

产业博弈政策，糖价或区间震荡

国海良时期货研究所 王阳

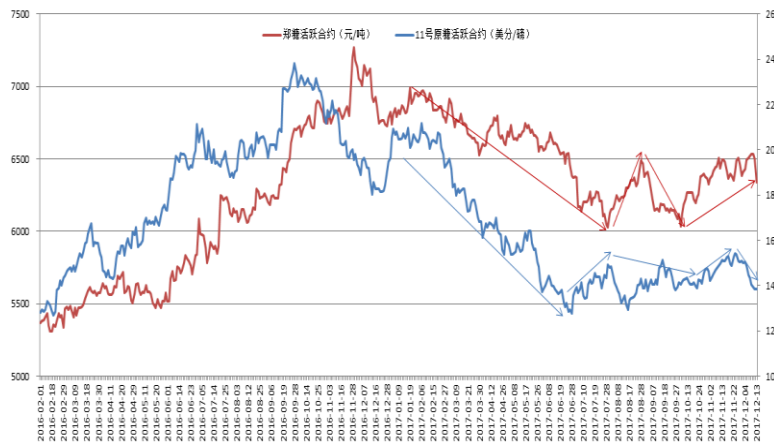
内容摘要

开榨延迟导致糖分增加，本榨季食糖产量或增至 1050 万吨。配额内外进口量取决于政策变化，市场已经按上限预计。原糖期价或先抑后扬导致明年我国走私糖压力递减。而国储糖投放取决于供需缺口与政策意愿。由于本榨季产量增幅扩大，预计国储糖投放量将同比减少。因此，上有市场压力，下有政策底线，明年我国糖市大概率呈现区间震荡走势，可高抛低吸。未来可以结合基差与价差走势，先分析出某段时间主导的糖源，再根据当时的供需情况判断糖价的涨跌。

一、2017 年糖市回顾

年初以来，全球糖市焦点从面临收榨的巴西中南部转向开榨高峰期的北半球。干旱导致印度、泰国食糖产量同比下降。特别是印度，估产预期一再下调，引发印度需要进口食糖预期。但印度政府同时下调食糖产量与消费预估，强调至少短期内不会下调食糖进口关税。随着基金净多持仓大幅下降至年内低位，原糖自高位一路阴跌不止。6 月底，ICE 原糖 7 月合约到期出现巨量交割，巴西食糖出口强劲，巴西中南部地区食糖库存处于低位，食糖终端需求显现，原糖止跌回升。8 月初，随着巴西中南部甘蔗收榨推进，甘蔗制糖比例高企，库存量超过 5 年最大值。而印度食糖库存下降明显，印度国内糖价高位震荡。2017/18 榨季增产预期有待证实。原糖高位回落，但维持区间窄幅整理。10 月下旬以来，随着原油的强劲上涨提升乙醇收益，巴西中南部甘蔗制乙醇比例开始增加，原糖再次反弹。11 月底，随着欧盟出口增加、天气干燥导致印度与泰国开榨加快，原糖承压回落，并测试前低附近支撑。

图 1 内外糖价 2017 年走势回顾



数据来源：Wind 资讯

一方面，国内主产区提前收榨，食糖产量低于预期，正规进口量又受管控。另一方面，在开榨高峰期国储糖破例出库，而且 5 月 22 日出台的进口食糖保障措施低于预期。同时，走私糖从缅甸-云南向台湾-沿海地区转变，食糖工业库存同比偏高，郑糖震荡下行。8 月以来，国内食糖贸易商与终端库存低，多数集中在糖厂，而纯销期糖厂大幅降价意愿低，导致基差处于高位。而且，受“海狼”打私提振，沿海边贸糖报价上调，郑糖止跌回升。进入 9 月份，随着地储与国储的相继投放，郑糖承压回落。同时，基差处于 5 年来同期新高。国庆后，陈糖库存偏低，随着 9 月下旬广西推迟开榨传闻的发酵，青黄不接期现货价格大幅下调概率低，1-5 价差明显扩大，而仓单有效预报尚未生成，全国糖会对本榨季估产低于预期。1 月持仓持续偏高，软逼仓助推郑糖强势。海南加工糖会议传闻明年配额外进口许可由今年的 100 万吨增至 190 万吨，最后郑商所上调仓储费、提前提保甚至限制套保额度，多头才主动离场，郑糖大幅下挫。

