

“熊”心白糖浴火 重生当在何日？

——白糖市场 2008 年回顾与 2009 年展望

摘 要

1、2008 年年初受到南方主产区雪灾影响，白糖期货价格短期内被快速炒作至接近 5000 元。不过接下来随着减产预期泡沫的破裂，价格开始了单边下跌行情，席卷全球的金融危机加剧了白糖的“熊”度，郑糖主力合约最低下挫至 2789 元/吨；

2、随着金融危机影响的不断扩大，原油价格暴挫至 2004 年大牛市启动前的水平，国际原糖的能源属性及金融属性逐渐消退，供求关系将成为主导价格走向的主要因素，牛市看供给，熊市看需求；

3、国内白糖行业遭遇“严冬”，价格长期在成本线之下运行，制糖企业生存艰难；

4、国储调控能力逐渐增强：新榨季期末国储库存将达到接近 300 万吨的高水平，占年度产量的五分之一左右；

5、结论：2008/09 榨季期末库存仍然处于高位，不过由于国储库存量占总库存的近 70%，因此价格波动区间将大大收窄，预计全年价格将在 2800-3400 区间进行宽幅震荡。

目录

第一部分 国际市场.....	3
一、供求情况	3
表 1. USDA11 月份公布的对 2008/09 榨季全球食糖供需平衡表	3
表 2. 各糖业相关机构对 08/09 榨季全球食糖供求情况的预测（原糖值）	3
二、国际传统基金持仓情况	4
图 1. 传统基金持仓与ICE#11 原糖价格走势	4
三、国际糖价走势预测	5
图 2. ICE#11 糖价走势预测情况	5
第二部分 国内市场.....	6
一、行情回顾	6
图 3. 白糖上市以来郑糖指数周K线	7
二、影响价格走势主要因素分析	7
1、供求平衡情况	7
表 3. 我国白糖供求平衡情况	8
2、天气因素	8
3、宏观调控政策	9
表 4. 2007/08 榨季白糖收储情况	9
4、替代品	10
图 4. 1996-2008 我国淀粉糖产量情况	11
图 5. 近几个榨季我国糖精内销数量	12
三、新榨季糖价的技术分析和基本面分析	12
3.1 技术分析	12
图 6. 郑糖连续周线走势分析	13
3.2 基本面分析	13
表 5. 新榨季我国白糖供求平衡情况预测	14
四、结论	14



第一部分 国际市场

一、供求情况

在 08 年 11 月中旬，ISO 在其最新的季度报告中称，预计 2008/09 榨季全球的食糖产量将下降至 1.623 亿吨（原糖值），较 07/08 榨季下降 3.8%。消费量预计将增长 2.4%，达到 1.659 亿吨（原糖值），因此预计 08/09 榨季全球糖市将出现 360 万吨的缺口。

产量的下降主要是因为第二大产糖国印度明显减产以及欧盟糖业改革削减产量。不过预计巴西的食糖产量将会增长 260 万吨，部分弥补印度和欧盟减产所形成的缺口。ISO 还预计 2009/10 榨季全球糖市的缺口将有可能扩大至 500 万吨，不过这要看巴西的具体情况，ISO 称，从目前看来，巴西扩张的脚步在短期内受到了全球金融危机的制约。

表 1. USDA11 月份公布的对 2008/09 榨季全球食糖供需平衡表

单位：千吨

	2006/07	2007/08	2008/09
期初库存	32,401	39,352	42,660
产量	164,526	166,574	158,781
总进口量	45,634	44,847	47,418
总共计量	242,561	250,773	248,859
总出口量	50,245	50,989	48,169
总消费量	152,964	157,124	162,082
期末库存	39,352	42,660	38,608

资料来源：USDA

表 2. 各糖业相关机构对 08/09 榨季全球食糖供求情况的预测（原糖值）

机构名称	公布时间	产量（亿吨）	消费（亿吨）	产量消费差（万吨）
ISO	2008 年 8 月 29 日	1.616	1.655	-390
	2008 年 11 月 11 日	1.623	1.659	-360
F.O.Licht	2008 年 11 月 3 日	1.612	1.617	-50
	2008 年 12 月 3 日	-	-	-580
USDA	2008 年 11 月 18 日	1.588	1.621	-330

