

## 涨势仍可期

### ---从商品超级牛市运行规律看糖价

#### 主要观点

全球商品难言见顶，三季度糖价易涨难跌。

1、商品牛市根基未发生根本性动摇，在没有突发重大金融风险的情况下，全球商品（CRB 期货指数）下半年总体将呈高位震荡走式，甚至可能再创新高。

2、超级商品牛市末期，黄金与农产品历来是最强品种。本世纪以来的超级牛市龙头原油也有望在牛市后期保持强势。糖作为兼具农产品与能源属性，极有可能成为最强势品种之一。

3、接近年中，整体商品大多经历调整，CRB 已临近高位震荡区间下沿，商品价格短期易涨难跌。

4、按照历史超级商品牛市规律，美糖之前最高价仅是接近新运行价格高点的最保守预测目标。而按此次全球糖库存紧张情况以及近十年能源属性大幅增强，糖价波动性将较前 20 年大幅提高，对应的美糖价格高点有望到达 38-40 美分/磅。

5、国内方面，由于政府严控通胀的决心，对市场的调控不会放松，国内对应的糖价高点会相对进口糖成本明显贴水。但高点价格仍有可能到达 7600-8000 元/吨。

6、商品牛市宏观正在潜移默化转变，糖替代品高速发展以及高价刺激种植会明显改善偏紧格局。

\* : dept\_paqhyjs@pingan.com.cn

会议地点：平安期货会议室

主讲人：姜桂萍

参会部门：总经理室、研究所、产业发展部、金融衍生品部、机构管理部等

## 【宏观背景分析】

### ☆近几年商品牛市是跨区间运行的超级牛市

整体商品价格运行区间上一台阶。可类比的是，上世纪以日、德崛起为代表的7、80年代的超级牛市。

新区间高点一般至少为原有价格区间高点的一倍（保守算法）。新价区低点与原区间高点一般会有交集，大约在20%上下。

主要粮食及棉花品种属波动性低的，一般在一倍左右。钢材及铝等大宗工业品因为技术提升空间大，矿石资源丰富，涨幅不到一倍，其它小品种有色金属如铜、锌还有原油等价格涨幅可以远超一倍。贵金属价格波动历史比较高，因为资源有限。天胶因为种植周期长，加上纯工业消费，波动率明显高于一般农产品，与铜锌类似。

### ☆世纪初以来本轮商品超级牛市背景

中国为首的“金砖四国”等新兴发展中国家的经济崛起，大量消耗大宗原材料。一是制造业由发达国家向发展中国家转移，也即由高效国家转向低效国家，同样产品花费更多原材料，比如原油；二是这些国家人口数量占全球人口比例明显高于上轮商品超级牛市，高经济增长所带来的高商品需求增量明显加大；三是中国的城镇化高速发展，偏爱基建，对金属等工业原料需求极高；四是这些国家都是农产品主要生产国，农产品中人力成本随经济高速发展快速提高。

基本上，本轮超级牛市强度应该超过上世纪7、80年代的超级牛市，即指时间及涨幅。上轮牛市按整体上涨时间来看，正好约10年，现在显然超过；按突破原区间到最高点的时间持续了大约8年，本轮突破在2007年，那还差4年。

### ☆超级牛市末期，农产品易走强

基本原理：超级牛市后期，通胀往往已持续了较长时间，对工业生产的负面影响已经显现，经济增长开始转弱，工业品需求面临巨大挑战，处在历史高位的价格是易跌难涨。需求受宏观经济不利影响较小的农产品及黄金自然相对强劲。

在商品牛市期间，积累了较多商品投机资金，在经济前景转差情况下，投机资金转往低风险板块，农产品正好符合。

农产品需求相对平稳，受经济增长转弱影响有限，加上相关种植成本提高以及通胀后期，低效率生产部门（价格受成本影响重大，技术对降低成本作用有限）往往容易涨价。而且经过多年经济高速增长后，普通底层居民收入及消费

