

2017 年报系列（白糖篇之国外部分）——糖价先扬后抑，国内抛储去库存

2017-01-12 韩旭 张欣萌 中粮期货研究中心

报告要点：

国际方面，2016/17 榨季国际市场连续第二年出现供需缺口，虽然短期受到基金大幅减仓的影响糖价连续回落，但减产影响仍然存在、牛市基础尚未动摇。2017 年一季度，北半球产量将逐渐明朗，天气问题以及减产榨季越榨越少的炒作或将为盘面带来提振。但从二季度开始，巴西中南部将逐渐步入榨季高峰期，全球供应进入季节性高位，加之 2017/18 榨季北半球种植意向届时将基本确定，若新榨季全球增产预期增强、国际平衡表再次转入供需盈余，糖价或将高位回落，全球糖市将步入牛转熊的过渡阶段。

第二部分 国际市场展望

一、国际糖价走势回顾

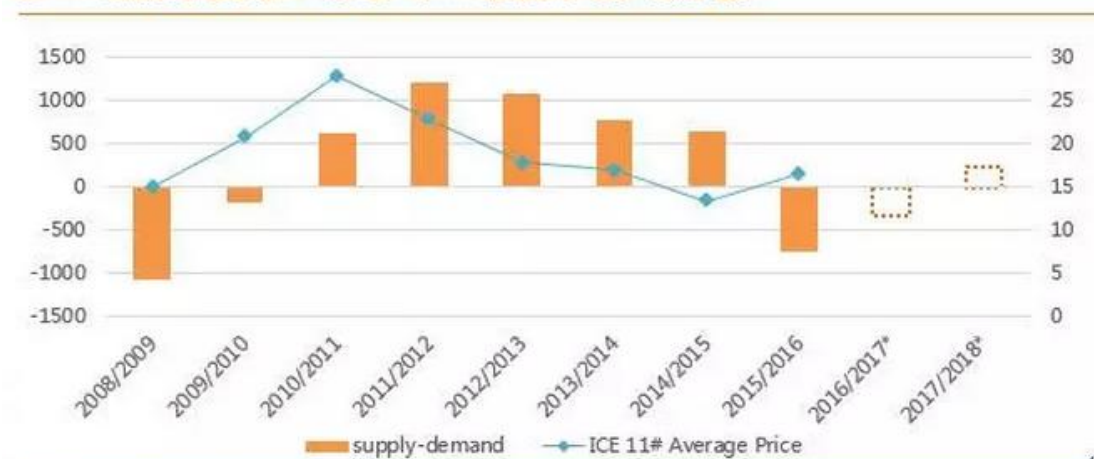
2015/16 榨季全球糖市在经历了连续五年的供需盈余后进入减产周期。印度、泰国等北半球主产国由于受到厄尔尼诺现象带来的干旱影响，糖产量大幅下滑。虽然巴西中南部糖产量同比增加，但依然不能弥补全球性减产带来的损失，2015/16 榨季供需缺口达到 690 万吨。进入 2016/17 榨季，全球减产的步伐尚未停止，厄尔尼诺带来的影响持续发酵，印度、泰国等北半球国家预计继续减产，虽然欧盟、俄罗斯等甜菜糖主产区产量有所恢复，但依然不能改变全球产不足销的局面，市场再迎供需缺口，但缺口幅度较 2015/16 榨季有所缩窄至 522 万吨。

从价格来看，2016 年国际糖价走势可分为两个阶段。第一阶段是 2016 年 9 月 29 日 ICE 原糖创四年新高达到 24.10 美分/磅之前。在全球糖市连续两个榨季去库存的基本面内在支撑以及基金大举做多的外在推动下，国际糖价一路走高，ICE 原糖主力合约从年初最低 12.50 美分/磅(1603, 2 月 19 日)最高上涨至 24.10 美分/磅，涨幅达 92.8%。与此同时，管理基金净多持仓也在不断增加，创下历史新高。

