

# 储备糖:糖价头顶的达摩克利斯之剑

长城伟业期货 陈树强

近期糖市风云突变,放储和仓库的压力令市场人心惶惶。加上主力多头突然翻空,导致形势急转直下。由于储备糖放出或者仓库的细节目前都没有确定,笔者看来,糖市短期内恐怕难以摆脱震整的格局。

## 6月销售数据中性

产销数据方面,截至今年6月末,全国累计产糖1243万吨,累计销糖912.7万吨,产销率73.4%。有利的方面是,由于减产幅度更大,产销率要比去年同期68.5%多出5个百分点。不利的方面是,由于广东糖销量下降比较明显,北方甜菜糖的表现也很一般,导致单月销量同比减少近20万吨,只有115万吨。

总体而言,这个销售数据偏中性。不过,从结转库存的角度来看,本榨季末供求仍然会偏紧。因为截至6月末,全国工业库存已经将下降到330万吨左右,基本相当于去年全国三季度的销量之和,远小于去年同期的库存水平467万吨。但由于去年有60万吨的国家和地方储备是在下半年才收的,因此预计要到10月底,全国食糖的工业库存才能销售殆尽。但流通领域的供应紧张或多或少都会对糖价构成支撑。总之,流通领域的糖不够卖是本榨季糖价的最本质支撑。

## 含糖食品产量高位企稳

应该说,今年6月份的含糖食品行业产量数据跟5月份变化不大,继续高位企稳的态势。碳酸饮料方面,果汁饮料、乳制品、饼干和糖果这5个用糖量最大的行

业里,乳制品的产量累计增速由5月份的3.3%下降到1.9%,而果汁饮料的累计增速则从24.1%下降到22.7%,不过环比下降的幅度并不明显。碳酸饮料的累计增速从5月份的5.45%增加到8.3%,饼干则从负增长0.6%转为正增长3.5%,后两者增长基本能够对冲掉前两者增速的放缓。而糖果的产量增速环比持平。至于夏季消费量比较大的冷冻饮品,累计增速略降一个百分点,表现尚可。

我们认为,含糖食品行业增速见底后持续回升的势头恐要暂停一段落,后面可能在一段时间内高位企稳,继续改善和突然恶化的可能性都不大。按照目前的下游含糖食品增速的情况,上榨季的实际消费量按照1300万吨计算,则本榨季食糖消费量达到1350万吨的难度并不大。这样来一去,供应方面按照1240万吨的产量,60万吨的进口量,100万吨的老糖结转库存计算,而消费方面按照1350万吨的销售量,70万吨的实际收储量计算,到了本榨季结束的时候流通市场上可能缺糖20万吨(1350+70-1240-60-100)。缺口需要通过国家放储或者更多进口来弥补,从而对远期糖价构成支撑。

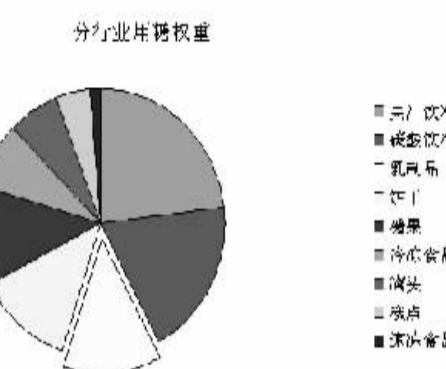
## 替代糖市场份额可能增加

淀粉糖、化学甜味剂等替代糖和食糖的关系就像跷跷板的两端,必然此消彼长。淀粉糖方面,2008年由于食糖价格很低,淀粉糖的生产成本更显得相对高些,两面夹击导致淀粉糖企业的日子比较难过,替代性有所削弱。但今年情况出

图1: 6月月度销售量 北略略



图2: 含糖食品行业用糖权重



## 抛储分寸影响后期行情

前面阐述的本榨季流通领域供求偏紧,可能有小的供应缺口出现的判断,都是在不考虑储备糖的前提下做出的。但毕竟国家和地方两百多万吨的储备糖并不是个小数字,尤其是去年收储的一些糖,今年也临近保质期,有仓库的需要。对多头来说,更为不利的是,从近期部分糖协领导在公开媒体的发言来看,本榨季末糖不够卖似乎已经成为协会的共识,并且有观点认为缺口可能并不小,这样来看放储似乎不可避免。但问题是,本榨季的食糖销售量能否达到1400万吨,这直接决定后期的缺口大小。笔者观点,消费达到1400万吨的可能性不大,缺口也不会太大。在这种情况下,如果抛出60万吨以上的储备糖,对于糖价的上涨无疑将构成压力,甚至可能导致意外的调整出现。尽管目前处在糖市三年牛市周

