




高岩

农产品分析师

从业资格证： F0249001

 010-84261653

 gaoyan@neweraqh.com.cn

 www.neweraqh.com.cn

毕业于中国矿业大学金融学系，
主攻白糖等农产品品种，精通相
关产业链，有为上市公司制定、
实施套保方案的成功经验，并致
力量化套利及程序化交易研究，
专访、专栏及日常评论散见于主
流财经媒体。

旺季不旺进口激增 季节性反弹受限

内容提要：

■ 宏观面阶段性主导大宗商品走势。欧债危机不断升级，步入恶性循环，当前举措仅能换来暂时平静，阶段性风险释放仍将强烈扰动大宗商品走势；我国经济运行于复苏性增长后的调整阶段，CPI 下行带动糖价走低并限制其季节性反弹幅度。

■ 2011/12 榨季我国食糖产量 1151.75 万吨，加上 128 万吨期初库存和预期 300 万吨的进口量，总供应量高达 1580 万吨，总消费量预计为 1356 万吨，库存消费比高达 16.48%，处于近几个榨季较高水平，供应宽裕。

■ 预计截至 6 月底全国食糖总库存为 730 万吨，国储 100 万吨收储在缓解供应压力方面作用有限，收储底价难以形成托底支撑。

■ Kingsman 预计 2012/13 制糖年全球食糖供给过剩量将达到 930 万吨的水平，全球食糖供给连续第三年过剩；据最新统计显示，我国 2012/13 榨季甘蔗种植面积稳中有增，预期产量将达到或超过 1200 万吨，加之大量的结转库存，供应压力不减。

■ 下半年行情以 10 月份为界分属两个榨季，夏季消费旺季反弹行情受限于当前历史高位的库存水平及庞大的进口量，续跌不止，预计夏季季节性反弹行情力度将严重受限；当前中线跌势或于 7 月中上旬震荡筑底，8 月份走次级反弹行情，9 月份开始震荡回落。

因农历闰月原因，春节消费延后，四季度糖价趋跌，郑糖将在跌势中结束 2012 年行情，预期低点在 5300。

关键词：欧债危机 增产周期 供应过剩 进口 收储 下跌

一、宏观经济形势强烈扰动大宗商品价格

(一) 美国复苏仍待政策刺激，欧债危机不断升级

美国今年上半年难以延续去年四季度的增长势头，经济增速明显下滑，一、二季度经济增速徘徊在 2% 上下，整体仍处于温和复苏周期。其中二季度整体表现低于预期，政府部门持续缩减开支及新增就业不稳定对经济造成拖累，居民消费增长回落，经济的复苏运行过度依赖美联储宽松的货币政策，这从当前市场对于 QE3 推出的关注度也可可见一斑。

一季度美国经济增长结构较去年改善，个人消费和出口上升成为对经济贡献最突出的两个项目，贡献率分别高达 1.9% 和 1%，去年四季度经济增长过度倚重补库存的状况得以转变；目前美国政府部门缩减开支依然成为经济复苏的制约因素，且由于财政紧缩是可以预见的时间内将长期执行的政策，公共部门的增长制约将部分抵消私人部门的贡献。

此外，美国劳动力市场新增就业人数出现反复，但失业率下行空间已然有限，房地产投资温和增长，房价震荡企稳也加大了房地产业对经济的贡献率。下半年美国面临总统大选、国债上限等财政问题，QE3 推出预期虽然阶段性升温，但目前美联储仍以引导宽松预期的联储沟通为主，QE3 作为关键的一张牌，将在关键的时间点祭出，若以欧债危机为代表的风险因素不激化，则美国将平稳运行在经济复苏周期，下半年 GDP 增速将保持在 2% 左右的水平上。

欧洲的情况远没有美国乐观，4 月份以来欧债危机不断升级，黑天鹅不断亮出它的翅膀，紧缩、衰退、恶化、危机、救助、再紧缩，欧债危机似乎步入了环环相扣的死循环。希腊保守派民主党赢得大选暂时解除了希腊退出欧元区的风声，但希腊大选刚刚过去，西班牙国债拍卖收益率即飙升至 7% 高位，处在欧债危机风口浪尖的国家挨个儿不消停，暂时处于危机第二梯队的大经济体如德国的政治压力倍增，“不作为”为欧债危机赢得有限利好。阶段性的货币危机、持续的流动性压力、中长期的经济衰退压力成为危机的三大显著特征，欧洲央行的货币政策在解决危机方面显得力不从心，目前仅扮演将危机爆发时点往后拖延的角色，LTRO 应界定为应急举措，赢得短期平静但未能触及欧债危机的病根，偿债能力得到根本改善之前，危机难以消散，围绕欧债危机的系统性风险释放仍将扰动短期市场氛围，在风险释放的阶段，宏观面将取代行业基本面而主导商品价格走势。

