



步履蹒跚

摘要

2017年受到全球恢复性增产预期的影响，原糖在经历了上半年的大跌后，下半年基本维持在低位宽幅震荡格局。我们认为2018年全球食糖供应过剩明显，但由于此前价格已经有明显消化，预计2018年原糖仍难于摆脱底部区间震荡的格局。2018年国内糖市供需结构很可能进入一个相对平衡的态势，但郑糖盘面会存在阶段性失衡的可能性，我们需要重点关注今年的产量是否能够符合预期，进口与抛储之间的此消彼长的过程，以及必须承认走私常态化的现实。郑糖整体的走势可能维持震荡下行的局面。

操作上我们建议前期长线空单继续持有，同时空单需要注意不断向远月转移。1月合约交割后需要关注5-9正套的可能性。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

边舒扬 0571-87839261

bianshuyang@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012647

严兰兰 0755-82777923

投资咨询证号：

Z0000591

目录

第 1 章	行情回顾及策略建议	4
第 2 章	全球供需之供给过剩	5
2.1.	全球供给过剩	5
2.2.	聚焦巴西下榨季糖产量预估	5
2.3.	泰国出口预计增加	8
2.4.	印度食糖自给自足	10
2.5.	欧盟由净进口转为净出口	11
第 3 章	国内下跌周期性犹存	13
3.1.	17/18 榨季产量将影响上半年走势	13
3.2.	进口可能比原设想的要多	14
3.3.	抛储将与进口产生博弈	16
3.4.	消费恢复背后的隐患	17
3.5.	关注价差的周期性	18
第 4 章	总结及策略	20
	南华期货分支机构	21
	免责声明	23

图表目录

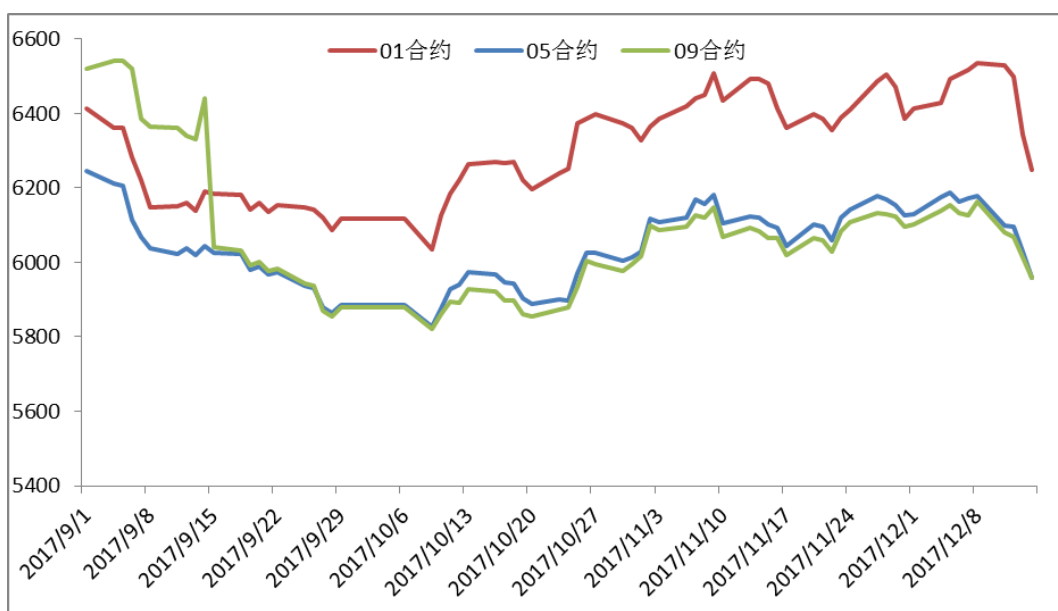
图 1.1.1: 郑糖走势图	4
图 2.1.1: CFTC 持仓变化	5
图 2.2.1: 巴西中南部甘蔗制糖比	6
图 2.2.2: 巴西乙醇汽油价格比	7
图 2.2.3: 巴西食糖月度出口	7
图 2.2.4: 美元兑雷亚尔	8
图 2.3.1: 泰国产糖量及出口量 (单位: 千吨)	9
图 2.3.2: 泰国出口台湾精制糖量(单位: 万吨)	9
图 2.4.1: 印度食糖生产进度(单位: 千吨)	10
表 2.5.1: 欧盟食品类用糖产供销一览表 (单位: 千吨)	11
表 3.1.1: 2017 糖料种植情况及 2017/18 年制糖期产量预计	13
表 3.1.2: 17/18 年度全国食糖产销进度表	14
图 3.2.1: 汇率转换后的内外价差	15
图 3.2.2: 11/12 制糖年以来中国原糖月度进口情况	15
图 3.3.1: 16/17 制糖年国储收抛储情况 (万吨)	16
表 3.3.1: 供需平衡表	17
图 3.4.1: 软饮料产量 (万吨)	17
图 3.6: 含糖食品用糖权重	18
图 3.5.1: 历史上的 5-9 价差	19
图 3.5.2: 历史上的 9-1 价差	19

第1章 行情回顾及策略建议

2017 年大宗商品整体波动剧烈，农产品整体表现要明显弱于工业品。受到全球恢复性增产预期的影响，原糖在经历了上半年的大跌后，下半年基本维持在低位宽幅震荡格局。恢复性增产在国内同样影响深远，尽管贸易救济案后的关税上调使得国内糖价的下跌幅度和下跌速度远不及原糖，但是依旧无法阻挡下跌周期运行的脚步，郑糖在进入 8 月以后始终处于上下几百点宽幅震荡的格局，9 月底一度下破成本线。随着南方地区的开榨，17/18 制糖年正式进入开榨高峰，虽然 2017 雨水偏多可能产量并不如预期那么好，但是今年的甘蔗长势为历年来最好，糖价恐难以恢复到此前水平，2018 年全年将呈现震荡偏弱格局。

策略建议：前期长线空单继续持有，同时空单需要注意不断向远月转移。1 月合约交割后需要关注 5-9 正套的可能性。

图 1.1.1：郑糖走势图



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

第2章 全球供需之供给过剩

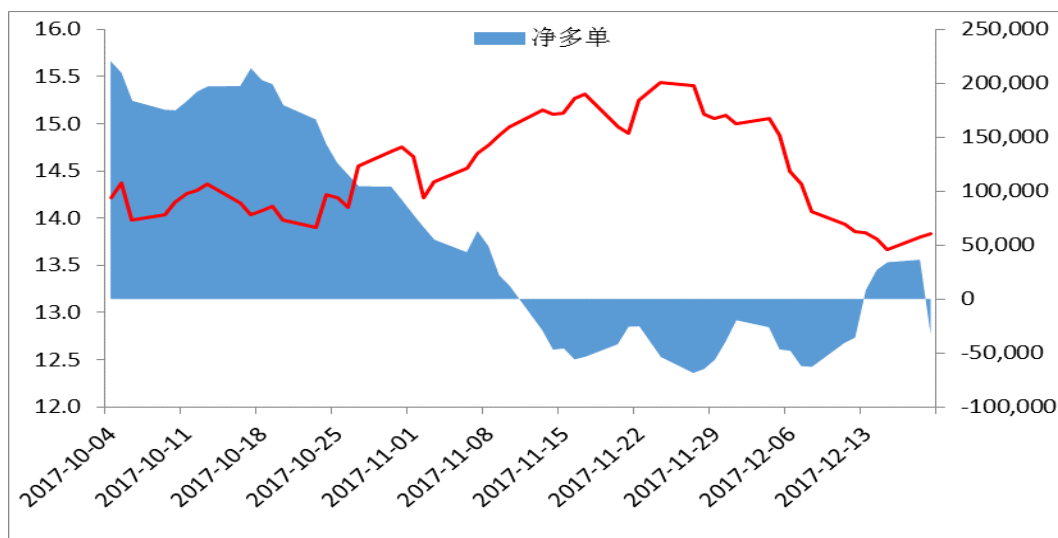
北半球产糖国多数增产，国际糖市供给过剩格局基本确定，但预期已基本消化，2018年原糖走势如何，建议主要关注包括巴西天气、糖厂制糖比的调整及套保压力的释放，糖市放开后泰国食糖的出口增幅和欧盟食糖进出口的变动等因素。我们认为2018年原糖价格继续下跌的空间较有限，但向上则会受到基本面的滞压。

