

投资  
报告

半年报

2015 年  
7 月 28 日  
July

# 期货品种半年报—白糖

农产品研发中心-李晓威 期货投资咨询号：TZ-00-83-51



研究院

## 农产品半年报——白糖（SR）

2015年7月28日

## 消费旺季不旺恐将上演 郑糖牛市初期仍存波折



李晓威  
软商品分析师

评级	中性
主策略	波段操作 套利操作： 多农产品 空工业品

邮箱：xiaoweizgz@163.com

电话：(022) 58298788

农产品研发中心  
一德研究院

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路

188号信达广场16层

邮编：300042

## 内容摘要

- 全球糖市供求矛盾有所缓解 下榨季有望迎来供需紧平衡
- 减产预期成当前牛市最大的支撑因素
- 限制进口助推郑糖节节攀升
- 国储库存制约长期价格空间
- 消费不旺，但未来预期乐观，静待糖市曙光来临

## 核心观点

14/15榨季全球食糖依然要面临着连续第五个榨季增产的庞大库存压力，且过剩量已经由62万吨提升至222万吨之上，当前市场供需矛盾短期难以缓解，15/16榨季全球食糖市场的供需矛盾将有明显缓解，有望进入新的生产不足周期，15/16榨季全球糖市供应短缺量预计为230-250万吨，16/17榨季供需缺口有望扩大至620万吨。

中短期内，巴西出口进展、雷亚尔走势、泰国和印度的出口预期左右全球糖市基本面，厄尔尼诺预期左右市场情绪，供需矛盾的消化及厄尔尼诺是否光顾将决定本榨季后期糖市能否完成筑底。而从长远看，全球糖市供求矛盾明显减轻，探明底部后将逐渐回升，乐观预计，供需压力的改善和厄尔尼诺的光临将引领全球糖市重回黎明。

国内食糖本榨季减产格局已定，库存结束积累，但绝对库存数值偏高，由增量过剩过渡至存量过剩阶段，去库存压力依然较大，预计本榨季结束时我国将有近800万吨期末总库存，其中包括600余万吨国储糖，届时，部分过期且均价超过6100元/吨的国储糖的轮库压力能否有效化解将成为糖市反弹高度的最大的制约因素，而国储抛储的压力将取决于政府政策调控。同时，国内进口加工糖产能超千万吨，进口威胁仍存，新榨季进口糖和走私糖能否有效控制，将成为郑糖能否有效企稳的直接动力，而进口糖控制政策是否延续也将取决于政府调控政策是否放松。另一方面，消费状况将直接决定我国食糖的去库存进展，当前糖厂工业库存偏低，但中间商的贸易库存偏高，终端消费并不乐观，最终牛市能否延续还需美糖走势、国内销量、政府政策和天气的配合。

# 目录

<b>1. 国内外糖市走势回顾</b> .....	<b>4</b>
1.1 外糖走势回顾.....	4
1.2 郑糖走势回顾.....	5
<b>2. 全球糖市连续五个榨季供应过剩 下榨季有望迎来减产周期</b> .....	<b>5</b>
2.1 国际糖市.....	5
2.2 我国糖市.....	12
<b>3. 糖市热点剖析</b> .....	<b>14</b>
3.1 国内糖市基本面最大的压制因素—库存.....	14
3.2 国内糖市基本面压制之二—消费不旺.....	15
3.3 国内糖市基本面最大的支撑因素—减产.....	16
3.4 国内糖市基本面支撑之二—限制进口.....	18
3.5 国内糖市基本面支撑之三—厄尔尼诺.....	19
3.6 国内糖市基本面支撑之四—全行业对后市依然充满信心.....	20
<b>4. 行情展望</b> .....	<b>20</b>
4.1 国际行情展望.....	20
4.2 国内行情分析.....	21

## 1. 国内外糖市走势回顾

### 1.1 外糖走势回顾

2015年1月6日，ICE原糖主力盘中一度跌至14.5点，在此附近有大量的指数基金止损买单被触发，触动了自动区间价格涨跌限制熔断机制，熔断机制触发后30秒钟内，任何价格变动幅度超过0.60美分的交易都无法达成，最终推动ICE糖价在不到10秒钟飙升4%，3月合约收于14.87美分/磅，涨幅4.3%，5月合约收于15.19美分/磅，收高0.56美分。此事件导致近月合约交易量大增，有30%的近月合约成交量是在价格急升后的30分钟内达成的。此后在巴西天气炒作、巴西政府恢复征收汽油税、盘面技术性支撑和现货方面买盘支撑的推动下，ICE原糖一路小幅震荡走高，03合约1月22日收于15.91点，但当时供需过剩的基本面并没有实质性变化，且巴西货币加速贬值，缺少确定性炒作因素支撑美糖无法维持过快上涨的步伐，23日开始，陆续有空头进行回补或抛售，美糖恢复熊市格局，且连创新低，此轮下行持续到3月底，3月31日，ICE05合约虽然盘中一度跌破12美分关键支撑为，但尾盘仍收于12.01点，此价位已经接近全球主要食糖生产国的生产成本，且出现亏损迹象。此后在成本支撑、美元走软、雷亚尔波动和技术性买盘的支撑下，美糖止跌，围绕13美分震荡整理至5月下旬。此后巴西年初的干旱被证明多为小题大做，市场重新看好巴西食糖生产前景、泰国食糖生产不减反增、印度市场有望再创新高，且随着纽约糖会的召开，各个机构释放的信号显示，本榨季甚至下榨季的糖市供需不及前期预期的那样乐观，增产周期可能会延续到下个榨季，加上美元升值、巴西雷亚尔贬值等因素的影响，美糖自5月中旬开始快速回落，5月27日07合约收于11.90美分/磅，12美分正式失守。6月19日07合约收于11.12美分/磅，且盘中一度跌至11.10美分/磅，刷新了2008年12月以来的新低。此后天气炒作占据市场焦点，厄尔尼诺气候的形成和发展已经被部分地区所证实、美国和巴西货币走势有所恢复，且糖价过低对于增产的印度和泰国等食糖出口国家并无吸引力，加上天气对部分食糖生产国生产和出口等方面的影响，国际食糖供需矛盾略有缓解，美糖止跌回调，但好景不长，随着各主产国本榨季生产数据的明朗，国际市场糖源非常充足，不仅本榨季供应过剩量被上调，下个榨季供需缺口也存在很大不确定性，且市场缺乏利多题材支撑，7月中旬开始，糖价再度开启快速回落的趋势，7月27日美糖10合约盘中最低跌至11.17美分/磅的低点。当前国际糖市供需基本面供需矛盾虽然较上个榨季有明显缓解，但仅仅是从增量过剩转换为存量过剩，全球糖企的日子依旧艰难，糖市真正的转为供需平衡甚至是出现供需缺口仍需期望下个榨季供需矛盾的缓和，但如果天气等炒作因素配合，糖市依然有望在本榨季末期迎来明显回暖。

图表 1：内外糖日K线走势图



资料来源：WIND、一德研究院数据中心

图表 2：郑糖主力合约日K线图



资料来源：博弈大师

## 1.2 郑糖走势回顾

郑糖 2006 年 1 月 6 日上市以来已走过完整的 9 个年度，期间经历了三次牛熊周期，“三年熊市，三年牛市”周期规律仍在续写。开始上市至 2007/08 榨季结束，三年熊市郑糖下跌 3716 点，跌幅 60%。2008/09 榨季至 2010/11 榨季末期，三年牛市郑糖大涨 5464 点，涨幅 220%。2011/12 榨季至 2013/14 榨季结束，三年熊市郑糖下跌 4116 点，跌幅 107%；2014/15 榨季至今，郑糖高点较上榨季低点已经上涨了 1344 点，涨幅 35%。目前来看，这一轮的牛市开局良好。

2014 年 9 月 22 日郑糖主力于创下五年新低 4163 点，绝对价格偏低，全行业亏损，引发了场内外资金的关注，10 月份，市场带着历史罕见的高库存和全行业亏损的被动局面步入新榨季，但随着夏季消费高峰的洗礼，市场库存压力已经有一定缓解，且在相关部门的努力和号召下，新榨季开榨时间被推迟半个月至一个月，随着市场库存的消耗，保值和抄底气氛逐渐浓厚，郑糖震荡中心不断上移。2015 年初，以进口糖企为首的部分糖企借助国内白糖库容紧张、减产、限制进口等炒作因素，引发了 1501 的多逼空事件，多头资金抬升了期货，拉高了现货，郑糖借力强势站上 5000 关口，在 1501 逼仓事件过后，郑商所发布了对逼仓主角的处罚，郑糖多逼空暂告一段落，在生产高峰和消费淡季期间，郑糖此后开始了长达两个月的震荡，3 月下旬开始，国内甘蔗糖产区生产接近尾声，虽然仍处消费淡季，但在减产和限制进口的乐观预期下，郑糖多头资金无视外糖连创新低而强势拉升期价，此轮拉升一直持续到 4 月下旬。4 月中下旬开始国内 14/15 榨季生产接近尾声，食糖减产逐步兑现，下游需求较为平淡，有关部门对进口糖和走私糖的控制政策还在延续，加上处于消费淡季且天气炒作并不配合的背景下，郑糖缺乏有效方向，主力合约在 5400 元之上区间整理至 6 月末。7 月开始国内步入了传统消费旺季前的集中备货期，糖厂工业库存偏低，但中间商的贸易库存偏高，终端消费并不乐观，也无有效的天气炒作，郑糖走势缺乏有力支撑，震荡回落，虽然其中有月初国内系统性风险影响下的暴跌，但恐慌性杀跌并不改变市场的基本结构，风险过后市场重回疲软的基本面行情，市场此前希望的依托终端需求拉动糖价的希望落空，加上商品市场资金的持续流出，市场短期做多力量不足，目前已经进入消费旺季，但消费状况和前景预期略显悲观，如果没有天气配合，这个夏天郑糖走势难言乐观。

## 2. 全球糖市连续五个榨季供应过剩 下榨季有望迎来减产周期

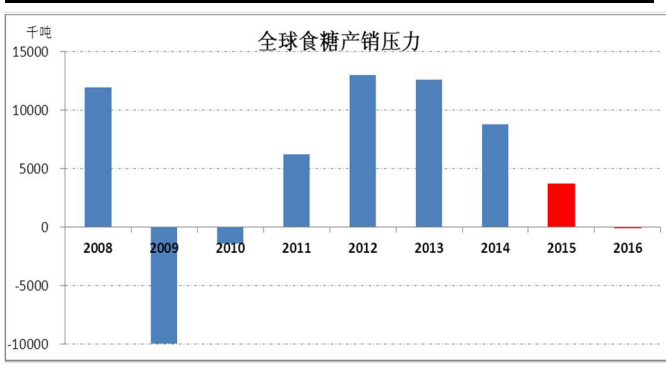
### 2.1 国际糖市

ICE 原糖期货当前价格较 2011 年初的 33.1 美分/磅已下滑约 66.28%。国际食糖市场经过连续四个榨季的增产，积累了大量库存，14/15 榨季之初，巴西大旱、中国和泰国减产预期、厄尔尼诺等灾害气候炒作升温等事件激发了市场对于全球糖价走出熊市的信心，但巴西的丰产、泰国食糖产量不减反增、印度产量再度刷新历史新高、其他主要生产国和出口国大多实现产量持稳或小幅增产，增产的过剩量不仅抵消了以中国为首的食糖减产造成的供需缺口，而且令 14/15 榨季供需重返平衡的希望彻底破灭，正在进行的 14/15 榨季全球食糖依然要面临着连续第五个榨季增产的庞大库存压力，且过剩量已经由 62 万吨提升至 222 万吨之上，国际糖价也在不断刷新着前低，当前市场供需矛盾短期难以缓解，本榨季剩余时间食糖市场依旧将在艰难中前行。

