



Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

王建锋 0571-87839284

wangjianfeng@nawaa.com

## 内无忧外有患

### 摘要

在内无忧外有患的大格局下，我们认为，国内郑糖的价格走势，大体上以宽幅震荡为主。国内减产和进口调节政策决定了糖价难以继续走弱；而国际市场的疲软和国储糖的“解套”，将会令郑糖的高点受到一定的限制。总体而言，宽幅震荡的区间在5000~6000。期权策略方面，以选择卖出宽跨式的期权为主，即卖出波动率

## 目录

第1章	策略汇总.....	4
第2章	内无忧、外有患.....	4
2.1.	内无忧 .....	4
2.2.	外有患 .....	4
2.2.1.	巴西出口受阻 .....	5
2.2.2.	巴西货币连续贬值 .....	5
2.2.3.	原油价格下跌导致乙醇销售受阻 .....	6
2.3.	国内储备糖的调节作用.....	7
2.4.	商品市场分析 .....	7
第3章	总结及策略.....	8
南华期货分支机构 .....		9
免责声明.....		10

## 图表目录

图：巴西原糖月度出口量-千吨.....	5
图：巴西货币雷亚尔贬值.....	5
图：巴西燃料乙醇出口情况.....	6
图：南华商品指数.....	7

## 第1章 策略汇总

基于对国内外食糖供需格局即将面临的主要矛盾的分析，我们认为，未来国内糖市将会出现宽幅震荡。郑糖将会在很长一段时间里，在国产糖减产和进口数量调节的情况下，下方价格得到支撑；而新榨季的抛储预期，将会限制糖价的上行高点。

策略建议：以 5000-6000 作为宽幅震荡的预判区域，期货可以考虑买进抛远套利，期权可以考虑卖出宽跨式组合。

## 第2章 内无忧、外有患

### 2.1. 内无忧

对于内无忧的看法，主要来自于两方面的考虑。一是国内新榨季减产是大概率事件。二是进口方面的调节，同样会在 2016 年延续。

通过上半年的调研，我们发现在新榨季，主产区中，广西甘蔗种植面积或将大幅下滑，其中，柳州下降最严重，降幅在 35-40%左右；南宁地区及周边降幅达到 30%；崇左和来宾地区种植面积降幅在 10%左右。种植面积下降是糖产量减少最直接的原因。

甘蔗种植的周期主要取决于种植利润周期。一旦蔗农发现无利可图的时候，或者相比较其他作物，甘蔗种植收益相形见绌的时候，蔗农就会考虑减少种植面积，或改种其他农作物。近两年，甘蔗收购价格逐步下降，但是种植成本却没有显著的下滑，这部分甘蔗价格的下降，给蔗农造成了实质性的收入下降。根据我们去年调研所列的成本核算表，假如按照广西平均亩产 4.4 吨计，本榨季 400 元/吨的甘蔗收购价，扣除成本等要素，农民种植收入仅 300 元/亩左右，远不如种植桉树、香蕉、柑橘、火龙果、剑麻等作物。

其二，进口节奏的调节，在 2015 年上半年的多头行情中，已经显示出它的威力。特别是在减产的榨季，这种供应端的限制，将会直接推升糖价。因为需求量相对比较稳定，或小幅增长。基于总量进口控制的思路，2015/16 榨季将会继续维持这个政策思想。我们认为，这样的局势下，很难看到糖价可以大幅下跌。

我们假设，新榨季产量在 900-1000 万吨，不考虑抛储方式的供应，那么需要进口 400-500 万吨，才能满足国内食糖的基本消费量。而进口量基本的总量控制会在 390 万吨以内。由此，我们可以猜测，2015/16 榨季，国家抛储或将是一个大概率事件。

