

郑糖止跌反弹 二季度谨慎看好

一、核心观点

国际方面，二季度随着巴西新榨季开榨，国际贸易流紧张的情况将有所缓解，且目前投机基金净多头仓位已达到高位水平，国际糖价继续上涨的空间预计有限，整体涨势将放缓，预计总体在 13.5-17.5 美分区内运行。

国内方面，由于产需缺口较大，进口受到管控，若走私能得到实质性的控制，国内糖价存在中长期上行的基础。在接下来的二季度，广西糖厂可供销售的量十分有限；进口管控和打私效果将逐渐显现，加工糖销售压力也将逐渐减小，再加上夏季消费旺季的提前备货，需求或增加，二季度国内糖市前景向好。不过，国内仓单压力较大，5月合约临近交割时或给市场带来回调的风险，6月美联储加息预期也可能带来宏观环境的动荡，需警惕。操作上，建议二季度仍以回调做多的思路为主，下方支撑位 5400-5500；关注抛 9 买 1 的套利机会，9-1 价差在 (-100, 0) 可考虑建仓。

二、一季度内外糖价走势回顾

2016 年一季度，郑糖经历了“下跌 - 震荡企稳 - 反弹”的走势：

1 月-2 月中旬：郑糖市场一路下行，当时国内主产区进入压榨高峰期，而现货市场还面临着大量的陈糖、走私糖的消化压力，而需求平淡，市场承压较重；此外，宏观金融环境动荡，股市暴跌，原油也跌跌不休，这也对郑糖期货形成拖累。郑糖指数自最高 5713 下跌至最低 5348，跌幅 365，或 6.4%。

2 月下旬-3 月上旬，尽管陈糖库存仍在消化中、走私糖依然活跃、年后需求依旧平淡，令郑糖上行动力不足，但国家临储政策的出台、打私政策的部署实施提振市场信心，郑糖震荡企稳。

3 月中下旬，由于宏观氛围转暖，美联储声明立场偏向鸽派利多全球大宗商品价格，黑色板块飙升，外糖强势，郑糖将受到带动而反弹走高。郑糖指数从 5350 低位反弹至 5650 左右，涨幅 300，或 5.6%。在此期间，主力也完成了移仓换月，目前主力合约仍为 1609 合约。

图 1: 郑糖指数走势回顾



来源: 文华财经, 银河期货研发中心

图 2: 郑糖主力走势



来源: 文华财经, 银河期货研发中心

2016 年一季度, ICE 原糖期货呈现“下跌 - 强势反弹”的 V 型走势:

1 月-2 月中旬, 整个宏观及商品市场氛围较差, 巴西季末原糖产量好于预期为市场带来较大利空, 此外,

伦敦糖市 3 月合约交割的 31.3 万吨白糖中，有阿联酋超过 20 万吨的到期交割，表明白糖消费需求疲弱才会让卖家不得已选择交割，被视为利空，白糖下跌也拖累原糖市场。ICE 原糖指数自 15 美分跌至 12.5 美分附近，跌幅 2.5 美分，或 16.7%。

2 月下旬-3 月，印度、泰国、巴西北部东北部地区及欧盟的 3 月生产数据显示，干旱天气对这些地区糖料作物的损害较之前预计的更为严重，多家机构纷纷相应下调了对这些地区的产量预估，上调 15/16 年度全球供应短缺预估，再加上美元贬值雷亚尔升值影响，国际糖价飙升至 2014 年四季度以来最高位。ICE 原糖指数自 12.5 美分强势反弹至最高 16.7 美分，涨幅 4.2 美分，或 33.6%。

图 3:ICE原糖期货指数走势回顾



资料来源:文华财经, 银河期货研发中心

图 4:ICE原糖期货主力合约走势



资料来源:文华财经, 银河期货研发中心

三、国内基本面情况分析

产销方面: 2月销量悲观, 产量预估下调

截至2016年2月底, 2015/16年制糖期全国已累计产糖618.35万吨(上制糖期同期产糖728.7万吨), 累计销售食糖248.17万吨(上制糖期同期销售食糖326.77万吨), 累计销糖率40.13%(上制糖期同期44.84%)。全国2月单月销量为52.99万吨, 低于上年度的74.77万吨, 为近十年来最低水平, 销售数据悲观为市场带来一定利空影响。不过, 产量情况也同样不容乐观, 截至2月底, 全国累计产量618万吨, 工业库存370万吨; 广西2月单月产量124万吨, 低于市场预期, 2月底广西工业库存244万吨, 均为近十年来最低水平。进入3月份, 主产区压榨高峰逐渐过去, 按照糖厂生产进度, 15/16榨季总产量低于此前市场预期水平, 这在3月11-12日的广西糖会上得到反映。

