

政策呵护下白糖走势展望

2016年，白糖受减产周期、进口食糖政策、严打走私、供给侧改革，人民币贬值，原糖回升等利好带动，令糖价重回巅峰时期。但减产周期过后，增产周期来临，糖价如何演绎，让我们一一分析。

国内糖市经过两个榨季减产，在新榨季中食糖产量将出现恢复性增长，同时受过往的经验教训，在相关政策调控与扶持下，供需平衡将得以保证。

那么在新一轮增产周期中，如何把握17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：

- ◆全球糖市短缺维持，但面临改善威胁。
- ◆国内16/17榨季产量增幅有限，成本提升。
- ◆政策保护，进口继续下滑。
- ◆国储调控循序渐进。
- ◆高糖价下，考验消费。

相关报告：

《2017年白糖年报——政策呵护下白糖走势展望》

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。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

白糖：政策呵护下白糖走势展望

第一部分：2016 年白糖走势回顾

2016 年受供给侧改革影响，大宗商品市场大幅回暖，糖市得益于其减产提供的良好基本面，同时在食糖政策调控及扶持下，糖市延续了周期性牛市走势。下面让我们来回顾下 2016 年糖价走势。

图一：郑糖 2016 年走势



数据来源 文华财经

第一阶段：区间震荡消化。

年初~6 月 3 日。这个阶段主要围绕：外糖受供需缺口预期带动下低位回升，进口成本上升，国内生产成本上升，食糖产量创新低，但走私糖大量入境，挤占国内市场，新糖销售不畅。

15/16 榨季初，虽然开局红火，但基本面并没有实质性改观，消费状况和前景预期略显悲观，此后南方甘蔗产区陆续开榨，减产预期逐渐兑现且超过预期，现货销量较好，加上进口糖控制政策的延续，郑糖逐步回暖，但消费端表现弱于市场预期，加上进口糖、走私糖和盘面大量仓单施压，基本面供需压力仍存，不过外糖的走势依然较为强劲支撑。内盘走势上围绕 5300-5700 的区间整理至 6 月份。

第二阶段：突破回升。

6月3日至今。这个阶段主要围绕：供给侧改革深入，人民币贬值，整体大众商品市场回暖，原糖继续保持强势，进口利润封闭，走私糖得到遏制，消费端回暖，食糖政策调控及扶持。

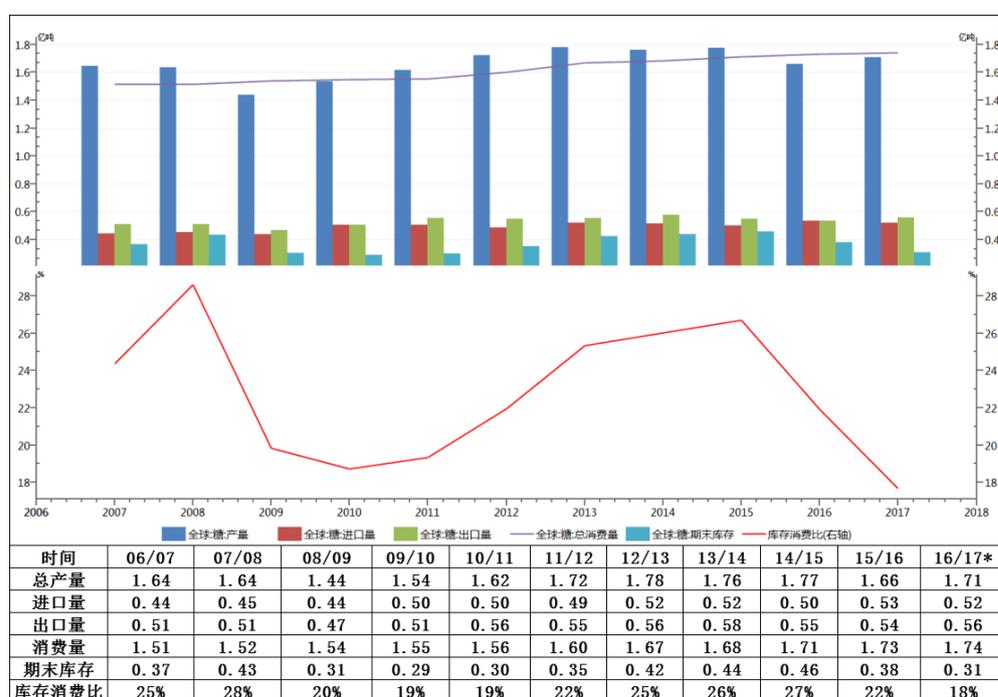
原糖强势不改，国内加强缉私，被走私糖所挤占的消费，逐步得到释放，仓单压力缓解，年末结转库存继续走低，加上供给侧改革深入，汇率变动，整体商品市场走出低谷，基本面较好白糖继续领跑，糖价从5700回升至7200。但是糖价的快速上涨，将加速政策面调控风险的到来以及边境走私的恢复。

