

反弹可期，重心下移

核心内容

原糖：悲观中显露生机

2011/2012 榨季巴西中南部发生干旱，导致产量预期不断被调低，直接推动了原糖 2011 年 5 月份后的反弹，对于 2012/2013 榨季，这一幕可能再度上演。

今年初巴西中南部干旱，近期降雨又偏多，导致甘蔗含糖率降低，甘蔗入榨量同比大幅减少。目前包括 Unica、Datagro 等四家机构已调低了中南部的产量预期。有些机构还没有下调，尚无机构调高产量预期。德意志银行的观点则更加悲观，其认为本榨季甘蔗产量会低于上榨季。

另外，巴西乙醇库存消费比与前三年相比低很多，为保证达到政府规定的乙醇混合比例，政府可能会通过税收等手段调高酒精产量，从而导致糖产量减少，利多糖价。

郑糖阶段性反弹，长期压力犹存

全球经济萎靡，中国经济增速放缓，大宗商品需求减弱，大宗商品已步入熊市周期。国外和国内糖也进入增产周期，白糖已处在熊途中。但熊市中，价格也不会直线下跌，会遵循反弹—创新低—再反弹—再创新低的路径，高点和低点逐级下移。

目前郑糖价格已经大幅下跌至成本线，价格已较充分地反应了基本面的利空因素。后期，随着宏观环境的改善，原糖在巴西中南部产量不及预期的担忧下反弹，带动内盘反弹。郑糖技术上也有反弹需求，配合白糖消费旺季的到来以及第二批收储的公布，多头或借机掀起一波反弹，但也仅是反弹不是逆转，只是下跌趋势中的调整。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn

研究所 白糖研究小组

✉: dept_paqhtzxb@pingan.com.cn

投资咨询部 整理/分发

✍: 何贤钊 (博士)

☎: 86-755-23963104

✉: hexianzhao994@pingan.com.cn

☎: 期货从业资格: F0278917

✍: 廖磊

☎: 86-755-23963167

✉: liaolei333@pingan.com.cn

☎: 期货从业资格: F0272289

相关报告

1、重压难卸，踏奏而舞—2012 年二季度策略报告

2012. 3. 30

2、积重难返，避高趋下—2012 资本大弈局系列之虚实篇—白糖一年报

2011. 11. 30

目 录

目 录	2
二季度大幅下挫，后市走向何方.....	3
原糖：悲观中显露生机.....	5
一、巴西中南部产量可能不及预期	5
二、已有咨询机构开始调低巴西中南部产量预期	6
三、巴西乙醇生产比例可能会被调高	7
四、历史可能会重演	9
以史为鉴，6 月始原糖多经历上涨	10
CFTC 持仓显示原糖底部已形成	11
郑糖阶段性反弹，长期压力犹存.....	12
一、宏观环境转好，但仍有不确定性	12
二、进入增产周期，重心逐级下移	12
三、价格已较充分反应利空因素	13
四、白糖价格下跌 消费量可能增加	14
五、启动第二批收储或成反弹催化剂	16
六、季节性规律揭示三季度有一波上涨	17
七、主力持仓显露玄机	18
反弹可期，重心下移.....	19
图 表	21

二季度大幅下挫，后市走向何方

在 2011 年 11 月 30 日发布的白糖年报《积重难返，避高趋下—2012 资本大弈局系列之虚实篇》中，我们研判糖价牛市已经动摇，重心将逐步下移，但年前会止跌，有一波春节攻势（详见报告核心内容部分）。在接下来的二季度操作策略《重压难卸，踏奏而舞》中，我们指出糖市二季度偏弱，如果外盘大跌，内盘会跟跌，只是下跌幅度超过我们预期。目前走势与我们年报、季报判断基本一致。

纵观 2 季度的走势，可以发现一条主线：宏观—原糖—郑糖。进入 5 月，欧洲问题突然爆发，市场开始对后市无限悲观，认为欧洲问题无解，美国将再度衰退，而中国政府在经济结构调整上将继续无为，所有风险资产都遭到抛售，全球股市和商品市场同时重挫。商品整体暴跌是一根导火索，带动原糖下跌，原糖的暴跌导致走私糖问题更加严峻，国内基本面进一步恶化，郑糖跟跌。

在原糖下跌之前，国内糖基本面还没有那么差，郑糖在收储支撑下维持高位震荡，并在 4 月初开始突破震荡区间上沿，市场看涨声一片，很多人甚至看到 7000。但是在郑糖向上突破时，铜和原糖已经开始下跌，由于原糖开始大幅走低，内外价差拉大，走私糖大批涌入，市场心理也发生变化，最终郑糖大幅下挫。我们原以为收储会对价格有所支撑，但根本抵挡不了空头的进攻，只是对现货价格有所支撑。

图1-1: 原糖带动郑糖下跌

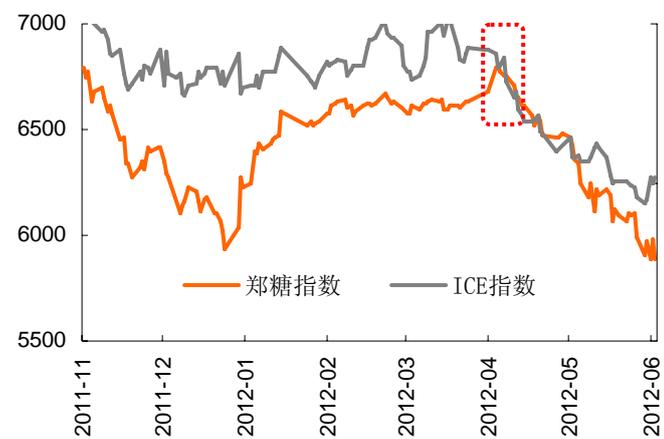
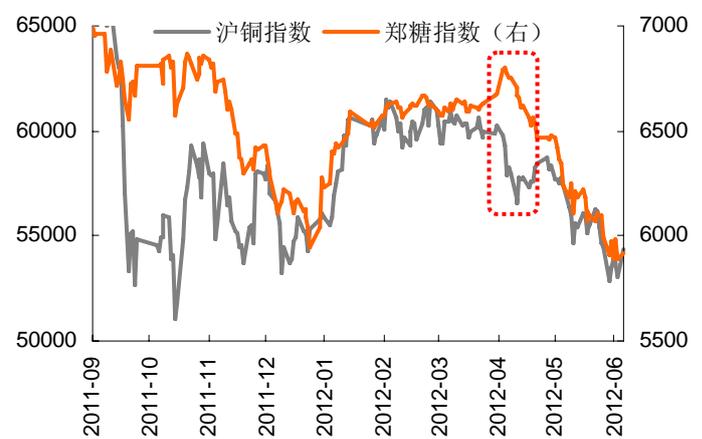


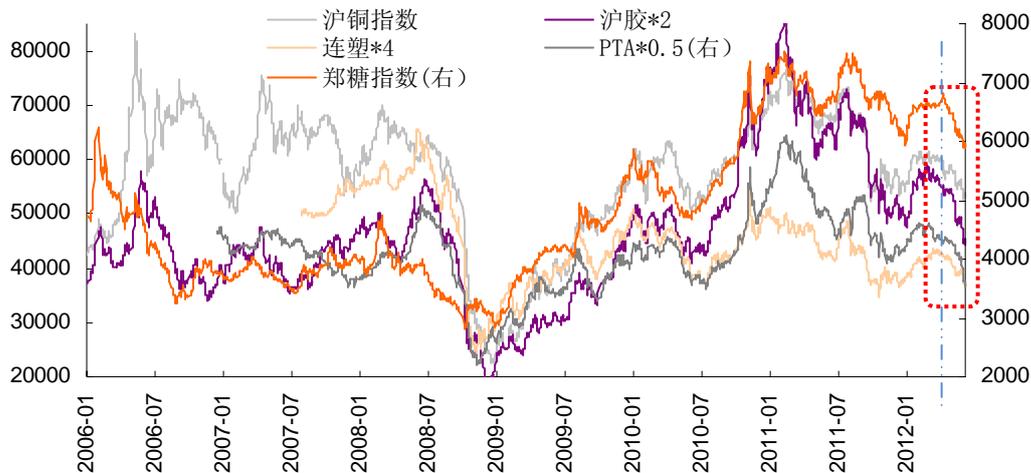
图1-2: 郑糖向上突破时铜已经下跌



资料来源:文华财经、平期货研究所

可以看出，糖作为软商品的一个重要品种，虽然受其自身品种属性影响，但宏观因素亦不可小觑。期货与现货不同，期货价格变化更敏感，更容易受到宏观、商品整体走势、心理等因素影响。而且期货价格一般又领先于现货价格变动，仅仅局限于国内现货基本面已难应对变化莫测的期货价格。

