




高岩

农产品分析师

从业资格证： F0249001

 010-84261653

 gaoyan@neweraqh.com.cn

 www.neweraqh.com.cn

农产品分析师，业务主管；主攻白糖、棉花、期指等品种，精通相关产业链，有为上市公司制定、实施套保方案的成功经验，并致力量化套利及程序化交易研究，多次受金融界、凤凰网、和讯等媒体专访，日常及专栏评论散见于主流财经媒体。

供应过剩终结牛市 新榨季糖价将震荡回落

内容提要：

根据当前全球食糖生产形势，2011/12 榨季全球性增产已经成为不争的事实，巴西或有的减产被印度、泰国、俄罗斯等国家较大的增产幅度盖过。据全球权威糖业分析机构作出的最新产量预估，2011/12 榨季全球食糖产量将达到 1.72 至 1.73 亿吨，而全球食糖消费增速将维持在近 10 年 2.16% 的平均水平上下，预计消费量为 1.677 亿吨，因此全球供应过剩量保守预估将超过 430 万吨。

新榨季我国糖料作物种植面积 2716.39 万亩，同比增幅 7.28%，接近 10 年平均出糖率计算，产量将达 1200 万吨左右，三年减产之后平稳步入增产周期；高糖价导致淀粉糖为代表的替代品消费量大增，新榨季我国食糖消费量预计在上榨季 1358 万吨的基础上持平略增，达到 1400 万吨左右。

由于较为有利的国内外价差，我国食糖进口量进入十年来的历史高位，2010/11 榨季净进口量超过 160 万吨，新榨季进口量将维持高位增长，结合国储糖、结转库存，新榨季我国食糖供应将略有宽裕，支撑糖价上涨的供求面根基已不复存在。

据测算，本榨季广西主产区吨糖生产成本约为 5870 元，按照糖业上市公司近几年度 16%-19% 的销售毛利率计算，对应糖价为 6809-6985 元，考虑季节性波动规律及基差等影响因素，预计新榨季郑糖主力合约主体运行区间为 5550-7100 元。

郑糖金融属性淡化，呈阶段性强弱波动，关联品种方面主要与 ICE 原糖及美原油等相关性较为密切，ICE 原糖新榨季将同步步入下跌周期；据季节性分析结果，郑糖夏季至中秋、国庆及春节消费旺季易见年内高点，二季度出现低点概率较大，套保及投机者应于整体震荡回落的大趋势下把握好阶段性进出场时机。

关键词：全球增产 供应过剩 牛市终结 价格回落 季节波动

第一部分 导论

据中国糖业协会发布的数据，2010/11 榨季全国食糖产量为 1045.42 万吨，连续第三年减产；全国食糖消费 1358 万吨，同比持平略低；全国累计进口食糖 207.05 万吨，同比增长 40.16 万吨，连续第四年增长，是近十年来最高水平；同时国家有关部委加大了国家储备糖投放力度，共 9 批次累计加工投放国储糖 186 万吨；300 余万吨的产需缺口依靠进口和国储调控弥补，基本实现了供求紧平衡，全年食糖消费结构稳定。供应紧张的形势下糖价上涨明显，2010/11 榨季全国食糖工业累计销售平均价格为 7102 元/吨，实现制糖行业总额 172.81 亿元，同比增加 49.99 亿元。

2011/12 榨季已于 10 月份正式展开，综观新榨季影响价格最根本的因素，包括供求及生产成本等方面的形势已经悄然转变。由于甘蔗大体上呈现“一年种、三年长”的作物生长规律，产量也随之出现比较规律的周期性波动；新榨季，除巴西之外，全球主要产糖国均已经或正要步入增产周期，全球食糖供需形势转入供过于求的大格局中。

全球权威糖业分析机构国际糖业组织（ISO）、Kingsman、Licht、联合国粮农组织等均对全球 2011/12 榨季食糖生产形势作出供应过剩的预期，虽然因第一大主产国巴西产量预期几经起伏，分析机构预测的供应过剩量相应有所调整，但供应过剩量预期始终维持在 400 万吨以上。

国内方面，据中糖协在 2011 年 11 月全国糖会上及日常简报中作出的产量预估，新榨季全国糖产量保守估计或达到 1200 万吨，连续三个榨季减产之后步入恢复性增产周期；全国消费量预估为 1400 万吨左右，产需缺口约 150 至 200 万吨，较上榨季明显缩小，供求形势转好；2010/11 榨季累计进口食糖 166.96 万吨，达到 10 年来高位，据当前国内比价关系，新榨季进口量将保持高位增长，国储库存充足，竞卖调控能力强，进口联合国储弥补产需缺口小有富余，如前三个榨季般支持糖价大涨的供求面根基已经不复存在。

从由生产成本决定的价值中枢方面分析，广西糖料蔗收购首付价定为 500 元/吨，与一级白砂糖每吨平均含税销售价格 7000 元挂钩联动，据此收购价格结合近 10 年甘蔗平均混合出糖率计算，广西主产区白砂糖生产成本约为 5870 元/吨（含税）。

宏观面，欧债危机、美国政治僵局和恶化的金融状况、发达经济体长期宽松的货币政策给当前全球经济复苏带来重重阻力，经济波动加剧，宏观扰动因素增多，中国宏观经济政策在保增长与控通胀之间寻求着微妙平衡，以上影响因素叠加郑糖自身季节性波动规律，预计新榨季糖价将在整体交投重心略有下移的大势下呈现出明显的阶段波动规律。

本报告将重点从供应需求、生产成本价值中心、季节性波动规律、关联品种及金融属性影响等方面进行论述，对 2011/12 榨季郑糖期货价格走势作出预测，并据此针对不同类型的投资者提出投资建议。

第二部分 供求及价值中心分析

一、全球步入增产周期

（一）产量回顾及主产国产量预期

由于甘蔗“一年种，三年长”的作物生长规律（第一年种植为新植蔗，随后宿根留在田里生产 3 年左右），新植蔗及第一年的宿根蔗产量较好，随后因老化等原因，产量会出现不同程度的降低。全球近 30 个榨季食糖产量整体呈现上升趋势，2000 年之后，3 年增产、3 年减产的周期性更替更加明显。