那么糖价在2017年将如何变化下，我们将在下文进行详细分析阐述。

第二部分：2017年走势展望

全球糖市预期供应短缺维持,但缺口改善。

图表二：全球食糖供需平衡表



数据来源 USDA

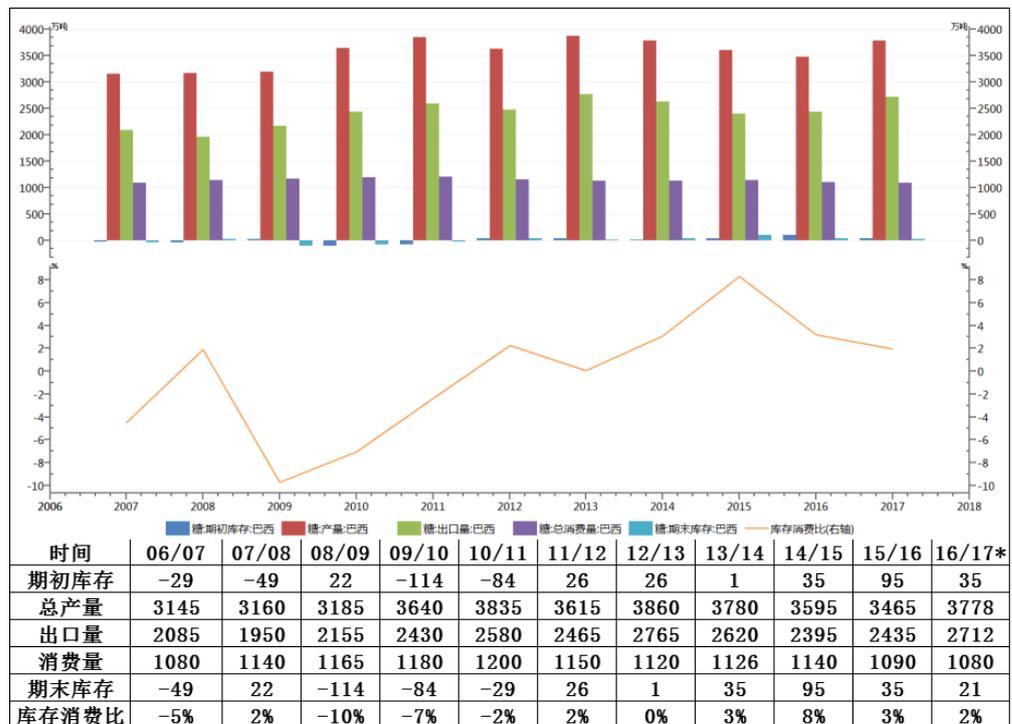
权威机构观点：国际糖业组织(ISO)11月18日下调2016/17年度全球糖供应短缺量预估至619万吨，之前预估为705万吨。ISO在季度报告中亦预计2015/16年度全球糖供应短缺483万吨。

ISO称，假设未来21个月天气正常，2017/18年度初步展望为全球糖产量及消费量将“颇为平衡”，预示着全球糖周期中供应短缺阶段可能结束。报告

称：2017/18 年度全球供需可能更加平衡的预期不会造成糖价大幅下滑，因 2016/17 年度全球糖期末库存预计将十分低。

美国农业部（USDA）最新预估大幅调降当前 2016/17 年度全球糖供应短缺量预估，但表示价格仍可能持续高企，因库存降至六年低位且需求触及纪录高位。当前 2016/17 年度全球糖供应缺口将缩窄至 263 万吨，低于 5 月预估的 430 万吨。供应缺口低于预期，是由于包括巴西和中国在内的主产国产量增多抵消了其他地区产量的下滑。

