

郑糖底部稳步提升

白糖：市场回顾和周度展望

本周原糖期货震荡为主，目前巴西已进入榨季，各机构预估 2017/18 榨季巴西中南部糖产量或将由 3530 万吨增加至 3660 万吨，从目前已经发布的预估数据看，机构及行业组织对 17/18 榨季供给过剩的预期越来越高，短期内，需关注巴西天气情况，若降雨，将会阻碍南部地区的榨糖进程，加之消费刺激，原糖或有一定的反弹空间。

郑糖本周整体走势偏强，现货价格稳中有涨。目前消息面利多因素偏多。广西已全部收榨，3 月产销数据公布，本榨季糖产量基本清晰，低于预期 960 至 1000 万吨。最近糖业会议传来的政策信息与严厉打击走私的态势，走私糖有所控制。若国储糖不投放，后期国内消费转好，需求转旺，糖价未来走势向好。

对于后期的展望，我们认为接下来，在原糖底部盘整、淀粉糖出现替代、资金紧张导致国内商品低迷、国内抛储以及走私抬头的情况下，国内糖将继续承压，同时将逐步见底。而到了夏季，随着对厄尔尼诺的炒作、国内快速去库存以及夏季消费旺季、中秋备货和进口政策尘埃落定的情况下，我们认为届时糖价有望出现新高。

策略方面：我们看到原糖下跌对白糖形成压力，北半球甘蔗压榨基本结束，同时 5 月食糖进口保障措施将对外公布，总体而言，1 季度做空的投资者可以随着价格的下跌逐步止盈，并逐步建立长期多单。

风险点：国际糖产量意外变化风险、国内宏观紧缩风险、巴西雷亚尔和人民币汇率风险、进口政策变动风险、资金炒作风险

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：

原糖继续下跌 国内现货挺价

2017-03-11

原糖利多出尽 国内逐步下跌

2017-02-25

原糖利多出尽 国内压力增大

2017-02-18

国际食糖市场分析

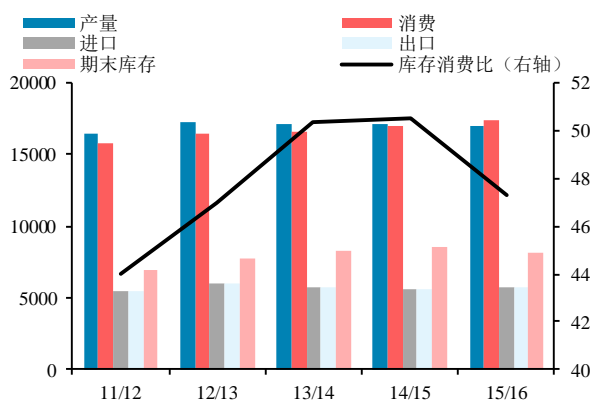
1、全球供需格局分析

外糖方面，1 季度行情出现下跌，2 季度巴西新榨季即将压榨，同时北半球逐步收榨，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，今年厄尔尼诺有可能卷土重来。NOAA（美国海洋气象局）在月报中认为拉尼娜已经恢复中性，而澳大利亚气象局则认为 2017 年厄尔尼诺有一半的概率在秋季发生，这也是后期我们所值得期待的。

