

## 终端补库有望改善，糖价向下空间不大



走势评级: 白糖:震荡  
 报告日期: 2017年07月30日

项云 分析师(软商品)  
 从业资格号: F3018222  
 Tel: 86411-84806792  
 Email: [yun.xiang@orientfutures.com](mailto:yun.xiang@orientfutures.com)

### ★销量迟迟未见起色，终端库存处在低位：

上年度同期仓单量处在历史高位的情景仍历历在目，当前终端用糖企业的库存并不高，在买涨不买跌的心态驱使之下，买兴不旺盛。另外今年中秋节的时间较往年同期相比稍晚一些，对8月份销量能够放量市场仍留有期待。

### ★进口糖流入受限，加工糖厂开工率下滑：

下半年的配额外可用部分总量已不足40万吨，接下来月份进口糖流入量将非常有限。受进口原料不足影响，我国主要的沿海加工糖厂开工率已普遍偏低，加工糖厂的挺价意愿相对要强。

### ★巴西压榨进度加快，食糖出口势头强劲：

巴西已宣布上调染料税，近期原油价格反弹，均将影响到接下来巴西糖厂对于甘蔗生产的结构性选择，对原糖期价具有利多影响。另外，巴西糖的大量上市得到了强劲出口销售的配合，巴西糖占全球糖市的出口份额进一步提高。

### ★投资建议：

我们对8月份的郑糖期价持震荡观点，震荡区间或在5900-6300元/吨，震荡上行的空间要大于向下的幅度。

期权操作策略方面推荐投资者卖出1月行权价为6500的看涨期权，同时卖出1月行权价为5800的看跌期权，构建卖出宽跨式期权投资组合。

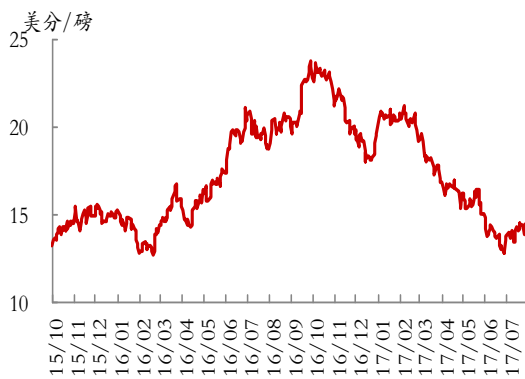
### ★风险提示：

国内陷入旺季不旺的困境导致销量不见起色。巴西货币雷亚尔汇率不稳定造成外盘原糖期价波动加剧，关注巴西中南部地区的天气状况。

主力合约行情走势图（郑糖）



主力合约行情走势图（ICE糖）

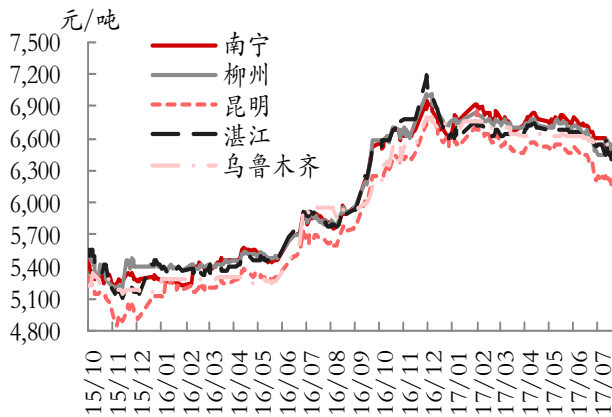


## 1、销量迟迟未见起色，终端库存处在低位

国内糖市“七死八活九回头”的说法在七月份表现得淋漓尽致，七月份国内期现货价格联袂下行，与外盘原糖期价走势相比，呈现出外强内弱的走势格局。自贸易救济调查案于5月22日尘埃落定之后，郑糖期价就开启了下行之势，此前市场对贸易救济案的期待值过高，导致忽视了全球糖市已经在向宽松格局转变的大环境，在利多出尽之后，市场逐渐变得理性，配额外即使是按照提高后的关税，相较于进口巴西及泰国糖而言国内食糖依然缺乏竞争力。

