

供给充裕需求平稳 一季度糖价窄幅波动

华信万达期货股份有限公司白糖研究中心 刘永华 2017/02/06

摘要：11 月份南方糖上市后，市场经历冲高回落过程，春节前后价格稳定。一季度在印度产量不及预期和国内节后补库需求下或有上行动力。由于本制糖期产量高于上年度，加上国储抛售，市场供给相对充裕，预计价格波动不会太大。市场关注 3 月底贸易损害调查的结果。

一、 11 月-1 月食糖市场走势回顾

（一）国内期货市场走势回顾

2016 年 11 月份以来，广西等南方产区陆续开榨，市场进入新制糖期。郑糖主力合约价格 1705 一度冲高至 7340 元/吨，进入 12 月份之后，市场价格受现货销售平淡和原糖下跌影响，开始宽幅调整，最低下跌至 6650 元左右，元旦过后，糖价再度缓慢回升，截至 1 月底，受春节提前影响，糖价在 6900-7000 元区间窄幅波动。（图 1）

图 1：元旦前后糖价围绕 6900 波动(单位：元/吨)

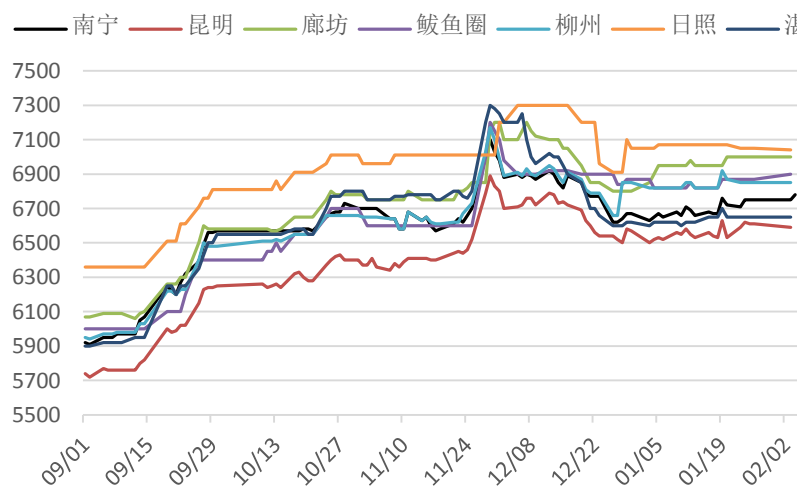


数据来源：华信万达期货白糖研究中心。

说明：如无特别说明，以下数据来源相同。

现货价格较期货价格运行更为平稳，南宁周边厂仓报价基本维持在 6800 元/吨左右，11 月底的盘面冲高，刺激了期现交易机构买入现货抛出期货，南宁周边厂仓报价一度上涨到 7100 元，随后快速下降，春节前现货交易逐步停滞，报价稳定在 6800 元。（图 2）。

图 2：各地现货价格稳中略涨(单位：元/吨)

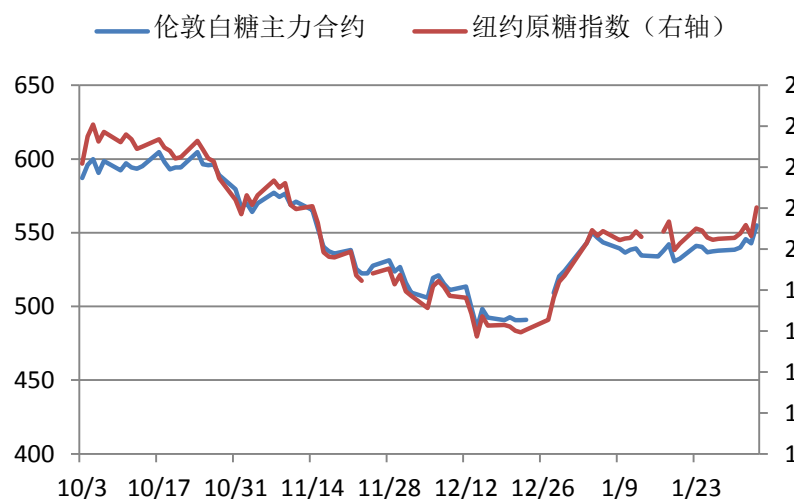


（二）国际食糖市场走势回顾

2016 年 11 月开始，国际糖市场受基金平仓和需求清淡影响，原糖从 22 美

分/磅回落到 18 美分，伦敦白糖市场价格从 600 美元/吨下跌到 500 美元以下。元旦前后，随着印度产量预期不断下调，以及巴西收榨，糖价从 18 美分逐步反弹到 21 美分，但压力明显，一月份糖价维持在 20 美分以上，白糖维持在 550 美元左右。

