



中粮期货有限公司
中粮集团成员企业

中粮期货 增您所托⁺
WE GROW WHAT YOU ENTRUST

区间震荡去库存——2016年白糖市场展望

年度报告

2015/12/31

白糖

研究院

执笔：韩旭

电话：010-59137067

邮箱：han-xu@cofco.com

报告要点

- 国内方面，14/15 榨季，国内食糖市场结束了连续三年的增产趋势进入减产周期，国产糖产量下降至 1055.6 万吨。巨大的进口利润令进口量创历史新高，达到 481.21 万吨。在国内减产与进口控制的背景下榨季末国产糖工业库存相比上榨季明显回落。2016 年国产糖仍处在减产周期之中，预计去库存与进口控制仍然是未来两年的主旋律。在制糖成本提高、消费施压的共同作用下，预计国内糖价运行区间将比 14/15 榨季上移，但总体仍以区间震荡走势为主。
- 国际方面，国际食糖市场迎来方向转换的一年：14/15 榨季全球糖市连续第五年供过于求，糖价在全球库存高企以及巴西货币雷亚尔大幅贬值的压力下一路走低至 10 美分/磅附近，创七年新低；15/16 榨季作物生长期期间，由于厄尔尼诺来袭，各主产国遭受到了不利天气的影响，产量预估值大幅下滑，供需缺口显现，全球糖市进入中长期上涨通道。但由于印度出口施压，预计短期来看 15/16 榨季国际糖价将以区间震荡走势为主。

韩旭

59137067

han-xu@cofco.com

张欣萌

59136992

zhangxinmeng@cofco.com

况德福

010-59137348

kuangdefu@cofco.com

第一部分 国内食糖市场

一、国内糖价走势回顾

14/15 榨季，国内食糖市场结束了连续三年的增产趋势进入减产周期，国产糖产量下降至 1055.6 万吨，同比下降 20.74%；榨季初，中糖协联合海关总署、商务部对配额外食糖进口实施严格的“自律”管理措施，限制 1-9 月份配额外原糖进口量不超过 190 万吨，但巨大的进口利润令进口量仍然创历史新高，达到 481.21 万吨，比上榨季增长 19.58%；走私糖的冲击令榨季后半期国产糖销售进度放缓，榨季末云南、广西清库进度慢于预期。在国内减产与进口控制的背景下，榨季末国产糖工业库存相比上榨季明显回落，至 93.03 万吨，降幅 51.4%；根据广西糖网统计，榨季末加工糖厂原糖库存约为 180 万吨。

从价格来看，两条主线主导 14/15 榨季价格运行趋势：减产与进口控制令糖价触底回升，至榨季末南宁地区一级白砂糖现货价格相比榨季初上涨了 1000 元/吨至 5400 元/吨，涨幅达到 22.7%，相比上榨季末最低时的 3950 元/吨上涨了 36.7%；期货主力合约从上榨季最低的 4163 元/吨（1501，9 月 22 日）上涨至年内最高点 5798 元/吨（1509，10 月 8 日）。伴随着国内价格的上涨以及美盘的疲弱，至 6 月初内外盘价差持续扩大至最高 2000 元/吨，丰厚的进口利润令进口白糖、走私糖蓬勃涌现，严重冲击了 6、7 月份的采购进度，加之宏观系统性风险来临，糖价结束了一、二季度连续上涨的势头在三季度大幅下挫，直到 8 月中下旬贸易商及终端的补库需求涌现方令糖价止跌回升。

国内白糖期货上市十年，总结过去十年季节性规律可以看到，年内高点通常出现在 2-3 月份及 10-11 月份，年内低点通常出现在 9 月末。

免责声明

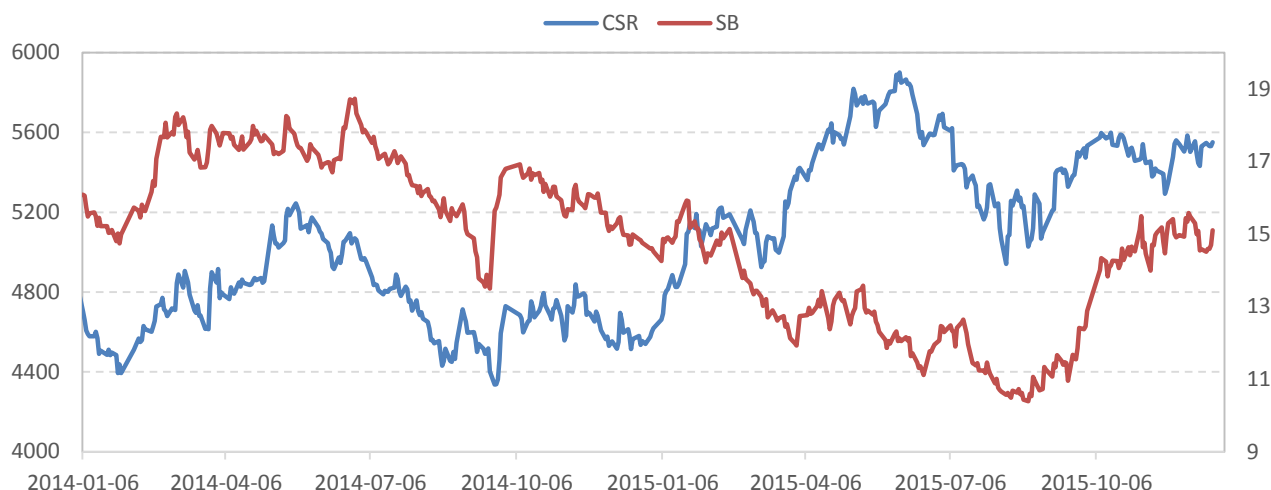
本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 1.1: 国产糖产量(万吨)与南宁地区现货价格走势(元/吨)对比



数据源: 中粮期货

图 1.2: 郑糖主力合约(元/吨)与 ICE 原糖主力合约(美分/磅)价格走势



数据源: 中粮期货

二、国内市场供求分析及展望

1、减产周期制糖成本上涨支撑价格

在经历了 11/12、12/13、13/14 连续三个榨季增产之后, 14/15 榨季糖市进入减产周期, 减产主要来自广西、广东湛江两大主产区, 减产幅度分别达到 25.9%和 37.5%。根据我们 11 月份广西主产区调研得到的数据, 15/16 榨季广西甘蔗种植面积平均降幅超过 15%, 其中北部柳州等地种植面积降幅较大, 约 15%-20%, 崇左、来宾等地种植面积下降 10%-15%; 由于今年