不过经过连续五年的增产后，乐观的看，明年全球食糖市场的供需矛盾将有明显缓解，甚至扭转市场格局，预计 15/16 榨季全球糖市将为 6 年来首次出现供应缺口，意味着全球糖市将在 2015/16 进入新的生产不足周期，预计 2015/16 年度全球糖市供应短缺量将为 230-250 万吨。16/17 榨季，如果全球食糖产销不出现剧烈变化，届时全球市场的供需缺口有望扩大至 620 万吨的水准。虽然下个榨季的减产预期强烈，但也只是由增量过剩转换为存量过剩，食糖行业的好日子仍未真正到来。而且 15/16 榨季预期的 250 万吨供需缺口与本榨季之初的预期基本一致，但本榨季已经被证实的预估错误不仅推翻了当初的预估值，也令糖市供需平衡格局到来的希望落空，由此推断，如果下个榨季全球食糖局部地区的供需预估出现误差，则预估的 250 万吨缺口未必能保证 15/16 榨季全球糖市一定会迎来减产周期，所以，在食糖供需格局明朗之前，

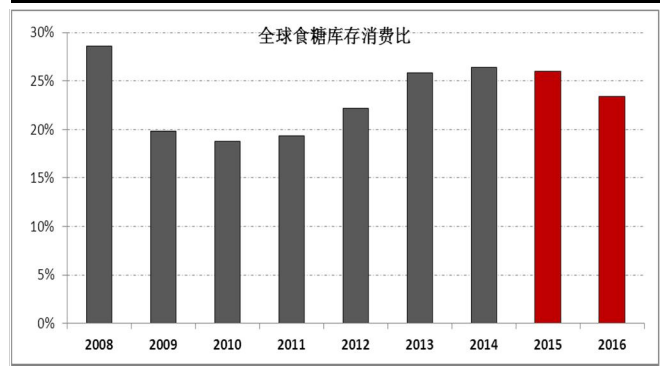
下个榨季供需弱平衡状态对当前糖价提振有限。

图表 3: 全球新榨季新增食糖产销压力



资料来源: WIND、一德研究院数据中心

图表 4: 全球食糖库存消费比



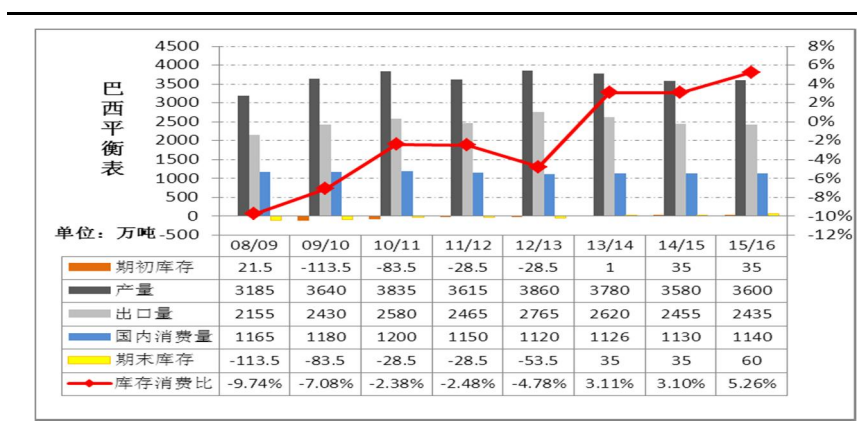
资料来源: 博弈大师

国际各食糖权威机构对于新榨季食糖行业的供需预测众说纷纭, 如国际糖业组织 (ISO) 将 2014/15 榨季全球食糖供应过剩量由年初预计的 62 万吨上调至 222 万吨。其预计 2015/16 年全球食糖市场将出现 6 年来的首次供应不足, 短缺量为 250 万吨, 2016/17 年度全球糖市将供应短缺将扩大至 620 万吨。国际糖业咨询机构 Kingsman 将 2014/15 榨季全球糖市供应预期由年初预估的不足 12.2 万吨上调至过剩 339 万吨, 同时, 由于印度大幅增产, 其将 15/16 榨季全球食糖供应短缺量由年初预估的 524.7 万吨缩减至 46.6 万吨。荷兰拉伯银行 (Rabobank) 预计 2014/15 榨季全球食糖供应短缺量为 70 万吨。澳大利亚 Green Pool 集团将 14/15 榨季全球食糖生产过剩量上调了 1 万吨至 173.9 万吨, 将 15/16 榨季全球食糖供需缺口由先前预估的 502.3 万吨下调至 206.3 万吨。整体上, 各个机构对于全球食糖产需正朝生产不足的方向转变已经达成共识, 基本维持本榨季全球糖市供需过剩的观点, 并且认为 2015/16 榨季全球糖市才会有望迎来供需偏紧的状态, 而供需不足的状况在 2016/17 榨季才会有明显体现, 但客观的看, 各机构对于供需缺口预测的绝对数值偏小, 难以对当前低迷糖价达到力挽狂澜的程度。

### 2.1.1 巴西

巴西这个全球最大的食糖生产国和出国的任何风吹草动都时刻牵动着全球糖市的神经, 今年巴西的丰产也成为本榨季国际糖市重返供需平衡希望破灭的重要原因之一。美国农业部数据显示, 2014/15 榨季巴西甘蔗产量预计为 6.29 亿吨, 预计 2015/16 榨季将增长 3% 至 6.48 亿吨, 其中巴西中南部的甘蔗收割面积和单产增加导致 15/16 榨季中南部甘蔗产量将较 14/15 榨季的 5.706 亿吨增长至 5.9 亿吨。预计 15/16 榨季巴西甘蔗种植总面积维持在 990 万公顷, 吨甘蔗供应产糖量从 14/15 榨季的 135.8 公斤减至 134.55 公斤。

图表 5: 巴西食糖供需平衡表



资料来源: WIND、一德研究院数据中心

USDA 数据显示, 预计 15/16 榨季巴西食糖产量将较 14/15 榨季的 3580 万吨增加 20 万吨至 3600 万吨, 其中中南部产量增加 15 万吨至 3250 万吨, 北部和东北部产量维持上榨季的 350 万吨水平。预计 15/16 榨季巴西食糖期初库存维持 14/15 榨季 35 万吨水平。预计 15/16 榨季巴西食糖出口量较 14/15 榨季的 2455 万吨小幅减少 20 万吨至 2435 万吨。预计 15/16 榨季巴西国内消费量将较 14/15 榨季的 1130 万吨增加 10 万至 1140 万吨。预计 15/16 榨季结束时巴西食糖期末库存将从 14/15 榨季的 35 万吨增至 60 万吨。预计 15/16 榨季巴西食糖库存消费比将从 14/15 榨季的 3.1% 增加至 5.26%, 库存压力进一步增加。14/15 榨季巴西食糖和酒精用蔗比为 43.5% 和 56.5%, 预计 15/16 榨季分别为 43% 和 57%。通常, 当酒精价格低于汽油价格的 70% 时, 酒精更具竞争力。预计 15/16 榨季酒精产量将增加 7.1 亿公升至 289.5 亿公升。

巴西蔗产联盟(Unica)数据显示, 巴西去年 4 月至今年 2 月中南部累计收榨甘蔗 5.7057 亿吨, 较 13/14 榨季同比下降 4%, 产糖 3196 万吨, 同比下降 7%, 产酒精 260.7 亿公升, 同比下降 2%。巴西圣保罗农经办(ATO)预计 15/16 榨季巴西食糖消费量将从 14/15 榨季的 1130 万吨增至 1140 万吨。ATO 预计 15/16 榨季巴西食糖出口量将较 14/15 榨季减少 20 万吨至 2435 万吨, 其中原糖占 1940 万吨, 白糖占 495 万吨。

图表 6: 巴西雷亚尔走势与原糖联动性



资料来源: WIND、一德研究院数据中心

2011 年 4 月 21 日雷亚尔兑美元达到历史最高的 1.5635 点, 当时 ICE 原糖价格在 23.8 美分/磅一线。2015 年 3 月 19 日, 雷亚尔兑美元跌至历史最低点 3.2931 点, 当日 ICE 收于 12.58 美分/磅。期间 ICE 原糖下跌了 47%, 雷亚尔贬值了 53%, 当前雷亚尔对美元维持在 3.2 一线附近, 且仍然有继续贬值的趋势, 巴西货币维持弱势, 将刺激食糖出口, 将对国际市场原糖供需矛盾的化解带来更多不利因素。

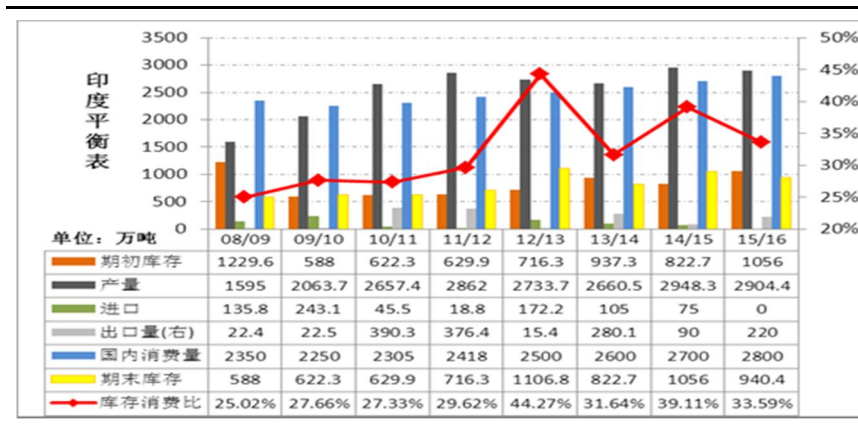
综上, 年初巴西遭遇历史罕见大旱, 曾一度令市场对今年糖价大涨信心倍增, 但最终证实天气对甘蔗影响有限, 巴西食糖产量不断超出市场预期, 加上巴西货币雷亚尔的持续贬值和其他国家的增产预期, 国际糖市重返供需平衡的希望破灭。期间巴西一度推出多项提振糖市的举措, 例如提高甘蔗用于生产酒精的比例、将汽油中酒精的比例从 25% 提升至 27%、重征汽柴油税等, 虽然提振措施在一定阶段提振了糖价的反弹, 但政策变化最终无力抵抗全球食糖再度供应过剩的庞大库存压力, 也无法避免糖价的持续疲软。短期来看巴西货币走势依然左右着全球糖价的神经, 中长期内, 巴西食糖生产进入滞涨期, 增产空间不大, 消费维持平稳小幅增长趋势, 出口稳中略增, 虽然库存小幅增长, 但整体压力不大, 随着库存的消化和厄尔尼诺的潜在威胁, 下个榨季的糖价走势相对较为乐观。

