

延续周期性牛市

2015年，白糖得益于重回减产周期及进口管控政策带领糖价走出低谷。但面对巨大的用糖缺口，低价进口糖大肆涌入做为补充以及国内经济转型的新常态下，让我们回顾历史，践行未来。

刚刚开始 的 2015/16 榨季，桂林糖会再次下调国内白糖产量到 1000 万吨，消费则维持 1500 万吨以上保持小幅稳定增长，产销缺口扩大到 500 万吨以上，进口管控继续实施，减产周期延续。

因此我们认为 2016 年糖价走势仍将延续减产周期主导的牛市行情走势。

在新常态下，如何把握 2016 年糖价走势，下面我们将回顾历史来把握将来糖价的关键逻辑及其演化，并以此为基础进行细节上的分析。并追求策略的可操作性，同时也将更细微的判断和策略放置于每日的工作之中。

摘要：

- ◆ 15/16 榨季全球食糖从过剩转为短缺
- ◆ 甘蔗收购价见底回升
- ◆ 新榨季进口基数依旧庞大
- ◆ 国储是否出库

相关报告：

《2015 年白糖年报——白糖重归多头阵营》

梁洪铭 分析师

0771-5760021

倍特期货经纪有限公司

南宁营业部

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

白糖：延续周期性牛市

第一部分：2015 年白糖走势回顾

2015 年受中国经济增速放缓影响，大宗商品市场加速下跌，但糖市得益于其减产提供的良好基本面，成为商品的一大亮点。在进口管控政策的有序引导下，糖市走出低迷开启了新一轮牛市。下面让我们来回顾下 2015 年糖价走势。

第一阶段：减产限进推升糖价。

年初~6 月 15 日。这个阶段主要围绕：配额外食糖进口纳入自动进口许可管理，推迟开榨，去库存，季节性消费，减产超预期，带动一波上涨行情。

在经历了 3 年熊市之后，全行业大面积亏损，13/14 榨季制糖业亏损 96 亿元，在亏损背后，国外廉价糖步步紧逼，从 2013 年以来国际糖价一直在 16 美分~20 美分/磅的低位波动，2013/14 榨季更跌破 15 美分/磅的历史低点，远低于国内糖价。配额外 50%进口关税已经不能完全封住配额外进口量，由于国际糖生产成本低，大量的低价进口糖拖低国内售价，国内糖业亏损困局愈发严峻。鉴于目前进口糖对我国糖业造成较大冲击，2014 年 10 月 13 日，中国商务部、海关总署联合发布了 2014 年 71 号公告，将进口关税配额外食糖纳入自动进口许可管理，在 2014 年 11 月 1 日开始实行。

随着管控政策的实施，进口威胁暂告段落。生产方面由于 3 年熊市中甘蔗价不断下调，农民种植积极性减弱导致面积缩减及天气影响下，14/15 榨季大幅减产超预期。进一步解决了 13/14 榨季遗留的结转库存问题。在政策配干预下糖价也从 4300 元涨至 5500 元，期货盘面最高也冲到 5700 元。

第二阶段：内强外弱导致糖价宽幅震荡。

6 月 15 日至今。这个阶段主要围绕：内外价差拉大至走私猖獗及进口增量超预期，替代品冲击，榨季末库存结构好转，消费增长，糖价宽幅震荡。

在国内强势的同时，外糖却因 14/15 榨季印度、泰国增产，高库存情况继续受到压制，同时对美元升值的预期，导致内外价差不断扩大。国内进口利润暴涨的情况导致 14/15 榨季内进口糖量继续创新高，进口管控难度加大，同时走私糖大量涌入，据外媒报道中国走私糖达到 170 万吨左右。但国内刚需保持强劲，榨季末库存结构好转，令盘面宽幅震荡。

图一：郑糖 2015 年走势



数据来源 文华财经

当前国内糖市回暖阶段中仍面临国际市场的低迷、内外价差过大、进口糖管控难度大、替代品冲击、内生动力不足等困难。虽然糖价底部不断抬高，但是若行业缺乏自律，出现盲目进口、任性销售、走私猖獗、竞相压价销售、恶意的拖欠蔗款等情况，那么市场回暖的难度也会进一步加大，市场需要时刻保持危机意识，只有多措并举才能主动的适应“新常态”的要求。理清了这样的政策背景，我们才能更好的理解未来市场的走势。

那么对于新一年的展望中我们认为，行情依旧围绕食糖减产周期展开，对于走势波动的把握还得从细节上进行分析：

- 1.由于对外进口依赖提高，15/16 榨季全球食糖从过剩转为短缺，原糖价格回升将巩固国内糖市回暖；（利多）
- 2.甘蔗收购价见底回升；（利多）
- 3.新榨季进口基数依旧庞大；（利空）
- 4.国储是否出库；（短期利空）
- 5.玉米淀粉价格暴跌，淀粉糖或进一步挤压白糖消费市场；（利空）
- 6.经济放缓下，下游终端消费温和增长。（温和利多）

