

国际糖市半年报：过剩路上迷雾重重

18年上半年国际糖价开启了一路狂跌模式。一季度价格从15美分下跌至12美分附近，主要反映了巴西中南部产量创新高，以及印度、泰国和欧盟增产预期造成贸易流拥挤的恐慌情绪，二季度价格续跌至11美分附近后回弹，并长时间维持11-13美分的区间震荡，主要反映了巴西中南部18/19榨季减产预期和印度出口迟滞 vs. 全球供需依旧大幅过剩之间的拉锯。

进入2018年的下半程，国际糖价是否会在过剩道路上一蹶不振？后期又将有哪些变数发生来影响全球食糖供需情况？

供应端巨幅增产之殇

1、巴西中南部：17/18产量创新高，18/19减产幅度变数丛生

巴西中南部2017/18榨季于3月31日结束，共278家糖厂开榨，总计压榨5.963亿吨甘蔗，同比减少1.8%；糖产量同比增加1.2%并创下新高，达到3605.9万吨；乙醇产量同比增加1.7%至260.92万吨。2017-18榨季中南部糖厂将46.5%的甘蔗用于生产糖，53.5%的甘蔗用于生产乙醇；前一榨季分别为46.3%和53.7%。有利天气、宿根蔗充足以及平均制糖比大幅提高共同促成了17/18榨季的创纪录高糖产量。

巴西中南部2018/19榨季于4月1日开启，榨季前两个月累计压榨甘蔗2.2亿吨，同比增加11.6%，产糖975万吨，同比减少12.1%。本榨季截至6月底的制糖比和甘蔗单产均下滑，制糖比从上年同期的47.9%下滑至35.6%，而由于甘蔗老龄化问题严重，从6月份起甘蔗单产落后于上年同期，降至82.91吨/公顷。

巴西中南部累计甘蔗单产（吨/公顷）		
	2018/19	2017/18
4月	80.05	76.66
5月	81.64	80.03
6月	82.91	85.11

市场预计本榨季该地区糖产量将大幅下降 11%-22%左右，预估区间在 2800-3200 万吨。

机构对巴西中南部2018/19榨季产量预估				
	甘蔗压榨量 (亿吨)	制糖比	糖产量 (万吨)	预估时间
Sucden	< 5.7		2960	2018年6月
Copersucar	5.55		2800	2018年6月
Archer Consulting	5.63	39.90%	2850	2018年5月
INTL FC Stone	5.907	40.80%	3100	2018年5月
Green Pool	5.9	42.50%	3200	2018年5月
Datagro	5.77	42%	3080	2018年5月

2、印度：产量势超巴西

2017/18 榨季印度总计 523 家糖厂开榨，ISMA（印度糖厂协会）对糖产量的最后一次预估为 3200 万吨，消费增速难以跟上产量增速，期初库存处于较低水平却也足以满足 2 个月消费量，因此本榨季印度的生产过剩情况十分严重，在不计算出口的情况下，预计期末库存将触及 1000-1100 的历史最高水平。市场预计在天气良好的情况下，2018/19 榨季印度糖产量或达到 3300 万吨，赶超巴西成为全球第一大产糖国。

2、泰国：猝不及防的增产

2017/18 榨季泰国共 54 家糖厂开榨，累计压榨甘蔗 1.349 亿吨，产糖 1468 万吨，同比增加 46%。最终糖产量相比最初市场预期的低端高出约 400 万吨，令市场咋舌。

3、欧盟、澳大利亚产量符合预期

欧盟今年将迎来甜菜大丰收，一方面是由于天气条件有利，另一方面则是因为产量配额政策的终结刺激农民大幅增加种植面积。欧盟产量预计如预期同比增加 20%，至 2100 万吨，将助力 2017/18 年度国际糖市出现供应过剩局面，产量增加的部分预计需要通过出口来消化，本榨季欧盟或从净进口 100 多万转为进出口 200 万的市场。

