

白糖进入增产周期后市震荡向下

--- 白糖 2017 半年报

广永期货投研部 林耿

一、行情回顾

国际方面，上半年从 2 月份开始，原糖一直处于下跌中，其主要原因在于雷亚尔的走弱，糖市供应过剩预期以及净空头持仓增加的影响。ICE 糖在年初处于震荡中，2 月 6 日达到上半年最高点 21.49 美分/磅，随后无力创出新高，糖价一路下挫，3 月 20 日下行打破前期支撑 17.84 美分/磅，截至 6 月 30 日，原糖收盘 12.85 美分/磅，上半年累计跌幅达到 26.03%。

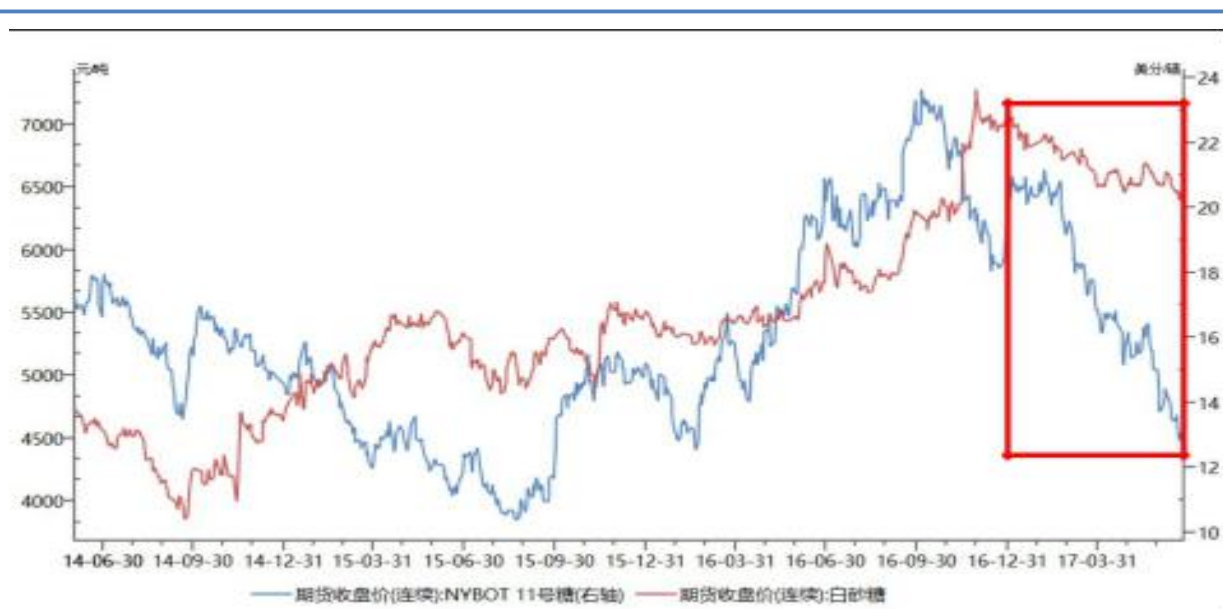
国内方面，上半年郑糖价格走势大致和原糖一样，年初也是与外盘一样对去年四季度的下跌行情展开反弹，但是由于之前的跌幅较外盘小，反弹幅度也很小。随后也是横盘至 2 月末开始转入跌势，不同外盘的是此轮跌势在 3 月底便告终并出现快速大幅反弹转入横盘震荡，主要是对国内贸易保护调查期许所致。然而后期出台了保护性关税措施，糖价却未得到提振，利多兑现时市场非常疲软，同期原糖正在不断创新低的过程之中，郑糖随之大幅下行，至 6 月底文华郑糖指数已跌破 6400 元/吨。

