入榨甘蔗量减少是大概率事件，市场普遍认为 18/19 榨季泰国产量将下调 100 万吨至 1350 万吨。

图 7：2017、2018 年降雨量距正常值大小



资料来源：国投安信期货

图 8：泰国月度产量



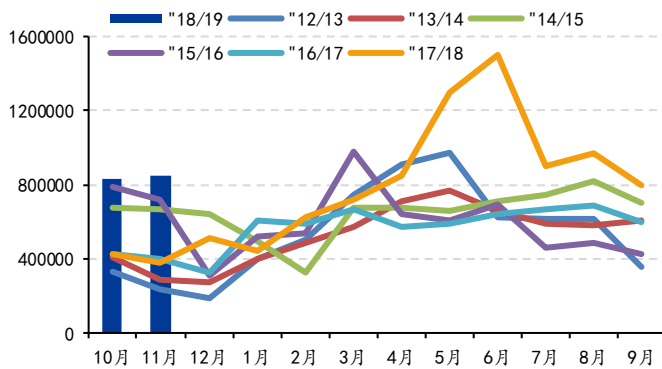
资料来源：sugarzone, 国投安信期货

根据产糖节奏，我们在 1 月前后才能对泰国产量做出判断：若出现产量调整，从目前状况看，调降的概率大于调增的概率。

17/18 榨季泰国超预期的增产并未有效向国际市场转移，反而形成沉重的国内堆积，其严重程度超过 13/14 榨季。正如 14/15 榨季，我们认为泰国糖厂会选择在本榨季加大出口力度，减缓国内的库存压力。我们调增 18/19 榨季泰国出口预估至 1100-1150 万吨。数据显示，10-11 月累计出口 167.98 万吨，同比增长 109%，是近 7 个榨季最高水平。

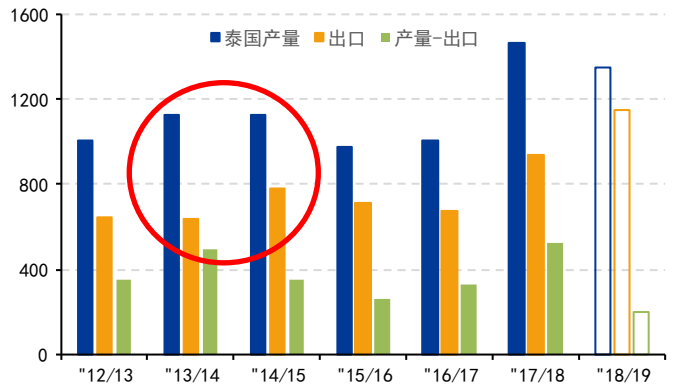
考虑到部分泰国糖厂在 12 美分仍有利润，我们认为泰国的出口意愿会在一季度放量，为了完成增加出口的目的，以及避开巴西与印度的竞争，泰国大概率将出口前移。

图 9：泰国月度出口



资料来源：TSMC, 国投安信期货

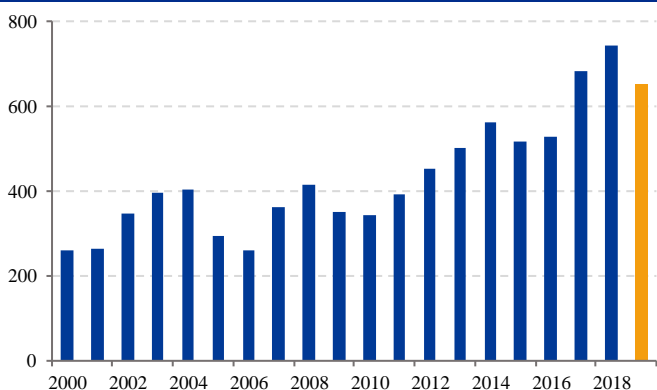
图 10：泰国出口预测



资料来源：OCSB, TSMC, 国投安信期货

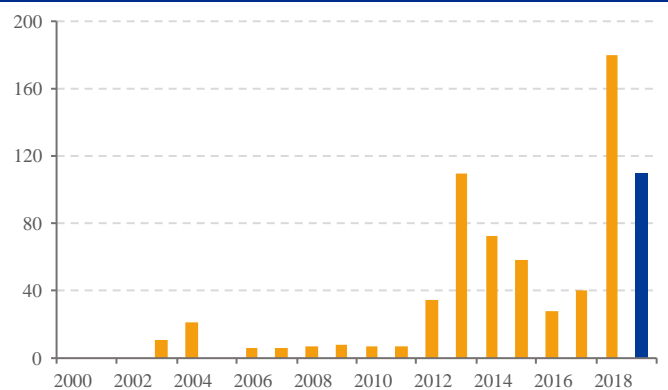
2.1.2. 巴基斯坦

图 11：巴基斯坦产量



资料来源：USDA, 国投安信期货

图 12：巴基斯坦出口量



资料来源：USDA, 国投安信期货

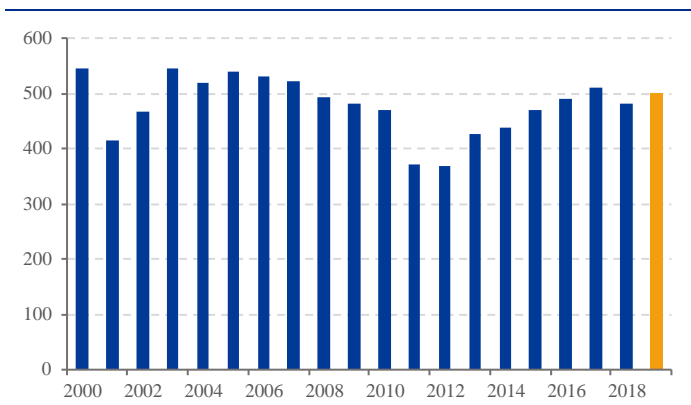
17/18 榨季巴基斯坦的大幅增产是加剧亚洲市场过剩的重要原因之一。

USDA 预计巴基斯坦 18/19 榨季精炼糖产量为 650 万吨，较 17/18 榨季的 740 万吨减少 12%，这主要是因为农民转而种植棉花、玉米等其他作物引起甘蔗种植面积减少了将近 10%。

17/18 年度，巴基斯坦糖出口量为创纪录的 180 万吨，因该国政府给予每吨 97 美元的出口补贴，旨在降低糖库存。由于减产，新榨季巴基斯坦的出口政策是无补贴的 110 万吨出口配额。有国际贸易商分享，巴基斯坦 17/18 榨季走私至中国的白糖约为 20 万吨。

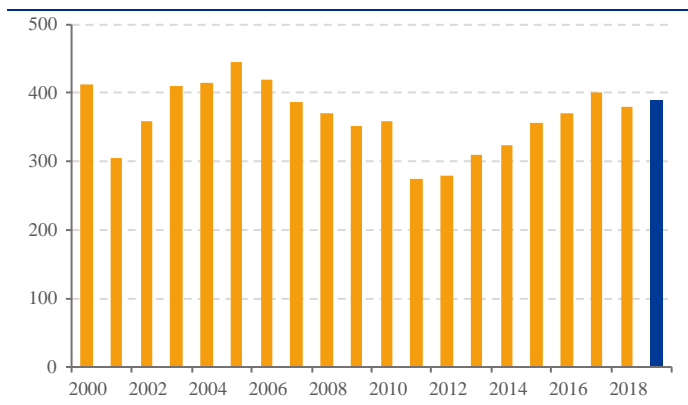
2.1.3. 澳大利亚

图 13：澳大利亚产量



资料来源：USDA，国投安信期货

图 14：澳大利亚出口量

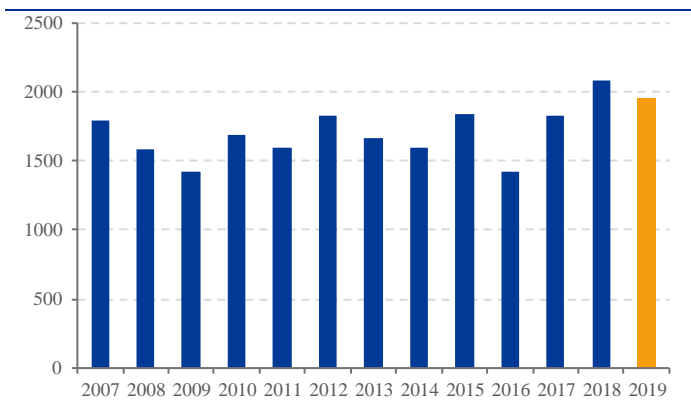


资料来源：USDA，国投安信期货

澳大利亚农业水资源部 (ABARES) 12 月报告预估 18/19 榨季澳大利亚产糖 470 万吨，同比增加 20 万吨，出口预估为 360 万吨，同比持平。USDA 预计 18/19 榨季澳大利亚出口为 390 万吨，同比增加 10 万吨。