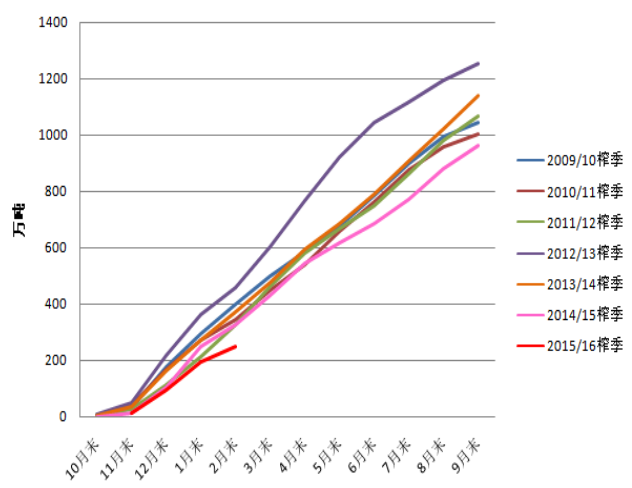
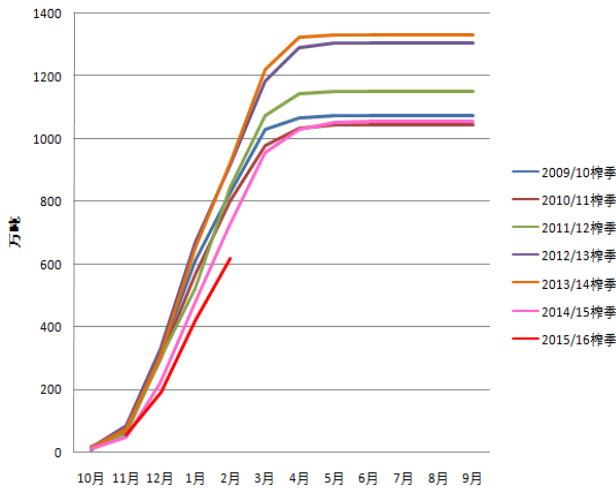
据糖会上通报, 广西甘蔗糖分同比低1-1.5个百分点, 低一个百分点意味着减少60万吨, 产糖率也低了0.5-1个百分点, 从最近统计情况看, 甘蔗产量缩减比之前预期的还低, 在加上产糖率的下降, 预计本榨季最终糖产量约在520万吨左右, 低于此前全国糖会560-580万吨的估计量。此外, 云南产量预计195万吨; 广东产量预计65-70万吨; 海南产量预计在14.5万吨, 全国糖产量预计在880-890万吨, 远低于此前预计的1000万吨水平。

截至3月21日不完全统计, 广西已收榨糖厂74家, 同比增加23家。收榨糖厂日榨产能为50.62万吨/日, 同比增加20.05万吨/日, 约占广西榨季总产能的78.33%, 预计未来一周, 广西将有接近百分之九十的糖厂收榨。广西进入压榨后期, 食糖新增供应量逐步减少。按全国预估890万吨的产量水平来算, 未来3至10月国产糖厂供应量652万吨, 月均仅81.5万吨, 不足百万吨水平, 前期积极卖糖的集团库存已经不多。再加上本年度贴息临储150万吨(2016.3-2016.6), 其中广西94万吨。大幅减产、前期超卖、再扣除临储, 在接下来的二季度, 广西糖厂可供销售的量十分有限, 挺价的意愿较强, 但目前由于销量疲软以及北方糖的压制, 上涨的动力不足, 后市需继续关注需求情况。

