

# 糖市月历

二〇一七年四月

---

## 国际分析篇： 来自自主产国的顾虑和悬念

往期文章：

《破位等于熊来啦》

《仍有想象空间》

《新糖将至，11月供需格局面面观》

作者： 哆啦A梦

日期：2017年4月10日

邮箱：gsmn163@163.com

## 一、 历年外盘牛熊转折周期价格走势的影响因素



图一：外盘原糖主力价格走势

从历年原糖牛熊转折的价格走势看，供需面无疑是价格摆动的关键因素，从11/12榨季到14/15榨季外盘延续4个榨季总体供应过剩格局，价格虽然有短时反弹但总体处于下行通道。

回顾历榨季外盘熊市，11/12榨季初期巴西、泰国产量的争议价格出现反弹触及近28.37美分/磅的榨季高点，随着巴西产量的修正价格转头向下，整个榨季的价格跌幅在34%。12/13榨季主产国货币的贬值和供应过剩压力价格跌至15.93美分/磅低点，高点触及21.83美分/磅，价格跌幅在27%。13/14榨季和14/15榨季供应充足外盘跌幅分别为33%、24%。

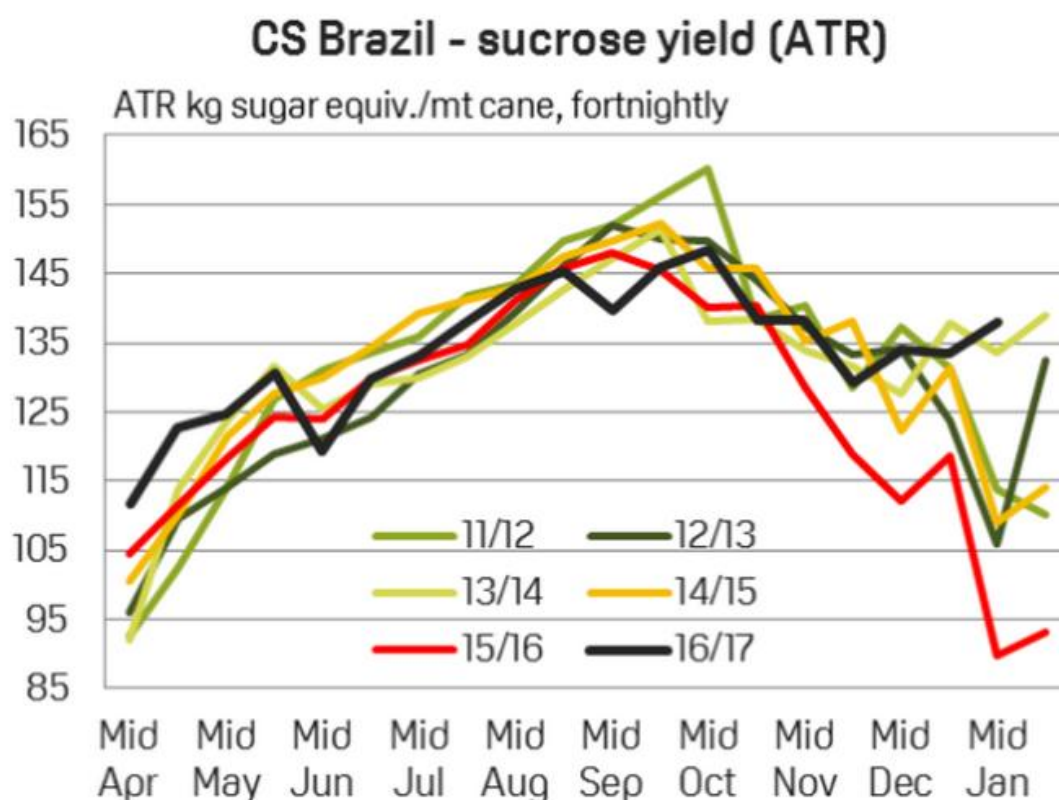
直到15/16榨季受到厄尔尼诺带来的不利天气影响巴西、泰国、印度产量遭遇下滑，国际市场供应过剩开始转向短缺年份，原糖逆转，基金买盘强劲，2016年9月底触及24.1美分的四年新高，15/16整个榨季价格暴涨87%。16/17榨季是国际市场的第二个供应缺口年份，主要还是来自印度、泰国减产尤其是印度不

