

于中华

农产品研究员

期货执业证书编号 F0296208

投资咨询证书编号 Z0003147

yuzh@dxqh.net

熊市寻底路，切莫太悲观

主要观点：

- 全球糖市在 2017/18 年度结束两年短缺局面，并首现过剩，预期 2018/19 年度过剩将会延续，全球糖市进入新一周库存积累周期。ISO 预计 2017/18 年度全球过剩 500 万吨，2018/19 年度过剩 300 万吨。Kingsman 预计 2017/18 年度全球过剩 345 万吨，2018/19 年度过剩 744 万吨。除巴西外多数产糖国均在新年度有增产预期。
- 国内 17/18 榨季已经开始，预期将进入增产周期第二年，产量增至 1020-1050 万吨。消费量基本维持或略有下滑，预计 1500 万吨以内。存在 450 万左右产需缺口需靠进口和抛储补充。
- 2018 年或将发放 190 万吨配额外进口许可证额度，总量较 2017 年大幅增加 90 万吨。预计 17/18 年度进口量（含走私）或在 500 万吨左右。相对于产需缺口而言显现得仍然较为宽松，除非走私能严格控制在较低的量或者许可证和配额减少发放。
- 虽然抛储任务依然存在，但是 6500 元/吨的价格底线恐不会轻易打破。预期只有在市场发现局部供需紧张，价格有所反弹时储备糖才会伺机投放。
- 由于糖价运行距离成本越来越近，引发过剩的进口和抛储均为政策变量，糖价将在熊市中最终寻找到底部，不必过分悲观。
- 预计 2018 年，郑糖将延续震荡偏弱格局。郑糖或将在 5500-6200 区间运行。关注许可证发放和抛储时机引发的局部供需失衡机会，关注波段交易机会。

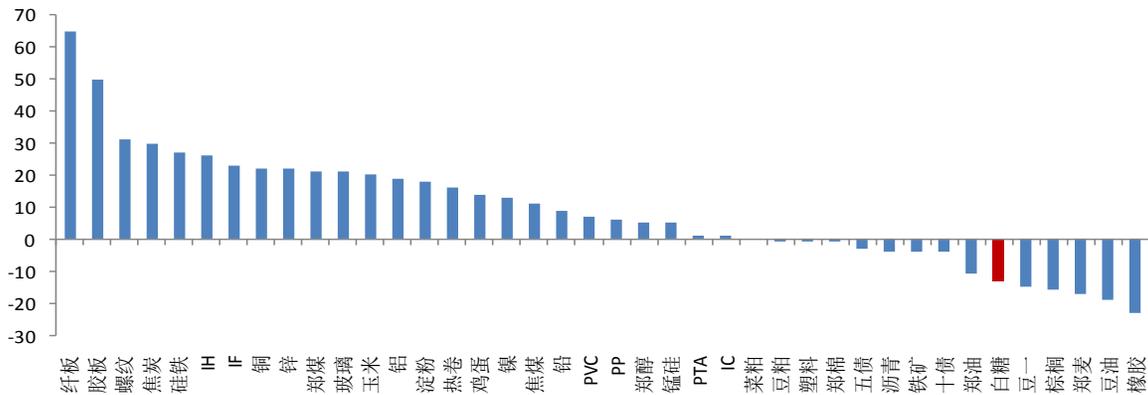
1 2017 年行情回顾

2016/17 榨季是糖价牛转熊的一年。在经历了 2016 年 11 月末 7314 历史次高点的辉煌后，郑糖悄然掉头向下，在震荡反复中渐渐步入熊市格局。纵观期货市场 40 个主要品种在 2017 年的表现，白糖以 13% 的年跌幅排倒数第 6 名。

2017 年上半年，由于全球主产国增产预期，全球糖市由短缺转向过剩，以及印度进口不及预期和中国提高配额外进口关税等利空因素原糖指数从全年最高点 21.12 下跌至全年最低点 12.96。2017 年下半年，原糖指数跟随原油、乙醇等因素在 13-15.5 区间震荡。

2017 年国内政策密集出台，进口方面有史无前例的保障措施的贸易救济，国储和地储也多数出库。受到国内增产预期和全球食糖供需过剩预期拖累，郑糖全年下跌震荡走低，年末屡创新低。

