

原糖震荡整理 国内底部盘整

白糖：市场回顾和后期展望

华泰期货研究所 农产品组

徐盛

软商品研究员

☎ 021-68753967

✉ xusheng@htfc.com

从业资格号：F3023096

相关研究：

原糖维持震荡 国内抛储遇流拍

2017-09-22

原糖突破走高 国内抛储进行

2017-09-15

原糖维持震荡 国内抛储落地

2017-09-08

回顾3季度行情，我们看到原糖在总体维持震荡。截止9月底，ICE原糖3月合约最高触及15.82美分/磅，最低至13.72美分/磅，最后报收于14.13美分/磅，跌幅2.35%。3季度整体CFTC原糖期货期权基金净持仓依然偏空，但净空出现减少。

国内则受到抛拍和原糖震荡的影响，整体出现盘子。截止9月29日收盘，郑糖主力合约报收6117元/吨，下跌262元/吨，跌幅4.11%。现货方面广西柳州中间商报6565元/吨，下跌35元/吨。云南昆明则下调70元在6315元/吨。

对于后期的展望，一是看市场对印度产量的预期；二是巴西下半年开榨进度的变化；三是宏观上美联储缩表后的影响、美国与巴西政治格局变动、原油对巴西国内汽油以及乙醇的影响以及雷亚尔升值的幅度；四是未来可能发生的拉尼娜能否对全球天气带来额外的影响；五是白糖开榨前去库存情况；六是市场对17/18榨季的产量预期变化；七是抛储及其对现货市场的冲击情况。对于2017年后期走势，我们也看到了抛储落地以及国内价格的下跌，我们认为后续再往下跌的空间暂时已经不大，特别是传闻广西地方储备出现流拍的情况下。而在此之后，国内消化利空以及消费旺季的持续我们认为糖价仍将继续反弹。而行近年底，随着对17/18榨季的产量炒作，届时糖价可能重回跌势。

四季度策略：随着地方和国储抛储落地，糖市利空基本出尽。同时，目前的低库存和高基差使得1801合约反弹空间依然存在。中短期内投资者可以待价格企稳后，逢低买入1801合约。期权方面，现货商短期可在持有现货的基础上，进行滚动卖出略虚值看涨期权的备兑期权组合操作。未来1—2年，备兑期权组合操作可以作为现货收益的增强器持续进行。而价值投资者亦可以买入（6300—6400元/吨左右）行权价的虚值看涨期权，待糖价上涨使得虚值期权变成实值后，平仓前期低行权价的看涨期权并继续买入新一轮虚值看涨期权（行权价6500-6600元/吨左右），并在糖价达到6600元/吨以上时逐步择机止盈。

风险点：国内宏观紧缩风险、巴西雷亚尔和人民币汇率风险、现货挤压风险、气候变化影响。

行情分析:

回顾 3 季度行情，我们看到原糖在总体维持震荡。截止 9 月底，ICE 原糖 3 月合约最高触及 15.82 美分/磅，最低至 13.72 美分/磅，最后报收于 14.13 美分/磅，跌幅 2.35%。3 季度整体 CFTC 原糖期货期权基金净持仓依然偏空，但净空出现减少。

国内则受到抛拍和原糖震荡的影响，整体出现盘子。截止 9 月 29 日收盘，郑糖主力合约报收 6117 元/吨，下跌 262 元/吨，跌幅 4.11%。现货方面广西柳州中间商报 6565 元/吨，下跌 35 元/吨。云南昆明则下调 70 元在 6315 元/吨。

图表 1 ICE 原糖近月合约走势 单位：美分/磅



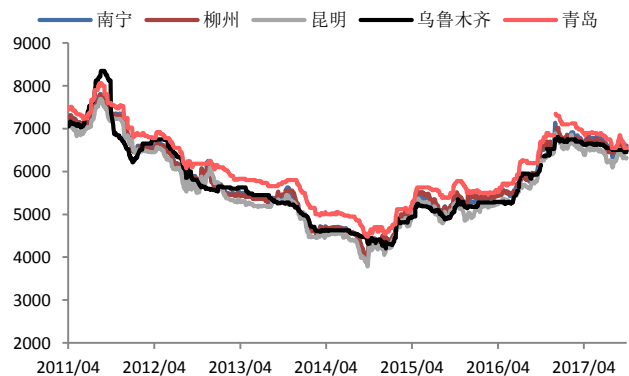
数据来源：Wind 华泰期货研究所

图表 2 郑糖主力合约走势 单位：元/吨



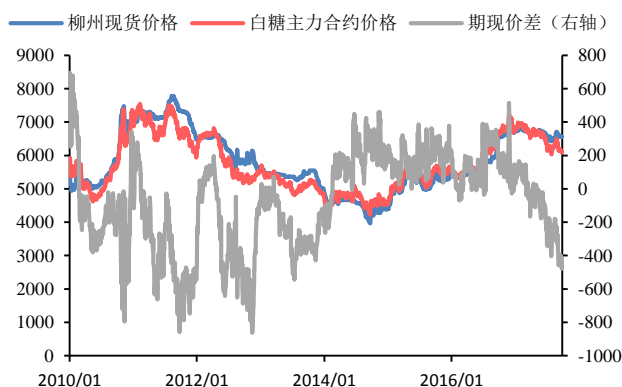
数据来源：Wind 华泰期货研究所

图表 3 中国主产区现货价格 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

图表 4 国内期现价差 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

国际食糖市场分析

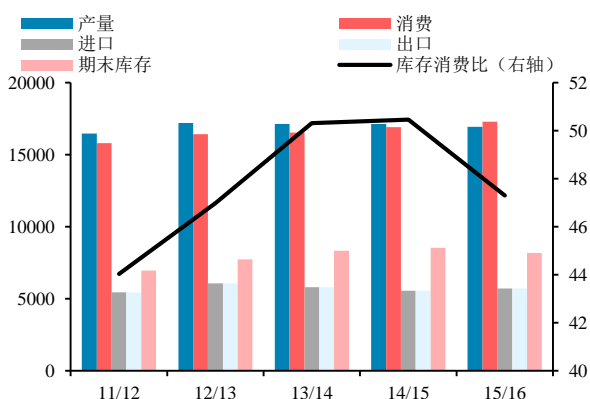
1、全球供需格局分析

外糖方面，1、2 季度行情出现下跌，同时 2 季度巴西开始压榨，同时北半球进入纯销售季，我们将继续观察印度进口政策是否存在改变的可能同时我们也会关注巴西压榨的进展。

