

# 糖真要进入熊市吗？

## ——论本榨季及四季度供需

白糖投资策略报告

2017/11/17

### 摘要：

文中分析了新榨季整个供需环境的核心供应不是国内增产了多少糖，而是在依然巨大的产需缺口面前如何去弥补缺口的问题。政策是核心力量，弥补产需缺口的关键就是进口与国储糖的供应。在进口政策强化的中国糖市中，国储糖的投放多寡是关键因素，价格上低于成本线投放不符合国家进口管控调控的政策目的，不符合中央保障老少边穷地区蔗农增收，糖企稳定经营，糖价稳定的精神。因此，17/18 榨季糖市运行由政策主导，中国糖市不能按市场角度去定义为熊市，而是政策主导下的大区间震荡市。下方有政策底线，上方有市场压力。16/17 榨季国内现货价格围绕 6600 为中轴上下 600 点运行，17/18 榨季增产幅度大于 16/17 榨季和国内政策管控现实共同作用下，震荡区间缩小，价格围绕 6500 中轴上下 500 点波动运行。现货的价格运行区间预计在 6000-7000 元/吨。针对四季度行情，主要是阶段性局部性供需紧张和对 12 月旺销导致有效性流通不足支撑糖市，12 月底前国内糖市并不悲观。

研究员：陈乔

联系电话：0531-81678626

电子邮箱：cq545900@163.com

公司地址：济南市市中区经七路 86 号

证券大厦 15、16 层

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.luzhengqh.com

微信公众共号：lzqyjs



微信服务号：lzqyfw



# 糖真要进入熊市吗？

## ——论本榨季及四季度季供需

自国庆节过后，国内糖市期现货市场整体走势震荡上涨之反弹态势，期货价格更是快速上涨修复了与陈糖的大幅贴水，整个反弹主力合约从 5992 低点反弹至 6500 上方累计 500 余点，突破了从 2016 年 11 月底的高点 7300 上方快速下跌至 6000 下方区间的为其一年的下行通道。11 月 16 日-17 日，期价快速下跌，再度进入下行通道？面临增产周期下的 2017/2018 榨季，市场弥漫着熊市的味道，难道中国的糖市真要进入熊市？目前的供需形势和政策环境支持吗？我们结合新榨季供需和政策情况及市场热议的四季度行情分析如下：

图 1：郑州白糖主力连续合约周 K 线图

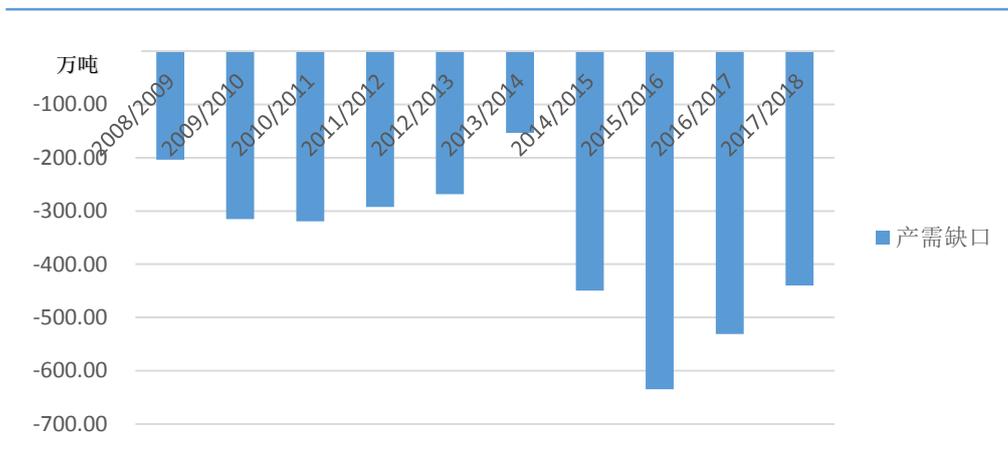


数据来源：文华财经，鲁证期货研究所

### 增产周期下的产需缺口依然很大

17/18 榨季是中国进入增产周期的第二年度，中糖协对 17/18 榨季产量预估为 1020 万吨左右，同比上一榨季增加约 90 万吨，消费水平相对稳定，按 16/17 榨季预估的 1480 万吨计算，国内产需缺口到达 460 万吨，缺口继续呈现下降趋势，但相较于 2008-2014 年以前的任何一个榨季缺口都大 100 万吨以上。