图表三：巴西食糖平衡表

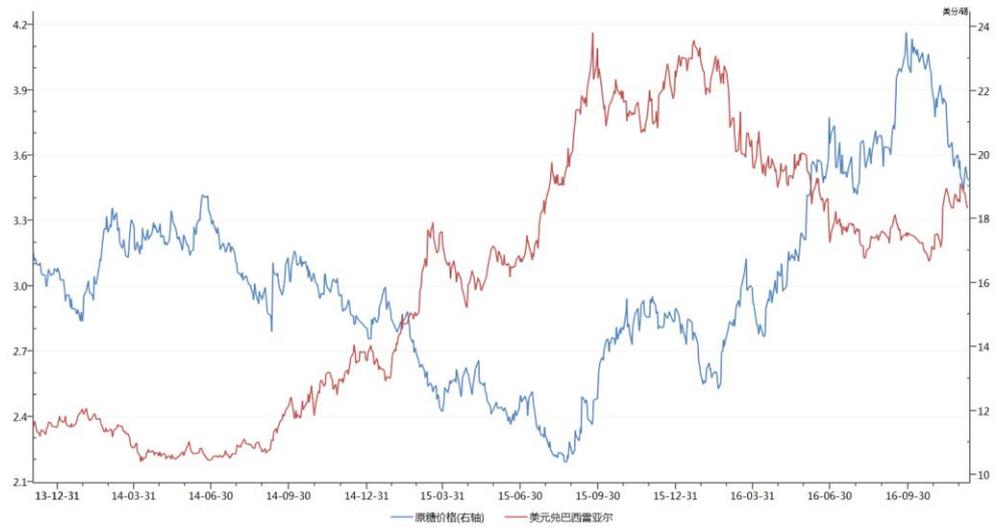


数据来源 USDA

目前巴西乙醇和原糖保持 300 点的价差令糖厂的甘蔗制糖比例不断上调，作为能够在短期内调节食糖产量的关键因素，本榨季巴西中南部的制糖比已接近 50%，这样的糖醇比在 12/13 榨季之后还是首次出现。但是 12 月初巴西上调柴油汽油价格，或将刺激乙醇需求，对制糖比例产生影响，进而影响后期食糖产量，不过当前雷亚尔贬值持续，价差保持高位，产糖仍受青睐。市场预估 16/17 榨季糖产量仍维持 3500-3600 万吨之间，食糖供应压力仍不小。同时巴西明年是否继续调整汽油价格也是个变数，关注明年汽油和乙醇的比价。

尽管糖市前景光明，但巴西中南部甘蔗主产区 17/18 榨季的甘蔗产量将下降，因近年来对甘蔗田的投入减少，甘蔗老化，影响了作物产出潜能。巴西甘蔗行业协会技术部门主管表示，即便天气条件良好，明年的产量也不会上升，缺乏革新以及 6 月份的霜冻天气是甘蔗减产的主因。

图四：美元兑巴西雷亚尔



数据来源 wind

汇率方面，自美国大选结果出炉以来，美元指数一路飙升至破百，巴西雷亚尔汇率也迅速贬值。雷亚尔兑美元汇率一度下挫至近半年低位。

雷亚尔贬值会刺激糖厂更多地以美元计价的国际市场上销售，缓冲货币贬值的影响，而在本榨季巴西中南部增产供应充足的背景下，雷亚尔的贬值加速巴西的出口，给原糖贸易流施加压力。

图表五：主要出口国印度平衡表

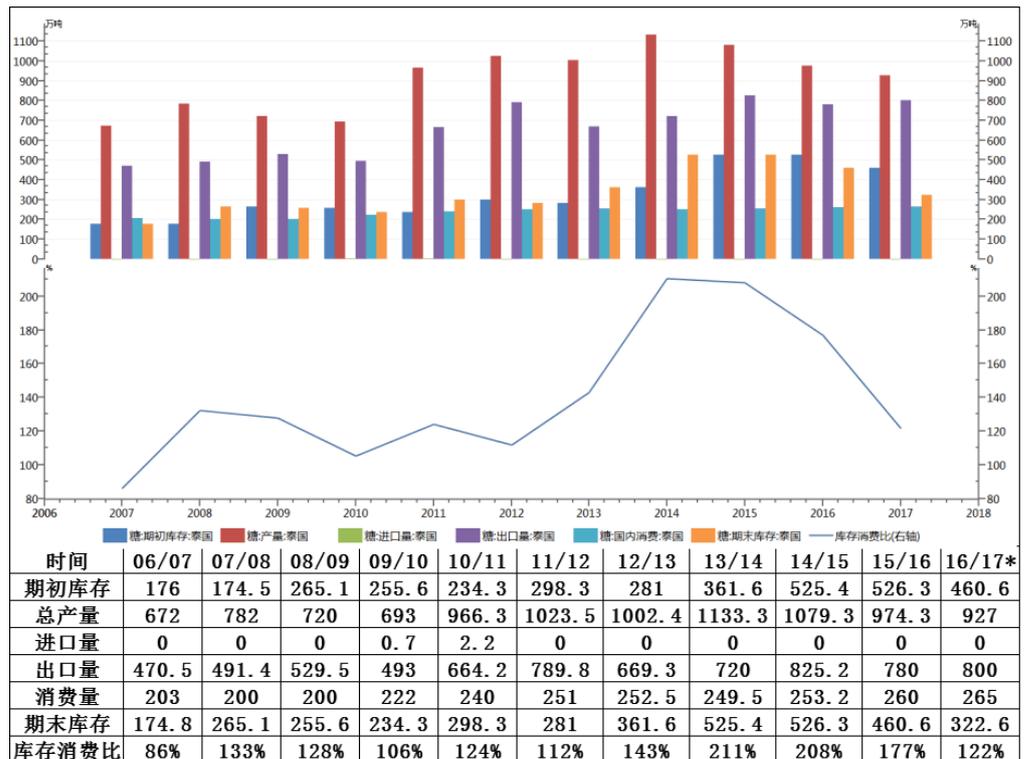


数据来源 USDA

继 2015/16 年度印度糖产量下滑后，2016/17 年度产量将继续下降，印度糖厂协会（ISMA）预估 2016/17 年度的产量将从上年度的 2,510 万吨降至 2326 万吨的水平，造成产量下降的主要原因是马邦的种植面积因干旱以及灌溉条件差的影响。而印度 2017/18 年度糖产量或将反弹，因降雨改善前景。

进口方面：根据印度方面消息显示，由于该国提前开榨，截至 11 月中旬糖产量同比增加 1.5%，其中北方邦在今年甘蔗收购价提高的情况下产量大增，这样的生产进度为前期盛传的印度将在 16/17 榨季成为净进口国家的消息或将逐渐失去想象空间，继续关注后续生产情况以及为平抑国内糖价进口政策变化。