2.1. 全球供给过剩

食糖供求基本面上，近些年全球食糖需求缓慢增长，基本面研究主要聚焦供给方面。全球蔗糖主产国主要有巴西、泰国、印度，甜菜糖主要有地处北半球高纬度地区的欧盟生产，后续我们会专门针对这几个国家/地区的食糖基本面以及其对于国际食糖市场的影响力方面做些分析。

对于 2017/18 年度全球食糖基本面预估，我们以权威机构国际糖业组织 ISO 最新的数据作为参照。ISO 8 月 18 日预计，2017/18 年度全球糖市预计供应过剩 460 万吨，2016/17 年度为短缺 390 万吨。ISO 在季度报告中称，2017/18 年度全球糖产量预计将攀升近 7%，至 1.793 亿吨。主要因印度、欧盟、泰国和中国产量增加带动了全球产量增长。ISO 预计全球糖消费量增加 1.8%，至 1.747 亿吨。

图 2.1.1: CFTC 持仓变化



数据来源：CFTC 南华期货研究所

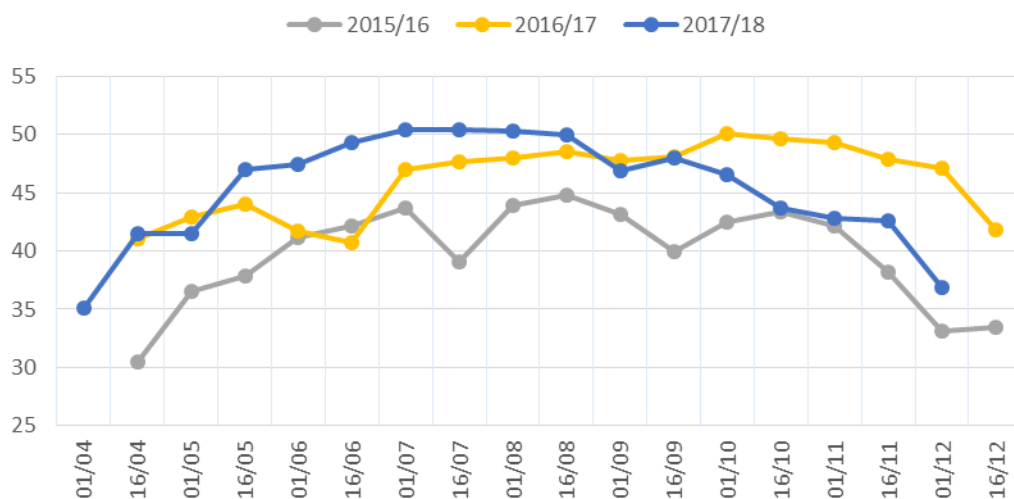
2.2. 聚焦巴西下榨季糖产量预估

在过去四个制糖期，巴西中南部甘蔗压榨量都在 6 亿吨上下波动，其中 2014/15 制糖期榨蔗量最低也达到了 5.73 亿吨，2015/16 制糖期榨蔗量最高达到 6.18 亿吨。截至 11 月底，2017/18 制糖期巴西中南部已榨蔗 5.68 亿吨，产糖 3508.9 万吨，甘蔗制糖比为 47.11%。巴西国家商品供应公司(Conab)表示本制糖期巴西糖产量有望触及 3946 万吨，较 2016/17 制糖期增加 0.2%。

巴西糖厂通过调整甘蔗制糖比来获得压榨利润，影响国际糖价。2017 年 7 月 21 日巴西上调汽油

税，7 月 31 日又调降乙醇税，从而提升了乙醇的消费需求，随后在 8 月下半月巴西糖厂便调整了生产计划，调低甘蔗制糖比，将更多的甘蔗用于生产乙醇。下图显示，截止 8 月上半月的前半季，中南部的甘蔗制糖比基本在前两年之上，使得国际原糖一直承压走低；伴随 8 月下半月甘蔗制糖比例的下降，国际糖价才逐渐企稳。

图 2.2.1：巴西中南部甘蔗制糖比



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

未来一两个榨季北半球产糖国增产预期基本一致，目前国际糖价低位震荡，2017/18 榨季巴西甘蔗压榨已经进入尾声，食糖市场关注点转移到了 2018/19 榨季巴西食糖生产预估以及糖厂对其食糖出口量的套保情况。

12 月 9 日位于圣保罗的咨询机构 Archer Consulting 称，巴西中南部 2018/19 榨季甘蔗产量预计为 5.85 亿吨，低于 10 月预估的 5.91 亿吨。Archer 预计巴西中南部 2018/19 榨季糖产量为 3,270 万吨，低于 10 月预估的 3,550 万吨。乙醇产量预计为 255 亿公升，高于 10 月预估的 246 亿公升。从巴西乙醇汽油价格比的波动来看，2017 年 5 月份该比值开始跌至 1.7 之下，截止 12 月初一直维持在 1.7 下方，在此期间巴西国内乙醇价格较汽油更具优势。因而，咨询机构对于巴西下榨季的看法是，2018/19 榨季中南部糖厂将更倾向于生产酒精，甘蔗蔗龄偏高也引发了市场对于甘蔗产量的担忧。

糖厂套保方面，12 月 7 日咨询机构 Archer Consulting 曾表示，在 11 月 30 日前，巴西糖厂已经通过洲际交易所(ICE)对冲 624 万吨糖，或约占到 2018/19 年度预估出口的 23%。Archer 表示，该对冲数量为 2013/14 年度以来最低，因糖厂等待价格可能升高，去年同期糖厂对冲了 35%的可出口糖。

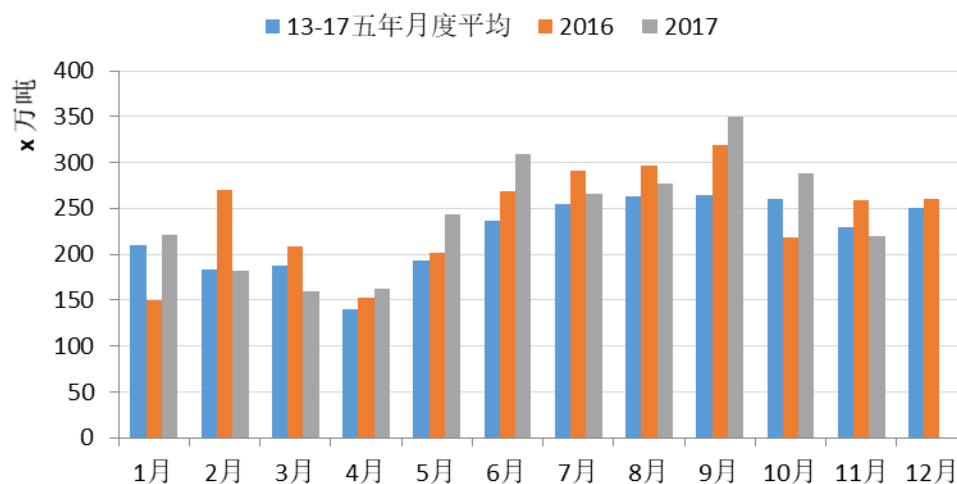
图 2.2.2: 巴西乙醇汽油价格比



数据来源: Bloomberg 南华期货研究所

巴西糖作为全球“最便宜”的糖,这些年一直占据着全球食糖贸易流的半壁江山。截止 2017 年 11 月份,2017/18 榨季(4/3 月)巴西共出口了 2115.75 万吨食糖,食糖月度出口最高点出现在 9 月份,达到了 349.94 万吨,其次为 6 月的 308.90 万吨,11 月已降至 220.31 万吨,环比下降 23.49%,同比下降 14.73%。2017/18 榨季 4-11 月份巴西食糖主要出口到了东南亚的一些食糖消费大国,如孟加拉国(227.61 万吨)、印度(177.16 万吨)、马来西亚(102.13 万吨)、印度尼西亚(89.02 万吨);中东地区一些富裕的产油国,如阿联酋(195.33 万吨)、伊拉克(105.18 万吨)、沙特(92.60 万吨);还有就是一些土地贫瘠、但石油资源相对丰富的非洲国家,如阿尔及利亚(153.34 万吨)、埃及(136.55 万吨)、尼日利亚(85.77 万吨),中国已退出其前十大食糖出口国。

