

减产叠加进口管控 郑糖延续牛市波动

白糖

内容提要:

- ◆ 国内供需方面，2015 年国内糖料种植面积预计在 2050 万亩左右，2015/2016 榨季国内食糖产量料将连续第二年下滑，预计食糖产量在 965 万吨左右，较上一榨季减少 90 万吨；2015/16 榨季我国食糖配额外进口仍将实行行业自律及自动进口许可登记政策，预计进口量与 2014/15 榨季持平；但 2016 年整体食品制造业增速仍将继续放缓，下游消费限制国内糖价反弹高度。
- ◆ 国际供需方面，巴西与印度减产，2015/16 年度全球糖市从供应过剩转向短缺，美国农业部预计供应短缺量为 142.6 万吨，2016 年国际原糖价格重心上移，但印度政府拟出口 400 万吨食糖，将对国际原糖价格造成极大的压力。
- ◆ 广西上调甘蔗联动收购价至 440 元/吨对应 5100 元/吨平均糖价，生产总成本抬升至 5000-5200 元/吨区间；2014/15 榨季以来，我国食糖生产进入减产周期，糖价的季节性反弹行情更可期；但值得关注的是，淀粉糖对白糖的替代作用制约糖价反弹。
- ◆ 综合分析，2016 年郑糖仍将延续牛市波动，郑糖指数主体波动区间为 5000-6400 元/吨。预计上半年，春节消费旺季结束，期价或有季节性回调；下半年夏季至中秋国庆双节消费及春季消费提前备货将助推糖价继续走强。在牛市周期中，季节性反弹行情更可期，投资者逢调整低位做多思路为主。



张伟伟

软商品分析师

从业资格证：F0269806

投资咨询证：Z0002792

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

zhangweiwei@neweraqh.com.cn

中国矿业大学理学硕士，郑商所高级分析师，主要负责天胶、白糖、两板及麦稻等品种的分析研究工作，精通产业链，善于结合基本面与技术面把握商品运行趋势和节奏。

关键词：减产周期 进口管控 需求增速放缓 淀粉糖替代 成本上移

第一部分 供求形势分析

一、减产叠加进口管控支撑国内糖价温和反弹

(一) 2015/2016 榨季我国食糖产量继续下降

在 9 月份结束的 2014/2015 榨季，我国糖料种植和食糖生产严重滑坡。全国糖料种植面积 2369 万亩，同比减少 301.9 万亩，减幅 11.3%；食糖产量 1055.6 万吨，同比减少 276.2 万吨，减幅 10.7%，是新世纪以来减幅最大的一年。据我国食糖生产周期性规律，2015/16 榨季我国糖料种植和食糖生产减产形势将更为严峻，产需缺口继续扩大。

根据中国糖业协会报道，2015/16 年制糖期北方甜菜糖厂已全部开机生产，南方甘蔗糖厂也相继开机生产。截至 11 月底，全国正在开工生产的糖厂有 54 家，与上制糖期持平。本制糖期全国已累计产糖 54.31 万吨（上制糖期同期产糖 49.4 万吨），其中产甘蔗糖 4.34 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 6.78 万吨）；产甜菜糖 49.97 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 42.62 万吨）。12 月初，广西持续

表 1. 月度产销进度表（单位：万吨、%）

省 区	预计产糖量	截至 2015 年 11 月底累计			备注
		产糖量	销糖量	销糖率	
全国合计	965	54.31	11.75	21.64%	
甘蔗糖小计	887	4.34	0.94	21.66%	
广 东	75	0	0	0.00%	
其中：湛江	65	0	0	0.00%	已开榨 1 家
广 西	580	4.3	0.9	20.93%	已开榨 26 家
云 南	208	0	0	0.00%	
海 南	15	0	0	0.00%	
福 建	暂无	0	0	0.00%	
四 川	暂无	0	0	0.00%	
湖 南	暂无	0	0	0.00%	
其 他	暂无	0.04	0.04	100%	已开榨 1 家
甜菜糖小计	78	49.97	10.81	21.63%	全部开榨
黑龙江	1.1	1.1	0.06	5.45%	全部开榨
新 疆	43	29.3	4.36	14.88%	全部开榨
内 蒙 古	25	14.1	4.50	31.91%	全部开榨
河 北	暂无	3.87	1.33	34.37%	全部开榨
其 他	暂无	1.6	0.56	35.00%	全部开榨

