



## 政策控节奏

### 摘要

- 国内食糖 2015 年总体供需偏紧，价格高位震荡。制糖企业盈利情况良好，在 2015/16 榨季，制糖企业开始抢甘蔗，且国家当局规定的甘蔗收购基准价格较去年上涨了 50 元/吨。这有利于明年甘蔗种植面积的反弹。国际市场仍然供需充足。在这种预期下，2016 年的套利策略是买近抛远。单边投资策略是逢低建做多。

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

## 目录

第 1 章	策略汇总 .....	4
第 2 章	政策控节奏.....	4
2.1.	国内减产和进口调节、替代有限.....	4
2.2.	国际市场供应充足 .....	5
2.2.1.	巴西出口同比减少.....	6
2.2.2.	巴西雷亚尔贬值暂缓 .....	6
2.2.3.	原油价格下跌导致乙醇销售受阻.....	7
2.3.	国内储备糖或择机抛售 .....	8
2.4.	市场分析 .....	8
第 3 章	总结 .....	9
	南华期货分支机构.....	10
	免责声明.....	12

## 图表目录

图：巴西原糖月度出口量-千吨.....	6
图：巴西货币雷亚尔贬值.....	6
图：巴西燃料乙醇出口情况.....	7
图：国内食糖收储成交量和均价.....	8
图：南华商品指数.....	9

## 第1章 策略汇总

可以预期的是，2016/17 榨季，种植面积将会大于当前榨季。且进口政策具有不确定性。从策略上来说，买近抛远，将会是 2016 年的典型跨期策略。单边策略方面，主要是考虑逢低做多为主。

策略建议：以 5000-6500 作为宽幅震荡的预判区域，期货可以考虑逢低做多；以及买进抛远套利；期权可以考虑卖出宽跨式组合。

## 第2章 政策控节奏

### 2.1. 国内减产和进口调节、替代有限

我们对于国内食糖的观点，大致可以从三个方面阐述，一是国内减产幅度大于国际市场；二是商务部的进口调节；三是淀粉糖的替代非常有限。

在撇开政策性的干预的情况下，供需基本面才是商品价格最重要的考量。从全球角度看，几个主要产糖国并没有出现大周期性的减产，巴西、印度、泰国、中国、欧盟等，除了中国出现了种植面积显著性减少以外，其他几个主产国并没有减少，甚至稍有增加。这一结果就是使得全球的供需仍然是平衡偏松。通过上半年的调研，我们发现在新榨季，主产区中，广西甘蔗种植面积或将大幅下滑，其中，柳州下降最严重，降幅在 35-40% 左右；南宁地区及周边降幅达到 30%；崇左和来宾地区种植面积降幅在 10% 左右。种植面积下降是糖产量减少最直接的原因。我们对于国内 2015/16 的白糖产量大致预期在 950 万吨左右。

甘蔗种植的周期主要取决于种植利润周期。一旦蔗农发现无利可图的时候，或者相比较其他作物，甘蔗种植收益相形见绌的时候，蔗农就会考虑减少种植面积，或改种其他农作物。近两年，甘蔗收购价格逐步下降，但是种植成本却没有显著的下滑，这部分甘蔗价格的下降，给蔗农造成了实质性的收入下降。根据我们去年调研所列的成本核算表，假如按照广西平均亩产 4.4 吨计，本榨季 400 元/吨的甘蔗收购价，扣除成本等要素，农民种植收入仅 300 元/亩左右，远不如种植桉树、香蕉、柑橘、火龙果、剑麻等作物。

显然，对于近 1500 万吨的消费量，仅仅靠配额内 194.5 万吨，是不能满足需求的。就算没有进口调节，国内的糖价依然会高于国际市场。然而，我国当局在 2015 年对食糖进口节奏进行了适当的调整，不至于国际原糖大量涌进国内市场，不至于造成国内糖价可能的坍塌。

在 2015 年三季度，我们对淀粉糖进行了摸底调研。从我们了解的情况来看，淀粉糖对高价白糖的替代空间，已经非常有限了。淀粉糖对白糖的替代，在 2009-2010 年的糖牛市中，已经基本接近饱和。

