



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

销量是今年郑糖之眼

摘要

2015年郑糖从4500上涨到5700，成为15年少有的牛市品种，而到了2016年在国际原糖一路高歌猛进的时候，郑糖却走起了盘山公路，宽幅震荡也成为郑糖上半年的写照。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，下半年国内糖市将会出现一个震荡上行的局面。国内外糖减产，以及进口管制趋严，包括成本抬升会对糖价形成支撑，而高库存和消费量可能不足将形成压力，抛储也一直是悬在房梁上的一把刀。总体而言，郑糖的价格走势大致上可以分为两部分，三季度以上涨为主，四季度新糖开榨后会有所回落，今年下半年大体走势会呈现一个震荡偏多的格局。

目录

第 1 章	行情回顾及策略建议	4
第 2 章	销量是今年郑糖之眼	4
2.1.	双年减产成定局.....	4
2.2.	销量成为主旋律.....	6
2.3.	糖醇比可能会填补部分缺口	8
2.4.	宏观回暖与巴西政局	9
2.5.	商品市场分析	10
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

表：15/16 年度全国食糖产销进度表.....	4
图：主要产糖国产量-千吨.....	5
图：14/15 制糖年以来中国原糖月度进口情况	6
图：汇率转换后的内外价差.....	7
图：巴西乙醇汽油价格比值.....	9
图：巴西货币雷亚尔升值	10
图：南华商品综合指数.....	10

第1章 行情回顾及策略建议

2015年郑糖从4500上涨到5700，成为15年少有的牛市品种，而到了2016年在国际原糖一路高歌猛进的时候郑糖却走起了盘山公路，宽幅震荡也成为郑糖上半年的写照。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，下半年国内糖市将会出现震荡上行的局面。国内外糖减产，以及进口管制趋严，包括成本抬升会对糖价形成支撑，而高库存和消费量可能不足将形成压力，抛储也一直是悬在房梁上的一把刀。

策略建议：以逢低做多为主，可以进行滚动操作。套利方面，由于9-1价差过大，可以伺机寻找买近抛远的套利时机。

第2章 销量是今年郑糖之眼

2.1. 双年减产成定局

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达成一个基本的共识：亚洲减产，巴西宽松。

国内方面，除云南还有3家糖厂外，15/16压榨期基本结束，6月也正式进入纯销区。截至2016年5月底，全国合计产糖869.95万吨，符合此前广西糖会及云南糖会的预估，减产超过10%。主要原因在于种植面积下滑、天气影响（产糖率低）。根据近期几次业内调研来看，国内种植面积有所增加，但是增幅并不明显，目前广西、云南等地又受到暴雨侵袭，多处蔗地被淹，对甘蔗出苗产生了一定的影响，具体损失还有待估计。而与年初相比糖价虽然有所上涨，但更多的是外盘的带动，国内的基本面并没有改变，销量始终未起来。由于种植成本较高，农户种植积极还是受到了一定的打击，来年减产也是板上钉钉，中长期依旧利好糖市。

表：15/16年度全国食糖产销进度表

2015/16年制糖期全国食糖产销进度				
单位：万吨、%				
省 区	截至2016年5月底累计			备注
	产糖量	销糖量	销糖率	
全国合计	869.95	465.52	53.51	
甘蔗糖小计	784.97	407.93	51.97	
广 东	63.09	31.18	49.42	已全部收榨
其中：湛江	52.76	22.92	43.44	已全部收榨
广 西	511	272	53.23	已全部收榨
云 南	190.8	92.75	48.61	有3家尚未收榨