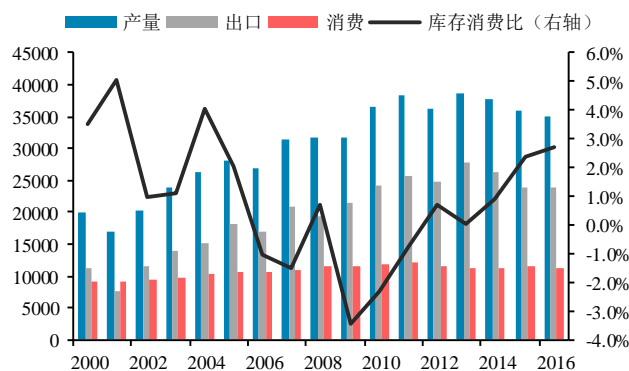
图表 5：全球供需平衡表

单位：万吨



图表 6：巴西供需平衡表

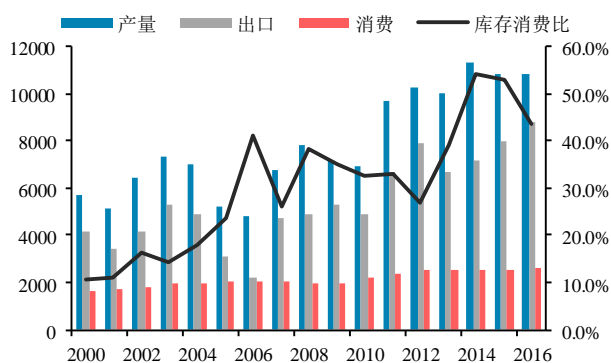
单位：千吨



数据来源：ISO 华泰期货研究所

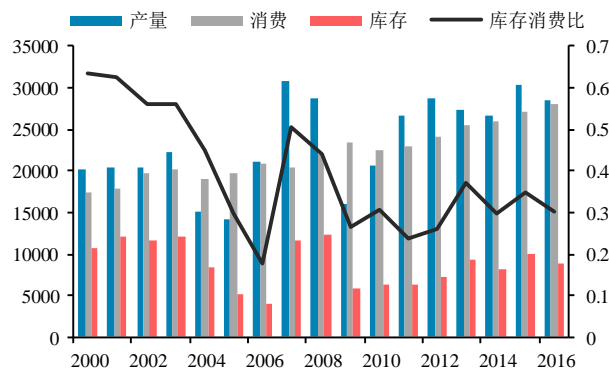
数据来源：USDA 华泰期货研究所

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。

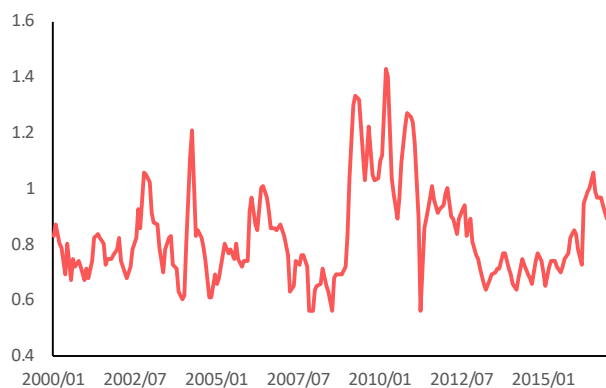
据巴西圣保罗州蔗产联盟（Unica）日前发布的数据，16-17 制糖年 3 月上半月巴西中—南部地区产糖 79000 吨，同比下降 48.8%；产酒精 1.61 亿公升，同比下降 28.3%，总体而言，最近一期双周报数据偏利多，但是对盘面影响不大。而在未来巴西即将开榨，我们将关注新榨季产糖的影响。

咨询机构 Datagro 前期报告中称，新榨季巴西糖产量有望增加约 200 万吨，乙醇进口水平将处于高位，因糖厂倾向于将更多甘蔗用来榨糖。Datagro 的首席分析师表示，尽管市场行情不错，但 2017/18 榨季巴西中南部地区的甘蔗产量不会较当前榨季有太大变化，因蔗田老化，以及天气反复无常削减明年产出潜力。明年巴西甘蔗压榨量预计介于 5.80-6.10 亿吨，当前年度为 5.97 亿吨。但其补充说，糖产量将增加。下榨季巴西糖产量料在 3,610-3,640 万吨，本榨季为 3,410 万吨。该分析师表示：“甘蔗农田的翻新率仍低于预期。” Datagro 预计糖厂将把更多甘蔗用来制糖，就像今年一样。Datagro 预计明年用于制糖的甘蔗比例将在 47.1-49.1%。2017/18 榨季巴西乙醇产量预计在 230.7-252.6 亿公升，今年为 260 亿公升。