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

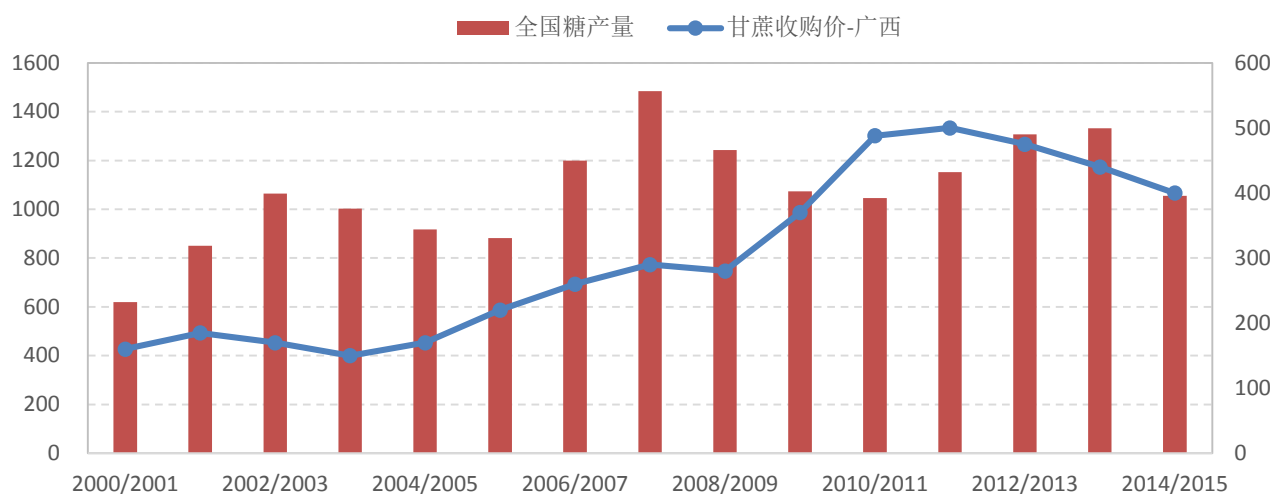
夏秋季节雨水相对充足，单产相比上榨季小幅回升，部分抵消了种植面积下降的影响，预计15/16榨季广西甘蔗入榨量将会继续下降14%左右。由于甘蔗产量下降以及11月份降雨偏多，本榨季伊始糖厂开榨进度相对缓慢，开榨初期糖分相比上榨季偏低，榨季总产糖量要看之后天气及糖分的变化情况而定。初步估计15/16榨季广西产糖量将比14/15榨季的634万吨继续下降80-100万吨左右；根据桂林糖会上其他各省糖协公布的预估数据计算，除内蒙地区甜菜糖产量有望增长之外，云南、广东、新疆等地区仍将继续减产，15/16榨季全国食糖总产量预计将下降至920-940万吨左右。

继广东、海南两省相继取消甘蔗的政府定价机制之后，15/16榨季云南省政府也决定放开甘蔗收购价，从原来的政府定价变为由蔗农以及糖企定价的市场定价机制，目前甘蔗主产区只有广西继续执行全区统一的普通糖料蔗收购首付价政策。广西甘蔗收购价格连续三个榨季下调，从11/12榨季的500元/吨下降至14/15榨季的400元/吨，甘蔗收购价连续大幅下降严重打击了蔗农种蔗积极性，在土地租金上涨及劳动力成本攀升的共同作用下，蔗农种植收入不到300元/亩，导致甘蔗种植面积连年下滑，替代作物如柑橘、桉树、木薯、香蕉等大幅涌现。产糖量下滑导致企业吨糖摊销成本上涨，加之食糖销售价格大幅下跌，纵使原料蔗成本降低，制糖企业仍然大面积亏损。14/15榨季糖价摆脱底部区间大幅回升，广西食糖平均销售价格达到4900元/吨，糖企终于实现减亏。

15/16榨季广西甘蔗收购价上升至440-450元/吨，仅原料蔗一项吨糖生产成本就将增加400元/吨，同时，由于产量下滑导致吨糖摊销成本继续上涨，15/16榨季广西制糖成本有望上涨至5300元/吨以上。随着糖厂生产利润好转，抢甘蔗现象或将再次出现，这将导致糖厂实际甘蔗收购价进一步增加。糖企扭亏为盈带动甘蔗收购价上升令农民增产增收也是国内进口管控政策的重要目标。在减产与进口控制的大背景下，制糖企业成本的上涨将成为未来糖价的重要底部支撑。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 1.3: 全国食糖产量 (万吨) 与广西甘蔗收购价 (元/吨)


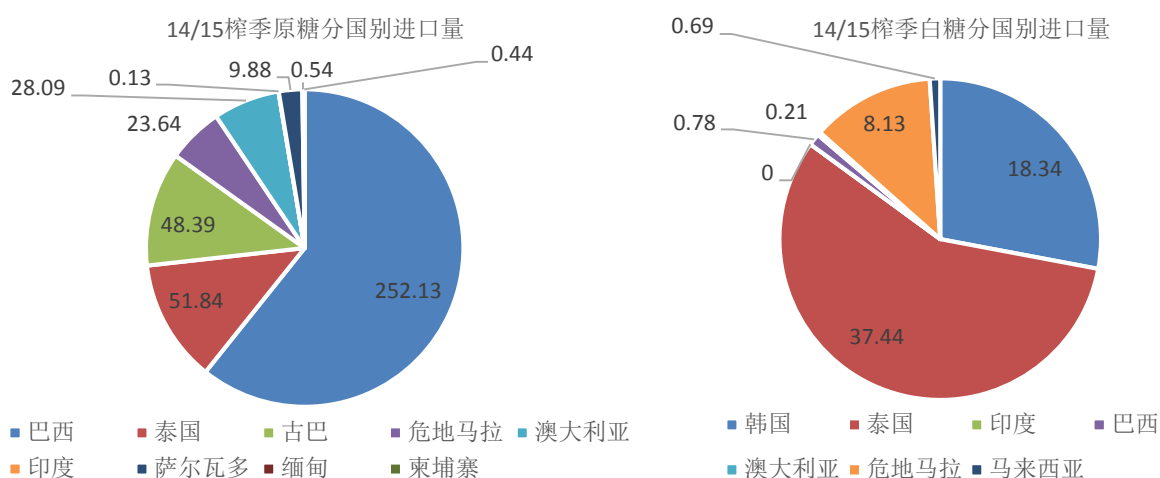
数据源：中粮期货

2、走私量超预期、进口控制是关键

2014 年下半年，中糖协联合商务部、海关总署三拳出击建立了进口食糖管控目标与操作流程，成立了原糖进口加工委员会，将进口关税配额外食糖纳入自动进口许可管理，并要求 2015 年配额外进口总量参照 2014 年执行，配额外自律总量为 190 万吨，几家大型企业均仅获得 30 万吨额度。进口管控政策令国内外糖价走势分道扬镳，内外盘价差持续扩大，配额外原糖进口利润从榨季初的-150 元/吨一度飙涨至 2000 元/吨。按榨季计算，14/15 榨季共进口食糖 481.21 万吨，其中原糖进口量 415 万吨，白糖进口量 66 万吨，除去直接进入国储的约 40 万吨古巴糖之外，商业进口量达到 440 万吨左右。巴西仍然是最大进口来源国，14/15 榨季共进口巴西原糖 252.13 万吨，其次为泰国原糖，进口量为 51.84 万吨；泰国是最大的白糖进口来源国，累计进口泰国白糖 37.44 万吨，其次为韩国白糖，进口量 18.34 万吨。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 1.4：分类食糖进口量（万吨）


