



挣扎中前行

摘要

在目前多空交织的复杂格局下，我们认为，国内郑糖的价格走势大概率将以宽幅震荡为主。上有高库存+进口糖+走私糖+淀粉糖等供应的压制，下有减产+进口管制+成本抬升的支撑。面对进退两难的局面，郑糖下半年价格将在挣扎中前行。总体而言，宽幅震荡的区间在5200~6000。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

徐明 0451-82331166

xuming@nawaa.com

目录

第 1 章	策略汇总.....	4
第 2 章	在挣扎中前行.....	4
2.1.	减产基本确立.....	4
2.2.	进口量是影响后续行情演绎的关键.....	5
2.3.	糖醇比极有可能填补缺口.....	7
2.4.	宏观回暖与巴西政局.....	7
2.5.	商品市场分析.....	8
第 3 章	总结及策略.....	9
南华期货分支机构	10
免责声明	12

图表目录

图：广西糖会产量预估对比-万吨	4
图：主要产糖国产量-千吨	5
图：2015 年以来中国原糖月度进口情况	5
图：巴西货币雷亚尔升值	7
图：南华商品综合指数	8

第1章 策略汇总

基于对宏观经济环境和国内外食糖供需格局的分析，我们认为，未来国内糖市将会出现宽幅震荡。郑糖将会在相当长的时间里，处于进退两难的局面中：下有国产糖减产+进口管制趋严+成本抬升的支撑，上有高库存（陈糖+新糖）+进口量+走私糖+淀粉糖（替代）的压制，并且未来国家是否抛储也是未知之数。

策略建议：以 5200-6000 作为宽幅震荡的预判区域，操作上，以逢低做多为主。

第2章 在挣扎中前行

2.1. 减产基本确立

对于产量的看法，不管是现货市场还是期货市场，不论是国内机构还是国外机构已经达成一个基本的共识：国内减产，国外供应前景收紧。

国内方面，从刚刚闭幕的广西糖会消息看，15/16 榨季全国食糖产量是 880-890 万吨。该产量数据较上次预估减少 100 多万吨，基本符合市场预期。全国的总产量比前期“桂林糖会”预估的 1000 万吨再次调降到不足 900 万吨，总结下来，今年产量比前期预估的产量减少 10%左右。主要原因在于种植面积下滑、天气影响（产糖率低）。但是我们预计新的榨季种植面积应有所增长，其主要原因是糖价回升，糖厂兑付快，从而农户种植积极性增强，中长期利好糖市。

图：广西糖会产量预估对比-万吨

单位：万吨	14/15榨季产量	15/16榨季全国糖会 预估产量	15/16榨季广西糖会 预估产量
广西	634	560-580	520
云南	230.68	208	195
广东	79.85	75	65-70
海南	28.23	17	14.5
甜菜糖	73.78		83.98
全国	1055.6	1000	880-890

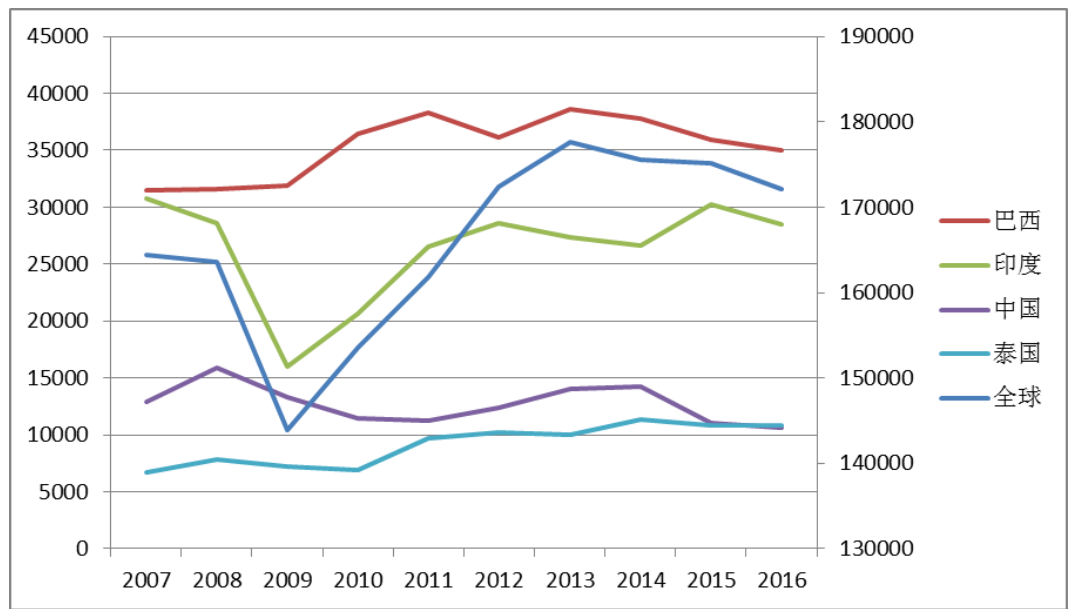
数据来源：WIND 南华期货研究所

此外，国际方面也充斥着供应短缺的预期。主要驱动因素是预期未来两年将出现较大的产出缺口。厄尔尼诺现象导致印度、泰国和欧盟等国产量减少，近期，ISO、ISMA 以及各种投行都对白糖产量不断的做出下调，预估供应缺口不断扩大。

