



于中华

研究员

期货执业证书编号 F0296208

yuzh@dxqh.net

## 牛市的尾巴在哪里？

### ——政策和外盘博弈下的 2017 郑糖走势

#### 观点要点：

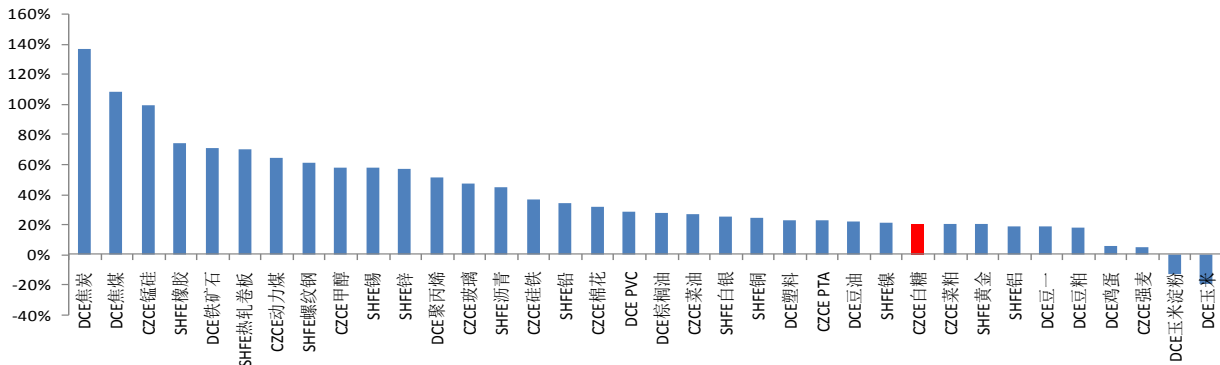
- 全球食糖 2016/17 年度第二年出现缺口，但或将在 2017/18 年度转向平衡或小幅过剩。
- 增产周期拉开帷幕，2016/17 榨季预期国内食糖产量 950-1000 万吨；2017/18 榨季预期连续第二年增产。
- 进口管理政策延续，有在 2017 年加码可能性（上调关税）。进口利润下降抑制了配额外进口和走私的数量。
- 抛储在新榨季将成常态化，与进口共同补充供需缺口，抛储保本价在 6500 元/吨附近。
- 食糖消费增长基本停滞，含糖食品消费下降，高糖价下替代品对白糖需求有一定抑制作用，但进一步替代空间有限。
- 新榨季糖价底部在 6500 附近，顶部受原糖和关税政策影响存在一定想像空间。但 17/18 榨季或将由牛转熊。
- 操作策略：把握阶段时点性交易机会，依托政策底逢低做多；以及牛市尾声多近空远的跨期套利策略；期权的上市使波动率策略具有可操作性。

## 1 2016 年糖市盘点

在 2016 年初,我们在年报中坚定地 为糖价定下了震荡上行的牛市主基调, 上涨的高度将取决于政策。2016 年的糖价的运行方向和节奏与我们的预判基本一致,但上涨高度超出了预期。郑糖主力合约最高冲至 7314,离 2011 年历史高点 7604 仅有一个涨停板的距离。与 2015 年的郑糖在大宗商品中独占鳌头不同,2016 年是大宗商品整体走市,以黑色产业链为代表的绝大多数基础工业品都走出了波澜壮阔的大牛市,而全年涨幅 21% 的郑糖要逊色不少。

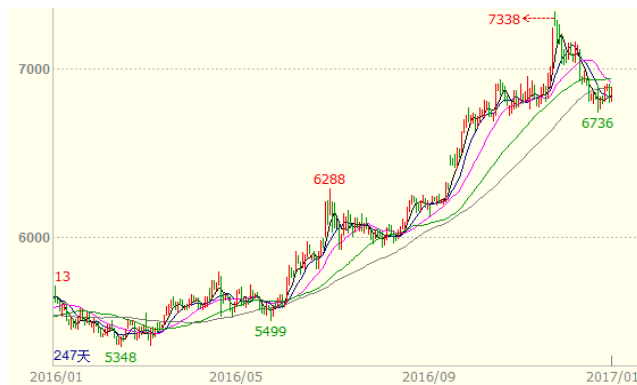
2016 年进口限制政策仍然延续,但是与些前由于进口限制使得内外盘糖价相关度显著降低的情况不同,由于新的供需形势,2016 年的内外联动开始逐渐恢复。9 月底启动的食糖保障措施调查为 2017 年进口关税提高或其它进口管理措施提供了可能性。10 月开始为了补充榨季交替时的供应缺口,时隔 3 年多储备糖又重见天日开始陆续投放。配额外进口和抛储成为影响 16/17 榨季糖价走势的核心逻辑。

图 1: 国内主要商品期货 2015 年涨跌幅



来源: wind、东兴期货研发中心

图 2: 2016 年郑糖走势



来源: 文华财经、东兴期货研发中心

图 3: 2016 年美糖走势



来源: 文华财经、东兴期货研发中心

**外盘:** 2016 年国际糖价整体呈现牛市,受到雷亚尔止跌反弹,巴西、印度不良天气使供应减少等因素的推动,ICE 原糖全年上涨 28%。机构对于 16/17 年度全球食糖供应缺口经历了一个先上调,后下调的过程,因此四季度原糖价格从高点回落,但年底又因印度产量不足预期的担忧反弹。

**内盘:** 与外盘 2015 年 8 月见底不同,内盘糖价早已于 2014 年 9 月见底,

比外盘整整早了一年。由于年初配额外进口利润仍在接近 1000 元/吨的高位，外盘上涨过程中郑糖相对滞涨。直至 2016 年 6 月，配额外进口利润转为亏损，11 月配额外进口利润再度恢复。2016 年是政策主导的一年，在产不足需的大背景下，走私因打击力度、缅北战事和利润下降被抑制，进口管制持续发挥作用，第一批放储拍出高价给市场吃了定心丸，然而第二批抛储打破了“开榨期间不放储”的市场预期，加之外盘大幅回调，郑糖也从接近历史高点的位置有所回落。