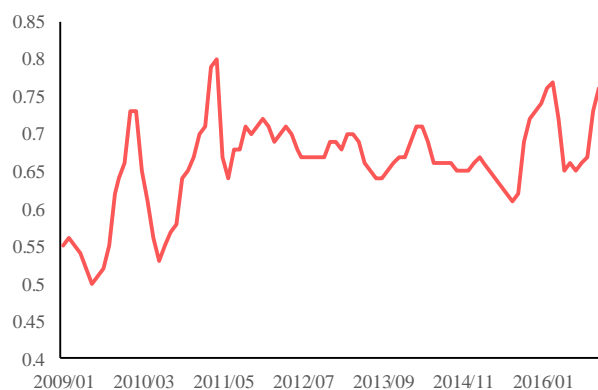
与此相反，尽管糖市前景光明，但巴西中南部甘蔗主产区下一年度的甘蔗产量将下降，因近年来对甘蔗田的投入减少，影响了作物产出潜能。巴西甘蔗行业协会 Unica 的技术部门主管表示，即便天气条件良好，该地区明年的产量也不会上升。该协会称，缺乏革新以及 6 月份的霜冻天气是甘蔗减产的主因。Unica 称，巴西多数糖厂将在 12 月初收榨。预计中南部地区 2016/17 年度甘蔗压榨量为 6.05 亿吨，处于预估区间低端。根据道琼斯消息，JOB Economia 预期巴西中南部 2016/17 年度甘蔗压榨量将下降至 6.32 亿吨，其在 4 月时预估为 6.44 亿吨。JOB Economia 预期巴西中南部 2016/17 年度糖产量为 3,500 万吨，4 月时预估为 3,480 万吨；预期乙醇产量为 275 亿公升，4 月时预估为 291 亿公升。

对于明年的巴西糖市，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。

另外，随着美元的反弹，巴西雷亚尔未来有可能出现贬值。这对后期的原糖价格不利。

图表 9: 巴西糖醇比价


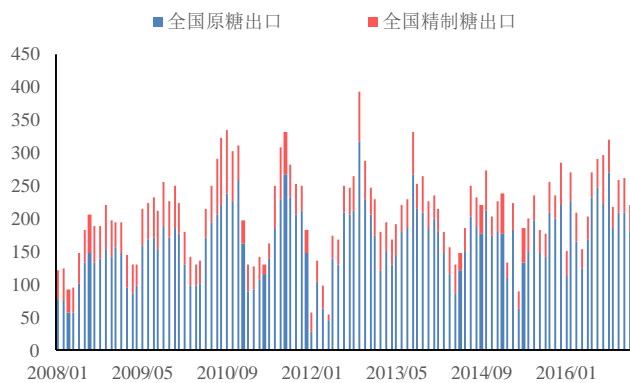
数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

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

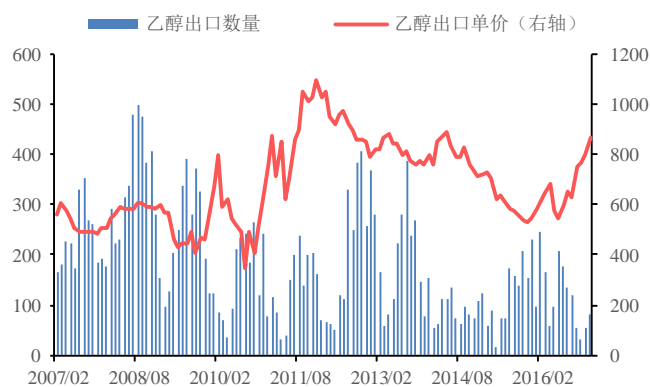
单位: 万吨



数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

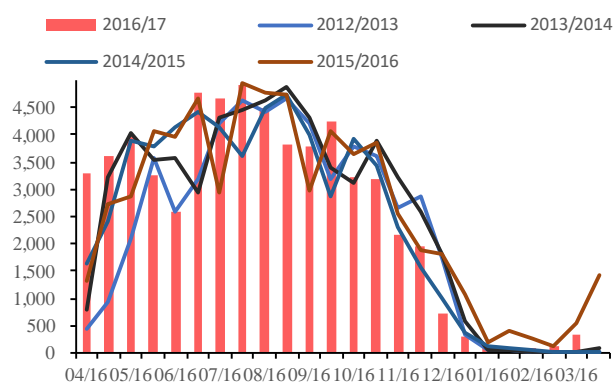
图表 12 巴西乙醇出口数量及单价

单位: 百万升, 美元/千公升



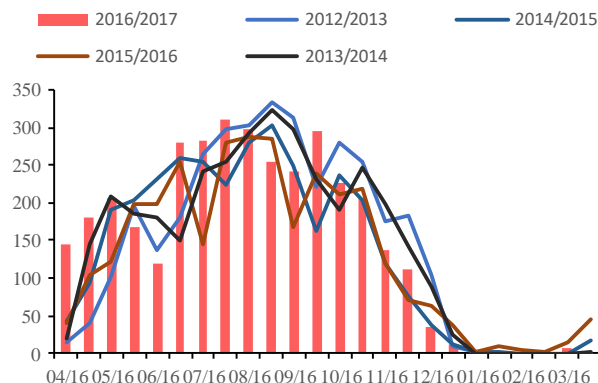
数据来源: 布瑞克 华泰期货研究所

图表 13 巴西中南部双周压榨数量 单位：万吨



数据来源：Unica 华泰期货研究所

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

泰国：年初干旱影响，16/17 榨季产量预估下调

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。Kingsman 对此的产量预估从 1170 万吨直接下调 210 万吨至 960 万吨，可压榨甘蔗量则是从 2015-16 榨季的 9400 万吨下调至 9200 万吨。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。