我们假设，新榨季产量在 950 万吨左右，不考虑抛储方式的供应，那么需要进口 400-500 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。由此，我们可以猜测，2015/16 榨季，国家抛储或将是一个大概率事件。

总体来说，国内可以通过多个途径来满足国内食糖的基本消费需求，糖价总体可控。

## 2.2. 国际市场供应充足

国际市场方面，我们主要考虑对巴西和印度的研究，巴西作为全球的最大产糖国，而印度是全球最大的食糖消费国。从全球的供需变化来看，产量大概下滑了 100 万吨左右，主要来自于巴西和中国的减产，欧盟等过略有小幅增产。糖价的快速下滑，以及巴西本身燃料乙醇的刚性需求，都促使巴西将更多的甘蔗去生产燃料乙醇。在原糖产量方面，巴西下滑约 80 万吨。从全球供需角度看，基本处于供需平衡略偏宽松的格局。

除此以外，美元升值和巴西雷亚尔贬值，也给国际糖价带来了重要影响。在 2015 年 9 月底后，巴西雷亚尔的贬值趋势开始调整，国际原糖价格在是趁此机会大幅反弹。如果不考虑货币因素，从供需角度而言，国际原糖的价格，很难在出现大幅度的下跌。

表：全球食糖供需平衡表

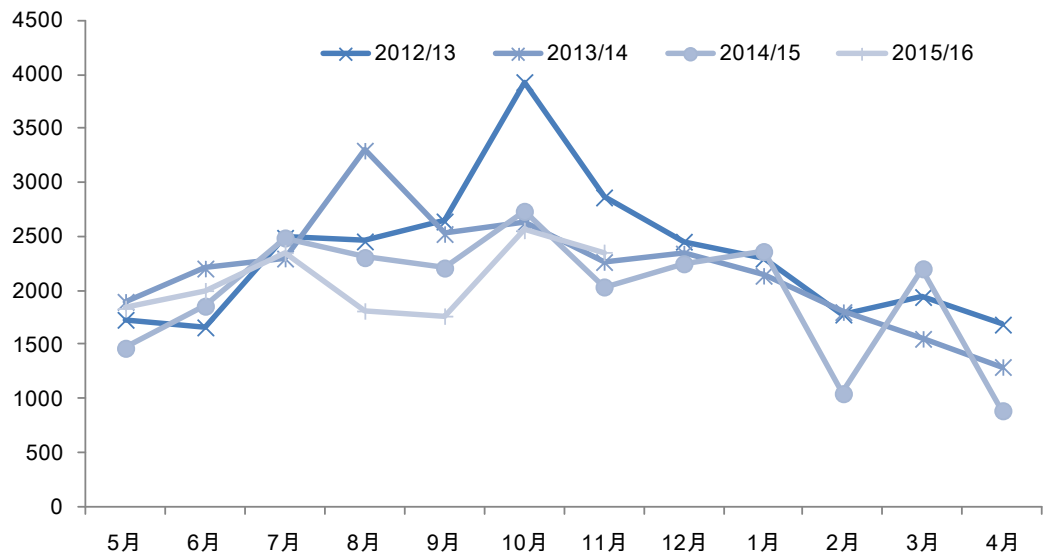
单位：kt	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
<b>全球</b>						
产量	161923	171978	177550	175563	174308	173405
同比%	5.55%	6.21%	1.45%	0.22%	0.42%	-0.52%
消费	154235	158734	163603	167347	170528	173413
同比%	0.51%	2.92%	3.07%	2.29%	1.90%	1.69%
期初库存	29907	35306	38406	43978	45515	40529
ICE 价格	23.02	19.63	17.65	17	13.37	——
同比	-21.72%	-14.70%	-16.36%	-3.68%	-21.35%	——
<b>中国</b>						
产量	11199	12341	13977	14346	11000	10820
同比%	-2.01%	10.20%	13.26%	0.52%	-4.50%	
进口	2143	4430	2800	3900	4800	5500
出口	76	52	44	45	45	45
期初库存	2355	1621	4140	6793	8832	7187
总供应	15697	18392	20917	22123	25449	23462
需求	14000	14200	15400	16604	17400	17700
同比%	-2.10%	1.43%	8.45%	7.82%	4.60%	1.72%
期末库存	1621	4140	5473	8494	7187	5762
郑糖价格	6895	5553	4892	4740	5300	——
同比	15.38%	-6.54%	-11.90%	-3.10%	11.81%	——