第二阶段是 9 月 30 日至今，在多头基金获利了结，大幅平仓的影响下国际糖价持续回落。CFTC 数据显示，2016 年 9 月 27 日至 12 月 20 日，管理基金净多持仓从 286248 手减少至 146709 手，减幅达 51%，在此期间 ICE 原糖主力合约价格下跌了 22%。基金的离场一方面是由于担忧中国上调进口关税，进口需求大幅缩减；另一方面是由于市场普遍预计 2017/18 榨季全球糖市将重回供需盈余，长期供给压力增大。

整体而言，2016 年国际糖价在全球市场连续去库存的提振下走出了牛市行情，虽然四季度糖价大幅回调，但整体牛市格局尚未改变。

图 2.1: 全球供需盈余/缺口 (万吨) 与 ICE 原糖榨季均价 (美分/磅)



数据来源: USDA 中糖期货。

图 2.2: 管理基金持仓 (张) 与 ICE 糖价走势 (美分/磅) 对比



数据来源: CFTC 中糖期货。

中糖期货研究中心

二、各主产国供需分析

1、巴西

巴西作为全球第一大产糖国与出口国，其榨季出口量占全球总出口量的半壁江山。巴西中南部作为其主产区占巴西全国总产量近 90%，其糖产量对全球糖市供需格局的影响举足轻重。

2015/16 榨季（4 月/3 月），巴西中南部受到厄尔尼诺现象带来的非季节性降雨的影响，糖厂压榨进度缓慢，榨季糖产量仅为 3212.8 万吨，同比下降 2.48%。但这为 2016/17 榨季带来了更加充足的甘蔗供应量，因 2015/16 榨季未压榨甘蔗量高达 4000 万吨。

2016 年初，市场普遍预计 2016/17 榨季巴西中南部甘蔗压榨量将创历史新高达到 6.4-6.5 亿吨，糖产量大幅增长至 3600 万吨以上。但随着压榨的进行，由于巴西中南部甘蔗翻种率创十年新低至 13%，并且低于 15-18% 的正常翻种比例，加之开榨以来天气较为干燥，甘蔗单产大幅下滑，市场纷纷调减甘蔗入榨量预估值至 6 亿吨左右。然而制糖用蔗比高于市场预期，预估值由榨季初的 45% 上调至目前的 46.5% 左右，主要由于糖价大幅上涨，生产收益远高于乙醇。糖产量因此小幅下调至 3560 万吨，同比增长 11%。

目前 2016/17 榨季渐入尾声，市场关注焦点已转向 2017/18 榨季。展望下榨季，由于甘蔗翻种率依然维持低位，甘蔗单产或仍将处于较低水平，加之 2016/17 榨季未压榨甘蔗量较少，预计 2017/18 榨季甘蔗入榨量下滑至 5.8 亿吨。并且若拉尼娜现象导致巴西中南部持续干旱，甘蔗单产，甘蔗可供应量或将进一步减少。

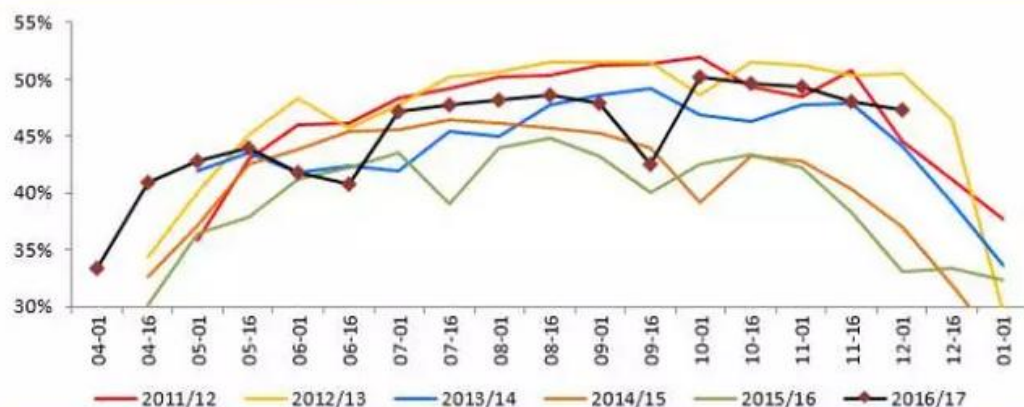
制糖用蔗比为最大变数，每年新旧榨季交替之际市场都会对该指标进行炒作，是糖价走势主要因素之一。对于 2017/18 榨季，市场普遍预计仍将延续 2016/17 榨季强势劲头，达到 46.7%，榨季糖产量为 3470 万吨，同比减少 90 万吨。制糖用蔗比的影响因素错综复杂，榨季进行中这些因素的变化都会左右糖厂甘蔗制糖或制乙醇的比例调整。下面，我们将罗列部分主要影响因素，并逐一分析对 2017/18 榨季制糖用蔗比走势的影响：