### 2.1.2 印度

印度是全球第一大食糖消费国和第二大食糖生产国, 其国内的消费状况直接决定了其在国际市场上是进口国还是出口国, 这将对国际市场的供需格局产生较大影响。印度 2009 年后需大量进口糖, 推高全球糖价至 30 年高位, 但于 2010/11 年度重返出口市场。因预期国内产量将大幅下滑, 2012/13 年度印度糖厂共签署约 100 万吨原糖进口合约, 但最终的产量数据却一再提升反超国内消费量。印度 2012/13 年度糖出口量由前一榨季的 376.4 万吨大幅缩减为 34.5 万吨。13/14 榨季恢复至 280.1 万吨, 预计本年度印度食糖出

口量为 90 万吨。

图表 7：印度食糖供需平衡表



资料来源：WIND、一德研究院数据中心

美国农业部的数据显示印度 15/16 榨季甘蔗种植面积将较 14/15 榨季的 490 万公顷增加至 506 万公顷，虽然糖价偏低，但甘蔗是印度目前抵御自然灾害能力较强的作物，加上政府的扶持政策，甘蔗收益与水稻和棉花基本一致，农民继续扩大甘蔗种植面积的预期较为强烈，由此预计 15/16 榨季印度食糖产量将从 14/15 榨季的 2948.3 万吨缩减 43.9 万吨至 2904.4 万吨，连续第六年供应过剩，出糖率将较 14/15 榨季提高 0.1 个百分点至 11.2%。15/16 榨季其国内消费量将从 14/15 榨季的 2700 万吨继续平稳增长 100 万吨至 2800 万吨。国内供应充足，库存压力较大，15/16 榨季期初库存将从 14/15 榨季的 822.7 万吨增加至 1056 万吨，15/16 榨季印度食糖期末库存将从 14/15 榨季的 1056 万吨缩减至 940.4 万吨，相当于印度三个月的消费量，库存消费比也将小幅回落，从 14/15 榨季的 39.11% 缩减至 33.59%，库存压力将略有缓解。预计新榨季将不再从国际市场上进口食糖，15/16 榨季的食糖出口量将从 14/15 榨季的 90 万吨增长至 220 万吨的水平。

政策方面，印度食糖库存偏高，在国际市场竞争力偏弱，印度政府不断出台各项措施提振糖价，例如为保护国内糖价，抑制食糖进口，印度联邦政府在 2014 年 8 月 21 日将食糖进口关税从 15% 提高到 25%，且未来进口关税由进一步提高的趋势。现阶段印度食糖出口依旧实行许可证制度，出口商在出口食糖前必须向印度商务部外贸总局登记备案，获得许可后方可进口食糖出口。印度各经济事务管委会在 2015 年 2 月 19 日将到期 4 个月后的食糖补贴展期至 14/15 榨季结束，计划补贴出口原糖 140 万吨，每吨补贴 4000 卢布，约合 64.25 美元/吨，但政策落实较晚，糖厂的生产能力决定了其在 2 个月之内无法完成出口 140 万吨原糖，且国际糖价偏低，对印度出口商吸引力不大，最终预计印度仅能实现 90 万吨原糖的出口，而且各项补贴虽然在一定程度上保证了农民的利益，但却使糖厂的债务压力更加恶化。

综上，印度食糖三年周期的规律正在弱化，14/15 榨季印度食糖产量大幅超出预期是国际糖市重返供需平衡希望落空的重要因素，其不断推出的各项补贴措施也加剧了国际糖价的跌势。15/16 榨季印度虽然预期小幅减产，消费平稳增长，出口预期大增，库存压力有所缓解，但其库存绝对数值较大，整体压力过高，新榨季印度依然是一个食糖净出口国。相对于其他主要食糖出口国家印度食糖投入成本较高，基础设施落后，其食糖成本远高于国际水准，市场竞争力较弱，预计印度政府将连续第三年对食糖出口进行补贴，包括实施食糖收储政策、提高汽油中就精比例、重组糖厂债务等方法来消化库存压力促进食糖出口。整体上，新榨季印度食糖市场压力有所放缓但去库存压力依然将制约着印度和国际食糖的价格走势，而印度国内市场糖厂和农民及政府的调控措施仍将面临较大压力。

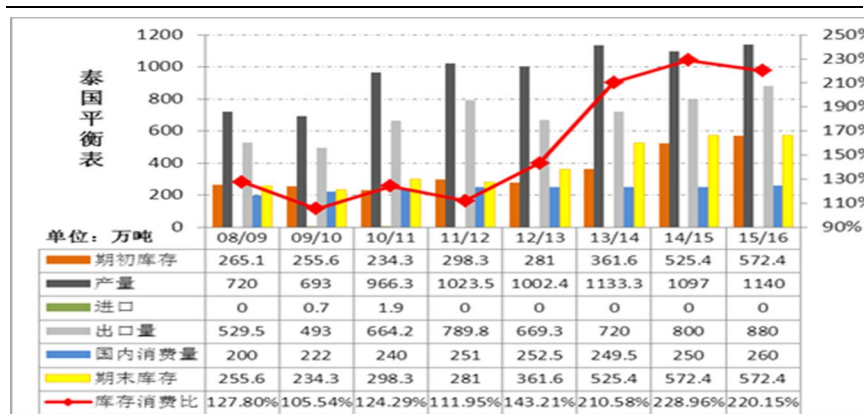
### 2.1.3 泰国

泰国是全球第二大食糖出口国，14/15 榨季泰国食糖产量不减反增成为国际糖市重返供需平衡希望破灭

的另外一个重要因素，泰国出口至国际市场的原糖也将对全球食糖贸易结构产生重要影响，尤其今年原油价格走低，运费成本大幅缩减，加上泰国较巴西距离亚洲国家运输周期更短，成本缩减 50%以上，导致泰国食糖出口竞争力不断增强增多，这也是造成国际糖价持续疲软的主要原因之一。

美国农业部的数据显示，15/16 榨季泰国食糖产量将从 14/15 榨季的 1097 万吨缩减 57 万吨至 1040 万吨，15/16 榨季其国内消费量将从 14/15 榨季的 250 万吨继续平稳增长 10 万吨至 260 万吨。15/16 榨季期初库存将从 14/15 榨季的 525.4 万吨增加至 572.4 万吨，15/16 榨季印度食糖期末库存将持稳于 14/15 榨季的 572.4 万吨左右，库存消费比也将小幅回落从 14/15 榨季的 228.96% 缩减至 220.15%，库存压力将略有缓解。15/16 榨季的食糖出口量将从 14/15 榨季的 800 万吨增长 80 万吨至 880 万吨的水平。

图表 8: 泰国食糖供需平衡表



资料来源: WIND、一德研究院数据中心

与美国农业部的数据不同，泰国国内糖业机构的数据显示，因为泰国政府启动了 15/16 榨季至 19/20 榨季的连续五年的农业重组计划，未来将有更多的稻米用田转种甘蔗，在政府的政策鼓励下预计 15/16 榨季泰国的甘蔗种植面积将增加 3.2 万公顷，甘蔗产量将增从 1.04 亿吨至 1.07 亿吨，对应的食糖产量将增长 3-4% 至 1140 万，较 USDA 数据高 100 万吨。同时 2016 年开始东盟自由贸易协定即将生效，各个成员国的食糖进口关税将从 5-40% 削减至 0-10%（除菲律宾继续征收 5%，印尼继续征收 5-10%，马来继续征收 0-5% 的食糖进口关税外），由此预计泰国 15/16 榨季的食糖出口量将增长 10% 至 900 万吨的水平。泰国政府预计 2016 年期经济可望恢复增长，对民用和工业用食糖消费将有一定促进作用，预计 15/16 榨季泰国食糖消费将增长 4% 至 260 万吨，但从目前其国内的经济形势来看，泰国未来经济恢复和增长仍存较大不确定性。

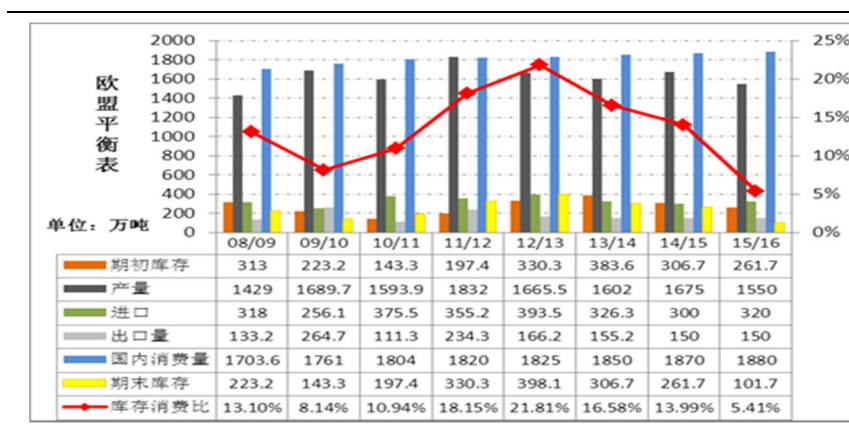
政策方面，2008 年 5 月开始泰国的食糖价格制定一直由政府来把控，14/15 榨季泰国的甘蔗收购价维持上榨季的 900 泰铢/吨，约合 28 美元/吨，泰国政府对国内销售的食糖抽取 5 泰铢/公斤（约合 0.07 美元/公斤）增值税，然后将这些款项交付给泰国农业合作银行作为国营甘蔗糖发展基金，泰国的食糖最低保护价和直接付款等项目的资金就来源于蔗糖发展基金。

综上，新榨季泰国食糖增产预期强烈，出口预期将继续增加，但如果销售进展顺利，其国内的供需压力将有小幅缓解。但整体上，泰国政府农业重组计划对种植甘蔗的鼓励可能导致 15/16 榨季泰国食糖产量刷新 13/14 榨季创造的 1130 万吨的记录，达到 1140 万吨的历史新高，加上本榨季的结余，其可供出口至国际食糖的糖源将进一步增加，这对国际糖市场重返供需平衡将带来较大冲击。

#### 2.1.4 欧盟

欧盟是全球最大的白糖进口国，第三大生产国，第二大消费国，欧盟食糖市场受政府高度管制，其糖业政策的变动将对其内部和全球食糖贸易产生较大影响。

图表 9：欧盟食糖供需平衡表



资料来源：WIND、一德研究院数据中心

美国农业部的数据显示，本榨季甜菜生长期天气状况良好，甜菜单产提升，14/15榨季欧盟28个成员国食糖大多实现增产，食糖产量较预期增加了45万吨至1675万吨，扣除配额生产量，其余部分的配额外食糖将用于出口、结转至下一年配额内、还有部分需要寻找其他出路，而且当前糖价较低，糖商并不鼓励农民扩大甜菜种植面积，预计2015/16榨季欧盟甜菜种植面积将缩减10%，食糖产量将缩减125万吨至1550万吨。欧盟成员扩到至28个，消费继续稳步增加，预计15/16榨季其国内消费量将从14/15榨季的1870万吨继续平稳增长10万吨至1880万吨。欧盟进口糖关税较高，98欧元/吨，导致13/14榨季其从巴西进口的32.5万吨的配额并没有全部使用，本榨季的丰产导致进口将继续缩减，预计14/15榨季欧盟食糖进口量将从13/14榨季的326.3减至300万吨，其中80万吨为白糖。15/16榨季欧盟食糖减产预期强烈，但消费稳中增长，所以预计15/16榨季欧盟食糖进口量将从14/15榨季的300万吨增长20万吨至320万吨的水平。欧盟食糖的全年产需缺口维持在200-300万吨，随着减产和进口预期的减少，欧盟食糖库存消耗较快，预计14/15榨季结束时欧盟食糖期末库存将缩减40万吨至261.7万吨，15/16榨季期末库存将继续缩减至101.7万吨，15/16榨季期初库存将从14/15榨季的306.7万吨缩减至261.7万吨，库存消费比也将小幅回落，从14/15榨季的13.99%缩减至5.41%，库存压力将有明显缓解。受WTO规则的限制，15/16榨季的食糖出口量将维持在14/15榨季的150万吨限额内。