图 1：国内主要期货品种 2017 年涨跌幅



来源：文华财经，东兴期货研发中心

来源：文华财经，东兴期货研发中心

图 2：2017 年郑糖走势



来源：文华财经，东兴期货研发中心

图 3：2017 年美糖走势



来源：文华财经，东兴期货研发中心

2 供需格局分析

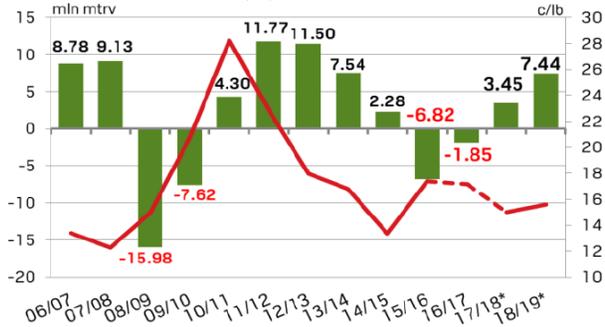
2.1 国际供需：17/18 年度开始全球进入新一轮库存累积周期

全球食糖供需在连续 5 年过剩后，15/16 年度和 16/17 年度终于出现缺口，然而好景不长，预期 17/18 年度和 18/19 年度将重回过剩状态，进入新一轮的库存累积周期。

国际糖业组织（ISO）在最新季度报告中预计全球糖市 2017/18 年度将供应过剩 500 万吨，而 2016/17 年度为供应短缺 310 万吨。预计全球 2017/18 年度糖产量将攀升 6.6%，至 1.794 亿吨，而消费量预计仅增加 1.7%，至 1.744 亿吨。产量增加主要是因印度、欧盟、泰国和中国产量上升。ISO 还表示，初步迹象显示 2018/19 年度全球糖市将供应过剩 300 万吨。

国际知名糖业咨询机构 Platts Kingsman 在 12 月的月度供需报告中，将 17/18 年度全球供需过剩量下调 7 万吨至 345 万吨，并首次发布了对 18/19 年度的预估。Kingsman 预计 18/19 年度过剩量将上升到 744 万吨，这将是 13/14 年度以来最大的过剩。18/19 年度全球产量将增加 3.22% 至 1.9226 亿吨，而消费量仅增加 1.1% 至 1.8482 亿吨。如此巨大的过剩预期主要源自印度和泰国的纪录高位产量预期，亚洲其它主产国也预计将有较高产量。

图 4：全球食糖供需平衡与原糖均价



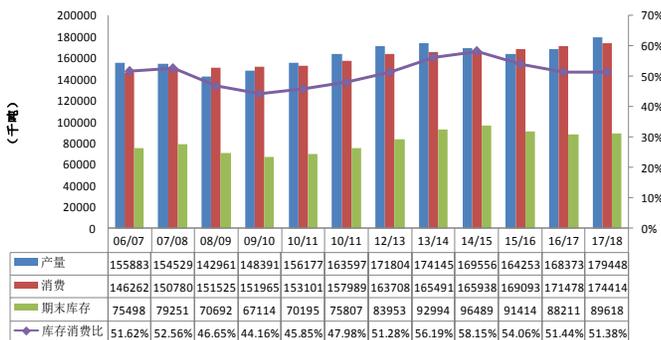
来源：Kingsman，东兴期货研发中心

图 5：各机构全球食糖过剩/短缺预估（万吨）

机构	16/17 年度	17/18 年度	18/19 年度
ISO	短缺 310 万吨	过剩 500 万吨	过剩 300 万吨
Kingsman	短缺 185 万吨	过剩 345 万吨	过剩 744 万吨
花旗		过剩 670 万吨	过剩 40 万吨
法兴银行		过剩 530 万吨	过剩 550 万吨
F.O. Licht	短缺 470 万吨	过剩 440 万吨	
Green Pool	短缺 111 万吨	过剩 1043 万吨	

来源：新闻整理，东兴期货研发中心

图 6：ISO 全球平衡表（千吨）



来源：ISO，东兴期货研发中心

图 7：全球食糖过剩与库存消费比



来源：ISO，东兴期货研发中心

图 8: Unica 巴西中南部产量预估

Products	2016/2017 crop year	2017/2018 crop year	Variation (%)
SUGARCANE CRUSHING			
Sugarcane (thousand tons)	607,137	585,000	↓ -3.65%
PRODUCTION			
Sugar (thousand tons)	35,628	35,200	↓ -1.20%
Anhydrous ethanol (million liters)	10,656	10,838	↑ 1.71%
Hydrous ethanol (million liters)	14,996	13,861	↓ -7.57%
Total ethanol (million liters)	25,652	24,700	↓ -3.71%
SUGARCANE QUALITY			
TRS (thousand tons)	80,767	78,624	↓ -2.65%
Kg of TRS/ ton of sugarcane	133.03	134.40	↑ 1.03%
PRODUCTION SHARE			
Sugar ¹	46.30	46.99	↑
Ethanol ²	53.70	53.01	↓