图表六：主要出口国泰国平衡表



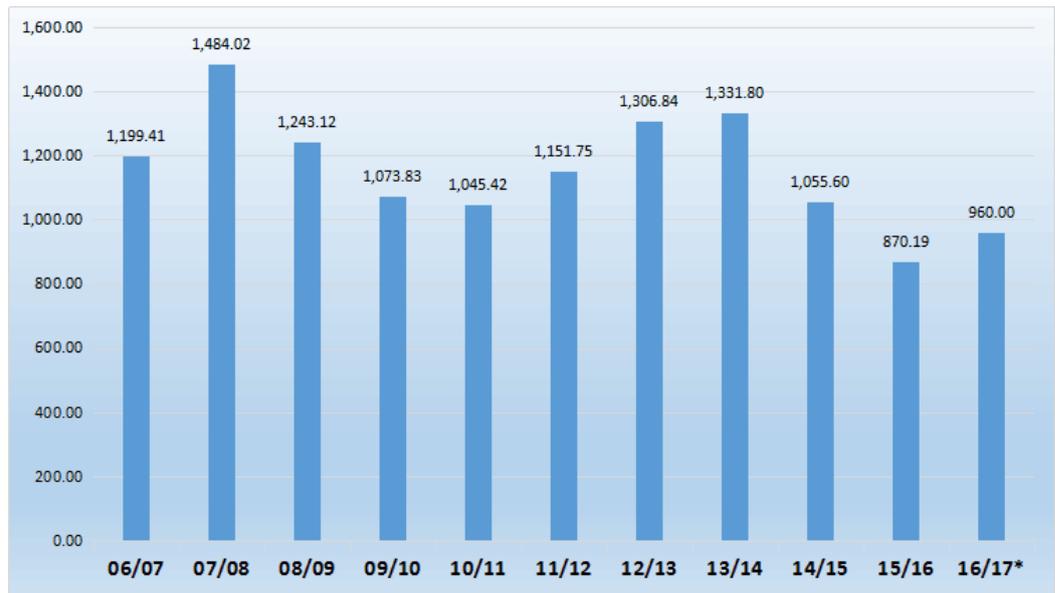
数据来源 USDA

2015/2016 榨季，虽然泰国甘蔗种植面积小幅增长 2%，但由于连续两年甘蔗主产区出现干旱天气，并造成甘蔗单产大幅下滑 13%、出糖率下滑 1.42%，2015/2016 榨季泰国食糖总产量大幅下滑 12.5%至 980 万吨，其中原糖为 465 万吨，白糖为 505 万吨。2016/2017 榨季，泰国甘蔗种植面积基本和 2015/2016 榨季持平，单产预计小幅下滑 2%，预计出糖率和 2015/2016 榨季基本持平，2016/2017 榨季食糖总产量同比下降 2%至 960 万吨，其中原糖为 430 万吨，白糖为 530 万吨。据了解，2016/2017 榨季前期泰国食糖出口量小幅增长 5.3%。截至今年 7 月，泰国白糖累计出口 264 万吨，同比下降 15%，主要出口国包括越南、缅甸等地，然后走私至我国。

国内市场：新一年度供需变化预期。

一、对 16/17 榨季供应端。

图表七：全国食糖产量



数据来源 中国糖协

主产区产量：各产区糖协在桂林糖会上的汇报 16/17 榨季产量情况，广西：2016/17 榨季预计产糖 570 万吨，2015/16 榨季产糖 511 万吨。云南：2016/17 榨季预计产糖 180-185 万吨，2015/16 榨季产糖 191.4 万吨。广东：2016/17 榨季预计产糖 80-85 万吨，2015/16 榨季产糖 63.09 万吨。海南：2016/17 榨季预计产糖 18 万吨，2015/16 榨季产糖 15.09 万吨。新疆：2016/17 榨季预计产糖 49 万吨，2015/16 榨季产糖 43.23 万吨。内蒙古：2016/17 榨季预计产糖 35 万吨，2015/16 榨季产糖 28.4 万吨。河北：2016/17 榨季预计产糖 12 万吨，2015/16 榨季产糖 9.75 万吨。若天气正常，16/17 榨季预计食糖产量为 970 万吨左右，增幅约 10%。

制糖成本：广西 2016/2017 年榨季普通糖料蔗收购的首付价为 480 元/吨，每吨普通原料蔗收购价格 480 元与每吨一级白砂糖平均含税销售价格 6470 元挂钩联动，挂钩联动系数维持 6%，较上一制糖年提高 40 元/吨，令食糖生产成本每吨提高接近 100 元左右，至 6000 元/吨左右。同时 2017/2018 年榨季糖料蔗收购指导价，为充分调动农民种蔗积极性，稳定糖料蔗种植面积，在食糖价格不低于 2016/2017 榨季的前提下，2017/2018 年榨季糖料蔗收购指导价不低于上榨季。

