

2015 年白糖投资分析报告

在动态中把握白糖市场熊转牛的节奏

1 引言：白糖真的到了熊转牛的时候了吗？

在已有的期货品种中，除沥青、两板、动力煤等沉淀资金较少的品种因品种设计的内生缺陷导致的走势无序的话，很少有品种的走势比白糖更扑朔迷离，而近日临近交割月的 1501 合约巨额持仓量下的逆市大幅度上涨（这将成为多逼空的经典，后期可能会演变成空逼多，这是产业资本参与下的利益集团的合作，不能寄希望于通过注册仓单高价在期货上卖糖来解决），更增加了对白糖走势把握的难度。

看多者从“周期说”（内生减仓）和“春节采购说”中获得自我论证的张力，从近日央视关于蔗农无奈放弃甘蔗种植的报道中得到安慰，满怀激情地等待着 2008 年那场暴风雪的到来；看空者紧紧盯着全球和我国巨大的库存，盼望着直补政策的到来，幸灾乐祸地看着糖厂迫于资金链条的压力不得不低于成本价销售的无奈，在抓狂中等待原油的进一步下跌和俄罗斯经济崩溃。多空的无情，连同远离期货价格发现功能和风险规避功能的 1501 合约多逼空上演，一时间白糖市场将投资者追逐利润的最肮脏的本性暴露无遗，而我国的一些管理部门，除了沿袭将白糖行业引入巨大灾难的收储思维、毫无根据地抛出如广西种植面积减少 250 万亩的言论、照搬差异巨大的棉花一些政策

主张、有选择地做一些有悖于事实的报道外，看不出谁在真正关注蔗农和消费者的利益，除了作为糖厂的代言人外谁在真正为解救糖厂的困境而努力。

对于政策等的评述和建议不是本文的重点，本文试图以作者一贯倡导的“科学的态度”为出发点，借助于经济学原理，回答白糖是否到了熊转牛的时候，以及，如果是，那是“就在今天采摘生活的玫瑰”，还是需要等到二次见底的“冰河时代”？在作者看来，尽管白糖的“妖性”如同股市的“任性”一样，让人难以把握，但是有一点可以肯定，供需关系决定了白糖的走势。政策干预、天气状况、国际环境、种植意向等的变化，无不通过供需变化影响价格走势。甚至利益集团的错误引导信息也能通过影响短期内的供需预期变化来改变短期价格走势，如果这种错误的信息导致了成本等的永久变化，也会改变中长期的供需关系。总的来说，供需形势的分析是价格走势分析的逻辑起点，也是把握白糖市场价格走势的正确选择。本报告结合作者 2014 年 11 月 3 日到 7 日在广西主产地实际考察和后续的研究，对白糖消费量、种植面积、产量进行了重新评估，对国外供需平衡关系进行了重构（将全球中去掉中国，否则两个市场将会出现共线性问题），试图对白糖市场的价格走势给予客观的分析。

应该指出的是，本文的分析思路与作者之前（2014 年 12 月 14 日）的《棉花市场的过去、现在和将来》的思路是完全一致的，如果你认为作者在棉花市场中主张贸易自由、对于入库检测等扭曲市场配置的行为给予了批判，而在白糖的市场中却主张贸易保护、对于非竞争性

行为给予一定的容忍，存在着自相矛盾的话，那一定是没有真正理解作者的思路，不过，这并不影响你理解本文对白糖供需情况的分析。在除了变化为唯一不变的变化世界里，没有人会准确预测未来，我们能做的仅仅是对变化的世界做一些动态的分析而已。

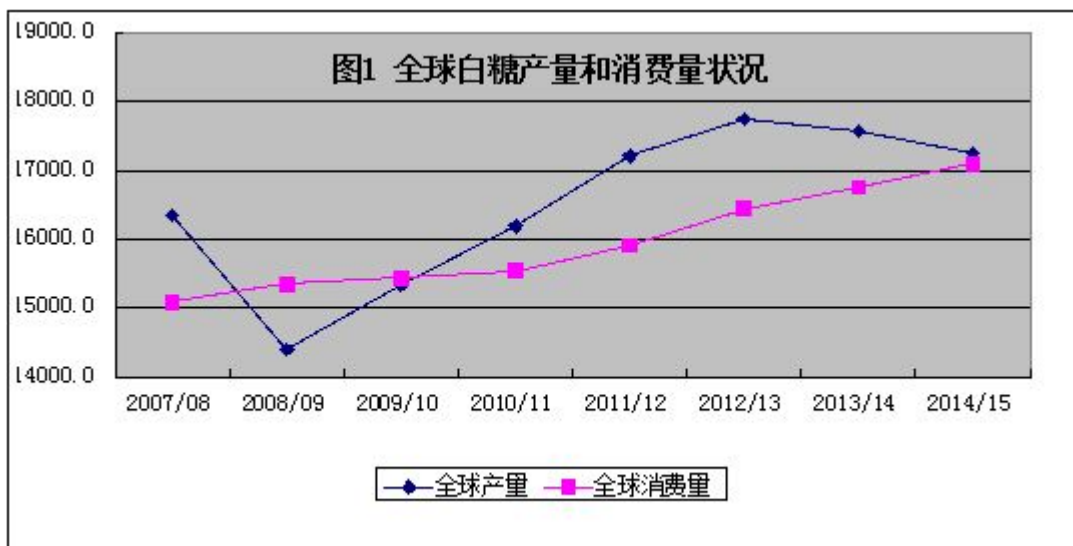
2 全球白糖从增量过剩向存量过剩转变

与工业品不同，消费者对农产品的需求相对稳定，价格主要取决于供给，供给长时期取决于投资的收益与成本比较，在生长期内主要取决于天气的变化。白糖除了农产品属性外，还具有一定的工业属性和金融属性，对它的分析应该以供给为主，兼考虑需求。

2.1 全球白糖的供需基本状况：USDA 报告

对于白糖的供需形势的分析，尽管有不少信息可以参考，但是，最权威的数据是美国农业部（USDA）每年 5 月份和 11 月发布的报告。作为趋势分析，而不是短期的判断，USDA 报告更好一些。

从图 1 可以看出，自 2009/10 年度以来，白糖的产量一直超过需求量，但是产量自 2012/13 年以来在缓慢降低，消费量也一直保持着上升，全球正在从增量过剩向存量过剩转变。图 2 为 5 月份的报告。



数据来源：美国农业部（USDA）2014年11月20日报告



数据来源：美国农业部（USDA）2014年5月22日报告

表 1：全球白糖供需平衡表

年度	期初库存	产糖量	进口量	消费量	出口量	期末库存	库存消费比
2014/15	4362.0	17245.8	5176.3	17099.6	5369.7	4221.5	24.69%
2014/15*	4551.2	17558.9	5003.7	17052.8	5524.1	4444.1	26.06%
2013/14	4250.5	17501.0	5183.7	16722.7	5743.7	4362.0	26.08%
2012/13	3512.9	17755.7	5099.1	16472.5	5529.3	4250.5	25.80%
2011/12	2928.1	17229.7	4840.0	15920.8	5501.9	3512.9	22.06%
2010/11	2767.2	16189.0	4933.9	15576.3	5385.7	2928.1	18.80%

2009/10	2870.0	15336.8	4831.7	15438.1	4833.2	2767.2	17.92%
2008/09	4202.2	14401.4	4192.7	15348.8	4577.5	2870.0	18.70%
2007/08	3272.9	16353.6	4751.5	15085.5	5090.3	4202.2	27.86%

