



理性回落或为糖价长期运行趋势

(2012年1季度)

研发部 王惠玲

摘要：

11/12 榨季全球食糖将由供应紧张转向宽松，产量及库存量大增将使国际糖价步入长期振荡下行通道，但巴西酒精政策及制糖成本仍形成一定支撑；国内市场整体仍将处于供求缺口状态，需要国储和进口糖来补充国内不足部分，政策将成为市场主导因素。在来年一季度国内外食糖增产确定后，白糖将会有趋势性下跌机会。目前全球宏观经济萎靡，欧债危机的解决之路依旧漫长，宏观经济不振对大宗商品产生较大负面影响，加上美元若继续走强将令包括食糖在内的商品价格下行。

第一部分 走势回顾

一、国际市场

2011 年国际糖市在 20-36 美分之间大幅波动，大体走势可分为三个阶段：

- 1、1~2 月初：在基本面持续利好推动下，糖市延续 2010 年中以来的牛市行情，在一片看涨气氛中 2 月初创下 30 年新高 35.3 美分/磅；
- 2、2~7 月：呈现出 V 型反转走势。在达到新高后，基本面在没有新的利好出现继续推升糖价、同时市场预期新榨季面临过剩的背景下，出现 2-4 月的持续大幅下挫走势，



直到 5 月初触及 20 美分区域后才企稳回升，跌幅达到 42%。然而受巴西不断下调产量预估刺激，此后至 8 月中旬国际原糖又反弹至 31 美分之上，在其他商品走势疲弱的情况下，糖市的强劲上涨行情再次引领了整个大宗商品市场。

3、8 月下旬至年底：在巴西减产利好炒作结束、11/12 榨季到来，长期基本面转向利空、四季度北半球产糖国陆续开榨，产量大幅增加的背景下，加上下半年以来国际宏观经济形势不断恶化，国际糖市终于在多重压力下步入熊途，一路震荡下跌，12 月底已跌至 22-23 美分之间运行。

二、国内市场

与国际糖市相比，国内走势更为坚挺，反映出基本面有长期利好支撑，由于糖业大集团对现货控制能力强，现货走势又较期货盘面走势稳健。国内也可以分为三个阶段：

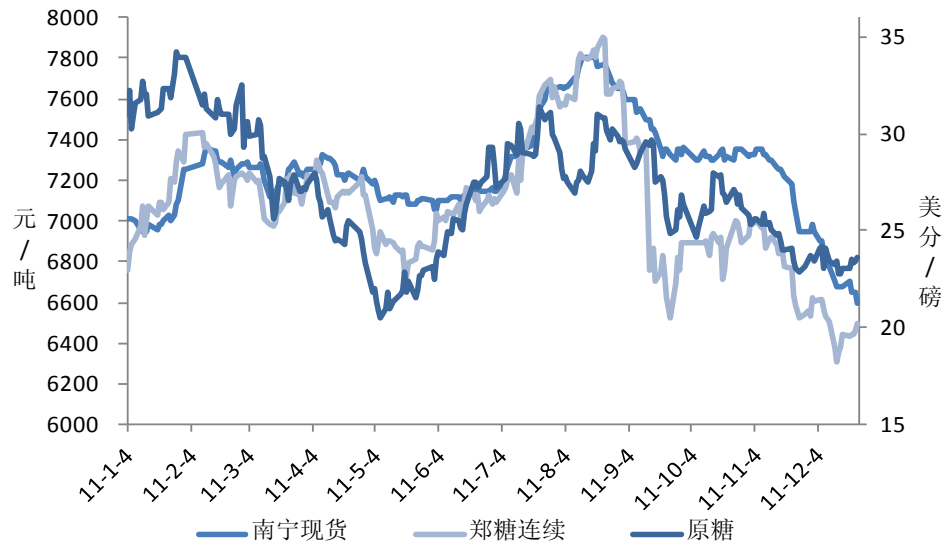
1、1~6 月份：高位运行。在连续三年减产下，整个上半年国内现货糖价处于 7000 以上运行，2 月初最高达到 7360，基本处于窄幅区间内运行；郑糖近月连续合约震荡较大，此时期运行于 6736-7433 区域。国内产需缺口较大，现货紧张，进口糖补充不足是支撑国内糖价持续维持高位的主要原因，到 5 月底时国储已在榨季内连续 5 次拍卖储备糖 100 万吨仍未能有效平抑价格。

2、7~8 月中旬：急速拉升。在外盘强劲反弹激励及国内消费旺季到来之下，国内糖价也迎来一轮上涨行情，南宁现货价格从 7150 急剧涨至 7800，上涨 9%，创下历史记录。期货近月连续合约也从 7150 拉升到 7898 的历史高点。

3、8 月下旬至年底：在国内外宏观经济衰退忧虑、国际糖市暴跌、进口糖大量到港、国储糖拍卖以及 11/12 榨季国内产量增加的多重利空打压下，国内现货糖价从高位回到 6950，下跌了 850 元；郑糖连续期约也跌至 6925，跌幅达到 13%。



图1 2011年国内外食糖价格走势



第二部分 国际食糖市场

一、11/12 榨季全球食糖将继续面临过剩局面，在巴西减产和其他主产国（主要是欧洲、印度和泰国）大幅增产的背景下，本榨季原糖走势将呈现高位震荡后逐步下跌的态势。大致可分为两个阶段：

第一阶段是从今年四季度到明年3月份之前，国际糖价可能处于22-26美分的相对高位运行。这期间，巴西中南部减产因素及提前收榨会让国际市场上的原糖和酒精供应保持偏紧。但包括印度、泰国及欧洲等主产国的增产以及四季度后期北半球陆续开榨后供应紧张将得到缓解等因素又将对原糖形成压制。虽然今年北半球的开榨时间都有所推迟，比如印度因糖厂和蔗农之间就甘蔗收购价问题的分歧导致主产省收榨延后数周；泰国因持续数月的洪灾也到知道开榨略有推迟，但预计洪灾影响有限；中国南方主产区也因前期不利天气原因，集中开榨时间推迟十天左右。在新糖生产由南半