另外值得我们注意的是，美国海洋气象局和澳大利亚气象局分别在近期报告中上调了拉尼娜在年底发生的概率，值得关注。

图表 5: 全球供需平衡表

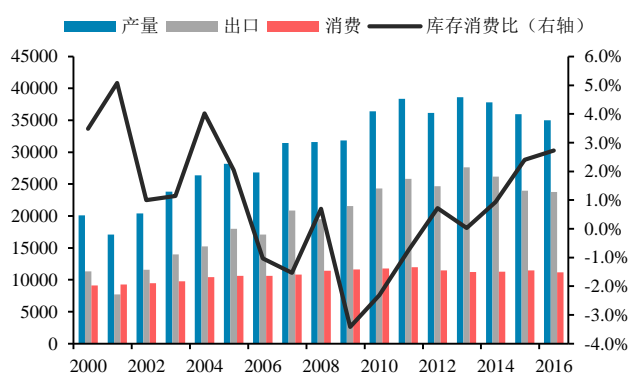
单位: 万吨



数据来源: ISO 华泰期货研究所

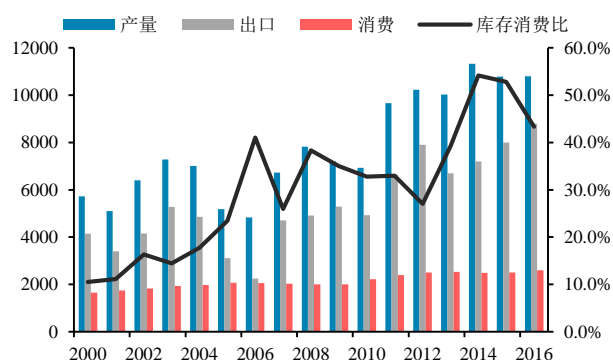
图表 6: 巴西供需平衡表

单位: 千吨



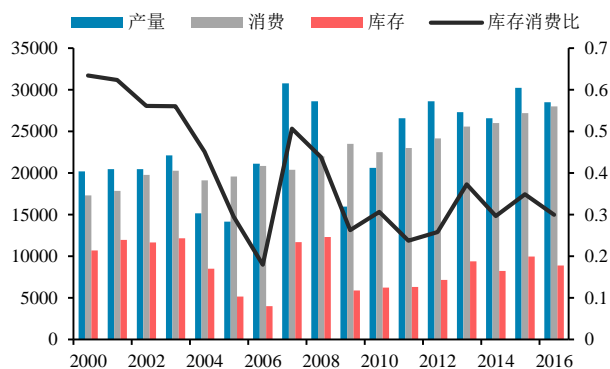
数据来源: USDA 华泰期货研究所

图表 7: 泰国供需平衡表



数据来源: USDA 华泰期货研究所

图表 8: 印度供需平衡表



数据来源: USDA 华泰期货研究所

2、各主产国情况一览

巴西：关注原油和雷亚尔的影响

巴西作为世界第一大生产国，巴西甘蔗制糖业对于全球糖市的影响举足轻重。

据巴西圣保罗州蔗产联盟 (Unica) 日前发布的数据，2017 年 9 月上半月巴西中-南部地区累计收榨甘蔗 4,544.0 万吨，较去年同期 3,788.1 万吨的收榨量增长 19.95%。数据显示，2017 年 9 月上半月巴西中-南部地区产糖 312.6 万吨，较去年同期 241.9 万吨的产量增长 29.22%；产酒精 20.98 亿公升，较去年同期 16.10 亿公升的产量增长 30.34%，其中无水酒精 8.79 亿公升，较去年同期 7.05 亿公升的产量增长 24.66%，含水酒精 12.19 亿公升，较去年同期 9.05 亿公升的产量增长 34.77%。同期糖厂制糖用蔗比例已从 2016 年同期的 48.09% 降至 47.96%；生产酒精的甘蔗比例则从 2016 年同期的 51.91% 升至 52.04%。吨甘蔗产糖量较 2016 年同期的 139.35 公斤/吨增长了 8.01%，至 150.51 公斤/吨。17-18 制糖年（4 月-3 月）截止 2017 年 9 月 15 日巴西中-南部地区累计收榨甘蔗 4.27002 亿吨，较 16-17 制糖年同期 4.33717 亿吨的收榨量下降 1.55%；累计产糖 2,638.6 万吨，较 16-17 制糖年同期 2,292.0 万吨的产量增长 5.88%。

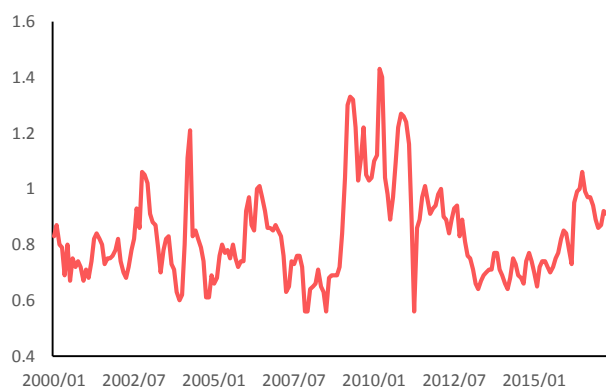
据巴西圣保罗州蔗产联盟 (Unica) 发布的数据，2017 年 8 月份巴西累计出口食糖 2,764,585 吨，较 2016 同期 2,964,803 吨的出口量下降 7%，出口总值 1,047,761,000 美元，较 2016 年同期 1,130,041,000 美元的出口总值下降 7%。8 月份巴西出口的食糖总量中，中-南部地区占 2,734,640 吨，较去年同期 2,964,053 吨的出口量下降 8%；北部和东北部地区占 29,946 吨，去年同期该地区进出口食糖 750 吨。至此，17-18 制糖年 4-8 月份巴西累计出口食糖 12,576,211 吨，较 16-17 制糖年同期 12,101,832 吨的出口量增长 4%。

外电综合报道，巴西国家商品供给公司 (Conab) 本周四表示，由于糖厂偏向食糖，估计正在进行的 17-18 制糖年（4 月-3 月）巴西的食糖总产量将达到 3,938 万吨，较 16-17 制糖年增加近 70 万吨。Conab 表示，尽管 17-18 制糖年巴西的甘蔗总产量较 16-17 制糖年可能下降近 10%，至 6.4633 亿吨，酒精产量因此将下降 6.1%，仅能达到 261.1 亿公升，但食糖产量反而增加，这无疑将加剧全球食糖供给过剩的局面。

尽管现阶段国际糖价偏低，但今年迄今糖厂已经以比高于去年同期的价格将其大部分产糖进行了作价，而且因履约需要产出的食糖数量也比较大。对于新一年的巴西糖市，我们认为原油和雷亚尔的影响将变得举足轻重，其中原油的影响主要通过对巴西汽油价格传导至乙醇价格，最终影响原糖价格来实现。令据道琼斯 3 月 17 日消息，巴西农业部周五称，正在对国内糖及乙醇行业要求恢复征收 20% 乙醇进口税的请求进行评估。农业部称，部长 Maggi 要求请愿组织递交一份详细研究，其中要求包含对进口乙醇征税的原因。研究文件送达后，农业部将进行评估，并决定这一请求是否合理，政府官员会予以考虑。综合外电报道，由于国际汽油和原油价格持