确定的进口政策。但随着巴西开榨，国际市场总体上基本进入 17/18 榨季运行初期，尤其是 17/18 榨季泰国、印度存在增产预期，巴西同样如此，17/18 榨季国际市场可能再度回到供应过剩局面。

但是 17/18 榨季外盘是否会因为增产的预期在 2017 年二季度马上进入熊市周期？笔者认为，有几个关键因素需要考虑从而衡量外盘价格节奏。首先，二季度巴西实际糖醇比决定市场供应速度。其次，印度后期进口的持续性、未来天气对于国际市场尤其是印度增产预期刺激有多大？从而才能决定外盘是否完全进入熊市运行周期，不然牛末熊初期原糖价格还有想象。

## 二、巴西 17/18 榨季开榨初期是否马上迎来利空？巴西未来产量变数

16/17 榨季巴西累计甘蔗压榨量预计在 6.05 亿吨创历史新高，主要也是得益于 15/16 榨季遗留下来的甘蔗移至 16/17 榨季，巴西中南部产糖量预计达到 3570 万吨左右。17/18 榨季甘蔗压榨预计是 5.8 亿吨，产量是否继续创新高？还存在原油—汽油—乙醇—原糖相互作用对于产量的影响。

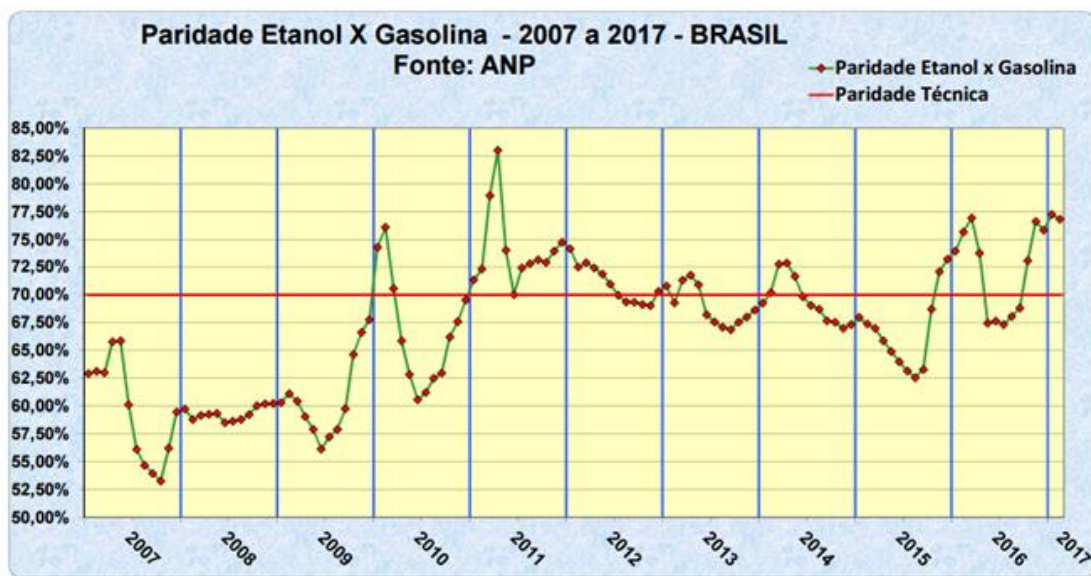


图二：巴西历榨季的含糖量对比

历年榨季巴西基本是 4 月份开榨， 8-9 月份是榨季高峰期，但通常情况下巴西开榨初期的甘蔗的含糖量偏低尤其是 4-5 月份。含糖量的原因和叠加巴西天气的季节性因素一般湿润的天气更加有利于生产乙醇，而且乙醇资金回款速度很快巴西糖厂在榨季初期通常会倾向生产乙醇。