资料来源：USDA，中国食糖网

从几大主要预测机构的预测结果来看，新榨季的产需存在缺口。由于 2007/08 榨季产量大幅增长，价格快速下挫，导致各国种植积极性都有所下降，而刚性的消费需求下降幅度



较小，因此产生了产需之间的缺口，尽管前榨季剩余库存较大，但是大幅减产给价格止跌回升提供了良好的基础。

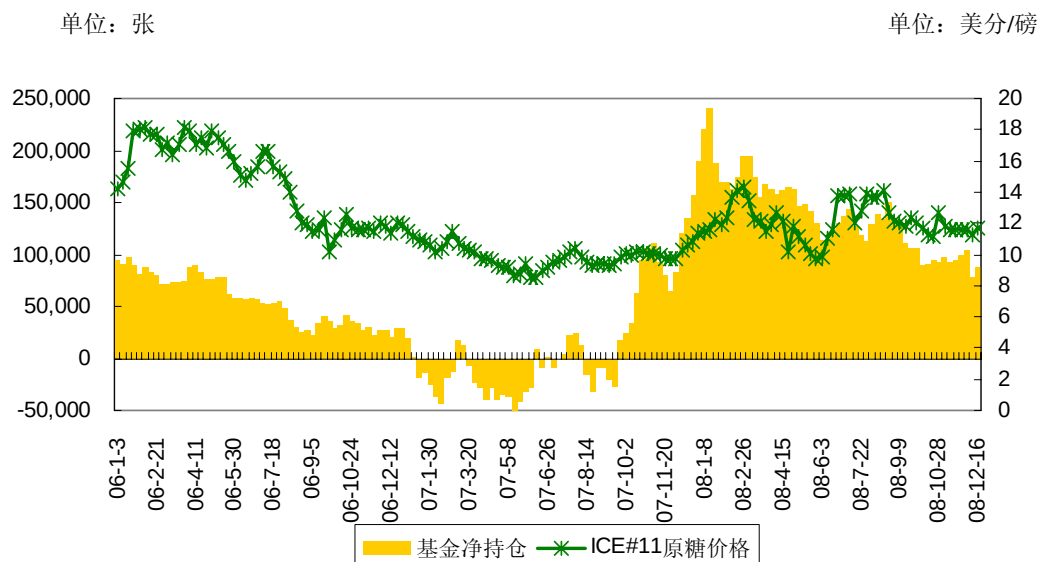
二、国际传统基金持仓情况

2007 年美元继续大幅贬值，美元指数持续单边下跌，这种形势一直延续到 2008 年。美元指数在 2008 年 3 月份达到 70.7，创下了近年来的新低，而同期以美元计价的大宗商品价格出现暴涨，黄金、石油，乃至金属、谷物都出现了长期大幅上涨，大宗商品的整体上涨导致 CRB 商品指数在 08 年的 7 月份达到了 473.97 的历史新高。

尽管 07 年谷物类及软商品类的价格出现强势上涨，但是国际食糖由于受到大幅增产的影响，价格非但没有出现其他商品那样的上涨行情，反而一直在低位盘整。基金开始逐渐注意到了这块农产品价值投资中的“洼地”，从下图中我们可以看出，从 2007 年下半年开始，纽约 11 号原糖传统基金净多单开始不断增持，最高达到 08 年 1 月的 24.1 万张。以多家投行倒闭为前奏的金融危机大面积爆发以后，白糖基金净多单数量有所下降，2008 年 2 月 22 日最新的基金净多单仅为最高点时的 35% 左右。

