

供求紧平衡 政策定糖价

华信万达期货股份有限公司白糖研究中心 刘永华 2016/11/06

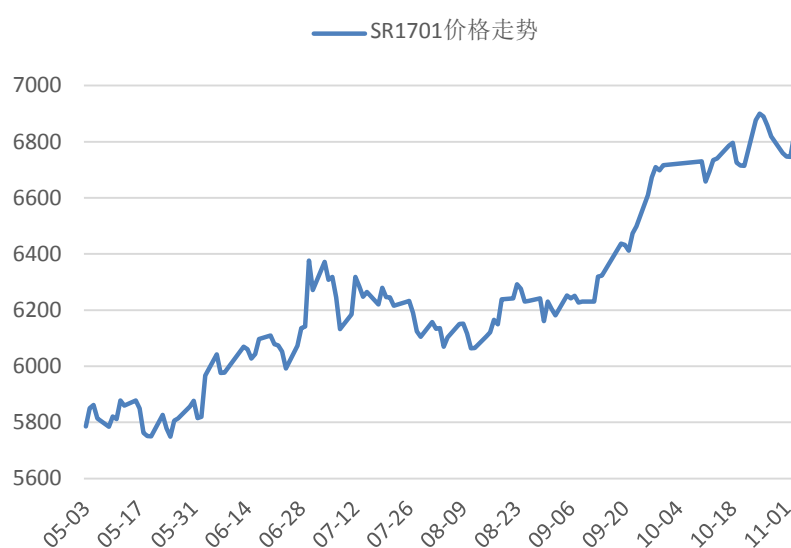
摘要：九、十月份国内糖价上涨明显，成为商品牛市的先行品种。新制糖期印度和泰国产量均有所下滑，基金多头持仓保持高位，主产国套保进度快于往年，国际糖价高位震荡。国内恢复性增产后，走私减少，政策保障力度增强，预计春节前糖价难以明显回落。供求紧平衡格局下，国储投放的节奏和数量，以及中下游补库存的意愿，将决定糖价的波动幅度和上升空间大小。

一、九、十月份食糖市场走势回顾

（一）国内期货市场走势回顾

九月上旬，糖价延续此前两个月的窄幅波动，中旬开始逐步上涨，特别是中秋节后，随着进口利润逐步转负值，加之 22 日商务部公告对白糖贸易损害进行调查，糖价开启了一轮大幅上涨之旅，截至 10 月底，糖价从 6200 上涨到 6900 元，涨幅超过 10%。盘面上涨带动贸易商补库存，糖厂压力迅速减轻，行业实现扭亏为盈。10 月下旬之后，资金开始流出白糖，流入黑色和有色等品种，糖价在高位窄幅波动。（图 1）

图 1：中秋节前糖价开启新一轮上涨(单位：元/吨)

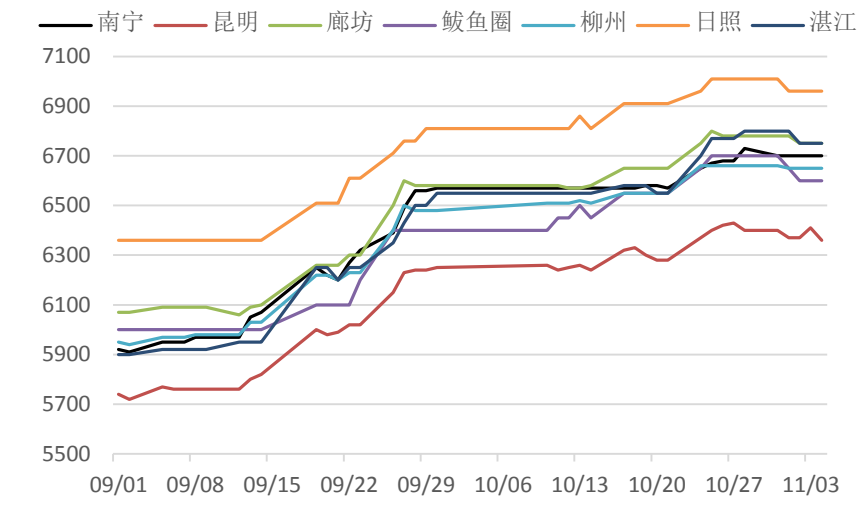


数据来源：华信万达期货白糖研究中心。

说明：如无特别说明，以下数据来源相同。

现货端九、十月份同样上涨了约 800 元/吨，九月初南宁现货报价在 5900 元，中秋节前现货采购开始升温，节后南宁报价在 6200 元，随着贸易损害调查公告，南宁现货报价上涨到 6600 元左右，首次拍储最高价格接近 7000 元，南宁报价也超过 6700 元，随后集团基本清库，销售以贸易商为主，南宁报价维持在 6600 元-6700 元区间。新糖上市后，定价在 6800 元左右，新疆新糖也在 6300 左右。此前市场担忧的交割库仓单，也通过 1 月合约大幅升水的方式进行了解决，新旧制糖期实现稳定过渡（图 2）。

