

政策框区间，16 糖市总体乐观

一、15 年行情回顾

15 年在糖料生产周期上为增产转减产的第一年，国内白糖产量也从前一榨季的 1330 万吨降至 1050 万吨，下降幅度约 21%。不少白糖期货投资者在年初便看好糖市，而实际盘面的走势也多少验证了这些期待。由 15 年 1 月初开始，主力合约由 4550 附近一路走高，较为顺畅地涨至 4 月中下旬的 5680 附近。这一段涨势背后的基本面逻辑为白糖压榨期间，投资者最为关心的白糖国内产量及天气利多，给予多头士气。但与此同时，内强外弱、价差进一步扩大、产销数据疲软等利空因素使上涨蒙上隐忧。自 4 月中下旬起，随着 14/15 榨季生产逐渐进入尾声，投资者关注重点转为销售以及进口情况。此前的利空因素持续发酵加之旺季不旺的销售数据以及频繁超出预期的进口数量给予空头打压动力。在期市表现上，4 月下旬-6 月下旬，主力合约围绕着 5600 一线上下震荡。7 月初至 8 月，受进口数据利空及系统性风险影响，郑糖震荡下行至 5000 以下。9 月开始至 12 月下旬，糖市迎来多重利好：15/16 榨季预期减产、进口数据逐步减少以及国际糖市显著回暖。于此同时，新糖开榨压力及年底清关压力也不可小觑。多空纠结，表现在期市上为 9 月到 12 月的偏强震荡。

总体而言，15 年糖市虽有几处整理、回调，但整体走势偏强并且上升动能仍在。进入 16 年，我们对国内糖市仍维持总体乐观的观点。在以下的章节中，我们将对国际糖市、国内糖市基本面以及几项值得重点关注的矛盾点进行梳理和分析。

图表 1. 郑糖主力合约日线图



数据来源：博弈大师，新世纪期货研究院

二、国际糖市基本面：

敬请参阅文后的免责声明

期市有风险 投资须谨慎

1. 国际糖 15 年回顾

15/16 榨季，国际糖市由供应过剩转为供需偏紧，糖价显著回暖。从 15 全年来看，上半年受 14/15 榨季供需宽松以及巴西雷亚尔一路走低影响，ICE 主力连连跌破历史地位，最低时达到 10.13，为 6 年最低位。而自 8 月下旬开始，对于新榨季的供应缺口预期、雷亚尔的回暖、厄尔尼诺的实际影响等众多利好使得 ICE 主力合约一路上涨至 11 月的 15 美分附近。截至 12 月底，ICE 主力仍然位于 15 美分附近的高位整理平台。

图表 2. ICE11 号原糖主力日线图



数据来源：博弈大师，新世纪期货研究院

2. 机构预测：供应缺口成共识

全球主要机构对于 15/16 榨季普遍持供应存在缺口的预测，数字集中在 400-500 万吨附近（见图表 3）。自 15 年下半年开始，包括 ISO, KINGSMAN, GREEN POOL、福四通在内的多家机构，出于全球糖市低迷导致生产受挫、不利天气影响主产区产量等原因对全球供应缺口进行了多次修正上调。9 月，Kingsman 上调 15/16 全球供应缺口至 120 万吨；福四通给出自 09/10 以来的第一次供应短缺预测，预计全球糖市 15/16 年度供应短缺 380 万吨。10 月，Datagro 上调 15/16 榨季全球糖供需短缺至 257 万吨，其 9 月预估为 236 万吨；Green Pool 大幅上调新榨季全球糖短缺至 560 万吨，其 8 月短缺预估为 480 万吨。11 月，ISO 在季度报告中将 15/16 年度全球糖短缺预估由此前的 250 万上调吨至 350 万吨。福四通也将全球 15/16 年度糖供应短缺预计由 9 月的 380 万吨上调至 560 万吨；Kingsman 上调供需缺口至 330 万吨。12 月，Kingsman 将缺口调高到 560 万吨，Crarnikow 将缺口调高到 820 万吨。权威机构轮番上调其缺口预估表明简单地从“产量-消费”平衡角度看，新榨季供需结构进一步改善，至少是有利于去库存的。15/16 榨季供需格局的改善向糖市传达了积极的信号。以下表格是 12 月中旬统计的各大机构最新供需平衡预估。

