



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

边舒扬 0571-87839261

bianshuyang@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012647

关税把控节奏但难阻下跌周期

摘要

2017年上半年大宗商品整体持续下跌，空头氛围浓郁，不少商品已经将此前一年大部分的涨幅吃回。原糖已经下破至13美分，与此前一年牛冠全球的走势形成鲜明反差。郑糖上半年整体维持震荡偏弱走势，贸易救济案导致的配额外关税上调使得郑糖的下跌幅度远小于原糖。不过进入6月以来，在原糖持续走低的背景下，进口利润逐步攀升迫使郑糖价格6月中旬开始破位下行。三季度郑糖可能会继续走出补跌行情，不过随着16/17榨季的结束，工业库存持续下降，产需缺口问题会开始彰显，预计四季度郑糖价格会有所反弹。

操作上我们建议前期长线空单可以继续在三季度持有，同时空单需要注意不断向远月转移。对于四季度可以转而布置一些中线多单。9-1正套可以再继续持有一段时间。

目录

第 1 章	行情回顾及策略建议	4
第 2 章	国际市场关注点开始转移	4
2.1.	17/18 榨季过剩加剧	4
2.2.	巴西醇糖比再成焦点	5
2.3.	持续关注印度天气	7
2.4.	泰国出口可能大增	7
2.5.	欧盟新政助长甜菜产量	8
第 3 章	贸易救济难阻下跌周期	9
3.1.	17/18 榨季产量增加	9
3.2.	配额外关税导致进口量减少	10
3.3.	抛储要看价格	12
3.4.	消费恢复背后的隐患	13
3.5.	价差方向佐证下跌周期	15
3.6.	商品市场分析	16
第 4 章	总结及策略	17
	南华期货分支机构	18
	免责声明	20

图表目录

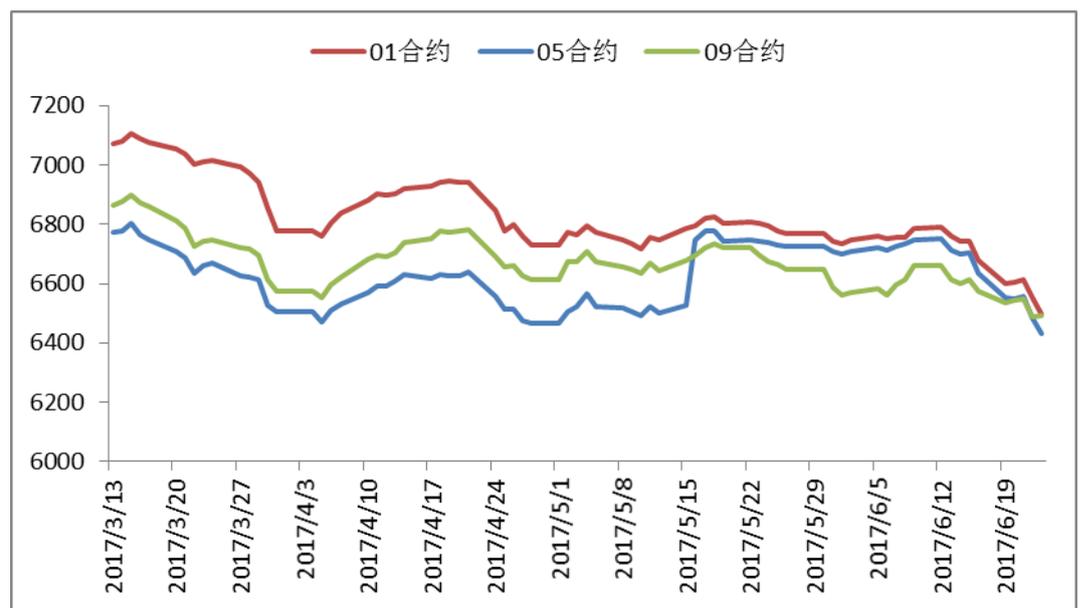
图 1.1: 郑糖走势图	4
图 2.1: CFTC 持仓变化	5
图 2.2: 巴西乙醇汽油价格比	5
图 2.3: 巴西雷亚尔	6
图 2.4: 巴西桑托斯港货船数量	6
图 2.5: 近期异常气候变化图	8
图 3.1: 白糖产销统计表-万吨	9
表 3.1: 16/17 年度全国食糖产销进度表	10
图 3.2: 汇率转换后的内外价差	11
图 3.3: 11/12 制糖年以来中国原糖月度进口情况	11
图 3.4: 进口进入保税区的数量 (万吨)	12
表 3.2: 供需平衡表	13
图 3.5: 软饮料产量 (万吨)	14
图 3.6: 含糖食品用糖权重	14
图 3.7: 历史上的 9-1 价差	15
图 3.8: 历史上的 1-5 价差	16
图 3.9: 南华商品综合指数	16