表 1：白糖与原糖上半年涨跌

品种合约	收盘价	涨跌	涨跌幅
ICE 原糖 10 月	13.81	-4.86	-26.03%
郑州白糖 1709	6378	-452	-6.6%

数据来源：Wind

图 1： ICE 原糖与郑糖



数据来源：Wind

国内白糖现货市场南宁现货价格在 2017 年上半年的行情中，呈现出先扬后抑的走势特征，价格一度上扬达到 7140 的高点，但随后振荡回落，至 6 月 30 日下跌至 6660 元/吨，上半年广西南宁现货价总

体变化不大，仅较去年年底的 6630 元/吨，略涨了 30 元/吨，涨幅 0.45%。

图 2：国内现货糖价走势图



数据来源：Wind

二、国际影响因素分析

1、新榨季全球食糖供应过剩

2017/18 榨季随着厄尔尼诺天气影响的消退，天气正常情况下，印度、泰国、中国以及欧盟等国的食糖产量将出现明显增加。这其中，印度、中国都属于主要进口国，增产主要集中在进口国，主要进口国增产则其需求会明显下降，从而导致全球贸易流需求大幅压缩，主产国去库存压力增大。欧盟 2017 年也有可能从以往的净进口国变成净出口国。巴西这样主要出口国库存在 2017/18 榨季首次恢复，意味着市场需要将库存由出口国转向进口国，而进口国则在坚持进口限制如中国、印度、印尼，未来全球食糖贸易环节的供给过剩压力会增大。

6 月初，国际糖业组织(ISO)发布了下一年度的首份初步预估报告，报告显示 2017/18 年度全球糖市过剩预计大致在 300 万吨。ISO 特别提到了全球头号产糖国巴西，预计该国糖厂将把更多甘蔗用来榨糖。下一年度巴西中南部主产区料有 48% 的甘蔗用来榨糖，这一比例高于 2016/17 年度的 46.3%。这可能将有助于抵消甘蔗农田老化以及单产下滑的影响。2017/18 年度巴西中南部地区的甘蔗产量料为 5.96 亿吨，低于 2016/17 年度的 6.07 亿吨。同期糖产量预计在 3,620 万吨。ISO 表示，尽管糖市慢慢迈向过剩，但全球糖库存处于低位将继续支撑市场。再往后看，如果 2018/19 年度糖厂不缩小生产规模，全球糖市可能将连续第二年陷入供应过剩。ISO 将 2016/17 年度全球糖市供应缺口上调至 646.5 万吨，此前 2 月份的预估为 586.9 万吨。主要由于全球糖产量前景从 1.68334 亿吨下调至 1.65928 亿吨。ISO 将全球糖消费量预估从 1.74203 亿吨下修至 1.72393 亿吨。

表 2：全球食糖平衡表（单位：千吨）

时间	期初库存	产量	消费量	进口量	出口量	期末库存	库存消费比
2016 年	88793	165928	172393	58903	59247	81984	47.56
2015 年	96354	165424	170323	59060	61722	88793	52.13
2014 年	92959	170293	167085	57846	57659	96354	57.67
2013 年	84099	174162	165312	57993	57983	92959	56.23
2012 年	76027	171791	163719	60605	60605	84099	51.37

数据来源：Wind

2、巴西增产成定局

巴西圣保罗州蔗产联盟 (Unica) 发布的数据, 截至 6 月 1 日, 17/18 年巴西中南部地区累计收榨甘蔗 11184.2 万吨, 较 16/17 年同期减少 20.89%; 累计产糖量 569.5 万吨, 较 16/17 年同期减少 18.75%。17/18 年五月下半月, 巴西中南部地区收榨甘蔗 3158.7 万吨, 较 16/17 年同期减少 2.83%; 产糖量 175.4 万吨, 较 16/17 年同期增加 3.95%。

