

产业博弈政策，糖价或区间震荡

国海良时期货研究所 王阳

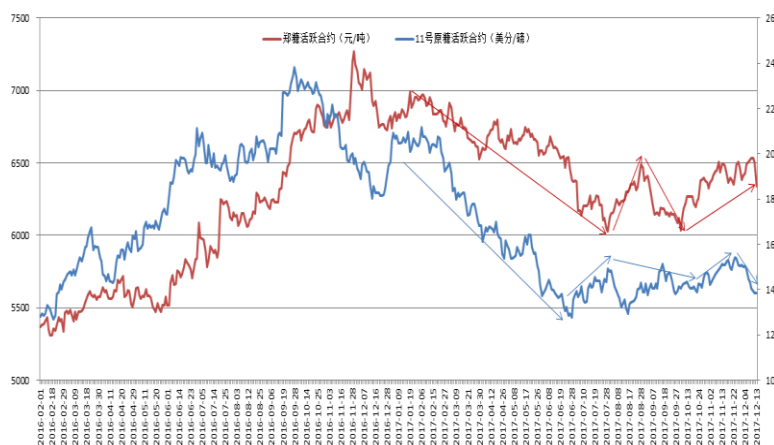
内容摘要

开榨延迟导致糖分增加，本榨季食糖产量或增至 1050 万吨。配额内外进口量取决于政策变化，市场已经按上限预计。原糖期价或先抑后扬导致明年我国走私糖压力递减。而国储糖投放取决于供需缺口与政策意愿。由于本榨季产量增幅扩大，预计国储糖投放量将同比减少。因此，上有市场压力，下有政策底线，明年我国糖市大概率呈现区间震荡走势，可高抛低吸。未来可以结合基差与价差走势，先分析出某段时间主导的糖源，再根据当时的供需情况判断糖价的涨跌。

一、2017 年糖市回顾

年初以来，全球糖市焦点从面临收榨的巴西中南部转向开榨高峰期的北半球。干旱导致印度、泰国食糖产量同比下降。特别是印度，估产预期一再下调，引发印度需要进口食糖预期。但印度政府同时下调食糖产量与消费预估，强调至少短期内不会下调食糖进口关税。随着基金净多持仓大幅下降至年内低位，原糖自高位一路阴跌不止。6 月底，ICE 原糖 7 月合约到期出现巨量交割，巴西食糖出口强劲，巴西中南部地区食糖库存处于低位，食糖终端需求显现，原糖止跌回升。8 月初，随着巴西中南部甘蔗收榨推进，甘蔗制糖比例高企，库存量超过 5 年最大值。而印度食糖库存下降明显，印度国内糖价高位震荡。2017/18 榨季增产预期有待证实。原糖高位回落，但维持区间窄幅整理。10 月下旬以来，随着原油的强劲上涨提升乙醇收益，巴西中南部甘蔗制乙醇比例开始增加，原糖再次反弹。11 月底，随着欧盟出口增加、天气干燥导致印度与泰国开榨加快，原糖承压回落，并测试前低附近支撑。

图 1 内外糖价 2017 年走势回顾



数据来源：Wind 资讯

一方面，国内主产区提前收榨，食糖产量低于预期，正规进口量又受管控。另一方面，在开榨高峰期国储糖破例出库，而且 5 月 22 日出台的进口食糖保障措施低于预期。同时，走私糖从缅甸-云南向台湾-沿海地区转变，食糖工业库存同比偏高，郑糖震荡下行。8 月以来，国内食糖贸易商与终端库存低，多数集中在糖厂，而纯销期糖厂大幅降价意愿低，导致基差处于高位。而且，受“海狼”打私提振，沿海边贸糖报价上调，郑糖止跌回升。进入 9 月份，随着地储与国储的相继投放，郑糖承压回落。同时，基差处于 5 年来同期新高。国庆后，陈糖库存偏低，随着 9 月下旬广西推迟开榨传闻的发酵，青黄不接期现货价格大幅下调概率低，1-5 价差明显扩大，而仓单有效预报尚未生成，全国糖会对本榨季估产低于预期。1 月持仓持续偏高，软逼仓助推郑糖强势。海南加工糖会议传闻明年配额外进口许可由今年的 100 万吨增至 190 万吨，最后郑商所上调仓储费、提前提保甚至限制套保额度，多头才主动离场，郑糖大幅下挫。