政策方面，2007年欧盟糖业改革方案将其每年食品业用糖的数量限定在1350万吨，约为1470万吨原糖。2013年6月26日欧盟谈判达成协议，同意自2017年10月起取消糖产出配额制度。原定2015年取消的欧盟糖配额制度已确定延长至2017年，当前每年的生产配额19个成员国分摊。法国最大的年度生产配额约为300万吨，其次是德国和波兰。超出配额部分列为配额外食糖，对于配额外的食糖加工企业可以通过出口（出口配额限定在150万吨原糖值）、卖给工业企业进行发酵生产、投放至欧盟内部市场消化（如当局没有说明，则投放至欧盟内部市场的配额外食糖将被收取高额税款，550欧元/吨）、结转至来年（这会占用明年的生产配额）。同时欧盟还通过征收高额进口关税和实行配额制的方式来保护欧盟市场糖农免受外部市场的冲击。16/17榨季开始后欧盟将不再限制食糖生产配额，对现有生产配额也不进行任何调整，厂商和加工企业将继续受到合同和惯例制约，但甜菜厂商可以组建生厂商组织，市场也可以建立民间食糖储备互动，而在这之前，欧盟共同市场组织将对现行食糖生产配额实行临时管理。

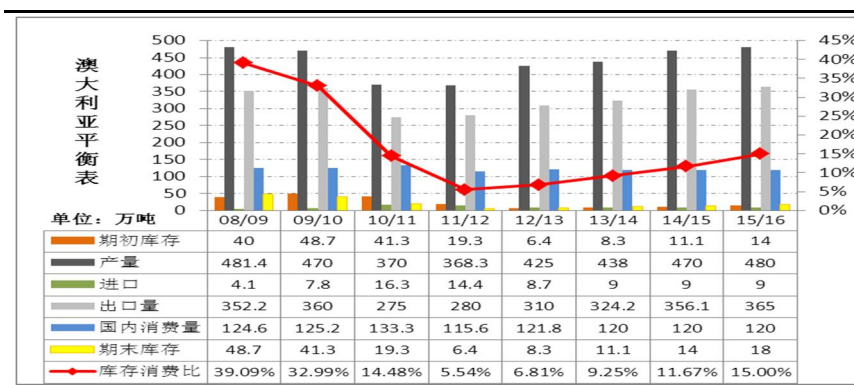
综上，本榨季欧盟食糖实现大幅增产，对于全球食糖市场重返平衡带来一定压力，但因其配额制度，2007年以来对国际糖市的影响有限，下个榨季欧盟食糖减产预期强烈，食糖进口也将继续缩减，但其内部食糖消费将维持稳步增长，去库存进展较为顺利，有望连续三年维持供需紧平衡状态。2017年10月，即16/17榨季开始后，欧盟将终结现行的食糖生产配额制度，届时食糖生产将进一步转移至竞争力较强的区域，整个产业也将得到一定的巩固和提高，随着甜菜基因改良、规模经济和加工水平提升等措施带来的成本降低的推广，欧盟后续食糖产量有望继续增加，随着配额的放开，其对国际糖市的影响力也将逐渐增强。

## 2.1.5 澳大利亚

澳大利亚是世界第三大食糖出口国，其每年约有 70-75% 的食糖以散装方式被出口至国际市场，澳大利亚的产销和出口量对国际市场的贸易结构的影响越发重要，澳大利亚开榨时间为每年的 7 月至 12 月中旬，95% 的原糖产自昆士兰州，其余部分产期新南威尔士州，澳大利亚的甘蔗主要种植在降雨充沛且灌溉条件较好的 2100 公里的东海岸沿线平原和河谷地带，其所处位置决定了甘蔗主产地较容易遭受飓风、洪涝和干旱等恶劣天气的侵袭，其境内的恶劣天气状况也经常为国际糖市提供炒作素材，虽然前几年澳大利亚甘蔗产量受到恶劣天气影响较大，但近几年种植面积扩大，而且食糖总产和单产均有一定提升，澳大利亚食糖行业已经在逐步恢复，食糖出口数量逐渐增加。

美国农业部的数据显示，澳大利亚 15/16 榨季甘蔗收割面积高于过去 10 年均值 38 万公顷，预计将达到 39 万公顷，且天气条件较好，由此预计 15/16 榨季食糖产量将从 14/15 榨季的 470 万吨继续增加至 480 万吨，15/16 榨季其国内消费量将维持在 12 万吨水平。15/16 榨季期初库存将从 14/15 榨季的 11.1 万吨增加至 14 万吨，15/16 榨季印度食糖期末库存将从 14/15 榨季的 14 万吨小幅增加至 18 万吨，库存消费比也将从 14/15 榨季的 11.67% 增加至 15%，库存压力将连续第五年增涨。15/16 榨季的食糖出口量将从 14/15 榨季的 356.1 万吨至 365 万吨的水平，食糖进口量持稳在 9 万吨的水平。

图表 10：澳大利亚食糖供需平衡表



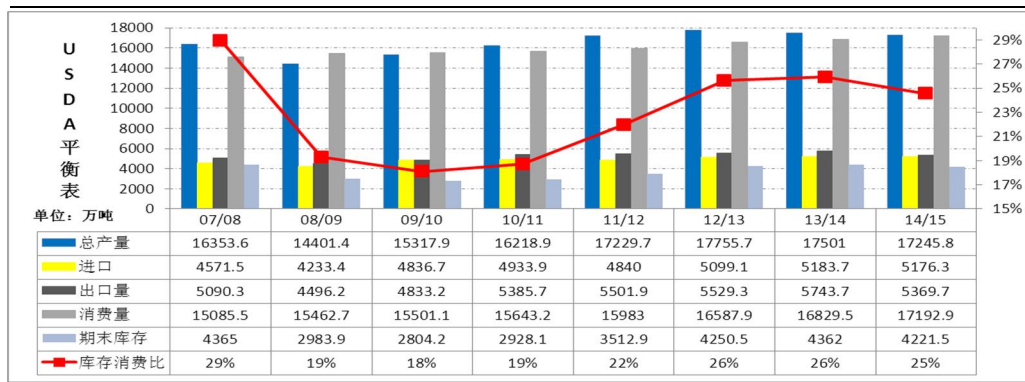
资料来源：WIND、一德研究院数据中心

政策方面，2006 年澳大利亚终止了由昆士兰糖业公司（QSL）统一销售食糖的模式，据统计 2013 年昆士兰州 26 家糖厂中已经有 21 家通过自建的公司进行销售，新南威尔士州的产糖则直接在其国内市场销售，但出于出口成本的考量，目前大多数厂家并未彻底脱离 QSL 公司，预计未来这种销售模式的转化还将持续下去。2010 年丰益国际兼并了 Sucrogen，并签订了 2014 年 4 月至 2017 年紧密合作销售食糖的协议，目前丰益国际在昆士兰州有 8 家糖厂，年收榨能力在 1500 万吨左右，可产原糖 200 万吨，约占澳大利亚出口总量的 55% 以上，全部供应至海外市场，丰益国际正在努力建设自给自足的销售网络。

2014 年 4 月澳大利亚与日本和韩国签订了经济合作协议，废除了日本对澳大利亚高眩光度原糖征收的 21.5 日元/公斤进口关税。协议还废除了韩国对澳大利亚征收的 3% 的原糖进口关税，韩国给澳大利亚糖商提供近似泰国出口商在韩国的待遇，在未来的 16 年内（2031），分阶段的取消 35% 的白糖进口关税，在未来 5 年内取消 3% 的糖蜜进口关税。另外，根据中国与澳大利亚签订的自由贸易协定，澳大利亚糖进入中国市场的准入条件不变，未来澳大利亚食糖进口到亚洲国家的数量将会进一步增加。

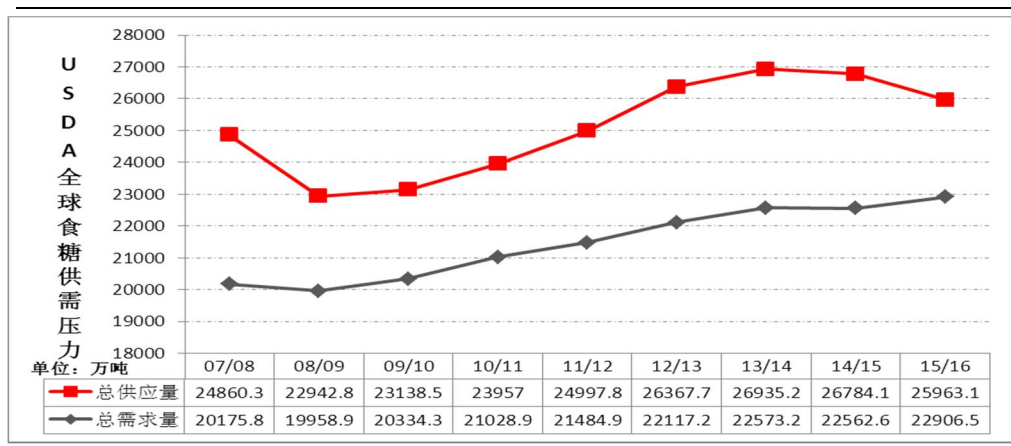
综上，澳大利亚食糖产销和出口方面发展相对稳定，对国际食糖市场的供需格局影响有限，更多影响是体现在天气炒作和心理预期方面，新的榨季如果天气状况不出现异常，澳大利亚增产和出口预期将继续小幅增长，库存消费比小幅增长，但整体压力不大，需重点关注甘蔗生长期澳大利亚的天气状况。

图表 11: 全球原糖供需平衡表



资料来源: WIND、一德研究院数据中心

图表 12: 全球食糖供需过剩量 (万吨)



资料来源: WIND、一德研究院数据中心

综上, 2014/15 榨季全球食糖市场已经连续 5 年处于供需过剩的格局内, 15/16 榨季全球食糖市场的供需矛盾将有明显缓解, 有望进入新的生产不足周期, 15/16 榨季全球糖市供应短缺量预计为 230-250 万吨。16/17 榨季供需缺口有望扩大至 620 万吨。虽然下个榨季的减产预期强烈, 但也只是由增量过剩转换为存量过剩, 食糖行业的好日子仍未真正到来。而且预估的 250 万吨缺口绝对数值偏低, 15/16 榨季全球糖市未必一定会迎来减产周期, 所以, 在食糖供需格局明朗之前, 下个榨季供需弱平衡状态对本年度糖价提振有限, 但食糖行业未来的发展还是值得期待的。