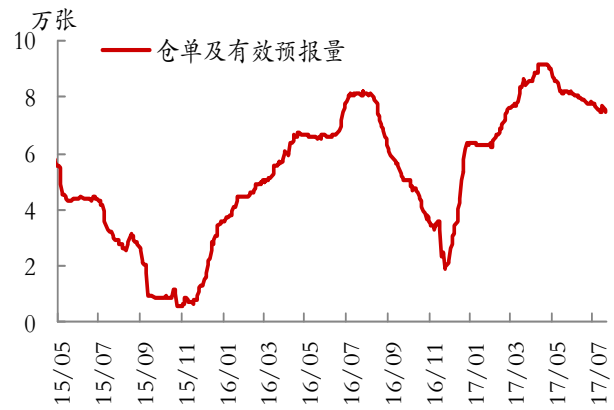
截至7月28日，郑糖仓单及有效预报折合有超过70余万吨的量，仓单流出缓慢，现货购销形势不佳。期货盘面贴水广西现货价格，因2016/17年度甜菜糖的产量同比增加了20万吨，主产地在北方的甜菜糖销路有限，且在口感方面难以与白砂糖相媲美，导致今年甜菜糖的仓单注册量出现明显增加，仓单消化的压力主要体现在甜菜糖上，期现价差拉大到300元/吨以上才会逐渐被买家接受。