全球第三大食糖出口国澳大利亚的产量也基本符合预期，2017/18 榨季糖产量略减 30 万吨，至 448 万吨，市场预计 2018/19 榨季糖产量略增 2.8%。

4、综述

从以上几个主产国供应情况来看，虽然巴西中南部 17/18 榨季前半段糖产量巨大的情况已经无法逆转，但由于原糖价格下跌导致乙醇价格更具优势，从今年开始糖厂的制糖比例明显下调，是第一个供应过剩情况好转的主产国。而欧盟和澳大利亚的最终产量基本与预估相差不大，亦没有令全球供应过剩情况发生恶化。但印度和泰国在压榨后期的产量开始不受控制，两国的最终产量相加起来较最初预估高于约 800 万吨，导致 4 月底原糖价格重挫至 11 美分之下。

根据 ISO（国际食糖组织）最新预估，17/18 年度全球食糖供需过剩量为 1051.2 万吨，而库存消费比也达到史无前例的高点 52.54%。

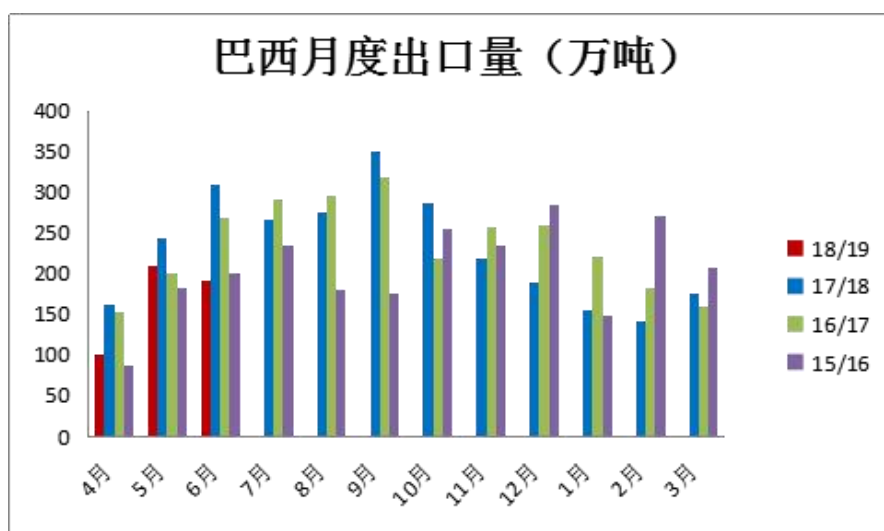


（数据来自 ISO）

贸易流：原糖供应减少还有白糖补充

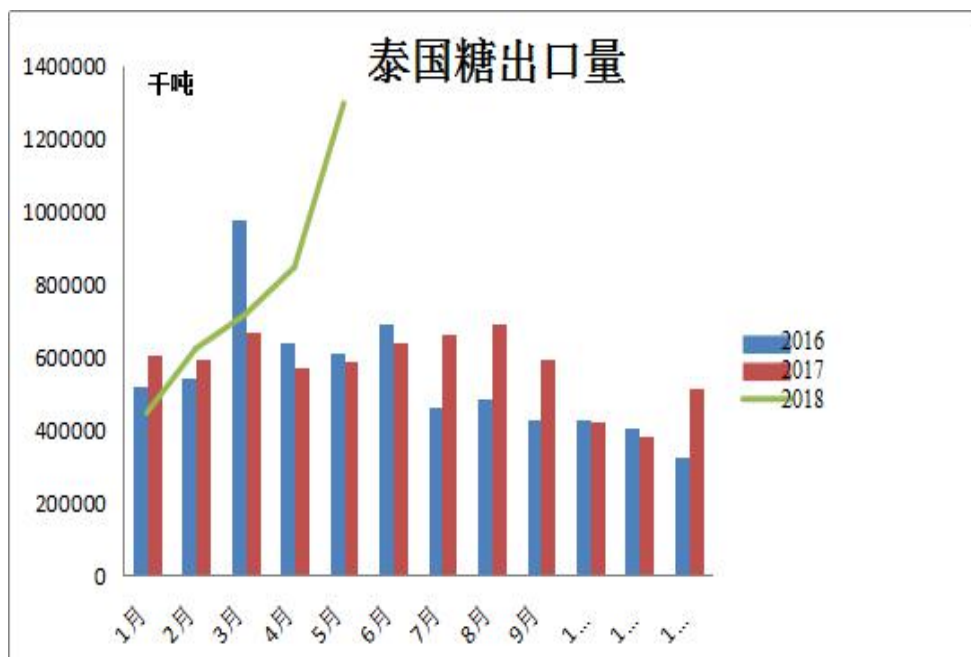
1、巴西减产将促进原糖贸易流收紧

巴西 17/18 榨季累计出口糖约 2780 万吨，从 18/19 榨季的产量预估来看，预计可供出口量将在 1900-2300 万吨的水平。从本榨季截至 6 月份的出口来看，巴西出口开始放慢，虽然其中不乏中国因配额外进口配额上调需求下降以及白糖升水前期走弱导致中东加工厂需求减弱的因素，但目前的出口节奏很好地在配合整个榨季的出口可供应量。作为全球最大原糖出口国，巴西产量减少将有助于后期原糖贸易流过剩缩小。



2、泰国高库存消化需要价格配合

全球第二大食糖出口国泰国 2017/18 榨季 10 月-5 月累计出口糖约 523 万吨，同比增加 25%。从该国的平衡表上看，本榨季的可供出口量约在 1000 万吨。我们已经在 5 月份看到泰国出口放量，主要因原糖价格低迷以及泰国现货升水下降，后期泰国无论是原糖还是白糖的出口压力都比较大，或需要价格下跌的配合。