图1-3: 郑糖和其他品种走势具有较强的一致性



资料来源:文华财经、平安期货研究所

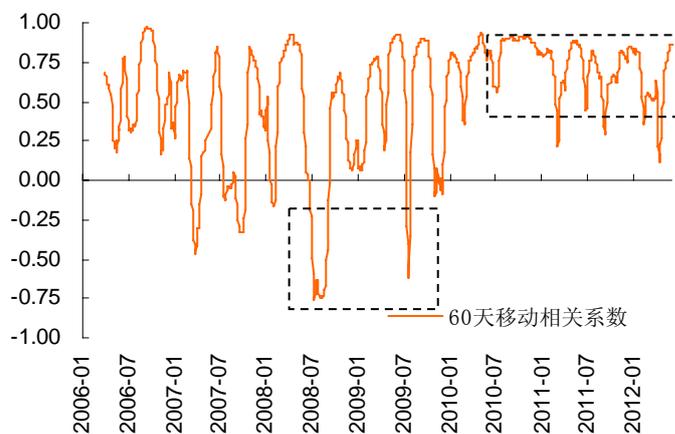
目前郑糖已大幅下跌,后市会如何演绎?我们预期三季度行情将主要围绕以下几个焦点展开:巴西中南部产量变化,欧元区债务问题,国内消费情况和收储进展。

Granger 因果关系检验表明,原糖价格是郑糖价格变动的因,外盘变动会引起内盘变动,外盘走势相比内盘走势有领先效应。而内盘不是外盘的因,郑糖价格变动不能显著引起外盘原糖变动。因此,我们要多关注国际原糖基本面的变化,本篇报告,让我们先从外盘分析开始。

图1-4: 内外盘走势对比



图1-5: 60天移动相关系数



资料来源:文华财经、平期货研究所

原糖：悲观中显露生机

一、巴西中南部产量可能不及预期

2011/2012 年巴西中南部发生干旱，导致减产，直接推动了 2011 年 5 月份后的反弹。对于 2012/2013 榨季，目前各大机构一致预期：甘蔗产量和含糖率都会有所提高，糖产量也会增加。UNICA 在 4 月中旬发出 2012/2013 榨季中南部产量的第一次预测：甘蔗产量 5.09 亿吨（同比增加 3%），每吨甘蔗糖分 140kg（同比增加 2%），糖产量 3310 万吨（同比增加 6%）。

目前的情况是，2012 年 2 月至 3 月（甘蔗生长的关键时期），巴西中南部地区少雨，导致开榨延迟，市场对巴西含糖率可能降低从而导致产量下降的担忧开始升温。2012 年 5 月至 6 月降雨量又偏多，这一方面有助于甘蔗生长，但是又妨碍了甘蔗的收榨。天气太潮湿会影响甘蔗糖分的堆积，降低甘蔗的含糖率。市场开始担忧厄尔尼诺现象会在下半年发生，如果这一现象发生，巴西中南部会有更多的降雨，天气潮湿，影响开榨进度，并导致甘蔗糖分下降。

图2-1:圣保罗降雨量低于近5年平均水平(单位:毫米)

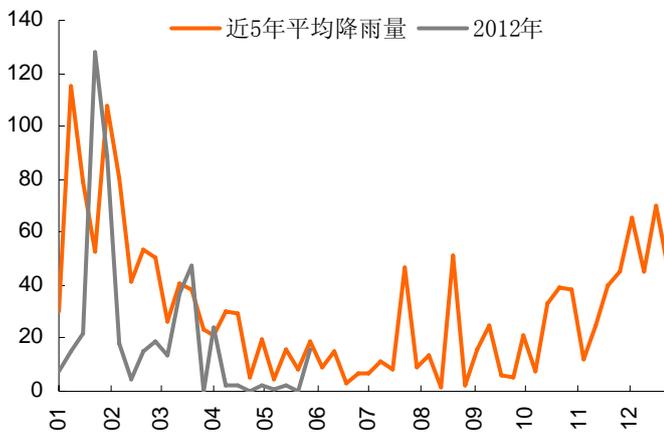
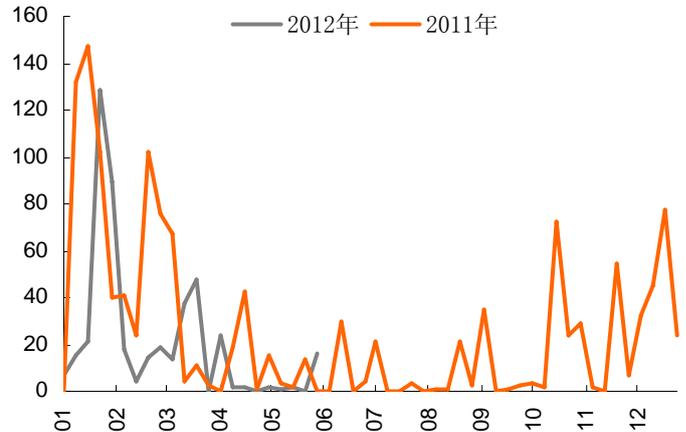


图2-2:圣保罗降雨量低于2011年(单位:毫米)



资料来源:Bloomberg、平安期货研究所

注：圣保罗州位于巴西中南部，是甘蔗主产区，其产量占巴西总产量的 70%左右。

2012/2013 榨季巴西中南部可能继 2011/2012 榨季后再次遭遇霜冻。从目前的数据看，中南部主产区—圣保罗地区的温度低于近 5 年的平均温度。（这里的温度我们用移动 20 天平均进行了平滑处理，以方便对比。）

图2-3: 2012年圣保罗地区温度低于近5年平均值

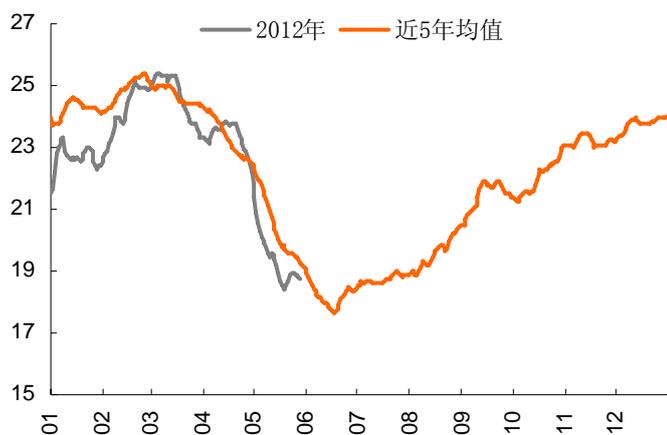
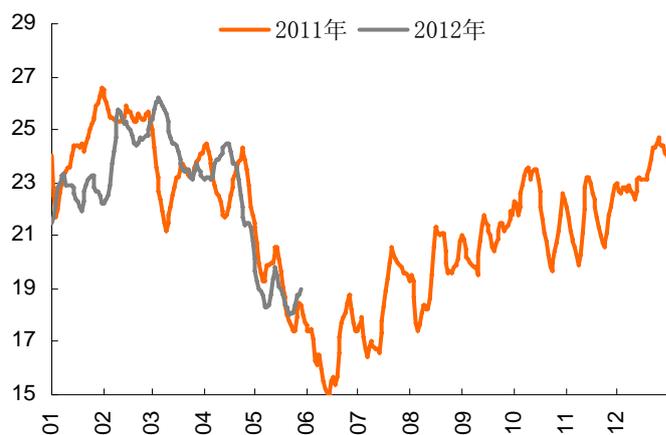


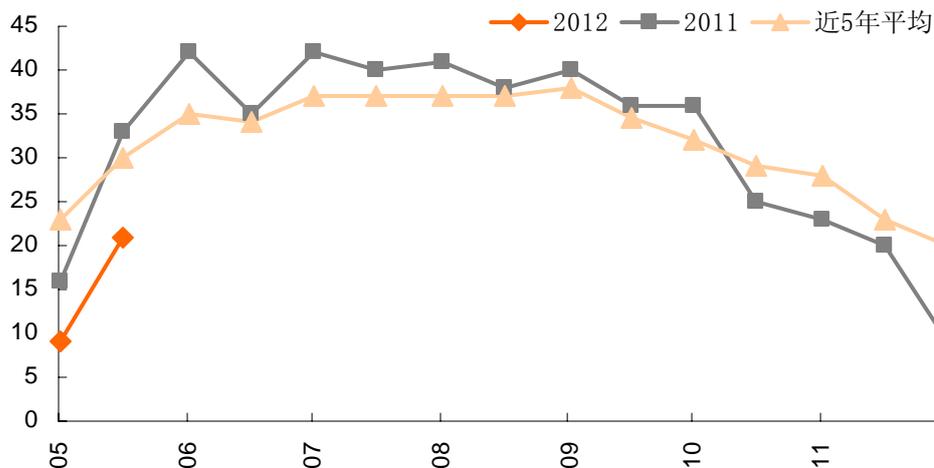
图2-4: 2012年圣保罗地区温度和2011年对比



资料来源: Bloomberg、平安期货研究所

目前确定的是巴西开榨已经推迟,含糖率偏低,产量预期下调的可能性是存在的。现在已经有咨询机构下调巴西中南部产量预期,但有的机构还没有下调,没有机构上调。

图2-5: 中南部半月甘蔗入榨量同比大幅减少(单位:百万吨)



资料来源: Unica、 Informa economic、平安期货研究所

未来原糖市场焦点还将继续围绕巴西中南部的生产情况,而未来产量能不能恢复还得看天气。我们会持续跟踪巴西降雨、温度等数据;跟踪各机构的产量预估变动。

二、已有咨询机构开始调低巴西中南部产量预期

2011/2012 榨季,巴西中南部甘蔗产量 4.93 亿吨,糖产量 3122 万吨,酒精产量 205 亿升。

目前已有四家咨询机构开始调低巴西中南部甘蔗、糖和酒精的产量预期(表 3-1)。有些机构还没有下调,尚无机构调高巴西中南部产量预期。其中巴西知名咨询机构 Datagro 在 5 月 18 日将甘蔗产量预期调低至 4.99 亿吨,与上榨季的 4.93 亿吨只有咫