图 3：国际糖价调整后再度企稳（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

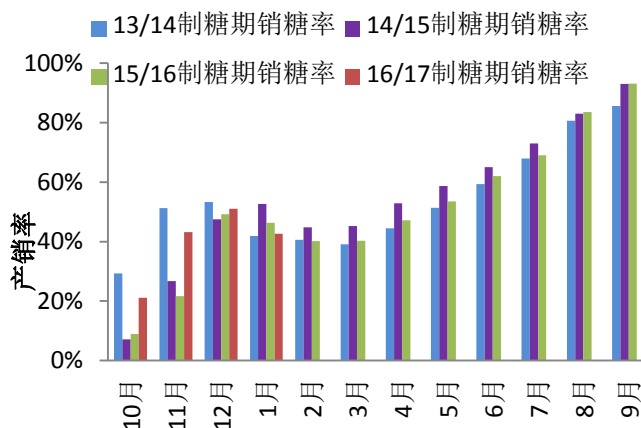
二、国内供求因素分析

（一）1 月底销糖率同比下滑

2016 年 11 月份南方甘蔗糖上市以来，销量率均高于上两个制糖期同期水平。但今年 1 月底，全国产量 454 万吨，同比增加了 33 万吨；销售 194 万吨，同比增加 1 万吨，基本持平。累计销售率 42.7%，同比下降了 3.6 个百分点。主要是今年的产量高于上年度。考虑到国储投放的 65 万吨和广西地方储备投放的 17 万吨，实际市场承接的糖接近 300 万吨，情况要好于 2016 年同期水平，2016 年元旦前后的走私情况比较严重，本制糖期的国储投放并未给市场造成太大压力，或与今年走私量下降有关。预计二三月份随着春节后补库进行，集团销售情况会逐步好转，而国储在生产高峰期的投放应该慎重进行，以利于制糖企业回笼资金兑付蔗款。生产端预计二三月份仍有 400 万吨以上的产量，这样一季度末全国产量将达到 870 万吨左右水平，持平上制糖期的总产量。四五月份陆续收榨，还将增

加七八万吨左右的产量，全国产量有望达到 950-970 万吨水平。

图 4：1 月底销糖率同比下滑（单位：%）

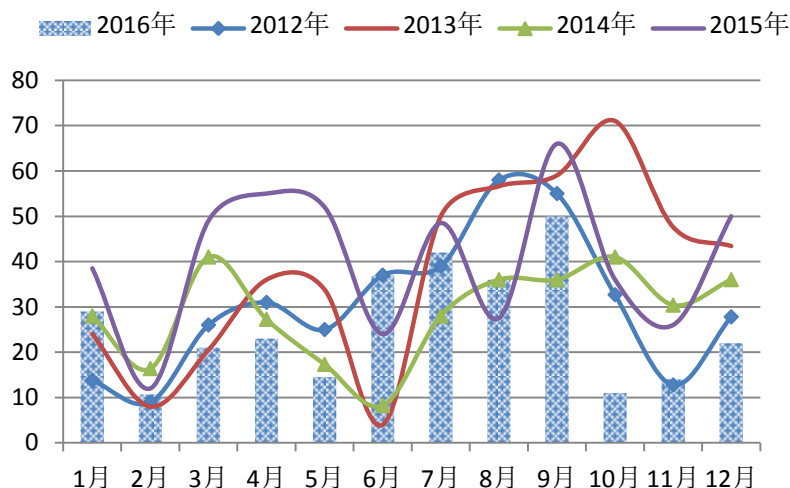


数据来源：中国糖业协会；华信万达期货白糖研究中心

（二）2016 年进口食糖 306 万吨

根据海关数据显示，2016 年全年进口食糖 306 万吨，其中一般贸易 219 万吨，保税监管场所入境 62 万吨。出口 15 万吨。对比 2015 年进口情况：进口总量 486 万吨，其中白糖 68 万吨，保税区原糖 185 万吨。由于 2015 年国际糖价全年运行在 15 美分之下，中国炼厂加大了进口力度，2016 年国际糖价整体运行在 15-22 美分区间，尤其是下半年很少出现 20 美分以下的价格，加上进口自动许可的管控和贸易损害调查的推进，中国企业采购原糖数量大为减少，保税区库存下降了 120 万吨。