进入快速上升期，利多基本生活品，食品就在其中。

牛市后期，黄金由于抗通胀及避险（如经济下行风险）需求，涨势较为确定，而农产品还要受到实际供需情况影响，因为农产品不易贮存，如果供给太充裕，仅投机资金是不可能推涨起来的，所以牛市末期农产品品种间强弱会有别，虽然受种植竞争影响都会偏强。

## ☆超级牛市是否已经结束？

目前很难断言牛市已经终结：一是美元无论从技术上还是中短期基本面没有持续走强的动力；二是牛市末期强者黄金仍未出现明显见顶迹象，基本面也不支持黄金见顶；三是农产品基本面较强，加上是通胀后期强势板块，但未见全面集体发力。

白糖兼具农产品及能源属性，加上基本面强劲，如果牛市真未完全终结，则有望成为本轮牛市末期最强势品种之一（双保险）。

## ☆全球农产品供应形势整体偏紧，天气又极端反常

主要大宗农产品库存消费比均处在较低水平，除大豆外，其它品种全部明显低于近 50 年来平均库存水平。其中玉米白糖均创出几十年新低。

虽然大豆库存消费处在历史高位，但这其中有相当部分是与其生产消费格局近 8 年大转变背景导致的结构性原因，当然抛去这部分，大豆供应仍然充足，但这一形式在新年度缓解程度可能会远超预期，比如国内东北实际调研种植与公布数据存在很大差异。关键是结构性不平衡（食用豆与油用豆）可能导致价格波动超出预期。总之，紧平衡格局下，如果天气稍有不利变动则价格反应可能很剧烈。

拉尼娜现象可能已经结束，所以农产品天气炒作告一段落，价格普遍出现回落。但实际影响还有待评估。

## ☆通胀预期没有明显改观

2003 年以来，由于经济高增长，收入多年增长，主要新兴市场国家持续多年处在较高通胀水平中。通胀往往滞后于经济增长高点。也即经过多年收入持续增长，在高增长没有明显减速前通胀压力及通胀预期不会明显缓解。

国内通胀已另外，下半年国内 CPI 很难降下来，可能远超市场预期。目前市场普遍预期 6 月或 9 月会见顶，但实际未必。

## ☆原油三季度仍有望走强的预期下商品难言见顶

支配原油价格市场的三大核心因素是：基本面、地缘政治引起的风险溢价和全球流动性。

上半年原油大幅上涨并非供需基本面因素，很大部分是风险溢价和全球流动性推动所致，因此二季度风险溢价和全球流动性逐渐下行（QE2 临近结束）导致原油价格出现大幅回落。未来由于利比亚暂时的供应中断，主要消费国库存下降以及消费季节性转旺，原油价格上行概率加大。

### ☆紧缩预期加强，但短期全球流动性仍较保持宽裕格局

目前美国同时面临通胀的问题，QE2 到期后推出 QE3 阻力极大。尤其是上周伯南克讲话，市场已理解为 QE3 不可能推出，所以无论后期推与不推，利空已经释放。

尽管如此，美联储折中决定将到期的 MBS 和联邦机构债的本金用于购买长期国债，按照当前联邦机构债和 MBS 的到期速率推算，美联储的资产负债表在年底前实际并不会显著收缩，即 QE2 结束并不代表市场货币流动性收缩。

国内虽然持续货币紧缩，实际市场上资金仍然充裕，只是分配不均衡，比如制造业获得的少。

央行在 3 月份金融数据报告中公布了新的流动性统计指标——社会融资总额，其统计口径为：社会融资总额=人民币各项贷款+外币各项贷款+创新型银行融资业务（委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票）+企业债券+非金融企业股票+保险公司相关资金，涵盖了信贷市场、债券市场、股票市场、保险市场以及中间业务市场，能够更全面的反映金融机构通过资金运用对于经济的资金支持。实际近两年银行信贷外，其它项增长非常快。