尺之遥。Unica 也在 6 月 15 日调低了先前的产量预期。

表 2-1: 已有咨询机构开始调低巴西中南部产量预期

预测机构	预测发布时间	中南部甘蔗总产量 (亿吨)	中南部产糖量 (万吨)	中南部酒精产量 (亿升)
巴西咨询机构 Datagro	2012-4-13	5.183	3388	218
	2012-5-18	4.99	3271	209.3
Kingsman	2011-11-20	5.15	3250	219
	2012-4-23	5.1	3250	214
麦格理银行 (Macquarie Bank)	2012-2-3	5.20		
	2012-6-12	5.06		
Unica	2012-4-15	5.09	3310	
	2012-6-15	5-5.05		

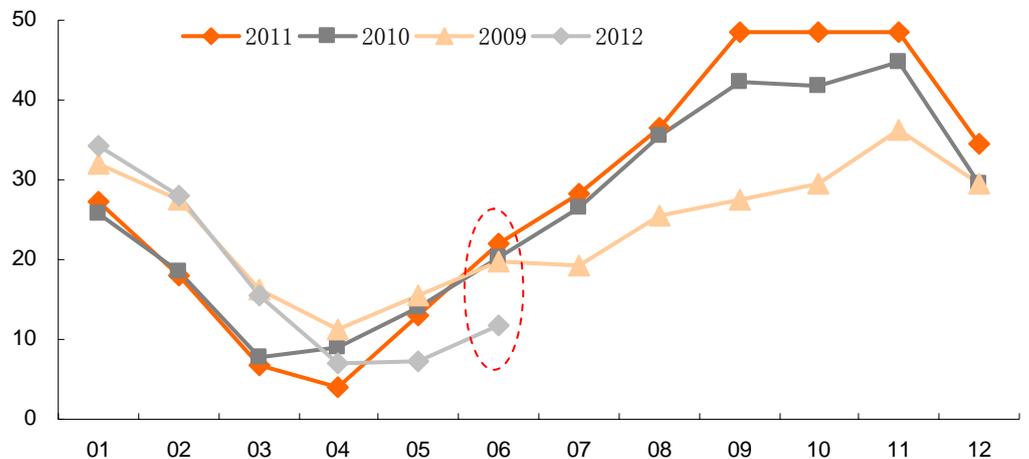
资料来源: Bloomberg、广西糖网、平安期货研究所

德意志银行的观点更加悲观。6 月 5 日该行结束对巴西中南部的调研，发出报告称巴西政府给出的 5.09 亿吨产量难实现，甘蔗产量将再度令人失望，预计甘蔗产量在 4.7-4.9 亿吨，低于上榨季的 4.93 亿吨，糖产量在 3000-3200 万吨。报告称，巴西政府对乙醇行业和汽油价格调控方向的不确定性，导致甘蔗翻种不积极，蔗龄偏高，加上前期天气不佳，亩产和含糖率都受到影响。

三、巴西乙醇生产比例可能会被调高

巴西政府规定汽油中必须掺加无水乙醇，比例是 20%-25%。目前由于国外食糖需求旺盛，糖厂更愿意生产食糖，但是糖厂也要保证无水酒精的生产，以保证最低 20% 的混合比例。目前乙醇库存消费比与前三年相比低很多，为了保证达到政府规定的乙醇混合比例，政府可能会通过税收优惠等手段刺激酒精生产，从而导致糖的生产量减少，利多糖价。近期市场已有传闻巴西政府将上调汽油价格或者乙醇混合比例，以刺激乙醇生产。如果这些信息确认，将对糖价产生重大影响。

图2-6: 巴西酒精库存消费比同比大幅偏低



资料来源: USDA、LMC、平安期货研究所

巴西灵活燃料汽车 (flex-fuel vehicle, FFV) 销量稳步增长, 目前 FFV 汽车占巴西总的汽车销售量的 90%, 2011 年末 FFV 汽车约占总的轻型汽车保有量的 45%。乙醇消费量每年稳定增长。去年因为巴西甘蔗减产, 食糖价格高, 导致乙醇产量少, 从而导致消费量减少。而且 2011 年酒精/汽油比价较高, 用酒精不划算也是部分原因。

图2-7: FFV汽车和纯酒精汽车销售 (辆)

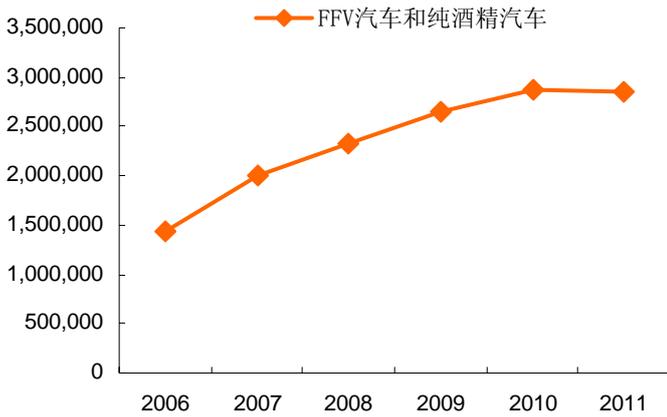
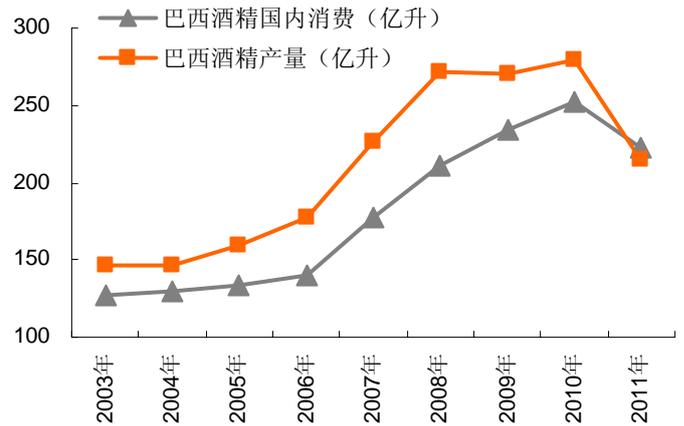


图2-8: 巴西乙醇消费量稳定增加



资料来源: USDA、Bloomberg、平期货研究所

乙醇消费量还取决于乙醇和汽油的价格比率。70%是乙醇和汽油比价的均衡值, 如果乙醇/汽油比价小于 70%, 多车主会倾向于消费乙醇; 如果乙醇/汽油比价大于 70%, 车主倾向于消费汽油。巴西各州汽油、乙醇价格有所不同, 但相差不大。相对于乙醇价格的频繁大幅变化, 汽油价格变动较小。从下图可以看出, 目前乙醇和汽油比价同比低于上两个榨季。

图2-9: 圣保罗州酒精/汽油比价

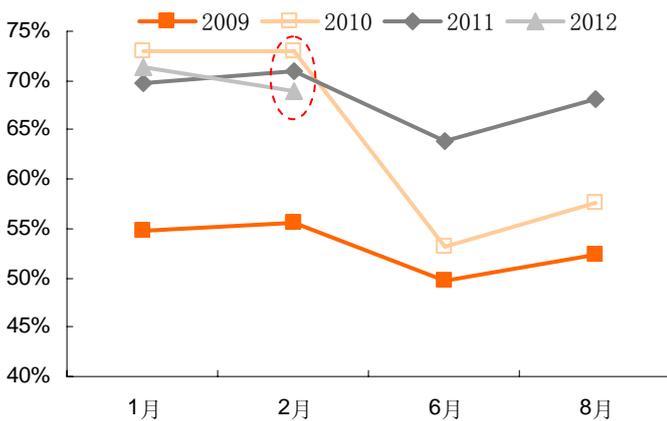
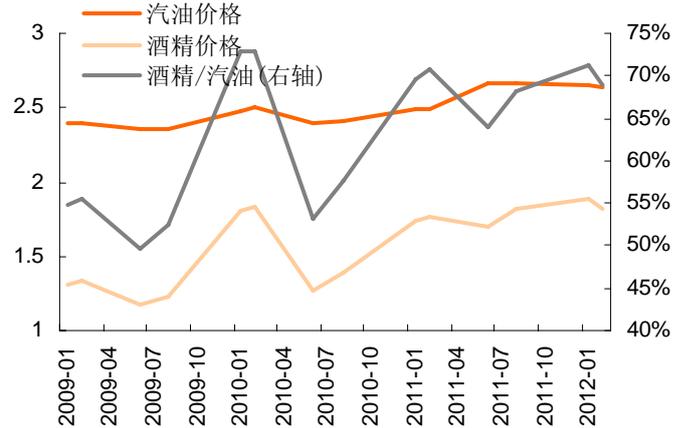


图2-10: 东南地区价格和比价



资料来源: USDA、Bloomberg、平期货研究所

四、历史可能会重演

让我们回顾去年原糖市场同期在发生什么。2011年2月开始，泰国大幅增产，印度增产导致进口量大减，巴西中南部预期增产，同时希腊债务危机爆发，原糖价格持续下跌。随着时间的推移，泰国、印度增产被市场充分消化；巴西中南部产量预期被不断下调，最后发现不是增产而是减产，同时欧洲央行向希腊提供贷款，债务问题得到缓解，原糖价格从5月初开始止跌上涨。

