



软商品：市场快报—2017年12月



# 未来何去何从？

软商品快照：变化概览

当月数据：库存减少

天气观察：拉尼娜效应？

基本面亮点：放心区间操作

ICE 更新：罗布斯塔规则变更

ICE 通知：软商品市场快报将从1月开始需要订阅：

[www.jganesconsulting.com](http://www.jganesconsulting.com)

市场研究，分析与顾问服务

## 软商品快照

### 变化概览

#### 2018: 商品之年

一年前，国际预测机构对 2017 年主要的担忧是经济增长将会乏力，而地缘政治和经济不稳定将导致 2016 年的缓慢步伐持续下去。市场担心保护主义政策将使美国经济翻车，欧洲增长受阻，欧元也有可能被消灭。这将阻碍经济复苏，世界仍将苦苦挣扎。2016 年 10 月 IMF 报告指出大宗商品只会略微复苏，并警告贸易政策倒退可能深化，令世界经济陷入更长久的困局。当时还认为中央银行的扩张式货币政策已到尽头，2017 年将会意识到这一点。自从全球金融危机以来已经经历了八年的量化宽松，欧洲市场出现任何减少买债的迹象都让市场忧虑不安。经济担忧也溢出到亚洲，特别是日本和中国。这使市场相信 2017 年将是大宗商品苦苦挣扎的一年。

但是，虽然上半年价格确实持续走软，但自此市场又重新开始冲高。2016 年最大的天气问题是干旱，而 2017 年则持续受到多过降雨的困扰，特别是大型飓风和超级台风接踵而来，造成几个国家严重破坏和灾难，许多地方没有电力和供水。野火肆虐，地震频发，火山爆发，而特朗普总统冰雹飓风式的推特也不断刺激神经。

但是末日理论并没有成为现实，股市冲上新高，突破了众多从未逾越的关口。欧元走强，美元走软，比特币表现远超任何其他货币，升幅惊人，唯一能与其相比的只有委内瑞拉的通胀率以及货币贬值的速度。中国经济并没有按预测般回落，民粹主义的兴起似乎也在放缓。虽然核战争的威胁令人害怕，由技术进步引领的第四次工业革命则带来地缘政治的不稳定，大幅减少就业安全性并打破了许多社会与传统商业关系。技术正让长期存在的行业变得过

时。事实上，12 月 10 日是杜威十进分类法日，而整整一代小孩完全不知道如何在图书馆里找本书来看看 1876 年以来广泛使用的编号系统。

进入 2018，很可能成为大宗商品之年，2017 令人意外的稳定增长有可能持续加速。基金之前做空市场，现在可能发现需要撤离或者反转，各项指标说明需求将会再次旺盛，而商品价格还将进一步提振。美元可能疲软。世界银行已经将原油目标价格从今年 55 美元提高至 60 美元。随着美元走软，软商品可能与金属价格齐升，同时新兴市场可能产生更广泛的全球需求。巴西仍然可能从之前的衰退中反弹。根据经济学人巨无霸指数，巴西购买力排名第六，瑞士排名第一，接着是瑞典、挪威、美国和芬兰。特朗普总统据称特别喜欢汉堡，每次吃两个，是他最喜欢的快餐。美国巨无霸平均成本是 5.30 美元，欧元区为 4.47 美元，哥伦比亚 3.24 美元，菲律宾 2.65 美元，埃及倒数第二便宜为 1.75 美元。瑞士人则为这款经典汉堡付出 6.74 美元。

虽然担心今年全球贸易放缓，国际贸易量已经在增加。表现在船运路线削减之后造成货物运力紧张。散货船在商船中数量最多，约占总船舶数量 30%。

虽然个别市场具有独特的基本面，商品的兴衰周期往往同步发生，受到一段时期的超强需求和高价格刺激，加大生产而需求冷却之后迎来漫长的下行周期。进入 2018，已经有迹象显示牛市正在抬头。金融危机后经历了漫长时期后，全球需求似乎加速上升。去年和今年初局势不清，欧元区开始分裂和中国的重大挫折最终都有惊无险的过去了。特朗普政府也几乎能够安然度过第一年，不管媒体如何报道和反对特朗普的情绪，他应该没有犯下什么可弹劾的行为。股市继续上行趋势，美国经济持续向前。拉尼娜可能为东南亚带来雨水，同时保持西非可可地区不受严苛的天气考验。