资料来源：中国糖业协会 新纪元期货研究

降雨导致糖厂进蔗困难，部分糖厂推迟开榨，截止 12 月 10 日，广西仅有 44 家糖厂开榨，同比减少 14 家。另据了解，云南本榨季生产自 12 月 12 日开始，同比推迟 12 天；由于甘蔗量减少，计划糖厂开榨总数为 68 家，较上一榨季减少 4 家。湛江计划开榨的糖厂数量为 21 家，与去年持平。

销售情况，截至 2015 年 11 月底，本制糖期全国累计销售食糖 11.75 万吨，（上制糖期同期销售食糖 13.21 万吨）累计销糖率 21.64%（上制糖期同期销糖率 26.74%）。其中，销售甘蔗糖 0.94 万吨（上制糖期同期 6.1 万吨），销糖率 21.66%（上制糖期同期 89.97%），销售甜菜糖 10.81 万吨（上制糖期同期 7.11 万吨），销糖率 21.63%（上制糖期同期 16.68%）。

综合各地方糖协报送的数据及主产区甘蔗实际生长情况，2015 年主产区糖料播种情况及 2015/16 年制糖期产量预计如下：

表 2. 2015/16 年制糖期主产省产量预计汇总（单位：万亩、万吨）

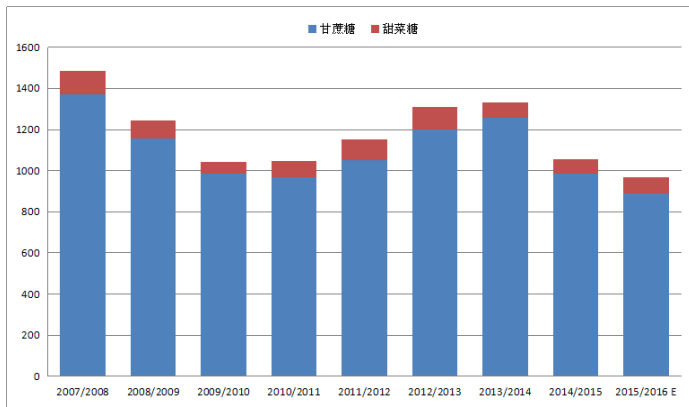
省区	2015 年糖料播种面积	2015/16 榨季预计产糖量	预计亩产
全国合计	2050 (-319)	965 (-90)	0.47
广东	176 (-24)	75 (-4.8)	0.42
广西	1200 (-150)	580 (-59)	0.48
云南	448.7 (-87.9)	208 (-21.56)	0.46
海南	45.42 (-29.92)	15 (-13)	0.33
黑龙江	5 (-10)	1.1 (-2)	0.22
新疆	92 (-4)	43 (-1.6)	0.47
内蒙古	68 (+26)	25 (+7.2)	0.36

资料来源：中国糖业协会 新纪元期货研究

由于糖料蔗收购价连续下调、农民种蔗收益减少，造成农民改种意愿强烈，糖料种植面积将进一步缩减。据估计，2015 年国内糖料种植面积 2050 万亩左右，同比缩减约 319 万亩。虽然广西大幅上调 2015/2016 年榨季普通糖料蔗收购首付价至 440 元/吨，但是由于多地已进入糖料收割、糖厂开榨阶段，因此其对食糖产量的促进作用将更多地体现在 2016/2017 榨季。