运输成本：9 月 21 日起全国施行修订后的《超限运输车辆行驶公路管理规定》，今后六轴车车货总重上限从 55 吨降至 49 吨，每超标准 1 吨罚 500 元，对超载超限车辆的处罚堪称史上最严，最直接影响当属汽车运费价格上涨，铁路站到站与海运 CY-CY 的运费由于集装箱有双拖改为单拖，单位装载量变少，吨单价间接受到提升，还有前后两端公路集货和配送必须还是汽车运输。

我国白糖运输基本以汽运为主，经过从物流公司了解，除了云南往外靠铁路运输发运从门到站暂时不受政策影响外，其他地区视远近程度短途运费涨幅在30-80元/吨不等，长途运费在50-120元/吨不等。新规执行后导致运输成本整体上升，最终要转嫁到消费者身上，对于糖价来说将要计入成本，进一步支撑价格。

图表八：广西制糖成本

广西				
榨季	13/14	14/15	15/16	16/17*
甘蔗价格(元/吨)	440	400	440	480
运费,杂费和价外补贴(元/吨)	64	60	60	85
甘蔗入厂含税成本(元/吨)	504	460	500	565
甘蔗不含税成本(元/吨)	438	400	435	492
平均产糖率(%)	12.7	12.55	11.53	12.1
吨糖耗蔗(吨)	7.87	7.97	8.7	8.3
原材料费用(元/吨)	3453	3189	3785	4084
副产品收入(糖蜜、蔗渣)(元/吨)	380	400	330	330
原材料净费用(剔除副产品收入)(元/吨)	3073	2789	3455	3754
辅料(元/吨)	85	80	70	80
燃料及动力(元/吨)	179	170	140	150
人工费(元/吨)	114	120	120	150
制造费用(含工资、福利、折旧等)(元/吨)	290	320	360	405
不含税生产成本(元/吨)	3741	3479	4145	4539
销售税金及附加(元/吨)	32	30	30	30
管理费、销售费、财务费(元/吨)	430	520	580	600
不含税完全成本(元/吨)	4203	4029	4755	5169
销项税(元/吨)	714	685	808	579
含税成本(元/吨)	4917	4714	5563	6048
含税销售价格(元/吨)	4630	4910	5650	7000
税前利润(元/吨)	-287	196	87	952

数据来源 布瑞克

食糖进口与走私：

图表九：各榨季食糖进口量



数据来源 国家统计局

众所周知国内制糖行业在过去几个榨季出现巨额亏损，而亏损的背后就是大量进口及走私糖的冲击。伴随着国内糖业的亏损，食糖进口量暴涨：2010/2011榨季进口207万吨，此后四个榨季分别为426万吨、366万吨、402万吨和481

万吨。虽然 2015/2016 榨季经过调控后下降至 370 万吨，同比下降 23%，但实际上走私量已从上个榨季的几十万吨暴增到本榨季的 200 多万吨。

正是在此背景下，商务部正式决定对食糖进口立案调查。根据公告，调查的时间范围为 2011 年 1 月 1 日至 2016 年 3 月 31 日。调查自 2016 年 9 月 22 日启动，通常应在 6 个月内结束，特殊情况可延长两个月。

不难预见，调查结果将在对食糖进口贸易做出全面评估的基础上，确定是否对现行食糖进口税率做出调整。如果上述调整目标实现，势必会对国内食糖供应源、产业布局以及国际贸易流带来重大改变，从而对国内外糖价走势产生重要影响。（我国食糖进口配额内关税税率为 15%，配额外税率为 50%，远低于 WTO 成员的平均食糖进口关税 97%，其中发达国家为 122%，发展中国家为 55%，欠发达国家为 167%。）

图表十：不同关税下原糖进口成本估算

食糖关税	人民币兑美元汇率	原糖价格								
		17	18	19	20	21	22	23	24	25
50%	6.7	5670	5991	6283	6576	6868	7160	7452	7745	8037
	6.9	5857	6158	6459	6760	7061	7362	7663	7964	8265
100%	6.7	7482	7872	8261	8651	9041	9430	9820	10210	10599
	6.9	7963	8094	8496	8897	9298	9700	10101	10502	10904
150%	6.7	9265	9752	10239	10727	11214	11701	12188	12675	13162
	6.9	9529	10031	10532	11034	11536	12037	12539	13040	13542

数据来源 广西糖网

我国食糖进口主要来自于巴西、泰国、古巴、危地马拉、澳大利亚及韩国，其中进口巴西糖的占比最高，超过总进口量的 60%。进口数量的多寡无疑与国内外食糖的价差密切相关。据海关总署公布的数据显示，15/16 榨季进口食糖 374.13 万吨，同比减少 22.41% 万吨。如果考虑到放储条件，人民币贬值持续，后期调高进口关税，国内食糖进口成本增加，将造成食糖进口量下降，不过政策方面仍存诸多变数，以及原糖价格走势弱于国内，配额外进口精炼利润显现。我们预计 16/17 年度中国食糖进口量下滑至 300 万吨，预计食糖出口量 15 万吨。走私方面考虑到国家放储调控以及缅甸战事，17 年将继续严打为国内创造良好环境，走私量或较 16 年的 200 万吨大幅减少。