图表 3. 主要机构对全球糖市平衡预测列表

主要机构对全球白糖平衡预估(单位：百万吨)			
机构	预估日期	预估 15/16 平衡	14/15 年度糖市平衡
Morgan Stanley	12 月 21 日	-3.49	6.219
Crarnikow	12 月 17 日	-8.2	3.8
Platts Kingsman	12 月 15 日	-5.3	3.7
JSG Commodities	12 月 10 日	-3.5	

INTL FCStone	11 月 12 日	-5.6	0.5
ISO	11 月 5 日	-3.5	2.2
Datagro	10 月 14 日	-2.57	3.88
Green Pool	10 月 7 日	-5.62	3.06
Rabobank	10 月 5 日	-4.8	3.7
ASR Group	8 月 4 日	-2.7	3.7
Bioagencia	7 月 22 日	-2.42	2.33
JOB Economia	7 月 22 日	-4.5	-0.5
Copersucar	7 月 10 日	-1.5	8

数据来源：广西糖网，新世纪期货研究院

3、巴西雷亚尔跌势暂缓，前景仍不容乐观

15 年雷亚尔兑美元汇率与 ICE 原糖合约的相关性达到 0.942，即强正相关，可见巴西雷亚尔汇率是影响 ICE 价格的一个极为重要的指标（见图表 4）。15 年雷亚尔兑美元于 9 月下旬最低时跌破 0.24，较年初的 0.37 附近跌幅超过 50%。雷亚尔大幅贬值的根本原因在于 15 年巴西国内经济疲软，创下 25 年最大衰退。雪上加霜的是，15 年 9 月上旬，标准普尔剥夺了巴西的投资级信用评级，即从“BBB-”下调至“BB+”，评级展望仍为负面，意味着评级有可能再遭调降。9 月下旬，BRL/USD 开始的止跌企稳或是因为碰触“0.25”关口反弹，亦或是对于此前超跌的技术修复，但巴西经济并未实际好转。展望 16 年，一方面，美国经济表现强势，也可能有新加息动作，美元的强势得以延续。另一方面，巴西国内经济短期难以改善，雷亚尔颓势难改；巴西雷亚尔兑美元前景堪忧，或有继续下跌可能。

图表 4. 雷亚尔兑美元汇率与 ICE 原糖合约走势对数图



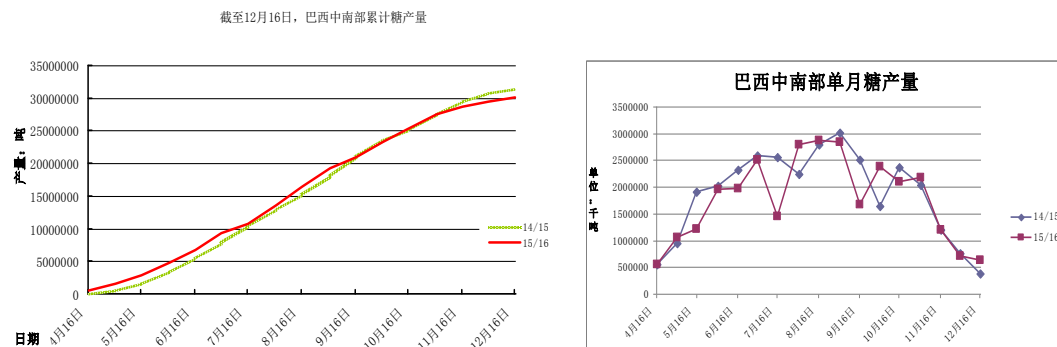
数据来源：Wind 资讯，新世纪期货研究院

4、主产国关注要点

巴西是全球最大食糖生产国，而其中南部地区又占据巴西全国甘蔗产量的 90% 左右。根据巴西 UNICA 15 年 12 月中公布的报告，截至 12 月上半月，巴西中南部地区 15/16 榨季累计甘蔗压榨糖与乙醇之比为

