



研 发 团 队

研究员：李 军（糖 苑）  
期货从业资格：F0282563  
邮箱：168326449@qq.com  
☎：010-68343377-249 QQ:168326449

研究员：王 俊  
期货从业资格：F0273729  
邮箱：328527230@qq.com  
☎：0755-88267317 QQ:328527230

研究员：贺婷婷  
期货从业资格：F0270704  
邮箱：hetingting123@hotmail.com  
☎：010-68343377-206 QQ:896035445

## 乐观预期难解近渴 熊市不轻易言底

### 核 心 提 示

1、国际国内糖市长期下跌熊市格局尚未改变，部分资金对后市乐观预期开始增加，但市场大部分仍较为悲观，不认为明年上半年前会出现大牛市，分歧在于是熊市即将结束还是仍将持续一定时间？从历史规律来看，熊市一般持续的时间要比牛市更久，这是因为今年虽是熊市周期最后一年，但库存消费比仍处在较高位置，去库存过程需要相当长的时间。

2、现货持续疲软，并要在低位维持相当长一段时间之后，才能给中间商重新树立信心，争夺替代品的市场；而远月过早给出较高升水显然不利于去库存进程，期间将给现货企业提供出较好的套保机会。

3、本榨季末期，泰糖现货库存压力拖垮了原糖期货，目前看国际原糖市场中短期内转势无望，这将使国内进口利润空间或将改善；内外盘正套空间隐约浮现。

### 结 论 操 作 建 议

无论国际市场还是国内糖市，中长期下跌熊市格局尚未扭转，不应轻易言底，炒底行为本身具有双刃剑作用，我们还是坚持建议投机客户高位的长线空单仍可继续持有，后期仍以逢高做空为主进行中短线操作，现货企业高位套期保值则要坚定持有，并做好通过交割来回笼资金手段的准备。后期重点关注去库存进度、期现基差、外盘走势和直补调研政策等主要因素。

### 独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断，并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

今年5月份以来，国内糖市在国内外库存高企、消费疲软的压力下接连下挫，跌跌不休已经持续4月有余，虽然目前在技术上并没有止跌的迹象，且现货价格和消费依旧疲软，但价格处于低位似乎也让不少资金看到了捡便宜货的希望，前来抄底的资金络绎不绝，多空双方用接近140万手的持仓对垒。抄底一方做多的理由包括：下榨季已经确认减产、四季度一般有翘尾的季节性行情，另外还有成本和进口政策支撑等，不一而足。但我们认为，熊市第三年末期的库存压力非同寻常，往年一般存在于四季度的翘尾行情在今年将不会得到体现，后市糖价还将继续孱弱，直到库存压力得到明显缓解为止，而这种状况大概率将发生四季度结束之后，而之前库存压力将始终成为市场绕不开的焦点。那么，在这种思路下，持有高位空单和逢高抛空，仍将是接下来最主要的操作方式。

## 一、 库存压力山大

白糖市场素有熊三年牛三年之说，而通过统计我们发现，在六年一轮的周期循环中，熊市持续的时间一般会长于牛市，其一般提前于实际增产而滞后于实际减产。心理学上这与人们总是愿意提前担忧和一旦受到打击，消费信心长时间难以恢复有关。而对应到白糖上，本轮下跌周期始于11年的8月份，到目前已经有3年有余，而参照同为熊市周期的07/08榨季，在库存压力小于今年和来年减产预期大于今年的情况下，其下跌并未止于新榨季开始之前的8、9月份，而是一直将下跌持续至年底。我们可以透过8月份产销数据看出，到目前为止，今年的库存不管是同比与环比，压力都是空前大的，因此理论上今年糖价的表现不应该有好于08年同期的表现，更不应该出现类似于去年和前年的翘尾行情。