综上所述，印度与泰国食糖主产国减产预期被证实后，全球糖市开始演绎下榨季增产的悲观预期。而巴西甘蔗产糖比下降带来支撑，原糖底部震荡。内外价差高企，国内新糖上市却受走私糖冲击，工业库存居高不下。直到走私严打、下榨季推迟开榨导致产区库存偏紧，郑糖才止跌企稳。同时，进口管控、国储糖出库与套保额度干预，导致郑糖走势虽受原糖指引，但有自己的节奏。

二、2018 年国内外糖市格局

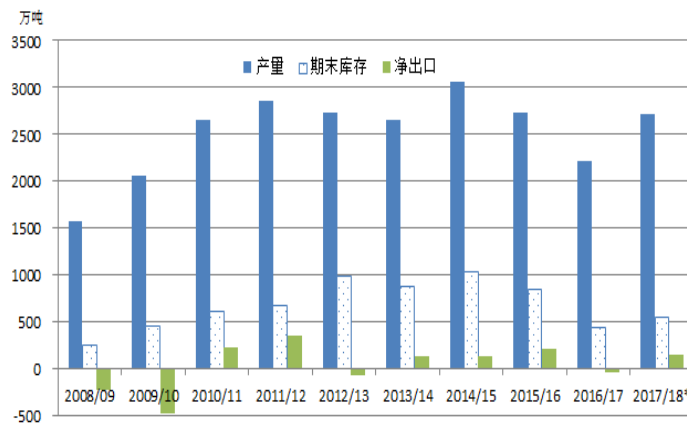
近几年，我国糖市产不足需，需要进口食糖与投放储备糖。进口（含走私）的不可或缺使得国内糖价大方向由原糖决定，而进口糖管控与国储糖的分批投放使得国内糖价“个性鲜明”。

（一）原糖期价或先抑后扬

1. 印度食糖出口关税或下降

由于北方邦（UP）产量的大幅增加抵消马邦（Maharashtra）产量的下滑，印度糖协（ISMA）预计 2017/18 榨季印度食糖将增产至 2510 万吨，印度国内糖价承压。由于印度国内甘蔗价格居世界首位，食糖生产成本高企使得出口受阻。而斯里兰卡与巴格达每年从印度进口 250-300 万吨食糖，印度糖协寻求降低出口关税的方式来化解食糖过剩危机。关注明年 1 月份印度糖协对产量的修正情况。

图 2 印度食糖产量、净出口与库存

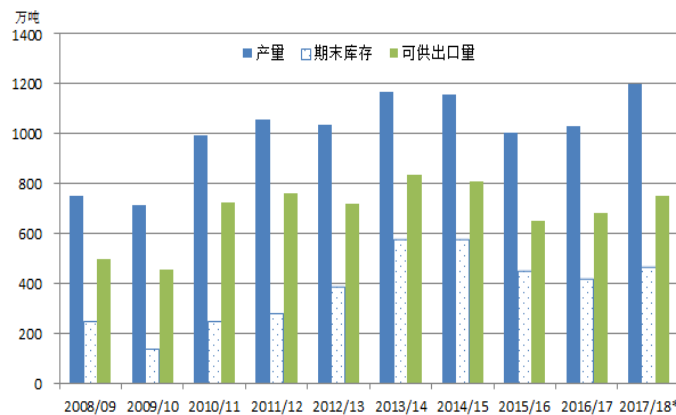


数据来源：F. O. Licht

2. 泰国食糖出口将增加

泰国天气适合甘蔗生长，而且更多农民从种植大米转向种植甘蔗，2017/18 榨季泰国食糖产量预计增加 16.5% 至 1200 万吨。泰国是全球第二大食糖出口国，增产周期下预计出口将增加。