33.33%:66.67%，去年同期比值为 32.4%:67.6%；累计甘蔗含糖量(TRS)为 131.98 千克每吨，同比降低约 3.5%。7 月开始的厄尔尼诺对于巴西甘蔗生产有着不利的影响，但其对于实际产糖量的影响似乎不及预期(见图累计产糖量)。含糖量的降低可视为收榨期间多雨对产量带来的实际不利影响。但收榨进度的减缓实际影响有限，因可通过延长收榨时间弥补。总体来看，15/16 榨季巴西食糖产量或较上榨季有一定减少，单减幅也许十分有限，不应过分看多。

图表 5&6. 巴西中南部地区累计&分月产量图



数据来源：Unica: bi-weekly report, 新世纪期货研究院

印度方面，本榨季产量或受厄尔尼诺不利影响。根据印度官方 11 月份预估，受不利天气影响，其本榨季糖产下调为 2700 万吨，较 7 月预估减少约 3%，上榨季该数据为 2830 万吨。另有机构给出本榨季印度产量为 2600 万吨以下的预估。政策方面，15 年 2 月，印度宣布对食糖出口配额为 140 万吨，且每吨进行约 62.83（布瑞克数据）美元的直接补贴政策；而目前该补贴到期。15 年 11 月，印度内阁传出对蔗农每吨直补 0.68 美元及 15/16 榨季强制出口 400 万吨食糖的计划。印度减产促使了印度国内糖价的提高，国内外价差使得其出口优势减弱。在缺乏出口直接补贴的情况下，印度厂商出口意愿不足。

5. 国际糖市小结

15/16 榨季，虽有各大机构对供应缺口达成共识，但雷亚尔弱势难改、最大食糖出口国巴西产量或好于预期，ICE 原糖冲高幅度有限。暂对 ICE 原糖持震荡观点，上方关注 16、17 美分压力，下方关注 13/14 美分支撑。ICE 原糖 16 年运行区间或在 13-19 美分，若以配额外 50%关税计算，加工完税后成本约对应 4300 元-6000 元人民币/吨附近。

三、国内糖市基本面

1、供需平衡表分析：供需或偏紧平衡

图表 7. 国内白糖供需平衡表

国内白糖供需平衡表 单位：千吨						
榨季	13/14		14/15		15/16	
	USDA 官方	新修正	USDA 官方	新修正	USDA 官方	新修正
期初库存	6793	6793	8832	8832	7187	7287
甜菜糖产量	811	811	800	800	820	780
蔗糖产量	13452	13452	10200	10200	10000	9800
总产量	14263	14263	11000	11000	10820	10580

总进口	4330	4330	4800	4800	5500	5500
总供给	25386	25386	24632	24632	23507	23367
总出口	54	54	45	45	45	45
总消费	16500	16500	17400	17300	17700	17500
期末库存	8832	8832	7187	7287	5762	5822

数据来源： USDA: sugar semi-annual, 新世纪期货研究院

(a)、产量

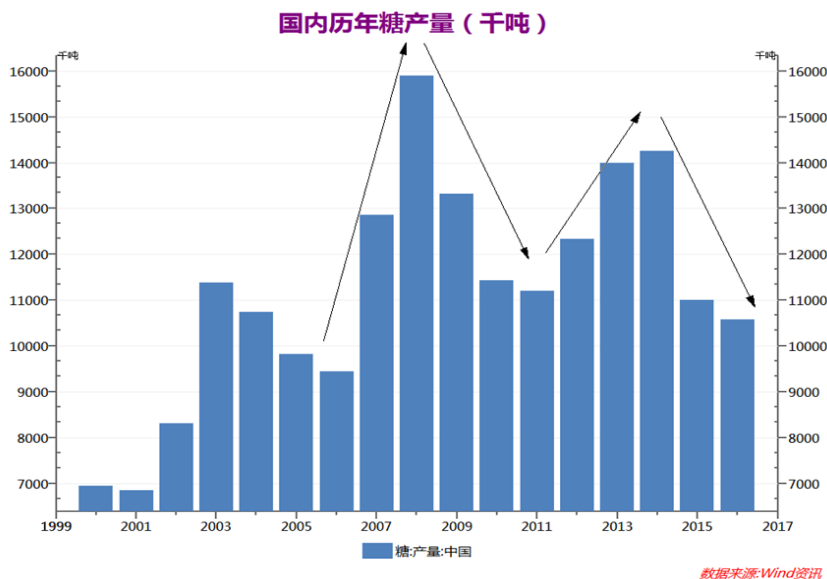
甘蔗糖方面，自 13/14 榨季开始，过低的糖价以及其他作物的相对利润优势降低了农民对甘蔗的种植兴趣，国内甘蔗种植面积连续两年减少。周期上，15/16 榨季为减产第二个榨季。根据 USDA 预计，15/16 榨季种植面积较上榨季减少 9% 左右（见图表 8）。除了种植面积减少，不利天气亦对蔗糖产量有着极大影响：厄尔尼诺影响下初春的旱灾席卷了西南大部，已受损的甘蔗生长在夏季又遇洪涝、台风等不利影响，株高、含糖量受到了显著影响，从而降低蔗糖单产。甜菜糖方面，种植面积及单产预计变化较小。USDA 给出 15/16 国内糖产量合计为 1058 万吨。作为参考，布瑞克预估值为 950 万吨，糖协给出数据为 1000 万吨（包含陈糖结转）。

