



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

贸易救济案将左右市场节奏

摘要

2017年一季度我们可以看到大宗商品整体上涨势头已显疲态，农产品板块整体表现偏弱，有些商品甚至已经吃回了此前涨幅。郑糖一季度整体维持高位震荡，在盘整了数月之久后，随着新榨季蔗糖的供应量的增加以及贸易救济案的推迟，整个三月表现出破位下跌的态势，转折之年的气氛尽显。在国际上，印度进口问题仍是市场关注的重点，但是随着印度和泰国压榨进入尾声，而巴西从4月开始进入17/18新榨季，全球的视角将从亚洲再度回到南美。而掌控国际糖市命门依旧是天气因素，厄尔尼诺在2017年可能再度来袭。今年二季度国内16/17榨季的压榨将会完成，同时贸易救济案也将尘埃落地，届时整个2017年的走势也将被定下基调。

目录

第 1 章	行情回顾及策略建议.....	4
第 2 章	国际市场关注点开始转移.....	4
2.1.	17/18 榨季大概率供应过剩.....	4
2.2.	巴西新榨季到来.....	5
2.3.	印度关税又有松动?	6
2.4.	泰国进入榨季尾声	7
第 3 章	二季度成为政策风向标	7
3.1.	产量预估下调	7
3.2.	贸易救济案推迟 2 个月.....	8
3.3.	抛储或将持续	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

2017 年一季度我们可以看到大宗商品整体上涨势头已显疲态，农产品板块整体表现偏弱，有些商品甚至已经吃回了此前涨幅。郑糖一季度整体维持高位震荡，在盘整了数月之久而后，随着新榨季蔗糖的供应量的增加以及贸易救济案的推迟，整个三月表现出破位下跌的态势，转折之年的气氛尽显。今年二季度 16/17 榨季的压榨将会完成，同时贸易救济案也将尘埃落地，国内糖市

策略建议：维持此前年报中逢高分批次建立空单的长线策略。对于中线操作而言，可以将贸易救济案作为一个时间节点，目前可以做持有单边空头策略，进入 5 月之后可以做买近抛远的套利策略以防范风险。