原糖和棉花从全球需求增长中受益最多，反映在它们的价格反弹，虽然报告称供应过剩，库存却并未增加。

#### 原糖：

##### 大幅过剩并未增加库存：

一年多以来，贸易商一直在考虑本年度预期的产量过剩，几个发布的统计大概在 5-600 万吨，包括 USDA 和国际糖业组织和各种贸易报告。但糖价仍然上涨。

结果：市场并非无视产量可能超过需求 5-600 万吨的大概率，而是这并不会给库存带来同样大规模的增加。出口和进口的差异在统计上无法解释，将使库存增幅相当有限。根据国际糖业组织最新数据，实际期末库存本年度只会增加 140 万吨，而产量比使用量超出 500 万吨。此外，当库存跟消费相比时，其比率实际上有所减少，表示本年度供应量虽然过剩，供应实际变得更加紧张。

巴西聚焦于乙醇和原糖：在 2017-18 作物压榨过程中，乙醇继续比原糖更加获得青睐。本年度开始时原糖领先，过半数作物用于榨糖，但随着乙醇价格反弹情况改变，税收优惠刺激生产燃料。

结果：虽然巴西甘蔗收割将持续至 3 月底，每周压榨已经开始减少，大部分作物已经收割和加工。本年度来说原糖产量同比增加 2.3%，但这个数字并不完整。用于乙醇的甘蔗比例正在下降。本年度累积量为 47.3% 高于去年的 46.73%，但当前数字下降至 42.5%，降幅明显。原糖产量一度同比增长 6%，但现在已经降为增长 2%。在 2018-19 该趋势应该将会持续，这将减少供应市场的原糖数量。当前糖价已经反映了这种可能。

#### 咖啡

尽管降雨巴西 2018-19 不安情绪持续：市场还将再等一会才能确认下个巴西咖啡作物的前景，因为作物发育阶段还不足以判断产量潜力。最近雨水增加，显然这个时候的雨水都备受欢迎，有利于整体作物生长，但有些地区之前过于干旱，应激严重，即使降雨也无法达到最大潜力。问题是其他地区的产量是否足以抵消，是否仍然可能实现丰收。市场需要巴西大丰收。一般的良好收成并不足够。

结果：还需要再等一段时间才能认真考虑下个作物规模。现已有证据显示部分农户约 10% 的作物可能已经受到损失。这还没有考虑到其他地区，产量并没有受到严重影响而其他地区则可能遭受更大破坏。显然作物产量并不均匀。果树图片显示仍然发生咖啡钻虫和咖啡果实疾病。钻虫啃食果实内部，留下一个黑孔。咖啡果实疾病则表现在树节的黑色真菌，并蔓延到果实。如不处理，可能继续蔓延并成为产量的严重威胁。由于巴西库存很低，作物几乎要做到完美才可以在下季获得充足供应，并在 2019-2020 前提供一些库存缓冲，该年度产量将再次下降。

越南作物前景：咖啡地区获得大量降雨。在生长季节中一直担心雨水过多，经历了两年低雨水后，农民灌溉依赖的水库水位降低。

结果：由于水分充足，今年咖啡果实颗粒较大，有助作物前景。USDA 专员预测越南咖啡产量为 2990 万吨，较 6 月初期作物预测上调 130 万吨，同比增加 320 万吨，主要由于本年度降雨改善。由于期初库存相当低，整体分配将比去年多 60 万包，但原来认为今年出口将会下降而非上升。收获期间的降雨也刺激果树不合时宜的开花，可能有损 2018-19 前景。

哥伦比亚遭遇挫折：上个月报告 10 月产量，新的主要作物的第一个月，显著低于去年。并不确定这是否个别情况而产量还将反弹。USDA 专员预

测新农事年的总产量为 1470 万包，较 2016-17 高出 10 万包。

**结果:** 哥伦比亚咖啡联合会认为不仅 10 月咖啡产量受损，11 月和 12 月也受到作物开花关键时期暴雨的影响，导致产量减少。这是收割最活跃的时期，根据当前预测，可能损失高达 60 万包。哥伦比亚不断复原咖啡农场，希望持续提升生产力，而现在增产目标受到挫折。上个十年底开始哥伦比亚曾有四年产量相当低，主要由于天气不稳定、疾病和果树老化。哥伦比亚已经强劲反弹，预计产量最终将恢复 1990 年代的高记录，当时收割了超过 1700 万包。

