

国信期货研发部白糖报告

白糖

郑糖难逃惊鸿一跌

2014年9月21日

主要结论

供给过剩忧虑始终萦绕全球糖市

市场普遍认为全球食糖消费超过供应至少 300-400 万吨，糖价才有可能出现显著攀升。可考虑到庞大的近期供应，而实货需求仍然很缺乏，“熊转牛”的拐点何处出现仍是未知数，预计近期原糖仍将继续弱势运行。

高库存阴影下淡季糖价回暖乏力

由于天量库存销售不畅，加之企业资金链紧张，从 8 月份现货糖价开始了加速下跌以来，随着新榨季的临近，在需求淡季旧糖价格势必还将进一步下跌，进而也会拖累新糖的价格走势。

进口压力不减，直补政策利空影响较大

虽然 8 月数据暂未公布，但 2013/14 榨季全国的进口糖大幅增加已是事实，后期每进口 1 吨都是压力。糖价目标价格政策正在调研阶段，但棉花直补政策的落地，对棉价影响非常直观，对糖价有借鉴作用。

行情展望

过剩的旧糖库存和新榨季供需基本面好转的预期这对主要矛盾决定了糖市未来将经历熊转牛的过程，但是转换过程可能十分缓长，现在来看反转的时间点尚未到来。低位需求和其他替代品的价格决定了糖价的下方空间，而高库存和期现升水决定了糖价的上方空间。而旧糖库存过高没有得到根本性解决是当前糖市的主要矛盾点，所以糖价很难走出像样的反弹行情。

分析师：张文

从业资格号：F0309136

电话：0411-84377276

邮箱：15155@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

行情回顾

受市场对需求的担忧,而巴西正值榨季高峰期,全球短期供给充裕,且泰国糖预计将有大量交割供给,本月原糖价格在跌破8月份整理区间下沿后,下破15美分关键支撑,而后不断下创新低。郑糖走势与原糖相似,但月初有所反弹,这主要是因为超跌之后利多传闻增多加上台风的影响,而后回归糖市羸弱的基本面,相继跌破4500及4400一线等重要支撑,预计糖价继续震荡回落可能较大。

