

于中华

研究员，期货执业证书编号 F0296208

yuzh@dxqh.net

期待 15/16 供需好转

小心黑金拖累白糖

观点要点:

- 2014/15 年度糖产量为 1.829 亿吨，消费量 1.824 亿吨，糖市供应过剩量为 47.3 万吨。较 2013/14 年度过剩量明显下降，2015/16 年度有望转为短缺，全球糖市去库存开启。
- 巴西中南部生产接近尾声，糖产量预计为 3193 万吨。雷亚尔持续走软及原油价格下跌或通过影响制糖/制乙醇比例拖累糖价。
- 2014/15 年度印度预期增产，连续第五年过剩。原糖出口补贴政策或在明年延续。
- 泰国甘蔗种植面积稳定增长，未来增产潜力或将成为国际食糖供需去库存的制约力量。
- 中国低迷运行的糖价和逐年下降的甘蔗价格使农民种植甘蔗的积极性受到影响，14/15 榨季糖料种植面积预计将继续下降至 2360 万亩，同比下降 13%。
- 假如 14/15 榨季的消费量达到 1550 万吨，产量按 1170 万吨计算，如果净进口量在 380 万吨以下，则榨季内供需的增量过剩情况将得到改善。但是考虑到榨季初所面临的历史最高期初库存，即使供需存在缺口，榨季内依然不会出现缺糖局面，而是由增量过剩转为存量过剩，进入去库存阶段。
- 内外价差收窄和原糖进口行业自律对减少 2014 年进口量起到一定作用，但进口总量预期仍能满足需求，不会出现存量短缺。
- 在 2014 年 9 月已经出现过的淀粉糖反替代点可以认为是基本面角度未来糖价一个重要的底部支撑。
- 14/15 榨季糖价将以淀粉糖反替代点为下限，原糖配额外进口成本为上限。这一顶一底均具有能源属性，与原油价格正相关。原油走势或将成为影响糖价震荡重心是上移还是下移的关键影响因素。即使是在 15/16 年度国内外供需均存在转好预期的大趋势下，白糖价格还需小心“黑金”拖累。

一 2014 年郑糖行情回顾

回顾 2014 年度糖价走势,在国内外食糖供需均受到连年过剩累积的高库存压力,而未来又有供需转好的预期浮现的背景之下,内外糖价走出整体震荡寻底走势。上半年支撑糖价反弹的主要因素是天气,先有巴西干旱,后有厄尔尼诺预期。而下半年随着厄尔尼诺天气升水幻灭,加之浮现大量过剩的泰国糖无处可去,糖价重回跌势。郑糖再创新低,触及淀粉糖反替代底部后再次反弹。2014 年最后两个月,内外盘糖价出现分化,形成内强外弱格局:外盘在原油和汇率等宏观因素主导创出四年半新低,而郑糖在推迟开榨、近月逼仓等独立因素影响下相对偏强。

图 1: 2014 年原糖行情回顾



来源: 文华财经, 东兴期货研发中心

图 2: 2014 年郑糖行情回顾



来源: 文华财经, 东兴期货研发中心

13 年底-14 年春节前: 13/14 榨季开榨后, 新糖上市压力使郑糖阴跌不断, 屡创新低, 文华白糖指数最低下探至 4378。

2月-3月初: 国内春节长假期间, 恰逢原糖因巴西干旱炒作五连阳大幅反弹。节后巴西干旱带来的减产担忧一度令原糖指数从 14.93 反弹至 18.62。

3月-7月: 继巴西干旱之后, 厄尔尼诺预期带来的天气升水继续支撑糖价。原糖指数维持在 17-19 区间高位震荡。

8月-9月: 随着厄尔尼诺预期维持的天气升水随着时间推移最终破产, 市场又涌现了大量无处可去的泰国糖过剩库存, 原糖再次重回弱势。郑糖也在国内高结转库存压制下创出新低, 1501 合约最低下探至 4163, 接近淀粉糖反替代临界。

9月-10月: Unica 数据显示巴西收割放缓, 巴西减产再次支撑原糖反弹。国内糖价也在 9 月触底后, 于十一长期后现货迅速走货去库存, 期价随之反弹。

11月至今: 内外盘糖价出现分化, 形成内强外弱格局: 外盘在原油和汇率等宏观因素主导创出四年半新低, 而郑糖在推迟开榨、近月逼仓等独立因素影响下相对偏强。

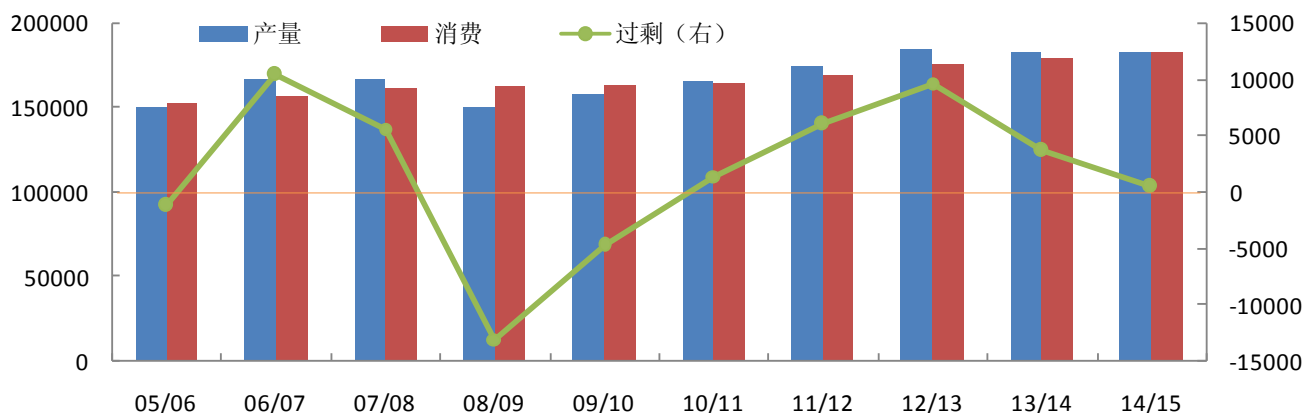
二 全球糖市 14/15 供需基本平衡, 15/16 短缺初现

对于全球食糖市场来说, 2014/15 年度是至关重要也是相当纠结的一年。各大机构对于 2014/15 年度全球食糖供需局势的基本观点较为一致: 基本平衡或有少量短缺或过剩。

国际糖业组织 (ISO) 于 11 月的报告中预估 2014/15 年度糖市供应过剩量为 47.3 万吨, 较此前预期的 130 万吨下降 64% (预期全球 2014/15 年度糖产量为 1.829 亿吨, 较 8 月预估下滑 0.5%; 而预期全球糖消费量将增长 2% 至 1.824 亿吨); 同时把 2013/14 年度全球食糖生产过剩量从先前预期的约 400 万吨下调至 363 万吨。

