

原糖利多出尽，国内警惕提保行情

白糖：市场回顾和周度展望

回顾 2016 年第三周，我们看到原糖在印度减产消息出尽，印度官员暂不降低食糖进口关税后，周四出现了抛售的迹象。ICE3 月原糖合约最高触及 21.38 美分/磅，最低至 20.05 美分/磅，最后报收于 20.24 美分/磅，跌幅 1.41%。本周 CFIC 基金净持仓继续出现反弹，我们将继续观察是否见底。

国内受到原糖波动和贸易救济调查局就食糖保障措施案进行实地核查的消息影响，本周价格出现大幅波动。截止周五下午收盘，郑糖 1705 合约一周上涨 62 元/吨，涨幅 0.91%。现货方面广西南华南宁厂内车板一级糖报价 6740 元/吨，上调 70 元/吨。云南南华新糖报 6650 元/吨，上涨 80 元/吨。

对于后期的展望，一是看后期印度新榨季产量和进口预期对市场是否还存在预期之外的变化；二是印度货币政策后期长远的影响；三是宏观上美联储二次加息的影响、基金持仓能否出现反弹、原油对巴西国内汽油以及乙醇的影响以及雷亚尔贬值的幅度；四是未来可能发生的厄尔尼诺能否对全球天气带来额外的影响；五是原糖 3 月合约临近到期时是否有多头愿意接盘；六是国内玉米及淀粉价格是否大幅波动以对整个甜味剂市场带来变化。对于 2017 年走势，我们认为 1 季度，在原糖反弹结束、资金紧张导致国内商品低迷、国内抛储以及国内大规模的开榨的情况下，国内糖将继续承压，而到了夏季，随着国内快速去库存以及夏季消费旺季、中秋备货和进口政策尘埃落定的情况下，我们认为届时糖价有望出现新高。

本周策略：我们看到前期原糖转强以及贸易救济调查局就食糖保障措施案进行实地核查的消息刺激的国内市场，这对糖价有利。然而 705 合约对广西现货价的升水对后期糖价始终不利。而我们看到广西糖厂已经全部开榨，近期糖厂出货的意愿还是比较强，在基本面没有发生大的变化的情况下，激进投资者可以在做好资金管理的基础上，继续逢高做空，而对于风险厌恶型投资者可以逐步考虑买淀粉抛白糖的对冲套利操作。不过近期广西阴雨不断，不时有报道称糖厂可能出现断槽，因此后期我们也要密切跟踪关系天气。另外后期如果白糖的基差出现大幅升水，那么，我们将逐步开始考虑逢低建多。另外随着近期政策利多释放和原糖的相对平稳，有外盘账户的投资者则可以对内外价差进行区间操作；月差方面，1701-1705 已经圆满完成，后期我们认为 1705-1709 的行情也将以正套为主。同时为了配合白糖场内期权的发行，我们也将在今后逐步普及期权知识，敬请关注。

风险点：国内宏观紧缩风险、巴西雷亚尔大幅度贬值风险、进口政策变动风险

华泰期货研究所 农产品组

徐盛

软商品研究员

☎ 021-68753967

✉ xusheng@htgwf.com

从业资格号：F3023096

相关研究：

原糖上下震荡 国内继续建空

2017-01-14

减产推动原糖 国内逢高做空

2017-01-07

原糖触底反弹 内外价差缩小

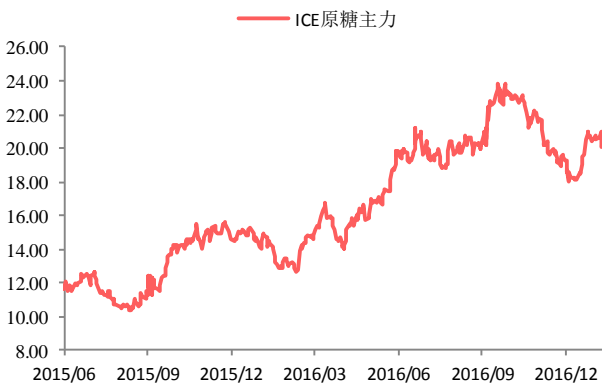
2016-12-31

行情分析:

回顾 2016 年第三周，我们看到原糖在印度减产消息出尽，印度官员暂不降低食糖进口关税后，周四出现了抛售的迹象。ICE3 月原糖合约最高触及 21.38 美分/磅，最低至 20.05 美分/磅，最后报收于 20.24 美分/磅，跌幅 1.41%。本周 CFTC 基金净持仓继续出现反弹，我们将继续观察是否见底。

国内受到原糖波动和贸易救济调查局就食糖保障措施案进行实地核查的消息影响，本周价格出现大幅波动。截止周五下午收盘，郑糖 1705 合约一周上涨 62 元/吨，涨幅 0.91%。现货方面广西南华南宁厂内车板一级糖报价 6740 元/吨，上调 70 元/吨。云南南华新糖报 6650 元/吨，上涨 80 元/吨。