综上所述，印度与泰国食糖主产国减产预期被证实后，全球糖市开始演绎下榨季增产的悲观预期。而巴西甘蔗产糖比下降带来支撑，原糖底部震荡。内外价差高企，国内新糖上市却受走私糖冲击，工业库存居高不下。直到走私严打、下榨季推迟开榨导致产区库存偏紧，郑糖才止跌企稳。同时，进口管控、国储糖出库与套保额度干预，导致郑糖走势虽受原糖指引，但有自己的节奏。

二、2018 年国内外糖市格局

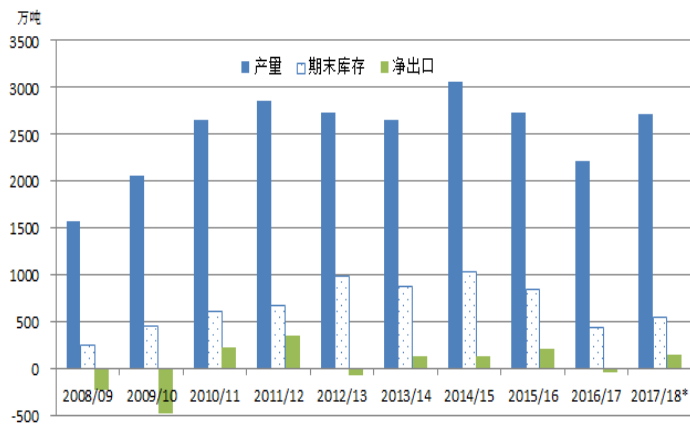
近几年，我国糖市产不足需，需要进口食糖与投放储备糖。进口（含走私）的不可或缺使得国内糖价大方向由原糖决定，而进口糖管控与国储糖的分批投放使得国内糖价“个性鲜明”。

（一）原糖期价或先抑后扬

1. 印度食糖出口关税或下降

由于北方邦（UP）产量的大幅增加抵消马邦（Maharashtra）产量的下滑，印度糖协（ISMA）预计 2017/18 榨季印度食糖将增产至 2510 万吨，印度国内糖价承压。由于印度国内甘蔗价格居世界首位，食糖生产成本高企使得出口受阻。而斯里兰卡与巴格达每年从印度进口 250-300 万吨食糖，印度糖协寻求降低出口关税的方式来化解食糖过剩危机。关注明年 1 月份印度糖协对产量的修正情况。

图 2 印度食糖产量、净出口与库存

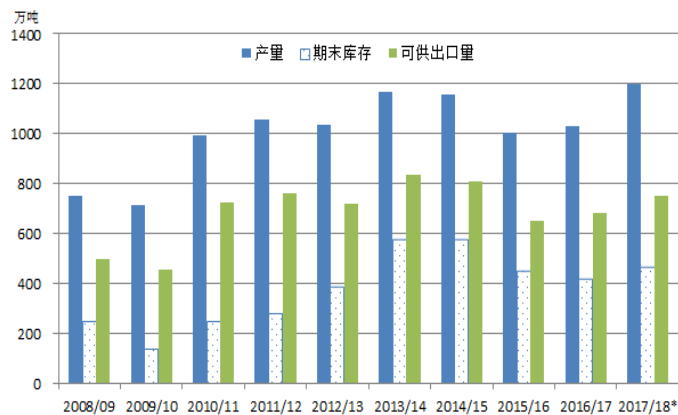


数据来源: F. O. Licht

2. 泰国食糖出口将增加

泰国天气适合甘蔗生长，而且更多农民从种植大米转向种植甘蔗，2017/18 榨季泰国食糖产量预计增加 16.5%至 1200 万吨。泰国是全球第二大食糖出口国，增产周期下预计出口将增加。

