



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王建锋 0571-87839284

wangjianfeng@nawaa.com

投资咨询证号：Z0010946

助理研究员：

边舒扬 0571-87839261

bianshuyang@nawaa.com

新旧交替关注抛储

摘要

三季度郑糖总体保持稳步上涨的态势，尤其是9月底的这一波加速上涨使得糖价连续创新高。于减产格局以及进口管制的大方向看，并且伴随着打击走私效应的进一步增强以及公路运费的提高，四季度国内糖市仍然会继续强势上行。总体而言，郑糖四季度总体上涨势头不变，但是应该不会出现如9月底这般强势上涨，需要注意抛储和新糖上市、美联储加息等不确定性风险。

目录

第 1 章 行情回顾及策略建议	4
第 2 章 政策市的控制力加强	5
2.1. 全球减产忧虑进一步加剧	5
2.2. 商务部对进口糖进行保障措施立案调查	7
2.3. 瑞丽口岸联检中心至姐告边境贸易区即将实行封闭管理	8
2.4. 公路货车运输运费单价上调	9
2.5. 抛储成为后市一个重要的供应渠道	9
2.6. 国际环境与印度进出口问题	10
2.7. 商品市场分析	11
第 3 章 总结及策略	11
南华期货分支机构	12
免责声明	14

图表目录

图：郑糖走势图	4
图：巴西出口价格指数-千吨.....	5
图：白糖产销统计表-万吨.....	6
表：15/16 年度全国食糖产销进度表	7
图：14/15 制糖年以来中国原糖月度进口情况	8
图：汇率转换后的内外价差.....	9
图：南华商品综合指数（周线）	11

第1章 行情回顾及策略建议

今年三季度，郑糖走势呈现震荡上行的局面，虽然整个季度的涨跌和上个季度相比只能算小巫见大巫，但是三季度1月合约的期价还是突破了6600的整数大关。近期商务部立案调查的公告使得行情变得更加坚定了。我们认为，基于减产格局以及进口管制的大方向看，并且伴随着打击走私效应的进一步增强以及公路运费的提高，四季度国内糖市仍然会继续强势上行。一系列的措施有很大的程度上给了国储糖抛储让道，届时抛储糖会成为真正的抢手货。