图 1: 郑糖指数

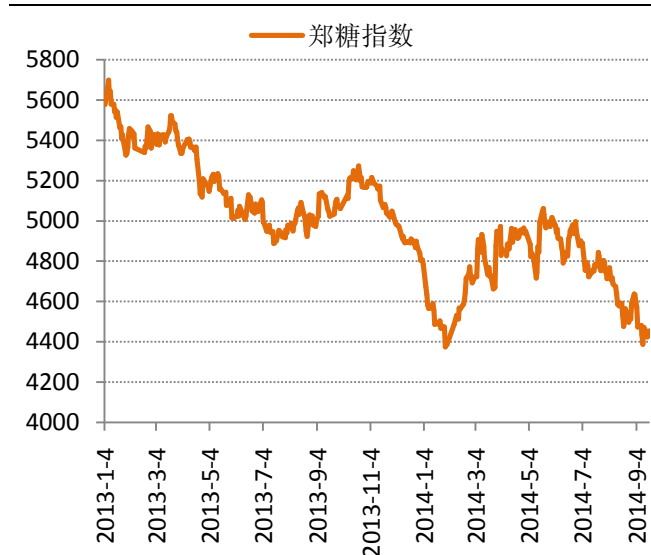


图 2: ICE 原糖指数



数据来源: 文华财经 国信期货研发部

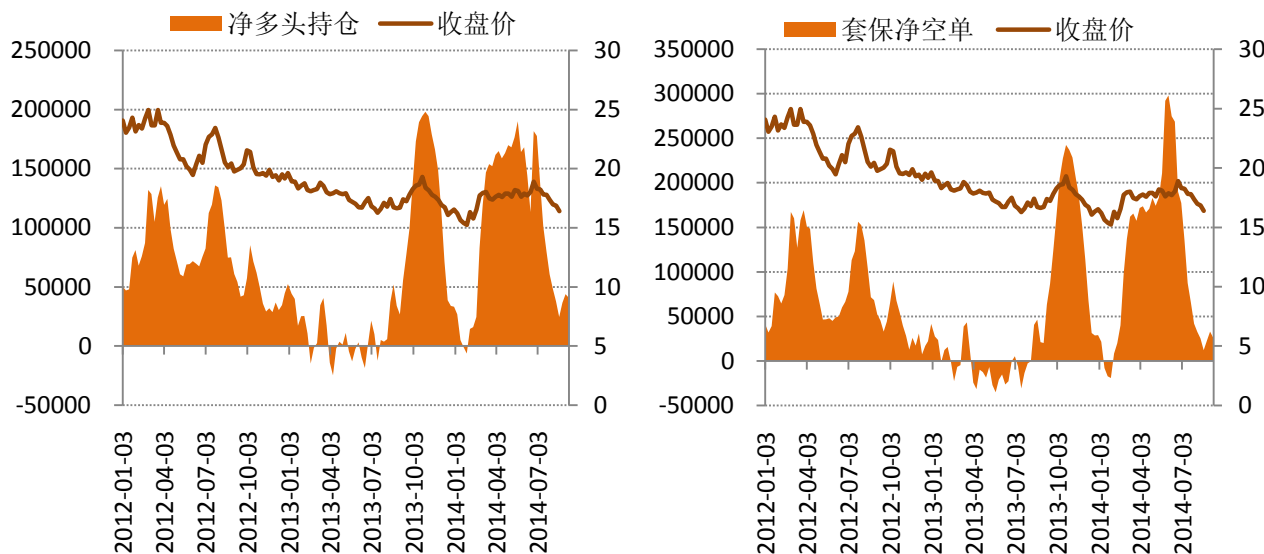
数据来源: 文华财经 国信期货研发部

持仓分析

美国商品期货交易委员会(CFTC)公布了截止9月9日当周的ICE原糖期货持仓报告。本月初随着价格的下滑,总持仓出现大幅下滑,多空均有所减持,而套利持仓削减最多。投机客减持原糖期货仓位,截至9月9日当周,对冲基金及大型投机客持有的原糖期货净多头头寸减少3040手,至40913手,为连续两周增持后再度减少。而种植户、加工商以及其他商业用户持有的ICE原糖期货净空头头寸再次增加。投机净多头寸减少,表明空头整体占优;而套保净空头寸增加,表明在下滑过程中,部分产业投资者套保盘再次入市。而随着最近价格的进一步下滑,持仓不断增加,料空头头寸会再度增加,整体上看,空头力量还是占据主力地位。