行业组织巴西甘蔗行业协会 (Unica) 6 月 2 日表示, 巴西中南部 5 月上半月巴西中南部地区糖产量为 210.6 万吨, 高于上年同期的 207 万吨, 期间近 47% 的甘蔗用于产糖, 上年同期为 44%。5 月上半月巴西中南部地区乙醇产量为 14.83 亿公升, 4 月下半月为 9.32 亿公升, 上年同期为 16.2 亿公升, 显示糖厂继续青睐于产糖, 但近期有传言称国内市场乙醇销售收入改善。截至 5 月上半月, 中南部地区共有 249 家糖厂开榨, 低于 16 年同期的 258 家, 预计 5 月下半月还将有 13 家糖厂开榨。据巴西贸易部公布的数据显示, 巴西 5 月份出口原糖 199 万吨, 较 4 月份的 112 万吨增长 78%, 较去年同期的 167 万吨也有较显著回升, 刷新同期纪录高位。

图 3: 巴西中南部蔗糖生产情况 (2017/2018 榨季产量)

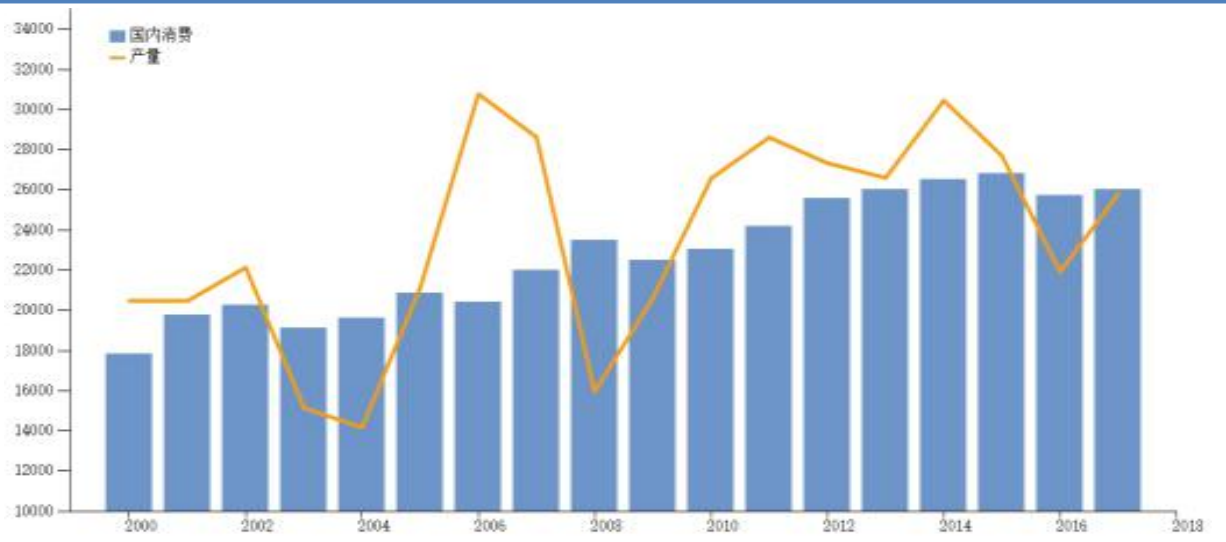
Product	South-Central region		
	2016/2017	2017/2018	Var. (%)
Sugarcane ¹	32,507	31,587	↓ -2.83%
Sugar ¹	1,687	1,754	↑ 3.95%
Anhydrous ethanol ²	574	553	↓ -3.54%
Hydrous ethanol ²	877	649	↓ -25.95%
Total ethanol ²	1,450	1,203	↓ -17.08%
TRS ¹	4,239	3,880	↓ -8.48%
TRS/ ton of sugarcane ³	130.41	122.83	↓ -5.82%
Share % sugar	41.77%	47.45%	↑
ethanol	58.23%	52.55%	↓
Liters of ethanol/ ton of sugarcane	44.54	37.75	↓ -15.24%
Kg of sugar/ ton of sugarcane	51.90	55.53	↑ 6.98%