根据相关项综合统计，2011 年国内资金面供应相较 2009 年前仍明显宽松，至少出现极端紧张的可能性并不大。只是因为结构性分配不均衡，市场实际利率较高。

### ☆美元周期上涨时点渐近，在强力上涨前对商品指引作用很有限

超级商品牛市的两波上涨中：第一波上涨与美元贬值紧密相关，第二波上涨中美元往往只是底部震荡无明显趋势走势，而且末期往往出现美元见最低点后震荡缓升上升趋势线。

上轮超级牛市第二波高点出现在美元重新回升到趋势线以上，那么这次会否重新类似上演？

美元由震荡转入明显上升趋势的概率极大。一是技术上美元已进入 7 年左右的上升周期；二是基本面有逻辑支持。曾经导致美元走跌的双赤字问题，贸易赤字已大幅改善，而财政赤字等债务问题因为欧元区更严重，已不成为重要因素；二是发达国家步入老龄化，高福利及高财政赤字对欧元区经济增长的负面影响趋于严重，而美国自身经济适应能力极强，长远经济增长潜力比欧元区更强；三是全球货币体系暂难发生根本性变化，美元地位仍然强势，在全球发生重大金融风险时仍然是最重要避险货币，就象 2008 年一样。

## 【糖市供需分析】

### ☆全球糖库存消费比处于历史低位

供需状况评价包括两方面，一是供需平衡情况；二是供需变化情况。

通常市场主要有三种评估：第一种是指长期供需状况评估；第二种是中期供需形势，如糖本榨季、下榨季供需形势及变化；第三种是阶段性供需或区域性供需，如短期供需，季节性供需，国内供需。

供需是在不停变化的，要动态对待。

同一榨季不同时期，市场关注重点在变。比如榨季初始，关心集中生产，增产压力；榨季中期关注消费；榨季末期关注阶段性供需，短期供需。也即三季度榨季末期库存是否充足是影响未来价格的关键供需因素。

### ☆判断糖的产量越来越难

全球甘蔗产量变动剧烈：一是种植面积变化大；二是单产变化大。由于甘蔗还能用于制燃料酒精，而且比例较大，比如在巴西都在 50% 以上，所以最终制成的糖的数量也不好预测。

由于国内现货企业对供需数据，尤其是国内产消数据这块比较熟，而这块又是很不确定的，所以不是本次分析重点，更多是从全球、从主产国巴西方面进行一些探讨。

看数据容易主观，要客观全面，近看远看多面看。

糖价高涨后都预期产量增加，但实际产量却总不如预期，预期的大幅改善始终没有到来，所以价格涨势总没结束，一波走的比一波高。这其中除了天气不利导致预判，还有就是忽略实际扩种面积与 2006/2007 弱多了。因为种糖无论直接成本还是间接成本（劳动力，机会成本等）都在增加。

### ☆国内短期库存水平低，但高糖价下国内替代品淀粉糖产量高速增长

虽然近三年国内糖产量下降，终端食品饮料双位数增长，实际糖消费量增幅有限，否则价格更高。终端消费是比较稳定的，毕竟糖及相关替代品仅占其成本的很低水平，不会抑制终端，消费下降主要是替代品替代原因。

2009 年 4 季度以来，淀粉糖价格优质持续明显。因为玉米等原料价格涨幅相比糖非常有限，而且淀粉糖主要产品并没有随“糖”就市定价，基本围绕成本。

尽管前几年糖价上涨糖精产量受国家控制仍是缓慢下降。但因为目前糖价确实太高，所以自去年 9 月以来，国内糖精产量出现明显增加势头。自 2010 年 10 月至今年 3 月，累计同比多生产 20.6%，按 500 倍甜度，约合 442 万吨食糖。这样的情况，美国也同样出现，比如果葡糖浆产量明显增加。

## 【市场风险分析】

### ☆全球重大金融衍生品风险事件爆发

潜在金融风险巨大。统计显示，在美国房地产和抵押贷款支持证券的泡沫破灭以前，证券化的债券及其衍生品总额占全球流动性的 80%，约为全球 GDP 的 5-6 倍，以美元计总额在 300 万亿到 400 万亿美元之间。而在危机爆发后，衍生品总额未降反升，2011 年 5 月底总额已达 600 万亿美元，约为全球 GDP 的 10 倍。即使仅发生 5% 的坏账就是 30 万亿美元，接近美国两年的 GDP 总和。