图 3: 非商业净多头持仓

图 4: 商业净空头持仓



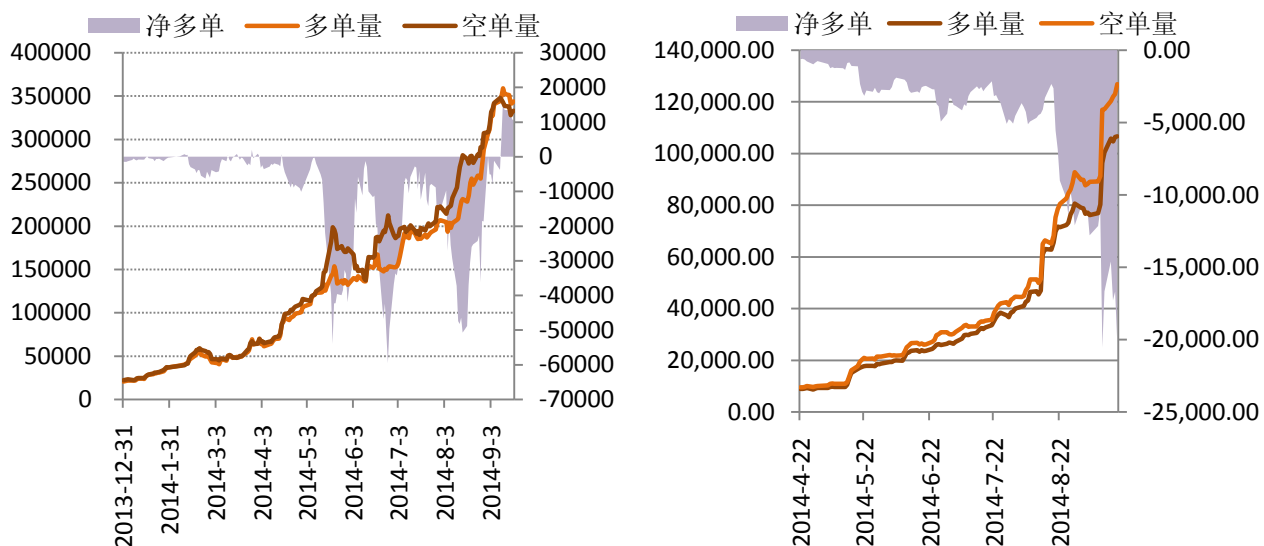
数据来源: CFTC 国信期货研发部

数据来源: CFTC 国信期货研发部

通过对郑糖主力合约持仓量前 20 名机构持仓数据的统计,可以看出 9 月份总体上空方实力仍占优。从月末的持仓结构来看,01 合约多空双方均有所减少,持仓不断向 05 合约过渡,尤其是空头持仓增加明显。随着 1501 合约跌幅加深,多空均有所减少,虽空头仍占优势,但净多头量出现减少;1505 合约空头力量增加显著,市场资金主力开始布局该合约,净空头持续增加,显示了空头绝对优势地位,也在另一个方面显示出,市场对早前判断下榨季价格回暖的预测正在动摇。综合来看,郑糖空头占优,但在 1505 合约上优势更加明显,且近期来看,整糖增仓下行,料该合约还会有进一步的下跌空间。

图 5: 郑糖 1501 合约前 20 持仓情况

图 6: 郑糖 1505 合约前 20 持仓情况



数据来源: 郑商所 国信期货研发部

数据来源: 郑商所 国信期货研发部

供给过剩忧虑始终萦绕全球糖市

进入 8 月份以来,巴西压榨进入高峰期,近期整体天气仍然有利收割,虽然 8 月数据显示压榨量较去年有所下滑,但压榨仍保持在较强水平,而整体压榨进度明显快过去年,但依然给糖市的压力不小。作为

最大的糖生产国，因政府的汽油补贴规定迫使业者下调乙醇售价，巴西很多的糖产商均负债累累，正忙于应付银行利息。而糖价位于逾四年低点，这令巴西糖产商营收面临更多挑战。虽然巴西蔗产联盟最新预估下调巴西中南部甘蔗以及食糖产量，但这对美糖支撑作用有限，且市场的预估也存在分歧，有机构预计在本榨季产量减少之后，巴西甘蔗和蔗糖产量将有反弹。展望9月份，巴西压榨进度仍将保持较快水平，而10月份中旬将面临早前干旱影响的停榨风险，这值得我们关注。不过即使面临停榨风险，届时巴西中南部糖产量仍将靠近3000万吨，接近蔗产联盟预估的3080万吨的数量，在当前复杂的基本面情况下，恐难对原糖价格形成多大支撑。

另外在乙醇方面，市场一度抱以重望，认为巴西在本榨季甘蔗产量减少的情况下，靠燃料乙醇产量的增加，借以压缩糖的产量，并以此缓解全球原糖库存高企的压力，但近期国际原油价格也持续下跌，乙醇替代的作用就不那么明显，所以希望越大失望就越大。