图表 1 ICE 原糖近月合约走势 单位：美分/磅



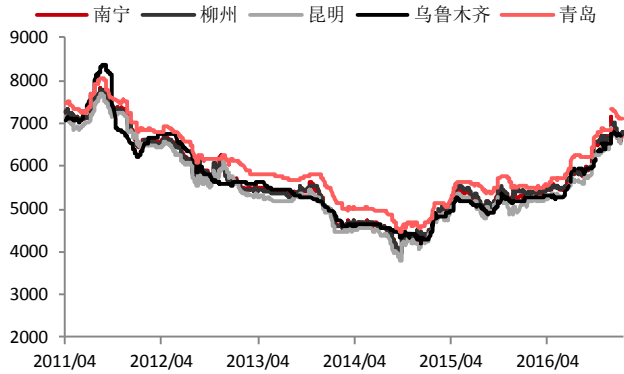
数据来源：Wind 华泰期货研究所

图表 2 郑糖主力合约走势 单位：元/吨



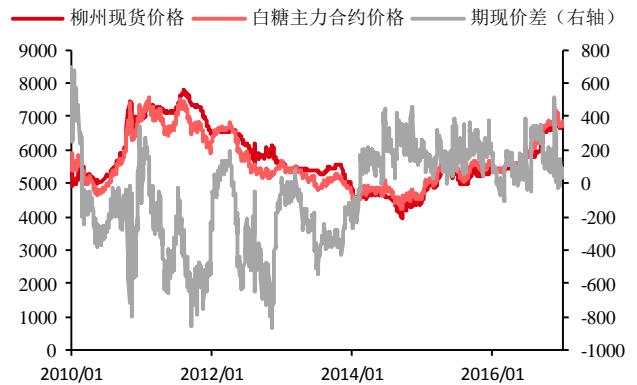
数据来源：Wind 华泰期货研究所

图表3 中国主产区现货价格 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

图表4 国内期现价差 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

国际食糖市场分析

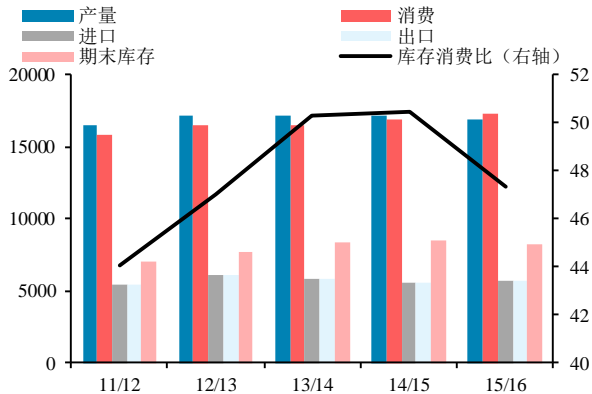
1、全球供需格局分析

外糖方面，本周行情先扬后抑，目前正值巴西压榨的尾声，同时北半球进入开榨高峰，我们将继续观察印度产量是否会继续下调以及进口政策是否存在改变的可能。

另外值得我们注意的是，今年将可能会是厄尔尼诺年与拉尼娜年的转换年。NOAA（美国海洋气象局）预估拉尼娜将在 1-3 月期间转为中性，而澳大利亚气象局则认为近期数月不发生拉尼娜。从过往的经验来看，拉尼娜年总体将对原糖市场利多。这也是后期我们所值得期待的。

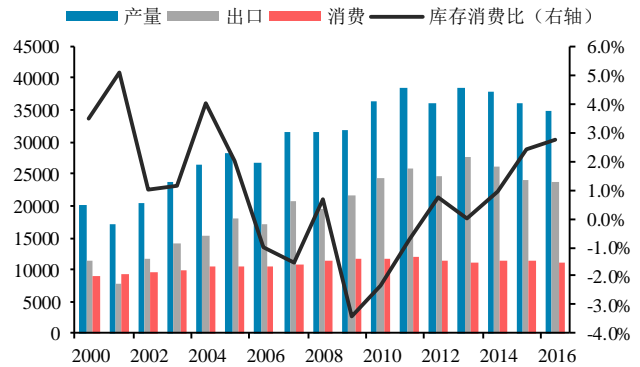
图表 5: 全球供需平衡表

单位: 万吨



图表 6: 巴西供需平衡表

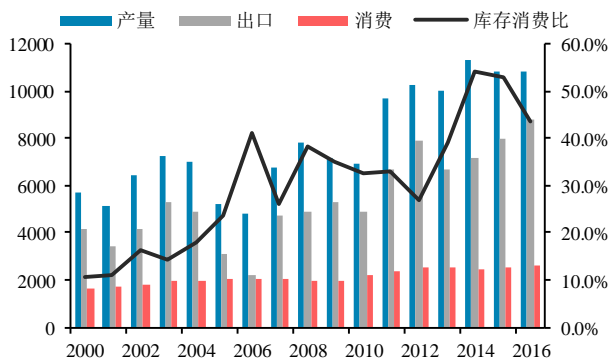
单位: 千吨



数据来源: ISO 华泰期货研究所

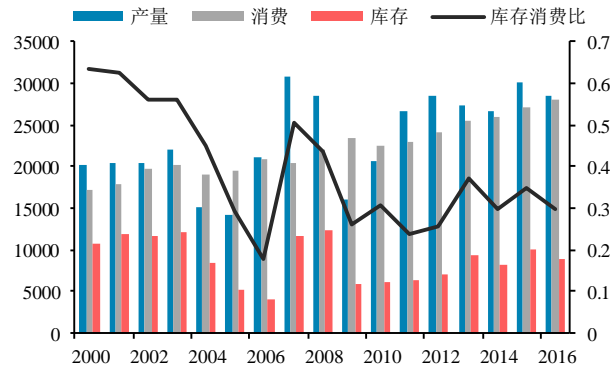
数据来源: USDA 华泰期货研究所

图表 7: 泰国供需平衡表



数据来源: USDA 华泰期货研究所

图表 8: 印度供需平衡表



数据来源: USDA 华泰期货研究所

2、各主产国情况一览

巴西: 关注原油和雷亚尔的影响

巴西作为世界第一大生产国, 巴西甘蔗制糖业对于全球糖市的影响举足轻重。

据巴西圣保罗州蔗产联盟 (Unica) 日前发布的数据, 巴西中南部地区在 12 月下半月仅生产了 12.7 万吨糖, 远低于上半月生产的 37.9 万吨, 因糖厂基本结束 2016/17 年度甘蔗压榨。中南部地区是巴西主要甘蔗种植带, 该地区的糖厂在 12 月下半月压榨了 300 万吨甘蔗, 上半月压

榨量为 722 万吨。中南部地区约有 300 家糖厂，Unica 称 1 月初只有 15 家在运营。这是因 2016 年大多数时间里天气良好，令甘蔗压榨进程稳定，相反，在 2015 年，过多的降雨阻碍糖厂工作。

咨询机构 Datagro 前期报告中称，明年巴西糖产量有望增加约 200 万吨，乙醇进口水平将处于高位，因糖厂倾向于将更多甘蔗用来榨糖。Datagro 的首席分析师表示，尽管市场行情不错，但 2017/18 榨季巴西中南部地区的甘蔗产量不会较当前榨季有太大变化，因蔗田老化，以及天气反复无常削减明年产出潜力。明年巴西甘蔗压榨量预计介于 5.80-6.10 亿吨，当前年度为 5.97 亿吨。但其补充说，糖产量将增加。下榨季巴西糖产量料在 3,610-3,640 万吨，本榨季为 3,410 万吨。该分析师表示：“甘蔗农田的翻新率仍低于预期。” Datagro 预计糖厂将把更多甘蔗用来制糖，就像今年一样。Datagro 预计明年用于制糖的甘蔗比例将在 47.1-49.1%，当前榨季截至 9 月下半月为 46.3%。2017/18 榨季巴西乙醇产量预计在 230.7-252.6 亿公升，今年为 260 亿公升。