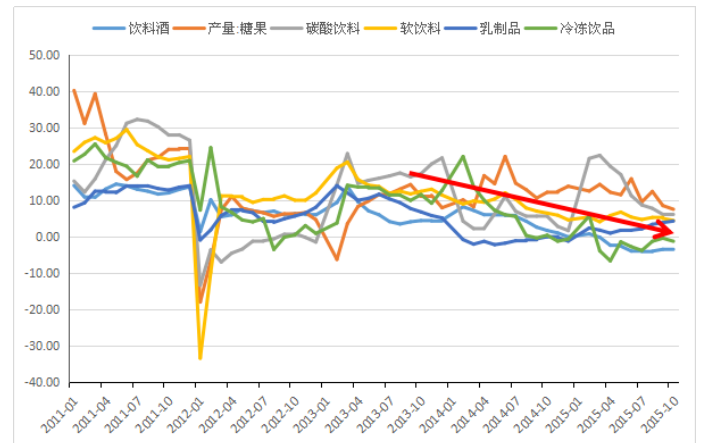
2015/2016 榨季国内食糖产量料将连续第二年下滑，我们预计食糖产量在 965 万吨左右，较上一榨季减少 90 万吨。

图 1. 市场年度糖产量统计（单位：万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 工业用糖需求增速下滑（单位：%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

（二）下游需求增速放缓限制国内糖价反弹高度

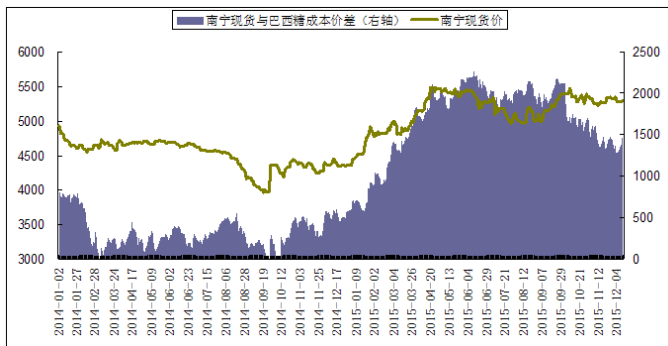
作为白糖的主要需求方，食品制造行业的发展对食糖的价格有重要影响。分行业来看，软饮料行业对白糖需求最高，占比接近 70%；其次分别碳酸饮料、糖果、乳制品等。2013 年下半年以来，受整个经济增速放缓影响，加上限制“三公”消费，食糖下游消费增速明显放缓。国家统计局数据显示，2015 年 1-10 月，软饮料累计产量同比增长 4.46%，去年同期为 6.46%；碳酸饮料累计产量同比增长 5.82%，去年同期为 5.56%；糖果累计产量同比增长 7.52%，去年同期为 12.19%；而饮料酒和冰冻饮品累计产量出现下滑，分别同比下滑 3.44%与 1.28%；不过乳制品累计产量同比增长 4.27%，去年同期为-0.04%。随着生活水平的提高，社会对健康饮品的需求增加，2016 年软饮料与乳制品有望延续较快上涨格局；而碳酸饮料与糖果增速将继续放缓。

综合而言，2016 年整体食品制造业增速仍将继续放缓，下游消费限制国内糖价反弹高度。

（三）2016 年我国继续实行进口管制政策

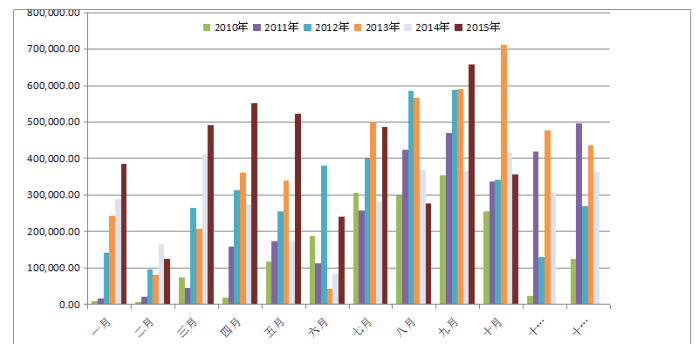
2015 年前三季度，国际原糖价格持续下跌，导致进口糖成本严重缩水，与国内糖价差不断拉大，食糖进口数量大幅增加。面对该现象，相关部门发布了行业自律，同时继续执行进口糖管控政策，对配额外食糖实行进口许可管理制度，保护了国内糖价的正常运行。根据行业传闻，2015 年配额外进口食糖规模与 2014 年规模相当，即整年度配额外进口量控制在 190 万吨，全年进口控制在 380 万吨之内。海关数据显示，1-10 月，中国累计进口糖 409.36 万吨，同比增加 45.15%；2014/15 榨季白糖进口量 481.59 万吨，比上一个榨季增加了约 80 万吨。考虑到行业自律对进口的限制，预计有大量进口糖在保税库未清关，占用的将是明年的指标。