不过由于新榨季糖的产需间出现明显缺口，基金对于白糖又产生了新的兴趣。如果宏观经济稍微稳定，基金要寻找新的投资对象，那么白糖将是他们的重点目标之一。

图 1. 传统基金持仓与 ICE#11 原糖价格走势



资料来源：CFTC



三、国际糖价走势预测

由于受到席卷全球的金融风暴影响，包括原油在内的大宗商品价格暴跌，糖的能源属性和金融属性逐渐退去，又回归其商品的本性。下图是 Bloomberg 综合了诸多分析机构对未来糖价走势的预测值，从图中我们可以看出，权威投资、分析机构对于未来糖价的走势预测较为乐观。在褪去了能源属性和金融属性的光环之后，糖的价格将重新由供求关系来决定。牛市看供给，熊市看需求，需求将成为主导价格的主要因素。不同于工业品的是，作为食品原料，糖的需求较为刚性，受到的影响也将较小。根据 ISO 的预测，2008/09 榨季全球的食糖产量将较 07/08 榨季下降 3.8%，而受到人口增长等拉动影响消费量则将增长 2.4%，这也是机构对于价格上涨预期的主要基础之一。

图 2. ICE#11 糖价走势预测情况



资料来源: Bloomberg



第二部分 国内市场

一、行情回顾

2008 年郑糖市场主要经历了快速上涨，单边下跌，超跌反弹和弱势下跌四个阶段，各主要阶段具体情况如下：

第一阶段：受雪灾影响价格快速上冲（2008 年 年初—3 月 4 日）

受到春节期间主产区 50 年不遇雪灾影响，价格从年初的 4000 元左右上涨至最高 4857 元，涨幅超过 20%。

第二阶段：减产预期落空，单边下跌行情（2008 年 3 月 4 日—10 月 10 日）

随着榨季的不断推进，产量情况逐渐明了，减产预期落空，供大于求局面严峻，价格单边下跌。

第三阶段：价格跌至历史低点，超跌反弹（2008 年 10 月 10 日——11 月 10 日）

金融危机爆发后，郑糖指数创下历史新低后 2774 后超跌反弹，最高反弹至 3373，反弹幅度超过 20%。

第四阶段：反弹过后重归跌势（2008 年 11 月 10 日——12 月）

郑糖指数最高反弹至 3373 以后，严峻的经济形势和没有发生实质变化的基本面导致价格再度回落，此处郑糖有做双底可能性。



图 3. 白糖上市以来郑糖指数周 K 线



资料来源：文华财经

二、影响价格走势主要因素分析

1、供求平衡情况

作为大宗商品，白糖的供需是决定其价格走势的最重要的因素之一。2007/08 榨季，虽然在春节期间我国南方地区遭遇了 50 年不遇的罕见雪灾，但是由于各主产区有关部门即使采取抢救措施，保证了遭受冻害甘蔗及时入榨，因此白糖产量不仅没有大量减产，反而比前一榨季有了 24% 的提高。其中甘蔗糖产量 1368 万吨，同比增产 27%，甜菜糖产量 116 万吨，同比降低 7%。

尽管在今年的上半年金融危机的影响没有受到足够的重视，但是含糖食品的消费确实在无形中受到了抑制，尤其是今年夏天我国大部分地区降雨较多，气候凉爽，使得夏季的冷饮食品消费也没有出现较大幅度增长。而且 8、9 月份爆出的三聚氰胺奶粉事件，对在含糖食品中占重要低位的乳制品的消费产生了很大的抑制作用。不过由于白糖价格的长期低迷，前一个榨季被玉米淀粉糖抢占的市场份额又重新抢回很大一部分。对 2007/08 榨季的国内消费量调整为 1340 万吨，同比增长约 7%。

由于本榨季白糖产量继上榨季之后再创历史新高，因此导致国内白糖售价低迷。尽管在



相当长的一段时期内国内白糖售价仍高于进口糖,但是由于我国目前的食糖市场仍然没有完全对外开放,进口采取配额制,而且每年 194.5 万吨的配额量有 70%掌控在国有经济体手中,因此在国内供过于求比较严重的情况下进口还是在很大程度上受到了抑制。本榨季进口糖(白糖值) 88 万吨,同比降低 33%,而且其中的 45%是与古巴进行的政府贸易。

