

消费增长和宽松货币力挺高糖价

国元期货 姜兴春

我们认为由于全球白糖牛市基础仍然存在：消费增长引发白糖供应紧张和宽松货币政策引发基金做多；2010 年白糖市场将呈现先扬后抑格局，在创出新高后积累较大风险，随后将有较大级别回调。

一、2009 白糖期货行情回顾：金牛狂奔不停步

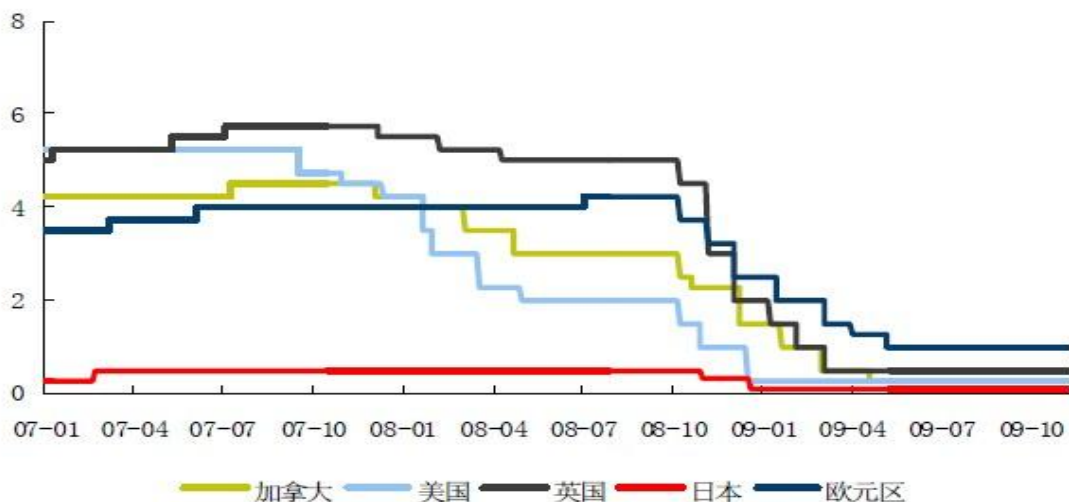
尽管全球经济遭遇 08 年百年一遇金融危机后，对 2009 经济走向仍持悲观态度；但新年伊始，国内外白糖便迈开强劲上涨步伐，国内在主产区广西几次下调产量利多刺激下，期价稳步回升，到 09/10 榨季结束，国内白糖价格 1005 合约攀升至 4400 一带；随后横向整理。而国际白糖在印度大量减产和不断大量进口刺激下，ISE 白糖价格创出 27 年来新高，在 8 月 13 日达到 24.78，但随后在国际原油价格走高影响下，于 9 月 1 再创 26.25 新高。国内白糖经历 5——7 三个月高位整理后，在 7 月展开深幅调整，成功诱空；在国际白糖连续创出新高带动下，价格直线上涨，5 月合约从 4100 上涨至 5000 以上。8 月份中旬以后在国际市场调整情况下，国内白糖选择在 4400——4800 之间强势整理。随着新榨季来临，国内白糖在现货供应紧张、新榨季预期继续减产和美元弱势诸多利多刺激下领先国际市场大幅上扬；主力合约 1009 从 4500 一路上涨至 5500。与此同时，白糖现货价格也从 4100 上涨至 5000，持仓放大至 70 万手以上。