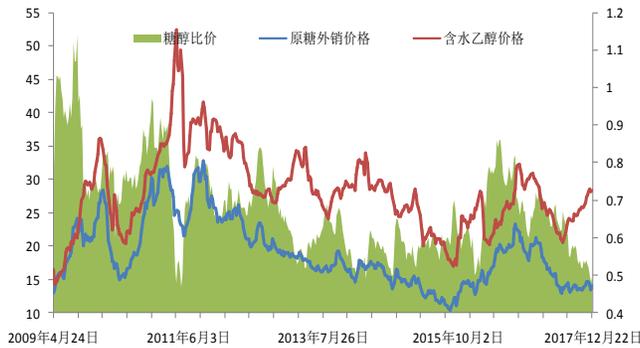
来源: Unica, 东兴期货研发中心

图 9: Kingsman 巴西中南部产量预估

		2015/16	2016/17	2017/18*	2018/19*
		Final estimates	Final estimates	Latest estimates	Latest estimates
Cane crush	mln mt	617.65	607.14	594.00	580.00
ATR	kg/mt cane	130.51	133.03	136.60	134.00
<hr/>					
Sugar	mln mt	31.22	35.63	36.14	33.32
Total Ethanol	bln ltr	28.22	25.65	25.30	25.03
<hr/>					
Sugar Mix		40.65%	46.29%	46.75%	45.00%
Ethanol Mix		59.35%	53.71%	53.25%	55.00%
<hr/>					
Cana bisada	mln mt	40.0	8.0	7.0	8.0

来源: Kingsman, 东兴期货研发中心

图 10: 巴西糖醇比价



来源: 巴西农业部, 东兴期货研发中心

图 11: 各机构全球对巴西中南部产量预测

机构	17/18 年度 甘蔗(亿吨)	17/18 年度 糖(万吨)	18/19 年度 甘蔗(亿吨)	18/19 年度 糖(万吨)
FCstone	5.838	3530	5.875	3330
Kingsman	5.94	3641	5.80	3332
Sucden	5.94	3580	5.88	3450
Datagro	6.01	3640	5.8	3260
路易达孚	5.99		5.86	
Agroconsult	5.9		6.0-6.25	3290

来源: 新闻整理, 东兴期货研发中心

大宗商品分析机构 Green Pool 近日已将 2017/18 年度国际糖市料供应过剩量预估上调至 1043 万吨, 高于此前预期的 980 万吨。2017/18 年度全球糖产量预计将增加 8.1%, 至 1.9336 亿吨, 而消费量预计将攀升仅 1.3%, 至 1.8194 亿吨。这是 2012/13 年度以来全球糖市供应过剩量首次超千万吨, 而 2015/16 年度和 2016/17 年度供应短缺总量为 829 万吨。

2.1.1 巴西

巴西是全球第一大食糖主产国和出产国, 生产了全球 20% 左右的糖, 而出口量则占到全球 39% 左右, 其中巴西中南部占到整个巴西甘蔗产量的 90% 以上。因此巴西的食糖生产对国际原糖价格走势有至关重要的影响。

巴西甘蔗行业协会 (Unica) 在 2017 年 4 月份对 2017/18 年度巴西中南部的首次预估报告中给甘蔗产量 5.85 亿吨的预估, 同比下降 3.65%; 预计糖产量为 3520 万吨, 同比下降 1.2%; 甘蔗制糖比例 46.99%, 同比提高 0.69%; ATR (甘蔗含糖量) 预计提高至 134.4 千克/吨。然而, Unica 最新一份双周报显示, 截至 12 月上半月, 巴西中南部已累积压榨甘蔗 5.79 亿吨, 累积产糖 3558 万吨, 制糖比例达 46.99%; 得益于优良天气的配合, ATR 达 137.33 千克/吨。

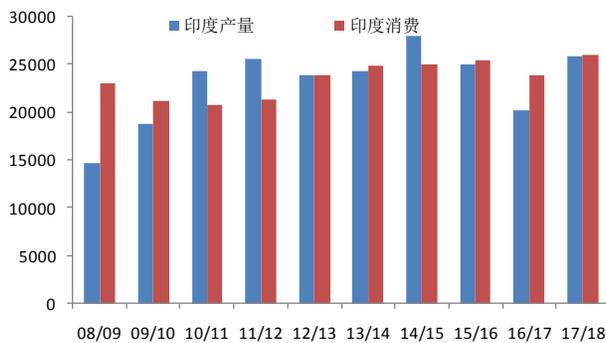
巴西 2017/18 年度已经临近结束，Unica 预测 12 月下半月中南部地区还将有大约 60 家糖厂进行本榨季最后的收尾工作。巴西中南部 2017/18 年度糖产量或达 3600 万吨以上，创记录高位。Kingsman 最新预估 2017/18 年度巴西中南部产糖 3614 万吨。