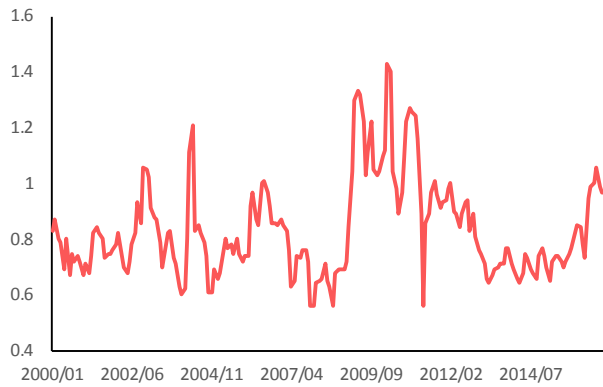
与此相反，尽管糖市前景光明，但巴西中南部甘蔗主产区下一年度的甘蔗产量将下降，因近年来对甘蔗田的投入减少，影响了作物产出潜能。巴西甘蔗行业协会 Unica 的技术部门主管表示，即便天气条件良好，该地区明年的产量也不会上升。该协会称，缺乏革新以及 6 月份的霜冻天气是甘蔗减产的主因。Unica 称，巴西多数糖厂将在 12 月初收榨。预计中南部地区 2016/17 年度甘蔗压榨量为 6.05 亿吨，处于预估区间低端。根据道琼斯消息，JOB Economia 预期巴西中南部 2016/17 年度甘蔗压榨量将下降至 6.32 亿吨，其在 4 月时预估为 6.44 亿吨。JOB Economia 预期巴西中南部 2016/17 年度糖产量为 3,500 万吨，4 月时预估为 3,480 万吨；预期乙醇产量为 275 亿公升，4 月时预估为 291 亿公升。

对于明年的巴西糖市，我们认为原油和雷亚尔的影响将变得举足轻重，其中原油的影响主要通过通过对巴西汽油价格传导至乙醇价格，最终影响原糖价格来实现。如果明年年初原油价格持续上涨，那么将很可能扭转当前糖醇比价，从而最终影响到糖厂的制糖比，而 1% 的制糖比改变将会改变 70 万吨的原糖产量。

根据巴西威廉姆斯船务公司日前发布的数据，本周巴西港口待运食糖总量增至 70.7 万吨（包括停靠港口和等待装运的数量）。本周待运的高等级原糖数量为 65.57 万吨，拟从巴西桑托斯港口离境的原糖数量为 42.62 万吨。

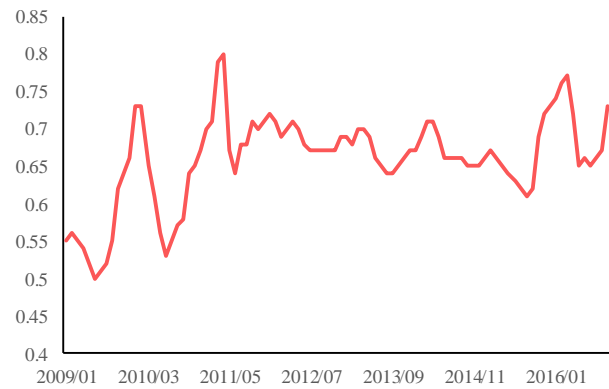
另外受到美联储加息的影响，美元升值使得巴西雷亚尔在经过 1 年的升值后有可能再度出现贬值，而在雷亚尔贬值的情况下，糖厂会选择加大在 ICE 原糖市场的套保比例，从而压制原糖的价格。

图表 9: 巴西糖醇比价



数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

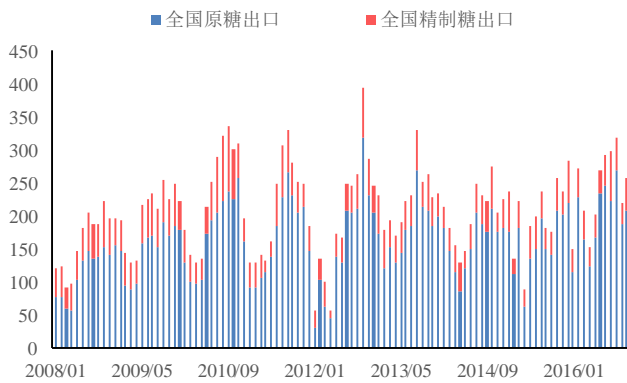
图表 10: 巴西圣保罗地区醇油比价



数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

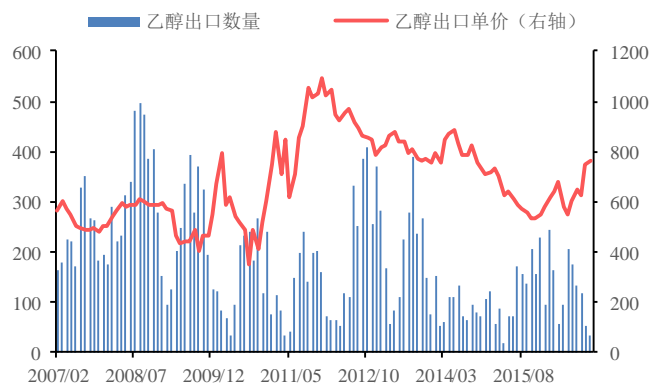
图表 11 巴西食糖出口量

单位: 万吨



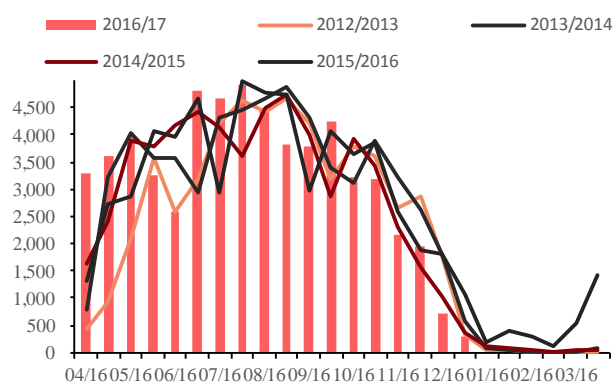
数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

图表 12 巴西乙醇出口数量及单价 单位: 百万升, 美元/千公升



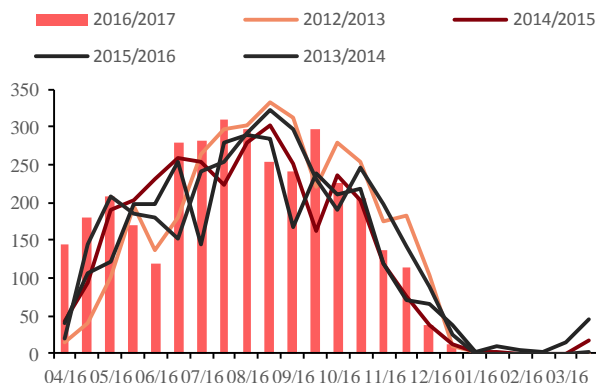
数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