图2-11: 2011年原糖指数日K线图



资料来源: 文华财经、平安期货研究所

我们再来看当下的情况，发现历史是何等的相似。同样是希腊债务问题引起的商品整体下跌，同是泰国、印度增产，同是巴西中南部预估增产。目前市场已经有机构开始调低巴西中南部产量预估，希腊债务问题也传来利好。原糖价格可能正处在类似于2011.5.6的转折点。

技术上原糖已经突破了下跌趋势线。后期可能走出类似于上榨季的反弹行情。

图2-12: 原糖后期走势可能类似于2011

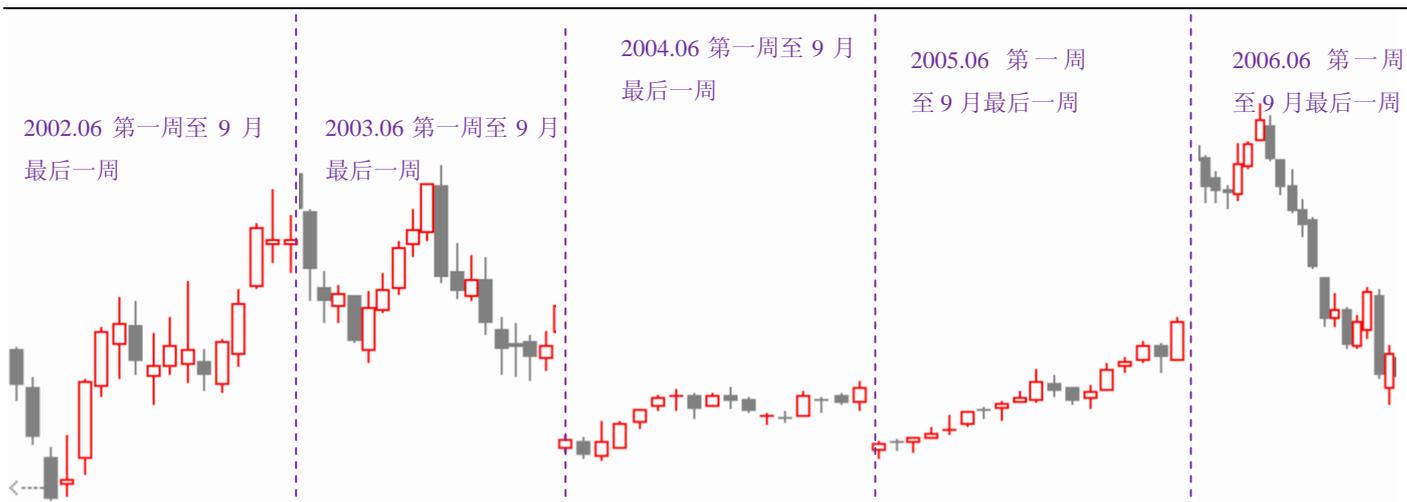


资料来源: 文华财经、平安期货研究所

以史为鉴，6月始原糖多经历上涨

回顾原糖最近10年走势，可以发现不论牛市熊市，5月末6月初之前多是下跌，然后从5月末6月初开始基本都会有一轮上涨。上涨发动的时间点略有不同，早在5月下旬，迟的在6月中旬，上涨幅度多在15%以上。具体到操作上，可以在这一时期逢低建立多单，等待后期的上涨。

图3-1: ICE糖指数周K线图（6、7、8、9四个月走势）



资料来源: 文华财经、平安期货研究所

图3-2: ICE糖指数周线图（方框中为4、5、6三个月走势）



资料来源: 文华财经、平安期货研究所

CFTC持仓显示原糖底部已形成

迄今为止，这个行业大都只是在简单地研究商业性、非商业性头寸的变化，现在我们将超越这些指标进行进一步研究。我们分析各头寸持仓净多头（或净空头）占总持仓量的百分比，分析持仓量的增加（或减少）是由哪个席位头寸的增加（或减少）所导致的。通过研究，我们发现以下规律：

（1）商业持仓关于市场走势的绝对看法在提示我们该怎么做，他们的头寸除非达到一个历史的临界水平，否则对我们毫无意义。例如：商业头寸这周在净买入，这看起来像利多，但这并不能表明市场进入了上升期，也就是长期观察的重要性。这时我们应该等待，直到商业头寸大量到达历史某个临近值。

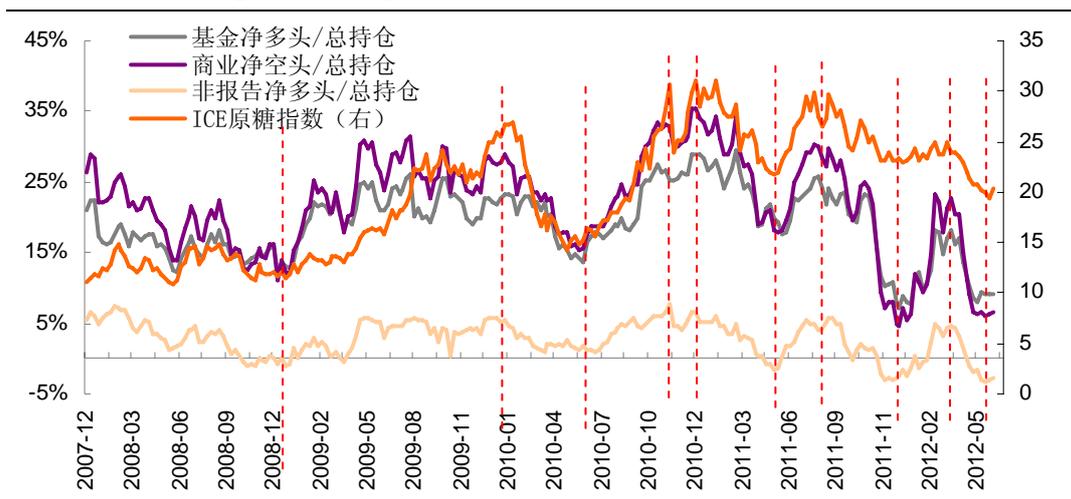
（2）当商业头寸极度看涨或者极度看跌时，我们要和他们的行动保持一致。如果持仓量增加是由于商业头寸增加卖空所导致，那么市场顶峰随时会总结，反之亦然。

（3）基金持仓是个反向指标，他们常在最佳的卖点极度买进，在最佳买点时他们却在极度卖出。

（4）非报告持仓（即散户持仓）是个反向指标。当散户持仓净多/总持仓相当高时，我们就该卖出了，反之亦然。

如果上面的规律在未来依然成立，那么目前，CFTC 持仓商业净空头大幅减少，非报告头寸做空，基金净多头寸也大幅减少，发出的信号都是原糖大幅下跌的可能性不大，底部已经形成。

图4-1:各席位净头寸/总持仓与价格走势



资料来源: CFTC、平安期货研究所

另外据悉，据美国商品交易商 ADM 预估，巴西已经将大约 75%糖产量进行了卖出套保，而去年同期为大约 50%，这表明后期来自生产商的卖出套保盘较轻。

郑糖阶段性反弹，长期压力犹存

一、宏观环境转好，但仍有不确定性

欧元区方面，希腊选举传来利好，传言支持援助协议的新民主党票数领先，希腊股市大涨 10%，部分银行股大涨 20%。西班牙银行业问题依然不断冲击市场情绪，有消息称西班牙将请求欧盟资金援助，以解决银行业注资问题，但这是否会使得西班牙丧失在公开市场融资的能力才是需要关注的重点。接下来，对于西班牙银行业资产质量的审计以及希腊的大选都是重要的事件性因素。下周初则有被寄以厚望的美联储议息会（决定 QE3 是否出台），紧接着还有墨西哥 G20 峰会将聚首探讨欧债出路。

国内方面，新一轮货币宽松周期重启或刺激大宗商品短期反弹。6 月 7 日，中国央行宣布自 2012 年 6 月 8 日起降息 0.25 个百分点，这是央行继 2008 年 9 月后首次降息，也是去年 7 月加息后央行首次运用价格工具调节货币政策。继上月降准后，央行本月又再降息，力度明显加大，节奏加快，显示央行货币进一步放松的空间已经打开。

图5-5: 存贷款利率08年来第一次下调

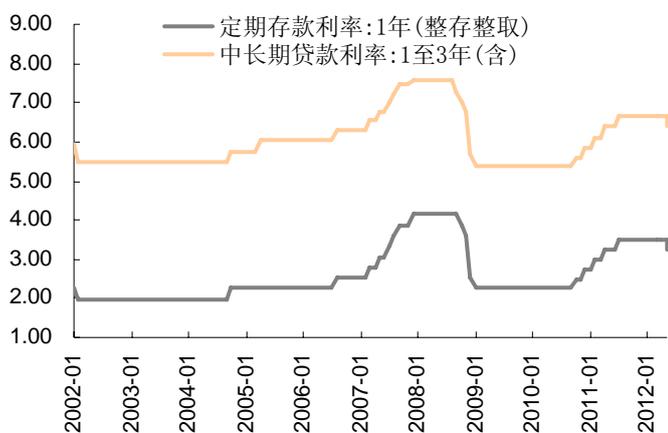
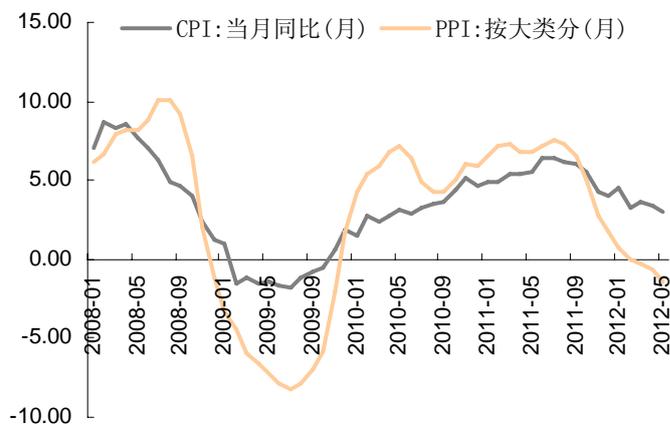