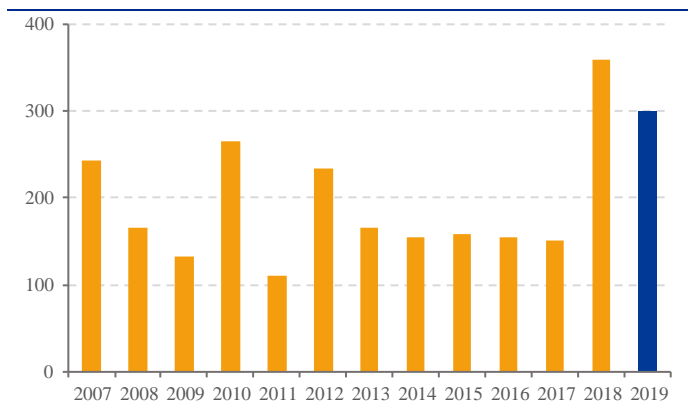
2.1.4. 欧盟

图 15：欧盟产量



资料来源：USDA，国投安信期货

图 16：欧盟出口量



资料来源：USDA，国投安信期货

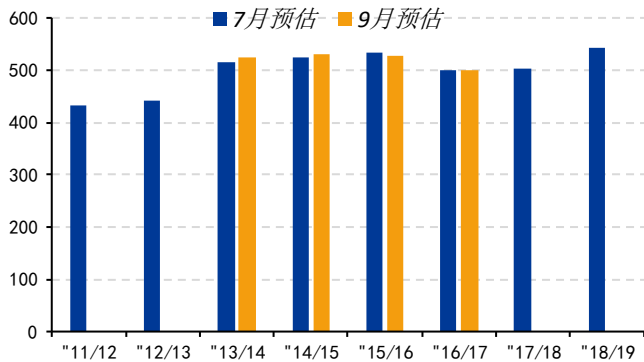
由于高温干旱，欧盟委员会持续下调欧盟糖预估，其 12 月的报告预计 18/19 榨季糖产量为 1920 万吨，之前预估为 1950 万吨，17/18 榨季为 2114 万吨。USDA 预计 18/19 榨季欧盟产量 1952 万吨，同比下降 137 万吨。考虑到产量下调，我们将欧盟从上榨季的净出口 300 万吨下调至 230 万吨。

2.2. 变量

在我们跟踪的主流机构预测中，所有对于全球过剩的判断都来自对印度、巴西产量的低估---对应两国出口的高估，对于全球短缺的判断都来自对印度、巴西产量的低估---对应两国出口的低估。预测印度面临产量、出口政策的双不确定性，而巴西的变数在于生产高峰期间原油价格的不确定性。

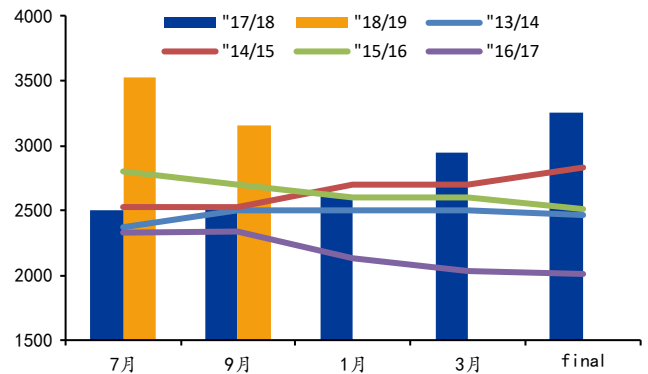
2.2.1. 印度

图 17: 印度种植面积



资料来源: ISMA, 国投安信期货

图 18: ISMA 产量预估



资料来源: ISMA, 国投安信期货

18/19 榨季印度种植面积同比增加 7.8% 至 543.5 万公顷, 由于季风降雨正常, 市场 7 月前始终按照 3500 万吨的估产交易。ISMA 的 10 月末预估将印度产量调降至 3150 万吨, 低于 7 月预估的 3500-3550 万吨, 马邦的降雨不足, 导致第一产区的亩产从之前的 108 吨/公顷下降至 90 吨/公顷, 部分产区的虫害也是下调产量预估的原因之一。随着开榨前降雨不足日趋严重以及蔗农养护的种种问题出现, 一些主流机构将印度的产量调降至 2800 万吨。

显然, 产量越高, 出口意愿越强。市场预期印度 18/19 榨季出口为 200-700 万吨, 巨大的预期调整决定了国际糖价波动的基础, 也决定了国际糖价呈现震荡偏强还是偏弱。

图 19: 印度 2017 年季风降雨量



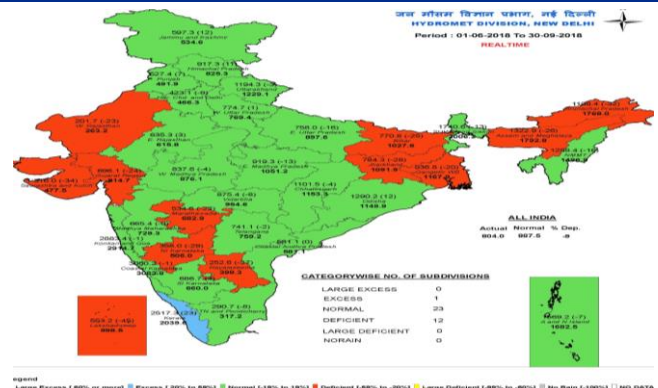
资料来源: 国投安信期货

图 20: 2017 年后季风降雨量



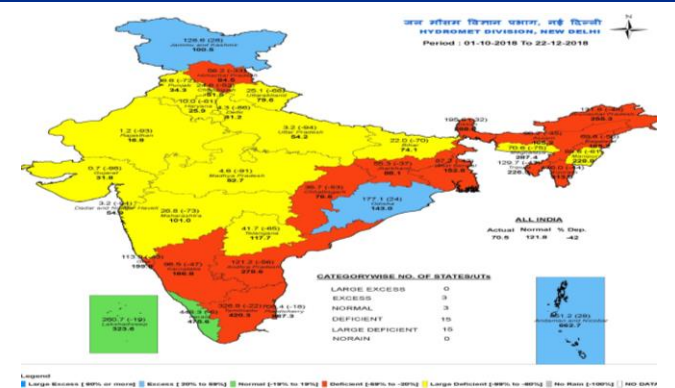
资料来源: Wind, 国投安信期货

图 21: 印度 2018 年季风降雨量



资料来源: 印度气象局, 国投安信期货

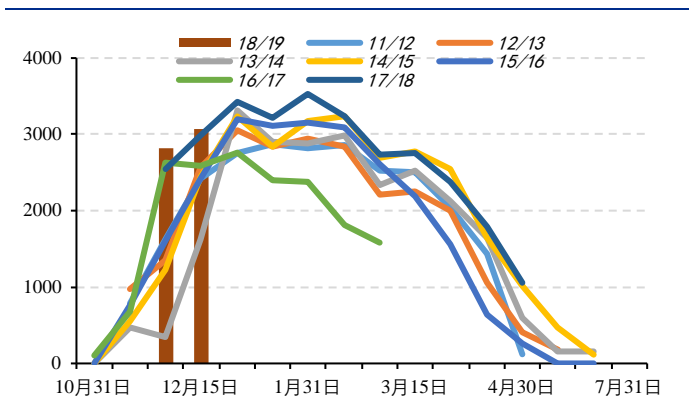
图 22: 印度 2018 年后季风降雨量



资料来源: 印度气象局, 国投安信期货

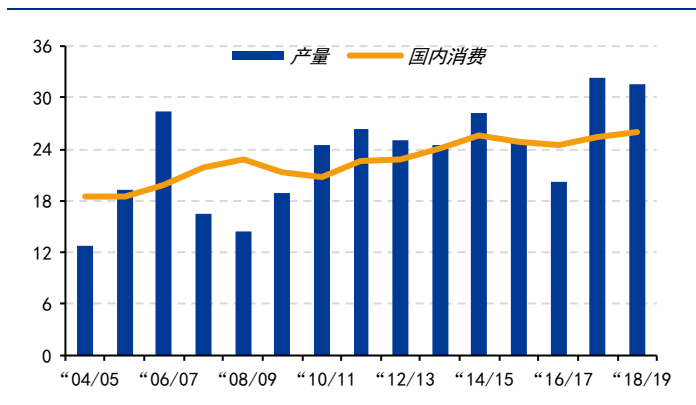
市场等待其 1 月的产量预估找到答案，虽然调降至 3000-3200 万吨是一个减产的状态，但无法解决榨季内印度过剩的局面，印度仍有 400-500 万吨的过剩需要解决，重要的是它还有巨大的 1000 万吨结转堆积待售。