我们将在下文进行详细分析阐述。

第二部分：2016 年走势展望

全球糖市转入供应短缺

ISO 上调全球糖供应短缺预估至 350 万吨；

国际糖业组织（ISO）11月6日上调2015/16年度全球糖短缺预估，并称短缺可能延续至下一年度。在最新的季度报告中，ISO将全球2015/16年度糖短缺预估由此前的250万吨上调至350万吨。这主要是因为印度、欧盟和乌克兰产量可能下滑。

图表二：ISO 全球供需平衡表



时间	期初库存	产量	消费量	进口量	出口量	期末库存	库存消费比
15/16	85938.00	170911.00	173398.00	56450.00	56549.00	83352.00	48.07
14/15	83220.00	172753.00	169385.00	54474.00	55124.00	85938.00	50.74
13/14	77226.00	171386.00	165391.00	57957.00	57958.00	83220.00	50.32
12/13	69586.00	172029.00	164384.00	60600.00	60605.00	77226.00	46.98
11/12	62988.00	164629.00	158034.00	54325.00	54322.00	69586.00	44.03
10/11	61312.00	154927.00	153254.00	53870.00	53867.00	62988.00	41.10
09/10	64107.00	149333.00	152122.00	53991.00	53997.00	61312.00	40.30

数据来源 BRIC

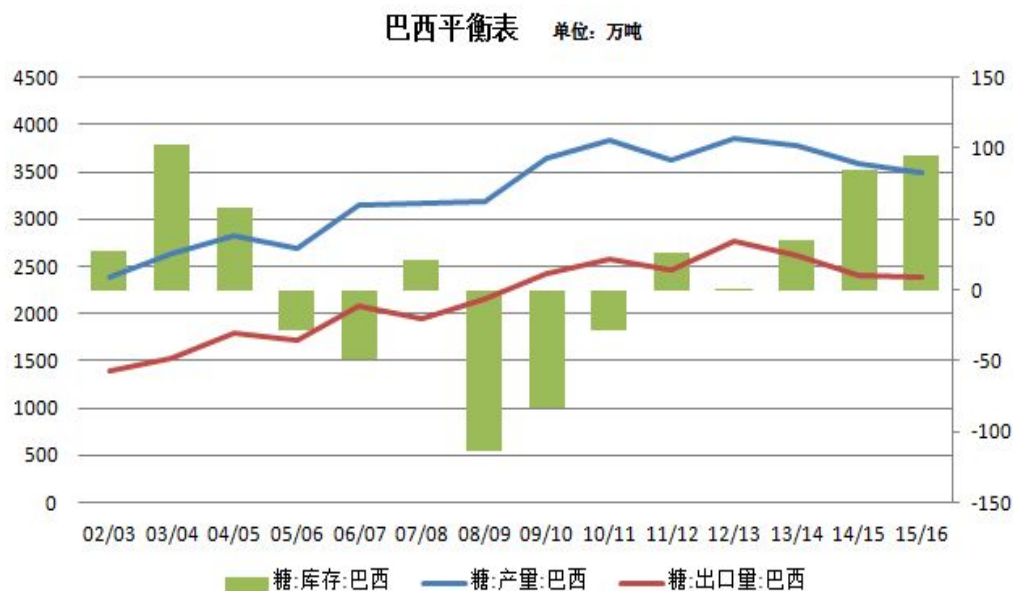
ISO称，供应短缺料导致2015/16年度的库存消费比下滑3.16%，至47.3%。到2016/17年度，假设在未来21个月内天气条件正常，全球产量预计同比增幅有限，而全球消费量料增加约300万吨。这将导致供应短缺600万吨，预示着糖市下一年度还将供应短缺。