图 2.2.3: 巴西食糖月度出口

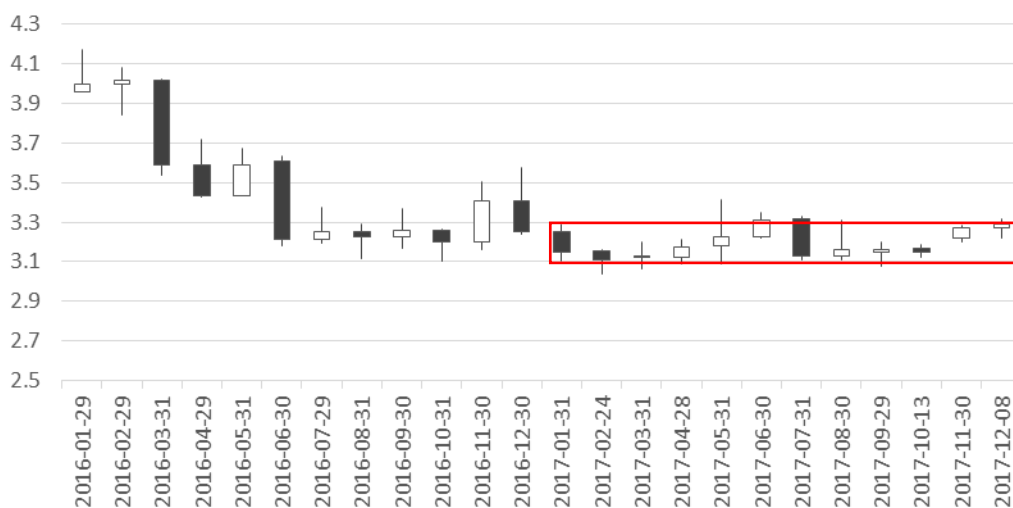


资料来源: UNICA 南华期货研究所

雷亚尔汇率影响巴西食糖出口,从而影响国际糖价的短期波动。雷亚尔汇率主要受到巴西经济的

影响，过去几年巴西 GDP 增速持续下降，2015 年出现负增长，2016 年开始该国央行连续 9 次降息，促进投资和消费增长，同年 GDP 增速下降得到了遏制，预计 2017 年会转正。巴西经济好转的同时，雷亚尔出现了一定幅度升值，2016 年下半年以来升值速度放缓，2017 年雷亚尔汇率一直在一个箱体 (3.1, 3.3) 内震荡，目前正处于震荡箱体的上沿。12 月 6 日，巴西央行实施了 2016 年以来的第十次降息，将基准利率下调 0.5 个百分点至 7%。

图 2.2.4: 美元兑雷亚尔



资料来源: wind 资讯 南华期货研究所

总体而言，2018 年上半年巴西对于国际糖价的影响，可能主要会体现在中南部天气是否会配合甘蔗生长以及巴西糖厂套保压力的继续释放及制糖比的调整三个方面。

2.3. 泰国出口预计增加

2017 年巴西就泰国糖补贴将其告到了世界贸易组织 (WTO)，巴西认为泰国糖补贴及价格支持政策有利于泰国糖出口。为此，泰国政府向公众征求了修改《蔗糖法》的意见，旨在取消甘蔗生产补贴、废除国内糖价控制和食糖销售管理政策，12 月 4 日内阁会议已经通过了修改草案。修改草案的主要内容有：1、取消国内食糖价格管制，包括工业部对食糖出厂价的管制和商务部对食糖零售价的管制；2、取消在甘蔗价格低落时为蔗农提供每吨 160 泰铢的补贴措施；3、取消对 A 类（内销）、B 类（招标销售的原糖）及 C 类（出口）的配额限制。因此，泰国放开糖价自由浮动，预计将有利于其出口，有益于消费者和企业用户，但不利于蔗农。

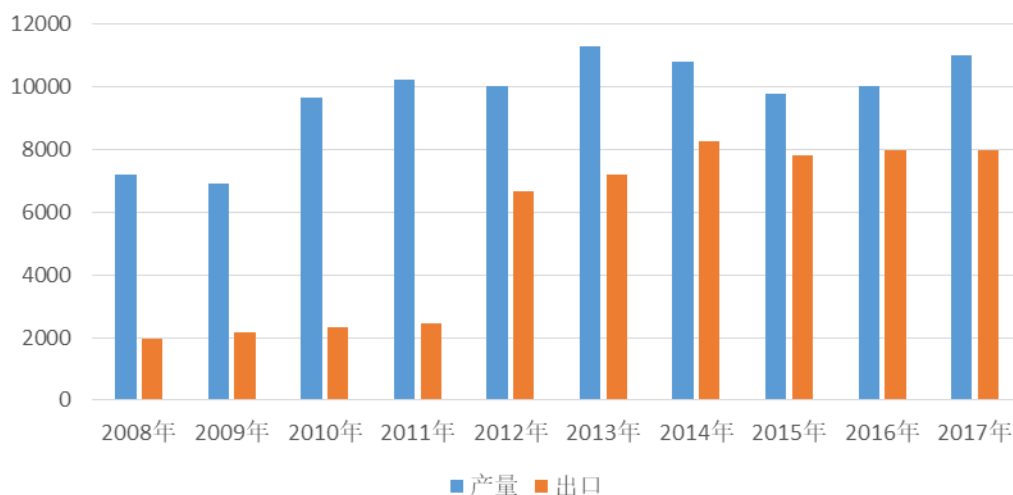
泰国已于 12 月 1 日拉开 2017/18 榨季（11/10 月）生产序幕，属于正常开榨，同比提前 5 天。截至 12 月 15 日共计约 42 家糖厂开榨，产糖 49.6 万吨，去年同期仅为 13.9 万吨。同时，12 月 5 日数据显示，甘蔗糖分 10.96%，为近几个榨季以来高位。泰国气象部门数据显示，2017/18 制糖期泰国中原及东北部地区主要甘蔗产区降雨量较去年高出了 20% 以上，甘蔗产量从良好天气条件中收益，预计本榨季甘蔗产量至少达到 1.05 亿吨，同比增加 12%，预计糖产量将增至 1100 万吨以上，高于 2016/17 榨季。

泰国国内消费方面，2017 年 9 月开始对含糖饮料征收消费税，有效期两年。按规定，含糖量介于 6-8% 之间的含糖饮料会被课税 0.1 泰铢/升（约合 0.3 美分）；含糖量超过 14% 的含糖饮料将被课税 1

泰铢/升 (约合 3 美分) ; 含糖量低于 6% 的软饮料免征此税。泰国非酒精饮料的用糖量约占食糖总消费量的 1/5, 这项含糖饮料消费税无疑会影响到泰国的食糖消费, 饮料制造商或在生产中逐渐使用人工甜味剂代替食糖。因此, 市场普遍预计 2017/18 榨季泰国食糖消费量将同比持平或减少。

