



智慧创造奇迹

一流的咨询, 卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

王建锋

wangjianfeng@nawaa.com

肖桦

xiaohua@nawaa.com

政策护市

摘要

- 今年一季度最具特色的商品莫过于白糖。在国家当局临储和进口管制的双政策维护下，国内糖价保持强劲走势，与原糖显著背离。此时，用基本面供需来解释，或许有些牵强。回顾 2013 年的豆油棕榈油价差的扩大，最终仍然价差回归。不管政策如何维护，也只是短期的影响干预，中长期的价格价差仍然回归到合理的水平，国际贸易自由化和市场经济的精神就在于此。我们应该抱持这样的信念，无非就是一个时间差的问题。

目 录

策略汇总	3
我国政策护市	3
巴西货币大幅贬值	5
价差回归路径，决定未来价格方向.....	6
市场和技术分析.....	7
南华期货分支机构	9
免责声明	10

图表目录

图 1：郑糖 SR509 合约.....	3
图 2：进口利润估算	4
图 3：我国食糖进口-千吨.....	4
图 4：巴西汇率大幅贬值	5
图 5：美元指数走强	5
图 6：SR1509 技术走势图.....	7
图 7：国际原糖价格走势.....	7

策略汇总

从全球供需角度看，目前供需宽松的状态有所改善，但是仍不能支持全球糖价转势。在美元走强的情况下，巴西雷亚尔单边大幅贬值，而中国一方面给制糖企业补贴，以缓解库存成本压力，一方面我国新榨季减产幅度超出市场预期。而此期间，进口糖在一月份审批，但是由于时间差的缘故，再加上 2 月份春节放假的关系，1-2 月份的进口糖受到一定的限制，这两者共同使得内外价差大幅扩大。但是我们认为这种状态只是存在于短期。

综合考虑之下，提出以下两个策略：

(1) 短期考虑，市场做多的势头明显，短线多单可以考虑，注意及时获利了结，不做长期打算。

(2) 未来 3-6 个月策略：耐心等待市场多头趋势了结，逢高尝试做空。

图 1：郑糖 SR509 合约



资料来源：博弈大师 南华期货研究所

我国政策护市

从 2014 年年底，国家当局就开始出台相应政策，以保护国内制糖产业。包括临储 300 万吨，以及食糖进口限制等。对于我国来说，食糖产业是战略性产业，如果任由市场价格调节，那么，不但国内制糖企业难以生存，连蔗农的利益同样无法保障。并由此引发的一系列社会问题，都将会出现。久而久之，蔗农将不再耕种，因为无利可图；制糖企业也将会被外资收购。简单地说，就是国内食糖定价权将会彻底失去。这是当局不愿意看到的。

临储 300 万吨，时间为 1-6 个月，这是春节后，我们看到的一则消息。对于企业来说，4-5 月份，正好是库存最高的时候，正常情况下，企业会争相出货，以减少库存费用，以及

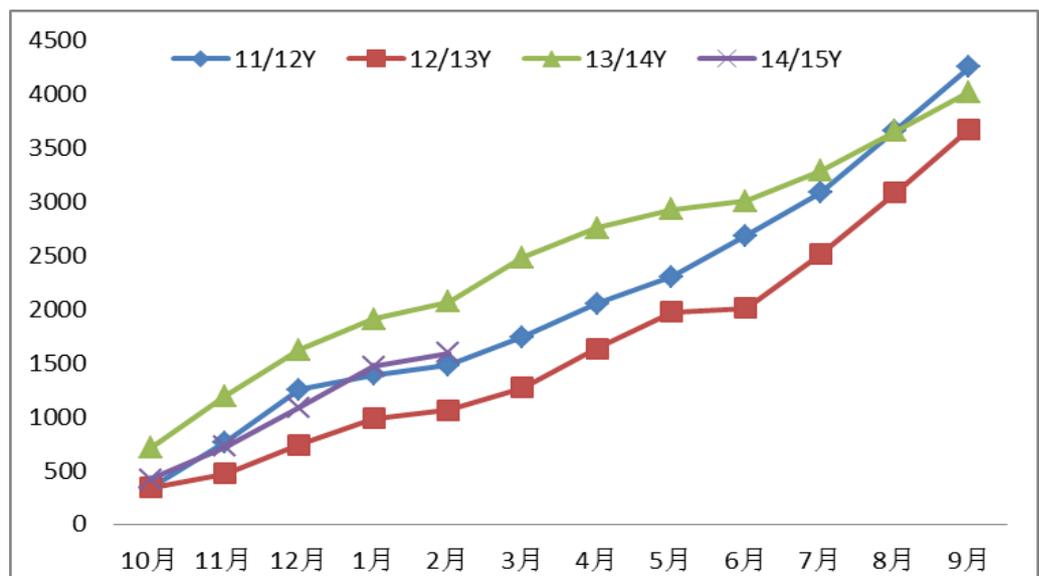
避免在进口低价糖冲击后糖价的继续下滑而招致的损失。而当下，国家当局补贴制糖企业的库存保管费用，并结合进口糖管制，这两个政策组合，将会给国内企业提供良好的市场价格销售环境。这是过去一个季度里，我们看到的，为什么国内糖价会强于国际原糖价格这么多的原因。

