

那些熊市教我的事

白糖专题报告

【报告摘要】

- 1、我们把榨季根据现货价格走势分为三种类型：牛市榨季、转换榨季（价格峰值）、熊市榨季。
- 2、熊市的驱动一定来自过剩。在可观察的11个熊市榨季中，有4次驱动来自国内产量导致的过剩，7次来自（国内+进口）导致的过剩。
- 3、18/19榨季若无远期溢价的套保帮助，糖业将遭遇全行业的亏损。
- 4、现货决定近月，外盘（或预期）决定远月，基差决定仓位。大级别的交易机会来自现货与国际糖价的反向波动。
- 5、熊市周期内，除了中间商减少囤货、下游随采随用延后点价，基差交易者也是市场的活跃分子。



国投安信期货

农产品策略投研团队

王佳博 高级分析师

期货从业资格：F3030417

投资咨询资格：Z0012618

021-60560859

wangjb@essence.com.cn

以铜为镜,可以正衣冠,以史为镜,可以知兴替。基本面研究解决的是平衡表核心变量的问题,核心变量解决的是库存消费比的方向问题。白糖市场库存消费比的运行具有持续性,让糖价的走势具有了明显的周期性。在周期的更替中,我们寻求其共性,进而对我们的交易提供支持。本文以熊市特征为例,整理那些熊市教我的事。

图 1 1995 年至今国内糖价指数

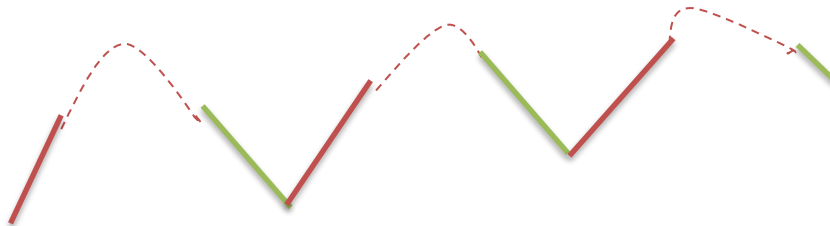


数据来源: 布瑞克 国投安信期货

一、 价格表现

根据观察,我们把榨季根据现货价格走势(因现货市场可摆脱市场的炒作,仅由供需主导)分为三种类型:牛市榨季、转换榨季(价格峰值)、熊市榨季。其中牛市榨季与转换榨季库存消费比向下运行,熊市榨季库存消费比向上运行。熊市往往终结在压力最大的榨季末端。减供榨季的开始就意味着一轮牛市的开始。

图 2 榨季划分



数据来源: 国投安信期货

表 1 1995 年至今榨季划分

转折榨季	熊市榨季	牛市榨季
95/96*	96/97、97/98、98/99	99/00
00/01	01/02、02/03	03/04、04/05
05/06	06/07、07/08	08/09、09/10
10/11	11/12、12/13、13/14	14/15、15/16
16/17*	17/18、??	??

数据来源: 国投安信期货

近 5 次转折榨季中,有 2 个榨季为增产的第一年 (*),其它 3 个榨季为减产的最后一年。

契合当前所处的周期，我们重点观测白糖期货上市后熊市周期内价格的表现。其中转折榨季的跌幅指牛市最高点至转折榨季结束时的跌幅。在已过去的7个熊市榨季中，现货市场全部录得不同程度跌幅。其中12/13榨季跌幅最小，因收储导致“流转库存消费比”出现反向波动。06/07榨季期货市场录得正收益因转折榨季期货价格几乎消化整个周期跌幅。