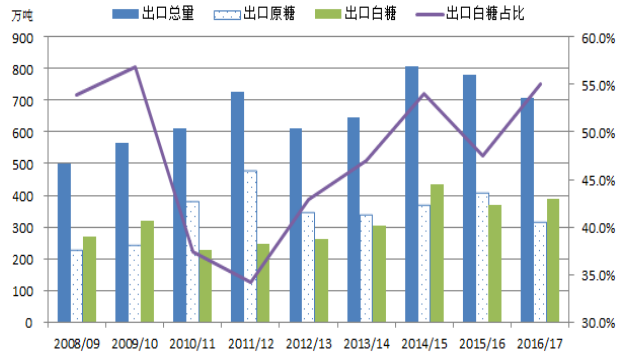
图 3 泰国食糖产量、出口与库存



数据来源：F. O. Licht

泰国既出口原糖也出口白砂糖。九年来，出口白糖占比止跌回升。由于精炼利润处于历史低位以及中国走私糖需求，预计白糖出口继续增加。

图 4 泰国食糖出口方式

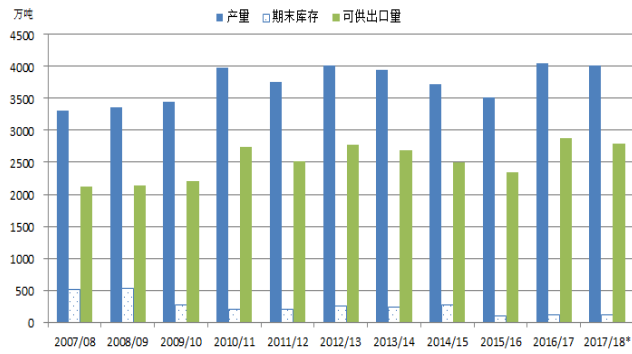


数据来源：F. O. Licht

3. 巴西进入减产周期

巴西中南部地区进入收榨尾声，由于油价上涨导致甘蔗生产乙醇收益高于生产食糖，甘蔗用于生产食糖的比例下降，预计从 2018 年 4 月开始的 2018/19 榨季，巴西食糖产量将继续下降。这将为原糖期价提供底部支撑。

图 5 巴西食糖产量、出口与库存

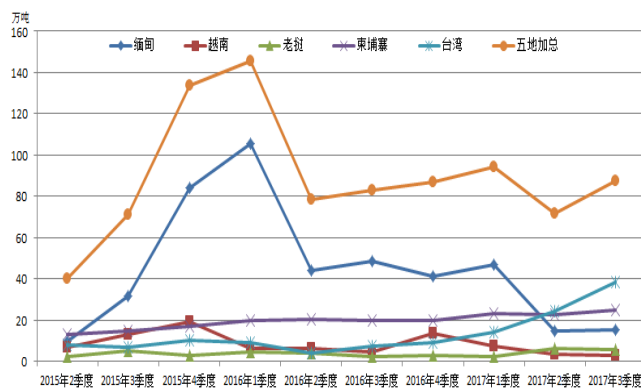


数据来源：F. O. Licht

4. 我国走私糖源或小幅下降

我国非正规进口（走私）的食糖大部分是成品白糖，主要由缅甸等我国周边国家通过云南边境进入国内市场。今年以来，随着走私严打导致陆地走私转向海运，由台湾地区通过沿海口岸进入国内市场。而缅甸等周边国家与台湾地区主要从巴西、印度与泰国三个国家进口食糖。

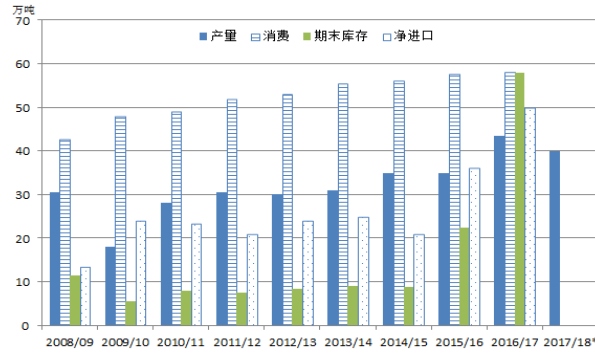
图 6 巴西印度泰国向五地出口统计



数据来源：F. O. Licht

缅甸食糖产不足消，需要进口来补充。从 2015/16 榨季开始，缅甸食糖净进口大幅增加，导致 2016/17 榨季期末库存高企，甚至持平于全年的消费。近两年进口的额外部分走私到我国国内。