数据来源: UNICA

3、印度或将坚持限制进口

印度 2016/17 榨季受厄尔尼诺带来的干旱天气影响, 食糖产量下滑, 基本确定在 2030 万吨, 较上榨季减产 490 万吨, 减产幅度很大。印度政府坚持限制进口以消化国内库存, 仅仅在 4 月份免关税进口了 50 万吨, 得印度本榨季结转库存仅 420 万吨, 大大低于以往几个榨季。2017 年厄尔尼诺影响结束, 季风降雨于 6 月正常回归, 大部分地区降雨充沛, 有利于甘蔗的生长。目前市场普遍预期下榨季印度将增产 500 万吨食, 得供需平衡基本保持不变, 这样印度下榨季可能会维持本榨季限制进口消化库存的政策。

图 3: 印度食糖产销量 (单位: 千吨)



数据来源：布瑞克

4、泰国或有减产，出口需求保持增长

近年来泰国政府一直坚持对食糖生产的支持，泰国国内甘蔗种植效益要好于其他农作物，甘蔗种植面积也逐年稳步增加。泰国 2016/17 榨季产量达到 1000 万吨，超出此前市场平均预测值约 50 万吨。明年天气不出问题的情况下，预计在 1100~1200 万吨。

5、欧盟或转为净出口国

欧盟 1968 年推出国家生产配额和最低甜菜价格体系，以确保区域内食糖供应并向甜菜种植户提供最低收入。欧盟每年的生产配额大概在 1400 万吨，由成员国分摊，其中法国分到的配额最多，其次是德国和波兰。欧盟糖消费量大致持稳于每年 1700 万吨左右，供需缺口通常从非洲、加勒比海和太平洋地区的贫困国家进口以弥补，这些国家拥有在欧盟以最高价出售的特权。因此，严格的配额制度被指人为制造供应短缺，并推高价格，近年来取消该配额的呼声越来越高，欧盟最终决定在 2017/18 榨季终止生产配额制度，这必将释放欧盟内部甜菜种植潜力。

近年来欧盟甜菜种植面积快速扩张，2016/17 榨季预计增产 350 万吨。欧盟白糖具有一定的成本优势，最有竞争力的生产国成本约合纽约原糖价 14 美分/磅。由于欧盟过去施行的生产配额制度将在 2017 年 10 月被取消，欧盟内部过剩的食糖产量将流向国际市场，对全球食糖贸易产生压力。

三、国内影响因素分析

1、新榨季增产预期较强

根据中糖协 6 月初公布的数据，2016/17 榨季我国食糖产量 929 万吨，比上年度增加 6.8%，其中甘蔗糖产量 824 万吨，比上年度增加 5%，增产幅度较大的是广东，广西增幅较小，云南略有减产；甜菜糖产量 105 万吨，比上年度增加 23.5%，增产幅度较大的是内蒙古。此外，报告预估 2017/18 年度糖料播种面积 1472 千公顷，比 2016/17 年度增加 9%，其中甘蔗播种面积 1277 千公顷，比 2016/17 年度增加 7.9%；甜菜播种面积 195 千公顷，比 2016/17 年度增加 16.1%。

预测 2017/18 年度糖料播种面积 1472 千公顷，比 2016/17 年度增加 9%，其中甘蔗播种面积 1277 千公顷，比 2016/17 年度增加 7.9%；甜菜播种面积 195 千公顷，比 2016/17 年度增加 16.1%。甜菜产区已播种完毕，以灌溉和病虫害预防为主；甘蔗产区转入田间管理阶段，春植蔗大部处于分蘖期。

2016/17 榨季由于糖料款待及时对付以及糖厂加大对蔗农的扶持力度，下榨季预计国内甘蔗糖产量将有明显恢复。此外，内蒙、河北地区的甜菜糖效益较好，下榨季种植面积也将有明显扩张。市场普遍预计 2017/18 榨季国内糖产量将增加至 1050 万吨左右。

表 4：2017/18 年度中国糖料播种面积（单位：千公顷）

	2015/16	2016/17 (6月估计)	2017/18 (5月预测)	2017/18 (6月预测)
糖料播种面积	1423	1351	1472	1472
甘蔗	1295	1183	1277	1277
甜菜	128	168	195	195
糖料收获面积	1423	1351	1472	1472
甘蔗	1295	1183	1277	1277
甜菜	128	168	195	195