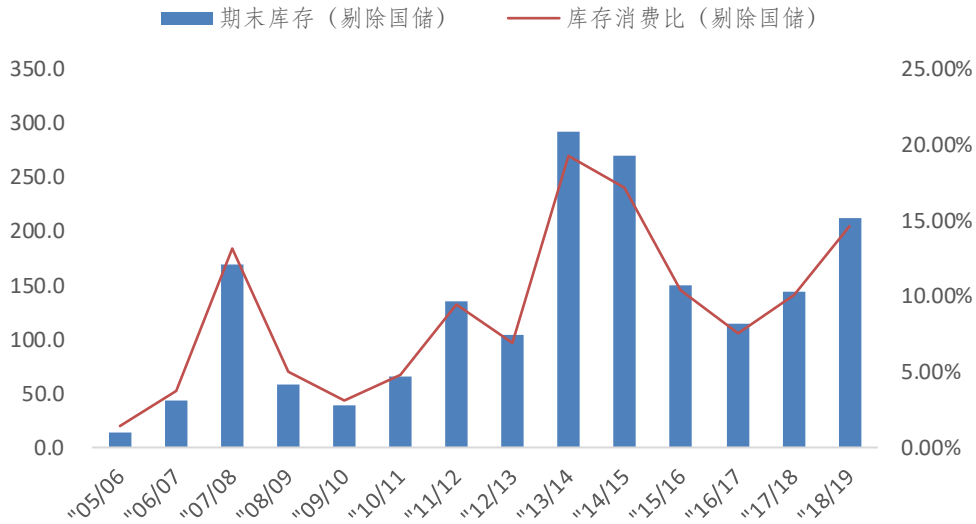
表 2 近 3 轮熊市涨跌幅

	2001.4—2003.8 (28个月)		2006.2—2008.9 (31个月)		2011.8—2014.9 (37个月)	
	现货跌幅	期货跌幅	现货跌幅	期货跌幅	现货跌幅	期货跌幅
全周期	-53.64%	---	-49.77%	-50.67%	-43.59%	-37.20%
转折榨季	-6.72%	---	-21.28%	-46.01%	-5.64%	-8.67%
	(00/01)		(05/06)		(10/11)	
熊市 第一榨季	-36.49%	---	-9.34%	13.09%	-21.42%	-23.88%
	(01/02)		(06/07)		(11/12)	
熊市 第二榨季	-13.30%	---	-29.40%	-21.22%	-4.17%	-3.12%
	(02/03)		(07/08)		(12/13)	
熊市 第三榨季	---	---	---	---	-19.56%	-8.74%
					(13/14)	

数据来源：wind 国投安信期货

注：期货跌幅指郑糖指数收盘价跌幅

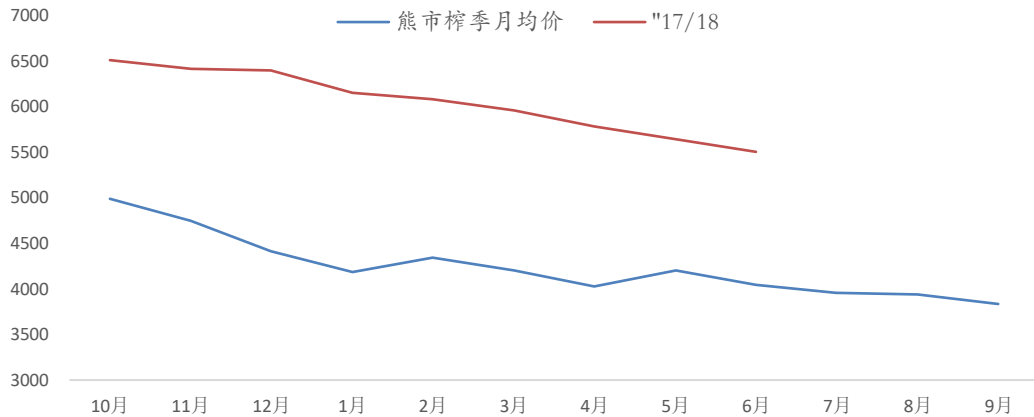
图 3 中国食糖平衡表



数据来源：国投安信期货

熊市榨季中，我们能够清晰的看到价格重心的下移。榨季内，现货的最高点发生在 10 月（甜菜）或 11 月（甘蔗），现货的最低点发生在 7 月或榨季末。除了 7 月，1-4 月是榨季内现货价格唯一可能上涨（或走平）的时点。也就是说，当投资者明确了本榨季的熊市基调，10-12 月即为最佳做空时点。

