



2017年2月20日

中银国际期货研究部

张忠超

F3007169

021-6108 8093

zhongchao.zhang@bocichina.com

郑糖窄幅波动，近期观望为宜

➤ 后市观点

国际糖市目前的焦点处于东南亚地区。市场对印度产量的预估开始下调到 2040-2100 万吨，使得市场人士对于印度在 16/17 榨季后期放开进口的预期增强。此外巴西榨季接近尾声，全球的焦点再次集中于东南亚地区。我们认为目前印度减产的消息对于全球市场的影响在消退，除非出现一些实质性的进展来推动糖价。总体看来，国际食糖市场 2016/17 制糖年度还将保持供给短缺的状况，在不出现意外风险因子的前提下，糖价继续维持高位震荡的格局不会出现突变。

国内方面，虽然是消费淡季，白糖现货报价过去一段时间并不显得疲弱，但也无力拉升。产销数据显示新榨季国内食糖总体供需形势良好，进口的压力也不是特别沉重，且进口成本维持高价位，对国内食糖现货价格构成一定的支撑作用。我们认为目前国内最大的变量在于进口方面，进口量的低水平以及进口成本的高水平，将使得短期内国内糖价维持高位。但是中长期的风险因素在增加，中长期走势则不宜过分乐观。此前市场期待的是贸易救济调查是否能进一步增加保护措施，但这个具有较大不确定性。

操作建议：近期郑糖的波动区间较窄，且期货价格相对于现货价格没有出现明显的升水，单边策略和期现策略均受限，我们建议在这种情况下观望为宜。

一、行情回顾

上周国内白糖期价出现小幅回落，总体上维持窄幅区间震荡行情，大部分的行情波动都在 60 日均线之上徘徊，现货报价也无新意，基本维持前面的报价，广西地区在 6800 元/吨上下浮动。截至上周五，郑糖主力 SR1705 合约收于 6840 元/吨，较前一周跌幅-1.00%；

上周原糖期价走势也比较平淡，整整一周都处于 20 美分之上震荡，国际市场信息也乏善可陈，没有出现实质性的利好或者利多消息。主力 1705 合约收于 20.29 美分/磅，较前一周跌幅-0.88%。

图 1: ICE 11 号原糖主力 1705 合约和郑糖主力 1705 合约日 K 线走势



资料来源：文华财经、中银国际期货研究

二、市场分析

1、本年度全球食糖供需将维持短缺，但 2017/18 年度将可能重新过剩

全球食糖供需在 2015/16 制糖年开始由过剩转为短缺后，在 2016/17 年供需短缺的状况还将延续，但在 2017/18 制糖年，全球食糖的短缺情况大概率将结束，总体供需将可能重新出现过剩。据美国农业部的数据，2016/17 制糖年全球食糖产量为 1.71 亿吨，全球食糖消费量为 1.74 亿吨，

短缺约 300 万吨，从而期末库存在 2016/17 制糖年将降至 3079 万吨，是近 5 年来的最低库存水平。

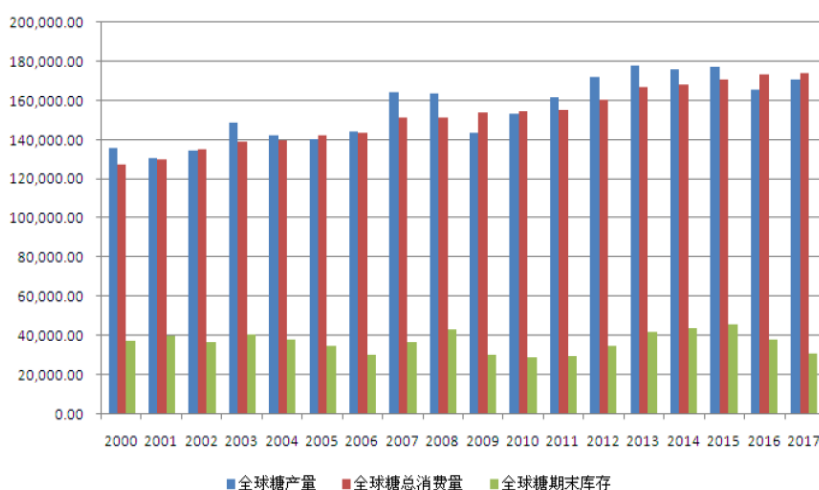
从主产国的情况来看，行业组织 Unica 称，巴西中南部地区的糖厂在 1 月下半月压榨了 58.94 万吨甘蔗。2016/17 甘蔗作物生长和压榨季节正接近尾声。Unica 称，1 月下半月中南部地区糖厂生产了 1.14 万吨糖及 4,480 万公升乙醇。巴西是全球最大的糖生产国和出口国，中南部地区种植该国大约 90% 的甘蔗。从去年 4 月 1 日榨季开始至今年 2 月 1 日，中南部地区糖厂共压榨了 5.938 亿吨甘蔗，同比下滑 0.1%；糖产量同比增加 15.4% 至 3,530 万吨，乙醇产量则下滑 8% 至 250 亿公升。