(二) 经济周期及货币因素扰动郑糖价格

通过对比 GDP 当季同比增长率可以看出，开始于 2009 年一季度的新经济周期在经历一年左右的复苏式增长之后当前已经步入了增速放缓的调整阶段，自 2010 年年中至目前，增长率逐步回落，今年政府工作报告于 10 年来首次将经济增速预期下调至 8% 之下，针对经济增速下行风险做好了准备。

与经济波动周期相呼应，自 1999 年 5 月开始，CPI 以 23 至 29 个月不等周期波动，自 2011 年 5 月份以来，CPI 已经处于新周期的下行过程中，2012 年 CPI 上半年平稳回落，预计 CPI 将于三季度见低点，随后小幅回升，全年涨幅

图 1-1 CPI 周期性波动规律分析



数据来源：新纪元期货研究所

图 1-2 CPI 与白糖价格波动比较



数据来源：Wind

已经处于新周期的下行过程中，2012 年 CPI 上半年平稳回落，预计 CPI 将于三季度见低点，随后小幅回升，全年涨幅预计为 3.7%。

温总理讲话强调“将经济增长放在更加重要的位置”标志着政府工作重心的转变，6 月份以来，基础建设投资增速加快、重大项目接连获批、央行降息等刺激经济的举措稳步展开，预计全年广义货币供应量增长目标为 14%，经过一个季度的政策传导和消化，四季度 CPI 震荡回升的条件较为成熟。

郑糖价格与 CPI 存在正相关关系，CPI 增速对郑糖价格波动具有重要参考意义。

二、供求分析

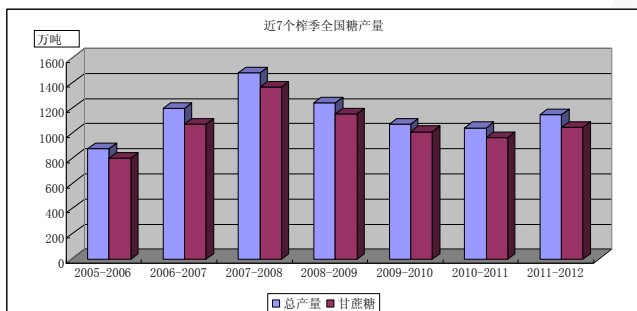
（一）中国供求分析

随着 5 月 13 日云南省最后一家制糖企业收榨，标志着全国 2011/2012 榨季生产结束。据中国糖业协会于 6 月上旬公布的简报，2011/12 年制糖期全国共生产食糖 1151.75 万吨（上制糖期同期产糖 1045.42 万吨），比上一制糖期多产糖 106.33 万吨，其中，产甘蔗糖 1051.015 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 966.04 万吨）；产甜菜糖 100.735 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 79.38 万吨）。

1151.75 万吨的产量与一季度糖协作出的产量预估相差无几，为连续第二年增产，增产幅度 10.17%，我国食糖生产正步入恢复性增长周期。

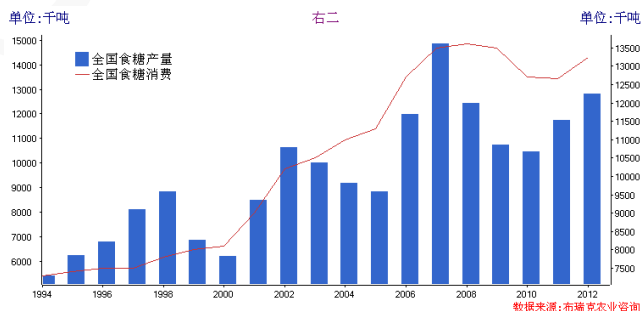
国内食糖消费自 2000 年以来以 6.1% 左右的平均增速稳步增产，近两个榨季因高糖价引起替代品份额增加，消费增速略有回落，综合预计 2011/12 年度我国食糖消费量约为 1350 万吨。

图 2-1. 近 7 个榨季全国产糖量对比



数据来源：新纪元期货研究所

图 2-2. 我国食糖产量及消费量统计



数据来源：布瑞克农业咨询

根据最新获取的数据更新供求平衡表如下，同表对比最近四个榨季供求平衡变动。

同一季度供求平衡表对比分析，原预测产量 1150 万吨与实际产量 1151.75 万吨出入不大，作为总供给的第二大组成部分，进口量以居高不下之势增长，多机构上调 2011/12 榨季进口量预期至 300 万吨，因此本榨季总供应量将高达 1580 万吨；消费旺季不旺，预计本榨季消费量约 1350 万吨，增长率略低于近 10 年平均水平。