图 2: 中国食糖产需缺口



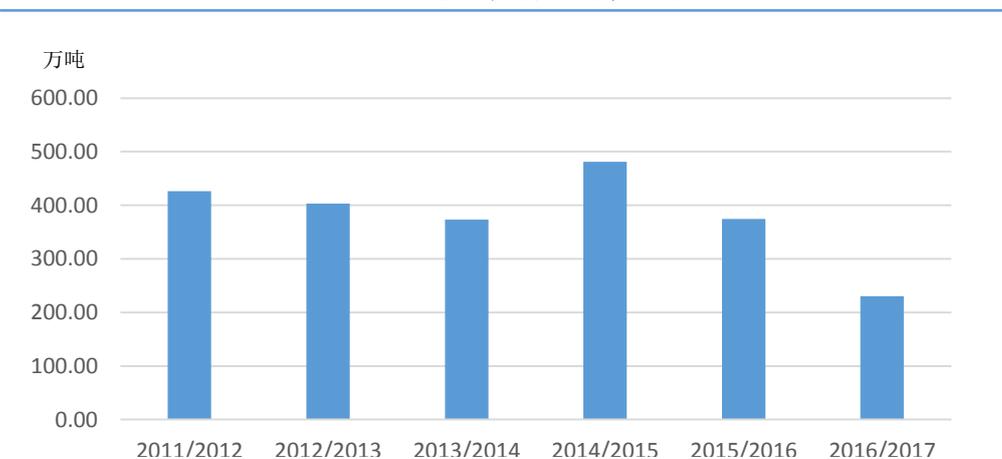
数据来源：中国糖协，鲁证期货研究所

### 进口管控政策加码

自 2014 年底开始国家对食糖进口陆续执行了进口配额自动许可管理和行业自律政策，2017 年从保障老少边穷地区 4000 万糖农的利益和糖企稳步经营的角度出发实施了贸易救济保障政策，进口管控程度逐步加深。

前文图 2 可以看出，国内一直存在产需缺口。往年，国内产需缺口基本上是通过进口来弥补，自 2014 年底进口管控政策加码后，进口量在持续下降（见图 3）。16/17 榨季中国食糖进口仅 228 万吨的规模，是近六个榨季以来进口规模最低的一个榨季。2017/18 榨季，在继续维持进口管控三大政策的前提下，进口规模预计难有大规模改变。则弥补国内巨大产需缺口的形式从单纯的进口转向进口+国储双重调节。

图 3: 中国食糖榨季进口量



数据来源：中国海关，鲁证期货研究所

### 国储糖是新榨季的核心供应

国储糖收放调控是国家食糖安全的保障，收储已经是好几年前的事情，上个榨季主要是投放储备糖保障市场供应和稳定物价。2016/17榨季，中央总计投放约100万吨储备糖，有效的缓解了阶段性供需矛盾。2017/18榨季，国储糖投放多寡关乎国内供需平衡问题。从保护稳定老少边穷地区糖农的利益角度出发，实施贸易保障救济措施的三年时间里(2017年5月22日至2019年5月22日止)，国储糖投放将不会以打压糖价为目的，有效保障市场供需平衡是核心。根据前文分析我国产需缺口460万吨，正规有效进口趋稳，国储糖投放成为重要力量。