印度 2016/17 榨季的国内食糖产量可能会继续下修，接近 2000 万吨，使得市场很多人士猜测本榨季后期印度可能会下调关税，放开进口以弥补国内食糖产量的短缺。

泰国甘蔗和糖协会办公室 (OCSB) 于 1 月 17 日称，由于去年的干旱导致部分蔗农改种其他作物，泰国 2016/17 年度糖产量料下滑 3.1%。该协会官员称，受干旱及糖价低迷打压，泰国 2016/17 年度糖产量料为 930-940 万吨，低于 2015/16 年度的 970 万吨。

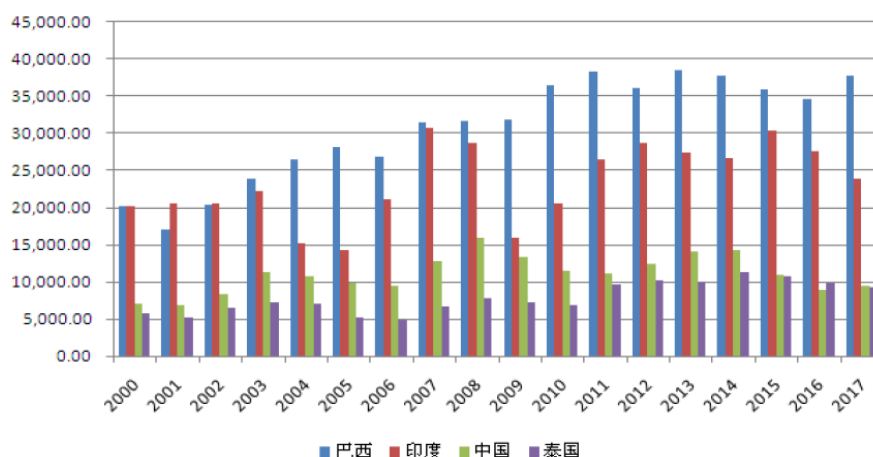
因此，我们认为在全球 2017/18 榨季来临之前，全球库存水平在继续走低，而在目前没有突发利好的情况下，原糖价格仍将维持高位震荡的格局。