刺激金融风险的因素：比如欧债中希腊债务风险：今年 7 月、9 月或是高风险期。

### ☆国内地方债务风险提前爆发

近期地方融资平台连爆“延期偿债”只是最初警讯，2012 年信贷风险可能集中暴露。实际可能提前到 2011 年 4 季度后期，实际负面影响后果可能被明显低估。

地方政府投资增速将受到明显限制，加大经济下行风险。因为当金融机构信用收缩时，会出现“惜贷”与无效率追加贷款并存的矛盾。一方面对经营不善的企业进一步追加贷款，尽可能延长其经营寿命，防止其因破产而导致不良债权显现，另一方面，加大对既有贷款的回收的同时严格限制新贷款，人为地压缩了对优良企业的贷款空间。

### ☆通胀加速可能令各国政府，尤其是欧美发达国家货币紧缩超预期

如果商品在三季度走强，则发展中国家控通胀措施将延续，加息累积效应会渐趋明显。原油强势上涨则会加速发达国家核心通胀上升，欧美等发达国家迫不得已提前紧缩。

## 【糖市投资策略】

### ☆价格运行区间判断---按超级牛市运行规律推算

高点至少为上轮价格区间高点一倍，即 31 美分/磅，这之前已达到。

考虑糖价高波动特性（相比一般粮食），至少增加 20% 的幅度，即高 1.2 倍测算，约为 34-35 美分/磅，前期高点基本接近。

按价格波动特性、基本属性相近品种，如天胶，本轮价格高点约为 1.4 倍测算，则约为 38 美分/磅。

## ☆政策因素---国家严控物价政策导致国内糖价高点会远逊于进口成本

国内价格与国际糖价有个规律：国内糖价要下跌的话，无论外糖如何强势都不能改观弱势。但国内糖价要上涨的话，却往往需要国际糖价上涨的配合。

虽然库存低，但未来供需形势预期会不断改善。在榨季末期糖企要利用低库存，资金压力小挺糖价固然可以，但不可能长期，所以除了关注国储抛糖，还要关注美糖后期能否持续走强。

美糖价格波动剧烈，国内相对持稳，难涨也难跌，所以高低价差远逊于美糖。美糖高低价格最高可波动 40 倍，85 年之后也有 7-10 倍，但国内高低价格往往 3 倍上下，如果按 2008 年最低现货价做为新价格区间最低价 2690 来算，那么高价可以达到 8000 元/吨。

## ☆参考指标---投资操作策略制定、调整需参考的指标

投资策略：虽然榨季末，糖价仍有可能一冲，但实际供需面转换并不支持持续高价，因此基本面并不是非常乐观看多，看多也只是短期的，除非整体商品出现暴涨。

基本面指标：国家抛储动向、天气情况（消费，生长）、企业库存情况、巴西甘蔗压榨情况等。

价格关注：原油及黄金等商品走势情况、美糖 30-34 附近压力

风险指标：美元指数向上突破之前 2008 年底部以来的上涨支撑线、9 月前欧债，年底国内地方债情况。

## ☆牛市末期，多空两手准备，谨防牛市（突然）提前结束风险

上世纪 70 年代正是全球战后婴儿潮那代人长大成人时期，即处在典型人口红利期；而本次却刚好相反，不仅人口增速未来两三年经历快速下降，而且发达国家在 2010 年起面临老龄化以及发达国家负债消费受次贷危机明显打压。

全球经济缺少强劲复苏的基础，加上 2012 年金融风险加大，对后期牛市不可太过乐观。（姜桂萍）

**风险提示:**

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券，期货交易。市场有风险，投资需谨慎。

**免责条款:**

此报告旨在发给平安期货有限公司（以下简称“平安期货”）的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司2011版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安期货有限公司**

地址：深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服：400 8888 933

电话：0755-8378 8578

传真：0755-8378 5241

邮编：518031

网址：<http://futures.pingan.com>