## 2.2 我国糖市

2014 年 9 月 26 日中粮屯河新源糖业公司率先开机生产, 标志着 2014/15 年制糖期生产的开始。其余大部分糖厂的开榨时间较上个榨季推迟半个月左右, 新糖生产进度明显慢于往年同期水平。6 月 21 日云南南华旗下南伞糖厂所收榨, 2014/15 榨季生产全部结束。2014/15 榨季全国共生产食糖 1055.6 万吨, 同比减少 276.2 万吨, 其中产甘蔗糖 981.82 万吨, 去年同期产甘蔗糖 1257.17 万吨, 产甜菜糖 73.78 万吨, 去年同期产甜菜糖 74.63 万吨。

北方甜菜糖主产区 14/15 榨季生产从 2014 年 9 月 26 日至 2015 年 2 月 11 日, 历时 123 天, 同比增加 3 天, 累计产甜菜糖 73.78 万吨, 比 13/14 榨季的 74.63 万吨降低了 0.85 万吨。15/16 榨季预计内蒙古的种植面积将大幅增加 26 万亩, 达到 68 万亩, 预计将产糖 25 万吨。但黑龙江种植面积大幅缩减, 今年只落实了 8 万亩甜菜, 预计产糖不足 1 万吨。新疆完成种植面积 89 万亩, 预计产糖持稳于上榨季的 43 万吨。整

体来看，15/16 榨季北方甜菜产区种植总面积下降，将从 14/15 榨季的 168 万亩下滑至 165 万亩左右。

目前国内北方甜菜糖产业逐渐没落，但消费变化相对比较稳定，由此导致加工糖和进口糖加剧争夺北方食糖销售市场份额，北方销区中不仅有其本地的加工糖厂，更有来自山东、大连、营口和东南沿海的加工糖竞争，而且国内广西糖、广东糖，甚至云南糖也来参与北方食糖销售市场的竞争，未来随着北方甜菜产业的萎缩，北方地区的加工糖厂将会继续发展壮大，多方来源的食糖竞争也会更加激烈。

南方甘蔗糖主产区 2014/15 榨季生产从 2014 年 11 月 1 日至 2015 年 6 月 21 日，历时 233 天，共计产甘蔗糖 981.82 万吨，同比上榨季的 1257.17 万吨降低了 28%。

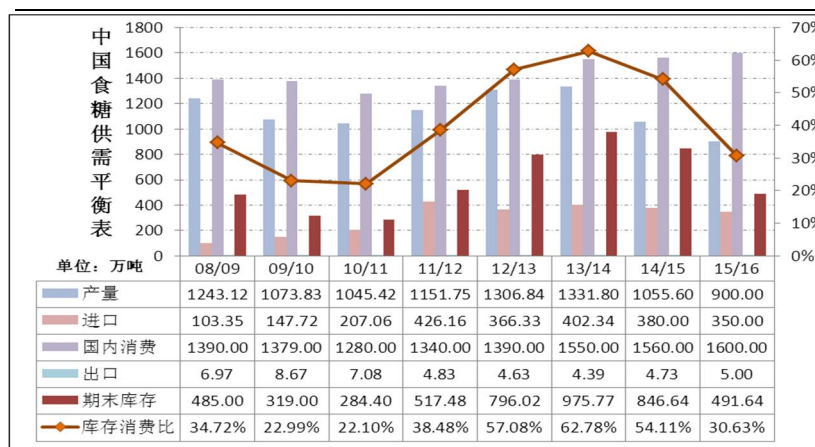
广西本榨季生产历时 175 天，同比减少 19 天，开榨糖厂 98 家，同比减少 4 家，14/15 榨季广西种植面积为 1450 万亩，同比上榨季的 1600 万亩减少了 150 万亩，累计入榨甘蔗 5216 万吨，同比减少 1858 万吨，平均混合产糖率 12.15%，同比提高 0.05 个百分点。

云南产区本榨季生产历时 204 天，同比增加 15 天，开榨糖厂 73 家，同比减少 1 家，14/15 榨季云南累计入榨甘蔗 1855.37 万吨，同比减少 54.69 万吨，产糖 23.68 万吨，同比提高 0.05 万吨，平均混合产糖率 12.43%，同比提高 0.36 个百分点，上榨季出糖率为 12.07%，接近 13 年的历史最低点，虽然本榨季云南甘蔗面积缩减，但天气状况较好，出糖率提高，最终食糖产量同比略有提升，食糖产量再创云南历史新高。

广东本榨季生产历时 107 天，同比减少 45 天，开榨糖厂 28 家，同比减少 2 家，14/15 榨季累计入榨甘蔗 854.8 万吨，同比减少 345.6 万吨，产糖 79.85 万吨，同比减少 38.65 万吨，湛江产糖 65.32 万吨，同比减少 39.18 万吨，混合产糖率 9.33%，同比下降 5.47%。

海南本榨季生产历时 120 天，同比减少 17 天，开榨糖厂 14 家，同比减少 3 家，14/15 榨季甘蔗种植面积 75 万亩，同比减少 25.77 万亩，累计入榨甘蔗 228.24 万吨，同比减少 126.81 万吨，产糖 28.23 万吨，同比减少 13.42 万吨，混合产糖率 12.37%，同比提高 0.63%。

图表 13：我国食糖供需平衡表



资料来源：WIND、一德研究院数据中心

综上，2014/15 榨季食糖产量不仅达到了之前的减产预期，而且减产幅度进一步扩大，本榨季食糖产量为 1055.6 万吨左右，消费乐观预计为 1560 万吨，进口预计 380 万吨，配额内进口 194.5 万吨，出口 4.73 万吨，榨季末期我国食糖总库存将达 846.64 万吨，其中包含 434.36 余万吨的国储糖。虽然扣除国储库存的影响，本榨季产需缺口近 300 万吨，但前几年库存积累过高，2014/15 年制糖期我国食糖市场仍然供大于求，如果延续前几年超量进口态势，食糖市场形势将更加严峻，但是如果国家进口调控有力，行业自律到位，国储库存延后至下榨季消化，则 2014/15 年制糖期国内食糖市场供求将有望达到基本平衡。300 多万吨的进口糖和走私糖以及后续的国储糖轮库压力能否有效化解将都将成为新榨季糖市能否有效企稳反弹的制约因

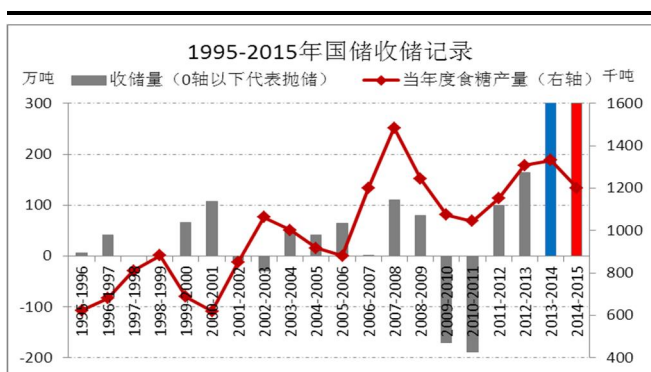
素。2015/16 榨季预计全国食糖产量将缩减至 900 万吨左右，需求维持刚性增长，国内整体供需结构将由增量过剩过渡至存量过剩阶段，供需压力将有明显缓解，扣除国储库存的压力，新增供需将出现紧平衡状态。

### 3. 糖市热点剖析

#### 3.1 国内糖市基本面最大的压制因素—库存

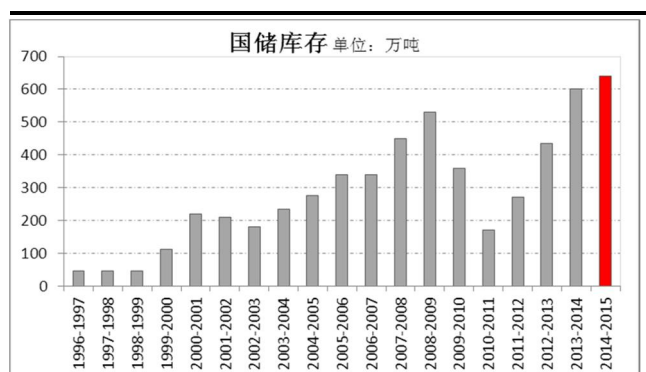
国储糖最后一次收储是在 2013 年 5 月 24 日，收储了 30 万吨，之后再没有启动新的国储收购，上个榨季包括 14/15 榨季都是短期工业临储 300 万吨。根据历次收抛储统计，现在的国储里面国储净库存在 434.36 万吨，其中并未包括每年固定从古巴进口直接流入国库的 40 万吨原糖，算上古巴糖，保守估计目前国储糖在 600 万吨之上，当前国储糖面临食糖保质期的压力，且多数国储糖收储价均高于 6100 元/吨，但如不发生天气等因素导致的极端行情，本榨季国储流向市场的概率较低，中短期内国库对糖市的影响更多的是在心里层面。长期来看，我国的国储糖吸收了国内甚至全球大部分过剩食糖，虽然短期抛储预期较低，但仅仅是将当前的矛盾逐渐后移，本榨季在国内产销基本平衡的前提下，国储糖去库存进程或将成为白糖牛市空间的潜在制约因素。

图表 14: 我国食糖历年收抛储记录 (万吨)



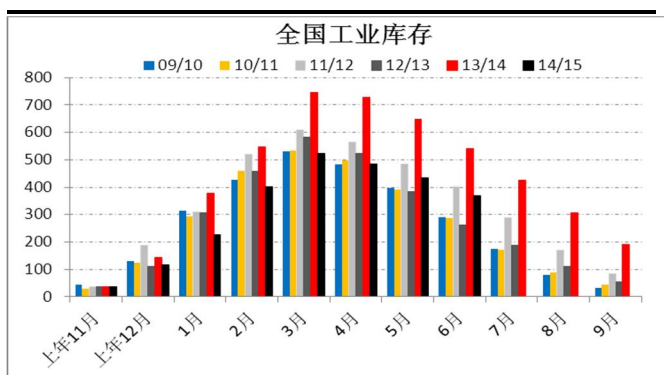
资料来源: WIND、一德研究院数据中心

图表 15: 我国历年国储净库存 (万吨)



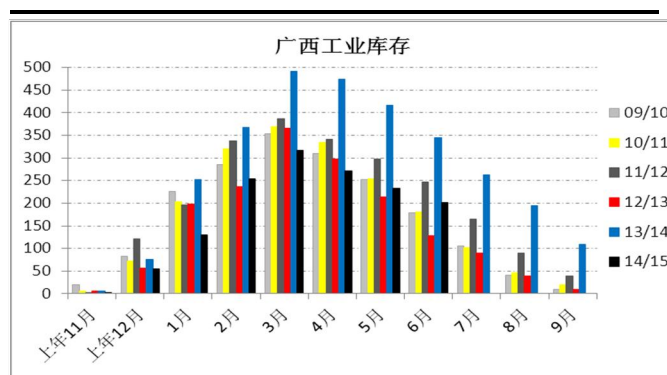
资料来源: WIND、一德研究院数据中心

图表 16: 全国工业库存 (万吨)