图 3. 巴西成本糖与国内糖对比（单位：元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 4. 近 6 年来我国白糖月度进口量（单位：万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

10 月上旬，商务部公布 2016 年食糖进口关税配额，维持在 194.5 万吨。中糖协秘书长闫卫民在 11 月初桂林召开的糖会上表示，2015/16 榨季配额外进口仍将实行行业自律及自动进口许可登记政策，预计进口量与 2014/15 榨季持平；同时国家和地方政府仍将采取高压政策打击非法走私糖。

综合而言，减产与进口管控将继续支撑 2016 年国内食糖价格温和反弹，但需求增速放缓限制糖价反弹高度。

二、2015/16 年度全球糖市从供应过剩转向短缺

近期各机构纷纷上调 2015/16 年度全球糖市供需缺口量，糖市连续五年的供应过剩格局将终结。国际糖业组织（ISO）11 月初在季度报告中，将全球 2015/16 年度糖短缺预估由此前的 250 万吨上调至 350 万吨，2016/17 年度全球糖市供应短缺或扩大至 600 万吨。数据提供商 PlattsKingsman 11 月下旬在一份报告中，下修印度、巴西中南部及美国的产量，预计 2016/17 年度（10 月/9 月）全球糖市供应将短缺 640 万吨，高于 2015/16 年度的 330 万吨。摩根士丹利预计，明年 ICE 原糖期货均价为每磅 17.30 美分，远高于当前的 15.40 美分左右。

分国家来看：

1、巴西

巴西：巴西是全球最大食糖生产国和出口国，第四大消费国；其中中南部地区糖产量占巴西全国糖产量 9 成。巴西甘蔗行业协会（Unica）公布数据显示，受降雨影响，巴西中南部 11 月下半月糖产量降至 70.4 万吨，上半月为 120 万吨；4-11 月糖产量为 2942 万吨，较去年同期减少 6.4%。截止 11 月底，巴西中南部甘蔗压榨总量达到 5.63 亿吨，高于去年同期的 5.542 亿吨，但市场预计本榨季甘蔗

压榨量约为6亿吨。此外，降雨导致甘蔗含糖量下滑，因此 Unica 预计在榨季尾声糖厂更倾向于生产乙醇。4-10月乙醇产量增加1.8%至237亿公升。

美国农业部预计2015/16榨季巴西糖产量料将继续下滑，预估为3580万吨，较上一年度减少95万吨。国内消费方面，基本保持稳定1120万吨左右；出口额度预计2375万吨，与上一年度基本持平。

2、印度

印度：印度是全球第一大食糖消费国、第二大产糖国、第五大食糖出口国。因厄尔尼诺导致印度天气干旱，美国农业部下调印度2015/16年度糖产量52万吨，至2853万吨，较上年减少170万吨。同时预计，印度2015/16年度糖出口将增加30万吨，至250万吨，但该数字仍低于印度政府预计的400万吨。

为了安抚国内蔗农，并扶助糖企在全球供应过剩的环境下重整旗鼓，印度政府近日宣布将直接向蔗农每吨补贴45卢比（0.68美元），加工厂则承担其余近98%的成本。印度政府为糖厂出口食糖按吨提供补贴，同时他们也给糖厂下最后通牒，糖厂在2016年9月底前必须达到出口400万吨的目标。如若印度真的向全球市场流出400万吨食糖，市场人士预计或将导致全球糖价下滑15%。

3、泰国

泰国：泰国是全球第四大食糖生产国和第二大食糖出口国。美国农业部下调本榨季泰国食糖产量预估至1080万吨，因更多的甘蔗用来生产乙醇，且本榨季甘蔗平均单产或低于此前预估。贸易方面，受益于东南亚国家联盟（ASEAN）的5%原糖进口关税，2014年关税为10%，泰国原糖或挤占巴西供应在东南亚的市场氛围，泰国本榨季出口量预计达到创纪录的880万吨，并且造成本国库存缩减至500万吨下方。消费需求方面，由于快速增长的工业需求带动，预计整体消费将继续保持高位。