3、欧盟出口加深白糖贸易流过剩

欧盟 2017/18 年度（10 月/9 月）因产量大增从净进口国转变成净出口国，截至 5 月累计出口糖 240.1 万吨，较上榨季同期翻三番。本榨季欧盟的主要出口目的地为埃及、以色列、斯里兰卡和叙利亚等。从欧盟的出口目的地来看，欧盟白糖出口的增加主要与

阿尔及利亚和摩洛哥形成竞争，由于这两国的出口糖来自巴西原糖进口加工，竞争优势主要取决于白糖升水的变化。

4. 综述

整体来说，由于巴西中南部预计糖产量减少，从 4 季度开始原糖贸易流过剩情况或逐渐缓解，但无论是本榨季还是下榨季全球白糖产量库存都巨大，一旦白糖升水遭打压至一定程度，原糖需求将减少，由白糖来填补，由于预计本榨季印度无法出口，大多数机构未将印度本榨季的可供出口量计算入目前的贸易流平衡表中，无论如何这两个榨季的贸易流整体过剩的情况仍然严重。



主产国的政策市

虽然 2017/18 榨季欧盟放开了食糖市场管控，取消生产及出口配额，但众多主产国的市场形势仍然高度受到内部政策的影响。

印度：

本榨季印度政府通过取消出口关税、上调进口关税、发放强制性出口配额、规定糖厂销售配额和最低库存、政府收储、计划制定最低食糖销售价、批准巨额援助计划等一系列措施拯救生产过剩的糖市。目前的情况显示，某些措施对稳定国内糖价是奏效的，但刺激出口的措施是失败的，本榨季该国因出口敞口关闭、低质量白糖需求弱及糖厂不符合出口条件等原因至今没有出口，因此过剩产量囤积国内只会造成大量的出口供应后移至下榨季，除非天气原因导致下榨季产量不及预期。

巴西：

巴西的糖产量调节主要通过糖醇比的分配，因此乙醇及汽油等燃料市场政策的变化对巴西糖产量的影响较大。随着本榨季乙醇产量大幅增加，乙醇价格已经被重压至接近原糖价格的水平，令市场担忧巴西糖厂是否会在第三季度的压榨高峰期大幅上调制糖比例。