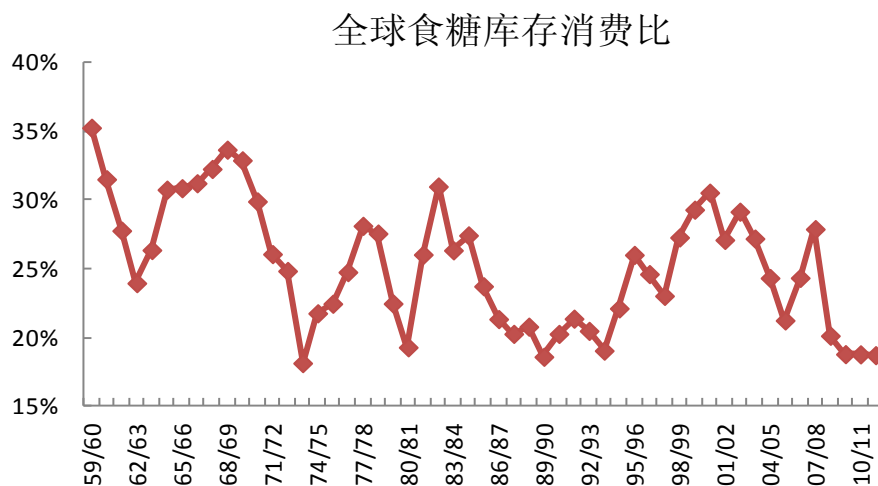
球转换到北半球以及主产国陆续进入生产高峰与消费旺季共同到来的背景下，此阶段国际糖市将处于牛转熊的敏感时期。

第二阶段预计从 12 年 3 月份之后至榨季末，国际糖价呈现趋势性下跌走势。进入 4 月份，巴西中南部将进入 12/13 榨季生产，北半球也处于供应充足时期，国际糖价趋于走弱。

表 1 当前各机构对 11/12 榨季国际供需形势预估

机构预估	08/09 榨季缺口 (万吨)	09/10 榨季缺口 (万吨)	10/11 榨季供需形势(万吨)	11/12 榨季供需形势(万吨)
ISO	1130	850	过剩 100	过剩 446
KINGSMAN	1600	690	过剩 244	过剩 802
Czarnikow	1570	1160	缺口 50	过剩 610
USDA	1100	200	过剩 196	过剩 650
荷兰 ABN 银行	600	840	缺口 145	过剩 640
ABARE	1200	400	过剩 500	过剩 600

图 2 全球食糖库存消费比变化



从主要产糖国来看，巴西和印度对国际糖市的影响举足轻重，同时其他生产国的生



产也发生了一些变化，对国际糖价走势也会产生较大的作用。

二、巴西：受不利天气影响，11/12 榨季巴西甘蔗产量出现自 01/02 榨季以来的首次下滑，前一次减产发生在 99/00 和 00/01 榨季之间，当时巴西甘蔗减产 16%，从 3.07 亿吨减至 2.58 亿吨，而当时中南部地区减产超过 22%。随着生产接近尾声，估计中南部食糖产量能达到 3150 万吨，比上榨季下降 200 万吨或 6%。减产的 200 万吨已经反映在出口量上，今年 4-11 月巴西食糖出口总量为 1980 万吨，而去年同期为 2190 万吨。作为第一大食糖生产国和出口国巴西产量显著下降，是导致今年中以来国际糖价大幅上涨的主要原因。虽然今年中南部将提前收榨，产量低于去年，但由于出口步伐也相应下降，因此后期供应最为紧张的 12-3 月期间的库存量与去年基本持平，为 600 万吨左右。与此同时，主要进口国俄罗斯的大幅增产将导致 12-3 月期间的进口量大幅减少，去年 12-3 月俄罗斯进口了 162 万吨，预计今年同期可能要缩水一半，意外明年 1 季度巴西产糖不会处于非常紧张的状况。再加上北半球主产国在一季度也处于生产高峰期，足以弥补巴西糖的短缺，国际糖市将逐步走弱。