资料来源: WIND、一德研究院数据中心

图表 17: 广西工业库存 (万吨)

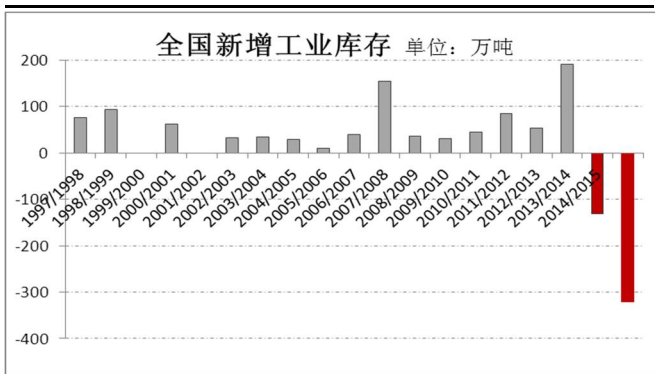


资料来源: WIND、一德研究院数据中心

工业库存方面，不论是广西还是全国，工业库存同比、环比不仅较上个榨季有明显降低，较前几个榨季相比也是处于相对低位的。综合国储库存和工业库存来看，14/15 榨季我国新增工业库存或将首次出现负值数，但是受限于庞大的国储库存，我国糖市综合库存压力仍处于历史第二高位，15/16 榨季，新增工业库存将出现更大的缺口，虽然上方有庞大的国储库存和地方工业储备，但我国整体的综合库存压力依然将有

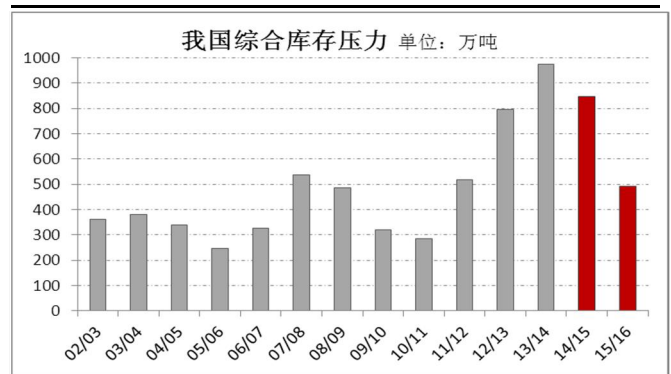
明显缓解。

图表 18: 我国食糖新增工业库存



资料来源: WIND、一德研究院数据中心

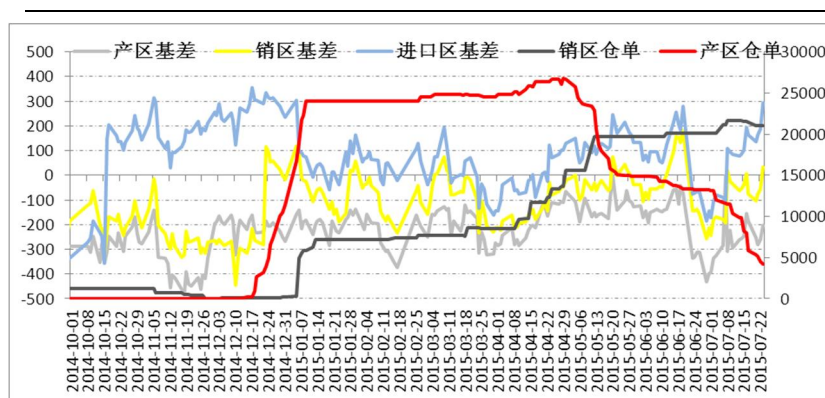
图表 19: 我国库存压力



资料来源: WIND、一德研究院数据中心

SR1505 合约到期收市持仓量 33218 手, 大约有 16.5 万吨糖参与交割, 1501 合约到期交割 30 万吨, 去年同期 5 月合约交割 3.5 万吨, 目前郑商所白糖注册仓单 3 万多张, 前期约有 20 余万吨糖转抛至 9 月合约上, 加上产区的贴息临储和前期的清库卖糖, 产区现货偏少, 但期货市场和销区中间商处仍有糖源, 在夏季消费高峰启动前没有大规模的集中采购补库, 导致交割库产区库存同比减少, 其中除了减产的因素外, 还有提前入库的影响, 其中 1 月合约逼仓行情助推了交割仓库在去年底和今年初库存的大幅增长, 随着后期市场恢复正常, 库存继续明显增多的动能有限。整体上看, 产区今年仓库入库较满, 但随着郑糖交割和仓单的注销, 库存有所降低, 其中部分私人仓库更具竞争力, 入库率高达 70%-80%。5 月合约交割后, 产区仓单大量注销, 销区仓单持平略增, 其中大部分为进口加工区仓单, 进口加工区的消费压力最大。当前, 产区期货持续贴水, 大部分销区期现平水, 进口加工区现货升水, 且全部地区基差均有进一步走强趋势, 所以, 在进口加工区仓单大量注销前, 9 月合约走势仍将受到压制。

图表 20: 仓单与基差走势对比



资料来源: WIND、一德研究院数据中心

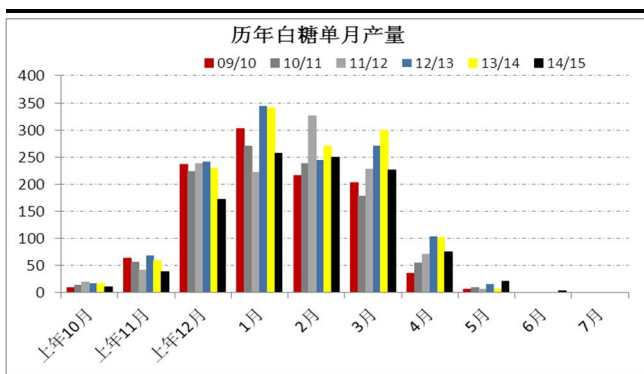
综上, 目前我国食糖国储库存和地方储备糖仍高达近千万吨, 而目前中间商手中的库存仍待消化, 依托下游消费拉动旺季需求进而带动糖价反弹的希望仍面临较大压力。虽然我国食糖库存压力空前, 但短期内投放市场的概率较低, 对未来销售旺季的压力有限, 但仍需警惕糖价反弹后的抛储压力, 目前库存依旧是糖价未来反弹高度的限制因素。

### 3.2 国内糖市基本面压制之二—消费不旺

本榨季的消费期国内食糖市场整体呈现出“不缺糖”的状态，消费旺季不旺可能再次上演。目前广西食糖销售途经主要有六种：1. 注册仓单（交割库较便利且成本很低，但除了个别逼仓行情外，交割数量有限）；2. 买卖双方撮合成交（买卖双方通过品牌、数量、升贴水、期转现等方式综合考量定价）；3. 点价；4. 柳州批发市场定价（目前各个批发市场容量很大，交易平台很广）；5. 与大型用糖企业直接合作（如与可口可乐、娃哈哈等大型用糖企业直接签订用糖协议）；6. 日常销售（目前日常销售渠道畅通，销售状况良好，数量也较大，但目前在此环节中存在着发票党，严重威胁了糖业中间商的生存，占据了日常销售的较大份额）。

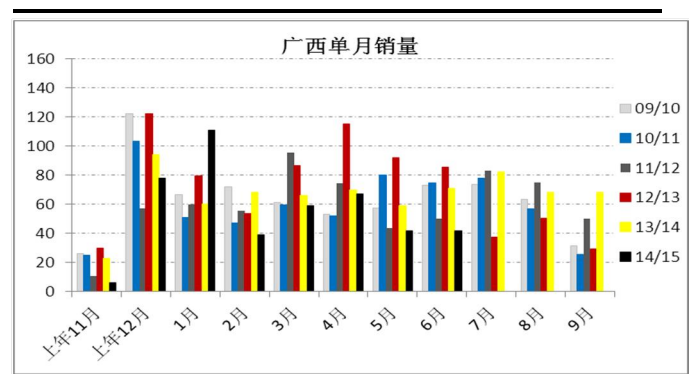
广西糖在榨季初期低价时期销售较多，比较受市场欢迎，产销量基本平衡，目前库存压力很小，企业惜售挺价。部分地区销量不好，原因有价格偏高、临储的挤占、早期销量偏多以及经济的预期。广西食糖产区本榨季销售至河北、山东、山西等地区价格倒挂几十元，导致广西糖在北方销区份额大幅降低。

图表 21：全国历年白糖单月销量



资料来源：一德研究院数据中心

图表 22：广西历年白糖单月销量



资料来源：一德研究院数据中心

云南糖开榨和收榨时间稍晚，且实现小幅增产，产区库存偏大，加上走私糖的冲击最大，导致云南糖目前销售压力较大，企业加价促销。

进口加工企业在政策的限制下开工不足，但利润非常高，生产积极性高涨，处于加价促销阶段，且进口加工糖企扩张产能的动作仍在持续。

7月3日工业临储糖最后一次检查后，半年的临储期到期即可投放市场，短期市场供应增加，但在消费旺季的集中备货期且糖厂惜售情绪明显，产区整体销售压力可控。

贸易商在糖价反弹阶段备货情况稍好，榨季初期备货量相对偏高，其余大多维持按需采购节奏，备货情况一般，但市场终端消费状况非常清淡，包括成品糖在内的终端消费情况更差，出货受限，销售进展并不乐观，中间商信心仍未完全恢复，严重影响了其在夏季消费旺季的备货情况，如果在夏季消费高峰期间贸易商对后市信心没有明显改善，则规模性的备货较难出现，郑糖的夏季消费可能再次迎来旺季不旺，这对本季度糖价走势是非常不利的制约因素。

### 3.3 国内糖市基本面最大的支撑因素—减产

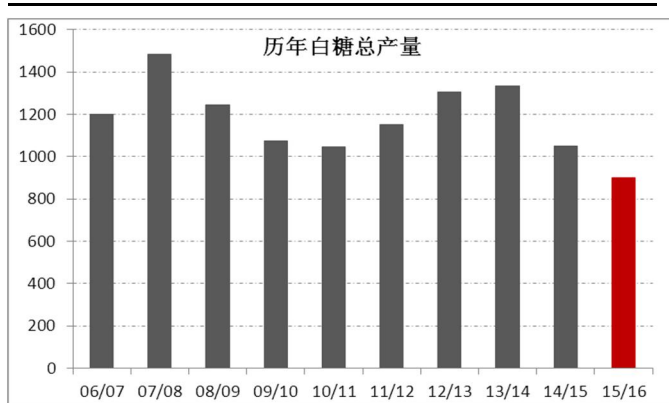
上个榨季开始我国食糖生产已经开始进入了减产周期，2014/15榨季广西四大甘蔗产区甘蔗种植面积连续第二年下调，并且面积减幅扩大，随着6月24日云南产区的收榨，2014/15榨季国内食糖生产结束，不仅达到了之前的减产预期，而且减产幅度进一步扩大，本榨季食糖产量为1055.6万吨左右，消费乐观预计为1560万吨，进口预计380万吨，扣除国储库存的影响，本榨季产需缺口达300万吨。2015/16榨季我国广西甘蔗主产区减产大局已定。广西地区种植面积将缩减15%—20%，预计2015/16榨季全国食糖产量将缩