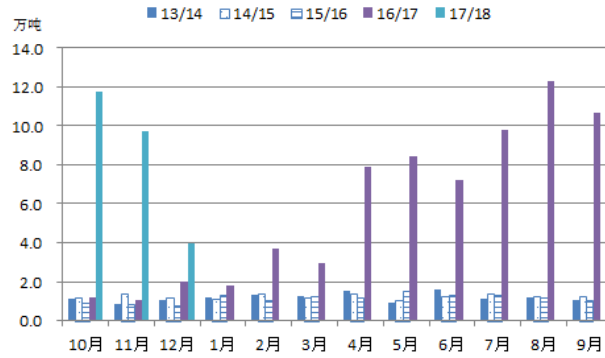
图 7 缅甸食糖供需情况



数据来源: F. O. Licht

台湾地区, 产不足消, 进口糖大部分来自于泰国。从今年 2 月份开始, 进口食糖大幅增加。进口增量部分通过沿海口岸流入内地市场。

图 8 台湾进口白糖情况



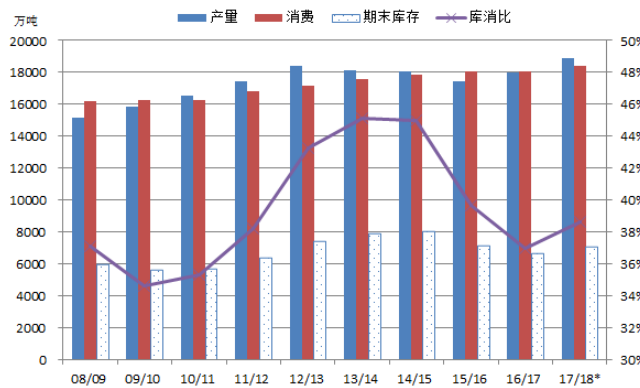
数据来源: F. O. Licht

因此, 明年一季度是北半球食糖生产高峰期, 也是走私糖源最充裕的时候。二季度北半球进入纯销期, 巴西位于下榨季食糖生产初期, 走私糖源下降。而三季度巴西进入压榨高峰期, 走私糖源回升。由于下榨季过剩量缩小, 走私糖源也将小幅下降。

5. 全球糖市进入增产周期, 但下榨季过剩量缩窄

自 2010/11 榨季以来, 全球糖市供应已经连续五年过剩。2015/16 榨季全球糖市首次出现产量跟不上消费的形势, 供应缺口大幅扩大。2016/17 榨季全球糖市供应缺口延续, 但缺口大幅缩小。前几年高糖价的激励、适宜的气候和足够的雨量促使全球各地扩大食糖生产。2017/18 榨季全球糖市产量增幅大于消费增幅, 导致期末库存增加, 库存消费比上调。

图 9 全球食糖产消情况



数据来源: F. O. Licht

对于 2018/19 榨季，由于巴西食糖减产被欧洲、印度与泰国的增产所抵消，ISO、Biosev、Societe Generale 与 City 等多家国际机构皆认为全球糖市延续供应过剩，但过剩量缩小。

综上所述，全球糖市下榨季延续供应过剩，但过剩量缩窄。明年一季度北半球进入开榨高峰期，印度与泰国大幅增产导致出口增加。而欧盟由于生产限制政策的放开，产量大幅增加导致出口亦增加。原糖一季度易跌难涨。二季度开始，巴西中南部开始新榨季甘蔗生产工作，甘蔗生产食糖比例预计继续下降，巴西进入减产周期，导致可供出口量下降，为原糖期价带来底部支撑。下半年开始，原糖期价或将反弹，反弹的高度由下个榨季过剩量降幅决定。

（二）我国糖市存在产消缺口

1. 我国食糖进入增产周期

一方面，2017/18 榨季我国糖市位于增产周期第二年，11 月初全国糖会上中糖协预计增产至 1020 万吨。由于甜菜糖接近收榨，而主产区广西推迟开榨，甘蔗生长时间延长，这有利于糖分积累，预计最终食糖产量为 1020-1050 万吨。

另一方面，随着甘蔗双高基地的建设、甘蔗收购价的稳定以及甜菜糖产能的投放，预计从 2018 年 10 月开始的 2018/19 榨季我国食糖也将增产。

表 1 2017/18 我国食糖产量分产区预估

| 产区 | 2016/17 (万吨) | 2017/18* (万吨) |
|-----|--------------|---------------|
| 广西 | 530 | 590 |
| 云南 | 188 | 194 |
| 广东 | 77 | 90 |
| 海南 | 16 | 20 |
| 内蒙 | 46 | 50 |
| 新疆 | 49 | 49 |
| 黑龙江 | 3 | 7 |
| 其他 | 20 | 20 |
| 总计 | 929 | 1020 |

数据来源：中糖协简报

2. 我国食糖消费平稳

一方面，按照汇丰银行的统计，在发展中国家行列，我国食糖人均消费量处于最低水平，有增长的空间。另一方面，淀粉糖的替代作用还是要受口味偏好、装置设备、运输瓶颈等客观条件的限制，淀粉糖替代市场接近饱和，新增替代有限。因此，预计 2017/18 榨季我国食糖消费同比持平。