总体来说, 由于 2017 年 12 月泰国内阁通过了《蔗糖法》修改草案, 2017/18 榨季增产基本确定, 预计 2018 年泰国白糖出口量将在 2017 年 800 万吨基础上有所增加。

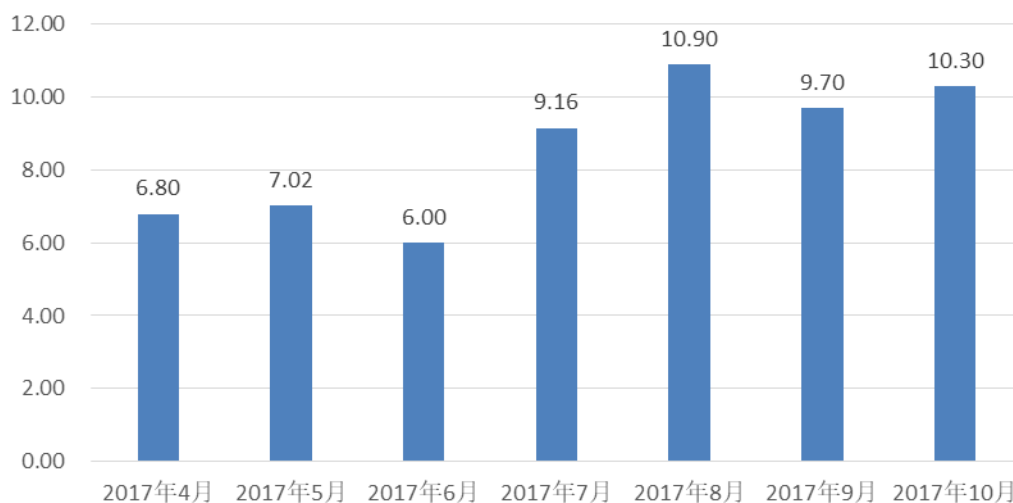
图 2.3.1: 泰国产糖量及出口量 (单位: 千吨)



资料来源: 布瑞克 南华期货研究所

同时, 由于泰国距离中国较近, 泰国食糖走私进入我国一直是国内食糖行业比较关心的问题。2017 年泰国向台湾地区的精制糖出口量出现了巨大增长, 前三个季度出口量从去年的 8 万吨增至 65 万吨。

图 2.3.2: 泰国出口台湾精制糖量(单位: 万吨)



资料来源: 泰国甘蔗和食糖公司 南华期货研究所

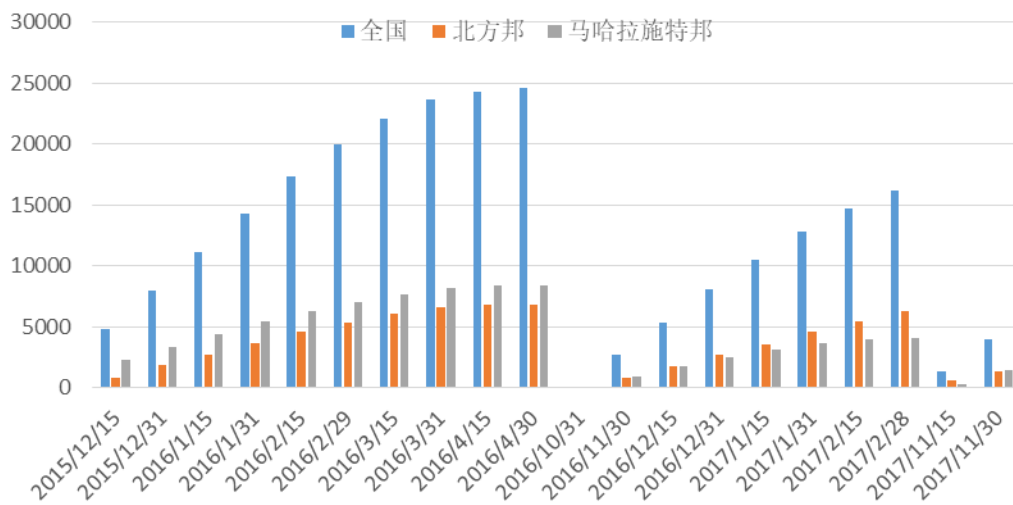
2.4. 印度食糖自给自足

印度作为全球第二大产糖国和第一大消费国在国际糖市中具有举足轻重的地位。当前印度将由 2016/17 榨季的净进口国再度转为净出口国，其国内供需结构发生了根本转变。

据印度方面消息，受西部和南部地区甘蔗生产恢复影响，2017/18 榨季该国甘蔗种植面积增长了 14%，达到 500 万公顷。种植面积扩大的同时，UP 邦等地区高产品种甘蔗种植面积也有扩大。天气也较好的配合了甘蔗的生长，2017 年 6 月 1 日印度进入了雨季，9 月 19 日雨季结束，全年降雨量虽不是很充足，其中产糖区 UP 邦、马邦部分地区降雨量比平常水平分别低出了 30%和 27%；但由于印度北部地区各大型水库蓄水量高于 10 年平均水平，加上后期不少地区出现降雨，消除了市场对于缺水影响甘蔗生产的担心。

10 月份印度糖厂已如期开榨，据印度糖厂协会 ISMA 消息，截止 12 月 15 日印度糖厂累计产糖 694.0 万吨，较去年同期 534.6 万吨的产量增长 29.8%。甘蔗供应增加使得该年开榨的糖厂更多，12 月 15 日印度国内有 469 家糖厂开榨，上年同期为 449 家。外媒报道，ISMA 理事长 Abinash Verma 表示，2017/18 市场年度（10 月-9 月）该国糖产量料增至 2510 万吨，足够满足国内需求，2018 年印度无需进口任何食糖。ISMA 同时表示，考虑到 2018/19 制糖期印度的食糖供给可能继续过剩，希望政府想办法让印度产糖以优惠关税进入孟加拉国和斯里兰卡。目前印度产糖进入这两国的关税分别为 150 美元/吨、100 美元/吨，这两国每年的食糖进口量合计约为 250-300 万吨。

图 2.4.1：印度食糖生产进度(单位：千吨)



数据来源：印度糖厂协会 南华期货研究所

2017 年为缓解南部地区食糖供给紧张和抑制糖价上涨，印度政府曾于 4 月、9 月两次批准进口食糖。4 月批准免税进口了 50 万吨原糖，9 月授权以 25%的减让关税进口 30 万吨原糖。印度食糖政策变动频繁，现阶段印度食糖出口实行许可证制度，并且出口食糖需缴纳 20%的出口税，进料复加工出口不在此列，估计 2017/18 制糖年印度的食糖进料加工复出口量为 140 万吨，食糖出口会非常小。

2017/18 制糖期印度食糖产量能自给自足，因此，我们预计本榨季剩下的几个月印度在国际食糖贸易流中的地位将会下降，对国际原糖价格的影响也会随之减弱。

2.5. 欧盟由净进口转为净出口

过去一年，欧盟糖业界发生的最大一件事，就是生产配额体制的取消。

2007 年欧盟糖业改革方案把每年的食品类用糖数量限定在 1,350 万吨(相当于 1,470 万吨原糖)，食糖生产配额在各成员国之间分配，还有少部分甘蔗糖生产配额分配给法国和葡萄牙的海外属地，超出配额的食糖统统列为配额外食糖，因此，欧盟成员国食糖加工商有四种选择来处理配额外食糖。