图 2：主要城市现货报价 6700 元左右(单位：元/吨)

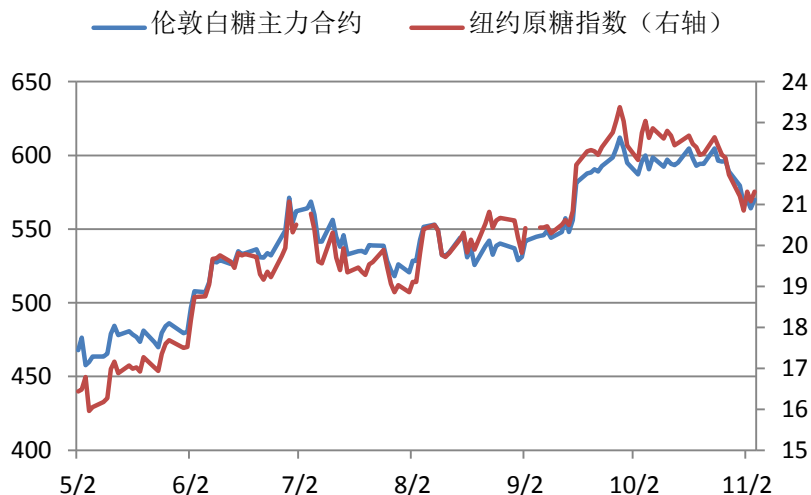


(二) 国际食糖市场走势回顾

国际糖价涨幅不及国内，纽约原糖价格九、十月份从 20 美分上涨到 23 美分/磅，伦敦白糖从 550 美元/吨上涨到 600 美元，随后伴随基金减仓和现货采购清淡，又分别回到了 21 美分和 570 美元附近，累计涨幅 5% 左右，不及国内 10% 以上的涨幅。原糖市场主要受巴西产量持续高于去年同期和糖价上涨后中国、中东买家陷入观望情绪所致。随着中国进口利润的恢复，原糖在 21 美分开始出现现货采购，导致跌幅也非常有限。印度、巴西等主产国国内糖价也保持高位或持续上涨，国际市场的供给糖源相对有限。

原白糖价差维持在 90 美元/吨，相对偏高，导致泰国、印度等国原糖出口不太积极，国内就地炼化白糖的动力较强。中东国家采购原糖进行白糖生产也相对稳定。交割量看，伦敦白糖 10 月合约仅有不足 8 万吨进入交割，显示国际白糖的现货卖方相对谨慎。

图 3：国际糖价从 10 月高位回落 (单位：美元/吨；美分/磅)



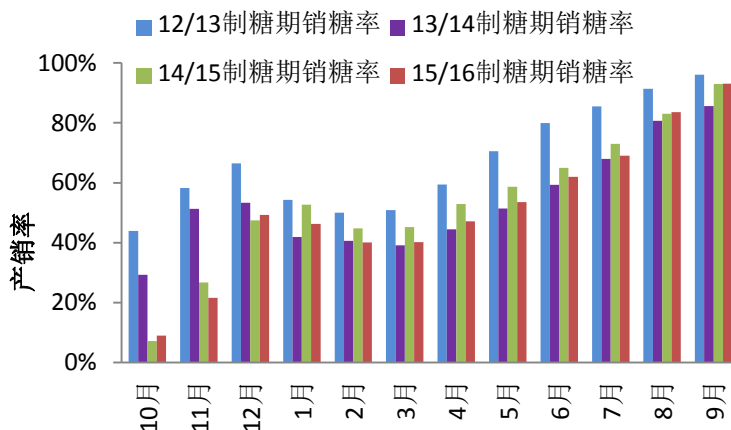
数据来源：洲际交易所；伦敦金融期货交易所；华信万达期货白糖研究中心

二、 国内供求因素分析

(一) 2015/16 制糖期结转库存 60 万吨

2015/16 制糖期结束，结转库存 60 万吨，较前一个制糖期下降了 31 万吨。产销率季末达到 93%，持平 2015 年同期水平。从各省上报数量看，结转库存在 90 万吨水平，较 2015 年同期持平。连续两年减产后，虽然工业销售量下降，但产销率较 2014 年 9 月底的 85% 明显提高，但较 2013 年的 96% 略有不及。