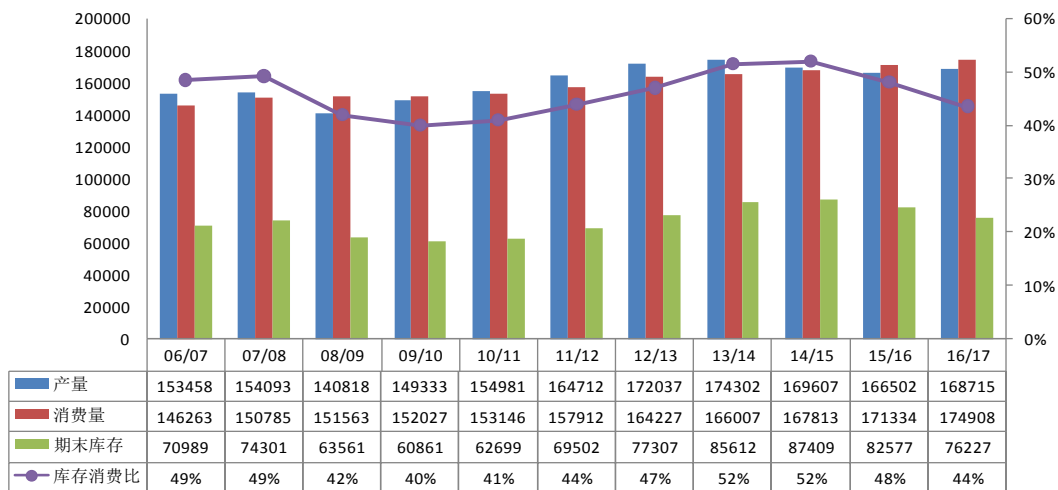
## 2 供需格局分析

### 2.1 国际供需环境：16/17 存缺口，17/18 或过剩

全球食糖市场在经历了连续 5 年的过剩局面后，2015/16 年度开始出现供需缺口，进入去库存周期；2016/17 年度，短缺仍将继续。根据 ISO（国际糖业组织）公布的数据，由于消费增加、产量供应减少，2015/16 年度全球食糖短缺 483 万吨。而在 11 月的季度报告中，ISO 将全球 2016/17 年度糖短缺预估由上季度的 705 万吨下调至 619 万吨。对于更远一些的 2017/18 年度，虽然 ISO 未给出预估数值，但其表示，假设未来天气正常，2017/18 年度初步展望为全球糖产量及消费量将“颇为平衡”，预示着全球糖周期中供应短缺阶段可能结束。虽然短缺或将结束，但 ISO 认为 2016/17 年度全球糖库存消费比料下降至 43.58%，为 2010/11 年度以来最低水准，低库存将淡化供需恢复平衡的预期带给价格的利空效应。

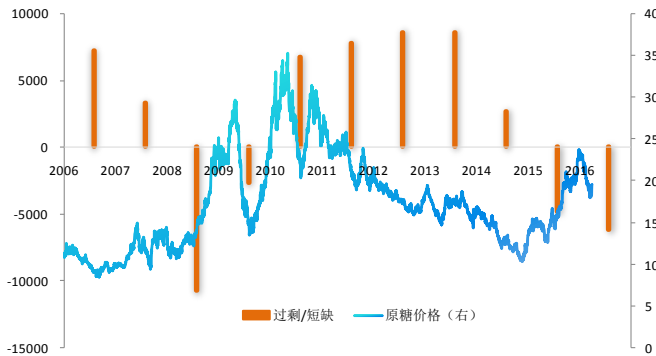
知名糖业咨询机构 Platts Kingsman 在 12 月的月度报告中将 2015/16 年度的短缺预估由 11 月的 712 万吨下调至 690 万吨；由于印度产量预期下降，将 2016/17 年度的短缺预估由 11 月的 464 万吨上调至 522 万吨。Kingsman 在 12 月月报中初步预计 2017/18 年度将回归过剩状态，并首次给出 123 万的过剩量预估。其它机构对于全球糖市供需平衡的预估我们在图 7 中列出，综合看来，我们发现在连续两年的供需缺口后，2017/18 年度全球食糖再度恢复平衡或略有过剩已经基本成为全球糖业界的主流观点。

图 4：全球食糖供需平衡表



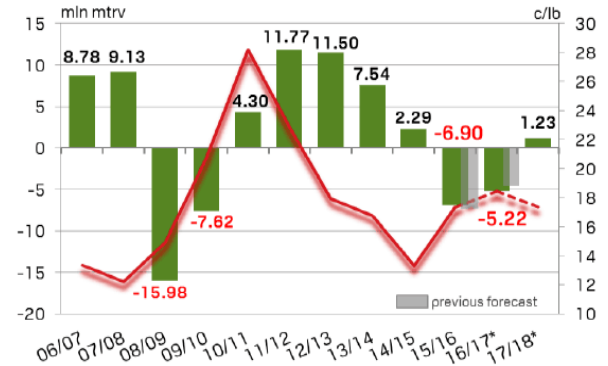
来源：ISO, 东兴期货研发中心

图 5: ISO 全球食糖过剩/短缺量与原糖走势 (千吨)



来源: ISO, wind, 东兴期货研发中心

图 6: Kingsman 全球食糖过剩/短缺量与原糖价格



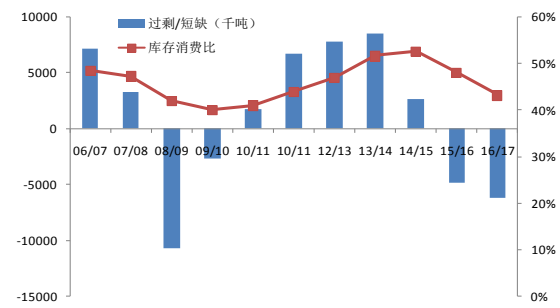
来源: Kingsman, 东兴期货研发中心

图 7: 机构对全球糖供需过剩预估 (负数为短缺, 万吨)