图表 3：下面是各大机构 15/16 糖市预估

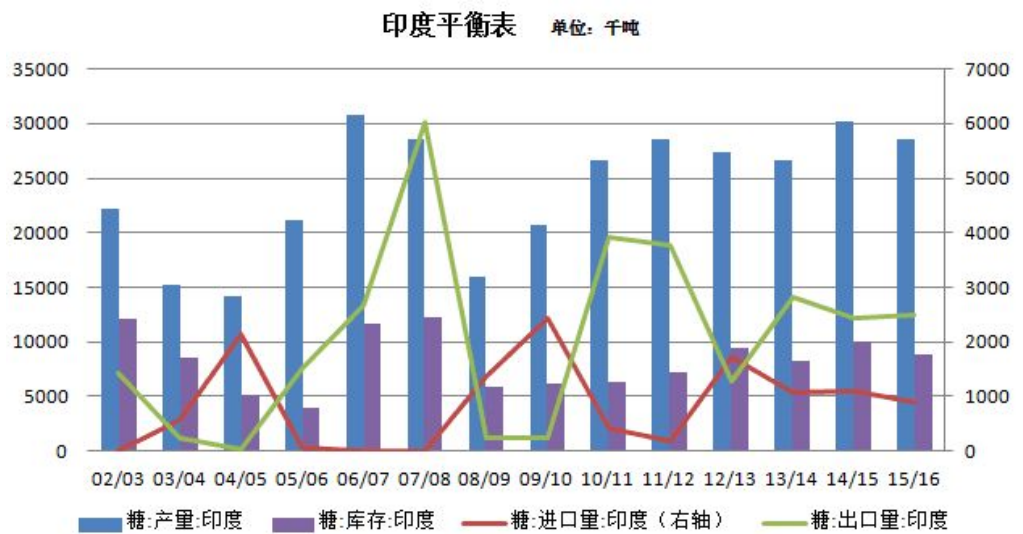
以下为各大公司对于全球糖市供需平衡状况的预估，单位为百万吨：

公司	预估日期	2015/16年度糖市平衡	2014/15年度糖市平衡
Morgan Stanley	11月23日	-3.7	6.47
INTL FCStone	11月12日	-5.6	0.5
Datagro	10月14日	-2.57	3.88
Green Pool	10月7日	-5.62	3.06
商品公司			
Rabobank	10月5日	-4.8	3.7
Czarnikow	9月29日	-4.1	3.8
Platts Kingsman	9月18日	-3.2	3.7
INTL FCStone	9月16日	-3.8	0.5
International	8月20日	-2.49	3.37
糖业组织			
ASR Group	8月4日	-2.7	3.7
Bioagencia	7月22日	-2.42	2.33
JOB Economia	7月22日	-4.5	-0.5
Copersucar	7月10日	-1.5	8

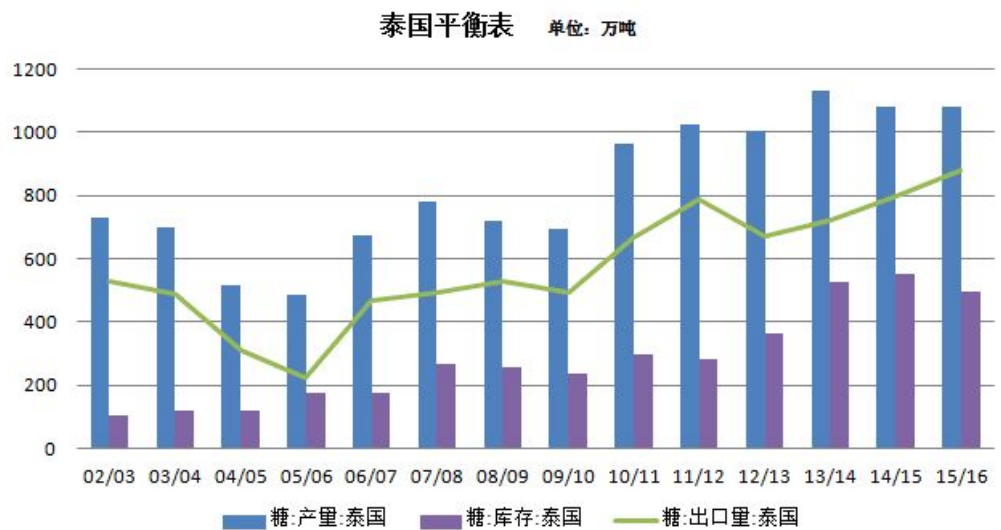
图表 4：主要出口国巴西平衡表



图表 5：主要出口国印度平衡表



图表 6：主要出口国泰国平衡表



数据来源 WIND

小结：从公开的信息上看，在消费持续增仓的情况下，经过一年的去库存过程，库存结构在新榨季中将有所变化，各主要权威机构对 2015/16 榨季供应预估均表示为将短缺，加之厄尔尼诺现象损及主要产区产量，这将为食糖市场提供强劲的基本面支撑，也预示着新榨季将成为国际糖市的拐点。但威胁因素仍不能忽视，首先是印度是否如期减产和出口补贴措施，然后是中国和印尼进口限制政策，其次是宏观环境及外汇变化仍令市场担忧。