据此测算，本榨季期末库存将超过 200 万吨，库存消费比接近 2009/10 榨季 17.3% 的水平，本榨季供应平衡偏宽松，宽松的供需格局从根本上瓦解了牛市行情根基，而目前迟迟不见起色的消费则加剧了糖企对于囤货的担忧。

表 2-1. 2008/09 榨季以来国内食糖供求平衡表 (单位: 万吨; 元/吨)

榨季 项目	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 (部分为预测值)
期初库存	500.68	416.78	241.78	127.78
产量	1242	1073	1045	1151.75
进口	95	147	207	300
国家收储抛储	-80	170	187	100
国内总供给	1757.68	1636.78	1493.78	1579.53
出口	4.9	9	7	6
国内总消费 (含出口)	1340.9	1395	1366	1356
期末库存 (含国家储备)	416.78	241.78	127.78	223.53
国家储备	261	148	60	100
库存消费比	31.1%	17.3%	9.4%	16.48%
现货均价	3674	5248	7102	6760

数据来源: 中国糖业协会

(二) 上半年销糖率低迷, 库存压力高企

据中国糖业协会简报公布的最新数据, 截止 2012 年 5 月底, 本制糖期全国累计销售食糖 667.62 万吨 (上制糖期

表 2-2. 2011/12 榨季截至 5 月底全国产销进度 (单位: 万吨 %)

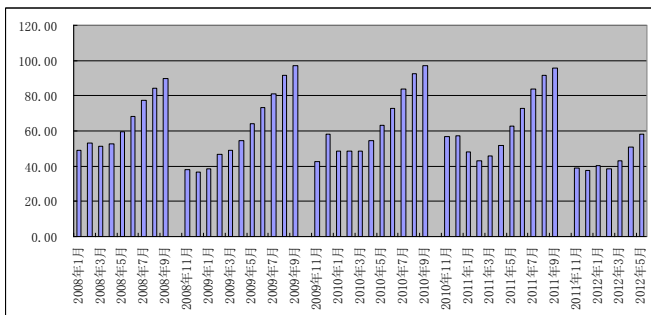
省 区	截至 2012 年 5 月底累计		
	产糖量	销糖量	销糖率
全国合计	1151.75	667.62	57.97
甘蔗糖小计	1051.015	603.01	57.37
广东	114.91	99.18	86.31
其中: 湛江	99.36	86.36	86.92
广西	694.2	396.8	57.16
云南	201.36	86.2	42.81
海南	30.88	15	48.58
福建	2.09	0.06	2.87
四川	3.35	2.41	71.94
湖南	1.51	1.51	100.00
其他	2.715	1.85	68.14
甜菜糖小计	100.735	64.61	64.14
黑龙江	28.38	16.5	58.14
新疆	47.165	32.68	69.29
内蒙古	13.71	8.5	62.00
河北	4.96	3	60.48
其他	6.52	3.93	60.28

数据来源: 中国糖业协会

同期销售食糖 654.75 万吨），累计销糖率 57.97%（上制糖期同期 62.63%），其中，销售甘蔗糖 603.01 万吨（上制糖期同期 600.12 万吨），销糖率 57.37%（上制糖期同期为 62.12%），销售甜菜糖 64.61 万吨（上制糖期同期 54.63 万吨），销糖率 64.14%（上制糖期同期为 68.82%），销糖率同比降低 4.86%。

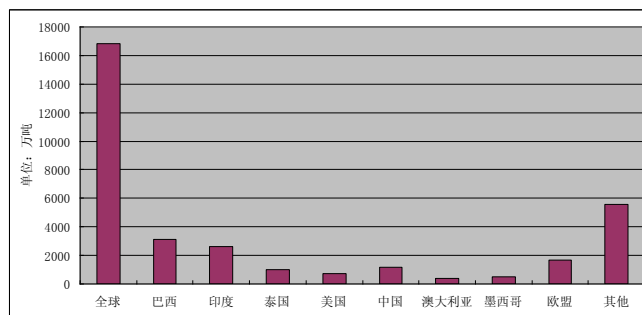
纵向对比月度销糖数据，截至 4 月底，本制糖期全国累计销售食糖 580.96 万吨，累计销糖率 50.72%，5 月单月销糖率同比下降，且出现比较明显的地区分化。

图 2-3 2008 年以来月度销糖率对比



数据来源：Wind

图 2-4 2011/12 榨季全球主产国产量统计



数据来源：布瑞克农业咨询

中国糖业协会对全国重点制糖企业（集团）报送的数据统计：2011/12 年制糖期截至 2012 年 5 月底，重点制糖企业（集团）累计加工糖料 7990.21 万吨、累计产糖量为 954.57 万吨。重点制糖企业（集团）累计销售食糖 522.14 万吨，累计销糖率 54.7%（上制糖期同期为 54.92%）；成品白糖累计平均销售价格 6625.49 元/吨（上制糖期同期为 6984.45 元/吨），甜菜糖累计平均销售价格 7013.82 元/吨（上制糖期同期为 6940.86 元/吨），甘蔗糖累计平均销售价格 6582.99 元/吨（上制糖期同期为 6988.33 元/吨）。