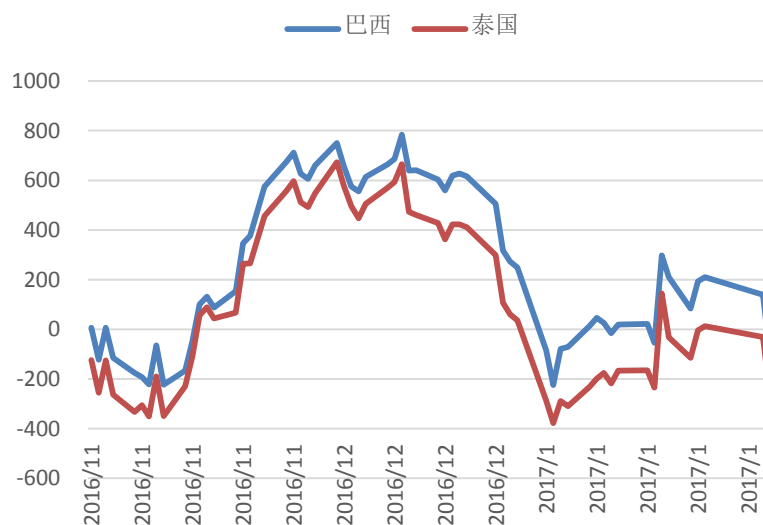
图 5：2016 年食糖进口减少 180 万吨（单位：万吨）



数据来源：海关总署，华信万达期货白糖研究中心。

12月份国际糖随着基金平仓离场，出现一波回落，在18美分见底，期间国内商品大涨，郑糖一度上涨到7300元左右，进口利润快速从前期的亏损200元左右上涨到盈利400元，吸引了炼厂入场套保。进入一月份后，随着原糖回升到20美分以上，国内回到6900左右，进口利润再度跌至亏损，国际糖对国内的带动主要也比以前敏感。后期在国内产量基本确认，国储抛售陆续进行的背景下，2017年进口情况，将依赖于进口利润的波动而出现明显的点价机会。预计一季度剩余的二三月份，原糖价格受印度进口预期支撑，难以有效回落，国内进口利润偏低，进口商进口动力不足，改为加工国储陈糖维持生产开工率。

图6：配额外进口亏损延续（单位：元/吨）



（三）关税政策成为三月焦点

2016年9月，商务部实施白糖贸易损害调查，如果行业损害得到认定，则存在提高进口关税的预期。目前中国食糖配额内进口关税为15%，全球平均食糖进口关税为97%。我们假设给定人民币兑美元汇率为7，巴西至日照的国际海运费为30美元/吨，在不考虑对原糖升贴水的情况下，我们计算出了在不同水平关税下，对应不同原糖价格的进口成本。

图7：不同税率条件下的进口成本（单位：元/吨）

美 分/%	关 税 15%	关 税 50%	关 税 75%	关 税 103%
15	423 9	539 3	621 7	713 9
16	446 9	569 2	656 6	754 5
17	469 9	599 2	691 6	795 0
18	492 9	629 2	726 5	835 6
19	515 8	659 1	761 5	876 1
20	538 8	689 1	796 4	916 6
21	561 8	719 0	831 4	957 2
22	584 7	749 0	866 3	997 7
23	607 7	779 0	901 3	103 83
24	630	808	936	107

