



华泰长城期货研究所(上海)

## 期现价差大幅缩小，空头择机加仓

袁嘉婕

上周白糖期货价格出现较大幅度上涨，但是也并未有效突破前期震荡区间。从交易所持仓情况来看，前期华泰长城期货是大幅净多持仓，万达期货为大幅净空持仓。上周局势发生了扭转，华泰从前一周3万多手的净多单变为接近1万手的净空单，而万达期货净空单在接近4万手的水平，和上周相比略有增加。我们在之前也分析过，华泰长城前期的净多单是短线思路持仓，主要是基于期现价差处于历史高位，而又处于压榨高峰期，收储预期会较为强烈。但是在目前价差回到合理区间的情况下，开始增加空单，减少多单。后期由于市场短线多头的离场，市场走势会较前期相比更为顺畅。从交易所持仓前20名的净持仓来看，净空持仓在本月最高增加到74000余手，但是截至上周五净空再次创出新高，100896手。可见市场整体对白糖后期价格走势依旧不乐观。

截止到12月7日全国食糖主产区已经开榨糖厂数约为130家，分别为：新疆14家，黑龙江10家，内蒙古4家，广西80家，广东18家，海南4家。广西已有80家糖厂开榨，已开榨糖厂的日榨产能约为57.36万吨，约占全区糖厂设计总产能的85.6%。广西糖厂开榨时间要明显早于上榨季，这也主要是由于本榨季甘蔗长势较好，成熟度高，12月中上旬，将会迎来第二批开榨高峰期，随着糖厂开榨数量的增加，新糖的供应量也将不断增加，新糖的大量上市将会给市场带来较大压力。从目前情况来看，维持之前的产量预判，广西产糖量将达到850万吨，将有20%的增长，全国糖产量将达到1400万吨，比上个榨季将增加200多万吨。

上周现货价格无明显变化，但是期货价格出现较大幅度上涨，因此期现价差继续大幅缩小，之前期现价差最大时拉至863元/吨，截至上周五期现价差为291元/吨，与前一周的411元/吨继续明显缩小。目前来看期现价差已经非常接近合理区间，现货价格对于期货价格支撑将会明显减弱。伴随着新榨季甘蔗收购价下调，制糖成本明显出现下降，广西甘蔗收购价为460-480元，昆明甘蔗收购价为450元，广东甘蔗收购价为460元，按此价格计算，国内制糖成本在5100元-5300元，随着压榨进度加快，甘蔗糖供应将不断增加，现货价格有回调风险。

10月农业部公布的含糖食品数据显示，继8月之后，9月10月数据均出现小幅提升，从累计增速来看，近两个月碳酸饮料不断出现好转，果汁饮料的累计增速较9月有所下滑为9.8%。但是从其他的含糖食品数据来看表现都不错，像用糖权重较大的乳制品与糖果，累计增速从上月的4.9%、6.1%小幅提升到本月的5.7%、6.2%，其他用糖权重占比较大的含糖食品也均出现小幅提升，虽说提升幅度都不大，但是让我们看到了食糖消费转好的希望。虽然今年白糖消费弱势现象无法改变，但是下年度白糖消费有望达到1350万吨。

### 维持观点：

新榨季国内食糖格局依旧是供过于求，白糖进口量持续维持高位，并且目前已经进入压榨高峰期，后期新糖上市量将会不断增大，国内白糖供应压力将会不断加大，而甘蔗收购价的下降也使得白糖的生产成本在5100-5300元左右，白糖长期空头趋势不变，空单可继续持有，空头唯一风险点在收储，但收储对于盘面的影响将弱于上榨季，笔者认为本榨季收储难以成为多头救命稻草，在目前期现价差基本回到合理区间的情况下，投资者可以适当增加空单，我们认为白糖现货价格跌破制糖成本才是本轮熊市的终结。

白糖价格已经连续数月一直处于区间震荡中，虽然收储偶有对价格有所影响，但也未打破震荡区间，伴随着南方产区进入压榨高峰，现货供应压力增加，多头也较为谨慎。同时，收储预期也让空头不敢轻举妄动。