1) 出口：可按欧盟食糖出口办法把配额外食糖出口到国际市场。按照世界贸易组织 (WTO) 的规定，欧盟每年可出口不超过 135 万吨的食糖 (白糖值)。

2) 把配额外食糖卖给工业企业：例如把糖卖给生化企业或者生物燃料企业进行发酵生产。

3) 把配额外食糖投放到欧盟内部市场：如果投放到欧盟内部市场，每投放一吨糖将被课税 500 欧元，除非当局为满足市场需求而决定部分取消或者全部取消课税。

4) 把配额外食糖结转为来年的生产配额：这样做意味着今年的配额外食糖结转到来年时将占用来年的生产配额。

实际上，自 2007 年糖业改革以来，欧盟的食糖配额体制一直把欧盟的食糖产量限制在能满足欧盟 85% 需求的水平，另外 15% 的缺口主要通过进口甘蔗原糖方式来解决。这一生产配额体制已于 2017 年 10 月 1 日终结。

表 2.5.1：欧盟食品类用糖产供销一览表 (单位：千吨)

时间	2017 年	2016 年	2015 年
期初库存	774	1374	4068
蔗糖产量	280	278	280
甜菜糖产量	18320	16222	13720
食糖总产量	18600	16500	14000
原糖进口	1500	2100	2750
精制糖进口	500	1000	750
总进口量	2000	3100	3500
总供应量	21374	20974	21568
原糖出口	5	5	5
精制糖出口	2195	1495	1495
总出口	2200	1500	1500
国内消费	18650	18700	18800
损耗	0	0	0
总消费	20850	20200	20300
期末库存	524	774	1268
库存消费比	2.51319	3.83168	6.24631

数据来源：布瑞克 南华期货研究所

估计欧盟甜菜糖产量将增长至 1860 万吨，食糖消费慢慢减少。2017/18 制糖年欧盟的甜菜种植面积将增长 16.1%，至 170 万公顷，创下 2007 年以来最大种植量，同时西欧产糖区天气较往年好。ISO 估计欧盟食品用糖产量将增长 13%，达到 1860 万吨。从成员国的 2017/18 制糖年产糖情况看，估计英国的甜菜糖产量增幅最大约 50%，因 2017/18 制糖年英国签约种植的甜菜面积扩大了 30%，今年以来英国食糖产量已超出了 100 万吨，能满足国内逾一半的需求。另外，生产效益较高、竞争力较强的西欧国家比利时、德国、法国以及荷兰 2017/18 榨季估计将出现增产。

消费方面，实际上最近几年欧盟的食糖消费量变化都不大，虽然一些成员国的食糖消费量有所增加，但也有一些成员国的食糖消费量出现萎缩，由于消费者追求健康生活，加上不少成员国开征含糖食品消费税，欧盟人均食糖消费量已开始慢慢减少。

一个影响 2017/18 制糖年欧盟食糖消费的要素是淀粉糖的消费量增加。生产配额体制废除之前，欧盟把淀粉糖的产量限制在相当于 72 吨白糖的水平，由 9 个成员国来分配此生产配额。随着生产配额体制的废除，淀粉糖生产商已纷纷表示要扩产，以占领更大欧盟食糖市场份额。不过，如果没有新的投资，估计欧盟淀粉糖产量的增长空间有限。估计 2017/18 制糖年欧盟淀粉糖的产量将会有适度增长。

2017/18 制糖期欧盟产糖商计划提升食糖产量，其产糖不仅能满足欧盟市场需求（包括民用和工业用），还能占领一定的海外市场份额，使欧盟成为名副其实的食糖净出口地区。

随着欧盟食糖配额体制终结，估计 2017/18 制糖年欧盟的食糖进口量将从过去数年的 300 万吨减至 200 万吨，因优惠关税进口减少，但新自由贸易协定（FTAs）项下的进口量又增加。预期欧盟食糖产量大幅上升将导致欧盟内部食糖价格下跌。由于生产配额体制终结后没有了甜菜最低保护价，估计欧盟的食糖价格将接近国际糖价，因为产糖商极尽所能地扩大市场份额的结果就是压低糖价。

如果欧盟产糖商相互竞争导致欧盟糖价下跌，那些生产成本较高的产糖商会受到影响，如此一来，将导致欧盟从欠发达国家（LDP）进口的食糖数量减少。如果欧盟市场的糖价接近国际糖价，欧盟从特定国家和 LDP 进口食糖就有可能终止。另一方面，如果炼糖利润降至历史最低水平，欧盟炼糖商从特定国家进口原糖时压根就交不出 98 欧元/吨的进口关税，不少炼糖商在成本线上已经挣扎了多年。

基于食糖大幅增产，估计 2017/18 制糖年欧盟的食糖出口量将增至 220 万吨，当然，欧盟要想达到此出口目标，欧盟的食糖价格需降至能提升欧盟产糖国际竞争力的水平，不过，欧盟高品质产糖的价格可能会高于国际糖价，这种状况可能会影响到欧盟的食糖出口。

第3章 国内下跌周期性犹存

3.1. 17/18 榨季产量将影响上半年走势

16/17 制糖年全国共生产食糖 928.82 万吨，截至 9 月底销售食糖 870.95 万吨，最终结转量 57.87 万吨，全年销糖率达到 97.77%。

17/18 制糖年，北方甜菜糖厂已全部开机生产，南方甘蔗糖厂也相继开机生产。截至 2017 年 11 月底，本制糖期全国累计产糖 67.13 万吨（上制糖期同期产糖 64.89 万吨），其中，产甘蔗糖 4.94 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 9 万吨）；产甜菜糖 62.19 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 55.89 万吨）。

截至 2017 年 11 月底，本制糖期全国累计销售食糖 30.22 万吨（上制糖期同期 28.01 万吨），累计销糖率 45.02%（上制糖期同期 43.17%），其中，销售甘蔗糖 3.23 万吨（上制糖期同期 7.8 万吨），销糖率 65.38%（上制糖期同期 86.67%），销售甜菜糖 26.99 万吨（上制糖期同期 20.21 万吨），销糖率 43.4%（上制糖期同期 36.16%）。

表 3.1.1：2017 糖料种植情况及 2017/18 年制糖期产量预计

2017 糖料种植情况及 2017/18 年制糖期产量预计			
单位：万亩、万吨			
省 区	2017 年糖料种植面积	2017/18 制糖期预计	
		收购糖料量	产糖量
全国合计	2126	8637	1020
甘蔗糖小计	1847	7678	907
广 东	198	930	90
其中：湛 江	163	776	80
广 西	1150	4883	590
云 南	426	1577	194
海 南	46	180	20
其 他	27	108	13
甜菜糖小计	279	959	113
黑龙江	27	63	7
新 疆	105	440	49
内蒙古	130	400	50
其 他	17	56	7

数据来源：中国糖业协会 南华期货研究所

今年的南宁糖会上，糖协给出了 17/18 制糖年的估产数据，全国估产为 1020 万吨，广西仅为 560–580 万吨，低于此前市场预估，主要是因为今年的广西地区的雨水较多，尽管甘蔗长势是历年来最好的，但是含糖量不及去年同期。此外，依据广西政府要求没有特殊因素禁止 12 月 1 日前开榨的要求下，广西开榨整体推迟。不过由于今年依旧是增产年，因此前期的预估数据较低可能给未来实际产量留足了空间，长期看反而更利空。

广西糖厂在今年开榨分布更为集中，其中 11 月开榨的糖厂数为 11 家，同比减少 10 家，12 月上旬开榨 36 家，同比高出 8 家，12 月中旬开榨 33 家，同比增加 14 家，12 月下旬开榨 11 家，同比下降 10 家，1 月开榨 2 家，同比下降 5 家。