图表 13 巴西中南部双周压榨数量 单位：万吨



数据来源：Unica 华泰期货研究所

图表 14 巴西中南部糖生产数量 单位：万吨



数据来源：Unica 华泰期货研究所

泰国：年初干旱影响，16/17 榨季产量预估下调

泰国作为全球主要糖产区，有四大主产区，最快成熟的是东北地区。目前市场对泰国 16/17 榨季的糖产量预期虽没有形成统一，但预期的上端仅为 1000 万吨，同时严重的干旱使得 16/17 榨季的甘蔗种植面积和宿根蔗产量预期大幅下滑。Kingsman 对此的产量预估从 1170 万吨直接下调 210 万吨至 960 万吨，可压榨甘蔗量则是从 2015-16 榨季的 9400 万吨下调至 9200 万吨。这说明泰国供应紧缺的局面将在下榨季延续，这在泰国糖现货的高升水报价中已经有所体现。

另外根据泰国甘蔗和食糖 10 年发展规划，泰国政府已批准新建 12 家糖厂，同时批准对现有糖厂进行产能扩充，如果新厂建设和老厂扩建如期推进，估计泰国糖厂的甘蔗日榨能力将增至 110 万吨。

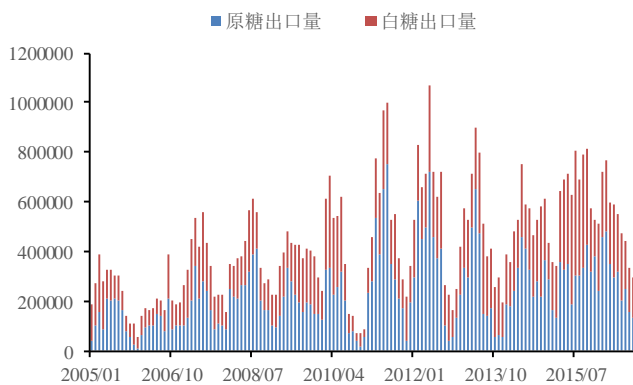
根据泰国蔗糖管理局（OSCB）秘书长的观点，由于厄尔尼诺气候导致泰国遭遇 20 多年罕见的干旱天气，预计刚开始的 16-17 制糖年泰国这个全球第二大食糖出口国的甘蔗产量将从 15-16 制糖年的 9405 万吨减至 9100 万吨，食糖产量下降 3.2%，从 15-16 制糖年的 960-970 万吨减至 930-940 万吨。虽然泰国的甘蔗产量自 14-15 制糖年达到 1.0596 亿吨后就开始下降，但泰国业界坚信泰国食糖产业会克服气候的影响。

外媒报道，泰国糖厂公司（TSMC）日前表示，由于天气干旱，估计刚开始的 16-17 制糖年泰国的甘蔗产量将减少约 300 万吨，至 9110 万吨的水平，不过，糖厂和蔗农之间紧密合作以及生产效率有助于提高单产，这在一定程度上将抵消食糖产量下滑。15-16 制糖年泰国累计收榨甘蔗 9400 万吨，产糖 970 万吨。

据泰国蔗糖管理局（OSCB）日前公布的数据，自 2016 年 12 月 6 日开榨到 2017 年 1 月 15 日期间，泰国糖厂累计收榨甘蔗 2420 万吨，同比下降 28%，产糖 220 万吨，其中 150 多万吨为

原糖（相当于总产量的 71%），同比增长 30%，剩余部分为白糖。15-16 制糖年同期泰国生产的白糖数量占总产量的比例曾低至 24%。从今年的情况看，因卡车运到糖厂的甘蔗数量有限，估计糖厂的生产期可能会延后。泰国政府严管甘蔗运输车意味着今年运往糖厂的甘蔗数量会低于去年，进而影响到糖厂的甘蔗日榨量。数据显示，1 月份前两周糖厂日榨甘蔗 72.6 万吨，较去年同期下降了 20%。由于甘蔗日榨量减少，2016 年 12 月 6 日开榨以来，3-5 月交货的泰国产原糖对纽约 ICE 糖市原糖期货价格的升水已经上涨了 23 个点，达到了 99 个点。

图表 15：泰国食糖月度出口量 单位：吨



数据来源：布瑞克 华泰期货研究所

印度：关注减产能否引发进口，同时注意货币政策变化

关于印度 2016/17 榨季的产量，不同的机构给予了不同的评估。贸易巨头 ED & F Man 认为印度新一年度（10 月开始）糖产量预计为 2,250-2,300 万吨，低于 2015/16 年度的 2,510 万吨，将迫使该国进口。该公司印度分部总经理在果阿邦一场行业会议上表示，截至 10 月 1 日糖库存将在 650-700 万吨，上年同期为 910 万吨。“若不进口，2017/18 年度期初库存会太少。”；而荷兰合作银行称，印度在 2016/17 年度中将进口 200 万吨糖，因该国消费量可能于七年来首次超过产量。该分析师称，在 10 月 1 日开始的 2016/17 年度中，印度糖产量可能下降至 2,330 万吨，因接连的干旱导致西部主要生产邦马邦甘蔗作物受损。其对印度糖进口量的预估是路易达孚商品公司周三给出的预估值的两倍。印度是全球最大的糖消费国，该国的进口可能进一步支撑全球糖价。目前糖价接近四年高位，因预期供应将短缺。印度糖厂协会周三称，在新的年度中，印度糖需求量预估为 2,560 万吨。该分析师称，印度产量较低，将帮助扩大全球 2016/17 年度原糖供应缺口至 750 万吨，高于上一年度的 670 万吨；相对于海外机构的评论，印度本国食品部长拉姆—韦拉斯—帕斯旺则认为，估计 10 月开始的 16-17 制糖年（10 月-9 月）印度的食糖产量将下滑 10.27%，至 2252 万吨，不过，国内市场上的食糖供给不会出现短缺现象。由于主产区天气干旱，15-16 制糖年印度的食糖产量已经减至 2510 万吨的水平。本次印度政府预期的食糖产