策略建议：前期多单继续持有，可以进行滚动操作。套利方面，可以伺机进行买1抛5的正套操作。

图：郑糖走势图



数据来源：文华财经 南华期货研究所

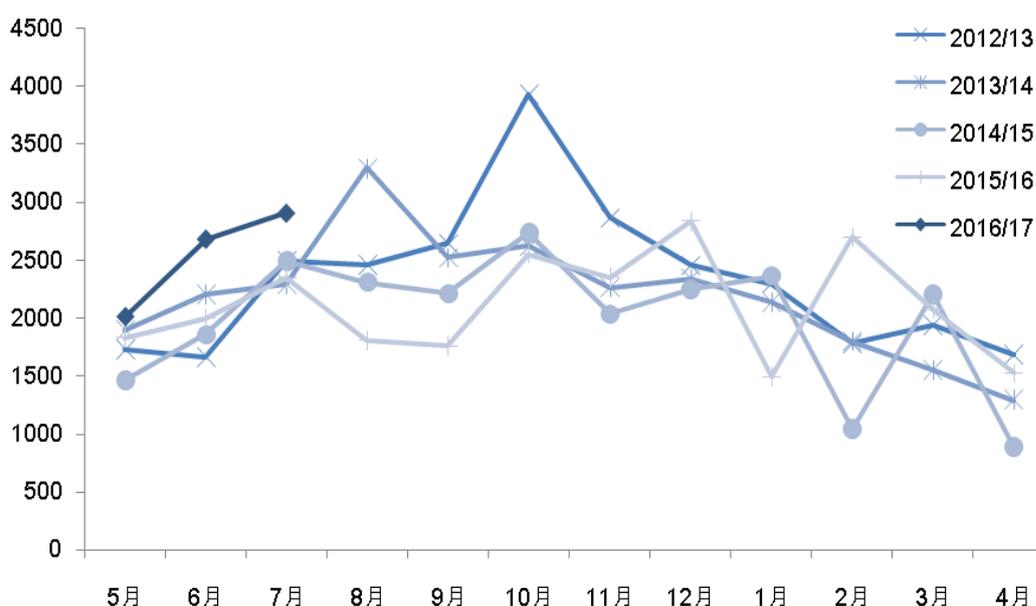
第2章 政策市的控制力加强

2.1. 全球减产忧虑进一步加剧

Platts Kingsman 9月26日将全球2016/17年度(10月/9月)糖市供应短缺预估上调57万吨,至645万吨。对于2015/16年度,该机构预计全球糖市供应将短缺521万吨,较此前预估上修20万吨。这只是机构预估的一个缩影,8月以来多家机构均有上调缺口预估,全球减产的忧虑进一步加剧,国际糖价也再次大幅上涨。

三季度在国际上一个最大的变化是巴西产量的高估。受降雨影响,巴西蔗产联盟(Unica)公布的8月下半月巴西中南部甘蔗产量仅为254万吨,低于上半月的297万吨,糖厂压榨量为3831万吨,同样低于上半月的4480万吨,较上年同期减少19.3%。标普(S&P Global Platts)分析数据显示,9月上半月巴西中南部预计榨蔗3990万吨,同比增长34.5%,较8月下半月增长4%。标普预计中南部甘蔗糖分为144.11公斤/吨,同比下降2.6%,较8月下半月下降1.2公斤/吨。此外,由于国际糖价持续上涨,巴西目前的醇糖比已经调整为45.7:54.3甚至更低,乙醇产量明显下降。8月巴西出口白糖73.61万吨,环比跳升了60.3%,9月最后一周巴西桑托斯港待装运船降至23艘,环比下降9艘。从巴西农业部公布的数据显示,8月底的库存显示略低于779万吨,同比下降10%。9月,巴西糖厂也开始不停的增加机械设备购置数量,近期糖厂也几乎运行了全部产能。可以说巴西已经很尽力的产糖了,但是在短期内还是可以很明显的感觉到供不足需的存在。不过,从后期看,巴西圣保罗州降水偏少,有利于压榨,巴西今年产量预估在3430-3600万吨之间。