图表 8. 国内甘蔗种植面积统计

国内甘蔗种植面积 单位：千英亩						
	13/14		14/15		15/16	
项目	USDA 官方	新修正	USDA 官方	新修正	USDA 官方	新修正
种植面积	1810	1810	1720	1720		1550
收获面积	1810	1810		1630		1480

数据来源： USDA: sugar semi-annual, 新世纪期货研究院

图表 9. 国内白糖历年产量周期变化图



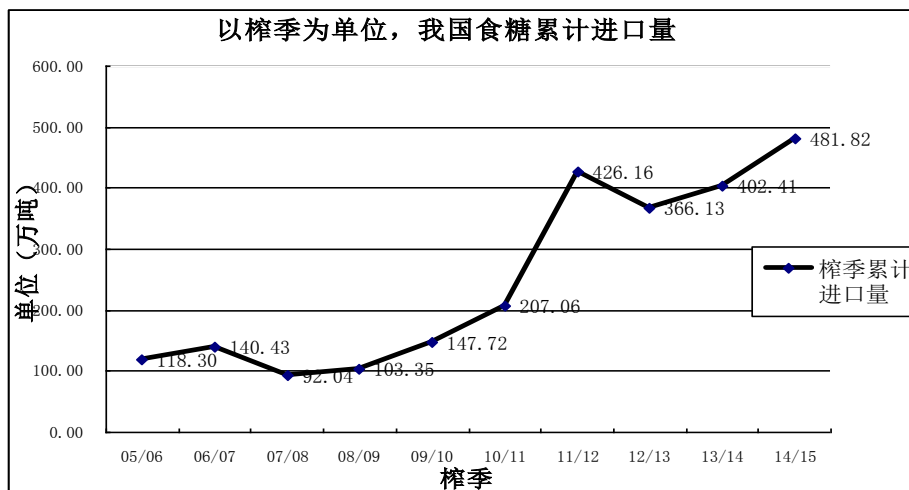
数据来源：wind 资讯, 新世纪期货研究院

(b)、进口

15 年 10 月中旬，商务部公布 16 年食糖进口关税配额。公告中称，2016 年食糖进口关税配额总量为 194.5 万吨，其中 70% 为国营贸易配额，与 15 年持平。我国食糖进口采用关税配额制，配额内收取低关税，配额外的关税按 50% 收取。

在我国食糖内外价差较大的现状下，配额外进口利润仍然巨大：粗略地计算，9 月份时，国内糖价相当于两倍的 ICE 糖价，进口配额外完税加工后利润仍在 1500 元/吨以上；12 月，内外价差有所回落，但进口加工利润仍在 500 元/吨以上。配额外的进口量需另外依靠进口管控及行业自律等行政手段才不至于过多涌入国内冲击国内价格。展望 16 年，国内诸如布瑞克等机构预测 16 年进口量为配额内+配额外合计 380 万吨附近。结合国内外价差较大以及国内供应偏紧的事实，我们参考并采用了 USDA 对于进口量为 550 万吨的预估。对于进口糖需要注意的是，一方面，预计 16 年进口政策将较为稳定，受进口管控限制，进口糖不会过多涌入国内冲击糖价；另一方面，16 年进口量或达到国内总供应的 25% 左右，势必对国内糖价有一定压制作用。