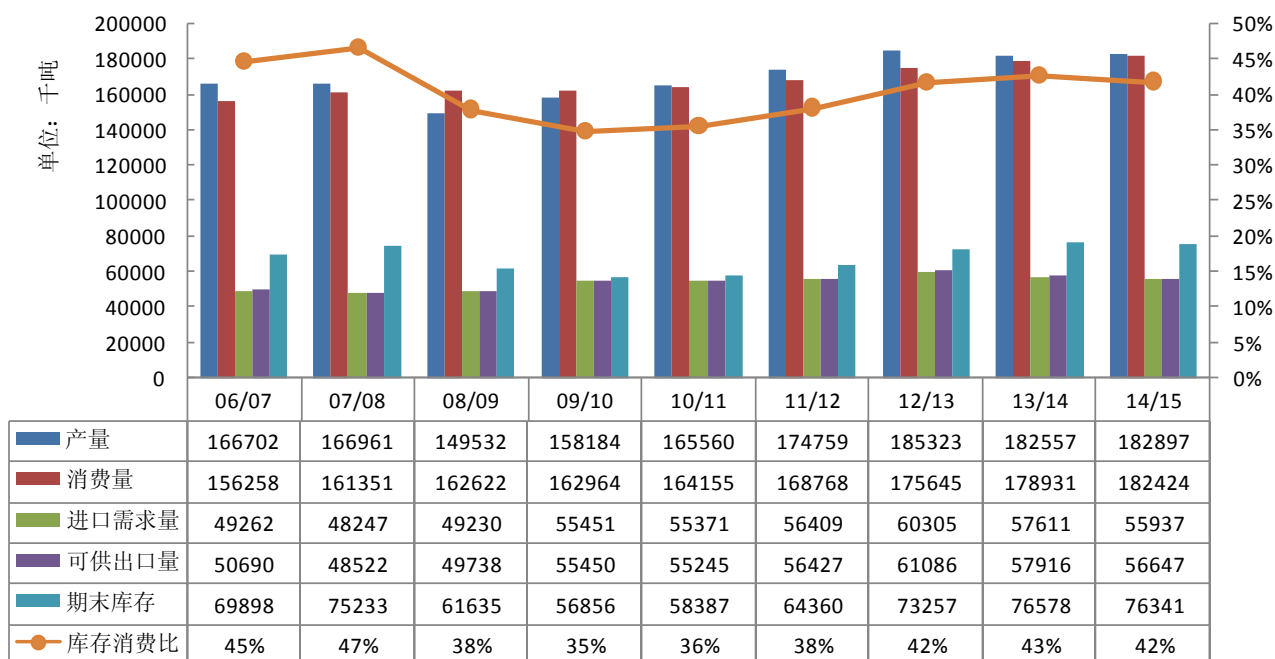
Czarnikow 预计 2014/15 年度全球食糖供给将过剩 60 万吨左右, 2013/14 年度为 440 万吨, 全球食糖消费量将增长 2.1%, 达到 1.825 亿吨的水平, 全球食糖产量或与 2013/14 年度的 1.84 亿吨相当。Kingsman 的观点较为乐观, 认为 2014/15 年度全球糖市就将出现供应短缺, 但其也于 12 月初将 2014/15 年度全球糖市供应短缺量由 10 月份预估的 166 万吨下调 60%, 至 60 万吨。Copersucar 对本年度也持乐观态度, 其预计 2014/15 年度全球糖市供需缺口为 150 万吨, 而 2013/14 年度为供应过剩 410 万吨。

图 4: 全球食糖供需过剩/缺口 (单位: 千吨)



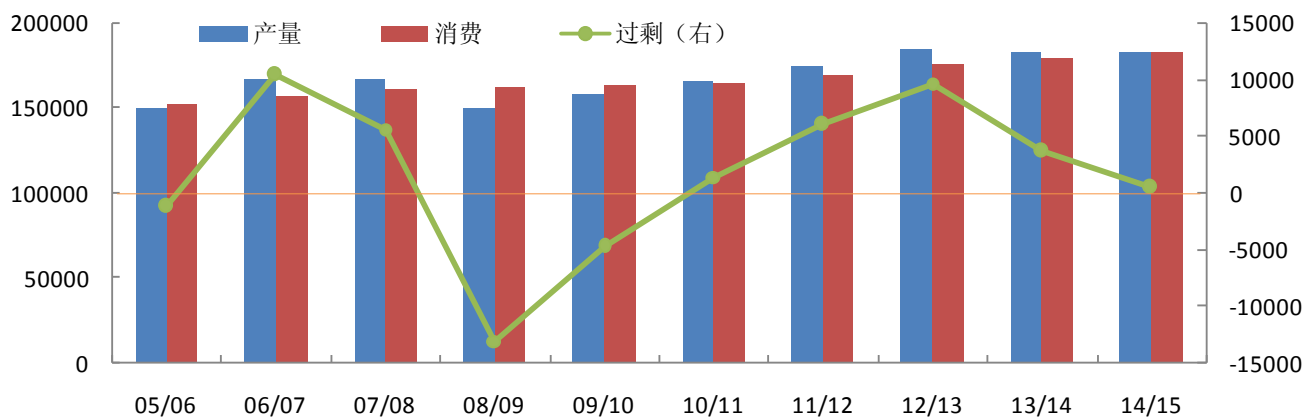
来源: ISO、东兴期货研发中心

图 3：全球食糖供需平衡表



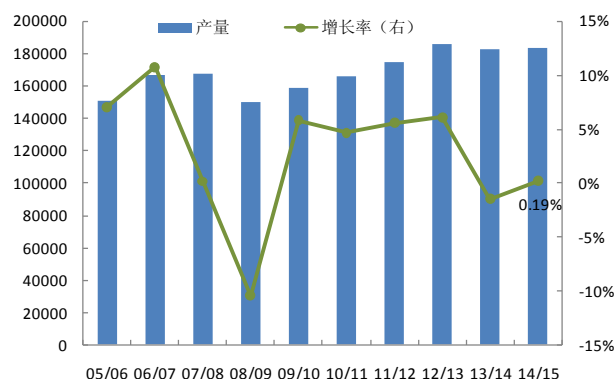
来源：ISO，东兴期货研发中心

图 4：全球食糖供需过剩/缺口（单位：千吨）



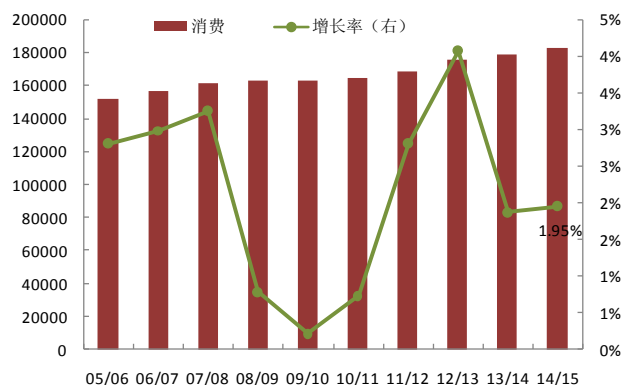
来源：ISO、东兴期货研发中心

图 5：全球食糖产量（单位：千吨）



来源：ISO、东兴期货研发中心

图 6：全球食糖消费量（单位：千吨）



来源：ISO、东兴期货研发中心

展望 15/16 年度，目前已经给出预期的机构基本对于下年度国际食糖终于从过剩转向短缺持一致观点。ISO 预计 2015/16 年度全球糖市供应短缺量将为 200-250 万吨；Green Pool 预计 2015/16 年度全球糖市供应短缺 458 万吨。其它机构虽然对于 15/16 年度短缺并未给出明确预估数值，但几乎没有人认为全球糖市的过剩局面会持续第六年。

从 ISO 全球食糖产量数据看来，14/15 年度产量仅有 0.19% 的微幅增长，但消费量增速仍维持在 2% 的平均水平。14/15 年度的供应过剩量也大幅下降，基本实现了供需平衡。期末库存消费比较前一年度略有下降至 42%，全球食糖去库存进程才刚刚开始。