图：郑糖走势图



数据来源：文华财经 南华期货研究所

第2章 国际市场关注点开始转移

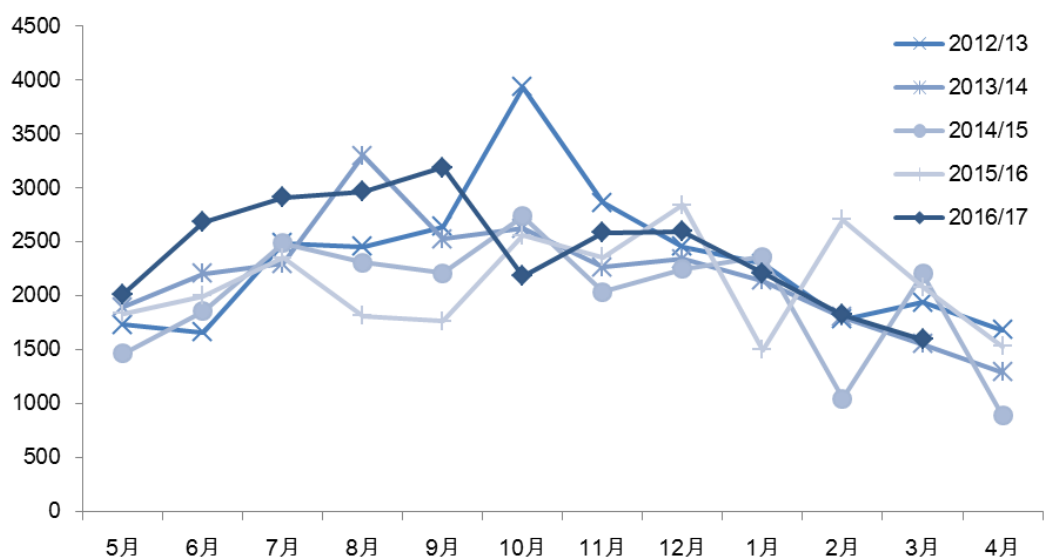
2.1. 17/18 榨季大概率供应过剩

国际糖业组织(ISO 2 月份继续下调 16/17 年度全球糖供应短缺量预估至 587 万吨,而 11 月是 619 万吨,而 9 月份预估则是 705 万吨。同时, ISO 预计 2016/17 榨季全球食糖库存量将从上榨季的 8229 万吨下降到 7627 万吨。此外对 17/18 榨季大多数机构预估将供应过剩, 尽管可能受到潜在的厄尔尼诺事件在内的天气问题的影响, 部分机构下调了过剩量, 大部分机构预估过剩的区间在 100-300 万吨之间, 糖产量将较上年增加 1000 万吨左右, 主要的增长点来自印度、欧盟、泰国和中国。对于二季度而言, 亚洲进入食糖压榨尾声, 印度进口政策迟迟没有变化, 而巴西新榨季将在 4 月 1 日开始, 对糖价的影响力将从印度再度转移到巴西。

2.2. 巴西新榨季到来

对于巴西而言，从4月1日起正式进入17/18榨季，尽管3月部分地区已经开始了新榨季的压榨，但是3月份的产量是计算在上一榨季之中的。从unica近期报告显示，截至3月15日巴西中南部糖产量同比增长了15%达到3536.5万吨，而产酒精253.24亿公升，同比下降8.38%。由于全球减产导致巴西在16/17榨季制糖用蔗比从40.78%升到46.41%，将更多的甘蔗用于压榨糖。随着巴西糖新榨季的开始，巴西糖将在二季度陆续出口到世界各地，不过从UNICA的数据显示，3月上旬南巴西有38家糖厂正在运营，低于去年同期的75家，预计3月底之前总共有80家糖厂进行压榨，但是依旧是低于去年同期的137家，因此初期的产量估计不会太高。

图：巴西出口价格指数-千吨



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

多家新闻媒体报道称，厄尔尼诺现象预计将在2017年下半年重新出现，这可能会导致南巴西的降雨量高于平均值并使该国北部东北部地区干旱天气加剧。巴西路透社表示，如果该天气现象发生，北部东北部地区可能会遇到供水问题，因该地区近期遭遇了最严重的干旱。高压天气模式预计将在3月至4月期间给该地区带来更为干燥的天气，但该天气模式可能会在5月份结束，届时巴西全国将出现更加均匀的降雨。2月份澳大利亚政府气象局也将厄尔尼诺现象在2017年下半年到来的概率上调至50%。

图：巴西乙醇汽油价格比



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

2.3. 印度关税又有松动？

受到去年厄尔尼诺事件的影响，印度 16/17 榨季的产量大幅下滑，特别是马邦由于更多采用雨水灌溉，大旱使得减产异常严重。马邦食糖委员会数据显示，由于连年干旱，2016/17 榨季（10 月-9 月）该邦预计产糖 420 万吨（截至 3 月 17 日马邦产糖 417 万吨），同比（841.5 万吨）下降 50%。相比而言北方邦则是有较明显的增产，北方邦蔗糖业办公室专员数据显示，截至 3 月 27 日该邦糖产量已经提高到 780 万吨，预计最终总产量将达到 850-860 万吨，略高于金斯曼 830 万吨的预估。行业组织印度糖生产商协会 (ISMA) 在 3 月的报告中称，由于 1、2 月印度的马邦、卡邦等主产区的甘蔗单产不及预期，导致甘蔗供应量不足，预计 16/17 榨季印度糖产量将仅达到约 2030 万吨，低于 ISMA 在 1 月底对本榨季糖产量的预估 2130 万吨。消费方面，印度信用评级机构 ICRA 表示，由于政府削减了 2 月份公共配糖业务的补贴，饮料制造商、面包店、糖果店、酒店和餐馆的需求相应下降，16/17 榨季该国国内糖消费量将同比下降 3%-3.5%，至 2400 万吨。