第1章 行情回顾及策略建议

2017 年上半年大宗商品整体表现疲弱，不少商品已经将此前一年大部分的涨幅吃回。原糖已经下破至 13 美分，与此前一年牛冠全球的走势形成鲜明反差。郑糖上半年整体维持震荡偏弱走势，贸易救济案导致的配额外关税上调使得郑糖的下跌幅度远小于原糖。不过进入 6 月以来，在原糖持续走低的背景下，进口利润逐步攀升迫使郑糖价格 6 月中旬开始破位下行。三季度郑糖可能会继续走出补跌行情，不过随着 16/17 榨季的结束，工业库存持续下降，产需缺口问题会开始彰显，预计四季度郑糖价格会有所反弹。

策略建议：前期长线空单可以继续在三季度持有，同时空单需要注意不断向远月转移。对于四季度可以转而布置一些中线多单。9-1 正套可以再继续持有一段时间。

图 1.1：郑糖走势图



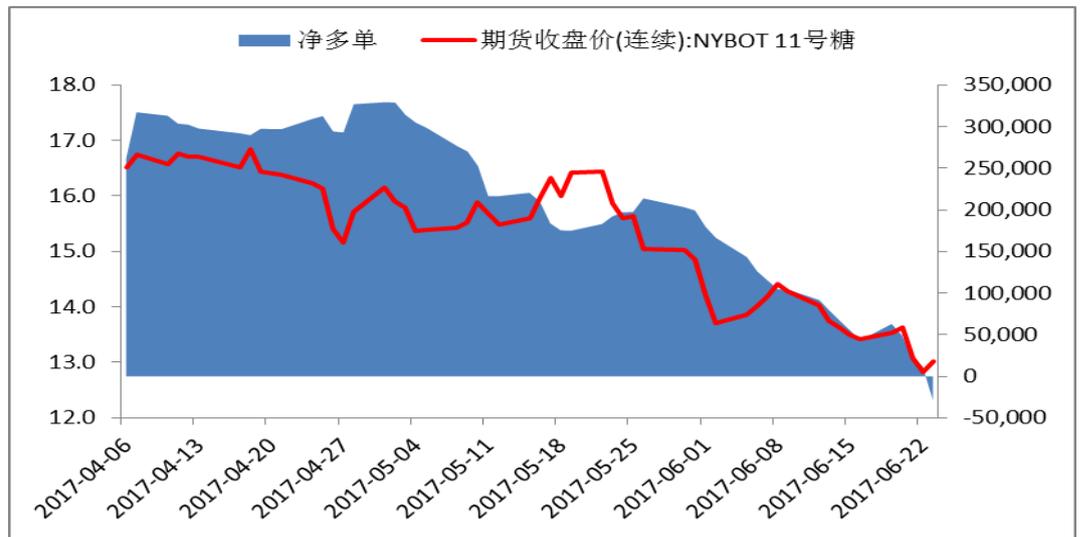
数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

第2章 国际市场关注点开始转移

2.1. 17/18 榨季过剩加剧

国际糖业组织 ISO6 月份上调了 16/17 年度全球糖供应缺口预估至 646.5 万吨，2 月预估为 587 万吨，而 11 月是 619 万吨，而 9 月份预估则是 705 万吨。而对于 17/18 榨季，ISO 预估市场过剩大概在 300 万吨。对于 17/18 榨季大多数机构都上调了供应过剩的量，从目前的天气情况看除巴西外其他地区的天气情况均有利于糖产量的增加，大部分机构预估过剩的区间在 300-500 万吨之间。对于三季度而言，由于亚洲主产区都处于甘蔗生长时节，全球压榨主要集中在巴西，巴西的天气情况以及醇糖比变化依旧相对关键，而进入四季度亚洲进入压榨期，全球供应中心将又从巴西转到亚洲。