由于国际糖价在相当长的一段时间内也保持低位运行,抑制了国内白糖产品的出口,2007/08 榨季出口糖(白糖值)数量仅达到约 5 万吨。

由于 07/08 榨季白糖长时间于低位运行,为了保护糖农、生产商、经销商等多方利益,保持行业健康、稳定运行,国储展开了 3 次收储,累计收储 80 万吨,同时广西地方收储 30 万吨,共收储 110 万吨。尽管如此,2007/08 榨季期末的工业库存仍然达到了创历史记录的约 130 万吨,库存消费比达到近 25%,庞大的库存使得白糖价格一路走低。

表 3. 我国白糖供求平衡情况

单位: 万吨

	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
结转库存(1/10)	53	168	190	138	40	109
食糖产量	1,064	1,002	917	882	1,199	1,484
甘蔗糖产量	940	943	857	801	1,075	1,368
甜菜糖产量	124	59	60	81	125	116
国内总供给	1,116	1,170	1,107	1,020	1,239	1,593
进口	75	111	122	111	131	88
总供给	1,191	1,281	1,229	1,131	1,371	1,681
国内总需求	1,012	1,085	1,058	1,070	1,250	1,340
出口	12	6	32	21	11	5
总需求	1,023	1,091	1,090	1,091	1,261	1,345
国家储备	125	135	103	18	55	204*
商家库存	43	55	35	22	54	131
年末总库存(30/9)	168	190	138	40	109	335
库存消费比	16.4	17.4	12.7	3.7	8.6	24.9

注: 食糖榨季按 10 月 1 日到第二年 9 月 30 日计; 进口原糖已按 92%折合成成品糖

*包括广西地方储备 30 万吨

资料来源: 海关总署, 首创期货研发中心

2、天气因素

作为以农产品为原料的加工品,白糖的产量与其原料——甘蔗和甜菜是密不可分的。市场上的白糖 90%以上为蔗糖,甘蔗作为成品糖的主要加工原料,主要分布在以广西、云南



为主的我国南方地区。由于甘蔗的生长习性是宿根型，一年播种，三年收获，宿根越冬，因此冬季的异常天气就成了影响糖价的重要因素之一。2008 年春节期间，我国南方地区遭遇了五十年不遇的雪灾天气，对甘蔗的生长产生了较大的影响，很多地区的甘蔗出现了生长点受到损伤，含糖量下降的现象。虽然当榨季结束以后证明产量并没有像之前预期的出现较大幅度的减产，但是从价格的波动我们可以看出天气对于价格的影响不可小视，尤其是在种植面积已经确定的情况下，冬季的气温高低会提供很多炒作价格的题材。

3、宏观调控政策

我国的食糖储备主要分为两个方面：一个是国家储备（中央政府储备）；另一个是在中央政府调控下，各食糖主产区政府指令的工业临时储备。国家储备承储期较长，可以从根本上改变较长一段时期内的供求关系，对市场影响很大。而地方储备承储期较短，一般为半年时间，因此对市场的影响较小。

2007/08 榨季前期，业界对于食糖产量的预期达到了 1350 万吨，比上一榨季增长约 13%，出现供大于求的局面。受到供需关系影响价格始终处于低位运行，由于各项生产成本均有明显上涨，因此蔗农及糖企的正当利益很难得到有效保障。2008 年 1 月 10 日开始，商务部先后收储 3 批次，分别以 3500、3500、3400 元收储 30 万吨、20 万吨、30 万吨总计 80 万吨国产成品糖，期间广西地方储备也收购 30 万吨。

表 4. 2007/08 榨季白糖收储情况

单位：万吨

类别	批次	数量	开始时间	收储价格
国家储备	第一次	30	2008.1.15	3500 元（南宁车板价，含税）
	第二次	20	2008.2.26	3500 元（南宁车板价，含税）
	第三次	30	2008.7.8	3400 元（南宁车板价，含税）
广西地方储备	第一次	30	2008.6.16—8.31	3400 元