数据来源：美国农业部（USDA）2014年11月20日报告；2014/15*为5月份报告预测的值

表1是根据USDA报告整理的从2007/08到2014/15年度全球白糖供需平衡表。注意由于USDA的报告每次对近5年的产量、消费量、进出口数据、期末库存进行调整，也没有给出平衡表，2007/08年至2009/10三年的数据根据历史数据和平衡表关系进行了调整。

从表1可以看出，2014/15白糖全球的期末库存将达到4221.5万吨，库存消费比达到24.69%，期末库存和库存消费比从历史高位回落。与上期5月22的报告相比，最新的报告下调了产量，上调了消费量，调低了期初库存，结果期末库存比5月份报告调低了220.6万吨，比重新调整过的2013/14年度库存相比，期末库存下调了140.5万吨，全球逐步进入去库存阶段。



图3：全球白糖产量、消费、期末库存时间序列图

结合表 1 和图 3 可以看出，全球白糖的消费量相对稳定，产量受种植面积和天气影响，变化相对较大。2007/08 年度较高的库存，与当年原糖价格大跌相对应，由于 2008 年冬天北半球极端的天气，2008/09 年度大幅减产，2008/09 年库存大幅下降，以后库存随产量不断上涨，出现了连续四年的上升状况，到 2013/14 年度达到最高值，2014/15 年度出现从增量过剩向存量过剩的转变。

2.2 国外白糖的供需形势分析

为了更好地了解国外的白糖供需状况对我国的影响，本文将表 1 中全球白糖中剔除中国白糖数据（表 2），得出表 3 的国外白糖供需平衡表。

表 2：中国白糖供需平衡表

年度	期初库存	产糖量	进口量	消费量	出口量	期末库存	库存消费比
2014/15	883.2	1330.0	380.0	1740.0	4.5	848.7	48.78%
2014/15*	849.4	1370.0	330.0	1740.0	4.5	804.9	46.26%
2013/14	684.3	1426.3	433.0	1650.0	9.9	883.2	53.53%
2012/13	414.0	1400.1	380.2	1510.0	5.2	684.3	45.32%
2011/12	162.1	1234.1	443.0	1420.0	4.8	414.0	29.15%
2010/11	235.5	1119.9	214.3	1400.0	7.6	162.1	11.58%
2009/10	377.8	1142.9	153.5	1430.0	8.7	235.5	16.47%
2008/09	396.5	1331.7	107.7	1450.0	7.5	378.4	26.10%
2007/08	142.0	1589.8	97.2	1425.0	7.5	396.5	27.82%

数据来源：美国农业部（USDA）2014 年 11 月 20 日报告 2014/15*为 5 月份报告预测的值

表 3：国外白糖供需平衡表

年度	期初库存	产糖量	进口量	消费量	出口量	期末库存	库存消费比
2014/15	3478.8	15915.8	4796.3	15359.6	5365.2	3372.8	21.96%

2014/15*	3701.8	16188.9	4673.7	15312.8	5519.6	3639.2	23.77%
2013/14	3566.2	16074.7	4750.7	15072.7	5733.8	3478.8	23.08%
2012/13	3098.9	16355.6	4718.9	14962.5	5524.1	3566.2	23.83%
2011/12	2766.0	15995.6	4397.0	14500.8	5497.1	3098.9	21.37%
2010/11	2531.7	15069.1	4719.6	14176.3	5378.1	2766.0	19.51%
2009/10	2492.2	14193.9	4678.2	14008.1	4824.5	2531.7	18.07%
2008/09	3805.7	13069.7	4085.0	13898.8	4570.0	2491.6	17.93%
2007/08	3130.9	14763.8	4654.3	13660.5	5082.8	3805.7	27.86%

数据来源：根据美国农业部（USDA）2014年11月20日报告计算

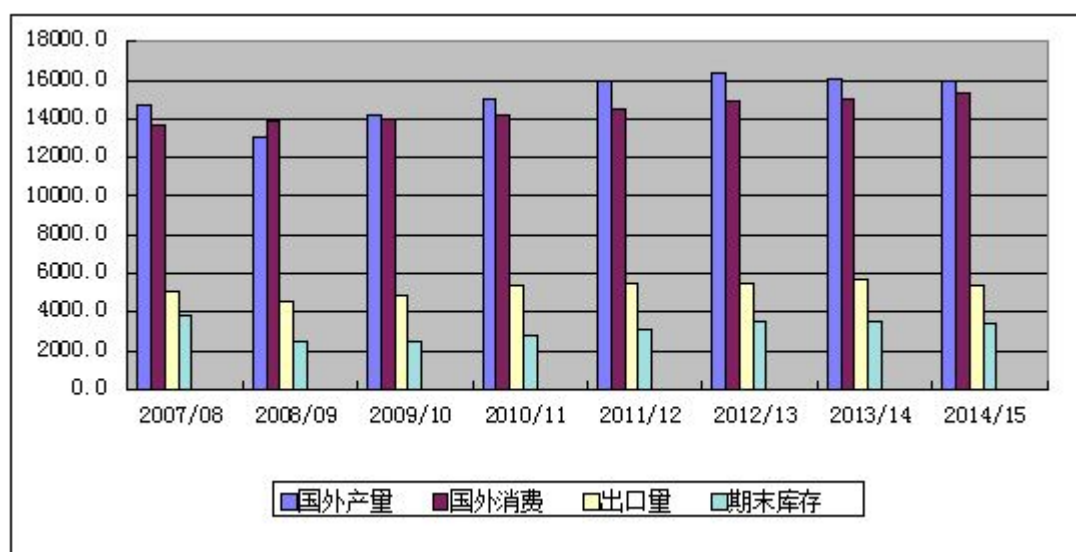


图 4：国外白糖产量、消费、出口、期末库存时间序列图

从表 3 和图 4 中可以看出，去掉我国后，2014/15 年度全球的状况并没有很大改变，其产量、消费量、进口、出口、库存消费比没有什么趋势上的变化，其主要原因是我国的产量、进口量、消费量不及全球的十分之一，出口量可以忽略不及，这一点与棉花市场有很大的差异。但是反过来却不一样，全球是否过剩导致的价格差异，直接影响了我国配额外进口的数量，从而将对我国供需关系产生严重影响。尤其需要强调的是，在国外供需关系中，2014/15 年度的期末库存为 3372.2 万吨，比 2013/14 年度的期末库存 3478.8 万吨，下降 106 万吨，比 5

月 22 日报告大幅调低 266.6 万吨，这主要是巴西和泰国由于干旱预期减产所致。

在对国外供需关系分析时，美国、墨西哥、欧盟等相对封闭体的国家状况可以不考虑，但是对全球进口和出口有影响的国家的状况需要很好地关注。下边对影响全球供需变化的三个主要国家状况进行分析如下。