总体来说，国内可以通过多个途径来满足国内食糖的基本消费需求，糖价总体可控。

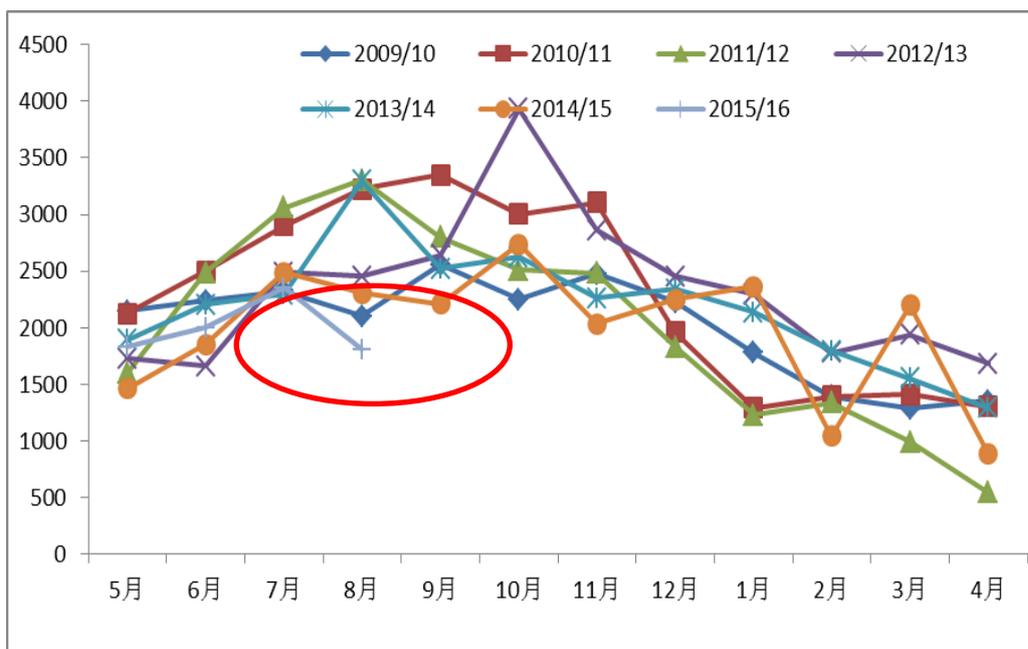
### 2.2. 外有患

国际市场方面，我们主要关注巴西和印度的种植和出口情况。当然，2015 年必须关注货币要素。至少在 2015 年的前三季度，巴西的汇率相对于美元大幅贬值，是 2015 年国际原糖价格下跌的主要驱动力之一。国际原油价格的下跌，也导致了巴西乙醇需求的替代性减弱，进一步加剧了全球食糖过剩的局面。加之我国对进口的调限制，尽管我国食糖却是是减产了，但是内外价差仍然会维持在高位。

### 2.2.1. 巴西出口受阻

我们可以看到，从 2014 年开始，巴西的出口速度就开始放缓了。因为全球过剩的局面仍然在延续。截止巴西糖协发布的最新数据看，8 月底，榨季累计出口 799 万吨，2014 年同期水平为 812 万吨，2013 年同期水平为 970 万吨。而巴西总体的原糖产量却没有显著的变化。简单地说，巴西目前面临的情况就是内忧外患，内需难以提振，出口又受阻。另外，乙醇的出口也因为原油价格的下跌，而导致其大幅减缓。