今年由于巴西强制性的燃料乙醇掺兑政策，导致无水乙醇伴随汽油消费刚性增长。巴西无水乙醇和汽油的掺兑燃料月消费量超过 35 亿升，去年 12 月份达到 42 亿升，今年 1 月份达到 37 亿升，同比增加 12%，但含水乙醇消费有所下滑。2016 年巴西总计的燃料乙醇（无水+含水）消费总量 262 亿升，同比 2015 年的 288 亿升下滑了 9%。尽管如此，巴西 16/17 榨季的高达 46%左右的糖醇比也一定程度上导致巴西乙醇产量偏低历年同期。

在价格方面，通常情况下当乙醇价格是汽油价格的 69%-70%以下时，乙醇更具竞争力。所以一旦后期乙醇价格跌至汽油价格 70%以下，乙醇将较汽油再度具有优势。今年 3 月下旬以来乙醇价格跌至汽油价格的 71%左右，已经临近利润点，叠加原油刺激在巴西开榨初期尤其是 4 月份糖醇比预计会低于上榨季同期 42.67%，直接会导致产量在开榨初期低于同期水平。对市场而言巴西开榨初期未必马上是利空冲击。



图三：历年乙醇和汽油比价

表一：糖醇比和甘蔗入榨量的变化糖产量的预估值情况

甘蔗入榨量(万吨)	产糖用蔗比例										
	40%	41%	42%	43%	44%	45%	46%	47%	48%	49%	50%
56000	2872	2960	3048	3136	3224	3314	3404	3494	3584	3674	3764
57000	2923	3011	3099	3187	3275	3365	3455	3545	3635	3725	3815
58500	3000	3088	3176	3264	<b>3352</b>	<b>3442</b>	<b>3532</b>	<b>3622</b>	3712	3802	3892
59000	3026	3114	3202	3290	3378	3468	3558	3648	3738	3828	3918
59500	3051	3139	3227	3315	3403	3493	3583	3673	3763	3853	3943
60000	3077	3165	3253	3341	3429	3519	3609	3699	3789	3879	3969

通常情况下，巴西糖厂糖醇比上限是 50%，比较低的时候为 40%。而糖醇比一个百分点的变动通常会导致 80-90 万吨原糖的产量变数。预计 2017/18 榨季甘蔗产量为 5.85 亿吨，假如糖醇比在 44%—47% 的区间波动会带来巴西中南部 3352—3622 万吨的产量变数，假如糖醇比越低产量可能还会遭遇下修。16/17 榨季预计巴西中南部产糖量是 3571 万吨左右。所以未来巴西是否增产归根于巴西开榨期间糖醇比例的变化。

