



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

转折之年

摘要

2016年整个大宗商品非常火爆，大部分商品都触底反弹，甚至大幅上涨，其中郑糖连续第二年上涨，价格也接近2011年的高度，呈现出6月、9月、11月三波比较明显的拉涨行情。根据历史情况看，国内糖市总体呈现三年涨三年跌的一个大周期规律性走势。16/17榨季全球供应缺口仍存，因此原糖仍存上涨空间，不过内外价差存在收窄的可能。国内方面今年开始恢复性增产但是缺口仍存，在进口可能被遏制的情况下主要通过抛储来替代。因此我们认为，郑糖16/17榨季又将成为牛熊转换的关键一年，向上的空间实际上已经不大，总体可能会呈现先跌后涨再跌以构建顶部的情况。

目录

第 1 章	行情回顾及策略建议.....	4
第 2 章	国际环境的微妙变化.....	4
2.1.	全球供应缺口仍存	4
2.2.	巴西醇糖比存在变数.....	5
2.3.	印度进口与现金危机.....	6
2.4.	泰国的小纠结	6
第 3 章	政策市的控制力进一步加强.....	7
3.1.	国内恢复性增产但缺口仍存	7
3.2.	内外价差出现较大利润空间	8
3.3.	新榨季还将继续抛储.....	10
3.4.	商品市场分析	11
第 4 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：巴西乙醇汽油价格比	6
图：白糖产销统计表-万吨	7
表：16/17 年度全国食糖产销进度表.....	8
图：汇率转换后的内外价差.....	9
图：14/15 制糖年以来中国原糖月度进口情况.....	9
图：国内食糖供需平衡表（万吨）	10
图：南华商品综合指数.....	11

第1章 行情回顾及策略建议

2016 年整个大宗商品非常火爆，大部分商品都触底反弹，甚至大幅上涨，其中郑糖连续第二年上涨，价格也接近 2011 年的高度，呈现出 6 月、9 月、11 月三波比较明显的拉涨行情。根据历史情况看，国内糖市总体呈现三年涨三年跌的一个大周期走势，目前郑糖已经上涨两年，16/17 榨季供应缺口仍存，原糖价格仍存在进一步上涨的可能，而国内郑糖方面，我们认为 16/17 榨季又将成为牛熊转换的关键一年，向上的空间实际上已经不大，总体可能会呈现先跌后涨再跌以构建顶部双头的情况。