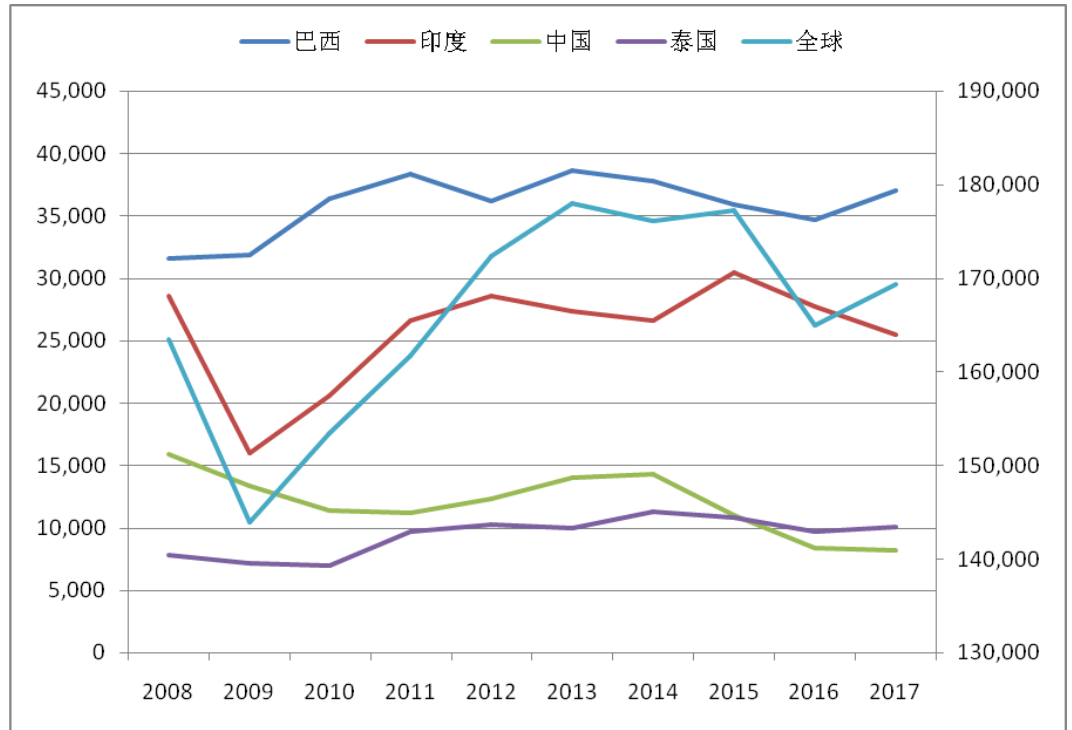
海 南	15.09	7.58	50.23	已全部收榨
其 他	4.99	4.42	88.58	已全部收榨
甜菜糖小计	84.98	57.59	67.77	
黑龙江	1.1	1.1	100	已全部收榨
新 疆	43.23	23.54	45.45	已全部收榨
内蒙古	28.4	23	80.99	已全部收榨
河 北	9.75	7.57	77.64	已全部收榨
其 他	2.5	2.38	95.2	已全部收榨

数据来源：WIND 南华期货研究所

此外，国际方面食糖供给缺口也相当明显。厄尔尼诺现象导致印度、泰国等国产量减少。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 5 月份再度上调 2015/16 年度（10 月-次年 9 月）全球糖市供应短缺预估至 665 万吨，并且首度预估了 2016/17 年度全球供应短缺 380 万吨，因印度、泰国产量下降。4 月预估为短缺 500 万吨，短短一个月上调了 150 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，即糖产量较去年实际产量 2830 万吨下滑 9%（2550 万吨）。而近期像 Rabobank（荷兰合作银行）更是大胆预估 15/16 年度缺口为 850 万吨，此前预估为 680 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%。印度首先取消了出口优惠政策，近期又开征 20% 的糖出口关税。如果今年夏季的降水量不足（6 月当月降水不足），那么印度明年很可能由净出口国转变为净进口国。但是市场预期巴西产量会相对有所增加，这也是市场担忧的一部分。尽管在近期巴西遭受到暴雨侵袭及霜冻影响，在短期内中南部压榨进度会有所放缓，港口运输也会受到影响，长期供应会比之前预估的要少一些。