回顾整个 2009 年白糖期货行情，主要由以下几点因素推动：

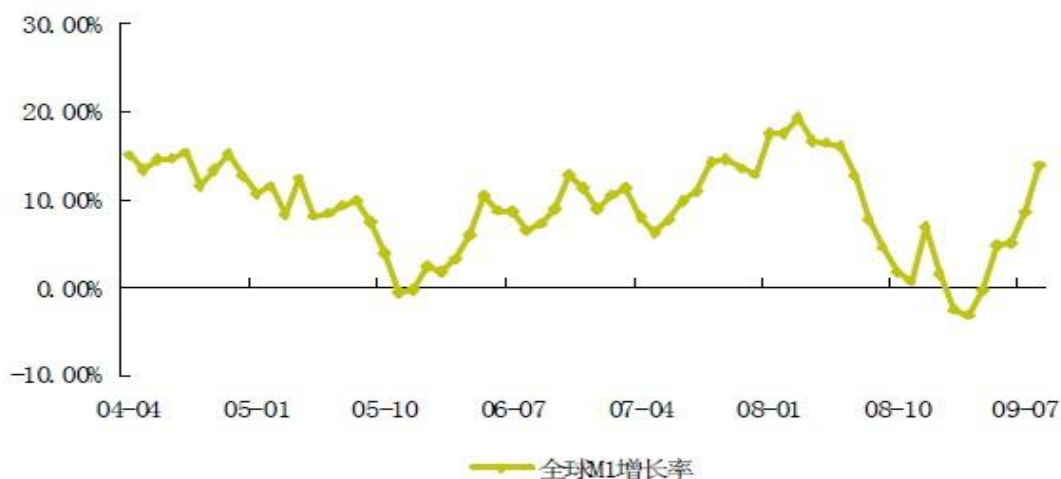
（一）国内外市场，量化宽松货币政策推动商品市场看涨。

由于全球为了刺激经济回升，欧美主要经济体均采用 0——0.25 的量化宽松货币政策，这导致资金纷纷进入商品市场避险；而白糖由于全球减产，较低的库存加上具有能源属性，成为国际投机资金炒作的重点品种。

图一：各国 07 年以来利率走势图



图二：全球 M1 增速情况



(二) 国内白糖产量遭遇减产，推动白糖期现货价格稳定回升。

2008/09 制糖期是历史上第二个高产年份，全国食糖产量达 1243.12 万吨，较上制糖期减少 240.9 万吨，减幅为 16.23%；甜菜糖产量继续下滑至 90 万吨，占总产量的 7.25%。

(三) 食糖消费保持稳定增长，消费总量达 1390 万吨。人均消费量为 10.7 公斤/年。

据中国糖业协会就 2008/09 榨季的食糖消费总结情况得知：2008/09 制糖期全国的食糖消费量 1390 万吨，比上制糖期增加 40 万吨，同比增长 3.0%。年人均食糖消费为 10.7 公斤。随着城市化进程的加快和进城务工人员的快速增加，在食糖消费总量中民用消费比例进一步提高，达到 36%（餐饮消费与零售业终端销售商品糖比例为 1：4），工业消费比例 64%。

(四) 期现价格相互影响增强, 国内白糖在现货商控制资源并在期货市场建立“虚拟采购”战略影响下, 非理性上涨。

由于白糖产业是个特殊行业, 白糖生产与甘蔗资源密不可分; 而在上榨季, 由于甘蔗减产幅度较大, 导致部分糖厂原材料不足; 因此, 在这样的背景下, 有一部分糖厂积极介入期货市场做多, 通过买进白糖多单为自己蔗料收购建立保值头寸, 也就是所谓的“虚拟库存”, 一旦没有蔗料, 但由于有白糖多单, 价格上涨可以弥补企业开工不足。我们知道, 国内白糖产业基本上被大的糖业集团控制, 定价方面有一定优势; 加上国家收储, 让本已减产的白糖火上浇油, 价格很快到达 4000, 远远高于 3300 收储价格。但随后国际市场白糖上涨鼓舞了市场, 让投机性糖厂进一步加大多头头寸, 这样期货上和现货上都赚钱。当然, 这种新型商业模式无可厚非, 但的确加剧了市场非理性上涨。