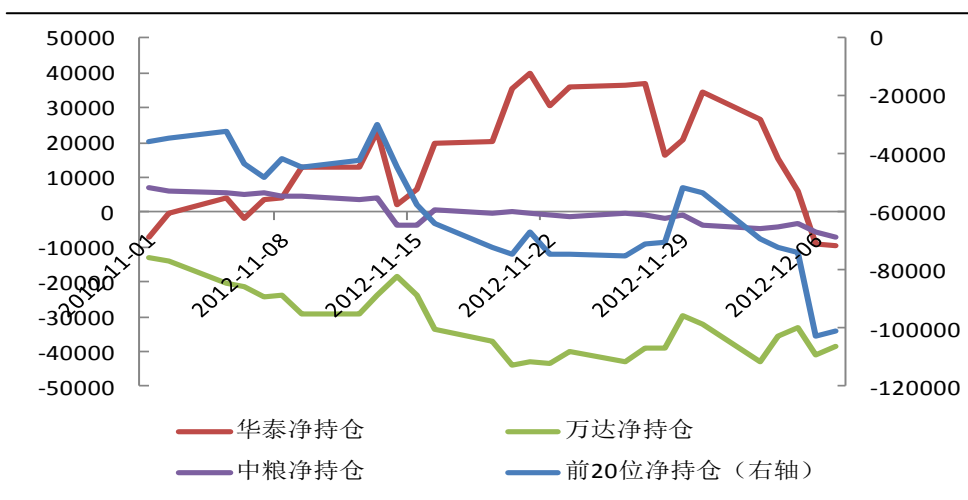
**图 1：郑糖主力合约走势图**



信息来源：文华财经、华泰长城期货研究所（上海）

一直以来，华泰长城、万达期货以及中粮期货这三家公司都是具有现货背景的期货公司，但是前一个月市场多空矛盾分歧较大，华泰长城期货是大幅净多持仓，万达期货为大幅净空持仓。但是在上周局势发生了扭转，华泰从前一周 3 万多手的净多单变为接近 1 万手的净空单，而万达期货净空单在接近 4 万手的水平，和上周相比略有增加。我们在之前也分析过，华泰长城前期的净多单是短线思路持仓，主要是基于期现价差处于历史高位，而又处于压榨高峰期，收储预期会较为强烈。但是在目前价差回到合理区间的情况下，开始增加空单，减少多单。后期由于市场短线多头的离场，市场走势会较前期相比更为顺畅。从交易所持仓前 20 名的净持仓来看，净空持仓在本月最高增加到 74000 余手，但是截至上周五净空再次创出新高，100896 手。可见市场整体还是以偏空思路为主。

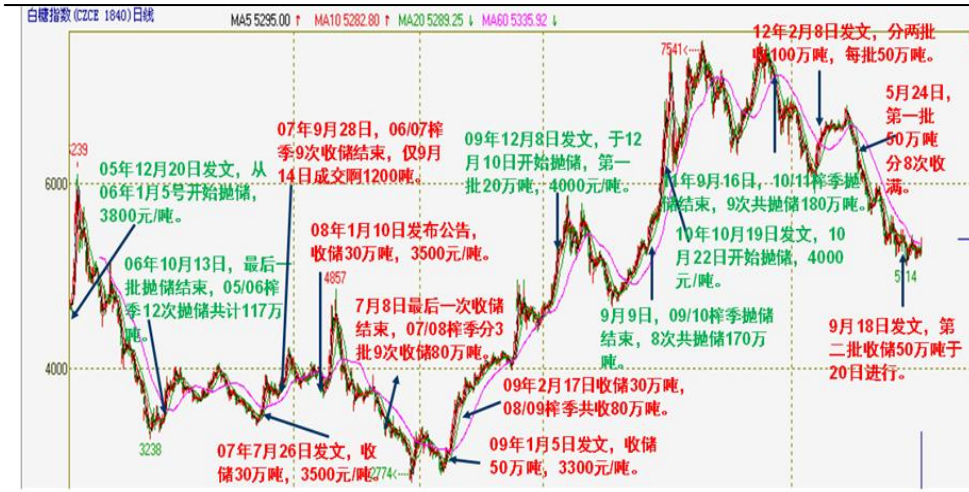
**图 2：郑商所主要持仓情况**



信息来源：郑商所、华泰长城期货研究所（上海）

目前来看，市场多头均是寄希望于收储，我们从下面这张图表可以看出无论是收储还是抛储对于市场短时间内的影响都较大，而当大的供需格局没有改变的情况下，如果国家持续使用收储或抛储的手段对于市场调控，那么后面的效果会不断减弱。