图5-6: CPI、PPI大幅下降



资料来源:wind、平安期货研究所

降息短期为市场打强心针，中期看，后续政策和效果发酵将逐渐实现。我们维持三季度较乐观的观点，认为各种正面因素将在三季度汇聚：政策放松带来经济拐点、地方 GDP 锦标赛启动、某种形式的 QE3 出现，这或给商品带来一波反弹行情。

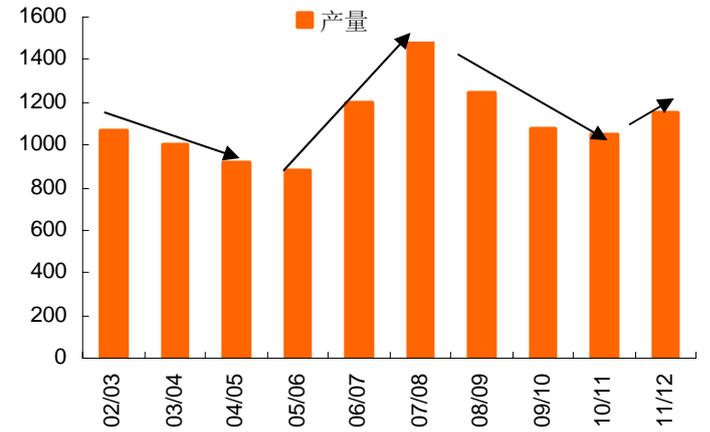
二、进入增产周期，重心逐级下移

国内市场，白糖价格每次上涨和下跌持续时间大约是 2~3 年。每次波动都反映了价格与产量之间强烈的相互作用，价格与食糖产量互为反向涨跌，“增产熊市，减产牛市”，价格随着产量增减波动剧烈，价格产量弹性较大。糖价自 2008 年见底至 2011 年 3 季度，累计上涨时间超过 2 年半接近 3 年，据此分析，国内已结束连续三年减产周期，进入新一轮增产周期。

11/12 榨季产量确定为 1150 万吨，进入增产周期的概率很大，按照增产熊市的规律，接下来的一年糖价重心逐级下移的大趋势已明晰。但即使在熊市中，价格也不会直线下跌，会遵循反弹—创新低—再反弹—再创新低的路径，高点和低点逐级下移。

图5-1: 白糖柳州现货价格每次上涨下跌持续时间在2-3年

图5-2: 国内食糖产量将进入增产周期



资料来源: 广西糖网、平期货研究所

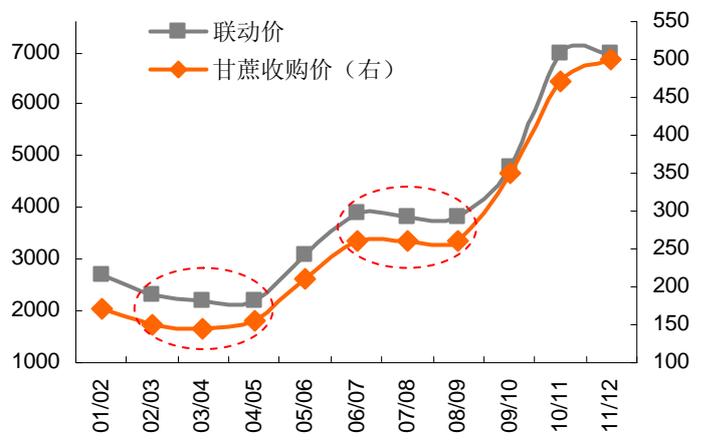
三、价格已较充分反应利空因素

目前价格已经大幅下跌，价格已在成本线附近。回顾历史发现，郑糖跌到成本线附近都是买入时机。这里的成本按照 8 吨甘蔗生产一吨白糖，甘蔗成本占制糖成本的 70% 计算。

不过生产成本是动态的，回顾 01/02 榨季以来的 2 次牛熊转换周期，当进入增产周期时甘蔗收购价会下调，但下调幅度很小。

图5-3: 郑糖指数已经在成本价附近

图5-4: 甘蔗收购价逐步提升抬高了价格底部



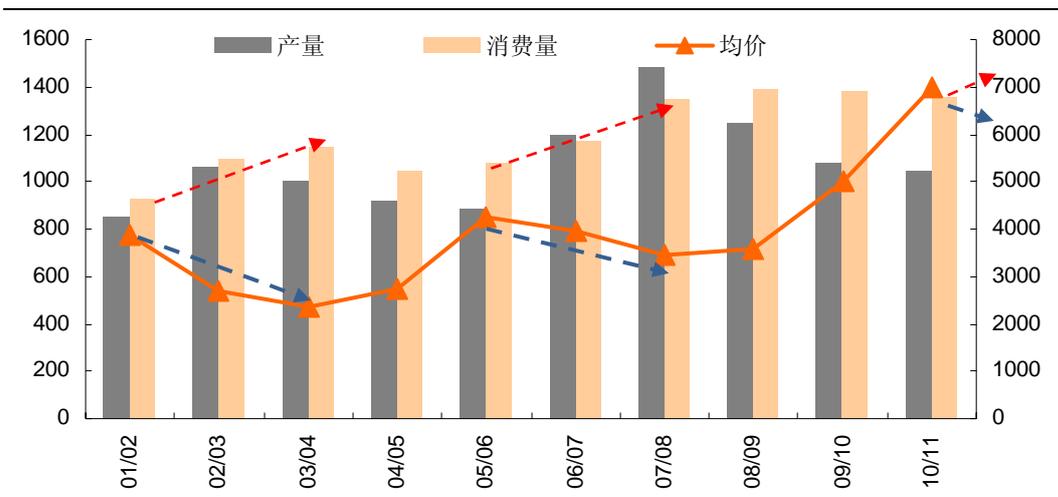
资料来源: 广西糖网、平安期货研究所

四、白糖价格下跌 消费量可能增加

1、国内食糖消费相对刚性

回顾从 01/02 榨季以来的两次价格下跌周期，可以发现价格下跌时消费量稳步增加，而价格上涨时消费量下降幅度较小。那么目前白糖价格已经下跌很多，今年白糖消费量很可能增加。

图5-7: 白糖消费量价格弹性较低



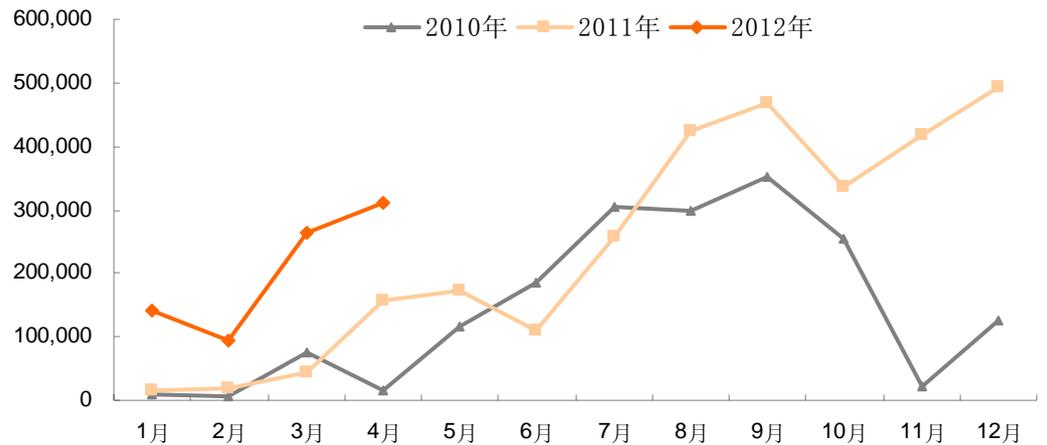
资料来源: 广西糖网、平安期货研究所

2、进口糖蚕食国内自产糖的市场份额

根据海关统计数据，2012 年前 4 个月累计进口糖达 81 万吨，而 11/12 榨季以来进口糖达 206 万吨，远远高于上榨季同期的 64 万吨，后期还有大量的糖会到岸。需要注意的是进口糖并不是全部流入市场卖掉了，其中大部分进入国库，等白糖价格暴涨时平抑物价。今年进口量大增，我们估计直接流入市场的量也会增加不少。

目前国内糖价相对外糖价仍然处于高位，造成走私糖大量涌入国内市场，压制主产区的白糖销售。从糖协了解到，本榨季走私糖的数量或将超过 100 万吨。后期如果原糖价格上涨，那么走私糖的压力会有所缓解。