目前市场将更多的关注聚焦巴西的 2018/19 年度。多数分析机构预期，新年度的甘蔗产量将再度下滑，因天气条件不佳且甘蔗老化，糖厂的关停和产能闲置也将影响产量。而且，日前巴西总统已经已经签署了国家生物燃料政策 (RenovaBio) 的法案。这一法案被视为蔗糖业的“救命稻草”，将推动包括燃料乙醇在内的生物燃料的使用量，或刺激巴西生产商从 2018/19 榨季用更多甘蔗生产乙醇。因此 2018/19 年度巴西糖产量或将下滑，市场主流观点对巴西中南部 2018/19 年度糖产量的预测集中在 3300-3400 万吨区间，较 2017/18 年度明显下降 7% 左右。

2.1.2 印度

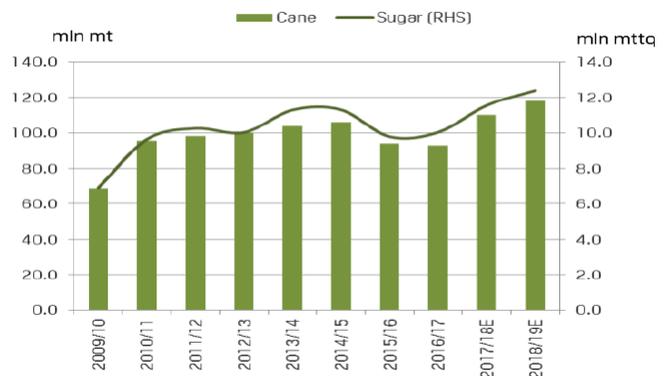
由于长期干旱影响，全球第一大食糖消费国印度 2016/17 榨季糖产量锐减至 2030 万吨，低于国内消费需求 2400 万吨。由于需求紧缺，印度先后于 4 月批准 50 万吨免关税进口、于 9 月批准 30 万吨 25% 关税进口，印度的进口需求也在今年上半年提振了国际糖价。随着 2017 年印度从之前连续两年的干旱中恢复，因良好降雨提振北方邦和马哈拉施特拉邦产量，印度糖厂协会 (ISMA) 预估 2017/18 榨季该国糖产量或将同比提高逾 25%，至 2510 万吨。消费量或基本与产量持平，预计 2017/18 榨季不会再从国际市场采购。据印度糖厂协会 (ISMA) 最新数据显示，10 月 1 日至 12 月 31 日期间，印度糖厂累计产糖 1032.6 万吨，较上年同期增 26.1%。

图 12: 印度糖产量和消费量 (千吨)



来源: Bric, 东兴期货研发中心

图 13: 泰国甘蔗产量和糖产量



来源: Kingsman, 东兴期货研发中心

2.1.2 泰国

泰国于 2017 年 5 月份结束的 2016/17 年度共压榨了 9295 万吨甘蔗，产糖 1030 万吨，较上一年度增加 2.73%。鉴于截至目前泰国的天气状况良好，生产如预期稳步推进，泰国预期将在 2017/18 年度延续

增产。Kingsman 预估泰国 2017/18 年度糖产量或将增长 15% 至 1160 万吨，主要得益于种植面积扩大以及单产的提高。对于 2018/19 榨季，初步预估糖产量将继续上升 7% 至 12.4 万。

此外，欧盟由于产量配额政策的终结刺激农民大幅增加种植面积，欧盟 2017/18 年度也将大幅增产。预计同比增加 20% 至 2100 万吨，将助力 2017/18 年度国际糖市出现供应过剩局面。除了巴西因甘蔗老化和 RenovaBio 法案预期在 18/19 年度减产外，2017/18 年度增产的国家中泰国、澳大利亚和欧盟都是主要的食糖出口国，集体增产前景下全球贸易流面临强大压力。分析机构 F.O.Licht 的最新预估显示，2017/18 年度全球可供出口产量将从上榨季的 5790 万吨上涨至 5860 万吨的历史新高。