Ø 新建制糖产能。由于糖价持续上涨，据了解巴西中南部增加了制糖产能，这为制糖用蔗比进一步增长打开空间。

Ø 汽油调价。12 月 7 日，巴西国家石油宣布将汽油出厂价上调 8.1%。由于含水乙醇与汽油存在替代关系，汽油价格上涨势必将利好含水乙醇消费，进而刺激含水乙醇价格上涨，提高糖厂生产乙醇的意愿。

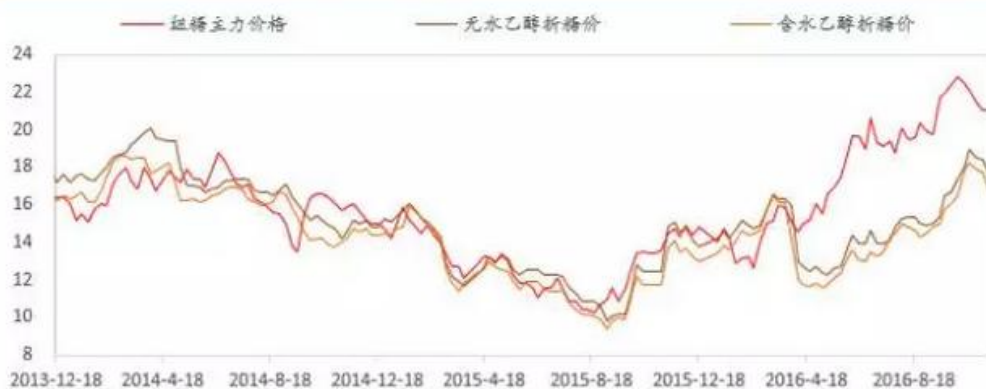
Ø 雷亚尔走势。12 月 15 日美元加息终于落地，会上透露的 2017 年三次加息预期令美元继续走强，而雷亚尔或将承压贬值。因食糖大部分用于出口，而乙醇大部分用于内销，因此汇率的贬值将提高糖厂生产食糖的意愿。

图 2.3：近 5 个榨季双周制糖比走势



数据来源：中粮期货

图 2.4：巴西乙醇折糖价与国际糖价走势（美分/磅）



数据来源：中粮期货

2、印度

印度作为全球第一大消费国以及第二大生产国，国内需求已消化了大部分产量。由于国内糖产量波动较为剧烈，印度曾多次在净出口国与净进口国的角色中来回转换，也造成了国际糖价的大幅波动。

2015/16 榨季，印度由于受到连续两年的干旱影响，种植面积以及甘蔗单产均大幅下滑，糖产量大幅减少 320 万吨至 2510 万吨。其中，第一大主产邦——马邦为主要减产地区，糖产量由 2014/15 榨季的 1070 万吨大幅下滑至 850 万吨。虽然国内产量大幅下滑，但由于期初库存量高达 908 万吨，榨季总供给远大于 2500 万吨的消费量，给出口留出了空间。同时，印度政府为了鼓励出口于 2015 年 12 月确定对 2015/16 榨季甘蔗实施 45 卢比/吨补贴，并强制要求出口 320 万