图7：巴西中南部甘蔗累计压榨量

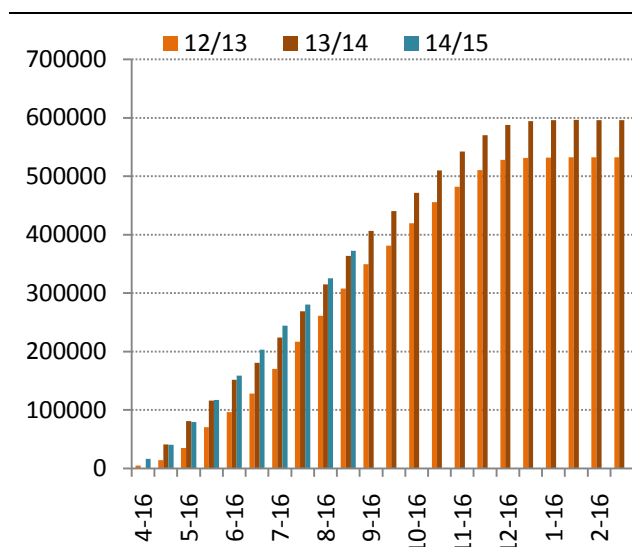
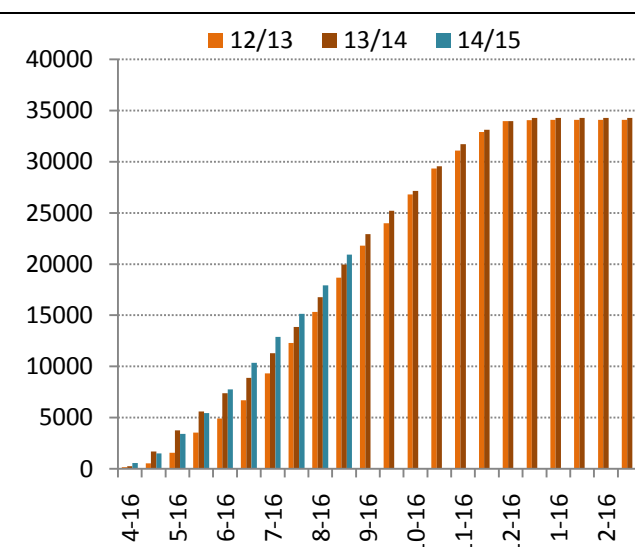


图8：巴西中南部累计榨糖量



数据来源：UNICA 国信期货研发部

数据来源：UNICA 国信期货研发部

泰国方面，泰国原糖在8月份保持贴水25点不变一个月之后，9月份贴水幅度开始加速走高，一周之内实现了由贴水25点到贴水40点，再由贴水40点到贴水50点的三级跳。由于国内超过三分之一的国产糖滞留仓库，自2009年以来泰国贸易商首次以对ICE糖市期糖价格贴水的方式销售食糖，但几乎没有买家报价，也基本没有成交。由于国际市场供应充足，食糖销路不畅是泰国糖不断降价销售的原因之一，更重要的是泰国糖质量不及巴西糖，特别是色值方面差距较大，而且临近榨季末食糖质量在不断下降，贸易商可能也急于出手。而且新榨季泰国预期继续增产，政府还调低了国内消费配额，以进一步提高出口数量。届时市场上充斥巴西、澳大利亚糖以及泰国自己的新糖，老糖会很难卖。由于供应充足背景下需求十分疲软，销售商为了腾库给即将上市的2014/15年度新糖，市场预期ICE10月合约到期时将出现大量品质恶化的泰国原糖交货，这对原糖价格产生的冲击压力较大。

印度糖业协会表示，预计将于9月底结束的2013/14年度印度糖出口量将从2012/13年度的34.8万吨骤增至265.4万吨。出口量的大幅增加，主要原因之一是上一年度末国内食糖库存量十分充裕，其次是2013年10月至12月期间国际糖价上涨至19美分/磅一线，为出口提供了有利时机，大部分的出口合同都是在此期间签订的。根据印度糖业协会的预计，2013/14年度印度糖产量在2430万吨左右，制糖年末食糖库存结转量将达到750万吨左右，其中约500万吨将供应10月、11月的国内排灯节期间的食糖消

费需求。同时预计印度 14/15 榨季产糖量或为 2530 万吨，消费量或为 2400 万吨，新榨季出口糖达 300 万吨。该国产业协会正在进口政策和补贴政策等方面积极争取政府更大的支持，无论从哪个方面讲，都不是对全球糖市的利好消息。