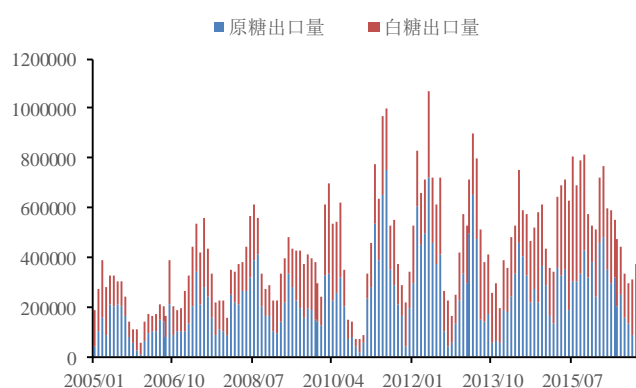
另外根据泰国甘蔗和食糖 10 年发展规划，泰国政府已批准新建 12 家糖厂，同时批准对现有糖厂进行产能扩充，如果新厂建设和老厂扩建如期推进，估计泰国糖厂的甘蔗日榨能力将增至 110 万吨。

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 3 月 23 日期间，泰国糖厂累计收榨甘蔗 8820 万吨，同比下降 5%，产糖 940 万吨，同比下降 1%。数据显示，16-17 制糖年截止 3 月 23 日泰国累计产白糖 270 万吨，同比下降 1%；产原糖 660 万吨，同比下降 3%。原糖和白糖的产量比 70:30，去年同期相当。目前泰国糖厂已进入收尾阶段，市

市场关注的重心将转移到糖厂的回炉上,初步预测今年泰国回炉的食糖总量介于 300-350 万吨之间。现阶段 OCSB 维持 16-17 制糖年 (10-9 月) 泰国收榨甘蔗 9200 万吨,产糖 960 万吨的判断。甘蔗产量和食糖产量均下降 2%;除此以外,据 OSCB 日前公布的数据,2017 年 2 月份泰国累计出口原糖 298650 吨,较去年同期 287319 吨的出口量增长 4%。另外,2 月份泰国产高等级白糖(HQW)的出口量同比增长了 20%,达到了 24.4 万吨,其中 15.3 万吨出口到了缅甸 (90000 吨) 和柬埔寨。至此,今年 1 季度泰国累计出口的 55.5 万吨 HQW 中,出口到缅甸的总量已达到 17.3 万吨,约占 HQW 出口总量的 1/3,2016 年 1 季度泰国累计出口 68.9 万吨 HQW,其中出口到缅甸的数量约占 24%,即 16.8 万吨。

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: 持续关注减产能否引发进口

关于印度 2016/17 榨季的产量,不同的机构给予了不同的评估。荷兰合作银行称,印度在 2016/17 年度中将进口 200 万吨糖,因该国消费量可能于七年来首次超过产量。该分析师称,在 10 月 1 日开始的 2016/17 年度中,印度糖产量可能下降至 2,330 万吨,因接连的干旱导致西部主要生产邦马邦甘蔗作物受损。其对印度糖进口量的预估是路易达孚商品公司周三给出的预估值的两倍。印度是全球最大的糖消费国,该国的进口可能进一步支撑全球糖价。目前糖价接近四年高位,因预期供应将短缺。相对于海外机构的评论,印度本国食品部长拉姆—韦拉斯—帕斯旺则认为,估计 10 月开始的 16-17 制糖年 (10 月-9 月) 印度的食糖产量将下滑 10.27%,至 2252 万吨,不过,国内市场上的食糖供给不会出现短缺现象。由于主产区天气干旱,15-16 制糖年印度的食糖产量已经减至 2510 万吨的水平。而印度糖厂协会 (ISMA) 则第三次下调食糖预期产量至 2030 万吨,消费需求从之前预期的 2420 万吨下调至 2380 万吨。而印度媒体报道,印度业界人士日前表示,考虑到马哈拉施特拉邦 (马邦) 糖厂即将停榨,估计今年即 16-17 制糖年印度的食糖产量可能比政府的预期低 10%。按照印度中央政府的预测,预估 16-17 榨糖年印度