食糖消费量一般随着人口的自然增长和消费结构的转变而稳定增长，而食糖产量则是依食糖价格和竞争产品价格的变动而具有较大的价格弹性。由于糖价持续低位运行，淀粉糖对食糖的替代也早已稳定，食糖消费的增长未来仍会跟随整个甜味剂市场的增速维持在正常水平。但连续过剩导致糖价低位运行已使各食糖主产国的糖业面临重重困境。根据蛛网理论，本期价格决定下一期产量。由于糖料种植特殊性，以及自然因素及价格预期的影响，全球食糖产量的周期性并不明显。但是当前糖价显然并不具备使糖料扩种的条件，产量增长未来将得到抑制。

因此，虽然 2014/15 年度或仅能达供需平衡，但 2015/16 年度出现较明显供需缺口的预期依然较强。

1. 巴西 14/15 年度产糖量微增

巴西作为全球第一大产糖国和食糖出口国，生产了全球 20% 左右的糖，而出口量则占到全球近半壁江山。其中巴西中南部占到整个巴西甘蔗产量的 90% 以上，而东北部则占另外近 10% 的比重。因此巴西的食糖生产和出口对国际糖价走势有至关重要的影响。

在刚刚经历了严重干旱后，巴西甘蔗行业协会 (Unica) 于今年 4 月对 14/15 年度巴西中南部产量做出了第一次预估：甘蔗产量为 5.8 亿吨，同比下降 2.86%，糖产量 3250 万吨，同比下降 5.23%；乙醇产量将达 258.75 亿公升，同比增加 1.17%；制糖比例为 43.56% (13/14 年度该比例为 45.22%)。

由于干旱扩大，且天气条件不如预期，Unica 于 8 月再次下调了产量预期，将甘蔗产量下调 5.88%至 5.46 亿吨，糖产量下调 3.52%至 3135.5 万吨，制糖比例上调至 44.49%。

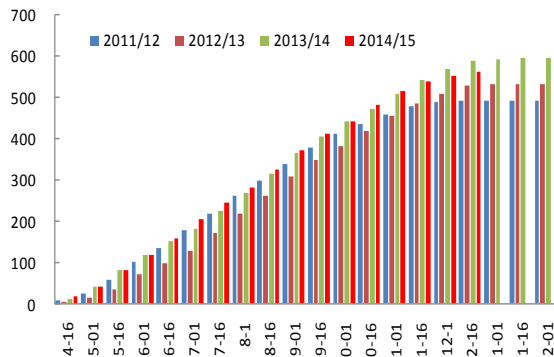
不过，因受干旱影响的作物面积比预想的要少，12 月 Unica 上调了产量预期。2014/15 年度巴西中南部甘蔗产量将触及 5.67 亿吨，较 8 月时预估的 5.46 亿吨上调 3.87%，但仍低于 2013/14 年度的 5.97 亿吨；糖产量预计为 3193 万吨，较 8 月份上调 1.85%；制糖比例预估下调至 55.51%。

图 7: Unica 对巴西中南部 14/15 年度产量的三次预估

单位: 百万吨	13/14 年度	14/15 年度 4 月 预估	14/15 年度 8 月 预估	14/15 年度 12 月 预估	变化率 (8 月/4 月)	变化率 (12 月/8 月)
甘蔗	597.061	580.000	545.893	567	-5.88%	3.87%
糖	34.295	32.500	31.355	31.935	-3.52%	1.85%
无水乙醇	11.008	11.250	11.319	10.795	0.61%	-4.63%
含水乙醇	14.568	14.625	12.685	15.016	-13.26%	18.38%
乙醇总量	25.575	25.875	24.005	25.811	-7.23%	7.52%
ATR	79.601	78.300	73.969	77.567	-5.53%	4.86%
ATR/吨甘蔗	133.320	135.000	135.500	136.8	0.37%	0.96%
制糖比例 (%)	45.22%	43.56%	44.49%	43.21%	2.13%	-2.88%
制乙醇比例 (%)	54.78%	56.44%	55.51%	56.79%	-1.65%	2.31%

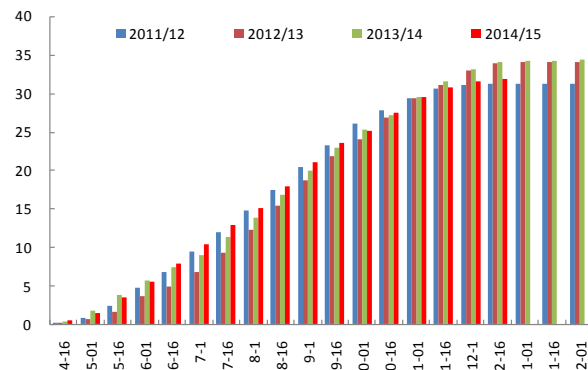
来源: Unica、东兴期货研发中心

图 8: 巴西中南部累计甘蔗压榨量 (百万吨)



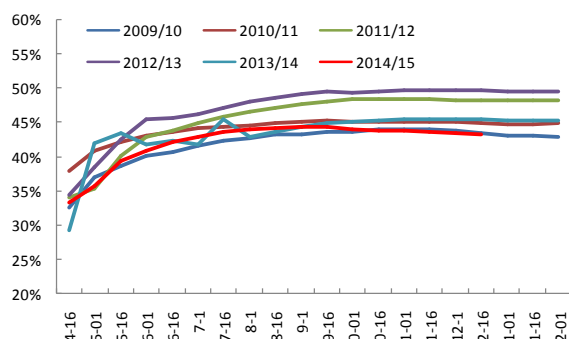
来源: Unica、东兴期货研发中心

图 9: 巴西中南部累计产糖量 (百万吨)



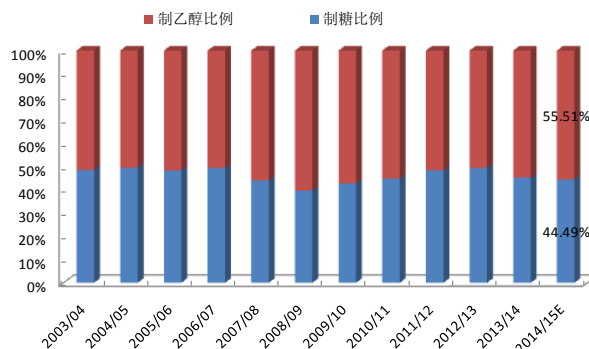
来源: Unica、东兴期货研发中心

图 10: 巴西中南部累计制糖比例



来源: Unica、东兴期货研发中心

图 11 : 巴西中南部制糖/乙醇比例



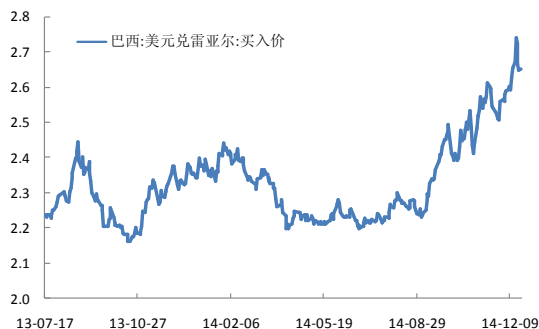
来源: Unica、东兴期货研发中心

目前巴西的甘蔗压榨工作已接近尾声, 最新的产量预估也相对比较准确。根据 Unica 最新双周报数据, 2014/15 年度截至 12 月 15 日, 巴西中南部共压榨 5.879 亿吨甘蔗, 较去年同期增加 11.3%; 同期糖产量增加 0.1% 至 3400 万吨; 乙醇产量增加 18.6% 至 251 亿公升; 糖/乙醇的产出比为 45.5/54.5, 上年度同期为 49.7/50.3。