图5-8:2012年1至4月份进口量大增

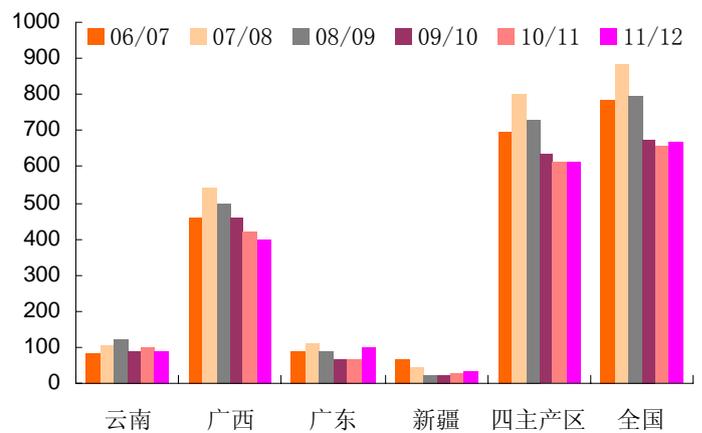
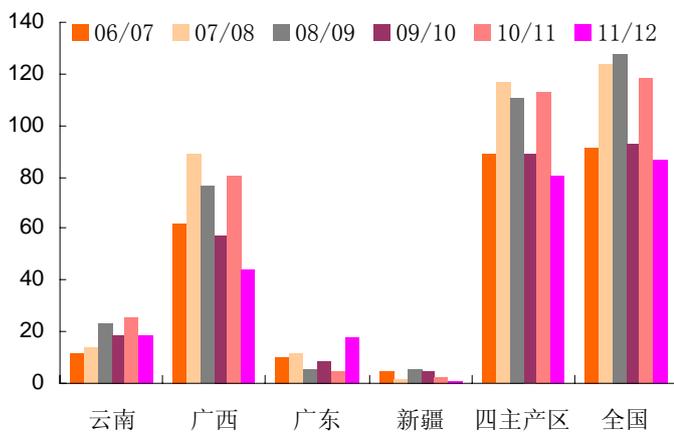


资料来源: 昆商糖网、平安期货研究所

5月销售数据不乐观。5月份的销售数据较差,并不能说明下游消费不行。其实消费量并没有减少,只是消费企业选择了进口糖甚至走私糖,购买国内自产糖少了而已。蛋糕还是那么大,甚至还大了点,只是被进口糖切掉的多,留给国内几大产区的少了。

图5-9: 各个榨季5月单月销糖情况

图5-10: 各个榨季截至5月底累计销糖情况



资料来源:wind、平安期货研究所

3、原糖走势会直接影响到国内销售压力

2011/12 榨季过去大半,接下来的6至9月底供需状况如何?这里供需状况主要包含工业库存、进口量、走私糖以及国储收储量。2012年5月底工业库存484.13万吨,后期还将收储50万吨,即糖厂还有434万吨糖要销售。去年5月底工业库存是390万吨,去年5月份后共抛储85万吨,合计445万吨。两者相差不大。

如果后期原糖价格上涨,内外价差缩小,走私糖获利空间萎缩,走私糖量会减少,对国内现货压力也会减弱。当然,一旦国际糖价继续下跌,内外价差继续扩大,走私糖猖獗,后期销售压力还是很大的。

图5-11: 各榨季5月底工业库存

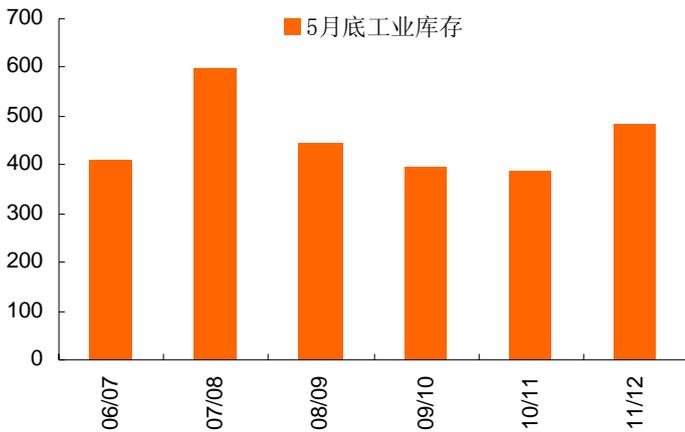
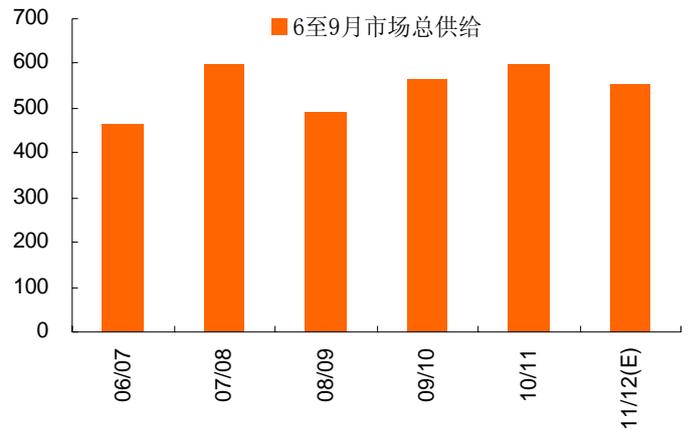


图5-12: 各榨季6至9月食糖总供给



资料来源:wind、平安期货研究所

五、启动第二批收储或成反弹催化剂

在前期我们关于收储专题报告中指出，收储不一定是政策底，08年的三批收储都无法抑制糖价下跌就是佐证，收储只有配合当时的供给基本面，才可能孕育一波反弹行情。

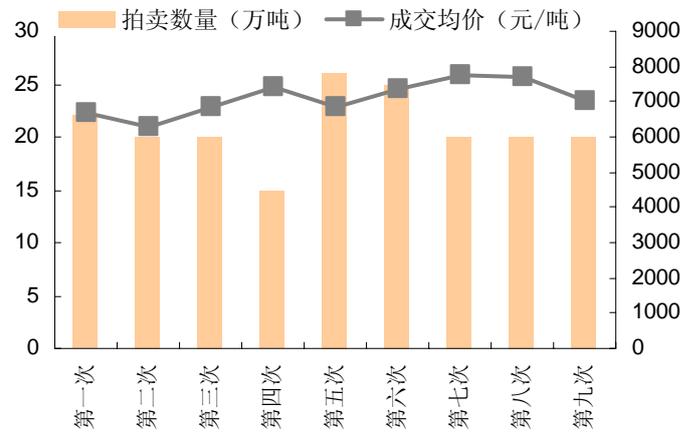
5月产销数据很差，期价大幅下挫，现货价松动，促使第二批收储尽快出台。对于第二批收储市场传闻很多，有传闻说第二批取消，我们认为取消的概率很低。有传闻说收储价将被下调，我们认为被下调的可能是存在的。今年1月4日的收储对市场的提振是有目共睹的，但是收储的效果最终还是要通过对基本面的改善程度而定的。