图表 10. 以榨季为单位，我国食糖累计进口量统计



数据来源：国家统计局，新世纪期货研究院

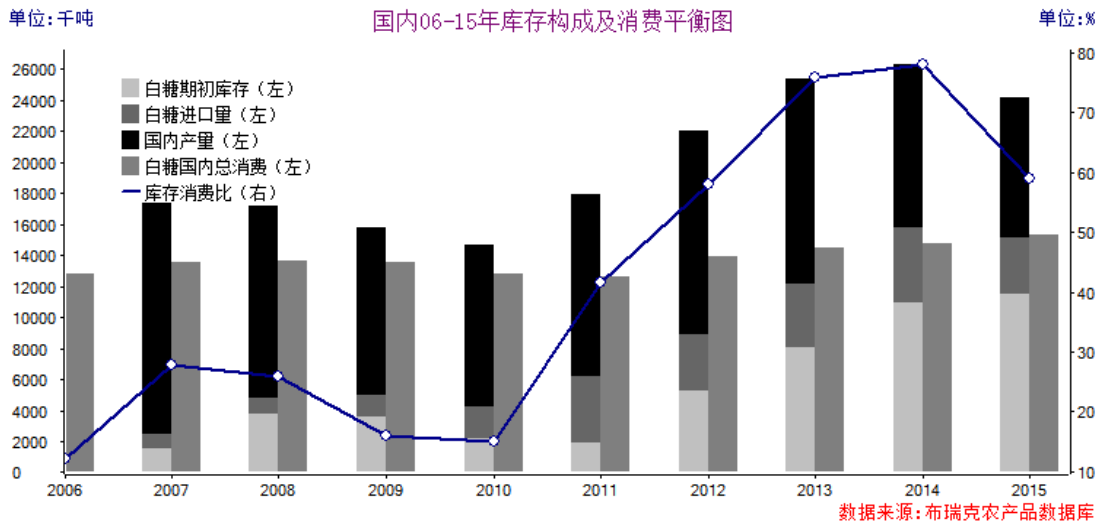
(c)、消费

一般而言，食糖消费每年增长百分比在 2-4% 附近。然而根据 15 年食糖下游工业产品（碳酸饮料、糕点、糖果、罐头）的产量增长率下降以及我国宏观经济增四暂缓的分析，预计 16 年下游工业用糖量增长率亦有下降，但仍处于增长区间。在图表 7 供需表中采用了 USDA 的增长率为 1.15% 的预测，即 15/16 榨季食糖消费量在 1750 万吨附近。

(e)、期末库存

15/16 榨季是减产周期的第二年，供应缺口（总产量-消费）预计在 692 万吨附近。这部分缺口需要依靠进口及库存补充。若按照总供给（包括进口、期初库存、总产），消费 1750 万吨、进口 550 万吨的预估计算，则 15/16 榨季期末库存将在 580 万吨附近，较 14/15 榨季减少约 140 万吨。受此影响，15/16 榨季的库存消费比或将进一步降低。

图表 11. 国内历年总供应与消费平衡图



数据来源:布瑞克,新世纪期货研究院

2、值得关注的要点

(a)、政策:进口及收抛储

进入16年,国内糖市值得关注的政策方面要点有的进口以及抛储政策。进口政策方面已在上文中涉及,不作赘述。收抛储政策方面,不管是从15年官方发言的态度上(如广西壮族自治区糖业发展局长在12月发言中提到新榨季的供应需要靠进口和国储糖补充)或是从15/16榨季供需格局考虑的角度上而言,16年国储抛储是大概率事件。从WIND的数据看,自2013年后,国内收抛储均停止。而距离现在最近一次收储为2013年1月22日,加权收储均价为6344元/吨,较近的12年两次收储加权均价也在6200元/吨以上。若将国储糖收储成本作为其抛储的参考,结合当前市场价格运行区间,我们大胆预测当糖价运行到6200-6350元区间时,抛储可能性加大。换言之,当糖价运行至6200-6350区间,来自抛储的压力加大,上冲阻力也更加明显。