4、欧盟

欧盟：欧盟食糖产量全球排名第三，消费量排名全球第二，进口量排名全球第三。因之前遭遇异常炎热干燥的夏季，法国甜菜产量预计将锐减；德国甜菜面积也大幅缩减，预计本榨季欧盟甜菜糖产量将大幅下滑。欧盟委员会在秋季的预估报告中曾预计欧盟2015年白糖产量为1530万吨，低于去年创纪录的1940万吨。美国农业部预计的产量在1610万吨左右，较上一年度减产65万吨；消费持续上升，进口量预计增长20万吨达到280万吨；出口方面继续保持150万吨的世贸组织出口限额。

5、其他

澳大利亚：本榨季种植面积和单产双双增加，食糖预期增产30万吨500万吨。国内需求基本保持稳定，出口量预计提高2.5个百分点至365万吨，创8年新高。

俄罗斯：由于国内糖价具有吸引力，播种面积扩大，以及天气条件利好，预计俄罗斯15/16年食糖产量将达470万吨。但还是难以弥补国内需求，进口量仍将维持在110万吨左右。

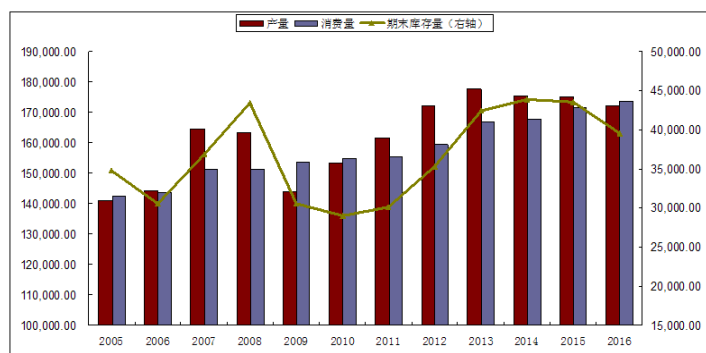
美国：甘蔗单产改善，本榨季产量预计上调至799万吨，较上榨季增产15万吨。需求稳中略有下滑，进口量下降至308万吨。

表 3. 2015/16 榨季全球主要产糖国家白糖供需平衡表（单位：千吨）

	中国	印度	泰国	澳大利亚	俄罗斯	欧盟	美国	巴西	世界总量
期初库存	7287	9947	5544	140	100	2106	1603	850	43558
产量	10580	28530	10800	5000	4700	16100	7992	35000	172146
进口量	5500	900	0	90	1150	2800	3083	0	52161
出口量	45	2500	8800	3650	10	1500	181	23750	54695
总供应量	23367	39377	16344	5230	5950	21006	12678	35850	267865
总消费量	17500	28000	2600	1200	5800	18800	10814	11150	173572
期末库存	5822	8877	4944	380	140	706	1683	950	39598

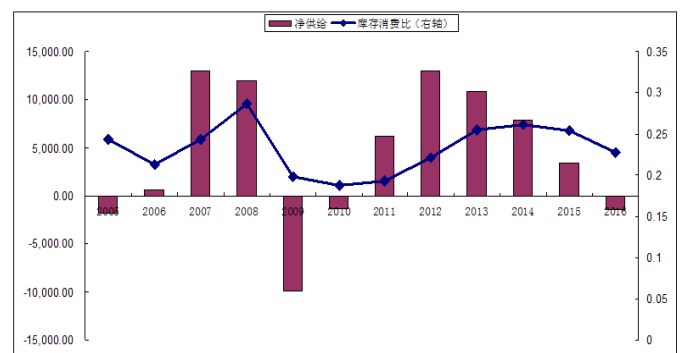
资料来源：USDA 新纪元期货研究

图 5. 全球食糖供需平衡图（单位：千吨）



资料来源：USDA 新纪元期货研究

图 6. 净供给与库存消费比例统计（单位：千吨）



资料来源：USDA 新纪元期货研究

美国农业部（USDA）最新供需报告预计，2015/16 年度全球食糖产量为 1721.46 万吨，较上年度减产 2%；全球食糖总消费量为 1735.72 万吨，较上年度增加 1%；供应短缺量为 142.6 万吨。全球食糖期末库存水平将下滑至 3959.8 万吨，库存消费比下滑至 23%。