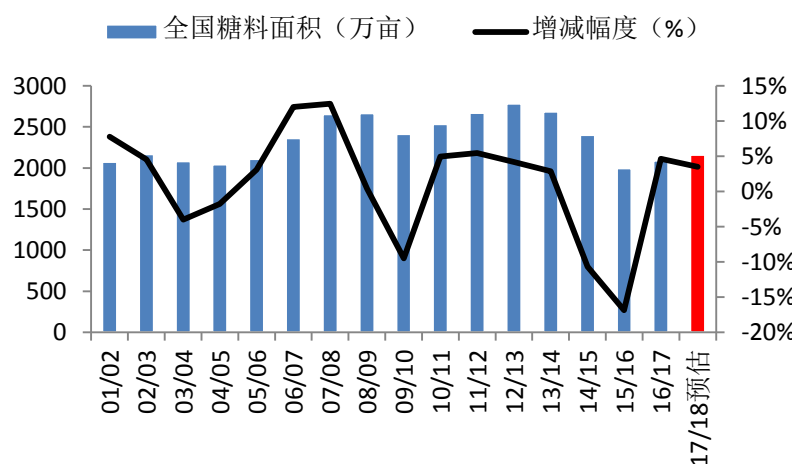
	7	9	2	88
25	653	838	971	111
	6	9	2	94

数据来源：中糖协，华信万达期货白糖研究中心

(四) 2017/18 制糖期种植情况和 2017 年替代品展望

2016/17 制糖期糖价回暖，各产区原料价格均有不同程度调价，对 2017 年糖料种植有一定刺激，特别是国内最大糖料产区—广西，物价部门首次在当季甘蔗定价文件，明确下个榨季甘蔗收购指导价不低于 2016/17 榨季，鼓励糖企对蔗区投入扶持信心，引导农民春季留种比例加大，稳定下榨季种植面积。虽然政策性利好种植意向，但不可忽视目前种植期周期较长的农产品和林业树种对耕地占据，短期内无法退出现有种植土地，新扩种面积仅能从玉米、花生、木薯等轮种周期短的农产品替代。甜菜种植面积有望成为新亮点。对此，我们认为 2017/18 榨季国内糖料种植面积出现大幅反弹性增加可能性不大，面积预计增幅 3—4%

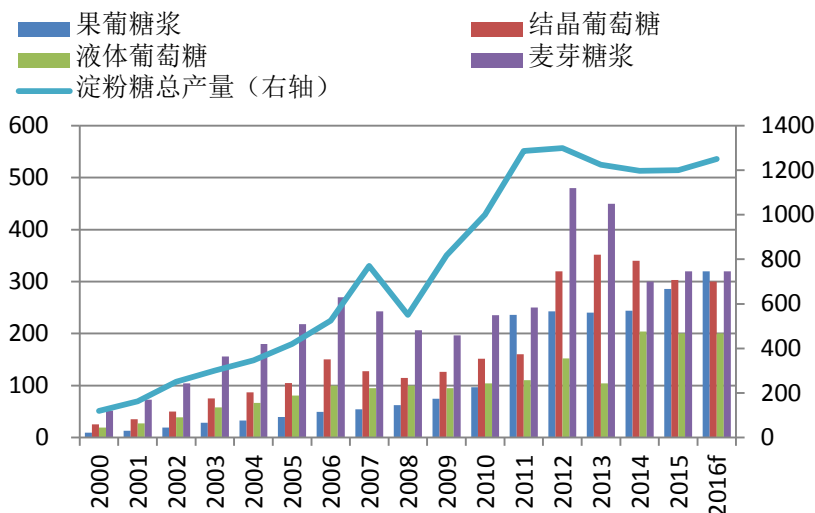
图 8：预计 2017/18 制糖期种植面积继续小幅回升（单位：万亩，%）



2015 年淀粉糖产量持平 2014 年，均为 1200 万吨左右，2016 年产量估计在 1250 万吨左右，主要增产果葡糖浆。预计 2017 年随着果葡糖浆和白糖的价差维持 4000 元以上，果葡糖浆仍有增产空间。但结晶葡萄糖、糊精等固体