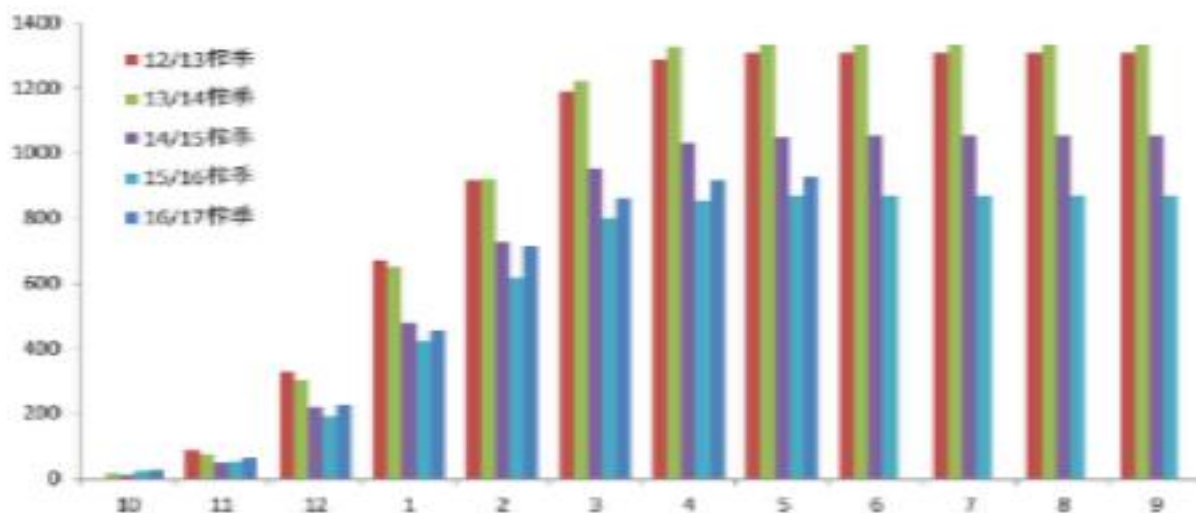
数据来源：中糖协

表 5：2016/17 榨季中国食糖产量预估

	2015/16 榨季	2016/17 榨季
全国合计	870	929
甘蔗糖小计	785	824
广东	63	77
其中：湛江	53	65
广西	511	530
云南	191	188
海南	15	16
其他	5	13
甜菜糖合计	85	105
黑龙江	1	3
新疆	43	49
内蒙古	38	46
其他	3	7

数据来源：中糖协

图 4：中国食糖累计产量（万吨）



数据来源：Wind

2、进口数量管控趋严

榨季国内市场中国家继续执行进口管控政策下，进口量明显下降。海关公布的数据显示，5月进口19万吨，同比增加5万吨，环比不变；5月出口7611吨，同比减少13661吨，环比增加3468吨。1-5月份累计进口糖127万吨，同比增加30万吨，1-5月份累计出口糖30009吨，同比减少58830吨。