图：巴西出口价格指数-千吨

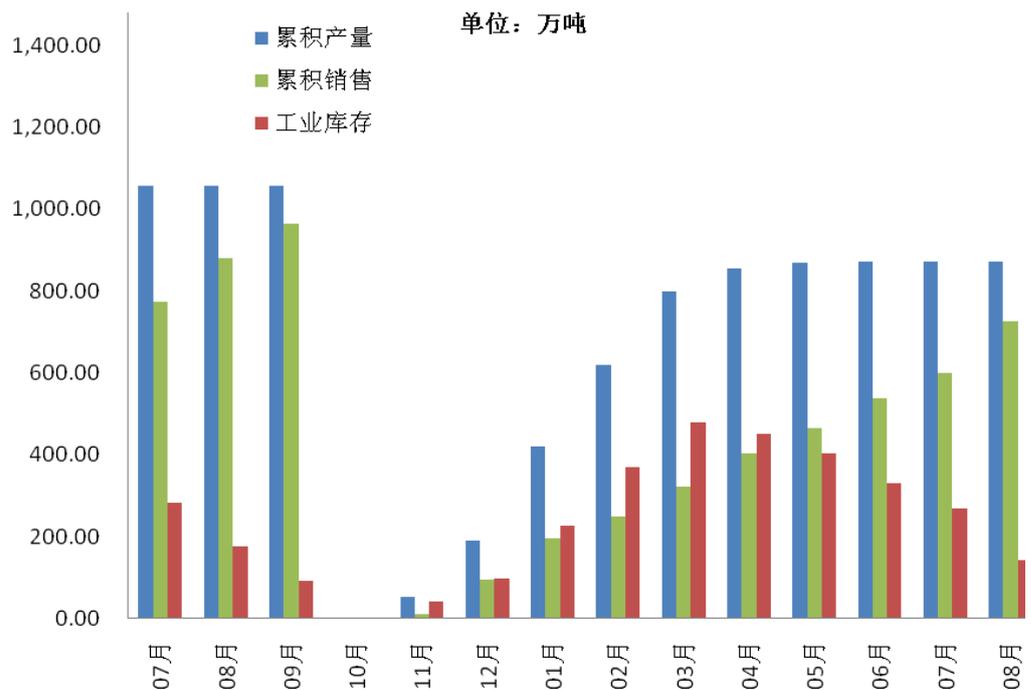


数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

四季度，巴西主导糖市的因素将在亚洲地区开榨后渐渐消淡，第二产糖国印度新榨季的糖产量就变得至关重要。近期，印度全国营联糖厂协会称，该国 16/17 榨季糖产量或为 2300-2350 万吨，同比下降 6.37%，低于本年度的 2510 万吨。印度原本是自产自销的国家，但是厄尔尼诺导致的大干旱使得印度大量的宿根蔗死亡，甘蔗种植面积大幅下滑，而夏天的季风雨也并没有达到预想中的量。8 月底，印度中央政府要求各邦政府在 9-10 月对食糖库存设限，在 9 月 30 日和 10 月 30 日前必须售卖 37%和 24%以上的可用库存，以抑制国内糖价上涨。下榨季印度从净出口国转变为净进口国的概率上升。

国内方面，我们以银川会议公布的统计结果作为主要参照依据。16/17 榨季，广西种植面积基本保持不变（15/16 榨季 1200 万亩），云南比原有减少（15/16 榨季 448.7 万亩），广东略增（15/16 榨季 176 万亩，16/17 榨季预估 187 万亩），其余地区略有增加。可以说总体种植面积没有很明显的倾向性变化。假设出糖率提高的前提下，16/17 榨季全国产量应该相较 15/16 榨季会略有增产，预计在 900-950 万吨左右，即便是消费继续下滑 3%，市场依旧处于供应偏紧的格局。

图：白糖产销统计表-万吨



数据来源：糖业协会 南华期货研究所

表：15/16 年度全国食糖产销进度表

省 区	截至 2016 年 8 月底累计		
	产糖量	销糖量	销糖率
全国合计	870.19	726.88	83.53
甘蔗糖小计	785.21	651.38	82.96
广 东	63.09	47.45	75.21
其中：湛 江	52.76	34.53	65.45
广 西	511	417	81.6
云 南	191.04	140.37	73.48
海 南	15.09	11.89	78.79
其 他	4.99	4.67	93.59
甜菜糖小计	84.98	75.5	88.84
黑龙江	1.1	1.1	100
新 疆	43.23	35.16	81.33
内 蒙 古	28.4	27	95.07
河 北	9.75	9.74	99.9
其 他	2.5	2.5	100