量低于印度糖厂协会 (ISMA) 预期的 2340 万吨。政府是与主产区糖管部门开会后作出上述预测的。

从上面各机构预估中，我们可以看到，虽然有所偏差，但整体各机构对印度的产量预估维持在 2250—2350 万吨的区间内。

去年年报中我们预计印度 15/16 年糖产量为 2750 万吨，比 2014/15 年下降 3%。由于印度人口众多，为 12 亿 7000 万，它仍然是世界上最大的食糖消费国，并将继续保持如此。我们预计今年的消费增长率将为 1.6%，略高于全国 1.25% 的人口增长率。随着中产阶级越来越多，到 2025 年该数量将增长一倍以上，从目前的 4500 万到近 1 亿 2000 万户，对印度的间接消费所占的份额也将上升——作为加工食品在整体饮食的份额大幅上升。我们预计 15/16 榨季全国总消费量的约 2500 万吨。

接合产量和需求量，我们可以看到印度将在 2016/17 榨季进行去库存，那么库存的水平也将决定印度是否进口食糖。而根据外电综合报道，印度政府官员本周四表示，印度这个全球头号食糖消费国短时间内不会下调食糖进口关税。

据印度糖厂协会 (ISMA) 日前公布的数据，截止 2017 年 1 月 15 日时印度头号产糖区马哈拉施特拉邦 (马邦) 149 家糖厂中已经有 56 家糖厂停榨。估计 2 月底前还会有更多的糖厂停榨。数据显示，由于干旱天气导致甘蔗原料供给不足，2017 年 1 月 15 日期间印度累计产糖 1048 万吨，较去年同期 1107.2 万吨的产量下降了 5.3%。

在新的一年里，我们除了跟踪印度开榨的进度外，我们也要观察印度减产是否会引发进口从而改变全球贸易流，并且注意莫迪政府货币政策的变化，对甘蔗种子和下榨季甘蔗种植的影响。

图表 16: 印度国内食糖价格 单位: 卢比/吨



数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

3、关注 2017 年宏观对糖的影响

自从 2016 年 12 月, 美联储第二次加息后, 对全球和中国的资产定价都出现了变化。因而除了供需基本面外, 宏观也是需要我们加强关注的因素。

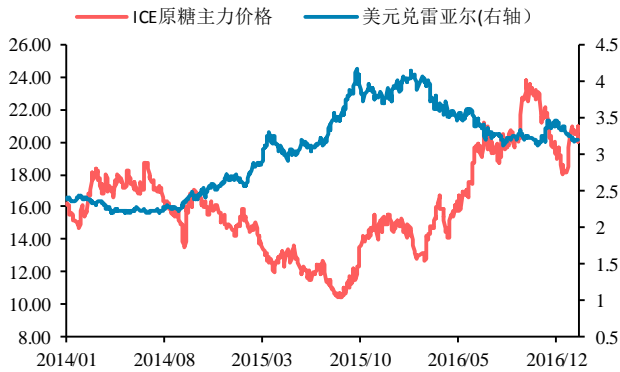
对于国际原糖而言, 一大风险点依然在主产国汇率, 其中影响最明显的当属巴西, 如前文所述, 巴西是世界最大的食糖生产国, 食糖出口国, 对于糖价的影响举足轻重。最重要的一点是巴西国内食糖业套保度非常高, 如若巴西雷亚尔贬值, 生产企业会选择在盘面上抛售原糖对锁。这就在一定程度上会打压原糖价格。因此导致巴西货币出现较大波动的时候, 原糖价格就会与其出现较高相关性。

另一大风险点来自于基金持仓, 我们看到前三季度的行情中, 原糖价格与 CFIC 投机净多单的持仓数量呈现明显高度的正相关关系。而 CFIC 持仓投机净多单自从四季度之后, 连续出现下降, 显示出未来投机资金对原糖后市的支撑力度减弱, 而原糖价格也出现了一路的下滑, 而近期 CFIC 持仓净多单有所反弹, 反映出市场情绪逐步企稳。同时我们也注意到历史上美联储加息对原糖偏利多, 很大程度上便是由于加息后资金流入美国, 而原糖也是以美元计价, 如此一来基金会有更多兴趣持有原糖头寸所致。我们认为在 2017 年中, 基金持仓依然还将出现波动, 当然产业的力量也将增加对原糖走势的影响, 整体环境与 2010 年的情况相类似。

第三个值得注意的风险点就是印度政府的货币改革, 在目前大额纸币不能使用的情况下, 农产品种子将有可能成为印度的硬通货, 而这将会对种子的价格产生巨大的影响, 如果出现囤积种子的情况, 那么, 蔗苗价格将会出现大幅度上涨, 而这将会大大提高印度的种植成本, 影响种植意愿, 最后影响下榨季的产量预期。

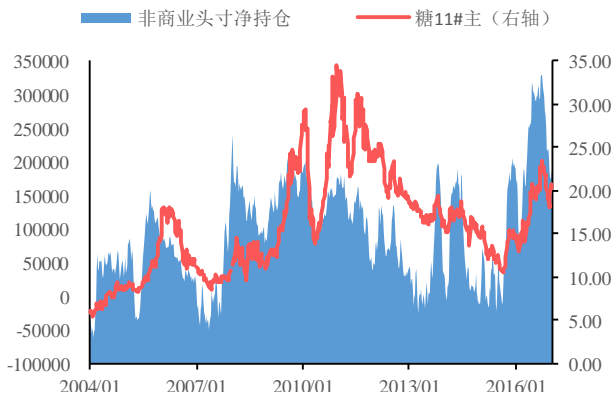
另外国内宏观也将对郑糖产生影响。如果人民币持续贬值, 将有助于内外比价的扩大。同时对于白糖单边价格利多。而近期人民币的升值则反过来不利于糖价的上涨。

图表 17: 雷亚尔与糖价走势 单位: 美分/磅



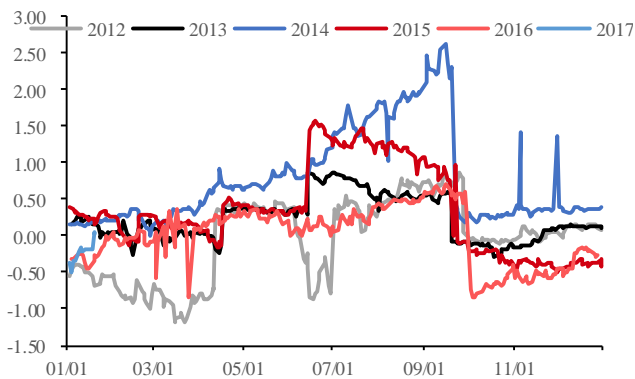
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图表 19: CFTC 基金净持仓 单位: 张