ISO 预计国际糖市或连续第五个年度出现过剩，14/15 年度过剩量预计为 131 万吨；13/14 年度过剩量为 399 万吨。而 ISO 更认为全球食糖消费超过供应至少 300-400 万吨，糖价才有可能出现显著攀升。现在关于 14/15 年度全球糖市是否能由过剩转向短缺的问题尚存争议，但考虑到庞大的近期供应，而实货需求仍然很缺乏，“熊转牛”的拐点何处出现仍是未知数，预计近期原糖仍将继续弱势运行。

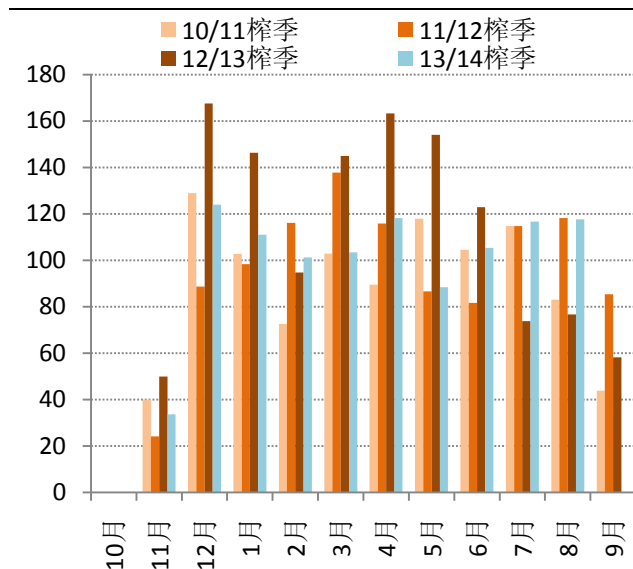
高库存阴影下淡季糖价回暖乏力

从月初糖协公布的产销数据来看，国内销售状况依旧堪忧，去库存并不顺畅，这一点在白糖现货价格下跌上已经得到印证了。

从 8 月份糖的销售数据上看，单月售糖 117 万吨，但与之前各省公布的数据差距较大。而抛去销量的分歧不谈，去库存缓慢，截止 8 月底全国的食糖工业库存量仍在 300 万吨以上，这却是不争的事实。面对历史最高水平的库存，销糖进度仍显较慢，加之现在糖厂资金及旧糖质量压力较大，未来去库存化仍然艰难，对糖价形成较大的压力。

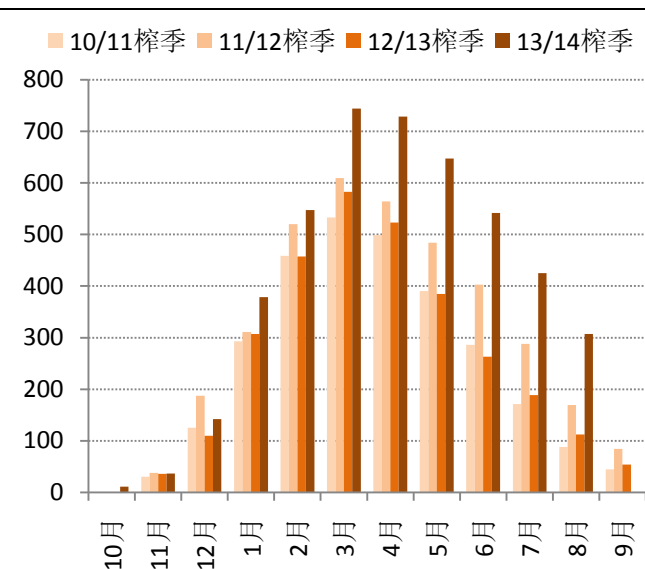
另外，从新疆糖业协会获悉，9 月下旬新疆将有制糖企业开机生产，正式拉开国内 2014/15 榨季序幕。预计 9 月 25 日新疆恒丰糖业有限公司和中粮屯河奇台糖业分公司将开机生产，其余 12 家制糖企业预计在 10 月陆续开榨。2014/15 榨季，新疆预计入榨甜菜总量 391 万吨，预计产糖 45 万吨。在当前的环境下，新榨季的开启，必将对市场产生冲击，所以短期来讲糖价回暖基础缺乏。