策略建议：长线多单逐步撤出，逢高分批次建立长空单。目前内外价差较大，可以进行买原糖空郑糖的交易策略。

图：郑糖走势图



数据来源：文华财经 南华期货研究所

第2章 国际环境的微妙变化

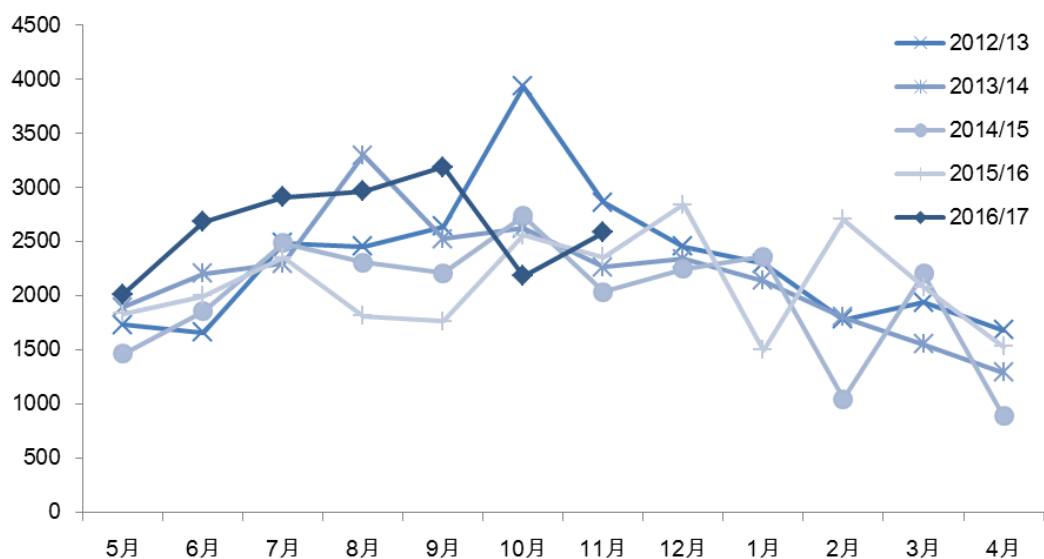
2.1. 全球供应缺口仍存

国际糖业组织(ISO)11月18日下调16/17年度全球糖供应短缺量预估至619万吨，之前预估为705万吨。此外多家机构也纷纷下调缺口，对16/17榨季全球产量总体而言相对偏乐观，也对供应缺口仍然存在达成共识，各机构预估的缺口范围大致在450-650万吨之间，而对17/18榨季不少机构预估能够达成供需平衡，而部分机构甚至预估可能产生过剩。对于16/17年我们认为，国际糖市总体供应缺口依旧存在，但是已经开始由供应缺口转为供应平衡，ICE糖价调整后还可能继续上涨，但是涨幅不会比15/16榨季大，趋势性的投资机会也要小的多。

2.2. 巴西醇糖比存在变数

产量的不确定是各大机构存在分歧的主要原因。我们知道全球大部分的糖源主要取自甘蔗，相对而言甜菜糖的占比就要小的多。甘蔗糖前两大生产国是巴西和印度，而分歧则主要集中在这两个国家的产量上。巴西是全球最大的产糖国和糖出口国，受厄尔尼诺影响 15/16 榨季亚洲糖源大幅萎缩，巴西糖的产量波动成为今年全球糖市波动的“一杆秤”。巴西政府机构 Conab 预估 16/17 榨季将生产 3981.4 万吨糖，低于 8 月预估的 3996.2 万吨。中南部 3630（8 月预估 3650）万吨，东北部 350（8 月预估 340）万吨。而当地多数分析师预期，巴西 2017/18 年度甘蔗产量持平或小幅减少，今年中南部地区甘蔗产量约为 6.0 亿吨。重新种植的甘蔗地缺乏投资，加上 2016 年以来干燥的天气预计将限制明年每公顷甘蔗产量，预估 16/17 榨季单产下降 1%（种植面积 990 万公顷没有变化），不过吨甘蔗工业产糖量将有所提高。目前巴西方面的库存有 35 万吨，预估到 16/17 榨季结束后将下降到 21 万吨。

图：巴西出口价格指数-千吨



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

由于巴西甘蔗不仅仅用于榨糖，还用于生产乙醇，早已是其能源经济的一部分。2015 年一季度的时候巴西汽油中的乙醇含量由 25% 提升到了 27%，这主要是受到全球油价大幅度下跌的影响。目前由于冻产协议的达成，使得国际油价有进一步上涨的空间，这将使得巴西国内汽油的价格上涨，巴西的糖厂更会倾向于生产乙醇，从而再度调整醇糖比，由原来的 45%:55% 向 41%:59% 的方向调整，最终导致的结果是产糖量的下降。但是从历史上看，每次冻产协议达成后所形成的持续效应并不强，2017 年原油上涨的持续性还是值得怀疑。

图：巴西乙醇汽油价格比



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

2.3. 印度进口与现金危机

至于印度，产量方面的问题就更加关键了。由于厄尔尼诺导致的干旱使得近两年印度大幅减产，15/16 榨季产不足需，印度国内糖价高企，不得不大幅度消耗库存。尽管北方邦食糖增产，但马邦和卡纳克邦食糖减产拖了后腿，因此 16/17 榨季印度产量将继续下滑。印度方面的分歧点在于 16/17 榨季需不需要进口。首先从产量上面看，印度政府预估为 2250 万吨，印度糖协的预估为 2340 万吨，结合其他机构包括美国农业部的预估，16/17 榨季印度糖产量预估区间大致在 2200-2340 万吨之间，消费方面根据印度方面的口径来看是稳定增长的，大致预估区间在 2550-2600 万吨，缺口大致在 210-400 万之间，目前印度的库存为 770-780 万吨（取 10 月 1 日数据），对缺口完全能够弥补，实际上是不需要进口的（目前印度进口关税仍为 40%），根据美国农业部的预估印度新榨季进口 140 万吨，而出口 150 万吨，其中就包括进口后加工的 140 万吨。印度方面也多次强调本榨季不需要进口的论调，这也是各大机构对全球供应缺口收窄的一个主要依据。