减至 900 万吨左右，需求维持刚性增长。

甘蔗种植面积大幅缩减主要原因有两个：天气和农民种植积极性。2013 年开始长期持续低温阴雨寡照，影响了最近几年甚至明年的甘蔗出苗率，本榨季种植前期形势严峻，部分地区连续阴雨，5、6 月两次暴雨袭击，导致部分地区种植期受影响，目前甘蔗出苗同比降低 1000 株/亩，局部地区的恶劣天气也导致糖价降低。一些规模较大且受灾害天气影响较小的产区相对乐观，但维持去年的产量已属不易，增产难度较大，如果今年夏天发生厄尔尼诺现象，食糖产量将进一步缩减。

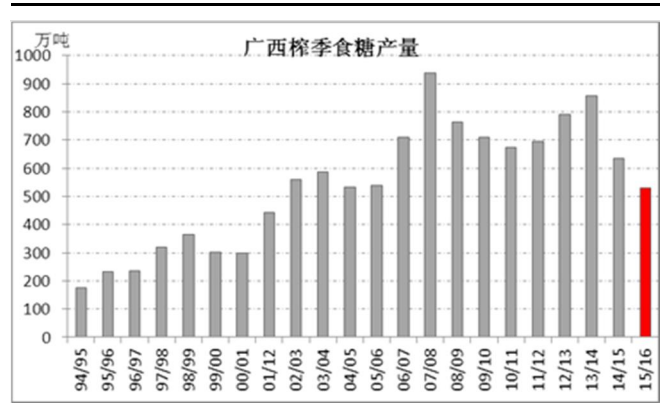
另外的一个最为重要的原因就是低迷的糖价让农民看不到希望，甘蔗收购价偏低，农民种植甘蔗处于亏损边缘，本榨季和下榨季农民种植甘蔗积极性持续降低，观望气氛浓厚，竞争性作物争地现象明显，改种桑树、速生桉树、改种、套种果树现象增多，但部分改种果树的农民今年收益并不好。

图表 23: 全国各榨季产量



资料来源：一德研究院数据中心

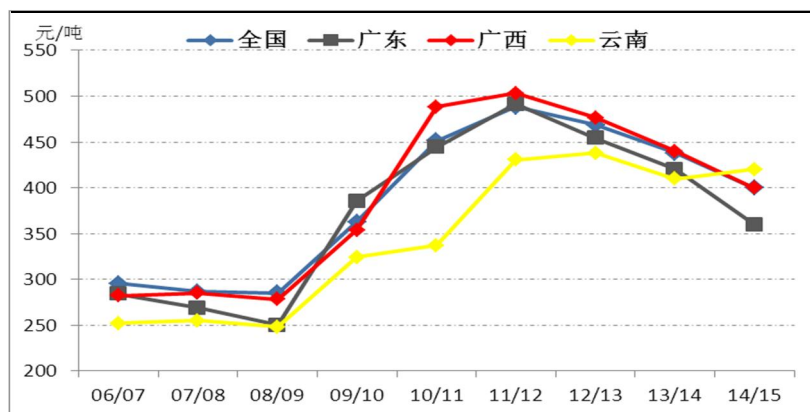
图表 24: 广西各榨季产量



资料来源：一德研究院数据中心

当前糖价偏低，但甘蔗成本不断走高。从甘蔗种植角度来看，农户的种植成本主要包括蔗种、农药化肥、砍蔗及装车人工成本这三个部分。具体计算如下：种子费用=1.2 吨/亩\*410 元/吨=492 元/亩，肥料 4 包=200 元，农药=100 元，砍工+搬运+装车=200 元/亩（为成本中增长最快因素），护理费 20—30 天=300 元，机耕 100 元，种植成本共计约 1500—1600 元/亩。收购价=亩产 5 吨\*收购价 400 元/吨=2000 元/亩。农民种植利润非常低，若加上地租、地膜等费用，甚至出现亏损。

图表 25: 我国甘蔗糖主产区甘蔗收购价



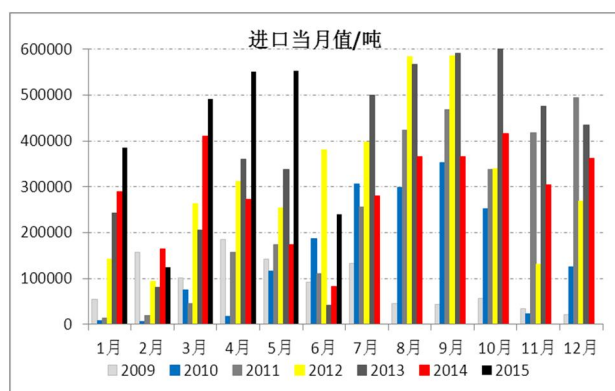
资料来源：WIND、一德研究院数据中心

对应 400 元/吨的甘蔗收购价，不仅蔗农种植收益下降，大型糖企也难获有效利润空间，中小企业则集体陷入亏损危机。大型糖企的生产成本在 4800-5000 元/吨左右，仅能维持微利，小型糖厂已经陷入亏损状态，全行业亏损仍在延续。目前广西还无法实现世界领先的甘蔗发展模式—规模化、机械化、水利化和良种化，短期内生产成本无法有效降低，甘蔗收购价的连续下调，对蔗农种植积极性造成一定打击，虽然预计下个榨季的收购价将有上调，但预计下个榨季部分翻种土地仍将转向其他作物，甘蔗种植面积仍有下降趋势。综上，不仅本榨季确定减产，下个榨季依然会出现减产，这也是支撑郑糖迎来牛市的根本动力。

### 3.4 国内糖市基本面支撑之二—限制进口

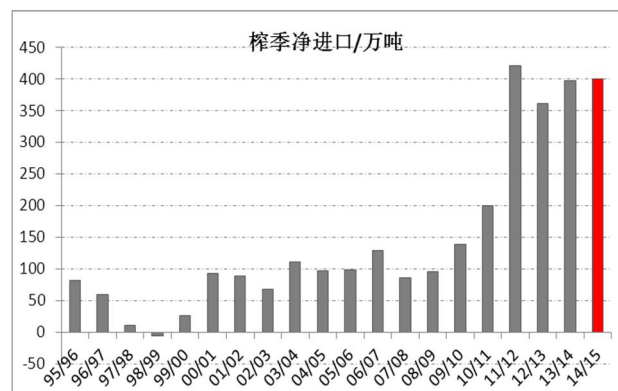
按照中国加入 WTO 的承诺，中国的食糖市场以关税配额的形式逐步对外开放，但在 2004 年进口配额增加到 194.5 万吨之后，一直维持不变，2015 年进口配额也维持 194.5 万吨的水平；配额内关税为 15%，配额外最惠国税率为 50%，其它国家为 125%。目前我国进口以原糖为主，进口来源主要有巴西、泰国、古巴、危地马拉和韩国等，配额中的 40 万吨（与古巴政府间贸易）大多直接转入国家储备，加工后在以竞卖方式投放市场；其余一般为贸易进口，比例约为 70-80%。2012/13 榨季我国进口了 366 万吨糖，虽然较 2011/12 榨季减少约 14.1%，但仍处于历史高位。其中 2013 年 10 月我国进口食糖 71 吨，同比 2012 年 10 月份增长 108.85%，创下历年来我国单月进口量之最。2013/14 榨季我国进口了 402 万吨，严重超出榨季之初糖协预估的 200 万吨。

图表 26： 我国历年单月食糖进口量（吨）



资料来源：WIND、一德研究院数据中心

图表 27： 我国历榨季净进口量（万吨）



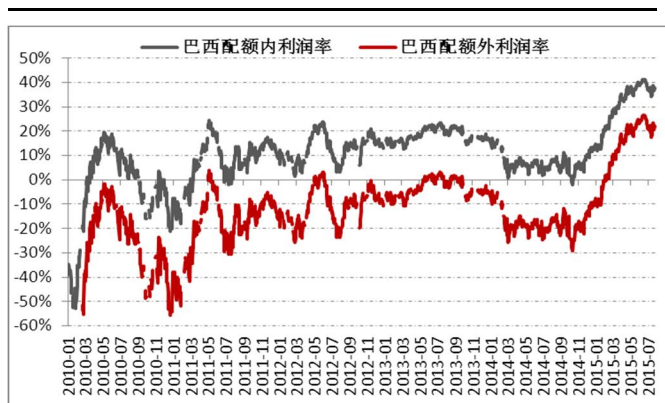
资料来源：WIND、一德研究院数据中心

从 11/12 榨季以来我国食糖进口量急剧攀升，连续超配额进口，进口来源国高度集中于巴西，即使扣除走私糖，我国食糖净进口依然较之前的平均值高出 2 倍有余，大量的进口糖对本不缺糖的我国食糖市场带来巨大的冲击，也引起了国家有关部门的高度重视，限制进口、延后进口、进口许可证包括延缓入关等各项政策频频出台，其中最引人关注的就是在 2014 年 10 月 13 日，中国商务部、海关总署联合发布公告将进口关税配额外食糖纳入自动进口许可管理，于 2014 年 11 月 1 日实行。另外一条就是在 2014 年 11 月 27 日，原糖进口加工委员会第二次主任会议在北京召开，调整了 14 年 11 月和 12 月自律内容，就 2015 年配额外原糖进口自律承诺达成共识，协议配额外进口糖控制在 190 万吨，加上配额内的量，保守估计本榨季进口量在 380 万吨。如果忽略国储糖，本榨季是完全有能力内部消化这些进口量的。鉴于目前的市场情况和价格，国储糖抛储的概率较低，如果进口量可以在控制预期的范围内，那么本榨季我国食糖市场的供需矛盾将有会出现扭转。

那么进口糖能否控制的住？这个关键问题主要取决于进口糖的利润空间对国内的企业究竟有多大的吸引力。通常当我国食糖进口利润空间超过 1000 元/吨的时候，即可触发大量进口，促使利润空间回归，进口量随之缩减，目前我国进口糖配额内外均有利润，且不断突破历史高位，进口原糖是有配额限制的，白

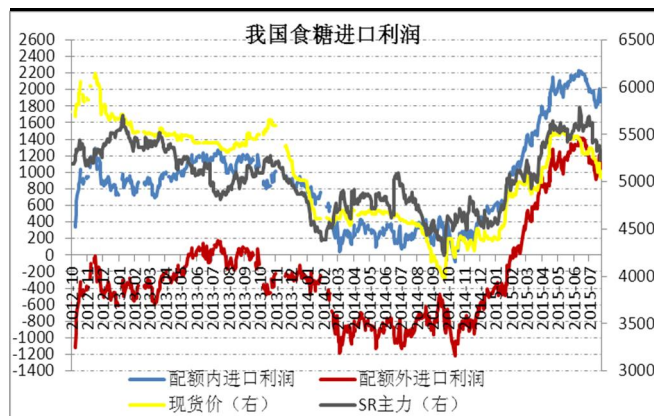
糖进口虽然也包含在自动进口许可名录里，但进口总量无限制，所以包括白糖在内的各种食糖进口量剧增，各类投资资金涌入食糖进口的市场里，这再次引发相关部门注意。3月5日，相关部门批准了80多家企业的自贸进口白糖资格（目前白糖进口量6-8万吨，3月之前只批准了25万吨，包括其中的5万吨绵白糖）。