甘蔗糖生产主要集中于热带和亚热带的南美洲、大洋洲、亚洲、非洲、加勒比海地区等地的巴西、印度、泰国、中国、欧盟等国家和地区，甜菜糖主要生产于欧洲、美国、加拿大、中国等国家。以 2010/11 榨季产量计算，糖产量排在全球前 5 位的国家和地区分别是巴西、印度、欧盟、中国、泰国，其中巴西产量占据全球产量 1/4 左右。巴

西产量变动对全球产量的影响举足轻重，泰国近两个榨季产量增加突飞猛进，且其国内消费量增速较慢，出口量日益增加，对全球尤其是亚洲的影响力增加。

新榨季多数主产国食糖产量增加，有减产嫌疑的首要还是巴西。由于巴西老龄甘蔗的产量不被看好、天气情况多变等生产情况变动，各方对巴西减产达成一致看法，不过 2011/12 榨季巴西用于榨糖的甘蔗量比例由去年的 46.4% 提高至现在的 51.2%，Kingsman 于 8 月底将巴西糖产量预估下调 3.9% 至 3063 万吨（上榨季产量为 3820 万吨）。综合甘蔗产量及甘蔗、酒精生产比例，笔者认为 Kingsman 最新预估数据略偏保守。

目前印度政府预期 2011/12 制糖年印度将产糖 2470-2500 万吨，印度糖厂协会预期产糖 2600 万吨，印度的食糖消费量仍处于 2200 万吨的水平。泰国糖会在今年 9 月份预估本季糖产量为 1000 万吨，北京糖会泰国代表发言预估为 1155 万吨，十月遭遇严重水灾，泰国糖会预计产量比原预估减少 50 万吨，本榨季泰国糖产量可能在 1000-1050 万吨之间。2011/12 制糖年自 8 月份开榨至 12 月 6 日期间俄罗斯已产甜菜糖 400 万吨，2010 年因干旱俄罗斯甜菜糖产量大幅缩减至 270 万吨，按照当前生产形势，估计 2011/12 制糖年俄罗斯甜菜糖产量将达到 520 万吨，产量较去年几乎倍增。其余产糖国产量也多较上榨季明显预增。

图 2-1. 近 30 个榨季全球食糖产量

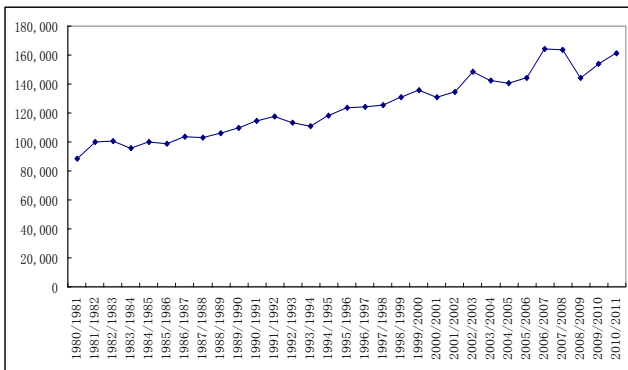
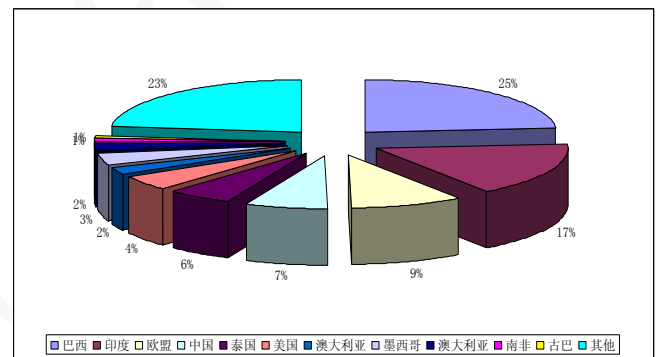


图 2-2. 2010/11 榨季主产国产量比重



数据来源：USDA

（二）新榨季我国种植面积及单产

2000 年以后我国的糖料种植面积进入了区间波动时期，低点 150 万公顷，高点 200 万公顷，种植面积和产量波动体现出很强的正相关关系。具体到近几个榨季，2008 年糖料种植面积达到一个阶段高位，高达 1989920 公顷，随后种植面积连续两年递减。2004 年以后，由于经济效益等原因，甜菜种植面积稳定于历史低位，糖料作物整体种植面积的增减基本完全取决于甘蔗种植面积变动。广西、云南、广东三大产区糖协预计 2011/12 制糖期甘蔗种植面

图 2-3. 2000 年来我国糖料作物种植面积变动（千公顷）

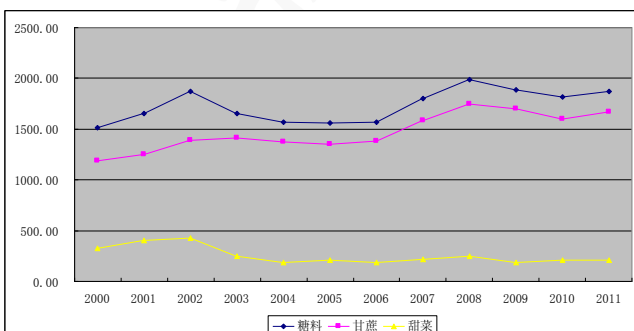
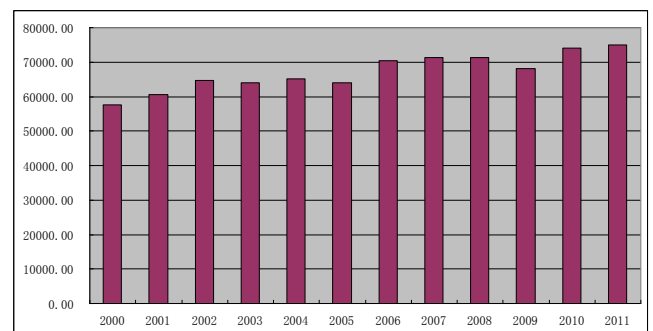


图 2-4. 2000 年来我国甘蔗单产（公斤/公顷）



数据来源：国家统计局；2011 年为预测值

积分别为 1580 万亩、480 万亩和 230 万亩，较 2010/11 榨季增加 60 万亩、42 万亩和 20 万亩。

综合农业部工作安排及平均增长率测算，预测 2011/12 榨季国内甘蔗种植面积 2379.32 万亩，糖料种植面积将达到 2716.39 万亩，同比增幅分别超过 6%、7%。