后续收储对短期行情是会形成利好，但由于收储的白糖保质期在1年左右，后期这些糖还要回归市场，增加糖价后期的压力。

图5-13:10/11榨季拍卖成交情况



图5-14:11/12榨季收储情况

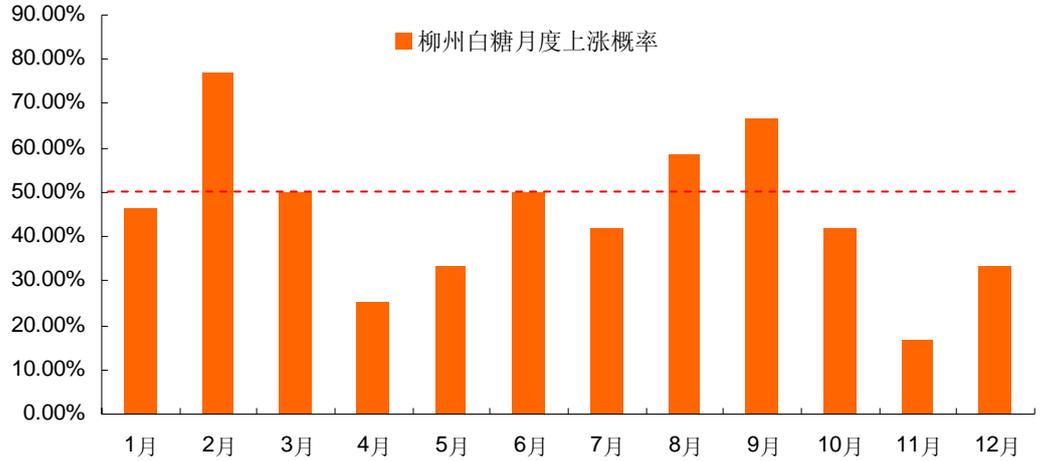


资料来源:昆商糖网、平安期货研究所

六、季节性规律揭示三季度有一波上涨

三季度进入纯消费期，而随着夏季消费旺季的到来，用糖高峰期逐渐体现，再加上白糖中秋国庆备货期临近，三季度糖价走势一般较强。

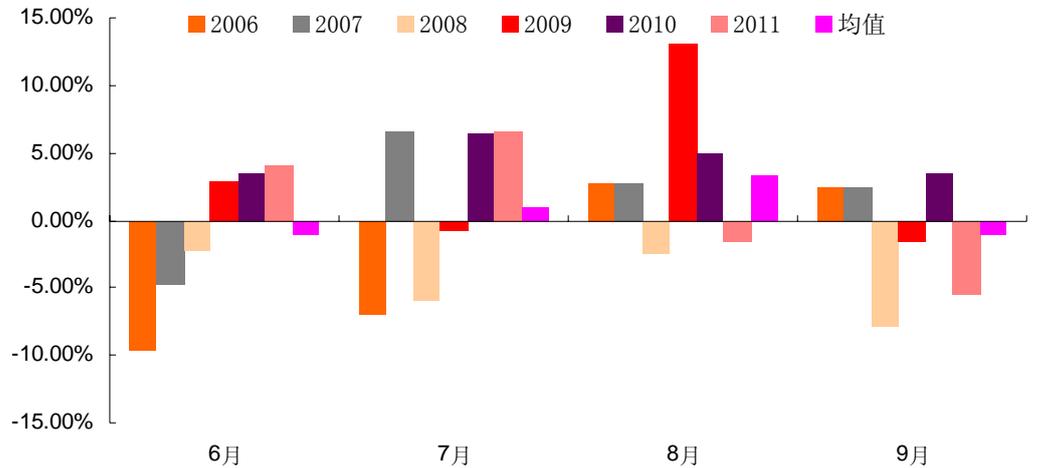
图5-15: 柳州现货糖8、9月份上涨概率增强



资料来源: wind、平安期货研究所

可以看出，8、9月份柳州现货上涨概率较大，而从郑糖各月涨跌幅可以看出，6、7月、9月上涨下跌概率各一半，8月上涨概率较大。各月的平均涨幅可以看出，8月份涨幅最大。

图5-16: 2006年至今郑糖6-9月的月涨跌幅



资料来源: wind、平安期货研究所

需指出的是，季节性规律在明显的系统性风险下会失效，而在宏观面相对平稳的时期，季节性规律非常明显，一旦系统风险爆发，白糖会跟随其他大宗商品走势，但在季节性旺季展现一定的抗跌性。

图5-17:郑糖指数月线图（方框中为7、8、9三个月走势）

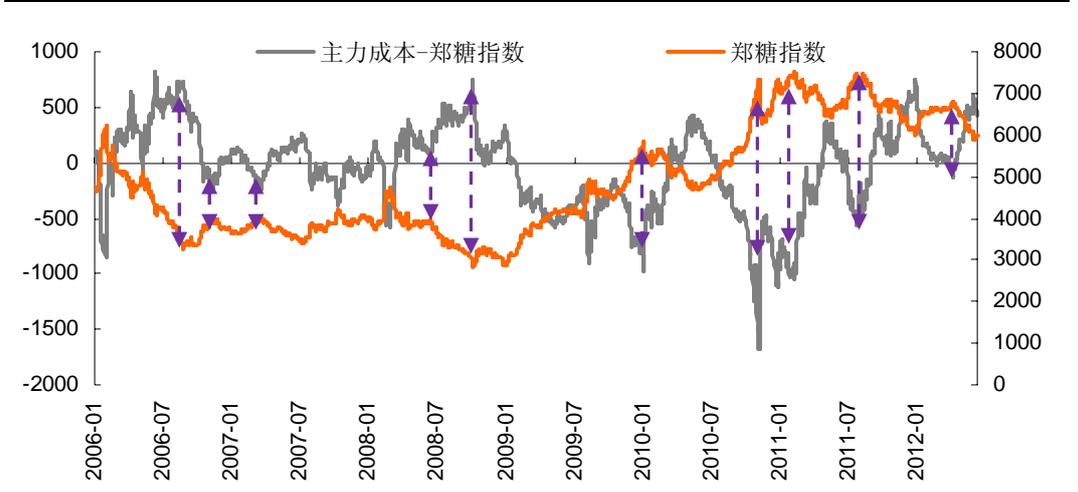


资料来源: 文华财经、平安期货研究所

七、主力持仓显露玄机

资金运作对期糖走势影响日益显著,特别是2009年之后,在宽松货币政策作用下,资金动向掀起市场波澜,因此,寻找主力资金的动向成为投资者获利的重要因素。

图5-18: 主力成本与郑糖价差逼近极限值



资料来源: wind、平安期货研究所

从上图可以看出, 主力资金的持仓成本与指数的价差和白糖指数的走势大体上呈现反向波动, 特别是在重要的行情转折关口更加突出。主力机构领先行情而动的迹象明显, 且当指数深幅下跌时, 主力成本与指数的价差极限在 250-750 元, 而在指数上涨过程中两者价差极限在-1600-200 元。

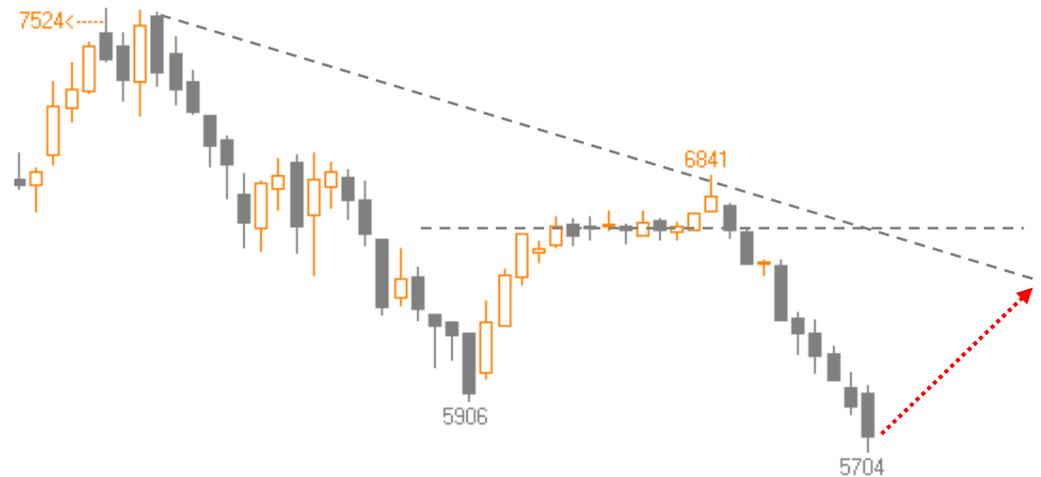
而目前主力成本与指数的价差在 600 左右, 已处于高位, 因此, 短期面临对前期跌幅的修复, 会有技术反弹需求。

反弹可期，重心下移

全球经济萎靡，中国经济增速放缓，大宗商品需求减弱，大宗商品已步入熊市周期。国外和国内糖也进入增产周期，白糖已处在熊途中。但熊市中，价格也不会直线下跌，会遵循反弹—创新低—再反弹—再创新低的路径，高点和低点逐级下移。

目前价格已经大幅下跌，国内糖价也靠近成本线，价格已较充分地反应了基本面的利空因素。后期，宏观环境改善的概率增加，原糖在巴西中南部产量可能不及预期的担忧下反弹，带动内盘反弹。国内方面，郑糖的超跌导致技术上有反弹需求，配合白糖夏季消费的到来以及第二批收储的公布，多头或借机掀起一波小反弹。但也仅是反弹不是逆转，只是下跌趋势中的调整，第一目标位 6300，第二目标位 6500。

图6-1:后期可能反弹，反弹压力位6500



资料来源：文华财经、平安期货研究所

后市几个潜在的操作机会：

- 1、**投机**：目前原糖、铜、原油、豆类等都已企稳，郑糖下跌空间估计不大，分批建立 SR1301 多单，目前获利点位 6300-6500。
- 2、**套保**：在 SR1209 合约上建立虚拟库存，到期时实物交割，可以降低消费企业的采购成本。

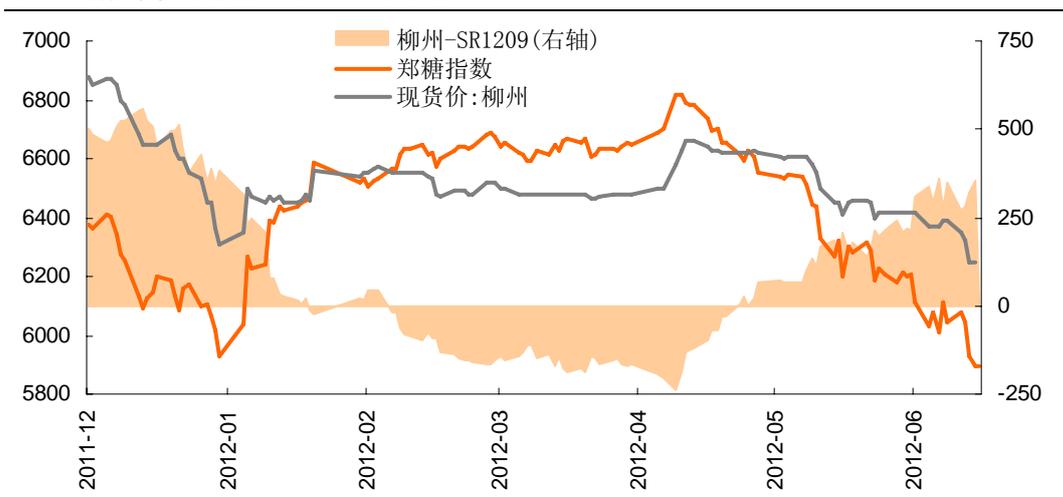
➤ 推荐理由：

虽然期货价格暴跌，SR1209 目前在 5900，但产区销区现货价格跌幅较小，柳州现货价格跌到 6250，比 SR1209 升水 350 元/吨左右。后期随着到 SR1209 到期的临近，1209 的现货属性会增强，会逐渐向现货价格靠拢。