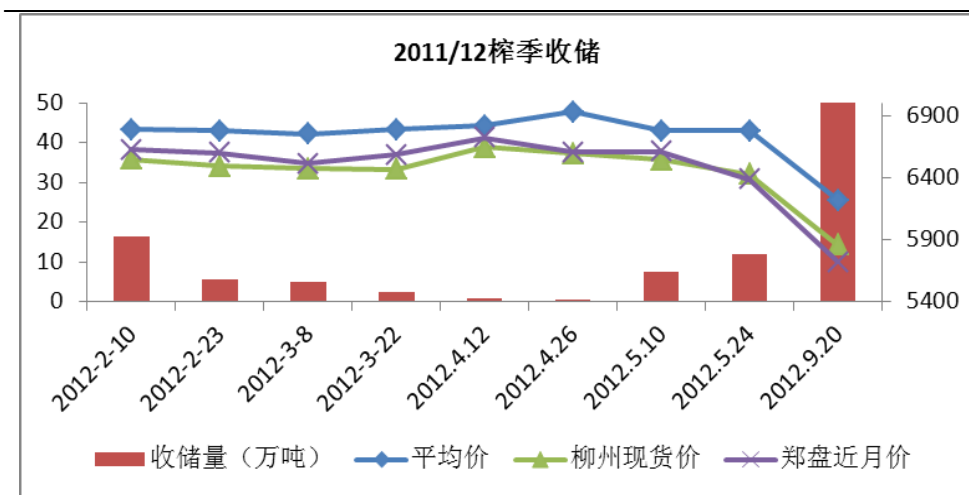
图 3：历年收抛储对于糖价的影响



信息来源：文华财经、华泰长城期货研究所（上海）

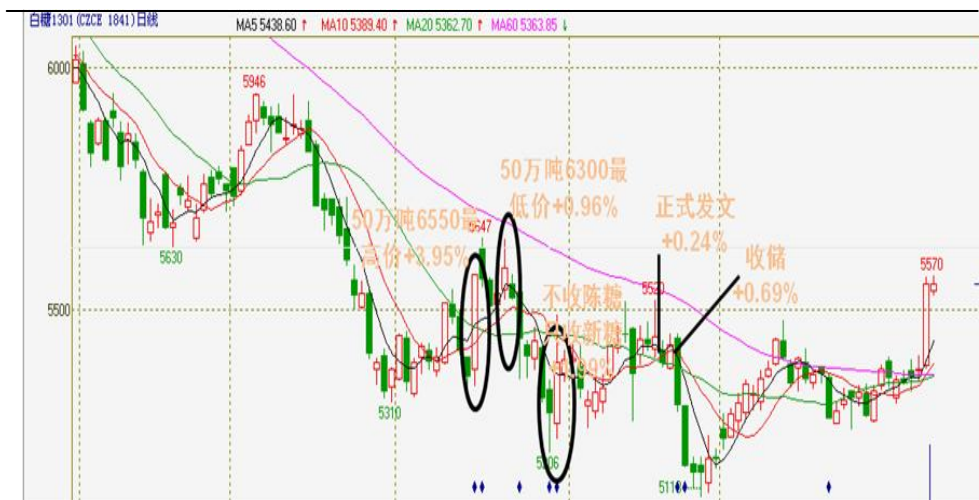
我们从最近的一次 2011/12 榨季的收储就可以很明显的看出，市场是 2012 年 2 月 8 日发文收储食糖 100 万吨，随后期货价格出现一波上涨行情，到第一批收储结束后市场进入加速下跌，第二批收储发文公布后，白糖期货价格并没有受其影响，仅是震荡。

图 4：2011/2012 榨季收储量与价格



信息来源：文华财经、华泰长城期货研究所（上海）

图 5：2011/2012 榨季收储对于市场的影响



信息来源：文华财经、华泰长城期货研究所（上海）

而 2012/2013 榨季，国内食糖供需情况相比 2011/2012 榨季更为糟糕，而在经历了 2011/2012 榨季的收储后，再加上市场收储预期一直弥漫在市场中，再加上上次杭州糖会上发改委也表示收储将会在糖大量压榨的时候进行，因此，真的当收储落实的时候，对于盘面的影响将会小于上一榨季，而且我们也可以看到每一次收储都是短暂导致食糖价格的波动，但是均没有能够改变食糖价格走势的方向。

## 二. 国内食糖压榨情况

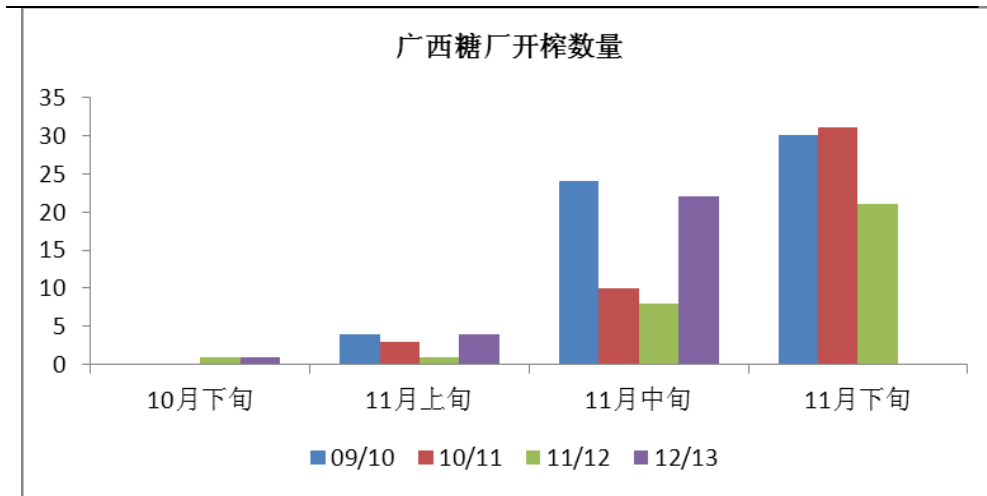
近日广西又有广西农垦金光制糖有限公司、广西百色甘化股份有限公司等糖企开榨。

截止到 12 月 7 日全国食糖主产区已经开榨糖厂数约为 130 家，分别为：新疆 14 家，黑龙江 10 家，内蒙古 4 家，广西 80 家，广东 18 家，海南 4 家。广西已有 80 家糖厂开榨，已开榨糖厂的日榨产能约为 57.36 万吨，约占全区糖厂设计总产能的 85.6%。

从目前的情况来看，广西糖厂开榨时间要明显早于上榨季，这也主要是由于本榨季甘蔗长势较好，成熟度高，12 月中上旬，将会迎来第二批开榨高峰期，随着糖厂开榨数量的增加，新糖的供应量也将不断增加，新糖的大量上市将会给市场带来较大压力。