### 相对价格的边际意义

糖价的高低会影响食糖的需求，改变糖源的供应。不同价格水平在不同时间点反应的意义不一样。

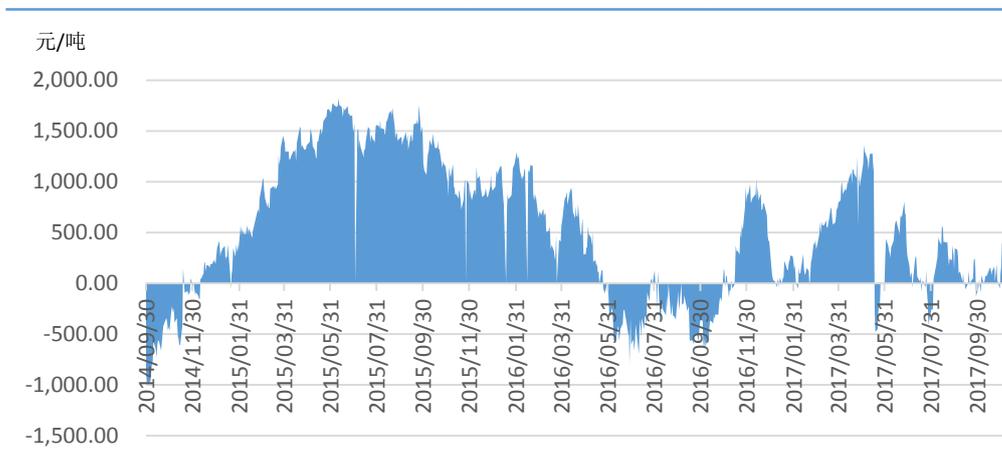
国储糖的价格由政府指定竞拍底价，由市场根据需求调节价格的高低，2016/2017榨季国储糖累计投放100万吨，榨季初期投放两批储备糖，投放底价都是6000元/吨，成交价高于6700元/吨以上。16/17榨季末期分两批投放的国储糖竞拍底价都是6500元/吨，成交价在6500-6600元/吨，均高于国产糖的制糖成本和当时的产区食糖价格。刚刚结束的南宁糖会上，对于新榨季要求，会议希望制糖企业要落实党中央国务院精神，稳定糖价在6500左右，因此国储糖低于6500以下价格投放的可能性不大。

对于国产糖而言，价格主流以广西糖为主导，主要原因在于其市场份额占比较大，占国产糖份额的60%左右，这就导致广西糖的成本线也就成为了影响国内糖价的相对底线。16/17榨季广西吨糖成本6000元上方，2017/2018榨季广西甘蔗价格大概率在500元/吨，吨糖成本在6000元/吨附近，成本和16/17榨季相当。在16/17榨季全国食糖行业刚刚扭亏为盈，在政策保护密集期间，糖价下破成本的可能性预计不大。按成本进行生产利润套盘，近月801合约数量有限能套的不多，但远月合约处于成本线边缘，交盘意愿预计不强，因套盘不如销售现货来得有利。

对于进口糖或者说走私糖来说，自2014年底以后，国家对进口糖进行严格管控，限制了正规进口糖的数量，但是走私糖的数量不容易管控，内外价差急剧拉大后(见图4)，走私糖冲击十分明显，特别是2015年走私糖的冲击最为

严重，2016 年内外价差出现一段时间缩小，走私糖进入较少，2017 年内外糖价差继续加大，但幅度相较于 2015 年减少，因增加贸易保障税，内外价差相对较小，近期原糖继续反弹，正规进口糖内外套利润空间不大，加上数量上的控制，套保阻力较大。并且原糖是国际化市场，也是国内市场上行的市场压力，原糖反弹的压力在 17 美分附近，对应国内 6800 以上。不过 6800 的国内糖价不免令市场担忧走私糖的冲击，这是不容忽视的问题。当然我们也看到，从“国门利剑 2017”到“海狼 2017”等大型打私行动力度加强，行业正在推广使用二维码防伪溯源技术以及加大社会力量支持工作等综合密集治理措施，走私糖数量将会趋于降低。

图 4: 内外糖盘面价差 (配额外)



数据来源：鲁证期货研究所

#### 四季度供需之修正

9 月中旬前笔者对 12 月底前的国内供需有超过 50 万吨的过剩预判。经过 9 月底国储糖实际投放数量不及预期，广西产区延迟至 12 月 1 日后方大面积开机(虽然有糖厂提前申请开机，但亦低于往年)生产，阶段性产量亦不及之前预计，我们对 12 月底前储备糖少投放 15 万吨（包括地方储备）和新榨季产量供应减少约 30-40 万吨的预计偏差进行修正，调整这两项供应后，四季度供需仅表现平衡而已。

然而，虽然我们给出四季度食糖市场全国整体供需平衡的预判，但是这在今年这样一个对预期看淡，中间商库存薄弱，套保力量预期急剧放大的背景下，出现局域性紧缺和阶段性生产受限影，导致有效流通不足的现象极有可能会发生，主要基于以下几个方面的考虑：