总而言之，2017/18 榨季我国食糖产消缺口延续，需要进口食糖或投放储备糖。

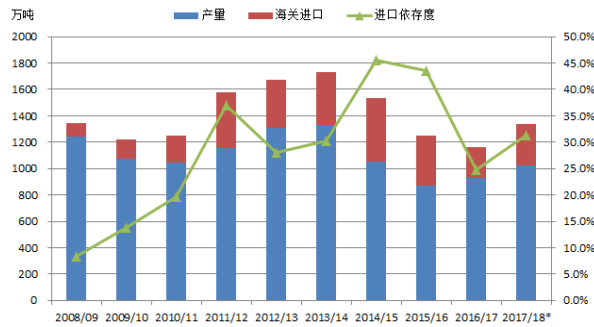
（三）我国食糖正规进口管控，走私糖压力递减

1. 我国食糖正规进口管控，但进口依存度仍高

自从我国加入世贸组织后，我国食糖进口按配额外收取关税。2014 年 11 月 1 日开始，配额外食糖进口纳入自动进口许可管理。2017 年 5 月 22 日起，我国对配额外进口食糖征收保障措施关税，实施期限为 3 年。2017 年 5 月 22 日至 2018 年 5 月 21 日，配额外进口食糖关税为 95%；2018 年 5 月 22 日至 2019 年 5 月 21 日，配额外进口食糖关税为 90%；2019 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日，配额外进口食糖关税为 85%。也就是说，未来三年我国进口糖来源有三个渠道：配额外进口（194.5 万吨，关税 15%）、配额外进口（关税 85-95%+自动进口许可）、走私糖。

2016 年年底开始，我国正规进口利润由正转负，但进口管控加码，我国食糖进口量连续三年下降。12 月 12 日海南加工糖会议传闻，2018 年配额外进口许可同比增加 90 万吨至 190 万吨，配额外进口同比持平。也就是说，随着配额外进口关税的下调，预计 2017/18 榨季我国进口食糖增加，进口依存度或增至 31.4%，依然处于较高的水平。此外，由于正规进口管控而走私利润丰厚，食糖走私形成产业链。因此，加上走私糖，进口依存度还会增加。

图 10 我国食糖进口依存度高

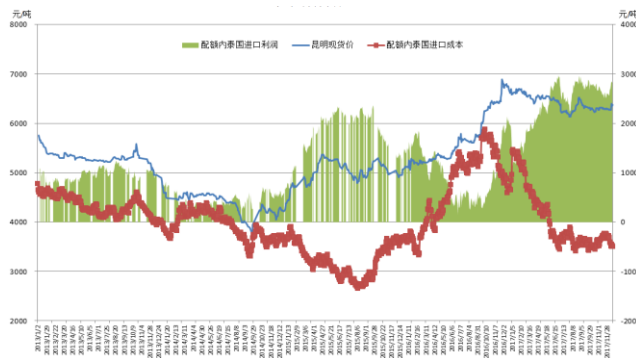


数据来源：中糖协简报 中国海关

2. 走私糖压力递减

泰国到缅甸的出口增量是我国走私糖的稳定来源。国内走私糖的利润，可以通过昆明现货价减去配额内泰国进口成本来估算。

图 11 配额内进口利润



数据来源：广西糖网 Wind 资讯

一方面，参照上文，原糖先抑后扬导致内外价差收窄，走私糖源或小幅下降。另一方面，2017 年部署了“国门利剑”、“海狼”等大型打私活动，2018 年我国糖业将推广二维码防伪溯源技术，打私力度加强。

因此，随着走私糖源的小幅下降与打私力度的加强，我国总体走私糖压力将递减。

（四）国储糖库存高企

目前我国食糖国储库存 700 多万吨，在所有商品中位居首位。在全国推行“供给侧”改革的背景下，国储糖库存亟待降至合理的水平。白糖保质期在 1.5 年，国储糖相当于原糖，预计投放的都是经过二步法加工的成品白糖。结合上个榨季抛储经验，预计本榨季后期的储备糖投放也将分批进行，投放底价位于广西生产成本与上个榨季投放底价之间。由于本榨季产量增幅扩大，预计国储糖投放量将同比减少。同时，进口特别是走私糖数量也将影响国储投放的调控效果。也就是说，新榨季国储糖投放量受制于内外糖的价差。