图表 28： 我国单月食糖进口利润率



资料来源：WIND、一德研究院数据中心

图表 29： 我国食糖进口利润与期现货价格



资料来源：WIND、一德研究院数据中心

进口糖的限制政策在糖价此轮反弹中起到了至关重要的作用，为了限制进口、打击走私，地方政府、糖业官方机构、糖业协会积极奔走，国家也已采取措施严控食糖进口节奏，即在支持糖协提出的行业进口自律的同时，实施了配额外食糖进口许可政策，同时严厉打击走私。短期看，限制措施的确收效明显。未来进口政策是否放松也将成为白糖牛市能否延续的信心基础，目前来看进口政策放松的概率较低。虽然4月和5月的进口量偏多，但多为进口许可政策执行前期批复的配额。未来几个月的进口量也有可能超出历史均值的可能，但在如此高额的进口利润吸引下，在国内产需缺口不断放大的供需背景下，有序进口而非完全不进更加符合我国食糖市场的国情。

在配额进口受到限制的背景下，走私糖成为市场关注的另一焦点，在有关部门的加大打击下，走私糖总量减少，云南走私量不及去年一半，但整体走私地域结构发生变化，传统的食糖走私涉及的重点地区受严打的制约走私有明显减少，但内陆地区反而出现很多新增的食糖走私地区。走私利润吸引力空前巨大，以越南走私至钦州为例，走私糖运送至钦州糖厂里，糖价加上运输成本共计3600元/吨，泰国走私糖价格在2800元/吨左右，运费1200元/吨，走私成本合计也低于4000元/吨，依旧大幅低于国内糖价千元以上。

进口糖交割成本方面，以山东进口巴西糖为例计算交割费用，其中交割仓库较近，不涉及国内运费，新糖不涉及升贴水，不涉及二次检验。交割成本合计在400元/吨左右。理论上巴西进口糖与郑糖的价差已经具备了买进口糖在国内交割的可行性。风险点主要有三个方面，分别是，进口配额的问题、时间敞口的问题和原糖加工的问题。

### 3.5 国内糖市基本面支撑之三一厄尔尼诺

厄尔尼诺或拉尼娜现象每隔4年至7年就会不定期发生，持续时间为9-24个月。上一次出现厄尔尼诺气候是在2009/10榨季，当时的厄尔尼诺气候属于中偏弱类型。气象专家预计困扰2014年和2015年全球甘蔗生产期的最大的不确定性天气因素为厄尔尼诺现象。近期的大气条件一直在中度厄尔尼诺和轻度拉尼娜之间来回摇摆，天气持续异常的可能性不断上升，未来数月太平洋水温可能会升高，这是出现厄尔尼诺气候时太平洋洋面水温升高的典型征兆。日本和美国等其他国家的气象局也发出了今年可能会出现厄尔尼诺气候的预警。据澳大利亚气象局监测报告显示，厄尔尼诺在2015年发生的概率在逐渐增加。目前热带太平洋海域的温度高于平均水平，信风亦弱于往年正常水平，并且所有模型显示海洋的温度将会持续变暖，

预示着厄尔尼诺在今年发生的概率从此前的 50%提高至 70%。此前，日本气象局亦表示，到夏季时出现厄尔尼诺现象的可能性大于之前预估的 50%。如厄尔尼诺现象出现，则东南亚和澳大利亚可能会出现干旱，而南美地区或将遭遇洪涝，全球大宗商品和农产品市场将受到重创。

### 3.6 国内糖市基本面支撑之四—全行业对后市依然充满信心

长期来看，未来甘蔗产量恢复增长的预期是非常乐观的。近几年食糖产量减少，糖厂成本反而是提高的，因为糖厂固定成本短期变动空间有限，但人工成本增幅明显，在可榨甘蔗量降低的前提下，吨糖分摊成本增长，所以当前糖厂的重点工作之一即为加大力度维护和提高蔗区的甘蔗种植面积，随着糖价的恢复，未来种植面积的进一步恢复和增长的预期乐观。

行业未来劳动力供应乐观，普通农户一家 2 口从事甘蔗砍工，一个榨季可砍甘蔗 3--4 个月，每天每人收入约 200 元，每个榨季两人可收入 3--4 万元，其他时间仍可外出打工，收入 2500--3000 元/月.人，所以，如果甘蔗产量上升，甘蔗砍工仍具有较大吸引力，糖企和政府对于未来甘蔗劳动力的供应方面充满信心。

行业保障预期乐观，相对于其他竞争性农作物，甘蔗已经成为产区最具规模也最有保障的经济作物。一方面，甘蔗有政府底价收购和二次结算，虽然近年收购价格走低，但种植甘蔗有保障，其他农作物还处于靠天吃饭的状态，而且即使收成良好也不能保证上市后的收益乐观。本榨季产区糖厂大多可在 8 月份完成榨季销售，预计 9 月份糖厂对蔗农的二次计算可以实行，二次结算时，48%的价差收益是要付给农民的，糖厂扣除税收和成本后，收益有限，但农民的收益有了相对充分的二次保障。另一方面，2000 万蔗农和庞大产业大军所形成的行业规模、所带动的产业效应和市场影响力是产区其他经济作物难以匹敌的，由此，随着糖价的反弹，未来食糖行业前景乐观。

糖业未来政策预期乐观，食糖目标价格管理政策未来 5 年内实行概率较高，产区认为甘蔗收购价格定位 500 元/吨较为合理，出糖率目标定位 12%，通过糖厂按照甘蔗产量补贴农民较为可行也较为合理。由此，未来食糖行业的政策将更加健全、合理。

## 4. 行情展望

### 4.1 国际行情展望

14/15 榨季全球食糖依然要面临着连续第五个榨季增产的庞大库存压力，且过剩量已经由 62 万吨提升至 222 万吨之上，国际糖价也在不断刷新着前低，当前市场供需矛盾短期难以缓解，本榨季剩余时间食糖市场依旧将在艰难中前行。15/16 榨季全球食糖市场的供需矛盾将有明显缓解，有望进入新的生产不足周期，15/16 榨季全球糖市供应短缺量预计为 230-250 万吨。16/17 榨季供需缺口有望扩大至 620 万吨的水准。虽然下个榨季的减产预期强烈，但也只是由增量过剩转换为存量过剩，食糖行业的好日子仍未真正到来。而且预估的 250 万吨缺口绝对数值偏低，15/16 榨季全球糖市未必一定会迎来减产周期。中短期内，巴西出口进展、雷亚尔走势、泰国和印度的出口预期左右全球糖市基本面，厄尔尼诺预期左右市场情绪，供需矛盾的消化及厄尔尼诺是否光顾将决定本榨季后期糖市能否完成筑底。而从长远看，全球糖市供求矛盾明显减轻，探明底部后将逐渐回升，乐观预计，供需压力的改善和厄尔尼诺的光临将引领全球糖市重回黎明。

图表 30: ICE 原糖期货主力合约周 K 线图



资料来源: 博弈大师

图表 31: 郑糖主力合约周 K 线图



资料来源: 博弈大师

## 4.2 国内行情分析

国内食糖本榨季减产格局已定，库存结束积累，但绝对库存数值偏高，由增量过剩过渡至存量过剩阶段，去库存压力依然较大，预计本榨季结束时我国将有近 800 万吨期末总库存，其中包括 600 余万吨国储糖，届时，部分过期且均价超过 6100 元/吨的国储糖的轮库压力能否有效化解将成为糖市反弹高度的最大的制约因素，而国储抛储的压力将取决于政府政策调控。同时，国内进口加工糖产能超千万吨，进口威胁仍存，新榨季进口糖和走私糖能否有效控制，将成为郑糖能否有效企稳的直接动力，而进口糖控制政策是否延续也将取决于政府调控政策是否放松。另一方面，消费状况将直接决定我国食糖的去库存进展，当前糖厂工业库存偏低，但中间商的贸易库存偏高，终端消费并不乐观，最终牛市能否延续还需美糖走势、国内销量、政府政策和天气的配合。

## 期货投资评级、主策略说明

### ➤ 期货的投资评级说明：

以报告发布后的 1 年内，投资品种相对于前一年同期市场走势的强弱为标准，定义如下：

- |              |                     |
|--------------|---------------------|
| 买入 (Buy)     | : 品种超越前一年同期市场表现；    |
| 中性 (Neutral) | : 品种与前一年同期市场表现基本持平； |
| 卖出 (Sell)    | : 品种弱于前一年同期市场表现。    |

### ➤ 期货的投资主策略说明：

以报告日后的 1 年内，各品种适用的主要操作策略为标准，定义如下：

- |                            |                     |
|----------------------------|---------------------|
| 单边长趋势 (One-way Long Trend) | : 品种具有明显的多空趋势；      |
| 波段操作 (Swing Trading)       | : 品种具有明显的季节性趋势；     |
| 套利操作 (Arbitrage Trading)   | : 品种和相关品种存在明显的套利机会。 |

- 我们在此提醒您，不同期货研究机构采用不同的评级标准和策略标准。我们采用的是定性同比评级体系和长期主要策略思路，表示投资品种与前一年同期走势的相对强弱以及该品种一年内相对适用的主要投资策略建议；投资者具体的投资决策取决于个人的实际情况，包括资金状况、持仓结构、风险偏好以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级和投资主策略来推断结论。

## 免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称一德期货）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。
- 本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。

## 联系方式

一德期货有限公司  
 天津市和平区解放北路188号信达广场16层 300042  
 TEL: 022-58298788  
 一德期货有限公司 研究院  
 天津市和平区南京路君隆广场B2-504 300051  
 TEL: 022-59182510  
 一德期货有限公司 交易策略部  
 天津市和平区解放北路188号信达广场16层交易策略部 300042  
 TEL: 022-58909726  
 一德期货有限公司 市场发展部  
 天津市和平区解放北路188号信达广场16层市场发展部 300042  
 TEL: 022-58298788-6003/6007  
 一德期货有限公司 黑色事业部  
 天津市和平区解放北路188号信达广场16层黑色事业部 300042  
 TEL: 022-58299664  
 一德期货有限公司 北京北三环东路营业部  
 北京市东城区北三环东路36号E栋7层02/03房间 100013  
 TEL: 010-88312088/88312150  
 一德期货有限公司 上海营业部  
 上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室 200063  
 TEL: 021-62573180/62574270

一德期货有限公司 天津营业部  
 天津市南开区水上公园路水云花园C19号 300191  
 TEL: 022-28139206  
 一德期货有限公司 天津滨海新区营业部  
 天津开发区广场东路20号滨海金融街E4-C-208室 300457  
 TEL: 022-59820932/59820933  
 一德期货有限公司 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2303、2309、2310号房间  
 TEL: 0411-84806701 116023  
 一德期货有限公司 郑州营业部  
 郑州市未来大道未来大厦803、804、805室 450008  
 TEL: 0371-65612079/65612019  
 一德期货有限公司 德州营业部  
 德州市经济开发区三八东路中建华府小区S7商业三层317号 273074  
 TEL: 0534-5019156/5019160  
 一德期货有限公司 宁波营业部  
 浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦806、8-7号 315040  
 TEL: 0574-87951915/87951925  
 一德期货有限公司 唐山营业部  
 河北省唐山市路南区新华道100号万达广场A座1505室 063000  
 TEL: 0315-5785511

全国统一客服热线：4-007-008-365