数据源：中粮期货

除了正规进口渠道之外，巨大的进口利润令走私量超出市场预期，二季度末起，泰国白糖出口缅甸、越南、老挝等国数量激增，远超出当地消费能力，该部分白糖通过云南、广西等边境以“边贸”形式进入国内市场流通，实际数量难以有效预估，目前市场普遍预计 14/15 榨季走私量相比上榨季增加近 100 万吨左右，严重影响了榨季末云南及广西陈糖的清库进度。

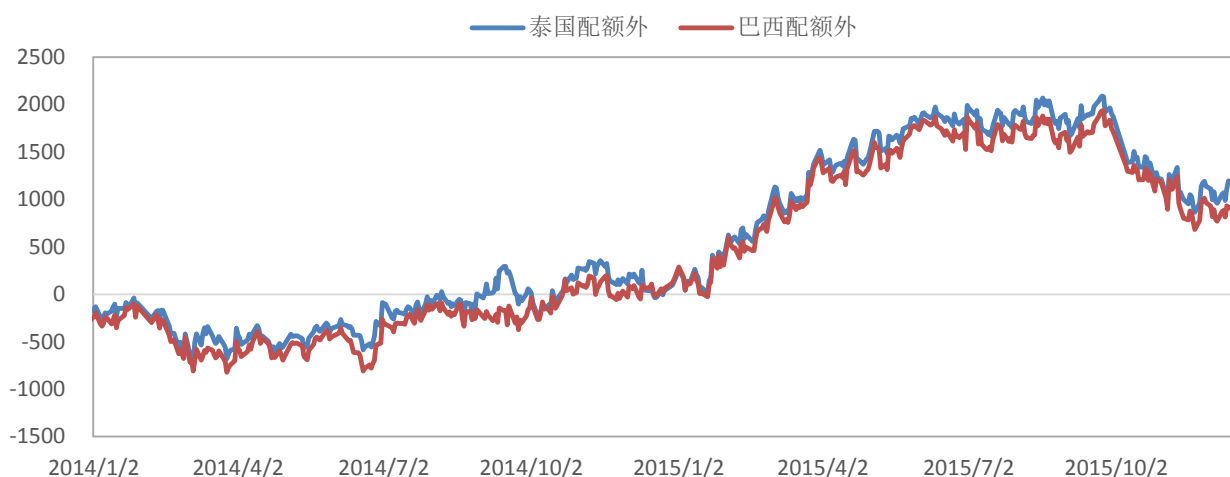
目前国内现有加工糖厂产能已经接近 800 万吨/年，在建产能还有 500 万吨左右，加工糖厂产能庞大，对原糖需求量巨大，令市场一直怀疑进口管控目标能否顺利实施。但根据我们今年 6 月份进行的加工糖厂调研来看，加工糖厂出人意料的非常支持进口管控措施，在整个行业有序发展的轨道上，加工糖厂也摆脱了去年大幅亏损的局面。12 月中旬召开的原糖进口加工委员会会议将 2016 年配额外进口许可数量仍然维持在 190 万吨不变，各企业分配数量也基本与 2015 年持平，严控配额外成品糖进口量。从进口利润角度估算，在国际糖价摆脱底部区间触底回升之后，再加之人民币贬值预期强化，2016 年进口成本将比 2015 年明显增长，进口利润或将继续回落。预计 15/16 榨季配额外白糖进口量将下降 30 万吨左右，考虑到 2015 年底保税区内有 130 万吨原糖待出库，将会占用 2016 年的部分进口许可指标，因此预计 15/16 榨季进口总量介于 300-400 万吨之间，我们暂且按 360 万吨估算。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

在政府尚未做好对广西等主产区蔗农的直补政策规划之前，进口管控是应对国际糖价冲击的最优途径。我们大胆预计，在国储糖去库存之前，政策管控仍将为继，待国储糖完成去库存过程，政府完善蔗农直补政策之后，进口政策必将放开。

图 1.5：原糖盘面进口利润（元/吨）



数据源：中粮期货

3、终端消费疲弱、关注消费替代

近年来进口量的增长增加了国产糖的销售压力，同时其全年连续供应的特点逐渐熨平了国内食糖采购的季节性特征。从 13/14 榨季开始，政府倡导的限制“三公消费”等举措抑制了食品行业的季节性需求，导致传统的春节消费旺季、夏季饮料消费高峰、中秋消费旺季等几个关键时点的国产糖销售量并未出现明显好转。

过去 14 年间，随着人口增长与城镇化的推进，年均食糖消费复合增长率约为 6% 左右，但伴随人口红利消失、经济增速下滑、饮食习惯的调整，近几年国内食糖消费增速有明显放缓迹象，14/15 榨季消费增长率预计仅为 3% 左右至 1560 万吨。鉴于 2016 年实体经济增速下滑风险加大，以及淀粉糖成本下降导致的淀粉糖与白糖之间替代性消费的增长，预计未来两年国内食糖消费不增反降，淀粉糖将挤占白糖增长空间。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

淀粉糖方面，目前全行业总产能为 1700 万吨，年产量为 1000 万吨，其中最受关注的果糖产能为 660 万吨，年产量约为 360 万吨。淀粉糖行业近几年两极分化现象十分明显，小型企业纷纷倒闭，大型企业规模扩张速度加快，随着白糖与淀粉糖之间价差拉大，大型企业开工率提高，预计未来行业将呈现集中化发展趋势。原料方面，若按市场普遍预计的明年玉米收购价下跌至 1600-1800 元/吨计算，那么果糖生产成本将降至 2500-2600 元/吨，而白糖生产成本在 5300 元以上，果糖相比白糖竞争力大幅提高。根据我们粗略测算，若两大饮料企业可口可乐和百事可乐逐步更改配方，白糖的全年需求将下降 60 万吨左右，考虑到龙头企业示范效应对全行业的影响，粗略估算未来两年淀粉糖对白糖的替代量将进一步上升。替代的完成并不是一蹴而就的，预计对市场的影响将在明年二、三季度开始显现。若二季度糖厂收榨国产糖集中上市之时，夏季采购高峰来临终端需求不及预期，将会令糖价走势相对疲弱。