图表1：国内主产区白砂糖现货报价



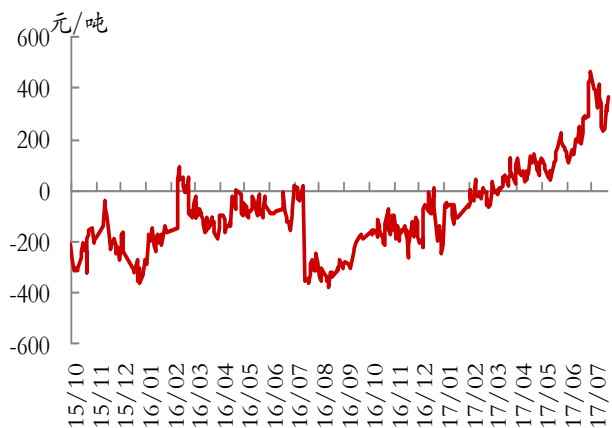
资料来源：Wind

图表2：郑糖仓单及有效预报量



资料来源：Wind

图表3：基差走势变动



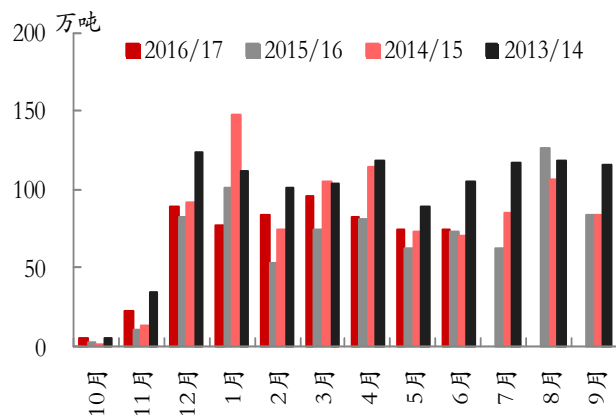
资料来源：Wind（注：基差=广西现货价-郑糖期价）

图表4：郑糖9、1月间价差

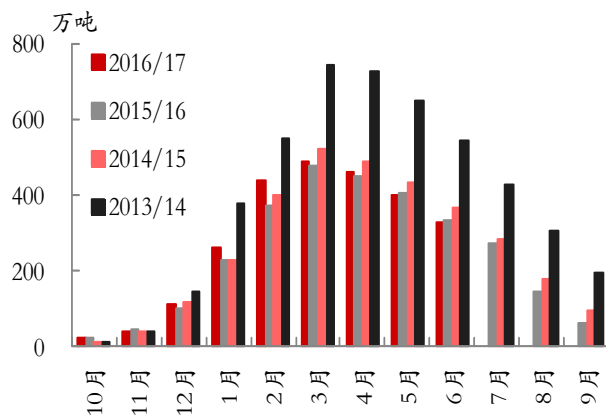


资料来源：Wind

国内糖市的运行特点已经由原来的中间商库存隐性化向以仓单为代表的库存显性化模式转变，上年度同期仓单量处在历史高位的情景仍历历在目，当前终端用糖企业的库存并不高，在买涨不买跌的心态驱使之下，买兴不旺盛，另外今年中秋节的时间较往年同期相比稍晚一些，也不利于下游补库的进行。从白糖工业库存量的同期对比来看，当前的库存状况与上年同期略降，至于市场担忧的国储糖投放会带来的增量供给，有消息称国储糖很可能采用轮出的同时等量轮入食糖现货，这样来看至9月底本年度结束我国结转库存量将依然处于低位。另外，考虑到郑糖期价经历了7月份的下跌行情，已经逐渐接近糖厂的制糖成本，在纯消费期糖厂对消费转好是心存期待的，因而成本端的支撑犹在，预计郑糖期价向下空间已不大。

**图表 5: 国内工业糖月度销量**


资料来源：中糖协

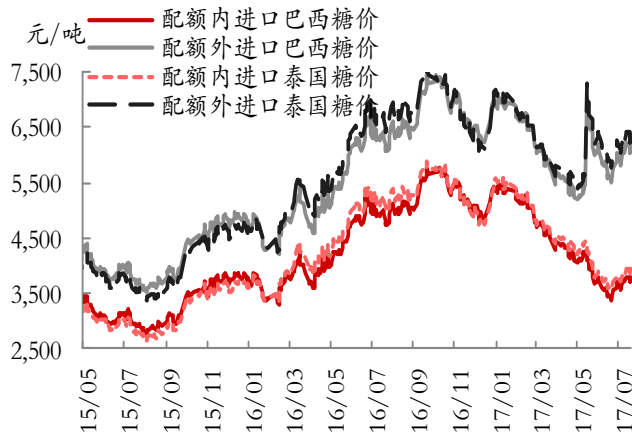
**图表 6: 我国白糖工业库存各年度对比**


资料来源：中糖协

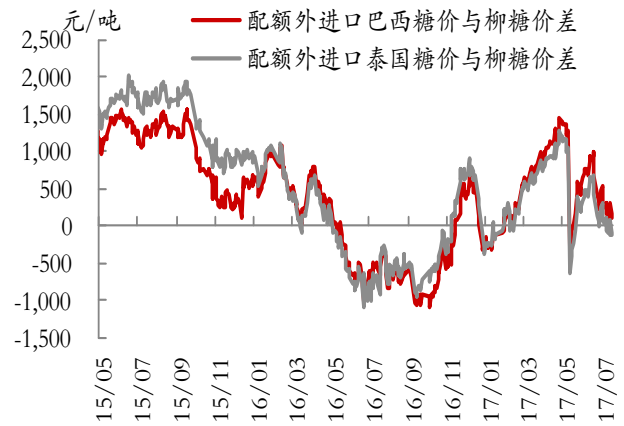
## 2、进口糖流入受限，加工糖厂开工率下滑

据海关总署通报的数据显示，我国6月份的食糖进口量仅为14万吨，同环比均有明显下滑，2016/17榨季截至6月底我国的累计食糖进口量在187.7万吨，同比降幅达23.75%。我国对于配额外的食糖进口不但实施较高的关税税率，而且还有进口许可证的限制，下半年的配额外可用部分总量已不足40万吨，可以预计接下来的几个月即使国内外食糖价差走阔，进口糖的流入量也将是有限的。