由于巴西的甘蔗一半左右用于生产乙醇, 另一半左右用于生产糖, 糖厂会权衡比较生产乙醇和糖的收益来安排生产。如果糖价高于糖醇平衡点, 意味着生产糖比生产乙醇更有利可图, 糖厂有动力提高甘蔗制糖的比例。影响糖醇平衡点的因素有食糖价格、汽油价格和汇率因素。巴西货币雷亚尔的贬值会直接导致出口糖得到的美元收入可以换回更多的本币, 从而拉低了糖醇平衡点, 糖厂将更多地生产糖。从今年 9 月初至今, 雷亚尔对美元已持续贬值逾 18%, 汇率跌至 9 年低点, 成为全球 31 个主要货币中仅次于俄罗斯卢布外第二弱的货币。

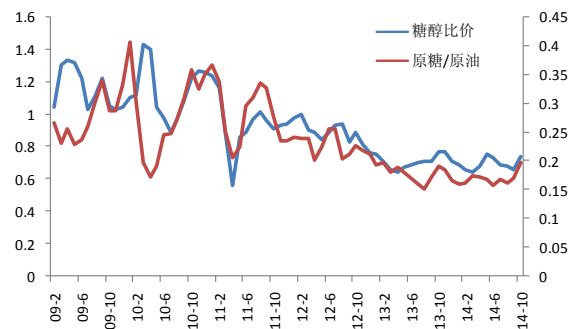
同样弱勢的还有大宗商品领头羊——原油。原油下跌将通过影响巴西汽油价格, 从而影响人们在消费汽油和消费乙醇之间的选择来间接影响糖价。由于巴西的灵活燃料型汽车的燃料可以在汽油和乙醇之间任意调整比例, 从而汽油和乙醇价格也存在着联动关系, 进而通过糖醇平衡关系影响糖厂对于食糖和乙醇的产量分配。虽然由于巴西的国有石油公司在汽油定价上对国际原油价格的变化并不十分敏感, 但从长期数据观察, 巴西的糖醇比价和原糖/原油比例存在较强的相关性。原油价格如继续走弱, 对糖价的拖累不容忽视。

图 12: 美元兑巴西雷亚尔汇率



来源: wind、东兴期货研发中心

图 13: 糖醇比价与原糖/原油



来源: wind、布瑞克、东兴期货研发中心

2. 其它出口国: 印度、泰国

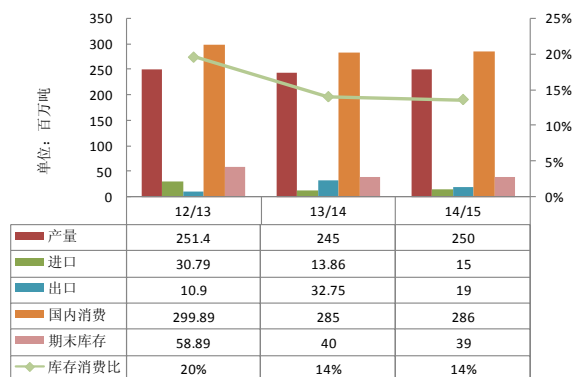
目前正处北半球榨季，国际原糖供需矛盾焦点已由巴西向北半球转移，印度和泰国将成为新的主角。在过去一个年度中，印度的原糖出口补贴为全球贡献了 210 万吨食糖出口，无家可归的泰国糖也成了下半年原糖下跌行情的导火索之一。在糖价疲软的今日，印度和泰国的食糖出口与巴西形成了激烈的竞争关系。

印度糖厂协会（ISMA）预计 2014/15 年度印度糖产量在 2500-2550 万吨，而国内需求量为 2470 万吨，将连续第五年供应过剩。2014 年 10 月 1 日至 12 月 15 日，印度共产糖 423 万吨，较上年同期的 288 万吨增加 135 万吨，增幅 47%。印度 2013/14 年度糖产量为 2440 万吨，出口 211.7 万吨，其中原糖 121.2 万吨，白糖 90 万吨，大约有 70 万吨原糖享受了政府实施的出口补贴政策。印度是全球第二大食糖生产国和第一大食糖消费国，近年来由传统的食糖进口国转变为食糖出口国，对国际糖市产生了不小的扰动。印度食糖出口目前仍受到较为严格的政府管制，实行许可证制度。印度糖价通常较巴西并无竞争力，但国内的过剩促使 2014 年 2 月印度政府出台了食糖出口补贴政策。同时，为了抑制进口，印度政府又于 8 月将进口关税由 15% 上调至了 25%。由于近期原油价格下跌使印度糖厂担心更为便宜的巴西糖将充斥印度市场，糖业界希望政府将印度原糖进口关税自目前的 25% 上调至 40%。目前印度政府 2014/15 年度是否会继续为原糖出口提供补贴的政策仍不明朗。但是由于印度糖厂目前无力兑付农民甘蔗款，补贴政策或将于明年初最终通过。

全球第二大食糖出口国——泰国在 13/14 年度达到创记录的糖产量 1130 万吨后，由于今年干旱损及国内甘蔗生长并导致单产下滑，14/15 年度糖产量将自纪录高位回落。泰国制糖公司（TSMC）表示，14/15 年度泰国糖产量或 1000-1100 万吨，甘蔗压榨量为 9800 万吨至 1.03 亿吨之间。泰国近年来甘蔗种植面积一直维持稳定扩种，由于泰国的蔗价政策使得甘蔗收购价下降远低于国际糖价跌幅，泰国蔗农受国际糖价下跌冲击较小，种植意愿并没受到太多影响，造成 14/15 年度预期减产的原因为天气因素，并非种植面积下降。这与我国南方由于甘蔗收购价连年下降打击农民种植意愿的情况是不同的。对泰国的农户而言，棕搁油的净收入最高，为每公顷 36050 泰铢；其次为甘