从第一批 50 万吨的收储情况来看，虽然未能抵挡期货的暴跌，但对现货价格有所支撑。即使国家将后期的 50 万吨收储价从 6550 下调到 6250，也高于现在 1209 合约 5900 不少，会继续对现货形成支撑，现货价格跌幅不会大。

➤ **风险**：期货市场继续深幅下挫，导致现货崩盘、暴跌。

图6-2: 柳州现货价格比1209合约高350元/吨



资料来源: wind、平安期货研究所

3、套利: 关注买 SR1301、抛 SR1305 机会。我们已在 5 月 30 日发出这一套利推荐, 目前已处于获利状态, 后期这一机会仍值得关注。

开仓点位: 零值附近仍可开仓, 如果 (SR1305-SR1301) 上涨到零以上可以加仓, 因为最大亏损一定, 越涨越买可以降低持仓成本。预期获利点位: (SR1305-SR1301) 在-100至-150。最大亏损: 买 1301 抛 1305 的持仓成本约 200 元/吨, 最大亏损是有上限的。

➤ 推荐理由

我们预期 6-10 月现货还会维持升水, 现货升水会对近月合约支撑强, 从而使得 1301 走势强于 1305。未来 1209 持仓逐渐减少, 1301 成为主力, 1305 成为次主力, 两者的价差结构应该类似于目前 1301 和 1209 的结构, 近月高, 远月低。

1301、1305 反应到期时的价格, 5 月正是收榨结束时, 库存很高, 而 1 月榨季才开始一半, 库存压力没有 5 月时大, 理论上 1 月合约走势会强于 5 月合约。

➤ 风险: 期货暴涨, 导致现货贴水。

图6-3: SR1305—SR1301 价差走势

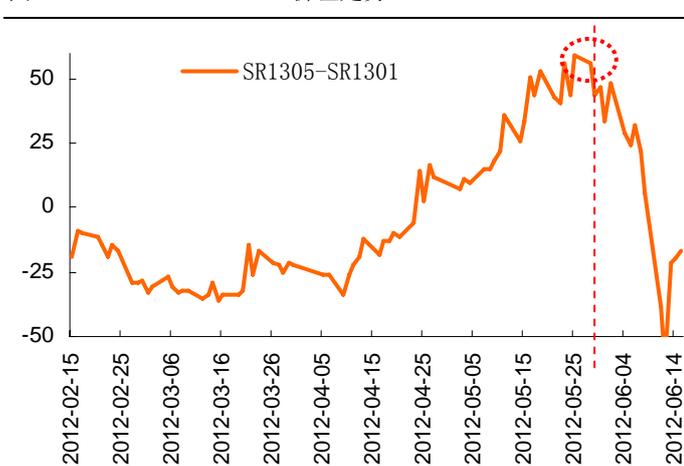


图6-4: SR1301—SR1209价差走势



资料来源: 文华财经、平安期货研究所

图 表

图 1-1: 原糖带动郑糖下跌	3
图 1-2: 郑糖向上突破时铜已经下跌	3
图 1-3: 郑糖和其他品种走势具有较强的一致性	4
图 1-4: 内外盘走势对比	4
图 1-5: 60 天移动相关系数	4
图 2-1: 圣保罗降雨量低于近 5 年平均水平 (单位: 毫米)	5
图 2-2: 圣保罗降雨量低于 2011 年 (单位: 毫米)	5
图 2-3: 中南部半月甘蔗入榨量同比大幅减少 (单位: 百万吨)	6
图 2-4: 2012 年圣保罗地区温度低于近 5 年平均值	6
图 2-5: 2012 年圣保罗地区温度和 2011 年对比	6
图 2-6: 巴西酒精库存消费比同比大幅偏低	7
图 2-7: FFV 汽车和纯酒精汽车销售 (辆)	8
图 2-8: 巴西乙醇消费量稳定增加	8
图 2-9: 圣保罗州酒精/汽油比价	8
图 2-10: 东南地区价格和比价	8
图 2-11: 2011 年原糖指数日 K 线图	9
图 2-12: 原糖后期走势可能类似于 2011	9
图 3-1: ICE 糖指数周 K 线图 (6、7、8、9 四个月走势)	10
图 3-2: ICE 糖指数周线图 (方框中为 4、5、6 三个月走势)	10
图 4-1: 各席位净头寸/总持仓与价格走势)	11
图 5-1: 白糖柳州现货价格每次上涨下跌持续时间在 2-3 年比	12
图 5-2: 国内食糖产量将进入增产周期	12
图 5-3: 郑糖指数已经在成本价附近	13
图 5-4: 甘蔗收购价逐步提升抬高了价格底部	13
图 5-5: 存贷款利率 08 年来第一次下调	13
图 5-6: CPI、PPI 大幅下降	13
图 5-7: 白糖消费量价格弹性较低	14
图 5-8: 2012 年 1 至 4 月份进口量大增	15
图 5-9: 各个榨季 5 月单月销糖情况	15
图 5-10: 各个榨季截至 5 月底累计销糖情况	15
图 5-11: 各榨季 5 月底工业库存	16
图 5-12: 各榨季 6 至 9 月食糖总供给	16
图 5-13: 10/11 榨季拍卖成交情况	16
图 5-14: 11/12 榨季收储情况	16
图 5-15: 柳州现货糖 8、9 月份上涨概率增强	17

图 5-16: 2006 年至今郑糖 6-9 月的月涨跌幅.....	17
图 5-17: 郑糖指数月线图 (方框中为 7、8、9 三个月走势)	18
图 5-18: 主力成本与郑糖价差逼近极限值)	18
图 6-1: 后期可能反弹, 反弹压力位 6500.....	19
图 6-2: 柳州现货价格比 1209 合约高 350 元/吨	20
图 6-3: SR1305—SR1301 价差走势	20
图 6-4: SR1301—SR1209 价差走势	20
表 2-1: 已有咨询机构开始调低巴西中南部产量预期	7

平安期货研究所白糖产品

外盘评述
 定位于：外盘中短期走势判断。
 推送频率：评述文字部分每天早上开盘前短信推送，pdf版每周五推送。
(重点产品)

中国平安 PING AN
 平安期货研究所
 研究报告·白糖
原糖连高抛更安全
 一、【外盘评述】
 二、【外盘要闻】

中国平安 PING AN
 平安期货研究所
 研究报告·白糖
全球供给过剩压力明显
 2011年国际糖业年度一揽子报告
 【概述】
 一、2011年国际糖业年度一揽子报告
 二、2011年国际糖业年度一揽子报告

国际糖咨询机构报告翻译解读
 定位于：原糖中长期走势判断与国外主要产糖国动态信息。
 推送频率：不定期
(重点产品)

白糖数据库
 定位于：专业的研究离不开可靠、全面的数据支撑。本数据库包含国际、国内糖的数据。
 推送频率：每周五

白糖数据库
 中国平安 PING AN
 平安期货研究所
 研究报告·白糖
 白糖数据库
 白糖数据库
 白糖数据库

中国平安 PING AN
 平安期货研究所
 研究报告·白糖
收储逆转郑糖走势?
 ——收储对郑糖走势的影响
 一、收储对郑糖走势的影响
 二、收储对郑糖走势的影响

专题报告(解读)
 定位于：探析市场运行规律，提供分析行情的手段。
 推送频率：不定期，平均频率1-2月1篇。
(重点产品)

调研报告
 定位于：国内现货第一手资料收集和分析。
 推送频率：不定期。

中国白糖11/12榨季糖量下调至1060-1113
 中国平安 PING AN
 平安期货研究所
 研究报告·白糖
 中国白糖11/12榨季糖量下调至1060-1113
 一、中国白糖11/12榨季糖量下调至1060-1113
 二、中国白糖11/12榨季糖量下调至1060-1113

开始建立少量多单
 中国平安 PING AN
 平安期货研究所
 研究报告·白糖
 开始建立少量多单
 一、开始建立少量多单
 二、开始建立少量多单

白糖理财产品
 定位于：展示我研究和投资水平。
 推送频率：每周展示盈亏和持仓情况。
(重点产品)

周报:
 定位于：一周市场动态、观点和操作建议。
 推送频率：每周
(重点产品)

内外盘纠缠
 中国平安 PING AN
 平安期货研究所
 研究报告·白糖
 内外盘纠缠
 一、内外盘纠缠
 二、内外盘纠缠

积重难返，避高趋下
 ——11/12季末白糖系列之通胀篇·白糖
 中国平安 PING AN
 平安期货研究所
 研究报告·白糖
 积重难返，避高趋下
 一、积重难返，避高趋下
 二、积重难返，避高趋下

年报:
 定位于：未来一年走势预判。
 推送频率：每年

研究员简介:

何贤钊: 中国科学技术大学博士, CFA 三级候选人, 通过期货投资咨询考试。白糖研究组负责人, 对行情有较强的把握能力, 擅长原糖基本面分析、对糖价走势规律、跨期套利等有深入研究。多次对企业进行路演。

廖磊: 数量经济学硕士。曾于国信证券泰然九路营业部从事投研工作, 对证券市场热点分析, 投资机会有一定的研究, 于 2011 年 6 月加入平安, 目前从事白糖研究, 对白糖季节性、跨期套利有一定的研究。

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>