数据来源：WIND 南华期货研究所

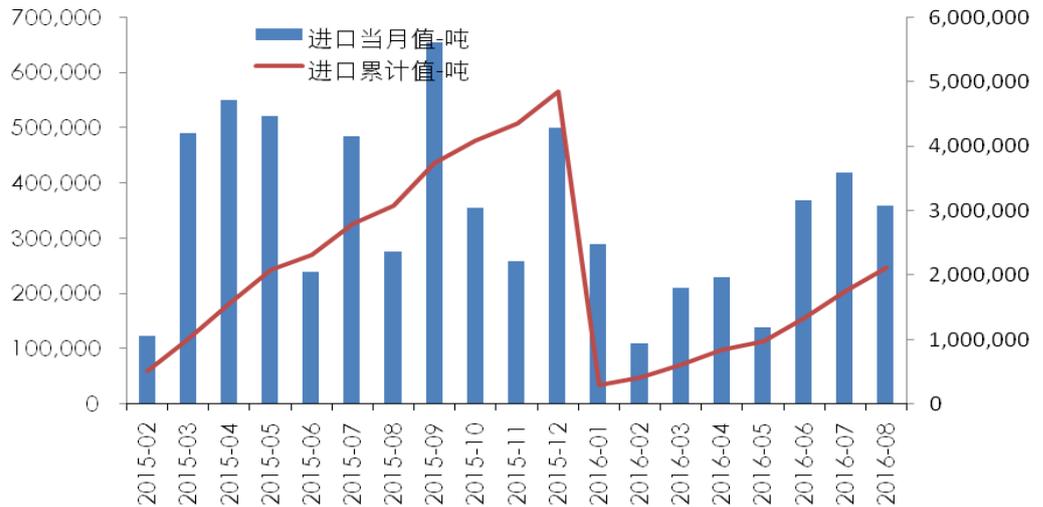
2.2. 商务部对进口糖进行保障措施立案调查

9月22日，商务部发布公告，对进口食糖进行保障措施立案调查。调查期为2011年1月1日至2016年3月31日。该调查出台的主因是国内糖企在过去几个榨季遭受了巨大亏损，而外来糖的冲击显而易见。当然有一种说法是对某国反倾销的回应，但是本次调查涉及国外公司共25家，其中巴西4家、澳大利亚9家、泰国9家、韩国3家，说明并不是针对某国，其中关系复杂程度较大，目前也很难说清楚。如果调查结果成立，商务部将做出相应裁定，进口糖或将面临关税提升和进口数量受限的局面，国内糖企有望从中受益，赢得更大的市场空间。

申请书中提到，申请对进口食糖实施临时保障措施，配额内食糖进口关税提高140.9%，配额外食糖进口关税提高105.9%。立案调查有6个月之久，也很有可能在这

期间提前结束调查，如果后续实行该关税政策，那么进口糖源将得到遏制，国内糖价会在一定时期脱离与国际糖价的联动关系，随着糖源的减少势必会使得国内糖价进一步上涨，有利于后续进一步的放储以补充国内糖源。与此同时，国内加工糖企业会受到重创，其产能利用率可能从 40% 下降到 20%，由于货源短缺只能更多的去接国储陈糖进行加工，因此不排除部分加工厂破产倒闭的可能。当然最终调查后如果维持现状也是有可能的，此时糖市的供应环境依旧会保持原有结构框架中。