图 9：我国单月销糖情况



数据来源：中糖协 国信期货研发部

图 10：我国食糖库存情况



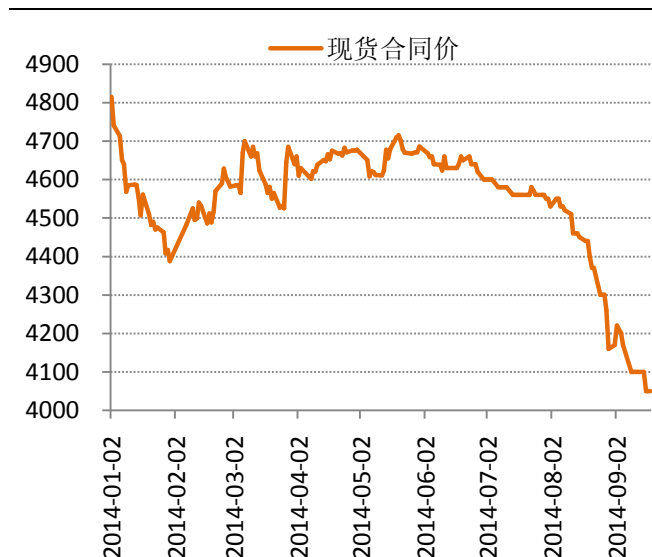
数据来源：中糖协 国信期货研发部

尽管 8 月单月销量尚可，但是库存数量较多，现货压力依然很大。进入 9 月份以来，白糖现货价格加深下跌，首先是主产区集团报价大幅下调，一石激起千层浪，各地现货价格纷纷跟随下调，现在主产区价格不仅创年内新低，也已经是自 2009 年 12 月以来，五年内的最低报价，云南部分报价已经进入“3”时

代，整个白糖市场可以用惨淡来形容。

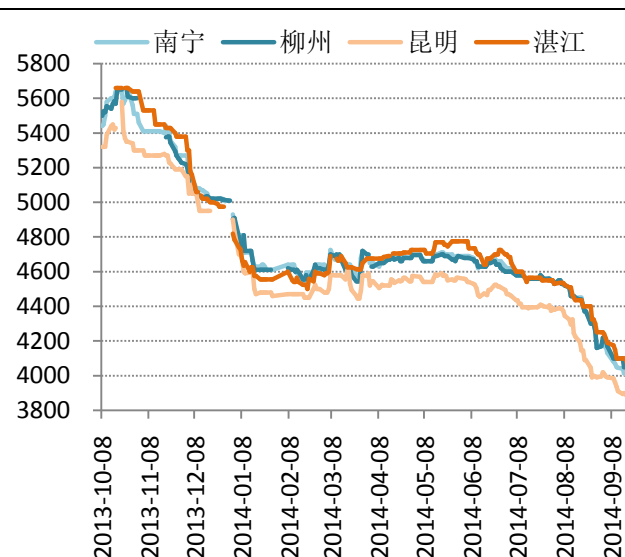
由于天量库存销售不畅，加之本榨季国内糖厂面临全行业亏损，企业资金链紧张，从8月份现货糖价开始了加速下跌以来，9月份日照加工糖价格也出现了明显下滑，并且向广西现货靠拢，随着新榨季的临近，旧糖价格势必还将进一步下跌，进而也会拖累新糖的价格走势。