淀粉糖的产量维持低位，淀粉糖总产量或维持在 1250-1300 万吨区间。巨大价差下，部分企业考虑扩大替代使用。（图 9）

图 9: 淀粉糖产量小幅增长（单位：元/吨）



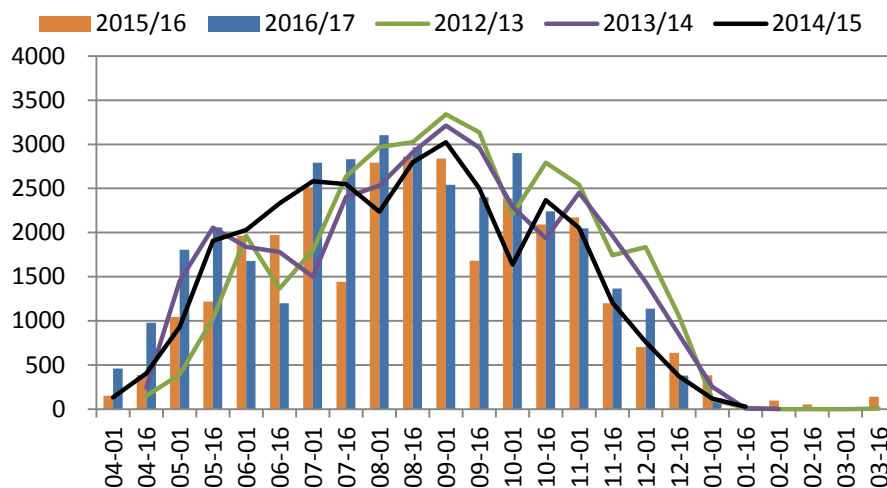
数据来源：中糖协, 华信万达期货白糖研究中心

三、 国际糖影响因素分析

（一）巴西收榨 新年度产量预估分歧较大

1 月上半月巴西中南部产糖 3.5 万吨，12 月下半月为 12.7 万吨，均低于上一制糖期同期水平（图 10），显示巴西中南部本制糖期生产基本结束。对 4 月份即将开始的 2017/18 制糖期，机构间估产分歧较大，Datagro 近日表示，预计 2017/18 年度巴西中南部产糖 3680 万吨，前一年度为 3562 万吨。Kingsman 最新估产则认为新制糖期中南部产量维持 3598 万吨，仅比当前制糖期增产 30 万吨水平。

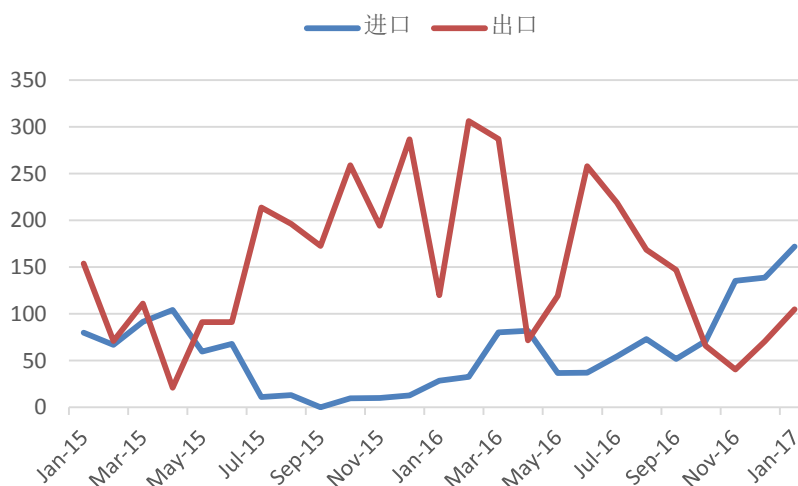
图 10: 巴西中南部基本收榨（单位：千吨）



数据来源：UNICA（巴西蔗产联盟），华信万达期货白糖研究

巴西一月底下调了国内汽柴油出厂价格（分别下调 1.4%和 5.1%），国内燃料乙醇与汽油的比价维持 75%以上的高位，但乙醇消费仍维持增长，车主对绝对价格的认可或是主要原因。巴西出口乙醇主要从中南部发运，进口乙醇主要来自美国，需求地区以东北部为主，占 86%。我们看到自从 2016 年四季度以来，进口量已经超过出口量，月度量超过 1.5 亿升。巴西乙醇价格长期低于糖价约 10%，加之油价低位，乙醇需求或通过进口补充（图 11）