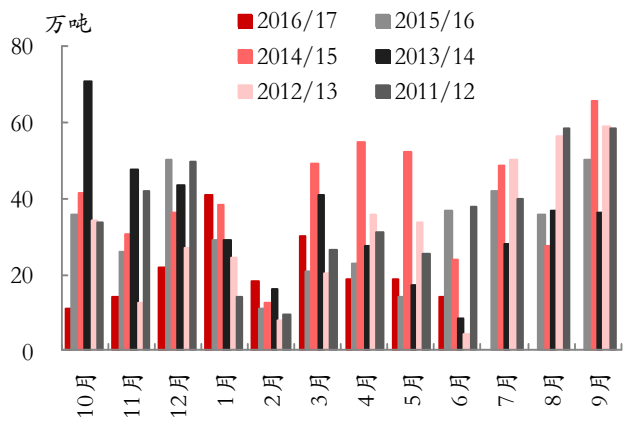
我国进口糖主要以原糖为主，受进口原料不足影响，我国主要的沿海加工糖厂开工率已普遍偏低，其中山东日照凌云海糖业自3月底就处于停机状态，而山东星光糖业的开工率也仅在20%-30%之间，福建地区的两家主要加工糖厂纷纷于上周停机，而辽宁的营口北方糖业开工率维持在30%。综合来看，加工糖的现货报价受可供销量极其有限影响，挺价意愿相对国内主产区制糖企业集团而言料更加强烈。

**图表 7: 进口加工巴西及泰国糖估算价**


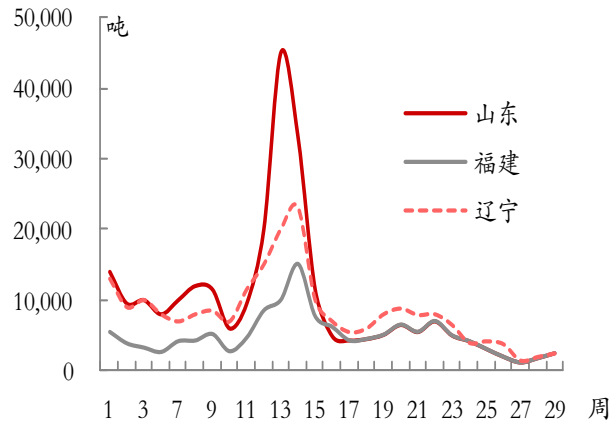
资料来源: 广西糖网

**图表 8: 国内外食糖价差**


资料来源: 广西糖网 (注: 价差=国内-国外)