那么在全球糖市迎来拐点的同时，对于国内来讲无疑更进一步巩固回暖过程，下面我们来对国内市场做进一步分析。

国内市场：减产周期中主要影响因素分析

一、对 15/16 榨季供需预期

目前可以获知的有关国内食糖 2015/16 年度产量的预期均是来自 2015 年 11 月桂林糖会。

产量：糖会上各产区糖协汇报 15/16 榨季产量情况，广西：2015/16 榨季预计产糖 560-600 万吨，2014/15 榨季产糖 639 万吨。 云南：2015/16 榨季预计产糖 208 万吨，2014/15 榨季产糖 230 万吨。 广东：2015/16 榨季预计产糖 75 万吨，2014/15 榨季产糖 79.8 万吨。 海南：2015/16 榨季预计产糖 15 万吨，2014/15 榨季产糖 28 万吨。 新疆：2015/16 榨季预计产糖 43 万吨，2014/15 榨季产糖 44.6 万吨。 内蒙古：2015/16 榨季预计产糖 25 万吨，2014/15 榨季产糖 17.8 万吨。（增产） 黑龙江：2015/16 榨季预计产糖 1.1 万吨，2014/15 榨季产糖 3.1 万吨。

图表 7：国内食糖供需平衡表

国内食糖供需平衡表							
时间	产量	进口	出口	消费	工业库存	期末库存	库存消费比
06/07	1199.41	140.03	11.49	1270	40.28	140.1	11.03%
07/08	1484.02	92.04	5.3	1350	154.27	396.5	29.37%
08/09	1243.12	103.35	6.97	1360	36.97	378.4	27.82%
09/10	1073.83	147.72	8.67	1350	31.7	235.5	17.44%
10/11	1045.42	207.06	7.08	1270	44.42	162.1	12.76%
11/12	1151.75	426.16	4.83	1260	84.13	414	32.86%
12/13	1306.84	365.9	4.63	1390	54	679.3	48.87%
13/14	1331.80	402.41	4.73	1460	191.41	921.4	63.11%
14/15	1055.60	481.21	5.92	1500	93.03	823.7	54.91%
15/16*	930.00	480	7	1540	51	726	47.14%

数据来源 倍特研发中心

小结：按照最新的预估数字，全国新榨季的产量就是在 930-980 万吨，较 14/15 榨季 1056 万吨的产量继续下降了 76-126 万吨左右。预计在新榨季全国的消费量预计超过 1520-1560 万吨，供需缺口 540-630 万吨。减产依旧是本榨季的主旋律。

二、面积与成本：

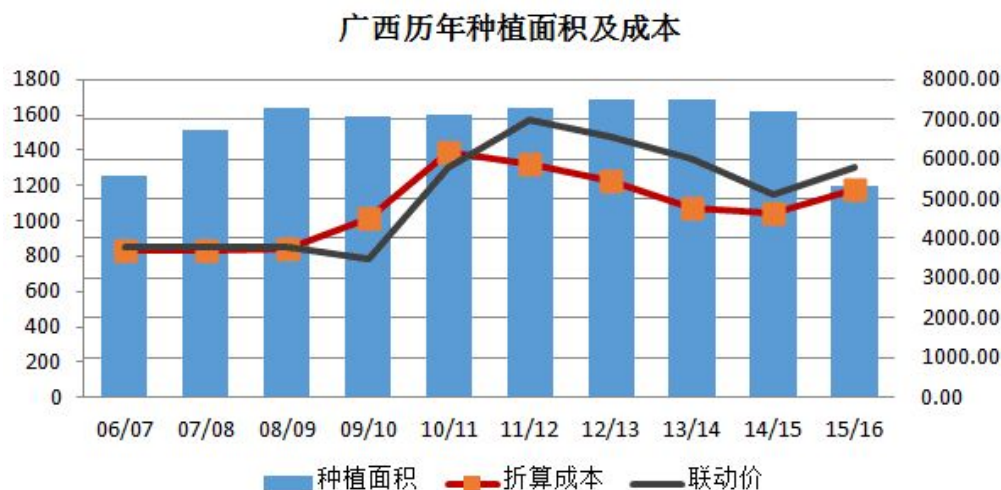
根据各糖协上报的数据统计，2015/16 榨季广西甘蔗种植面积约为 1200 万亩，同比减少 150 万亩，减幅 12.5%。广东甘蔗种植面积为 176 万亩，同比减少 24 万亩，减幅 12%，云南甘蔗种植面积为 448.7 万亩，同比减少 87.9 万亩，减幅 16.3%

收购价上 15/16 榨季广东、海南和云南均不再将甘蔗收购价列入省级定价目录，实行制糖企业与蔗农协商定价。广西则继续执行全区统一的普通糖料蔗收购首付价政策，2015/2016 年榨季普通糖料蔗收购首付价提高 40 元，定为 440 元/吨，各市可根据市情，在 440 元/吨的基础上上下浮动 10 元/吨自主确定普通

糖料蔗收购首付价，糖料蔗收购价格继续采取蔗糖价格挂钩联动、二次结算的管理方式。每吨普通糖料蔗收购价格 440 元与每吨一级白砂糖平均含税销售价格 5800 元挂钩联动，挂钩联动价系数维持 6%。