图：14/15 制糖年以来中国原糖月度进口情况



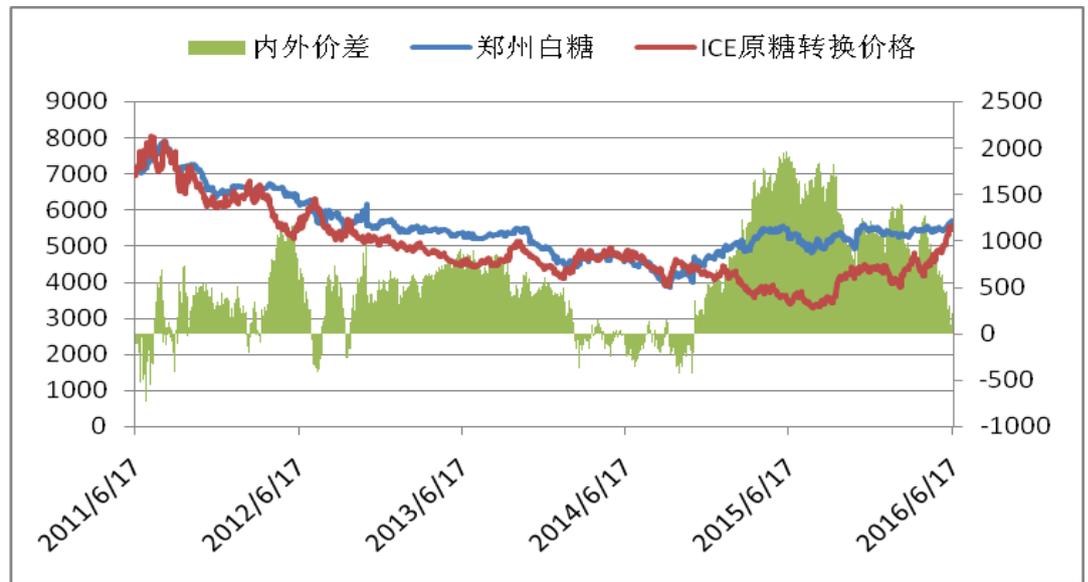
数据来源：海关总署 南华期货研究所

2.3. 瑞丽口岸联检中心至姐告边境贸易区即将实行封闭管理

为进一步规范瑞丽口岸进出口贸易秩序，营造良好经济社会环境，瑞丽政府将对姐告边境经济贸易区实行封闭管理。这意味着在新的经济发展形势下，姐告“境内关外”海关特殊监管模式的性质再度明确，姐告边境经济贸易区自 2000 年 4 月 24 日实施“境内关外”海关特殊监管模式以来，经姐告进出口的中缅贸易连续多年来占云南省对缅贸易的 60% 以上，占全国对缅贸易的 20% 左右，出入境人流量、车流量、货运量连续多年均居云南省首位。本次封闭管理也表明了政府对边境贸易的高度重视所采用的实质性的措施更有效合理的处理边境贸易情况，为打击走私等边境贸易问题迈出重要一步。

今年走私极度猖獗，走私糖的数量超过了连续几年的总和，严重阻碍了本国糖业的发展，从国家层面到地方政府、公安部门、糖业协会等各个阶层采用了各种打击走私违法犯罪的措施以遏制走私糖对国内糖市的冲击。9 月 23 日凌晨 4 时，海关总署缉私局统一指挥，再度打掉了 7 个走私团伙，打击走私犯罪取得重大成果。可以预见，后续打击走私的道路还会继续走下去，下榨季走私量应该会减少很多。当然还是那句话，有利润就会有人铤而走险，“有钱能使鬼推磨”，如果立案调查结束并且最终提高了关税，内外糖差价会再度被拉开，届时走私的火苗会再度被点燃，打击走私任重而道远。

图：汇率转换后的内外价差



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

2.4. 公路货车运输运费单价上调

从有关部门了解到，《超限运输车辆行驶公路管理规定》自 2016 年 9 月 21 日起施行，相比原标准，新标准在超限方面明显收紧，六轴货车车货总重由原来的 55 吨降为 49 吨。这意味着，公路货车运输运费单价将会上调。可以预见的是，公路运费的提高对云南的影响较大，成本提升作用明显。措施实行后，云南明显受到运费上涨的问题销量较广西偏低，成交依旧不是很理想。

2.5. 抛储成为后市一个重要的供应渠道

早在今年二季度，抛储的传闻就已经有了。今年广西临储了 50 万吨到了之前说的临储期也没有进行抛储。国家层面上，只有符合就是国内市场出现了价格较高涨幅较大形成供不应求的局面的条件下才可能抛储，并且由于国储糖都是陈糖，需要进行回炉再加工，成本方面的考虑也在其中。因此，在多次内部会议讨论后依旧没有给出确切的具体的抛储标准和要求。