资料来源：华商储备内中心

国储及地方储备对于缓解供需压力起到了十分重要的作用，每次收储都引起了市场价格的较大波动。不过由于供应过剩数量过于巨大，加上整个宏观经济走弱的影响，收储最终也没有令糖价起死回生。

2008 年 3 月份以来，郑糖开始单边下跌行情，价格一路下破各个支撑位置，甚至早已突破了糖厂的生产成本，在此情况下，制糖行业亏损企业增加，农民糖料款兑付困难，整个行业经历了严峻的考验。

2008 年 1 月 4 日，发改委商务部联合颁布了关于 2008/09 榨季国产糖的收储通知，通知中表示，2008/2009 榨季开始以来，市场糖价低迷，制糖行业亏损企业增加，农民糖料款兑付困难。为了保护农民和制糖企业利益，经国务院批准，决定分两批以 3300 元/吨的价格



收储国产食糖 80 万吨。这样在 2008/09 榨季末，国储库存将达到创纪录的约 290 万吨，对于稳定糖价，保护各相关方利益，将起到非常重要的作用。

4、替代品

4.1 淀粉糖

从 2006 年下半年开始，我国的食糖价格呈一路下滑的走势，淀粉糖行业也面临着原料涨价和糖价下滑等诸多困难。2003 年时，全国淀粉糖企业共有厂家 525 家，年产 3 万吨以上的淀粉糖企业为 34 家，这 34 家的企业的产能是 433 万吨，年产 20 万吨以上淀粉糖的生产企业 8 家，占全年产量的 54%。随着市场竞争和行业重组，目前我国淀粉糖厂家数出现一定程度缩减，3—5 万吨的小厂目前已经关闭、停产了 40%以上。

但企业逐渐走向集团化、规模化发展，大厂产能还在逐步扩大，山东西王糖业控股、鲁洲生物科技有限公司等二十强淀粉糖企业产量已经占领 80%的市场份额。

根据以上两家企业的负责人介绍，目前的淀粉糖厂的利润主要来自生产初级产品淀粉、深加工产品玉米油、蛋白粉和回收利用产品如酒精等，而生产淀粉糖几乎没有利润，只是处于保证供应客户的状态。

下面从几个角度来分析一下淀粉糖和白糖的替代关系：

1、口感和工艺角度

柔软的食品如月饼，糕点需要使用具有吸湿性的淀粉糖作为甜味剂，而如饼干等较为松脆的食品就需要使用白糖。总之在含糖食品中，很大一部分的白糖和淀粉糖市场是刚性需求，很难因为成本的变化而出现大幅的变动。

2、从成本角度

国内主要用于淀粉糖生产的是玉米，一般情况下，1.4 吨玉米生产一吨淀粉糖。以山东地区为例，目前的玉米现货价为 1350 元左右，加工为高麦芽糖浆的生产成本目前应该为 2070 元/吨，结晶葡萄糖的生产成本为 2580 元/吨，果葡糖浆的生产成本为 2430 元/吨左右，果葡糖浆折合为同等甜度白糖生产成本约为 3480 元/吨。