我们按照广西甘蔗收购价 440-450 元/吨（含良种补贴）计算，15/16 榨季甘蔗糖制糖成本线在 5200-5280 元/吨左右。

图表八：广西甘蔗种植面积及成本



数据来源 倍特研发中心

小结: 变化有两点 1. 受糖价近年来持续低迷影响，甘蔗收购价持续下调，而生产资料价格和劳动力用工成本还在不断上涨，加上不能及时对付甘蔗款及人口老龄化农民的种蔗积极性继续受挫，若继续降低收购价，未来种植面积将更不乐观，因此甘蔗收购价对应联动糖价的提高，可以确保农民收益及积极性，其次糖厂利润得到保证，利于行业健康发展。2. 部分产区取消政府定价，但广西和其它产糖省区不同，是我国最重要的产糖基地，对于甘蔗定价上仍具有指导意义，预计广东会参照广西收购价也出现提高，云南海南虽然也放开了甘蔗收购价格，考虑到以省自治区为单位区域竞争问题，甘蔗价格也会有一定提升。就成本而言在严重过剩榨得季生产成本犹如薄纸，在供需紧平衡榨季生产成本则具有一定的支撑作用。

三、进口基数依然庞大

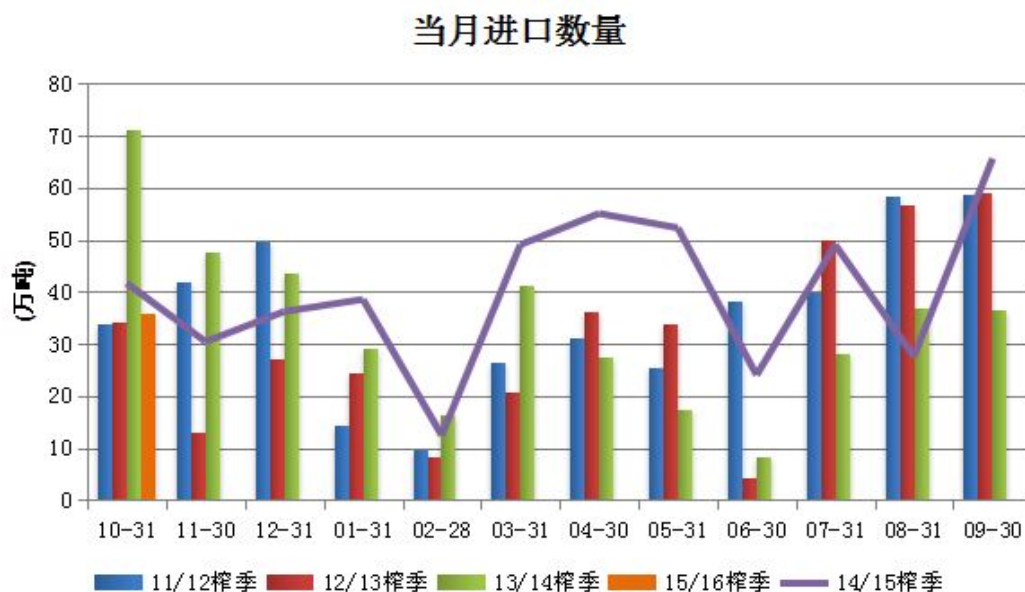
进口糖作为长期冲击国内因素之一，受在过去的一年中，由于国际市场庞大的库存，以及主要产糖国巴西汇率持续贬值导致原糖继续走软，价格一度跌至 11 美元，而国内糖价在 2014 年 11 月有关部门对进口糖实施了行业自律和进口调控等措施后，减弱了国际糖价对国内糖市的冲击力度，使得国内产区糖价从 4300 元/吨回升到目前 5400 元/吨左右，回升到了大部分制糖企业的生产成本之上。

进口利润上，从10月上旬至今，国际糖价大幅震荡走高，突破了15美分/磅的关键阻力位。但国内糖价受走私拖累，价格一路下跌至成本线附近，进口利润进一步缩窄。截止目前，原糖配额外进口利润为800-1000元/吨左右，比上个月同期减少300-400元/吨。

图九：内外价差走势图



图十：国内当月进口量



数据来源 WIND

据海关最新公布数据显示，10月我国进口食糖35.61万吨，同比下降41.34%，环比下降45.73%；2015年1-10月累进口食糖408.59万吨，同比增长44.87%。其中累计进口原糖348万吨，累计进口白糖60万吨。14/15榨季内累计进口481万吨食糖，同比13/14榨季402万吨，增79万吨，增幅16.4%。