图 2：全球食糖供需情况（单位：千吨）



资料来源：WIND、中银国际期货研究

图 2：各主产国食糖产量（单位：千吨）

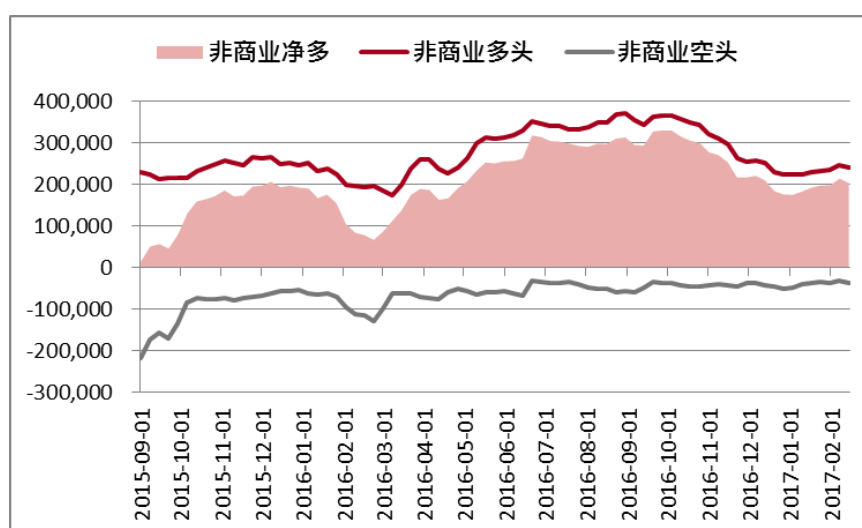


资料来源：WIND、中银国际期货研究

2、CFTC 净多持仓小幅回升，市场前景阶段性向好

CFTC 持仓方面，截止2月14日当周，非商业多头持仓为239,871手，非商业空头持仓36,795手，非商业净多持仓203,076万多手，较前一周减少了10,743手。虽然本周非商业净多持仓出现1万多手的减持，但从近期的连续增持来看，仍旧处于近期的高位。

图3：CFTC 11号原糖净多持仓变动走势（2015年9月1日-2017年2月14日）



资料来源：WIND、CFIC、中银国际期货研究

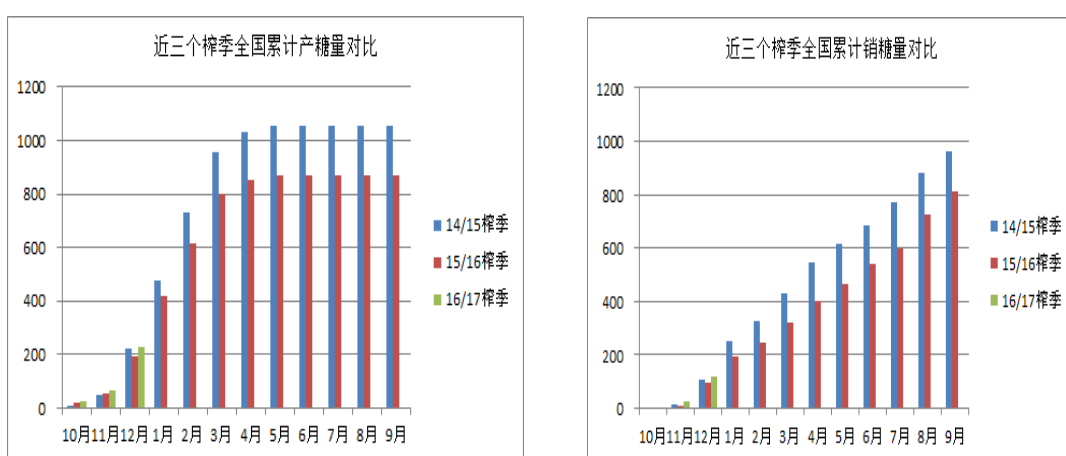
3、国内食糖产量小幅回升，整体产销情况良好

国内方面，截止2016年12月31日，国内累计产糖229.66万吨，同比增加38万吨，累计销糖116.71万吨，同比增加20.34万吨，产销率为50.82%，同比增加1.57个百分点。产销情况表现良好。市场预期2016/17榨季中国

食糖产量将达到 930-960 万吨，同比增长约 7%。

从 2016/17 榨季开始，国内食糖产量进入增产周期，但是相较于国内的需求来说，仍旧存在较大的供应缺口，这一部分要靠进口、走私、抛储来弥补。因此，从长期来看，国内纯粹的增产不会过多地改变供需格局，变量仍旧聚焦在缺口来源的变动上。缺口的存在将使得国内糖价下方的支撑较强，但是，季节性压力也不可忽视，后续接近两个月国内新糖仍会源源不断地上市，我们认为季节性压力短期仍会对国内糖价造成压制。