根据 ISO（国际糖业组织）最新消息显示，随着全球糖产量减少，今年糖市供应将较此前预期更低。该组织上调 2015/16 年度（10 月-次年 9 月）全球糖市供应短缺预估至 500 万吨，因印度、泰国、巴西和欧盟产量下降。去年 11 月预估为短缺 350 万吨，2014/15 年度为供应过剩 230 万吨。而 ISMA（印度糖厂协会）也进一步下调 2015-16

榨季糖产量预估，即糖产量料较去年实际产量 2830 万吨下滑 9%（2550 万吨）。泰国遭遇 10 年来最严重的干旱，由于干旱和国内消费量增加导致糖产量出现下滑，泰国削减 2016 年糖出口预估至 710 万吨，或较上年同期下滑 20%。但是预期巴西产量会相对的增加部分也是市场担忧的一部分。巴西甘蔗行业协会（Unica）称，预计到 3 月中，巴西中南部约有 70 家糖厂开始压榨甘蔗，确认了 2016/17 榨季提前开榨的预期。截至 2 月下半月有 23 家糖厂仍在运作，本榨季巴西中南部甘蔗压榨总量达到 6.038 亿吨，同比增加 5.8%，糖产量为 3077.8 万吨，同比减少 3.76%。

图：主要产糖国产量-千吨

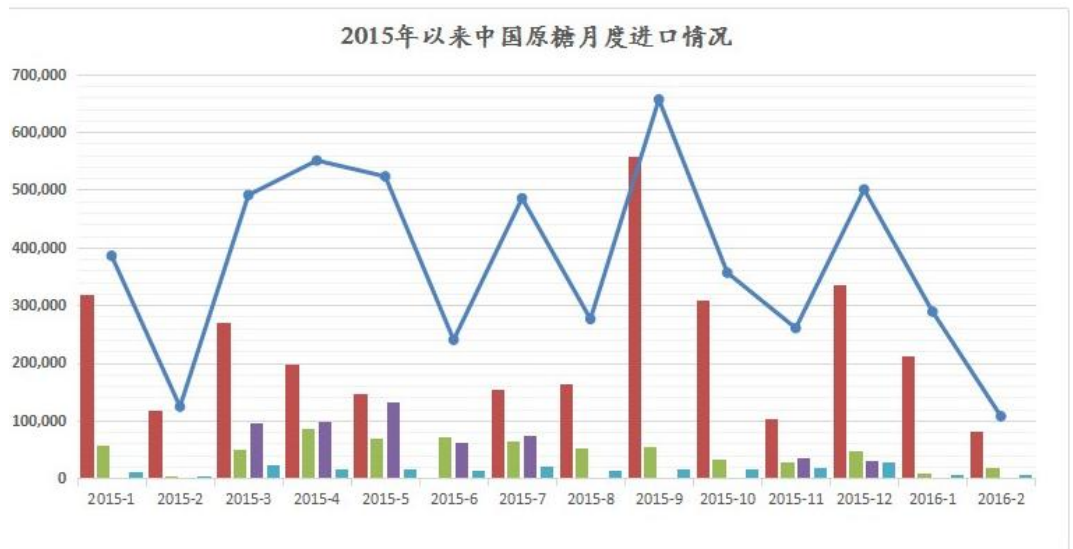


数据来源：WIND 南华期货研究所

2.2. 进口量是影响后续行情演绎的关键

众所周知，中国是全球最大的糖进口国，而中国的进口量则是左右糖价的最重要的关键因素之一。最新发布的海关数据显示，中国 2 月糖进口量为 11 万吨，较去年同期下滑 13.5%。上月公布的数据显示，中国 1 月糖进口量同比下滑 25.1%，此前 2015 年全年的进口量曾触及创纪录的 485 万吨，同比增加 39%。

图：2015 年以来中国原糖月度进口情况



数据来源：文华财经 南华期货研究所

究其原因，主要是因为糖价上涨、进口许可受限，以及库存增加都遏制了对进口糖的需求。

我们假设，新榨季产量在 900 万吨，消费量 1550 万吨，不考虑抛储方式的供应，那么缺口是 650 万吨，如果保税区库存预留 100-200 万吨，那么需要进口大概就在 450-550 万吨，才能满足国内食糖的基本消费量。而进口量基本的总量控制会在 390 万吨以内。从上面我们可以看出实际上进口量的变化，尤其是发生超出预估范围的变化会非常大的影响供需平衡，进而对糖价带来巨大的炒作空间。