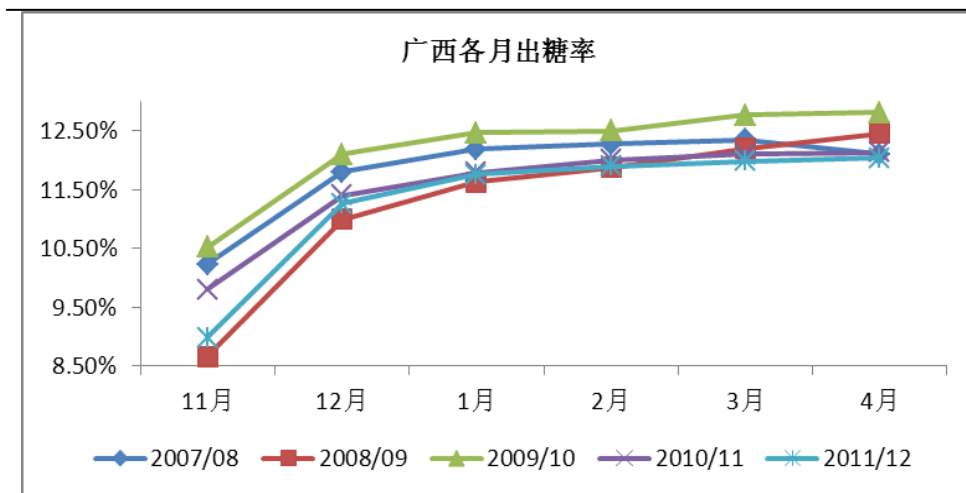
目前来看我们维持之前的判断，广西本榨季甘蔗种植面积 1640 万亩，同比增加 80 万亩，由于今年种植面积增加，加上天气状况良好，甘蔗长势喜人，新榨季甘蔗增产成为定局，如果后期天气依旧良好，预计这个榨季，广西产糖量将达到 850 万吨，将有 20% 的增长，全国糖产量将达到 1400 万吨，比上个榨季将增加 200 多万吨。

**图 6：广西糖厂开榨数量**



信息来源：文华财经、华泰长城期货研究所（上海）

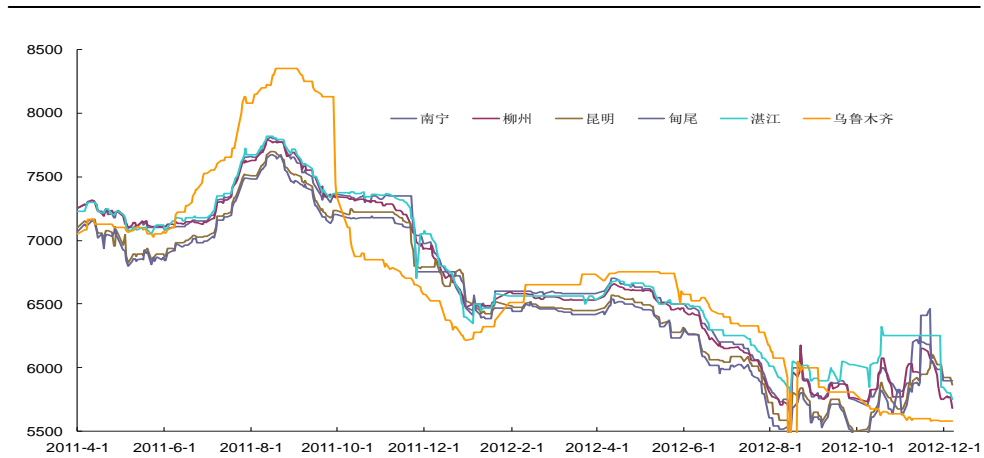
**图 7：广西糖厂开榨数量**



信息来源：文华财经、华泰长城期货研究所（上海）

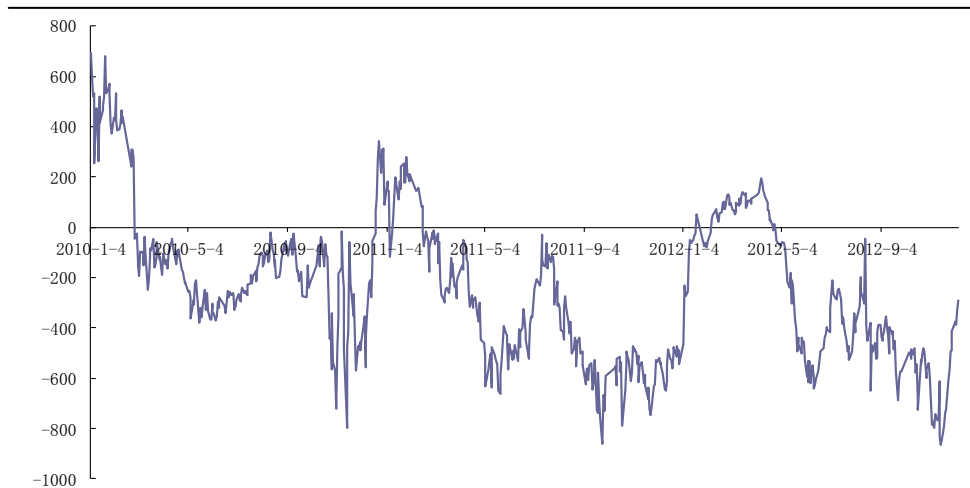
上周现货价格无明显变化，但是期货价格出现较大幅度上涨，因此期现价差继续大幅缩小，之前期现价差最大时拉至 863 元/吨，截至上周五期现价差为 291 元/吨，与前一周的 411 元/吨继续明显缩小。目前来看期现价差已经非常接近合理区间，现货价格对于期货价格支撑将会明显减弱。伴随着新榨季甘蔗收购价下调，制糖成本明显出现下降，广西甘蔗收购价为 460-480 元，昆明甘蔗收购价为 450 元，广东甘蔗收购价为 460 元，按此价格计算，国内制糖成本在 5100 元-5300 元，随着压榨进度加快，甘蔗糖供应将不断增加，现货价格有回调风险。