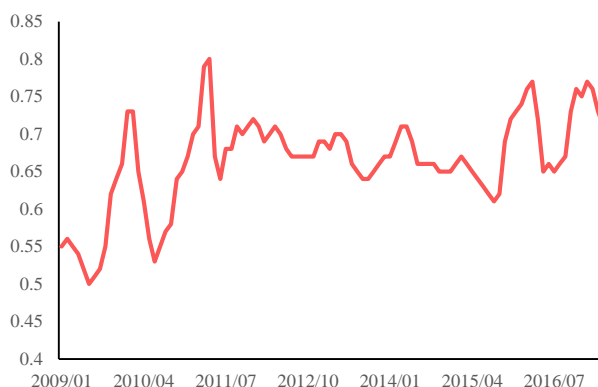
续下跌，加上国内燃油价格偏低意味着通胀率下降，6月14日巴西石化 Petrobras 决定把汽柴油出厂价分别下调 2.3%和 5.8%，这已经是 Petrobras 在不到一个月的时间里第二次下调汽柴油出厂价。5月25日 Petrobras 就曾把国内汽柴油出厂家分别下调了 5.4%和 3.5%。本次下调后，巴西国内加油站的汽油价格将下降 0.9-1%，柴油价格的降幅更高达 3.5%。巴西 Petrobras 频繁下调汽柴油出厂价对食糖和酒精产销均产生不利的影响，因为下调汽油价格使得不少巴西加油站里的汽油价格比含水酒精价格更具竞争力。另外近期巴西雷亚尔出现了升值，这对后期的原糖价格偏利多。

图表 9: 巴西糖醇比价



数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

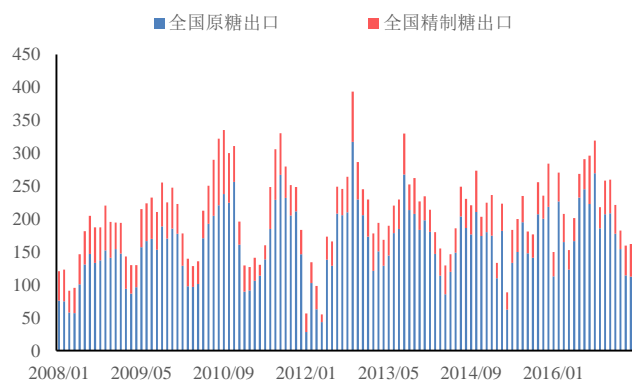
图表 10: 巴西圣保罗地区醇油比价



数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

图表 11 巴西食糖出口量

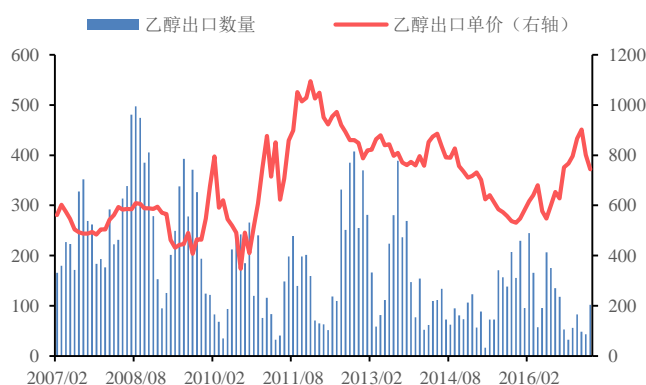
单位: 万吨



数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

图表 12 巴西乙醇出口数量及单价

单位: 百万升, 美元/千公升



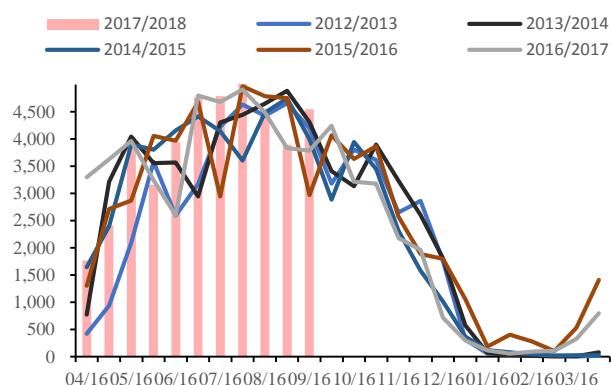
数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

图表 13 巴西中南部双周压榨数量

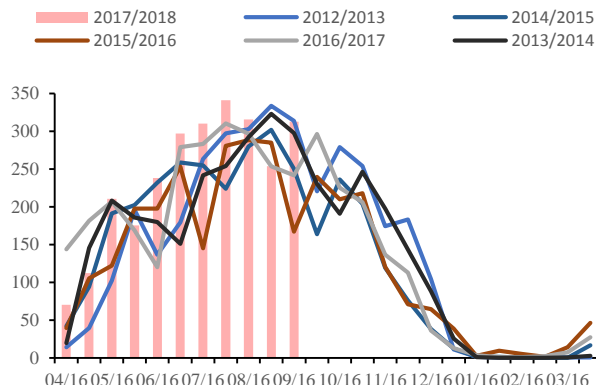
单位: 万吨

图表 14 巴西中南部糖生产数量

单位: 万吨



数据来源：Unica 华泰期货研究所



数据来源：Unica 华泰期货研究所

泰国：新榨季产量预期上升

泰国作为全球主要糖产区，有四大主产区，最快成熟的是东北地区。目前市场对泰国 16/17 榨季的糖产量预期虽没有形成统一，但预期的上端仅为 1000 万吨，同时严重的干旱使得 16/17 榨季的甘蔗种植面积和宿根蔗产量预期大幅下滑。这些说明泰国供应紧缺的局面将在下榨季延续，这在泰国糖现货的高升水报价中已经有所体现。

泰国糖企 Buriram Sugar 的一位高管表示，泰国 2017/18 年度糖产量料增长 10%，至 1100 万吨。Buriram Sugar 副总经理 Pattarapong Pongsawasdi 在新德里局限的一场行业会议间隙表示，种植面积扩大将令产量上升，一些农民从种植稻米改为种植甘蔗。其并称，跳过 2017/18 年度糖出口量料为 800 万吨，与之相比，2016/17 年度出口量估计为 700-730 万吨。其预计，泰国 2017/18 年度糖需求将持稳于 265 万吨。

另外根据泰国甘蔗和食糖 10 年发展规划，泰国政府已批准新建 12 家糖厂，同时批准对现有糖厂进行产能扩充，如果新厂建设和老厂扩建如期推进，估计泰国糖厂的甘蔗日榨能力将增至 110 万吨。

另据外电综合报道，泰国农业部官员日前表示，今年年底泰国政府将停止对食糖生产进行补贴，同时放松对国内食糖价格的管控。去年 3 月份巴西曾把泰国告到了世界贸易组织(WTO)，称泰国政府补贴糖商压低了国际糖价。如果政府出台新的糖业政策，估计泰国国内糖价将与国际糖价接轨，当然，新政策出台之前泰国国内糖价仍受政府管控。不出所料的话，新的糖业政策将在今年年底信制糖年开始生效，变更现行糖业政策完全是回应巴西的挑战。泰国是全球仅次于巴西的第二大食糖出口国。2016 年 11 月份巴西称其已经看到泰国准备调整糖业政策，这是巴西方面可以接受的解决方案。