最近，又有抛储传闻说，抛国储 30 万吨。广西地储 50 万吨，合计 80 万吨，这与此前说的 30-50 万吨的抛储量有一定的差异，因此不能进行捕风捉影，但是我们依旧能从中找到一些蛛丝马迹。首先是抛储时间，从历史上看，10 月-11 月之间是历次抛储的集中区间，从供求的角度看，此时正是新榨季还未开始或者刚刚开始而老糖消耗殆尽的时期，在此期间会形成一个短暂的真空期，而 9 月底到 10 月初期间也很容易形成期价上涨的情况，结合此前 10 月中旬的抛储传闻，这也是符合历史规律的。其次是抛储量，抛储量的多少很大程度取决于市面上缺多少糖，尽管 9 月产销数据需要国庆后出来，但从目前的市场行情看销量已经接近饱和，至少产区的情况是这样，销区还是有一定的储备量的，从此次传闻的抛储量的增加也能看出端倪。其三，我们注意到本次抛储的大头在广西的地储，该储备是今年刚刚临储的，先抛掉也是很合理的，该类糖相比较国储品

质相对较好，不需要怎么进行加工就能够投入到市场使用。最后是怎么抛的问题，历年抛储是分批次抛基本上 20 万吨左右，如果本次抛储一下子抛 80 万吨，那么糖价在短期内会有一个较大幅度的跌幅，分批抛就没有那么大的风险，这是最值得关心的问题，当然我们也相信国家抛储是为了稳定糖价，不会一下子抛储那么多的量，应该如往年一般分配抛储。

那么抛储的后果是什么？国家层面当然是为了扩充糖源，保持供需平衡和稳定糖价。本次国庆节前糖价的大幅度上涨也是存在为后期抛储开路的这样一个预期。我们认为后期抛储后糖价会有一些的回落，也不排除在抛储先市场先反应抛储预期价格先下调，由于进口关税还存在变数，很可能抛储后抛储糖会受到热捧，这就会形成价格先跌后涨的情况，长期来看为后市白糖市场的健康发展还是很有好处的。

2.6. 国际环境与印度进出口问题

全球宏观看美国，四季度主要看美国大选和 12 月加息的情况。美国大选目前看摇摆的比较厉害，双方博弈还会继续，这会使得商品市场的动荡加剧，对于白糖市场而言更多的则是考虑汇率的影响，尤其是巴西雷亚尔的影响。

但是，这些因素都不是左右糖价的主因，甚至不能称为主要原因之一。真正的糖的国际隐患还是印度。印度作为全球糖市第一大消费国和第二大产糖国，在国际上有举足轻重的地位。我们知道印度主要以自产自销为主，消费量基本上要维持 2600 万吨以上，并且在持续增长，产量则大致上保持在 2700-3000 万吨之间，一直以来都是净出口国家。但是由于今年超级厄尔尼诺导致的大干旱，使得印度产量大幅下滑，15/16 榨季仅仅只有 2510 万吨，七年来首次出现了产不足需的情况。

早在 8 月底，印度政府就要求各邦政府在 9-10 月份对食糖库存设限，以抑制国内糖价上涨。在食糖部长库存设限的声明中有如下预计：在 9 月 30 日和 10 月 30 日前必须售卖 37% 和 24% 以上的库存。其实消耗库存只是饮鸩止渴，真正能够解决供应问题的还是在于进口。根据贸易剧透 ED&F Man 最近称，印度 16/17 榨季产量预计为 2250-2300 万吨。印度糖厂协会首个正式产量预估数据显示，该国 16/17 榨季预计产糖 2337 万吨，较 7 月初步预估的 2326 万吨增长 0.5%，或 10.1 万吨，较 15/16 榨季预估的 2700 万吨下降 13.4%，也就是说减产 7%。如果真如所料这必然会导致印度由净出口国转变为净进口国。因为如果不进口，印度 17/18 年度初的库存量就太少了。而根据路易达孚的预估，16/17 年度印度可能进口 100 万吨糖。