自从 4 月下旬糖价步入下跌通道以来，中间商以销定进，终端用糖企业按照生产进度分批采购，处于对糖价下跌的担忧，经销商及用糖企业均保持较低的库存水平，糖企工业库存压力居高不下。据统计，截至 5 月底，全国食糖总库存数量高达 810 万吨左右，处于历史性高位。按照目前销售进度，预计截至 6 月底全国食糖总库存为 730 万吨，其中工业库存 330 万吨左右，商业库存 130 万吨左右，国储储备不低于 260 万吨。

按照 230 万吨左右的结转库存数量计算，本榨季 7、8、9 三个月面临 500 万吨左右的销售任务，即使按照往年销售旺季情况计算，每个月达到 180 万吨的销售量也是有很大难度的。工业库存集中在糖企手中，步入榨季最后阶段，其库存压力也越来越沉重。

（三）2011/12 榨季全球供应过剩量将达 700 万吨

1. 已落实的产量

巴西甘蔗产业协会 Unica 称，中南部主产区 11/12 榨季入榨量为 4.922 亿吨，同比减少 11%。产糖 3117 万吨，较 10/11 榨季减产 6.9%，略高于此前 3000 万吨的预期量。巴西全国 2011/12 榨季产量约为 3700 万吨。

泰国蔗糖协会办公室（OCSB）5 月末发布消息称，2011/12 年度生产于 11 月 15 日开始，至 5 月末已基本完成本年度的甘蔗压榨工作。2011/12 年度泰国压榨了 9798 万吨甘蔗，产糖 1024 万吨，较上一年度增加 6.2%，产量创历史新高。

据中国糖业协会最新公布的统计数据，2011/12 年制糖期中国共生产食糖 1151.75 万吨。

2. 待落实的产量

道琼斯消息，印度糖厂协会称，受主产区甘蔗压榨量增加等因素推动，印度 2011 年 10 月至 2012 年 5 月糖产量增

加 8%至 2550 万吨。印度是全球第二大产糖国，准许在 2011/12 年度至多出口 400 万吨糖，印度每年国内需求量大约为 2200 万吨。该协会维持印度 2011/12 年度糖产量 2600 万吨的预估不变。

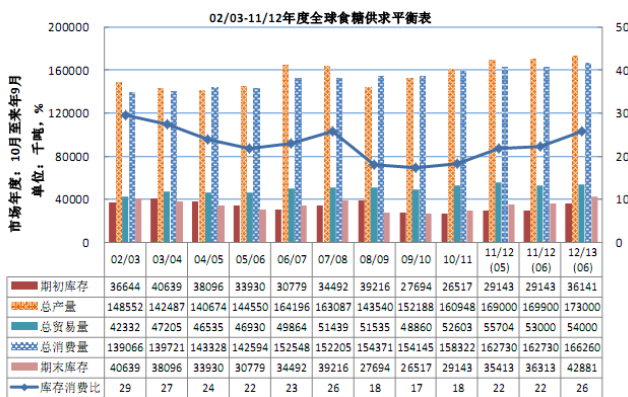
墨西哥甘蔗可持续发展协会称，于 2011 年 10 月份开始的 2011/12 年度截至 5 月 26 日墨西哥已经产糖 491 万吨，较上一年的 514 万吨下降 4.5%。预计 2011/12 年度墨西哥糖产量将从前期预测的 510 万吨减少到 504 万吨。墨西哥目前是全球第六大产糖国。

3. 全球供求过剩已成定局

中国糖业协会负责人于 4 月下旬召开的云南糖会上对本榨季全球供应形势作出预估，预计 2011/12 年度全球食糖总产量为 1.74 亿吨，增产 800 万吨，而消费量为 1.67 亿吨，增加 100 万吨，供大于求 700 万吨。

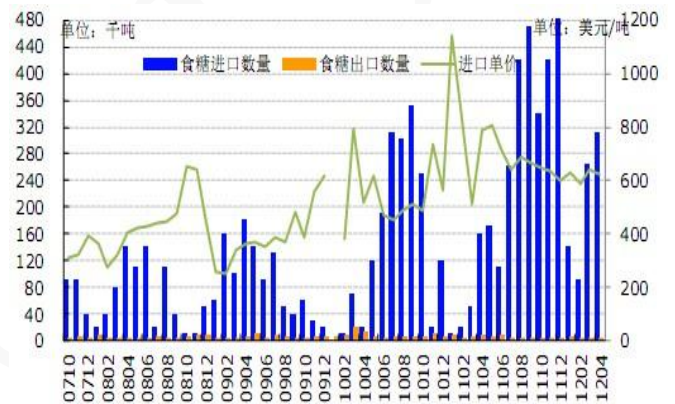
随着 2011/12 榨季多数主产国家完成本榨季生产，全球供应量已经日趋明朗，以中国等亚洲国家为代表的消费增速放缓，价格长期下跌加剧了采购端的谨慎情绪，本榨季还剩余三个多月的销售时间，综合国际糖业组织（ISO）、Kingsman 等糖业权威机构的最新预测数据，全球供应过剩量最终将落在 700 万吨正负 30-50 万吨区间。