表 2 2016/17 榨季国储糖投放明细

| 公告日 | 竞价日 | 计划数量 (万吨) | 底价 (元/吨) | 成交数量 (万吨) | 性质 |
|------------|------------|-----------|----------|-----------|------|
| 2016/10/19 | | 17 | 6000 | 17 | 广西地储 |
| 2016/10/27 | 2016/10/28 | 20 | 6000 | 20 | 国家储备 |
| 2016/11/8 | 2016/11/9 | 10.8 | 6000 | 10.8 | 国家储备 |
| 2016/12/28 | 2016/12/30 | 9.2 | 6000 | 9.2 | 国家储备 |
| 2017/1/22 | 2017/1/23 | 24.93 | 6000 | 24.93 | 国家储备 |
| 2017/9/7 | 2017/9/15 | 32.67 | 6400 | 9.05 | 广西地储 |
| 2017/9/13 | 2017/9/18 | 20 | 6500 | 16.61 | 国家储备 |
| 2017/9/13 | 2017/9/28 | 20.05 | 6500 | 17.38 | 国家储备 |
| 2017/9/22 | 2017/9/30 | 13.38 | 6400 | 10.9 | 广西地储 |
| 小计 | | 168.03 | | 135.87 | |

数据来源：广西糖网 Wind 资讯

（五）我国食糖供需平衡度预估

综上所述，2017/18 榨季我国食糖产消缺口延续，需要进口食糖或投放储备糖。在我国食糖消费平稳的前提下，国内糖价由供应端决定。从边际变量考虑，2018 年我国糖市供应来源有产量、配额内进口量、配额外进口量、走私糖与国储投放。由于我国食糖正规进口实行行业自律与自动许可管理，配额内外进口量取决于政策变化，市场已经按上限预计。走私糖受制于内外价差与打私力度，原糖期价或先抑后扬导致明年我国走私糖压力递减。而国储糖投放取决于供需缺口与政策意愿。由于本榨季产量增幅扩大，预计国储糖投放量将同比减少。

表 3 我国食糖供需变化情况

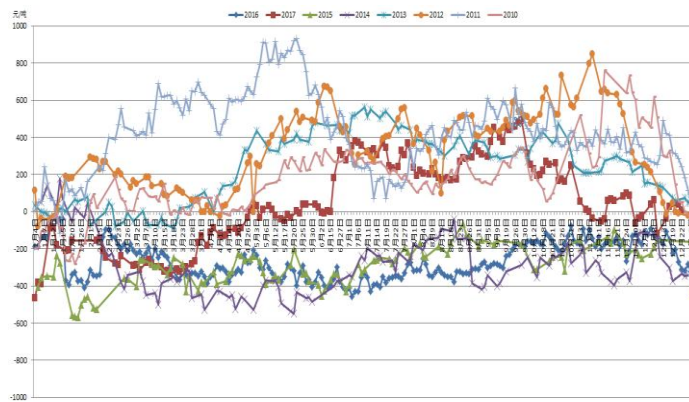
| 榨季(万吨) | 2008/09 | 2009/10 | 2010/11 | 2011/12 | 2012/13 | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18* |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 产量 | 1243 | 1074 | 1045 | 1152 | 1307 | 1332 | 1056 | 870 | 930 | 1050 |
| 进口 | 103 | 148 | 206 | 426 | 366 | 402 | 481 | 379 | 230 | 320 |
| 新增供给 | 1346 | 1221 | 1251 | 1577 | 1673 | 1734 | 1537 | 1249 | 1160 | 1370 |
| 消费 | 1343 | 1338 | 1305 | 1330 | 1390 | 1480 | 1500 | 1480 | 1450 | 1450 |
| 出口 | 7 | 9 | 7 | 5 | 5 | 5 | 6 | 10 | 8 | 8 |
| 新增消费 | 1350 | 1347 | 1312 | 1335 | 1395 | 1485 | 1506 | 1490 | 1458 | 1458 |
| 表观供应缺口 | -4 | -125 | -61 | 243 | 278 | 249 | 31 | -241 | -298 | -88 |
| 走私 | 0 | 0 | 10 | 80 | 30 | 30 | 80 | 300 | 230 | 210 |
| 放储 | 0 | 170 | 188 | 0 | 17 | 0 | 0 | 0 | 135 | 80 |
| 收储 | 80 | 0 | 0 | 150 | 180 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 结余变化 | -84 | 45 | 137 | 173 | 144 | 279 | 111 | 59 | 67 | 202 |