全球糖市供应收紧，2016 年国际原糖价格重心将上移，但印度出口加大国际糖价上行压力。

第二部分 影响国内糖市的其他因素

一、生产成本上调

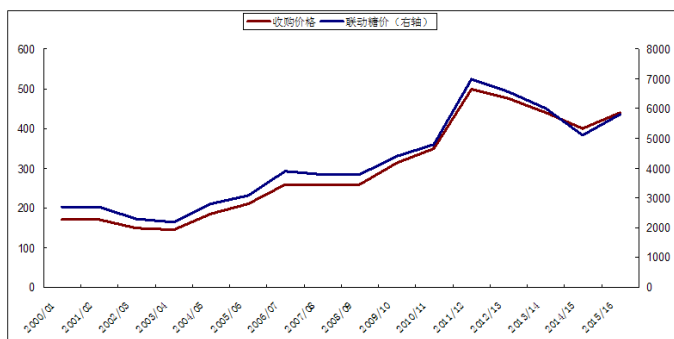
自1999/2000榨季开始，广西启动甘蔗联动收购价格措施。据广西区物价局最新公布的2015/16榨季糖料蔗收购价格继续采取蔗糖价格挂钩联动、二次结算的管理方式，维持蔗糖价格挂钩联动水平。每吨普通糖料蔗收购价格440元与每吨一级白砂糖平均含税销售价格5800元挂钩联动，挂钩联动价系数维持6%。

计算甘蔗生产成本，需要考虑吨蔗收购成本、销售费用、附加税费、管理费用、财务费用及相应增值税等。根据行业内统计，甘蔗成本占到国产糖厂制糖总成本的71%左右。采样2000年以来近16个榨季的混合出糖率，可以总结出混合出糖率和增减产周期呈现明显的正相关性，但部分阶段与增减产周期出现提前或错后，2012/13榨季出糖率已经步入下降周期，预计2015/16榨季混合出糖率将维持在统计区间均值12.1%附近，以此均值计算，吨糖消耗甘蔗8.26吨。并与近15榨季平均出糖率12.17%，吨糖消耗甘蔗8.22吨进行比较计算。