需求方面，据传闻，康师傅或从二季度开始试用果葡糖浆，至于是否更改配方，是某些产品更改还是大范围更改，目前都还没有确切消息。此前可口可乐果葡糖浆使用比例从 75%上调到 95%。替代市场阴云再起，加重了市场对白糖消费需求的担忧。但国内含糖食品行业总体仍处于增长态势，尽管增速有所放缓，此外休闲类食品增长迅猛，社会总甜度消费增长将抵消淀粉糖替代的影响，食糖消费预计仍将维持在 1500 万吨左右。

图5:国产白糖生产进度统计

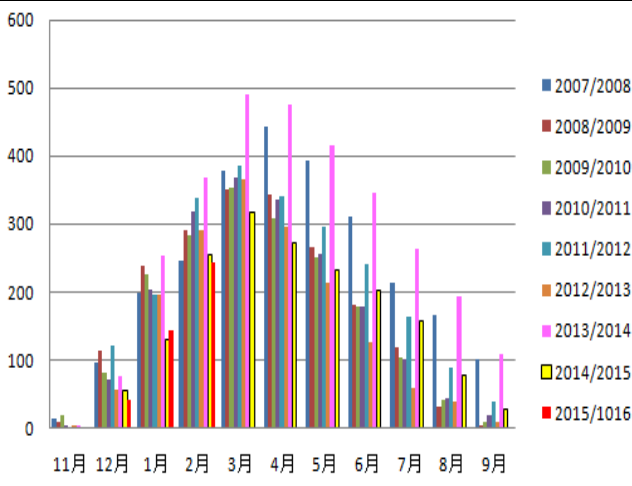
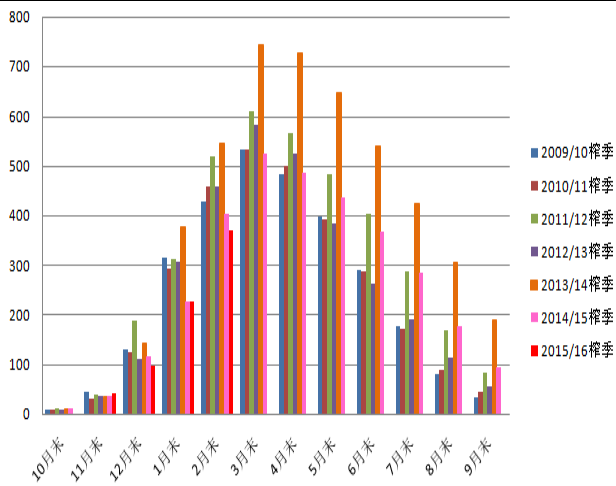
图6:国产白糖销售进度统计



资料来源:中国糖协、银河期货研发中心

图7:全国国产白糖月度工业库存

图8:广西国产白糖月度工业库存



资料来源:中国糖协、银河期货研发中心

进口方面：

中国 2 月份进口糖仅 11 万吨，同比减少 1.4 万吨，环比减少 17.9 万吨，低于市场预期的 20-25 万吨水平，或有一条计入到 3 月报关。2016 年 1-2 月中国累计进口糖 39.9 万吨，同比减少 11 万吨。2015/16 榨季截至 2

月底中国累计进口糖 151.5 万吨，同比减少 7.6 万吨。

2-3 月份，云南广西开展专项联合行动，跨部门、跨区域、跨境联动，从互市贸易、生产、加工、销售等全链条发力，强力遏制食糖走私行为。近期关于打私的消息到处可见，显示打击走私不但已形成共识而且具体实施工作已经展开。印度、泰国发往缅甸白糖近期均有所回落，但由于之前发运量过多，缅甸国内囤积白糖量不少，预计在 50 万吨左右，对中国走私威胁仍然存在。

国际贸易流紧张的形势将支撑外糖维持高位，近月合约攀升至 16.5 美分左右，目前泰国糖进口配额外成本已升至 5600 左右，巴西糖进口配额外成本 5200 左右，内外价差大幅收榨，走私利润也被大幅压缩，走私及进口量将受到制约。不过对现货市场的利多影响效果还需要时间发酵，短期内影响有限，因边境之前囤积的低价进口糖库存还有不少，保税区也有之前大量的低价进口糖库存，目前现货市场上走私糖仍在低价销售，制约着正规糖的销量。不过，一二月进口回落，边境走私糖库存减少，进口管控和打私效果将逐渐显现，加工糖销售压力将逐渐减小，糖市前景向好。