数据来源：中糖协简报 中国海关

三、2018 年我国糖市逻辑演绎

（一）基差

图 12 历年 1 月合约基差



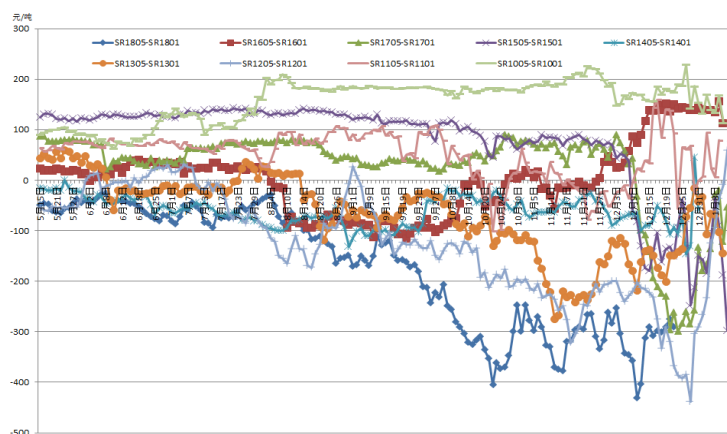
数据来源：Wind 资讯

2017 年白糖基差冲高回落。6 月中旬之前，走私糖冲击新糖消费，仓单创历史新高，现货价格跟随郑糖下滑。6 月中旬以来，糖厂挺价意愿强烈使得基差创下 2013 年以来新高，而且盘面出现了两次止跌回升。当然，6000 元/吨是广西的平均生产成本，对盘面支撑也较强。2018 年我国糖源结构延续，仓单与基差的走势或有异曲同工之妙。

（二）月间价差

在 17/18 榨季增产预期下，1-5 价差开始扩大。9 月中旬后，抛储预期落地，同时发现正规进口维持地量，非正规进口同比下降。1 月跌势减缓，1-5 重新扩大。在 9 月下旬，传闻主产区广西统一推迟到 12 月开榨，预期 11 月产区现货相对偏紧供应以及销区贸易商库存薄弱，1-5 加速扩大，在 10 月 25 日扩到历史次高位 405 元/吨。之后尽管郑商所提前提保以及新糖套保施压，1-5 价差区间震荡之后继续扩大至 431 元/吨，1-5 移仓同比相当缓慢。直到郑商所限制套保额度，1 月多头才主动离场，郑糖也大幅下挫。同时，1-5 月间价差的极值限制了 1 月合约的涨幅。

图 13 历年 5-1 月间价差

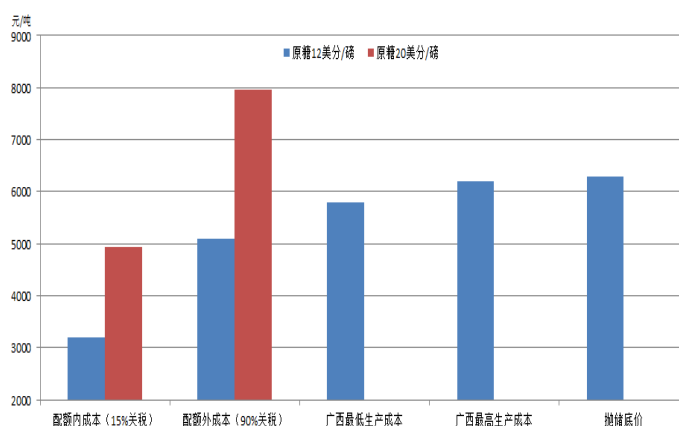


数据来源：Wind 资讯

2018 年，5-9 价差以及 9-1 价差的走势也值得关注。对于 5 月合约，将发挥承上启下的作用：不缺仓单糖也不缺库容，加上甜菜糖仓单可以滚动到 9 月合约上，逼仓故事难以展开。5 月合约先承担 SR1801 合约软逼仓的结果，再反映国产糖产销进度。而 9 月合约将是各类糖源竞争的最终战场，如食糖进口高峰期、国储集中投放以及甜菜糖仓单压力，因此，9 月合约波动将更剧烈。

（三）各类糖源的成本比较

图 13 各类糖源的成本



数据来源：中糖协简报 广西糖网

按甘蔗收购价 500 元/吨来计算，广西糖厂的生产成本在 5800-6200 元/吨，平均成本 6000 元/吨。假定汇率 1 美元=6.7 元/吨，当原糖在 12 美分/磅时，国内配内外进口成本分别是 3200 元/吨与 5100 元/吨；当原糖在 20 美分/磅时，国内配内外进口成本分别是 4930 元/吨与 7950 元/吨。由于国内在 2012/13 榨季收储后都只有抛储，国储糖需要重新加工。加上仓储费，国储糖的成本将是现有糖源中成本最高的，这也决定了抛储底价不能过低。

当然，由于我国的进口管控与走私严打，糖价不能简单地等同于各类糖源的绝对价格。2018 年，可以结合仓单、基差与价差走势，先分析出某段时间主导的糖源，再根据当时的供需情况判断糖价的涨跌及区间。