### 可可

**可可过剩预测下调:** 国际可可组织之前预测 2016-17 产量过剩为 37.1 万吨。现在小幅下调。

**结果:** 2016-17 最终产量并不如之前预期的那般庞大，过剩量现已减至 33.5 万吨。当然这仍然相当大。但是作物质量并不好因此实际的加工量远不如过剩产量那么多。这也是可可现货市场表现出紧张的原因之一，可可脂相对可可豆价格飙升。相当多比例的可可豆被拒收，可可脂含量较低。

### 棉花

**需求启动:** 棉花价格由于大幅出口销售而提振，可能迫使 USDA 将本年度目标提高 100 万包，并降低美国期末库存。

**结果:** 去年已经开始看到，产量虽然可能高于预期，但需求也在激增。市场因此一直上涨，不再将大规模作物视为问题，反而是销售更多棉花的机会。从美国销售棉花的角度看，市场似乎注定要重演历史。市场之前受压，主要是由于预期期末库存将至少达到 600 万包。按至今的销售，似乎期末库存不会超过 500 万包。订购美棉的主要销售期

尚未到来。美国以外的供应不会像之前预测的那般庞大，这也有助美棉今年的销售。

### FCOJ

**USDA 下调佛罗里达柑橘预测:** 上个月市场认为佛罗里达柑橘产量的最初作物评估过高。飓风艾尔玛袭击后并没有足够时间，该报告不能完全评估损失。

**结果:** 佛罗里达柑橘产量现在预测为 5000 万箱，较最初预测低 400 万箱，如果不是强烈飓风的破坏，实际产量可能还要高出 2500 万箱。积水可能导致根系腐烂，更多果实可能从树上脱落，作物前景进一步恶化。价格已经在飓风前的水平上涨，但虽然作物产量已经降至 60 多年来最小的商业作物产量，升幅远远没有达到之前的记录水平。原因是供应减少的同时高价格也导致需求减少，两者几乎同步。虽然现存的加工橙汁数量相当低，需求一路减少，更高的库存也没有必要。巴西 2017-18 收获强劲反弹，现在已近尾声，这也保持市场适当供应。当然，这个冬季如果出现霜冻将对产业造成更大打击。

## 当月数据

国际咖啡组织报告 9 月和 8 月出口下降之后，10 月亦报下降。10 月出口只有 879.9 万包，低于去年 992.8 万包。数量减少主要来自巴西天然咖啡和罗布斯塔。哥伦比亚淡味咖啡和其他淡味咖啡的出口降幅较为轻微。巴西和越南过去 12 个月的出口下降被印尼和洪都拉斯出口增加所抵消。过去 12 个月出口量仍然远高于前 12 个月（11 月至 10 月）。由于这是新作物销售年的第一个月数据，并无 2017-18 的累计比较。前 12 个月出口超过 1.2 亿包，而一年前为 1.175 亿包。

绿咖啡组织报告 10 月认证库存减少，但美国整体库存水平仍然是 1993 年以来最高。总库存为 703.5 万包，远高于一年前水平。这是第三个月库存减少，反映了季节性下降。算上这三个月下降，全年库存仍然大幅增加 82.5 万包，而前一个月达到 93.4 万包。随着出口放缓，未来几个月库存可能继续下降。

