

内忧外患之际，糖价或将徘徊

导读部分

本研究报告的导读部分，亦即逻辑构架：

首先，时间周期明确：2013年5月底至6月这段时间周期内，全面梳理潜在影响糖市行情波动的多空博弈主题因素，在全面衡量阶段性多空势力范围对比的情况下，得出月度行情预测分析结论；同时提示突发事件条件下可能导致的风险给出预警。

其次，在基于上述分析预测结论的前提下，给出潜在行情机会的捕捉策略说明，对机会的构成风险与潜在收益做出预估，制定基于风险前提下的收益合理化而非最大化的策略方案；同时给出突发事件下的策略解决方案（即预测错误下的止损方案设计）。

最后，结合不同类客户的需求，分别制定个性化的策略方案设计；这同时需要个性化客户的配合；需要和客户充分的沟通与双向的交流，从而达到在自身能力范围内为客户服务的最高目标，实现客户的满意度。

核心观点

从三个层面对2012/2013年榨季（起始时间周期为一个制糖周期：2012年10月1日---2013年9月30日）总体形势的理解：

第一点：产业宏观层面：基于甘蔗生产5-6年作为一个大循环时间周期的特点，对2012/2013年榨季的定位：属于增产时间周期范畴；

第二点：产业中观层面：基于具体的2012/2013年榨季来说，本榨季定性为“供大于求的榨季”；

第三点：产业微观层面：在2013年5月底至6月时间周期内，影响糖市价格波动的多空博弈主题因素梳理如下：“国际糖走势分析”、“国家与地方收储政策评估”、“4月份的产销数据”、“糖价季节性波动规律”等诸多因素；通过对潜在多空博弈主题的分析以及糖市季节性波动规律的研究，对2013年5月底至6月的糖市波动预测结论参考：价格重心小幅下移的区间震荡格局，绝对价格波幅400点以内。

白糖创新产品名录之一：

“糖市机会动态观察”：研究中心模拟基金板块中的“银河产业-白糖”
<http://yfqh.com.cn/clzx/>（请点击模拟基金选项）

注：该创新产品的主要目标进行阶段性微调：通过对影响糖市的“产业属性、金融属性”的动态跟踪分析与研判，主要聚焦于“白糖趋势性拐点行情机会的捕捉以及趋势性行情机会的持续跟踪”；体现的结果就是一段时间内的交易方向确定，即一旦确立单一的多头或者空头方向，则将一直保持此单一方向的投资思路。在确立阶段性做单方向的前提下，选择做还

是不做以及做多仓位是“仁者见仁，智者见智”的问题，也是个性化的问题。

产品说明：定位为“捕捉单一期货品种白糖的投资机会”：通过对白糖品种波动规律的认识，对可能存在的糖市行情机会进行评估，寻找潜在低风险合理收益的机会进行捕捉，通过总量和单次最大亏损限额的风险控制措施有效控制风险，从而为客户提供参与白糖期货品种投资的一个参考；

投资策略选择：从白糖品种的生产消费特点出发，结合宏观、产业、技术等三大层面对白糖品种特有的机会进行分类捕捉；采取中长线+波段相结合的方式对“趋势单边机会+跨期套利（初期）机会”进行显性机会捕捉；严格按照“行情分析预测、机会风险与收益评估、交易执行（开仓、平仓、止损止盈、资金管理）”等三大步骤进行；形成“机械化”的投研体系，同时辅助以总量风险与单次风险相结合的风险控制措施，以期待能够实现“郑糖期货品种稳定获利的最高目标”。

一、国际糖市供需形势分析

（一）当前各大机构对全球糖市的供需形势预估梳理如下：

ISO：12/13 年度全球糖市供应过剩量或达 1000 万吨，13/14 年度全球糖市至少供应过剩 350 万吨：

国际糖业组织(ISO) 高级经济学家表示，2012/13 年度（9 月 30 日止）全球糖市供应过剩或达 1000 万吨。除全球头号产糖国巴西丰产外，泰国及墨西哥食糖供应高于预期导致供应过剩扩大，ISO 将 2012/13 年度全球糖市供应过剩量上修至 998.2 万吨，ISO 此前预估 2012/13 年度全球糖市供应过剩量为 850 万吨。