最新目前机构预计 17/18 榨季全球糖市的过剩量基本在 200 万吨左右，所以国际市场供需结构的调整情况很大程度是来自巴西产量的牵动。

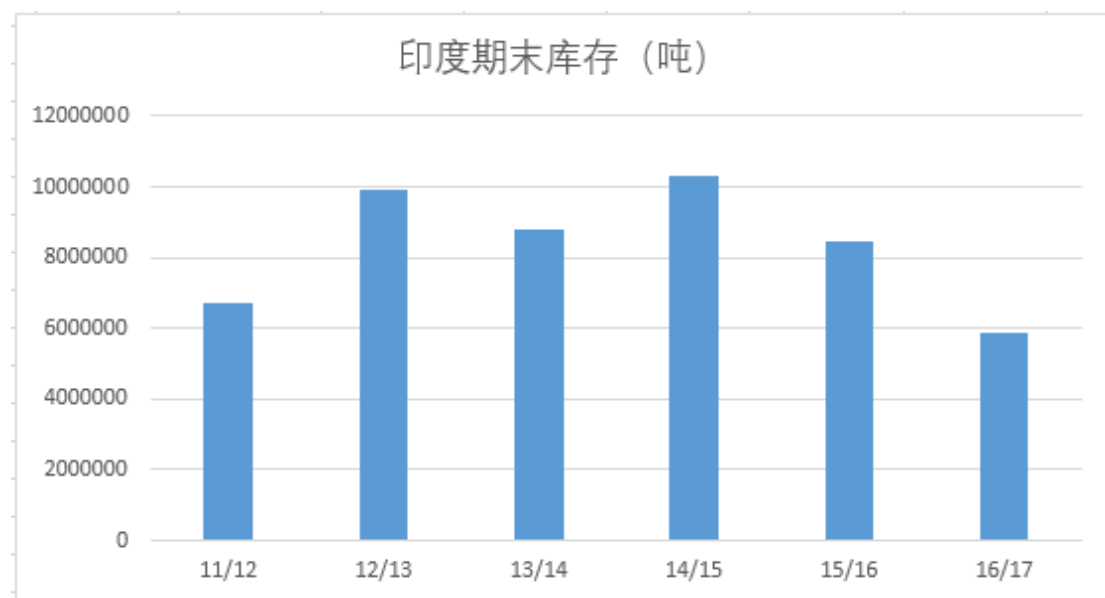
表二：巴西平衡表预计

巴西食糖平衡表（吨）						
	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17*
糖产量	35290858	41162166	39533867	34706131	40511145	40505076
进口量	0	0	0	0	0	0
消费量	12462908	12521454	12411277	12139095	12000000	12000000
出口量	22052797	29667676	24726840	23705553	29797266	27656703
期末库存	9345189	8318225	10713975	9575458	8289337	9137710

（数据来自 F. O. Licht）

假如 16/17 榨季巴西东北部和中南部产量合计为 4050 万吨左右，16/17 榨季巴西期末库存同比有所增加但对比 14/15 榨季熊市周期库存偏低。17/18 榨季巴西产量还有变数期末库存未必会出现大幅增加创 13/14 榨季新高。

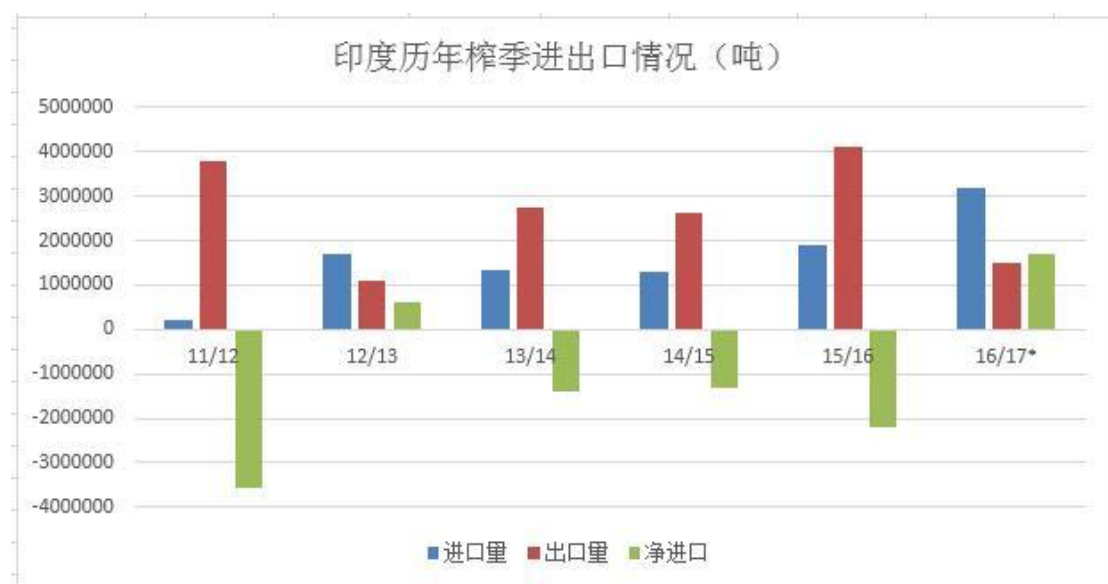
### 三、印度的推动力有多大？



图四：印度历榨季的期末库存预估（数据来自 F. O. Licht）

印度 16/17 榨季糖产量预期为 2037 万吨，低于 2015/16 榨季产量 2518 万吨，

同比减少大概 500 万吨左右，产量的减少和本身印度消费量从上榨季的 2500 万吨左右下降到 2420 万吨左右。产量减少幅度大于消费量预计印度 16/17 榨季的期末库存量继续处于偏低状态。尽管如此，上榨季结转的库存量使得印度迟迟不进口，直到 4 月 5 日印度同意免税进口 50 万吨原糖。