公司	预估日期	15/16年度	16/17年度	17/18年度
USDA	11月17日	-668	-263	
ISO	11月18日	-483	-619	小幅过剩
Green Pool	11月23日	-752	-528	
F. O. Licht	11月29日	-990	-620	
Fcstone	12月5日	-930	-750	
Sucden	12月13日	-500	-500	100
Rabobank	12月13日		-550	可能过剩
Kingsman	12月22日	690	522	123

来源: 新闻整理, 东兴期货研发中心

图 8: 全球食糖供需缺口与库存消费比



来源: ISO, 东兴期货研发中心

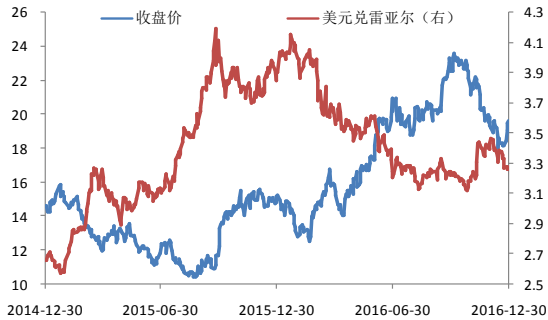
### 2.1.1 巨无霸——巴西

巴西是全球第一大食糖主产国和出产国, 生产了全球 20% 左右的糖, 而出口量则占到全球 39% 左右, 其中巴西中南部占到整个巴西甘蔗产量的 90% 以上。因此巴西的食糖生产对国际原糖价格走势有至关重要的影响。2016 年 4 月份巴西甘蔗行业协会 (Unica) 对 2016/17 年度巴西中南部的首次预估报告中给甘蔗产量 6.05-6.3 亿吨区间, 然而后来的生产进度和单产并不如意, 考虑到迄今为止收集的数据, Unica 修正了产量预估, 认为甘蔗产量可能低于区间低端的 6.05 亿吨。不过, 由于 2016 年生产期间糖价较高, 刺激糖厂增加了甘蔗制糖比例, 截至 12 月上半月巴西中南部累计产糖量就已经达到 3506 万吨, 超过预期区间顶端的 3500 万吨, 市场预期最终产糖量可能超过 3530 万吨。目前巴西的 2016/17 年度已经进入尾声, 对于 2017 年 4 月即将开始的 2017/18 年度, Unica 认为由于近几年生产商在维护及更新种植园方面的投资过少, 下个年度甘蔗产量可能会下滑。糖的产量会跟随制糖比例的变化而摇摆不定, 机构之间也存在分歧。Datagro 预估 2017/18 年度巴西中南部糖产量将较本年度增加 7%, 而甘蔗加工量与本年度大体一致。

此外, 由于巴西的甘蔗可以在生产糖和生产乙醇之间转化, 糖主要出口而乙醇主要内销, 所以汇率也会影响制糖比例从而影响食糖供需基本面。2016 年以来巴西本币雷亚尔止跌反弹, 全年对美元大涨近 22% 成为全球表现最好的主要货币之一, 给原糖上涨提供了有力支撑 (原糖 2016 年全年涨 28%)。然而 11 月特朗普当选美国总统后, 巴西货币雷亚尔曾出现一波迅速贬值。汇率

因素又成为引发原糖大幅回调的导火索。2017 年是特朗普任职首年，这个曾经的“黑天鹅”又会给包括巴西在内的新兴市场的经济、汇率带来哪些影响？这些可能是未来会影响糖价的最值得关注的宏观因素。

图 9: 雷亚尔汇率与原糖价格



来源: Wind、东兴期货研发中心

图 10: 巴西中南部 16/17 年度产量预估 (百万吨)

	16年4月	2015/16年度	2016/17年度预估	
			最小值	最大值
甘蔗		617.709	605 ~ 630	
糖		31.221	33.5 ~ 35	
无水乙醇		10.643	10.8 ~ 11	
含水乙醇		17.581	16.7 ~ 17.7	
乙醇总量		28.225	27.5 ~ 28.7	
ATR/吨甘蔗		130.51	134 ~ 136	

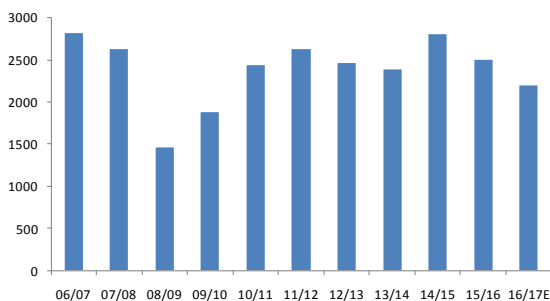
来源: Unica、东兴期货研发中心

### 2.1.2 坏孩子——印度

作为全球最大的食糖消费国和第二大的食糖生产国，印度是国际糖市中的“坏孩子”，因其经常在净进口国和净出国之间摇摆不定，其产糖量波动异常剧烈且缺乏规律性，政策更是难以预测而令人大伤脑筋。由于遭遇了连续两年严重干旱，印度 2016/17 年度将确定性减产。此前，印度糖业协会 (ISMA) 预期 2016/17 年度将产糖 2340 万吨，约较上一年度减少 7%，这一数字意味着结转库存充裕，无需进口糖。然而 2017 年伊始，随着印度提前收榨产量或不足预期的消息，市场预期印度可能会启动零关税进口糖，西部印度糖厂协会 (WISMS) 会长也表示将产量预估下修至 2200 万吨，原糖价格因此迅速反弹。ISMA 计划在 1 月 25 日公布第二期 2016/17 年度产量估计。