图 2.1: CFTC 持仓变化



数据来源: CFTC 南华期货研究所

2.2. 巴西醇糖比再成焦点

对于巴西而言,从 4 月 1 日起正式进入 17/18 榨季,刚开始的两个半月巴西的榨蔗总量为 1.12 亿吨,同比下降 21%,恶劣的天气条件导致甘蔗收割延迟中断。美国农业部预估 17/18 榨季巴西甘蔗产量将下降 1%,而食糖产量反而会增加 50 万吨,其中中南部增长 1%。从 unica6 月中旬公布的报告显示,截至 6 月 1 日巴西共有 256 家糖厂压榨,去年同期则为 264 家,新榨季前两个月的产糖比为 45.15%,而 5 月下旬的产糖比为 47.45%,去年同期仅为 41.77%。由于糖价和汽油价格都在下跌,巴西糖厂又将面临是生产乙醇还是生产更多糖的博弈。目前乙醇汽油价格比大概在 1.5 左右,创了 2 年来的新低,而去年同期则在 1.7 左右。巴西中南部甘蔗压榨进度迟缓使得巴西产量在近期受到抑制,但是汽油价格的下跌使得醇糖比在近期可能很难有的大的改观,因此 17/18 榨季巴西产量很可能不是减少反而是增加。