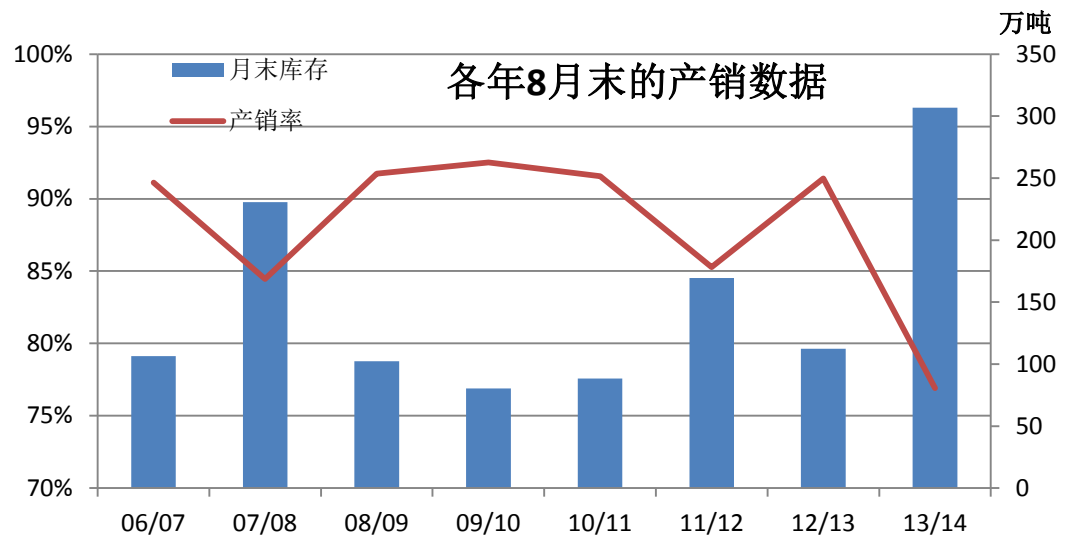


图 截止8月末的全国库存数据

## 二、 现货消费疲软

三年熊市下来，白糖的中下游累计了不少库存，据调研显示，到9月末榨季结束时，白糖的社会库存可能将有280-300万吨之多，加上结转的220万吨工业库存，100万吨进口糖库存和600万吨国储库存，整个市场可供应总库存将达到1200万吨之多，足够全国不生产新糖消费

10个月有余。而几年的熊市也让中间商心态极差，囤货信心难以恢复，这种现象的直接后果就是现货价格接连下跌、持续低迷，糖厂库存难以消化，从期货盘面上看，其表现就是现货跟涨期货乏力，始终高贴水于期货。而要想糖价能够重新有所起色，除了库存出现明显下降外，糖价在低位保持相当长一段时间，吸引刚性需求和对淀粉糖等竞争品形成大规模的替代是必须的，只有这样才能给中间商重塑信心，吸引下游消费。因此未来现货价格大概率还将低迷相当长一段时间，那么随着时间的推移，期货远月的选择就只有一个，就是往下，向现货回归。