目前市场预期，今年 12 月中旬将开会讨论明年配额外进口许可证发放的问题，预计总量很可能在 190 万吨之内。同时，配额发放时间可能会延迟到明年 2、3 月份。

小结：目前可以看到价差在 9 月后持续回落对控制进口糖进入无疑是利好的，但回顾历史价格差异依旧很大，那么在新榨季供需缺口继续扩大的情况下，行业自律及进口管控难度依旧很大，仍需要注意冲击的出现。另一方面随着价格回升对于国储糖是否出库的声音不绝入耳，那么新榨季进口数量也要看储备糖库存的调整和 2015/2016 榨季预期结转情况，因此我们预计将通过市场供求平衡预测情况来决定进口糖数量，当前的原则是维持上个榨季进口数量基本不变，榨季内视市场供求情况再做调整。

三、国储糖是否出库

11 月桂林糖会上商务部市场运行司贾尧苏处长对市场储备管理表示。新榨季国储糖出不出库的问题，消化库存糖是个系统工程，需要综合考虑国内外的供需形势，不是一个部门说了算，是市场说了算。要尊重、遵循市场规律的原则，当糖价回归到合理价格时才将消化一部分糖，既不打压价格也不抬高价格。

市场预估：当前国储糖数量估计在 680 万吨左右，部分主产区地方储备糖库存为 50 万吨左右。这些储备糖的成本均价在 6000 元以上。经过长期的观察，国家的收放储只是对行情产生短期影响，长期的运行还是看本身的供求规律。只有市场出现短缺，国家才会放储，可放储又间接证明了市场的短缺。就会导致市场行情越放越涨。反之也是，国家收储越收越跌。

小结：当前供需仍平衡且国际糖价处在历史较低区间，国内处于减产周期，食糖价格才刚刚回到糖企生产成本上方，部分糖企才走出亏损，而且高价收的国储仍面临亏损，那么对于国储糖来讲较低的糖价则不会出库，因此对于糖价就有了清晰的区间，低点将不会低于生产成本价，更不会低于成本进口价，高点则就位于储备糖价格。但若糖价涨至收储价面临放储，那么就间接证明了市场的短缺。就会导致市场行情越放越涨。

四、替代品冲击

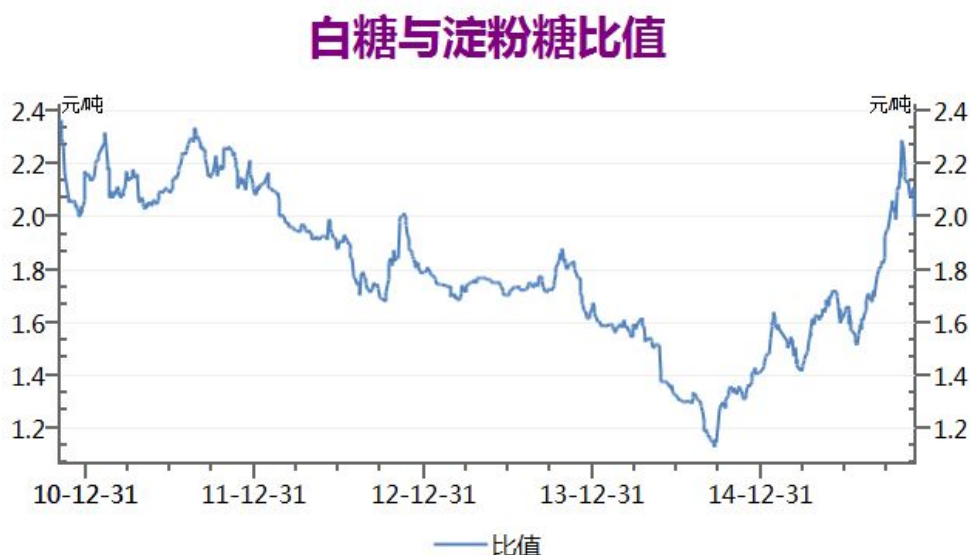
背景：玉米淀粉下游需求领域十分广阔，其中淀粉糖消费占到玉米淀粉总消费的 55% 左右，是用量最大的下游行业。淀粉糖对白糖的替代作用主要集中在食品和饮料行业当中。在饮料和面包糕点等行业，淀粉糖制成的果葡糖浆对白糖的替代完全不需要改变生产装置和工艺。在考虑不改变产品口感的情况下，最有可能的情况可能是蔗糖和果葡糖浆同时使用，一般取代 30% 左右。

果葡糖浆的甜度接近于同浓度的蔗糖，风味有点类似天然果汁，由于果糖的存在，具有清香、爽口的感觉。另一方面果葡糖浆在 40℃ 以下时具有冷甜特性，甜度随温度的降低而升高。果葡糖浆完全替代蔗糖，其甜度约相当于同浓度蔗糖的 90%，部分替代蔗糖时，由于果糖、葡萄糖与蔗糖甜味的协同增效，总甜度仍与同浓度的蔗糖相同。经研究发现，果葡糖浆替代蔗糖最高达 60% 时，甜度仍不会降低，超过 60% 时随着果葡糖浆的用量增加，甜度逐渐降低，至完全替代蔗糖时甜度约为原来的 90%。因此，在食品、饮料等中以果葡糖浆替代蔗糖，不仅技术上可行，而且可凸显果葡糖浆清香、爽口的特性，最重要的是还可以降低生产成本。