象牙海岸可可港口到货量开始收窄今年与去年的差别，预期提高，产量或许并没有下降那么多，主要由于天气良好和良好作物护理。去年产量首次突破 200 万吨。

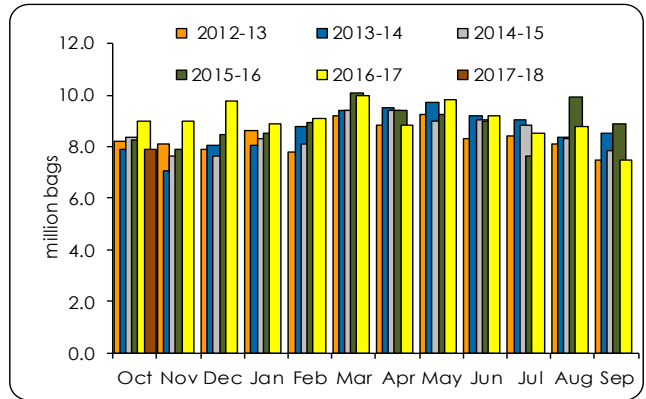
可可脂和可可粉对可可豆的合并比率达到 3.83，创下 12 年来记录。这表现极为诱人的加工利润，将有助研磨量增长。

世界食糖产量预期达到 1.79 亿吨新高，去年为 1.68 亿吨，天气预计有助产量，同时欧洲甜菜种植也大幅提高。这是产量增长的第二年，去年增幅较低，2015-16 产量为 1.64 亿吨。2013-14 产量达到 1.74 亿吨的高位，但厄尔尼诺导致连续减产。

中国棉花统计结余比之前大幅改善。期末库存预计从去年 4842 万降低至 3966.9 万，远低于 2014-15 累积起来的 6692 万。中国国内棉纺使用量开始恢复，2017-18 消费量为 3900 万，同比增长 150 万，从 2013-14 的低位回升，当时棉纺需求降至 3400 万。中国棉花使用量仍远低于 2007-08 的 5100 万高峰。

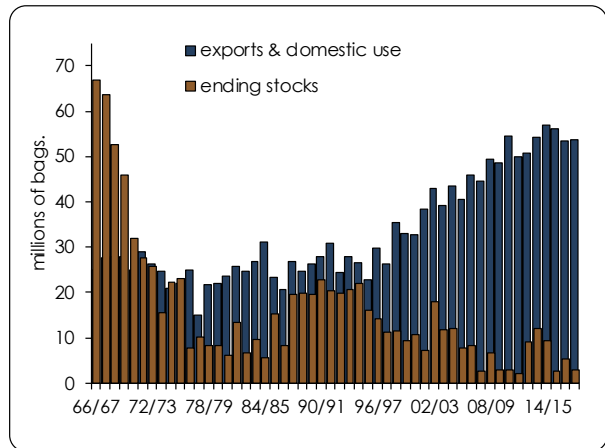
橙汁需求持续下降。本年度起步缓慢，随着价格上涨，需求将受挫。累计散货出货量下降 25.1%，零售/规格出货量下降 9.5%，合并降幅为 22.1%。该降幅与尼尔森报告的零售销售数据保持一致，显示需求持续减少。