**图表 9: 我国食糖月度进口数量**


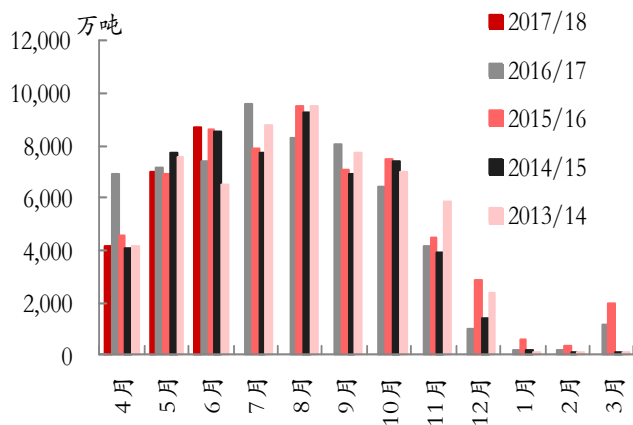
资料来源: 海关总署

**图表 10: 2017 年国内加工糖厂周度销量**


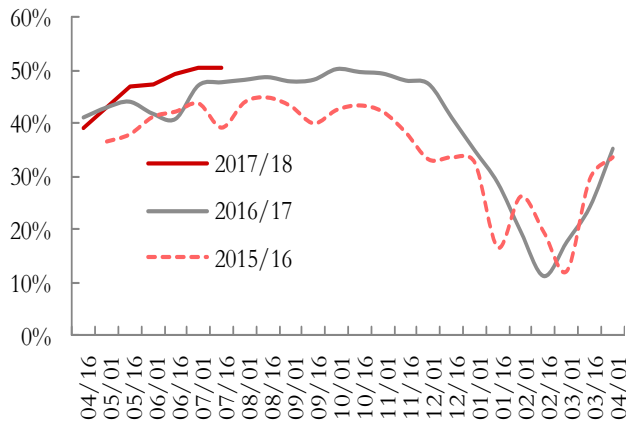
资料来源: 天下粮仓

### 3、巴西压榨进度加快，出口势头强劲

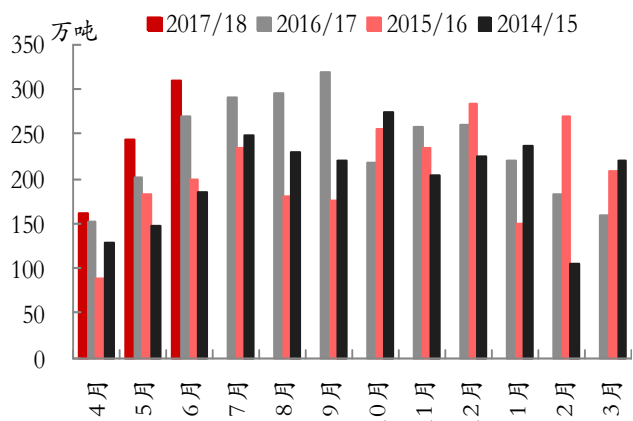
巴西 2017/18 榨季从 4 月份开始，甘蔗累计压榨量数据显示一直落后于上年度，但巴西中南部地区压榨提速，至 7 月上半月止，累计甘蔗压榨量同比下降 6%。而备受关注的甘蔗用于制糖及乙醇的比例问题，我们看到这个制糖年度糖厂提升了甘蔗用来制糖的比例，其中 6 月下半月及 7 月上半月的制糖比例均超过了 50%，累计糖产量不降反增，其中 7 月上半月糖产量高达 310 万吨。巴西对于燃料税上调的事宜虽历经波折，最终于 7 月 27 号确定进行上调，此举对提高乙醇的价格竞争力有利，而且国际原油价格走势在最近一段时间反弹，均将影响到接下来巴西糖厂对于甘蔗生产的结构性选择，对原糖期价具有利多影响。生产重心的转变并不是一蹴而就的，对产量的影响仍需持续观察。8、9、10 这三个月巴西仍处在压榨的集中期，值得注意的是，巴西糖的集中供应得到了强劲出口销售的配合，相较于其他主产国而言，巴西糖生产成本处在平均水平以下，且巴西糖的集中上市期与其他主要食糖生产大国时间上有间隔，巴西糖占全球糖市的出口份额进一步提高。