图 8：国内白糖产区价格走势



信息来源：中国食糖网

图 9：期现价差



信息来源：郑州商品交易所

图表 10. 国内各产区甘蔗收购价

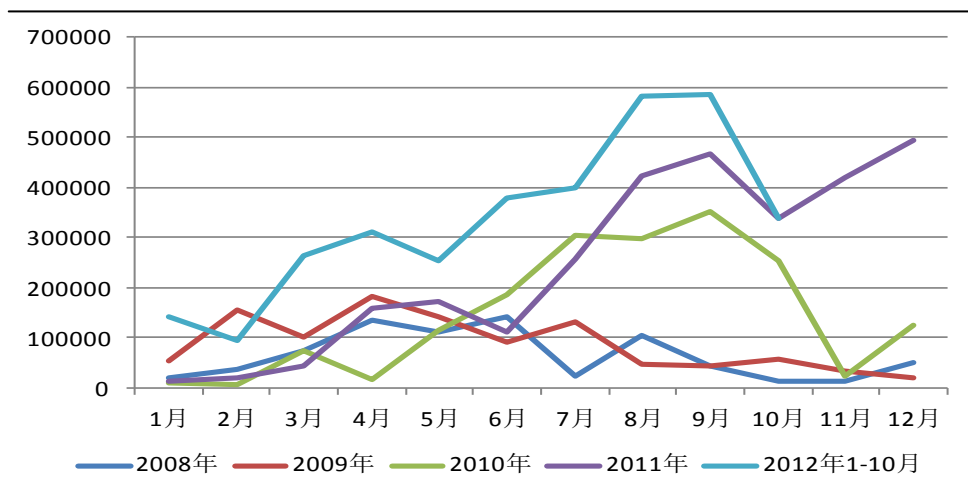
	广西	云南	广东	海南
09/10 榨季	350	280	400-410	304
10/11 榨季	492	375	540-550	525
11/12 榨季	500	420	510	550
12/13 榨季	460-480	450	460	NA

	新疆	黑龙江	内蒙古
09/10 榨季	280	320-370	320-360
10/11 榨季	353	400	390
11/12 榨季	450	532	480-500
12/13 榨季	450	560	500

### 三. 国内食糖进口依旧保持高位

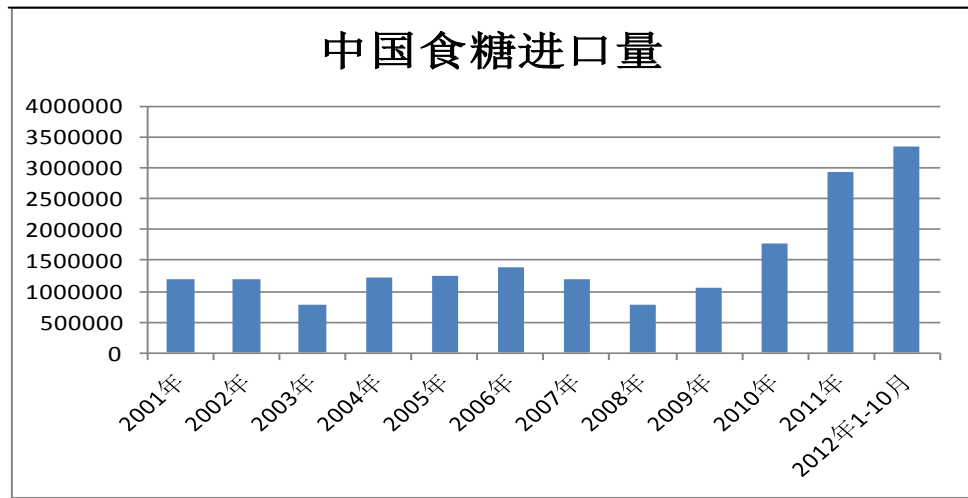
根据最新数据显示，中国 2012 年 10 月进口白糖 33.97 万吨，这和我们之前的预估 10 月进口量会较 9 月明显减少一致，明显低于 9 月份 58.56 万吨和 8 月份的 58.34 万吨，但是同比仍增长 0.79%，从累计进口量来看，截至 10 月我国累计进口食糖 335.12 万吨，同比依旧大增 67.02。2012 年前 10 个月食糖进口量已经达到年度进口配额的 172.3%。按照中国加入 WTO 的承诺，中国食糖市场以关税配额的形式逐渐对外开放，但在 2004 年进口配额增加到 194.5 万吨之后，一直没有新的调整，2013 年进口配额也维持 194.5 万吨。那么多出部分的进口均为配额外进口，配额外关税为 15%，配额外关税高企，配额外最惠国税率为 50%，其他国家为 125%，所以很少会出现配额外进口盈利的情况，但是今年却出现了配额外进口盈利的情况，也正是在这种情况下，今年国内的白糖进口数量猛增。也正是高企的进口量给国内白糖供应及价格带来了巨大的压力。进口均价从上个月的每吨 562.66 美元上升至每吨 592.45 美元。1-9 月进口食糖均价 605.6 美元/吨，下降 13.1%。我们可以看到 10 月进口食糖中，有 31.63 万吨来自巴西，1.77 万吨来自韩国，还有少量来自泰国马来西亚等。本周，巴西原糖进口贴水 0.5 美分/磅，运费 55 元/吨，近期进口盈利一直在 3%-6% 之间窄幅震荡，介于进口盈利处于低位，我们认为后期的进口量还会继续缩小。