1、基于对中国进入增产周期后的悲观预期，三季度以前，国内现货糖价缓慢下调，郑州白糖期价快速重挫，市场看淡未来，导致中间商囤货意愿急剧降低，第三方库存下降快速。目前山东仓单基本上流向现货，仓单已经完全注销，中间商库存非常低，11月底前中间商清库速度加快。另外，云南第三方库存量也低于去年同期，12月底前云南是没有新糖上市的，那么第三方库存消化会更加快速。广西产区仍有几大集团还未清库，但12月初以前面临开机生产，兑付蔗款和年底前偿还贷款压力下，清库也迫在眉睫，清库消息会频频出现在开榨初期。按常年来看，清库期糖价会有一个相对低点刺激市场需求，完成清库过程。

2、北方甜菜糖早已在9月底启动开机生产，目前生产正常，也是由于对未来看淡预期下，在生产利润可观（传甜菜糖成本仅5000余元/吨），盘面套保利润千元，套保意愿十分强烈，1701合约甜菜糖仓单注册20万吨糖，若超过20万吨，意味着将有更多的甜菜糖注册成仓单流向盘面。由此，在生产量一定的情况下，就会导致现货可流通量降低，减少北方市场实际供应压力，在12月季节性供需两旺的季节里，现货会表现坚挺。

3、2018年春节将在2月上旬，一般春节备货将会提前一个半月至两个月，也就是说12月是春节前备货最旺的时段，广西延迟至12月初开榨，有效供应减少的同时，北方销区中间商食糖不多，市场有效库存流通减少，加上物流费用上涨（比九月底涨50元/吨）和物流时间的影响，广西糖即便生产出来也无法在旺销前到达山东等北方销区销售，出现旺销期局域紧张。

4、天气的不确定性需要考虑。历来广西糖开机期间天气题材是影响行情驱动的一个方面，根据近期南方蔗区的天气情况看，昼夜温差不算大，11月底将引来持续降雨期，对想提前开机的糖厂或不利，若持续降雨，则压榨进度或受到影响，进而加剧推迟广西食糖上市进度。当然若天气良好，昼夜温差足够，则12月开机时广西甘蔗糖分累积加快，则增产及加快食糖产出有利于市场供应增加。

根据前文分析，新榨季整个供需环境的核心供应不是国内增产了多少糖，而是在依然巨大的产需缺口面前如何去弥补缺口的问题。政策是核心力量，弥补产需缺口的关键就是进口与国储糖的供应。在进口政策强化的中国糖市中，

国储糖的投放多寡是关键因素，价格上低于成本线投放不符合国家进口管控调控的政策目的，不符合中央保障老少边穷地区蔗农增收，糖企稳定经营，糖价稳定的精神。因此，17/18 榨季糖市运行由政策主导，中国糖市不能按市场角度去定义为熊市，而是政策主导下的大区间震荡市。下方有政策底线，上方有市场压力。16/17 榨季国内现货价格围绕 6600 为中轴上下 600 点空间运行，17/18 榨季增产幅度大于 16/17 榨季和国内政策管控共同作用下，震荡区间缩小，价格围绕 6500 中轴上下 500 点波动，现货的价格运行区间预计为 6000-7000 元/吨。针对四季度行情，主要是阶段性局部性供需紧张和对 12 月旺销导致有效性流通不足支撑糖市，12 月底前国内糖市并不悲观。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获取性资料，鲁证期货力求客观公正，但不保证这些信息的准确及完整，也不保证这些信息不发生任何更新，更不保证我们的建议或意见不会发生任何变更。报告中的信息和我们的意见乃至结论并不构成所述品种交易的出价或征价，投资者据此进行的投资行为与我公司和作者无关。

本报告版权仅为鲁证期货有限公司所有。未经授权许可，任何机构和个人以任何形式所进行的引用、翻版、复制及向第三方传播等行为均可能承担法律责任。

## 附：鲁证期货股份有限公司及咨询产品简介

鲁证期货股份有限公司（以下简称公司）是经中国证监会批准，由中泰证券股份有限公司控股，在山东省工商局注册登记的期货公司。公司总部设于山东济南，注册资本10.019 亿元。公司业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询和资产管理等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所三家商品期货交易所和中国金融期货交易所席位，是中国金融期货交易所全面结算会员。

公司研究所具有强大研发能力，现有研究人员 30 余人，均为研究生以上学历，部分人员具有海外留学经历。目前研究所可以提供一系列投资咨询服务，包括：微信服务、定期报告、调研报告、策略报告以及风险管理等服务。