



东兴期货
DONGXING FUTURES

白糖专题报告

期货研究报告

2014年9月19日

白糖

研发中心

于中华

研究员, 期货执业证书编号 F0296208

yuzh@dxqh.net

论近期糖市的主要矛盾

从7月开始, 国内外糖市均走出四个月的震荡区间, 开始了持续的下跌。不过, 近期郑糖主力合约在跌破年初低点 4542 后, 行情有所反复。顺势看空和抄底做多两派, 似乎都拥有强大的基本面支撑。这种多空分歧正是源自当前糖市的主要矛盾——国内外过剩的老糖库存和新榨季好转的供需基本面之间的矛盾。

一对主要矛盾

全球食糖供需方面, 在经历了连续 4 年的过剩后, 即将到来的 14/15 年度的供需形势将出现转机。国际糖业咨询机构 Kingsman 预计 14/15 年度全球食糖市场短缺量预计为 180-190 万吨 (7 月时预估为 210 万吨); 13/14 年度全球糖市过剩预估为 480 万吨。国际糖业组织 ISO 的预估相对不那么乐观, 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 (全球 2014/15 年度糖产量量为 1.8375 亿吨, 而消费量预计为 1.82446 亿吨); 13/14 年度过剩量为 399 万吨。且 ISO 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。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 14/15 年度的供需形势将有所好转却是毋庸置疑的。

国内食糖市场也有类似的情况, 供需层面看, 糖市有望从黑暗中走向黎明。13/14 榨季产糖 1331.8 万吨, 由于糖市连续三年增产, 糖价连续三年走熊, 14/15 榨季蔗农种植积极性明显下降, 种植面积有所下降, 加之台风天灾造成一定程序减产, 以前三年连续增产三年连续减产的传统周期作用, 14/15 榨季的国内食糖产量预期将出现下降, 或减产至 1150-1200 万吨。与国内 1500-1600 万吨的食糖消费量相比, 存在巨大缺口, 需要大量进口。

尽管从预期层面看, 糖市未来的曙光已若隐若现, 但是现实却是相当残酷。国际方面, 原糖在 8 月份以来跌跌不休, 市场交易的焦点是泰国超过三分之一尚未出售的糖。截至 7 月底泰国还有 430 万吨 2013/14 年度产糖等待出口。即期交付的泰国 hipol 原糖较 ICE10 月原糖合约贴水 35 点, 泰国原糖较 ICE 原糖贴水的情况十分罕见, 最近一次出现还是 2009 年。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, 市场预计 ICE10 月合约到期时将出现大量品质恶化的泰国原糖交货。贸易流过剩拖累原糖近月合约不断创出新低, 相对应的近远月价差也大幅走阔。

国内也面临着更严峻的库存考验。截至 8 月底尚有 307 万吨工业库存亟待消化, 工业库存处于历史最高水平, 甚至远高于 07/08 榨季同期的 230 万吨的次高水平。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, 进入 8 月份以来, 现货糖价开始了加速下跌。9 月初日照加工糖价格也出现了明显下滑, 并且向广西现货靠拢。由于代表新榨季糖价的远月合约升水已经处于高位, 新老糖价差扩大到几近极限水平, 现货疲弱依然构成制约远月上涨空间的最大障碍。

两个衍生问题

反替代问题：广西现货价格跌至逼近 4000 元/吨，云南现货早已进入“3”字头，这样的价格不仅意味着食糖生产企业将面临巨大亏损，还意味着在“糖高宗”时代大行其道的淀粉糖替代品已经在绝对价格上失去优势。目前山东 F55 果葡糖浆报价仍维持在 3600 元/吨。F55 是白糖最重要的替代品，在碳酸饮料领域已经取代了配方中约 75% 的白糖。果葡糖浆目前报价按等甜度折合成白糖约在 4200 元/吨以上，广西白糖现货和日照加工糖现货价格均较淀粉糖出现了微弱的优势。假如反替代出现，意味着至少 200-300 万吨的消费量将重新由白糖占领，实质新增消费出现对糖价的利多作用是不言而喻的。不过，鉴于远月新糖价格依然较高，1501 合约和 1505 合约的价格目前均对淀粉糖不构成威胁，而且饮料企业修改配方存在时滞，且是长期行为，故不可能因为短期的价格优势就反复修改配方。但是，如果 14/15 榨季的白糖价格预期低于 4200 元/吨，假设淀粉糖价格维持不变（需要玉米价格配合），就可能会出现修改配方的动力。从替代品角度考虑，郑糖 15 年合约如跌破 4200，可能引发反替代预期形成支撑，下跌空间有限。

新老糖价差问题：由于基本面好转的预期存在，今年的新旧榨季郑糖合约月间价差出现了明显的扩大走势。1501-1409 合约在经历了先扩大后缩小再扩大后，最终以 460 高位收尾。正常情况下，新旧榨季交替时，新老糖合理的质量价差一般为 50-100 元/吨。考虑到老糖不能在 1501 合约交割，回炉成本约在 300 元/吨左右，四个月持仓成本约 160 元/吨，1501-1409 价差最终到达 460 却也十分合理。但是，新老糖价差不能无限扩大，用老糖回炉这种成本远高于正常质量价差的方法实现期现套利已经十分罕见，而且由于终端消费对于各种质量的新老糖均有需求，贸易商通过现货市场上的轮换操作，或可以用更低的成本将老糖换成新糖。因此，新老糖价差到达 500 元/吨以上的概率极低，假设现货价格稳定在 4000-4100 元/吨的低位运行，郑糖 1501 合约短期难以突破 4617 的前期高点。

操作建议

过剩的老糖库存和新榨季好转的供需基本面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漫长，反转的时间点尚未到来。反替代预期决定了糖价下方空间，而期现升水则决定了糖价上方空间。因此，在老糖天量结转库存问题得到根本性解决前，短期郑糖 1501 的合理区间在 4200-4600。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。