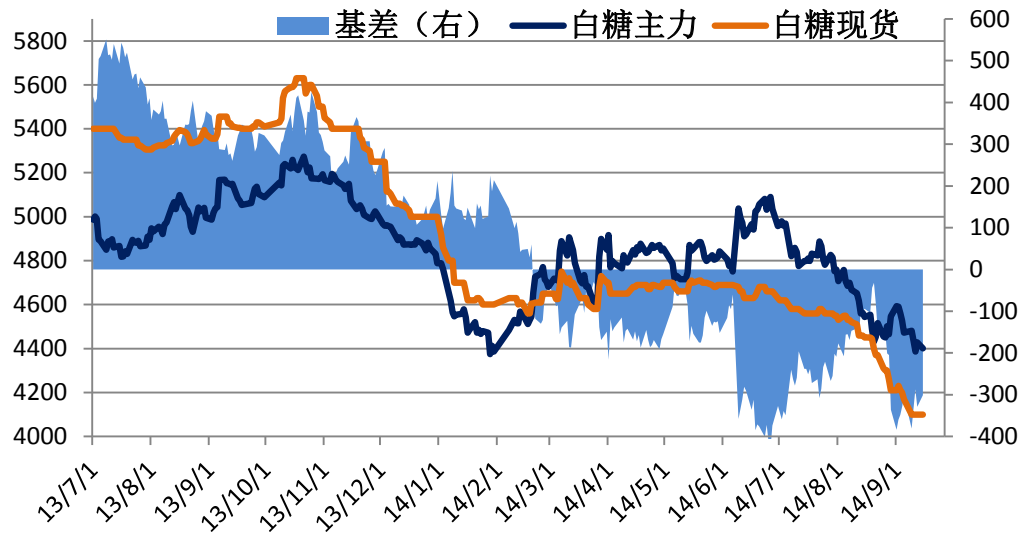


图 白糖期现货基差

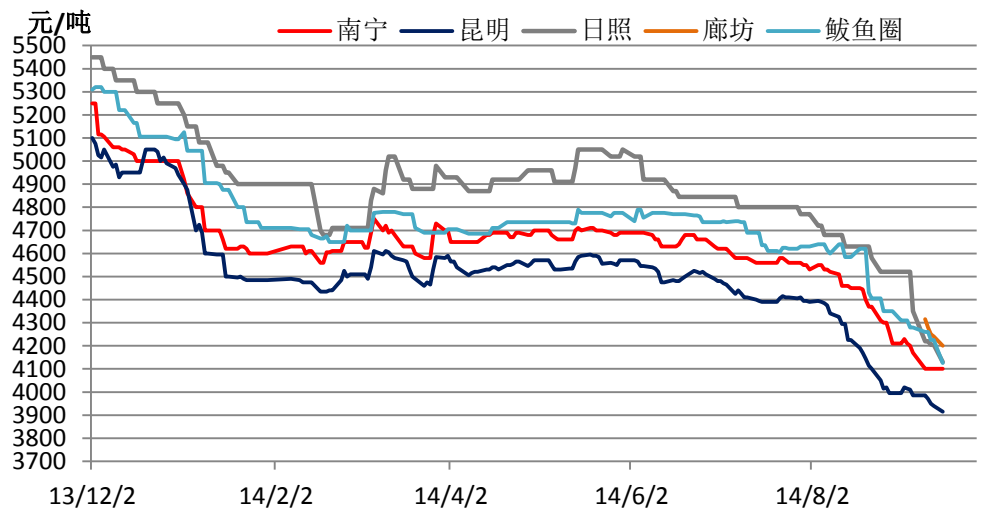


图 白糖现货价格持续低迷

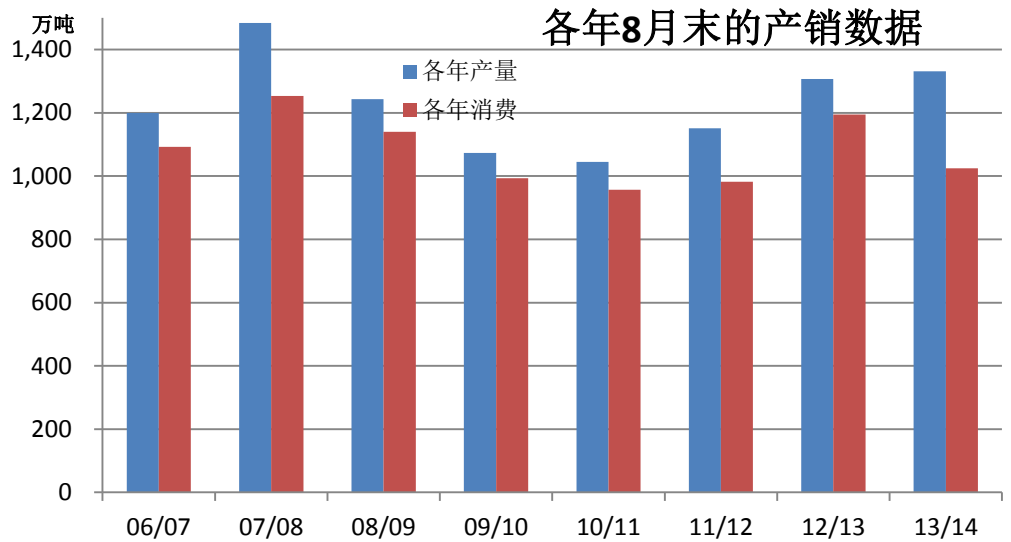


图 截止8月末的产销数据

### 三、外盘疲软，对内盘支撑较弱

近期，外盘 ICE 原糖接连阴跌，10 月合约已经创出了 09 年以来的新低，加上现货贴水报价，国际上已经见到了 13 美分的原糖价格。之所以出现这种情况，主要的原因就在于年初资金过分乐观，天气炒作过了头，而下游终端的消费并没有相应跟上，导致上游的库存逐渐积累，出口不畅，临近新榨季开榨时出现恐慌性的抛售，拖累价格特别是现货和期货近月合约，这在泰国方面特别明显，国内亦有类似表现，而巴西方面则由于减产和糖质量较好，现货商惜售，将销售重心转移到明年和 1503 合约上，但即使是明年 15 开头的合约，出于维持价差的需要，也不得不被动跟跌近月和现货，原糖价格持续萎靡，国内进口利润得到改善，内外正套出现机会。趋势上，们从几个指标上看，原糖的下跌并没有结束的迹象，至少在 10 月合约交割前压力将一直存在：一是泰国的库存压力仍较大；二是泰糖仍贴水报价；三是原糖的基金持仓仍为净多，一轮大的下跌要转势，基金净多接近 0 轴是一个很重要的条件，否则无法轻装上阵。