蔗，为每公顷 35675 泰铢；早稻的净收入为每公顷 1693.75 泰铢。未来泰国的增产潜力或将成为国际食糖供需去库存的制约。

图 14：印度食糖供需平衡表



来源：布瑞克、东兴期货研发中心

图 15：泰国食糖产量



来源：USDA、东兴期货研发中心

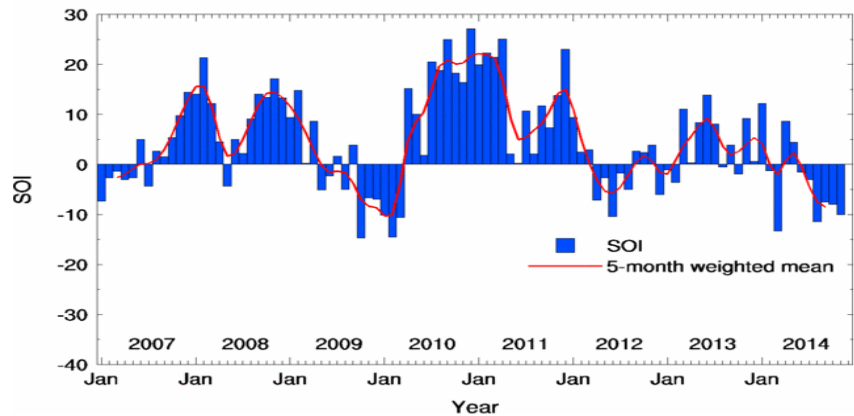
3. 天气的故事

天气炒作是 2014 年上半年上涨行情的总导演。虽然原本预期将于夏季到来的厄尔尼诺最终爽约，但近期厄尔尼诺的信号再次出现。

厄尔尼诺指赤道中、东太平洋地区海洋表面持续异常增温，而拉尼娜与之相反，指赤道中、东太平洋地区海洋表面温度持续异常偏低。提及厄尔尼诺，不得不提另一个名词——南方涛动。南方涛动指东南太平洋和印度洋至西太平洋的气压之间存在的一种跷跷板式的关系，其强弱用南方涛动指数（SOI）衡量，该指数测量塔希提（东太平洋）与澳大利亚达尔文（西太平洋）两地气压差值。SOI 持续在 -8 以下，表示厄尔尼诺概率增加，8 以上为拉尼娜，-8~8 则意味着中性。SOI 值持续两三个月低于 -8，预示厄尔尼诺现象出现。从澳大利亚气象局公布的 SOI 数据来看，今年 8~11 月 SOI 指数均在 -8 附近，持续时间远长于今年 3 月出现过的厄尔尼诺迹象，显示了较强的厄尔尼诺预期。

通常认为，厄尔尼诺对于糖产量有负面影响。一方面，澳大利亚、印度等这些处于大洋东侧的甘蔗主产国的干旱天气会影响甘蔗生产，另一方面，地处南美的全球最大产糖国巴西则可能面临洪涝灾害，过多的降水会影响收割及损失糖分。如果厄尔尼诺发生在夏季，正值巴西甘蔗收割和其它国家甘蔗生长的关键时期，对糖价无疑是强利多。但是，已迟到至冬季才有希望到来的厄尔尼诺对食糖产量的威力就没那么大了。因为此时巴西中南部收割已经结束，北半球甘蔗也进入压榨期，反而此时的降雨还会令巴西中南部 15/16 年度因前期干旱受损的单产有所反弹。因此，此时如再讲厄尔尼诺的故事将不会给糖价带来利多，反而还有可能演化为利空影响。

图 16: 南方涛动指数 (SOI)



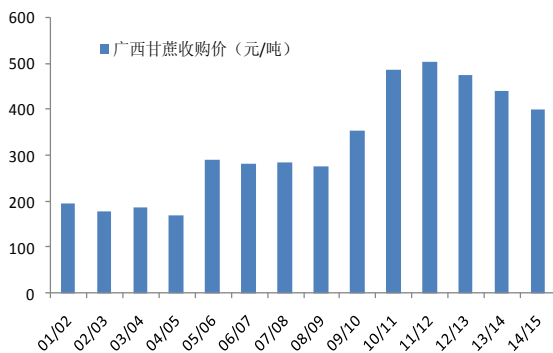
来源: 澳大利亚气象局、东兴期货研发中心

三 国内 14/15 榨季减产已成定局，增量过剩向存量过剩转变

由于国内糖价长期低位运行，甘蔗收购价也不断下调。14/15 榨季广西甘蔗收购价最终定为 400 元/吨，较上榨季下调了 40 元/吨，与 11/12 榨季 500 元/吨的甘蔗收购价相比，整整下调了 100 元/吨。因此，逐年下降的甘蔗价格使农民种植甘蔗的积极性受到影响，13/14 榨季全国糖料种植面积出现五年来首次下降，而 14/15 榨季糖料种植面积预计将继续下降至 2360 万亩，同比下降 13%。

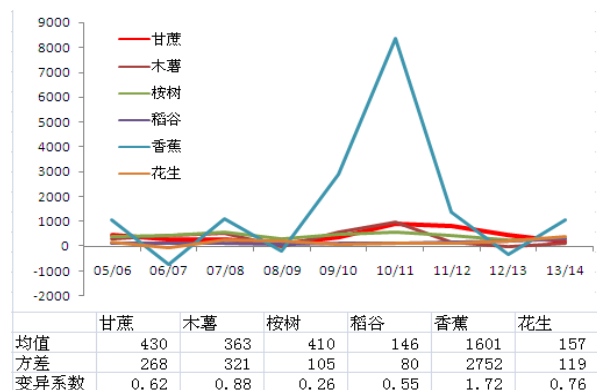
分析广西和云南 05/06 榨季至 13/14 榨季甘蔗种植收益与其它竞争作物相比较的情况，甘蔗的优势在最近几个榨季明显下降。不过由于甘蔗收购价由政府制定，有保底价，收益的稳定性高于其它部分经济作物。尤其是在广西这个以甘蔗制糖为支柱产业的地区，由于地形等自然条件限制了部分替代作物的种植，因此即使收益下降，农民种植意愿虽然有所下降，但面积并不大可能急剧缩减。

图 17: 广西甘蔗收购价



来源: 布瑞克，东兴期货研发中心

图 18: 广西甘蔗竞争作物利润比较



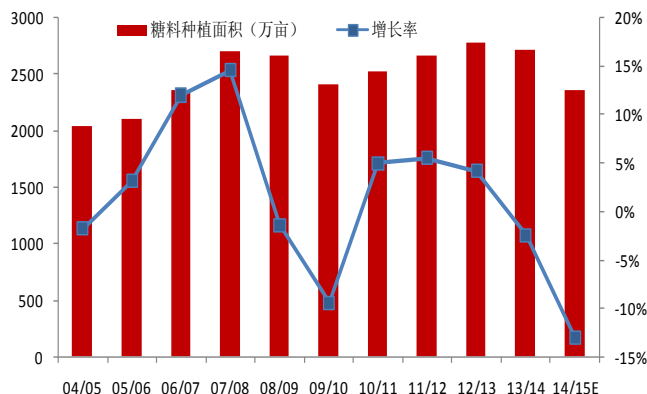
来源: 布瑞克，东兴期货研发中心

图 19: 14/15 榨季糖料播种及产量预计

省 区	14年糖料播种 面积(万亩)	14/15榨季预计 产糖量(万)
全国合计	2360	1200
甘蔗糖小计	2167	1129
广东	200	95
其中: 湛	170	82
广西	1350	770
云南	516	230
海 南	77	25
四 川	3	2
湖 南	3	2
其 他	18	5
甜菜糖小计	193	71
黑龙江	28	4
新疆	96	45
内蒙古	43	15
河北	17	5
其 他	9	2

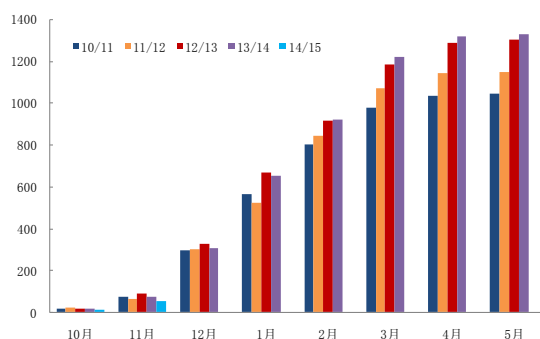
来源: 中糖协, 东兴期货研发中心

图 20: 全国糖料种植面积



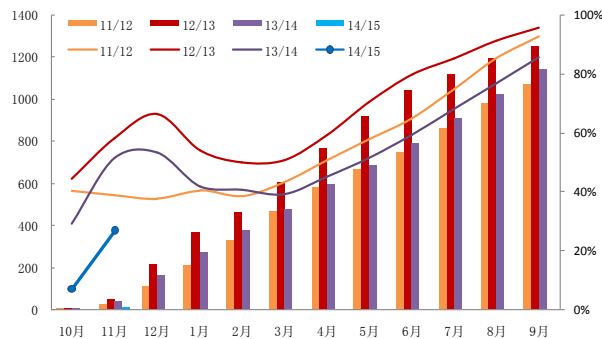
来源: 中糖协, 东兴期货研发中心

图 21: 各榨季月度累计产糖量(万吨)