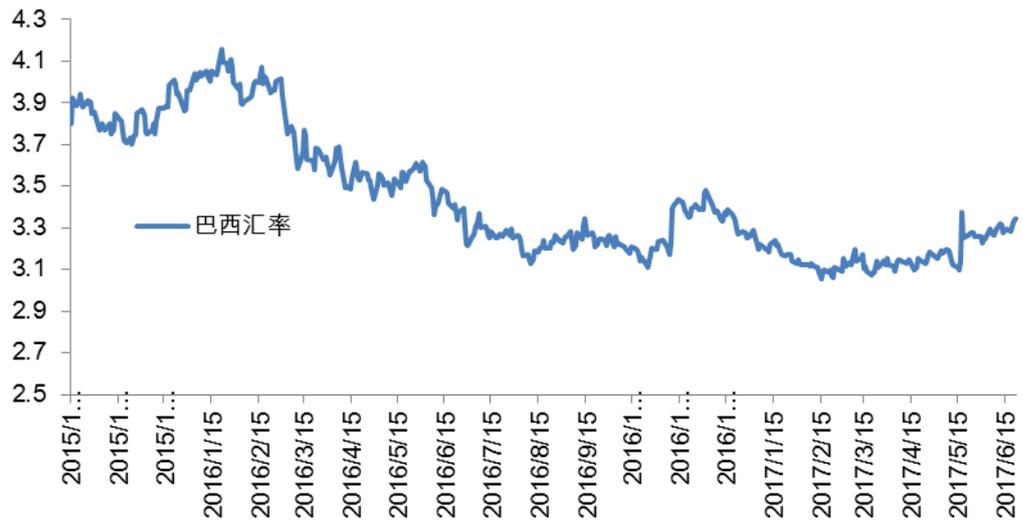
图 2.2: 巴西乙醇汽油价格比



数据来源: Bloomberg 南华期货研究所

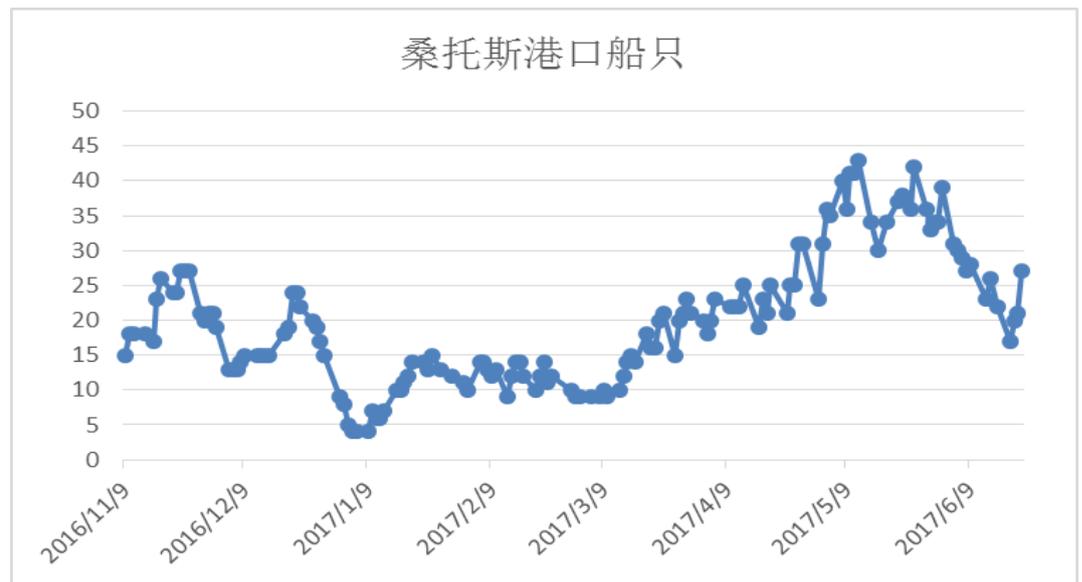
除了醇糖比以外，巴西雷亚尔汇率会影响巴西出口。5月巴西精炼糖出口量同比上涨了30.6%至45.2万吨，17/18榨季截至5月底，巴西已经出口了94.9万吨精制糖，为07/08榨季同期（118万吨）以来最大值。圣保罗农经办（ATO）估计17/18榨季巴西食糖出口量将增加130万吨，而给出的理由则是国际需求量的增加以及雷亚尔贬值的刺激。当然我们不能忽视库存问题，根据美国农业部数据显示，17/18榨季结束时巴西食糖库存量将从83万吨下滑到46万吨。

图 2.3：巴西雷亚尔



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

图 2.4：巴西桑托斯港货船数量



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

2.3. 持续关注印度天气

受到去年厄尔尼诺事件的影响，印度 16/17 榨季的产量大幅下滑，特别是马邦由于更多采用雨水灌溉，大旱使得减产异常严重。不过随着季风雨以及甘蔗种植面积的增加，17/18 榨季印度可能会增产 18%至 2580 万吨。5 月 30 日，印度季风雨提前 2 天到来，而截至 6 月 7 日印度 65%的地区获得正常至超常的雨量。而截至 6 月 2 日，印度农业部数据显示，该国已种植甘蔗 469.2 万公顷，同比增长了 5.3%，较 5 年（2010-2014 年）均值提高了 9.9%。印度时报报道称，17/18 榨季该国马邦糖产量预计将达 730 万吨，较前一榨季（420 万吨）增长 74%。17/18 榨季尽管马邦的产量有明显恢复，但是北方邦依旧是印度头号产糖国，北方邦和马邦食糖产量的比例将从之前的 60%提高了 73%。

随着天气的好转，印度再度免关税进口的也就变得完全不可能了。4 月 6 日，印度政府宣布允许免关税进口 50 万吨原糖，截至日为 6 月 30 日，不过从目前的进度看印度糖厂和精炼厂不太可能进口全部 50 万吨配额糖。不过随着国际糖价的进一步走低，即便加上目前进口关税印度依旧有可能增加进口量，而 6 月上旬就有将近 30 万吨配额外原糖正发往印度，因此 17/18 榨季印度依旧是食糖净进口国。在面对国际糖价急速下泻可能导致印度原糖进口量增加的背景下，近日印度糖厂已联名上书敦促政府把食糖进口关税从目前的 40%提高到 60%，从而限制食糖进口，这可能会进一步加剧全球食糖过剩的问题。

10 月开始印度将进入 17/18 榨季，未来印度天气依旧是我们关注的重点。印度气象部门（IMD）数据显示，截至 6 月 7 日当周该国 65%的地区获正常-超常降雨（相对历史均值而言）。IMD 在季风期（6 月-9 月）的第一份周报中表示，该国 36 个气象监测站中有 10 个监测站报告过量降雨，7 个监测站报告严重过量降雨，9 个监测站报告正常降雨，8 个监测站报告降雨不足，而其余的两个监测站则报告严重降雨不足。去年同期仅有 15 个监测站报告正常-超常降雨，而 20 个监测站报告不足-严重缺乏降雨，1 个监测站报告没有雨。6 月 7 日当周印度降雨量为 28.1mm，较历史均值提高 17.6%。从目前的情况看，仅三季度而言印度甘蔗的生长条件依旧较好，我们需要进一步关注马邦水库水位的变化。