本年度国内产量 900 万吨左右+400 万吨进口预估-1500 万吨左右消费，供需面存在 200 万吨左右缺口，若走私能得到实质性的控制，国内糖价中长期上行的基础犹存。

图9:中国食糖进口量年度变化

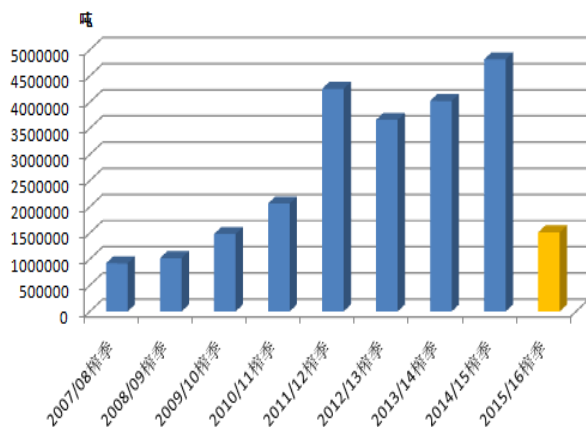
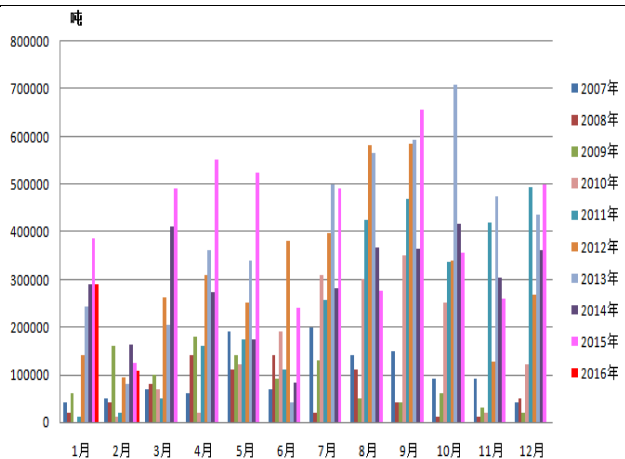


图10:中国进口糖月度变化



资料来源: 银河期货研发中心

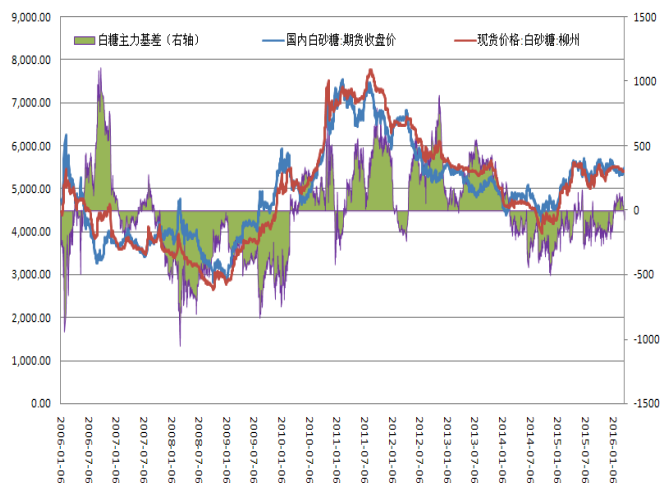
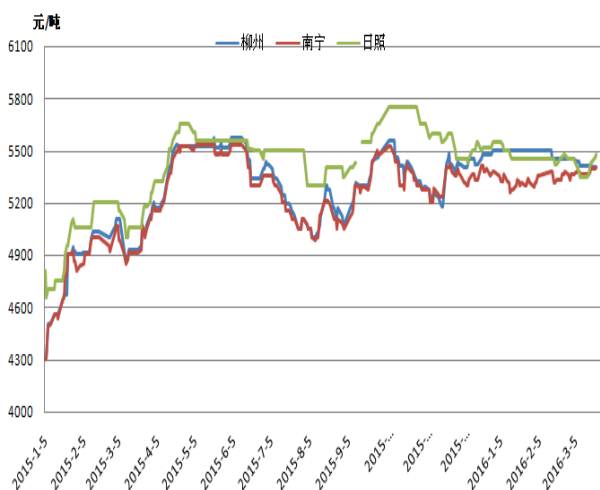
现货市场方面：