的食糖产量将从 15-16 制糖年的 2510 万吨减至 2250 万吨的水平。不过，印度业界认为，最终的食糖产量或仅能下滑至 2000 万吨的水平。

从上面各机构预估中，我们可以看到，随着时间的推移，各机构越来越倾向于下调印度的产量，而这也成为国际糖市场关注的焦点。

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。

接合产量和需求量，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。而根据外电报道，尽管 16-17 制糖年印度食糖继续减产，ISMA 理事长 Abinash Verma 认为但印度无需进口食糖。如果 16-17 制糖年印度的最终产量与预期相符或者接近预期，印度就没必要进口食糖，因为印度还有 15-16 制糖年结余下来的 750 万吨库存糖，可以满足 2550 万吨的消费需求。但近期印度报业托拉斯报道，由于食糖供给急剧减少导致糖价突破了 40 卢比/公斤，目前印度马哈拉施特拉邦（马邦）糖厂呼吁政府取消 40% 的食糖进口关税，同时允许进口 100 万吨进料加工所需的原糖，并把复出口时间从现行的 6 个月展期到 36-48 个月。

按照印度糖厂协会（ISMA）发布的最新数据，由于卡纳塔克邦已经停榨，加上马哈拉施特拉邦（马邦）的生产也进入尾声，16-17 制糖年（10 月-9 月）截止 2017 年 2 月 28 日时印度食糖产量仅达到 1624.5 万吨，较去年同期 1994.3 万吨的产量下降了 18.54%。数据显示，16-17 制糖年印度有 483 家糖厂参与制糖，截止 2017 年 2 月 28 日时印度全国已有 257 家糖厂在制糖，去年同期仍在制糖的糖厂则多达 390 家。另据托拉斯报道，随着最后两家糖厂因没有甘蔗准备停榨，16-17 制糖年（10 月-9 月）印度马哈拉施特拉邦的食糖产量下滑至 10 年来 420 万吨的最低水平。

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%。

在新的一年里，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

国内食糖市场分析

国内食糖仍处于增产的拐点, 新榨季仍将去库存

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。目前公布的 16/17 榨季广西甘蔗收购价的 480 元/吨甘蔗收购价将提升广西制糖成本至 5800-6000 元/吨一线。如果 2017 年走私能够得到控制, 那么去库存仍有望得以持续。

而截至 2017 年 2 月底, 本制糖期全国共生产食糖 715.67 万吨, 同比增加 97.32 万吨。其中, 产甘蔗糖 615.62 万吨, 产甜菜糖 100.05 万吨。累计销售食糖 277.01 万吨, 同比增加 28.84 万吨, 累计销糖率 38.71%, 同比减少 1.42%。其中, 销售甘蔗糖 233.98 万吨, 销糖率 38.01%, 销售甜菜糖 43.03 万吨, 销糖率 43.01%。

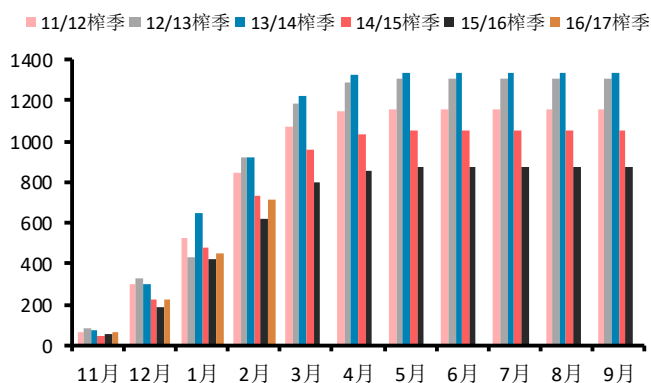
从单月销糖数据来看, 中糖协给出的 2 月产量数据增加, 同时单月销售数据也增加, 总体工业库存同比偏大, 对糖厂压力也日益增加。