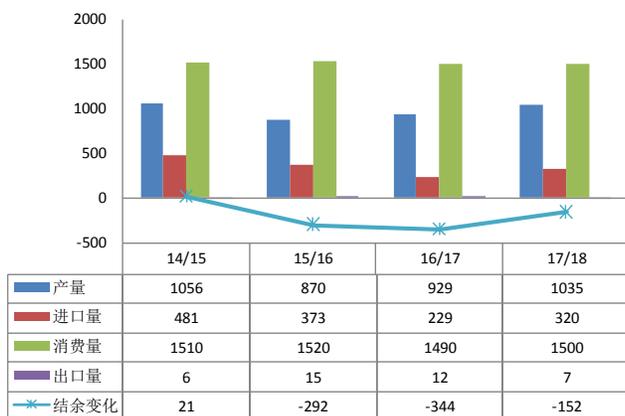
2.2 国内供需：17/18 榨季继续增产，进口和储备成调控关键

2.2.1 产量

2016/17 榨季国内迎来增产周期的第一年。据中糖协统计，2016/17 年度全国累计生产食糖 928.82 万吨（上榨季同期产糖 870.19 万吨），比上一榨季增加 58.63 万吨，其中，产甘蔗糖 824.11 万吨（上榨季同期产甘蔗糖 785.21 万吨）；产甜菜糖 104.71 万吨（上榨季同期产甜菜糖 84.98 万吨）。

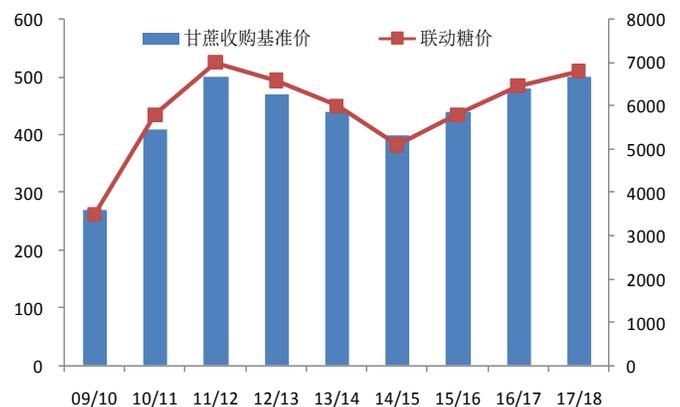
近三个榨季以来，广西甘蔗收购价格稳步提高。16/17 榨季甘蔗收购底价定在 480 元/吨，然而由于糖价上涨，为了稳定并促进蔗农种植预期，已于 2017 年 2 月底进行了提前联动，按 6800 元/吨的糖价将甘蔗收购价上调为 500 元/吨。虽然糖价在 2017 年整体下跌，但是 2017 年 11 月公布的广西 17/18 榨季的甘蔗收购首付价仍定在了 500 元/吨，与 6800 元/吨的糖价挂钩，联运系数维持 6%。因此，17/18 榨季的甘蔗是在甘蔗收购价不低于 500 元/吨的预期下种植的，加之广西收购价持续的预期，还有“双高基地”的建设，18/19 年的种植形势可能也并不悲观。

图 14：我国食糖供需平衡



来源：中国农业部，东兴期货研发中心

图 15：广西甘蔗收购价格（元/吨）



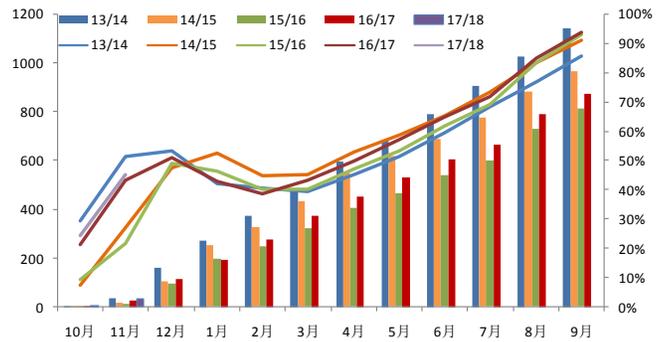
来源：广西糖网，东兴期货研发中心

图 16: 17/18 榨季各区种植面积及糖产量预估

产区	种植面积 (万亩)		糖产量 (万吨)	
	16/17 榨季	17/18 榨季	16/17 榨季	17/18 榨季
广西	1120	同比略增	529.5	610
云南	410	426.4	187.79	194
广东	180	198	77.18	90
海南	45	46.21	16.46	20
新疆	110	105	48.74	49
内蒙	120	130	46.33	50
黑龙江	10	35	2.54	7.5
其他			20.28	
总计			928.82	1020-1050

来源: 中糖协, 东兴期货研发中心

图 17: 全国食糖产销



来源: 中糖协, 东兴期货研发中心

在 2017 年 11 月召开的南宁糖会上, 中糖协给出了 17/18 榨全国产量 1020 万吨的预期。随着榨季的进行, 出糖率同比有所提高, 市场预期实际产量或将继续提高, 有望达到 1050 万吨, 较 16/17 榨季大幅增产逾 10%。