图 23: 印度双周产量



资料来源: ISMA, 国投安信期货

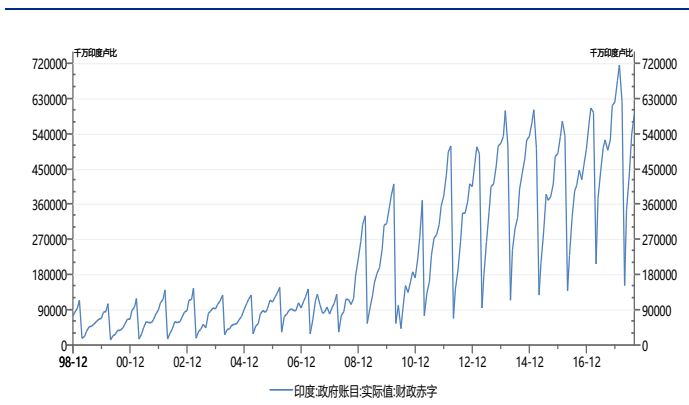
图 24: 印度总产量与消费



资料来源: ISMA, 国投安信期货

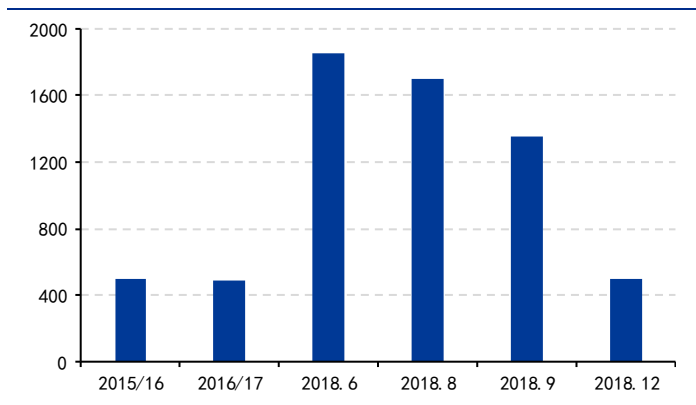
印度政府解决巨量过剩有两个方案（虽然印度政府提出了乙醇发展计划，但很明显是杯水车薪）：一是过剩主要由国内市场消化，这需要印度政府放开 29000 卢比的最低限价（糖厂还在争取更高的限价），低价有助于刺激消费，解决库存难题，价格下跌后打开出口利润，再将部分过剩向国际市场释放，这将换来阶段性阵痛，且对国际市场的冲击较小，糖厂亏损加大会刺激下一年 FRP 下调，引导行业进入新的周期；二是通过政府补贴，用财政填补国内的溢价，再将全部过剩甩给国际市场，制定最低销售价保证糖厂向蔗农及时兑付，进而确保莫迪在选举获得足够的选票。这种方式对国际市场冲击很大，但能否实现取决于印度政府的财政状况，还要面临其它主产国通过 WTO 施加的压力。即使实现，受其拖累的低价糖会再次涌回印度国内，过剩将再次出现，成为新的循环。

图 25: 印度财政赤字



资料来源: Wind, 国投安信期货

图 26: 印度甘蔗欠款 (亿卢比)



资料来源: 国投安信期货

我们认为印度难以通过补贴实现其“甩掉全部过剩”的美梦，且印度最终会被迫放开最低限价，除非卢比出现暴跌。我们预计印度 18/19 榨季的出口约为 200-300 万吨，同比增长 160-260 万吨。

尽管印度通过软贷款的形式缓解了榨季初的糖厂困局，但据印度媒体报道，新的欠款还在产生，蔗农聚集在糖厂示威闹事的事件频发——印度执政党承诺的 14 天内结清蔗款的压力让“压榨即亏损”的印度糖厂十分为难。特别在月度销售配额的限制下，糖厂期待倾销兑付蔗款难以实现——但若放开销售配额，最低销售价将受到冲击。

截至 12 月底，在马邦已开榨的 188 家糖厂中，有 120 家糖厂并未向蔗农支付一分钱。

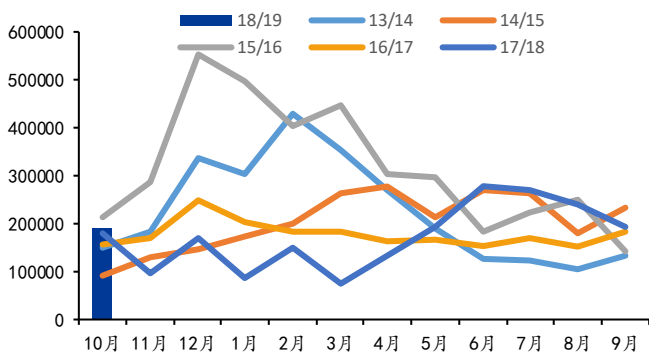
我们对印度蔗农的交蔗意愿、糖份损耗以及蔗源流向有所担心，偏向于将印度产量调降至3000万吨。

期待印度政府再次拨款补贴糖厂，难!!! 截至10月，印度18/19财政年度（4月-3月）累计赤字6.48万亿卢比，同比增长23%，创历史同期最高水平，按此进度，印度政府无法实现3.3%的赤字目标。根据印度官员的公开表态，政府将严守赤字目标的底线，那就意味着在财政年度结束前，印度政府将节衣缩食，之前承诺的种种或成泡影。这点我们从17/18榨季的55卢比（对应154亿卢比）发放的时间就能看出（或许仍未发放）——完成出口40万吨，对应30亿卢比的补贴。如果30亿的支付存在障碍，那么550亿的支付又谈何容易？此外由于出口补贴如空头支票，印度银行也在糖厂的抵押信贷方面设置关卡。

另一种可能，印度政府的补贴是在“全部完成”500万吨出口任务之后发放，且低于这一目标分文不付，那就是说印度糖厂相当于提前垫付约550亿的补贴款，显然印度糖厂没有这一能力。无能力垫付，蔗款就会再次累计，产量将增加变数，新季的种植也将受影响。

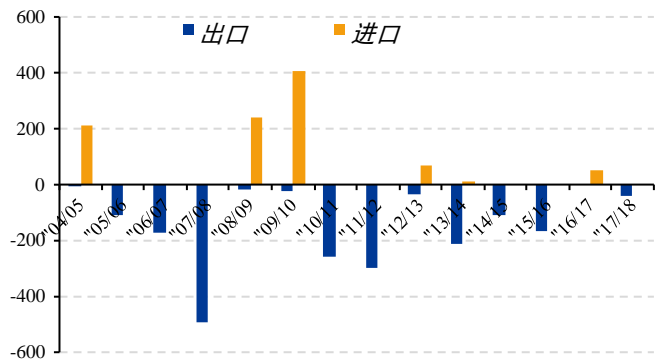
根据印度媒体的报道，截至12月20日，印度糖厂18/19榨季仅签订了60万吨的出口合同，且刚刚完成24.6万吨的出口，这与印度政府制定的500万吨最低指示性出口配额MIEQ（相当于每季度125万吨）的目标相距甚远。

图 27：印度月度总出口



资料来源：印度商务部，国投安信期货

图 28：印度国内糖厂出口



资料来源：ISMA，国投安信期货

印度变量有两个重要的时间窗口，一是2019年5月的印度大选，在此之前，大幅调整补贴政策的概率不大，不过由于4月是印度新财政年度的开始，如何向印度议会“交代”并获得更高的财政预算将是考验莫迪的关键；二是2019年6月，它是印度政府承诺300万吨储备糖出库的日子。由于印度2018年5月的收储，国际市场获得1.5美分的喘息机会，但这些库存将在2019年6月面临出库，必将加大印度糖厂的出口意愿。

很明显，国际市场最愿意看到的是，印度减产至2800万吨，并且300万吨的国储库存继续向后转移，且收购价不再调高，放开限价，通过低价消化库存，“同时发生”将是一片欣欣向荣的景象，我们甚至可以将国际糖价调高至15美分以上。