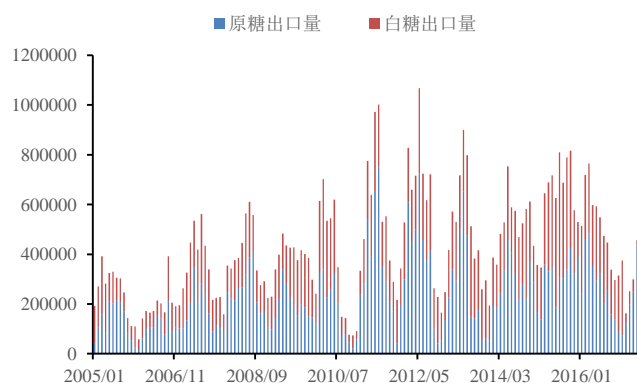
据泰国蔗糖管理局 (OSCB) 日前公布的数据，自 2016 年 12 月 6 日开榨到 2017 年 4 月 8 日

期间，泰国糖厂累计收榨甘蔗 9250 万吨，同比下降 2%，产糖近 1000 万吨，同比增长 2%。至此，16-17 榨糖年泰国的食糖产量已经超过了预期。此前 OCBS 预期 16-17 制糖年泰国的食糖产量将下降 2%，至 960 万吨。眼下市场关注的重心已经转移到糖厂的回炉生产上，初步预测今年泰国回炉的食糖总量介于 300-500 万吨之间。

另外，综合外电报道，据泰国糖厂公司（TSMS）日前公布的数据，2017 年 8 月份泰国累计出口食糖 687,864 吨，同比骤增 42%，其中高等级白糖占 33.7 万吨，同比增长 68%，原糖占 31 万吨，同比增长 25%。数据显示，8 月份泰国向印度尼西亚出口了 217,408 吨原糖，同比增长 76%，约占 8 月份原糖出口总量的 70%，说明目前印度尼西亚仍是泰国产原糖的第一大买主。8 月份泰国高等级白糖（HQW）的出口量也从 7 月份的 29.3 万吨增至 33.7 万吨，其中出口到台湾的数量从 7 月份的 10.9 万吨减至 9.7 万吨（占出口总量的 28.5%），但较 2016 年同期 8,250 吨的出口量依然翻了 10 倍；出口到缅甸的数量达到了 39,400 吨，同比增长 17%，约占出口总量的 12%。实际上，8 月份泰国出口到柬埔寨、中国、缅甸和台湾的 HQW 数量占到了当月出口总量的约 70%，另外还有 36,000 吨出口到了苏丹。

而由于泰国产白糖供给偏紧使得亚太地区买主争先恐后地进货，本周泰国产白糖的升水冲击了 6 年来的最高水平。据追踪到的数据，本周四泰国产 45 色值白糖的报价对伦敦糖市白糖期货价格的升水冲击了 2011 年 8 月份以来 70 美元/吨的最高水平，较年初的升水上涨了 290%。实际上，从今年 7 月中旬泰国产白糖输送到台湾的数量超越缅甸时泰国产白糖的升水就开始攀升。根据泰国糖厂公司（TSMC）公布的数据，6-8 月份泰国产白糖输送到台湾多达 295,067 吨，而同期输送到缅甸的白糖数量只有 141,738 吨。由于最近来自台湾的需求依然旺盛，而近期泰国产白糖的供给又很偏紧（糖厂基本已无白糖可供），这是导致泰国产白糖升水创 6 年新高的主要原因。

图表 15: 泰国食糖月度出口量 单位：吨



数据来源：布瑞克 华泰期货研究所

印度：关注新榨季产量影响

16/17 榨季产量已定，关于印度 2017/18 榨季的产量，市场给予了增产的预期。印度报业托拉斯报道，印度评级机构 ICRA 日前表示，得益于今年雨水充沛使得马哈拉什特拉邦（马邦）和卡纳塔克邦北部地区甘蔗生产恢复，加上乌塔尔-普拉得什邦（UP 邦）食糖产量可望增至 970 万吨，估计即将开始的 17-18 制糖年印度的食糖产量将增长 18-20%，达到 2,400-2,450 万吨。估计 16-17 制糖年结束时印度的结转库存糖将有 400-450 万吨，可满足国内约 2 个月的消费需求，食糖库存量偏低的格局将对短期内印度国内糖价形成支撑。印度报业托拉斯报道，印度糖厂协会（ISMA）发言人本周四再次强调，由于今年雨水充沛导致甘蔗增产，估计即将于 10 月份开始的 17-18 制糖年（10 月-9 月）印度这个全球第二大产糖国的食糖产量将增长 24%，从 16-17 制糖年的 2,020 万吨增至 2,510 万吨。由于 16-17 制糖年印度食糖大幅减产，为保障国内食糖供给和抑制国内糖价上涨，不久前印度政府曾批准免税进口 50 万吨食糖，同样是为抑制传统节假日期间国内糖价上涨，日前印度政府再次批准以 25% 的减让关税增加进口 30 万吨原糖。

去年年报中我们预计印度 15/16 年糖产量为 2750 万吨，比 2014/15 年下降 3%。由于印度人口众多，为 12 亿 7000 万，它仍然是世界上最大的食糖消费国，并将继续保持如此。我们预计今年的消费增长率将为 1.6%，略高于全国 1.25% 的人口增长率。随着中产阶级越来越多，到 2025 年该数量将增长一倍以上，从目前的 4500 万到近 1 亿 2000 万户，对印度的间接消费所占的份额也将上升——作为加工食品在整体饮食的份额大幅上升。我们预计 15/16 榨季全国总消费量的约 2500 万吨。与此同时，根据印度评级机构 ICRA 的观点，受公共福利销量减少以及诸如饮料、糕点、糖果、楼堂馆所等大宗用户（约占消费总量 60-70%）的用糖量减少的影响，估计 16-17 制糖年印度的食糖消费量将下降 3.5%，至 2400 万吨的水平。

接合产量和需求，我们可以看到印度将在 2016/17 榨季进行去库存，那么库存的水平也将决定印度是否进口食糖。据印度报业托拉斯报道，据印度外贸总局早些时候发布的报告，为让国内糖价维持在一个合理的水平，印度中央政府已批准于 6 月 12 日之前免税进口 50 万吨原糖（其中 30 万吨分配给南部地区进口，15 万吨分配给西部地区进口，剩下的 5 万吨分配给东部地区进口）。现阶段印度对外国产糖征收 40% 的进口关税。印度报业托拉斯报道，在面对国际糖价急速下泻可能导致印度原糖进口量增加的背景下，近日印度糖厂已敦促政府把食糖进口关税从目前的 40% 提高到 60%。而在 7 月 10 日为阻止廉价外国产糖流入，应印度糖业界的要求，本周一印度中央政府已经正式把食糖进口关税从 40% 提高到了 50%。另外，为满足 9-10 月份国内节假日高峰期的用糖需求，印度政府批准 25% 的关税进口了 30 万吨食糖。