10 月咖啡出口量同比下降 - 连续第三个月



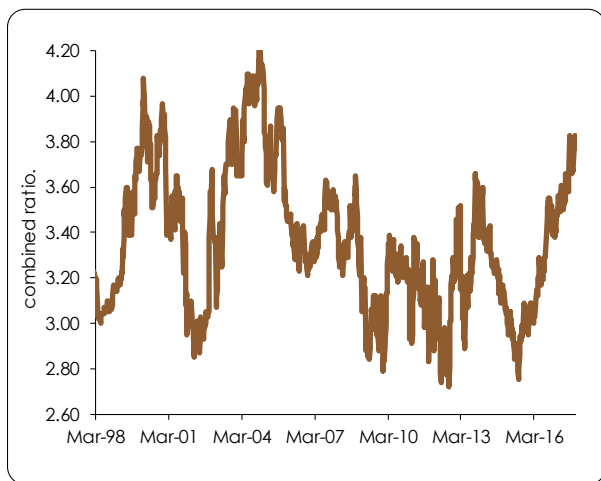
来源：ICO

因供应紧张，巴西出口预测下调而需求增幅平稳



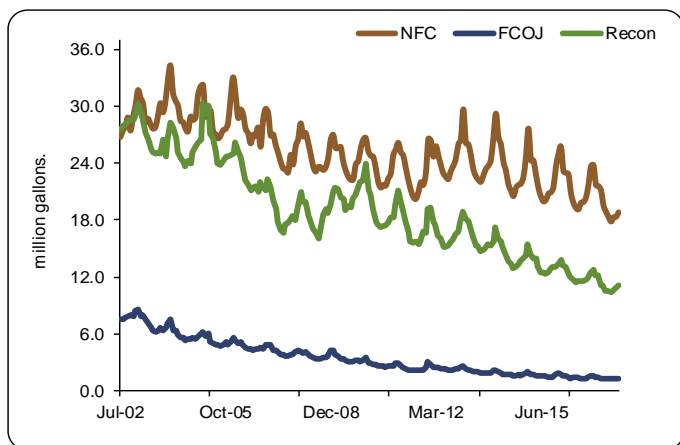
来源：USDA

可可脂和可可粉合并比率为 12 年高位



来源：Milling and Baking News

美国零售橙汁销售未见季节性上升



来源：Nielsen Scantrack

## 天气观察

### 拉尼娜效应？

气象学家相当肯定当前拉尼娜条件将持续至 2017-18 北半球冬季，概率为 65-75%，拉尼娜表现为太平洋中东部赤道海洋表面稳定低于平均。在拉尼娜时期，东风提速，将温暖海水推向印尼和澳大利亚海岸，为南亚带来极高的降雨和风暴，在南美洲造成干旱天气。相比之下，在厄尔尼诺年份全球可可产量一般减少 5%以上，但拉尼娜时期全球可可产量则平均增加 4%。拉尼娜时期似乎提振象牙海岸的可可产量。例如，1985-86 和 2005-06 的拉尼娜事件造成产量较六年产量平均值提高了 13.2%。拉尼娜对加纳的可可产量同期提升 4.91%。强度越大，作物前景越好。可可市场预期条件改善，最近已经下跌，预计产量降幅不会像之前那么多，部分由于拉尼娜状况的存在。产量收益的程度取决于这些状况发生的时间和烈度。

对于巴西咖啡，拉尼娜状况并没有造成统计上的差异。越南会获得更多降雨，但如果过于严重则可能有损产量。哥伦比亚亦是如此。现在已有担心之前的豪雨可能造成 10 月-12 月产量损失。

虽然部分产糖国家可能受到拉尼娜状况的不利影响，但其他国家因此受惠往往可以抵消严苛天气的冲击。食糖生产现在已经不再集中，这也降低了严重天气风险的机会。

这个时间佛罗里达柑橘很快将面临寒潮的风险。这个冬季会不会更暖或者更冷，意见分歧。农民年鉴预测冷冬而 NOAA 则认为暖冬，但这并不意味着不会出现短暂寒冷天气。这只是降低了北极气团长

驱南下影响柑橘作物的几率。冬季最冷的时间还是圣诞节到 1 月中，此后严重寒潮的机会就小了。越往后面，果实就越成熟，造成的破坏也越小。产量已经锐减，任何损失都会造成明显的百分比降低。飓风艾尔玛带来的洪水导致根系弱化，果树可能更容易受到伤害。跟以往一样，霜冻的机会不大，但市场将很快开始对天气变得更加敏感。

对于棉花，在春季之前天气都不是重要因素，春季农民将开始再次种植棉花。在这之前，冷冬更好，有助果树今年丰收之后休息。可可价格过去一周下跌，由于主要国家天气预报转好。预计哈麦丹风略弱，这将减少作物压力。

## 基本面亮点

### 放心区间操作

在我近 35 年跟踪软商品的生涯里，我见过每个市场的极端，包括高位和低位，经历了多个周期。我的事业生涯里原糖曾跌至每磅 2.3 美分，也曾飙升至 37 美分，但许多年来一直在 8-10 美分之间，然后 12-14 美分，最近停留在 14-16 美分。原糖市场可以找到 2 美分的区间并长期停留，几个月来回波动。我曾见过棉花市场低至 30 美分和高至 2 美元，但多数年份市场在 60-70 美分或 65-75 美分之间来回，可能偶尔向上或向下突破，但很快又回到舒适区。价格太低，播种面积就会减少，需求受到刺激；价格太高，出口放缓而播种前景不利。咖啡价格也似乎总是回归熟悉的交易区间，特别的年份往往是由于供应中断导致市场走向极端水平，然后产量激增，市场应声回落。在过去三十年咖啡曾低至 32 美分也曾高达 3 美元，但多数时间在每磅 1.2 到 1.4 美元之间。虽然一些农作成本已经增加，但农场还有其他节省，每公顷单产提高，这就是为何市场仍然交易着 30 年前的同样价格。