如图 2-4 所示，甘蔗单产也和糖产量一样呈现出三年一个周期的交替增减规律，2009 年单产到达一个阶段低位之后，2010 年开始单产步入上升周期，按照此前的增减周期规律，此轮单产增加有望延续至 2012 年度。2011/12 年度甘蔗单产增加是大概率事件，后期变数主要集中在春节前后是否会发生霜冻灾害等方面。

（三）新榨季我国糖产量将达 1400 万吨

2011/12 榨季全国糖会上各主产区糖业协会基于种植面积及当前甘蔗生长情况对 2011/12 榨季进行了产量预估，据中国糖业协会理事长贾志忍所作的大会总结发言，各主产区产量预估情况如下：广西 700 万吨，云南 210 万吨，广东 100 万吨，海南 30 万吨，福建 2.5 万吨，新疆 53 万吨，内蒙古 14 万吨，黑龙江 30 万吨，再加上其他非主要产区的产量，预计 11/12 榨季全国食糖产量将达到 1200 万吨，较 2010/11 榨季产量增加超过 150 万吨。

根据种植面积落实及糖料作物生长情况，中国糖业协会 11 月份最新发布糖料播种情况及产量预期简报，全国糖料作物种植面积同比增幅为 7.28%，广西主产区增幅较小，海南、四川等非重要主产省区增幅明显；从最新产量预估看，虽然全国总产量预估维持 1200 万吨，但广西、云南主产区产量预估较全国糖会上分别有 20 万吨、15 万吨的调高；而笔者认为，种植面积增幅显著的其他非主产省区产量增加的可能性反而更大，因此 1200 万吨的产量预估比较保守，若后期没有霜冻等对出糖率影响较大的灾害性天气，新榨季全国食糖产量很可能突破 1200 万吨。

表 2-1. 2011 年全国糖料播种情况及 11/12 制糖期产量预计

省 区	2011 年糖料播种情况 (万亩)		2011/12 年制糖期预计 (万吨)	
	面积	同比增减 (%)	收购糖料量	产糖量
全国合计	2716.39	7.28	10008	1200
甘蔗糖小计	2379.32	6.13	9050	1090
广东	220	6.28	1040	105
其中：湛江	193	10.29	976	95
广西	1560	2.63	5860	720
云南	498.71	13.86	1800	225
海南	82.95	37.15	250	30
福建	4.86	2.10	30	3
四川	4	33.33	20	2
湖南	3.5	2.94	20	2
其他	5.3	2.51	30	3
甜菜糖小计	337.07	16.11	958	110
黑龙江	115	18.40	285	30
新疆	131	11.64	467	53
内蒙古	50	7.30	10	14
河北	18.07	9.52	38.5	6
其他	23	80.68	57.5	7

资料来源：中国糖业协会

美国农业部关于中国食糖产量的统计、预测数据也显示 2011/12 榨季中国将步入增产周期，与国内权威机构预测基本一致。

图 2-5. 近 10 年我国食糖产量统计 (1000MT)

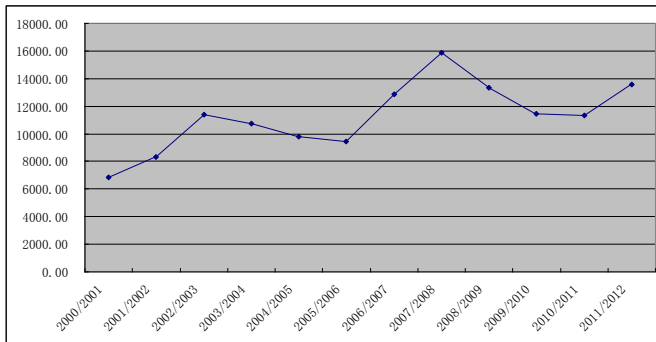
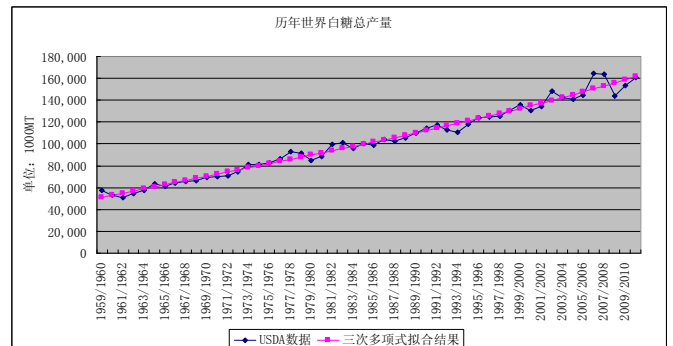


图 2-6. 历年世界糖产量折线图 (1000MT)



数据来源: USDA; 2011/12 为预测值

(四) 全球产量预增明显

全球食糖产量以变动不大的增长率稳定增长，2000 以后波幅加大，周期性增减交替更为明显，2007、2008 年产量到达历史高点附近后连续两年回落，至 2010/11 榨季开始产量有恢复性增长。

全球权威糖业分析机构陆续作出对新榨季全球供求形势的预估，早期供应过剩量预估甚至超过了 1000 万吨，如 2011 年 5 月份第二届亚太糖会上，国际糖业咨询机构 Kingsman 表示，由于泰国、欧盟等主要产糖区食糖增产，估计 11-12 制糖年（10 月-9 月）全球产量将从 10-11 制糖年的 1.6566 亿吨增至 1.76339 亿吨，食糖供给过剩量将增至 1,057.5 万吨。后期随着巴西产量低于预期等因素影响，分析机构调低了供应过剩量预期。2011 年 11 月下旬，国际糖业组织 ISO 最新发布的信息，虽然主要主糖国巴西出现减产，但 11/12 榨季全球食糖产量仍有望增至 1.722 亿吨，较上榨季的 1.652 亿吨增长 4.2%，预计消费量为 1.677 亿吨，增长率略高于近 10 年来 2.16% 的平均水平，达到 2.27%，因此预计 11/12 榨季全球糖市将出现 450 万吨的过剩。联合国粮食农业组织（FAO）11 月初表示，因种植面积大幅扩大及肥料使用量增加，全球当前市场年度糖产量将增加 4.1% 至 1.73 亿吨。因此，全球糖产量预期将轻松超过消费量，导致供应量过剩约 650 万吨。

综合以上分析机构观点，对 2011/12 榨季全球食糖产量预估虽几经调整，但最新预期产量集中于 1.72 至 1.73 亿吨，供应过剩量集中于 450 至 650 万吨。