图 3 巴西中南部食糖生产进度（截止 11 年 11 月底）

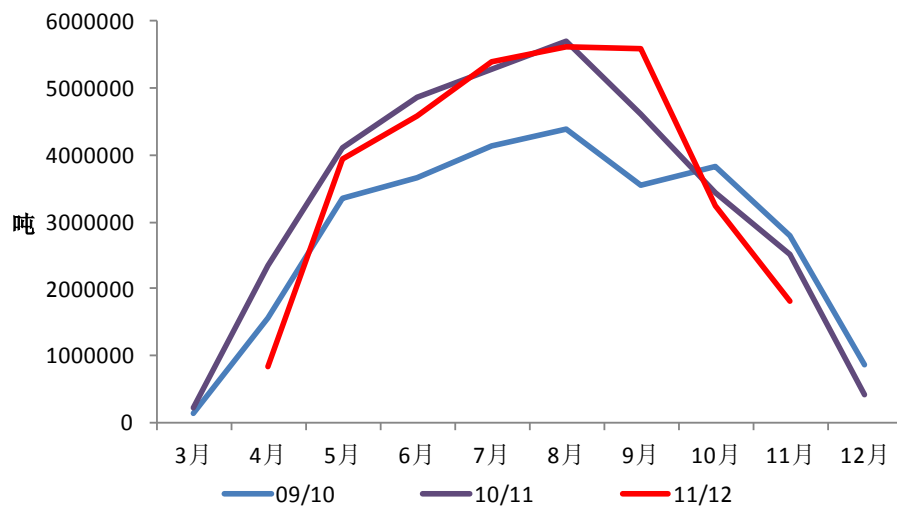
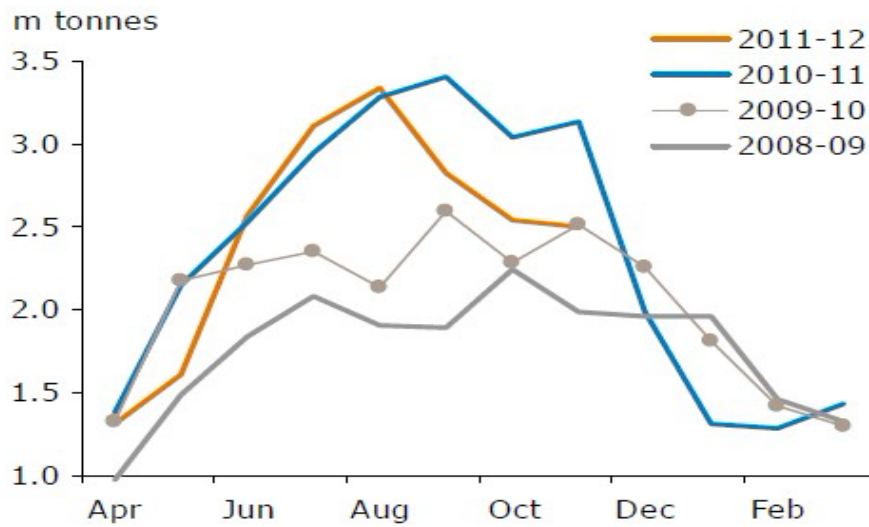


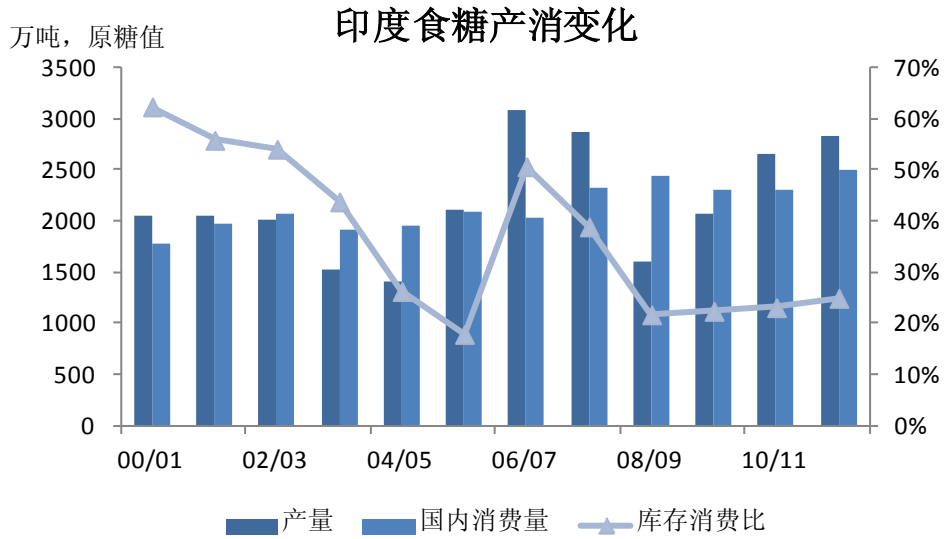


图 4 巴西糖出口情况



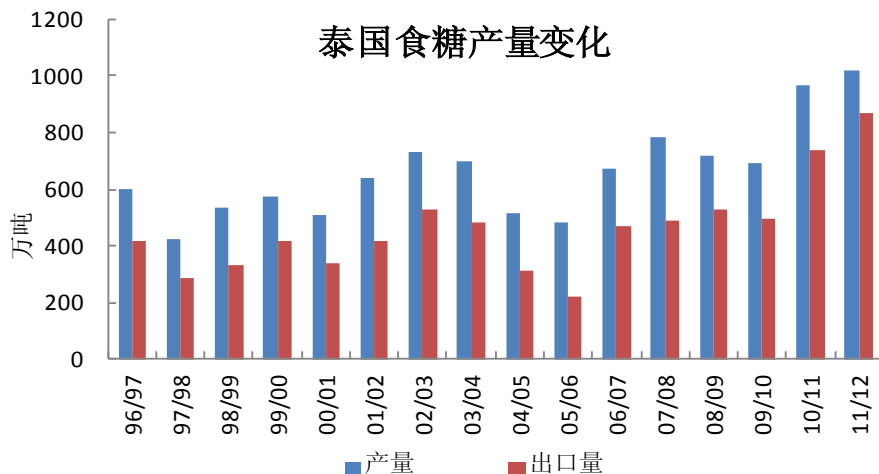
三、印度：在连续两个榨季增产后，估计 11/12 榨季印度糖产量有望继续增加至 2470-2500 万吨，由于印度的食糖消费量仍处于 2200 万吨的水平，理论上讲印度可供出口的食糖数量有望达到 400 万吨。迄今为止印度联邦政府已授权出口 100 万吨自产糖，远超市场预期的 50 万吨水平，对国际糖市的压力不可小视。10 月 1 日-12 月 15 日期间印度已产糖 460 万吨，同比增长 18%。目前正值印度制糖期，最终产量还难确定，但低价的印度糖已开始进入国际市场，导致国际糖价承压下跌。后期印度糖到底能出口多大规模还要视最终产量数字以及印度国内消费情况，由于印度国内人口增加且经济出现强劲增长，该国食糖消费量将随之增加，国内需求增加可能抑制出口。

图 5 印度食糖产消变化



四、泰国：今年 8 月份开始泰国遭遇了特大洪灾并持续数月，一度给国际糖价带来反弹动力，但随着洪水退去，食糖生产恢复正常，目前看对食糖产业的影响有限，11/12 榨季甘蔗产量仍有可能从 10/11 榨季的 9540 万吨增至 1 亿吨，糖产量可能达到 1020 万吨左右，食糖出口量将超过 700 万吨，意味着来年泰国对国际糖市的影响将进一步增强。

