



# 北京中期期货经纪有限公司

BEIJING CIFCO FUTURES CO., LTD.

## 白糖研发年度报告

部门：研究发展部

撰写：张向军

2006年12月22日星期五

## 郑糖在牛熊交替中成长

——2006年白糖市场回顾与2007年前景展望

张向军

北京中期研发部 分析师

### 目录

#### 第一部分 2006年白糖市场回顾

第一阶段：井喷上涨（上市起至2月6日）

第二阶段：回落寻底（2月6日至8月31日）

第三阶段：止跌反弹（9月以后）

#### 第二部分 当前白糖的基本面情况

一、今年开榨以来国内食糖产销状况

二、影响产量和需求的主要因素

三、国际食糖的供需形势

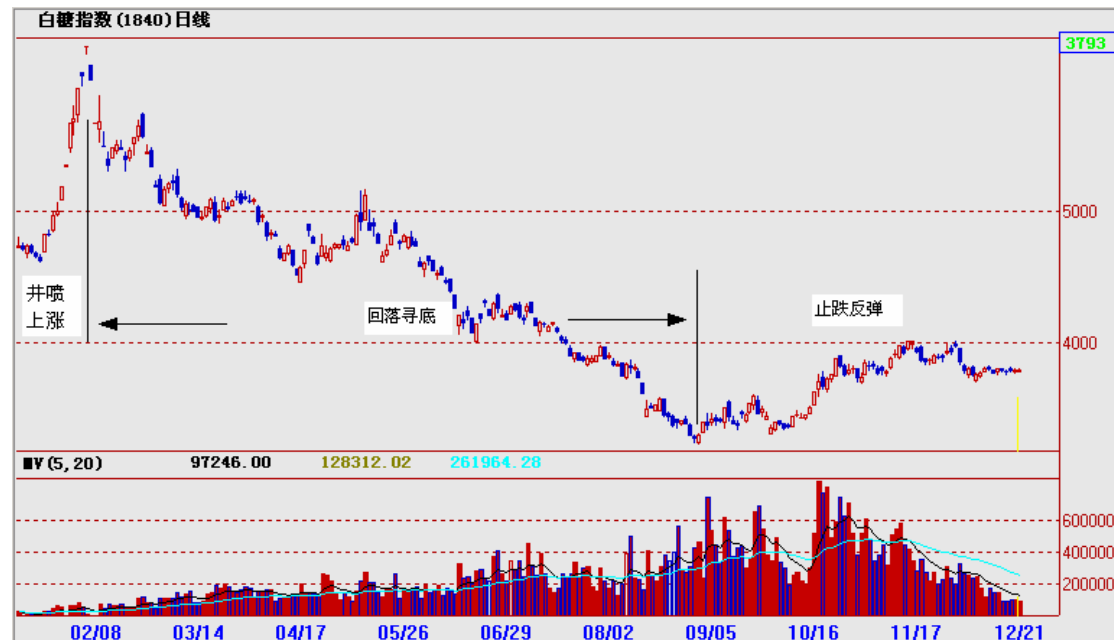
#### 第三部分 2007年行情展望

#### 第一部分 2006年白糖市场回顾

2006年1月6日郑州白糖期货挂牌上市，很快就表现出新品种的活力，先是在食糖减产和国际糖价飙升的带动下走出井喷般的上涨行情，上市后仅一个月就自4700元/吨上涨到6200元/吨，刷新了国内糖价的历史纪录。糖价暴涨短时间内显著抑制了需求的增加，同时还极大地刺激了农民对于糖料的生产热情，而且也引发了国家管理层对于糖价走高的干预，再加上国际推高糖价的投机资金逐渐撤离导致糖价见顶回落，国内糖价也开始了轰轰烈烈的下跌行情，自2月初直到8月底进行了长达半年的调整走势，期货价格从6200元下跌到3200元方才止跌，跌幅接近50%。随后，中秋、国庆两节的需求热潮引发了糖价的超跌反

弹行情，再加上新榨季开局不很顺利，新糖上市迟缓加重了青黄不接的矛盾，郑糖价格从3200元逐渐上涨到4000元，直到广西等甘蔗产区的压榨进度恢复正常才使得糖价进入季节性回落。