2.4. 泰国出口可能大增

泰国 16/17 榨季（5 月 4 日结束）该国累计榨蔗 9295 万吨，较上榨季（5 月 10 日结束）的 9405 万吨下降 1.2%；食糖累计产量达 1003 万吨，同比（978 万吨）提高 2.5%。16/17 榨季泰国产量超过 1000 万吨让很多人始料未及，主要是因为甘蔗成熟期间雨水远高于正常水平导致的（TMD 预报 2017 年 1-4 月泰国东北部和中部甘蔗主产区降雨量比均值高出 60%）。17/18 榨季泰国开机的糖厂数依旧为 54 家，不过由于天气情况预计较好，新榨季产量可能会继续增长 10%。

17/18 榨季泰国糖业将迎来一个巨大变化。目前泰国食糖国内与国际销售有一个三阶配额机制，并部分受政府管控，该国糖业与政府正在改革配额机制以解决一些相关的争议问题。根据 WTO 的要求，泰国计划废除甘蔗价格的扶持、解除国内糖价管制和放开 17/18 榨季的销售，这意味着泰国在 17/18 榨季出口有较大增长。

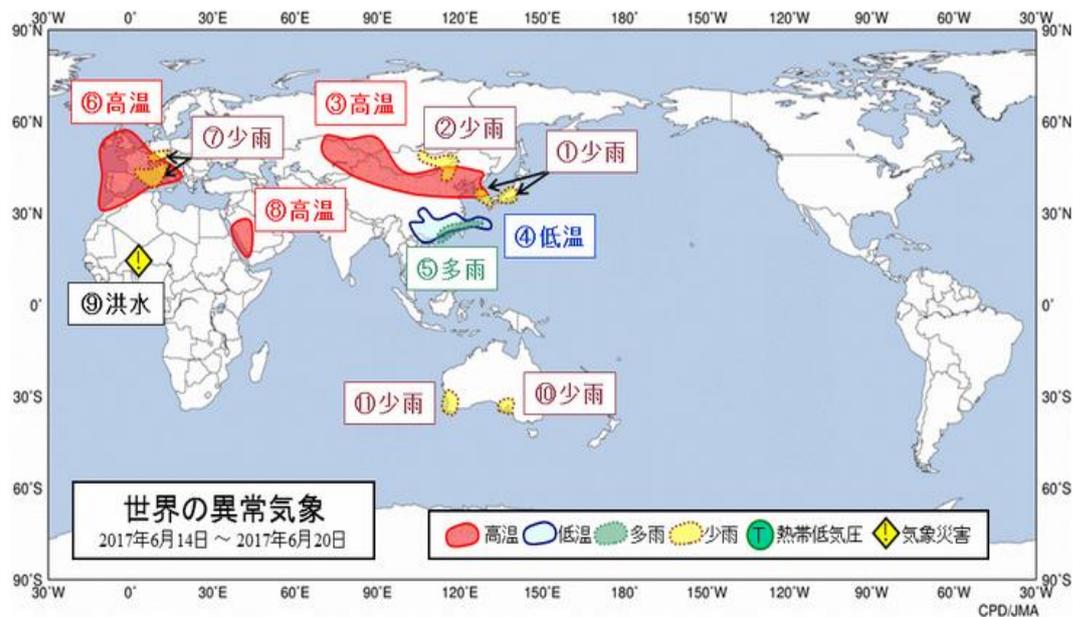
对于下半年而言，泰国国内政策可能会成为一个新的热点，不过政策具体细节可能要到 12 月开榨时才会公布。

2.5. 欧盟新政助长甜菜产量

近两年来受厄尔尼诺天气影响，甘蔗糖产量遭受重创，但是甜菜糖却异军突起，无论是欧盟、乌克兰还是中国北方的甜菜糖产量均会有明显增加。其中欧盟是全球最大的甜菜产区，占到全球份额的一半左右，对全球糖产量的贡献率为 20%，增长潜力巨大。