表 3.1.2: 17/18 年度全国食糖产销进度表

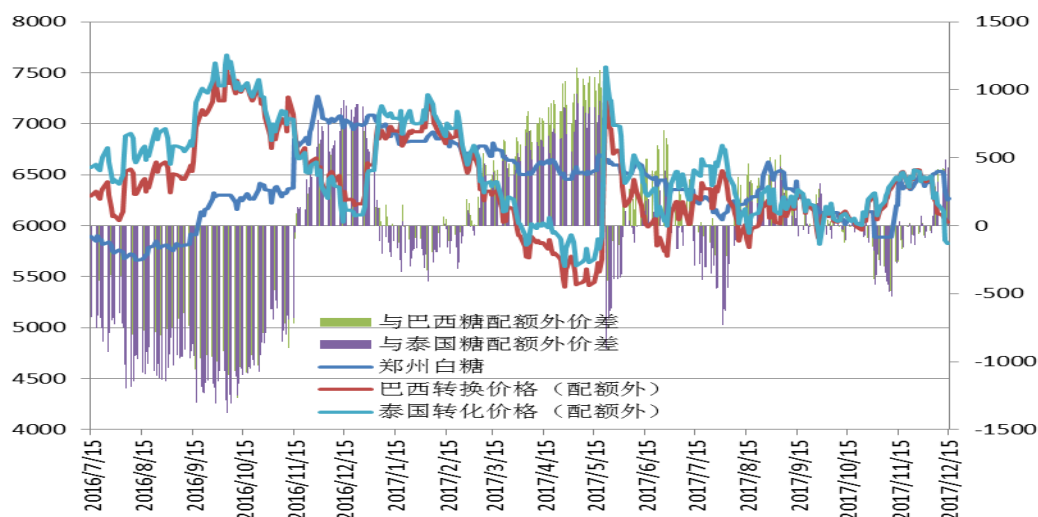
17/18 制糖年全国食糖产销进度					
单位：万吨、%					
省区	预计产糖量	截至 2017 年 11 月底累计			备注
		产糖量	销糖量	销糖率	
全国合计	1020	67.13	30.22	45.02	
甘蔗糖小计	907	4.94	3.23	65.38	
广东	90	0.43	0.43	100	已开榨 2 家
其中：湛江	80	0.43	0.43	100	已开榨 2 家
广西	590	4.5	2.8	62.22	已开榨 10 家
云南	194	0	0	0	
海南	20	0	0	0	
其他	13	0.01	0	0	已开榨 1 家
甜菜糖小计	113	62.19	26.99	43.4	
黑龙江	7	3.4	0.45	13.24	已全部开榨
新疆	49	32.69	10.76	32.92	已全部开榨
内蒙古	50	23.3	14.58	62.58	已全部开榨
其他	7	2.8	1.2	42.86	已全部开榨

数据来源：中国糖业协会 南华期货研究所

3.2. 进口可能比原设想的要多

海关总署报告称，2017 年 10 月我国食糖进口 17 万吨，进口量同比增加 6 万吨，环比增加 1 万吨。2016/17 榨季累计进口糖 230 万吨，较 15/16 榨季的 374.63 万吨下降 38.61%。2017 年 1–10 月累计进口糖 200 万吨，较去年同期 234 万吨下降 14.5%。不管从榨季的角度还是按照自然年的角度讲，进口下滑是不争的事实，这主要是因为配额外进口关税的上调和许可证发放的收缩。

图 3.2.1：汇率转换后的内外价差

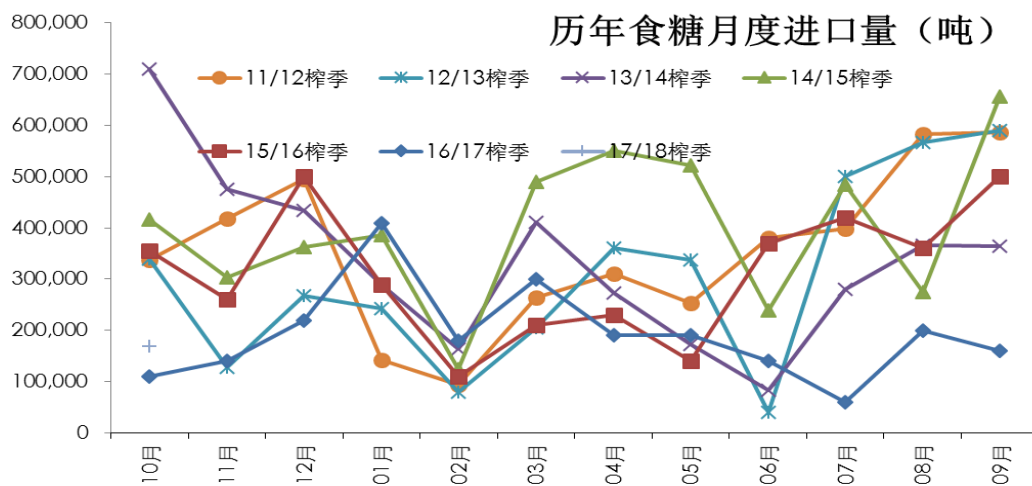


数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

5月22日贸易救济政策公布，自2017年5月22日至2020年5月21日，期间实行新的进口关税政策，配额外进口税率以95%、90%、85%逐年递减。配额外进口税率的增加进口成本无形抬升导致5月份巴西、泰国配额外进口基本无利可图。2017年5月22日之后，配额外进口利润一直游离于正负几百元的价差，再加上配额外进口许可证较少使得16/17榨季乃至2017年的进口量急速萎缩。2017年5月22日之前，进口配额外关税依旧维持95%的关税，而随后的大半年时间进口配额外的关税将下降至90%，

此外，从12月的会议上的建议是，2018年配额外许可证在2017年100万吨的基础上增加90万吨，达到190万吨。而配额内的量大致上应该和2017年相当，其中还有40万吨的古巴糖，合计应该是130万吨，总进口量应该为320万吨。不过最终的配额外许可证数量也可能是100万吨或者150万吨，而配额内的最终用量也可能会增加，我们目前暂且以320万吨计算。

图 3.2.2：11/12 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

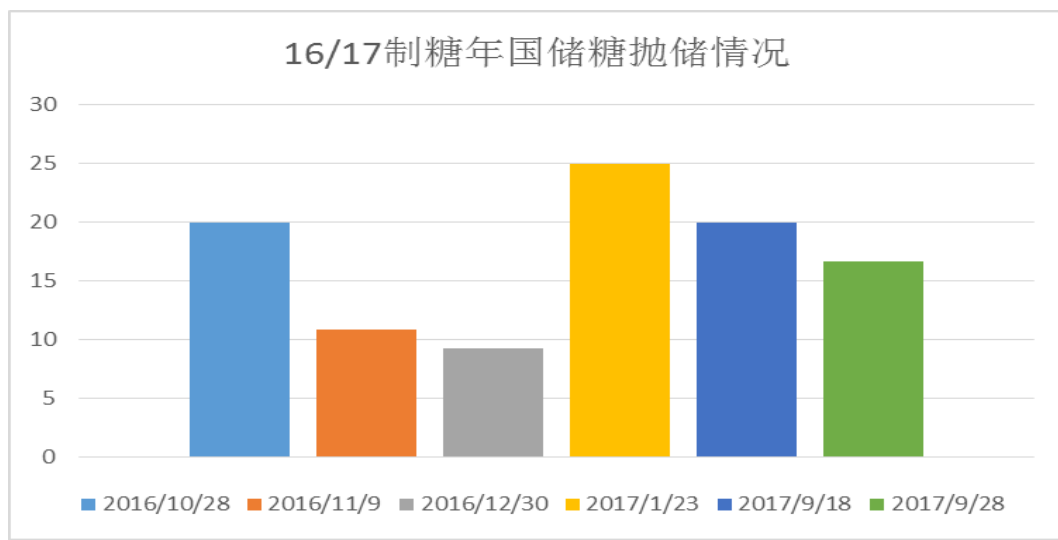
走私在这几年一直是食糖产业中的热点话题，去年走私格外猖獗，市场人士普遍预估 15/16 榨季的走私量在 250 万吨左右。今年因为调整配额外关税后内外价差进一步扩大，走私利润也就变得异常丰厚了。不过国家加大了打击走私的力度，从缅甸进入云南的走私重灾区被全面压制，导致从缅甸进入云南的食糖量下降了 80%，迫使缅甸政府白糖进口证审核趋严以防止最终食糖被堆积在国内无法出货，缅甸白糖出口合法化的希望落空后，缅甸政府取消了转出口贸易。南方走私陆路被卡死后，食糖走私开始需求水路通衢，台湾成为新的走私糖中转地。