图 11：乙醇进口超过出口（单位：百万升）

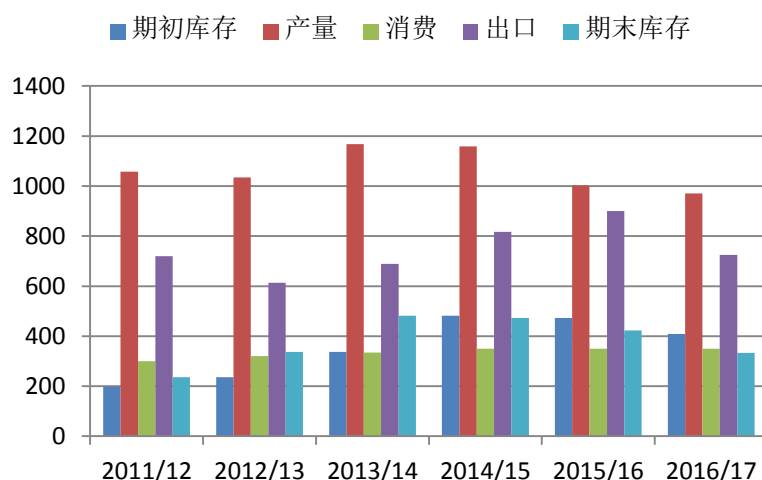


数据来源：UNICA、华信万达期货白糖研究中心

（二）泰国进入生产高峰 印度或进口白糖

截至 1 月底，泰国产量超过 400 万吨，处于生产高峰期，预计本制糖期产量 930 万吨左右，低于上制糖期的 970 万吨，约 3%。2016 年泰国干旱对泰北等地区造成一定影响，但市场在开榨前对此已有较为充分预期。下一制糖期预计产量继续明显增长，或超过 1100 万吨，增幅约 10%。由于印度存在进口预期，泰糖有可能同时面临印度需求和转到缅甸进入中国的走私需求。

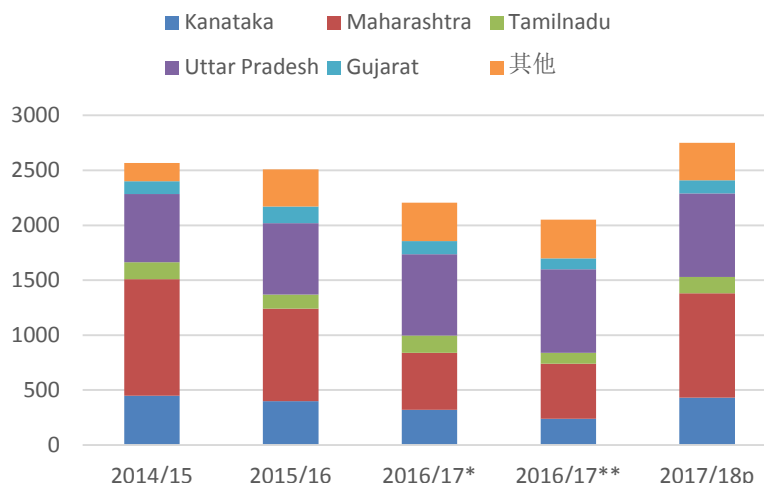
图 12：泰国供求和出口情况（单位：千吨）



数据来源：F. O. Licht，华信万达期货白糖研究中心

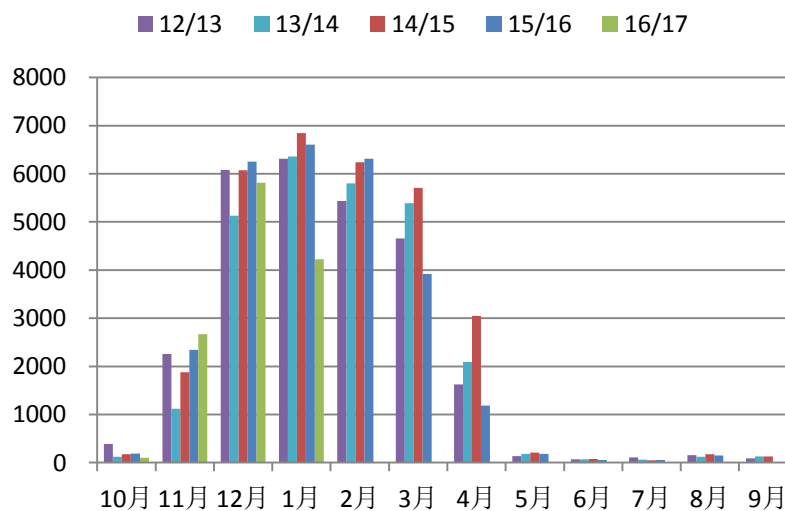
印度产量是市场交易关键，2016/17 制糖期的产量预估，政府预计 2300 万吨以上，印度糖协 ISMA 预计在 2130 万吨左右，市场预估下调到 2050 万吨，极端预估已经降至 2000 万吨以下。印度消费量在 2500-2550 万吨，印度废钞后对国内经济造成一定影响，市场预期印度消费量会低于 2500 万吨。分邦来看，北方邦产量最高，此前产量最高的马邦下滑到 450 万吨左右。

图 13：印度各邦产量预估（单位：千吨）



考虑到 800 万吨期初库存，预计后期有 150 万吨左右的进口潜力，随着时间推移，预计后期直接进口白糖概率更大。1 月份开始，印度月度产量开始快速低于去年同期水平，预计季末提前收榨。二三月份也是产量高峰期，每月 400 万吨左右的产量，今年预计不及往年。