数据来源：USDA 南华期货研究所

### 2.2.1. 巴西出口同比减少

由于全球食糖产量过剩，从 2014 年开始，直到 2015 年，巴西的出口速度就开始放缓了。截止巴西糖协发布的最新数据看，11 月底，榨季累计出口 1467 万吨，2014 年同期水平为 1510 万吨，2013 年同期水平为 1711 万吨。而巴西总体的原糖产量却没有显著的变化。简单地说，巴西目前面临的情况就是内忧外患，内需难以提振，出口又受阻。另外，乙醇的出口也因为原油价格的下跌，而导致其大幅减缓。

图：巴西原糖月度出口量-千吨



数据来源：巴西糖协 南华期货研究所

### 2.2.2. 巴西雷亚尔贬值暂缓

美元指数的升值，是全球经济放缓中的一个货币现象。国际资金从各个发展中国家的项目中抽离资金，回流到美国，或者以美元资产的形式存在。我们从各个主流商品货币的走势来看，伴随着美元升值，发展中国家的货币在快速贬值，类似于巴西雷亚尔，马来西亚林吉特。然而，由于 ICE 原糖是以美元定价的，因此巴西货币的贬值，导致了国际原糖价格的大幅下跌。

当前美元方面可能会继续考虑加息等货币政策。这一国际市场的预期，将会加速发展中国家货币的贬值。我们也可以看得到。巴西雷亚尔的贬值，或许还未结束。当下或许只是贬值过程中的调整行情。由于全球食糖供需平衡偏宽松，一旦巴西货币继续贬值，那么将会导致国际市场和国内市场出现分化，而这一现象或将在 2016 年长时间存在。