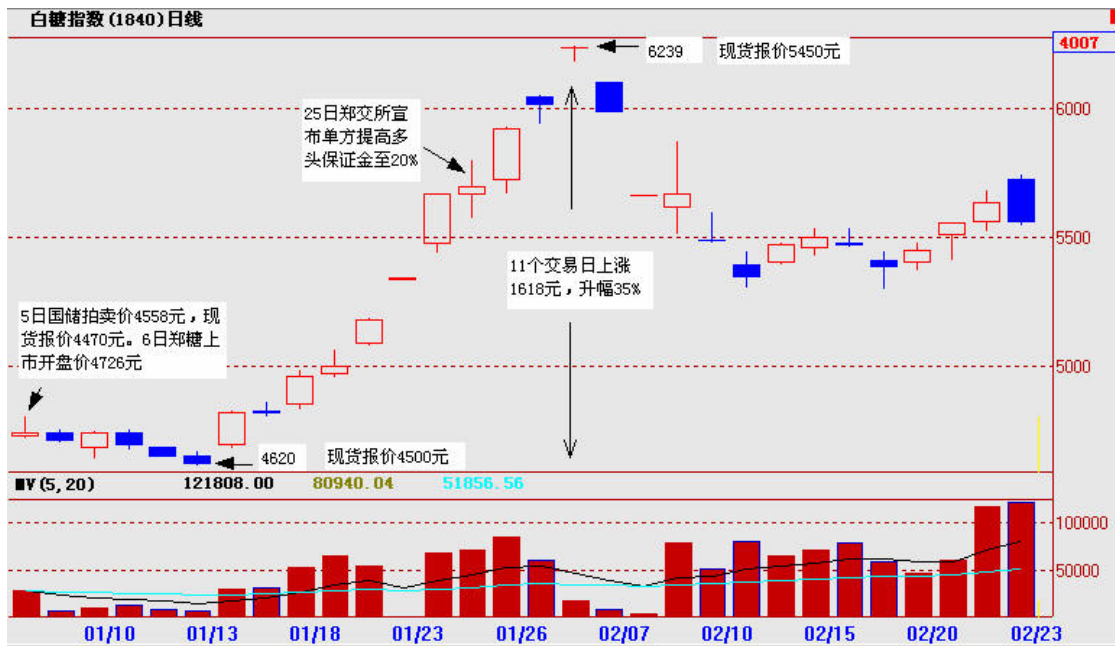
上市以来，郑州白糖期货出现过千点以上的大行情两次，500~800点的中等行情8次，还有众多的300点以内的短线机会。从整体上划分，今年白糖期货的走势可以分为三个主要阶段。



### 第一阶段：井喷上涨（上市起至2月6日）

郑州白糖期货1月6日挂牌上市，最初几天市场进入缩量整理，16日受隔夜外盘突破整理区大幅上涨的刺激，郑糖高开高走，价量齐升。此外，当天国储进行第二次拍卖竞价激烈，成交价高于第一次，现货批发市场价格纷纷升至涨停，掀起了新一轮牛市行情的序幕。

在16日至25日短短8个交易日中，主力合约SR605从4707元上涨到5811元，升幅达23.45%，其中在23日和24日连续两天到达涨停板。由于短期内上涨幅度太大，空方面临数次穿仓的窘境，为控制市场风险，郑州交易所于24日收盘后宣布单方面提高多单保证金到20%，这才缓解糖价的上涨势头。



导致糖价快速上涨的原因是多方面的，其中现货供应紧张、国储拍卖引起市场进行博弈炒做以及全球性食糖短缺的宏观背景是主要因素。

### 1、国内开榨推迟导致食糖供应紧张

我国产糖数量最多的地区在广西，在2004/2005年榨季广西蔗糖产量达532万吨，占当年全国蔗糖总产量的62%，占食糖总产量的58%，广西蔗糖产量对全国食糖供应起着举足轻重的作用。

2005年广西甘蔗种植面积略有增加，但由于受到洪涝灾害的影响导致来宾、柳州地区约20万亩甘蔗绝收。而广西北部、中部蔗区因干旱使得甘蔗生长缓慢且糖份降低。

从11月中旬开始广西各糖厂陆续进入开榨期，较上榨季推迟10天左右。到12月中旬，各地产糖率平均为11.72%，低于2004年同期的11.95%，共榨甘蔗740万吨，产糖82.6万吨，销售66万吨，产销率达80%。

由于开榨时间推后，甘蔗供应难以满足糖厂满负荷生产的需要，市场食糖供应紧张，糖厂基本没有库存。而糖价节节上涨又促使糖企业急于抢购、囤积，各地糖厂也纷纷争抢甘蔗资源，蔗农抱有观望待涨的心理，这些因素对糖价坚挺起着重要的支持作用。

广东、云南、海南等主要甘蔗产区也多数受到干旱气候影响，产量未能达到预期增加数量或有所下降。中国糖协前期预计2005年全国食糖总产量为970万吨，比2004年的917.4万吨增加1.06%，但实际却出现不增反减的局面，而近两年我国食糖需求出现较大增长，这样今年食糖供需将存在200万吨左右的缺口。

## 2、国储进行拍卖试图抑制糖价上涨

2005年春节前后国内食糖价格跟随国际糖价逐步上涨，到12月全面进入开榨季节后糖价继续走高，较年初上涨了60%，已经接近1995年创下的历史高点4800元/吨。为抑制糖价快速上涨，国家发改委和商务部于12月29日发布《国家储备糖竞卖公告》，宣布将分别于2006年1月5日和16日分两次拍卖18.4万吨的储备糖。

1月4日，就在国储即将拍卖的前一天，纽约原糖期货出现大幅上涨，逼近15美分/磅大关，即将到达10年来的高点。这样，在5日的拍卖中成交价格远远超过3800元的底价，最低成交价为4490元，最高成交价达4640元，平均价为4557.9元，高出拍卖底价20%。受拍卖结果鼓舞，当日各地食糖现货价格也纷纷上涨，个别地方已经出现4800元的天价。

1月16日国储二次拍卖，成交价格更上一层楼，最低成交价为4500元，最高价格达到4740元，平均价格为4558.68元。国储两次拍卖未能有效抑制糖价上涨，市场对于国储拍卖的炒做之风愈演愈烈。