由于甜菜糖所占国内食糖供应的比例较小，价格不具备普遍代表性，在此不再单独计算。

综合考虑各主产区甘蔗收购价格、出糖率及生产销售环节成本的差异，本榨季主产区蔗糖生产总成本区间为5000-5200元/吨。

图 7. 2000/01 榨季以来广西甘蔗联动收购价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

表 4. 食糖成本估算（单位：元/吨）

	生产成本估算
以 15/16 榨季预估出糖率值计算	5118.87
以平均出糖率计算	5094.08
均值	5106.48

资料来源：新纪元期货研究

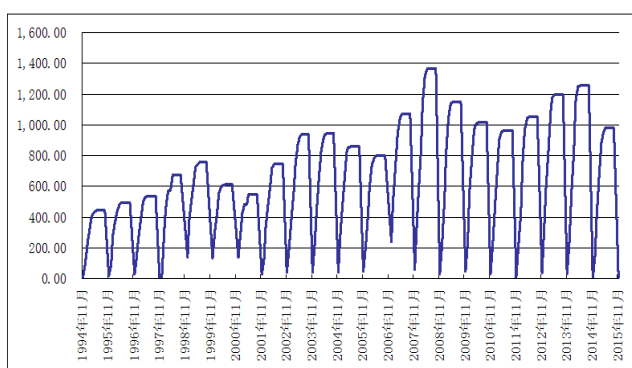
二、甘蔗生产进入减产周期

我国食糖的生产具有非常强的周期性。导致食糖生产周期性的主要原因有：第一，糖料种植具

有自然的周期性生长规律。如甘蔗种植一次，宿根可以生长3年。同时，农作物的生产也有自然的大年、小年之分。第二，糖料的生产 and 加工时间比较长，糖料作物的生产一年一季，食糖的生产也是如此，一旦糖料大幅度减产或增产，如果没有外在的人为调控措施，只能是减产时短缺待价而沽，增产时过剩低价倾销，且糖料大幅度减产或增产，导致价格的大幅涨跌，从而影响第二年的播种面积。第三，周期性出现的自然灾害也导致糖料生产的强周期性。第四，食糖价格波动的周期性与食糖的生产的周期性相互影响。

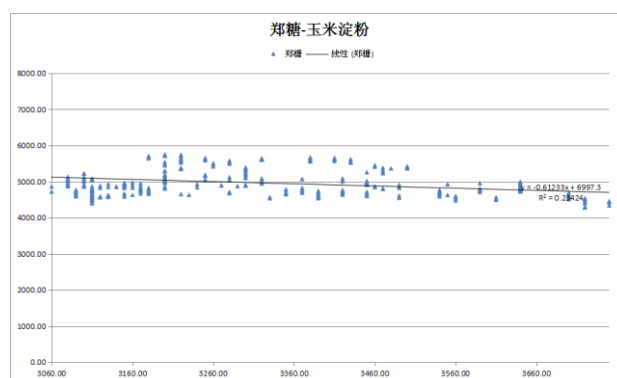
纵观我国食糖的生产历史，食糖生产的周期大致以6年为一个生产周期，基本上是3年连续增产，接下来的3年连续减产。从1990年到1995年为一个周期：1990-1992年连续增产，1993-1995年连续减产。从1996-2001年为一个周期：其中，1996-1999年连续增产，2000-2001年连续减产。以此类推，从2011年以来进入新的增产周期，2014/15榨季是2011-2016周期中的减产第一年，预计2015-2016年可能持续减产。

图 8. 我国食糖产量周期性波动情况（单位：万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 9. 郑糖指数与玉米淀粉价格散点图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

三、淀粉糖对白糖的替代作用接近阶段性饱和

受益于玉米价格下降, 淀粉糖对白糖的替代成为市场的新焦点。由于玉米淀粉价格与淀粉糖之间关系密切, 故选取 2013 年 12 月至 2015 年 12 月华东地区玉米淀粉现货价格及郑糖指数, 剔除二者不重合的交易日进行相关性分析, 郑糖与其重要的替代品玉米淀粉糖的负相关性并不十分显著, 但值得注意的是, 与去年的相比, 郑糖与玉米淀粉的相关性有一定的提升 (去年 R 方为 0.06, 今年 R 方为 0.234)。这也反应出, 随着郑糖价格的反弹, 与玉米淀粉价差的拉大, 淀粉糖的替代需求逐渐增强。

淀粉糖对白糖交叉替代的领域主要是饮料、食品行业, 其中饮料中以果葡糖浆为主。据行业内

专业人士了解，目前淀粉糖对白糖的大的替代已经接近阶段性饱和，新增量需要技术革新来推动，近两年淀粉糖对白糖替代料将有限。但从长期来看，淀粉糖替代将是一个不可逆转的趋势。

四、季节性分析

我们选取2006年1月至2015年12月（2015年12月收盘价数据采集至12月14日），郑商所白糖期货活跃合约的收盘价，用相对关联法对其做季节性分析。由季节性指数图可以发现，郑州白糖价格运行存在较为明显的季节性规律，2月份是季节性高点，随后期价震荡下行，7、8月份常形成季节性低点，四季度期价上涨为主。