图：巴西货币雷亚尔贬值

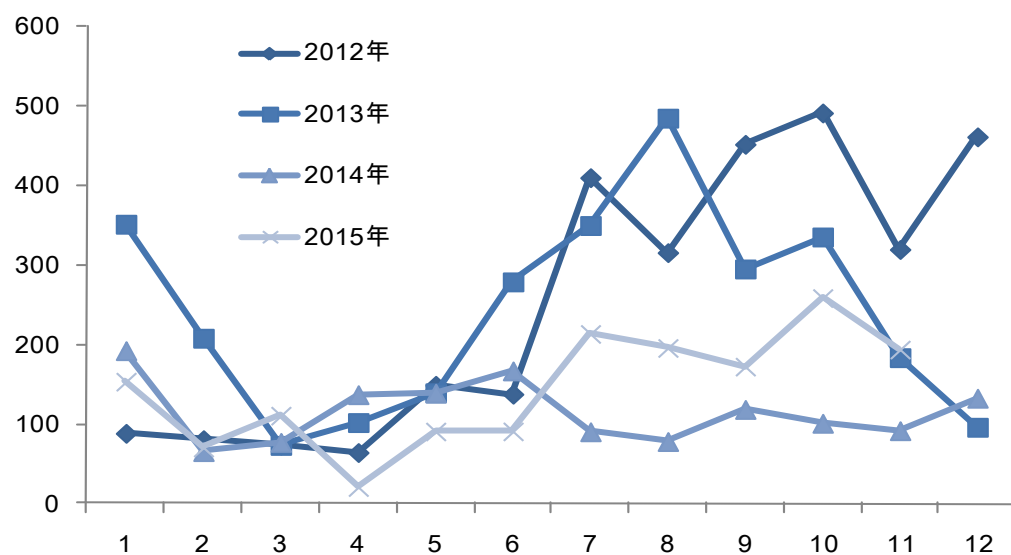


数据来源：BLOOMBERG 南华期货研究所

### 2.2.3. 原油价格下跌导致乙醇销售受阻

上文提到，国际能源价格的下滑，意味着巴西燃料乙醇这个作为主要能源替代品的价格，也会受到压制。而我们看到，从出口数据来看，巴西在最近两年的出口情况都不良好，而这两年就是原油价格大幅下跌的时候。我们查验了细节方面的数据，巴西原来主要出口的目的地为美国，而今，美国方面的进口大幅减少，然而巴西国内对燃料乙醇的消费却并没有明显增加。巴西国内经济情况并不良好，汽车存量的增速放缓，FFV 对燃料乙醇的需求拉动难以实现。

图：巴西燃料乙醇出口情况



数据来源：UNICA 南华期货研究所

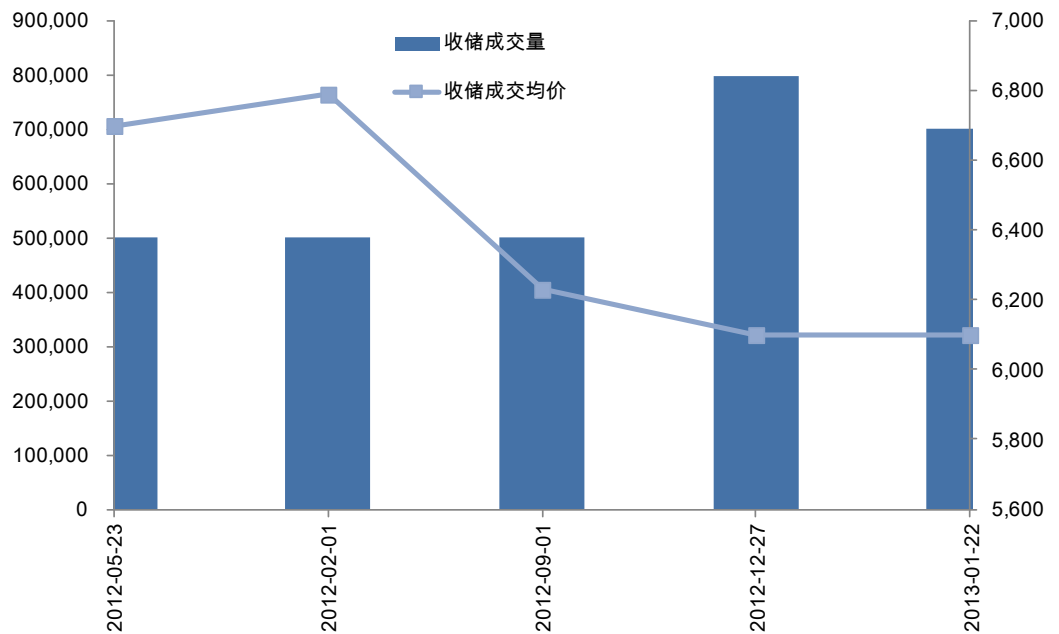
### 2.3. 国内储备糖或择机抛售

在上文分析国内市场的时候，我们认为，国内食糖的供应，可以有多个渠道，包括储备糖的释放。从产业保护角度看，进口节奏的调节，很可能会令国内食糖价格高位震荡。从国家当局的政策倾向性来看，进口总量的限制是可以预期的。因此，内外价差的主要调节端不会再国内，而应该在国际市场。国内的糖价预计会在高位盘整。

如果原糖价格反弹，那么国内外的价差就会减小。相反，如果国际原糖价格继续走低，内外价差还会保持高位，甚至仍然扩大。

糖价不会成为一个高价商品，但是也不会让糖价下跌影响到制糖企业的生存危机。这是一个国家战略层面的问题。在进口节奏调节的情况下，国家储备糖在 2016 年的投放，或将是大概率事件，而投放市场的价格，将会成为届时糖价的一个标志性的高点。从往年的收储价格来看，基本上均价保持在 6350 元/吨的水平。简单地说，未来的糖价高点可能会在 6350 左右附近。再涨高一些的话，储备糖就可以“解套”了。