图 4 熊市糖价表现



数据来源: wind 国投安信期货

为何价格下跌有如此持续性? 核心因素在于供应压力的持续性, 10-1 月是国内新糖集中上市的时点, 此时市场可供应量从榨季末的青黄不接迅速恢复, 若形成熊市预期, 极易引发糖厂的提前抛售; 3-5 月份是国内进口高峰期, 因亚洲、巴西进入密集出口期, 国内到港量增大, 走私在榨季内的放量也发生在这一阶段。

在熊市中, 做空无疑是主要的交易策略, 但也需要把握节奏, 2-3 月是否追空要重点参考国际市场方向。需要特别注意的是, 期货市场有时不会给我们大级别做空的机会——除非投资者具备长周期的眼光或低仓位的开仓需求。

图 5 期现表现



数据来源: wind 国投安信期货

注: 圆圈处为 12/13 榨季起始

二、 熊市驱动

熊市的驱动一定来自过剩。在可观察的 11 个熊市榨季中，有 4 次驱动来自国内产量导致的过剩，7 次来自（国内+进口）导致的过剩。

表 3 熊市驱动划分

	国内单驱动（国内产量>消费）	国内外双驱动（国内+进口>消费）
分类明细	97/98、98/99、02/03、07/08	96/97、01/02、06/07、11/12、12/13、13/14、17/18

数据来源：国投安信期货

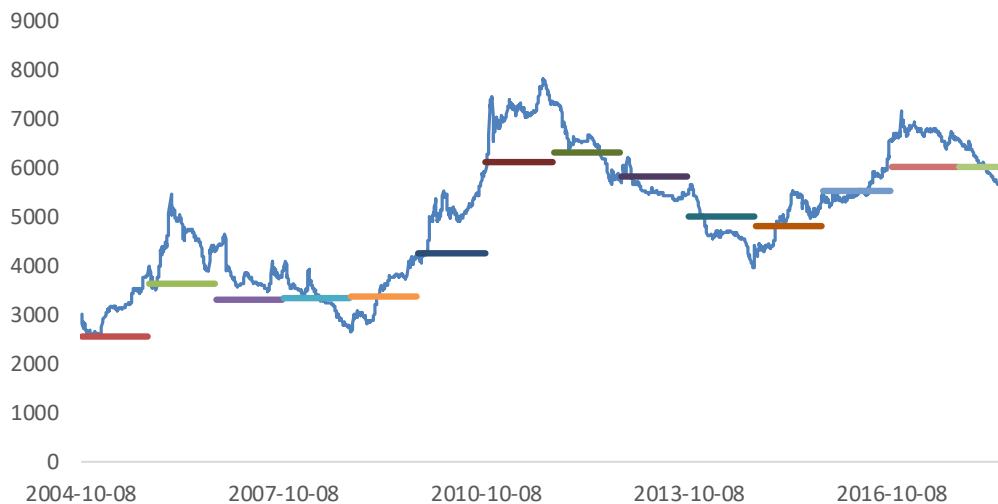
由于国内种植面积的长期低迷，在可预见的 5 年，我们都将处于国内产量<国内消费的局面，价格牛熊完全取决于进口量，或许很快我们就将迎来减产价跌的市场表现（历史上熊市榨季全部为增产年份）。

随着近两年进口规模的急速增加（特别是走私占比跃升，97/98、98/99 出现过类似的走私激增），以及消费因替代导致的弹性加大，判断过剩与否愈加困难，产量反而成为市场分析的常量。

三、 价格与成本

我们在年度报告中已经对价格与成本的关系做过分析。历史数据清晰的显示，价格在成本附近必定有所反应：牛市回调的重新启动点；转折榨季现货不会低过成本，低过就是安全边际；熊市期间，中继反弹的依据；熊市从未在远离成本处结束。之前两轮熊市，价格都是在成本下方运行许久后才见底回升。