图 2：进口利润估算



资料来源：BLOOMBERG 南华期货研究所

图 3：我国食糖进口-千吨



资料来源：海关总署 南华期货研究所

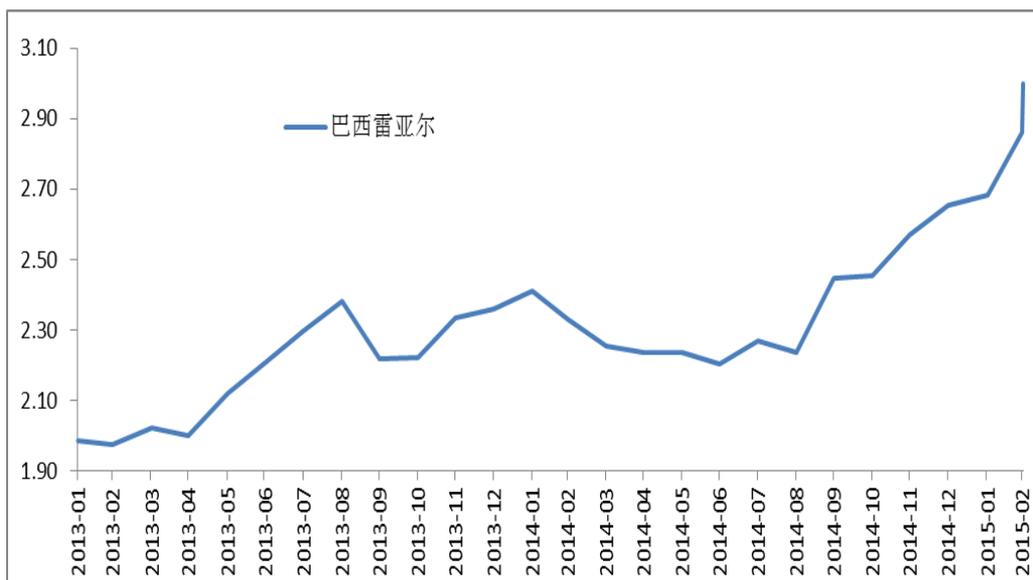
巴西货币大幅贬值

从 2014 年 9 月开始至 2015 年 3 月底，巴西雷亚尔单边大幅贬值 30%。而巴西作为国际原糖的主要出口商，这将大幅减少国际原糖的价格。可以说，ICE 原糖价格之所以如此弱势，与巴西货币大幅单边贬值有着关键性的联系。

至于巴西货币为什么单边大幅贬值的原因，我们这里不做过多的讨论，因素是复杂的，美元在此期间大幅升值走强、巴西本身经济衰退等。但是有一点是明确的，那就是国内外的价差目前已经巨大，创历史可查数据以来的新高。按照 ICE5 月合约 27 日周五晚上收盘的价格算，与国内郑糖之间的价差已经达到了 2000 元/吨。配额内进口过来的加工糖成本价在 3200 左右，2000 元的差价，利润率在 62.5% 左右。在国际贸易自由化的今天，哪里还会有这么高利润率的商品了呢？简直就是暴利。

这个价差，是市场运行的结果。是一个综合性的博弈结果。全球食糖供需仍然略过剩，美元强势升值，巴西雷亚尔贬值，中国临储 300 万吨干预，商务部食糖进口管制，边关走私糖打击力度空前。所有这么因素夹杂在一起，就造成今天的局面。从基本经济学逻辑来说，长期维持这样的价差运行，是不可能的。只要有利润，必定会有人敢于冒着杀头的风险去博取。