## 3、全球食糖供不应求

国际糖业组织(ISO)在2006年1月发布的月度报告中认为，由于本制糖年巴西中南部地区停榨时的情况不太理想，估计本制糖年全球的食糖消费需求将比产量高出150-200万吨，去年11月份ISO在其月度报告中曾预期2005/06制糖年(10月-9月)全球食糖市场将出现100余万吨的供给缺口。

导致食糖短缺的主要原因有两个：一是世界最大产糖国巴西扩大酒精生产而压缩蔗糖产量；二是欧盟进行糖业政策改革减少对农民的补贴挫伤食糖生产的积极性，将减少未来食糖的供应。

根据有关报道，至2006年1月上旬，巴西中、南部地区243家糖厂中已有203家结束了本制糖年的生产。因受干旱天气影响，巴西国家商品供给公司将05/06制糖年的巴西甘蔗产量有4.40亿吨下调到4.36亿吨。此外，由于石油价格居高不下，全球酒精需求大增，巴西预计产糖量只有2200万吨，出口量也从预期的1470万吨减少到1450万吨。国际糖业组织在1月份的月度报告中预测全球食糖消费需求将比产量高出150~200万，而去年11月的预测值还只有100万吨。

欧盟正在进行的制糖业政策改革会降低甜菜产量，将逐渐减少其食糖的出口，届时将为国际市场腾出约550万吨的市场空间，全球食糖供应形势日趋严峻。

印度作为世界最大的食糖消费国，虽2005年甘蔗产量有所提高，但大部分将为满足国内需求，出口数量不会大幅增加。不过，如果国际糖价持续升高，印度也可能会增加其出口数量。

巴西、印度、欧盟是世界上最主要的产糖国和地区，但由于种种原因它们在2005年的食糖产量没有明显提高，全球食糖库存继续下降，这造就了糖价二十五年来最大的牛市。

## NYBOT 11#原糖期货长期走势



## 第二阶段：回落寻底（2月6日至8月31日）

国内外糖价经过 2005 年至 2006 年初连续上涨之后都已处于历史高点，高糖价极大地激发了全球性的糖料种植热情，巴西、印度以及中国都扩大了甘蔗的种植面积，据权威机构预测 2006/07 年度国际食糖将出现供应过剩的局面。

国内糖价暴涨引起管理层的关注，在期货、现货价格分别超过 6000 元和 5000 元之后出现国储将拍卖百万吨储备糖的传闻，这直接导致国内糖价见顶回落。

在长达半年的下跌过程中，行情表现跌宕起伏，可以将整个调整走势分为恐慌性下跌、市场与政策博弈和主力空头控盘打压三个时期。

### 1、恐慌性下跌时期（2月6日至3月中旬）

在经历暴涨之后，国内外糖价开始见顶回落，管理层准备向市场投放 100 万吨储备糖的传闻造成了交易者的恐慌性出逃，2 月 7、8 日两天内郑州糖价以连续跌停板的形式下跌了 600 点。此后恐慌情绪有所减轻，在某些关键价位出现了不同程度的反弹，改急跌形式为逐步盘跌，在一个月左右的时间里糖价下跌了 1200 元，跌幅将近 20%。



虽然国内外糖市在2月6日见顶回落，但较高的糖价仍使管理层不安，2月中旬有媒体透露有关部委正向国务院上报食糖市场调控方案，国家将调集100万吨国家储备糖和进口自古巴的食糖进入市场，以抑制国内持续高涨的糖价。3月初国家发展改革委、商务部正式发布公告：“为了保证市场供应，稳定国内食糖价格，近期先安排加工储备原糖40万吨，择机投放市场。”3月14日在华商储备中心就储备糖和古巴糖的加工费用进行竞标，要求有关企业在最短时间内将储备糖加工成成品糖，以便择机投放市场。

## 2、市场与政策博弈时期（3月下旬至6月下旬）

国内糖价由6000元急跌到5000元之后稍做喘息，此时食糖供应不足的阴影仍没有消散，截至2006年2月末，本制糖期全国已累计产糖669.6万吨（上制糖期同期产糖706.5万吨），销售食糖395.5万吨（上制糖期同期销售食糖394.6万吨），累计销糖率59.1%（上制糖期同期55.9%），产糖数量低于上年度同期数据而销售量反而略高，那时榨季已经过半，当年食糖减产几成定局。这样，市场认为糖价经过下跌之后应该受到支持，而政府机构则认为糖价依然偏高应进行干预。双方的分歧在4月~7月的行情中得到体现，相比之下国际糖价的波动显得有些无足轻重了。

3月28日国家发改委召开联席会议研究国储抛糖事宜，以SR701为首的远月合约的反弹逐渐见顶；4月3日SR609为代表的近月合约开始迅速下跌突破整理形态，4月5日有关部门开会研究落实国务院领导批示意见；4月10日郑糖合约集体跳空下跌，4月11日国家发改委等三部门联合发布公告，称本榨季食糖减产，为稳定糖价，保证市场供应，近期先投放部分国家储备糖。具体安排是4月18日、4月25日、5月23日、5月30日，每次投放9.2万吨，共计36.8万吨，市场出现小幅反弹；13日起再次出现暴跌走势，14日和17日