二、需求增长平稳

(一) 全球消费增速略超 2%

Kingsman 预测 2011/12 制糖年全球的食糖消费量将从 2010/11 制糖年的 1.63215 亿吨增至 1.65764 亿吨。统计 1978 年到 2011 年全球白糖消费规律，消费平均增长率为 1.8371%，近 10 年年度平均消费增长率为 2.16%，预计 2011/12 榨季全球消费量为 1.66-1.67 亿吨。

(二) 中国消费预计为 1360 至 1400 万吨

2002 年之前多年来我国白糖消费维持在 800 万吨左右的水平，2002/03 榨季白糖消费明显增长突破千万吨大关。按上榨季消费量 1358 万吨计算，我国白糖人均消费量不足 10 公斤，远低于世界平均消费 23.6 公斤的水平，较西方发达国家 35-40 公斤的年消费量差距更大，食糖消费增长潜力还很大，没有到达消费增速平台期，消费增速主要受

糖价、经济增速等扰动。

图 2-7. 2000 年以来全球及主产国食糖消费

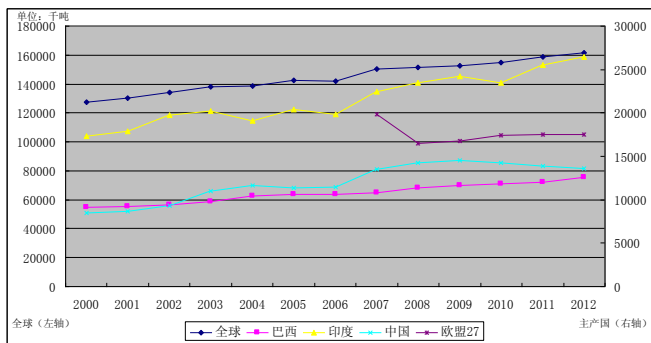
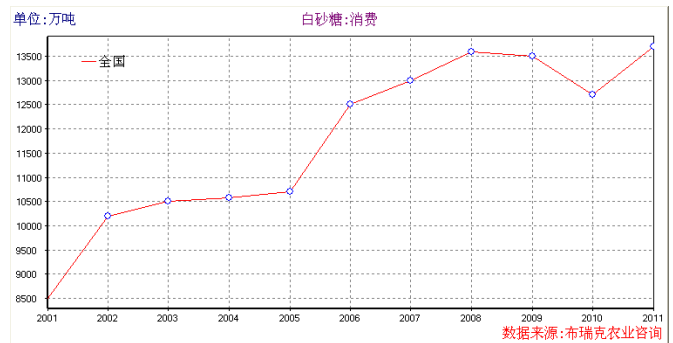


图 2-8. 2001 年以来我国食糖消费



数据来源：布瑞克农业咨询

中国糖业协会贾志忍理事长在全国糖会总结讲话中预测 11/12 榨季国内食糖消费将保持小幅增长，保守估计会超过 1350 万吨，甚至有望突破 1400 万吨。2010/11 榨季全国食糖表观消费量为 1358 万吨，按照 2001 年以来白糖消费平均增速计算，预计新榨季全国食糖消费量约为 1400 万吨。

同时，高糖价刺激了以淀粉糖为主的替代品消费量增幅明显，由于淀粉糖和白砂糖存在较为密切的价差替代关系，当白砂糖高于淀粉糖 1500 元/吨时，终端企业会显著提升淀粉糖的使用比例，这种替代效应在中小型用糖企业中尤其明显。2010/11 榨季白砂糖、淀粉糖价差长期高于 1500 元/吨，淀粉糖消费量加速增长，超过 800 万吨。按照新榨季甘蔗联动收购价对应糖价 7000 元/吨计算，新榨季白砂糖价格仍将高于淀粉糖 1500 元/吨以上，因此预计淀粉糖消费量将至少与上榨季持平或略有增长。

图 2-9. 淀粉糖消费量加速增长

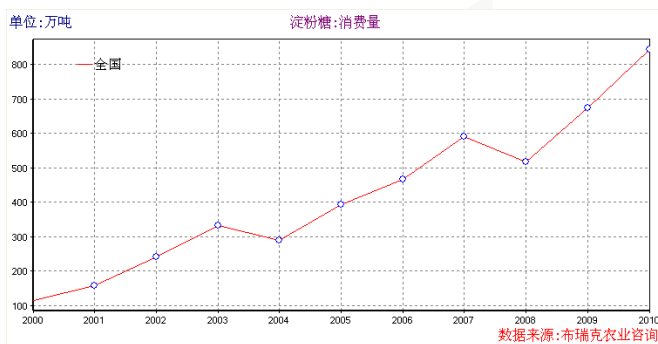
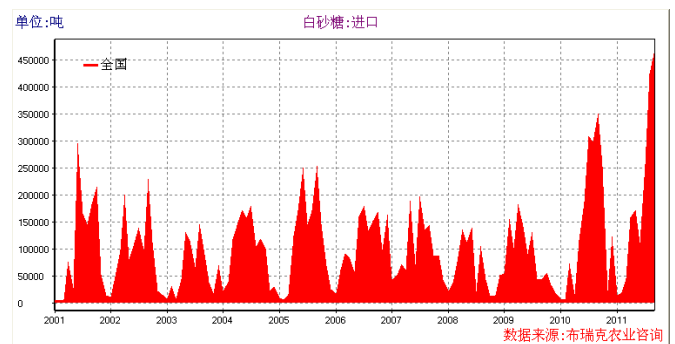


图 2-10. 近 10 年我国食糖进口统计



数据来源：布瑞克农业咨询

(三) 进出口、国储竞卖及库存消费比

据中国海关统计数据，截至今年 9 月，本榨季全国累计进口食糖 166.96 万吨，其中，一般贸易 156.47 万吨，来料加工 0.65 万吨，进料加工 9.01 万吨，保税区仓储转口货物 0.8 万吨，其他 0.03 万吨；全国累计出口食糖 4.81 万吨，净进口量 162.15 万吨，进口量达到十年来最高值，进口配额利用率创历史纪录。