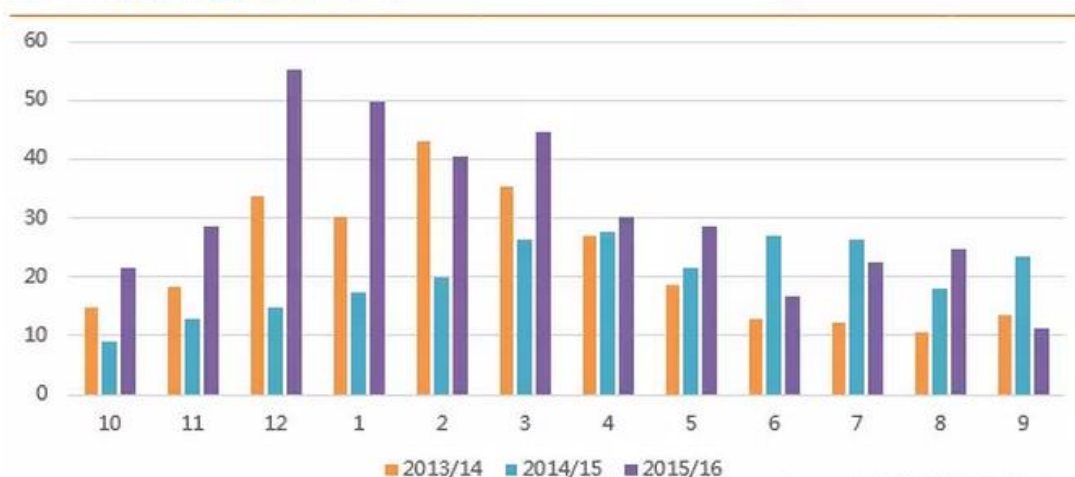
吨，刺激了印度出口量大幅增长，同时中国的走私需求也提振了印度出口。但由于市场不断下调 2015/16 榨季产量预估，并且预计 2016/17 榨季将继续减产，印度国内糖价不断上涨，政府为了稳定糖价，保护库存，于 2016 年 5 月取消了甘蔗补贴，并于次月开始征收 20% 出口关税，印度低品质白糖至中国的走私利润大幅缩减，出口量出现大幅萎缩。数据显示，2015 年 10 月至 2016 年 5 月，印度累计出口食糖 248.79 万吨，同比增长了整整一倍，其中出口至缅甸 123.56 万吨，占比达 49.66%，基本为出口至中国的走私糖；2016 年 6 月至 9 月，印度累计出口食糖 75.32 万吨，同比下降 20.37%，其中出口至缅甸 19.01 万吨，占比仅为 25%。

目前印度已逐渐进入 2016/17 榨季生产高峰期，主产区马邦和卡特拉卡邦由于受到干旱影响，甘蔗面积继续大幅下滑，预计榨季糖产量分别减少 280 万吨和 110 万吨至 570 万吨和 310 万吨。但北方邦由于灌溉系统覆盖率高，加之引进了高产蔗种，糖产量预计增加 110 万吨至 800 万吨，取代马邦成为印度第一大主产区。整体而言，印度 2016/17 榨季仍将继续减产，目前市场普遍预计糖产量将由 2015/16 榨季的 2510 万吨减少至 2250 万吨左右。

消费方面，近几年印度食糖消费量保持 1-2% 的稳定增长。11 月初，ISMA 预计印度 2016/17 榨季食糖消费量为 2550 万吨，同比增长 1.02%。但 12 月 8 日，印度政府突然宣布废除 500 卢比和 1000 卢比面值的纸币，同时新版货币供应不足，导致市场上现金流动性紧张，预计将影响饮料、糖果等含糖食品的消费。12 月 16 日，ISMA 将榨季消费量调减至 2450-2500 万吨。

市场关注点现都聚焦于 2016/17 榨季印度是否会增加进口来补充国内库存。据 ISMA 称，2015/16 榨季末结转库存为 770 万吨。按糖产量 2250 万吨、消费量 2500 万吨计算，2016/17 榨季末结转库存为 520 万吨，可满足 2.5 个月的消费量。考虑到 2017/18 榨季印度产量或将大幅恢复至 2600-2800 万吨，糖厂提前开榨，榨季末库存达到两个月的消费量即可成功过渡，只是短期供应较为紧张。但若产量进一步下滑或者货币供应问题对消费的影响小于预期，导致榨季末库存不足两个月销量，国内糖价过高，印度政府或降低甚至取消进口关税，通过进口来弥补国内供给。

图 2.5: 印度食糖月度出口量 (万吨)