美国农业部在 5 月的世界市场与贸易报告中表示，因甜菜种植面积与单产提供，欧盟 17/18 榨季产量预计将创 1860 万吨新记录。法国农业部 4 月曾表示，该国 2017 年甜菜种植面积预计将增加 6.8 万公顷，较去年（40.3 万公顷）增长 16.3%，并较五年均值（39.4 万公顷）提高 18.8%。作为欧盟最大的甜菜产地，法国 2016/17 年榨季的甜菜产量预测也上调到 3379.5 万吨，较 2015/16 榨季（3350.8 万吨）提高 0.9%，但较五年均值下降 4.1%。美国农业部数据显示，2016/17 榨季法国甜菜种植面积达 47 万公顷，占欧盟总种植面积的 25% 以上。

图 2.5：近期异常气候变化图



数据来源：日本气象厅 南华期货研究所

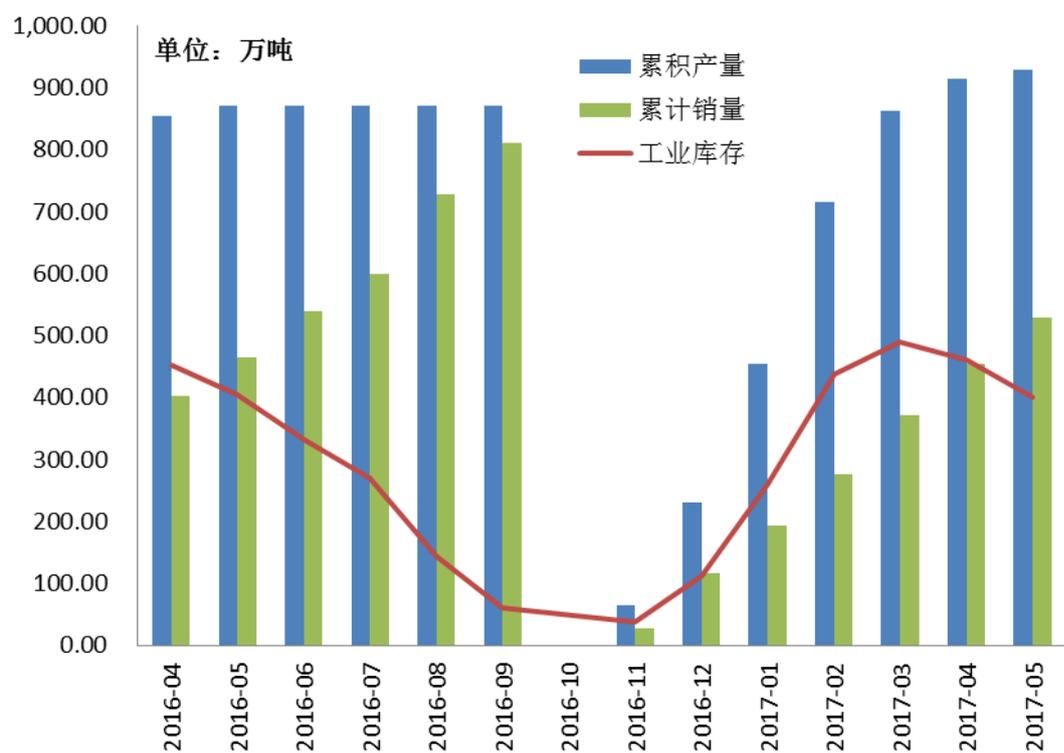
欧盟产量增长最大的推手是长达 50 年之久的食糖生产配额和出口限制体制将在 2017 年 10 月 1 日也就是 17/18 榨季开始终结。根据美国农业部数据显示，欧盟 17/18 榨季进口量将从 300 万吨减少至 200 万吨，而出口量则从 WTO 规定的 150 万吨上限增加至 220 万吨的水平，欧盟将正式迈入净出口地区。不过近期欧洲已有长达数周的干旱，可能使得糖产量和出口料低于预期，这又给未来欧洲产区的产量提供了不确定因素。