与此同时，根据印度马哈拉什特拉邦（马邦）内阁与有关各方的沟通结果，今年马邦糖厂将于 11 月 1 日正式开榨。按照马邦农业部门和马邦联营糖厂协会的估测，今年马邦的甘蔗种植面积已从去年的 63 万公顷增至 90 万公顷出头（往年马邦的甘蔗种植面积均在 100 万公顷左右），基于此，估计 17-18 制糖年马邦的甘蔗产量将达到 7,220 万吨，食糖产量将从 16-17 制糖年的不

足 500 万吨增至 734 万吨。由于甘蔗增产，估计 17-18 制糖年马邦参与制糖的糖厂将从 16-17 制糖年的 100 家增至 170 家糖厂左右，其中 80 家是联营糖厂，其他为私营糖厂。另外，马邦政府希望新制糖年糖厂按此前政府公布的 2,550 卢比/吨的价格收购甘蔗。

印度报业托拉斯报道，印度食品和消费者事务部部长拉姆-韦拉斯-帕斯旺本周二在其微博中表示，为抑制即将到来的节假日期间国内糖价上涨，本周二印度政府再次出台限制糖厂囤积食糖的措施。按照最新规定，9 月份糖厂囤积的食糖数量不得超过其总产量的 21%，从而使得 10 月底前糖厂的食糖库存量下降 8%。政府此举旨在打压糖厂囤积食糖以在节假日高峰期糖价上涨后再出货的行为。应该指出的是现阶段印度国内市场上并不缺糖，目前印度每个月消费 200-225 万吨糖，节假日高峰期食糖消费将达到峰值。

日前来自印度食品部的消息说，为稳定国内糖价和满足国内主要节假日期间食糖需求量增加，政府将限制今年 9 月底和 10 月期间糖厂可囤积食糖的数量。由于 2014 黏合 2015 年连续两年干旱导致食糖减产，而国内需求依然较大，2017 年 4 月份印度政府也曾采取了限制糖厂囤积食糖数量的政策。按照政府的计划，9 月底时糖厂的库存糖数量不得超过其总产量的 37%，10 月份糖厂库存糖占总产量的比例将降至 24%。

根据外电综合报道，印度私营气象局 (Skymet) 日前在预报今年 6-9 月份印度雨季的天气时表示，基于今年 7-8 月份厄尔尼诺气候可能会再次降临印度，估计今年印度雨季期间的降雨量将低于正常的水平，仅能达到 887mm，相当于长期平均雨量 (LPA) 的 95%。同时，印度气象部门 (IMD) 发布今年第一号西南季风长期预报。预报显示，今年印度季节降水很可能“正常”，印度 2017 年的雨季降水量将为长期平均水平的 96%。而正常降水通常为降水长期均值 (LPA) 的 96%-104%，误差在 5% 以内。据印度气象局 (IMD) 追踪到的情况，今年雨季到来后印度的降雨总体正常。数据显示，今年 6 月 1 日-8 月 1 日期间印度全国的降雨总量达到了 580.4mm，比长期平均降雨量 (LPA) 仅低 3.2%，IMD 因此维持 6 月份预期今年的降雨量介于 96-104% (增减 8%) 的判断，降雨量属于正常范围。从目前的情况看，估计 8 月份印度的降雨量将达到 LPA 的 99% (增减 9%)。

根据印度糖厂协会 (ISMA) 的调查结果，为增加市场上的食糖供给和防止甘蔗流向果酱和地方糖生产商，印度乌塔尔-普拉得什邦 (UP 邦) 的大糖厂决定从 10 月份开机制糖，比计划开机时间提前了近 1 个月，往年 UP 邦糖厂因考虑到甘蔗成熟度不够问题都是在 11 月中旬才开榨。另外，卡纳塔克邦和马哈拉什特拉邦 (马邦) 糖厂也计划 10 月中旬开机制糖。在预期即将开始的 17-18 制糖年印度乌塔尔-普拉得什邦食糖产量有可能冲击 1,000 万吨的历史最高纪录的背景下，UP 邦糖厂希望 UP 邦地方政府不要满足蔗农的要求提高甘蔗收购价，如果提高甘蔗收购价会伤害到糖厂。去年 UP 邦政府曾把 UP 邦的甘蔗收购价提高了 25 卢比，至 305 卢比/100 公斤。有消息说，UP 邦蔗农要求地方政府把今年的甘蔗收购价提高到 400 卢比/100 公斤，而糖厂则普遍要求不要提高甘蔗收购价。2017 年 4 月份印度中央政府已决定把 17-18 制糖年的甘蔗收购价

从 16-17 制糖年的 230 卢比/100 公斤提高到 255 卢比/100 公斤。

在新的一年，我们除了跟踪印度开榨的进度外，我们也要观察后期印度政府是否重新改变进口关税政策的态度，并且注意莫迪政府货币政策的变化和厄尔尼诺天气对甘蔗种子和下榨季甘蔗种植的影响。

图表 16: 印度国内食糖价格 单位: 卢比/吨



数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

3、关注 2017 年宏观对糖的影响

宏观作为重要的资金供需因素，很大程度上影响着糖价，这也是需要我们密切关注的。

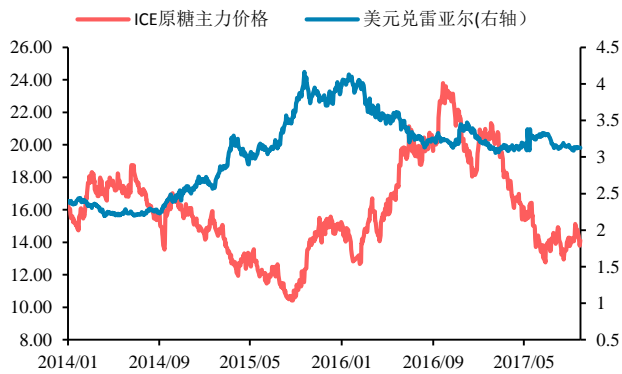
对于国际原糖而言，一大风险点依然在主产国汇率，其中影响最明显的当属巴西，如前文所述，巴西是世界最大的食糖生产国，食糖出口国，对于糖价的影响举足轻重。最重要的一点是巴西国内食糖业套保度非常高，如若巴西雷亚尔贬值，生产企业会选择在盘面上抛售原糖对锁。这就在一定程度上会打压原糖价格。反之雷亚尔的升值则将导致原糖易涨难跌。因此导致巴西货币出现较大波动的时候，原糖价格就会与其出现较高相关性。