图5：国内月度进口量（单位：吨）

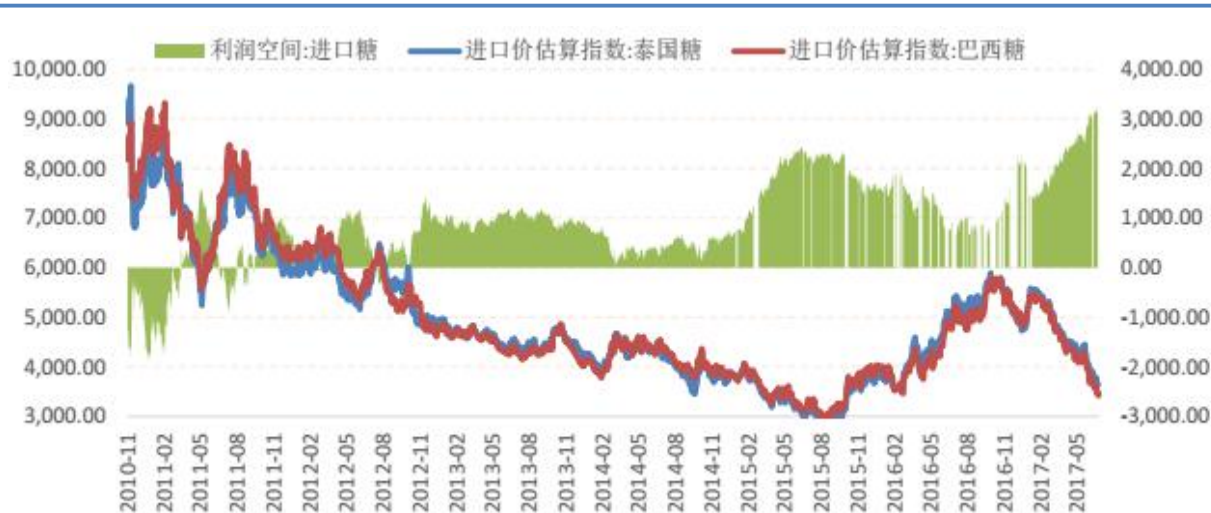


数据来源：Wind

3、进口利润扩大

近年来我国食糖的进口配额一直在194.5万吨，配额内进口糖关税税率为15%，配额外进口糖关税税率为50%。今年5月22日，白糖贸易救济结果尘埃落定，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年且实施期间措施逐步放宽，自2017年5月22日至2018年5月21日税率为45%，2018年5月22日至2019年5月21日税率为40%，2019年5月22日至2020年5月21日税率为35%。进口配额外价格大幅增加，巴西配额外进口糖价格一度上涨至7000元/吨以上，而随着“内强外弱”的糖市格局不断深化，进口糖价格不断下跌。目前巴西配额内进口加工糖价为3426元/吨，配额外进口加工糖价为5565元/吨，泰国配额内进口加工糖价为3655元/吨，配额外进口加工糖价为5954元/吨。

图6：进口利润



数据来源：Wind

4、走私糖继续影响国内市场

今年年初走私糖一度有抬头之势，但是进入二季度以后国内缉私力度开始加大，一方面传统的海关警力在边境地区加强巡逻检查，另一方面中糖协推广在国内食糖贸易中推广二维码标识也抑制了走私糖的泛滥。此外，政府还采取了一些非常规手段，如缅甸媒体6月份爆出的100多名缅甸商人在中国的1000多个银行账户6月15日被冻结，造成400亿缅币(合2942万美元)的资金无法流转。报道中援引缅甸商务

部副秘书长吴钦茂的话称，近期缅甸出口到中国的白糖，出口量下降了 80%，之前从木姐口岸出口到中国的白糖量，每天约能达到 8 万至 10 万袋，而现在每天最多有 2 万袋左右白糖进入中国。木姐商人们表示，中国政府的缉私工作，导致边境出口货物的难度增加，出口商们遭遇困难。目前，按照泰国 45 色值白糖 FOB 报价计算，在不考虑运费及渠道费用的情况下，中间环节的利润总和约 3200 元/吨，比去年同期高出 50%，走私白糖的动力依然很大。

5、抛储对国内糖市影响不容忽视

2016 年 3 月份昆明糖会时，发改委、商务部等国家部委表态在国内糖企扭亏时不会抛储打压市场，当时会议精神是糖价 6000 元以下不考虑抛储。随着四季度糖价上涨冲上 6000，抛储也如约而至，国储分别在 10 月底和 12 月底进行了两次储备糖出库竞卖，同时连带着地方储备一共抛售了 82 万吨储备糖，之后糖价从高位跌落，抛储也就偃旗息鼓了。随后在二季度一度出现各种抛储的传闻，但是始终没有出现抛储，这也体现的出国家保护国内糖价的意图。