图：巴西原糖月度出口量-千吨



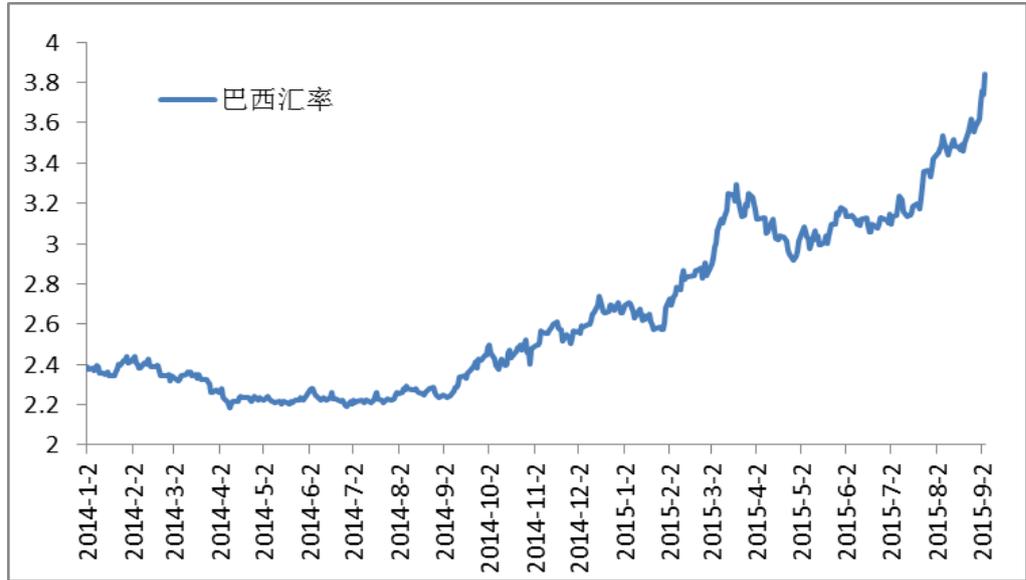
数据来源：巴西糖协 南华期货研究所

### 2.2.2. 巴西货币连续贬值

美元指数的升值，是全球经济放缓中的一个现象。国际资金从各个发展中国家的项目中抽离资金，回流到美国，或者以美元资产的形式存在。我们从各个主流商品货币的走势来看，伴随着美元升值，发展中国家的货币在快速贬值，类似于巴西雷亚尔，马来西亚林吉特。然而，由于 ICE 原糖是以美元定价的，因此巴西货币的贬值，导致了国际原糖价格的大幅下跌。但是，马来西亚棕榈油是以马来西亚林吉特作为标价的，因此，在马来西亚林吉特大幅快速贬值的过程中，看到的是马来西亚棕榈油价格大幅上涨。

当前美元方面可能会继续考虑加息等货币政策。这一国际市场的预期，将会加速发展中国家货币的贬值。近期的马来西亚棕榈油价格的表现，我们也可以看得到。巴西雷亚尔的贬值，或许还未结束。

图：巴西货币雷亚尔贬值

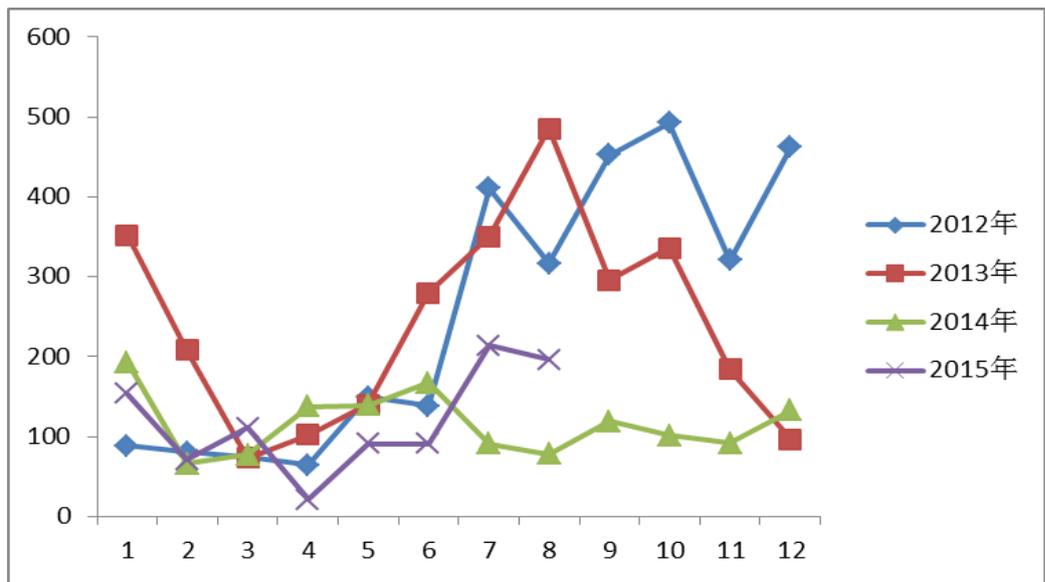


数据来源：BLOOMBERG 南华期货研究所

### 2.2.3. 原油价格下跌导致乙醇销售受阻

上文提到，国际能源价格的下滑，意味着巴西燃料乙醇这个作为主要能源替代品的价格，也会受到压制。而我们看到，从出口数据来看，巴西在最近两年的出口情况都不良好，而这两年就是原油价格大幅下跌的时候。我们查验了细节方面的数据，巴西原来主要出口的目的地为美国，而今，美国方面的进口大幅减少，然而巴西国内对燃料乙醇的消费却并没有明显增加。巴西国内经济情况并不良好，汽车存量的增速放缓，FFV 对燃料乙醇的需求拉动难以实现。