图 2-5 2002/03-2011/12 榨季全球食糖供求平衡表



资料来源：布瑞克农业咨询

图 3-1 2007 年至今食糖月度进出口统计



数据来源：布瑞克农业咨询

根据最新产销数据作出调整，预计 2011/12 年度全球食糖期末库存将高达 3631 万吨，库存消费比为 22%，处于 2007/08 榨季以来的最高水平。如此高的库存水平压制本榨季糖价的同时也将销售压力传递至新榨季。

三、行业关注焦点解析

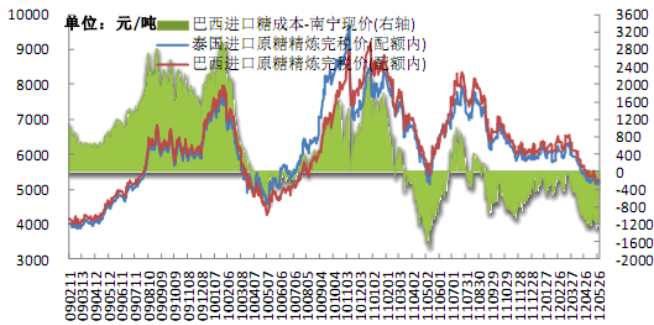
（一）进口量居高不下，国际食糖倾销冲击国内糖市

据中国海关统计机构 6 月 21 日提供的数据显示，2012 年 5 月份中国进口食糖 254,046 吨（上月进口 311,091 吨），同比 2011 年 5 月份增 46.98%。2012 年 1-5 月我国累计进口食糖达 106.44 万吨，同比增 159.81%。按榨季统计，2011/12 榨季截至 5 月底累计进口食糖约 230 万吨，第三季度进口到港量将较为集中，即使按照近几个月月度平均 30 万吨左右的进口量，6 至 9 月份进口量也将轻松超过 70 万吨，因此 2011/12 榨季食糖进口总量保守预估将达到 300 万吨。

中国海关总署公布的数据显示，中国 5 月份单月食糖出口量为 7,859 吨，较 4 月份的 4,489 吨增长了 75.1%，较去年同期的 5,902 吨增长了 33.2%。1-5 月份期间中国食糖出口量较去年同期的 28,026 下降了 14.2%，至 24,048 吨。

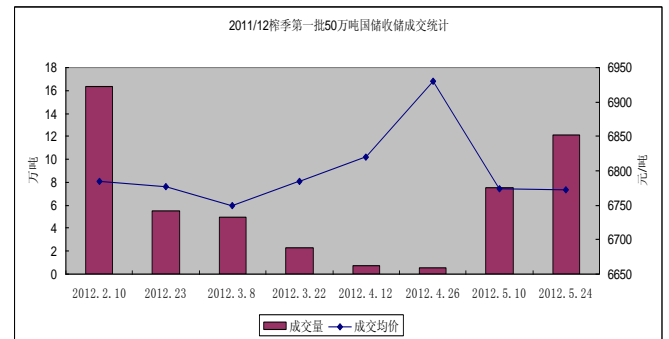
本榨季国际食糖价格较国内食糖成本优势明显，巴西、泰国原糖到岸完税价格长时间低于南宁现货价 400 元/吨以上，进入今年二季度，国际糖价下跌速度快于国内，价差更是一路拉大，平均价差扩大至千元每吨以上，这也成为刺激进口量居高不下最直接的因素。

图 3-2 原糖到岸完税精炼价格与南宁现货价对比



数据来源：布瑞克农业咨询

图 3-3 2011/12 榨季第一批 50 万吨收储成交统计



资料来源：新纪元期货研究所

同时，云南、广西边境以越南糖为代表的走私糖屡禁不止，业界预估本榨季走私糖数量将达到 80-100 万吨，这部分走私糖极大的削弱了国储收储的调控效果。

（二）第一批收储结束，收储价不构成托市支撑

按照发改委等主管部门的收储计划，自 2012 年 2 月 10 日起启动针对本榨季生产白糖的收储工作，按照 6550 元/吨（南宁车板交货价）底价，各库点据此底价加上运费等核定最高到库结算价，竞价收储，价低者成交。至 5 月 24 日，历经 8 次收储，第一批 50 万吨储备收满，平均成交价 6778 元/吨。