多家机构几个月来不断提出印度下调关税和增加进口的可能性，但是印度政府多次强调不调降关税、不进口的论调。不过近期，来自印度官方消息说，由于通胀加剧，加上糖厂下调了食糖预期产量，印度政府将考虑是否下调现行 40% 的食糖进口关税。不过由于目前印度有 770 万（去年 9 月数据）的储备库存，同时印度政府对 17/18 榨季的产量前景看好，因此一直认为能够通过消耗库存的方式度过难关。

由于天气因素对糖产量的影响极大，因此我们不得不关注近期厄尔尼诺又要来临的论调。印度天气预测机构 Skymet 近期公布了该国西南季风期（6-9 月）首个预测报告，预测降雨量将低于正常水平，至历史均值的 95%，主要因厄尔尼诺现象在此期间发生的概率正在增加。对于马邦而言，我们需要特别注意马邦水库水位的变化。印度中央税务局委员会的数据显示，截至 3 月 23 日该邦 17 座水库水位仅较 10 年均值高出 1%，但同比提高了 19-20%。后期天气依旧是印度的一个重要关注点，不过从目前的情况看，仅二季度而言印度甘蔗的生长条件较好，马邦水位的跳升通常意味着甘蔗种植面积的扩张。

2.4. 泰国进入榨季尾声

泰国和印度一样去年遭受了大面积干旱，15/16榨季产量仅为970万吨。泰国蔗糖业协会办公室公布的最新数据显示，从12月6日到3月23日期间该国累计榨蔗8820万吨，同比（9300万吨）下降5%；累计产糖940万吨，同比（960万吨）下降1%。金斯曼对该国的16/17榨季产量预测与之前无异，即最终榨蔗9200万吨、产糖960万吨，均同比下降2%。很大概率来说，16/17榨季仍旧是减产年，但是值得注意的是年前大多数机构预估该国产量仅为910-930万吨，而2月泰国产量激增使得目前产量已经超过此前预估。泰国的糖有大约70%用于出口，根据泰国糖业公司公布的出口数据显示，2月泰国出口原糖29.87万吨，同比提高了4%，3月船期原糖出口量目前预计为23.6万吨，因此一季度该国出口原糖应该为120万吨。

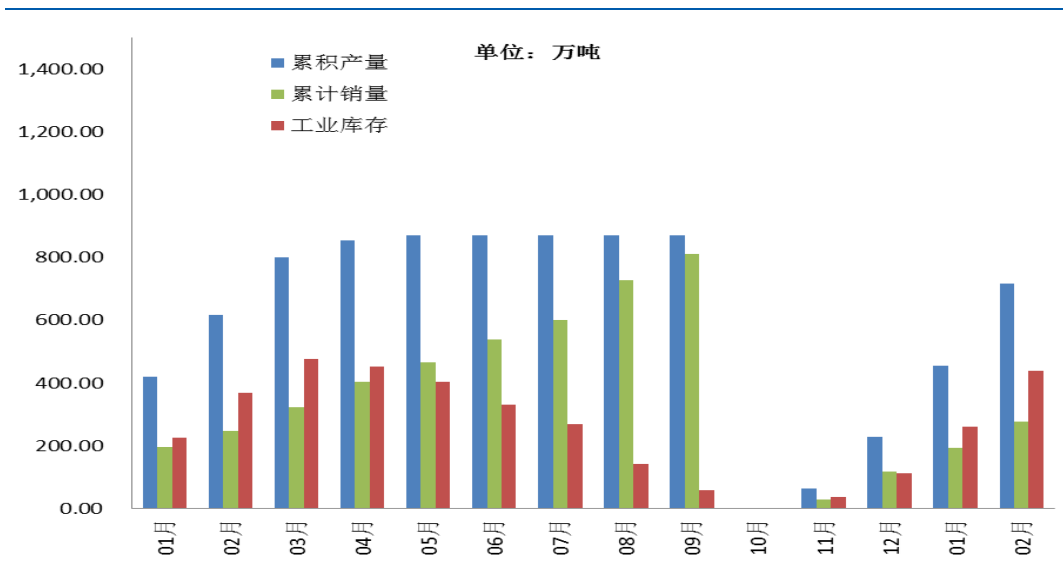
对于二季度而言，随着泰国压榨期的结束，来自印尼和缅甸的订单应该会有所增加，印尼政府额外发放一季度进口许可的可能性很高，中国国内外糖价的巨大差价也会促使缅甸大量进口白糖。