图 6 泰国食糖产量及出口量

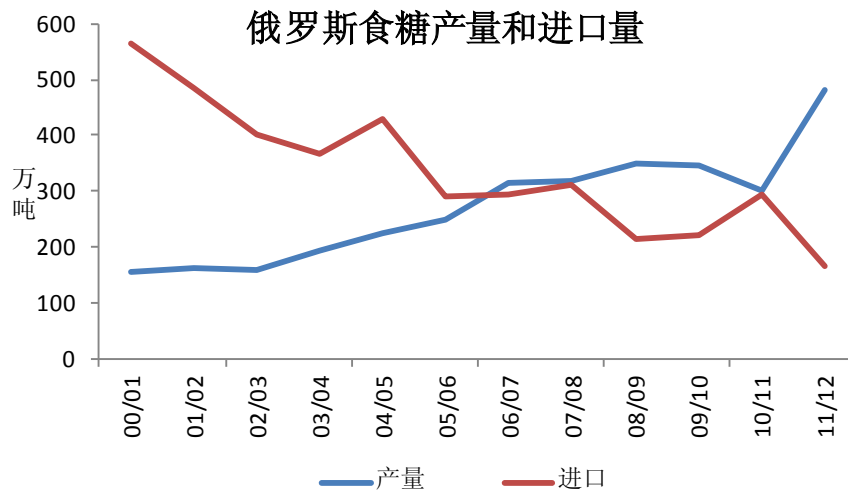


五、俄罗斯：预计 11/12 榨季俄罗斯食糖产量将从早前的 400-420 万吨提高到 520 万吨（白糖值），主要是甜菜播种面积增加。2010 年因干旱俄罗斯甜菜糖产量从



预测的 400 万吨大幅缩减至 270 万吨。自 8 月份开榨至 12 月 19 日期间俄罗斯已产甜菜糖 438.7 万吨，去年同期为 269.2 万吨。近年来俄罗斯食糖产量稳步增长，足以满足国内需求，进口需求明显下降，11/12 榨季很可能不再需要进口，甚至还有少量的食糖可供出口。

图 7 俄罗斯食糖产量变化



六、货币因素对糖价的影响：2011 年 8 月以来，由于美元大幅走强，美元/雷亚尔汇率由 1.55 大幅上行至年末的 1.855，雷亚尔贬值 20%；美元/印度卢比由 44.2 大幅上行至年底的 52.78，印度卢比贬值也达 20%，意味着以美元定价的巴西和印度的生产成本大幅下降。由于欧洲主权债务危机不断蔓延发酵，避险情绪导致美元回流美国，美元持续走强，导致主要食糖贸易国货币加速贬值，对国际食糖成本定价带来较大风险。另外，近年来，宏观经济形势对大宗商品的影响越来越具举足轻重的意义，而美元指数的走向大体决定了大宗商品的长期趋势。目前来看，美元可能已进入新的上涨周期，理由在于，各国的通胀已处于较高位置，各国政府调控的力度都在加强。不过短期内美元大幅上涨的概率不大，预计以小区间震荡为主。对于原糖来说，12 月底近月合约价格为 23.59 美分/磅，若剔除美元指数影响后，价格为 18.87 美分/磅。