而我们来看一下 12 月末济南地区白糖的现货报价仅为 3100 元/吨左右，销售价格甚至低于淀粉糖的生产成本。

3、使用便利性角度

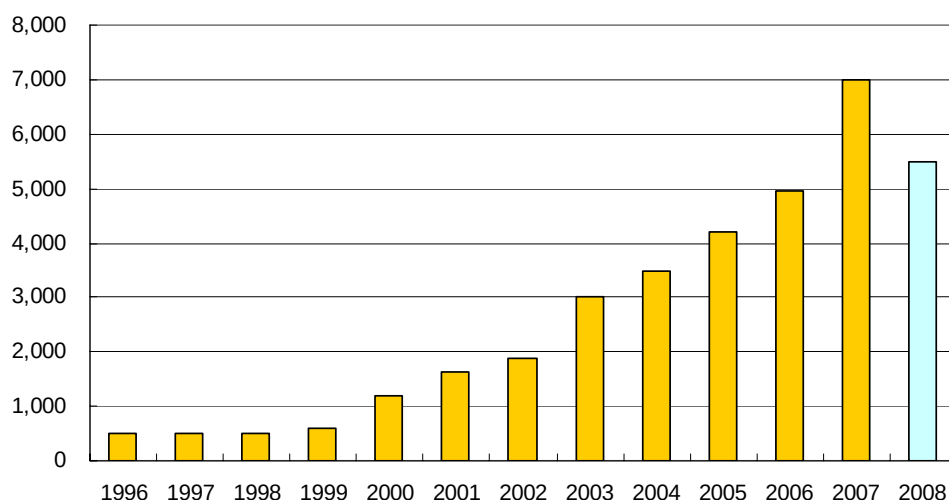
在具体使用上，淀粉糖的运输局限性较大。果葡糖浆的运输需要特殊的罐装车才能保证质量的稳定，而且其运输半径不能超过 500 公里，超过 500 公里就会由于运输储存条件的限制而使质量发生变化，因此我国的淀粉糖的使用主要还集中在北方地区。

从上面几个方面我们可以看出，2008 年淀粉糖对于白糖市场的竞争逐渐减弱，据统计，2007 年淀粉糖产量达到约 700 万吨，而 2008 年仅能达到 500-600 万吨，减产数量折合等量甜度蔗糖约 100 万吨。各项数据显示 2009 年淀粉糖对于整个白糖市场的影响也将十分的有限。



图 4. 1996-2008 我国淀粉糖产量情况

单位：千吨



资料来源：发酵工业协会

注：2008 年数据为预计值

4.1 糖精

1993 年，原国务院生产办公室和国家计委联合下发了《关于限制生产、使用糖精等化学甜味剂的通知》，1998 年，国家经贸委颁布了《关于严格控制糖精生产能力限制糖精产量和内销量的通知》，通知中指出，要严格控制糖精生产能力；严格限制糖精产量和国内销售量；努力扩大糖精出口；控制合成甜味剂的生产；对糖精生产企业组织检查。

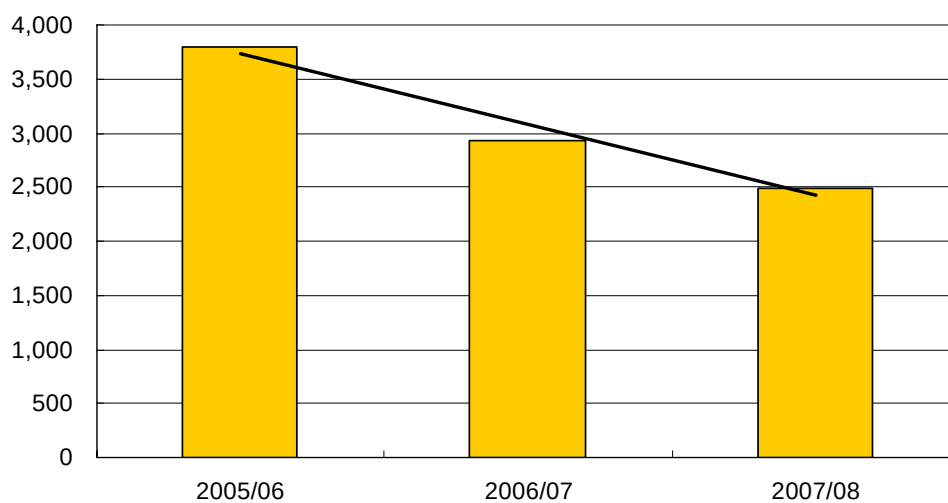
目前，全国共有 5 家定点生产糖精的企业：天津北方食品有限公司、天津长捷化工有限公司、上海福新化工有限公司、苏州精细化工集团有限公司、平煤集团开封兴化精细化工厂。

2007/08 榨季，我国累计内销糖精 2491.99 吨，比前一榨季减少 438.03 吨，按照 1:500 的蔗糖甜度来计算，2007/08 榨季糖精让出市场份额约 20 万吨。按照这个趋势发展下去，糖精的市场份额也将逐渐缩小，2009 年将再度让出 20 万吨的市场份额。