预计 2013/14 年度全球糖市至少供应过剩 350 万吨，为连续第三年供应超过需求，连续供应过剩的情况将在 2014/15 年度结束；“展望未来，假设全球需求将平均每年增加 350 万吨，而产量没有大幅增加，那么到 2014/15 年度全球糖市产量和消费量或将达到平衡。”

巴西国内咨询机构 Datagro 预计：12/13 年度全球糖市供应过剩 1024 万吨，由于酒精需求量增加，估计拟于 9 月 30 日结束的 2012/13 年度全球糖市供应过剩量为 1,024 万吨左右，2013/14 年度将减少到 620 万吨。

麦格理预计 12/13 年度全球糖市供应过剩 900 万吨：2013/14 年度供应过剩 250 万吨。

（二）、当前各大机构对 2013/2014 年度巴西糖市的供需预估梳理：

巴西甘蔗行业协会 Unica 发布的数据显示，截至 3 月 1 日巴西中南部地区榨季生产已经结束。2012/13 年度巴西中南部地区糖产量从上一年的 3,130.4 万吨增至 3,408.8 万吨，酒精产量从 2011/12 年度的 205.42 亿公升增

至 213.62 亿公升,其中无水酒精较上一年的 74.66 亿公升增长 18%至 88.14 亿公升,含水酒精则较上一年的 130.76 亿公升下降 4%, 仅达 125.48 亿公升;巴西提前进入 2013/2014 新榨季:巴西中南部 3 月已有两家糖厂开始加工甘蔗。中南部地区大约有 10%的糖厂将在 3 月底开榨,部分糖厂将会在 4 月初开榨。这与去年、甚至前年相比,开榨时间点均大幅提前。

巴西蔗糖产业协会 Unica 表示,2013/14 年度巴西食糖主产区--中南部地区蔗糖产量有望达创纪录的 3550 万吨,较上年度的 3410 万吨增加 4.1%; Unica 预计,中南部甘蔗产量料为创纪录的 5.896 亿吨,较上年度的 5.328 亿吨增加 10.7%,并高于 12 月份预估的 5.80 亿吨。另外,巴西甘蔗收割工作本月开始,甘蔗丰产将提升巴西乙醇产量,预期巴西乙醇产量将达到 253.7 亿公升,较上年度的 213.6 亿公升增加 18.8%。2013/14 年度巴西甘蔗产量预计将超过 2010/11 年度的 5.569 亿公升的纪录水平。

巴西国家商品供应公司 (Conab) 在其首份预估报告中表示,因种植面积扩大,气候适宜,甘蔗品种更新等原因,巴西 2013/14 年度糖产量可能大幅增加,预计巴西全国甘蔗产量达到创纪录的 6.54 亿吨,较上一年的 5.89 亿吨增长 11%,糖产量达到 4360 万吨,乙醇产量预计为 258 亿公升。巴西中南部糖产量预计将跳增 15%,至 3920 万吨,高于 2012/13 年度的 3420 万吨。2013 年 4 月份,即 2013/14 年度的第一个月,巴西食糖出口量达 172.2 万吨,创 4 月份单月出口量的最高纪录;截至 5 月 1 日,巴西糖厂或已通过期货市场销售 1490 万吨 2013/14 年度产糖,平均销售价格为每磅 18.98 美分,2013/14 年度出口总量或为 2600 万吨。

糖厂将 60%的甘蔗用于生产乙醇,40%用来榨糖。而上一年度同期用以加工乙醇和糖的甘蔗比例分别为 61.5%和 38.5%。注:从 5 月 1 日开始巴西汽油中的混合乙醇比例将从 20%上调至 25%,本榨季糖厂将优先压榨乙醇,这一比例的上调将令每年乙醇需求增加约 20 亿公升。