**图表 11：全国分月进口食糖量**



信息来源：中国海关

图表 12：全国历年食糖进口量



信息来源：中国海关

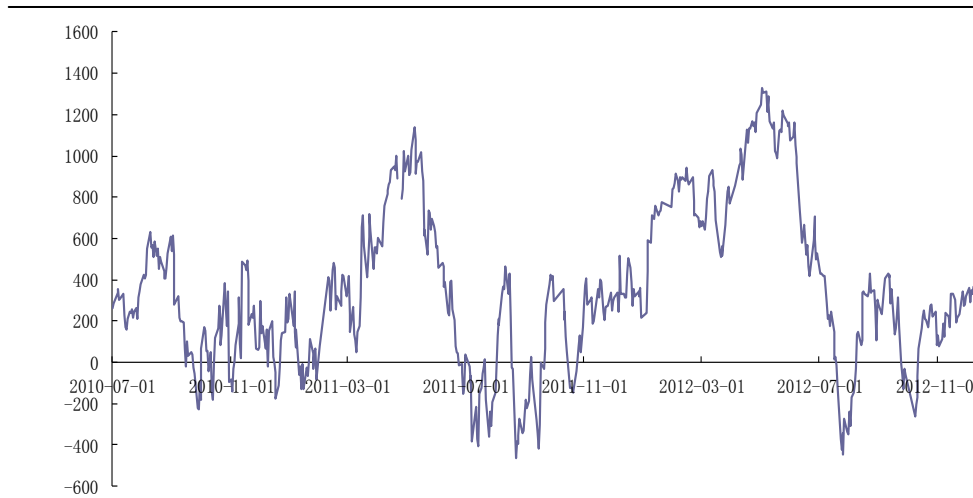
图 13：分国别进口数据

	10月	同比%	美元/吨	年初迄今	同比%
进口:					
食糖	339,658	0.79	592.45	3,351,186	67.02
原产地					
巴西	316,354	-0.73	584.96	1,654,148	42.79
韩国	17,699	20.96	701.71	165,365	15.08
泰国	4,957	119.33	659.95	930,142	258.19
马来西亚	350	-12.54	527.53	5,265	107.84
澳大利亚	269	-49.6	770.49	31,206	338.9

信息来源：郑州商品交易所、华泰长城期货研究所（上海）



图 14：进口盈利



信息来源：文华财经

### 三、食糖消费

10月农业部公布的含糖食品数据显示，10月较9月相比继续有所好转，继8月之后，9月10月数据均出现小幅提升，从各含糖食品数据当月累计同比来看，饮料类消费和我们之前预估的一样，由于饮料消费旺季已经结束，10月碳酸饮料和果汁饮料同比增速出现明显下滑，碳酸饮料同比增速为3.4%，果汁饮料同比增速为10.2%。但是从累计增速来看，近两个月碳酸饮料不断出现好转，目前碳酸饮料累计增速分别为0.8%，果汁饮料的累计增速较9月有所下滑为9.8%。但是从其他的含糖食品数据来看表现都不错，像用糖权重较大的乳制品与糖果，累计增速从上月的4.9%、6.1%小幅提升到本月的5.7%、6.2%，其他用糖权重占比较大的含糖食品也均出现小幅提升，虽说提升幅度都不大，但是让我们看到了食糖消费转好的希望。但是由于目前已经到年尾，今年白糖消费数据疲弱已经成为定局，在2013年食糖消费有望出现近几年的首次增长，达到1350万吨。