数据源: 中粮期货

中粮期货研究中心

3、泰国

2015/16 榨季，泰国由于连续遭受两年干旱侵袭，甘蔗单产大幅下滑，甘蔗入榨量同比下降 11.24% 至 9405 万吨，糖产量同比下降 12.50% 至 980 万吨。进入 2016/17 榨季，预计干旱的影响还将令甘蔗单产小幅下滑，甘蔗收榨量继续小幅下滑 2% 至 9200 万吨，糖产量同样同比下降 2% 至 960 万吨。展望 2017/18 榨季，由于目前泰国降雨良好，利好 2017/18 榨季甘蔗的种植与生长，市场普遍预计糖产量可恢复至 1100 万吨以上的水平。

出口方面，2015/16 榨季泰国原糖出口表现抢眼，榨季总出口量同比增长 16.02% 至 390 万吨，泰国高品质原糖现货持续升水盘面，全年最高升水盘面 1.44 美分/磅。主要驱动因素来自印尼的强劲需求。因印尼国内减产，2016 年全年进口量达到 470 万吨，2015 年仅为 310 万吨。同时，受东盟自贸协议保护，泰国出口印尼享受 5% 优惠关税，而其他国家对为 42 美元/吨的固定关税，这令印尼需求的大部分增量都来自泰国，2015/16 榨季泰国出口至印尼 270 万吨，同比增加 158 万吨。对于 2016/17 榨季，预计印尼进口需求维持 2016 年水平，持续利好泰国原糖出口。

对于白糖来说，泰国是除印度之外，中国走私糖的另一主要来源国。2015/16 榨季泰国向缅甸、越南、老挝三国总计出口白糖 117.9 万吨。对于 2016/17 榨季，由于印度国内减产，可供出口量大幅减少，同时 20% 的出口关税令印度低品质白糖走私成本远高于泰国和巴西，或令泰国白糖的需求增加。

图 2.6：泰国 2015/16 榨季原、白糖月度出口（万吨）⁴



4、欧盟

作为全球第三大食糖主产地，欧盟以甜菜糖生产为主。2015/16 榨季，受到国际糖价连续几年不断下降，种植收益大幅下滑的影响，种植面积同比下降了 13%，而且干旱令单产降低，因此榨季糖产量同比下降 19%至 1512.2 万吨。

目前市场关注点都聚焦于 2017/18 榨季欧盟取消配额后产量变化情况。法国与英国作为两大主要增产国，预计糖产量将分别增加 80 万吨和 39 万吨至 553 万吨和 136 万吨。增产的主要原因是高糖价刺激种植面积大幅增长。欧盟 2017/18 榨季糖产量预计将达到 1832 万吨，同比增长 10%。对于欧盟是否会大量出口的问题，按目前的产量计算预计欧盟仍是净进口地区，但进口量大幅减少 150 万吨左右。不过最终的进出口量情况还要有最终糖产量以及欧盟与国际糖价的关系决定。

三、国际市场展望

2016/17 榨季国际市场连续第二年出现供需缺口，虽然短期受到基金大幅减仓的影响糖价连续回落，但减产影响仍然存在、牛市基础尚未动摇。2017 年一季度，北半球产量将逐渐明朗，天气问题以及减产榨季越榨越少的炒作或将为盘

面带来提振。由于前期干旱，印度产量或将低于市场预期，由此带来的进口预期将对国际糖价形成利好支撑。同时，一季度正处于巴西中南部新旧榨季交替之际，巴西新榨季估产预期及制糖用蔗比的变化将成为影响价格的关键因素。但从二季度开始，巴西中南部将逐渐步入榨季高峰期，全球供应进入季节性高位，加之2017/18榨季北半球种植意向届时将基本确定，若新榨季全球增产预期增强、国际平衡表再次转入供需盈余，糖价或将高位回落，全球糖市将步入牛转熊的过渡阶段。在此过程中美联储加息预期下全球资金回流美国，将导致巴西在内的新兴市场国家货币大幅贬值，雷亚尔贬值将令巴西出口预期增强导致国际糖价承压下挫。因此国际糖市在宏观风险飙升与供需压力相互叠加的影响之下，下半年的下行风险将会加大。