第3章 二季度成为政策风向标

3.1. 产量预估下调

进入4月，广西进入最后收榨期，截至3月31日广西已有89家糖厂收榨，同比增加6家，仅剩5家尚未收榨，预计在4月将全部收榨。云南仅有两家收榨，预估要到5月份才会结束全部压榨。2月产销数据显示，截至2017年2月底，2016/17年制糖期全国已累计产糖715.67万吨（上制糖期同期产糖618.35万吨），其中，产甘蔗糖615.62万吨（上制糖期同期产甘蔗糖534.37万吨）；产甜菜糖100.05万吨（上制糖期同期产甜菜糖83.98万吨）。截至2017年2月底，本制糖期全国累计销售食糖277.01万吨（上制糖期同期销售食糖248.17万吨），累计销糖率38.71%（上制糖期同期40.13%），其中，销售甘蔗糖233.98万吨（上制糖期同期204.43万吨），销糖率38.01%（上制糖期同期为38.26%）；销售甜菜糖43.03万吨（上制糖期同期43.74万吨），销糖率43.01%（上制糖期同期为52.08%）。

图：白糖产销统计表-万吨



数据来源：中国糖业协会 南华期货研究所

由于糖是季产年销的商品，因此二季度是国内从生产期转为纯销售期的关键时期。从3月农业部供需形势分析报告看，糖产量从此前的990万吨下调到了970万吨，主要是由于糖料收购价格提升，提高了蔗农种植积极性，用于留种的甘蔗量增加，用于榨糖的甘蔗量相应减少。而在2016年全国试探产销工作会议上，糖协给的预估数据也是990万吨，未来全国产量不及预期也是大概率事件。

表：16/17年度全国食糖产销进度表

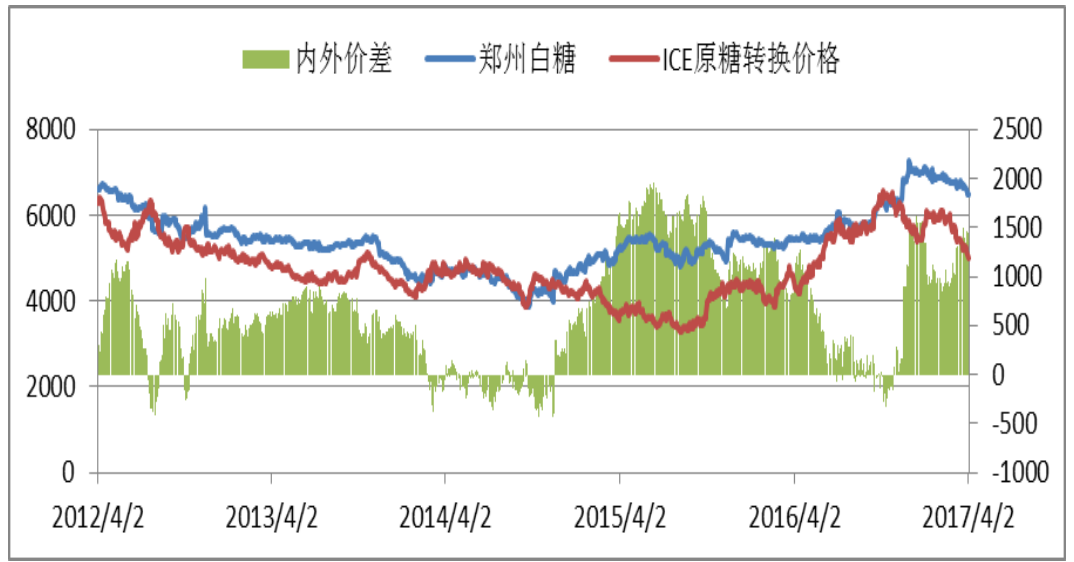
附表：2016/17年制糖期全国食糖产销进度（截至2月底）					
单位：万吨、%					
省 区	预计产糖量	截至2017年2月底累计			备注
		产糖量	销糖量	销糖率	
全国合计	1000	715.67	277.01	38.71	
甘蔗糖小计	896	615.62	233.98	38.01	
广 东	85	60.86	29.67	48.75	已全部开榨
其中：湛江	69	51.73	24.76	47.86	已全部开榨
广 西	600	454	174	38.33	已有14家收榨
云 南	185	86.55	27.15	31.37	已开榨56家
海 南	18	11.92	2.11	17.70	已有6家收榨
其 他	8	2.29	1.05	45.85	已全部收榨
甜菜糖小计	104	100.05	43.03	43.01	
黑龙江	3	2.54	0.65	25.59	已全部收榨
新 疆	49	48.74	15.35	31.49	已全部收榨
内蒙古	47	43.27	24.23	56.00	已有4家收榨
其 他	5	5.5	2.8	50.91	已全部收榨