图 4：产销率追平去年（单位：%）

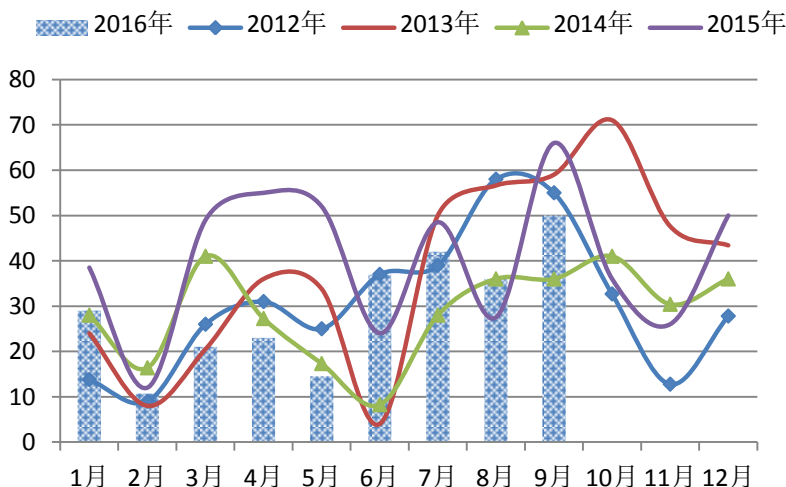


数据来源：中国糖业协会；华信万达期货白糖研究中心

(二) 9 月进口 50 万吨 四季度或维持较高水平

2016 年 9 月份进口量 50 万吨，扭转了七、八月份以来的下滑局面，但进入保税区的量增加了约 27 万吨，总量达到 45 万吨，此前保税区累计库存约 18 万吨。据了解，仍有部分企业握有配额外进口许可，但 7 月份以来价格上涨过快，未能在合适价格点价，预计这部分订单将在四季度完成，从巴西发运情况看，11 月上旬发往中国的量已经达到 30 万吨。考虑到明年 3 月或对进口加征关税，预计四季度订货将持续上升，保税区库存也将快速增加。

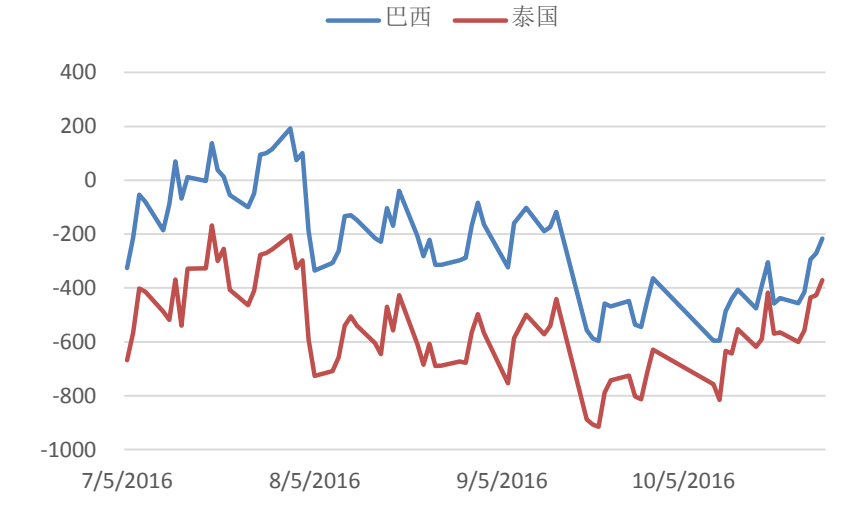
图 5：四季度进口或维持高位（单位：万吨）



数据来源：海关总署，华信万达期货白糖研究中心。

随着国际糖价从 23 美分回落到 21 美分，国内盘面维持在 6800 元左右，内外价差迅速弥合，进口原糖加工后销售到郑盘主力合约的理论利润，从亏损约 500-600 元，转变为亏损 200 元以内，如果以内外现货价格计算，进口利润已经转正。在原糖跌至 21 美分后，中国买家点价积极，采购量约在 30 万吨左右，一改三季度订货清淡的局面。随着国内通胀预期增强和商品普涨，以及贸易救济的推进，预计配额外进口转正将成为常态。