一季度，主产区广西现货市场总体表现弱势平稳，由于大幅减产和提前超卖，糖厂存在挺价意愿，但由于需求平淡，整体走势平稳。主产区广西前期一直挺价的柳州集团报价3月有所松动，价格在5400-5450元/吨，较2015年四季度末下调100；截至3月22日，南宁集团报价在5400-5440元/吨，较上季度末的5350元/吨略上涨50元，整体成交一般偏淡。

北方加工糖报价表现相对偏弱，一季度震荡收低。截至3月22日，报价在5480元/吨，较上季度末的5550元/吨下跌了70元，营口北方糖业新糖报价5600，较上季度末下跌50元，显示出北方糖销售的压力。目前尚处于消费淡季，3月底加工厂将全面复产，北方糖库存还需要时间消化。不过，在进口管控和打私影响下，前景仍向好。

图 10:国内产区糖现货价格走势

图 11:郑糖主力基差变化



资料来源: 银河期货研发中心

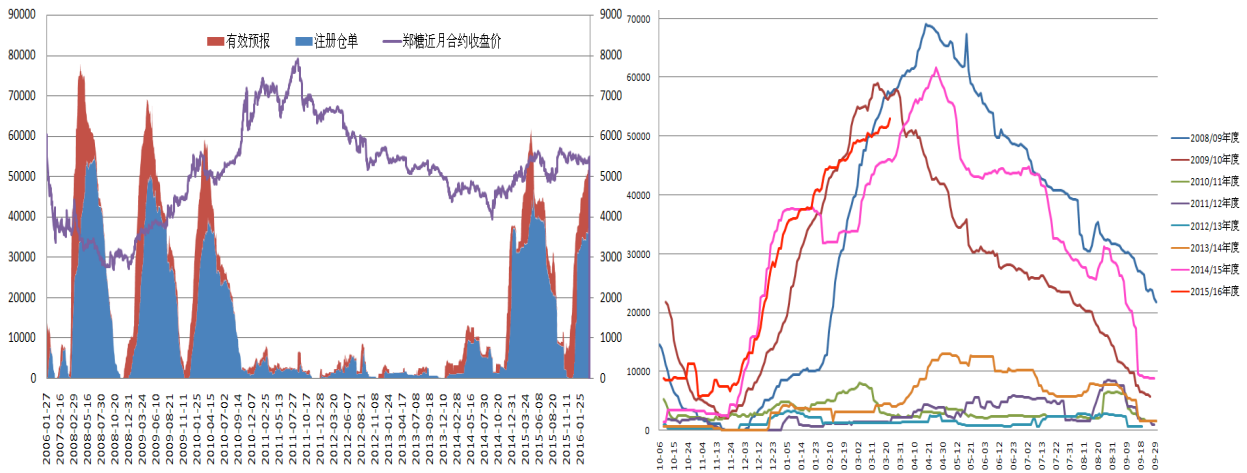
仓单方面：

一季度，郑糖期货注册仓单不断增加，截至3月22日，郑糖期货注册仓单37908张（较上季末增26187张）+有效预报15049张（较上季末减7252张）=52957张（较上季末增18935张），折货53万吨。其中营口仓单就有7865张+有效预报1067=8932；日照仓单有5579张+有效预报1000=6579。由于北方销区供应压力及注册仓单较多，郑糖当前更多的是反应出北方加工糖的价格水平，营口和日照地区报价变化对郑糖期价的波动有较大的影响。目前营口及日照扣除升水后的价格，贴水盘面近月期货50-100，且盘面5-9合约价差扩大到150元左右，这仍有利于仓单的流入及移仓远月。交易所大量的期货仓单短期内有助于分流现货市场的供应，