另一大风险点来自于基金持仓，我们看到 2016 年前三季度的行情中，原糖价格与 CFTC 投机净多单的持仓数量呈现明显高度的正相关关系。而 CFTC 持仓投机净多单自从四季度之后，连续出现下降，显示出未来投机资金对原糖后市的支撑力度减弱，而原糖价格也出现了一路的下滑，而近期 CFTC 持仓净多单持稳后继续下降，并且出现了从净多变成净空的情况。另外我们也注意到历史上美联储加息对原糖偏利多，很大程度上便是由于加息后资金流入美国，而原糖也是以美元计价，如此一来基金会有更多兴趣持有原糖头寸所致。而随着美国 2017 年下半年缩表，我们要注意到这对原糖的影响。

另外国内宏观也将对郑糖产生影响。近期的供给侧改革带动商品上涨，我们认为在目前对

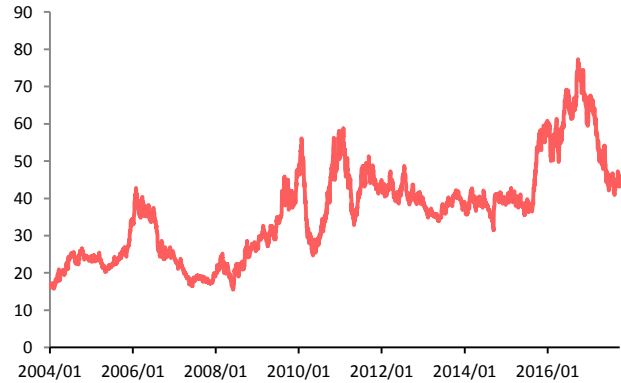
糖价有利。另外如果人民币持续贬值，将有助于内外比价的扩大。同时对于白糖单边价格利多。而近期人民币汇率的震荡则反过来不利于糖价的上涨。

图表 17: 雷亚尔与糖价走势 单位: 美分/磅



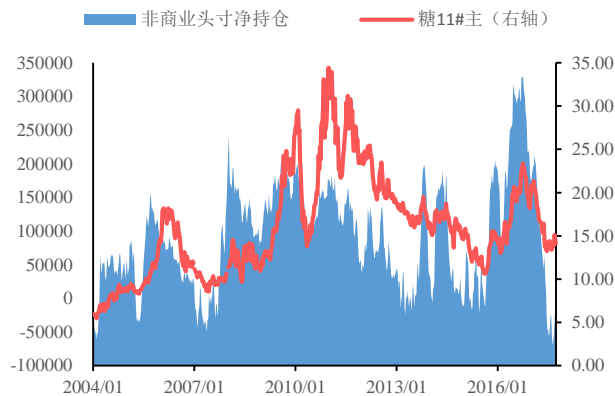
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图表 18: 以雷亚尔计价的糖价 单位: 雷亚尔/磅



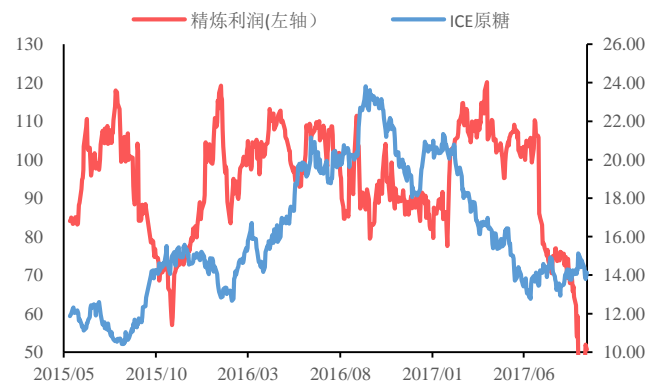
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图表 19: CFTC 基金净持仓 单位: 张



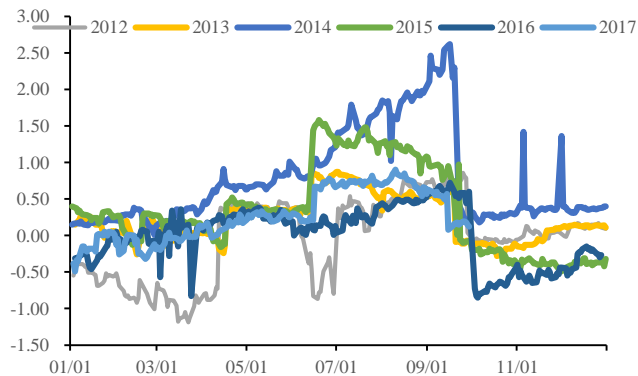
数据来源: CFTC 华泰期货研究所

图表 20: 伦敦糖—ICE 原糖精炼利润 单位: 美元/吨



数据来源: 文华财经 华泰期货研究所

图表 21: ICE 原糖主力—远月月差 单位: 美分/磅



数据来源：文华财经 华泰期货研究所

国内食糖市场分析

1、国内食糖仍处于增产的拐点，本榨季仍将去库存

甘蔗是宿根性植物，因此存在非常明显的周期性，由于国内主要以3年期宿根蔗为主，因此国内的增产减产周期一般都为三年，我们都知道，供求格局决定商品价格走势，而对于糖这种下游消费不存在大幅变化的品种来说，产量在通常情况下，是决定价格涨跌的重要因素。中长期看，虽然今年全国糖产量预期增产超过20%，但糖厂大规模开榨在12月，增产压力的传导需要时间来体现。在此之前，现货市场将更多影响期货价格。同时，由于劳动力成本的刚性，广西新榨季甘蔗收购价预计也将维持甚至超过去年480—500元/吨的水平，这意味着大部分糖厂的制糖成本仍将维持在6000元/吨以上

而截至2017年8月底，本制糖期全国共生产食糖928.82万吨，同比增加58.63万吨。其中，产甘蔗糖824.11万吨，产甜菜糖104.71万吨。累计销售食糖787.5万吨，同比增加60.62万吨，累计销糖率84.78%，同比增加1.25%。其中，销售甘蔗糖689.65万吨，销糖率83.68%，销售甜菜糖97.85万吨，销糖率93.45%。

从单月销糖数据来看，中糖协给出的产销数据偏多，我们看到目前产销率高于去年同期，这也为夏季的行情埋下伏笔。

另外从5月初昆明糖会可以得知，市场对17/18榨季的甘蔗种植面积增长在10%左右，而我们对广西云南的甘蔗调研所获得的信息认为新榨季的甘蔗种植面积在20%以上。

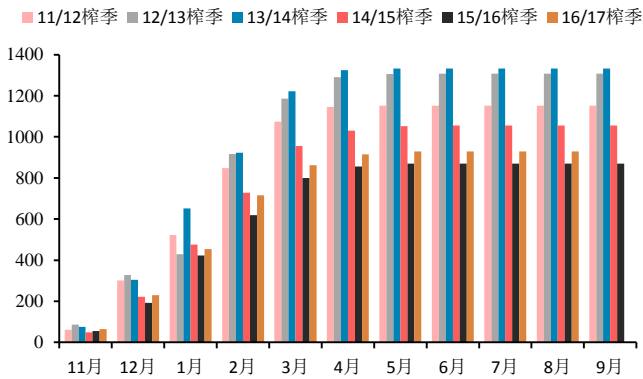
消费端方面，从目前我们所看到的情况而言，虽然有进口食品的冲击和所谓健康消费观念的转变，但城市化和甜点消费的增加抵消了其他的利空因素。总体而言，我们要注意到进入2017年之后不断增长的淀粉糖消费数据所带来的影响。