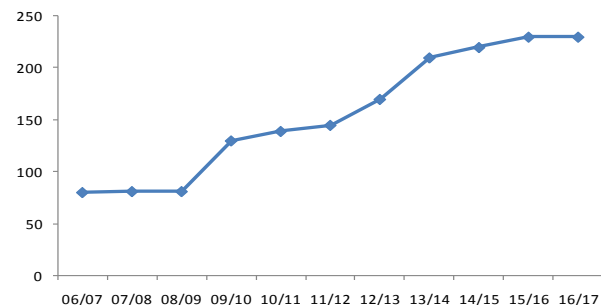
对于 2017/18 年度，由于印度甘蔗收购价不随糖价联动而是持续上调，2015/16 年度甘蔗款兑付情况较好，加之降雨十分充沛，市场普遍认为下一年度印度将确定性增产，有望达到 2600 万吨以上。ISMA 也预计 2017/18 年度印度产量将会较消费量过剩。由于印度产量变化的弹性极大，印度的增产可能是导致 2017/18 年度全球糖市供需过剩的关键因素之一。

图 11: 印度产糖量 (万吨)



来源: ISMA、东兴期货研发中心

图 12: 印度甘蔗收购价 (卢比/英担)



来源: ISMA、东兴期货研发中心



## 2.2 国内供给端：恢复性增产+政策调控

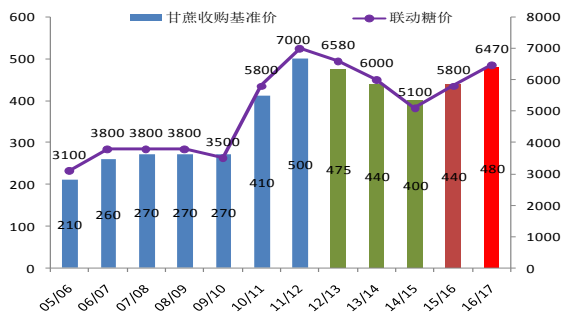
已经过去的15/16榨季是中国食糖本轮减产周期的第二个年度，或许也是最后一个减产年度。减产和政策的天时、人和，共同促生了国内糖价在2014年9月成功见底，并在2015、2016两年连续走出长牛行情。目前国内正值16/17榨季的压榨高峰，由于糖价在长牛中持续上涨，糖料价格有所提高，新榨季糖料种植面积基本稳定，预期将恢复性增产10%左右。

### 2.2.1 增产周期拉开帷幕

15/16榨季是近年来全国产糖量最低的年份，也是减产的第二年。15/16年榨季全国共生产食糖870.19万吨（上榨季同期产糖1055.6万吨），比上一榨季少产糖185.41万吨，其中，产甘蔗糖785.21万吨（上榨季同期产甘蔗糖981.82万吨）；产甜菜糖84.98万吨（上榨季同期产甜菜糖73.78万吨）。

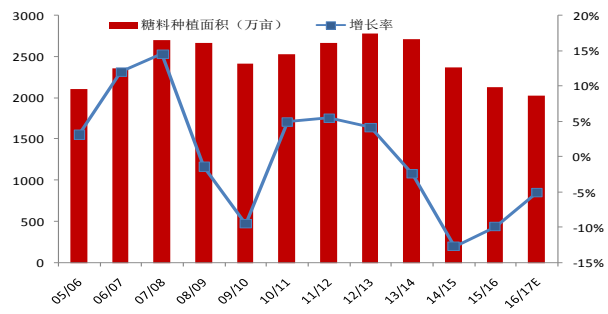
15/16榨季的甘蔗是在广西甘蔗收购价400元/吨（14/15榨季）的时候种下去的，随着糖价上涨，15/16榨季的甘蔗收购价已经上升至440元/吨，蔗农种植积极性有所提高，加之田间护理意愿加强有助于出糖率提升，预期16/17榨季全国糖产量将恢复至950万吨以上，去年11月份的全国糖会上给出了1000万吨的产量预估。去年11月底16/17榨季广西甘蔗收购价正式公布，480元/吨的甘蔗与6470元/吨的糖价挂钩。以最新公布的广西12月份产销数据中白砂糖含税平均售价已达到6694元/吨，如果后期糖价维持在高位，榨季结束二次结算后蔗农实际收入的甘蔗款要按6%的联动系数进一步上浮，超过480元/吨。虽然下榨季的甘蔗种植还没有完成，但以当前糖价看，可以预期17/18榨季很可能延续增产周期。

图 13：广西甘蔗收购价（元/吨）



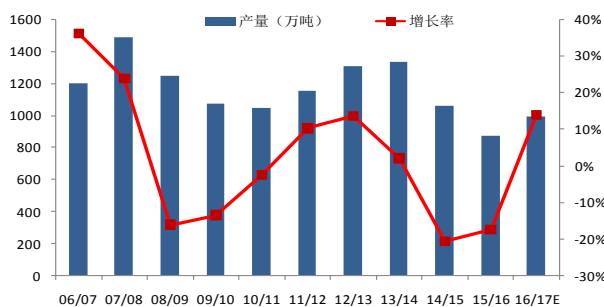
来源：中糖协、东兴期货研发中心

图 14：全国糖料种植面积



来源：中糖协、东兴期货研发中心

图 15：全国食糖产量



来源：中糖协，东兴期货研发中心

图 16：16/17 榨季预计产糖量

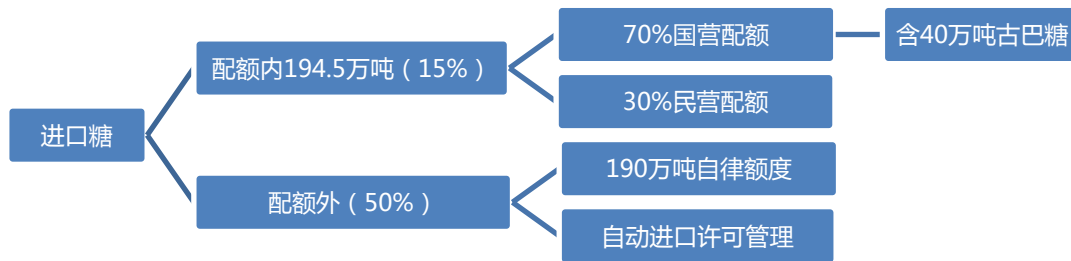
省区	15年糖料种植面积	16年糖料种植面积	15/16榨季产糖量	16/17榨季预计产糖量
全国合计	2170	2027	870.19	1000
甘蔗合计	1967	1775	785.21	896
广东	176	180	63.09	85
广西	1200	1120	511	600
云南	506	410	191.04	185
海南	45	49	15.09	18
其他	40	16	4.99	8
甜菜糖	203	252	84.98	104