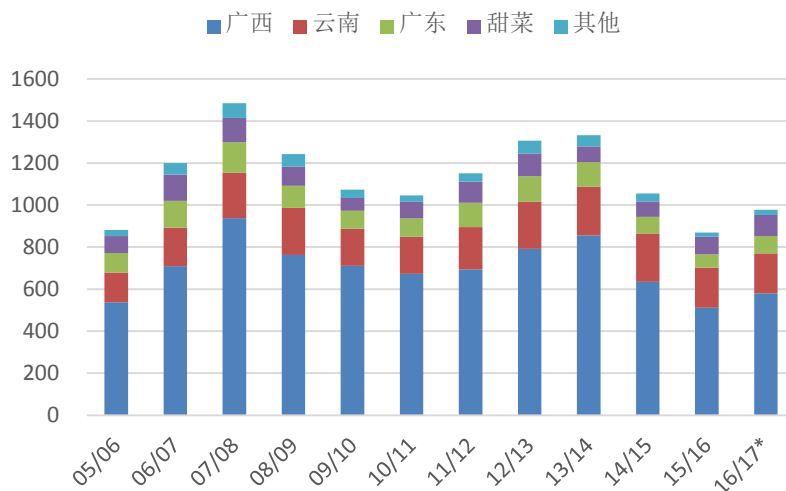
图 6：配额外进口亏损快速减少（单位：元/吨）



（三） 2016/17 制糖期产量预估

桂林糖会上，各主产省公布了 2016/17 制糖期的产量预估，其中广西预计 570 万吨，增产 60 万吨，广东预计增产 20 万吨，达到 83 万吨左右；云南产量略有下滑，或不足 190 万吨。甜菜糖增产明显，新疆预计增产 7 万吨，达到 50 万吨，内蒙增产 8 万吨达到 35 万吨。海南、河北等也有两万吨左右的增产。全国恢复性增产约 100 万吨，预计新制糖期产量在 970 万吨左右。随着国内糖料收购价格提升，糖料对玉米等作物优势增加，也有利于种植结构调整的推进。

图 7：桂林糖会预估全国产糖接近 1000 万吨（单位：万吨）

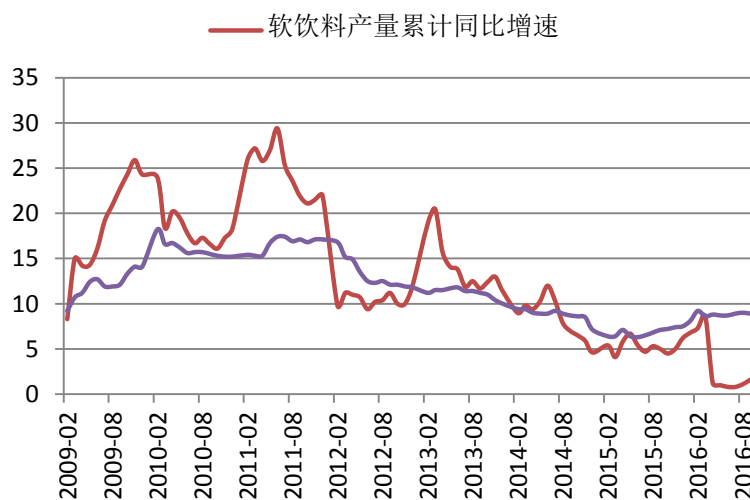


数据来源：中糖协，华信万达期货白糖研究中心

(四) 消费品低速增长 替代优势明显

截至 2016 年 9 月份，含糖食品饮料的增速企稳略有回升，软饮料产量同比增长约 2%，由于软饮料统计包含包装水在内（占比约 30%以上），考虑到包装水年均 20%以上的产量增速，含糖饮料的产量预计下滑幅度在 5%左右。含糖食品的工业增加值增速回升到 9%左右，恢复到 2013 年增速水平（图 8）。基于此，农业部将新制糖期的白糖消费量小幅增加 10 万吨，预计为 1500 万吨。