图五：印度历年榨季的进出口情况（数据来自 F. O. Licht）

从历榨季印度进出口量的变化看，气候因素及甘蔗定价政策导致印度甘蔗产量不稳定，时常在进口国和出口国之间转换。未来印度是否还要继续进口 100-150 万吨左右原糖？至少少量白糖？从历年印度月度销量惯性看，印度 12 月到次年 4 月的销售量最高，一是因为机构买家通常在这段时间内为夏季需求作采购，二是因为糖厂为了还清蔗款需要在这期间售出更多的糖回笼资金。假如 4 月份印度不在陆续进口原糖那么后期由于印度国内的消费需求和国内加工厂产能原因可能会导致印度会直接进口白糖或者进口原糖的比例会有所减少。

假设，4 月份印度不在陆续进口原糖，随着印度榨季的结束供应高峰过去接下来不断消化库存时，国内的价格随时会进一步上涨，尽管印度需求方面市场上还有很大的争议可能消费下降导致需求减少。但事实上历年印度消费量都在相对稳定增加，即使做最坏的打算印度今年的消费量同比减少 60-80 万吨，鉴于印度库存一直下降而且印度通常规定库存水平需要能够满足 3 个月消费量（约 600 万吨）以填补新旧榨季交替时的需求量，印度还是有很大可能需要陆续进口。

那么后续进口的时间节点可能在哪？4 月份印度收榨期和产量最终确定，不排除 4 月进口 50 万吨原糖之后还会陆续进口原糖补充国内市场。假如 4 月不在陆续进口那么 7 月份此时是巴西的压榨高峰期从供应量和原糖价格看都是进口的最佳时机。

印度进口与否还取决于本国内糖价的走势。假如进口真的推迟到 7 月份，时间关系和印度加工厂产能原因那么意味着印度会更多的进口白糖用于直接消费，白糖进口关税也会有所下调，关注原白糖价差的变化和对原糖价格刺激。

#### 四、原糖价格走势的预判



图六：历年原糖 CFTC 走势

2016 年 2 月至 9 月底之间原糖投机多头将价格从 12—12.5 美分推升至 24.1 美分，期间投机净多头头寸从 21 万手增加至近 35 万手，随后 2016 年底基金投机多头获利离场，投机净多头头寸不断减少，3 月 28 日基金净多头寸则下降 11,486 万手，继续新低。历史观察基金净多持仓和原糖价格走势正相关，未来投机基金是否继续减持？需要考虑巴西陆续开榨糖醇比的变化对于原糖价格的传

导和 CFTC 持仓投机空单的持仓变化等因素。从历年原糖 CFTC 持仓走势看和原糖下跌到 16.01 美分已经提前消化一波利空，基金净多恐慌性减持之后短期基金净多持仓有望持稳。

技术上，原糖周线连续收 6 阴 K 线，4 月 7 日周 K 线下影线明显，MA144 支撑站稳，日线 macd 逐渐金叉，技术对比前期有好转。基金净多尽管一路减仓，但 3 月 28 日商业多单也增加了一万张，价格下跌导致糖厂套保开始停滞，商业买盘开始有所增加。

综合，乙醇/汽油比价、原油因素、榨季初期糖分原因巴西开榨初期糖醇比不会有大幅利调整。等待二季度尤其是 6、7 月份印度的季风气候对于印度未来增产幅度影响间接也决定印度的进口节奏，这个节点对于原糖随时是反弹与否的拐点。4 月份原糖看 16—17.5 美分左右的区间波动，二季度总体走势还是震荡格局，跌破 16 美分触及 15 美分的概率不大，除非宏观商品环境的恶化对于原糖利空拖累。

## 免责声明 | Disclaimer

本报告中的所有观点代表作者个人看法，仅供参考，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来源于网络和媒体的公开信息，尽管我们相信报告中数据和资料的来源是可靠的，但我们不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担产生的任何损失和风险。