巴西是全球最大的产糖国和出口国，在消费量没有明显改变的情况下，其产糖量对全球影响最大，最新报告将产糖量从 5 月份报告的 3680 万吨调减到 3580 万吨，比 2013/14 年度减产 200 万吨，出口量调减到 2400 万吨，比 2013/14 年度减少 220 万吨，这是一个巨大的数字，对我国和全球影响都很大。只是需要注意的是，巴西最大的产糖企业，也同时生产乙醇汽油，当食糖价格便宜的时候，它将增加甘蔗生产汽油的比例，因此，国际原油的价格的变化对巴西产糖量有很大的影响，这也是近期国际原油价格暴跌，拖累白糖价格走势的一个重要原因。需要特别强调的是，巴西处在南半球，其白糖年度为每年的 3 月份到次年的 2 月份，目前 2014/15 年主产区中南部甘蔗压榨已结束，国际原油的价格暴跌几乎影响不到 2014/15 年度白糖产量。还有一点需要说明，那就是巴西的宿根蔗更换周期为五年，三年周期说缺乏根据，即使在我国，三年周期之说也不成立，虽然种植较多的新台 22 号三年需要更换，但由于每年都轮种，宿根蔗和新植蔗稳定在 45%：55%的比例，调研时发现一些品种宿根蔗只能用两年。巴西甘蔗生长期的天气情况、压榨季节中南部的产糖情况是每年炒作的重要

题材，需要重点关注巴西甘蔗协会 UNICA 的报告。

表 4：巴西白糖供需平衡表

白糖年度	期初库存	产糖量	进口量	消费量	出口量	期末库存	库存消费比
2014/15	-19.5	3580.0	0.0	1150.0	2400.0	10.5	0.91%
2014/15*	-19.5	3680.0	0.0	1135.5	2525.0	0.0	0.00%
2013/14	-53.5	3780.0	0.0	1126.0	2620.0	-19.5	-1.73%
2012/13	-28.5	3860.0	0.0	1120.0	2765.0	-53.5	-4.78%
2011/12	-28.5	3615.0	0.0	1150.0	2465.0	-28.5	-2.48%
2010/11	-83.5	3835.0	0.0	1200.0	2580.0	-28.5	-2.38%
2009/10	-113.5	3640.0	0.0	1180.0	2430.0	-83.5	-7.08%
2008/09	21.5	3185.0	0.0	1165.0	2155.0	-113.5	-9.74%
2007/08	-70.0	3160.0	0.0	1140.0	1950.0	21.5	1.89%

数据来源：美国农业部（USDA）2014 年 11 月 20 日报告 2014/15*为 5 月份报告预测的值

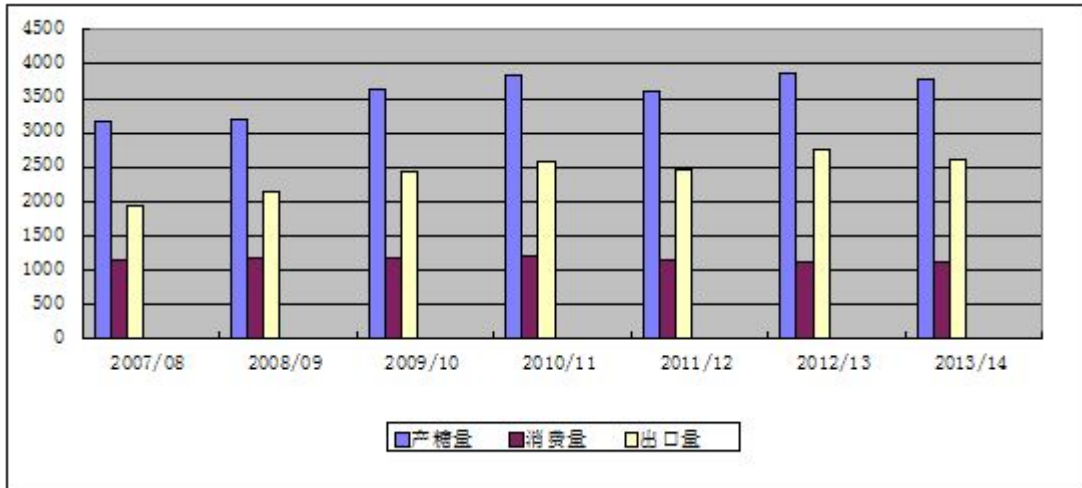


图 5：巴西产糖量、消费和出口量时间序列图

尽管印度的出口量与巴西相比不算很大，但是考虑到印度第二大产糖国的地位，其供需状况也需要关注，这里给出印度的白糖供需平衡表。从表 5 中可以看出，2014/15 年度印度产糖量增加超过 60 万吨到 2725 万吨，消费量增加 100 万吨至 2700 万吨，创造出历史的新高，在需求预期高速增加的情况下，出口量从上一年度的 281 万吨，调减

到 150 万吨，幅度高达 131 万吨，而为了满足国内需要，印度预期进口高达 100 万吨的白糖。印度既是出口国，有时又变成了进口国，对全球的影响不可低估，图 7 显示了印度在低预期下调高进口量的时间序列图。印度的两升（消费量和进口量上升）一降（出口量下降）抵消了产糖量下降的影响，期末库存在 2012/13 年度创出历史峰值 937.3 万吨后，进入去库存阶段，预期 2014/15 年度的期末库存 776.8 万吨，库存消费比 28.77%。

表 5：印度白糖供需平衡表

白糖年度	期初库存	产糖量	进口量	消费量	出口量	期末库存	库存消费比
2014/15	801.8	2725.0	100.0	2700.0	150.0	776.8	28.77%
2014/15*	1041.3	2790.0	0.0	2700.0	150.0	981.3	36.34%
2013/14	937.3	2660.5	85.0	2600.0	281.0	801.8	30.84%
2012/13	716.3	2733.7	83.7	2500.0	96.4	937.3	37.49%
2011/12	629.9	2862.0	18.8	2418.0	376.4	716.3	29.62%
2010/11	621.7	2657.4	45.5	2305.0	390.3	629.9	27.33%
2009/10	587.4	2063.7	243.1	2250.0	22.5	621.7	27.63%
2008/09	1229.0	1595.0	135.8	2350.0	22.4	587.4	25.00%