2.2.2 消费

食糖的需求具有一定刚性, 通常会随着人口的增长和居民生活水平的提高而稳定增长。但是从整个甜味剂市场来看, 淀粉糖是白糖最主要的替代品, 会挤占部分白糖消费。

随着人们物质生活水平的提高和健康观念的改变, 对含糖食品的需求可能也在悄然发生着变化。如今“低糖”、“低热量”被认为是健康食品的特征。以碳酸饮料为例, 以往可口可乐和百事可乐两大品牌均主推无糖可乐类饮品, 2017 年开始“零卡”雪碧这一新产品也逐渐开始广泛占据商超货架。更有号称能燃脂的日本可口可乐新品成为网红, 二三十元的代购高价仍有不少消费者趋之若鹜。可口可乐公司还宣布将于 2018 年上半年推出一款 100%甜菊糖可乐, 该新品无糖、零热量, 甜味完全由甜菊叶的提取物甜菊糖苷来提供。连普遍认为是垃圾食品的碳酸饮料都在无糖化的道路上不断前进, 或许健康需求真的将从“噱头”开始成为影响含糖食品消费形成量变到质变的因素之一。

替代品的脚步也并未停止。2017 年末全国果葡糖浆产能将达到 750 万吨, 较上年度约增加 60-70 万吨。由于终端企业大量使用果葡糖浆, 2017 年果葡糖浆预计较 2016 年增加 120-130 万吨左右, 达到 480-500 万吨。仅该增量就相当于挤压了约 80 万吨白砂糖需求。由于淀粉糖的原料玉米已经广泛实现了机械化种植, 而甘蔗种植受地形限制机械化进程较为艰难, 成本上淀粉糖的产量前景更胜一筹。虽然玉米收购价格的提高推高了淀粉糖价格, 白砂糖价格今年走弱, 但是整体上看比价关系仍处于相对高位, 远高于 2014 年曾出现的平衡点, 替代优势依然存在。

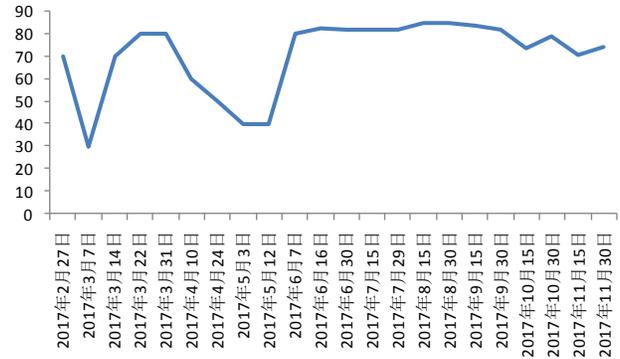
我们认为中国的食糖消费需求的的增长已经基本停滞，17/18 榨季的消费量或将维持在 1500 万吨左右或略有下滑。但是相较 1050 万吨左右的产量还是存在 450 万吨左右产需缺口，需要进口和储备糖进行补充，这也是近年左右糖市的重要主题——政策的再平衡。

图 18: 白砂糖和淀粉糖比价



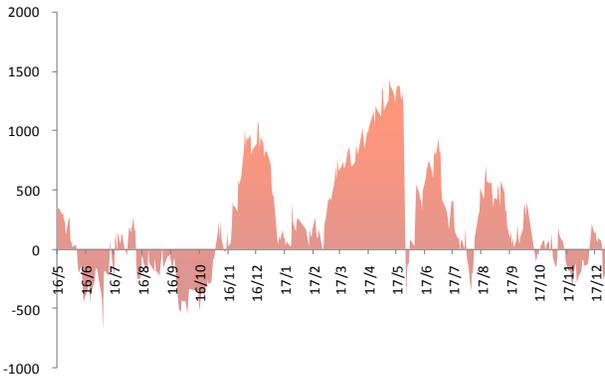
来源: Bric, 东兴期货研发中心

图 19: 淀粉糖开工率 (%)



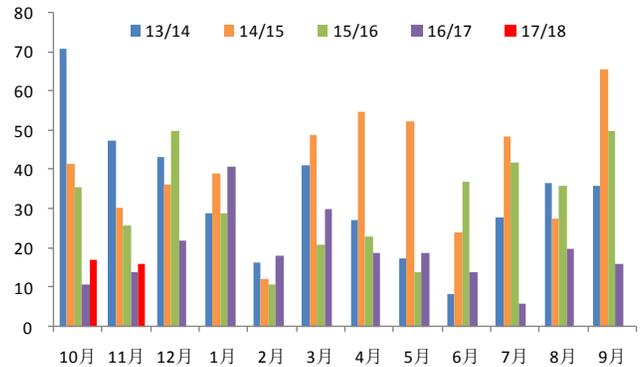
来源: Bric, 东兴期货研发中心

图 20: 配额外进口利润 (17.5.22 后用 95%关税)