(三)、结论参考

在从各大机构对全球糖市以及主产国巴西的供需形势对比看:2013/14 年度全球糖市仍然是供大于求,但预期过剩量大幅减少,当然也不排除因天气因素导致预估颠覆性结论产生的可能性;要警惕的是,无论是 ISO 还是其他糖业分析机构,其观点可能随着时间的推移,是不断转变的,所以还是要辩证的看待;目前国际糖价离业界普遍预估的 16-16.5 美分/磅的低点仅仅一步之遥;国际糖价还能够低迷多久有待深层次思考;5 月之后,国际糖或将迎来季节性低点,消费旺季的来临,如果再配合巴西天气因素引发减产或者导致港口运输问题,那原糖的季节性反弹行情还是可以期待的。

图1: 纽约原糖11指数周线图（反色）：“原糖阴跌不止，迈向16美分”

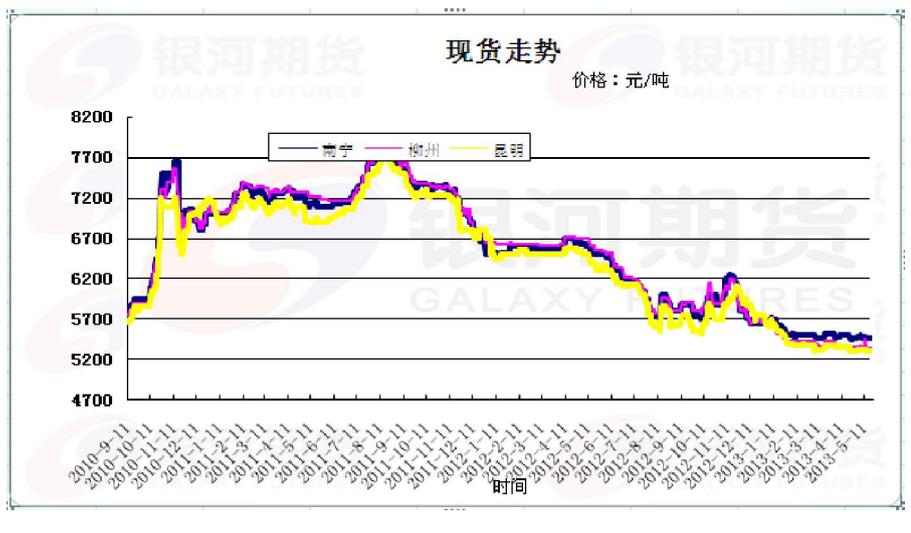


资料来源:文华财经 银河期货白糖事业组

二、国内糖市影响因素分析

（一）现货市场动态跟踪：

图2: 现货糖价走势图：“现货糖价维持窄幅震荡格局”



产销区现货糖价倒挂因素，内外价差巨大导致的天量进口糖因素、走私糖因素、国家收储因素等交织，现货糖价波动区间逐级缩小；5月现货价格重心再度小幅下移，整体波动区间在 5300-5500 元/吨；预计后市现货仍将维持宽幅震荡运行状态。

（二）其他影响因素动态跟踪：

1、4月份产销数据解读：受惠于收储，销量异常良好；

截至2013年4月底，本制糖期全国已累计产糖1290.35万吨（上制糖期同期产糖1145.33万吨），本制糖期全国累计销售食糖767.04万吨（上制糖期同期销售食糖580.96万吨），累计销糖率59.44%（上制糖期同期50.72%），2012/13年制糖期生产已进入尾声，广西、云南还有少数糖厂生产，其它糖厂均已停榨。根据截至4月底的产量数据预估2012/2013年度榨季全国的产量：预计产糖1300万吨左右，比榨季前“杭州开榨会议”上预估的1400万吨的产量低了100万吨。