另外从 11 月初桂林糖会可以得知, 中糖协为新榨季的产量总体预估量在 1000 万吨左右, 但我们认为实际产量达不到这样的高度。后期我们将跟踪春季云南糖会所公布的最新产量预估。

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。在新的一年里, 如果没有出现大规模的淀粉糖替代, 那么总体消费还将维持稳定。

图表 17: 全国月度产量

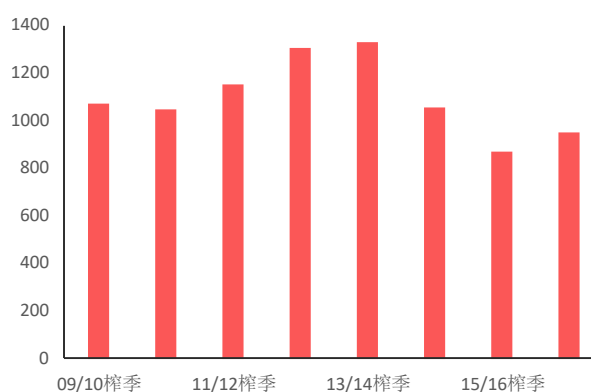
单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图表 18: 全国食糖产量

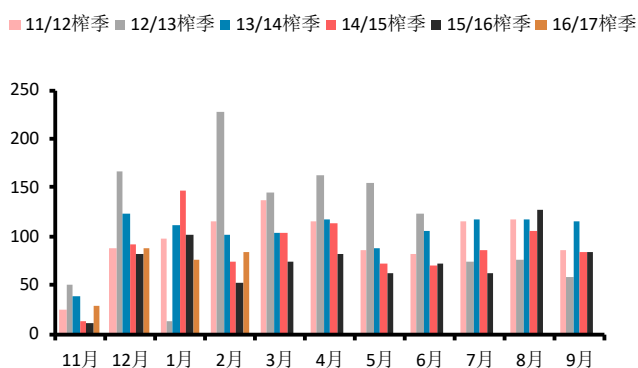
单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图表 19: 全国月度单月销量

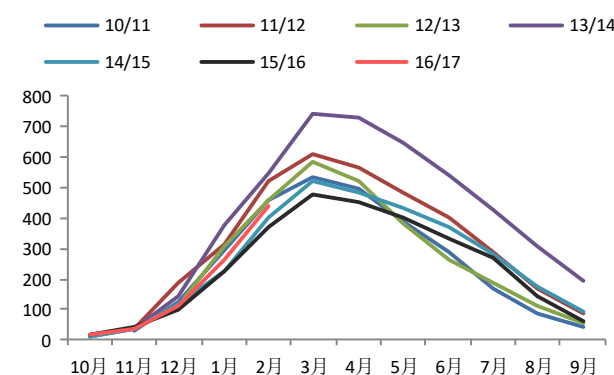
单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图表 20: 全国糖工业库存

单位: 万吨



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, 一是看后期印度在夏季进口方面对市场是否还存在预期之外的变化; 二是市场对于巴西 4 月开始的新榨季开榨前是否会进行炒作; 三是宏观上美联储 3 月加息后对商品市场的影响、原油对巴西国内汽油以及乙醇的影响以及雷亚尔贬值的幅度; 四是未来可能发生的厄尔尼诺能否对全球天气带来额外的影响; 五是国内走私抬头后, 打击走私的力度能否加强; 六是国内玉米及淀粉价格是否大幅波动以对整体甜味剂市场带来变化。对于 2017 年走势, 我们认为 2 季度, 在原糖底部盘整、淀粉糖出现替代、资金紧张导致国内商品低迷、国内抛储以及走私抬头的情况下, 国内糖将继续承压, 同时将逐步见底。而到了夏季, 随着对厄尔尼诺的炒作、国内快速去库存以及夏季消费旺季、中秋备货和进口政策尘埃落定的情况下, 我们认为届时糖价有望出现新高。

我们看到原糖下跌对白糖形成压力，北半球甘蔗压榨基本结束，同时 5 月食糖进口保障措施将对外公布，总体而言，1 季度做空的投资者可以随着价格的下跌逐步止盈；而在月差方面，近期 5-9 价差出现波动，目前的价差结构类似于去年 11 月的 1701-1705，投资者也可以进行 1705-1709 的正套操作。同时为了配合 4 月 19 日开始挂牌的白糖场内期权，我们也在普及白糖相关期权知识，敬请关注华泰期货网站和公众微信号。

● 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