图：主要产糖国产量-千吨



数据来源: WIND 南华期货研究所

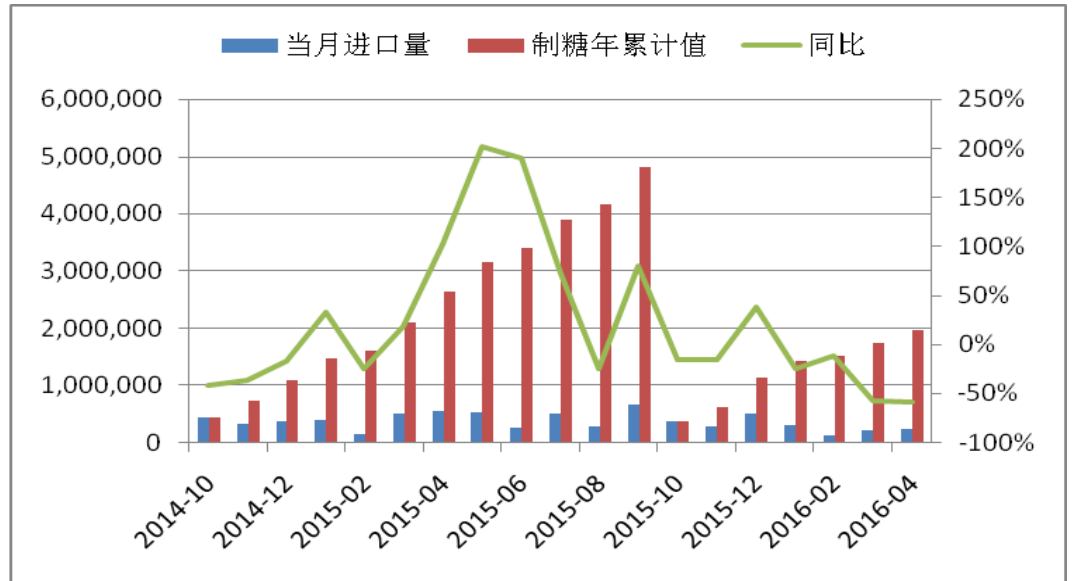
2.2. 销量成为主旋律

每年的 10 月到次年的 6 月是中国压榨甘蔗糖的季节, 今年因为受到天气影响榨季提前结束, 减产幅度也比较大。在供给端确定的前提下, 糖价的长期走势实际上是被框定的, 而在中期尤其是压榨刚刚结束, 夏季消费旺季更会去考虑销量对糖价的影响。

15/16 制糖年截至 5 月底, 全国销糖量 962.57 万吨, 而如果从 16 年开始计算销糖量只有 465.52 万吨。截至 5 月底, 云南产销率达到 48.61%, 同比增加 6.1%, 而广西 53.23% 的产销率, 同比反而下降 10.1%。整个上半年销量并不理想。但是根据 6 月份的情况看, 销售已创高峰, 很多糖厂本月既定任务基本完成, 现货相对紧张。

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 5 月糖进口量仅为 14 万吨, 较去年同期下滑 73.1%。1-5 月中国糖进口量仅为 97.1 万吨, 比去年同期减少 109.9 万吨, 而 15/16 榨季进口量也仅有 209.6 万吨 (15 年 10 月-16 年 5 月), 去年同期为 367.8 万吨。

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

究其原因，主要是糖价上涨、进口许可受限，以及库存增加遏制了对进口糖的需求。

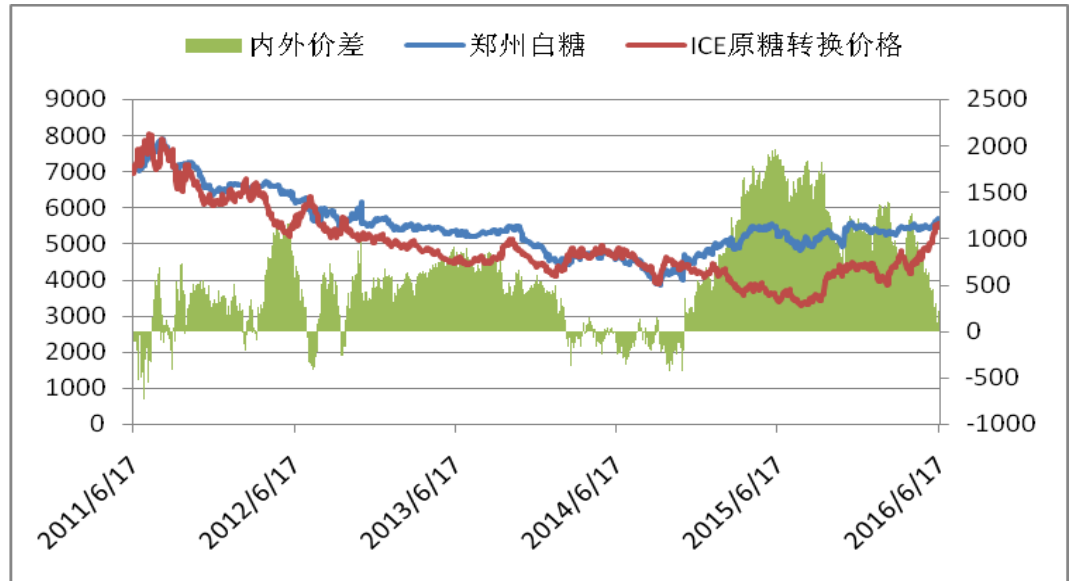
通过计算我们可以发现，新榨季产量不到 880 万吨，如果保税区库存预留 100-200 万吨，配额内外进口量估计达不到 360 万吨，走私量大致在 150 万吨左右，那么总供给应该是不足 1240 万吨的（不考虑抛储方式的供应）。从目前的销售数据看，今年消费量明显不及去年，但是综合多方因素估计今年消费量可能依旧还有 1440 万吨左右，也就是说还有大致上 200 万吨的缺口。

由于我国产糖成本高，产糖率低，糖的质量也不及国外，因此去年国际原糖和国内糖价差过大，大量的走私糖通过缅甸至云南的走私途径进入中国市场。据了解，广西作为占据中国 60%产量的地区产能严重不足。由于开工严重不足，设备利用率低，广西产能只用了 50%左右。而加工糖也不容乐观，加工糖的产能超过 1000 万，但产量只有 300 万吨。但即便如此，近期走私糖将不会成为主要矛盾。