表一：2012/2013榨季2013年4月份产销数据同比情况

	2013年4月			2012年4月		
省区	产糖量	销糖量	产销率(%)	产糖量	销糖量	产销率(%)
全国	1290.35	767.04	59.44	1145.33	580.96	50.72
广西	783.6	486.5	62.1	694.2	353	50.85

资料来源:WIND 资讯 银河期货白糖事业部

注：每个月初中糖协的上月产销数据是多空博弈的重要考虑因素。

2、国家宏观调控政策解读：政策调控对糖价影响趋弱。

(1)、商务部发布2012/2013年度第二批国产糖临时收储公告：

2012/13年度国家第二批临时收储国产糖计划的通知显示：为了稳定食糖市场价格，发改委决定下达本年度国家第二批食糖临时收储计划，收储数量按30万吨安排。收储开始时间为2013年5月24日9-17时；收储的食糖为2013年1月份以后生产的国产白砂糖，质量要求为中华人民共和国国家标准GB-2006一级及以上。收储基础价格为每吨6100元(南宁车板交货价，含税)，加上运到承储仓库的运杂费，作为送货到库最高结算价；交储企业限定为制糖企业，收储实行到库检验验收制。

本次收储政策亮点：收储的食糖标的物为2013年1月份后生产的国产白砂糖，交储企业限定为制糖企业；这是国家有关部委对此前备受业界质疑的进口糖流入国储库呼声的回应，意在降低进口糖对国内制糖企业的冲击。而收储数量定格为30万吨而非150万吨，一方面说明当前国储库存高企引发储备压力外，还显示了国家的一种态度，维护国家政策权威性以及利益平衡调整的需要。

截至目前，2012/2013榨季的国家收储、抛储政策回顾：

为稳定国内糖价，国家决定收储食糖300万吨。其中，首批总量达150万吨的国储收糖已于2012年12月27日、2013年1月22日，分别收储80、70万吨分两次完成，收储价均是6100元/吨；加上此次收储的30万吨、去年以来储备糖结转累计达到530万吨。而抛储方面，2013年1月26日推出

30 万吨实际成交 16.556 万吨，抛储基准价 5430 元/吨。保守估计当前国家储备糖 510 万吨左右，实际上可能已经达到或接近 600 万吨（有分歧）；

对收储政策的理解：白糖收储价是否具有合理性，需要从国家推出收储政策的出发点来衡量：稳定糖价，保持供需基本平衡是最终出发点；从收储推出对现货市场的影响看：至少起到提振，稳定现货糖价，或者说延缓其糖价过快下跌的作用；从这一点上看，是具有合理性的；

但是另一方面，不同时期的收储本身规则设计规定了不同市场参与主体值得商榷：本榨季第一批收储的 150 万吨并未对参加竞拍企业进行身份约定，导致为数众多的食糖流通企业乃至食糖进口企业参与竞拍，有违收储保护国内糖业初衷。首批不限制交储主体，实际上是变相补贴了原糖进口加工企业；第一批 150 万吨的收储具体交储名单并没有公布；据业内人士表示：国内制糖企业交储了 150 万吨的三分之一；而本次收储的 30 万吨则直接限定为国内制糖企业；市场主体锁定的做法实际上就是补贴国内糖企；但无疑从数量上来说，对比第一次的 150 万吨还是较少；但其中也显示出国家收储政策的摇摆不定，根据利益集团博弈来回调整的格局，对国家政策的权威性造成了一定的影响；