对于印度还有一个方面的影响也很值得我们注意。上个月，印度总理巴育宣布废除面额为 500 和 1,000 卢比的大额纸钞，此举是打击腐败、抑制逃税漏税等行动的一部分。但是事实上政府废除高面额纸钞的行动已经对需求产生影响。一家当地的分析机构预估该国糖消费量预计介于 2,450-2,500 万吨，上一年度为 2,480 万吨。因此新一年的需求量并没有此前设想的那样继续增加，很可能也就是持平的水平，那么供应缺口也并没有那么大了，印度不进口的论调也更合理。

2.4. 泰国的小纠结

泰国方面，同样是因为厄尔尼诺后遗症导致的连续第二年减产，15/16 榨季泰国产糖 970 万吨，业内比较一致的说法是新榨季泰国继续减产至 910-930 万吨左右。新榨季泰国生产进度偏慢，截至 12

月 15 日的数据显示产糖率偏低，仅 6.15%，同比下降 1 个百分点。作为世界第二糖出口国，泰国的出口量更加值得我们重视。受出口到非洲地区的白糖数量减少，15/16 榨季泰国出口 780 万吨，但得益于东盟关税下调，出口到亚洲地区的原糖数量呈上升趋势。预估 16/17 榨季泰国能够重新恢复到 800 万吨以上，而期末库存量将可能下降到 300-320 万吨左右。

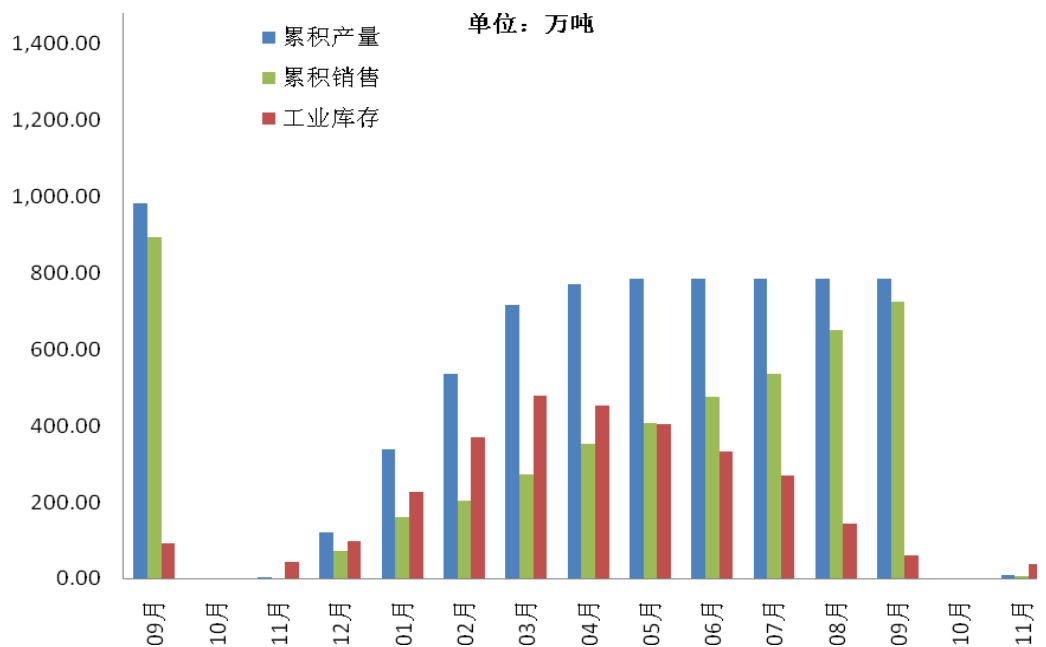
国际糖价的高企使得出口泰国显得有心无力，作为第二糖出口大国，泰国正在尽一切可能增加出口量，以获得更多的出口利润，库存的减少也是必然趋势。