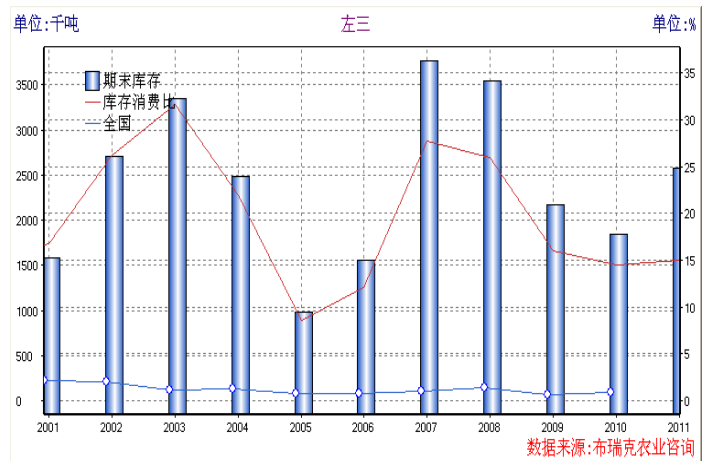
从国内外甘蔗糖生产成本分析，如果按照 194.5 万吨关税内配额对应的 15% 进口税率计算，进口糖较国产糖成本优势明显，新榨季进口将保持高位增长态势，通过进入国储调控市场及直接用于终端企业两个途径增加供给。

表 2-2. 2010/11 榨季国储糖竞卖统计

	投放时间	投放数量 (吨)	竞卖底价 (元/吨)	成交均价 (元/吨)
第一批	2010. 10. 22	216803	4000	6680
第二批	2010. 11. 22	202950	4000	6295
第三批	2010. 12. 22	200171	4000	6866
第四批	2011. 2. 28	150781	4000	7424
第五批	2011. 5. 31	257420	4000	6844
第六批	2011. 7. 6	250188	4000	7357
第七批	2011. 8. 5	199935	4000	7730
第八批	2011. 8. 22	199659	4000	7672
第九批	2011. 9. 16	200000	4000	7021

数据来源：中国糖业协会

图 2-11. 近 10 年白糖库存消费比变动情况



数据来源：布瑞克农业咨询

2010/11 榨季累计 9 次共计向市场投放了 186 万吨国家储备糖，较 2009/10 榨季多一批次，多投放了 6 万余吨，有效抑制了供应紧张时期糖价快速上涨的局面，尤其是榨季之交的连续竞卖成功缓解了“青黄不接”时期的供应吃紧困境。本年度全国糖会期间有地方糖协等提议国储扩容，进口入库量明显增加，新榨季国储能力将有增无减。

2001 年以来，各年度库存消费比在 9%至 32%区间波动，综合供求分析，2010/11 榨季库存消费比约为 15%，处于近 10 年来的中间水平。从库存消费比波动规律分析，库存消费比波动和产量增减有一定关联性，也呈现出三年增减交替的规律，预计 2011/12 榨季库存消费比将略有回升。

三、价值中心及基差走势

(一) 生产成本

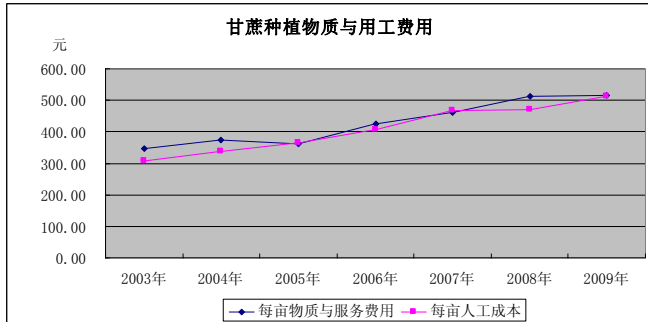
制糖企业生产成本主要分为以下四部分：1、糖料收购成本，2、食糖加工成本，3、税务成本如主营业税、增值税、环保税等，4、其他费用如财务费用、仓储费、销售费用等。四项之和统称为企业成本价格或生产成本，是企业保底价，也是企业盈亏平衡价格。

甘蔗联动收购价政策实施已经有 10 个年头，甘蔗种植的物料与用工费用不断攀升。针对 2003 至 2009 年间甘蔗的成本费用进行统计，这两部分成本均呈现出线性增长态势。据测算，2011 年甘蔗种植物料与人工费用将分别达到每亩 591 元和 587.53 元。从广西省物价局公布的数据来看，过去十一年中，甘蔗收购价仅在 02/03、03/04 榨季小幅回调，其余九个榨季均跟随糖价逐步走高，10/11 榨季广西首付价格由期初的 410 元/吨中途上调至 482 元/吨，至最终二次结算后，全区收购价格达到 491.81 元/吨。2011 年 11 月 8 日广西物价局已经发布通知将 2011/2012 年榨季普通糖料蔗收购首付价定为 500 元/吨，与每吨一级白砂糖平均含税销售价格 7000 元挂钩联动，挂钩联动价系数维持 6%。云南省物价局也于 10 月中旬发布通知称普通糖料蔗收购首次结算价每吨 420 元与亚法一级白砂糖平均含税销售价格每吨 7000 元挂钩联动，联动系数为 5%。根据历史数据进行回归测算，二次结算后广西区本榨季甘蔗收购价可能将达到 540 元/吨。

过去 11 年中广西省甘蔗混合出糖率在 10.5%–12.8%之间波动，均值为 12.17%，转换成吨糖需消耗的甘蔗量为 8.2176 吨。按照吨糖耗蔗均值 8.2176 吨、甘蔗联动收购价格 500 元/吨计算，吨糖甘蔗收购成本将达到 4108.8 元。甘蔗收购价款一般占到生产成本的 70%，依此推算，2011/12 榨季广西主产区吨糖生产成本约为 5870 元/吨；由于联

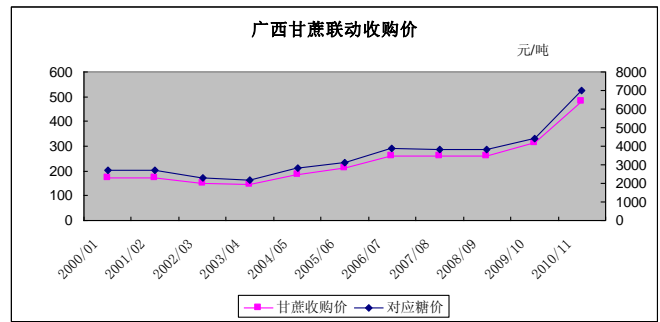
动价收购政策中规定若榨季结束平均糖价低于 7000 元/吨不再进行二次结算，因此甘蔗收购价格只可能高于 500 元/吨，5870 元/吨的生产成本对应 500 元/吨的甘蔗收购价，若二次结算后甘蔗收购价提高则糖厂生产成本相应提高。