四、2018 年我国糖市中期矛盾

（一）主产区天气

在全球食糖进入增产周期的背景下，我国食糖终端随用随买、贸易商持观望为主，区域之间库存水平不一。本榨季广西主产区已经推迟半个月左右开榨，这也是 SR1801 合约软逼仓的主导力量。一旦主产区由于降雨、霜冻等天气问题影响压榨与食糖上市的进度，那么就会出现区域性食糖紧张。当然，如果昼夜温差大，

天气晴朗有利甘蔗收榨，那么一季度食糖供应将逐步增加。国产新糖上市的节奏在 1-5 价差上已经有所反映。

（二）国储糖投放

传闻有部委对 2017 年放储量不满意，并提议调低放储价格。国储糖投放节点可以参考现货价格。上个榨季四季度糖价涨至历史高位，国储糖拍卖陆续进行到 1 月底。虽然说三季度我国食糖工业库存逐渐下降，将是国储糖集中投放的时间段。但 2018 年春节推迟至 2 月 16 日，明年 1 月份处于食糖消费旺季备货期，主产区新糖还未大量上市，进口糖到港由于关税下降而推迟（明年 5 月 22 日后配额外进口关税由 95% 下降至 90%）。因此，春节前后也是国储糖投放比较好的时间点。国储糖投放将限制糖价的反弹高度。

（三）甜菜糖仓单的“短板效应”

与甘蔗糖比较，由于物理性质的差别，甜菜糖至少要贴水 50-100 元/吨。本榨季我国甜菜糖产量预计 100 万吨出头，生产成本仅 5000 元/吨左右。北方交割库 90-150 元/吨的升水标准，使得仓单中甜菜糖的比例扩大。由于我国食糖将近六成的产量来自广西，所以南宁食糖的价格是郑糖价格的基准。但由于“短板效应”的存在，郑糖价格也要反映甜菜糖的价值，从而阶段性地贴水广西糖价。

此外，SR1805 合约与 SR1809 合约处于同一个榨季，5 月合约起到承上启下的作用。郑商所规定本榨季白糖仓单到 2018 年 11 月要强制注销，即甜菜糖仓单最多滚动到 SR1809 合约。

五、策略建议

近几年，我国糖市产不足需，需要进口食糖与投放储备糖。进口（含走私）的不可或缺使得国内糖价大方向由原糖决定，而进口糖管控与国储糖的分批投放使得国内糖价“个性鲜明”。

在我国食糖消费平稳的前提下，国内糖价由供应端决定。从边际变量考虑，2018 年我国糖市供应来源有产量、配额内进口量、配额外进口量、走私糖与国储投放。受开榨延迟导致糖分增加，本榨季食糖产量或者增至 1050 万吨。由于我国食糖正规进口实行行业自律与自动许可管理，配额外进口量取决于政策变化，市场已经按上限预计。走私糖受制于内外价差与打私力度，由于全球糖市下榨季延续供应过剩，但过剩量缩窄，原糖期价或先抑后扬，从而明年我国走私糖压力递减。而国储糖投放取决于供需缺口与政策意愿。由于本榨季产量增幅扩大，预计国储糖投放量将同比减少。因此，上有市场压力，下有政策底线，明年我国糖市大概率呈现区间震荡走势，可高抛低吸。

一方面，明年一季度，是走私糖源最充裕的时期，也是国储糖出库比较好的时间段。另一方面，正规进口量市场已经按上限预计，而且关税下调导致正规进口延后。一季度单边可寻找低点伺机买入。价差方面，5 月与 9 月合约处于同一个榨季，对于 5 月合约，将发挥承上启下的作用：不缺仓单糖也不缺库存，加上甜菜糖仓单可以滚动到 9 月合约上，逼仓故事难以展开。5 月合约先承担 SR1801 合约软逼仓的结果，再反映国产糖产销进度。而 9 月合约将是各类糖源竞争的最终战场，如食糖进口高峰期、国储集中投放以及甜菜糖仓单压力，因此，预计 5 月合约走势将强于 9 月，可布局 5-9 正套。

六、风险提示

宏观风险：美联储加息，全球经济存有不稳定性。

政策风险：我国食糖进口失控，走私猖獗等。

天气风险：拉尼娜等异常天气对主产区甘蔗生长的影响。

作者简介

王阳，经济学硕士，国海良时期货研究所分析师，期货从业资格证号 F0282543，期货投资咨询资格证号 Z0003069。主攻软商品板块，熟悉产业发展的状况和趋势，通过实地考察并结合数据终端，建立适合品种研究的数据库。基于模拟交易提出的策略，具有较高的胜率。