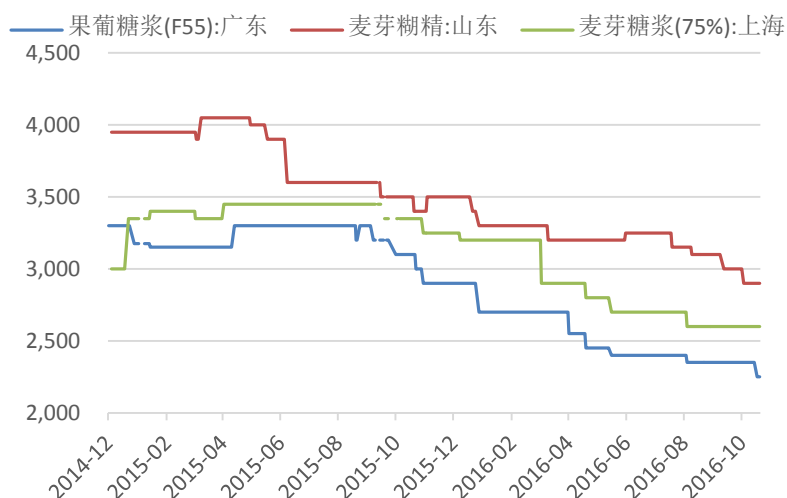
图 8：食品制造业产值和软饮料产量增速企稳（单位：%）



数据来源：国家统计局, 华信万达期货白糖研究中心。

淀粉糖主要品种如果葡糖浆、糊精和麦芽糖浆的价格，在九、十月份继续下滑，分别回落到 2600 元、2300 元和 2900 元左右。由于玉米抛储和新粮上市，预计替代品的价格维持对白砂糖的优势。随着通胀预期增强，玉米和玉米淀粉价格在 11 月开始上涨，但淀粉糖用户议价能力强，并未提高采购价格，导致淀粉糖生产企业利润微薄。而东北等地玉米深加工补贴后，目前生产玉米酒精和玉米淀粉的利润丰厚。（图 9）

图 9：淀粉糖各品种价格继续下滑（单位：元/吨）

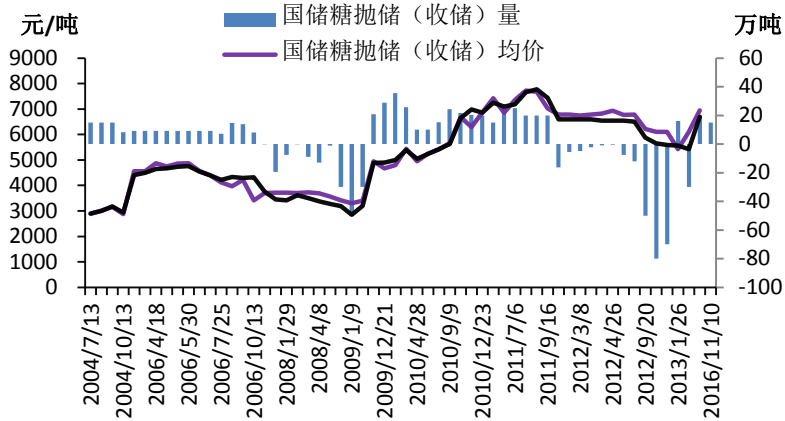


数据来源：Wind, 华信万达期货白糖研究中心

（五） 储备糖投放市场

10月28日国储进行第一次拍卖30万吨，成交价集中在6900元左右，市场采购活跃，11月上旬进行第二次拍卖10.4万吨，成交价略高于第一次拍卖，多处提货仓库价格都达到了7000元/吨。10月底广西也进行了地方储备拍卖，投放数量17.3万吨，拍卖价格在6600-6700元区间。国储和地方抛售总计达到48万吨，满足了开榨前市场对现货的需求。（图10）