今年 5 月份昆明糖业高峰论坛上，国家发改委参会领导表态称国储糖投放周期主要看市场 假如价格相对平稳会持观望态度。按照往年的抛储数量，第三季度的抛储频率是最高的。从当前糖价情况来看，广西地区现货价虽有所回落，但仍维持在糖厂生产成本以上，只是期货跌势较凶，大幅贴水现货。后期若社会库存消化后供给趋紧，期现货走强，则国储有抛储的补充市场供给的可能。

6、消费量基本稳定

白糖消费在近两年预期难以增长，甚至会有所下滑，主要是淀粉糖的替代效益明显会刺激下游终端更换配方。从统计局公布的数据看，2017 年上半年，下游用糖产品中，软饮料产量增速提升非常明显。碳酸饮料方面淀粉糖对白糖的替代基本达到 90%以上，白糖在这一块消费难有起色，不过由于替代在去年已经完成，今年这一领域的消费变化不会很大。只是白糖与淀粉糖差价较大，其他用糖行业也会有进行替代的趋势。今年上半年由于国内玉米抛储的缓慢使得玉米价格上升，淀粉价格也同步上涨，白糖与淀粉糖的价差有所收敛。

图 7：我国软饮料产量累计增速 (%)

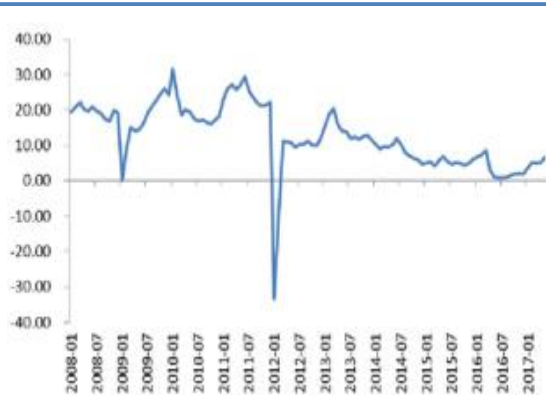
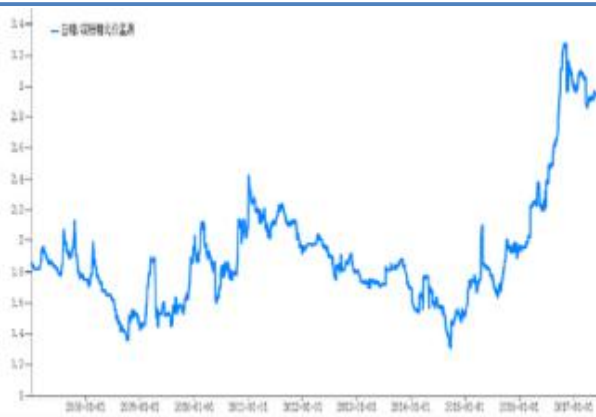


图 8：白糖淀粉糖价差 (元/吨)



数据来源：布瑞克

7、本榨季供需缺口较缩小

2016/17 榨季产量 930 万吨，进口受到加增关税的抑制预计不会超过 250 万吨，走私糖预估会缩减至 150 万吨，加上国家抛储的 82 万吨，总供给在 1412 万吨，预估国内消费外加出口总需求为 1465 万吨，供需缺口在 53 万吨。这个缺口较小，后期可能会通过挖掘社会库存的方式弥补，若价格走强则国家抛储的可能性会增大，当然还有走私填补的可能。对于 2017/18 榨季，产量预计将增加到 1050 万吨，国内总消费量预计保持不变，这样在进口、走私等其他因素不变的情况下，供需缺口会进一步缩小。

表 6：中国白糖平衡表 (单位：万吨)

	2015/16	2016/17	2017/18E
期初库存	1180.2	937.4	652.4
产量	870.1	930	1050
进口	372.4	250	250
国内总供给	2422.8	2117.4	1952.4
出口	15.4	15	15
国内消费	1470	1450	1450
国内总消费	1485.4	1465	1465
期末库存	937.4	652.4	487.4
库存消费比	63.11%	44.54%	33.58%