二、2010 年白糖期货走势展望: 无限风光在险峰

(一) 全球供应仍然偏紧, 国际白糖处在历史性高位。

1、全球最大消费国印度减产明显, 对国际市场大量进口导致全球白糖市场处在牛市。

本榨季印度甘蔗种植面积下降幅度较大, 而罕见的干旱加剧了减产幅度。据印度气象部门统计, 今年雨季印度的降雨量较往年平均水平低 18%, 持续干旱影响了印度的甘蔗生产。世界主要咨询机构也纷纷调低了对印度的产量预期: 荷兰 Rabobank 银行表示, 估计 08/09 制糖年印度的食糖产量或将较 07/08 制糖年缩减 45%, 仅能达到 1450-1500 万吨的水平。国际咨询机构 Kingsman 称, 由于雨季的不顺利, 印度 09/10 年度糖产量将为 1700 万吨或者更低, 低于上次预估的 1900 万吨。

印度糖厂协会 (ISMA) 称, 09-10 制糖年印度的食糖产量有可能低于 1,600 万吨的早前预期, 主要是因为马哈拉什特拉等主要产糖邦的甘蔗糖分含量偏低。政府表示, 新制糖年印度的食糖进口量有可能会超过先前的预期, 政府官员称印度联邦政府决定 12 月份向国内市场投放 149 万吨食糖。印度作为全球最大白糖消费国, 由于供求缺口过大加剧了对国际白糖的采购, 从而支撑了全球糖市。

2、全球最大主产国巴西新年度产量受到天气影响, 收榨延迟并影响最终产量。

供给方面，主产国的自然灾害给本来就严峻的全球供需形势又点上一把火。最大白糖生产国巴西本榨季中南部持续降雨，已经影响当地的甘蔗砍收和生产工作。持续的降雨不仅延误了生产，而且影响甘蔗质量，特别是含糖量。此外，降雨还推高了甘蔗的生产成本，特别是运输费用。

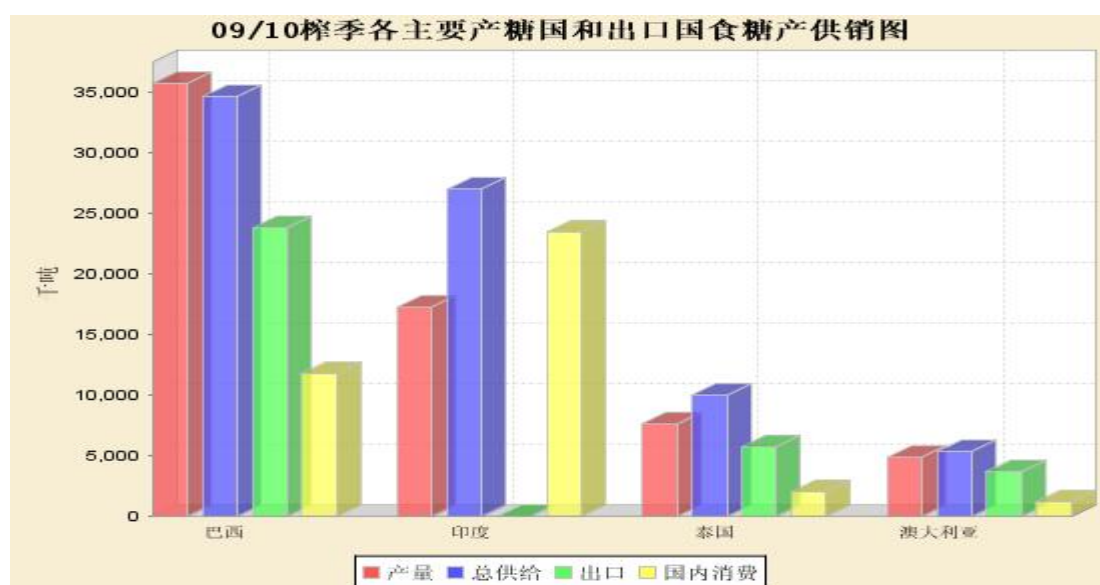
3、国际原油价格回升，甘蔗转化乙醇酒精有利可图；加剧全球供求市场失衡。

在国际市场像古巴、巴西，都直接用甘蔗提炼乙醇酒精，15吨甘蔗可以提炼一吨乙醇酒精，只要国际油价维持在40美元/桶以上，甘蔗提炼乙醇酒精有利可图；今年以来，国际原油价格稳步回升，长期在60——80之间波动，极大地刺激了乙醇工业的发展，大量甘蔗被转化了酒精；加剧了本已严峻的国际白糖供求形势。据巴西圣保罗甘蔗产业联盟（Unica）的数据显示，今年7月份巴西中南部酒精销量达到20.5亿升，单月销量创纪录的突破20亿升大关。从这个事例可以说明，白糖在能源竞争下产量大幅增长仍显困难。