图 5.近几个榨季我国糖精内销数量

单位：吨



资料来源：全国糖精协作组

三、新榨季糖价的技术分析和基本面分析

3.1 技术分析

在郑糖连续的周线图上我们可以就看出，郑糖长期运行的区间下轨在 2008 年 7 月份被击穿以后，价格的中心持续下移，在最低下挫至 2789 之后探底回升，之前我们预计价格将以头肩顶或者 W 底的形式震荡上行。不过再次位置国家颁布了收储政策，对于价格的止跌起到了很大的作用，因此目前来看，价格更大可能将以 W 底的形式运行下去。



图 6.郑糖连续周线走势分析



资料来源：富远行情软件

3.2 基本面分析

根据我们对新榨季供需情况的预测来看,受到收益影响新榨季北方甜菜糖产区种植面积将有所下降,且南方新增甘蔗种植面积增速减缓,去年甘蔗宿根受冻灾影响单产将有所下降,这样总白糖产量将比前一榨季减产约 70 万吨。

由于新榨季对国际糖价的上涨预期导致进口糖价格大幅远低于国产糖的情况有所改善,因此进口糖数量将在 2007/08 榨季的基础上继续减少,目前预计值为 80 万吨左右;同时出口糖数量将有所增长,约为 20 万吨左右。

虽然 2009 年总体 GDP 增幅比 2008 年有所下降,但是经济仍然处于发展状态,加上人口增长对食品行业的硬性拉动,预计新榨季的消费数量将比前一榨季增长约 40 万吨。

本榨季将收储国产糖 80 万吨,同时古巴原糖将入库 40 万吨,不过上榨季广西的地方储备将出库 30 万吨,这样期末结转库存将为 425 万吨,将再次创下历史新高。不过大部分的结转库存都存在于国库中,工业库存水平与 2007/08 榨季基本持平,而且我们不排除广西地方再次收储的可能,这样期末实际工业库存数字将更加乐观。



表 5. 新榨季我国白糖供求平衡情况预测

单位：万吨

	2007/08	2008/09	增长数量	增长幅度(%)
结转库存(1/10)	109	335	226	207.3
食糖产量	1,484	1,410	-74	-5.0
甘蔗糖产量	1,368	1,320	-48	-3.5
甜菜糖产量	116	90	-26	-22.4
国内总供给	1,593	1,745	152	9.5
进口	88	80	-8	-9.1
总供给	1,681	1,825	144	8.6
国内总需求	1,340	1,380	40	3.0
出口	5	20	15	300.0
总需求	1,345	1,400	55	4.1
国家储备	204*	291	87	42.6
商家库存	131	134	3	2.3
年末总库存(30/9)	335	425	90	26.9
库存消费比	24.9	30.4	5.5	22.1

注：食糖榨季按 10 月 1 日到第二年 9 月 30 日计；进口原糖已按 92%折合成品糖

*包括广西地方储备 30 万吨

资料来源：海关总署，首创期货研发中心

因此，我们可以看出，虽然糖的供需情况看来仍然不十分乐观，但是最艰苦的时候我们已经经历过，新榨季的白糖价格不会长期运行于成本线之下。

四、结论

通过技术分析和基本面分析，我们可以看出糖的供需不支持糖价的大幅上扬，同时也不支持糖价的大幅下挫：

1、国储库存将达到创历史记录的近 300 万吨，占新榨季期末总库存的近 70%，大大的缓解了市场压力，起到了蓄水池的作用；不过同时也给糖价的上行带来了重重压力；

2、2009 年糖价将在 2800-3400 区间内振荡，之前运行两年左右的区间下轨将成为价格运行的上行压力。

3、在目前的高库存消化完毕之前，价格几乎不可能再重新回到 08 年初的价格水平，国内的白糖市场将演绎国际糖近年来的走势：增产——价格低迷——继续增产——价格持续低迷——出现减产——价格稳定——持续减产——止跌回升。

4、关注诸多不确定性因素，如地方增加储备，主产区冬季天气情况等利多因素。