图 10: 国储连续投放 价格达到 7000 元（单位：元/吨，万吨）

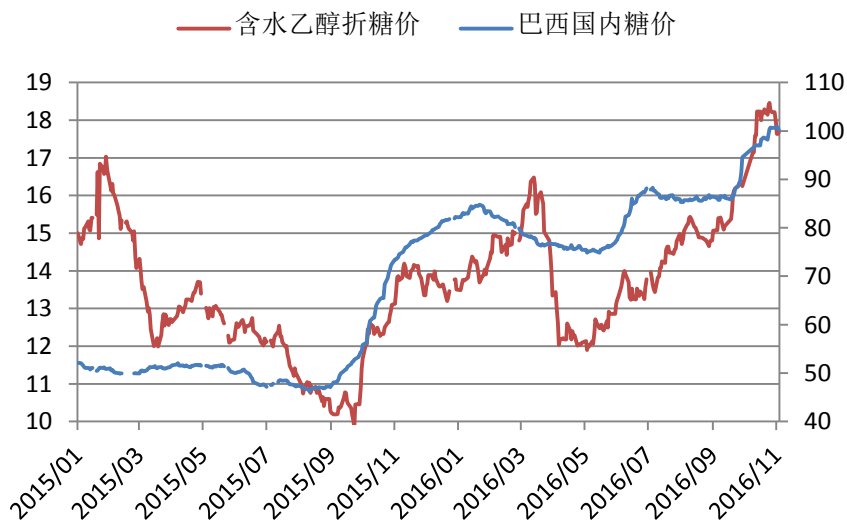


三、 国际糖影响因素分析

（一） 巴西国内糖价大幅上涨 出口开始回落

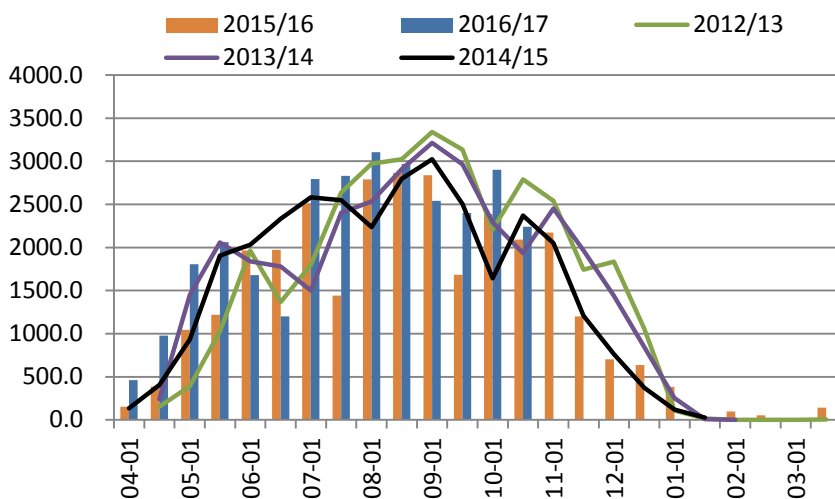
巴西国内低品质白糖的售价，已经超过 100 雷亚尔/50kg，约合 28 美分/磅或 615 美元/吨，较伦敦白糖价格还要高出约 30 美元/吨。巴西国内含水乙醇的折合糖价接近 18 美分/磅，较原糖出口 FOB 价格仍有 3 美分左右的劣势。进入 10 月份，乙醇价格有所上涨，前低 16 美分的折合糖价成为底部。目前巴西燃料乙醇价格相比美国玉米乙醇已经不具有优势，巴西开始净进口美国乙醇。（图 11）

图 11: 巴西国内糖价涨至 28 美分（单位：美分/磅，雷亚尔/磅）



截至 10 月中，巴西中南部产糖量到了 3000 万吨，其中 10 月上半月的产量 224 万吨，环比下降 71 万吨，但同比仍有。进入 12 月份，巴西中南部糖厂将陆续收榨，而下一制糖期的甘蔗产量预计仍有小幅下滑，目前主流估产在 6.05 亿吨。在入榨甘蔗下滑而产糖上升的背后，是巴西乙醇产量的下滑，10 月份巴西甚至净进口乙醇达到 560 万升。随着 11 月份巴西降雨增加，本制糖期后期的收榨进度预计快于往年，12 月后的糖产量或不及 2015 年同期。（图 12）

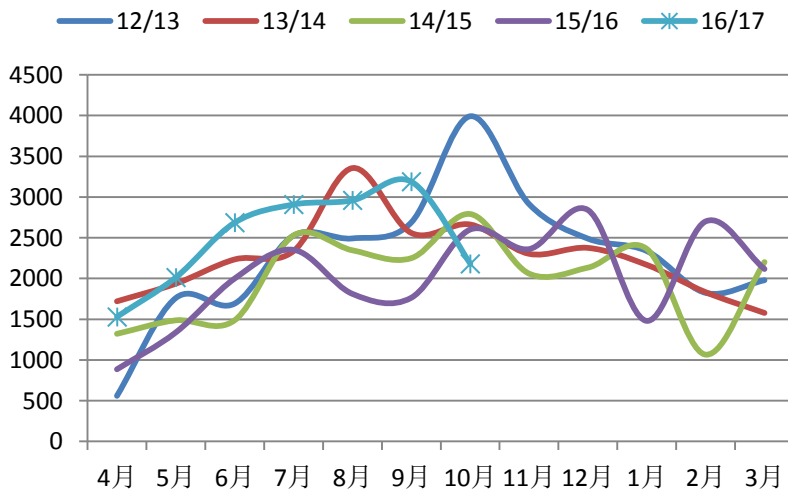
图 12：巴西中南部糖产量（单位：千吨）



数据来源：UNICA、华信万达期货白糖研究中心

巴西外贸部数据显示，巴西 10 月共出口糖 218 万吨，同比减少 14.7%，其中原糖出口量为 186 万吨，同比减少 10.2%。不过，16/17 榨季（4 月/3 月）截至 10 月，巴西已累计出口糖 1747 万吨，同比增加 32.3%（图 13）。巴西国内糖价快速上涨，低品质白糖的售价超过 100 雷亚尔/50 公斤，约合 620 美元/吨，也导致企业倾向于内销，而非出口。随着巴西国内通胀和汇率承压，预计巴西糖价难以有效下跌。