图 6 现货价格与成本关系



数据来源：wind 国投安信期货

根据我们的调研，尽管本榨季糖价绝大多数时间运行在成本下方，但由于部分企业的销售节奏良好以及期货市场套保的帮助，亏损有限或小有盈利，大幅亏损并未在全产业蔓延。18/19 榨季糖企的生存环境取决于新季收购价——云南大概率稳定在 420 元，广西定价取决于政府与企业间的博弈，即使下调也难低于 480 元（对应 5500 成本）——没有远期溢价的套保帮助，糖企将遭遇全行业的亏损。

市场关注甜菜成本的变化，我们关注其销路。郑商所将新的白糖指定交割仓库升贴水标准生效合约定为 2001 合约，这会引导 2019 年甜菜的种植面积吗?? ?

表 4 部分交割库升贴水调整

	2019 年 12 月前	2019 年 12 月后
河北藁城国家粮食储备有限责任公司	240	100
河北永安国家粮食储备库有限公司	240	100
陕西西瑞粮食储备库有限公司	180	80
陕西省储备粮咸阳直属库	180	80
郑州南阳寨分公司	240	140

数据来源：郑商所 国投安信期货

四、 价差表现

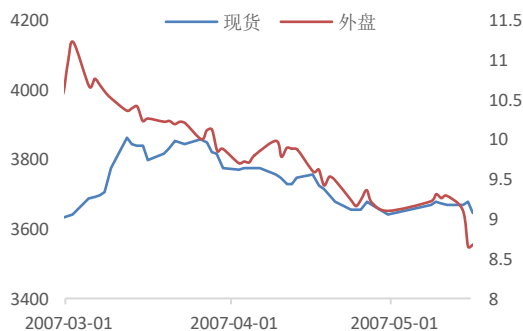
价差代表各合约之间的强弱关系。除了极少数的无风险交割机会外，绝大多数价差的波动是由产业逻辑驱动的。而产业逻辑也随着市场的开放程度在变化。我们在《郑糖跨期交易的基本逻辑》中已经阐明了我们对市场的理解：现货决定近月，外盘（或预期）决定远月，基差决定仓位。大级别的交易机会来自现货与国际糖价的反向波动。需要强调的是，上表中提到的只是四种显著类型，所有类型的本质在于两个市场运行幅度的差异。

表 5 正反套的基本逻辑

正套	反套
现货涨+外盘不涨 (+正基差)	现货不涨+外盘涨 (+负基差)
现货不跌+外盘跌 (+正基差)	现货跌+外盘不跌 (+负基差)