晨持续下跌，不到三天跌幅接近 300 元，各合约普遍跌至 4500 元以下，与月初相比下跌了 600 元，跌幅超过 12%。

18 日第一次拍卖的结果出人意料地达到平均 4871.98 元，比当天期货市场平均收盘价格高出近 200 元，期货合约全线涨停；19 日再度冲高后回落补缺，经过三天调整，24 日第二次拍卖前郑糖高开高走，午前摸至涨停板位置，中午发改委等部门宣布准备再安排加工储备糖 60 万吨投放市场，午后糖价明显回落；25 日第二次竞拍价格较上一次普遍下跌，平均成交价为 4742.07 元。月末行情进入横盘整理，成交量逐渐降低。

进入 6 月有关部门公布将在 6、7、8、9 月份继续拍卖国储糖，同时国际糖价结束反弹开始回落，在此双重压力下白糖期货价格失守 4500 元防线，快速向 4000 元整数关退却。



国储糖拍卖确实起到了弥补国内食糖供需缺口的作用，但对于稳定糖价所发挥的作用不明显，特别是每次拍卖基本都出现低开高走的局面反映出市场和管理层存在某种博弈的行为。

到 6 月下旬，国储已经通过竞拍方式投放了大约 64 万吨储备糖（包括进口古巴糖），此时国内食糖的供应量已经高于近年来的同期平均水平，国储拍卖成交价格开始出现大幅下跌，原来显著高于现货价的规律转为向现货价靠拢，阶段性供应过剩的压力已见端倪。但是，政策认为食糖的现货价格（4500 元）仍偏高（国储拍卖的底价为 3800 元），与年初开始干预时的糖价很接近，故而认为仍存在供应短缺的隐患，这样就继续坚持拍卖的决定。

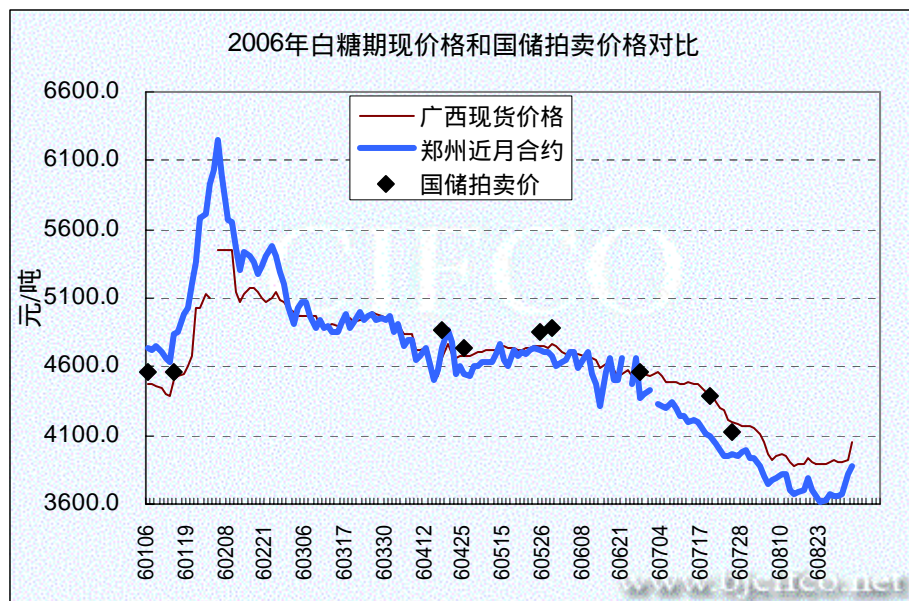
2006 年国储拍卖食糖一览表

日期	拍卖数量	均价(元)	涨跌(元)	现货价	拍卖均价-现货价
1月5日	9.2万吨	4557.9	--	4470元	87.9元

1月16日	9.2万吨	4558.68	0.78	4500元	58.7元
4月18日	9.2万吨	4871.98	313.3	4660元	211.98元
4月25日	9.2万吨	4742.07	-129.91	4675元	67.07元
5月23日	9.2万吨	4856	113.93	4735元	111元
5月30日	9.2万吨	4876.28	20.26	4760元	116.28元
6月27日	9.2万吨	4567.55	-308.73	4550元	17.55元