期的第一年,但牛市中也不能排除调整的可能,道理如同熊市一样会反弹。笔者认为,抛储的分寸是影响后期行情的关键因素,只从目前的情况来看,似乎不能太乐观。

值得一提的是,近期的持仓变动无疑是一具有现货背景的主力多头突然大举翻空,从净多两万手变成了净空两万手,从持仓角度给行情带来偏空的影响。加上抛储方案具有很大的不确定性,笔者建议,以SR1001合约4100点整数关口作为严格的多空分水岭,守住可少量多单,失守则翻空,以收盘价格为准。整体看,在短期局势尚未明朗之前,观望也不失为一个好的方法。从长期周期看,即便中短期的走势因抛储影响意外趋弱,糖价处于牛市周期之内仍然没有疑问。打个比方,我们可以在多头的交响乐中适时加入几个空头音符,但全程演奏空头奏鸣曲的时间,还为时尚早。

## ■窝轮之窗

### 市况波动

### 警惕牛熊证收回风险

### 法巴银行

美国陆续公布的银行股业绩表现持续强劲,抵消贷款机构濒临破产边缘的利淡因素,上周四美股先跌后升,道指升穿8700点,收8711点。港股上周五高开近200点,略回吐即回复升势,午后升幅扩大,且成交比早市增加,并升穿月初高位18800点水平,高见18856点。收盘报18805点,升443点。全日成交近662亿港元,连续第4日上升。从周涨幅看,恒指全周上升1098点或6.2%,收复上两周失地。全周成交达3012亿港元,亦较上周增加9%。

盘面观察,上周初,恒指跌穿50天平均线至17186点,上周三再升回10天及20天平均线上,走势转强,而上周四再升穿下降通道顶约18500点水平,其后现后抽,以阴烛跌回18300点水平。不过,经消化获利沽盘后,恒指上周五在两大重磅股汇控00005.HK及中移动00941.HK领涨下,再向上冲穿上日高位18700点阻力,并收于18800点之上,扭转本月先高后低的走势。

上周三,港股大市及窝轮市场成交增加,惟牛熊证市场成交不升反跌。究竟原因,仍由于牛熊证存在收回机制,过去两个交易日共有72只熊证被强制收回,令不少投资者却步。加上,牛熊证收回后的剩余价值需时几个交易日才过户到投资者手上,令部分资金被锁定,减低流动性。近日美股走势对港股后市影响显著。港股连日受外围带动,轻微高开,持有牛熊证的投资者更要注重收回风险。故此,现阶段处于较反复波动之时,投资者应选收回价距离恒指水平约1200点或以上才算较为稳妥。过去一周,熊证街货比例持续增加。市场上现有熊证街货约45亿份,牛熊街货比例约为3:7,反映市场仍以造淡投资者占多数。

上周五港股午后狂飙,最高升至18855点,接近前期高位18883点。大市狂升,投资者则狂沽。当然,笔者讲的并不是沽货获利,而是沽货止损。以往大市向下,不少投资者均会买入熊证作相反部署,上周五虽亦见部分投资者入场买熊,但沽货者更多。而且,沽出的多为距离收回价仍有300多点的熊证。以往投资者可能在升市时仍会买入此类熊证,用其高杠杆搏反弹。不过大市连升四个交易日,气势如虹,部分投资者担心本周一港股可能持续升势。因此,虽然上周五不少熊证下跌超过4至5成,但投资者仍选择止损离场,免得本周一大市再度上升,要承担收回风险。此举亦可从上周五的牛熊比例略知一二。过去数日,大市上升,熊证街货持续累积,牛熊比例亦达34:66,惟上周五熊证比例在升市中突然减少5%,反映有资金流出。