图 14: 印度月度产量 (单位: 千吨)

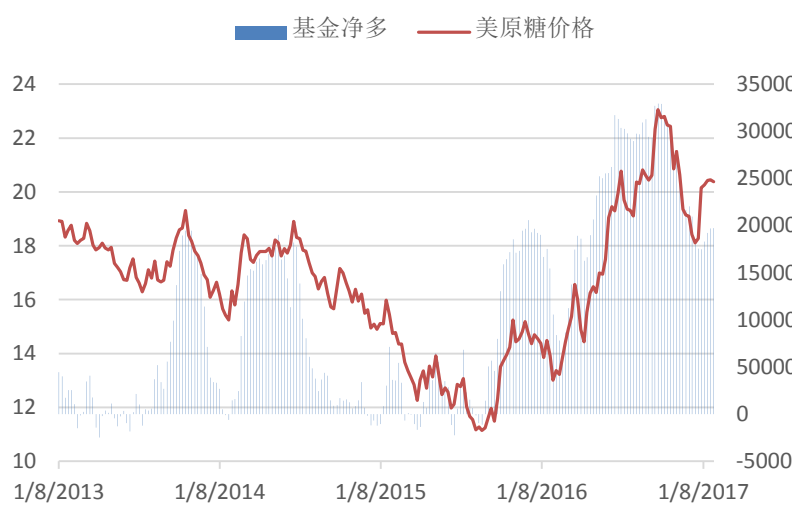


数据来源: F. O. Licht, 华信万达期货白糖研究中心

(三) 基金净多持仓稳定

春节前后，原糖净多持仓非常稳定，维持在 19.7 万张左右，节前 17 日则为 19.2 万张，多头减持在 19 万张净多后，随着印度产量的不及预期，基金不再减持多单。目前基金净多较高峰期减持了超过 10 万张。随着巴西出口好转，货币相对坚挺，预计原糖在当期供求偏紧格局和基金看多氛围下，仍难以有效下跌(图 15)

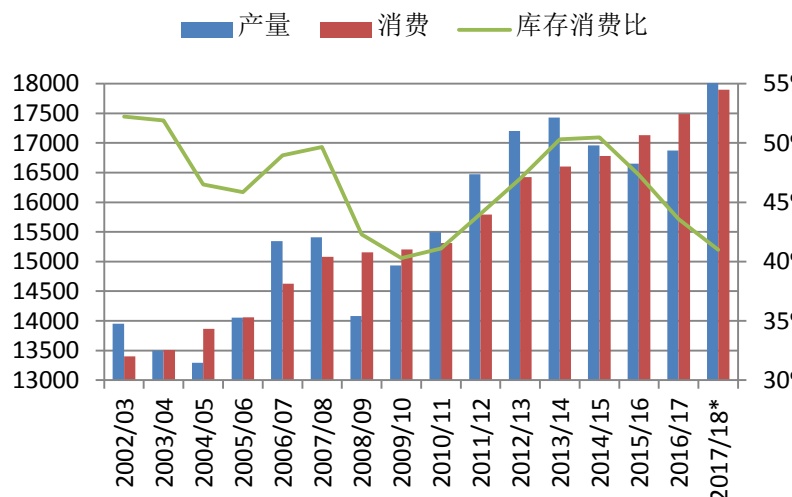
图 15: 基金净多持仓企稳回升 (单位: 美分/磅, 手)



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

从年度范围看, 经历了 2015/16 年度的当年短缺后, 目前处于连续第二年的短缺年度, 短缺量超过 600 万吨, 尽管下一年度供求基本平衡, 甚至略有盈余, kingsman 预估为 270 万吨。但下年度的库存消费比在消费持续上升后, 仍处于相对低位。

图 16: 连续短缺后下半年或进入供求平衡期 (单位: 万吨)



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

从自由库存的变化预期看，2017 年库存变化将比 2016 年明显收窄，2016 年库存同比变化的波动幅度 200 万吨，呈现比较明显的下行趋势，只是上半年的行情受到走私影响，滞后到下半年表现。预计 2017 年一季度糖价或表现一般，库存变化以同比回升为主，二季度或有一波向上的行情，如叠加关税增加，可能提前超预期上涨。(图 17)。

图 17：连续短缺后下半年或进入供求平衡期（单位：万吨）