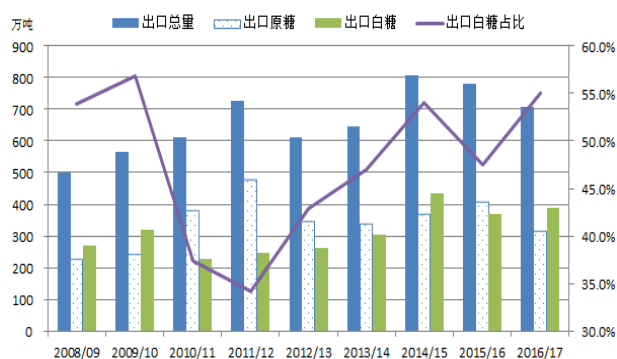
图 3 泰国食糖产量、出口与库存



数据来源: F. O. Licht

泰国既出口原糖也出口白砂糖。九年来，出口白糖占比止跌回升。由于精炼利润处于历史低位以及中国走私糖需求，预计白糖出口继续增加。

图 4 泰国食糖出口方式

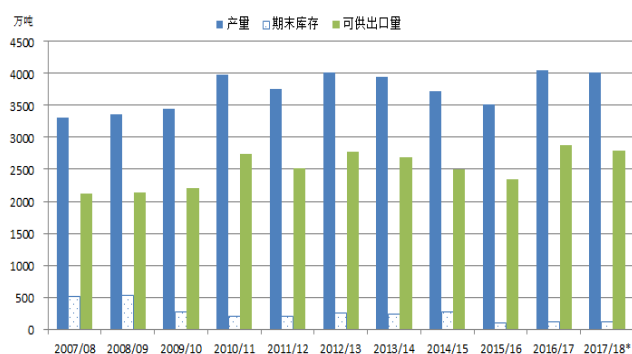


数据来源: F. O. Licht

3. 巴西进入减产周期

巴西中南部地区进入收榨尾声，由于油价上涨导致甘蔗生产乙醇收益高于生产食糖，甘蔗用于生产食糖的比例下降，预计从 2018 年 4 月开始的 2018/19 榨季，巴西食糖产量将继续下降。这将为原糖期价提供底部支撑。

图 5 巴西食糖产量、出口与库存

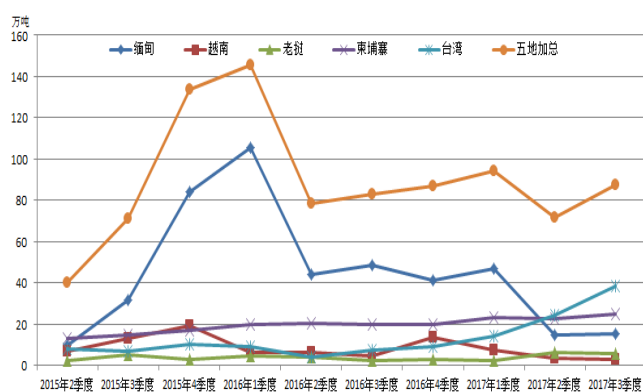


数据来源: F. O. Licht

4. 我国走私糖源或小幅下降

我国非正规进口（走私）的食糖大部分是成品白糖，主要由缅甸等我国周边国家通过云南边境进入国内市场。今年以来，随着走私严打导致陆地走私转向海运，由台湾地区通过沿海口岸进入国内市场。而缅甸等周边国家与台湾地区主要从巴西、印度与泰国三个国家进口食糖。

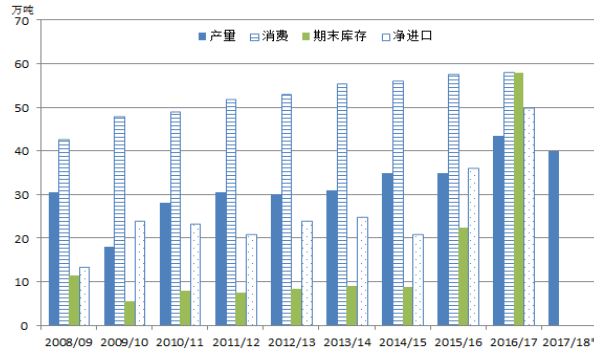
图 6 巴西印度泰国向五地出口统计



数据来源: F. O. Licht

缅甸食糖产不足消，需要进口来补充。从 2015/16 榨季开始，缅甸食糖净进口大幅增加，导致 2016/17 榨季期末库存高企，甚至持平于全年的消费。近两年进口的额外部分走私到我国国内。