4、国际糖业组织对白糖供求形势预测

鉴于对供需形势的分析，国际糖业组织(ISO)9月2日公布的最新一期糖业季度报告中预测，2009/10年度全球糖的供应缺口将达840万吨，远超此前预测的450-500万吨，对于2008/09年度全球糖缺口的预测也从此前的780万吨扩大到1040万吨。

图三：全球食糖主产国和出口国供销图



表一：世界各主要产糖国和出口国食糖产供销表

09/10 榨季各主要产糖国和出口国食糖产供销表				
国家	产量	国内消费	总供给	出口
巴西	35750	11800	34615	23850
印度	17300	23500	26990	10
泰国	7700	2100	10051	5800
澳大利亚	4900	1250	5360	3700

表二：国际糖业组织 2008/2009 年全球食糖供需预测表

预测机构	预测时间	产量	消费	剩余或缺口 (+/-)
国际糖业组织(ISO)	08 年 8 月 28 日	161.65	165.55	-3.90
国际糖业组织(ISO)	08 年 11 月 5 日	162.26	165.88	-3.63
国际糖业组织(ISO)	09 年 2 月 24 日	161.53	165.80	-4.27
国际糖业组织(ISO)	09 年 5 月 6 日	156.60	164.40	-7.80
国际糖业组织(ISO)	09 年 9 月 2 日	154.20	164.60	-10.40

(二) 我国白糖产量本榨季小幅减产，总体维持供求平衡相对偏紧局面。

1、2009/2010 榨季，我国白糖产量小幅减产，供应紧张局面仍将持续。

(1) 今年种植面积大量减少，累计减幅达 200 万亩，甜菜减幅较大；同时灾害天气影响了今年的产量。虽然，种植面积减少，但由于主产区广西，今年平均单产提高和糖份提高一定程度弥补了减幅。今年的产量远远低于去年，主要是天气情况不好极大影响了甜菜糖产量，北方一开始种植甜菜就不好，补种没有成活达几十万亩。补种活的长势不好。

09/10 榨季：甘蔗的情况一般。由于今年三月中旬广西受旱情影响，部分甘蔗出现死苗，后来想补种，但是发现甘蔗种已经不够了，甘蔗长势出现矮小，第二次干旱 8 月份，甘蔗受旱面积在 1000 万亩以上，蔗区受旱时间比较长。到 8 月份之前，雨量正常，宿根蔗的茎好些，根据调研，糖分有所提高。由于今年每亩甘蔗株树高于去年 200 株左右，一定程度上弥补了天气所造成影响。

(2) 农业生产资料方面：农民的农资投入明显减少，工人数量不足，主要受到糖料收购价格的影响。和其他的经济作物比较，粮食等的收益更高；这样，本榨季北方很多农民没有选择种植甜菜，这种局面随着大豆、玉米价格回升有进一步加剧现象。

(3) 全国白糖产量预估情况。

据郑州糖会消息，本榨季全国预计产糖1200万吨，较上榨季减少43万吨。本次郑州糖会释放出强烈的减产信号，但据我们调研，我们认为今年食糖减产的概率不大，如果广西等主产区后期不出现恶劣天气，食糖很可能增产，我们预计本榨季全国食糖产量很可能在1250万吨以上。