第3章 政策市的控制力进一步加强

3.1. 国内恢复性增产但缺口仍存

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。从目前压榨的情况看，根据近期糖协公布的 11 月产销数据显示，我国 16/17 榨季甜菜糖产 55.89 万吨，比去年同期多出 5.92 万吨，而甘蔗糖方面尽管开榨推迟，但出糖率提高了接近 1%，产糖量反而比去年同期同比增长了 4.66 万吨。16/17 榨季全国产量应该相较 15/16 榨季会略有增产，预计在 900-970 万吨左右（协会最新预估数据是 1000 万吨），供应缺口将有所收窄。

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

12月份是南方开榨的高峰期,越来越多的糖厂开榨,因此明年一季度的糖供应量还是相当可观的,这对糖价会继续产生一个承压的作用,但是由于产需缺口依旧存在,后续情况依旧会有所起伏,也并不会排除构筑双顶的可能,甚至在年中的某个节点创一次新高,总的来说2017年很可能是牛熊转换的一年。

表：16/17 年度全国食糖产销进度表

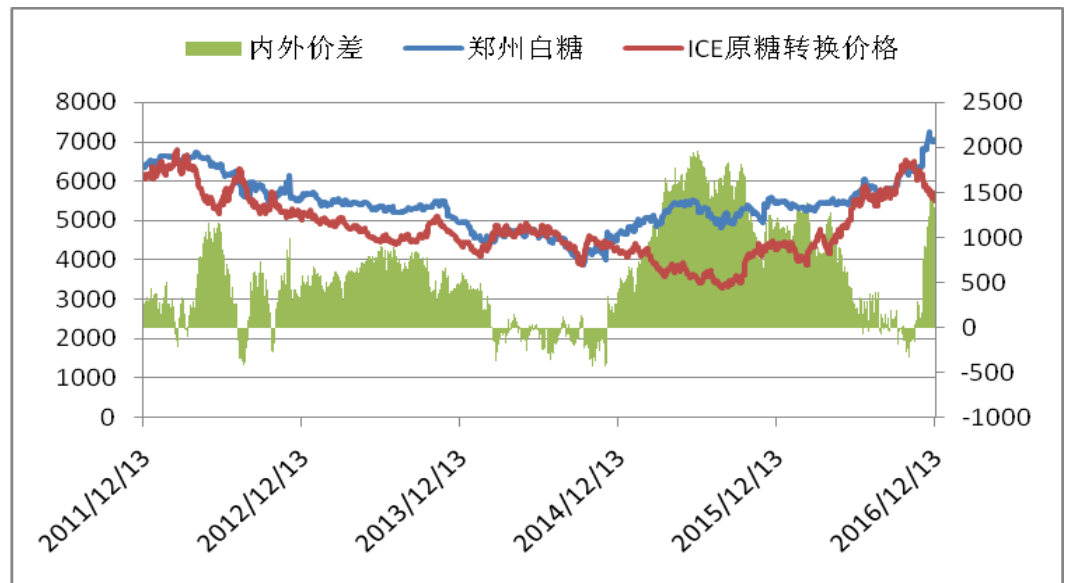
附表：2016/17 年制糖期全国食糖产销进度（截至 11 月底）					
单位：万吨、%					
省 区	预计产糖量	截至 2016 年 11 月底累计			备注
		产糖量	销糖量	销糖率	
全国合计	1000	64.89	28.01	43.17	
甘蔗糖小计	896	9	7.8	86.67	
广 东	85	0	0	0	已开榨 1 家
其中：湛江	69	0	0	0	已开榨 1 家
广 西	600	9	7.8	86.67	已开榨 20 家
云 南	185	0	0	0	
海 南	18	0	0	0	
其 他	8	0	0	0	
甜菜糖小计	104	55.89	20.21	36.16	
黑龙江	3	1.5	0.05	3.33	已全部开榨
新 疆	49	28.9	5.25	18.17	已全部开榨
内 蒙 古	47	22.49	13.31	59.18	已全部开榨
其 他	5	3	1.6	53.33	已全部开榨