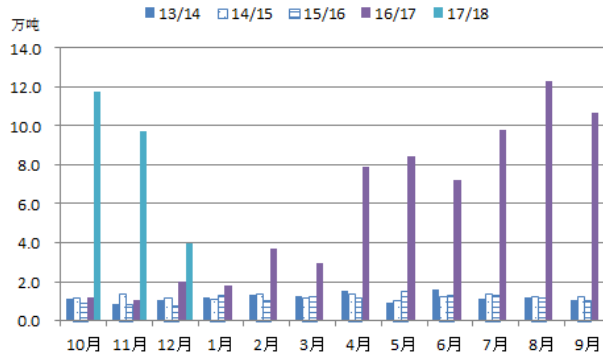
图 7 缅甸食糖供需情况



数据来源: F. O. Licht

台湾地区, 产不足消, 进口糖大部分来自于泰国。从今年 2 月份开始, 进口食糖大幅增加。进口增量部分通过沿海口岸流入内地市场。

图 8 台湾进口白糖情况



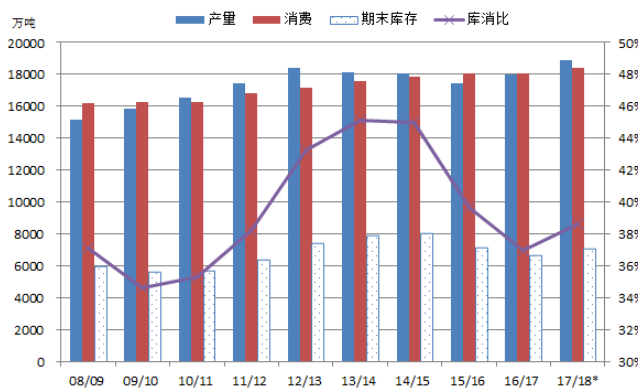
数据来源: F. O. Licht

因此, 明年一季度是北半球食糖生产高峰期, 也是走私糖源最充裕的时候。二季度北半球进入纯销期, 巴西位于下榨季食糖生产初期, 走私糖源下降。而三季度巴西进入压榨高峰期, 走私糖源回升。由于下榨季过剩量缩小, 走私糖源也将小幅下降。

5. 全球糖市进入增产周期, 但下榨季过剩量缩窄

自 2010/11 榨季以来, 全球糖市供应已经连续五年过剩。2015/16 榨季全球糖市首次出现产量跟不上消费的形势, 供应缺口大幅扩大。2016/17 榨季全球糖市供应缺口延续, 但缺口大幅缩小。前几年高糖价的激励、适宜的气候和足够的雨量促使全球各地扩大食糖生产。2017/18 榨季全球糖市产量增幅大于消费增幅, 导致期末库存增加, 库存消费比上调。

图 9 全球食糖产消情况



数据来源: F. O. Licht

对于 2018/19 榨季，由于巴西食糖减产被欧洲、印度与泰国的增产所抵消，ISO、Biosev、Societe Generale 与 City 等多家国际机构皆认为全球糖市延续供应过剩，但过剩量缩小。

综上所述，全球糖市下榨季延续供应过剩，但过剩量缩窄。明年一季度北半球进入开榨高峰期，印度与泰国大幅增产导致出口增加。而欧盟由于生产限制政策的放开，产量大幅增加导致出口亦增加。原糖一季度易跌难涨。二季度开始，巴西中南部开始新榨季甘蔗生产工作，甘蔗生产食糖比例预计继续下降，巴西进入减产周期，导致可供出口量下降，为原糖期价带来底部支撑。下半年开始，原糖期价或将反弹，反弹的高度由下个榨季过剩量降幅决定。

（二）我国糖市存在产消缺口

1. 我国食糖进入增产周期

一方面，2017/18 榨季我国糖市位于增产周期第二年，11 月初全国糖会上中糖协预计增产至 1020 万吨。由于甜菜糖接近收榨，而主产区广西推迟开榨，甘蔗生长时间延长，这有利于糖分积累，预计最终食糖产量为 1020-1050 万吨。

另一方面，随着甘蔗双高基地的建设、甘蔗收购价的稳定以及甜菜糖产能的投放，预计从 2018 年 10 月开始的 2018/19 榨季我国食糖也将增产。

表 1 2017/18 我国食糖产量分产区预估

产区	2016/17 (万吨)	2017/18* (万吨)
广西	530	590
云南	188	194
广东	77	90
海南	16	20
内蒙	46	50
新疆	49	49
黑龙江	3	7
其他	20	20
总计	929	1020

数据来源：中糖协简报

2. 我国食糖消费平稳

一方面，按照汇丰银行的统计，在发展中国家行列，我国食糖人均消费量处于最低水平，有增长的空间。另一方面，淀粉糖的替代作用还是要受口味偏好、装置设备、运输瓶颈等客观条件的限制，淀粉糖替代市场接近饱和，新增替代有限。因此，预计 2017/18 榨季我国食糖消费同比持平。