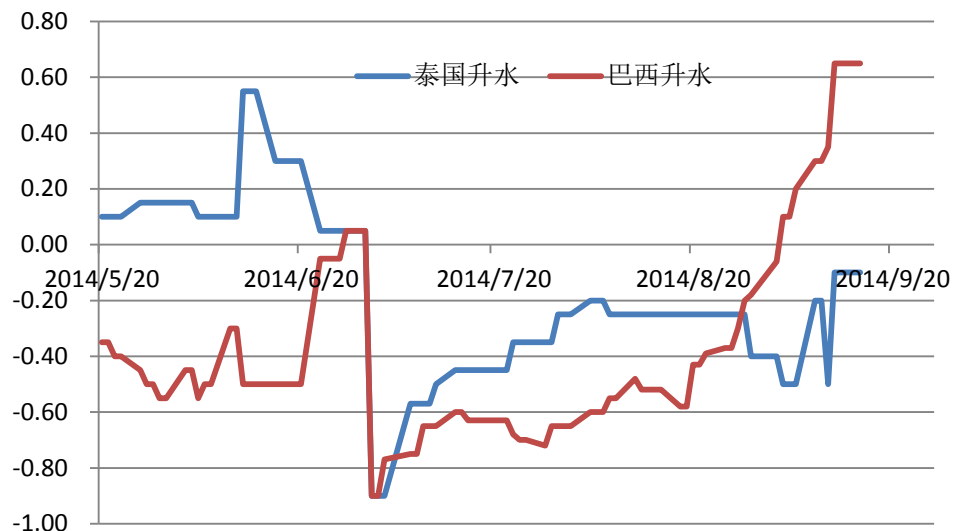


图 泰糖仍贴水报价

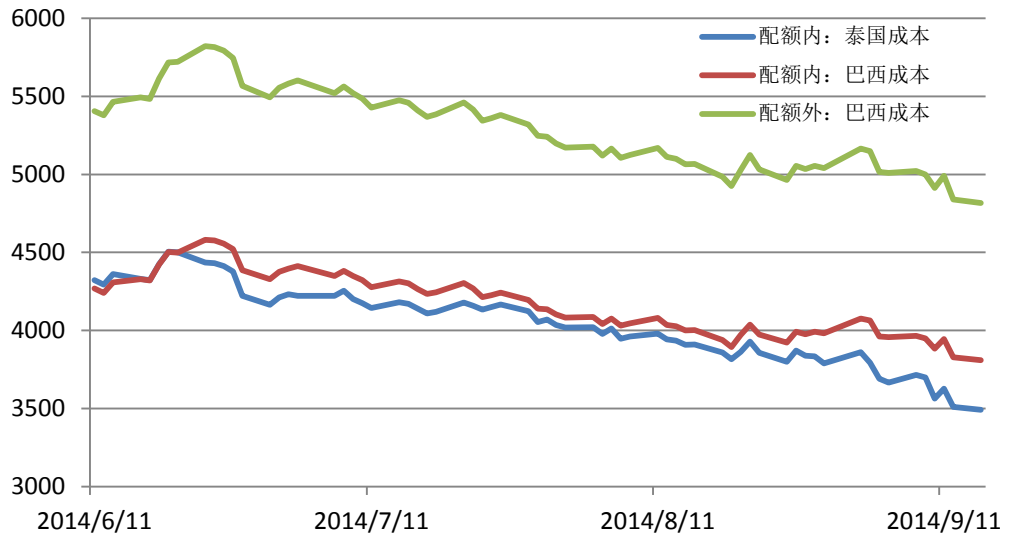


图 配额内外泰国和巴西成本测算

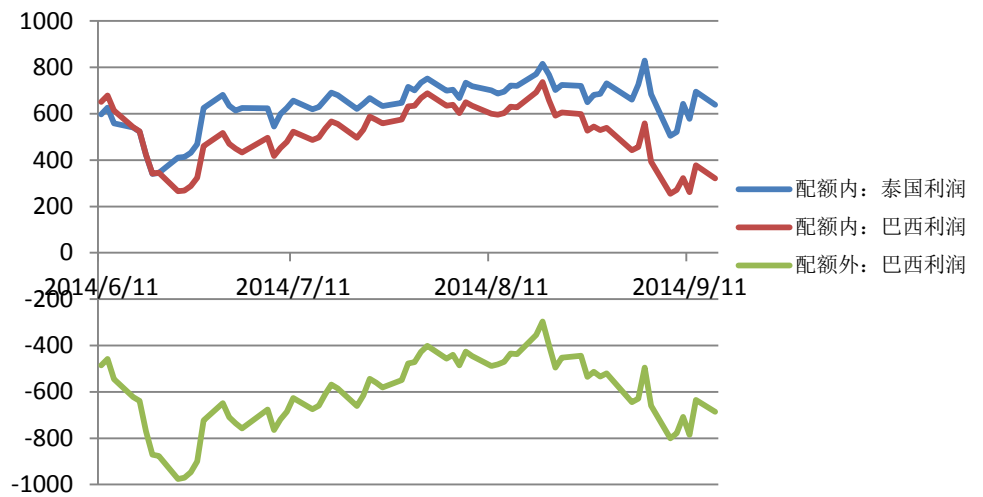


图 按日照现货测算的进口利润

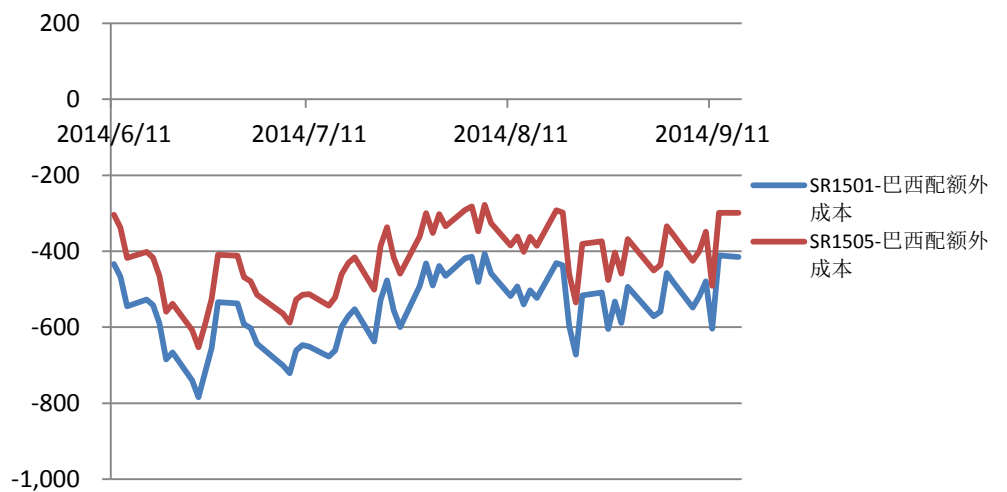


图 按 SR1501 和 SR1505 测算的进口利润

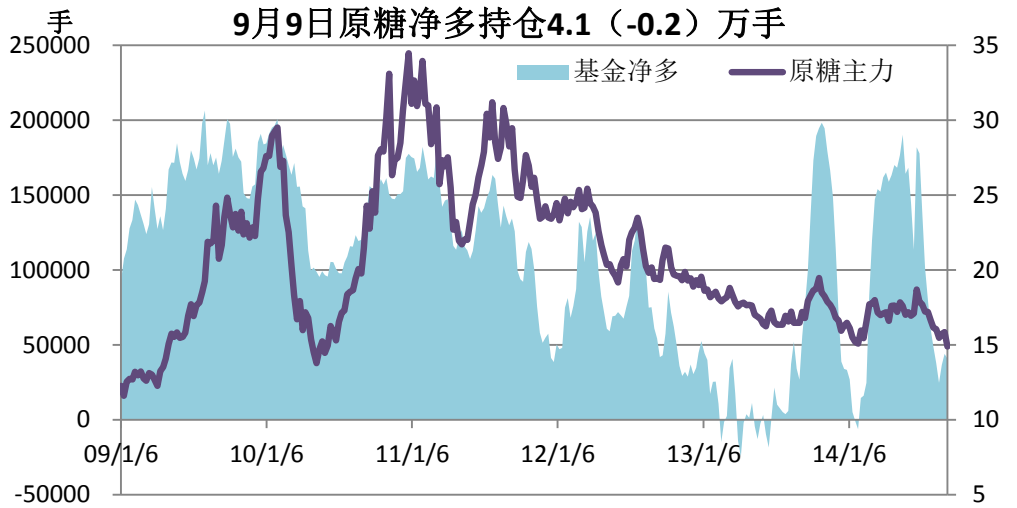


图 原糖基金持仓

#### 四、 技术分析



图 郑糖 SR1501 月线



图 郑糖 SR1501 周线



图 郑糖 SR1501 日线

## 五、 结论

从库存、现货需求和外盘情况看，本轮白糖熊市持续的时间应比大众想象的更久，现货还将在低位维持相当长一段时间，不排除会一直持续到明年上半年，现在入场抄底并不是最佳的时候。而在这个时候远月过早给出较大的升水，则将提供给现货企业较好的套保空间，结合技术面分析，下跌趋势仍未出现转变信号，建议投机客户继续持有长线空单，后期短线仍以逢高做空为主，现货企业高位套期保值要坚定持有，并做好交割用来回笼资金手段的准备。后期关注产销数据、现货、期现基差、外盘。

### 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。

### 免责声明：

此报告旨在发给经易期货有限公司（以下简称“经易期货”）的特定客户及其他专业人士。未经经易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。

经易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经易期货有限公司的立场。

经易期货有限公司版权所有。保留一切权利。

经易期货经纪有限公司(北京交易中心)  
地址：北京市西城区百万庄北街6号经易大厦  
电话：010-68343377 邮编：100037  
网址：<http://www.jyfc.com/>