对比 8 次收储成交情况，糖企的交储热情经历了先抑后扬的过程，在 2 月 10 日第一次成交试水之后，糖企权衡当时现货价格高于收储底价甚至高于收储成交均价的形势，选择了消极交储，收储成交量递减，至 4 月下旬第六次交易成交量已低于一万吨，5 月初现货价格加速下跌逼近收储底价，全无旺季消费旺季特征，糖企囤货居奇信心动摇，在第七、第八次交易时交储热情大增。

目前糖企热切期盼第二批 50 万吨收储尽早落实，而相关文件迟迟未发布，这也成为糖价加速下跌的重要炒作因素。笔者认为，即使第二批收储近期落实，两批累计 100 万吨的收储托市效果也不宜高估，庞大的进口量及走私糖制约了收储调节供应的作用力度。

（三）2012/13 榨季供求形势预测

1. 甘蔗种植面积稳中有增，新榨季产量预增

至 5 月下旬，广西主产区广西已完成甘蔗种植面积 1500 万余亩，同比增加 6 万亩，其中新植 560 万亩，宿根 940 万亩。预计最终种植面积预计与上榨季持平或略增，约 1570-1590 万亩。

云南主产区各地区种植面积落实情况出现分化，种植面积较上榨季出现增长的地区主要集中在临沧、文山、普洱、西双版纳等，其余地区增幅不大。前期干旱使临沧、德宏、保山、玉溪、红河主产区下种困难，对种植进度影响明显。若种植期推后，甘蔗生长周期被人为缩短将影响甘蔗生长和糖分积累，从而影响下个榨季的产量。通过初步统计，2012/13 榨季云南计划甘蔗种植面积 485 万亩，同比增加 20 万亩以上。

广东方面种植面积略有增加，目前糖协尚未公布具体数字；海南方面预计种植面积将达到 100 万亩。

综合分析，2012/13 榨季国内糖料作物种植面积稳中有增，按照甘蔗作物生长规律测算其单产，预计在不发生严重气象灾害的前提下，2012/13 榨季我国食糖产量将突破 1200 万吨，达到或超过 1250 万吨的概率极大。近几个榨季由于高糖价的消费抑制作用，以淀粉糖为代表的替代品大行其道，2012/13 榨季食糖消费将维持较低的增长率，预计不超过 1400 万吨。

2.2012/13 榨季全球食糖将连续第三年供应过剩

国际糖业分析机构 Kingsman 总裁在召开金士曼曼谷太平洋会议前表示，由于糖料种植面积的增加，估计 12/13 制糖年全球食糖供给过剩量较前期预测的将大幅增长 63%，达到 930 万吨的水平。如果预测成为现实，就意味着 2010-2013 年连续三年全球食糖供给过剩，也将弥补 2008-2010 年期间的供给不足的量。

分主产国来看，巴西糖业咨询机构 datagro 下调巴西中南部 2012/13 年度糖产量预估至 3271 万吨，较三月份的预估值 3388 万吨减少 3.45%，但两次预估都高于 2011/12 年度 3220-3230 万吨的产量。但美国农业部在食糖年度报告中预计巴西 2012/13 甘蔗产量或达到 5.65 亿吨，环比增加 400 万吨左右，食糖产量将达到 3780 万吨，环比增长 4%。目前各方关于巴西新榨季增产已经基本达成一致预期，分歧在于增产幅度。

印度政府及国内多家贸易商预估 2012/13 年度印度食糖产量为 2500 万吨左右，较本榨季 2600 万吨的产量略有下调，主要是由于 5 月份甘蔗种植期间马邦遭遇了较为严重的干旱。

泰国甘蔗与食糖委员会 (OCSB) 办公室秘书长预计，11 月份开始的 2012/13 年度泰国糖产量将在本年度 1020 万吨创纪录产量的基础上，进一步增加至 1040 万吨，高于此前预估的 1020-1030 万吨。由于泰国年度食糖需求量稳定在 220-240 万吨，上述增产的预期意味着泰国年度可出口量超过 800 万吨。

俄罗斯、哈萨克斯坦和白俄罗斯关税联盟表示，希望通过加强甜菜种植管理以及贮存技术的改进来增产，计划到 2012 年时三国食糖产量较 2011 年将增长 20%，达到 670 万吨。

政府下属的商品分析机构澳大利亚农业资源及科技局 (Abares) 表示 6 月中旬表示，因种植面积增加且平均单产回升，2012/13 年度澳大利亚原糖产量或增长 18% 至 440 万吨。澳大利亚糖出口量预计增长 12% 至 335 万吨。