第3章 贸易救济难阻下跌周期

3.1. 17/18 榨季产量增加

随着云南最后一家糖厂于6月4日收榨后，16/17榨季产量锁定在928.83万吨。截至2017年5月底，本制糖期全国共生产食糖928.78万吨（上制糖期同期产糖869.95万吨），比上一制糖期同期多产糖58.83万吨，其中，产甘蔗糖824.07万吨（上制糖期同期产甘蔗糖784.97万吨）；产甜菜糖104.71万吨（上制糖期同期产甜菜糖84.98万吨）。截至2017年5月底，本制糖期全国累计销售食糖528.63万吨（上制糖期同期销售食糖465.52万吨），累计销糖率56.92%（上制糖期同期53.51%），其中，销售甘蔗糖457.82万吨（上制糖期同期407.93万吨），销糖率55.56%（上制糖期同期51.97%），销售甜菜糖70.81万吨（上制糖期同期57.59万吨），销糖率67.62%（上制糖期同期67.77%）

图 3.1：白糖产销统计表-万吨



数据来源：中国糖业协会 南华期货研究所

尽管16/17榨季全国的产糖率均有显著提高，但是产量终不及预期，这也是郑糖价格并未大幅下滑的原因之一，不过17/18榨季全国种植面积将有显著增加，农业部6月预估17/18榨季全国产量将达到1047万吨，我们预计17/18榨季产量将保持在1000-1050万之间。除了种植面积有增加外，目前主产区的降雨将有利于甘蔗的生长。除了广西、云南的产量将持续增加外，内蒙的甜菜糖增长潜力很大，尽管17/18榨季仅增加1家糖厂，但18/19榨季将从8家扩展至16家，年产量达到80万吨的水平。

表 3.1：16/17 年度全国食糖产销进度表

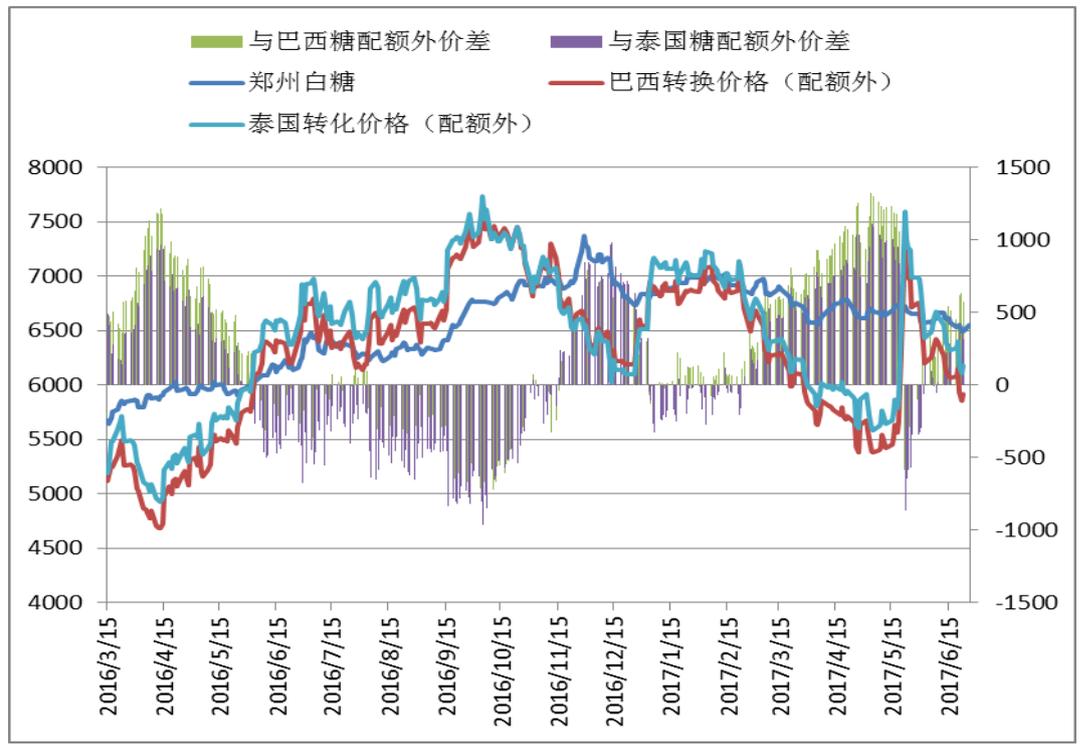
附表： 2016/17 年制糖期全国食糖产销进度					
单位：万吨、%					
省 区	预计产 糖量	截至 2017 年 5 月底累计			备注
		产糖量	销糖量	销糖率	
全国合计	1000	928.78	528.63	56.92	
甘蔗糖小计	896	824.07	457.82	55.56	
广 东	85	77.18	54.03	70.1	已全部收榨
其中：湛江	69	64.79	45.1	69.61	已全部收榨
广 西	600	529.5	310	58.55	已全部收榨
云 南	185	187.75	78.76	41.95	有 1 家尚未收榨
海 南	18	16.46	6.34	38.52	已全部收榨
其 他	8	13.18	8.69	65.93	已全部收榨
甜菜糖小计	104	104.71	70.81	67.62	
黑龙江	3	2.54	1	39.37	已全部收榨
新 疆	49	48.74	29.35	60.22	已全部收榨
内蒙古	47	46.33	35.5	76.62	已全部收榨
其 他	5	7.1	4.96	69.86	已全部收榨