## ■期市平台

# 新高突现 审慎对待沪胶超涨

东航期货 杨文虎

## ■债市平台

## 债市压力重重

## 收益率曲线整体上移

富滇银行 唐定

近期债市面临的重重压力在上周得到集中体现。基本面上,二季度经济数据全面向好,7.9%的GDP增长率位于市场的预期的顶端;政策面上,央行继续着手调整,定向央票的传言伴随着1年期央票利率连续第二周的上行;资金面上,超级大盘股中国建筑即将IPO的消息推动着资金利率大幅上扬,隔夜回购与七天回购加权利率一周内分别上行27BP和33BP。种种利空打压之下,上周债市延续跌势,收益率曲线继续在平坦化中整体上移。

在中国经济强势复苏的同时,值得关注的是,近期外部经济出现了相当程度的好转。IMF近日将今年世界经济的增长的预期下调了0.1%个百分点,但却将2010年世界经济的增长预期提高了0.6%个百分点;美联储近期公布的会议纪要认为,长达18个月的经济衰退即将结束,并预计明年美国经济将实现温和增长;欧盟统计局14日公布的初步统计数据表明,第三季度欧元区经济比前一个季度增长了0.7%,明显高于第二季度0.3%的增速。从这些数字来看,战后最严重的经济危机已开始逐渐步入尾声。对于中国经济来说,一旦外需得到了明显改善,则宏观经济的复苏进程出现波动的可能性将大大降低,而债市不可避免将承受持续的压力。

基于这样的背景,预计后期债市总体难以出现太大行情,但市场对收益率上行过程中定价偏差的不断修正仍有可能带来阶段性的交易机会。如目前短期国债利率与央票利率的倒挂,一方面可以理解为市场对央票利率继续上行的预期,另一方面同样也可看作市场对于国债风险的夸大。此外,短端收益率的风险已经在短期内的大幅上涨中得到了相当的释放,假如后期IPO节奏放缓导致资金利率出现回落,同样有可能带来阶段性的机会。

上周沪胶市场上演了一出火爆的突破上涨行情,当周主力0911合约大涨1010元/吨并收上年内新高。与此同时,天胶的总持仓规模也上升到前所未有的25.9万张,其中仅0911一个合约的单边持仓规模就高达50万吨,多空对决的激烈程度可谓空前。虽然笔者对胶价的中长期趋势持乐观看涨态度,但对于突如其来的大涨,是否可以膨胀我们乐观的情绪则需要审慎思考。笔者主要从微观的角度来分析行情后市可能出现的变化。

笔者先来分析下上周天胶价格上行行情的演进的进程,并结合当时发生事件背景来进行分析。首先,上周沪胶的拉升阶段主要集中在7月15日和7月17日两天。其中7月15日是行情的突变点,7月17日的上涨则是对先前上涨行情的延伸。7月15日,市场上关注度比较高的新闻有两则:一是央行发布的关于6月份的信贷报告,二是《汽车以旧换新新实施办法》

的出台。虽然市场此前已经知道6月份超常的信贷增长,同时汽车以旧换新的政策也并不是新的概念,但中央财政新增40亿补贴资金则将有利于巩固现有汽车销售强劲的趋势,这对胶价的中长期盘升是个实实在在的支持。当日,胶价迅速突破了一来月的盘整高点,为胶价冲击年内高点奠定了技术性支持。

不过,伴随胶价突破上涨的同时是持仓规模的持续增长,这意味着多头在拉升行情的过程中并未显得十分轻松。从两个拉升日的变化特点来看,7月15日0911合约的涨幅要高于1001合约,但在7月17日则是1001合约引领0911合约上涨。最终,1001合约在当周的涨幅超过0911合约240元/吨,两者价差也达到异乎寻常的700元/吨。通常2个月合约间价差超过400元/吨就会出现无风险套利机会,因此两者价差大就显得有些突兀。

通过持仓分析,我们可以发现,

1001合约的新增多头主要是浙江永安。该席位在1001合约上的多头头寸有4418张,在1001合约上的持仓量超过了当日该席位的新增多头头寸,而其在两个合约上的净多头头寸不过2000余张,说明该席位买入远月拉高行为应属于策略性的防守。之所以1001合约与0911合约间的价差可以脱离常规,还在于交易所6月份出台的交割新规变化,因为旧标准仓单不能转抛到1001合约,为永安大肆拉高远月进行保护近月空头提供了概念性支持。新规出台后,从2009年6月份起流入交易所的仓单必须符合新仓单标准,因此从交易所公布的库存进出变化来看,截至7月17日累计流入交易所的天胶库存量大致可以判断出有8000吨左右,这也说明旧标准仓单的库存规模仍有3万余吨。显然,旧仓单的存在对近月合约来说仍是一个较为利空题材,这也是空头不愿放弃近月空头头寸的原因所在。