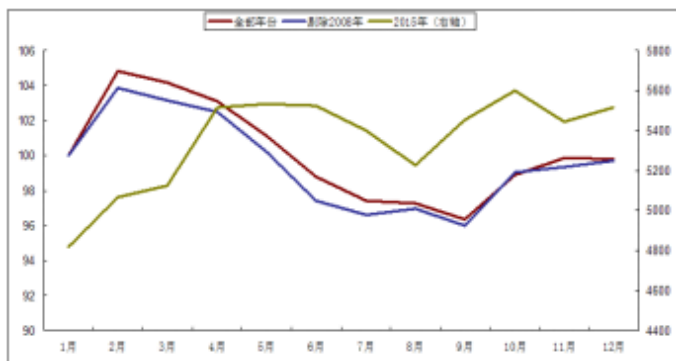
在牛熊周期中，糖价的季节性表现有所不同，我们通过分析白糖指数在2008年10月至2011年九月牛市周期中的走势，得到了以下的结论：

(1) 10月至来年2月，受春节消费旺季带动，白糖价格以上涨为主。

(2) 2月至7月，白糖销售淡季，市场供应充足，白糖价格以下跌为主，但回调幅度有限。部分年度甚至出现反季节上涨行情，如牛市第一年，由于之前三年的大幅下跌，目前价格已跌至成本价下方，而且市场看涨预期存在，糖价反而震荡上涨。

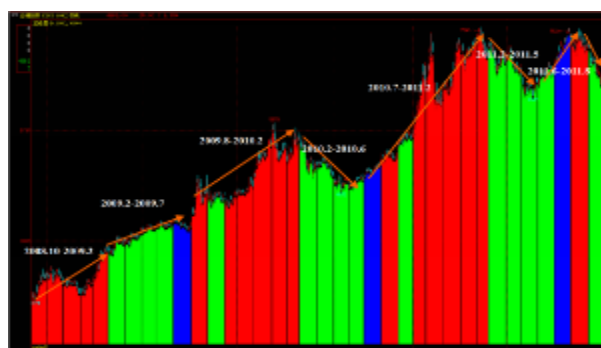
(3) 7月到9月受国外斋月、国内夏季需求旺季、进出口政策及国储抛储等多重因素影响下，白糖价格走势复杂多变。

图 10. 郑糖期货季节性指数



资料来源：新纪元期货研究

图 11. 2008.10-2011.9 白糖指数牛市周期的季节性走势



资料来源：新纪元期货研究

通过对比可以发现，2015年郑糖指数走势与季节性指数基本类似，但呈现明显的牛市第一年走势，上半年高点时间晚于往年，且季节性回调幅度有限。预计2016年郑糖走势仍将呈现明显的季节性规律，但在牛市周期中，季节性反弹行情更可期，宜以季节性低点做多思路为主。

第三部分 后市展望

2016 年中国糖市多空交织，但总体来看，利多因素主导市场。

利多因素：第一、我国食糖产量继续下降。2015年国内糖料种植面积预计在2050万亩左右，同比缩减约319万亩；2015/2016榨季国内食糖产量料将连续第二年下滑，预计食糖产量在965万吨左右，较上一榨季减少90万吨。第二、我国继续执行进口管控政策。中糖协秘书长闫卫民在桂林糖会上表示，2015/16榨季配额外进口仍将实行行业自律及自动进口许可登记政策，预计进口量与2014/15榨季持平；同时国家和地方政府仍将采取高压政策打击非法走私糖。第三、2015/16年度全球糖市从供应过剩转向短缺。美国农业部预计，2015/16年度全球食糖产量为1721.46万吨，较上年度减产2%；全球食糖总消费量为1735.72万吨，较上年度增加1%；供应短缺量为142.6万吨。四、生产成本上调。广西上调甘蔗联动收购价至440元/吨对应5100元/吨平均糖价，生产总成本抬升至5000-5200元/吨区间。

潜在利空因素：第一、下游需求增速放缓限制国内糖价反弹高度。第二、印度政府拟出口400万吨食糖，这将对国际原糖价格造成极大的压力。第三、淀粉糖对白糖的替代作用制约糖价反弹。

综合分析，2016年郑糖仍将延续牛市波动，郑糖指数主体波动区间为5000-6400元/吨。预计上半年，春节消费旺季结束，期价或有季节性回调；下半年夏至中秋国庆双节消费及春季消费提前备货将助推糖价继续走强。在牛市周期中，季节性反弹行情更可期，投资者逢调整低位做多思路为主。