图 8 剔除美元指数影响的 ICE 原糖近月合约走势（红色线）及 ICE 原糖近月走势（黑色线）

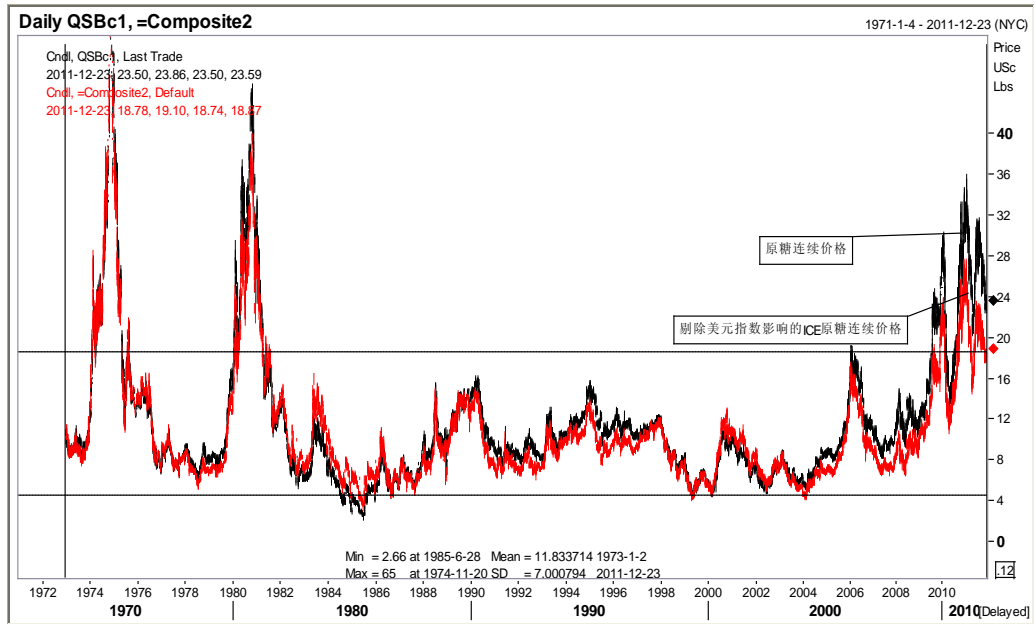


图 9 巴西雷亚尔周线走势

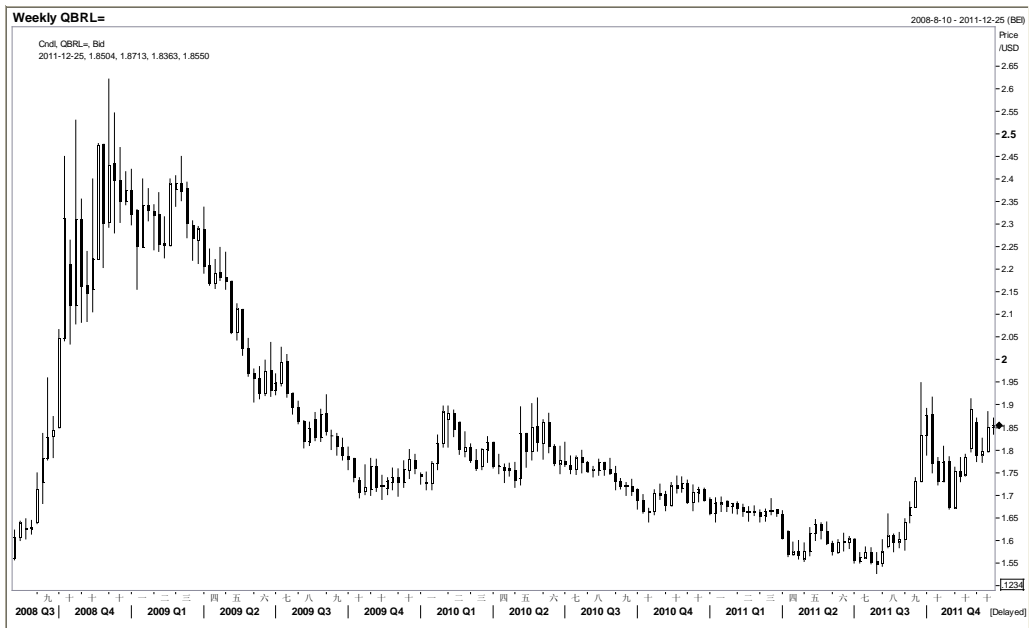


图 10 印度卢比周线走势

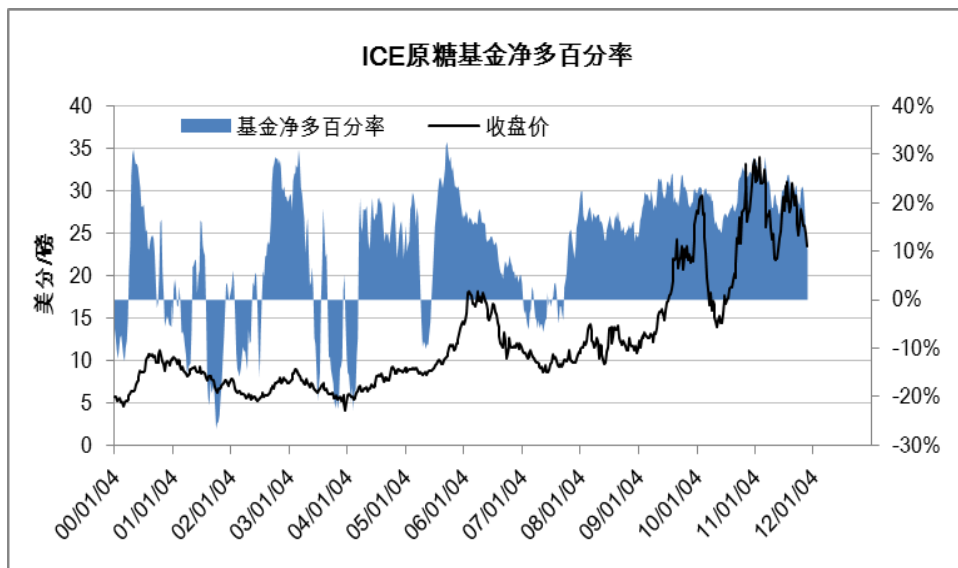


七、投机资金对原糖市场的影响：根据 CFTC 数据，伴随国际糖价持续 2 年多的大幅飙升，原糖上的持仓规模呈现显著下降的趋势。08 年底此轮牛市启动前，原糖上的持仓量高达近百万手，到 12 月中旬已降到 52.6 万手。同时，投机基金的净多单百分率也大幅下降，12 月中旬降至 11%，反映出市场已转向悲观。但基于今年底这段时间糖价下跌了不少，估计明年初指数基金会提高其在食糖市场的投资权重，而部分产糖商有可能会采取反向操作，伺机在糖市上卖出。

图 11 原糖空盘量变化



图 12 原糖基金净多百分率



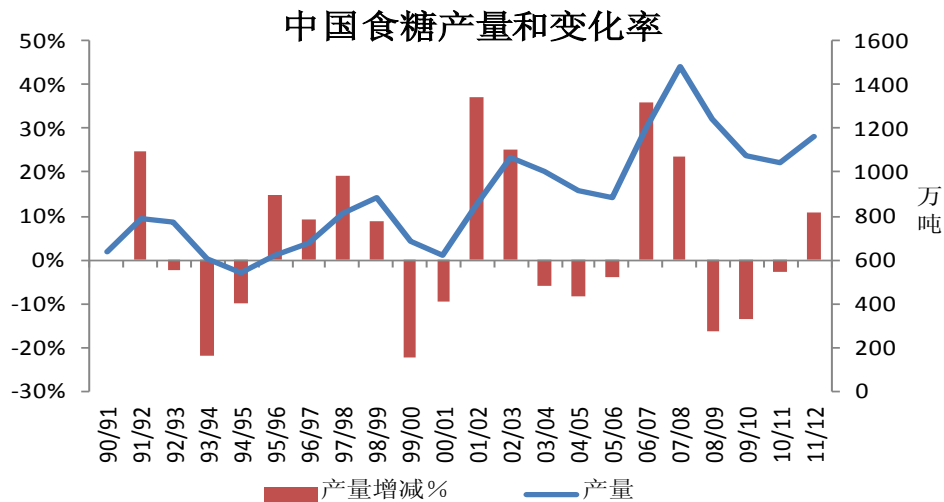
第三部分 国内食糖市场

一、对 11/12 榨季国内糖市的供需形势的判断：11 月初，海口糖会上中糖协对本榨季供需形势的看法是，白糖有望增产达到 1200 万吨，消费继续保持平稳小幅增长，初步预计在 1400 万吨左右，因此，本榨季国内糖市仍将存在 200 万吨左右的缺口。但就我们的预估数据看，本榨季国内产量估计在 1160 万吨左右，而在 12 年国内经济