数据来源：中国糖业协会 南华期货研究所

3.2. 贸易救济案推迟2个月

海关总署报告称，2017年2月我国食糖进口18万吨食糖，进口量同比增长24%，环比下降56%。2016/17榨季截止2月底累计进口糖105万吨，同比减少48万吨。根据船期3月进口到货量不多。实际上，由于国家控制，一季度进口配额发放量很少，大部分进口糖源是进入了保税区。真正进行一般贸易的糖源只有9.9万吨，另外，这49.1万吨糖需要等待配额的发放后才能进入国内市场。

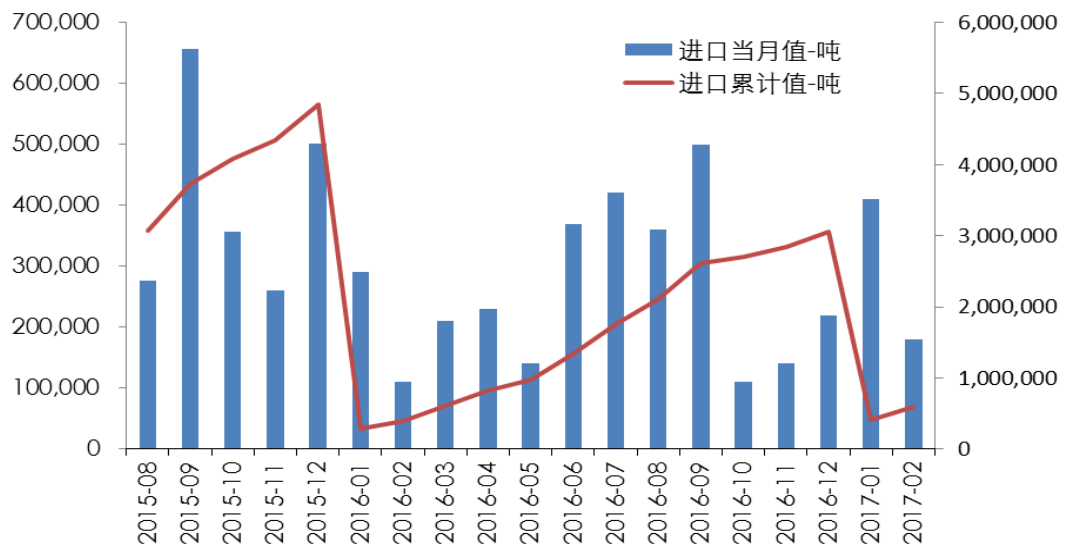
图：汇率转换后的内外价差



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。原本调查案在3月22日之前本该出结果，但是最终还是将期限推迟了2个月。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。目前调查案还没有结束，还有 1 个半月的期限，最终调查后如果维持现状也是有可能的，最终可能就是那个定时炸弹。