其次,从成本角度来看,目前进口胶在保税区的报价大约在1710美元/吨。若以天胶20%税率计算,那么进口成本应在16200元/吨上下。但若以符合胶零关税成本做比较,则进口胶成本则要大大低于当前国内期货胶价的水准。同时,国内现货胶价仍徘徊在15000元/吨附近,因此现货价格涨势迟缓对期货胶价的上行仍存在较大的约束力。

最后,从技术形态进行分析,0911合约由于高点表现为上倾,因而其在突破上涨的延伸方面将会阻力重重,而1001合约的突破较符合平台突破原则,后市抗跌性或会优于0911合约。综合评估,当前国内胶价上涨已有超涨成分,后市突破续涨能力将面临挑战。若后市有调整行情出现,做多机会应多关注1001合约的平台支撑。鉴于交割规则的变化,买近抛远套利的风险是不可估测的,因此建议投资者不要贸然参与买进抛远操作。

## ■环球一周

# 美股引领全球股市强劲反弹

恒丰证券 梁渊

上周,美股呈现强劲反弹,获取近4个月的最佳表现,引领欧亚主要市场全面向好。道琼斯指数上周五收报7439.4点,较前周上涨7.33%;纳斯达克指数收报1886.61点,较前周上涨7.43%;标准普尔500指数收报940.38点,较前周上涨6.97%。欧洲方面,富时100指数上周五收报4388.75点,较前周上涨6.05%;德国DAX指数收报4978.40点,较前周上涨8.79%;巴黎CAC40指数收报3218.46点,较前周上涨7.89%。亚洲方面,日经指数收报9395.32点,较前周上涨1.16%;香港恒生指数收报18805.70点,较前周上涨6.20%。

国际商品期货方面,纽约商业期货交易所(NYME)原油期货上周五收高,因美房屋开工数据较佳且伊朗局势不稳等带动油价攀升。NYMEX-8月原油期货结算价收高1.54美元,收报每桶

63.56美元,较前周上涨6.13%;伦敦布兰特8月原油期货结算价上涨0.16至每桶65.38美元,较前周上涨8.03%。纽约商品期货交易所(COMEX)期金上周五收高,因原油价格上涨令投资者对经济复苏及通胀预期抬头。COMEX-8月期金结算价上涨2.10美元,报每盎司937.50美元,较前周上涨2.74%。伦敦金属交易所期铜上周五收高,受经济数据提振带动,三个月期铜MCU3收盘报5310美元,较前周上涨9.26%。

通过前几周的回落,美国道指在8100点止跌反弹,连续上涨了一周。这主要得益于以英特尔、强生、摩根大通及IBM等大型公司超预期的业绩重燃了市场对经济复苏步伐的信心。而经济数据方面,利好消息频传。例如,上周公布的工业生产和纽约制造业指数跌幅均有所放缓,而消费者价格上涨步伐温和;美国7月11日当周初请失业金人数大幅下滑,触及1月以来低点;美国商务部上周五公布,今年6月房屋开工年率增长3.6%,年率为58.2万户(预估为53万户),5月为增长17.3%(前值为上升17.2%),为56.2万户(前值为53.2万户);6月独户房屋开工增长14.4%,创下2004年12月以来最大增幅,年率为47.0万户。这些数据也对股市的大幅反弹提供了市场乐观情绪。

当然,期间也反映出部分负面的消息,包括美国大西洋沿岸中部地区7月制造业活动指数为负7.5,逊于预期,为连续第10个月下跌;而通用电气营业收入下降幅度大于预期,以及美国银行信贷亏损大增也可以看出目前美国经济前景的不稳定性依然存在。不过,总的来说,

美国业绩期开了一个很好的头,有助于在关键时刻挽救了市场的信心,预计短期内这种乐观情绪还将继续维持,推动道指上试9000点关口。同样,受到外围与国内两地市场的推动,港股的反弹幅度也是相当可观。在业绩期前,有部分资金已开始追捧之前调整幅度较大的银行、石油能源类股份。从技术上分析,恒指在突破18800点重要阻力位后,有望进一步挑战19200点,甚至20000点。