图表 12. 历年收储情况一览

指标名称	国储收储:加权均价元	国储收储:成交量 吨
2007-09-14	3,710.00	1,200.00
2008-01-15	3,712.52	194,500.00
2008-01-29	3,719.04	75,000.00
2008-03-11	3,710.00	1,800.00
2008-03-25	3,732.00	90,100.00
2008-04-08	3,693.00	128,500.00
2008-04-22	3,566.00	10,000.00
2008-07-08	3,419.00	300,000.00
2009-01-09	3,300.00	500,000.00
2009-02-18	3,398.00	300,000.00
2012-09-20	6,218.61	500,000.00
2012-12-27	6,317.00	800,000.00
2013-01-22	6,344.91	700,000.00

数据来源:Wind 资讯,新世纪期货

(b)、代替品：淀粉糖

由于玉米淀粉糖与白糖价差显著，淀粉糖的替代优势也成为 16 年糖市一个值得关注的要点。我国淀粉产量 94% 以上为玉米淀粉，而一半以上的淀粉被用来加工成淀粉糖，其中与白糖在价格、甜度等方面替代性最高的为果葡糖浆。若蔗糖的甜度为 100，果葡糖浆 42 糖的甜度则为 90—100。假设浓度 77% 果葡糖浆单价为 P 元/吨，果葡糖浆的甜度为 95；以白糖为基准的果葡糖浆价格= P / 糖浆中含糖比 / 完全替代蔗糖的甜度系数；对于折算系数，取值在 0.7~0.85 不等，即 P/0.7~0.85；如果该折算价格低于蔗糖价格，那么使用果葡糖浆就具有成本优势。从目前的价格运行区间来看，按照目前淀粉价格，四季度果葡糖浆主流价格将下跌至 2800-2900 元/吨，难以逾越 3000 元/吨。按照果葡糖浆约 2800 元/吨计算，按 0.8 系数折算为同等甜度的白糖价约为 3500 元/吨；柳州（15 年 12 月）当前报价为 5400 元/吨。果葡糖浆有近 2000 元/吨的价格优势。

虽有极大的替代优势，但果葡糖浆受限于大企业配方较为固定或业已使用较大比例

因素，对白糖价所起作用有限。根据广西糖网文章，“传可口可乐已经决定更改配方，将主产品可乐的果葡糖浆使用比例从目前的 75% 提高到 95%。若旗下的全部可乐产品都使用此配方的话，最多可以提高 10-15 万吨的果葡糖浆用量，折合白砂糖大概 8-12 万吨”。可口可乐配方更改，对于白糖而言虽有利空，但整体而言，对于整个白糖价格趋势的影响仍有限。另一个角度看，从经验主义观点分析，15 年果葡糖浆价格优势已非常明显，市场和企业有近一年的时间适应、调整，果葡糖浆业已较充分发挥其可发挥的替代作用。16 年还能继续因为价格优势而挤占的白糖份额可谓有限，不应过分看空。

四、总结及展望

从国内供需格局看，16 年糖市或为紧平衡，这奠定了糖价稳中带涨的主基调。从国际供需看，16 年糖市或为平衡或宽松平衡，糖价或震荡运行。在我国进口政策稳定的前提下，国内糖市不会因为内外价差过大而遭遇倾覆，而是以国内生产为基础的独立行情，这相当于为糖价框出了有限的下方空间；另一方面，当糖价超过 6200-6350 区间时，或面临进口压力以及国储糖抛售压力，这相当于为糖价框出了上方压力区间。

出于以上的原因，我们认为 16 年糖市总体乐观，郑糖走势或以中心上移的震荡格局为主，震荡的节奏以及区间主要受政策面及相关数据的影响。主要支撑下方为我国食糖的生产成本支撑，即 5300 元每吨附近；主要压力上方为国储糖成本线 6200-6350 元每吨附近；运行区间粗略预测上下各延伸一百点，即（5200，6450）。策略上建议以逢低滚动做多为主。

免责声明：

本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。