图：国内食糖收储成交量和均价



数据来源：南华期货研究所

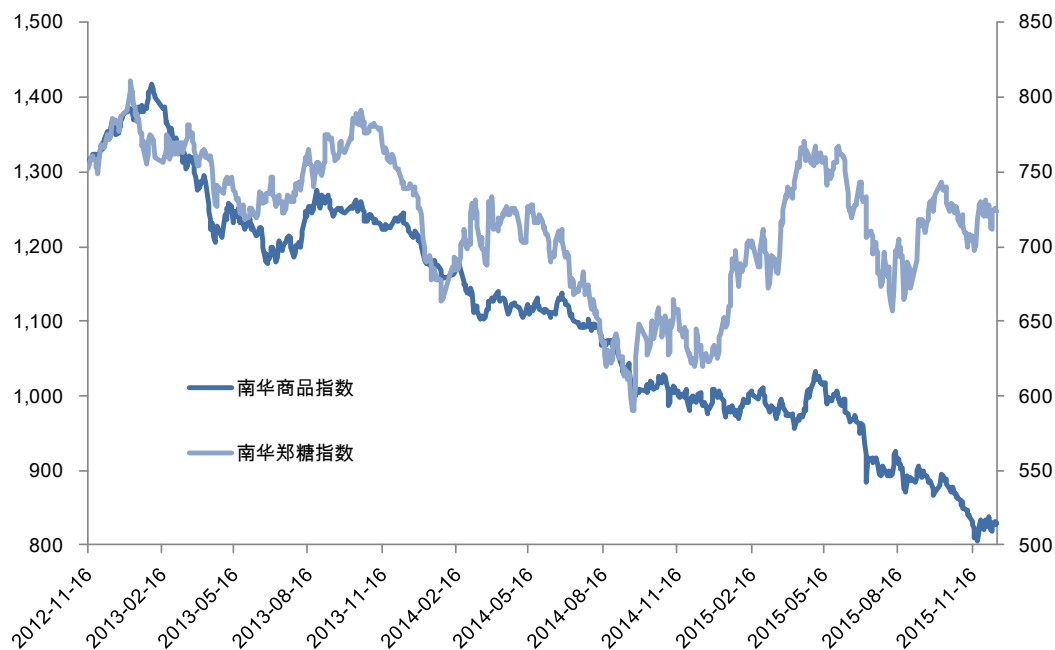
### 2.4. 市场分析

整个 2015 年，相对于商品市场的弱势来说，郑糖算是相对强势了。这背后的逻辑，主要还是减产和进口节奏调控。总是能令近月合约出现强势上涨。近强远弱的格局，时不时地发生。可以说，减产和政策共同主导了 2105 年的郑糖市场结构化行情。从基本面的角度看，国内郑糖很难跌下去。展望 2016 年，我们认为政策主导的因子还会续存，对于未来的郑糖展望，将定位于宽幅的震荡，总体是以多头为主导。我们认为，每一次



南华商品指数企稳反弹的时刻，就是郑糖多头行情展开的时候。郑糖是商品市场内基本面最好的品种。在任何商品指数反弹的时期里，郑糖应该作为多头配置品种。

图：南华商品指数



数据来源：南华期货研究所

### 第3章 总结

国内的郑糖格局相对来说还是比较明确的，减产和进口节奏调节，导致了国内白糖价格明显高于国际市场。但是，国际市场上，总体的供应仍然充足。在 2014 年由于制糖企业亏损严重，农民甘蔗款兑现有限，种植面积下滑。然而，2015 年制糖企业基本上是盈利的，且在 2015/16 榨季初期，制糖企业就开始抢甘蔗。这完全是由于政策调节的结果，也是国家当局想要的结果，种植面积必须要上去。我们可以预期的是，2016/17 榨季，种植面积将会大于当前榨季。从策略上来说，买近抛远，将会是 2016 年的典型跨期策略。单边策略方面，主要是考虑逢低做多为主。

## 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 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](http://www.nanhua.net)