图 2-12. 甘蔗种植物料与用工费用统计



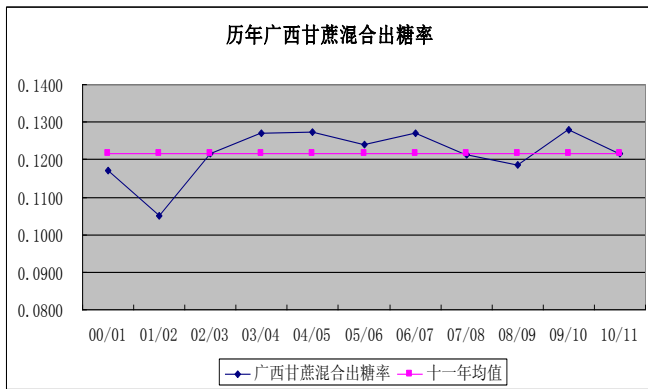
数据来源：国家统计局

图 2-13. 广西甘蔗联动收购价水涨船高



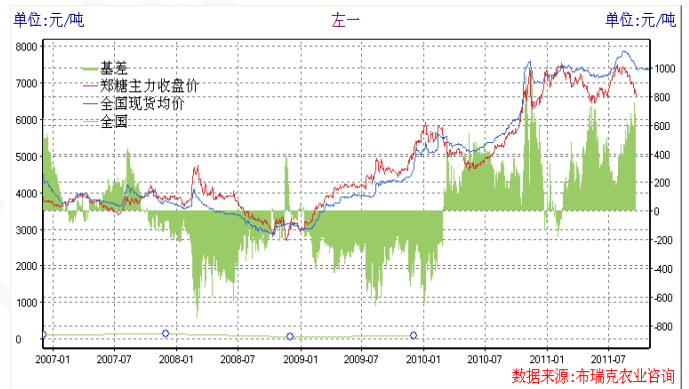
数据来源：广西物价局

图 2-14. 近 10 年广西甘蔗混合出糖率统计



数据来源：中国糖业协会

图 2-15. 白糖基差走势



数据来源：文华财经行情

(二) 正基差将惯性维持

2010/11 榨季正基差保持高位运行，高点突破 800，至榨季之交，全国现货均价与郑糖主力合约收盘价基差也长时间保持在 600 元/吨以上高位。

据上图基差走势分析，基差走势正负交替周期超过两年，本轮正基差起始于 2010 年初，预期新榨季惯性延续正基差的概率较大，全年基差均值或将落在 400 附近。

第三部分 关联品种及波动节奏分析

一、关联品种分析

(一) 郑糖与 ICE 原糖

郑糖期货上市以来与作为全球白糖期货代表品种之一的洲际交易所 (ICE) 11 号原糖表现出较强的相关关系，对 2006 年 1 月 6 日至 2011 年 10 月日线周期结算价数据进行拟合分析，二者呈二次曲线相关关系，随着美糖价格走高，至 25 美分以上时，美糖一单位变动引起的郑糖变动量有加大趋势。

图 3-1. 郑糖与 ICE 原糖走势对比

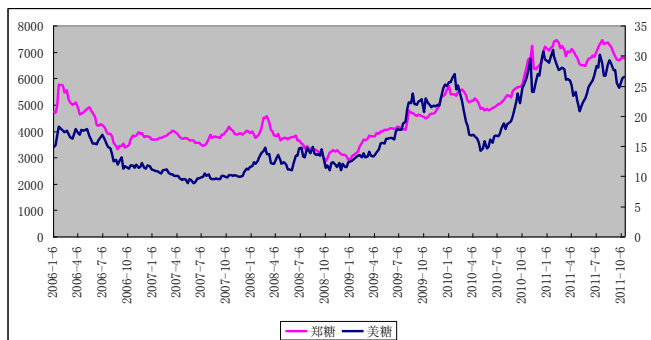
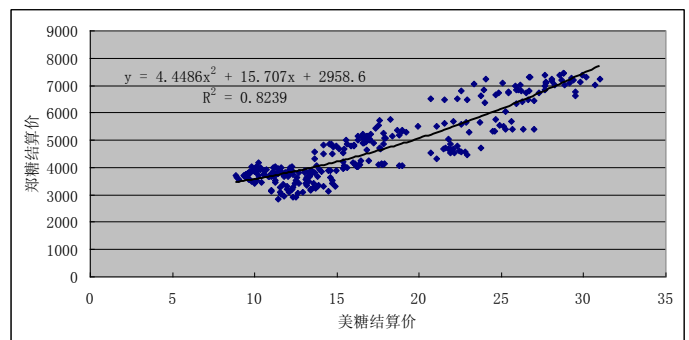


图 3-2. 郑糖与 ICE 原糖拟合图



数据来源：文华财经行情

(二) 郑糖与美元指数

分析自郑糖期货上市以来至 2011 年 11 月 7 日 1400 余个交易日日线周期样本数据，可以得到郑糖与美元指数的相关系数为-0.30，介于低度负相关与不相关的边界；2009 年以来负相关程度略有提升，但不具备线性相关关系。

图 3-3. 郑糖与美元指数散点图

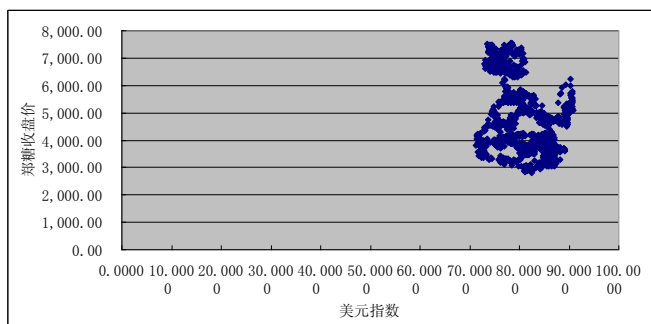
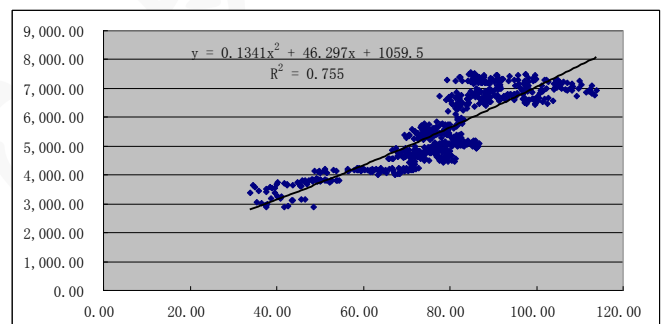