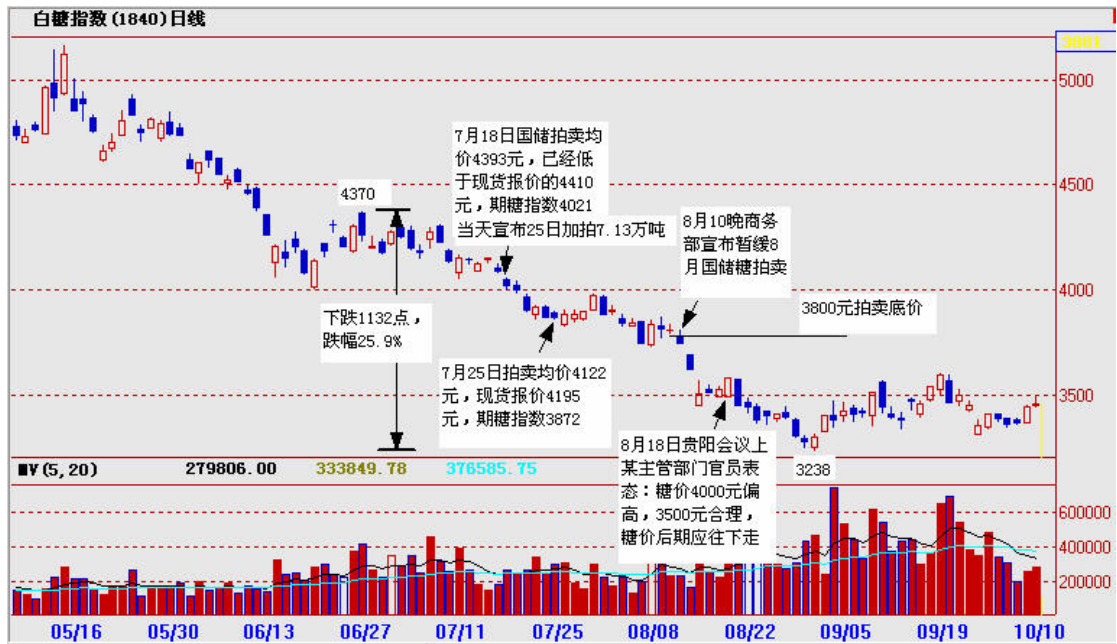
### 3、空头主力控盘打压时期（7月初至8月底）

7月起郑糖市场再度走弱，主力合约703的4000元关口彻底失守，广西产区现货报价也从6月的4500元下调到4200元。国储加大拍卖力度和国际糖价冲高回落两个利空因素是导致国内糖价连续下跌的主要原因，前者的利空作用更加突出，国储拍卖对市场的影响已经从前期压制糖价上涨（拍卖价>现货价）演变为引导糖价下跌（拍卖价<现货价）。虽然糖价已经跌破前期贸易商的心理价位4300元，但对价格继续下跌的担心使得成交低迷的状况没有得到好转，使本来预计供应紧张的形势却转变为供给过剩。



据中糖协统计：截止至2006年6月末，本制糖期全国累计销售食糖656.9万吨（上制糖期同期销售食糖726.1万吨），累计销糖率74.5%（同比79.1%），这与年初时的旺销局面大相径庭，此时不得不重新考虑是否继续进行国储拍卖了。

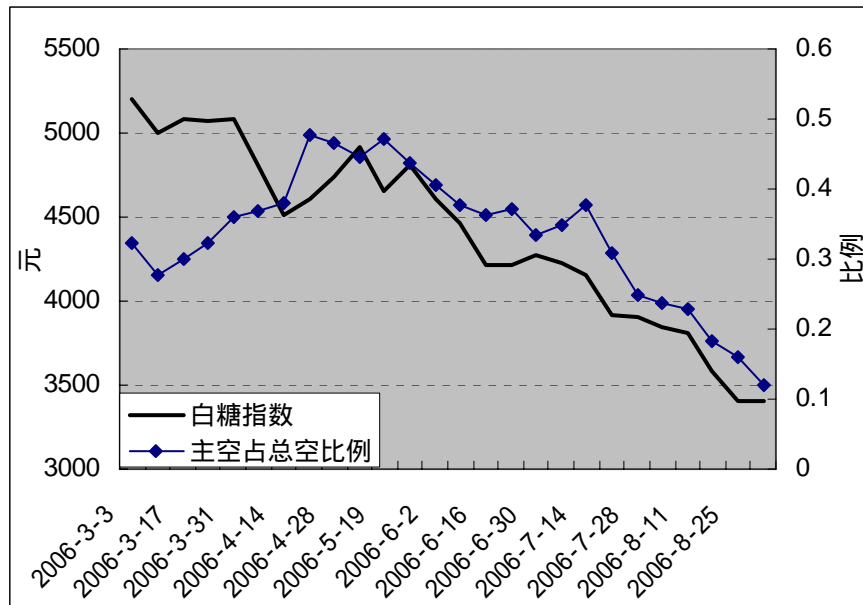




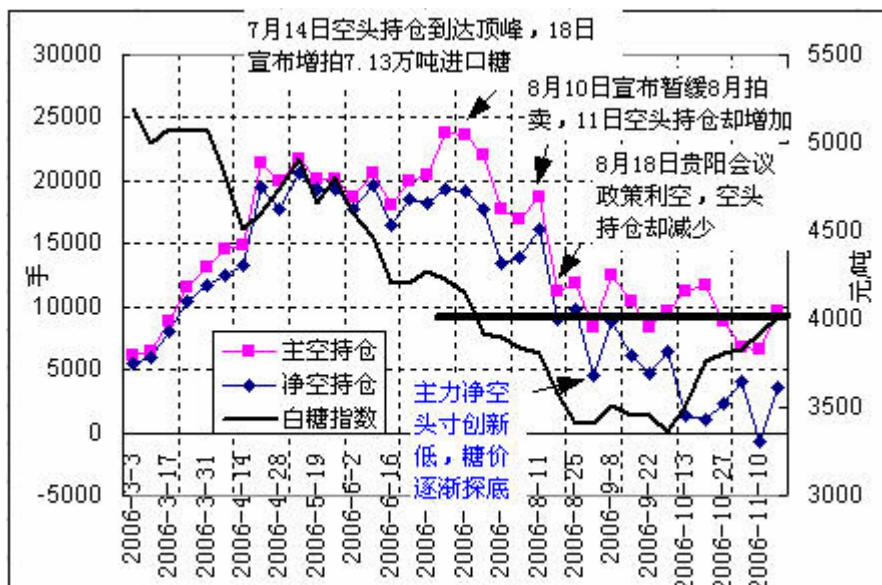
在8月初白糖期货价格跌破3800元的国储拍卖底价之后，广西等地的现货报价也下调到4000元以下，这时商务部终于宣布暂缓原定于8月15日进行的国储糖拍卖，理由是“为了保障食糖市场平稳运行，促进食糖消费”。而不久之前，还在宣称“鉴于本榨季食糖减产，为保证食糖消费旺季市场供应，糖价稳定……近期再投放部分国家储备糖和进口古巴糖”。看来对糖市的调控已经是矫枉过正了。