表三：2009 年糖料播种情况及2009/10 年制糖期产量预计表

单位：万亩、万吨

省区	2009 年糖料播种情况		2009 / 10 年制糖期预期	
	面积（万亩）	同比增减（%）	收购糖料量（万吨）	产糖量（万吨）
全国合计	2482.66	-6.84	9668	1200
甘蔗糖小计	2257.6	-3.31	9166	1140
广西	1480	-3.01	6150	770
云南	457.8	1.5	1600	216
广东	190	-9.09	960	100
其中：湛江	164.9	-9.39	839	89
海南	105	-17.97	342	41
福建	7.6	-22.21	40	5
四川	7	-38.38	40	4.5
湖南	3.2	-54.28	14	1.5
其他	7	0	20	2
甜菜糖小计	225.06	-31.9	502	60
新疆	92	-31.34	330	38
黑龙江	63.06	-54.96	82	10
内蒙古	40	-33.33	55	7
河北	20	11.11	20	3.5
其他	10	66.67	15	1.5

2、2008/2009 榨季国内消费增长迅速，2009/2010 年度仍有望小幅增长。

(1) 08/09 榨季供销两旺，食品行业消费增速较快。

全球金融危机以来，党中央、国务院制定的“扩内需、保增长、调结构、惠

民生”的一系列政策措施，为我国食品工业环境克服困难、保持行业持续健康发展创造了良好的政策环境。由于国家出台系列政策措施的强力支持和国内食品消费市场刚性需求的巨大拉动作用，2009年工业总产值将有可能达到4.3-4.6万亿，全行业将保持17-20%的增长速度。其中饮料制造业2008年1-8月份完成总产值4758.1亿元，同比增长17.1%。国内白糖在食品、饮料等行业强劲增长下，08/09年度消费量达到1390万吨，较上年增长3%，人均消费10.7公斤。

表四：白糖产销进程表

08年跨09年9月份全国食糖产销量累计值比较表(单位:万吨、%)				
省区	产糖量	销糖量	销糖率	备注
全国	1243.12	1206.15	97.03	
全国甘蔗糖	1152.99	1120.51	97.18	
广东	105.87	105.07	99.24	
湛江	92.15	91.35	99.13	
广西	763	758.7	99.44	
云南	223.52	199.41	89.21	
海南	46.15	43.72	94.73	
福建	5.88	5.37	91.33	
四川	5.31	4.98	93.79	
湖南	1.26	1.26	100.00	
南方其他产糖省区	2	2	100.00	
全国甜菜糖	90.13	85.64	95.02	
黑龙江	28.5	28.1	98.60	
新疆	41.23	38.64	93.72	
内蒙古	15.5	14	90.32	
河北	3.9	3.9	100.00	
北方其他产糖省区	1	1	100.00	

表五：全国主要含糖食品产量情况(单位：万吨)

时间	糖果	糕点	饼干	速冻主食 品	乳制品	罐头	碳酸饮料	果汁及果 汁饮料	冷冻饮品
2008-12	12.14	7.26	28.01	29.99	146.92	59.97	111.02	101.58	7.72

2009-01	11	5.61	20.87	20.56	139.76	38.26	98.09	64.38	9.73
2009-02	10.21	6.71	21.01	17.84	145.08	38.94	69.84	70.21	12.45
2009-03	9.7	7.05	24.84	20.33	149.78	47.61	78.14	105.40	18.92
2009-04	10	7.08	23.77	17.11	154.36	47.92	88.66	95.9	25.01
2009-05	11.14	7.22	24.61	19.04	164.03	43.9	96.33	102.14	27.60
2009-06	10.41	7.43	28.26	19.66	169.52	55.88	127.45	126.19	31.88
2009-07	8.48	6.62	29.56	15.72	160.39	52.29	122.04	128.52	33.89
2009-08	9.7	8.2	31.6	18	172.8	87	126.7	135	27
2009-09	12.3	11.6	29.1	18	173.6	109.1	148.5	141	27
增长	1.3%	60%	3.9%	-40%	17.8%	82%	33.8%	39.6%	150%

(2) 从 09/10 榨季消费情况看，市场增长态势延续。

截至 11 月底，全国累计销糖 33.82 万吨，同比增加 6.37 万吨。销糖量增加并不明显，尤其是在今年结转陈糖大大低于去年同期水平的背景下，销量的表现只能说是差强人意。不过应该注意到，销量没有出现明显提升的原因主要在于今年较高的新糖起步价，面对同比高出 1000 多元的创历史新高的新糖价格，商家的心态自然相对谨慎，按需采购成为他们主要的操作方式。另外从厂家的角度看，由于超卖严重，加上对后市保持乐观预期，厂家的惜售也造成了 11 月销量难以放量。