根据计算各产品的甜度成本，即为单位价格/干物质含量/完全替代蔗糖的甜度系数），目前以 F42 的果葡糖浆市场价 2700 元/吨，蔗糖 5300 元/吨计， $2700/0.71$ （干物质含量）/ 0.9 （完全替代蔗糖的甜度系数）=4225 元，每替代一吨蔗糖成本降低为 1075 元。由此可见，在蔗糖价格高涨时，果葡糖浆有绝对的价格优势。

今年玉米收储政策的调整不仅使得玉米、玉米淀粉价格暴跌，令玉米淀粉糖成本巨降，而糖价因减产限进保持坚挺走高，与白糖的价差扩大后替代成本优势明显，让市场担忧下游企业调整用糖比例，白糖市场消费空间被快速挤压。

图十二：白糖与淀粉糖比价



数据来源 WIND

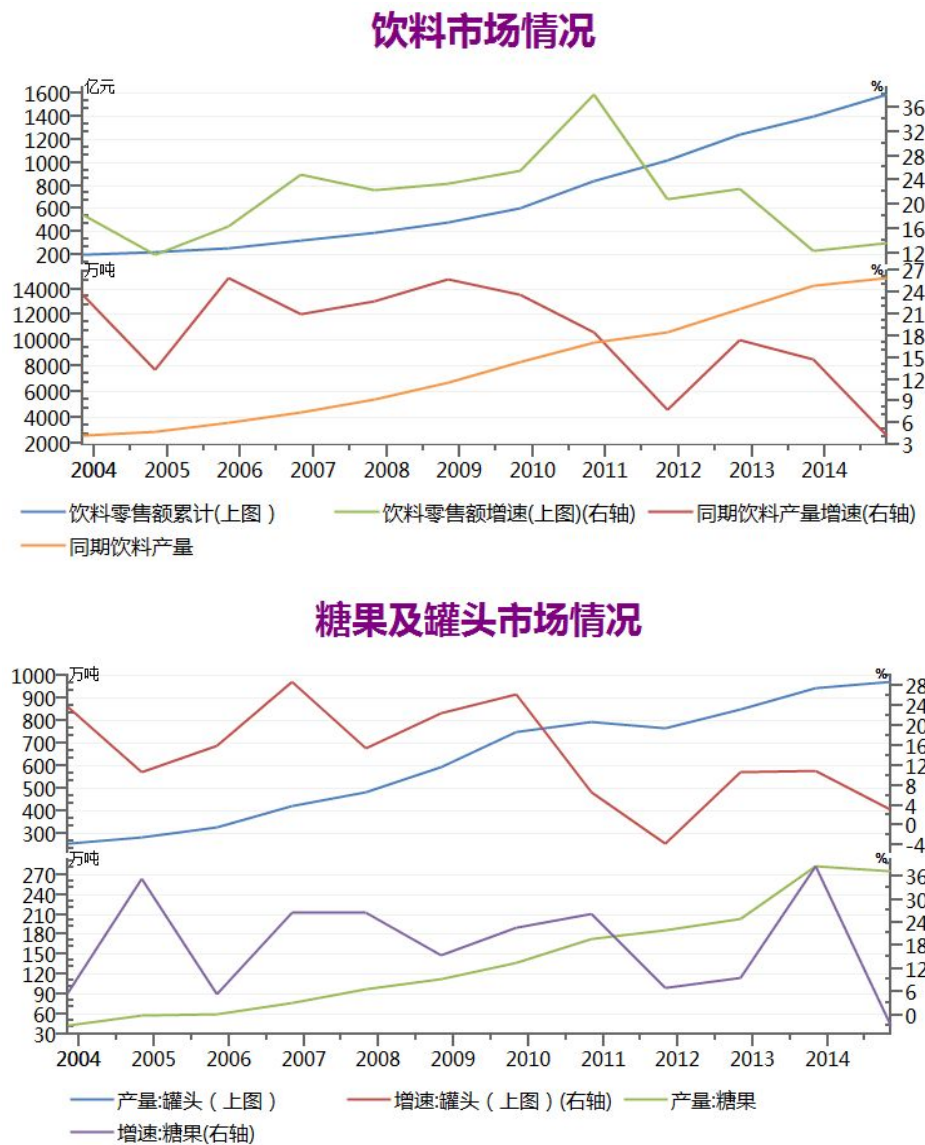
小结：从图上来看白糖与淀粉糖比价增加明显，替代优势明显，目前两者比价高达 2.24，平衡线在 1.4-1.5 之间。当前比价利于刺激淀粉糖需求，从而制约白糖消费，值得警惕。