来源：中糖协，东兴期货研发中心

### 2.2.2 进口管理或加码

在以往食糖的国际贸易流在配额外范围内仍是通畅的时候，我们对中国糖市的供需分析中一项重要内容是考虑世界其它主产国的情况以及对全球供需平衡表的影响。不过，从 2015 年开始，进口限制政策使流入中国的食糖进口贸易流受阻，配额外进口利润曾一度高达 2000 元/吨，进口量也并未发生井喷，内外联动逻辑发生改变。2016 年，内外联动逻辑又有微妙变化，内外糖价联动性较之前有所恢复。

图 17: 中国进口糖政策梳理



来源：东兴期货研发中心

在分析进口之前，有必要先梳理一下自 2015 年以来我国食糖进口管理的政策体系都包括哪些有机构成。首先，进口食糖分为配额内进口和配额外进口。除了每年 194.5 万吨的配额可以享受 15% 的低关税外，其它没有配额的进口均要缴纳 50%（最惠国）关税。进口配额大多分配给大国营企业，其中还包括每年 40 万吨古巴糖直接进国储并不投放到市场。2015 年以前，配额外这部分糖是只要有利润就可以自由进口，但是从 2015 年开始，我国食糖进口管理政策加码。一方面，给原糖加工厂约定了 190 万吨的配额外自律额度。另一方面，对于配额外进口还实行了自动进口许可管理制度，也就是说在特殊情况下，商务部有权对配额外进口糖（包括原糖和成品白糖）暂停发放自动进口许可证。近两年来进口管理政策成效显著，使得国内糖价先于外盘步入牛市。

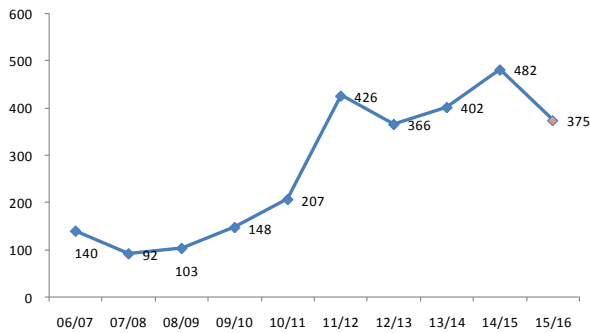
虽然进口限制政策依然存在，贸易流仍然在一定程度上受到阻碍和限制，但目前的基本面供需环境使得内外联运性已经得到部分恢复，国际糖价对国内食糖定价开始发挥作用。

2015/16 榨季，我国共进口食糖 375 万吨，同比大幅下降，也是近 5 个榨季以来的较低水平。2016 年，随着原糖上涨，配额外进口利润走低，甚至在 6-11 月从出现了持续的配额外进口亏损。内外价差的收窄同时也意味着走私利润的下降，且政府在边境加大打击走私的力度，以及缅甸北部战乱使木姐口岸走私活动天然受阻，我们相信 2016/17 榨季走私糖应该可以回归到一个正常低位的水平，远低于 2015/16 榨季的 200 万吨，或将下降至 100 万吨以内。

2016/17 榨季前两个月的进口糖量均同比大幅下降，近期随着外盘大幅反弹，配额外进口利润又回至盈亏平衡点附近，加之 2017 年 3 月进口糖保障措施立案调查，未来还存在对巴西等主产国提高进口关税等政策加码的可能性。我们认为 2016/17 榨季的进口量有可能会进一步下滑。

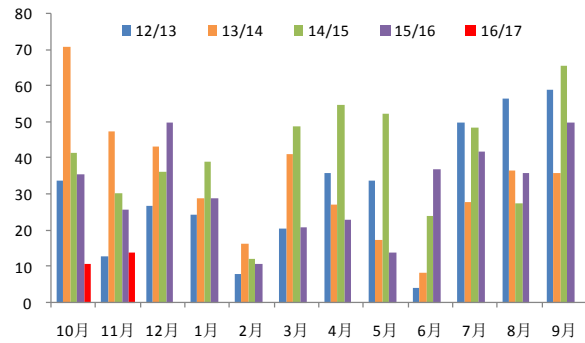
关于大幅提高关税的可能性，我们抱有谨慎态度。因为作为市场的信仰者，我们相信任何使价格发生大幅扭曲的政策干预行为最终会受到市场的惩罚。假如3月份后果真将进口关税提高到100%以上，意味着配额外进口成本重新定价，势必造成糖价大幅上涨。然而爬得越高，摔得越惨，过于偏离基本面的糖价可能会使接下来的几个榨季的产量发生报复性增长（甘蔗宿根可以连续生产2-3年），也许会带来新一轮漫漫熊市。

图 18: 各榨季年度进口糖量 (万吨)



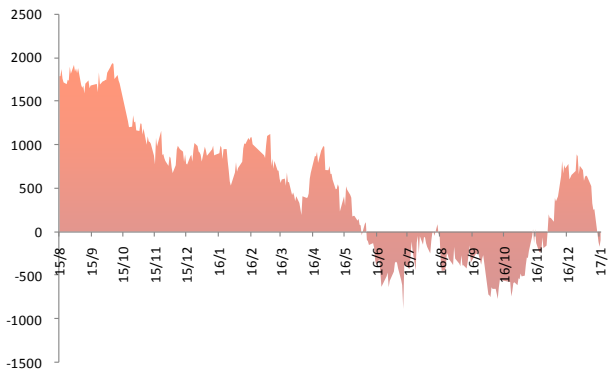
来源: 海关总署、东兴期货研发中心

图 19: 各榨季月度进口糖量 (万吨)



来源: 海关总署、东兴期货研发中心

图 20: 配额外进口利润 (元/吨)