图 3-4. 郑糖与美原油拟合图



数据来源：文华财经行情

(三) 郑糖与美原油

世界头号产糖国巴西也是最大的食糖出口国，巴西酒精汽油已经较为普及且生产酒精的主要原料为甘蔗，这使得酒精和食糖之间在生产原料分配上存在竞争。原油价格的涨跌将会对甘蔗在蔗糖和酒精生产的分配比例上产生影响，直接影响巴西食糖产量。国际原油价格上涨会刺激酒精生产，从而降低了食糖产量，反之亦然，这一产量变动直接影响国际食糖价格，导致我国糖价格随之波动。

以 2009 年为界，郑糖上市以来与纽约商业交易所轻质低硫原油 WTI 期货合约（美原油）相关性分为两个阶段，2009 年之前二者不存在明显相关关系，但 2009 年之后二者相关度提升，呈二次曲线相关（见图 3-3），相关性较郑糖与 ICE 原糖的相关性略弱，作为大宗商品龙头品种的原原油期货走势对郑糖走势具备正相关性参考价值。

二、季节性分析及波动节奏分析

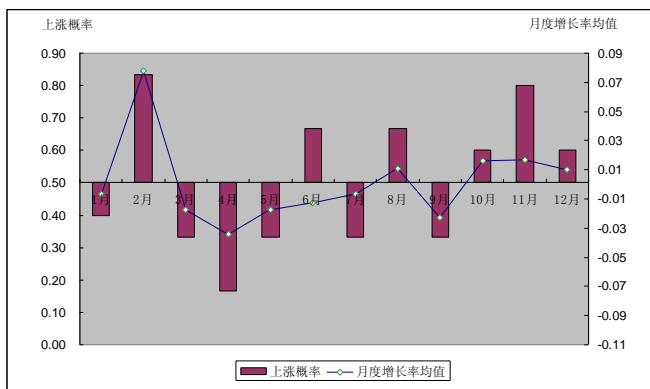
(一) 郑糖季节性分析

统计郑糖期货上市以来的月度数据，经过季节性分析得出白糖期货上市以来的月度波动规律。一年中白糖价格上涨概率超过 50% 的有 6 个月，分别为 2、6、8、10、11 和 12 月，其中 2 月份的上漲概率和月度收益率都是最大的，

上涨概率高达 83%，月度收益率为 7.786%，2 月份是一年当中最具上涨动能的月份；四季度三月份中郑糖价格均倾向于上涨。其余 6 个月份下跌概率较大，其中 3、4、5 三月份期价呈现持续下跌态势，以 4 月份为甚，期价在期间的下跌概率高达 87%，同时月度收益率也是全年最低值-3.443%，这表明 4 月份是一年当中下跌动能较大的月份；5、6 月份影响糖价的因素错综复杂，随着白糖压榨的结束，产量兑换预期，白糖一般延续 3-4 月份的低迷，即便上涨，幅度也相对较小。除此之外，二季度末夏季消费旺季备货即将启动，也是国储糖抛售的易发季节，拍卖价格高低对糖价不会产生结构性影响，6 月份糖价仍倾向于上涨。现货谚语“七死八活九回头”描述郑糖 7、8、9 三个月的行情也较为贴切。

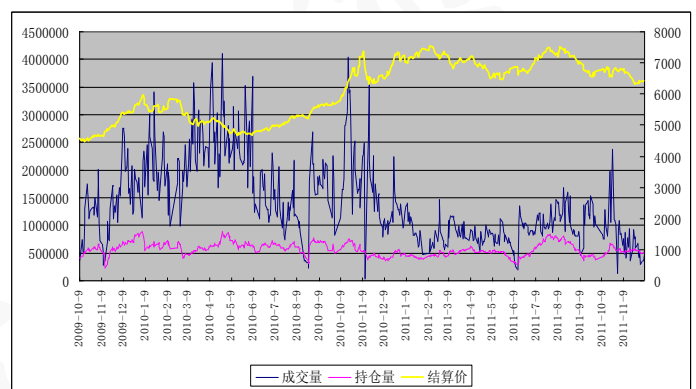
上述季节性分析结果与以往消费淡旺季经验判断吻合，由于一年当中春节、夏季和中秋、国庆是白糖消费旺季，含糖食品行业会在这些阶段之前一个月左右开始逐步加大对白糖的采购，消费进入高峰，从而推升糖价；二季度一般是全年消费最淡的季节，同时新糖压榨接近尾声，新糖大量上市，供给压力集中，易见糖价年内低点。

图 3-5. 郑糖季节性分析线柱图



数据来源：文华财经行情

图 3-6. 郑糖持仓、成交与价格趋向性



数据来源：富远行情

（二）郑糖及 ICE 原糖波动节奏分析

对比 2009/10 榨季及 2010/11 榨季郑糖成交、持仓变动可以发现，虽然 10/11 榨季主力合约持仓量也长时间维持在 50 万手以上，较 09/10 榨季持仓水平下降不明显，增减波动较为平稳，但成交量水平整体锐减。2009 年 10 月至 2010 年 9 月日均成交量高达 181 万余手，2010 年 10 月至 2011 年 11 月底日均成交量仅 110 万手左右，步入 2011 年，成交量下一台阶，趋势性行情持续时间及累计波动幅度较 2009/10 榨季显逊色。就 2010/11 榨季以来的量能与价格走势配合情况看，趋势性上涨行情一般都需要持仓量平稳增加配合，主力合约持仓量增加至 60 万手以上一般是上涨趋势行情成型并深化演绎的必要条件，同时成交量也明显放大；但下跌趋势行情对持仓及成交量配合要求不甚严格，如 2011 年 2 月至 5 月的下跌趋势中，持仓量一直维持平稳，成交也未明显放量，8 月以来的下跌趋势中，持仓量回落，成交量先放大后萎缩。上述量价配合规律可在研判新榨季行情时作为参考。

由于郑糖上市时间较短，长周期选取 ICE11 号原糖指数月 K 线图进行分析。针对 1974 年 ICE11 号原糖上市以来指数月 K 线走势的各峰谷进行统计分析，结合具体的价格形态，从中可以得如下参考性结论：