图 13：巴西出 10 月份出口快速回落（单位：千吨）

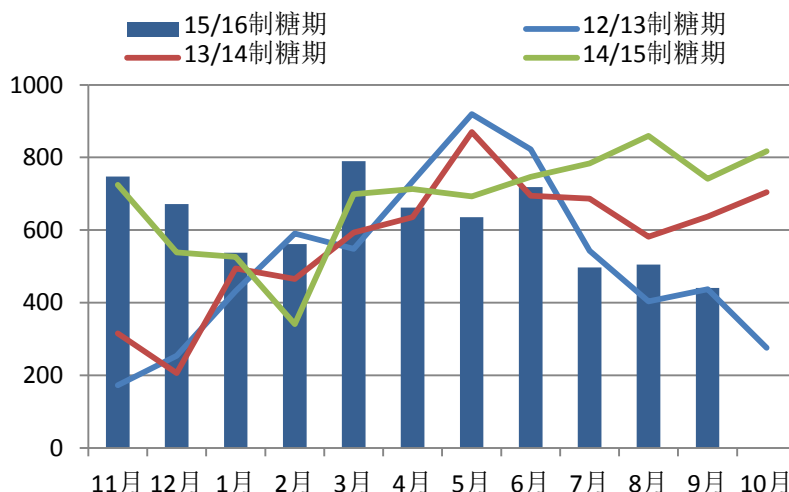


数据来源：巴西贸易部；华信万达期货白糖研究中心。

(二) 泰国出口回落 印度库存下降

泰国出口从7月份开始回落到50万吨以下，9月份更是降至40万吨左右，较2014年和2015年同期下滑明显。主要进口国印尼三季度采购160万吨原糖，但其中的泰糖占比从60%下降到22%。预计泰国糖2015/16制糖期出口食糖700万吨，相对国内980万吨的产量，季末出口下滑也属正常。印尼2016年产量也同比下降了20万吨，增加从澳洲和巴西的进口。

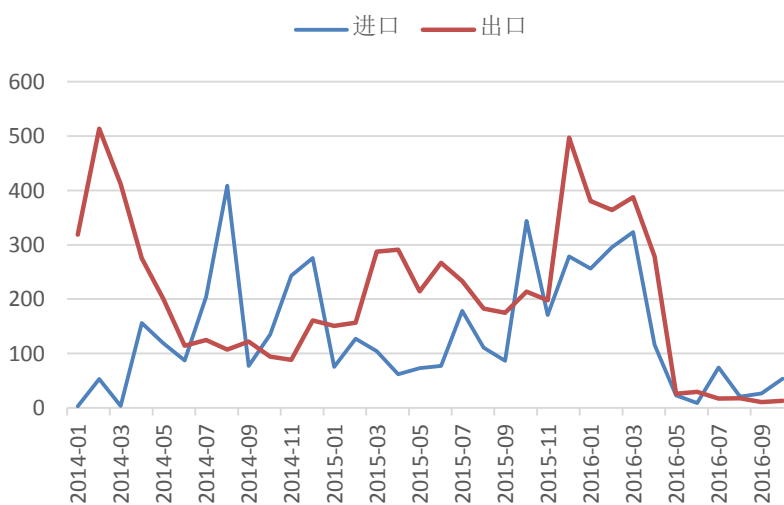
图 14: 泰国月度出口维持在 40 万吨水平 (单位: 千吨)



数据来源: F.O.Licht, 华信万达期货白糖研究中心

印度糖厂从10月份开始开榨，当月产量10.4万吨，同比下降了44%。由于预期新制糖期国内产量将从上期的2510万吨下降到2340万吨，印度糖厂多数推迟开榨以获取更高糖分，弥补产量损失。预计本制糖期结束后，国内库存将下降到570万吨左右，可以满足两个半月的消费量，印度政府也据此没有下调进口关税，但主流机构预估印度将有150万吨进口潜力。

图 15: 印度食糖月度进出口 (单位: 千吨)



数据来源: ZAUBA, 华信万达白糖研发

(三) 基金多头开始减持 走私明显减少

基金净多持仓回落到 27 万手左右，较高峰期下降四万手，6 月份加仓前持有净多水平在 25 万手，预计回到该水平的可能性较大，则盘面支撑价格在 20 美分左右。20 美分也是中国配额外进口利润和印度零关税进口的门槛线，低于该价格会触发现货买盘入场。从 10 月底 11 月初中国买家订货来看，21 美分就有订单入场。远期来看，如果基金净多回到 20 万手水平，预计价格将重返 18 美分。（图 15）