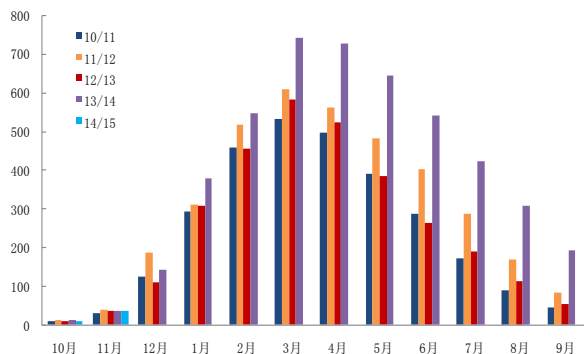
来源: 中糖协, 东兴期货研发中心

图 22: 各榨季月度累计销糖量及产销率(万吨)



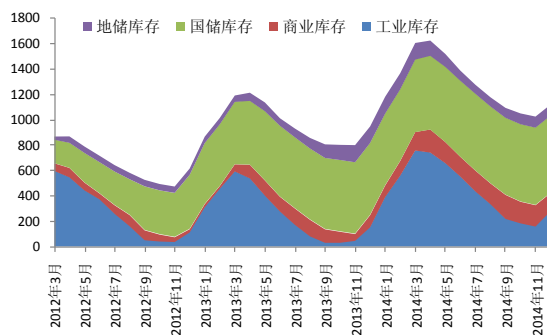
来源: 中糖协, 东兴期货研发中心

图 23: 全国工业库存(万吨)



来源: 中糖协, 东兴期货研发中心

图 24: 全国食糖库存(万吨)



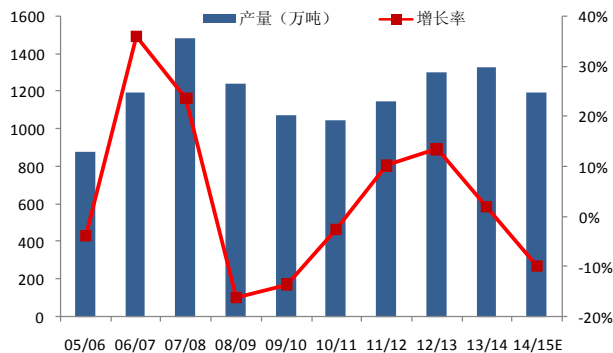
来源: 布瑞克, 东兴期货研发中心

截至 2014 年 11 月底, 本榨季全国已累计产糖 49.4 万吨(上榨季同期产糖 74.82 万吨); 累计销售食糖 13.21 万吨(上榨季同期为 38.39 万吨), 累计销糖率 26.74%(上榨季同期 51.31%); 工业库存 36.19 吨(上榨季同期

为 36.43 万吨)。

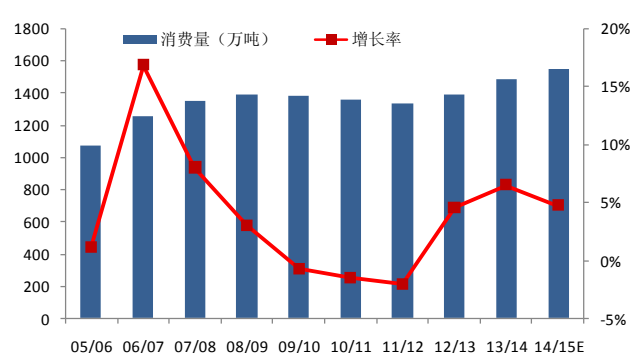
从产销数据来看,产量和销量均同比下降,主要原因是本榨季开榨普遍推迟,且上榨季老糖结转高达 191 万吨(历史最高值),本榨季初期以消化老糖为主,产销数据仅反映新糖。9 月底在现货糖价一度跌破 4000 元/吨整数关口后,10 月出现了一次老糖销售小高潮。虽然 10 月的陈糖产销没有统计数据,但市场普遍认为这次销售高峰对老糖去库存起到一定作用。不过截至目前(12 月底),广西仍有老糖报价,而去年在新旧榨季交替时出现新老糖断档,10 月份柳州就已经没有老糖报价(广西没糖,糖价翘尾)。

图 25: 中国食糖产量



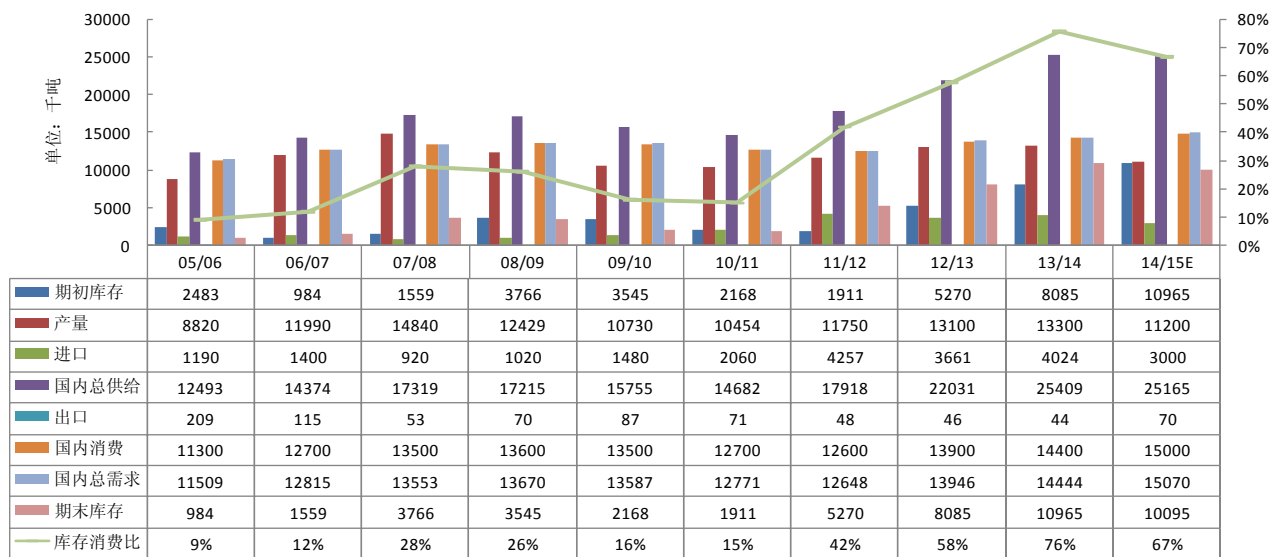
来源: 中糖协, 东兴期货研发中心

图 26: 中国食糖消费量



来源: 中糖协, 东兴期货研发中心

图 27: 中国食糖供需平衡表



来源: 布瑞克, 东兴期货研发中心

根据桂林糖会上预估的数据: 14/15 榨季预期产糖 1200 万吨(广西 720-770 万吨、云南 230 万吨、广东 90-95 万吨,海南 25 万吨、新疆 45 万吨,内蒙 15 万吨,实际加总应为 1150-1185 万吨左右,在会议总结中糖协给出了 1200 万吨较为保守的减产预估)。农产品咨询机构布瑞克则给出了 1120 吨的较低预估。