国储糖与库存

国储糖最后一次收储是在 2013 年 5 月 24 日，收储了 30 万吨，之后再没有启动新的国储收购，上个榨季包括 14/15 榨季都是短期工业临储 300 万吨。根据公开资料统计，估计目前国储糖在 680 万吨左右。

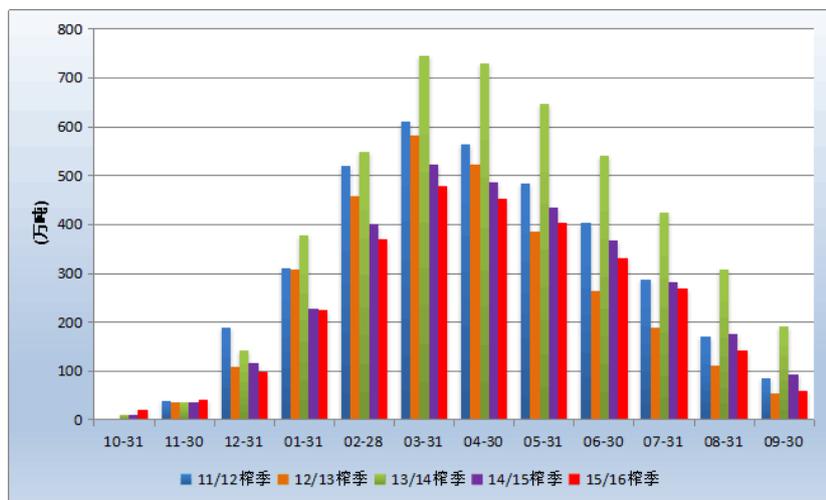
在农业供给侧结构性改革的大背景下，粮、油、棉、糖四大国家战略物资都面临着去库存、降成本、补短板的现实问题，我国食糖的抛储相较于其他农产品的去库存进程略显缓慢，因此今年在走私方面较往年相比无论是严加打击的持续

时间还是打击的力度，都彰显出对走私严惩不贷态度的坚决，和进口糖调控下，国内食糖的整体购销形势转暖，糖价回升，全行经营状况好转，为国储糖投放营造良好的市场环境。同时四季度国内糖市的供需偏紧，国内糖价回升至 6500 上方，也进一步提升了国储糖投放的市场诉求。国储糖于 2016 年 11 月先后释放了 20 万吨和 10.8 万吨国储糖，以进一步满足市场需求和稳定糖价。综合来看，国储糖将依据市场的成交状态和价格行情决定下一步的抛储量，密切把握国内糖市的供需格局变化，尽可能在不打压糖价的情况下消化更多的国储库存，循序渐进的分批次出库投放。这考验了政策制定者对糖市供需平衡情况的判断和国储糖出库政策的实施对整个产业链各方的实际影响。预计 16/17 榨季出库量在 150 万吨左右。

图表十一：2001 年以后收抛储情况

榨季	收储	放储	国库古巴糖
01/02		18	40
02/03			40
03/04		50.24	40
04/05		8.22	40
05/06		127.7	40
06/07	0.12	8	40
07/08	80		40
08/09	80	14.7	40
10/11		177.65	40
11/12	100	187.79	40
12/13	180	16.55	40
13/14			40
15/16			40
16/17		150*	40

图表十二：食糖工业库存



数据来源 中国糖协 WIND

工业库存方面，不论是广西还是全国，工业库存同比、环比不仅较上个榨季有明显降低，较前几个榨季相比也是处于相对低位的。但是综合国储库存和工业

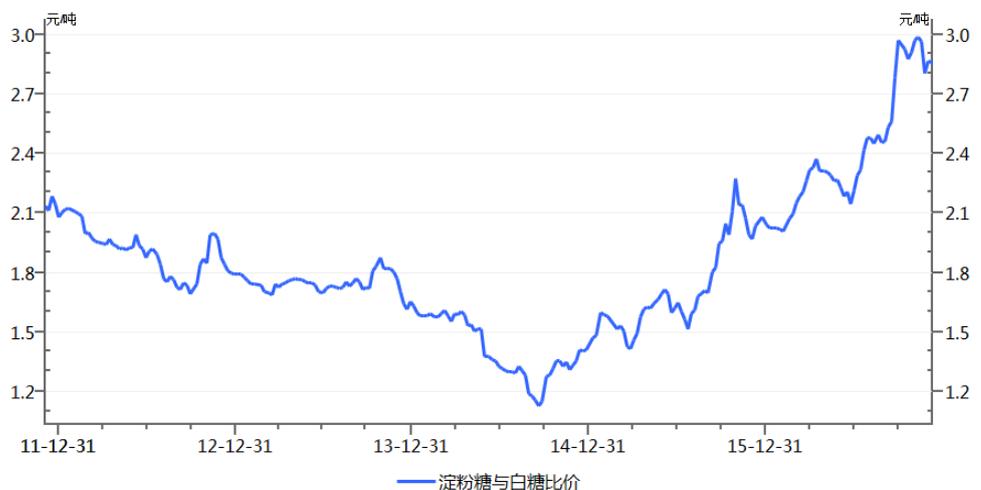
库存来看，我国糖市综合库存压力仍处于历史第三高位，去库存压力依旧，因此在高糖价下重点关注明年的食糖消费情况。