1、峰值平均时间间隔为 44.1 个月，最短间隔为 6 个月，最长间隔为 84 个月，以 2000 年为界，2000 年之前峰值间隔较长，最大值 84 个月即出现在此时间段；2000 年以后峰值间隔时间明显缩短，最小值出现在 2011 年；2000 年以前峰值间隔平均值为 62.2，2000 年以后峰值间隔平均值为 26。从这个角度分析，美糖峰值间隔有逐步缩短的趋向。

2、谷值的平均时间间隔为 43.8 个月，最短间隔为 12 个月，出现在 2000 年之后，最长间隔为 95 个月，出现在

2000 年之前，谷值时间间隔也有缩短的趋势。

3、峰——谷值的平均间隔时间为 21.4 个月，谷——峰的平均间隔时间 22.7 个月，二者差值不大，在多数商品上表现出的“慢涨快跌”现象——即谷值到峰值经历的时间间隔明显大于峰值到谷值时间间隔——在 ICE 原糖期货上表现并不明显。

2011 年 5 月以来，ICE 原糖历经 M 头——下破、反扑颈线之后，当前平稳运行于下跌趋势中，最后一个峰值出现在 2011 年 8 月，按平均峰-谷值推算，2011/12 榨季 ICE 原糖走势主基调是下跌。

第四部分 结论及建议

一、分析结论

今年是我国白糖三年减产周期最后一个年头，郑州白糖期货也将走完三年大牛市的最后一年，在刚刚过去的 2010/11 榨季，供应缺口背景下白糖价格延续前两年涨势，平均销售价格高达 7102 元/吨，同比涨幅 42%，在不断刷新历史高点的同时，糖价也悄悄迎来了它的拐点。综合本文分析，我们认为 2011/12 榨季糖价将自高位回落结束已延续三年的牛市行情，预计新榨季糖价交投重心较上一榨季将有 400 元/吨以上的回落，在整体趋弱的大趋势下呈现消费淡旺季交替主导的季节性强弱波动特征。

综合各大权威分析机构观点结合历史产量数据平均增长率模型预测，2011/12 榨季全球食糖产量将达到 1.72 至 1.73 亿吨，乐观预计消费量为 1.677 亿吨，增长率约 2.27%，略高于近 10 年来 2.16% 的平均水平，保守预计新榨季全球食糖供应过剩量将达到 450 万吨。主产国产量预估如下：印度糖厂协会预期产糖 2600 万吨，泰国糖会预计本榨季泰国糖产量在 1000-1050 万吨之间，2011/12 制糖年俄罗斯甜菜糖产量预计将达到 520 万吨，较上榨季 270 万吨的产量几乎倍增；多预测机构对欧盟新榨季产量增幅预估高于欧盟委员会的预估，多预增 150-200 万吨，产量将超过 1700 万吨；其余产糖国产量也多较上榨季明显预增；头号产糖国巴西将出现减产的争议不大，分歧在于减产幅度，但产量超过 3000 万吨争议不大。上述主产国之中，印度、泰国可供出口的食糖增幅明显，对平衡亚洲食糖供应将起到重要作用。中国本榨季食糖产量预计将达到 1200-1250 万吨，消费量预计为 1360-1400 万吨，供需缺口较上榨季明显缩小，加上结转库存、国储及进口糖，供应量较为宽裕，小有富余。在此供求背景之下，如前三年减产周期中基于供需缺口而进行的炒作将失去根基，供求基本面再难以给糖价趋势性上涨提供持久依托。

据测算，2011/12 榨季广西主产区吨糖生产成本约为 5870 元/吨，这个价格也是糖厂的保底价，现货价格交投重心倾向于在此基础上加上糖厂正常销售利润，据糖业上市公司南宁糖业、贵糖股份等企业发布的财务报表，近几榨季其销售毛利率为 16%-19%，对应糖价为 6809-6985 元/吨；全国糖会上糖厂、糖协对 7000-7500 元/吨的糖价运行区间达成广泛一致，糖厂及糖协具有天然多头倾向，6800-6950 元/吨的现货价格交投重心更为客观；同时考虑到基差波动规律，自 2010 年 2 月起正基差惯性延续至 2011/12 榨季中后期的可能性很大，预期 2011/12 榨季郑糖主力合约主体价格运行区间为 5550-7100 元/吨。

宏观经济环境方面，2011 年政策面在保增长及控通胀之间谨慎平衡，以控制通胀为首要任务，至 11 月底，货币政策预调微调已经略偏向于抑制经济增速下滑；目前我国宏观调控政策的实质是总需求管理，货币政策表现为以逆周期为特征的相机抉择，试图通过调节货币调节，熨平经济波动。为了避免经济增速大幅下降的风险，在 2012 年通过放松货币政策以支持内需，应对外需冲击，应是符合决策逻辑的正确选择。货币政策大幅放松的条件还不成熟，将采取渐进放松贯彻“预调微调”指导方针，因此不会出现宽松流动性显著推升糖价的局面，新榨季郑糖价格大趋势判断为震荡回落，区间波动主要受季节性波动规律主导，2 月前后及 8 月前后易见阶段高点，二季度中后期易见年内低点。

二、操作建议

由于决定价格的供求面大势已经发生显著改变，牛熊转换之间投资者也应及时扭转惯性交易思路，2011/12 榨季糖价将在上榨季历史高点基础上震荡回落，“逢低入多”不再是主要交易思路，中长线趋势交易者应积极寻找相对高位建立空单时机。重要阶段性行情影响因素方面建议投资者重点关注以下时点：

1、春节消费旺季叠加霜冻炒作敏感时期。此阶段由于用糖企业积极备货及对产量影响极为关键的霜冻敏感期叠加，易出现阶段性上涨行情，春节前后出现上半年糖价高点的可能性较大，鉴于整体趋弱的大势判断及二季度季节性回落规律，此高点是趋势交易者建立中线空单的理想时机，涉糖企业可选择此时点做卖出套期保值建仓防范价格下跌引起的库存缩水风险。

2、夏季及中秋、国庆双节消费旺季。二季度末启动的夏季消费旺季集中备货将拉动糖价走出淡季弱势，因此用糖企业应在二季度中后期糖厂集中收榨之后现货集中上市质优价低时期积极补充现货库存，或于低点买入郑糖期货建立虚拟库存。夏季至中秋、国庆双节消费旺季影响糖价波动的要素较为集中，行情或呈现相对高位震荡，中线趋势交易者谨慎参与，阶段性操作策略将在策略周报等日常报告中跟进。