不过，白糖期货并没有在此止跌。8月中旬在贵阳召开的糖协理事会上某政府官员表态说：1、糖价不应高于4000元，最好在3500元；2、今年的价格应该往下走；3、30万吨（已加工的国储）糖能卖就卖掉；4、（糖厂）要牺牲价格、牺牲一些利润。就在这个利空言论出台之前，本已在3800元附近走稳的期价突然以跳空形式下跌，而出台后糖价又跌破3500元的整理区下探，直到3200元左右方才走稳。

郑糖持续近半年的下跌与空方主力机构具有强大实力是密不可分的，早在4、5月份，主空单个机构的持仓就占到郑糖全部空单头寸的一半（见下图）。从主空增持空单的时间来看与白糖指数见顶回落和跌破横盘整理是相对应的，对行情走势的影响不言而喻。



到7月以后，该主空机构的持仓到达顶峰，4000元、3500元两个重要关口正是在空头主力的打压下才被跌破的，而政策利空不过是提供了打压的借口而已。在郑糖跌破3500元之后，该机构通过增持多仓的办法调整空头部位，而糖价也就进入筑底阶段了。



### 第三阶段：止跌反弹（9月以后）

经过长达半年的下跌，郑糖价格自6200元回落到3200元，缩水了将近50%，超跌反弹的时机逐渐成熟。9月初郑糖市场受现货销售大增的鼓舞止跌反弹，主力合约703由3200元左右回升到3500元附近。而广西产区现货报价已经高达4200元以上，期现走势背离的现象更加突出，反映出交易商对现货供需紧张和远期食糖将大量增产的矛盾心态。



10月郑糖市场走出久违的上涨行情，经过前期在3200元和3300元两次探底获得支撑之后，多方借9月食糖销售数据大于去年同期、剩余食糖库存低于近年水平的利好题材发动攻势。广西公布的新榨季甘蔗收购价高于2005年同期，郑糖指数快速上摸3900点后回落调整。在食糖供应青黄不接之季，老糖凭借库存稀少停留在高价有恃无恐，新糖在什么价位与老糖接轨成为期市主力机构炒做的重要题材。

进入11月份之后，旱情严重使得广西开榨进展不顺利，甘蔗水分、糖份皆低使得产糖数量比往年同期偏少，供应紧张的局面支持现货价格居高不下，广西地区甚至上调到4500元以上，这样就带动期糖补涨，郑糖一度越过4000元大关。

## 第二部分 当前白糖的基本面情况

### 一、今年开榨以来国内食糖产销状况

2006/07榨季的开局并不顺利，广西地区自8月起受到干旱困扰，至11月初开榨时很多地区连续两个多月滴雨未下，再加上少有的高温天气影响，甘蔗生长缓慢且糖份普遍积累不足，造成蔗农不愿砍蔗、糖厂不愿开榨的局面，食糖供应不足推动糖价走强。11月中下旬广西大部分地区普降及时雨，甘蔗生长状况好转，单产增重5~10%。这时，农民砍蔗的热情空前高涨，糖厂得到充足糖料的供应，生产逐渐进入正轨。

据中糖协发布的11月国内食糖产销数字显示，截止至2006年11月末，06/07年制糖期全国累计产糖97.08万吨（上制糖期同期产糖89.3万吨）；其中产甘蔗糖44.51万吨（同

比 46.3 万吨), 产甜菜糖 52.57 万吨( 同比 43 万吨); 累计销售食糖 63.76 万吨( 同比 55.3 万吨); 累计销糖率 65.68%( 同比 61.9%)。其中销售甘蔗糖 34.68 万吨( 同比 37.2 万吨), 销糖率 77.92( 同比 80.3%); 销售甜菜糖 29.08 万吨( 同比 18.1 万吨), 销糖率 55.32%( 同比 42.1%)。对比前三年数据来看, 06 年 11 月末全国累计产糖量排在四年中的第一位, 销糖量排在第一位, 销糖率排在第一位。

### 至 11 月末全国食糖产销进度表

单位: 万吨、%

省 区	预计产糖量	截至 2006 年 11 月底累计			备注
		产糖量	销糖量	销糖率	
全国合计	<b>1120</b>	<b>97.08</b>	<b>63.76</b>	<b>65.68</b>	
甘蔗糖小计	<b>1006</b>	<b>44.51</b>	<b>34.68</b>	<b>77.92</b>	
广 东	120	3.27	0.64	19.57	
其中: 湛 江	100	3.19	0.6	18.81	
广 西	650	40	33	82.5	
云 南	180	0.24	0.14	58.33	
海 南	38	0	0	0	
福 建	5.7	0	0	0	
四 川	6	0	0	0	
湖 南	3	1	0.9	90	
其 他	3.3	0	0	0	
甜菜糖小计	<b>114</b>	<b>52.57</b>	<b>29.08</b>	<b>55.32</b>	
黑龙江	26	9.86	6.9	70	
新 疆	60	30.77	15.84	51.48	
内 蒙 古	19	8.5	4	47.06	
河 北	6.5	2.59	1.84	71.04	
其 他	2.5	0.85	0.5	58.82	