4、国储抛售伺机而动

若每年国内白糖需求在 1500 万吨上下波动，那么以国产糖年产量 900 万吨计算，未来国内白糖缺口常年保持在近 600 万吨左右。该缺口的弥补有两种方式，长期来看，进口是补充国内供应不足的唯一途径；中期看来，国储糖库存尚有 700 万吨左右，因此，若国内出现供应缺口，或许会先进行国储糖拍卖以补充市场供应的不足。

统计过去 15 年间抛储的历史规律可以得出以下两个结论：第一，从年份选取上，抛储都选择了在减产周期进行，抛储的根本目的是为了缓解市场供应不足，抑制由于供需缺口引起的价格飞涨。第二，在月份的选择上，对 2001 年至今的历次抛储进行月份统计后发现，抛储次数最多的三个月分别为 7 月、9 月和 10 月。按季度统计，三季度抛储次数最多，一季度次数最少。从数据可以看出，政府抛储一般会选择榨季生产还未开始的月份，或者生产已接近尾声或结束的月份，多在三四季度。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

表 1.1：国内食糖供需平衡表（万吨）

	2013/14榨季	2014/15榨季	2015/16榨季*
期初库存	119	335	365
国产糖产量	1331	1055	930
商业进口 (不含国储)	360	440	360
净抛储	0	0	0
走私**	40	100	80
消费	1510	1560	1530
出口	5	5	5
期末库存 (不含国储库存)	335	365	200

数据来源：中粮期货

从 15/16 榨季平衡表来看，期初库存创历史记录弥补了本榨季产销之间的缺口，榨季末并不缺糖，因此预计 15/16 榨季抛储的可能性较低。

三、国内食糖市场展望

总体来看，国产糖仍处在减产周期之中，预计去库存与进口控制仍然是未来两年的主旋律。成本从来就不是价格的绝对支撑因素，影响商品价格的根本因素是供需关系，但由于甘蔗收购价上调，糖厂生产成本增加，预计上半年生产成本将对糖价形成底部支撑；由于宏观经济下行风险加大以及淀粉糖的增长挤占白糖需求增量，预计白糖消费量不增反降，终端消费需求疲弱以及抛储价格的压制将制约糖价上行空间；而下半年糖价是否会跌破成本依赖于糖厂资金情况及库存情况。从进口糖角度来看，国际糖价上涨与人民币贬值令进口成本上升，若人民币兑美元汇率贬值至 7，按国际糖价 15 美分/磅计算，进口成本将上升至 5100 元/吨，从而也对国内糖价形成支撑。因此预计 15/16 榨季国内食糖市场处于去库存的减产周期中，国内糖价运行区间将比 14/15 榨季上移，但总体仍以区间震荡走势为主。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

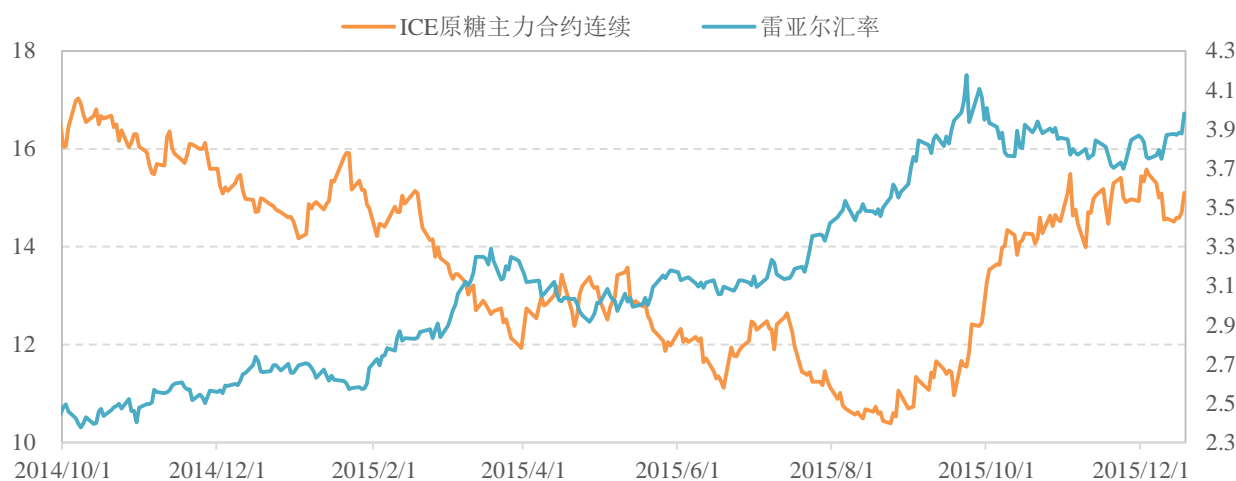
第二部分 国际市场展望

14/15 榨季（2014 年 10 月至 2015 年 9 月），全球糖市迎来第五个供给盈余的年份，国际糖价在全球库存高企以及巴西汇率大幅贬值的压力下一路走低。印度产量大幅增长至 2830 万吨，创历史新高，泰国食糖产量仅略低于上榨季，减产幅度低于此前市场预期，2015 年上半年北半球供应压力陡增。与此同时，巴西汇率雷亚尔大幅贬值，从年初的 2.5757 贬值到最高的 4.1775，贬值幅度达 60% 以上，这与美元指数走高以及巴西国内经济恶化有关。在基本面与宏观因素的双重打压下，ICE 原糖价格由年初最高 15.92 美分/磅（1503，1 月 21 日）最低下跌至 10.39 美分/磅（1510，8 月 24 日），创七年新低。14/15 榨季，除了糖价一路走低之外，3 月和 5 月合约的交割量也连创新高。临近 3 月合约到期，由于巴西已基本收榨，供给压力偏小，市场开始炒作多头逼仓。受此影响，3/5 价差（3 月-5 月）在 2 月 9 日出现逆转，由 1 月底的 -0.38 美分上升至 0.16 美分。3 月合约最终以超预期的 101.7 万吨交割量收官，创该合约交割量历史新高。5 月合约交割再创新高，合约交割量总计 190 万吨，创下 1989 年以来合约交割量最大值。