可可和 FCOJ 市场不像原糖、棉花和咖啡那样具有较为明确的交易区间。可可往往波动较大，一个季节内来回大幅波动，年与年之间差异很大，取决于西非的产量预期。与其他软商品相比，可可市场似乎更容易从牛市转为熊市然后再次翻转。FCOJ 市场也表现出更大的价格波动性，由于市场基本面犹豫不决，一方面担心低产量导致供应短缺，另一方面认识到需求也会同步降低。

## ICE 更新：规则更改

### 摘要-罗布斯塔规则更改

从 2018 年 7 月到期后开始，三个重要规则更改将会生效。

- 1) 缩短结算时间
- 2) 装载费用 (卡车交货价) 纳入期货价格
- 3) 租金
  - a. 纳入期货价格直至交割月结束
  - b. 全球平均租金调整

### 影响

仓库管理者—了解 2018 费用结构

认证库存持有者—认识到 2018 年 7 月开始的阶跃变化

现货市场参与者—考虑与差价相关的期货参考点，本地出口商应了解变化，意识到定价时价差变化。

重要提示：缩短结算：从 14 天变为 4

根据新规则，首个通知日是 2018 年 6 月 26 日

联系人：

Tim Barry: [tim.barry@theice.com](mailto:tim.barry@theice.com)

Toby Brandon: [toby.brandon@theice.com](mailto:toby.brandon@theice.com)

## ICE 给软商品市场快报读者的通知

### J Ganes Consulting 软商品市场快报将于 2018 年 1 月起需要订阅

ICE 从 1 月起不再提供外部提供的研究。软商品市场快报从 2009 年开始每月撰写并作为一项服务提供给 IB 及其他业内人士，该报告仍然继续发表但将由 J Ganes Consulting, LLC 直接提供服务。

欲了解如何继续收到本报告，请联系：

Judith Ganes, President  
J Ganes Consulting, LLC

[judyg@jganesconsulting.com](mailto:judyg@jganesconsulting.com)  
[www.jganesconsulting.com](http://www.jganesconsulting.com)

### 关于 J Ganes 咨询公司

J. Ganes 咨询公司为食品和农产品公司提供可以信赖的中肯研究、专家分析和历史视角。我们的市场报告、定制研究、顾问服务和工作坊提供了深刻洞见、精准预测和客观思维。

我们从关键性行业刊物以及业内人脉联络中提取资料，过滤和汇总供需信息；对该信息加以解读，然后结合您的环境为您的业务提供支持。

请访问 [www.jganesconsulting.com](http://www.jganesconsulting.com) 以获得其他可供订阅报告的两周免费试阅，或者了解我们提供的其他顾问服务，包括风险管理以及期货期权使用工作坊和私人培训，可在全球提供。

本新闻通讯是由 ICE 交易所免费为您提供。以下是一些关于 ICE 期货以及软商品的有用连接。



## 关于 ICE 美国期货交易所

### 合约规格

[可可](#)

[咖啡“C”](#)

[棉花](#)

[冷冻橙汁\(FCOJ-A\)](#)

[11 号原糖](#)

[世界棉花](#)

## 关于 ICE 欧洲期货交易所

### 合约规格

[伦敦可可](#)

[伦敦罗布斯塔](#)

[伦敦白糖](#)

[欧元可可](#)

[集装箱化白糖期货](#)

### 亚太区域邮箱

[asiapacific@theice.com](mailto:asiapacific@theice.com)

电话 + 65 6594 0160

## 订阅 ICE 期货交易所新闻快报

### ICE 网络研讨会

本报告是由 ICE 美国期货交易所的一家第三方服务提供商撰写。本报告中提出的观点和意见完全来自 J. Ganes 咨询有限公司。ICE 并未核实提交的信息，对其准确性或完整性亦不作保证。本报告中的观点不一定符合洲际交易所或 ICE 美国期货交易所或者 ICE 欧洲期货交易所的观点，不可构成向各交易所提出任何索赔的依据。期货和期权交易涉及风险，并非适合所有人参与。