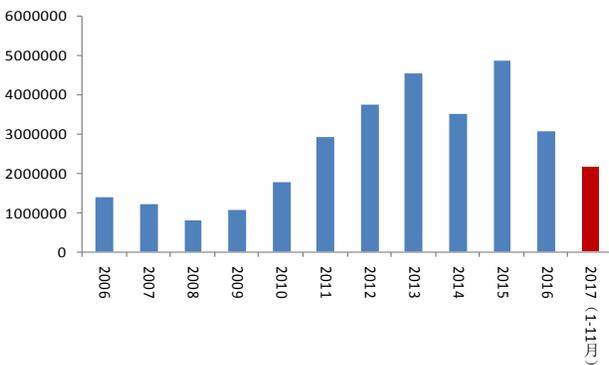
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 21: 各榨季月度进口糖量 (万吨)



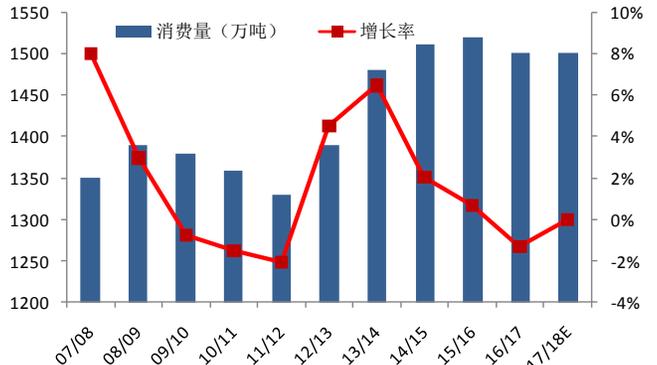
来源: 海关总署, 东兴期货研发中心

图 22: 自然年度我国食糖进口量 (吨)