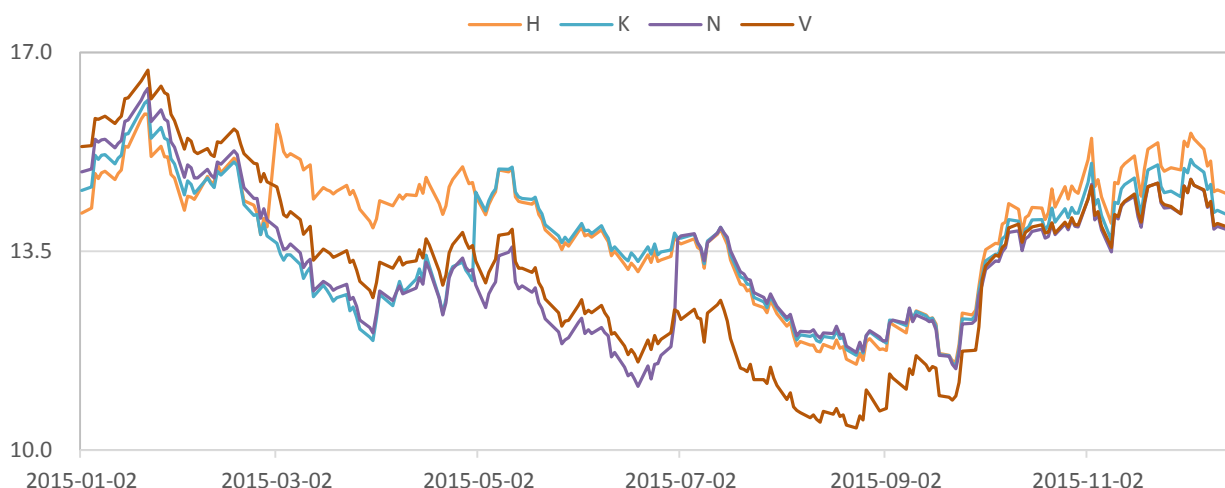
今年下半年，厄尔尼诺带来的影响逐渐加剧，非季节性降雨和强劲的乙醇消费令巴西中南部糖产量预估值下调，以及印度旱情也令产量下滑。8 月底，市场纷纷调低了 15/16 榨季糖产量预估值，供需缺口显现，受基本面提振，糖价触底反弹，从最低 10.39 美分/磅攀升至 15.49 美分/磅（1603，11 月 3 日）。在此期间，雷亚尔的继续贬值没能再阻止糖价上涨的步伐。与此同时，3/5 价差出现逆转，从最低 -0.19 美分（8 月 12 日）攀升至最高 0.48 美分（12 月 1 日），上涨 0.67 美分。三季度，印度政府为了缓解国内高库存压力，强制 15/16 榨季出口 320 万吨食糖，并实施 45 卢比/吨甘蔗补贴。至此，糖价在触底反弹后进入“上有顶下有底”的震荡调整期，区间为【14，16】美分/磅左右。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 2.1: ICE 原糖主力合约（美分/磅）与雷亚尔汇率走势图


数据源：中粮期货

图 2.2: ICE 原糖各合约连续走势图（美分/磅）


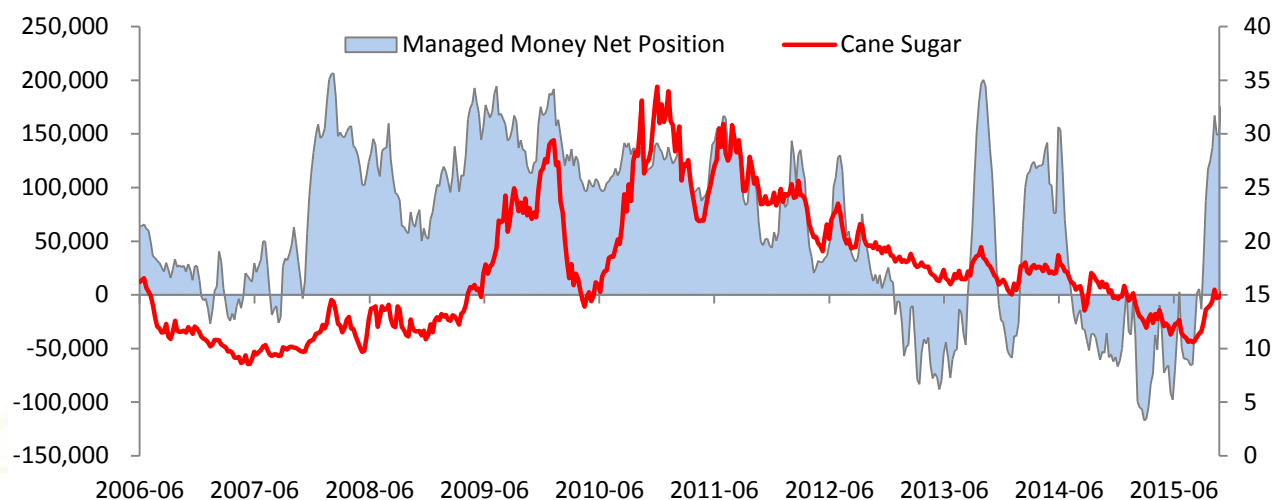
数据源：中粮期货

在今年糖价一路下跌之际，原糖期货期权市场管理基金持仓净空头持仓也创下历史新高。

3月24日，基金净空头持仓达116984手，与年初相比增长了近一倍。但进入9月，随着糖价企稳回升，持仓由净空头迅速转为净多头，并在12月8日达到182391手净多头持仓，达到2013年11月以来新高。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 2.3：管理基金持仓（张）与 ICE 糖价走势（美分/磅）对比


数据源：CFTC

总体来说,2015 年国际糖价先是在 14/15 榨季连续供给过剩和宏观因素的打压下一路走低。随着雷亚尔汇率连创新低,国际糖价也创下近七年新低,跌至 11 美分/磅以下。但受到厄尔尼诺影响,印度旱情加重,市场纷纷下调其 15/16 榨季糖产量预估值。巴西中南部地区的非季节性降雨令出糖率大幅走低,加之国内乙醇消费强劲,糖醇比也大幅下滑。因此巴西中南部糖产量的预估值也一再下调。糖价受基本面提振,触底反弹,全球糖市终于结束了连续 5 年的供给盈余,迎来减产周期。