图 11：柳糖现货合同



数据来源：wind 国信期货研发部

图 12：食糖主产区现货报价



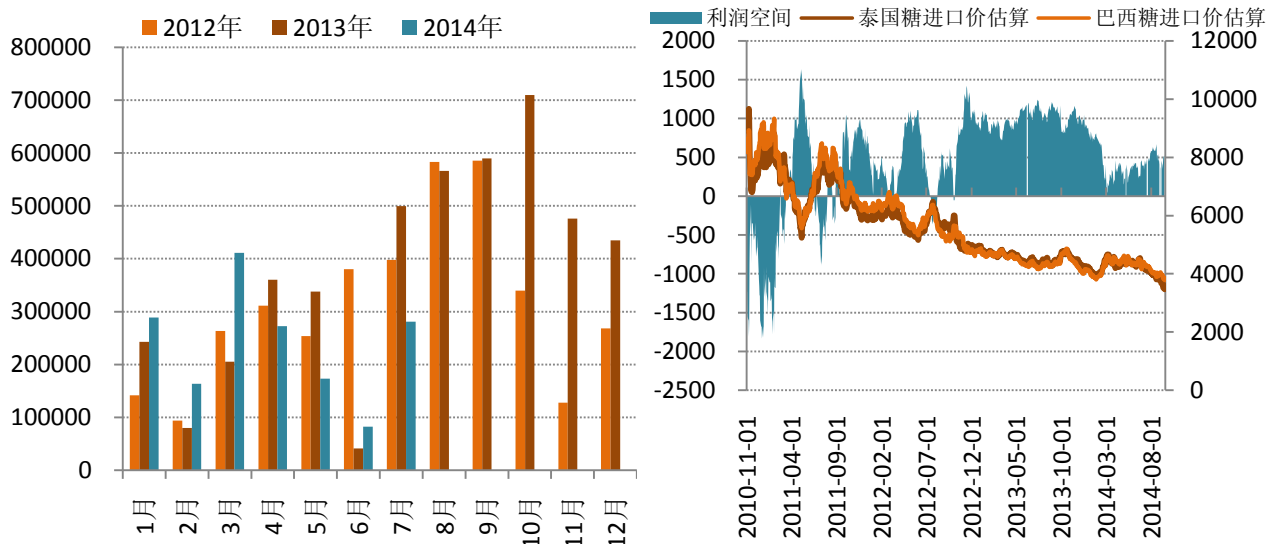
数据来源：wind 国信期货研发部

进口压力不减，直补政策利空影响较大

虽然8月进口数据尚未公布，但1-7月中国累计进口糖167万吨，较去年同期减少5.4%。2013/14榨季截至7月底全国进口糖329.3万吨，同比增加31.5%。虽然7月份进口量同比大幅下降，但由于7月份的数据符合预期，因此对行情的提振有限。而无论8-10月份进口是否继续同比减少，但2013/14榨季全国的进口糖大幅增加无疑，本榨季庞大的进口糖对国内糖市仍旧是一个大负担。后期的进口糖数量一看行业的《自律公约》是否真正起作用，二是内外糖价差能否支撑进口利润，根据现在进口报关及出口港口数据，且当前进口利润仍维持在500-600元/吨左右，预计8-10月我国进口仍有100-120万吨之巨，当前这种局面，每进口一吨糖都是压力。

图 13：我国 2012-2014 年食糖进口量

图 14：进口糖利润空间



数据来源: wind 国信期货研发部

数据来源: wind 国信期货研发部

9月11日,自治区物价局在柳州市举行中国食糖批发市场价格指数发布会。作为研究食糖批发市场价格动态变化的工具,该指数将为制定、调整 and 检查食糖产业经济政策,特别是价格政策提供依据。而在最引市场关注的是“糖料目标价格”制度上,有消息称,我国“糖料目标价格”制度即将最后敲定,作为承办这一两会重点建议的国家发改委有望在9月底前作出答复。该品种的价格制度一旦经国务院审议通过,蔗糖将成为棉花和大豆之后第三类实行目标价格补贴试点的农产品。9月17日,新疆维吾尔自治区人民政府公布棉花目标价格改革试点实施方案,引发棉花连续跳水,而在相当长的一段时间内棉花也将维持弱势,直补政策的影响不言而喻。对于白糖而言,直补政策如果出台,国家的糖料收购价必然会下调,因为新的机制存在,保护了农民的利益,而下调的价格又使得糖厂成本降低,从而提高我国食糖对进口及走私糖的抵御能力。也就是说,对于白糖而言,直补是利空的,价格将会回归到一个合理的位置上,而且目前市场也已经开始有所反映。不过长远看,直补政策将有利于白糖市场的发展。

郑糖季节性压力减弱,1、5价差或回调

郑糖季节性指数上看,往年9月份糖价有孕育年内低点的可能,今年9月份糖价印证了这一点。展望后期,季节性压力稍缓,但今年情况有些特殊,库存压力难舒,需求端支撑有限,很难在10月份找到利好的因素,因而在8、9月份大幅下跌之后,糖价仍将惯性下冲。