数据来源：中国糖业协会 南华期货研究所

3.2. 内外价差出现较大利润空间

四季度,随着外盘下跌内盘上涨,内外价差再度扩大。经过换算后,目前巴西进口糖配额外的价格大致在 6400-6500 左右,而泰国也有 6300-6400 左右,以郑糖为标的的话,巴西配额外的进口利润已经大致有 600 元,而泰国更是达到了大致 700 元,如果以日照的报价来计算,已经有近千元的利润。在进口利润扩大的情况下,后续无论是进口还是走私都存在进一步扩大的可能。目前缅甸内乱导致走私不畅,短期内难有起色,而商务部的调查暂时没有结果,进口量可能在年末至明年上半年会有明显的增加。

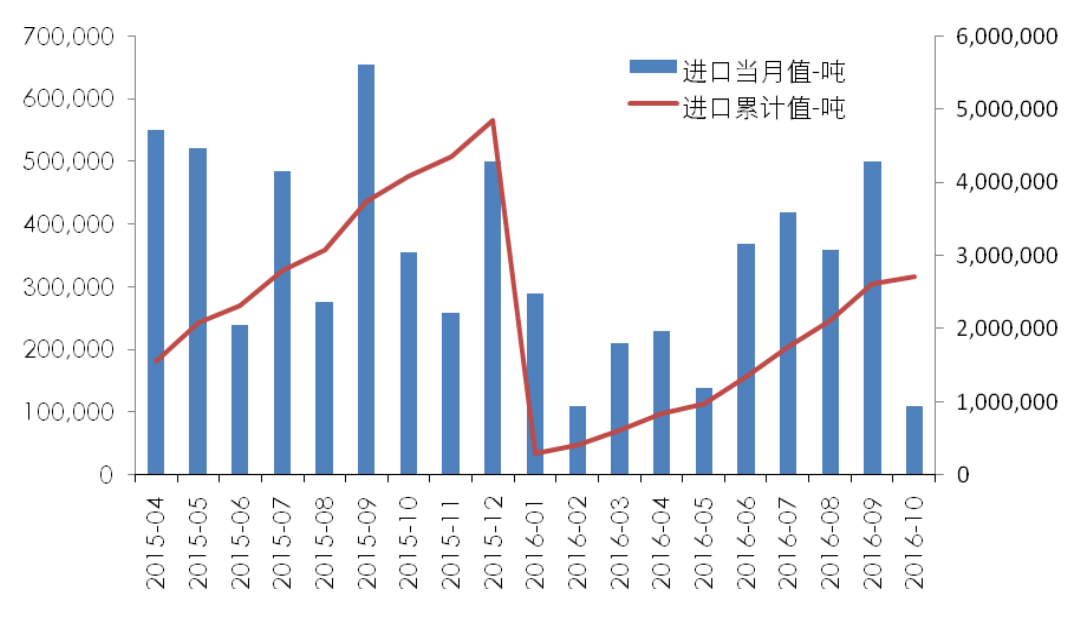
图：汇率转换后的内外价差



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

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。

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

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。目前的情况是, 12 月 7 日, 商务部贸易救济调查局在京召开进口食糖保障措施调查听证会, 多方就进口事宜进行了探讨但是最终并没有一个确切的定论。目前调查案还没有结束, 还有 3 个月的期限, 最终调查后如果维持现状也是有可能的, 最终可能就是定时炸弹。

3.3. 新榨季还将继续抛储

12 月下旬第二批国储糖将继续投放, 数量是 30 万吨, 此前第一批国储糖抛储了总计 30.8 万吨, 分两次抛售, 因此新榨季在 2016 年的节点的时候总计抛储量达到了 60.8 万吨。