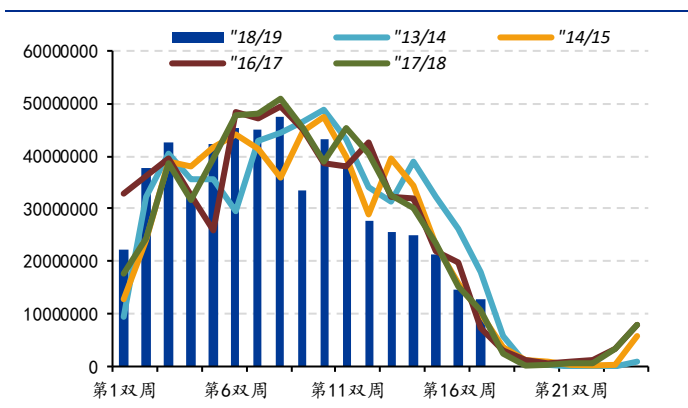
由于印度市场的巨大变数，我们不得不多想一些，如果本榨季减产至2500-2600万吨，国际糖价会恢复牛市吗，我们认为不能（但可以告别熊市并将反弹高度调至17-18美分以上），这只是为17/18榨季收储的300万吨找到了出口（印度政府曾表示可根据市场随时放储）。价格反弹更为新榨季巴西制糖比例提高找到了理由。

2.2.2. 巴西

除了天气，巴西市场的最大变数在于制糖比例，制糖比例的最大变数在于生产高峰期间原油价格、糖醇比价以及醇油比价。

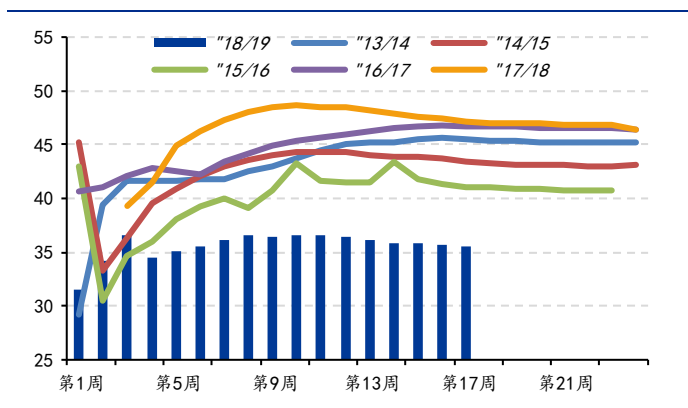
截至12月上半月，18/19榨季中南部累计制糖比例为35.56%，创下15个榨季的新低，这与原油价格在11月前的强势以及今年年初通过的R法案有密不可分的关系。制糖比例脱离之前市场的预估区间40%-50%，让300万吨的贸易流消失。

图 29: 巴西双周入榨甘蔗量



资料来源: Unica, 国投安信期货

图 30: 巴西双周累计制糖比例

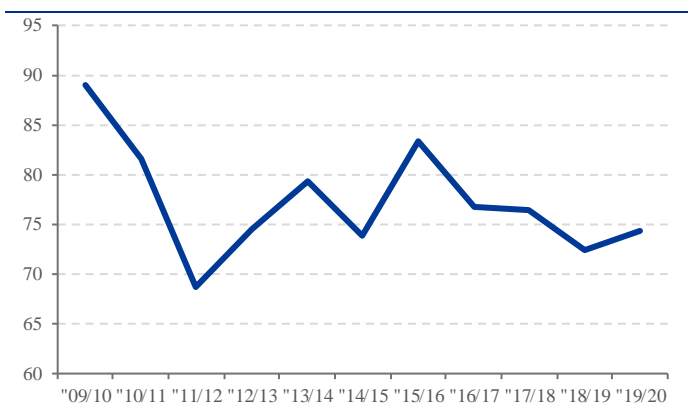


资料来源: Unica, 国投安信期货

截至 12 月上半月，中南部累计入榨甘蔗 5.57 亿吨，同比减少 4%，按照目前的生产进度停榨糖厂数量，18/19 榨季将完成 5.65-5.7 亿吨的入榨规模，符合榨季初的市场预估。

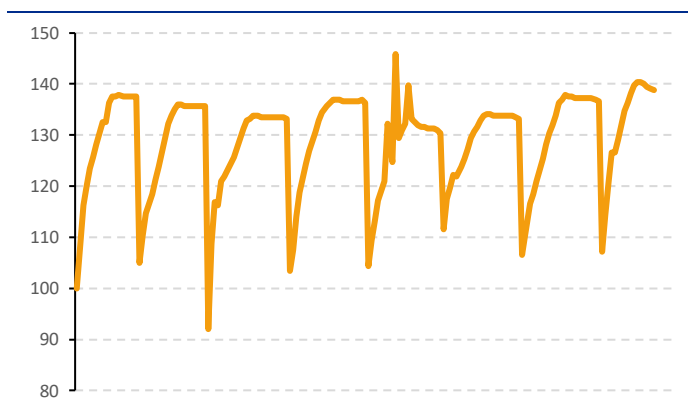
Unica 报告预计，19/20 榨季巴西入榨甘蔗将持平于 17/18 榨季，因为面积缩减被单产改善冲抵。巴西甘蔗技术中心 (CTC) 市场主管表示，19/20 榨季的单产预计将增加 0.5 吨，因蔗田的平均年龄将从 3.72 年降至 3.66 年，但也有其它研究机构预估单产将增加 1.9 吨。

图 31: 中南部甘蔗单产



资料来源: 国投安信期货

图 32: 累计 ATR

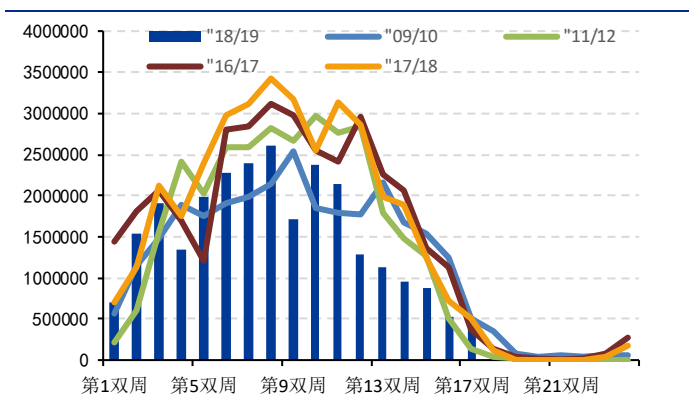


资料来源: Unica, 国投安信期货

需要注意的是，2018 年 1-7 月的降雨不足虽然将单产限制在近 7 个榨季低位，但糖份积累却获得升机，ATR 创下近 7 个榨季第二峰值。历史经验看，一次高糖份年份之后往往要经历糖份的快速同比回落。

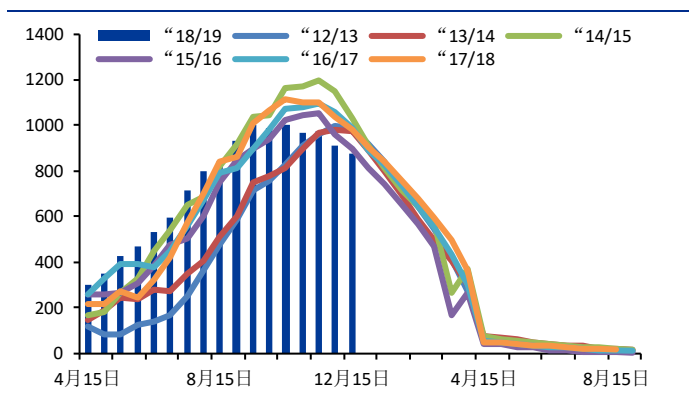
正如我们上文提到的，若一季度至二季度初亚洲施压，且原油主产国延续减产协议，糖醇比价依旧维持一个较低的水平，那么极低的制糖比例就会延续，我们预期 2019 年抢榨的现象不会再现，糖厂为了维持较高的乙醇的价格会将生产延后。