图表 15：主要含糖食品行业累产量和同比增速数据

10月农业部					
指标名称	单位	当月	累计	本月比 同月+-%	累计比同 期+-%
成品糖	万吨	44.5	1069.5	18.0	18.4
乳制品	万吨	225.6	2041.9	10.0	5.7
碳酸饮料类	万吨	81.2	1115.8	3.4	0.8
果汁及蔬菜汁饮料	万吨	181.8	1801.8	10.2	9.8
糖果	万吨	25.0	186.1	5.5	6.2
速冻米面食品	万吨	36.3	287.1	27.8	18.1
冷冻饮品	万吨	15.7	231.5	11.3	0.4
罐头	万吨	86.2	766.9	6.0	0.6

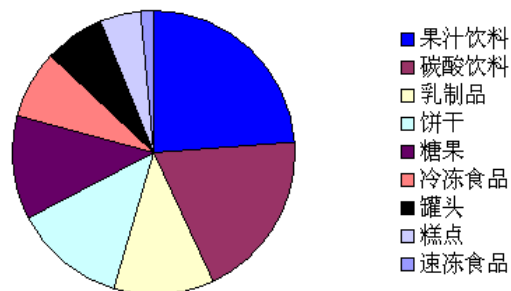
数据来源：农业部

**图表 16：含糖食品累计增速对比**

	分行业用糖权重	2009年累计	2010年累计	2011年累计	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月
果汁饮料	23.88%	29.60%	28.80%	8.00%	5.00%	5.10%	7.60%	8.70%	13.20%	9.80%
碳酸饮料	19.15%	11.30%	-1.10%	28.00%	-3.40%	-1.30%	1.20%	-0.60%	0.60%	0.80%
乳制品	11.49%	10.20%	10.60%	13.60%	7.10%	6.60%	4.20%	3.90%	4.90%	5.70%
饼干	12.77%	16.20%	32.70%	24.00%						
糖果	11.89%	16.40%	18.10%	24.20%	7.70%	7.50%	6.70%	5.60%	6.10%	6.20%
冷冻饮品	7.66%	6.90%	4.30%	20.40%	4.80%	3.90%	5.10%	-3.40%	-0.20%	0.40%
罐头	7.02%	18.20%	16.90%	18.80%	8.90%	8.10%	8.20%	4.40%	0.00%	0.60%
糕点	4.79%	6.30%	40.00%	15.00%						
速冻食品	1.34%	16.60%	20.70%	27.10%	13.90%	16.60%	18.20%	19.00%	15.90%	18.10%