图表 22: 全国月度产量

单位: 万吨

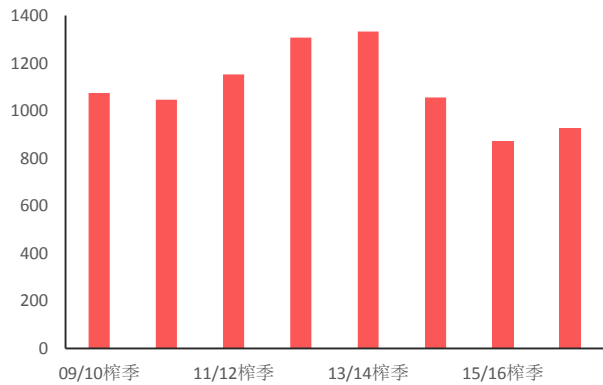
图表 23: 全国食糖产量

单位: 万吨



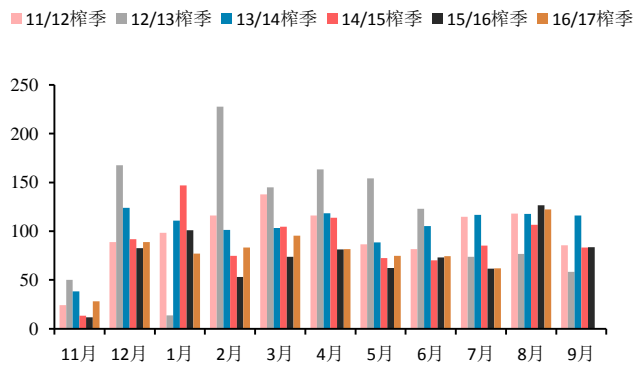
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图表 24: 全国月度单月销量 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图表 25: 全国糖工业库存 单位: 万吨



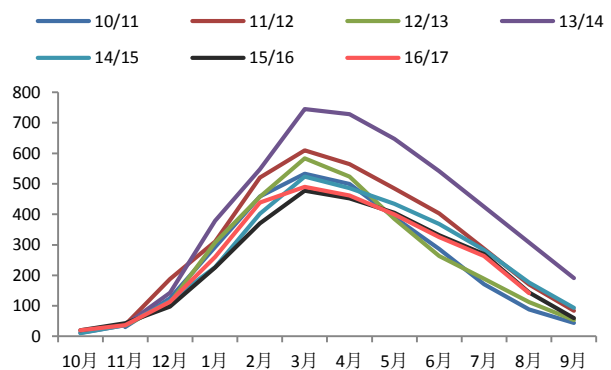
数据来源: Wind 华泰期货研究所

2、预计 17 年食糖表观消费 1500 万吨

目前国内市场对于食糖消费量存在较大的分歧,有相当一部分人认为受国内经济情况影响,以及替代糖的影响,国内食糖消费将会大幅下降,但笔者认为 16 年表观食糖消费出现下降,而实际消费却保持稳定。

中国是继印度之后的全球第二大食糖消费国,不过人均消费水平较低,是世界人均食糖消费最少的国家之一。而根据我们对于食糖消费的具体细分后会发现,目前 64%的食糖消费是工业用糖,民用糖仅占 36%,并且家庭用糖可以认为是缺乏弹性始终变化不大的,因此我们将分析下游需求的重点放在工业用糖上。

我们按照碳酸饮料,果汁饮料,乳制品,饼干,糖果,冷冻饮品,罐头,糕点和速冻米面食品划分含糖食品行业,经过对上述行业食品配方(主要是用糖比例研究)的粗略研究,估测得到各子行业的用糖量比例,大致如下图所示:果汁饮料与软饮料是整个下游行业所占权重最大的两类终端需求。



数据来源: Wind 华泰期货研究所

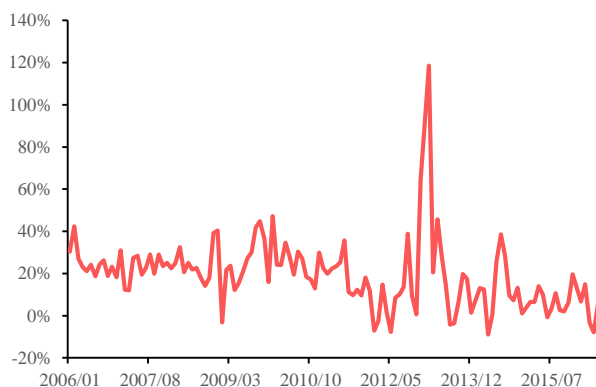
我们从下游用糖行业的情况来看，整体产量累计同比增速放缓较为明显，特别是软饮料和糖果在一些月份出现了比较明显的负增长，但其他一些品种的产量如碳酸饮料和罐头仍然保持正增长，总体工业消费还是保持稳定，并不是说出现下降。我们预计 16 年食糖消费较去年稳中略降，为 1440 万吨。而 2017 年消费量则能达到 1500 万吨的水平

图表 26: 碳酸饮料产量单月同比



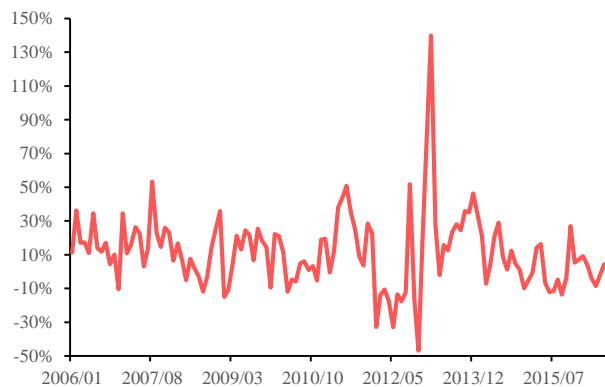
数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

图表 27: 软饮料产量单月同比



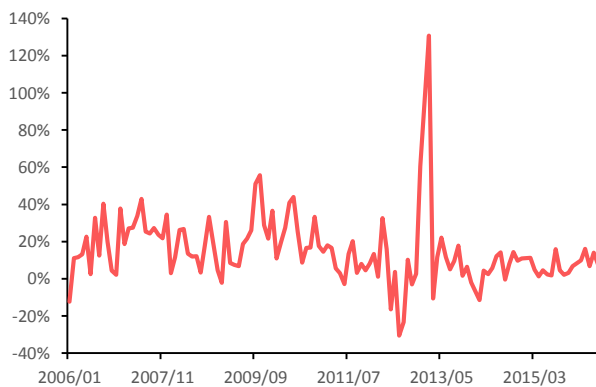
数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