图 33: 巴西双周糖产量



资料来源: Unica, 国投安信期货

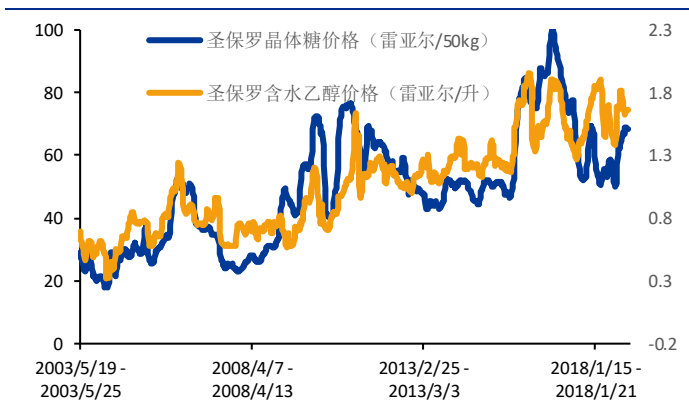
图 34: 巴西糖库存



资料来源: 巴西农业部, 国投安信期货

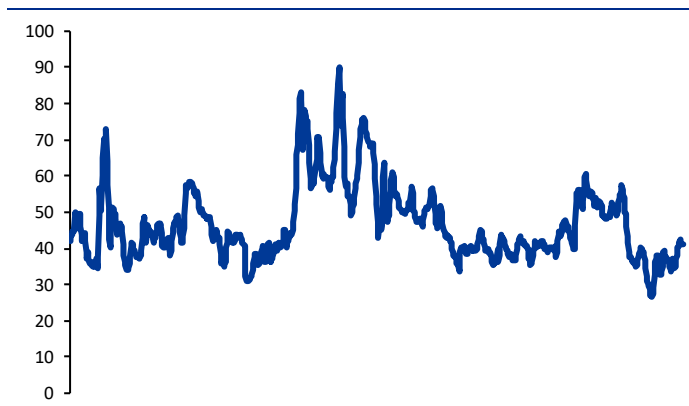
虽然巴西的入榨甘蔗看起来是可预估的, 但巴西糖的产量是难以预测的, 只有根据即期原油和汇率的变化进行动态调整, 这让巴西产量变得扑朔。但较为确定的是, 由于巴西政府对乙醇的青睐, 低制糖比例时代还在延续。

图 35: 圣保罗糖和乙醇价格走势



资料来源: GEPEA, 国投安信期货

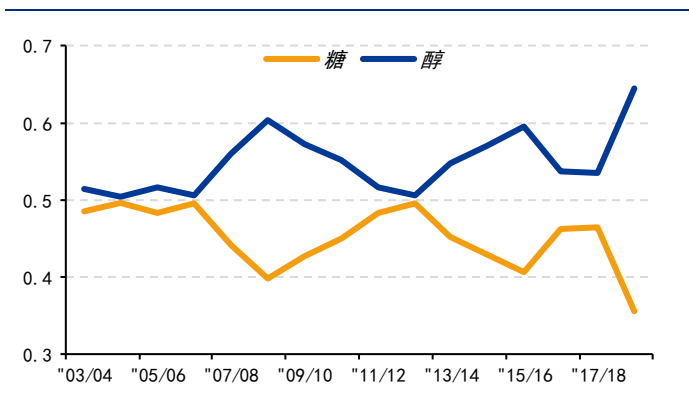
图 36: 巴西糖醇比价



资料来源: 国投安信期货

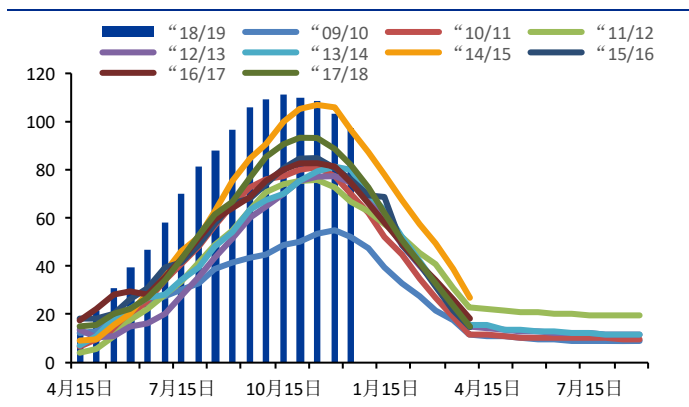
巴西多家糖业集团表示将在新榨季到来前加大乙醇产能的投入, 如第二大加工商 Biosev 在两家工厂加装的蒸馏塔, 可将 90%的甘蔗用来加工乙醇, 以前是 50%; 大型乙醇设备商靠扩张人员以满足今年订单的急速增加。种种迹象表明巴西甘蔗行业正在押注乙醇, 看起来并不是简单比例调节而是周期性的投入。

图 37: 巴西年度制糖比例



资料来源: Unica, 国投安信期货

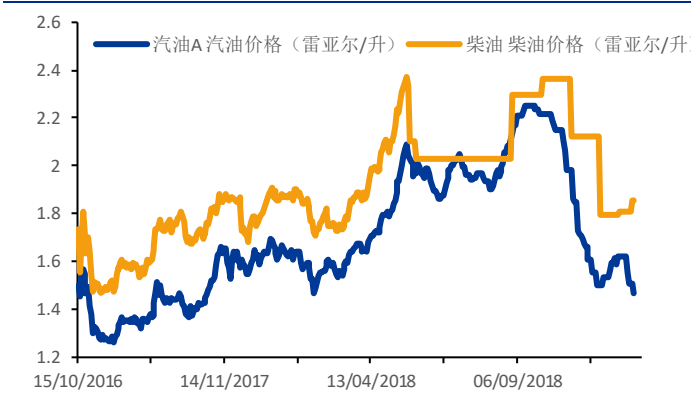
图 38: 巴西总乙醇库存



资料来源: 巴西农业部, 国投安信期货

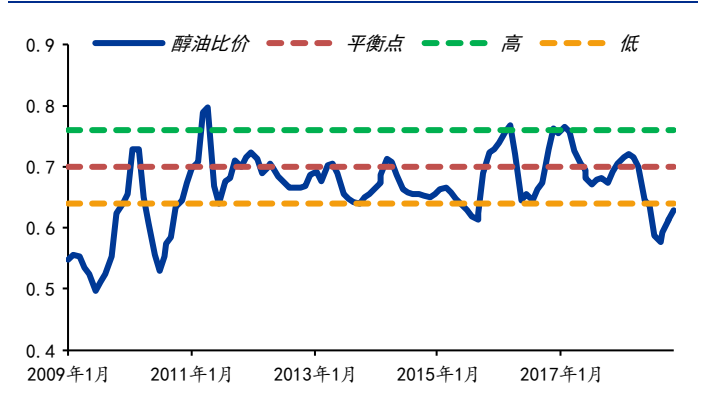
有了 2018 年的经验，我们调宽了中南部制糖比例范围至 30-45%，对应 2400-3400 万吨的产量。生产的节奏是极其关键的，前高后低抑或前低后高，当期的原油价格是极其关键的。**18/19 榨季巴西产量的前高后低抑带来了国际糖价的先抑后扬，我们预计 19/20 榨季巴西产量将呈现前低后高，进而引导国际糖价先扬后抑的表现——前提是国际糖价如我们预期般在一季度表现低迷。**

图 39：巴西汽柴油价格



资料来源：巴西石油公司，国投安信期货

图 40：巴西加油站醇油比价



资料来源：国投安信期货

2.2.3. 汇率

汇率足以改变趋势，一方面它可以让印度的出口利润暴增，也可以让巴西原糖的出口优势凸显。我们暂无法对卢比方向做出明确判断，只是动态跟踪其变化，进而修正我们对印度出口的预估。

按照目前印度国内 30000 卢比/吨白糖价格以及美元兑卢比 69.62 的汇率，折算成即期原糖价格为 17.47-18.12 美分/磅。根据印度政府的补贴原则，平均每吨糖出口可获得 11000 卢比/吨（即期 158 美元/吨）的补贴，前提是完成 500 万吨的出口任务。

表 2：不同汇率下印度糖折原糖

现价/汇率	65	70	75	80
31000	20.03	18.49	17.15	15.98
29000	18.64	17.19	15.94	14.84
22000	13.75	12.66	11.71	10.87
20000	12.36	11.36	10.50	9.74
18000	10.96	10.06	9.29	8.61