2017 年截至 10 月底，台湾从泰国进口精制糖总量达到 73.18 万吨，而台湾一年的消费量不到 20 万吨，因此这其中大部分是用于走私。从各省市走私案件来看，整个沿海地区基本被走私糖辐射，而且除了从泰国走私以外，印度、巴基斯坦等国的糖也存在走私的迹象，因此每年的走私量可能会常态化，预估 2017 年白糖走私量为 180 万吨，保守预估 2018 年白糖走私量为 150 万吨。

3.3. 抛储将与进口产生博弈

16/17 制糖年，在进口管制的情况下，尽管有一定的增产，但仍无法满足国内需求，因此国家采取抛储手段来调节市场食糖供应。16/17 制糖年国家总共进行了六个批次三次抛储，广西地方则进行了 3 次抛储，剔除流拍量，国储抛储量达到了 98.96 万吨（流拍 2.67 万吨），广西地方抛储量达到了 37.27 万吨（流拍 12.73 万吨），合计抛储 136.19 万吨。

图 3.3.1：16/17 制糖年国储收抛储情况（万吨）



数据来源：广西糖网 南华期货研究所

17/18 制糖年抛储的可能性主要基于以下两个方面考虑，首要的是市场食糖是否充裕，其次是抛储价格是否能够高于收储价格。以此前的收储情况看，2013 年收储糖的量最大，收储价格集中在 6100、6218 两个价位上，因此只要存在缺口，糖价只要高于这两个价位就可能进行抛储，鉴于国家去库存的意愿来看，17/18 制糖年抛储的可能性依旧存在。不过考虑到进口和国储投放的总量是国家统筹考虑的，因此如果此前的配额外进口能够达到 190 万吨，那么国储的总量应该不会太大。

表 3.3.1: 供需平衡表

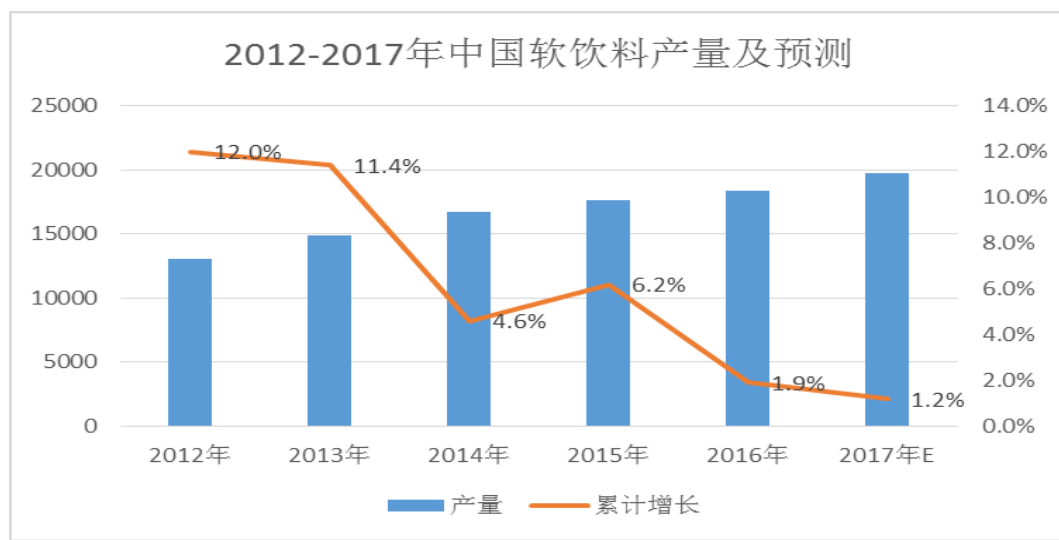
国内食糖供需平衡表 (万吨)					
榨季	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18 (预计)
上季工业结转库存	54.00	191.41	93.03	59.83	57.87
产量	1331.8	1056	870.19	928.82	1020
销量	1140.39	962.97	810.36	870.95	965
销糖率	85.63%	91.19%	93.12%	93.77%	94.61%
当季工业结转库存	191.41	93.03	59.83	57.87	55
进出口	进口	402.41	481.21	374.64	230
	走私 (估计)	50	80	250	180
	出口	4.73	5.92	15.43	12.49
	净进口	397.68	475.29	359.21	217.51
	净进口 (含走私)	447.68	555.29	609.21	397.51
储备库	国储抛储量	0	0	0	98.96
	广西抛储量	0	0	0	37.27
	古巴糖入库	40	43	40	36.7
供给量	当年总供给	1739.48	1568.29	1439.4	1425.86
	当年总供给 (含走私)	1789.48	1648.29	1689.4	1605.86
	国内总供给	1793.48	1759.7	1532.43	1485.69
	国内总供给 (含走私)	1843.48	1839.7	1782.43	1665.69
需求量	需求量 (预估)	1513	1536	1520	1505
	预估消费增长	3%	1.50%	-1%	-1%

数据来源: 南华期货研究所

3.4. 消费恢复背后的隐患

通常情况下, 食品行业的年度消费量整体会随着人口的增长而稳步增长, 白糖作为食品饮料的上游其消费相对较为稳定。中商产业研究院大数据数据库数据显示, 2017 年 1-10 月, 中国软饮料行业累计产量 1.59 亿吨, 同比增长 6.7%。2016 年中国软饮料产量为 18345.2 万吨, 预计 2017 年将达到 19712.3 万吨, 累计增长 1.9%。不过, 随着中国第三次消费结构升级, 人们越来越注重食品健康和感官体验, 饮料行业近些年来, 以果蔬汁、茶饮料等为代表的健康饮品近几年呈现增长态势。因此饮料产量的增长并不能体现白糖需求量的增加, 最近一段时间总是出现旺季不旺的情况。

图 3.4.1: 软饮料产量 (万吨)