一方面，走私糖的量其实已经不会再增加太多。其一是印度泰国干旱导致的出口困难，印度还加收了 20%的关税；其二是国际糖价的不断上涨导致的内外价差缩小，利润空间进一步压缩，使得商贩走私的主观意愿也会有所下降；其三是国家今年打击走私的力度加大，贸然走私的风险也随之加大；第四是随着东南亚雨季的到来，走私运输变得十分困难，走私成本也进一步抬升，中缅边境道路泥泞，走私也变得异常艰难。

另一方面，国际糖价的不断上涨使得进口意愿也有所下滑。由于存在配额制度，进口配额有限，而配额外国际糖价近期已经高于国内糖价好几百（地区不同有所差异），除非国际糖价有一个明显下跌过程，如果一直维持在 18-20 美分之间，进口量并不会有所起色，可能还适得其反。

图：汇率转换后的内外价差



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

因此，实际上决定国内糖价的关键因素反而是转移到了消费端。我们知道淀粉糖的替代实际上是非常有限的。企业调整白糖与淀粉糖比例的前提是修改配方。企业往往会从成本以及后期效益来考虑是否修改配方，尤其是中小企业。毕竟像可口可乐这类修改配方的公司还在少数，因此在短期内彻底扭转整个市场的糖配比可能性不大。目前市场上的淀粉糖的四个品种产能能够达到 1900-2000 万吨，但是最近三年产量只有 1000 万吨，产能也只能达到 50%，产能利用率也很低，产量供应大于市场，市场销售份额也相对分散。尽管淀粉糖以国内需求为主，但是近期国际市场对中国淀粉糖的需求有所增长，出口量还在不断增加，反而国内并没有大的起色。今年的淀粉糖的消费增量在 30 万吨左右，替代量不是很大。

随着人们越来越注重饮食健康，越来越多的人选择了低糖低热量的食物和饮料，这在未来对白糖市场具有较大的冲击。近期，美国费城对含糖饮料征“汽水税”每盎司征税 1.5 美分，成为美国首个收取该类税收的地方。这也在一定程度上说明为什么今年的食糖消费量不佳。但是和糖品替代一样，饮食习惯的改变也是一个循序渐进的过程。

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。综合以上的情况考虑来看，目前的糖价已经接近抛储的伏击圈，但是国家抛储还有一个前提是销糖率达到 75%，从目前的销糖情况看离目标还远没有实现，因此最终最终的重点还是要转移到销量上。

2.3. 糖醇比可能会填补部分缺口

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。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。巴西一糖和乙醇分析机构最近称，如果对于全球糖供应短缺量将增加的预期属实，那么未来三年巴西中南部乙醇产量料下滑。

图：巴西乙醇汽油价格比值



数据来源：Bloomberg 南华期货研究所

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。从上半年的情况看，相比去年同期乙醇产量下滑明显。调查显示，仅5月下半月乙醇产量料为13.4亿公升，同比下滑23%，含水乙醇占总产量的62%，约为8.31亿公升，同比下滑27%或3.12亿公升。无水乙醇产量料同比下滑15%，至将近5.14亿公升。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，6月美联储议息会议宣布暂不加息大大再度缓解了市场对于宏观经济面的忧虑，巴西总统被弹劾后巴西政局不确定性增加，雷亚尔在短暂的喘息后再度下滑，但是这并没有阻挡原糖上涨的态势，近期原糖更是突破20美元大关，在20美元附近来回震荡。巴西政局在短期内恐怕难以安定，奥运会的举办有可能会刺激当地的旅游经济和消费，但是由于巴西国内动荡不安反而会使举办地不堪重负，因此巴西雷亚尔还有进一步贬值的空间。

图：巴西货币雷亚尔升值



数据来源：BloomBerg 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。黑色系首先带起来一波强劲上涨的走势，随后油粕类开始发力，商品市场再次开始火爆起来。郑糖相比其他品种来说基本面更好，尽管震荡期较长。较长的震荡期也说明了前期平台较大，积蓄的力量也就更强。

图：南华商品综合指数



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，主要是国内外糖减产，以及进口管制趋严，包括成本抬升的支撑作用，高库存和消费量可能不足所产生的压力作用对郑糖价格影响。此外还要关注储备糖抛储问题。而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，郑糖的价格走势大致上可以分为两部分，三季度以上涨为主，四季度新糖开榨后会有一定回落，今年下半年大体走势会呈现一个震荡偏多的旋律。操作上建议以逢低做多为主，可以进行滚动操作。套利方面，由于 9-1 价差过大，可以伺机寻找买近抛远的套利时机。

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