假如 14/15 榨季的消费量维持 5% 左右的增长率，到 1550 万吨左右的水平，如果按产量按 1170 万吨计算，如果净进口量在 380 万吨以下，则榨季内供需的增量过剩情况将得到改善。但是考虑到榨季初所面临的历史最高库存（仅工业库存就同比高出 137 万吨），即使进口量下降至 300 万吨，供需存在缺口，但榨季内依然不会出现缺糖局面，而是由增量过剩转为存量过剩，进入去库存阶段。

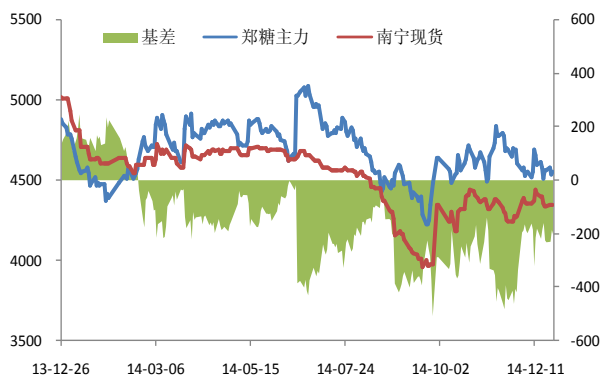
四 14 年配额外进口窗口长期关闭，近期有望重新开启

我国食糖进口实行配额管理，加入 WTO 以来，近几年一直维持着每年 194.5 万吨进口配额，配额内的进口关税为 15%，而配额外关税高达 50%。从 11/12 榨季开始，内外糖价差过大导致配额外进口数量激增。根据海关数据统计，11/12 榨季全国累计进口食糖达 426 万吨，创下历史最高纪录，12/13 榨季进口量达 366 万吨，13/14 榨季进口量再度上升至 402 万吨。

不过，近期进口的严峻形势有所缓解。2014 年 1-11 月中国累计进口糖 312.4 万吨，同比减少 98.7 万吨，减幅达 24.01%。进口食糖的减少主要还是由进口利润决定的，与去年配额外进口盈利窗口长时间打开的情况不同，今年大部分时间配额外进口食糖的利润一直在低位运行，处于配额外亏损的状态，直至 11 月内强外弱格局形成才再度打开。不过，11 月开始实行将进口关税配额外食糖纳入自动进口许可管理的制度，以及 11 月底会议达成的 2015 年度配额外原糖进口自律共识（据传闻 2015 年配额外进口总量将限制在 190 万吨），对于今年四季度进口到港量有明显的抑制作用。据了解，部分 11-12 月到港的进口食糖因行业自律被迫推迟到 1 月份报关，并已导致保税港里积压了不少食糖。

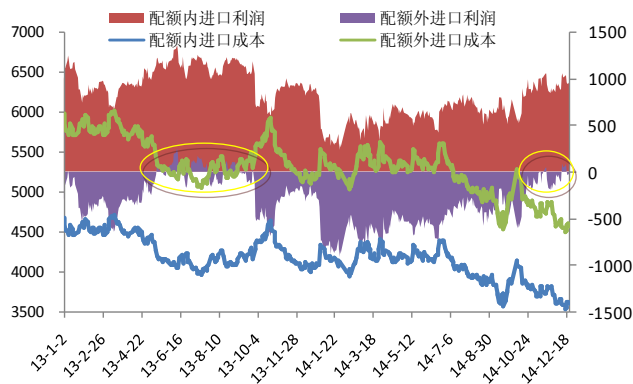
目前我国原糖精炼产能已超 700 万吨/年，相对于 194.5 万吨的配额和 300-400 万吨的进口量而言处于产能严重过剩状态。糖价疲弱和进口利润下降使得今年加工厂日子并不比机制糖厂好过多少。近期配额外进口利润重现，即使有行业自律限制，加工厂为了追逐利润仍会维持一定的配额外进口量。

图 28：期现走势及基差



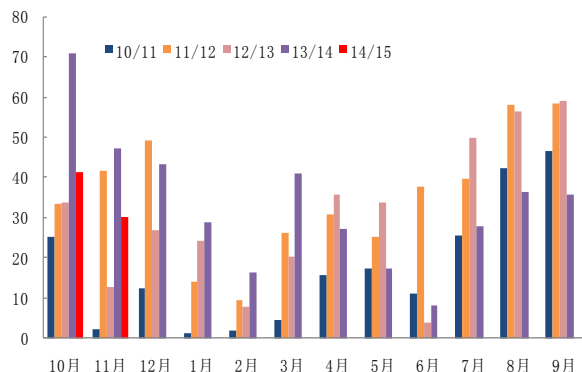
来源：wind，东兴期货研发中心

图 29：巴西原糖进口成本及利润



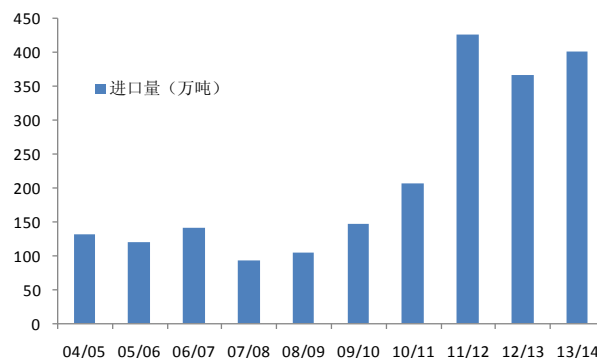
来源：wind，东兴期货研发中心

图 30: 我国月度食糖进口量 (万吨)



来源: 海关总署, 东兴期货研发中心

图 31: 各榨季我国食糖进口量



来源: 海关总署, 东兴期货研发中心

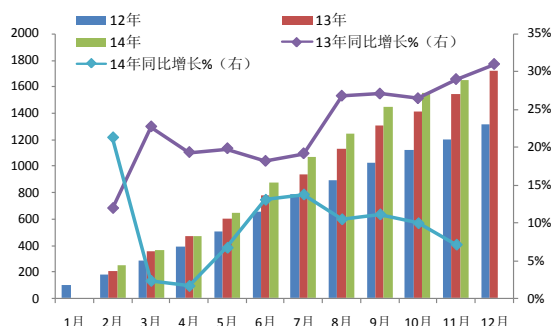
六 消费稳定增长, 淀粉糖底出现

从供需决定角度讲, 食糖供给由种植、天气、进口等决定, 需求由人口自然增长和消费习惯决定。如果糖价下跌到刺激出新增需求的程度, 真正的市场底就会出现。我国工业用糖比例最大的食品行业有果汁饮料、碳酸饮料、乳制品、饼干、糖果等, 其中又以饮料为重中之重。在软饮料领域, 淀粉糖理论上可以替代白糖作为甜味剂添加。

10/11 榨季以来, 由于高糖价刺激了淀粉糖产业的发展, 淀粉糖已挤占并长期占有了本属于白糖的相当一部分甜味剂市场份额。目前替代白砂糖的主要是 F55 果葡糖浆, 与白糖互相替代使用的行业主要集中在碳酸饮料等饮料行业, 该部分行业市场替代容量最大, 饮料代表以两“可乐”为主, 替代比例可高达 70% 左右。