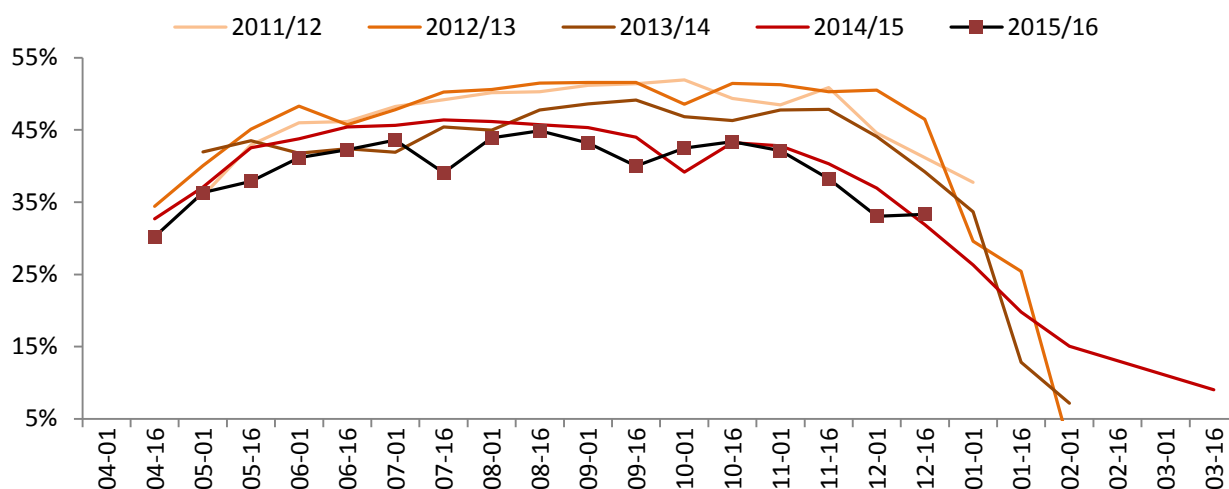
二、各主产国供需分析

1、巴西

巴西作为全球第一大原糖出口国,其年出口量占全球总出口量近半壁江山。巴西中南部作为其主产区,产量占巴西全国总产量近 90%。由于巴西中南部地处南半球,其榨季始于当年 4 月,结束于来年 3 月。14/15 榨季,受夏季干旱影响,巴西中南部地区甘蔗入榨量下降至 5.7 亿吨,降幅 4.3%,累计产糖 3200 万吨,同比下降 6.7%,减幅低于市场预期。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料,本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧,本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 2.4：近 5 个榨季双周制糖比走势


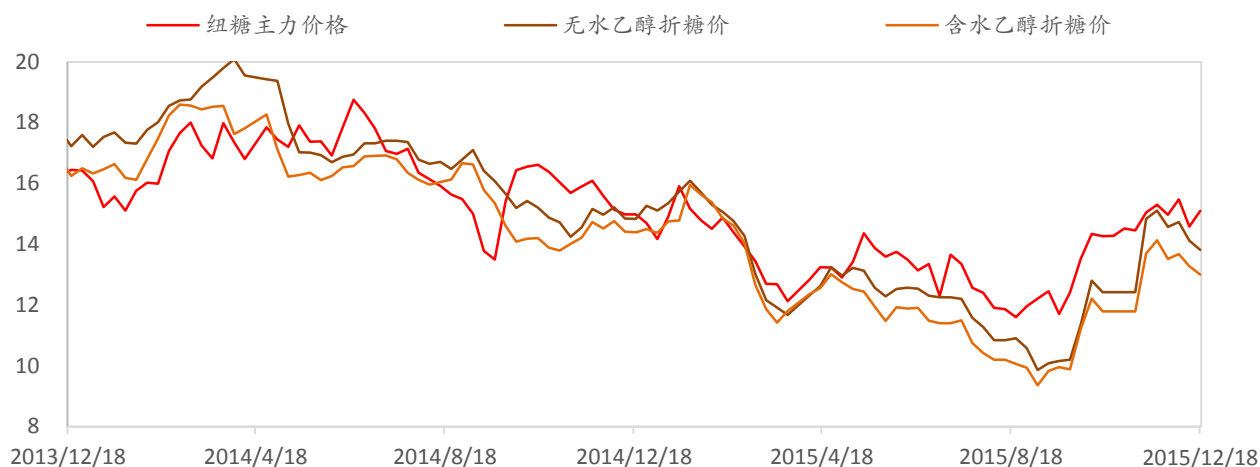
数据源：中粮期货

15/16 榨季，由于作物生长期降雨充足，利好甘蔗生长，因此累计压榨量预估值同比大幅提高至 5.9-6 亿吨，恢复至 13/14 榨季水平。但由于厄尔尼诺来袭，甘蔗压榨受阻，降雨造成的收榨损失天数较多。不仅如此，降雨还令甘蔗含糖量减少，进而影响出糖率。截止 11 月底，累计甘蔗入榨量为 5.63 亿吨，同比增长 1.64%；出糖率 13.27%，同比下降 3.2%。

15/16 榨季巴西乙醇消费猛增，主要原因在于政府两度（变相）提高汽油价格：2015 年 2 月起巴西开始恢复对汽油征收 0.22 雷亚尔/公升、柴油 0.15 雷亚尔/公升的消费税；9 月 30 日巴西国有石油公司宣布上调汽油出厂价 6%。该举措令含水乙醇与汽油比价走低，刺激了含水乙醇的消费。截止 11 月底，累计含水乙醇销量达 130.41 亿升，同比增长 41.08%；乙醇总销量达 202.74 亿升，同比增长 24.86%。除天气的被动影响之外，强劲的乙醇消费促进了乙醇生产，乙醇生产收益好于食糖，令糖厂更加倾向生产乙醇。在上述因素的综合作用下，15/16 榨季制糖用蔗比大幅下滑。截止 11 月底，累计制糖用蔗比为 41.32%，同比减少 2.12 个百分点。榨季总制糖用蔗比预估值仅为 40.6% 左右，按此计算，糖产量预估值为 3036 万吨，同比上榨季 3200 万吨下降 5.13%；乙醇产量 273 亿升，同比增长 4.42%。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 2.5：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

对于 16/17 榨季，由于 15/16 榨季降雨令压榨受阻，预计将有近 4000 万吨未压榨甘蔗留到下榨季。因此，16/17 榨季甘蔗入榨量预估值高达 6 亿吨。制糖用蔗比方面，随着国际糖价触底回升，食糖生产收益已经好于乙醇，预计制糖用蔗比将回升至 43% 左右。按此计算，16/17 榨季糖产量预估值为 3294 万吨，乙醇产量为 269 亿升。目前，15/16 榨季已接近尾声，乙醇后续产量所剩不多，但国内库存同比大幅减少，供需将偏紧，或推升乙醇价格，令糖厂生产乙醇的意愿增加。而且，糖厂财务问题仍存在，为了较快的获得现金流，糖厂也许会选择生产乙醇。这些因素都有可能令制糖用蔗比走低。