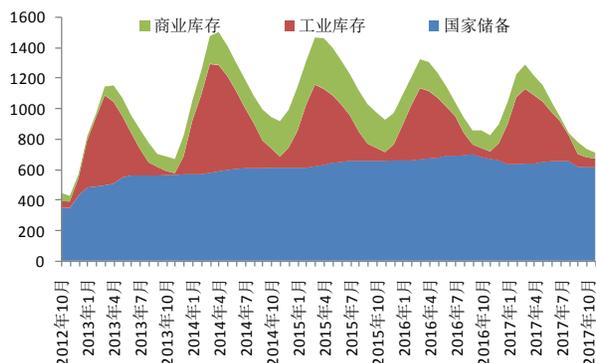
来源: 海关总署, 东兴期货研发中心

图 23: 中国食糖消费量



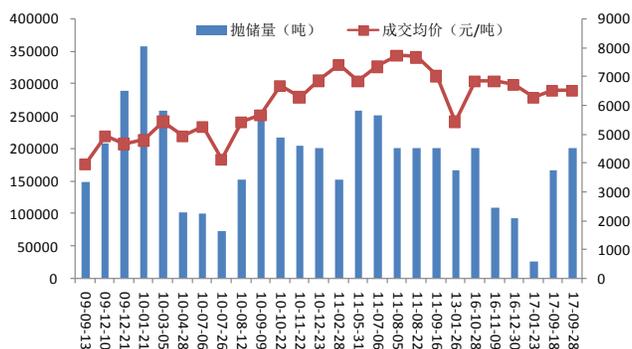
来源: 中糖协, 农业部, 东兴期货研发中心

图 24： 月度库存



来源：Bric，东兴期货研发中心

图 25： 抛储成交



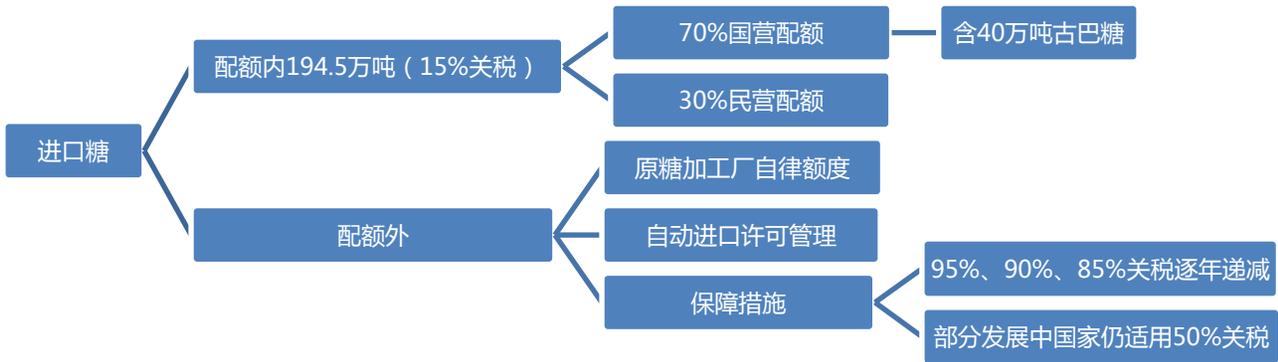
来源：Bric，东兴期货研发中心

2.2.3 进口

2017 年我国食糖进口政策发生了一次重大变化：2017 年 5 月 22 日，商务部贸易救济调查局公告《关于对进口食糖采取保障措施的公告》，保障措施采取对关税配额外进口食糖征收保障措施关税的方式，实施期限为 3 年，自 2017 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日，实施期间措施逐步放宽。2017 年 5 月 22 日至 2018 年 5 月 21 日，保障措施关税税率为 45%；2018 年 5 月 22 日至 2019 年 5 月 21 日，保障措施关税税率为 40%；2019 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日，保障措施关税税率为 35%。部分份额不超过规定的发展中国家不适用保障措施。该政策的实施使得中国的主要食糖进口国的配额外进口成本从 50% 关税提高到了 95% 关税，边际定价陡然提高。不过由于巨大的内外价差，即使提高了关税，配额外进口盈利窗口还时而打开。

除了关税的提高，配额外进口还受到自动进口许可证的牢牢把控。可以说，合法的配额外进口早已不是自由市场，而是受到政府严格控制的，无论是价（关税）还是量（许可证发放额度）。只有非法的走私是随市场行情调节，但同时也要冒巨大风险，随着政府打击力度的提高变化。据了解，2017 年 12 月的会议已经确定了 2018 年 190 万吨许可证额度，这较 2017 年的 100 万吨增加了 90 万吨。从 2017 年 1-11 月我们只进口了 216 万吨糖（同比下降了 24%）看，组合拳的进口管理政策在 2017 年确实比较严格并取得显著效果。考虑到关税提高后走私利润巨大，可能有 150-200 万吨的走私量，以及许可证增加发放，我们预计 17/18 年度进口量（含走私）或在 500 万吨左右。相对于产需缺口而言显得仍然较为宽松，除非走私能严格控制在较低的量或者许可证和配额减少发放。

图 26：中国进口糖政策梳理



来源：东兴期货研发中心

2.2.4 抛储

16/17 榨季，储备糖已经抛储 9 次，其实国储出库 98.96 万吨（流拍 2.67 万吨），地储出库 37.27 万吨（流拍 12.73 万吨），累计成交 136.19 万吨。虽然抛储底价定在 6500 元/吨，但是市场对于陈糖的热情不高，均为接近底价成交，而且有出现流拍。目前国储仍有 500 万吨以上的库存，地储库存所剩不多。虽然抛储任务依然存在，但是 6500 元/吨的价格底线恐不会轻易打破。预期在糖价低位运行时，储备糖不会投放打压市场，只可能在消费旺季、青黄不接等市场发现局部供需紧张，价格有所反弹时，储备糖才会伺机投放。

3 行情展望

综合以上分析，新一年的食糖形势仍不乐观。全球糖市将进入连续两个过剩年份，开始进入新一轮的库存积累周期。除了巴西因为甘蔗老化和生物能源法案等因素，18/19 年度的产糖量预期下滑外，17/18 年糖其它食糖主产国普遍增产，都将给全球带来供需过剩预期。

国内糖市将在 17/18 榨季延续增产，产不足需虽然存在，但较 16/17 榨季缺口明显减小。而且进口方面，由于许可证发放的增加，进口总量可能将有所提高。再加之储备糖仍然会有供需局部失衡时补足缺口，整体供需形势较为宽松。

虽然我们从供需上看，2018 年或将是熊市中继的大趋势。但是值得注意的是，可能引发过剩的进口和抛储仍然是由政府层面严格控制的。政策再平衡的作用应该有能力调控供需使价格不至于发生不可控的大幅下跌。从广西甘蔗收购价持稳的政策来看，制糖成本恐难以大幅降低。预计 17/18 榨季，广西甘蔗糖完税成本在 6000 元/吨左右，内蒙甜菜糖完税成本在 5400—5900 元/吨区间。制糖成本已经与郑糖盘面价较为接近。虽然在供需过剩的熊市周期中，短时间跌破成本价几乎是必然发生的，但是价格长期低于成本线运行，尤其是低于可变成本运行是不可持续的。可以预期的是，通过政策调控进口量和抛储，以及市场的自然调节，糖价将在熊市中最终寻找到底部。

我们预计 2018 年，郑糖将延续震荡偏弱格局。郑糖或将在 5500-6200 区间运行。关注许可证发放和抛储时机引发的局部供需失衡机会，关注波段交易机会。

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。