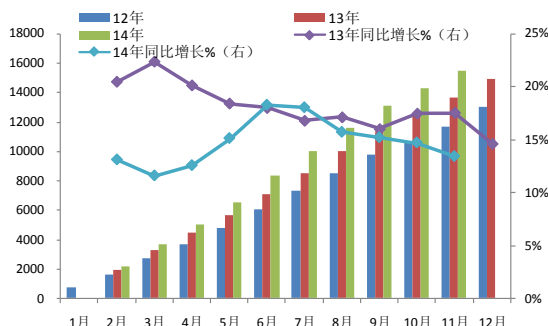
今年 9 月底, 白糖现货价格一度最低跌破 4000 元/吨, 对应当时 3350 元/吨的 F55 果葡糖浆价格, 淀粉糖反代替理论上已经出现优势。假如反替代出现, 意味着至少 200-300 万吨的消费量将重新由白糖占领, 实质新增消费出现对糖价的利多作用是不言而喻的。不过, 由于远月新糖期价升水较高, 价格对淀粉糖不构成威胁, 淀粉糖在工艺上也具有优势, 而且饮料企业在修改配方存在时滞, 而且是长期行为, 故不可能因为短期的价格优势就反复修改配方。虽然反替代并未实际出现, 但是淀粉糖底确实为糖价提供了一个有力的心理支撑。

图 32: 碳酸饮料累计产量 (万吨)



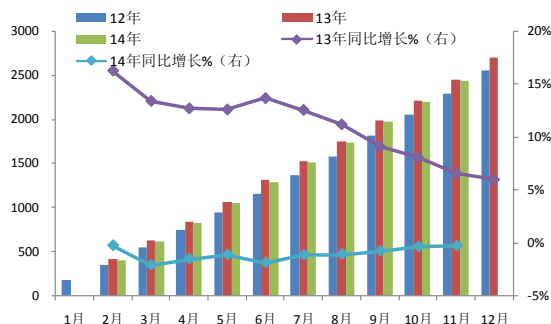
来源: 国家统计局, 东兴期货研发中心

图 33: 软饮料产量 (万吨)



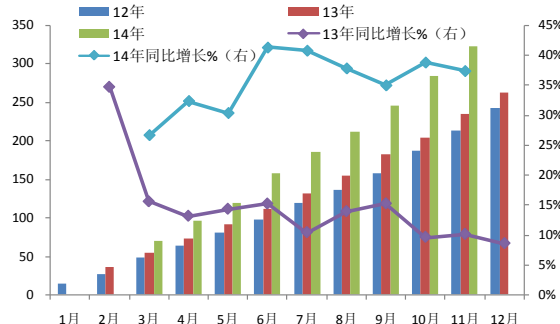
来源: 国家统计局, 东兴期货研发中心

图 34: 乳制品产量 (万吨)



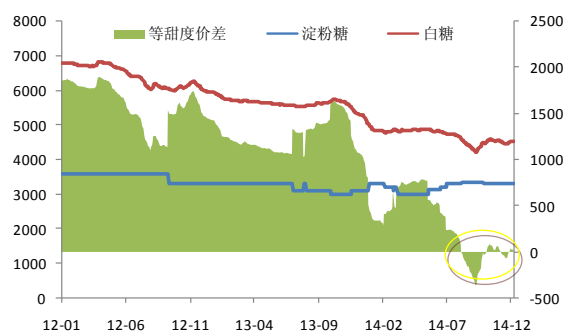
来源: 国家统计局, 东兴期货研发中心

图 35: 糖果产量 (万吨)



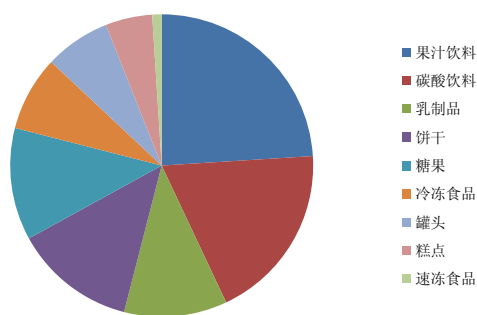
来源: 国家统计局, 东兴期货研发中心

图 36: 白糖—淀粉糖等甜度价差



来源: 同花顺, 广西糖网, 东兴期货研发中心

图 37: 我国含糖食品用糖比例



来源: 国家统计局, 东兴期货研发中心

五 直补政策暂不扩大有利于 15/16 榨季供需改善

自 13/14 榨季起, 收储已经暂时离开糖业界的视野, 取而代之的是工业临储和预期中的直补。

工业临储的实质为政府贴息为糖企提供抵押贷款, 有助于缓解糖企资金压力, 但对榨季内总供需并无实质性影响。直补政策即目标价格管理制度, 是

指政府不干预市场价格，价格由市场供求决定，生产者按市场价格出售农产品，当市场价格低于政府制定的目标价格时，根据目标价格与市场价格的差价对生产者给予补贴；当市场价格高于目标价格时，则不发放补贴。

随着国家今年开始实施棉花、大豆目标价格制度，甘蔗的目标价格也开始加紧研究。9 月份国家糖料目标价格调研组已经在广西等地调研。但是甘蔗目标价格管理比较复杂，仍处在研究阶段，何时实行存在变数。如果政策落地，对糖价存在利空影响（参考棉花在收储改直补后的走势）。但是日前中央农村工作会议已经决定明年目标价格政策不会扩大，因此 15/16 榨季种植面积继续下降，延续减产的概率较大，配合稳定增长的消费量，供需有望改善。

七 行情展望

全球角度上看，14/15 年度食糖供需的短缺似乎并没有那么容易实现，不过 15/16 年度供需出现较大缺口的希望仍在。虽然比人们先前预期的要迟一些，但去库存的曙光已经浮现。不过，原本对农产品供需影响较小的宏观因素却给年底的原糖走势以致命一击。受到原油和汇率因素拖累，供需已有转好迹象的糖价再次刷新了三年半低点。如果排除宏观影响，可以认为糖价最坏的时候已经过去。但是原油下跌为具有能源属性的食糖底部再次打开了想象空间。

14/15 榨季的国内供需环境较 13/14 榨季已经发生了一些微妙的变化。我们之前认为原糖会先于郑糖转牛，但宏观因素将这一预期打乱。国内已经率先进入减产周期，如进口量能得到有效控制，将不会出现增量过剩，去库存进程将要开启。由于近两个月来内强外弱格局出现，配额外进口利润再次出现。虽有行业自律限制，但传闻配额外 190 万吨的配额外自律总量加上 194.5 万吨的配额，结合 14/15 榨季平衡表来看已经足够。如果产量和消费量偏离预期不大，在自律额度内进口量已完全能使供应（含结转库存）满足需求。加之托市收储已暂别历史舞台，不会出现以前在供应过剩情况下仍有大量配额外进口的情况。所以 14/15 榨季糖价运行区间将以淀粉糖反替代点为下限，原糖配额外进口成本为上限。这一顶一底均具有能源属性，与原油价格正相关（原糖的弹性比淀粉糖更大）。原油走势或将成为影响糖价震荡重心是上移还是下移的关键影响因素。即使是在 15/16 年度国内外供需均存在转好预期的大趋势下，白糖价格还需小心“黑金”拖累。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。