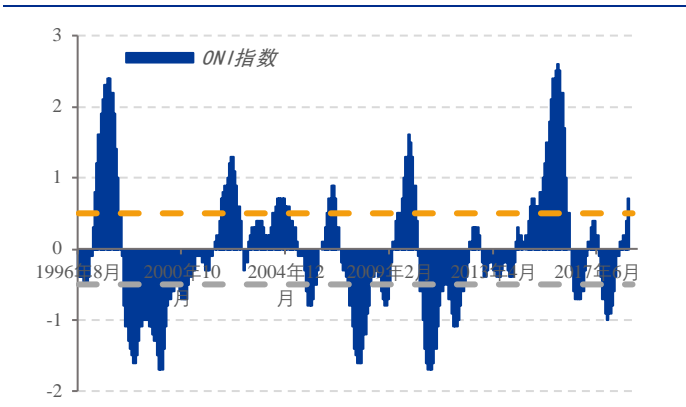
资料来源：国投安信期货

我们上文曾分析印度的财政状况不支持印度实现如此高昂的补贴目标，但如果印度卢比出现大幅贬值，即使无补贴，印度也可实现出口。

从印度产区位置看，马邦临近港口，预计将完成大部分出口任务，而由于临近港口的糖厂补贴较少，11.3 美分或是印度出口与否的分界线。

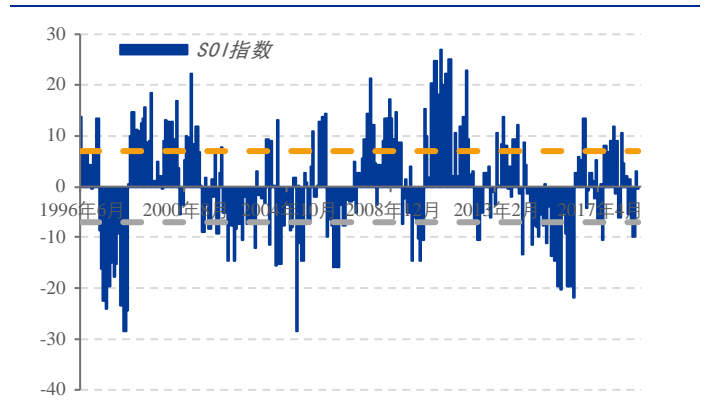
2.2.4. 天气

图 41: ONI 指数



资料来源: NOAA, 国投安信期货

图 42: S0I 指数



资料来源: 澳大利亚气象局, 国投安信期货

11 月 27 日, 世界气象组织发布《全球季节性气候最新信息》和《厄尔尼诺最新情况》称, 2018 年 12 月到 2019 年 2 月, 发生厄尔尼诺现象的可能性为 75%至 80%, 预计不会发生强事件。上一轮厄尔尼诺催生了国际糖价一波牛市, 市场或许不会放过借机炒作的机会, 即使它是一次弱事件。

刚刚恢复降雨的巴西将是一季度天气的重头戏, 市场不会忘记 2014 年初的干旱题材。而(近几个榨季)开榨后的习惯性干旱也是市场预测 ATR 的重要参考。

天气的最大影响依旧在亚洲, 毕竟这是一片靠天吃饭的产区。如果二季度后, 特别是季风季出现明显降雨不足, 市场的预期将彻底改变。

3. 国内市场

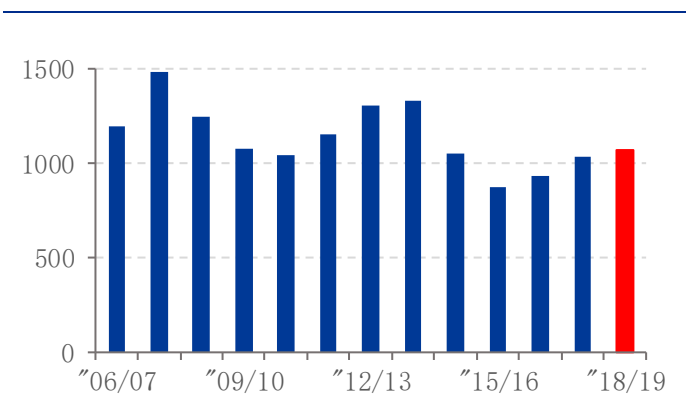
研究糖价的难点在于解决国际糖价这一周期因素后, 还要细致剖析国内市场的干扰因素, 虽然这些因素不会左右周期, 但它们会影响定价, 左右季节性。目前的国内市场, 产量与合法进口的上限已是常量, 最大的变量来自政策。进口政策、国储政策、价格补贴政策、走私管控是困扰投资者的四大不确定变量, 由于信息严重不对称, 且政策并不是由产业利润引导, 基本将投机资金拒之门外, 陷入存量资金博弈的困局。

我们认为国内糖市最晚在 2020 年末摆脱“政策市”的帽子。只有政策落地, 从制度层面牛市的基础才会牢靠。在此之前, 18/19 榨季的国内糖市难以寻觅主动性的买盘出现, 虽然我们跟随国际市场形成较为宽幅的底部震荡, 但整体重心将有所下移, 宽幅的正基差格局将延续。

3.1. 常量

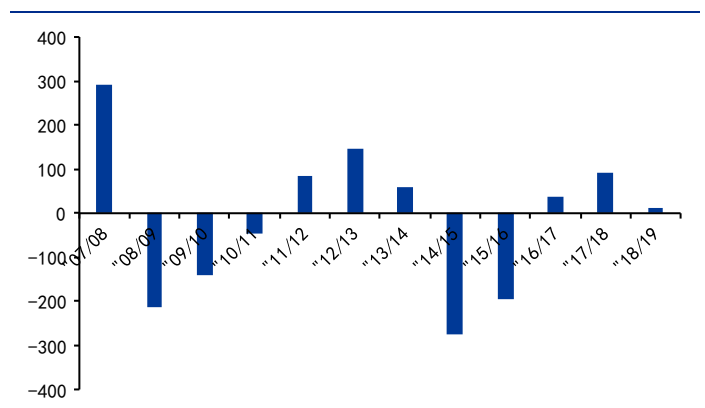
3.1.1. 产量

图 43: 全国糖产量



资料来源: 中糖协, 国投安信期货

图 44: 蔗糖同比增减规模

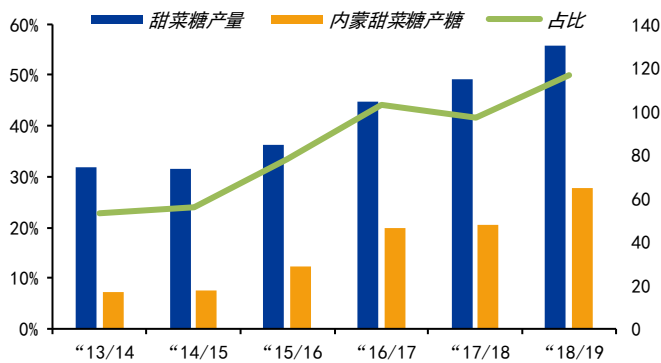


资料来源: 国投安信期货

18/19 榨季国内食糖产量 1050-1060 万吨，同比增加 20-30 万吨，其中蔗糖增产 0-10 万吨（不排除调整为减产），甜菜糖增产 20-30 万吨。由于国内产量的增减基本限制在 20-30 万吨之间，产量因素可交易的空间很小。

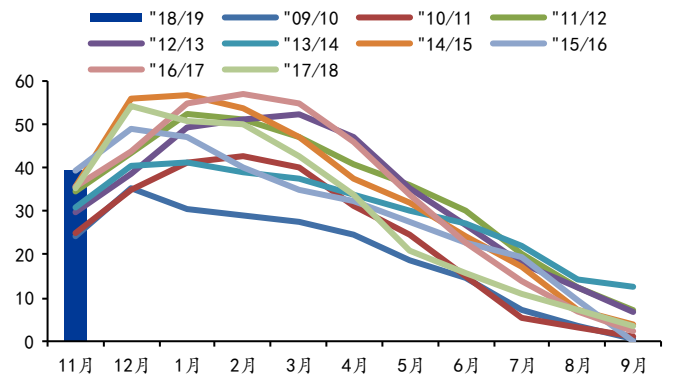
甜菜糖解决自己的增量必须通过降价，但蔗糖显然不需要，因为它的供给是同比持平的，特别是在消费未出现明显下滑以及贸易商大量负库存之后。消化甜菜糖的最好方式就是在消区拉开与甘蔗糖的价差，通过价格优势寻找消费渠道，如冰糖、建筑用糖。从 11 月的甜菜产销数据可以看出，市场对甜菜糖的消化能力是较为固定的，低价对刺激甜菜市场的消化帮助不大。

图 45: 甜菜糖产量



资料来源: 中糖协, 国投安信期货

图 46: 甜菜糖库存



资料来源: 中糖协, 国投安信期货

本榨季增产集中在甜菜产区，蔗糖没有为市场带来边际增量，而甜菜产糖集中在 12 月份结束。可以预见的是，“累计增幅”数据将在 12-1 月创下榨季内新高，并在 2 月份后快速回落，同时，单月产量的同比数据从高位回落并趋向 0。这对市场存正面意义。

历史数据显示，(内蒙)甜菜糖最集中的 4 个交割库分别为营口港务(+90)、冀盛物流(+150)、中糖北京(+150)、津军粮城(+150)。从距离看，运费大体可抵消仓库的升水，那么计算近月的基差就变得容易。市场是有记忆的，投资者不会忘记 1805 合约与 1809 合约下市前的表现，做多先要算算仓库的甜菜占比。