不过，从产销率看，今年 11 月 42.7% 的产销率要高出去年同期 4.84 个百分点。尽管糖价一路攀升，销量的绝对数量还是呈增加趋势，高价对销量的抑制作用并不明显，11 月的糖市呈现出产销两旺的格局，为 09/10 榨季迎来了开门红。

表六：09/10 榨季产销情况一览表

	10. 11 月产量 (万吨)	11 月销量 (万吨)	产销率 %	11 月底工业库存 (万吨)
08/09 榨季	72.497	27.45	37.86	45
09/10 榨季	79.2	33.82	42.7	45.38

三、影响未来糖价高位震荡的几点因素：

(一) 高糖价可能引发明年种植面积大增，国内白糖有望结束减产周期进入

到增产周期。

我们知道按照供求规律，价格过高势必引发新一轮种植面积增加；而对市场的压力将体现在远期合约上，明年第一季度前市场供求紧张局面难以有效改观。这是因为：

1、糖料的种植：从有关统计数据看，我国糖料种植总体情况不容乐观，近年来呈现持续稳定或略有减少的趋势。近 20 年来，糖料的种植工作来看，呈现梯度。近几年糖料的种植逐渐从福建、广东转移到广西、云南方向发展。

2、糖料大量种植受到资源约束和劳动力就业影响：在我国耕地面积首要要保证粮食安全，而食糖排在后边。随着大豆、玉米价格和棉花价格稳定走高，甜菜种植面积将下降。同时由于在广西、云南等主产区，种植甘蔗效益远远比不上出外打工；所以导致田间劳动的人员减少，特别是年轻人很少。不注重科技和肥料投入，单产提高受到影响。

3、从白糖近 10 年周期看下榨季白糖产量

图四：我国 2000——2009 年白糖产量图表



从以上图表可以看出，尽管今年小幅减产，但产量仍然达到 1200 万吨以上，总体能满足国内供应相对偏紧的需求局面。如果现货持续维持在 5000 元/吨以上，产量有望恢复增产；再次进入增产周期。

(二) 国储调控制约白糖疯狂上涨局面。

目前国储尽管已经两次抛售 50 万吨白糖，短期对市场影响不大；但从中期看，掌握在国储环节还有近 250 万吨白糖，可以很好调控国内白糖价格飞涨局面；一定程度上弥补供求缺口。从国储糖的库存结构来看，2006/2007 榨季国家收储成品糖 30 万吨，2007/2008 榨季国家收储成品糖 110 万吨，2008/2009 榨季国家收储成品糖 30 万吨，合计为 170 万吨；与此同时，国家每年进口 40 万吨古巴原糖补充国家食糖储备，这样 2007——2009 年累计不少于 120 万吨原糖；因此，根据我们粗略估算，国家掌握了近 300 万吨白糖，除了已经抛售的 50 万吨，加上维持正常用量 1——2 个月的消费储备 150 万吨外；国储还有 100 万吨抛售的调控能力；在整体供求缺口有限的情况下，对市场疯狂的看涨情绪会有一定程度抑制作用。

（三）高糖价引发玉米淀粉糖的大量生产和替代作用。

淀粉糖是以玉米淀粉为原料的高级产品，有其较高的经济价值和食用价值，它被广泛应用在食品、医药、化工、发酵等行业中。2004 年我国淀粉糖产量为 347 万吨，计划在 2010 年产量达到 480 万吨。一旦白糖价格较高，白糖与玉米比价扩大，则生产淀粉糖有利可图，将对白糖的替代作用增加。