总而言之，2017/18 榨季我国食糖产消缺口延续，需要进口食糖或投放储备糖。

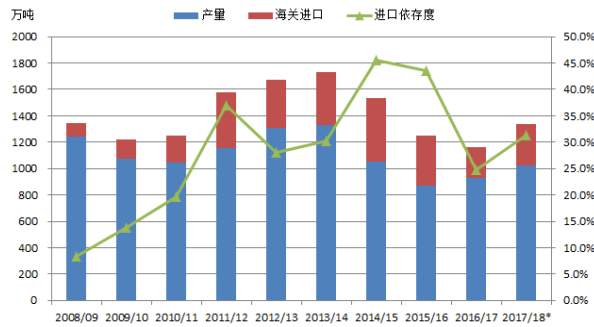
（三）我国食糖正规进口管控，走私糖压力递减

1. 我国食糖正规进口管控，但进口依存度仍高

自从我国加入世贸组织后，我国食糖进口按配额外收取关税。2014 年 11 月 1 日开始，配额外食糖进口纳入自动进口许可管理。2017 年 5 月 22 日起，我国对配额外进口食糖征收保障措施关税，实施期限为 3 年。2017 年 5 月 22 日至 2018 年 5 月 21 日，配额外进口食糖关税为 95%；2018 年 5 月 22 日至 2019 年 5 月 21 日，配额外进口食糖关税为 90%；2019 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日，配额外进口食糖关税为 85%。也就是说，未来三年我国进口糖来源有三个渠道：配额外进口（194.5 万吨，关税 15%）、配额外进口（关税 85-95%+自动进口许可）、走私糖。

2016 年年底开始，我国正规进口利润由正转负，但进口管控加码，我国食糖进口量连续三年下降。12 月 12 日海南加工糖会议传闻，2018 年配额外进口许可同比增加 90 万吨至 190 万吨，配额外进口同比持平。也就是说，随着配额外进口关税的下调，预计 2017/18 榨季我国进口食糖增加，进口依存度或增至 31.4%，依然处于较高的水平。此外，由于正规进口管控而走私利润丰厚，食糖走私形成产业链。因此，加上走私糖，进口依存度还会增加。

图 10 我国食糖进口依存度高

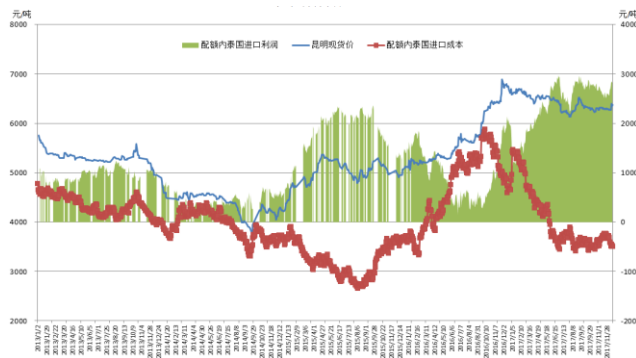


数据来源：中糖协简报 中国海关

2. 走私糖压力递减

泰国到缅甸的出口增量是我国走私糖的稳定来源。国内走私糖的利润，可以通过昆明现货价减去配额内泰国进口成本来估算。

图 11 配额内进口利润



数据来源：广西糖网 Wind 资讯

一方面，参照上文，原糖先抑后扬导致内外价差收窄，走私糖源或小幅下降。另一方面，2017 年部署了“国门利剑”、“海狼”等大型打私活动，2018 年我国糖业将推广二维码防伪溯源技术，打私力度加强。

因此，随着走私糖源的小幅下降与打私力度的加强，我国总体走私糖压力将递减。

（四）国储糖库存高企

目前我国食糖国储库存 700 多万吨，在所有商品中位居首位。在全国推行“供给侧”改革的背景下，国储糖库存亟待降至合理的水平。白糖保质期在 1.5 年，国储糖相当于原糖，预计投放的都是经过二步法加工的成品白糖。结合上个榨季抛储经验，预计本榨季后期的储备糖投放也将分批进行，投放底价位于广西生产成本与上个榨季投放底价之间。由于本榨季产量增幅扩大，预计国储糖投放量将同比减少。同时，进口特别是走私糖数量也将影响国储投放的调控效果。也就是说，新榨季国储糖投放量受制于内外糖的价差。