图 4：巴西汇率大幅贬值



资料来源：WIND 南华期货研究所

图 5：美元指数走强



资料来源：博弈大师 南华期货研究所

价差回归路径，决定未来价格方向

商品价格可能会由于短期的政策干预而导致偏离，但是，这只能是短期。中长期来看，所有不合理的价格偏离，都会被市场纠正。不单指证券或期货，而是基于实体经济的现货价格。当前食糖内外价差的情况，让我们想到了 2013 年豆油和棕榈油之间的价差单边扩大至 2500 元/吨。我们知道，市场可以在短期内偏离均值区间，但是中长期视角的回归，将会是大概率事件。

我们做个假设，如果巴西货币没有贬值，而是维持在 2014 年 9 月份的汇率，那么原糖价格可能就会在 15.5 美分/磅，对应国内配额内进口成本价大致在 4000 元/吨左右。对应国内食糖价格，利润在 1200 元/吨左右。

如果假设中国没有进口管制和临储政策组合，市场会是什么样？有人会问，到底是巴西和美元汇率、全球食糖供需状态的力量大，还是中国临储和进口管制的力量大？我不做正面回答，我只告诉各位一组数据：原糖的持仓量大约是 3700 万吨，国内最高持仓量大约在 1200 万吨。汇率市场就更不用说了，那是属于国际宏观范畴。到底国内郑糖回归到原糖呢，还是反过来呢？笔者认为，如果全球美元的强势地位中短期内维持，原油价格保持低位，那么毫无疑问，随着时间的推移，对国内郑糖市场很不利。哪怕是非法境外糖一点点累积，也会压垮食糖市场价格。

什么是信念？就是你认为能让你坚持的精神支柱。在市场经济价格分析体系中，供需决定价格，利润决定资本流向，价差波动就是信念，市场群体会自发性地抹平这些无风险套利的价差利润。我们坚信，内外糖价差，在未来一段时间，将会出现投资机会。

市场和技术分析

技术分析，是以整体和群体的角度去看待市场，而不管具体的参与者是谁。只要买的资金比卖的资金多，价格就会涨。单纯的技术分析，可能会过于无力，如果说技术分析的本质，其实就是寻找确定性的东西。未来价格走势是不确定的，但是我们通过理解市场波动而留下的信号，进而推断未来一段时间，价格最小阻力方向。在此种判断下，可以通过数次建仓和止损，来获取一种战略性的利润。

在 2014 年 12 月下旬，国内外糖价走势明显偏离。造成这种偏离的，只有两种情况，一是郑糖确实存在利多的潜在因素，被市场部分资金所察觉，他们慢慢累积仓位；二是郑糖短期受到某种因素干扰，企图上升，但是最终因为原糖的价格下跌而失败。从已经发生的事实来看，郑糖这一波行情，属于第一种情况。在 2015 年 1 月 14 日附近的整理，其实是属于势头的确认和强化，这是一种逻辑的加强。如果趋势足够强，市场认可度足够高，那么这个背离原糖价格的涨势，就会再次突破整理区间而上冲而去。

从 1 月 28 日到 3 月 19 日，这段整理行情，就是应对这原糖继续大幅走低，而且多头获利幅度越来越大，持仓量也在放大，对应的抛压也会越大。只是我们不知道市场会选择在哪一个价位出现调整。既然市场选择在这里出现整理行情，一旦整理后，方向向上突破，从技术分析的角度看，最小阻力仍然是向上的。就要敢于轻仓跟进，继续上涨确认后加仓。目前就是属于这种情况。

图 6：SR1509 技术走势图



数据来源：文华财经 南华期货研究所

图 7：国际原糖价格走势



数据来源：文华财经 南华期货研究所

南华期货分支机构

杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)
 电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)
 电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)
 电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)
 电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)
 电话: 0577-89971808/89971820 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B803、B805、
 B608、B609 室
 电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
 电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
 电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
 电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
 电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号
 电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
 电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
 电话: 0579-89292768

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
 电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
 电话: 0592-2120370

上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)
 电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)
 电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大
 厦第 34 层 3401、3410 号
 电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号金地商务大厦
 11 楼 001 号
 电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)
 电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
 电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格里拉 711 室
 电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)
 电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼
 电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
 电话: 024-22566699

芜湖营业部

芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
 电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

重庆市南岸区亚太路 1 号 1 幢 1 层 1-2
 电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
 电话: 0351-2118016

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 6 层 603、604 室
 电话: 0513-89011160 传真: 0513-89011169

普宁营业部

广东省揭阳普宁市流沙镇中信华府小区 1 幢门市 103-104 号
 电话: 0663-2663886

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net