数据来源：国投安信期货

图 7 现货与外盘走势



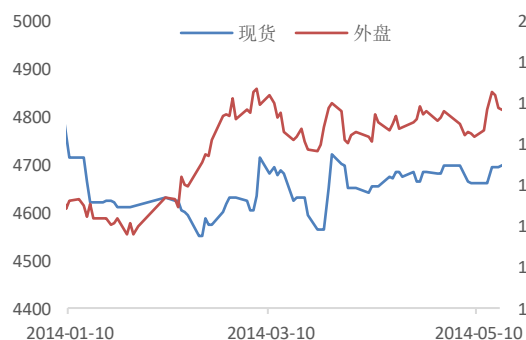
数据来源：wind

图 8 709-705



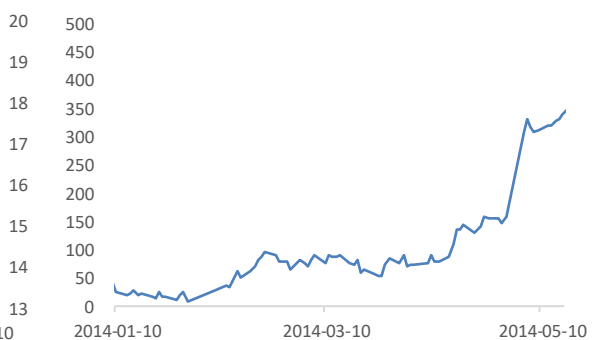
数据来源：wind

图 9 现货与外盘走势



数据来源：wind

图 10 1409-1405



数据来源：wind

从历史的价差数据看，我们的逻辑适用于 2011 年后的机会挖掘，但无法清晰的解释所有的价差波动。显著的异常来自事件型影响：天气炒作（2008 年初 9-5 价差）、market corner（2016 年末 5-1 价差）、政策预期（2017 年初 9-5 价差）。我们需要强调的是，在绝大多数时候，我们是无法（用一种固定的模式）解释价差的波动。我们整理熊市周期内价差的表现，并未出现明显的规律可循，这是内外市场无差异的趋势方向决定的。此外，由于进口政策近两年的频繁变动，外盘作用于内盘的稳定性在趋弱。

图 11 0809-0805：天气炒作



数据来源：wind

图 12 1705-1701：market corner



数据来源：wind

图 13 1709-1705：政策预期



数据来源：wind

关于跨年价差的逻辑，除了遵循上述的基本逻辑外，还会交易市场对跨榨季基本面的观点。我们在 2016 年的专题报告《从糖价周期看跨年 1-9 价差规律》中已做过详细讨论。

五、基差

价格牛熊无关好坏，只是产业链上下游的感受不同而已。熊市周期内，除了中间商减少囤货、下游随采随用延后点价外，基差交易者也是市场的活跃分子——贸易商做多基差、糖厂做空基差。

从历史经验看，近月合约的基差依旧存在较大的波动(-1000, 1000)，给下游及基差交易者提供了良好的安全边际。如果我们将熊市粗略的分为前、中、后三个阶段，就会发现在熊市运行的第一阶段，基差的波动最大，这体现了市场悲观的情绪；随后的中、后两个阶段，基差波动大幅收窄，除非市场出现炒作题材。

图 14 2006 年初至 2008 年 8 月近月基差表现



数据来源：国投安信期货

图 15 2011 年 9 月至 2014 年 8 月近月基差表现



数据来源：国投安信期货

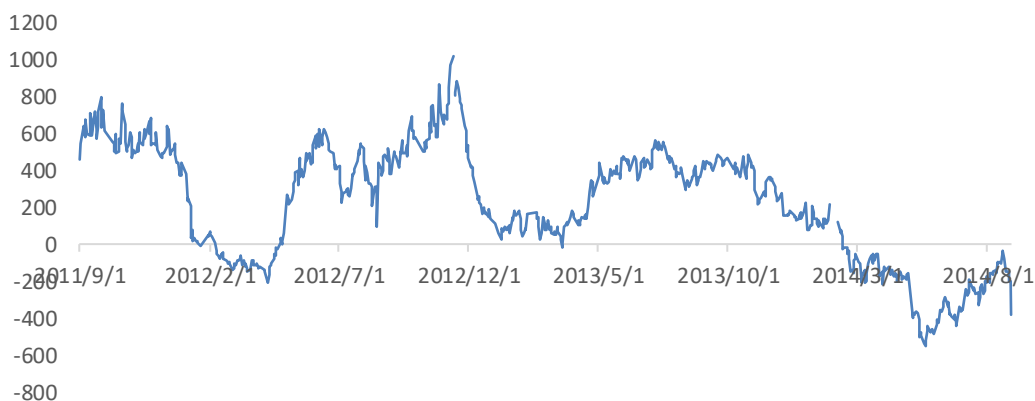
次近月的基差宽度要略大于近月基差，且在每轮熊市的末端，次远月都出现有一次较大的升水，表明市场对远期的态度。在这个阶段，我们总可以发现反套的机会。

图 16 2006 年初至 2008 年 8 月次近月基差表现



数据来源：国投安信期货

图 17 2011 年 9 月至 2014 年 8 月次近月基差表现



数据来源：国投安信期货

六、 17/18 预判，我们错在哪？

我们在年初策略中曾提出“熊市中继、莫悲观”的判断，从目前看，我们的判断出现了较大的偏差——即使后期价格出现大幅反弹，底部区间也远超我们的预估。或许在年初我们陷入了市场集体观点的漩涡中，那时候关于“产不足需”、“巴西减产”、“消费刚性”的言论不断，事后看，有些是对的，还有些不尽人意。