但 50 多万吨的仓单压较大，随着 5 月合约交割临近，实盘压力将显现，4 月中下旬或给市场带来回调的风险。

图 12:郑糖仓单与近月合约走势

图 13:历年仓单+有效预报对比



资料来源：银河期货研发中心

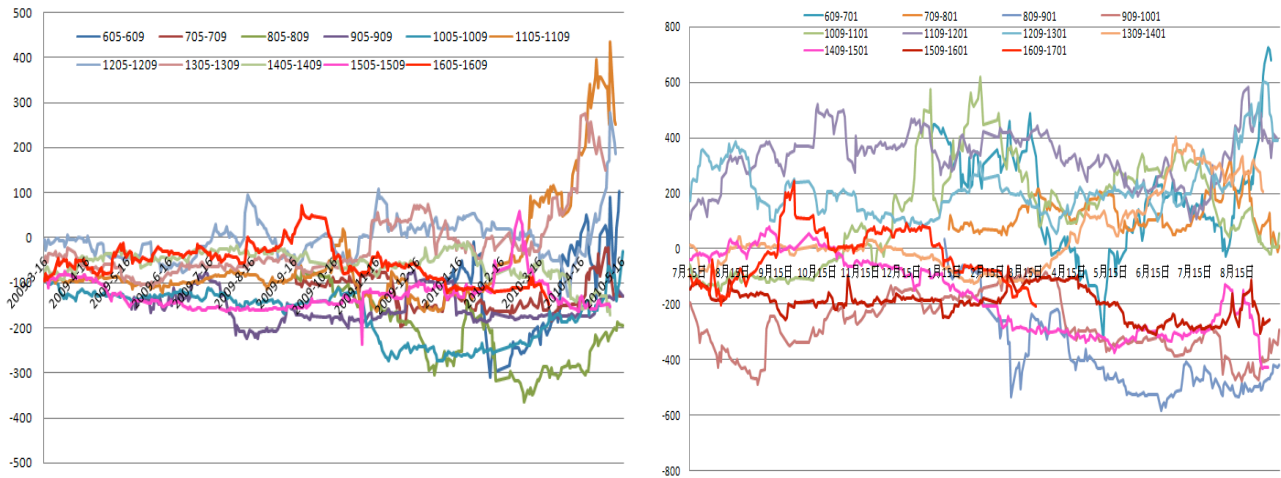
合约间价差情况：

1605-1609：截至 3 月 22 日，5-9 价差走弱至-149，现货市场销量未跟上、仓单压力以及主力多头资金移仓换月压制着近月合约的上涨空间，目前的价差水平已满足仓单移仓条件，价差继续扩大的空间不大。

1609-1701：截至 3 月 22 日，9-1 价差走弱至-207，由于下年度国际国内市场还将继续出现产不足需的状况，而 1609 合约存在供应压力的后移，9-1 价差预计还将继续扩大。

图 14:5-9 合约价差

图 15:9-1 合约价差



资料来源: 银河期货研发中心

四、国际糖市基本面情况分析

巴西：

巴西 Unica 公布的数据显示，3 月上半月巴西中南部地区糖产量触及 13.99 万吨，远高于去年同期的 0.26 万吨，亦高于 2 月下半月的 1.41 万吨；3 月上半月甘蔗压榨量为 526 万吨，上年同期为 29.26 万吨。相较于榨糖，糖厂在榨季初期通常更青睐生产乙醇，因为降雨会导致甘蔗含糖量下降，给榨糖工作增加难度。3 月上半月，70.5%的甘蔗用于生产乙醇，29.5%的甘蔗用于榨糖。

由于榨季末结转的未榨甘蔗量较多，南巴西提前开榨，UNICA 预计到 3 月下半月开榨糖厂将增至 120 家，产量将继续高于往年同期水平。但由于目前还处于间作期，4 月也只是新榨季初期，且南巴西 3 月与 4 月预计将出现超正常水平的降雨，由于国内乙醇需求高涨将令糖厂甘蔗制醇比偏高，3-4 月份产量绝对值不高，处于季节性低水平阶段。而巴西库存偏低，截至 2 月 29 日巴西食糖库存接近 470 万吨，同比下降 19%。因此，3-4 月份巴西可供出口量仍将偏低。但 5-6 月份随着产量的快速提升，再加上由于厄尔尼诺气候带来的充足雨水，16/17 年度巴西甘蔗及糖预计创记录的产量前景，对国际糖市带来的压力将逐渐增加，关注巴西开榨后的生产指标情况。