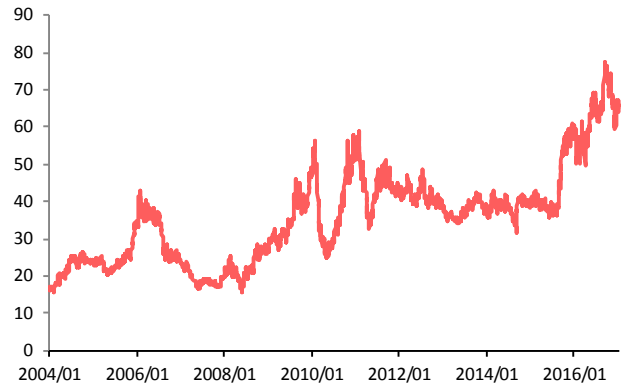
数据来源: CFTC 华泰期货研究所

图表 21: ICE 原糖主力—远月月差 单位: 美分/磅



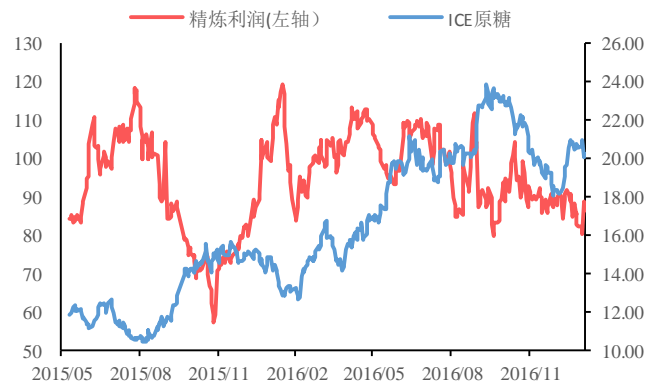
数据来源: 文华财经 华泰期货研究所

图表 18: 以雷亚尔计价的糖价 单位: 雷亚尔/磅



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图表 20: 伦敦糖—ICE 原糖精炼利润 单位: 美元/吨



数据来源: 文华财经 华泰期货研究所

国内食糖市场分析

1、国内食糖仍处于减产大周期，9月工业库存维持近年来低位，新榨季仍将去库存

甘蔗是宿根性植物，因此存在非常明显的周期性，由于国内主要以3年期宿根蔗为主，因此国内的增产减产周期一般都为三年，我们都知道，供求格局决定商品价格走势，而对于糖这种下游消费不存在大幅变化的品种来说，产量在通常情况下，是决定价格涨跌的重要因素。目前公布的16/17榨季广西甘蔗收购价的480元/吨甘蔗收购价将提升广西制糖成本至5800-6000元/吨一线，另外市场有消息称糖厂近期抢蔗提高了整体的甘蔗收购价。如果2017年走私能够得到控制，那么去库存仍有望得以持续。

而截至2016年12月底，本制糖期全国共生产食糖229.66万吨，同比增加38.04万吨。其中，产甘蔗糖152.2万吨，产甜菜糖77.46万吨。累计销售食糖116.71万吨，同比增加22.34万吨，累计销糖率50.82%，同比增加1.57%。其中，销售甘蔗糖83.09万吨，销糖率54.59%，销售甜菜糖33.62万吨，销糖率43.4%。

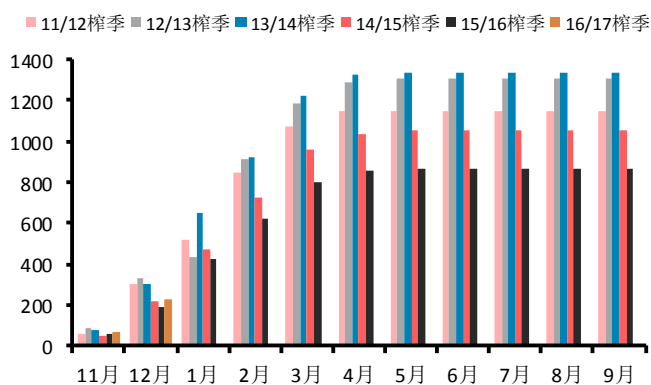
从单月销糖数据来看，中糖协给出的12月产量数据偏高，虽然销量也同比增加，但总的销糖率增速环比出现了下降，后期糖厂销售压力将有所增加。

另外从11月初桂林糖会可以得知，中糖协为新榨季的产量总体预估量在1000万吨左右，但我们认为实际产量达不到这样的高度。

消费端方面，从目前我们所看到的情况而言，虽然有进口食品的冲击和所谓健康消费观念的转变，但城市化和甜点消费的增加抵消了其他的利空因素。在新的一年里，如果没有出现大规模的淀粉糖替代，那么总体消费还将维持稳定。

图表 22：全国月度产量

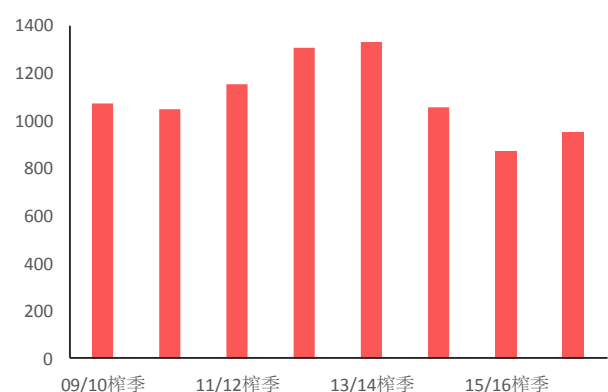
单位：万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

图表 23：全国食糖产量

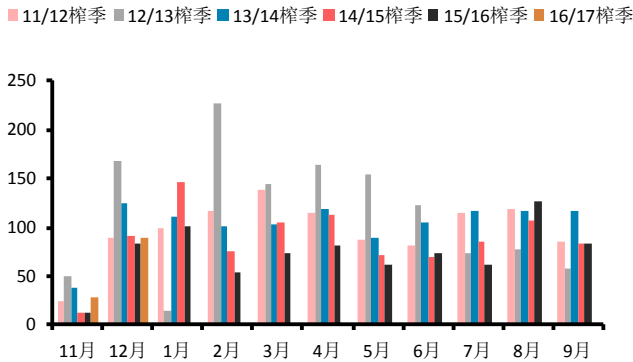
单位：万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