2、印度

印度作为全球第一大消费国，基本处于自给自足的状态。但由于近几年糖产量连续盈余，印度政府为了缓解国内压力，开始实施出口补贴政策，鼓励国内食糖出口。14/15 榨季，印度国内食糖产量创历史新高，达到 2830 万吨。与此同时，印度库存高企，国内糖价持续下滑。在此背景下，9 月印度政府宣布 15/16 榨季计划强制出口 400 万吨食糖。12 月初，印度政府公布了包括补贴政策在内的出口细则。细则中指出，将 2.55 亿吨甘蔗压榨量作为上限，对压榨的甘蔗给予 45 卢比/吨补贴，强制出口量为 400 万吨出口配额的 80%，即 320 万吨。按此计算，

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

出口糖的补贴金额为 3856 卢比/吨。按目前印度国内价格计算，当国际糖价达到 15 美分/磅以上时，印度出口才有利可图。但细则中并没有指出如果出口量没有达到要求的惩罚措施。不过如果出口量达不到要求，糖厂将不能获得补贴。因此，如果国内糖价上涨幅度超过补贴金额和出口许可证成本，那么糖厂或出口商将更倾向在国内销售。此外，细则中还表示，政府将继续监管国内和国际市场，如果价格上涨，该出口政策可能会调整或取消。

由于受到厄尔尼诺的影响，印度西南季风降雨量远低于历史平均，各主产地饱受干旱之苦，其中作为印度最大主产区的马邦受灾最为严重。随后，印度迎来东北季风，但降雨情况依旧不理想，旱情未得到缓解。这严重影响了间作期间甘蔗的生长。印度 15/16 榨季糖产量预估值大幅下滑，预估区间主要为 2550-2750 万吨，其中马邦为主要减产地区，预计减产达 100 万吨以上。对于 16/17 榨季，旱情的影响将继续体现，产量预估值进一步下滑。印度将在近七年首次出现供需缺口。

消费方面，考虑到经济增速、人口增速、以及城镇化等因素，预计印度消费增速仍将保持较高水平。15/16 榨季印度国内食糖消费预估值达 2550 万吨，同比增长 2.2%。

3、泰国

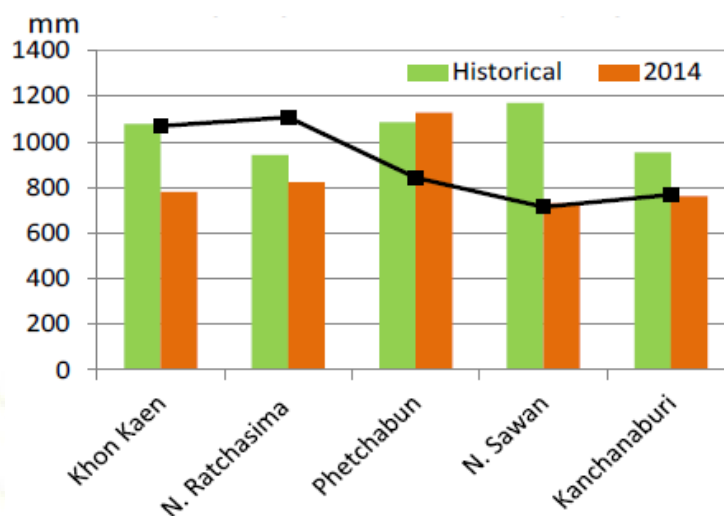
泰国作为全球主要出口国之一，近几年产量大幅增长，已跻身成为全球第二大出口国。去年 5、6 月份，泰国遭受旱情困扰，市场纷纷调低了 14/15 榨季糖产量预估值。但后期迎来降雨，缓解了旱情。随着榨季生产的逐步进行，糖产量数据并没有出现大幅下滑，累计甘蔗压榨量还创历史新高，达到 1.06 亿吨，糖产量仅小幅下滑，达到 1120 万吨。

今年作物生长期间，泰国再次遭受干旱。但与去年不同的是，今年干旱持续时间较长，中部和北部地区整个间作期间降雨量大幅低于平均水平，预计甘蔗单产将受到影响。但东北部地区降雨充足，高于平均水平，预计甘蔗长势较好。加之水稻收益较差，农民改种甘蔗，令甘蔗种植面积增长。综合考虑，预计 15/16 榨季糖产量基本与上榨季持平。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 2.6: 泰国 2015 年 5-10 月累计降雨量



数据源: Platts Kingsman

出口方面，由于今年糖价整体处于低位，泰国原糖迟迟不愿出口，出口量大幅走低。与此相反，白糖出口十分强劲。今年 1-10 月累计原糖出口量为 300 万吨，同比下降 15%；累计白糖出口量 360 万吨，同比增长 43%。其中，向缅甸、老挝、越南的出口量大幅走高，大部分走私至中国。目前，泰国食糖库存已所剩无几。

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。14/15 榨季，累计产糖量达 1748 万吨。但 15/16 榨季，种植面积同比下降了 13%，而且干旱令单产降低，因此糖产量预估值大幅下滑，仅为 1412 万吨。

2017 年，欧盟将取消配额生产制度，这将令欧盟糖产量大幅增长，达到自给自足，甚至由净进口地区转变为净出口地区。

5、其他主产国

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

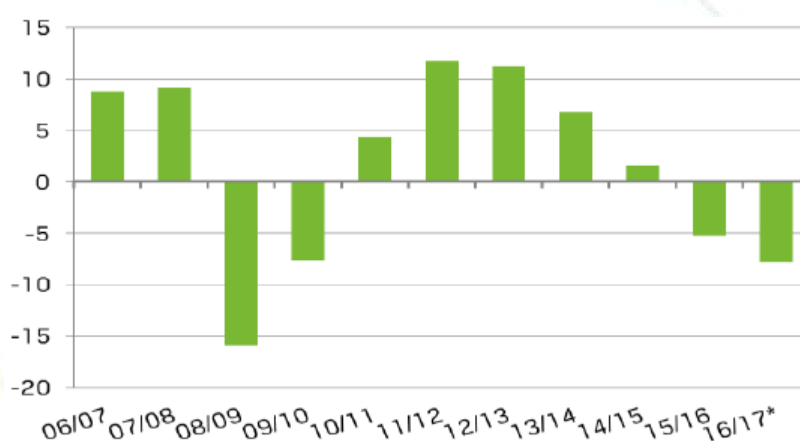
中美洲也是厄尔尼诺主要受灾地区之一，旱情十分严重。其中，危地马拉由于拥有良好的灌溉系统，影响较小。但萨尔瓦多旱情最严重，减产幅度或达 20% 以上。古巴情况也类似，不仅间作期间遭受干旱，开榨初期还迎来大幅降雨，阻碍了开榨进度，产量预计也将受到影响。