来源: wind、东兴期货研发中心

图 21: 不同汇率与原糖价格水平下的配额外进口成本

原糖 \ 汇率	6.7	6.8	6.9	7.0	7.1	7.2	7.3
15	4988	5056	5124	5191	5259	5327	5395
16	5273	5345	5417	5489	5561	5633	5705
17	5558	5634	5710	5787	5863	5939	6015
18	5843	5923	6004	6084	6165	6245	6326
19	6127	6212	6297	6382	6467	6551	6636
20	6412	6501	6590	6679	6768	6857	6946
21	6697	6790	6884	6977	7070	7164	7257
22	6982	7079	7177	7275	7372	7470	7567
23	7267	7369	7470	7572	7674	7776	7878
24	7552	7658	7764	7870	7976	8082	8188
25	7836	7947	8057	8167	8278	8388	8498

来源: 东兴期货研发中心

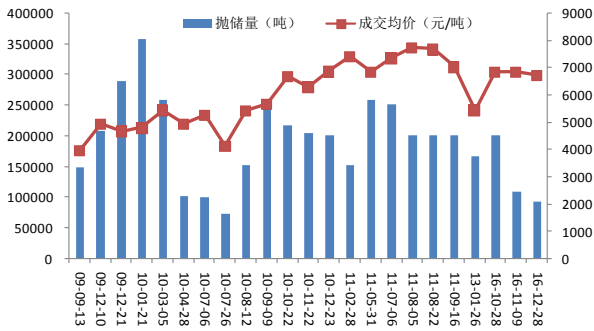
### 2.2.3 抛储或将常态化

2016年9月30日晚，发改委出台食糖抛储政策，决定于10月下旬投放第一批35万吨国家储备糖。10月19日，广西也公告将在10月下旬投放17万吨地方储备糖。市场一直在等待的抛储传闻终于靴子落地，储备糖终于重见天日。截至2016年年底，共投放国储糖40万吨，广西地储糖17万吨。在此轮抛储开始前，我国国储糖库存高达700万吨以上，广西地储也有约50万吨库存。如此高的储备库存几乎可以满足全国半年的消费量。但是政府不会仅仅为了消化库存就盲目不计成本的抛储。这么高的储备糖库存主要有两个来源，一部分来自收储，12、13年的收储，总计收储国储糖280万吨，加权平均成交价为6242元/吨，广西地方也收储过50



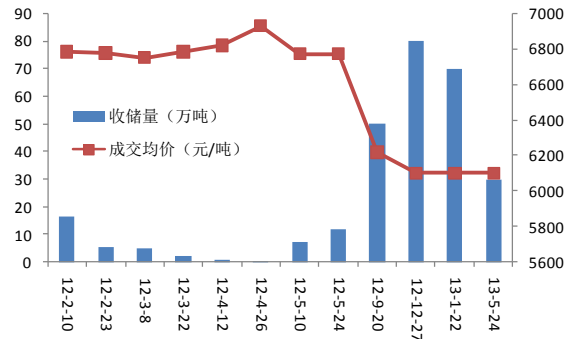
万吨糖；另一部分是每年从 40 万吨古巴糖。大量储备糖库存在长期储存中还积累了大量的仓储成本和资金利息。已经过期的陈糖再投放到市场还面临回炉精炼的成本。我们认为预期抛储成交价应该不会较收储价出现较大的账面亏损，所以储备糖应该有理由卖到 6500 元/吨以上的价格。只要价格和供需条件合适，储备糖可以在不亏本的情况补充短缺的供给，抛储在新榨季将成常态化，与进口共同补充供需缺口。抛储的价位、数量、节奏将影响糖价运行高度。

图 22: 历次抛储量及成交均价



来源: Bric、东兴期货研发中心

图 23: 历次收储量及成交均价



来源: Bric、东兴期货研发中心

### 2.3 需求端：消费增长停滞，淀粉糖替代空间有限

食糖的需求具有一定刚性，通常会随着人口的增长和居民生活水平的提高而稳定增长。但是从整个甜味剂市场来看，淀粉糖是白糖最主要的替代品，会挤占部分白糖消费。

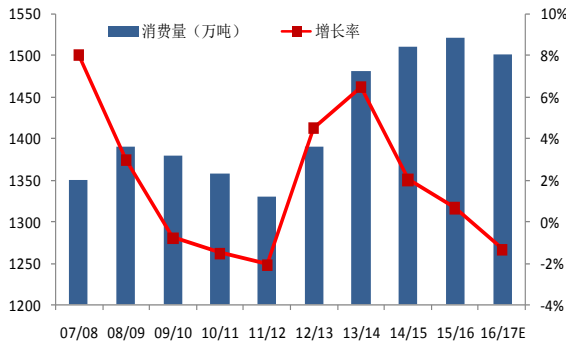
#### 2.3.1 含糖食品增速放缓

随着我国人口自然增长率放缓，老龄化加速，宏观经济增长乏力，以及糖价进入牛市后部分抑制了消费和促进了替代品的使用，我国食糖消费的增长在 2015/16 榨季基本停滞。根据中国农业部供需平衡表数据，2015/16 榨季我国食糖消费量为 1510 万吨，仅较 2014/15 榨季的 1500 万吨微幅增长，2016/17 榨季预期消费量小幅萎缩，消费增长速度近 3 年来呈现逐年下降趋势。

由于统计局已经停更部分主要含糖食品的产量数据，我们转而从中金公司零研月报数据中寻找含糖食品消费变化趋势：2016 年 1-11 月，全国商超乳制品销售量累计同比增长 1.0%，11 月当月值同比下降 2.2%；速冻米面食品销售量累计同比下降 3.3%，11 月当月值同比下降 1.1%；啤酒销售量累计同比下降 5.6%，11 月当月值同比下降 5.9%；方便面销售量累计同比下降 0.7%，11 月当月值同比下降 4.2%；蛋白质饮料销售量累计同比下降 11.3%，11 月当月值同比下降 10.4%；茶饮料销售量累计同比下降 5.8%，11 月当月值同比增加 2.1%；果汁饮料销售量累计同比下降 15.2%，11 月当月值同比下降 10.8%。可以发现，商超含糖食品普遍出现了明显的下降趋势，虽然商超并非含糖食品的唯一销售途径，传统线下商超向线上网购、外卖平台等转移可能对数据