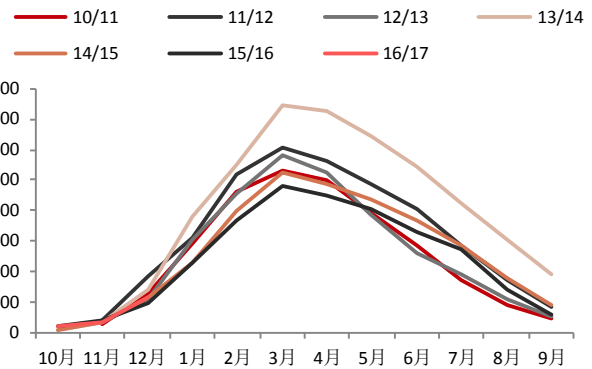
图表 24: 全国月度单月销量

单位: 万吨



图表 25: 全国糖工业库存

单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

数据来源: Wind 华泰期货研究所

2、预计 17 年食糖表观消费 1500 万吨

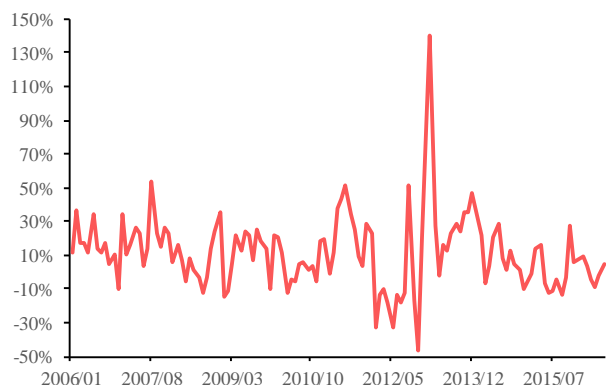
目前国内对于食糖消费量存在较大的分歧,有相当一部分人认为受国内经济情况影响,以及替代糖的影响,国内食糖消费将会大幅下降,但笔者认为 16 年表观食糖消费出现下降,而实际消费却保持稳定。

中国是继印度之后的全球第二大食糖消费国,不过人均消费水平较低,是世界人均食糖消费最少的国家之一。而根据我们对于食糖消费的具体细分后会发现,目前 64%的食糖消费是工业用糖,民用糖仅占 36%,并且家庭用糖可以认为是缺乏弹性始终变化不大的,因此我们将分析下游需求的重点放在工业用糖上。

我们按照碳酸饮料,果汁饮料,乳制品,饼干,糖果,冷冻饮品,罐头,糕点和速冻米面食品划分含糖食品行业,经过对上述行业食品配方(主要是用糖比例研究)的粗略研究,估测得到各子行业的用糖量比例,大致如下图所示:果汁饮料与软饮料是整个下游行业所占权重最大的两类终端需求。

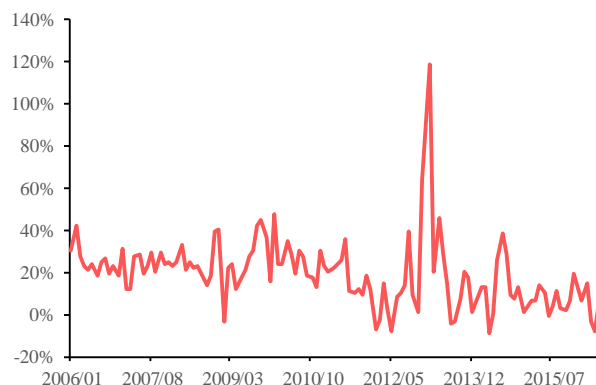
我们从下游用糖行业的情况来看,整体产量累计同比增速放缓较为明显,提别是软饮料和糖果在一些月份出现了比较明显的负增长,但其他一些品种的产量如碳酸饮料和罐头仍然保持正增长,总体工业消费还是保持稳定,并不是说出现。我们预计 16 年食糖消费较去年稳中略降,为 1440 万吨。而 2017 年消费量则能达到 1500 万吨的水平

图表 26: 碳酸饮料产量单月同比



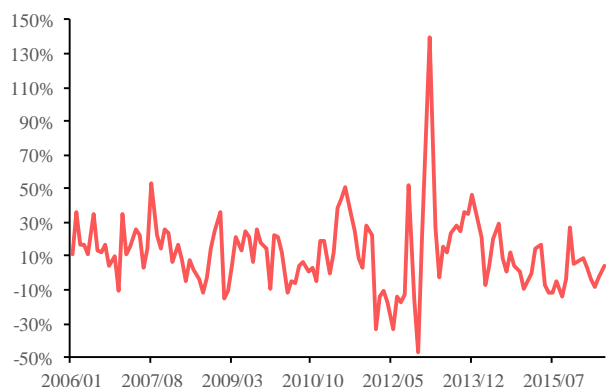
数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

图表 27: 软饮料产量单月同比



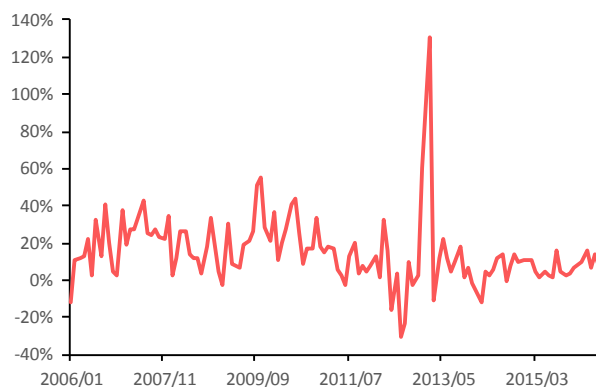
数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

图表 28: 糖果产量单月同比



数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

图表 29: 罐头产量单月同比



数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

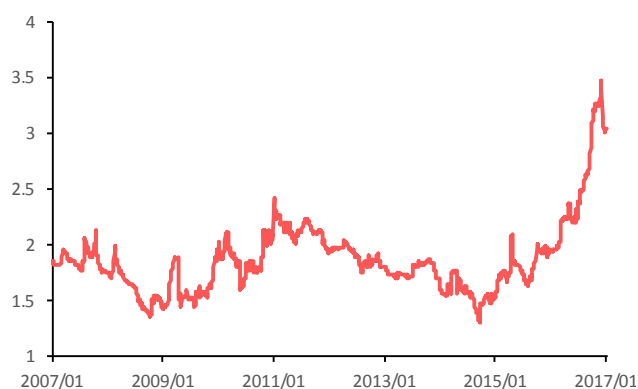
目前市场较关注替代问题, 主要是由于淀粉糖和白糖之间的巨大价差引起关注, 进入 2017 年白糖——淀粉糖价差已经高达 4000 元以上, 这一价差足以使得下游终端用糖企业考虑使用替代糖, 特别是我们看到西王的“玉米绵白糖”炒得火热, 但我们不能忽视的是可替代性的问题, 目前替代主要在饮料行业。近期调研显示, 由于价差的存在, 淀粉糖和白糖之间的替代还会持续, 比如近期康师傅在一些饮料新品上开始使用果葡糖浆, 但快速替代的时代已经基本结束, 一方面可口可乐在 1 月初开始讲比例从 75% 上调到 95%, 百事也基本接近全替代, 未来新增替代的空间极少; 另外还有像统一这样的企业在今年反替代, 即饮料中用白糖重新替代果葡糖浆。