甜菜糖会成为隐性库存吗？从贸易商及下游的反馈看，大概率不会，也就说每个月的产销数据会告诉我们，甜菜仓单可能的最大生成量。

图 47: 南宁糖业负债



资料来源: wind, 国投安信期货

图 48: 南宁糖业净利润



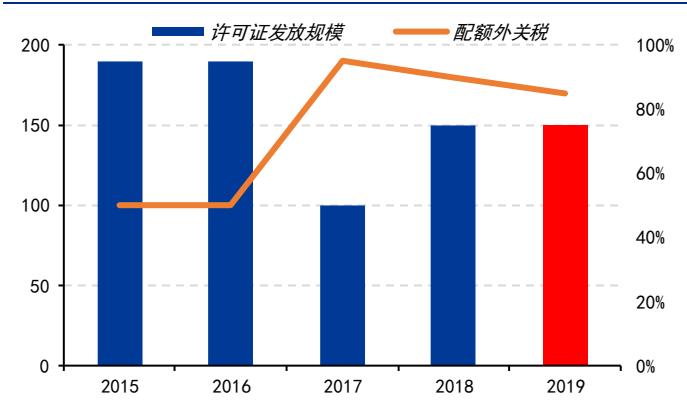
资料来源: wind, 国投安信期货

南宁糖业展示给我们的高负债、高亏损，很大程度反应了多数广西糖业集团的现状。如果说 17/18 榨季还有部分集团利用期货市场得到一些喘息，那么 18/19 榨季就是全行业的无处安放的亏损，我们称之为政策性亏损。

屋漏偏逢连夜雨，在以往熊市周期内，糖厂还能寄希望通过“白条”缓解压力，靠挺价限制亏损。但近两个榨季由于政策向蔗农倾斜，蔗款兑付设定时间表，让现金流困难的集团苦不堪言。市场多次传闻，广西最大的民营糖业集团陷入资金困局。这种局面下，企业唯一的解决方式就是倾销，缓解现金流一定比面临亏损更紧迫。2018年12月下旬，南华独立于各集团持续向下调价就是直接的表现。

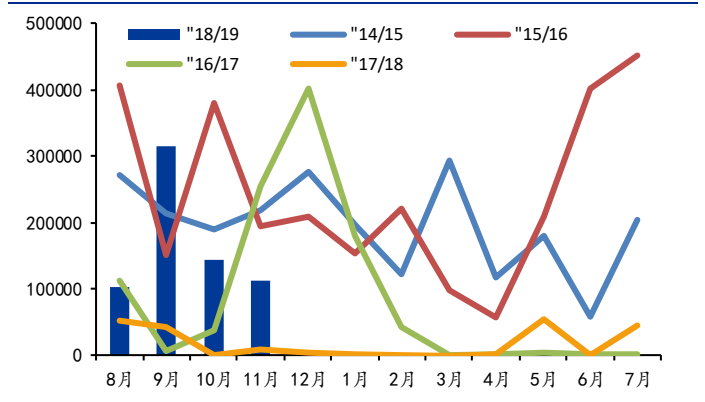
3.1.2. 合法进口

图 49：许可证发放规模



资料来源：国投安信期货

图 50：巴西糖出口至中国



资料来源：Unica，国投安信期货

以公历年计算，正规渠道的进口上限约为 350 万吨，其中配额 194.5 万吨，配额外 150 万吨，分上下半年发放。配额在 1 月初发放，许可证一般在 3 月发放。随着不适用名单在 2018 年 8 月取消，我们的核心进口糖源重新回到巴西糖。考虑到发放时点，4-5 月、8-9 月依旧是许可证糖集中供应的两个时点。不过由于 2018 年末保税库清库较为彻底，上半年许可证能否实现“即发即用”存在一定变数。

此外，我们将面临 5 月 22 日后新的 85% 关税。我们不排除由于进口窗口关闭，部分许可证选择在 5 月 22 日后报关的可能。按 12 美分，汇率 6.88，85% 的关税计算，巴西糖的精炼成本约为 5250 元，低于 90% 关税下的 5380 元。

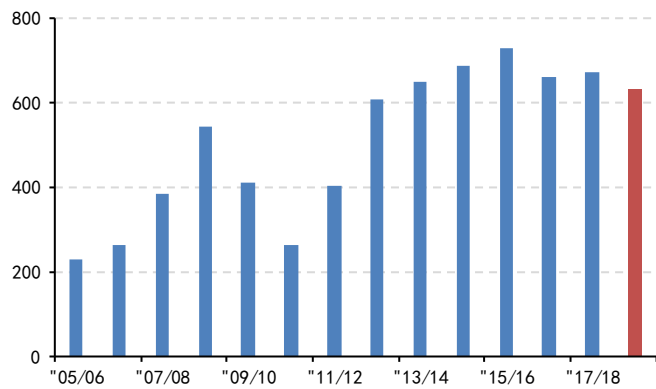
3.2. 变量

3.2.1. 进口政策

关于进口政策有两个问题亟待解决，一是三年贸易保障后配额外关税大小，最晚在 2019 年下半年会有定论，我们认为这是“强大”的中糖协唯一能为糖业争取的利益，告别 50% 的关税后，到底新的关税如何定，我们倾向于选择折中的 90%，从国际贸易的基本原则以及各国食糖的关税看，将配额外关税提高并不会受到巴西等国的诟病。二是配额外进口规模，我国目前采用的是价格、数量双管控，这有违 WTO 自由贸易的原则，而考虑到中国对于全球贸易保护主义抬头后的一系列言论，以及我国从出口型转向进口型国家的政策方针，择机放开许可证规模是必行之事。

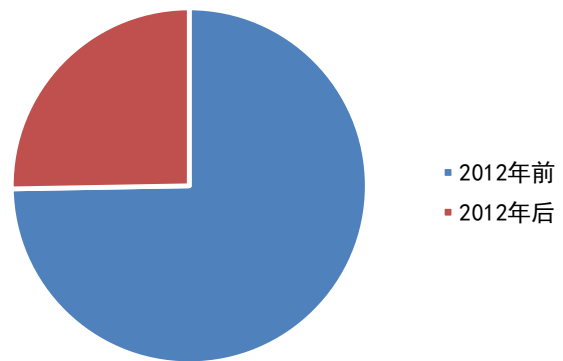
3.2.2. 国储政策

图 51: 国储库存



资料来源: 国投安信期货

图 52: 国储糖结构



资料来源: 国投安信期货

市场需要非产业资金提供流动性, 但也需要为他们提供公开公平的交易土壤。11-12 月份出现的国储拍卖传闻——落地——谣言, 进而期货市场出现恐慌性抛售, 贸易商预期调整做空库存, 市场从国际市场大幅反弹获得的信心被迅速浇灭。我们期待管理层对重要糖源的流转提供及时公开地分享。

根据产业人士的分享, 本次国储流出为 40 万吨古巴原糖, 6 家沿海加工糖厂参与加工及销售: 除了 5 万吨由广东加工糖厂完成, 其余全部由环渤海的加工糖厂承接。根据我们的了解, 这些糖源在 12 月份已处于可流通状态。

本次抛储结束, 国储库存降至 633 万吨, 较 9 月末的 673 万吨下降 40 万吨, 也低于 16/17 榨季末的 661 万吨。市场传闻, 管理层对国储糖的去库存速度颇为不满。

在制度化的国储出库规则确定前, 期待多头入场的难度很大。

3.2.3. 目标价格补贴

我们在《十问“直补”》的专题报告中详细讨论了目标价格补贴执行的迫切性。我们从相关报道及产业人士的分享了解到, 目前“价补”的推进在有序进行。推进的速度或超过我们在报告中提到的“先试点再推广”, 直接在南方核心产区进行。桂滇两省能否守住 1500 万亩的保护区底线, 完全取决于目标价格补贴的推进速度。相对于大豆、棉花市场, 白糖市场的目标价格补贴存在区域矛盾, 是否应该“放弃”甜菜市场, 我们还不得而知。**2019 年 1 月末的中央 1 号文件将为我们揭晓答案。**

表 3: 目标价格补贴公布流程

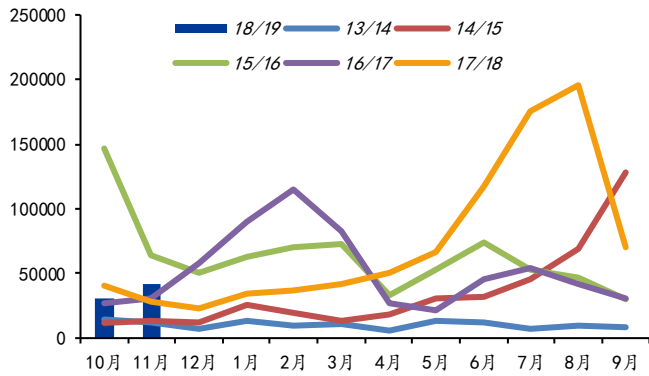
官宣	品种	目标价格发布 (发改委)	执行细则发布 (财政部及各地方)	执行年度
2014 年 1 月 19 日中央 1 号文件指出启动东北和内蒙古大豆、新疆棉花目标价格补贴试点	大豆	2014 年 5 月 17 日	2014 年 11 月 16 日 《关于大豆目标价格补贴的指导意见》	14/15 年度
	棉花	2014 年 4 月 10 日	2014 年 9 月 16 日 《新疆棉花目标价格改革试点工作实施方案》	14/15 年度
2019 年中央 1 号文件	白糖	2019 年 4-5 月	2019 年 10 月	19/20 榨季