图16:巴西甘蔗双周压榨进度

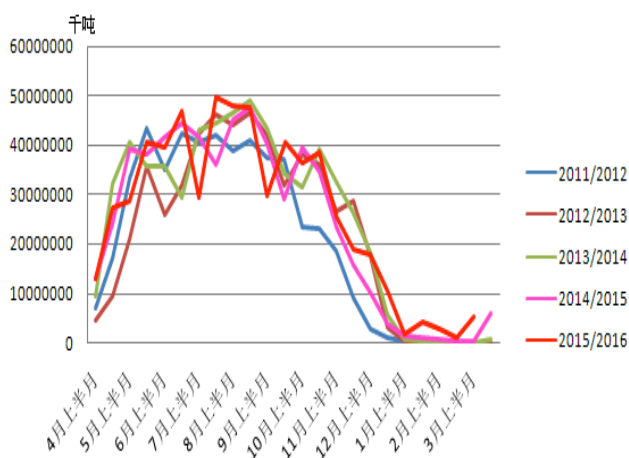
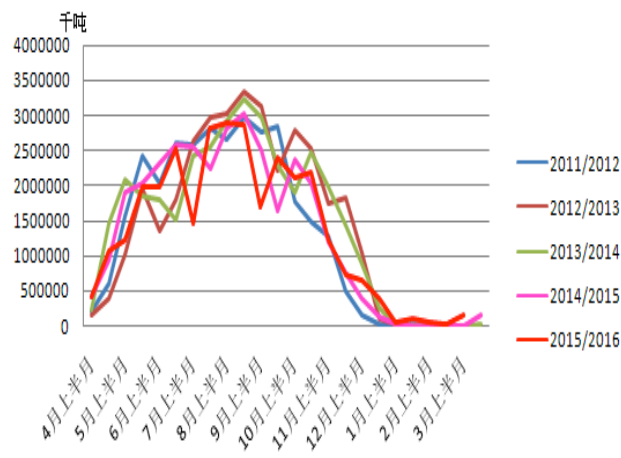


图17:巴西食糖双周生产进度



资料来源:银河期货研发中心

印度：

ISMA 称 ,去年 10 月 1 日至今年 3 月 15 日 ,印度糖产量为 2,213 万吨 ,同比基本持平。印度糖厂协会(ISMA)进一步下修印度当前榨季糖产量预估，预计糖产量较去年实际产量 2,830 万吨下滑 9%，即 2,550 万吨，低于上月预估的 2600 万吨，比去年 2,830 万吨的实际产量减少大约 9%。

国际糖价反弹带动印度糖出口增加，现已签订了 140 万吨糖销售合约，可能还将出口 50-60 万吨，将使得当前榨季的出口总量达到 200 万吨。

印度农业成本与价格委员会近日提议将 2016/17 榨季甘蔗指导价定为 2300 卢比/吨(33.6 美元/吨)，与 15/16 榨季保持一致。如果蔗价维持不变，那么印度马邦原糖生产成本将达 19.5-20 美分/磅。印度蔗价不变与下年度食糖产量进一步下滑的预期是目前该国糖业最大利好，下榨季印度贸易商可能会将更多食糖库存内销而不是出口，因那时该国国内糖价将更划算。

泰国：

截止 3 月 15 日 ,泰国累计榨蔗 917 万吨 ,同比下降 2% ;产糖 920 万吨 ,同比下降 4% ;甘蔗出糖率为 10.2%，低于去年同期的 10.4%。因日榨产能降至 55 万吨/天，同比下降 31%，周环比下降 26.3%，因可榨甘蔗缺乏，已有 10 家糖厂停榨。这使得许多市场人士对榨季末的产量情况和糖产量下降开始担忧，泰国政府将该国 2016 年食糖产量预测下调 40 万吨，至 960 万吨，不足亿吨；榨蔗量预测下调至 9500 万吨，不足亿吨。泰国甘蔗与食糖委员会办公室秘书长称，预测的食糖产量中有 250 万吨将用于国内消费。剩余的 710 万吨将被出口，同比下降 20%。