数据来源：美国农业部（USDA）2014 年 11 月 20 日报告 2014/15*为 5 月份报告预测的值

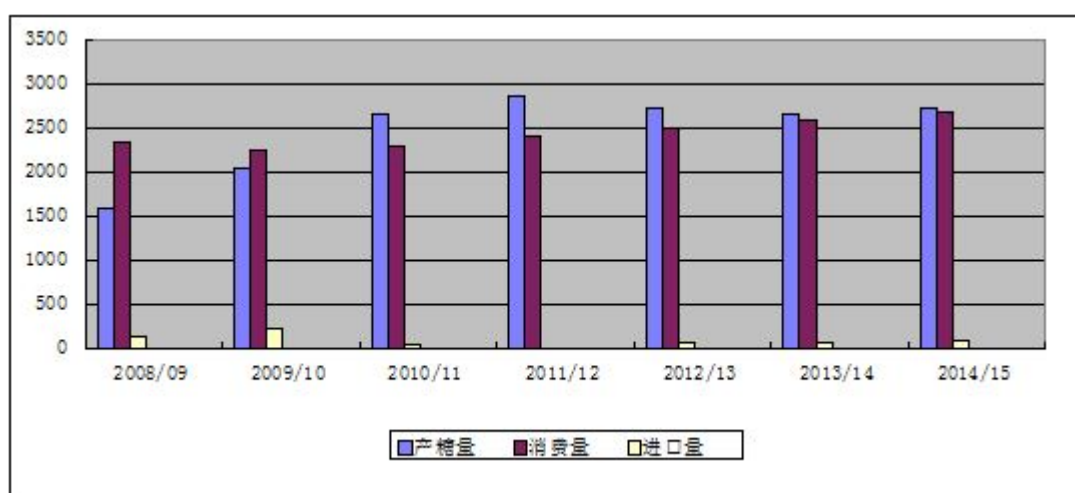


图 6：印度产糖量、消费和进口量时间序列图

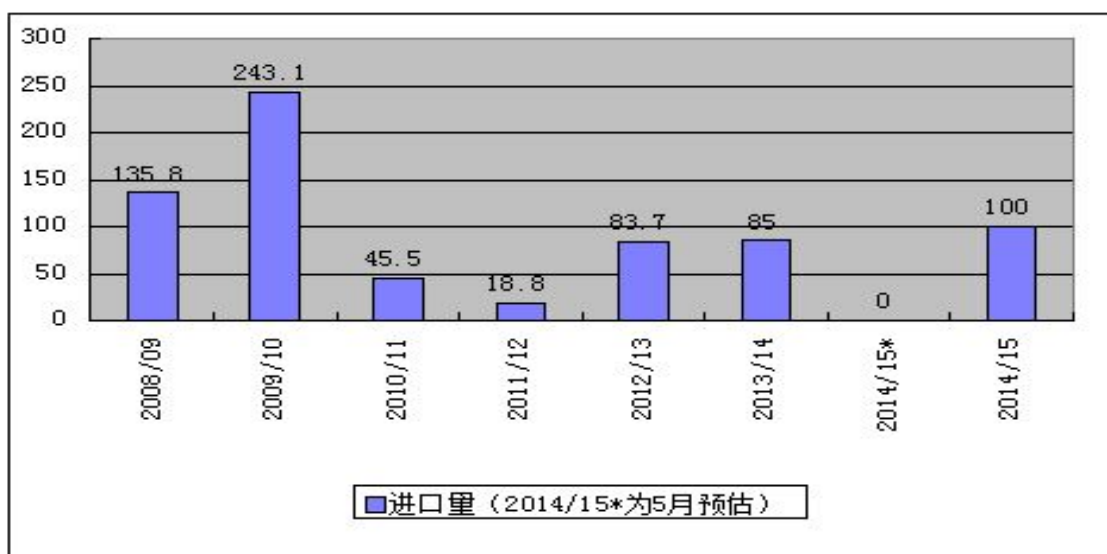


图 7 印度进口量时间序列图

泰国是全球第二大出口国，又近邻我国，与我国产季相同，每吨进口运费比巴西约低 20 美元，对我国白糖影响较大。从表 6 中看，2014/15 年度在干旱影响产糖量下滑 113 万吨至 1020 万吨，出口量还将大幅增加 100 万吨至 850 万吨。泰国的不确定性因素偏多，应密切关注泰国实际产量和进出口政策的调整。由于从泰国进口白糖周期短、运费低，容易满足配额外进口利润条件，往往泰国优先被选中。需要强调的是，2014/15 年度泰国在产糖量降低、消费量增加的情况下，能否大量减少库存，增加出口量，仍是一个值得探讨的问题。

表 6：泰国白糖供需平衡表

白糖年度	期初库存	产糖量	进口量	消费量	出口量	期末库存	库存消费比
2014/15	484.9	1020.0	0.0	270.0	850.0	384.9	142.56%
2014/15*	484.9	1100.0	0.0	270.0	830.0	490.6	181.70%
2013/14	361.6	1133.3	0.0	260.0	750.0	484.9	186.50%
2012/13	281.0	1002.4	0.0	252.5	669.3	361.6	143.21%
2011/12	298.2	1023.5	0.0	250.9	789.8	281.0	112.00%

2010/11	234.3	966.3	1.9	240.0	664.3	298.2	124.25%
2009/10	255.6	693.0	0.7	222.0	493.0	234.3	105.54%
2008/09	265.1	720.0	0.0	200.0	529.5	255.6	127.80%
2007/08	164.9	782.0	0.0	190.0	491.4	265.1	139.53%

数据来源：美国农业部（USDA）2014年11月20日报告 2014/15*为5月份报告预测的值

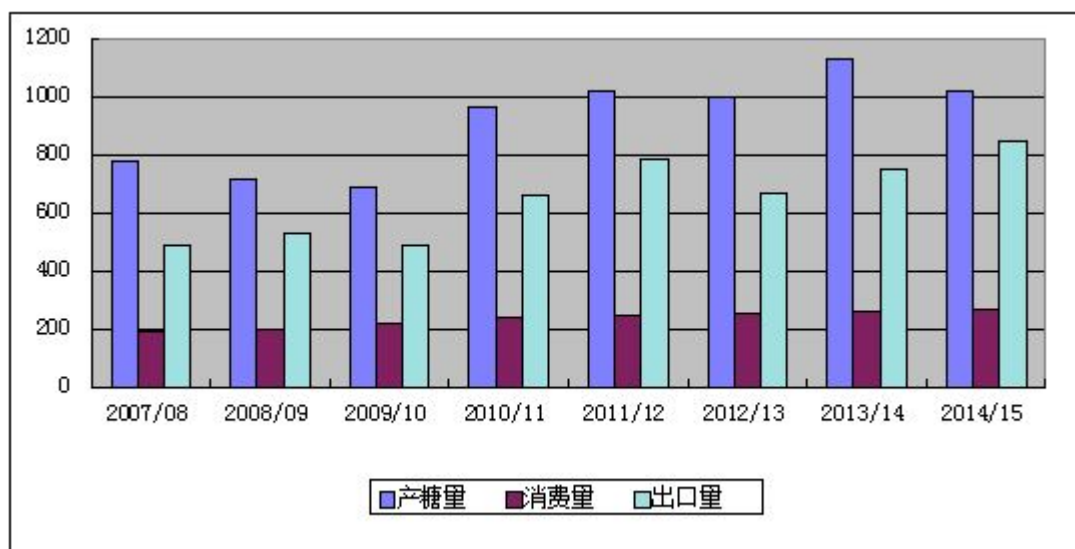


图7：泰国产糖量、消费和出口量时间序列图

在 USDA 报告中，除了提到封闭体的美国、墨西哥和欧盟外，还在 Sugar Overview 中专门强调了澳大利亚和俄罗斯两个国家。澳大利亚由于种植面积扩大和单产增加，产糖量比 2013/14 年度提高 20 万吨到 460 万吨，出口量也随之调整 20 万吨到 850 万吨，如图 9 所示。俄罗斯的情况与澳大利亚相反，产糖量比 2013/14 年度减少 20 万吨到 420 万吨，但是由于预期消费量调高 20 万吨至 580 万吨而抵消。俄罗斯是一个进口量大国，预期 2014/15 年度进口量提高 30 万吨至 150 万吨，如图 10 所示。注意这两个国家在分项表中数据不全，无法按照 USDA 报告给出供求平衡表。注意图 9 和图 10 的 2014/15*为 5 月份报告预测的值。