信息来源: 中国糖业协会

看来，目前正处在产销两旺的时期，甘蔗糖产量同比略减，考虑到 12 月以后进入主产期，需求是否能够跟随产量增长是决定糖价走势的重要因素。

## 二、影响产量和需求的主要因素

由于国内榨季要持续到 2007 年 5 月才结束，还有将近半年时间，这阶段天气因素十分重要，干旱是否会卷土重来？冬季是否会发生严重霜冻？以及日内温差是否有利于甘蔗糖份的积累？这些气候变化会直接影响到本榨季甚至下一榨季的食糖产量。由于耕地有限，继续大规模扩大甘蔗种植面积的可能性很小，增产只能在兴修水利、提高耕种的机械化程度以及改良品种上下功夫，在榨季剩余时间内天气情况是影响产量的重要甚至是唯一的因素。

影响需求的因素较多，糖价与淀粉糖等替代品的比价关系、用糖企业及贸易商对后市糖价走向的判断和国家收储题材等等都令食糖的需求存在变数。本年末糖和玉米的价格此消彼涨，在一定程度上会减少玉米淀粉糖的替代作用，进而增加对食糖的需求。另外，基于 2007 年将出现全球性食糖供应过剩的判断，现货商购糖、囤糖的行为会更加谨慎，在榨季产量明朗之前商业上的需求可能会有所减少。收储问题政策性较强，虽然国储库存薄弱使得收储势在必行，但收储的前提之一是食糖产量大幅增加之后对糖价产生沉重压力。根据以往国储拍卖的底价和政府官员的表态来分析，糖价至少要下跌到 3800 元以下才可能进行收储，下跌到 3500 元以下收储的可能性较大。

## 三、国际食糖的供需形势

据国际权威机构分析，全球食糖消费量已连续 4 年超过产量，但 2005/06 榨季需求增速低于产量增速，供求缺口有所缩小，预计 2006/07 年度糖市场有望达到平衡。

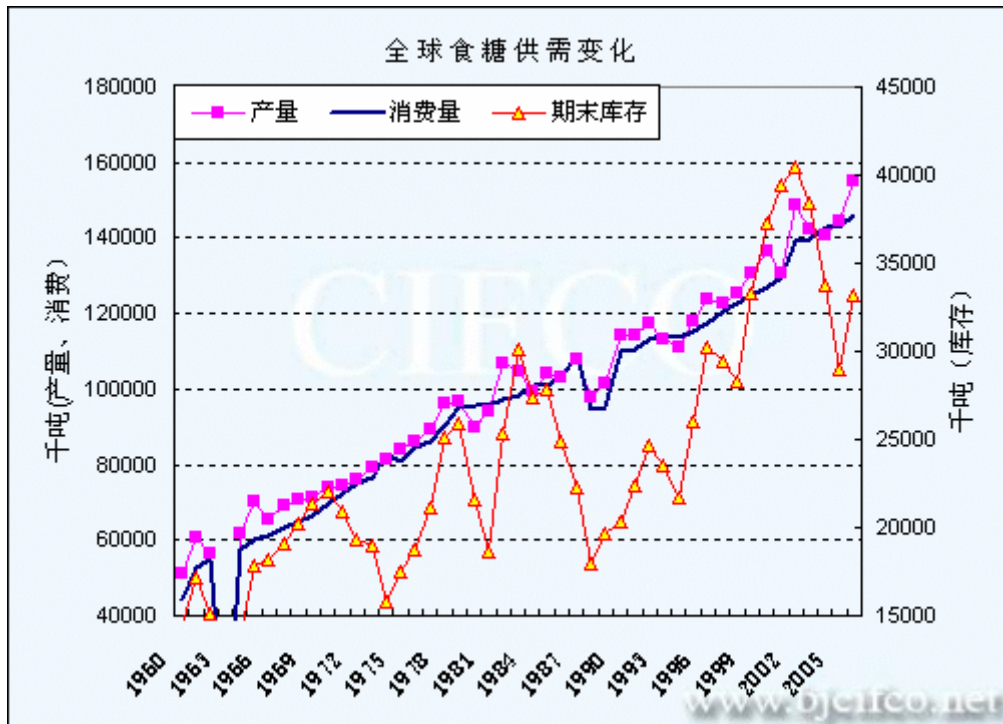
鉴于预计今年巴西、俄罗斯联邦、美国、东亚和东欧国家出现增产现象，联合国粮农组织（FAO）把 2006/07 榨季食糖产量上调至 1.555 亿吨，比去年增加了 4.3%。

全球食糖产量的增产主要归功于发展中国家产量的增加。预计 2006/07 榨季发展中国家的食糖产量可以达到 1.165 亿吨，比上榨季要增加 9.7%。在过去的两年时间里，受糖价上涨的刺激，许多蔗农扩大了甘蔗种植面积，重振国内食糖行业，特别是发展中国家的表现尤为突出。