表 2 2016/17 榨季国储糖投放明细

公告日	竞价日	计划数量 (万吨)	底价 (元/吨)	成交数量 (万吨)	性质
2016/10/19		17	6000	17	广西地储
2016/10/27	2016/10/28	20	6000	20	国家储备
2016/11/8	2016/11/9	10.8	6000	10.8	国家储备
2016/12/28	2016/12/30	9.2	6000	9.2	国家储备
2017/1/22	2017/1/23	24.93	6000	24.93	国家储备
2017/9/7	2017/9/15	32.67	6400	9.05	广西地储
2017/9/13	2017/9/18	20	6500	16.61	国家储备
2017/9/13	2017/9/28	20.05	6500	17.38	国家储备
2017/9/22	2017/9/30	13.38	6400	10.9	广西地储
小计		168.03		135.87	

数据来源：广西糖网 Wind 资讯

（五）我国食糖供需平衡度预估

综上所述，2017/18 榨季我国食糖产消缺口延续，需要进口食糖或投放储备糖。在我国食糖消费平稳的前提下，国内糖价由供应端决定。从边际变量考虑，2018 年我国糖市供应来源有产量、配额内进口量、配额外进口量、走私糖与国储投放。由于我国食糖正规进口实行行业自律与自动许可管理，配额内外进口量取决于政策变化，市场已经按上限预计。走私糖受制于内外价差与打私力度，原糖期价或先抑后扬导致明年我国走私糖压力递减。而国储糖投放取决于供需缺口与政策意愿。由于本榨季产量增幅扩大，预计国储糖投放量将同比减少。

表 3 我国食糖供需变化情况

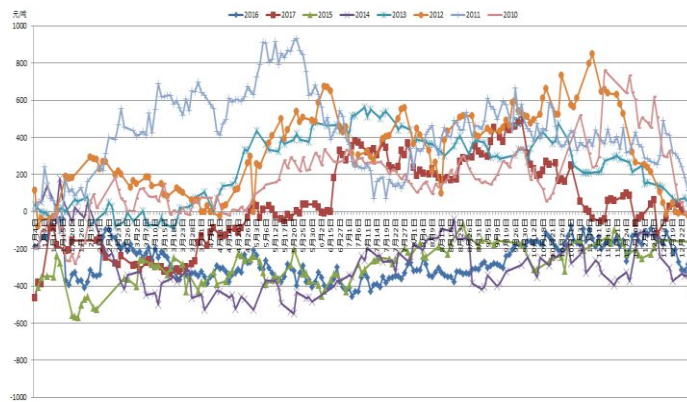
榨季(万吨)	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18*
产量	1243	1074	1045	1152	1307	1332	1056	870	930	1050
进口	103	148	206	426	366	402	481	379	230	320
新增供给	1346	1221	1251	1577	1673	1734	1537	1249	1160	1370
消费	1343	1338	1305	1330	1390	1480	1500	1480	1450	1450
出口	7	9	7	5	5	5	6	10	8	8
新增消费	1350	1347	1312	1335	1395	1485	1506	1490	1458	1458
表观供应缺口	-4	-125	-61	243	278	249	31	-241	-298	-88
走私	0	0	10	80	30	30	80	300	230	210
放储	0	170	188	0	17	0	0	0	135	80
收储	80	0	0	150	180	0	0	0	0	0
结余变化	-84	45	137	173	144	279	111	59	67	202