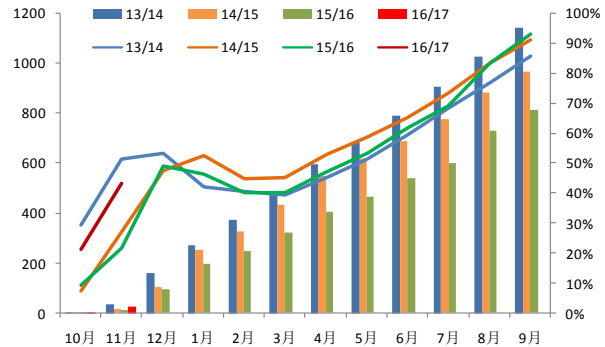
的代表性造成一定程度的干扰，但是结合调研等其它佐证，仍然有理由相信消费增长的下降趋势。

图 24: 中国食糖消费量



来源: 中糖协、农业部、东兴期货研发中心

图 25: 各榨季月度累计销糖量及产销率



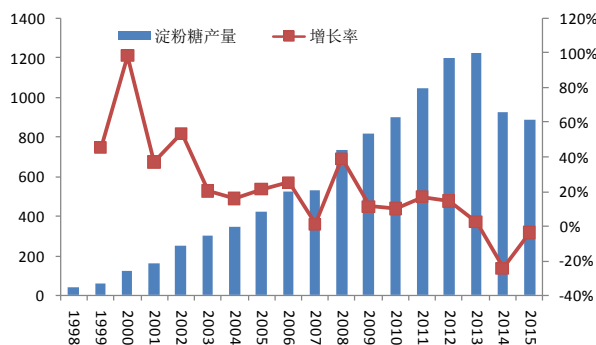
来源: 中糖协、东兴期货研发中心

### 2.3.2 淀粉糖替代空间有限

我国工业用糖比例最大的食品行业有果汁饮料、碳酸饮料、乳制品、饼干、糖果等，其中又以饮料为重中之重。在碳酸饮料领域，淀粉糖理论上可以替代白糖作为甜味剂添加。

10/11 榨季以来，由于高糖价刺激了淀粉糖产业的发展，淀粉糖已挤占并长期占有了本属于白糖的相当一部分甜味剂市场份额。目前替代白砂糖的主要是 F55 果葡糖浆，如果不考虑消费习惯及口感情况下，淀粉糖中的果葡糖浆在软饮料行业可完全替代白糖，饮料代表以两“可乐”为主，我国的替代比例最高已达到 90% 左右。

图 26: 中国淀粉糖产量



来源: Wind、东兴期货研发中心

图 27: 白砂糖—淀粉糖比价关系



来源: Bric、东兴期货研发中心

2016 年玉米和玉米淀粉是大宗商品中罕见的全年下跌品种，淀粉糖和白糖的差价进一步拉大。白糖和淀粉糖的比价已经上涨到了历史最高位，由于在糖高宗时代，果葡糖浆产能快速扩张，淀粉糖的替代已经陆续完成，形成了比较稳定的配方，该替代的基本都替代了，进一步增加替代可能会带来损失口感的风险。因此淀粉糖在比较成熟的领域进一步替代的空间比较有限，难以改变供需平衡方向，但是在糖价过高时仍可能对消费产生一定抑制。

## 2.4 供需形势分析

食糖供需平衡表的供给项有期初库存、产量、进口量、储备投放等，需求项有消费量、出口量等。我们首先分析 2016/17 榨季的需求端和供给端。

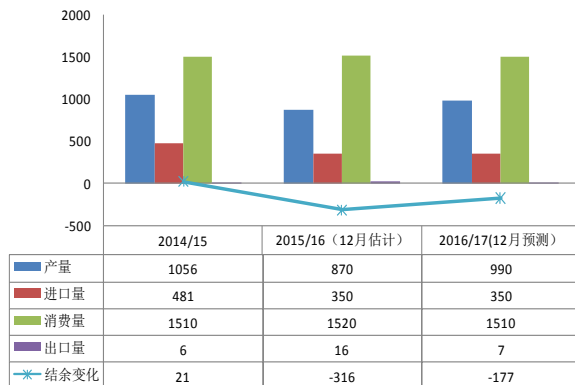
从 2015/16 榨季开始，我国食糖消费的增长基本就已经基本停滞，而且通常我国食糖出口量极小，因此我们将 2016/17 榨季的需求端简化为 1500 万吨，重点分析供给端。

2016/17 榨季国内增产已成定局，市场普遍预期产量在 950-1000 万吨的区间范围，11 月糖协会议结论给出了 1000 万吨的预估。考虑到种植面积并未明显增加，仅靠单产提高和出糖率的恢复，我们对 2016/17 榨季的产量给予 960 万吨的保守估计。

广义的进口量包含合法的进口和非法的走私，合法的进口又分配额内进口和配额外进口两部分。由于走私利润下降、打击力度提升和缅北战事的影响，2016/17 榨季的走私量可能降至不足 100 万吨。配额外进口成本极低，其中有约 150 万吨（不含古巴糖）会最终流入市场。

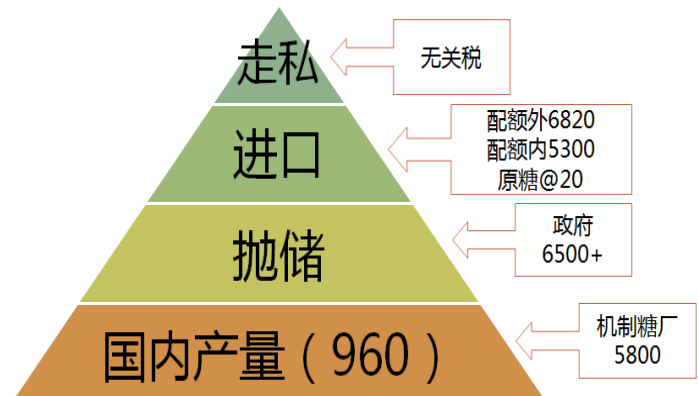
产量、走私和配额外进口是供应端中成本最低的几项，将 1510 万吨需求量减去 960 万吨产量、150 万吨配额外进口和 100 万吨走私，尚余 300 万吨缺口，需要靠配额外进口和抛储补足。于是，2016/17 榨季的糖价定价权就在配额外进口和政府抛储之间博弈，这也是新榨季糖价的核心逻辑。