增速可能放缓的预期及果糖大肆扩张下，我们认为国内消费量也只能达到 1320 万吨左右，初步估计本榨季的产消缺口在 160 万吨左右，供求缺口比上榨季有所缩小，国储糖和进口糖的补充力度将决定整个榨季的供求格局，也就是说来年政策将成为主导因素。在 CPI 长期高位运行之下，后期国内的宏观调控力度不会轻易放松，国储有足够的储备能力在新榨季保持糖价平稳运行，明年“保供稳价”仍是主基调。在南方主产区进入开榨高峰期，糖价随之大幅下跌千元的背景下，12 月中旬，广西糖业座谈会再次明确提出“稳字当先”，在目前看广西产量可能达不到预期的 700 万吨产量目标、企业生产成本提高的情况下，希望政府出台“托市”政策，以保证糖价在合理范围（7000-7500 之间）运行。但在全球供过于求的不利背景下，难以寄望于靠一次会议就能将国内糖价转跌为升，真正决定国内糖市走向的关键在于后期是否有切实的利好“托市”政策出台及“托市”的力度到底有多大。

图 13 国内历年食糖产量变化



二、进口：11/12 榨季国内仍产不足需，若国际糖市继续维持弱势，内强外弱格局将有利于国内扩大进口，对国内糖价产生压制作用。若以原糖 23.6 美分/磅的原糖价格测算，对应的泰糖进口完税价在 5900 元/吨左右，而目前南宁现货糖价为 6600



元，进口糖仍维持较大优势。随着国内供需缺口的长期存在，食糖进口量呈现逐年增长态势，10/11 榨季中国进口食糖达到 147 万吨，10/11 榨季进一步增加到 207 万吨，创历史新高。11 年年底前仍有进口糖陆续到港，进入 12 年，中国通常从第二季度开始大量采购，此时巴西糖也进入新榨季生产，加上印度泰国等国的过剩糖出口，一旦国际糖价下跌，中国将能够重新补充库存，稳定国内糖价。国内供应不成问题。

图 14 国内食糖进出口变化

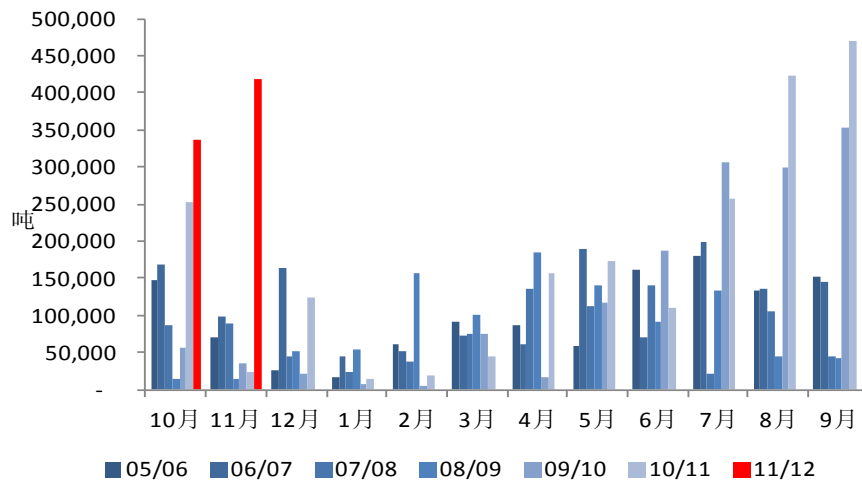
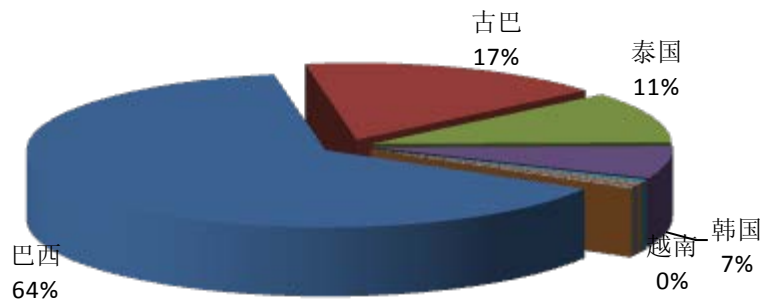


图 15 主要食糖进口来源国情况

2011年1-11月中国食糖进口国别来源
(单位:吨)