鉴于5月份巴西卡车工人罢工带来的隐患，近期需要密切关注10月份总统大选后的新总统是否会重新调整汽油定价政策，目前巴西汽油定价跟随国际原油价格走势每日调整，但在国内颇受争议，若新总统上任后取消现有的定价政策，巴西汽油价格必定会出现回落，那么乙醇将失去对汽油的价格优势，巴西糖产量的前景又可能大幅提升。

截至目前中南部地区的生产数据降幅基本符合榨季开始前市场的减产预期，那么随着中南部的压榨高峰期临近，最终糖产量究竟向预估区间的哪一端发展，主要还取决于宏观及政策等因素，例如雷亚尔汇率走势、乙醇价格政策等对甘蔗制糖比例的影响。无论如何3季度巴西中南部的产量将对价格产生关键影响。

泰国：

泰国糖业本榨季应对生产过剩的主要措施只是额外增加了几十万吨原糖用于生产乙醇，对于几百万吨的过剩量的消除作用十分微小。另外泰国政府对于泰国蔗价的补贴政策，让蔗农和糖厂均从中获益，蔗农改种其他作物的积极性不高，而泰国的糖业7年（从2017年起）发展目标更是直指糖产量翻番，目前已有36家新糖厂在申请执照，由此看来，在天气不出现重大威胁的情况下，泰国糖业的扩张脚步难以停歇。

其他：

除此之外，出于健康问题考虑，今年澳大利亚、英国、菲律宾等国都开始征收含糖饮料税，因此全球糖价下跌或许无法激起这些国家的需求，分析机构 Kingsman 预计，在本榨季全球糖产量增长约 12.5%的情况下，食糖消费需求增幅或在 1.01%左右的低位。

宏观、天气与基金：

今年以来美元指数上涨 3.5%，原油上涨约 14%，但雷亚尔暴跌约 16%，上半年宏观面对原糖造成的影响基本上为负面。下半年中美贸易战争端对整个商品市场的影响、巴西经济预计衰退对雷亚尔的打压或将继续拖累原糖。

天气方面，上半年巴西中南部长时间的干旱对甘蔗质量造成的影响有限，欧盟的霜冻对甜菜的影响最终也证明是虚惊一场。但接下来仍然需要密切关注天气，巴西的降雨持续偏少或对后期的甘蔗单产造成致命打击，目前已有糖厂担忧甘蔗供应量减少会导致提前收榨。此外印度马哈拉施特拉邦和卡纳塔克邦的甘蔗种植在很大程度上依赖降雨，季风降水量不足也将对该国下榨季产量造成影响。

原糖基金持仓从去年 6 月份起一直保持净空头头寸，虽然 6 月份开始价格反弹触发基金空头回补，持仓由净空转净多，但从基本面连续两个榨季过剩的情况来看，基金仍然保持长期做空的主调不变。



前景展望

原糖价格已经在低于所有主产国的生产成本下运行了一段时间，长期来看这会导致减产，但无法在中短期内实现。

虽然市场普遍预计 18/19 榨季全球基本面继续出现过剩，但过剩的程度是否加深，价格将如何演变，我们可以以下面几个主要影响因素假设两种极端情况：

悲观情况：1、巴西乙醇价格或/及雷亚尔重挫，巴西上调制糖比增加糖产量；2、印度 6-9 月季风降雨良好；3、泰国、欧盟产量维持高位。此种情况将促使生产商看空后市，在本币贬值时加速卖出，基金也会继续加空，则目前价格未见底。

乐观情况：1、巴西维持低制糖比例，减产预期实现；2、印度降雨量低于预期；3、泰国欧盟产量低于预期。此种情况将意味着基本面发生实质性好转，那么后市的主要压力来自于主产国对 17-18 榨季全球库存的消化，价格将有反弹机会。虽然生产商将继续利用价格反弹时机卖出，但预计下跌空间有限，中期内价格维持偏弱震荡。