第八次泰糖 B 配额招标已于本月结束，白糖升水大幅上涨。至此，2015/16 榨季泰国甘蔗糖业公司(TCSC)的 40 万吨 B 配额原糖销售计划已全部完成。升水提高反应了市场对泰国榨季末供给情况的预期，即今年二季度晚期及三季度期间泰国可出口糖数量有限。据悉，2015/16 榨季生产的泰糖中约有 90-95%已经签约出售。

欧盟：

欧盟内糖价处于高位，因 2015/16 年度甜菜产量创逾四十年来最低水准，引发欧盟可能采取行动提振供应的预期。截止今年 9 月底，欧盟食糖总库存量(配额内和配额外)预计为 150 万吨，同比下降 60%，为自 2010/11 年以来的最低库存水平；其中配额食糖期末库存预计将略高于 60 万吨，同比减少 35%。供给紧张的趋势促进了配额外的进口需求，目前市场关注着欧委会的动态。不过，贸易商称，欧盟委员会似乎不太可能迅速采取行动来缓解欧盟糖供应紧俏的状况，预期将推迟至夏季才会采取行动。

全球：

因恶劣天气料损及亚洲产量，泰国、印度产量预估遭遇下修，全球 2015/16 年度糖供应缺口料进一步扩大，且达到去年以来的最高水准。荷兰合作银行 (RABOBANK) 将 2015/16 榨季全球食糖供应缺口预估由 470 万吨上调至 680 万吨，FO Licht 的分析师也将全球食糖供应缺口由 650 万吨上调至 720 万吨；GreenPool 将 2015/16 年度全球原糖缺口预估上调 251 万吨至 665 万吨，将 2016/17 年度全球原糖缺口预估从 417 万吨上修至 495 万吨。

不过，由于大量的剩余未榨蔗和厄尔尼诺带来的充足降水影响，巴西新榨季产量预计同比增加 10%，预期创纪录；16/17 榨季欧盟生产配额取消可能令产量增加，国际分析机构调低 16/17 年度全球供应缺口，这为全球糖市的未来蒙上了一层阴影，将制约糖价的上行空间。

Platts Kingsman 上调 2015/16 年度糖供应短缺预估，但下一年度短缺预估遭下修，将 2015/16 年度糖供应短缺预估调升 276 万吨至 762 万吨，将 2016/17 年度糖供应短缺预估从 720 万吨下调至 490 万吨。

五、二季度国内外糖市行情展望及操作建议

国际方面，二季度随着巴西新榨季的开榨，国际贸易流紧张的情况将有所缓解，巴西新榨季产量预计创纪录，且目前投机基金的净多头仓位已达到高位水平，国际糖价继续上涨的空间预计有限，整体涨势将放缓。不过，由于印度及泰国产量下滑超预期、穆斯林斋月节前备货需求、北半球夏季消费旺季的备货需求等，国际贸易流仍存在一定的缺口，且目前巴西下榨季、泰国本榨季绝大多数的糖已在远期定价销售，中短期内因生产商定价而产生的下行压力也将减轻，外糖二季度下方空间或亦有限，预计总体在 13.5-17.5 美分区内运行。

国内方面，本年度国内产量大幅下降，产需缺口达到五六百万吨，进口受到管控，若走私能得到实质性的控制，国内糖价存在中长期上行的基础。由于国内大幅减产、前期超卖、再扣除临储，在接下来的二季度，广西糖厂可供销售的量十分有限；一二月进口回落，边境走私糖库存减少，进口管控和打私效果将逐渐显现，加工糖销售压力也将逐渐减小，再加上气温回升，夏季消费旺季的提前备货，需求或将增加，二季度糖市前景向好。不过，国内仓单压力较大，随着 5 月合约交割临近，实盘压力将显现，在 4 月中下旬或给市场带来回调的风险，6 月美联储加息预期也可能带来宏观环境的动荡，需警惕。操作上，建议二季度仍以回调做多的思路

为主，下方支撑位 5400-5500；关注抛 9 买 1 的套利机会，9-1 价差在 $(-100, 0)$ 可考虑建仓。