资料来源: 国投安信期货

目标价格补贴有助于甘蔗定价重新回到以糖价倒推的计算模式, 19/20 榨季甘蔗收购价将下调, 糖厂的套保成本将下移, 利空下榨季合约, 但对当期的供需无影响。

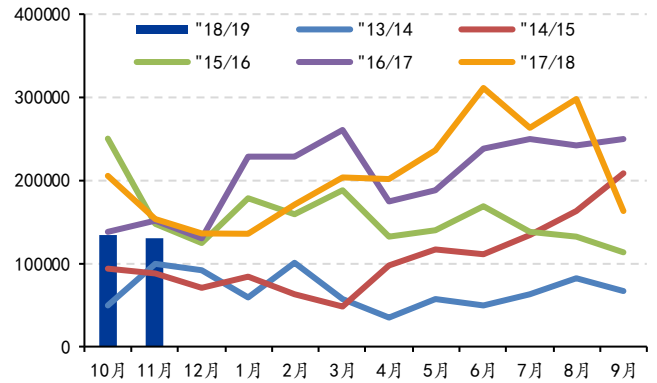
3.2.4. 走私

图 53: 泰国出口到缅甸



资料来源: TSMC, 国投安信期货

图 54: 泰国出口到台缅越老柬

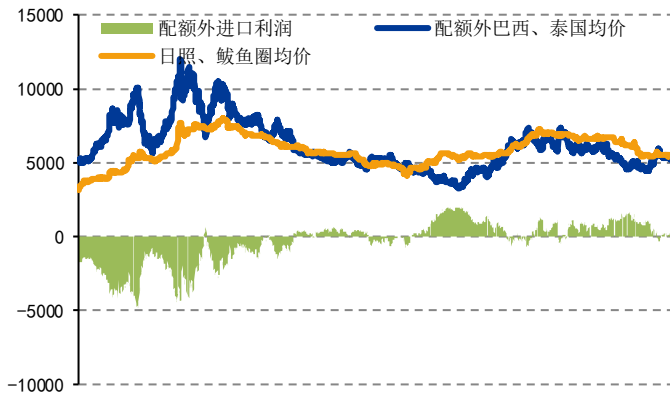


资料来源: TSMC, 国投安信期货

数据告诉我们,走私的管控在近两个榨季出现了一定的提升,这与会议因素、职能部门变更、中转国经济政治局势等多方面因素有关。17/18 榨季我们对走私的预估为 220 万吨,低于 16/17 榨季的 260 万吨。虽然 2018 年四季度走私严控,但我们无法估量印度强烈出口意愿下的增量规模,而缅甸的复出口政策也存在变数,我们默认在出口利润明显拉开后,走私会再次扑来,5-7 月份大概率是走私入境的时点。

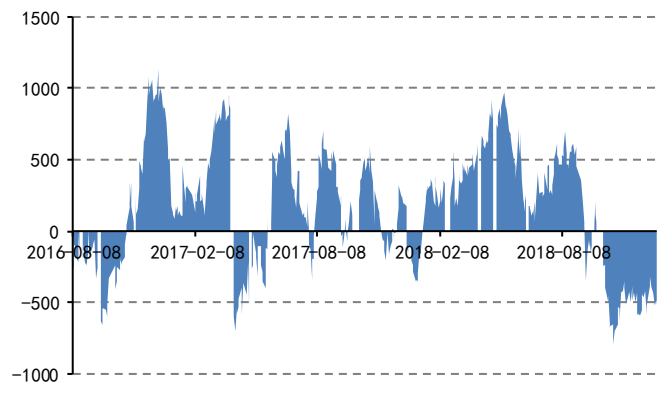
4. 交易策略

图 55: 配额外进口利润



资料来源: 国投安信期货

图 56: 配额外盘面利润



资料来源: 国投安信期货

结合我们上文的判断,亚洲主产国出口竞争对一季度国际市场施压,符合季节性拉开内外盘价差规律。而中国市场由于四季度持续的倒挂以及许可证未到港,且新糖密集供应的边际影响减弱,现货预计表现的相对坚挺,特别在 1-3 月份。在这种局面下,买内抛外是最佳的选择,其次是 5/9 正套。这两个头寸的最大风险在于国储糖是否意外出库。5/9 正套的持有时间取决于甜菜仓单的入场数量(这与 5 月的(甜菜糖)基差变化颇为相关),以及许可证到港的时间。5/9 能否转为反套,我们要重点关注许可证到港的具体时间以及届时国际市场的表现,特别是配额外利润的情况,这将决定市场对 9 月结转的判断。

关于事件型策略,目标价格补贴发布或对跨年 5/1 带来正套的机会。

我们对内外盘市场皆维持一个宽幅震荡的判断,但国内的重心更低。期货市场的单边机会需要等待现货与外盘的共振,或者说大幅贴水后的修复。

二季度末,或者在区间波动的上沿,许可证的到港与工业库存压力形成对现货价格的打压,如果国际糖厂正处于我们预估的震荡区间的上沿,那么内外盘的共振就会形成。届时基差的大小将决定做空的仓位。

5300 在形成抛储红线的预期后，做多的安全边际就在于远离它多远。从定性看，2-3 月是本榨季新增压力最小的阶段（如果走私管控不放松的话），贸易商与下游在跟随广西大集团做空库存后已经失去进一步杀伤市场的能力，同比库存的减少可以推升近月的做多机会，前提是我们看到比较宽的（甜菜糖）基差。

【报告评级体系】

方向评级:

上涨 — 未来 12 个月均价较报告发布日前日收盘价涨幅 10%以上;

震荡 — 未来 12 个月均价较报告发布日前日收盘价相差-10%至 10%;

下跌 — 未来 12 个月均价较报告发布日前日收盘价跌幅 10%以上。

推荐策略目标涨跌幅:

单边策略目标涨跌幅 — 建议获利空间/报告发布日前日收盘价;

跨期策略目标涨跌幅 — 建议获利空间/报告发布日前日套利对收盘均价;

跨品种策略目标涨跌幅 — 建议获利空间/报告发布日前日套利组合收盘均价。

【分析师介绍】

王佳博, 经济学硕士, 8 年食糖市场研究经验, 2017 年郑州商品交易所高级白糖分析师, 第九届中国最佳期货分析师评选最佳白糖分析师, 第八届中国最佳期货分析师评选最佳白糖分析师, 中金所股指期货讲师。

【免责声明】

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有, 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。如引用发布, 需注明出处为国投安信期货有限公司, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

【分支机构】

上海分公司

地址: 上海市浦东新区浦电路 500 号期货大厦 1604 室、1804 室

电话: 021-68401202

上海浦东分公司

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 9 层 10-11 单元

电话: 021-68765121

北京分公司

地址: 北京市西城区广安门外南滨河路 1 号 8 层

电话: 010-58747659

大连分公司

地址: 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 1912 室

电话: 0411-84807261

河南分公司

地址: 河南省郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1305 室

电话: 0371-65600628

山西分公司

地址：山西省太原市万柏林区华润大厦写字楼（T4）2206-2212 室
电话：0351-8333643-855

深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7D、7E
电话：0755-82558147

广州天河北路营业部

地址：广州市天河区天河北路 183 号大都会广场 2705 室
电话：020-85250363

广州珠江东路营业部

地址：广州市天河区珠江新城珠江东路 6 号广州周大福金融中心 3 区 5006A
电话：020-37396113

杭州营业部

地址：杭州市江干区钱江新城钱江国际时代广场 3 幢 1304 室
电话：0571-28898930

昆明营业部

地址：云南省昆明市盘龙区白塔路 387 号星耀大厦 7 层 703 号
电话：0871-63150899

南宁营业部

地址：广西南宁青秀区朱槿路 11 号柬埔寨园 B-27 号
电话：0771-5688955

济南营业部

地址：山东济南市中区共青团路 25 号绿地普利中心 2210、2011
电话：0531-67815858

扬州营业部

地址：扬州市邗江区邗江中路 330 号星座国际商务中心 1006 室
电话：0514-82890097

国投安信期货研究院

北京市

地址：北京市西城区广安门外南滨河路 1 号高新大厦 803 室

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 5 层

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信帐号：



每日民心品种微信帐号：