二、16/17 榨季消费端

2016 年 11 月 1 日-2017 年 4 月 30 日，东北地区大型玉米深加工企业享受 100-300 元/吨的加工补贴，淀粉生产成本下降，加工利润高企，同时下游需求增长，企业开工均较为积极。截止 11 月全国淀粉行业开工率为 79%。

随着白糖价格上涨，淀粉糖价格下跌，目前白糖与淀粉糖比价至历史高位，平衡线在 1.4-1.5 之间，成本替代优势明显。大型用糖企业，会最大范围内使用替代品，同时部分企业加大对自身产品用糖配方进行更改，不过配比仍谨慎，因此在一定程度上影响白糖消费。预计明年国内糖市果糖对白糖的替代数量有 50 万吨左右同比提高约 60%。

图表十三：白糖与淀粉糖比价



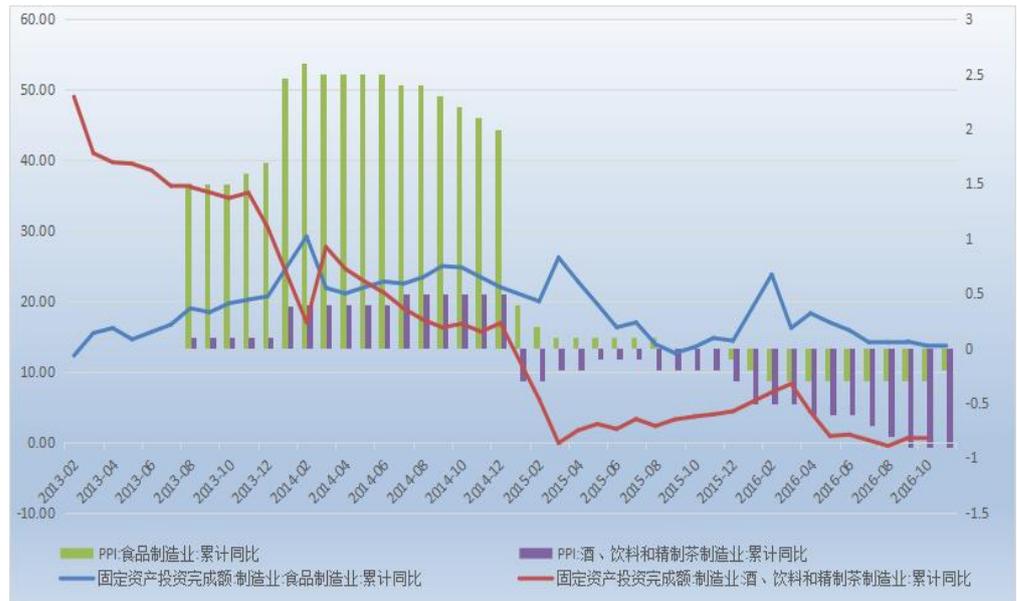
数据来源 WIND

食品消费

我国的食糖消费可分为民用消费和工业消费两大部分，其中民用消费的耗糖量占比在 36%左右，主要以面向终端消费者的餐饮及零售为主；工业消费部分则主要集中在糖果、饮料、糕点、乳制品、速冻米面食等行业。我国的人均年消费糖数量不仅在全球范围内处于偏低的水平，而且也低于亚洲国家的平均值。这主要与我国居民的饮食结构及消费观念有关，根据中糖协的统计数据，2011 年至 2015 年的五年期间，我国食糖的年总消费量从 1,350 万吨跃升至 1,500 万吨以上，其中 2012 年及 2013 年的增长率最为突出，2014 年及 2015 年的增幅已经降至 1%以下。

工业消费可以分为食品制造和饮料制造两大类，从固定资产投资完成额的增速上可以明显看出食品制造业的新增投资已经降至 20% 以下，相较而言，饮料制造业的新增固定资产投资更是出现大幅回落，饮料制造业的这种不景气从 2015 年就已经开始显现。