笔者在做出年度策略的时候，重点参考了 95/96、96/97 榨季、06/07 榨季的市场表现，认为 17/18 榨季同样是“增产不能”或“增产小熊”的格局，并认为国内糖价将在 2-3 月份跌至 5800 后跟随国际糖价大幅反弹。

以上 3 个榨季的共同特征是增产（存悲观预期）、产不足需、榨季结转变化不大（产量+净进口≈消费）、糖企在之前 1-2 个榨季盈利（有挺价能力）。它们的价格表现接近，即榨季初价格开启下跌，跌至 7 月初，价格出现大幅反弹。期间 2 月份或出现阶段性低点。

事后看，2-3 月并未如我们所期般止跌，反而成为熊市延续的加油站。这正是我们愚钝的关键，刚刚在 1 月末下调进口预估后，国际市场出现转势，我们并未审时度势的跟随变化修正走私的预估：这一方面与我们低估亚洲增产幅度有关，另一方面也与我们高估政策调控走私的效果有关。

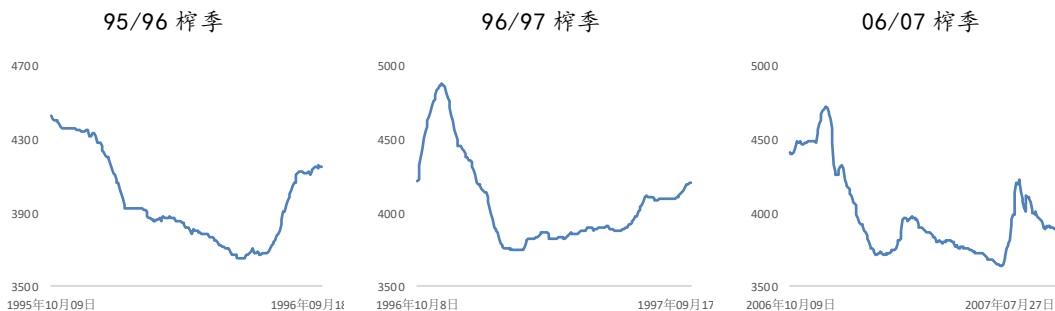
榨季初至今，糖价经历了“糖厂集中抛售——第一批许可证集中报关——走私糖集中涌入”三个阶段，衔接如此紧密与政策的推波助澜密不可分，市场关于许可证的猜测与抛储的忌惮无时无刻不在打击市场的信心：在玉米市场甩下政策市的帽子后，糖市顺利扣上这一不光彩的光环，我们不理解在如此信息化的今天，政府对于糖市种种政策的遮遮掩掩是为了哪般？？？

表 6 产销情况对比

	所处周期	产量	消费	净进口	缺口率	涨跌幅	期间最大跌幅
95/96 榨季	增产第一年	623	700	42	5%	-4.3	-17.2%
96/97 榨季	增产第二年	680	735	30	3.4%	-1.5%	-23%
06/07 榨季	增产第一年	1199	1264	88	-1.8%	-11.8%	-22.5%
12 月末预估							
17/18 榨季	增产第二年	1030	1520	460	1.9%	-10.7%	???
1 月末							
17/18 榨季	增产第二年	1030	1480	410	2.7%		
6 月末							
17/18 榨季	增产第二年	1030	1450	480	-4.3%		