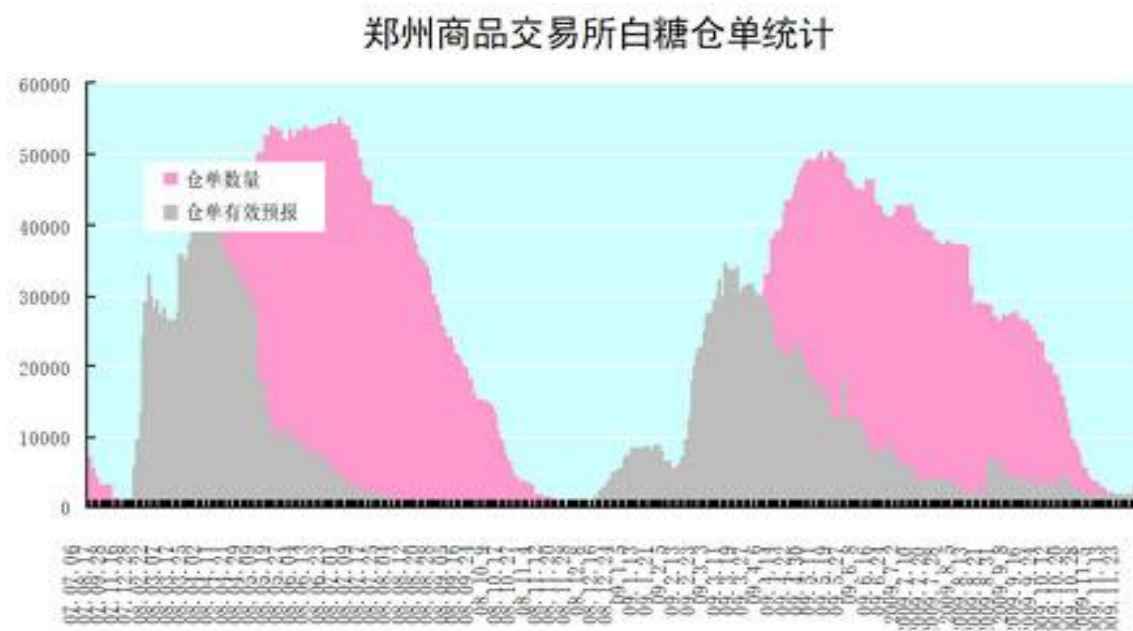
从目前我国白糖与玉米比价关系看，现在仍然处在中位，但一旦白糖价格达到 5800——6000；玉米还是维持 1900 水平；生产淀粉糖的动能将加强。

图五：白糖连续与玉米连续比价图



(四) 期现价差吸引现货商积极套保，巨量仓单制约白糖价格进一步大幅走高。

图六：白糖仓单统计情况



我们看到在 2005——2006 年白糖价格持续在[5000, 6000]时，对于生产商来说，通过注册期货仓单利润丰厚，无疑加大现货交割压力。而在价格下跌的 2007——2008 年，仓单注册和有效预报明显减少。所以，我们认为这一轮大幅上涨，特别是期货价格长期维持在[5500, 6000]之间，会吸引大量仓单注册。无形成为行情大幅走高的隐患，我们预计将在明年第二季度集中体现，会引发价格产生深幅调整。

四、未来一年行情总体判断和相应操作策略：

(一) 明年白糖市场行情的总体判断：

基于白糖市场供求缺口存在（国际市场）引发的牛市仍将在宽松货币政策下延续，这种状况可能会延续至 2010 年 4——5 月份左右；随后可能因为国际市场推出政策和原油高位回落，国内外白糖市场将产生较大级别修正。

(1) 国际原糖将冲击 30 美分高位，随后将有 30% 以上幅度下跌。

其相关未来走势预测如下图：

图七：国际原糖 2010 年上半年走势预测



20091237

(2) 国内白糖连续图表走势分析

图八：国内白糖连续走势预测



(二) 相应操作策略：

考虑到目前仍然是牛市主升浪行情，建议国内在 1009 合约价格低于 5400 以下积极买进，仓位在 30% 左右，止损放在跌破 5000，目标位在 6000——6200 区域。价格到达 6200 以上多单全部离场，并可逐步建立空头头寸，仓位控制在 20% 左右，止损放在收盘突破 6500 以上。