图 28：中国食糖供需平衡表



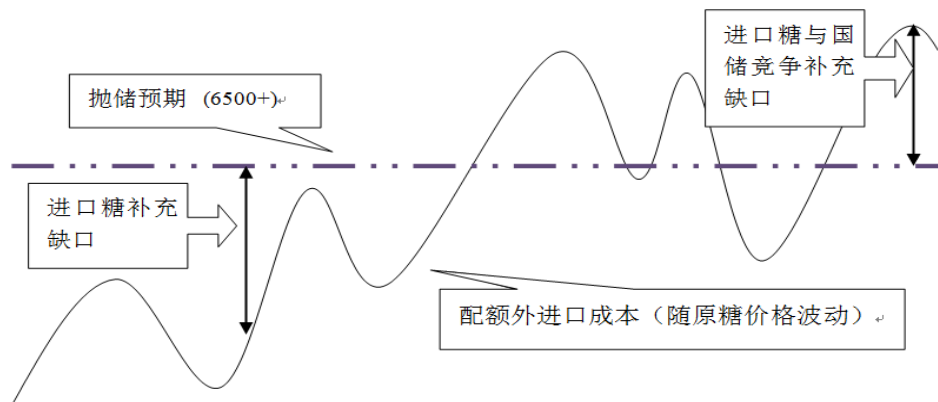
来源：农业部，东兴期货研发中心

图 29：国内食糖边际定价



来源：东兴期货研发中心

图 30：2016/17 榨季糖价核心逻辑



来源：东兴期货研发中心

### 3 2017 年糖市展望

#### 3.1 运行区间

基于之前得出的 2016/17 榨季中国糖市存在供需缺口，需要靠配额外进口和抛储共同补充的结论，我们认为新的年度糖价运行区间将受到配额外进口成本和抛储价格预期这两条关键线的制约，而进口和抛储均会受到政策影响，因此政策因素依旧对糖价起到重要影响作用。

当配额外进口成本高于政府抛储保本价 6500 时，配额外进口将和抛储竞争补充供需缺口，两者均有一定利润。配额外进口成本将在一定意义上制约糖价上方空间。注意，这种约束并不是严格的天花板效应，一方面因为存在提高进口关税的可能性，市场预期的远期进口成本可能会高于理论计算值，另一方面，由于政府握有自动进口许可证等进口管理手段，可以影响贸易流通程度进而在影响阶段性供需环境，因此一定范围内的配额外进口利润是允许存在的。

当外盘出现下跌，配额外进口成本低于政府抛储价时，政府可能为了优先消化储备糖库存进而更加严格地控制进口，使内盘糖价下跌的速度和幅度缓于外盘糖价。

我们之前分析过 6500 元/吨附近是抛储的保本价，虽然抛储起拍价为 6000 元/吨，但 2016 年抛储政策发布时和之后成交时的现货价均在 6500 元/吨以上。配额外进口成本 6500 对应的原糖价格约在 19 美分/磅，机构对于 2017 年原糖均价的预期大多不低于此数值。外盘在 2016 年底曾短暂下跌至 19 美分之下，但内盘价格仍在 6600 之上运行。

至于糖价上方高度在哪里，主要取决于原糖上涨的高度和国内政策“做多”的愿意以及对高糖价的容忍程度。如果印度减产超过预期使印度启动零关税进口进而促使原糖大幅上涨，国内政府抛储调控又没有及时跟上，内盘糖价可能将在原糖带领下上涨，甚至 3 月份调查结束后大幅上调进口关税引起进口成本重估而跳涨，不排除内糖有创出历史新高的可能性。但是考虑到 2017/18 榨季，国际食糖供需将转向平衡或小幅过剩，国内也将继续增产，当新榨季过剩预期开始兑现时，可能也就意味着糖价牛市的终结。

综合以上分析，我们对于 2016/17 榨季的白糖现货价格整体运行区间的判断是：底部 6500 附近，顶部受原糖和关税政策影响存在一定想像空间。

#### 3.2 行情节奏

根据对 2016/17 榨季供需全局的基本面分析，我们得出了糖价下有政策底，上有一定想像空间的结论，但远期或将面临 2017/18 榨季牛熊转换。

分时间段行情节奏受到阶段供需、市场情绪和定价权转移等影响，我们给出如图 31 的预判，预测结果或许不尽然准确，仅旨在提示各阶段可预见的需要关注的主要矛盾和风险因素。

根据历史数据研究，我们发现牛市尾声阶段月间价差更倾向于 backwardation 结构（远月贴水），牛市早期更倾向于 contango 结构（远月升水）。因此 2017 年将可能面临着月间价差结构扭转，这一判断早些时候在 1701 合约上已经得到了印证。

在操作策略上，建议把握阶段时点性交易机会，牛市阶段可以依托政策底在 6500-6700 区间逢低做多；关注牛市尾声多近空远的跨期套利策略；白糖期权即将推出，波动率策略也将具备可操作性。

图 31：对 2017 年各阶段行情节奏的预判

时间	市场形态	主要矛盾和风险要素
一季度	高波动率，或有突破	印度进口、上调关税、进口保护政策加码、广西糖会
二季度	高位运行	巴西开榨减产预期开始兑现、国内产量逐渐明朗、夏季消费旺季备货高峰、云南糖会
三季度	牛市尾声	开始关注 17/18 榨季增产预期（中国、印度等）
四季度	牛熊转换	进入 17/18 榨季，新的供需形势将主导糖价、全国糖会

来源：东兴期货研发中心

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做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品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。