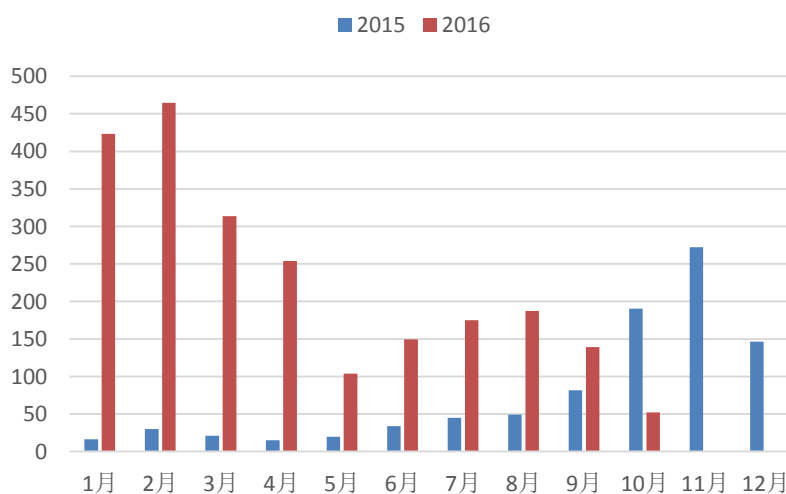
图 15: 基金净多持仓显著下滑（单位：美分/磅，手）



数据来源：美国商品交易委员会 (CFTC)；华信万达期货白糖研究中心

随着中国打击走私趋严，缅甸进口白糖数量快速回落，10 月份仅有 5 万吨，三季度在 15 万吨水平，一季度更是在 35 万吨左右。如果本制糖期缅甸月度进口量在 5 万吨左右，则走私对中国的冲击将回到 100 万吨以下水平，减幅超过 2/3。目前销区的走私糖报价较正规糖源低约 200 元/吨，对中小用户仍有价格吸引力，但随着二维码等技术方法的推广和打私力度加强，预计走私糖难以再现年度 300 万吨的冲击水平。

图 16: 缅甸白糖进口逐月回落（单位：千吨）

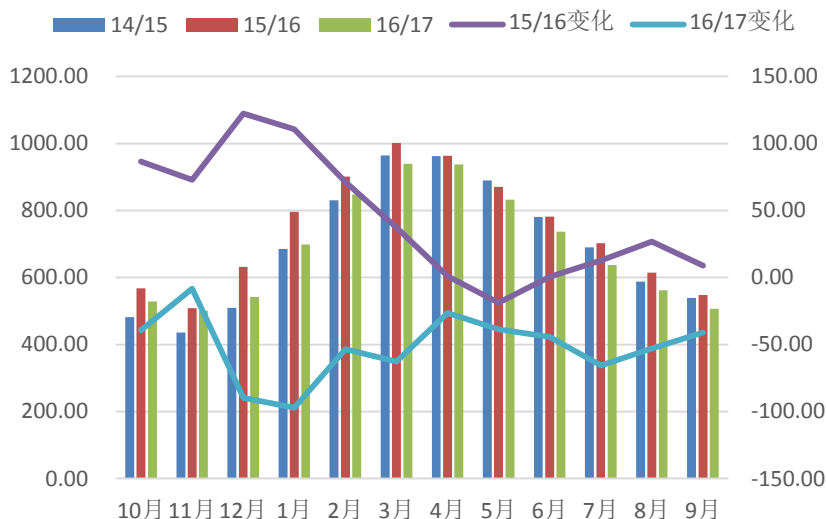


数据来源：F.O. Licht；华信万达期货白糖研究中心。

小结：交易机会

九、十月份糖价从 6200 元上涨到 6800 元，十月份开始黑色商品加速上涨，十一月有色和谷物开始上涨，板块轮动的特征明显，糖价距离历史高点约 10%空间，资金再度推高的意愿不及有色化工等价格处于低位的品种。从库存变化来看，11 月开榨对糖价形成一定的压力，但 12 月-明年 1 月由于库存水平总体低于上年度同期，预计春节前糖价依旧保持偏强，等待政策关于关税调整与否的信号，此外抛储也会对价格波动的节奏产生重要影响。(图 17)。

图 17: 12 月份或仍有上涨 (单位: 元/吨)



价差的交易机会，11 月-12 月份或不及此前时段，1-5 从-20 左右已经回落到接近-100 元/吨，随着 1 月合约临近摘牌，市场将关注 5-9 价差和现货-5 月基差走势，由于每次临近交割，都有一波北方交割库高升水造成的盘面承压格局，1-5 价差可能会继续走弱。但此次由于汽运新政的实施，北方交割库的升水问题不如以往严重，1-5 走弱的幅度或低于以往合约对。(图 18)

图 18: 基差和价差走势分化