造成当前格局是市场综合选择的结果：或许是国家在酝酿糖业调控的新思路，亦或是为糖价市场化推出之前做出的“新老划断”的无奈之举动。

收储政策对郑糖期货盘面的影响逐步降低：

与往年的收储对盘面的影响不可同日而语；关键是当前的市场环境发生了较大的变化：其一、政策收储对郑糖期货盘面的影响要辩证的来看待：以往国家收储话语权比较大；但是自 2011/2012 榨季以来，情况发生了变化：原来的市场参与主体作为利益共同体的局面被打破；广西大集团与国家收储政策实际上是市场上的最大的两大多头参与群体；但全球性宏观经济危机打破了这一格局；游资利用金融属性通过打压国际糖的方式间接影响郑糖；广西大集团集体受伤严重，导致了后续资金的供给缺乏，大集团不再抱团取暖，或者说广西大集团通过强强联合谋取定价权的时代已经被削弱；大家普遍认定，定价权已经旁落。其二、通过分析当前的糖市格局可以窥视一二：以 2012/2013 榨季为例：当前格局下，一年的消费量 1350 万吨；从供应角度看：一年全国的产量 1300 万吨为例：其中广西的产量 800 万吨左右，占比全国产量的 62%；而当前国储库存 600 万吨上下；进口加工糖产能 500 万吨（配合国家的进出口政策，如果再把走私糖算入此部分，那么合法进口与违规走私的量能够达到上述份额）；最终从消费量占比的角度看，已经和广西形成“三足鼎立”的格局；传统的单一凭借广西的产销信息以及广西大集团利用其自身资源优势来掌控糖市已经变得很困难；这也是所谓收储并没有第一时间有效提振糖价的变动原因所在。

(2)、配额内进口、配额外进口、走私进口数据方面：

中国海关统计机构 5 月 21 日提供的数据显示：2013 年 4 月份中国进口食糖 36.0084 万吨，同比 2012 年 4 月份的 31.1091 万吨增长 4.9 万吨，增幅 15.75%；2013 年 4 月份我国食糖平均进口价格为 473.15 美元/吨；其中危地马拉（17.9708 万吨）、巴西（10.1574 吨）；按照榨季测算自 2012 年 10 月—

2013年4月累计进口161万吨,假设2013年5—9月同比不低于去年同期的进口量,也就是200万;本榨季除古巴糖外的进口量预计将达320万吨:简单算一下供需平衡表:本年度全国产量1310万吨,走私30万吨,收储180万,放储16万,消费量1380万,本榨季供过于求结转达116万吨;高库存引发的压力犹存。

3、6月后开始进入消费旺季,消费旺季容易引发季节性上涨:

白糖作为季产年销的大宗商品,其消费特点是:元旦春节前后(1—2月)的采购高峰;五—端午前后(5—6月)的采购小高峰,夏季饮料消费高峰期等;中秋国庆前后(9—10月)的采购高峰;以上为节假日消费高峰时节节点;目前进入5—6月的时间周期节点:白糖生产消费的自然规律决定了糖价在每年5—6月份迎来阶段性的底部,6,7,8月存在季节性上涨需求。我们要始终警惕是否重现季节性上涨行情,为此,要做好策略上的准备。

综上所述:对郑糖短期行情预测结论如下:

基于国家与广西地方收储等利好政策的推出、2012/2013榨季最终产量或将定格在1300万吨,比杭州会议预估的1400万吨减少了100万吨左右,即增产的幅度明显低于此前的预期;进入5月份属于纯销售时间周期,传统的季节性消费旺季周期的来临或将提振糖市企稳反弹,但库存高企以及国际糖价低迷的现实也对糖价形成压制;对郑糖后市的预估:价格重心小幅下移的区间震荡格局,绝对价格波幅400点以内。

三、行情展望与操作建议

截至目前,糖价运行技术分析描述如下:

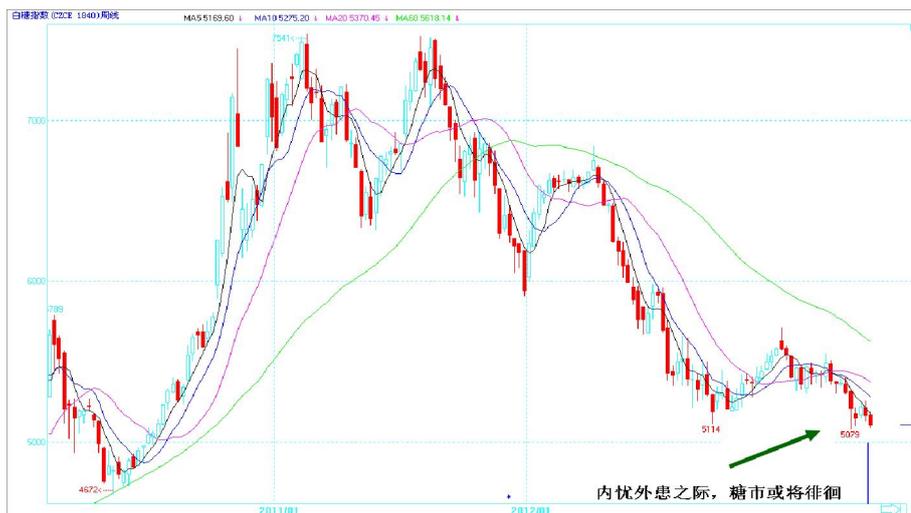
主要趋势定位:下跌趋势运行中;目前处于500—600点的大区间震荡;

次要趋势定位:从时间周期与绝对价格波幅角度看:自2012年9月底至今(持续时间达到半年左右),郑糖围绕5114—5710(600点)左右形成一波宽幅震荡行情;2013年1月达到震荡区间的上轨附近,而近期跌破了自2012年9月以来的低点,创出了新低;但从创新低之后的走势来看,虚假向下突破的可能性较大;向下假突破意味着阶段性的底部来临,形态上已经初步具备了大级别周期意义上的双重底形态的形成。

短期趋势定位:潜在的双重底形态,未来迎来200—400点区间震荡的可能性较大;郑糖指数的震荡区间5000—5400;

交易策略设计:背靠区间下轨附近逢低做多,区间上轨离场。但同时需要配合设置好严格的止损机制与仓位管理机制。有需求的朋友,可以进一步深层次交流,我将结合客户的具体需求,在自身能力范围内,捕捉糖市机会提供一些策略建议。

当然,市场形势瞬息万变,我将持续关注未来糖市演变的主题基调,并有可能对之前糖市行情的预估作出阶段性修正。

图3: 郑糖指数周线图（反色）：“内忧外患之际，糖市或将徘徊”


资料来源文华财经 银河期货白糖事业组

■ 近期相关研究报告

1) 内忧外患之际，糖市或将徘徊	2013.5.23
2) 行业面临转变，糖市期待变革	2013.4.23
3) 郑糖行情分析与“内外盘”套利建议	2013.4.11
4) 郑糖买入套保、跨月套利方案	2013.4.8
5) 先反弹后调整或许是糖价路径选择	2013.3.25
6) 郑糖中短期走势分析与投资策略选择	2013.3.12
7) 内忧外患，糖市何去何从	2013.2.25
8) 2013年春节期糖市走势回顾与节后展望	2013.2.17
9) 聚焦天气与产销，糖市博弈复杂化	2013.1.23
10) 金融与产业属性交织，糖市机会扑朔迷离	2012.12.20
11) 用糖企业运用“郑商所期转现工具”的经营思路	2012.11.28
12) 收储“雾里看花”，糖市震荡反弹	2012.11.23
13) 白糖行情研讨会（投资策略报告）	2012.10.22
14) 震荡阴跌或将是糖市四季度运行主基调	2012.9.20
15) 政策与产销博弈，糖后市扑朔迷离	2012.8.23
16) 成本支撑下的糖市交易策略选择	2012.7.21
17) 金融与产业博弈中，糖市或将青睐产业	2012.6.23
18) 5月宏观占据主导，糖市6月或将回归产业	2012.5.23

*如需参考以上近期相关研究内容的报告 请随时与我们联系

■ 免责声明 期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告版权归银河期货白糖事业组所有。未获得银河期货白糖事业组书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于银河期货白糖事业组及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在银河期货白糖事业组及其研究员知情的范围内，银河期货白糖事业组及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。