**图表 11: 巴西中南部地区甘蔗压榨量**


资料来源: UNICA

**图表 12: 巴西甘蔗用于制糖的比例**


资料来源: UNICA

**图表 13: 巴西糖月度出口数量**


资料来源: UNICA

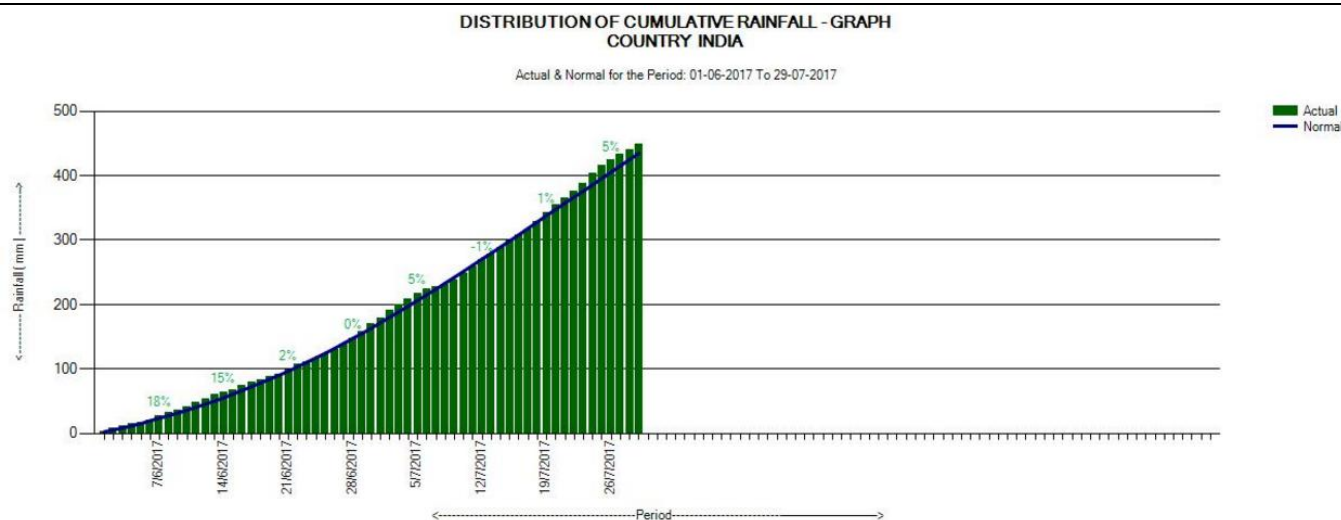
**图表 14: 巴西货币雷亚尔汇率走势**


资料来源: Wind

印度方面, 该国食糖现货当前在高位徘徊, 且最新消息面显示印度政府为保障其国内用糖需求, 或考虑增加零关税食糖进口, 并采用重新限制糖厂库存的办法。印度人口众多, 节日期间带来的消费骤增易造成国内糖价的上涨, 而印度对于食糖进口相关的政策又缺乏一贯性, 难以捉摸, 考虑到若印度不新增进口糖的话, 该国仅能依靠消耗国内库存为主, 至新糖上市前的结转库存将处在历年超低水平, 由此判断印度糖价居高难下; 若印度允许增加进口糖数量, 那么买需将促进全球糖市的贸易流流动, 对国际原糖期价又是一重利好。

而长期来看, 2017/18 年度印度大幅度增产可期, 得益于充沛的降水量, 印度糖产量有望从本年度的 2030 万吨攀升至 2500 万吨, 从而再度返回供需基本平衡的状态, 其中产量增幅最为可观的当属马邦, 据印度马邦糖业委员会及农业部的预估数据, 2017/18 年度马邦将产糖 730 万吨, 同比大增 78%。