五、下游消费情况

受经济大环境不景气、市场竞争加剧等因素影响，整体中国的食品工业经过 30 年的高速发展，从 2012 年食品工业增速开始放缓，在 2011 年前整体保持 20%以上的增速，进入 2014 年增速下降至 13%，2015 年截至 10 月同期出现继续下滑。

其中饮料行业截至 2015 年 10 月累计零售额 1597 亿元，环比增 193 亿元，增速小幅回升至 13.79%，但整体增速继续保持下行趋势。糖果类中虽然 2014 年出现了较高增长，但今年同期中产量并未保持增长，出现小幅下滑至 275 万吨，较去年同期减少 7.94 万吨，降幅 2.81%。

图十三：食糖主要消费行业情况



数据来源 WIND

政策：2015年10月29日，中共十八届五中全会公告决定：坚持计划生育的基本国策，完善人口发展战略，全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策。这一政策的落地实施，宣告了实施35年“独生子女政策”的终结，也宣告了二胎政策的全面开放。

小结：目前，70%左右的白糖被用作工业生产，民用糖仅占30%，并且民用糖具有较大刚性的需求特点，故白糖下游终端的销量变化主要表现在工业用糖上，其中又以食品工业为主。虽然食品工业增速放缓，但目前整体产量依旧庞大，而且企业为保证质量和口感，对于替代品比例调整也相对严格，除非成本有大幅下降的情况。此外二胎政策落地，我们对于未来的白糖需求上依旧看好。

六、技术分析展望

我们从两点来进行技术分析，即ICE原糖期价走势和国内郑糖期价走势。

美国原糖期价走势分析：

图十四：美国原糖期价走势



数据来源：文华财经

小结：从ICE原糖走势图上可以看到，原糖在15年10月初后大幅反弹，目前走势已经脱离了14年7月至15年8月的阶梯式下行通道，同时打破多年来的下行趋势线，但持仓上看增仓缩量，相对谨慎看涨。当前走势反转已经迈出一条腿，能否爬上楼梯，就得看15美分这一关键长期多空转换点。

国内郑糖期价走势分析：

图十五：国内郑糖期价走势



数据来源：文华财经

小结：对比而言，国内郑糖的技术性。值得重视有两点。

第一是从技术图形上看，国内先行于 ICE 原糖指数，在 15 年 1 月率先摆脱下行通道一路反弹，随后在 6 月至 8 月完成对阶梯回测动作，确认支撑强劲后，结合对新榨季做出的较好预期继续走高。

第二是持仓量的巨大。形成双顶期间持仓放大至 150 万手。那么上方压力 5700 就十分明显。下方趋势线支撑位 5300。也可视为大旗形整理形态，对后期行情有所犹疑。

接合我们对供需紧平衡成本将起到强支撑的作用，经计算，可知，2016 年，郑州指数的强支撑区间为【5100、5300】。

升级别的指示，鉴于更好的基本面，我们认识 2016 年的指数的高点定然超越 2015 年，可看高到【6000，6200】的水平。

第三部分：总结和后市操作策略

经过上文对未来热点细节分析：1、我们认为新榨季中，供需缺口将继续扩大，进口基数仍然庞大，但对于原糖的回暖保持较好的预期，因此内外价差缩小，有助于削弱进口的威胁。2、我们认为国储糖出库有两面性，一是控制平衡短期打压价格，二是证明供需存在缺口，利好未来趋势。3.若白糖与淀粉糖长期保持

高比价区，不排除会蚕食白糖消费市场。总的来说仍有很多不确定因素影响糖价运行轨迹，但我们认为这只是影响波动的小插曲，不会影响整体走势。

为此我们预期白糖在减产周期中继续保持强势表现！

综上所述，结合食糖市场的季节性分析，我们进一步对各合约性质予以初步推断。1605 合约在春节前会受减产、天气情况及备货消费带动上涨（一期高点 5900 上方），但节后进入传统淡季，继续炒作减产，但 4 月后产量基本明晰，会受企业套保盘压力，糖价下跌的概率增加（回测支撑 5500-5700）；随后换月 1609 合约，5-8 月期间，也属于淡季；因此在宏观环境没有出现变化时，郑糖期价在此阶段处于震荡盘整期，也是进口炒作始然；适宜区间操作（5500-5900），进入 7 月主力合约将向 1701 转移，对应时点夏季来临需求增长，市场关注点转向食糖销售，未来消费趋势预估及库存环节将释放利好信息，为糖价上涨提供支撑（新高），因此在节奏上建议投资者参照季节性特点波段操作；

本文阐述和探讨对 2016 年度新常态下白糖大势及细节的基本认识，我们将在后期日评及月报中实时跟进，提出更有效和更具有可操作性的策略。