四、波动分析及价差分析

(一) 盘面处于加速赶底过程，预计旺季反弹幅度受限

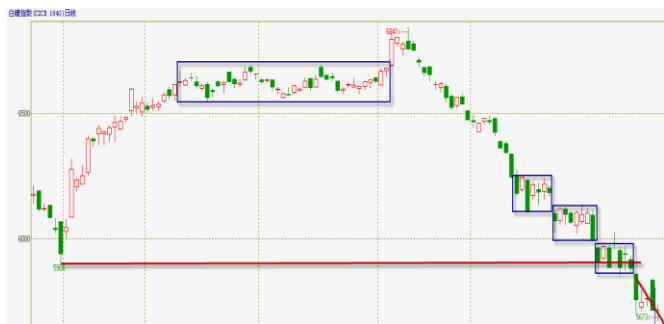
以 4 月中旬为界，2012 年上半年糖价经历了先扬后抑的过山车行情，年初起步于 6000 元/吨关口，经历了年初至 2 月上旬加速反弹、2 月中旬至 3 月底横盘整理及四月上旬的加速冲高过程，郑糖用 4 月多月的时间收复了 2011 年 11 月至年底的跌幅；随后新糖产量逐步落实，进口糖数量激增，消费淡季到来，糖市自 4 月中旬起长途奔袭式下跌绵延至今，已经回吐了一季度的全部涨幅，目前处于加速赶底过程中，市场的极度看跌氛围还没有明显缓解。

自 5 月中旬跌及年初上涨起点开始，近似于恒定斜率的下跌过程向阶梯式下跌过程演进，三度横盘试探整固均未能止住跌势，至第三整理平台下破之后，价格已经有效跌破去年年底低点，打开了下行空间。

从这一阶段开始，现货月合约价格逐渐靠近了主产区现货价，基差向 0 轴收敛。对比 2010 年一季度以来的基差走势，基差仅在 2010、2011、2012 年初短暂维持负值，且 2011 年以来基差负值未曾低于 -200，并在超过 90% 的交易时间保持正值。现货价格在 6 月中旬开始补跌，至 6 月 20 日，以 1209 合约及南宁现货价格计算，基差收敛至 300 元/吨上下，处于近两个榨季以来的低水平；分析 2010 年以来的基差波动规律，下半年尤其是四季度基差处于年内高位，预计 2012 年下半年基差将保持高位，基差自目前低位上行，现货价格对期货价格的支撑作用削弱，期价下行空间较大。

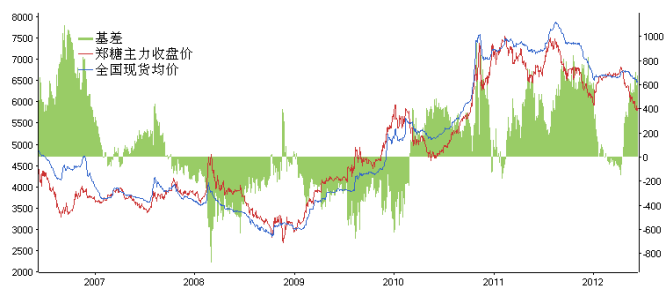
2 月中旬以来 1209 与 1301 合约价差走势经历了 V 型反转，本榨季截至 6 月中旬两合约价差均值为 171，6 月上旬开始 9 月合约加速补跌，价差回落至均值之下。目前近月至远月合约空头排列维持，跌势特征明显。预计合约间目前的价差关系至少将维系至本榨季末 (9 月底)，现货月合约的下跌将顺势向远月合约传导。同时，夏季消费旺季远月合约的反弹力度不被看好，郑糖指数 2 月上旬至 3 月底整理平台将成为重要阻力位。