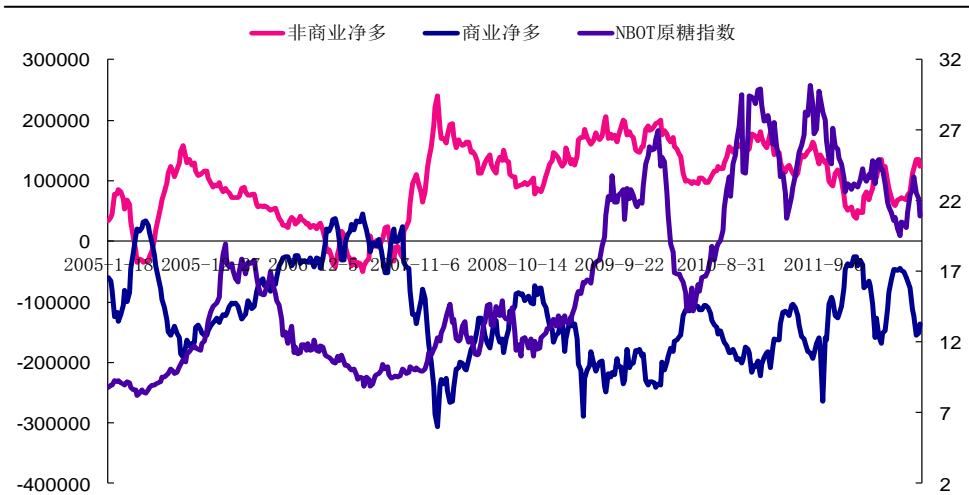
**图表 17：含糖食品用糖权重**

含糖食品用糖权重



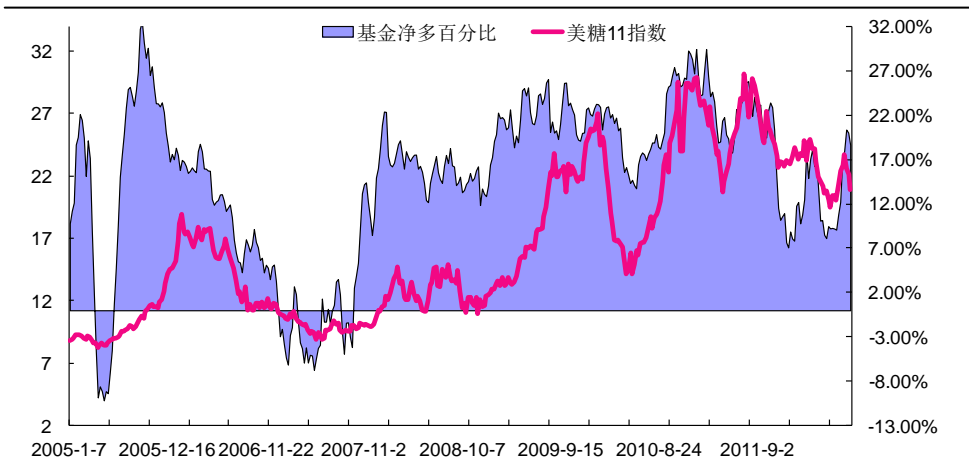
信息来源：国家统计局

**图 18：CFTC 持仓与原糖价格**



信息来源：文华财经

**图 19：CFTC 基金净多头寸百分比与价格**



信息来源：文华财经

**公司总部**

广州市越秀区先烈中路 65 号东山广场东楼 11 层

电话：4006280888 网址：www.htgwf.com

**北京营业部**

北京市朝阳区北三环东路 28 号易亨大厦 12 层 1209 房

电话：010-64405616 传真：010-64405650

**上海世纪大道营业部**

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 7 层 01-05 单元

电话：021-68758098 传真：021-68752700

**深圳金田路营业部**

深圳市福田区金田路与福中路交界东南荣超经贸中心 1009

电话：0755-23942178 传真：0755-83252677

**湛江营业部**

湛江市开发区观海路 183 号荣基国际广场公寓 25 层 01-08 号房

电话：0759-2669108 传真：0759-2106021

**东莞营业部**

东莞市南城区胜和路华凯大厦 802B 室

电话：0769-22806930 传真：0769-22806929

**佛山营业部**

佛山市禅城区季华五路 21 号金海广场 1401—1404 室

电话：0757-83809098 传真：0757-83806983

**番禺营业部**

广州番禺区市桥街清河东路 338 号中银大厦 2205、2206、2207 房

电话：020-84701499 传真：020-84701493

**惠州营业部**

惠州市江北东江二路二号富力丽港中心酒店 24 层 01 号

电话：0752-2055272 传真：0752-2055275

**大连营业部**

大连市会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2312 房

电话：0411-84807967 传真：0411-84807267

**贵阳营业部**

贵阳市南明区都司路 62 号鸿灵 - 纽约纽约大厦 25 楼 5-6 号

电话：0851-5833569 传真：0851-5833570

**深圳竹子林营业部**

深圳福田区竹子林中国经贸大厦 22 层 ABCDEFGHJ 及 13 层 ABC

电话：0755-83774627 传真：0755-83774706

**无锡营业部**

无锡市中山路 343 号东方广场 A 栋 22 楼 H/I/J 座

电话：0510-82728358 传真：0510-82728913

**珠海营业部**

珠海市吉大海滨南路 47 号光大国际贸易中心 2308、2309 室

电话：0756-3217877 传真：0756-3217881

**郑州营业部**

郑州市金水区未来大道 69 号未来公寓 601、602、603、605、616 室

电话：0371-65615457 传真：0371-65615467

**南宁营业部**

南宁市民族大道 137 号春晖花园 A 区办公楼 1501 房

电话：0771-5570376 传真：0771-5570372

**南京营业部**

南京市中山东路 288 号新世纪广场 A 座 4703 室

电话：025-84671197 传真：025-84671123

**石家庄营业部**

石家庄市中山西路 188 号中华商务中心 A 座 1608、1611 室

电话：0311-85519307 传真：0311-85519306

**汕头营业部**

汕头市龙湖区金砂路 116 号汕融大厦 1210、1212 号房

电话：0754-8848857 传真：0754-88488563

**青岛营业部**

山东省青岛市香港中路 12 号丰合广场 A 栋 3 层 A 户

电话：0532-85029800 传真：0532-85029802

**韶关营业部**

韶关市浈江区熏风路 14 号鼎禾会社 201 和 202 号

电话：0751-8885679 传真：0751-8221948

**武汉营业部**

武汉市汉口建设大道 847 号瑞通广场 B 座 1002 室

电话：027-85487453 传真：027-85487455

**昆明营业部**

昆明市人民中路 169 号移动通信大楼 15 层 B 座

电话：0871-5373933 传真：0871-5355199

**宁波营业部**

宁波市海曙区柳汀街 230 号华侨酒店二期三层 8306、8308 号

电话：0574-83883688 传真：0574-83883828

**南通营业部**

南通市青年中路 69 号 4 层 401 室

电话：0513-89013838 传真：0513-89013838

**长沙营业部**

长沙芙蓉区韶山北路 159 号通程国际大酒店 1301 室

电话：0731-88271762 传真：0731-88271761

**成都营业部**

成都市锦江区新光华街 1 号航天科技大厦 8 层 806 号

电话：028-86587081 传真：028-86587086

**天津营业部**

天津市河西区友谊路 35 号君谊大厦 2-2002

电话：022-88356381 传真：022-88356380



中山营业部

中山市石岐区兴中道 6 号假日广场南塔 510 室

电话：0760-88863108 传真：0760-88863109

杭州营业部

杭州市朝晖路 203 号 1502 室

电话：0571-85362828 传真：0571-85362228

## 免责声明

本报告仅供华泰长城期货有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的资料、工具、意见及推测仅供参考，并不构成对所述期货买卖的出价或征价。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅向特定客户传送，版权归华泰长城期货有限公司所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。