数据来源：布瑞克

四、汇率因素影响

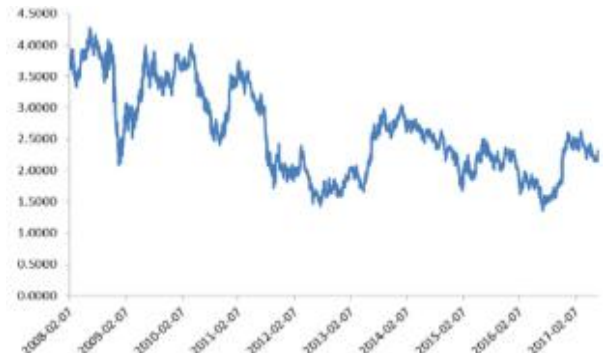
2017 年美元走势非常复杂，一方面美联储继续加息的进程，另一方面美国经济数据表现不佳，市场对于加息的必要性存在怀疑，美国 10 年期国债到期收益率下滑也表明市场并不认同未来通胀水平的上升。同时，美国政坛风云变幻，特朗普政府遭遇了一系列的麻烦，新政府在移民、税改、医改等多方面都遭遇较大的挫折，市场过去对于“特朗普新政”提振美国经济的预期烟消云散，美元指数也由强转弱，大幅下跌基本回吐了去年大选之后的涨幅。未来美元指数走势如何依然阴晴难判。然而不幸的是，巴西雷亚尔对美元汇率同期并未受益于美元指数的走弱而变强，主要是由于巴西经济复苏势头弱化及国内政治动荡所致。

2016 年大宗商品反弹带动巴西经济复苏，这与巴西资源输出大国的身份密切相关，而 17 年大宗商品再次震荡回落，巴西经济重新走弱。5 月份，巴西总统特梅尔的腐败丑闻被曝光，在巴西政坛引发剧烈震动，当天巴西雷亚尔兑美元汇率暴跌近 8%。经济走弱外加政治不稳定使得雷亚尔中长期具有贬值压力。

图 9：雷亚尔汇率



图 10：美国 10 年期国债到期收益率 (%)



数据来源：Wind

五、市场展望

国际方面，国际糖业组织(ISO)发布了下一年度的首份初步预估报告，报告显示 2017/18 年度全球糖市将迈入供应过剩，各大机构也纷纷上调 17/18 年度全球糖市供应过剩量，利空糖价。天气方面，6 月 23 日，巴西中南部天气预期未来至少一周时间内天气干燥，利于农户推进甘蔗收割进度，而此前市场预期巴西中南部地区的反季节降雨令收割初期的进度迟缓，利多落空，原糖进一步下挫。后期继续关注：1.巴西糖醇比，（如果巴西糖厂更倾向于生产乙醇，糖醇比上升可以抵消过剩的供给）；2.巴西雷亚尔汇率变化；3.天气变化。

国内方面，随着原糖的大幅下跌，进口利润不断扩大，进口食糖量大增，尽管食糖贸易保障措施采取对关税配额外进口食糖征收额外的关税，但国内糖价仍受到一定拖累。目前国内榨季已经结束，消费旺季

即将到来，饮料企业对食糖的需求将逐渐开始增加，季节性消费需求短期内或将支撑糖价。国内在政策的保护下，糖价大幅下挫的可能性不大，而继续上涨也缺乏利好

总体而言，在全球供应过剩的大背景下，供需缺口缩小，去库存为主，国储抛储会对市场起到决定性影响，价格以季节性波动为主，预计下半年将继续维持震荡向下格局。

免责声明：

本报告中所引用的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的完整性和准确性不做任何保证，也不保证所载的信息与建议不会发生任何改变。我公司力求保证研究报告的客观性和公正性，但报告中的观点、结论与建议仅供参考，报告中出现的信息或建议并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策均与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式刊载或转发。