图 4-1 2012 年上半年郑糖指数日线图



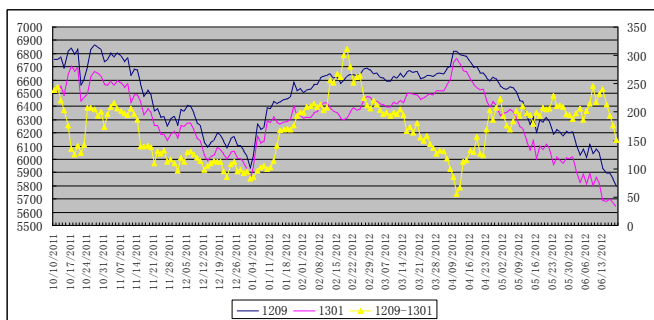
数据来源：文华财经

图 4-2 白糖基差走势对比



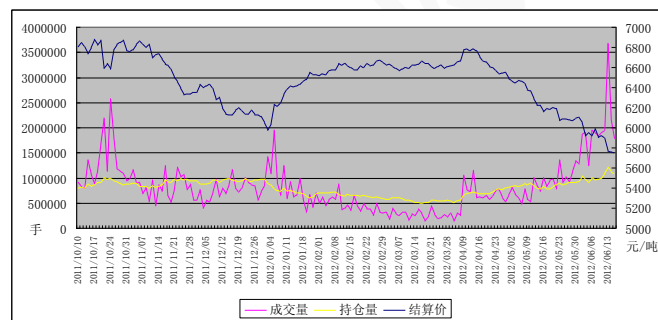
数据来源：布瑞克农业咨询

图 4-3 郑糖期货基差运行对比分析



数据来源：新纪元期货研究所

图 4-4 2011/12 榨季郑糖量价相关性分析



数据来源：新纪元期货研究所

(二) 量价分析

一季度郑糖总体持仓量保持温和削减趋势，自年初的 100 万手回落至 3 月末的 50 万手，减少 50%，随后整个二季度持仓量逐步放大，6 月中旬持仓量一度超过 125 万手，目前持仓量稳定在百万手高位，达到支持次级反弹行情的仓位要求；成交量总体呈现和持仓量同方向波动的规律，据统计，2012 年初、4 月中旬、6 月中旬行情关键变盘时点成交持仓比分别高达 2.47、1.56、3.03，目前成交持仓比保持在 1.5 以上，成交活跃，7 月中上旬是容易出现强弱转换的关键时期。

五、后市展望及操作建议

(一) 后市展望

1. 后市展望核心观点

下半年行情以 10 月份为界分属两个榨季，夏季消费旺季反弹行情受限于当前历史高位的库存水平及庞大的进口量，续跌不止，预计夏季季节性反弹行情力度将严重受限，以郑糖指数计，2 月上旬至 3 月底的整理平台中心 6600 将成为反弹重要阻力位；当前中线跌势或于 7 月中上旬震荡筑底，8 月份走次级反弹行情，9 月份开始震荡回落。

2012/13 榨季全球及国内产量均预增，结转库存数量大，全球范围供应过剩，且因农历闰月原因，春节消费延后，四季度糖价趋跌，郑糖将在跌势中结束 2012 年行情，预期低点在 5300。

2. 关注要点及敏感时间窗口

7 月中上旬是震荡构筑阶段底部的重要时间段，8 月底 9 月初夏季消费旺季结束，同时面临榨季交替，围绕新榨季

产量的炒作也将就此展开，糖价极易在此形成价格拐点，若甘蔗生长关键时期天气向好，增产逐步落实，则四季度糖价走跌水到渠成。

目前国储糖库存充足，从夏季消费旺季开始的国储糖抛售是影响中短线行情的关键因素，应关注国储糖抛售前后的投资者的针对性炒作。

（二）操作建议

二季度接近尾声，自4月上旬中线趋势转空以来，空头的长距离奔袭贯穿了整个二季度，至6月19日，跌幅已高达15.8%，积累了大量的空头获利头寸。鉴于上述分析中关于7月份震荡筑底且8月份有望迎来季节性反弹的判断，建议二季度获利空单于7月上旬开始伺机分批平仓，目标平仓价位（1301）预期为5500；7月中下旬前后可少量参与季节性反弹多单，理想建仓价位在5500之下，价格突破5850则基本确立次级反弹趋势，多单可适量加码跟进，考虑到供大于求的大环境及三季度CPI震荡筑底的趋势，不看高季节性反弹幅度，初步预计反弹目标位在6200-6300区间（1301合约）。

四季度中线操作思路为建立空单持有，滚动做空止损设定在保证金额度10%以内为宜。具体策略将据2012/13榨季供求形势变动在策略周报中及时更新。

新纪元期货研究所简介

新纪元期货研究所是新纪元期货旗下集研究、咨询、培训、产品开发与服务于一体的专业性研究机构。公司高度重视研究分析工作，引进了数名具有深厚理论功底和丰富金融投资管理经验的博士、硕士及海外归来人士组成专业的分析师团队。我们坚持科学严谨的分析方法和精益求精的工作态度开展各项研究分析工作，以此为客户创造价值。

目前新纪元期货研究所内部分为宏观经济、金属、农产品、能源化工、金融等五个研究团队，以宏观分析和产业研究为基础，以市场需求为导向，以交易策略和风险管理为核心，依托徐州多个期货交割仓库的地理区位优势，为广大企业和客户提供了一体化前瞻性服务，帮助投资者摒弃常见的交易弱点，建立成功投资者所必需的基本素质，并在瞬息万变的行情中作出适应市场环境的投资决策。

如想了解或获取新纪元期货研究所期货资讯请致电0516-83831107或发邮件至yfb@neweraqh.com.cn申请。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性、完整性或可靠性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成期货交易依据，新纪元期货有限公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向咨询期货研究员并谨慎决策。

本报告旨在发送给新纪元期货有限公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，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，需注明出处为新纪元期货有限公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元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。