图 9：澳大利亚的产糖量和出口量时间序列图

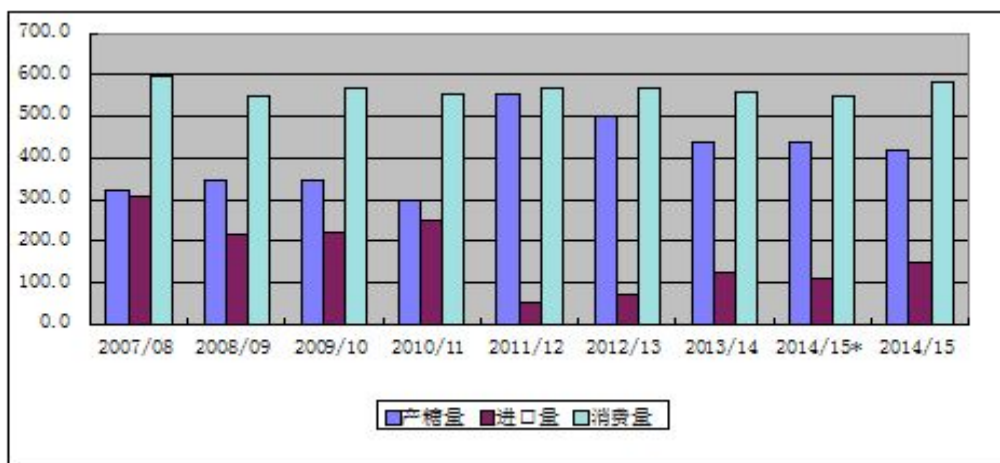


图 10：俄罗斯的产糖量、消费量和进口量时间序列图

从以上的供需分析中可以看出，2014/2015 年度国外的白糖市场已从增量过剩向存量过剩转换，加上库存消费比并不是特别高，有可能打开从熊市向牛市转换的窗口。现在已经到了 2014 年自然年末，正处于北半球压榨高峰、南半球榨糖完成的时候，需要密切关注印度、泰国的压榨情况，巴西、澳大利亚的最后产糖数据，同时，应密切关

注泰国、澳大利亚、印度的出口情况，国际原油价格变化的替代效应，以及主产国的天气情况。

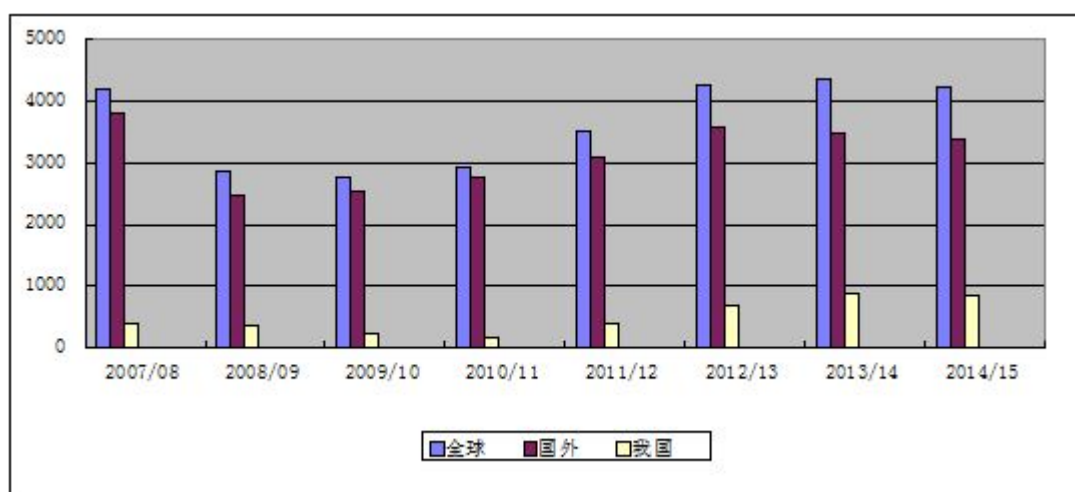


图 11: 全球、国外、我国期末库存时间序列图

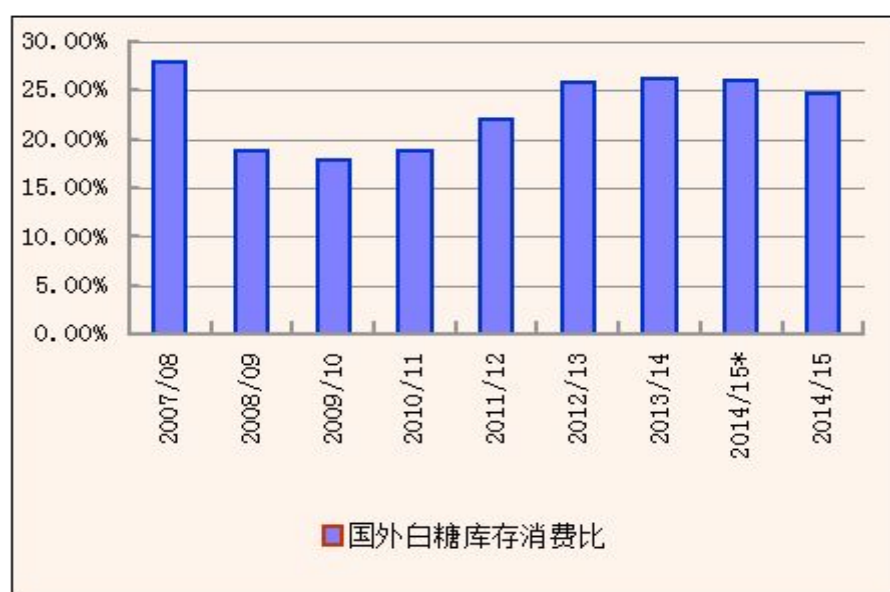


图 12: 国外期末库存消费比时间序列图

3 白糖市场正在摆脱高库存的羁绊慢慢起步

国外白糖市场通过价格和进口数量冲击国内市场。在供过于求的状况下，价格取决于最低边际成本而不是平均成本，以此为逻辑关注国外市场对国内的冲击是很有意义的。ICE 主力合约每磅的价格每降

低 0.01 美分对应国内进口价格大约每吨降低 2 元人民币，由此可以动态观察配额外进口是否打开，是否在增加，市场这双看不见的手会高效引导到白糖到最适合的地方。在完成了国外市场的分析，并知道国外市场如何引导国内市场变化之后，接下来，我们转向国内市场的分析。需要指出的是，由于本报告面对对象是一般投资者等，并没有建立一个专业性较强的国内外市场联动模型(这个模型的核心是进出口数据的互动影响，政策、天气、抛储等的变化会通过进出口数据传递给国外市场，国外市场动态调整后的供需变化再借助于价格信号通过进出口数据传递到国内)。考虑到 2014/15 年度的产量的动态变化，会影响到白糖市场是否进入到了熊转牛的时机，本报告借助广西主产区的实地考察报告，对产量的估算给予了更多的关注。

3.1 我国白糖真实消费量的估算

对于消费量的估算除了已有的方法外，仍有两种方法可以选择，一种是对下游的所有消费进行汇总统计，得出最终的消费数据，这一点缺乏可实施性，另一种按照基本的经济学原理进行推算。在假定已有的统计数据没有系统误差的情况下，可以按照以下公式进行推算。

消费量=产量+进口量-出口量+期初工业库存-期末工业库存+期初和期末的社会库存差-国储糖库存的变化+抛储量-收储量

上述定义的恒等式其含义是清楚的，产量、净进口量进入国内消费、工业库存和社会库存的变化反映了国储糖外库存变化、净抛储量反映了国储糖库存的变化。2013/14 年度白糖在临时工业收储 300 万