图表 15: 印度季风期降雨量充沛



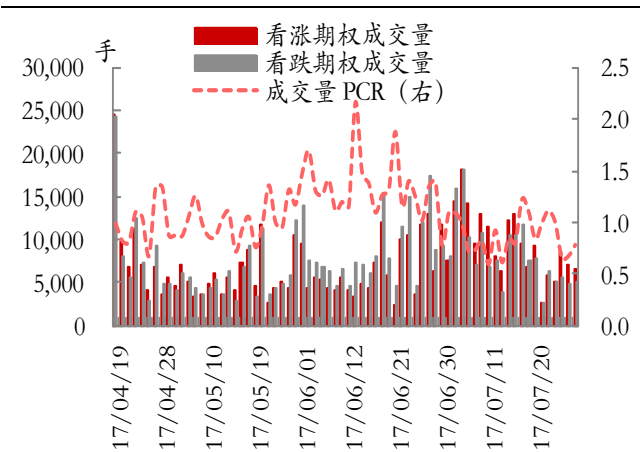
资料来源: IMD

#### 4、投资建议

当前国内供需形势与上年同期有诸多相似之处, 郑糖仓单所反映出的现货购销形势不佳导致 7 月份糖价陷入低迷。中间商及下游终端库存普遍不高, 8 月份销量能否再度上演上年同期的放量态势仍受市场期盼, 从成本端的角度考虑, 无论是主产区的制糖企业集团还是加工糖厂的加工糖价格, 继续下行空间都不太大。另外, 外围市场巴西可能调降甘蔗制糖比例, 以及印度增加食糖进口的消息占据上风, 短期原糖期价亦或支撑, 甚至有望向 16 美分/磅一线上探。综合判断, 我们对 8 月份的郑糖期价持震荡观点, 震荡区间或在 5900-6300 元/吨, 震荡上行的空间要大于向下的幅度。

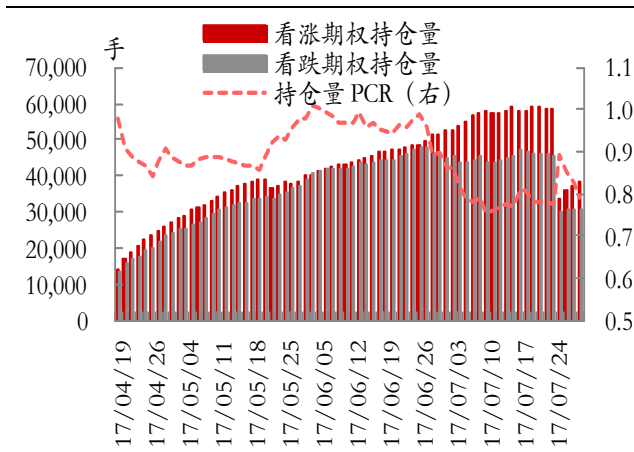
在白糖期权的操作策略方面, 基于持仓量的分布情况, 推荐投资者卖出 1 月行权价为 6500 的看涨期权, 同时卖出 1 月行权价为 5800 的看跌期权, 构建卖出宽跨式期权投资组合。

图表 16: 白糖期权成交量统计



资料来源: 郑商所

图表 17: 白糖期权持仓量统计



资料来源: 郑商所

## 5、风险提示

国内陷入旺季不旺的困境导致销量不见起色。巴西货币雷亚尔汇率不稳定造成外盘原糖期价波动加剧，关注巴西中南部地区的天气状况。

**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司（简称东证期货）是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本达10亿元，系国内四家期货交易所的结算会员。

东证期货专注于金融期货和商品期货的研究与服务，提供权威、及时的研发产品服务和投资策略；专注于信息技术的创新，创建安全、快捷的交易通道，开发多样化、个性化的交易系统；专注于构筑全面的风险管理和客户服务平台。

东证期货管理团队管理经验丰富，业绩出众，在业内享有盛誉。人才管理及激励机制完善，公司拥有硕士学历以上人员占比30%，具有海外证券和期货经历的高端人才占比10%。

2010年，东证期货发展迅猛，成绩斐然，成为业内进步最快、最受瞩目的期货公司之一。2011年初，东证期货荣获2010年度中国金融期货交易所年度会员金奖，同时获投资者教育奖、客户管理奖、技术管理奖和功能发挥奖等四项单项大奖；荣获上海期货交易所优胜会员第七名，铜、橡胶和燃料油三项企业服务奖；荣获大连商品交易所优秀会员第九名；东证衍生品研究院（原东证期货研究所）荣获大连商品交易所、和讯网第二届全国“十大期货研发团队”农产品团队全国第二名、化工团队全国第五名；荣获郑州商品交易所行业进步奖等。

东证期货全年无风险事故，充分体现了公司稳健经营，稳步发展的经营宗旨。



## 分析师承诺

### 项云

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 22 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)