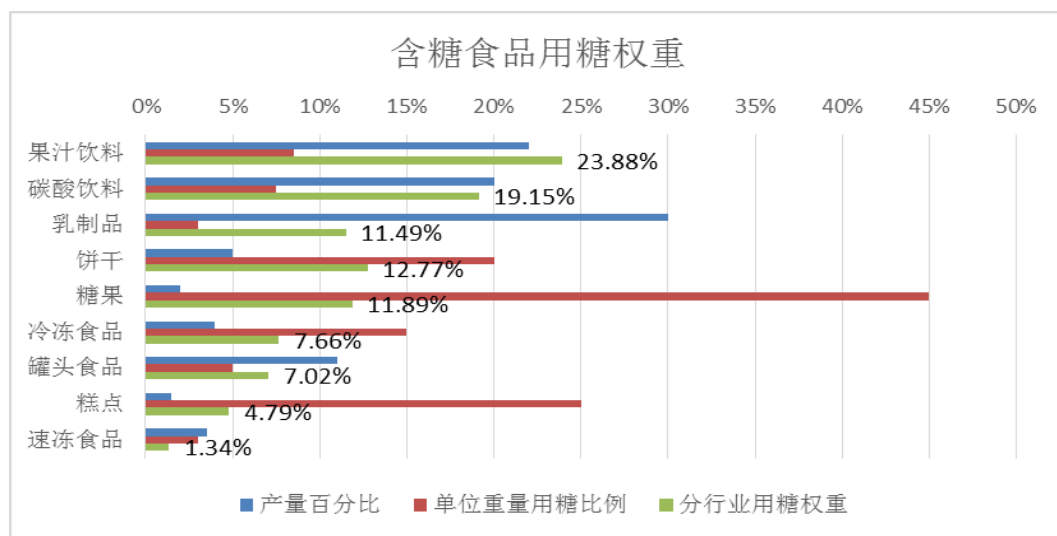


数据来源: 中商产业研究院 南华期货研究所

白糖的替代品近些年来正在悄然挤占市场。淀粉糖作为主要替代品正在开始被人们接受, 饮料中

的糖完全可以用淀粉糖去替代，由于我国玉米储量大，东北山东河北在建的淀粉产能有 1000 多万吨，而生产淀粉糖的成本远低于白糖。自去年开始可口可乐就已经修改配方使得淀粉糖的比例达到了 90%，百事可乐也把比例从 50%上调到 75%。目前在建淀粉企业都是大型、集团及外资企业、各种成本增加他们也不会退出。此外，像西王集团推出的玉米绵白糖尽管市场占有率还不是很高，但是其解决了果糖价高以及葡萄糖甜度低的问题，未来前景广阔。不过，淀粉糖和白糖之间的替代存在一定的界限。果葡糖浆会随着温度的增加甜度下滑，因此在热饮中无法替代白糖的作用。

图 3.4.2：含糖食品用糖权重

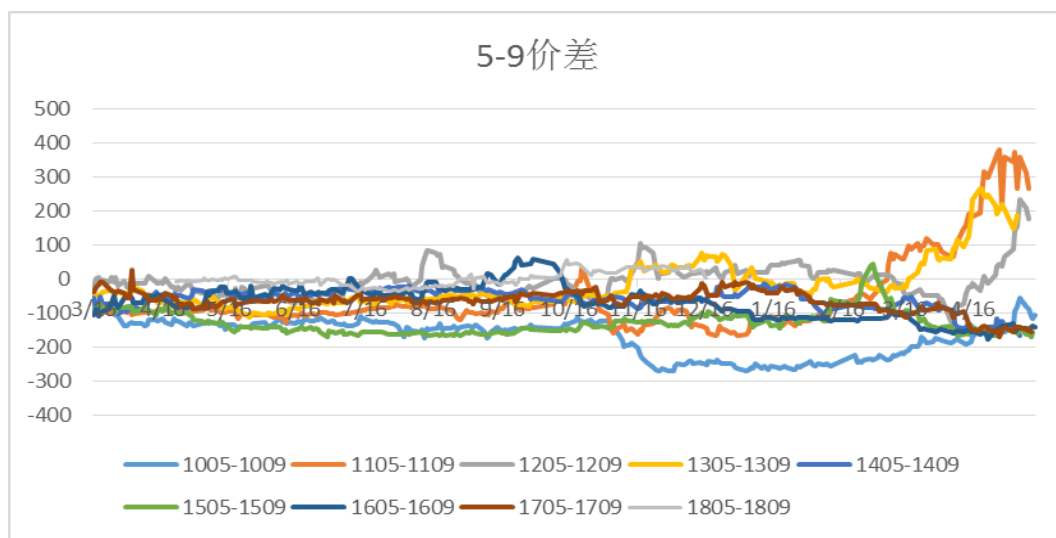


数据来源：中国社会科学院 南华期货研究所

3.5. 关注价差的周期性

商品期现价差是指商品期货与现货的价格偏离关系。这种价差关系包括合理和不合理情况，实际分析与操作中，我们主要关注的是不合理情况。考察期现价差关系的前提是要选择基准交割地与同级交割标准的现货报价来进行对比，否则需要事先进行地区和等级价差调整。而期货跨期价差也可以理解为变相的期现价差关系。比如近月合约理解为现货，并以此与远月期货合约进行对比。

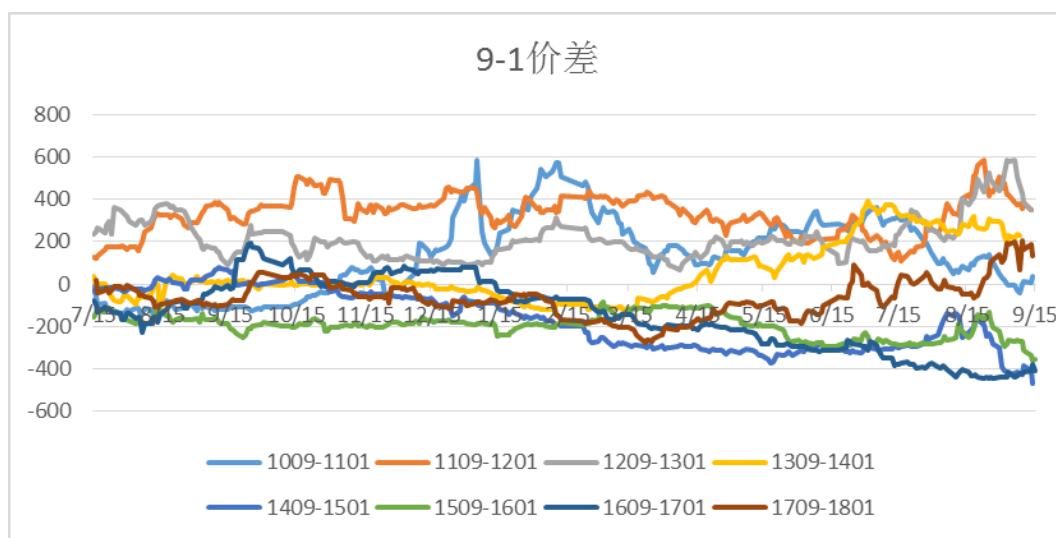
图 3.5.1: 历史上的 5-9 价差



数据来源: wind 南华期货研究所

通过我们研究表明,白糖上涨周期和下跌周期的价差回归性表现的并不相同,这在 5-9 价差和 9-1 价差中表现的相当明显。当白糖处于上涨周期时,5-9 价差和 9-1 价差会转为深度贴水,而同理当白糖处于下跌周期时,5-9 价差和 9-1 价差会转为深度升水。结合当下,目前 5-9 价差处于接近平水的位置,从历史的情况看,在此前的下跌周期中同时期的水平大致相当,并且这种情况会持续相当长的一段时间。至于 9-1 价差我们需要等到 1801 合约交割以后,才能进行跟进观察 1809 与 1901 之间的关系情况。因此我们建议待 1 月交割后,进入 2 月份,价差出现较明显贴水的时候再启动 5-9 正套的操作。

图 3.5.2: 历史上的 9-1 价差



数据来源: wind 南华期货研究所

第4章 总结及策略

我们在这里回顾了2017年的食糖供需情况，并且对2018年全球和国内的供需结构进行了展望。我们认为2018年全球食糖供应过剩明显，但由于此前价格已经有明显消化，预计2018年原糖仍难于摆脱底部区间震荡的格局。2018年国内糖市供需结构很可能进入一个相对平衡的态势，但郑糖盘面会存在阶段性失衡的可能性，我们需要重点关注今年的产量是否能够符合预期，进口与抛储之间的此消彼长的过程，以及必须承认走私常态化的现实。郑糖整体的走势可能维持震荡下行的局面。

操作上我们建议前期长线空单继续持有，同时空单需要注意不断向远月转移。1 月合约交割后需要关注 5-9 正套的可能性。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
 客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
 电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
 电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
 电话：021-50431979

普宁营业部

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

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
 电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
 电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
 电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
 电话：022-28378072

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

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
 电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
 电话：0351-2118001

宁波分公司

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

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
 电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
 电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
 电话：0571-83869601

绍兴营业部

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

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
 电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
 电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
 电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
 电话：0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
 电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
 电话：0576-88539900

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

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

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

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

北京营业部

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

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

大连营业部

辽宁省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

郑州营业部

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

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 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

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