最为主要进口国之一，印尼 2015 年总计进口许可证发放数量比去年增加了 22 万吨，达 302 万吨。目前，市场有传言称印尼政府会在近期发放两季度的许可证，总数在 180 万吨。如果属实，印尼很可能成为 2016 上半年最大的进口商。12 月中旬，印尼农业部建议 2016 年总进口量为 320 万吨，如果审议通过，明年印尼进口量或将继续增长。

三、国际市场展望

国际糖市在经历了连续五年供给盈余后，终于迎来减产周期，15/16 榨季预计出现供需缺口。目前，市场对新榨季供需缺口预估值存在较大分歧，预估区间为【150,820】万吨。其中，著名咨询机构 Kingsman 在最新报告中表示，预计 15/16 榨季全球供需缺口为 526 万吨，16/17 榨季，预计供需缺口将进一步扩大，预计为 781 万吨。

图 2.7：全球食糖供需盈余/缺口（百万吨）



数据来源：Platts Kingsman

供给方面，由于巴西、印度、欧盟等主产国减产，15/16 榨季全球食糖总供给同比下滑，降幅为 3% 左右。消费方面，由于全球经济增速放缓，以及人们对健康饮食的关注加强，食糖消费增速受到限制。但作为第一大消费国，印度消费增速仍将保持较高水平。此外，泰国原糖

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

制乙醇的消费仍保持强劲，预计达到 30-40 万吨。综合考虑，15/16 榨季全球食糖消费增速约为 1.9% 左右。16/17 榨季消费增速继续小幅下滑，减至 1.7% 左右。

贸易流方面，由于巴西减产，明年一二季度原糖净贸易流将出现紧缺，但随着巴西 16/17 榨季糖产量的恢复，明年三季度净贸易流将出现盈余。白糖情况不尽相同，由于明年一季度印度低品质白糖出口量较大，净贸易流将出现小幅盈余，但二季度由于中东需求强劲，将出现 30 万吨左右的缺口，三季度情况类似，但缺口有所减小。

图 2.8：原糖季度净贸易流情况（千吨）

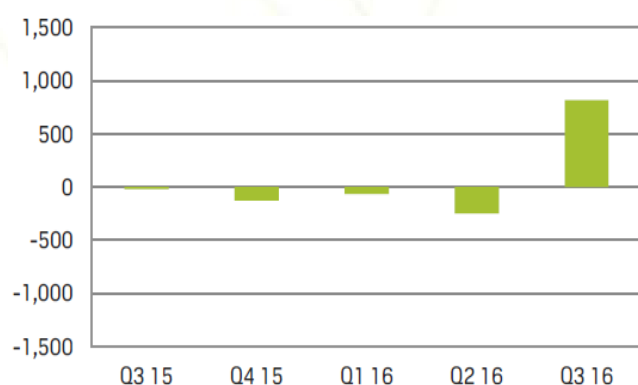
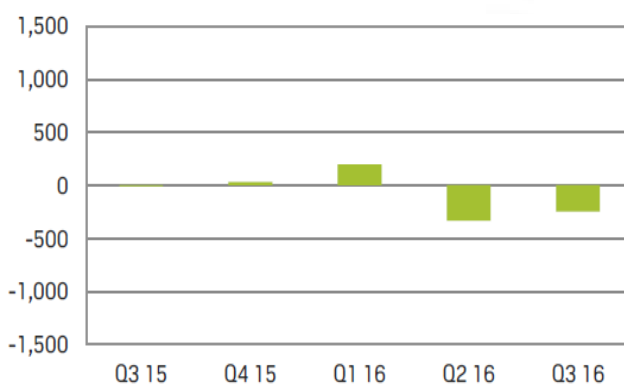


图 2.9：白糖季度净贸易流情况（千吨）



数据源：Platts Kingsman

总体来说，15/16 榨季全球食糖市场处于去库存阶段，价格呈区间震荡走势。底部支撑为巴西乙醇价格，目前巴西含水乙醇折糖价为 13.20 美分/磅左右。进入榨季尾声，乙醇供给偏紧，可能进一步推升价格，对糖价的支撑也将相应增强。区间阻力为印度出口价格。目前，印度低品质白糖港口离岸价格约为 385-390 美元/吨，按此计算，当国际糖价达到 15 美分/磅以上时，才存在出口利润。由于印度国内减产和强制出口政策利好国内糖价，近期糖价大幅上涨。如果后期涨势继续，这将令印度出口价格进一步上涨，以印度出口价格计算的国际原糖顶部也将相应提高。

长期来看，15/16 榨季国际糖市从供应盈余转为供需缺口，16/17 榨季供需缺口预计进一步扩大，国际糖价受此影响将进入长期上涨通道。但需密切关注天气好转以及糖价攀升对供应造成的压力。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

更多资讯，欢迎扫描二维码！

**中粮期货研究院(Institute of COFCO Futures Co., Ltd)**

地址(address): 北京市东城区东直门南大街 5 号中青旅大厦 15 层 邮政编码: 10007

15th Floor, CYTS Plaza No.5 Dongzhimen South Ave, Beijing P.C: 100007

电话(phone): 010-5913 7331 传真(fax): 010-5913 7088

中粮期货研究院是隶属于总部的研究部门，负责公司的基础研发工作，服务前台业务部门和中粮集团实业部门，承担维护公司品牌和提升公司形象的职责，同时从事高端产业客户和机构客户开发、维护和增值服务。研究领域覆盖宏观经济，农产品，化工品，金属，建材，能源等方面，拥有一只高素质的专业团队，具备丰富的行业经验，国际化的视野和积极向上的精神。研究院依托中粮集团强大的现货和期货背景，运用基本面分析和宏观分析，为高端产业客户和机构客户提供套期保值，基差套利，价差交易等咨询服务；在公司原有的经纪服务基础上，强化对客户的纵深服务和专业服务。

The Futures Research Institution is attached to COFCO Futures headquarters. It is responsible for business related research and development. Moreover, it is also engaged in high-end industrial and institutional clients' maintenance and provides them with value-added services. Macro-economy and bulk commodities, including primary products, chemicals, metals, building materials, energy, etc. are all covered in its routine. Based on COFCO Group's strong background in physical commodities and futures markets, the Futures Research Institution provides advices and reports of hedging, basis arbitrage, spread trading as well as other consulting services to our valued customers through fundamental and macro analysis. Despite of the elementary brokerage business, the Research Institution is more focused on providing specific and professional services.

【法律声明】

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监会批文号：证监许可[2011]1453）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。