图 6：近三个榨季国内产销变动

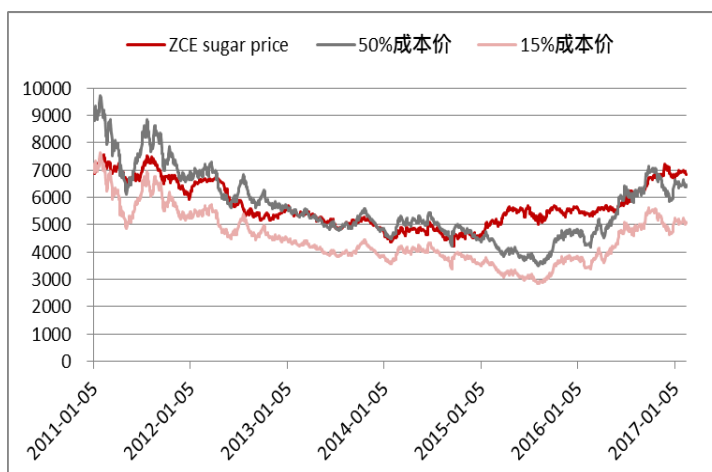


资料来源：WIND、中银国际期货研究

4、原糖震荡偏弱，进口利润出现

国际原糖冲高回落，内外价差从零线附近走阔，配额外进口利润 200 元左右，按上周五郑糖收盘价与原糖收盘价计算，50%关税配额下的进口利润，巴西原糖进口精炼利润为 242 元/吨，泰国原糖进口精炼利润为 162 元/吨。进口成本较郑糖以及国内南方产区现货报价接近，有利于支撑国内现价维持高位。

图 6：配额内（配额外）关税进口精炼糖成本走势（元/吨）



资料来源：WIND、中银国际期货研究

四、后市展望

国际糖市目前的焦点处于东南亚地区。市场对印度产量的预估开始下调到 2040-2100 万吨，使得市场人士对于印度在 16/17 榨季后期放开进口的预期增强。此外巴西榨季接近尾声，全球的焦点再次集中于东南亚地区。我们认为目前印度减产的消息对于全球市场的影响在消退，除非出现一些实质性的进展来推动糖价。总体看来，国际食糖市场 2016/17 制糖年度还将保持供给短缺的状况，在不出现意外风险因子的前提下，糖价继续维持高位震荡的格局不会出现突变。

国内方面，虽然是消费淡季，白糖现货报价过去一段时间并不显得疲弱，但也无力拉升。产销数据显示新榨季国内食糖总体供需形势良好，进口的压力也不是特别沉重，且进口成本维持高价位，对国内食糖现货价格构成一定的支撑作用。我们认为目前国内最大的变量在于进口方面，进口量的低水平以及进口成本的高水平，将使得短期国内糖价维持高位。但是中长期的风险因素在增加，中长期走势则不宜过分乐观。此前市场期待的是贸易救济调查是否能进一步增加保护措施，但这个具有较大不确定性。

操作建议：近期郑糖的波动区间较窄，且期货价格相对于现货价格没有出现明显的升水，单边策略和期现策略均受限，我们建议在这种情况下观望为宜。

免责声明

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，而中银国际期货有限责任公司（简称“中银国际”）不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中银国际认为可靠，但中银国际不能担保其准确性或完整性，而中银国际不对因使用此报告而引起的损失负任何责任。阁下不能依赖此报告以取代自己的独立判断。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中银国际的立场。中银国际可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中银国际于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中银国际未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

若干投资可能因不易变卖而难以出售，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告并非针对或意图派发给或为任何就派发、发布、可得到或使用此报告而使中银国际违反当地注册或牌照规定的法律或规定或可致使中银国际受制于当地注册或牌照规定的法律或规定的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民。

此报告的版权属中银国际，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中银国际。未经中银国际事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中银国际期货有限责任公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标识均为中银国际的商标、服务标记及标识。

中银国际可在法律许可下于发表材料前使用此报告中所载资料或意见或所根据的研究和分析。

中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话:61088088
传真:61088066
客服热线: 400 8208899

中银国际期货有限责任公司 上海世纪大道营业部

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话:61088088
传真:61088066

相关关联机构:

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话:(8621) 6860 4866
传真:(8621) 5888 3554

中银国际证券有限公司

中国香港
花园道 1 号
中银大厦 20 楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513