图表十四：食品饮料行业固定投资完成额

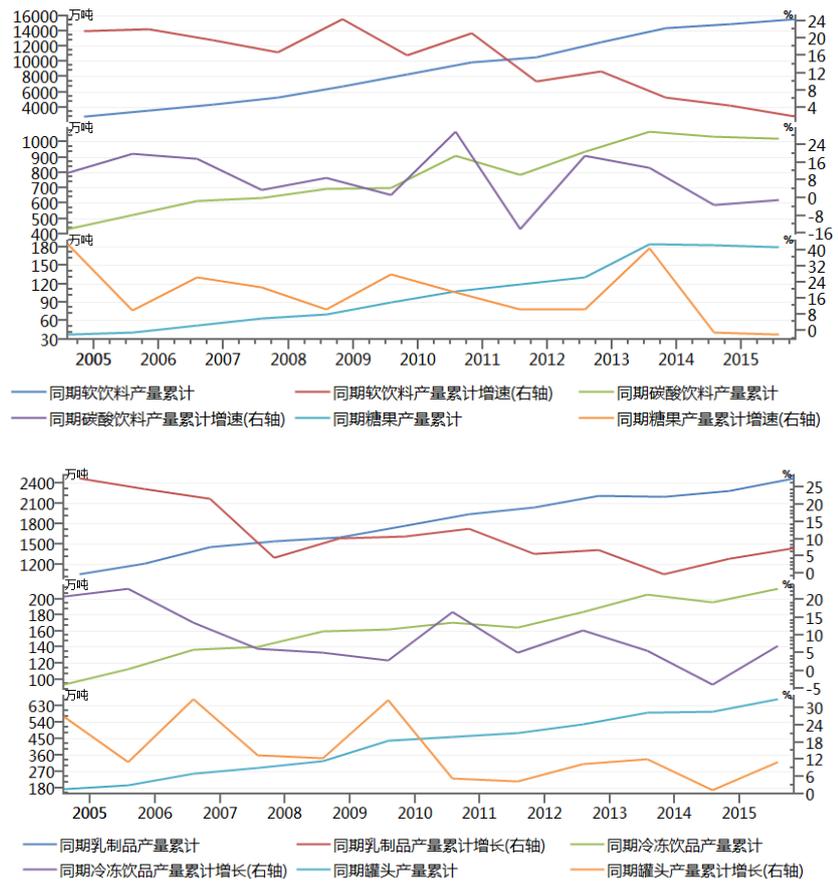


数据来源 WIND

从多家食品饮料企业的经营业绩数据就可见。可口可乐公司在二季报中披露在中国的营业收入同比下降了 5.1%，可口可乐在中国的销量已经陷入低潮；统一在 2016 年半年报中披露营收同比下降了 2.4%，业绩下滑的最主要原因是上半年饮料业务的收入同比下跌了 8.2%。随着消费者越来越青睐于清淡型饮料，这种消费理念的转变，对于饮料行业的产品转型等就提出了更大的挑战。

根据国家统计局发布的规模以上企业产量数据，今年 1-7 月份继续呈现增速放缓的趋势，其中糖果及碳酸饮料累计产量分别出现 1.75%、0.98% 的同比降幅，拖累国内食糖的消费，而其他的主要含糖食品中罐头和乳制品的产量增速异常引人注目，都有 10% 左右的同比增长，冷冻饮品、速冻米面食品及果蔬汁饮料累计产量同比也都有小幅的增长。由于在产品原材料配比方面，糖果及饮料类的耗糖量更高，同时鉴于高糖价下产品配方更改，因此对于新一年度食糖消费预估区间在 1450-1500 万吨。

图十五：食糖主要消费行业生产情况



数据来源 WIND

图表十六：国内食糖平衡表



数据来源 倍特期货研发中心

三、技术分析展望

图十四：原糖指数走势



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9月开始探底回升，16年原糖价格突破长周期牛熊分界线，走出趋势行上涨行情，当前虽然面临回落调整，但上行趋势线仍在，基金持仓量仍在高位，预计趋势仍将延续，原糖价格在17-26美分运行。

图十五：郑糖指数走势



数据来源：文华财经

小结：对比而言，国内郑糖从技术图形上看，国内先行于ICE原糖指数，已经接近历史新高，上涨趋势良好，但是上涨过程中持仓量和成交量均下滑至低位，继续上涨动能不足，关注增仓后走势动向。

第三部分：总结和后市操作策略

经过上文分析：1. 16/17 榨季我们认为供需缺口仍将是支撑全球糖市的长期趋势，原糖继续上行的基础仍在，关注印度政策、美元走势，以及中国抛储和食糖进口将减少的影响。2. 国内糖价已大幅回升至历史高位，或已提前透支打击走私、新榨季增产有限、成本增加、政策调控等利好影响，在新榨季中，将考验市场对于高糖价的接受程度，同时也不要忘了政策调控的目的是为了行业健康发展，稳定糖价，以及历史经验教训，供需关系上保持紧平衡格局。3. 17/18 榨季由于高糖价势必刺激产量回升，但是甘蔗毕竟是粗放种植，靠天吃饭，明年各主产区天气情况仍很关键。

为此我们预计在 2017 年国内糖市在新一轮增产周期中，大体走势会继续受政策调控影响，重回高位后趋向于在 6500-7500 间波动。

同时结合食糖市场的季节性特点来看，在榨季初期前受天气及春节备货期影响，糖价受到支撑，价格坚挺，但节后至收榨期间，进入传统淡季，产量逐渐明晰，会受企业套保盘压力，同时走私也暗流涌动，价格更倾向于调整走势；随后夏季来临至国庆前夕，真正考验需求时刻，市场关注点转向食糖消费情况，若走私得到控制，进口调控得，食糖消费回升，以及库存释放利好信息，价格有进一步挑战新高的可能，最后 17/18 榨季产量预估将成为主导，若 17/18 榨季天气正常，产量增幅较大，糖价继续上行压力将加大，将面临回调。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 2017 年度白糖大势基本认识，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。