吨外（没有改变 2013/14 年度的供需关系），没有进行之前的收储和抛储操作，净抛储为 0，古巴 40 万吨白糖直接入库，国储库存增加 40 万吨。

我们以上述公式计算 2013/14 年度白糖的国内真实消费量。产量、进口量、出口量、期初工业库存和期末工业库存均来自中糖协的产销数据，如下表 7 所示。期初和期末的社会库存差，我们缺乏统计数据，只能估计，对比 2012/13 年度末和 2013/14 年度末的销售情况，可以发现 2013/14 年度社会周转库存和下游企业的库存比 2012/13 年度末增加约 30 万吨，依据上述公式，可以计算出 2013/14 年度白糖的消费量为 1512.41 万吨。这个数据比广西糖网等上的 1500 万吨要高，但差别不大，仍然采用 1500 万吨数据。至于 2014/15 年度白糖的消费量，虽然有三公消费限制和国内经济下滑的影响，但是考虑到人们的消费习惯不会短时期调整，参照食糖行业的平均增速，假定 2014/15 年度白糖的消费增速为 4%，将 2014/15 年度白糖的消费量估算为 1560 万吨。这个消费量比 USDA 的 1740 万吨低 180 万吨，主要是走私糖没有考虑进去，USDA 报告中白糖的年产量一般高于我国。

表 7：2013/14 年度白糖产销等数据

产量	进口量	出口量	期初工业库存	期末工业库存
1331.8	402.4	4.39	54.0	191.4

3.2 我国白糖产量的测算

由于两次大的台风的影响，海南和广东两个产区的减产比较确定，

中糖协的数据与其它报告的数据相互印证，不用专门测算。甜菜种植区，新疆、内蒙、黑龙江、河北的压榨已经基本结束，也没有争议。只有广西和云南两个最主要的产区数据不好确定，而考虑到广西的产量占全国甘蔗和甜菜产量总和的 60%以上，本产量估算主要是对广西的产量估算，云南的产量（接近 20%）也采用中糖协公布的数据。

对于白糖产量的测算涉及到面积和单产两个方面。首先是面积问题，中糖协给出的种植面积是 1350 万亩，面积减少 250 万亩，这个数据与实际有较大的差距。2014 年 11 月 3 日到 7 日调研组去广西主产区柳州市、南宁市、来宾市、防城港、崇左市的 14 个地方进行了实地考察，并进行入户调查，期间与广西省农业厅的林处长就种植面积进行了交流，其结果发现，广西的种植面积减少应在 90 万亩以上，但低于 100 万亩。为了使结论不出现类似中糖协公布数据的系统误差，调研后，笔者对种植的相关数据进行了文献梳理和一致性检查，发现面积减少 100 万亩以内仍是一个无偏的估计，而武汉珈和科技有限公司的检测数据显示，广西面积减少 5.87%，应该是最中立客观的，折合下来约 92 万亩，与调查时普遍估计的 92 万亩比较接近，取 92 万亩作为估算值，这样我们将种植面积估计为 1508 万亩（注意，在 2013/14 年度广西的产糖量为中糖协公布数据 855 万吨的基础上，2013/14 年度实际面积是 1640 万亩还是中糖协的 1600 万亩对于产量估算结果影响不大，差值影响较大）。需要强调的是，从 2002/03 年度到 2013/14 年度，广西种植面积减少从未高过 100 万亩，2013/14 年度的甘蔗收购价每吨 440 元，虽然有所下调，但还不至于减少 250

万亩。何况，调研中并未发现在 2013/14 年度大量改种木薯、香蕉、桉树等作物现象，广西 3800 万亩干旱地的现状，以及种植甘蔗的机会成本较低，决定了大面积种植甘蔗虽然不是最优，但一定是一个很好地选择，政府在制定政策时，一定要切实考虑到当地的实际情况。按照简单计算，如果平均单产不发生变化，广西产量将减产 5.87%，即 50.2 万吨。如果按照面积减少 250 万亩计算，面积减少 15.62%，产量将减少 133.7 万吨，考虑到广西的单产减少已经得到共识，那广西的产量将低于 722.2 万吨。

对于单产的估算是一个很复杂的事情，这不仅因为实地的检测需要花费大量时间和人力，而是因为甘蔗的生长周期很长，变数很多，即使到了工艺成熟期，压榨从 11 月份到次年 4 月份（有时延长 5 月份），时间跨度大，霜冻等天气影响也会影响最终的产量。从实际测量看，甘蔗的单产确有降低，除了天气因素外，因为种植甘蔗收益低，蔗农疏于田间管理也是一个重要的原因。下边通过与 2013 年 10 月份广西糖网组织的实际考察相比较，给出减产的估算。

表 8：2014 年 11 月初甘蔗生长状况测量数据

地点	性质	株高	蔗径	有效茎	单产	锤度	上锤度	下锤度	上下锤度比
柳州马山	新植	244.3	28.9	4035	5.67	21.12	20.68	21.56	0.959
柳州太平	新植	211.1	25.85	5752	5.46	21.74	19.76	23.72	0.833
柳州东泉	新植	222.8	30.73	2492	3.56	22.98	21.64	24.32	0.889
南宁伶俐	新植	263.5	26.08	3913	4.88	20.43	19.34	21.52	0.898
崇左板利	新植	285.1	24.42	4527	5.38	19.38	19.04	19.72	0.965
来宾石龙	宿根	282.8	25.41	3830	4.9	23.32	23.08	23.56	0.979
来宾黄茆	宿根	251.3	30.52	3843	6.2	19.2	18.12	20.27	0.894
来宾禄新	宿根	260.1	27.54	3800	5.2	19.81	19.25	20.37	0.944
来宾红河	宿根	280.5	28.88	4037	6.62	22.06	21.92	22.2	0.987
来宾桥巩	宿根	299	26.42	3699	5.43	22.8	22.48	23.12	0.972

南宁廖平	宿根	265.5	27.6	3762	5.29	21.15	20.84	21.55	0.967
南宁苏圩	宿根	276.5	26.38	3860	5.19	19.3	18.64	19.96	0.933
崇左东门	宿根	254.4	25.35	3290	3.72	20.8	19.72	21.88	0.901
崇左罗白	宿根	214.9	24.03	3173	2.66	20.3	20.16	20.44	0.986
算术平均	新植	245.36	27.196	4144	4.99	21.13	20.09	22.17	0.906
	宿根	265	26.9	3699	5.02	20.97	20.47	21.48	0.953
	所有	258	27	3858	5.01	21.03	20.33	21.72	0.936

表 8 为 2014 年 11 月初调研组实际进行调研的数据，涉及宿根蔗 5 块地，新植蔗 9 块地，按照算术平均，新植蔗单产为 4.99 吨/亩，宿根蔗 5.02 吨/亩，平均为 5.01 吨/亩，同比 2013/14 年度有所降低，但是考虑到样本空间较小，直接比较结果的可信性不足，下边采取对比的方法进行。表 9 是 2014 年 11 月初和 2013 年 10 月份 11 快相同地的测量结果对比情况，如果忽略两年宿根蔗前后期对于产量的影响（平均起来很小），结果具有较大的可靠性。