3.3. 抛储或将持续

16/17 榨季国内缺口仍存，而伴随着国际糖价的进一步下跌，利润空间再次扩大，走私又有抬头迹象。不过，目前从上到下的打击走私的声音一直没有停过，对于国内糖业政府的意愿就是限制进口、打击走私，减少供应来源，以便进一步去库存。此前第一批国储糖抛储量为 30.8 万吨，第二批国储糖抛储量为 34.13 万吨，合计共抛储 64.93 万吨，目前的抛储量并不算多，依旧还是无法弥补此前缺口。

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	17/18（预估）
期初库存		765.00	974.48	961.45	739.19
期初库存（含走私）		785.00	1024.48	1041.45	989.19
产量		1331.8	1056	870.19	970
进出口	进口	402.41	481.21	374.64	350
	走私（估计）	50	80	250	150
	出口	4.73	5.92	15.43	8
	净进口（含走私）	447.68	555.29	609.21	492
供给量	当年总供给	1734.21	1537.21	1244.83	1320
	当年总供给（含走私）	1784.21	1617.21	1494.83	1470
	国内总供给	2569	2642	2536	2459
需求量	需求量（预估）	1520	1544	1452	1466
	预估消费增长	3%	1.60%	-6%	1%
期末库存（含储备）		974.48	961.45	739.19	585.01
库存消费比（含储备）		64.11%	62.26%	50.92%	39.90%
期末库存（含储备、走私）		1024.48	1041.45	989.19	735.01
储备库	国储量	636	676	719	609
	国储收储量	0	0	0	0
	国储抛储量	0	0	0	150
	古巴糖入国库	40	43	40	40
	地储量	50	50	50	0
结转库存	结转库存总量	338.48	315.45	220.19	126.01
	结转库存消费比	22.27%	20.43%	15.17%	8.59%
	工业库存	191.41	93.03	59.83	70
	保税区库存	108	120	80	20
	商业库存（含仓单）	39	102	80	36
当年供需缺口		209.48	(13.03)	(222.26)	(154.18)

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，因此再次抛储可能性也是很大的。不过国家抛储还有一

个目的就是调控糖价，目前糖价已经有所回落，对于二季度而言抛储的可能性将取决于贸易救济案的最终结果，最终真的提高关税之后下一步很可能就会进行抛储，否则抛储时间节点将会延迟到下半年。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

2017 年一季度大宗商品整体波动剧烈，向上压力彰显，已显回调颓势。在南华商品指数上，我们可以看到 2016 年是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。我们认为由于前期涨幅过快，无论后期大周期是否还会继续上涨，都需要进行时空转换的方式进行修正，因此二季度可能还会继续调整。

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的情况，以及整个二季度市场所关注的重点。对于二季度而言，国际上我们需要仍然需要关注印度政府对关税，对进口的态度，同时我们也要开始讲眼光放到巴西，去观察新榨季的情况。国内来说，二季度是从生产期转向纯销售期的转折节点，而贸易救济案最终结果也必将在此期间盖棺定论，这最终将决定 2017 年全年甚至未来几年的走势。

操作上我们建议维持此前年报中逢高分批次建立空单的长线策略。对于中线操作而言，可以将贸易救济案作为一个时间节点，目前可以做持有单边空头策略，进入 5 月之后可以做买近抛远的套利策略以防范风险。

南华期货分支机构

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

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: 0576-88539900

温州营业部

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

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
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

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 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: 0931-8805351

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

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

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、804、810、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 1003
电话: 022-28378072

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: 021-50431979

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

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

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话: 0553-3880212

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

永康营业部

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8层805室
电话：0351-2118018

余姚营业部
余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102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1号楼301、302、312、313室
电话：0573-80703000

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

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号之二砖石海岸B栋1903单元
电话：0592-2120291

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

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