诚然，一直以来我们计算进口量的时候不能忘记的就是走私糖的量，因为走私糖流入中国市场究其根本也算是进口量的一部分，当然不是合法渠道而已，但是量依然要计入。从最近一段时间来看，糖市目前最主要的题材莫过于此，多空双方的争夺也基本上在“走私糖”问题上。空方主要是认为今年的走私糖量很大，估计有 100-230 万吨，严打走私年年喊，但效果有待商榷。但从糖会消息看今年打击“走私糖”的态度明确和效果也开始有所显现。本榨季至今为止印度一半以上的出口量发往缅甸，并通过缅甸走私至中国，随着中国打击走私力度的增强，加上全球糖价上涨，ICE 原糖表现强劲，期价从 12.66 美分/磅一路上扬致 16 美分/磅，涨幅高达 26%，并且延续上冲趋势连创新高。国内外的价差不断减小，大大的限制了走私糖的利润，缅甸后期的进口量或进一步下滑，印度糖能否找到新的目的地仍是未知数。当然，国内走私糖管制效果依然有待观察。

这里，还有一个不得不说的影响糖价的因素就是国家抛储政策的问题。

在目前白糖的供需格局下，关于储备糖是否出库的问题，我们是这么认为的：目前国储糖大概 700 万吨，地方 50 万吨，成本在 7000 元/吨之上，我们认为理论上原糖在 20 美分/磅之下出库是没有必要的。但是考虑到国家大的方针是供给侧改革去库存，并且从往年的收储价格来看，基本上均价保持在 6200 元/吨的水平。所以我们觉得在 6000 的位置出库的可能性非常之大。

2.3. 糖醇比极有可能填补缺口

我们知道，巴西的主要的热点就是糖醇比，到底是制糖还是制乙醇。会令它的产量出现大幅度的波动，每 1%巴西糖的蔗用量就代表着 100 万吨产量。这里可以看到，整个巴西的工厂对于全球的供应压力是十分巨大的。那么在巴西开榨之前，糖价就不能上涨太快，涨速太快的话，下榨季巴西会全部去生产白糖。但是就目前来看，由于不论是原糖的反弹幅度还是反弹速度都大大的增加了巴西蔗用量的大幅增加的概率。

另外，我们可以看到虽然近段时间原油出现反弹，但是乙醇对于汽油，价格还是比较高。所以整体来讲，巴西糖的蔗用量一定会提高。我们预计，15、16 年榨季巴西糖的用蔗量可能是 43%到 44%，而且很有可能会达到这个水平之上。所以在这个情况下，如果是 43%，产量就增加 200 万吨。如果是 45%，产量就增加 400 万吨。这样，之前的缺口被抹掉了。所以供应缺口也没有我们想象的那么乐观，还需密切关注巴西糖的蔗用量。

2.4. 宏观回暖与巴西政局

长期以来，在经济衰退的周期下美元指数的升值，已经成为是全球经济放缓的一个信号。标志着资金从发展中国家回流到美国，或者以美元资产的形式存在。从货币角度来看，伴随着美元升值，发展中国家的货币在快速贬值，巴西雷亚尔就是其中之一。由于 ICE 原糖是以美元定价的，因此巴西货币的贬值，会导致了国际原糖价格的大幅下跌。

但是，3 月美联储议息会议宣布暂不加息大大缓解了市场对于宏观经济面的忧虑，并且巴西总统被弹劾触发雷亚尔上涨使宏观面再现好转，当然，我们也应该意识到罗塞夫被弹劾是否意味着雷亚尔会继续反弹，甚至回到 3 的水平，这些依然需要市场后续表现来给与答案。由于罗塞夫的弹劾程序需要一个多月后才有结果，一方面，市场对罗塞夫下台的预期或许将在短期内给雷亚尔继续上涨以动力，但若罗塞夫被成功弹劾，巴西也将面临政局重整，这无疑将再给已经深陷经济危机的巴西一记重击雪，可以预见未来几个月雷亚尔兑美元汇率或出现巨幅震荡。

图：巴西货币雷亚尔升值



数据来源：WIND 南华期货研究所

2.5. 商品市场分析

从 2015 年 12 月初以来，大宗商品在经过了长时间的流畅的下跌之后，终于迎来了一波波澜壮阔的上涨。主要的弱势品种如黑色金属、橡胶、油脂、原油等经过充分的释放风险之后，开启了上涨之路。特别是黑色金属，在供给侧改革的预期下上涨幅度接近 40%，并且上涨趋势保持良好。诚然，从郑糖走势来看，我们可以说郑糖更先于其他商品止跌反弹，但是在其他大宗商品进入爆发期时，郑糖却悄然陷入了震荡。从目前走势上看，郑糖市场正在探寻一个新的指导后市行情爆发的关键逻辑点。

图：南华商品综合指数



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，主要是下有国产糖减产+进口管制趋严+成本抬升的支撑，上有高库存（陈糖+新糖）+进口量+走私糖+淀粉糖（替代）的阻力，还要关注储备糖抛储问题。大的宏观环境和巴西政局也是未来左右糖价走势的关键性因素。

我们认为，国内郑糖的价格走势，大体上以宽幅震荡为主，以 5200-6000 作为宽幅震荡的预判区域，操作上，以逢低做多为主。

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

广州市天河区天河北路 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 永康市丽州中路 63 号 11 楼
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）

浙江南华资本管理有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室
电话：0571-87830355

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

横华国际金融股份有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼
电话：00852-28052658

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