表 9：2014 年 11 月初相同地块甘蔗生长状况测量数据

地点	性质	株高	蔗径	有效茎	单产	锤度	上锤度	下锤度	上下锤度比
柳州马山	新植	244.3	28.9	4035	5.67	21.12	20.68	21.56	0.959
南宁伶俐	新植	263.5	26.08	3913	4.88	20.43	19.34	21.52	0.898
柳州太平	新植	211.1	25.85	5752	5.46	21.74	19.76	23.72	0.833
来宾石龙	宿根	282.8	25.41	3830	4.9	23.32	23.08	23.56	0.979
来宾黄茆	宿根	251.3	30.52	3843	6.2	19.2	18.12	20.27	0.894
来宾禄新	宿根	260.1	27.54	3800	5.2	19.81	19.25	20.37	0.944
来宾桥巩	宿根	299	26.42	3699	5.43	22.8	22.48	23.12	0.972
南宁廖平	宿根	265.5	27.6	3762	5.29	21.15	20.84	21.55	0.967
南宁苏圩	宿根	276.5	26.38	3860	5.19	19.3	18.64	19.96	0.933
崇左东门	宿根	254.4	25.35	3290	3.72	20.8	19.72	21.88	0.901
崇左罗白	宿根	214.9	24.03	3173	2.66	20.3	20.16	20.44	0.986
11 月平均		256.6	26.73	3905	4.96	20.9	20.18	21.63	0.933
10 月平均		260.2	26.36	4082	5.13	17.97	16.33	19.62	0.832

通过表 9 可以看出，在同样的 11 块地中，2014 年 11 月初测量的单产算术平均值为 4.96 吨/亩，2013 年 10 月份测量的单产算术平均值为 5.13 吨/亩，同比单产减幅为 3.3%。从 11 月初的考察看，2014/2015 年的甘蔗减产已成定局，但是还不能由此推断出白糖的产量，原因除了甘蔗生成白糖还与出糖率有关，二者之间也不是线性关系，锤度的指标虽然与出糖率正相关，但二者无法取代。从已经开榨的情况看，截止 12 月 10 日，柳州企业的平均出糖率下降 1.19%，来宾企业的平均出糖率下降 0.55%。

甘蔗单产降幅不小、出糖率又较低，表明 2014 年主产区将面临较大幅度减产，考虑到实际计算非常复杂，结合 12 月份一些其它考察结果和面积减少的影响，2014/15 年度广西白糖的产量预估为 720-760 万吨，取中值为 740 万亩，同比 2013/14 年度下调 110 万吨。将全国产量调整为 1170 万吨，同比减少 161.8 万吨。

表 10：2014 年糖料播种情况及 2014/15 年制糖期产量估算

省 区	2014 年糖料播种面积（万亩）	2014/15 年制糖期预计产糖量（万吨）	备注
全国合计	2210	1170	
甘蔗糖小计	2117	1099	
广 东	200	95	
其中：湛江	170	82	
广 西	1500	740	面积和产糖量做了调整
云 南	516	230	
海 南	77	25	
四 川	3	2	
湖 南	3	2	
其 他	18	5	
甜菜糖小计	193	71	

黑龙江	28	4	已全部开榨
新疆	96	45	已全部开榨
内蒙古	43	15	已全部开榨
河北	17	5	已全部开榨
其他	9	2	已全部开榨

3.3 国内供需的形势分析

按照 USDA 公布的国内供需平衡表（见表 2），我国 2014/2015 年的期末库存将达到 847.7 万吨，与 2013/2014 年度的期末库存 883.2 万吨相比，库存有所降低，从增量过剩转向存量过剩，进入去库存阶段。图 13 是根据 USDA 公布和预测的白糖供需数据绘制的时间序列图。

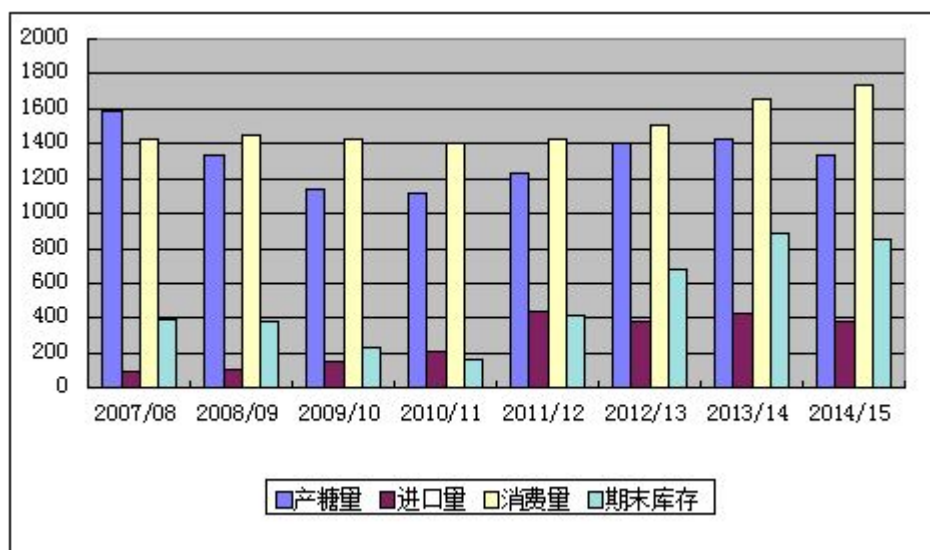


图 13：中国白糖供需状况时间序列图

由于我国公布的数据与 USDA 的数据有些差异，加上 USDA 每年只公布两次数据的不足，拟建立我国的供需平衡表。根据估算的产量和消费量，以及每月的白糖产销数据，可以构建出如下的供需平衡表。

表 11：我国白糖供需平衡表

年度	期初库存	产糖量	进口量	消费量	出口量	期末库存	国家储备	库存消费比
2014/15	954.5	1170.0	330.0	1560	4.73	889.8	680.0	57.04%
2013/14	724.7	1331.8	402.4	1500	4.39	954.5	640.0	63.63%
2012/13	451.5	1306.8	366.0	1395	4.63	724.7	600.0	51.95%
2011/12	208.6	1151.8	426.0	1330	4.83	451.5	397.0	33.95%
2010/11	263.2	1045.4	207.0	1300	7.08	208.6	85.0	16.04%
2009/10	429.4	1073.8	147.7	1379	8.67	263.2	150.0	19.09%
2008/09	480.2	1243.1	103.0	1390	6.96	429.4	262.0	30.89%
2007/08	213.5	1484.0	88.0	1300	5.30	480.2	215.0	36.94%
2006/07	136.0	1199.0	140.0	1250	11.50	213.5	45.0	17.08%
2005/06	228.0	881.0	118.0	1070	21.00	136.0	13.0	12.71%
2004/05	270.0	917.0	131.0	1058	32.00	228.0	83.0	21.55%