图表 28: 糖果产量单月同比



数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

图表 29: 罐头产量单月同比



数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

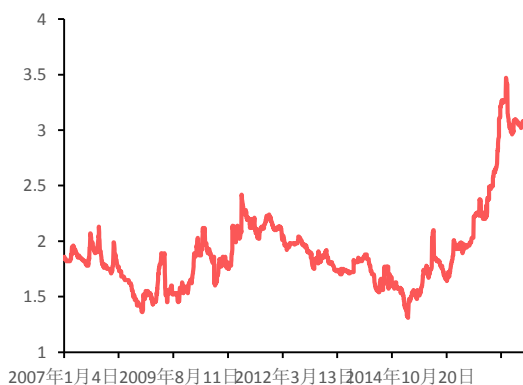
目前市场较关注替代问题，主要是由于淀粉糖和白糖之间的巨大价差引起关注，进入 2017 年白糖——淀粉糖价差已经高达 3000 元以上，这一价差足以使得下游终端用糖企业考虑使用替代糖，特别是我们看到西王的“玉米绵白糖”炒得火热，但我们不能忽视的是可替代性的问题，目前替代主要在饮料行业。近期调研显示，由于价差的存在，淀粉糖和白糖之间的替代还会持续，比如近期康师傅在一些饮料新品上开始使用果葡糖浆，但快速替代的时代已经基本结束，一方面可口可乐在去年 1 月初开始讲比例从 75%上调到 95%，百事也基本接近全替代，未来新增替代的空间极少；另外还有像统一这样的企业在今年反替代，即饮料中用白糖重新替代果葡

糖浆。

为了保守起见，我们在替代上依旧算最大新增替代量。可口可乐果葡糖浆使用比例从 75 上调到 95% 的传闻目前已经基本得到证实，并且该配方已从去年 1 月份开始使用。全国统一更改，那么新增替代量已经几乎可以确定有 10-15 万吨的果葡糖浆，即 8-12 万吨白砂糖。康师傅（市场占有率 16-18%）是否大范围更改，目前都还没有确切消息。用最大替代量估算，如果康师傅大规模更改配方，其可替代的白砂糖市场份额或高达 30-50 万吨。其他产品我们估计替代 10 万吨。合计最大新增替代量大概 70 万吨。

总体而言，我们既不能忽视替代问题，也不能对此神经过敏，在后期我们也将持续跟踪淀粉糖替代的变化。

图表 30：白糖淀粉糖比价



数据来源：布瑞克 华泰期货研究所

3、配额外进口利润出现反弹，我们要注意走私可能重新出现

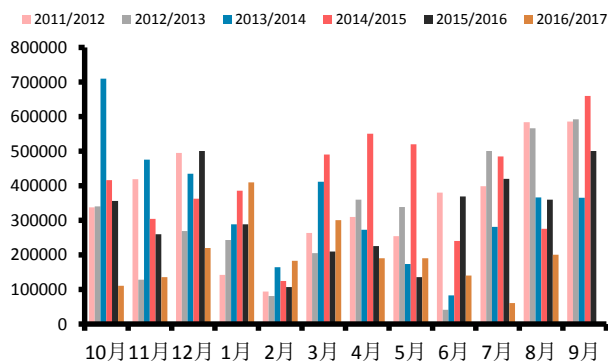
关于进口分为两个渠道，正常渠道与走私。

正常渠道我们可以看到，随着近期原糖反弹以及国内盘面走弱，目前 95% 关税的配额外泰国糖进口存在 100 元/吨左右的亏损。另外我们通过海关数据查看，海关数据显示，8 月我国进口糖 20 万吨，同比下降 16 万吨，环比增加 14 万吨。2017 年中国累计进口糖 167.32 万吨，同比减少 44.16 万吨，减幅为 20.88%。2016/17 榨季累计进口食糖 212.19 万吨，较 15/16 榨季减少 110.93 万吨，减幅 34.3%。8 月进口量同比依然减少，偏利多。

同时根据作者的了解，之前的走私来源主要是印度糖，近期走私糖主要则是缅甸当地生产的缅甸糖和巴西糖。根据笔者所了解的消息，2016 年夏天开始打击走私已经跨境深入木姐口岸，当地走私活动有所遏制。而到目前，我们要关注进口政策落地后，在内外价差扩大的背景下，是否会引发走私重新抬头，特别是通过台湾走私糖到东南沿海一带。

图表 31: 月度进口量

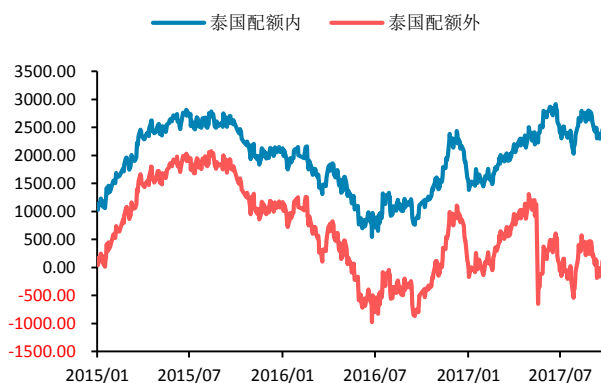
单位: 吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图表 32: 泰国糖进口盈亏

单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

国内外食糖基本面总结与策略

对于后期的展望, 一是看市场对印度产量的预期; 二是巴西下半年开榨进度的变化; 三是宏观上美联储缩表后的影响、美国与巴西政治格局变动、原油对巴西国内汽油以及乙醇的影响以及雷亚尔升值的幅度; 四是未来可能发生的拉尼娜能否对全球天气带来额外的影响; 五是白糖开榨前去库存情况; 六是市场对 17/18 榨季的产量预期变化; 七是抛储及其对现货市场的冲击情况。对于 2017 年后期走势, 我们也看到了抛储落地以及国内价格的下跌, 我们认为后续再往下跌的空间暂时已经不大, 特别是传闻广西地方储备出现流拍的情况下。而在此之后, 国内消化利空以及消费旺季的持续我们认为糖价仍将继续反弹。而行近年底, 随着对 17/18 榨季的产量炒作, 届时糖价可能重回跌势。

总体而言, 随着地方和国储抛储落地, 糖市利空基本出尽。同时, 目前的低库存和高基差使得 1801 合约反弹空间依然存在。中短期内投资者可以待价格企稳后, 逢低买入 1801 合约。期权方面, 现货商短期可在持有现货的基础上, 进行滚动卖出略虚值看涨期权的备兑期权组合操作。未来 1—2 年, 备兑期权组合操作可以作为现货收益的增强器持续进行。而价值投资者亦可以买入 (6300—6400 元/吨左右) 行权价的虚值看涨期权, 待糖价上涨使得虚值期权变成实值后, 平仓前期低行权价的看涨期权并继续买入新一轮虚值看涨期权 (行权价 6500-6600 元/吨左右), 并在糖价达到 6600 元/吨以上时逐步择机止盈。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2016版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com