数据来源：国投安信期货

图 18 熊市榨季现货走势对比

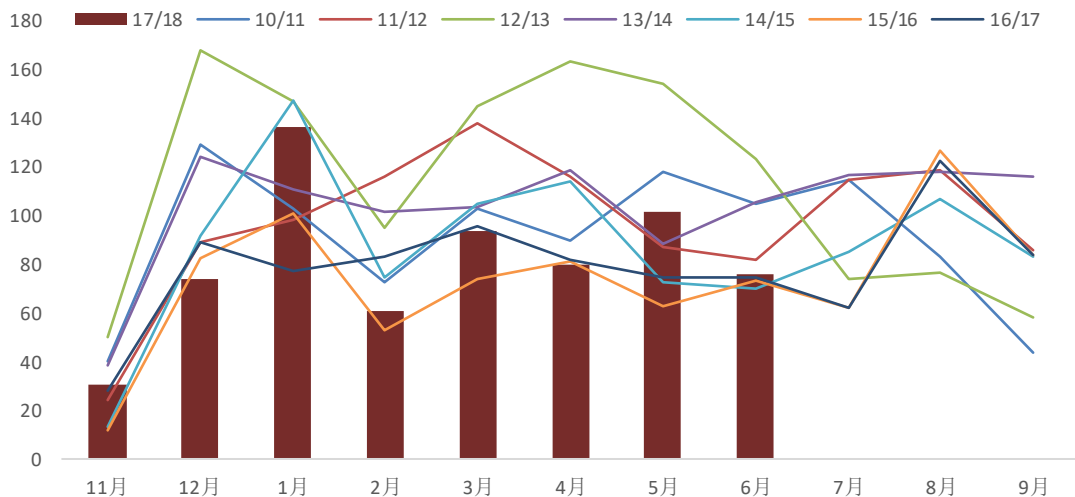


数据来源：Wind

数据来源：Wind

数据来源：Wind

图 19 单月销糖量



数据来源：中糖协 国投安信期货

此外，我们发现今年2-5月份国际糖价的下跌对消费产生了明显的抑制作用，贸易商拿货谨慎，终端随采随用，点价推后，具有比价优势的淀粉糖在2017年扩大产能后得到市场青睐，白糖消费被挤占，我们在年初虽然意识到淀粉糖的替代，但低估了国际糖价暴跌对贸易商心态的影响。

表 7 熊市期间内外价差对比

	榨季初糖价 (元/吨)	国际糖价 (美分/磅)	配额内 外关税	榨季初利润 及利润率	榨季涨 跌幅	进口率 (不含古巴)
01/02 榨季	3950	5.9-6.1 (探底回升)	20%、76%	2160 (120%)、 1470 (59%)	-30%	13.2%
06/07 榨季	4400	11.5-9.46 (震荡走低)	15%、50%	1200 (38%)、 350 (9%)	-11.8%	7%
17/18 榨季	6700	14.4-12.5 (震荡走低)	15%、95%	2900 (76%)、 500 (8%)		

数据来源：国投安信期货

内外巨大的价差是左右糖价跌幅的重要因素，我们无法确定 01/02、06/07 榨季走私规模如何，单从合法进口规模看，利润刺激了进口，且对走私商吸引巨大——走私利润≈配额内利润。我们认为，及时根据利润调整进口预估——主要是走私预估（在配额外利润依旧高企时，政府不会大幅放开配额外即许可证规模），在目前管制的市场是极其重要的，在这个过程中要客观对待打击走私的“正面”报道，相信走私商的机动灵活性。

在产不足需的榨季中，熊市与否不是由国内决定，是由进口利润决定，也就是由国际市场决定。在补充缺口的过程中，高利润可以轻松将缺口转为过剩，无论面对增产抑或减产。这就是我们之前多次提到的“18/19 榨季即使减产或仍走熊”。

【分析师简介】

王佳博，经济学硕士，8年食糖市场研究经验，2017年郑州商品交易所高级白糖分析师，第九届中国最佳期货分析师评选最佳白糖分析师，第八届中国最佳期货分析师评选最佳白糖分析师，中金所股指期权讲师。多次配合交易所进行培训及课题研究工作。常年深入食糖一线进行考察调研，与国内上市糖企，大型加工企业、国际贸易行建立了广泛的信息共享机制。通过日常积累、实地调研以及与产业客户的沟通，构建了完善的食糖产业数据库及研究体系，以平衡表为核心并运用统计等数学方法发现食糖价格的周期及运行规律。

【免责声明】

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为国投安信期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。