数据来源：中糖协简报 中国海关

三、2018 年我国糖市逻辑演绎

（一）基差

图 12 历年 1 月合约基差



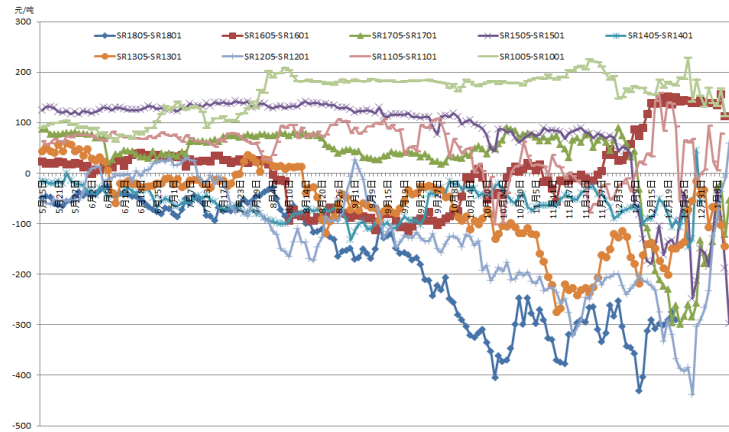
数据来源：Wind 资讯

2017 年白糖基差冲高回落。6 月中旬之前，走私糖冲击新糖消费，仓单创历史新高，现货价格跟随郑糖下滑。6 月中旬以来，糖厂挺价意愿强烈使得基差创下 2013 年以来新高，而且盘面出现了两次止跌回升。当然，6000 元/吨是广西的平均生产成本，对盘面支撑也较强。2018 年我国糖源结构延续，仓单与基差的走势或有异曲同工之妙。

（二）月间价差

在 17/18 榨季增产预期下，1-5 价差开始扩大。9 月中旬后，抛储预期落地，同时发现正规进口维持地量，非正规进口同比下降。1 月跌势减缓，1-5 重新扩大。在 9 月下旬，传闻主产区广西统一推迟到 12 月开榨，预期 11 月产区现货相对偏紧供应以及销区贸易商库存薄弱，1-5 加速扩大，在 10 月 25 日扩到历史次高位 405 元/吨。之后尽管郑商所提前提保以及新糖套保施压，1-5 价差区间震荡之后继续扩大至 431 元/吨，1-5 移仓同比相当缓慢。直到郑商所限制套保额度，1 月多头才主动离场，郑糖也大幅下挫。同时，1-5 月间价差的极值限制了 1 月合约的涨幅。

图 13 历年 5-1 月间价差

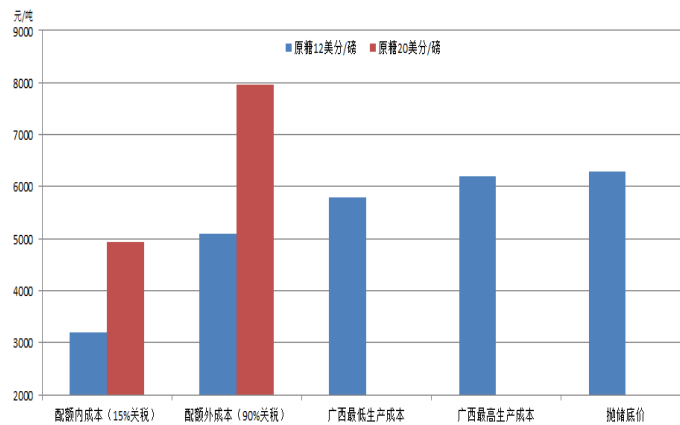


数据来源：Wind 资讯

2018 年，5-9 价差以及 9-1 价差的走势也值得关注。对于 5 月合约，将发挥承上启下的作用：不缺仓单糖也不缺库容，加上甜菜糖仓单可以滚动到 9 月合约上，逼仓故事难以展开。5 月合约先承担 SR1801 合约软逼仓的结果，再反映国产糖产销进度。而 9 月合约将是各类糖源竞争的最终战场，如食糖进口高峰期、国储集中投放以及甜菜糖仓单压力，因此，9 月合约波动将更剧烈。

（三）各类糖源的成本比较

图 13 各类糖源的成本



数据来源：中糖协简报 广西糖网

按甘蔗收购价 500 元/吨来计算，广西糖厂的生产成本在 5800-6200 元/吨，平均成本 6000 元/吨。假定汇率 1 美元=6.7 元/吨，当原糖在 12 美分/磅时，国内配内外进口成本分别是 3200 元/吨与 5100 元/吨；当原糖在 20 美分/磅时，国内配内外进口成本分别是 4930 元/吨与 7950 元/吨。由于国内在 2012/13 榨季收储后都只有抛储，国储糖需要重新加工。加上仓储费，国储糖的成本将是现有糖源中成本最高的，这也决定了抛储底价不能过低。

当然，由于我国的进口管控与走私严打，糖价不能简单地等同于各类糖源的绝对价格。2018 年，可以结合仓单、基差与价差走势，先分析出某段时间主导的糖源，再根据当时的供需情况判断糖价的涨跌及区间。