图：国内食糖供需平衡表（万吨）

国内食糖供需平衡表（万吨）				
榨季	13/14	14/15	15/16	16/17（预估）
期初库存	755.00	965.48	953.47	732.16
期初库存（含走私）	785.00	1015.48	1033.47	982.16
产量	1331.8	1056	870.19	970
进出口	进口	402.41	481.21	374.64
	走私（估计）	50	80	250
	出口	4.73	5.92	15.43
	净进口（含走私）	447.68	555.29	609.21
供给量	当年总供给	1734.21	1537.21	1244.83
	当年总供给（含走私）	1784.21	1617.21	1494.83
	国内总供给	2569	2633	2528
需求量	需求量（预估）	1519	1543	1451
	预估消费增长	3%	1.60%	-6%
期末库存（含储备）	965.48	953.47	732.16	692.95
库存消费比（含储备）	63.56%	61.78%	50.47%	47.29%
期末库存（含储备、走私）	1015.48	1033.47	982.16	792.95
储备库	国储量	636	676	719
	国储收储量	0	0	0
	国储抛储量	0	0	0
	古巴糖入国库	40	43	40
	地储量	50	50	50
结转库存	结转库存总量	329.48	307.47	213.16
	结转库存消费比	21.69%	19.92%	14.69%
	工业库存	191.41	93.03	59.83
	保税区库存	108	120	80
	商业库存（含仓单）	30	94	73
当年供需缺口	210.48	(12.01)	(221.31)	(39.21)

数据来源：南华期货研究所

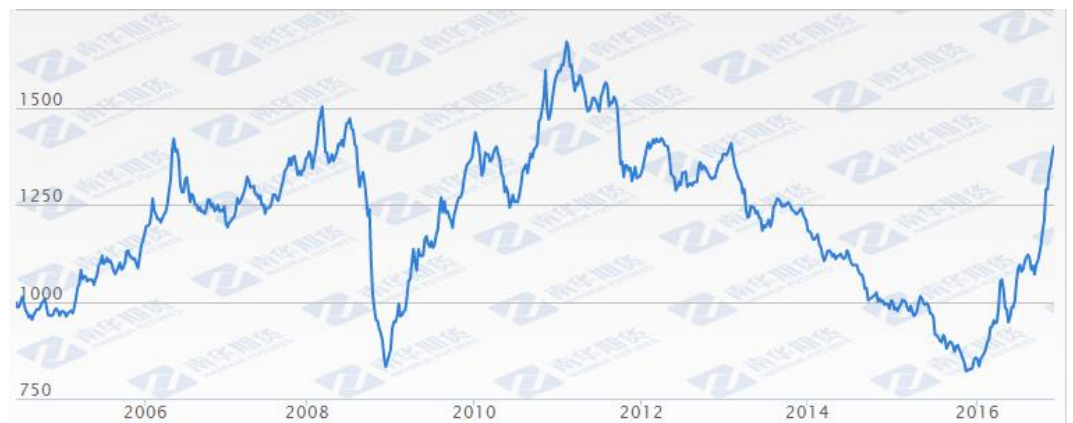
在 16/17 榨季中, 2017 年很有可能继续加大抛储力度。2017 年会抛储多少的量值得我们关注。国家抛储首先是从供需平衡的角度出发的, 新榨季产不足需的情况依旧明显, 而商务部的调查也显示了国家方面的态度, 管制进口糖保护国产糖, 因此第三次、第四次甚至第五次抛储都很有可能到来。其次, 国家抛储还有一个目的就是调控糖价, 目前糖价已经接近 2011 年的最高水平, 郑糖 1 月合约也创过新高, 糖价上涨过快, 糖价过高是不利于糖业整体发展的, 因此我们认为新榨季可能会继续再

抛 80-90 万吨才能满足社会需要。

3.4. 商品市场分析

2016 年大宗商品大幅度上涨，一扫此前阴霾。在南华商品指数上，我们可以看到很明显一个五浪结构的上涨，尤其是四季度的加速上涨，陡峭程度已经相当大了。我们认为 2017 年商品总体上涨趋势并没有改变，但是由于前期涨幅过快，需要进行时空转换的方式进行修正，因此调整在所难免。

图：南华商品综合指数



数据来源：南华期货研究所

第4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 2017 年对糖市影响的因素。16/17 榨季全球供应缺口仍存，原糖仍存上涨空间，不过内外价差存在收窄的可能。国内方面今年开始恢复性增产但是缺口仍存，在进口可能被遏制的情况下主要通过抛储来替代。因此我们认为，郑糖 16/17 榨季又将成为牛熊转换的关键一年，向上的空间实际上已经不大，总体可能会呈现先跌后涨再跌以构建顶部双头的情况。

操作上我们建议长线多单逐步撤出，逢高分批次建立长线空单。目前内外价差较大，可以进行买原糖空郑糖的交易策略。

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