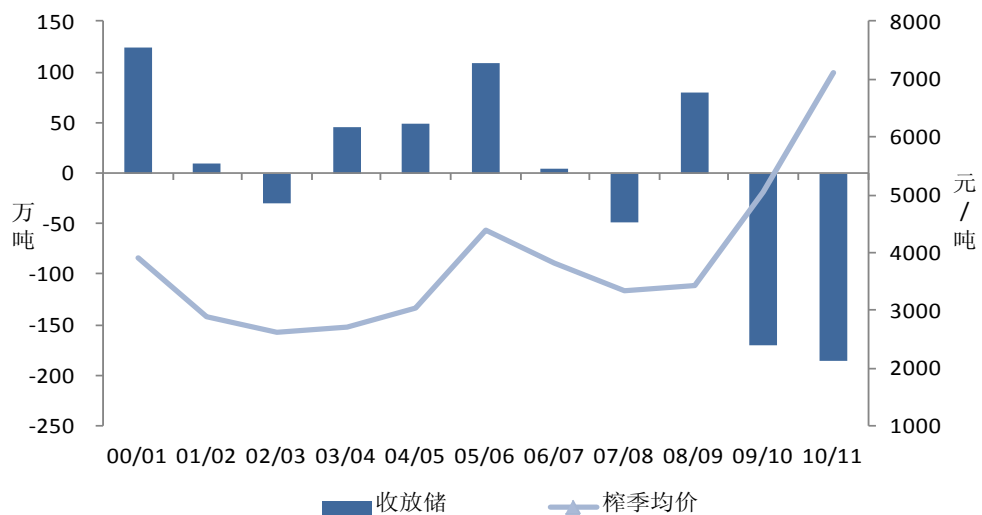


三、后期国家调控政策是糖市主导因素之一。10/11 榨季国家放储近 200 万吨，



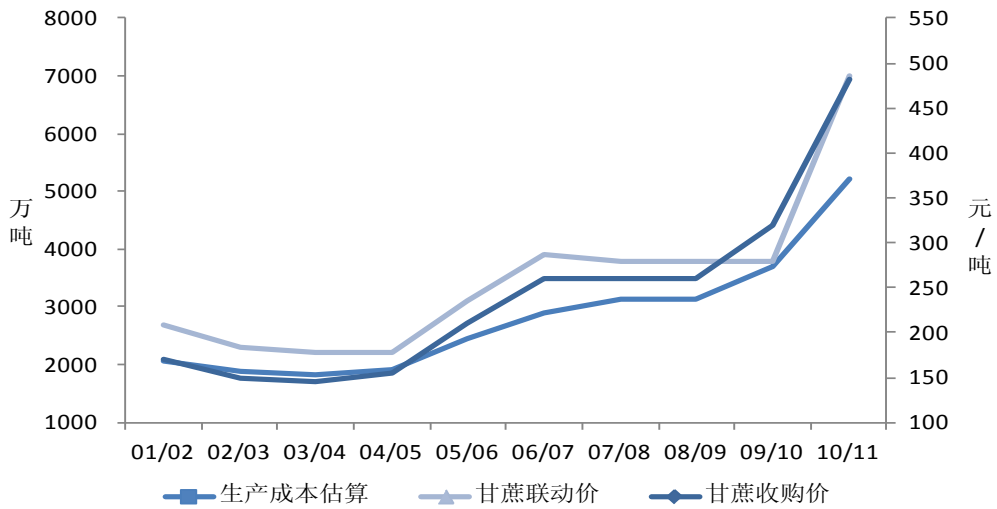
力度非常大，这在很大程度上出于响应国家严厉调控物价的政策导向，明年国内宏观政策会保持相对平稳，且国际经济危机影响下商品期货价格上行乏力。国内白糖在 12-3 月期间处于集中生产时期，供应增加，需求不旺已压制糖价显著下行。因此，国内糖价转跌为升，关键在于后期是否能出台实际的利好“托市”政策及“托市”力度到底有多大，估计政府托市的可能性不大，若糖价维持低迷，后期地方有可能出台临时储备政策。

图 16 历年收放储情况



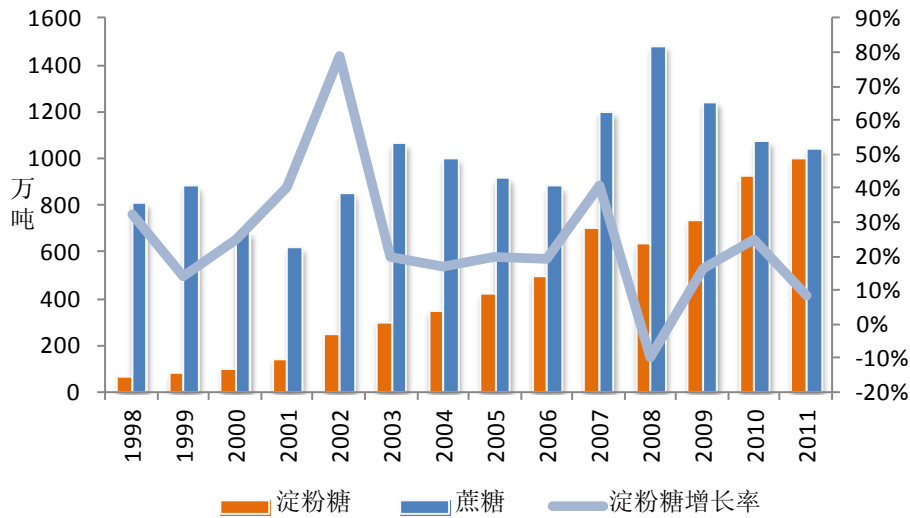
四、主产区甘蔗联动价以及食糖生产成本的支撑。11 月初，国家发改委要求全国主产省区实施蔗糖联动政策，南方产区基本将联动糖价定在 500 对 7000 元/吨，此项政策是为了确保农民增收，同时也反映新榨季的现货价格将以 7000 元/吨作为重要支撑和心理底限。从制糖成本看，如果按目前沿海 580 元/吨的甘蔗收购价计算，加上其他成本的上涨，含税的食糖成本约在 6150 元/吨。其他企业不需过分抢购甘蔗，蔗价略低些，成本也应在 5800-6100 元/吨之间。考虑到国储库的不足和国际市场的不确定性，在历史上食糖增产的第一年，糖厂的生产成本是糖价的重要支撑。