全球对于酒精需求量的增加以及国内生物燃料生产的起步都对各国扩大甘蔗种植面积和改善生产加工设备起到了推动的作用。根据预测，今年发展中国家的食糖产量预计增加 1003 万吨，达到 1.164 亿吨，有望出现 340 万吨的食糖剩余，从而改变了连续 3 年出现食糖缺口的状态。

2006/07 榨季拉丁美洲和加勒比海地区的食糖产量预计可以达到 5140 万吨，其中巴西预计产糖 3100 万吨，达到历史高位，比 2005/06 榨季要多出大约 200 万吨的食糖。

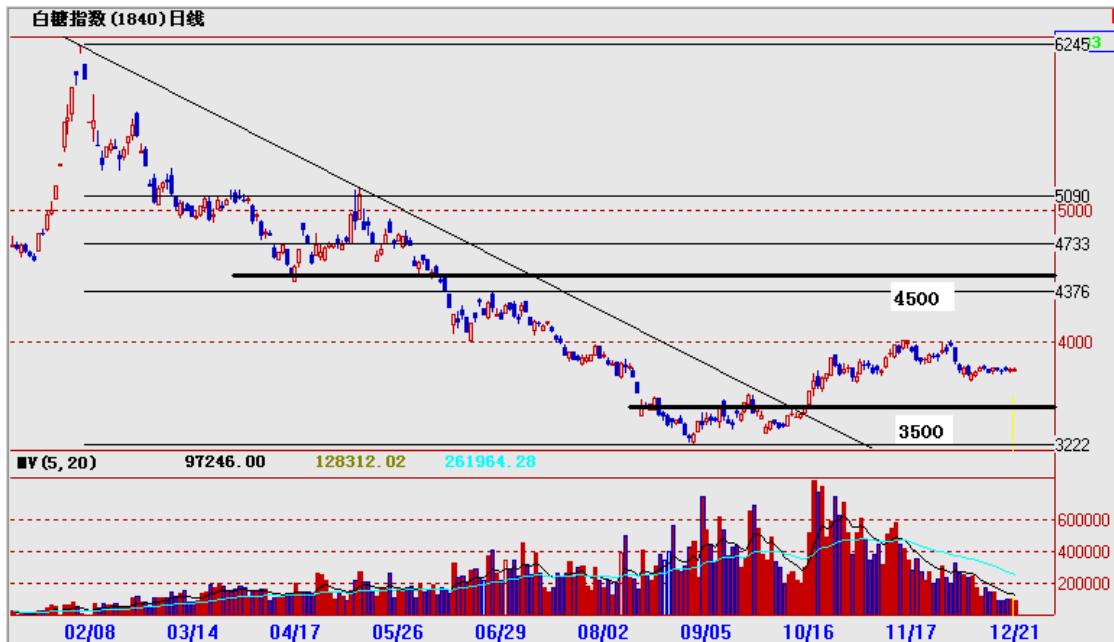
虽然各家机构对 2006/07 年度全球食糖产量过剩的预测数字不同，从 300 万吨、500 万吨到 800 万吨的分析都有，可以肯定的是全球食糖将由前几年供不应求的局面开始转向供应过剩。



(本图根据 USDA 报告的数据制作)

### 第三部分 2007 年行情展望

自 2006/07 年度开始，国内外食糖供应出现大幅增长，前几年供不应求的局面得到改变，2007 年影响食糖的主要因素是供应过剩的幅度。这个问题前面已经进行了分析，在此不再赘述。



从行情发展的角度来预测，鉴于国内食糖有望较去年增产 200 万吨左右，而 2006 年初糖价曾创下历史新高，那么 2007 年的首要问题是重新确定糖价的波动空间，特别是在增产的背景下（需求也会增加，但不会象产量增幅那么显著）去寻求有效的支撑价位（即价格底部）更使当务之急。在 2006 年 8 月底，当时郑糖价格在现货销售前景不明、库存同比偏高以及政策持续拍卖国储糖进行干预和官员发表利空言论，再加上空头主力推波助澜、新糖产量预计大幅增加和国际糖价一路走软等众多利空因素打击下，最低曾下探到 3238 元的低点，从目前各方面形势看难以聚集更大的做空力量来跌破前次底部，所以笔者认为 2007 年的低点点在 3500 元附近（3300~3700）的可能性较大。

同样，目前也不具备与今年初相似的做多气氛，国内外糖价在上摸历史高点后应有一个充分调整的过程，2007 年的高点和整体波动幅度都会低于上一年。综合技术和基本面分析，笔者认为明年的高点不会超过 5000 元，在 4500~4800 元见顶的可能性较大。

这样，在 2007 年初期糖价将以寻底走势为主，春节需求以及潜在的霜冻题材会造成市场出现短暂反弹，但产量逐渐明朗将令市场不断修正糖价的合理区，并在节日利多因素被消化之际价格探底。此后榨季开始进入尾声，供需力量的对比将受库存多少的影响逐渐倾向供给一方，届时糖价会完成筑底恢复上涨，随后收储题材、国际糖价反弹等因素将推动郑糖价格上摸本榨季高点。