图：巴西燃料乙醇出口情况



数据来源：UNICA 南华期货研究所

## 2.3. 国内储备糖的调节作用

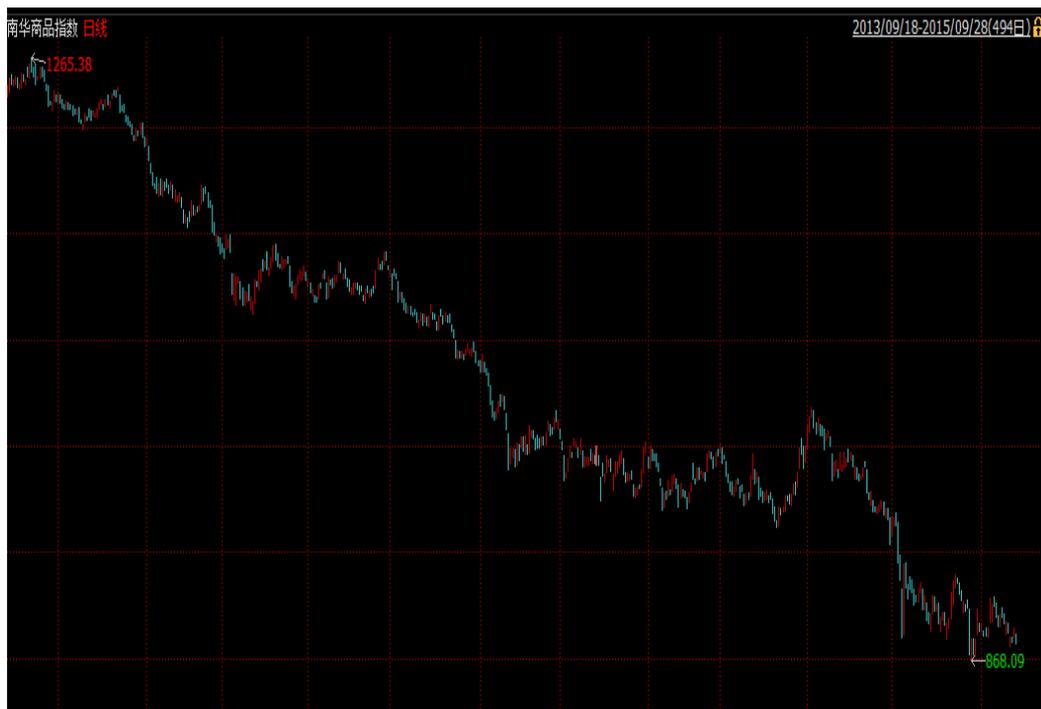
从国家当局的政策倾向性来看，进口总量的限制是可以预期的。因此，内外价差的主要调节端不会再国内，而应该在国际市场。如果原糖价格反弹，那么国内外的价差就会减小。相反，如果国际原糖价格继续走低，内外价差还会保持高位，甚至仍然扩大。

糖价不会成为一个高价商品，但是也不会让糖价下跌影响到制糖企业的生存危机。这是一个国家战略层面的角度。在进口限制条件下，国家储备糖在 2016 年的投放，或将是大概率事件，而投放市场的价格，将会成为届时糖价的一个标志性的高点。从往年的收储价格来看，基本上均价保持在 6200 元/吨的水平。简单地说，未来的糖价高点可能会在 6200 左右附近。再涨高一些的话，储备糖就可以“解套”了。

## 2.4. 商品市场分析

从 2015 年 5 月初以来的下跌，主要的弱势品种基本上已经释放风险到了尾声阶段。其中，有色金属、橡胶、黑色金属等，都已经充分释放风险。特别是近期的有色金属由于嘉能可的锌事件，对于有色金属市场的冲击，也相对有助于市场进一步释放空头风险。然而橡胶、油脂、PTA 等品种，已经开始跌势放缓。整个商品市场亟需一个具有市场投机号召力的品种来引导商品指数。从郑糖近期的走势来看，从 8 月 10 日创出低点后，就开始缓慢向上运行。市场在构筑一个新的多头矛盾。

图：南华商品指数



数据来源：南华期货研究所

### 第3章 总结及策略

上文我们主要分析了国内外食糖所面临的情况，国内由于进口调节政策的关系，且国内本身产量的大幅减少，导致了国内的供应端出现了挺价的基础。但是国际市场上，由于巴西货币雷亚尔的贬值预期，且美元可能存在继续升值的可能，基本面方面，由于巴西原糖出口放缓，巴西燃料乙醇的出口受到抑制，所有的一切，到指向了国际原糖走弱的可能。简单地说，内无忧、外有患。

我们认为，国内郑糖的价格走势，大体上以宽幅震荡为主。国内减产和进口调节政策决定了糖价难以继续走弱；而国际市场的疲软和国储糖的“解套”，将会令郑糖的高点受到一定的限制。总体而言，宽幅震荡的区间在 5000~6000。期权策略方面，以选择卖出宽跨式的期权为主，即卖出波动率。

## 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 传真: 0577-89971858

### 北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼  
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

地址: 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

广州市天河区天河北路 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

浙江省余姚市舜达西路 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

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)  
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

### 兰州营业部

兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北 (730000)  
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

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室  
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

### 慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 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

地址: 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

地址: 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

地址: 重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20  
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

### 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](http://www.nanhua.net)