图 17 历年甘蔗收购价及制糖成本情况



五、高糖价对需求的抑制作用显著，淀粉糖需求旺盛。蔗糖高位运行，使得用糖量较大的行业，如食品饮料行业普遍减少蔗糖采购量，转而增加价格更有优势的淀粉糖品种，主要体现在果葡糖浆需求量增加，11 年国内果葡糖浆产量 200 万吨，预计到明年底国内果葡糖浆产能将达到 400 万吨。在消费习惯相近的日本、韩国、台湾等地区的果葡糖浆与白糖消费量平均比值为 24%，当前中国的比值为 11%，中国果葡糖浆消费量还有很大的提升空间。虽然目前国内果葡糖浆相对于白糖市场尚未形成规模，且只有可乐、百事两个买家，但近年的快速发展已明显挤占了白糖市场份额，目前 F55 报价比蔗糖仍有很明显的价格优势。

图 18 中国蔗糖和淀粉糖产量情况



六、白糖的季节性走势规律比较明显：一是榨季初期由于供给压力增大，价格逐步走低，随着临近年底，元旦春节的消费需求逐步好转，1月价格回升。二是从生产周期规律看，11/12 榨季将进入新的增产周期，从过去几个增产年份的走势看，01/02 榨季和 02/03 榨季属于一个增产周期，06/07 榨季和 07/08 榨季为一个增产周期，这四个年份的糖价走势均呈现逐步走低的态势，但需要注意的是，这几个榨季的增产幅度较大，01/02 榨季和06/07 榨季产量都达到了36%的增幅，就目前的预期来看，11/12 榨季的增产幅度 10%左右，远不如上述几个榨季，后期糖价跌幅可能相应也会小于这两个榨季。

图 19 国内糖价季节性走势

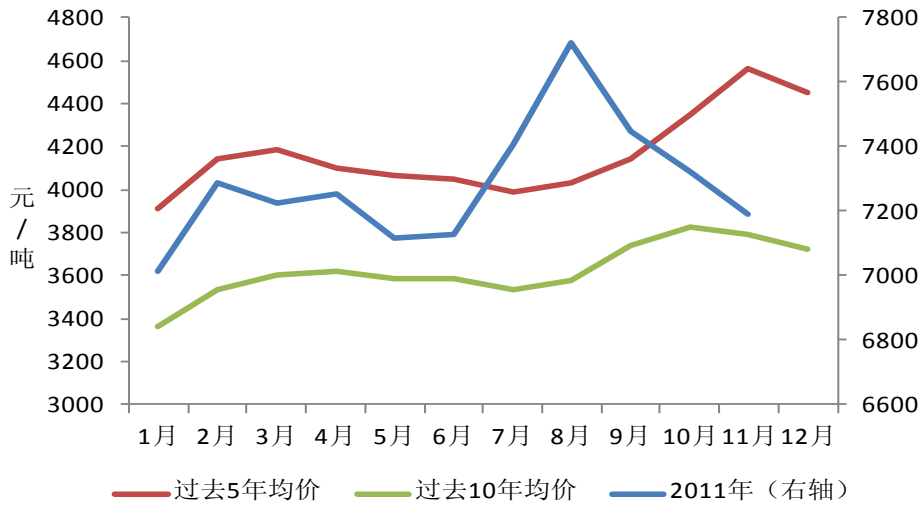
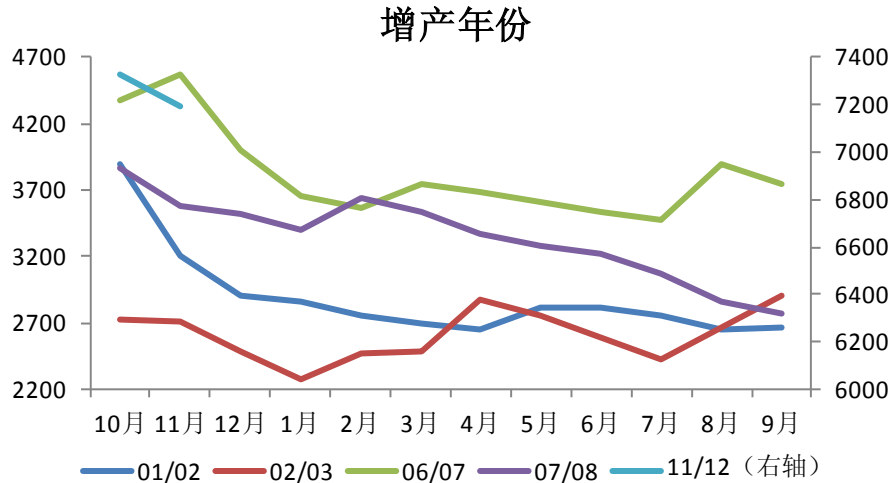


图 20 增产年份的糖价走势



七、价格走势判断：预计后期现货糖价将保持相对坚挺，目前主产区对现货糖价处于 7000-7500 元/吨运行较为认可，可以说在未来较长一段时间内，7000 元都将是市场重要的底部支撑区域，而一旦价格超出此区间，市场调控压力也会随之加大。对于郑糖来说，6000-7500 元/吨为新榨季合理的运行区间。但如果全球经济持续动荡，美元进一步上涨，必然引发全球大宗商品的全面下跌，郑糖跌破 6000 关口也是有可能的。

2011 年第四季度，郑糖主力合约 SR205 脱离强势区间并承接三季度跌势宽幅震荡于 6465-6920 元/吨区间，在传统的消费旺季到来之时表现出了明显的旺季不旺，并



下破整理区间转入弱势，创下了 6050 元/吨的年内新低。技术上看，近期郑糖 SR205 运行于弱势区间，上行关键阻力位 6230 元/吨，如期价能有效突破并企稳于 6230 元/吨之上，则短期底部形态明显，期价将可能延续反弹走势，反弹压力位置 6465 元/吨、6660 元/吨。如近期期价依然维持弱势格局，在传统的消费旺季结束之后，则明年上半年仍有再创新低的可能，其下行目标可参考 5860 元/吨、5730 元/吨。

图 21 郑糖 1205 合约日线图



(完)