四、2018 年我国糖市中期矛盾

（一）主产区天气

在全球食糖进入增产周期的背景下，我国食糖终端随用随买、贸易商持观望为主，区域之间库存水平不一。本榨季广西主产区已经推迟半个月左右开榨，这也是 SR1801 合约软逼仓的主导力量。一旦主产区由于降雨、霜冻等天气问题影响压榨与食糖上市的进度，那么就会出现区域性食糖紧张。当然，如果昼夜温差大，

天气晴朗有利甘蔗收榨，那么一季度食糖供应将逐步增加。国产新糖上市的节奏在 1-5 价差上已经有所反映。

（二）国储糖投放

传闻有部委对 2017 年放储量不满意，并提议调低放储价格。国储糖投放节点可以参考现货价格。上个榨季四季度糖价涨至历史高位，国储糖拍卖陆续进行到 1 月底。虽然说三季度我国食糖工业库存逐渐下降，将是国储糖集中投放的时间段。但 2018 年春节推迟至 2 月 16 日，明年 1 月份处于食糖消费旺季备货期，主产区新糖还未大量上市，进口糖到港由于关税下降而推迟（明年 5 月 22 日后配额外进口关税由 95% 下降至 90%）。因此，春节前后也是国储糖投放比较好的时间点。国储糖投放将限制糖价的反弹高度。

（三）甜菜糖仓单的“短板效应”

与甘蔗糖比较，由于物理性质的差别，甜菜糖至少要贴水 50-100 元/吨。本榨季我国甜菜糖产量预计 100 万吨出头，生产成本仅 5000 元/吨左右。北方交割库 90-150 元/吨的升水标准，使得仓单中甜菜糖的比例扩大。由于我国食糖将近六成的产量来自广西，所以南宁食糖的价格是郑糖价格的基准。但由于“短板效应”的存在，郑糖价格也要反映甜菜糖的价值，从而阶段性地贴水广西糖价。

此外，SR1805 合约与 SR1809 合约处于同一个榨季，5 月合约起到承上启下的作用。郑商所规定本榨季白糖仓单到 2018 年 11 月要强制注销，即甜菜糖仓单最多滚动到 SR1809 合约。

五、策略建议

近几年，我国糖市产不足需，需要进口食糖与投放储备糖。进口（含走私）的不可或缺使得国内糖价大方向由原糖决定，而进口糖管控与国储糖的分批投放使得国内糖价“个性鲜明”。

在我国食糖消费平稳的前提下，国内糖价由供应端决定。从边际变量考虑，2018 年我国糖市供应来源有产量、配额内进口量、配额外进口量、走私糖与国储投放。受开榨延迟导致糖分增加，本榨季食糖产量或者增至 1050 万吨。由于我国食糖正规进口实行行业自律与自动许可管理，配额内外进口量取决于政策变化，市场已经按上限预计。走私糖受制于内外价差与打私力度，由于全球糖市下榨季延续供应过剩，但过剩量缩窄，原糖期价或先抑后扬，从而明年我国走私糖压力递减。而国储糖投放取决于供需缺口与政策意愿。由于本榨季产量增幅扩大，预计国储糖投放量将同比减少。因此，上有市场压力，下有政策底线，明年我国糖市大概率呈现区间震荡走势，可高抛低吸。

一方面，明年一季度，是走私糖源最充裕的时期，也是国储糖出库比较好的时间段。另一方面，正规进口量市场已经按上限预计，而且关税下调导致正规进口延后。一季度单边可寻找低点伺机买入。价差方面，5 月与 9 月合约处于同一个榨季，对于 5 月合约，将发挥承上启下的作用：不缺仓单糖也不缺库存，加上甜菜糖仓单可以滚动到 9 月合约上，逼仓故事难以展开。5 月合约先承担 SR1801 合约软逼仓的结果，再反映国产糖产销进度。而 9 月合约将是各类糖源竞争的最终战场，如食糖进口高峰期、国储集中投放以及甜菜糖仓单压力，因此，预计 5 月合约走势将强于 9 月，可布局 5-9 正套。

六、风险提示

宏观风险：美联储加息，全球经济存有不稳定性。

政策风险：我国食糖进口失控，走私猖獗等。

天气风险：拉尼娜等异常天气对主产区甘蔗生长的影响。

作者简介

王阳，经济学硕士，国海良时期货研究所分析师，期货从业资格证号 F0282543，期货投资咨询资格证号 Z0003069。主攻软商品板块，熟悉产业发展的状况和趋势，通过实地考察并结合数据终端，建立适合品种研究的数据库。基于模拟交易提出的策略，具有较高的胜率。