根据供需平衡表，我们看一看我国白糖供需关系的时间序列变化（图 14）和库存消费比的变化（图 15）。

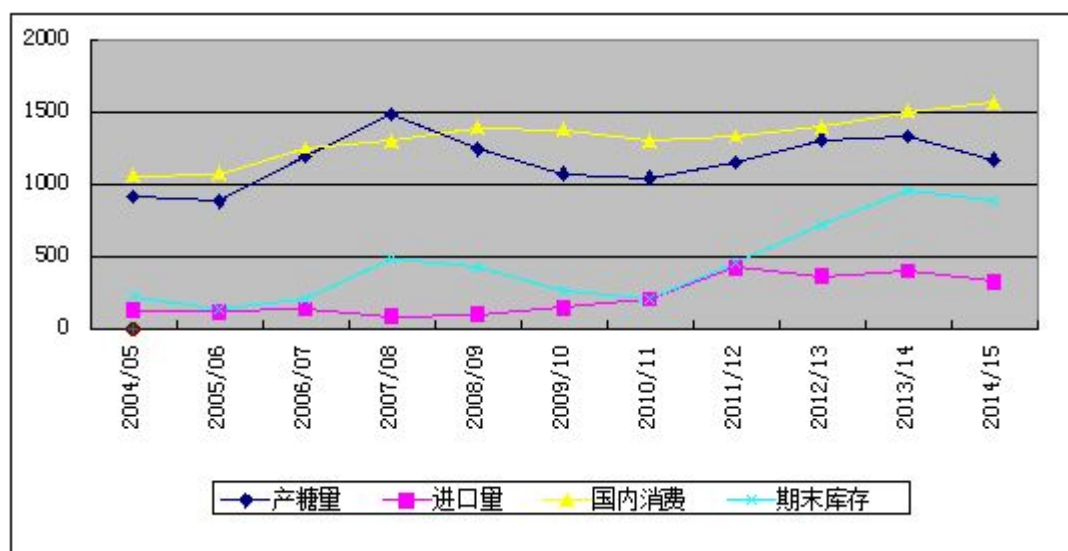


图 14：中国白糖供需状况:时间序列图



图 15：中国白糖库存消费比时间序列图

结合表 11，从图 14 和图 15 中可以看出，我国白糖 2014/15 年度期末库存 889.8 万吨，比 2013/14 年度历史最高值低 64.7 万吨，仍处于库存较高的状态，如果国储糖不抛储，库存压力尚不算很大，正处于从增量过剩向存量过剩转折点。以上供需关系是建立在我国进口糖为 330 万吨基础之上，如果进口量与预估值偏离较大，我国的供需关系将会发生很大的变化。

3.4 白糖未来走势的预期（简略）

从国内外供需关系分析可以看出，2014/15 年度国内外白糖均处于从增量过剩向存量过剩转换时期，随着减产预期的增加和种植面积减少真实出现，白糖将经历从熊市向牛市的缓慢转变，巨大的库存限制了上涨的步伐和上涨的空间。预期白糖将在波动中逐渐走高。

在 11 月和即将结束的 12 月份，白糖面临压榨推迟的无奈和去陈糖库存的压力，在寻底中彷徨，已有的库存压力和越来越多的新糖生

上市，使得白糖的上涨空间非常有限，相反，向下寻底更符合其真实的状况，而减产的预期限制了下降的幅度。

随着春节采购的到来，霜冻天气可能的炒作，以及减产的未来预期，白糖有望出现一波中期上涨的走势。如果霜冻确实大面积出现，主力合约 1505 将冲破 4865 的压力，寻找更高的空间。

随着新糖的不断增长，国外配额外进口因国内价格上涨而被打开，压榨旺季、消费淡季和较低的产销率，以及因价格高于成本的注册仓单的增加，白糖将再次转向弱势，但是由于上述的条件都依然满足和减产预期难以画饼充饥，白糖将在震荡中冲破上波行情启动的低点，向最低点冲击，如果国外市场助推，这波下跌的行情将比预期走的远。

当白糖再次跌破成本价、工业库存并没有想象的那么严重（因为 2014/15 年度为去库存阶段），加上减仓的号角已经真正吹响，白糖将开始熊向牛的转变，1601 合约将成为多方享受盛宴的开端，白糖的牛市正式拉开序幕。

以上是依据经济学的基本原理，严格按照作者一贯倡导的“科学态度”，进行分析的结果，其适合区间为中长期，而不适合短期市场走势。因为短期市场走势中要对分析期中需求状况和预期做出分析，需要考虑与交割相关的仓单变化和交割成本的影响，也要考虑像种植意愿调研等类似信息的影响，同时，还要注意政策决策者的言行、国际市场等的影响。

需要提醒的是，期货是个高风险的投资，任何影响供需关系的信

息都会影响期货的走势。投资者不仅需要甄别信息的真假和影响的持续性，而且对信息可能带来的影响需要动态做出评估。有时明知道信息是假的，也需要给予应对。例如 2014 年 8 月 2 日棉花信息网的考察得出的“种植面积减少 15%”的结论，明显与事实不符，但是却成了棉花主力合约 1501 从 14010 反弹到 14980 的原动力，而 2014 年 9 月 25 日的暂停抛储和不增加配额外进口的信息，对处于供给真空期的棉花市场影响很大，与收购联动，推动棉花主力合约从 12470 反弹到 14100。技术因素也不可忽视，技术上的背离和重要心理价位，都可能导致大幅度的反弹。只是技术因素相对次要，仅凭它难以阻止行情的发展。此外，收购期的收购价格、生长期的天气变化等都是影响供需关系的因素，都有可能引起价格大幅反弹，不能忽视。

4 摆脱白糖困境的政策思考

收储政策的实施给市场传递了错误的信号，扭曲了资源配置，表面上是保护蔗农的利益，但是事实上，除了将纳税人的钱投入了有去无回的黑洞外，消费者的剩余被剥夺，蔗农的利益并没有得到保护，糖厂的竞争力也没有提升，我国食糖的生产成本高于主产国 50% 以上的状况并没有改变（否则 50% 进口关税，加上运输费等的成本，配额外进口就不可能产生）。以下是摆脱这种困境的主要政策建议。

在存量上采取直接补贴的政策以解决目前种植蔗农的切实利益，补贴到去年的收购价为宜。考虑到甘蔗压榨的时效性与运输成本，蔗农面临的是处于垄断地位的生产企业，不能采取与棉花一样的直补政

策。在增量上采取生产补贴政策，以降低生产成本为取向，鼓励降低成本的规模化经营，鼓励产量较高的品种生产。这里要注意的是降低成本与目前广西双高基地的提高产量不是同一路径。在补贴设计上，要切实注意主产区的特殊情况，注意广西和云南两个主要产区种植甘蔗的比较优势和路径依赖。同时鼓励南宁、昆明等地有条件的蔗农改种其它经济作物。

改变国家安全需要以外的收储的错误方向，加强国储糖的抛储。通过国储糖的抛储（目前已过保质期，按照原糖有序抛储），关闭配额外进口糖的利润空间，给全球传递正确的资源配置信号。将国储糖的储存费用补贴给直接生产企业，当价格低于平均生产成本时，实施减免税收和补贴政策，同时加强金融和税收政策的支持，鼓励制糖企业以降低生产成本为核心的转变。

加强贸易的保护，直到我国的生产成本降低到配额内进口利润为 0 状态。注意白糖与棉花不同，质量上国内外差别不是很大，白糖的下游企业的终端需求主要是国内消费者，在这样的情况下，采取保护政策，以及配套的降低生产成本的政策，有利于在食糖产业形成国际竞争力。考虑到我国 WTO 承诺的进口配额高达 194.5 万吨不好改变，目前只能采取配额外进口的保护。可以采取对配额内外加工企业增加税收等的附加政策，进一步提高进口糖的成本。

作者简介：郭冠清，现在中国社会科学院经济研究所工作，主要从事经济理论的研究，关注资本市场的健康发展，对黑色金属链条等工业

品和白糖、棉花等农产品有一定的研究，已出版经济理论专著两部，发表学术论文数十篇。邮箱：ggq0808@sina.com。