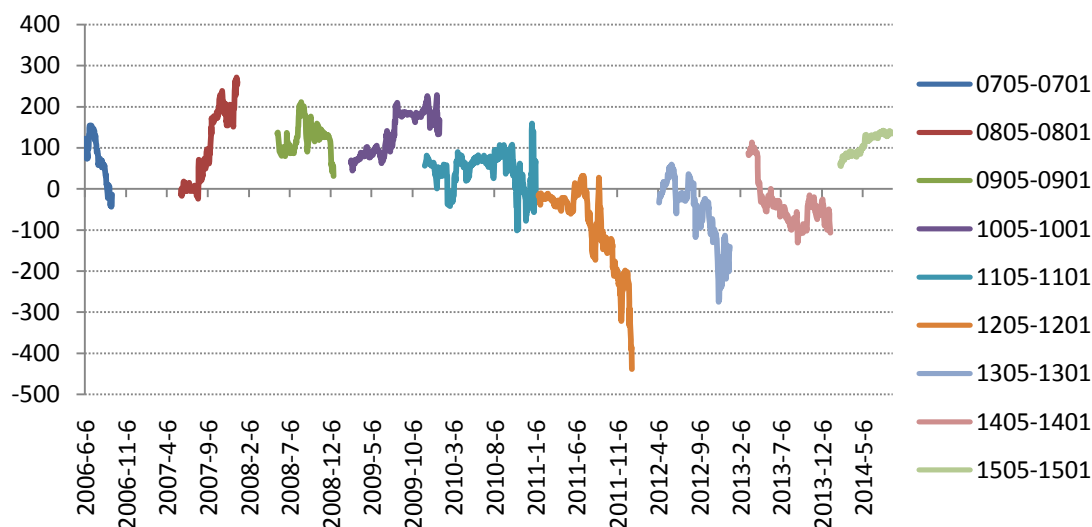
图 15: 郑糖季节性走势



数据来源：国信期货研发部

自 2011 年开始，糖市步入过剩局面，使得糖价远月开始贴水。近期郑糖主力有移仓 1505 合约的迹象，同时二者价差不断扩大，上升到一个较高的水平，1、5 合约最高价差达到 148 元/吨之后，震荡回落，随着空头移仓增多，必然对远月合约产生压制。同时考虑到糖市供过于求基本面的延续以及直补政策或将于下榨季实施，也对远月利空，1 月合约和 5 月合约价差或将会有所回调，对二者套利机会值得关注。

图 16：郑糖 1、5 合约价差



数据来源：国信期货研发部

行情展望

过剩的旧糖库存和新榨季供需基本面好转的预期这对主要矛盾决定了糖市未来将经历熊转牛的过程，但是转换过程可能十分缓长，现在来看反转的时间点尚未到来。低位需求和其他替代品的价格决定了糖价的下方空间，而高库存和期现升水决定了糖价的上方空间。而旧糖库存过高没有得到根本性解决是当前糖市的主要矛盾点，所以糖价很难走出像样的反弹行情。

技术上看，郑糖仍处弱势。1501 合约 5、10 日均线配合 4400 整数关口对价格施加压力，在基本面没有实质利好配合的情况下，糖价上破压力难度较大，而下方来看已无可靠的支撑，关注 4200 一线能否有企稳机会。不过 9 月 19-20 日价格走跌幅度较大，远离了压力系统，价格有重整及修复的需要，所以未来一小段时间，价格或震荡于 4200-4300 区间，不过最终还将向 4200 一线或下方 4000 一线寻求支持。同样的 1505 合约瞬时下破 4470-4500 支撑，同样需要回测改线能否形成压力，不过最终向 4100 一线寻求支撑的可能性较大。

重要免责声明

本研究报告由国信期货研发部撰写编译，仅为所服务的特定企业与机构的一般用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货研发部保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货研发部力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为诱发从事或不从事买入或卖出金融产品的任何交易，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与国信期货研发部及分析师无关。

国信期货研发部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。