为了保守起见, 我们在替代上依旧算最大新增替代量。可口可乐果葡糖浆使用比例从 75 上调到 95% 的传闻目前已经基本得到证实, 并且该配方已从 1 月份开始使用。全国统一更改, 那么新增替代量已经几乎可以确定有 10-15 万吨的果葡糖浆, 即 8-12 万吨白砂糖。康师傅 (市场占有率 16-18%) 是否大范围更改, 目前都还没有确切消息。用最大替代量估算, 如果康师傅大

规模更改配方,其可替代的白砂糖市场份额或高达 30-50 万吨。其他产品我们估计替代 10 万吨。合计最大新增替代量大概 70 万吨。

总体而言,我们既不能忽视替代问题,也不能对此神经过敏,在后期我们也将持续跟踪淀粉糖替代的变化。

图表 30: 白糖淀粉糖比价



数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

3、配额外进口利润出现反弹,我们要注意走私可能重新出现

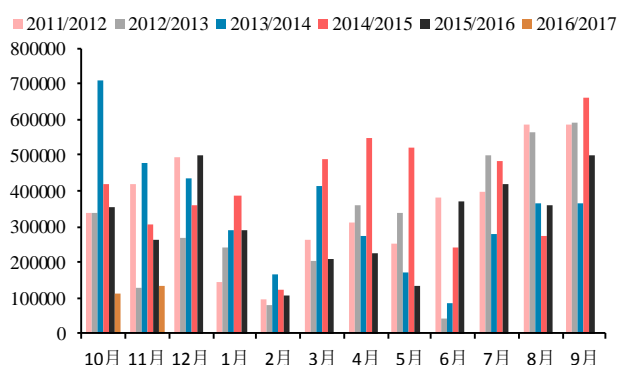
关于进口分为两个渠道,正常渠道与走私。

正常渠道我们可以看到,随着原糖的大幅下跌,目前配额外泰国糖进口已经存在约 900 元左右的利润。这会在后期增加加工厂的点价意愿,但是后期存在关税税率和配额数量政策的不确定性,是否能大量进口还有待观察。另外我们通过海关数据查看,海关数据显示,11 月我国进口糖 14 万吨,同比增加减少 12 万吨,环比增加 3 万吨,2016 年 1-11 月中国累计进口 285 万吨,同比减少 34.55%。按照目前的年度推测,2016 年度进口量将仅有 320 万吨左右的水平,同比去年 485 万吨的水平下降 150-160 万吨左右。而对于 2017 年的进口,我们将其保守预估在 500 万吨,其中 350 万吨属于合法进口,而剩余的进口则为非合法外进口。

同时根据作者的了解,之前的走私来源主要是印度糖,近期走私糖主要则是缅甸当地生产的缅甸糖和巴西糖。根据笔者所了解的消息,2016 年夏天开始打击走私已经跨境深入木姐口岸,当地走私活动有所遏制,走私在未来将逐渐减少。

图表 31: 月度进口量

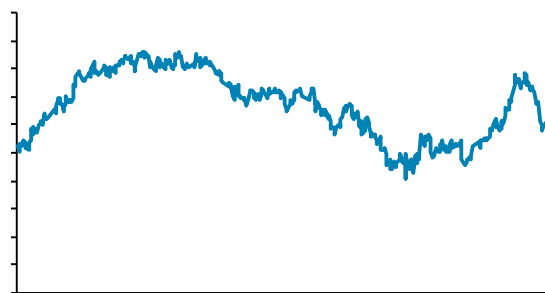
单位: 吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图表 32: 泰国糖进口盈亏

单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

国内外食糖基本面总结与策略

对于后期的展望, 一是看后期印度新榨季产量和进口预期对市场是否还存在预期之外的变化; 二是印度货币政策后期长远的影响; 三是宏观上美联储二次加息的影响、基金持仓能否出现反弹、原油对巴西国内汽油以及乙醇的影响以及雷亚尔贬值的幅度; 四是未来可能发生的厄尔尼诺能否对全球天气带来额外的影响; 五是原糖 3 月合约临近到期时是否有多头愿意接盘; 六是国内玉米及淀粉价格是否大幅波动以对整个甜味剂市场带来变化。对于 2017 年走势, 我们认为 1 季度, 在原糖反弹结束、资金紧张导致国内商品低迷、国内抛储以及国内大规模的开榨的情况下, 国内糖将继续承压, 而到了夏季, 随着国内快速去库存以及夏季消费旺季、中秋备货和进口政策尘埃落定的情况下, 我们认为届时糖价有望出现新高。

我们看到前期原糖转强以及贸易救济调查局就食糖保障措施案进行实地核查的消息刺激的国内市场, 这对糖价有利。然而 705 合约对广西现货价的升水对后期糖价始终不利。而我们看到广西糖厂已经全部开榨, 近期糖厂出货的意愿还是比较强, 在基本面没有发生大的变化的情况下, 激进投资者可以在做好资金管理的基础上, 继续逢高做空, 而对于风险厌恶型投资者可以逐步考虑买淀粉抛白糖的对冲套利操作。不过近期广西阴雨不断, 不时有报道称糖厂可能出现断槽, 因此后期我们也要密切跟踪关系天气。另外后期如果白糖的基差出现大幅升水, 那么, 我们将逐步开始考虑逢低建多。另外随着近期政策利多释放和原糖的相对平稳, 有外盘账户的投资者则可以对内外价差进行区间操作; 月差方面, 1701-1705 已经圆满完成, 后期我们认为 1705-1709 的行情也将以正套为主。同时为了配合白糖场内期权的发行, 我们也将后期逐步普及期权知识, 敬请关注。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2016版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com