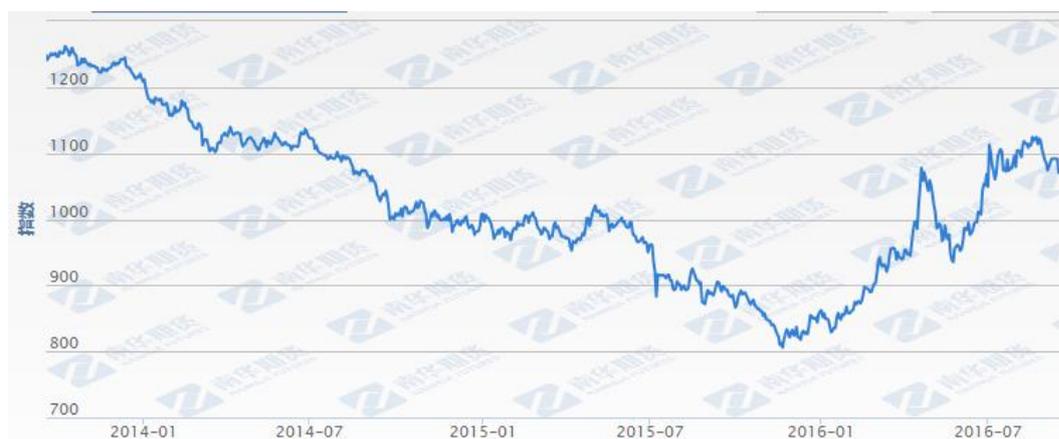
最终印度进口糖的数量需要取决于 16/17 榨季的期末库存量，预计那时候的库存只有 400-500 万吨，也仅仅只够两个月的消费量，但是不足以弥补间作期其余月份的消费，还是差了有大概 150-200 万吨的量。目前印度关税为 40%，由于目前国际糖价不断上涨，最终的进口价格应该会高于 40 美分/磅，而印度国内的价格仅仅只有 26 美分/磅左右，因此印度方面肯定也会考虑如何调整进口比例以解决高糖价问题。

一旦印度转变为净进口国，原本就紧缺的全球糖源就会变得更加紧张，供应缺口会被扩大，后续国际糖价继续上涨的概率会再度上升。那么无论我国的关税替补提升，国内糖价都会上涨。

2.7. 商品市场分析

今年三季度，整个大宗商品起起伏伏，并没有形成实质性的上涨。在南华商品指数上，我们可以看到今年三季度大宗商品走势整体呈现一个高位震荡的区间，相比较而言白糖三季度的走势则要更强一些，其实白糖前三个季度都没有出现较大的回调幅度，相比较黑色、油粕类等其他品种稳定性要更强一些。

图：南华商品综合指数（周线）



数据来源：南华期货研究所

第3章 总结及策略

上文我们主要分析了国内外食糖所面临的情况，主要分析了四季度对糖市影响的因素。我们认为，基于减产格局以及进口管制的大方向看，并且伴随着打击走私效应的进一步增强以及公路运费的提高，四季度国内糖市仍然会继续强势上行。一系列的措施有很大的程度上给了国储糖抛储让道，届时抛储糖会成为真正的抢手货。而国际方面由于巴西产量被高估，印度下榨季转为净进口国成为大概率事件，因此我们认为国际原糖的价格总体上涨态势不变。

操作上我们建议前期多单继续持有，可以进行滚动操作。套利方面，可以伺机进行买1抛5的正套操作。由于9月底价格涨幅较大，需要警惕回调风险，同时需要关注抛储信息，防止抛储时与预期相差过大的风险，同时需要应对四季度新糖上市的冲击，以及美联储加息等政治风险。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 室
电话：0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88200279

温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
电话：0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 号
电话：028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号金地商务大厦 11 楼 001 号
电话：0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话：0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
电话：022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话：02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话：021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

广州营业部

广州市天河区河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话：020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话：0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611626

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话：010-63161286

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话：0573-80703002

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层 3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825（魏瑶电话）

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室
电话：0592-2120366

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号
电话：0452-5883883

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net