数据来源：中国糖业协会 南华期货研究所

3.2. 配额外关税导致进口量减少

海关总署报告称，2017 年 5 月我国食糖进口 18.68 万吨食糖，进口量同比增长 37.88%，环比下降 1.68%。2016/17 榨季截止 5 月底累计进口糖 127.42 万吨，同比增加 30.42 万吨。尽管进口比去年同期有明显增加，但是其中有 27.31 万吨的古巴糖，并且 5 月 22 日才正式实施新的进口关税。

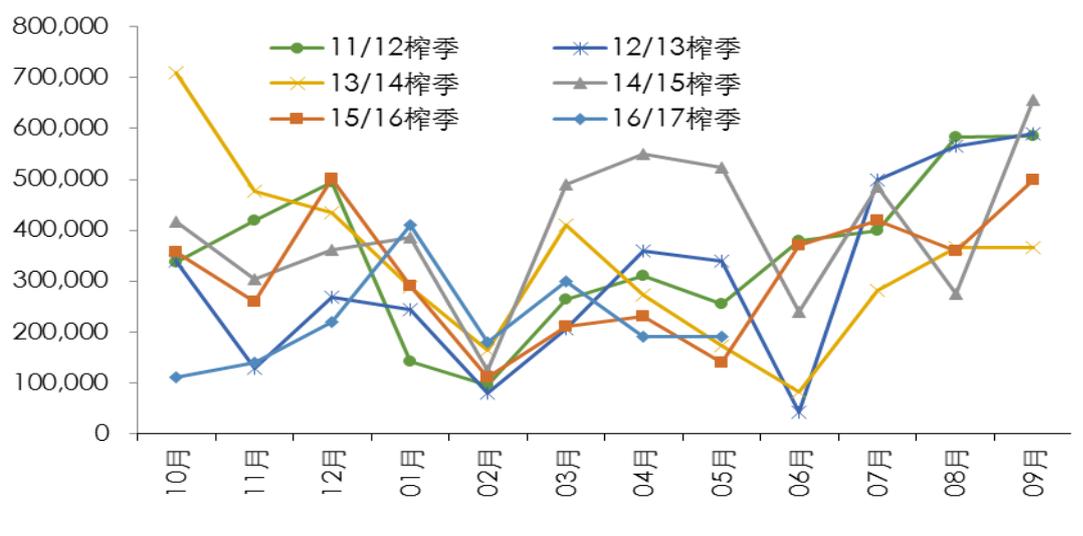
图 3.2：汇率转换后的内外价差



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

5月22日贸易救济政策公布，自2017年5月22日至2020年5月21日，期间实行新的进口关税政策，配额外进口税率以95%、90%、85%逐年递减。配额外进口税率的增加进口成本无形抬升导致5月份巴西、泰国配额外进口基本无利可图。5月22日当日消息公布后，原糖再度下跌，使得内外价差再度拉大，挤出几百元的配额外利润空间，但是由于配额外许可证的原因，预计下半年进口量并不会因此会有所改善，而此前古巴糖进口提前，因此今年的进口量预计将不会超过240万吨。

图 3.3：11/12 制糖年以来中国原糖月度进口情况



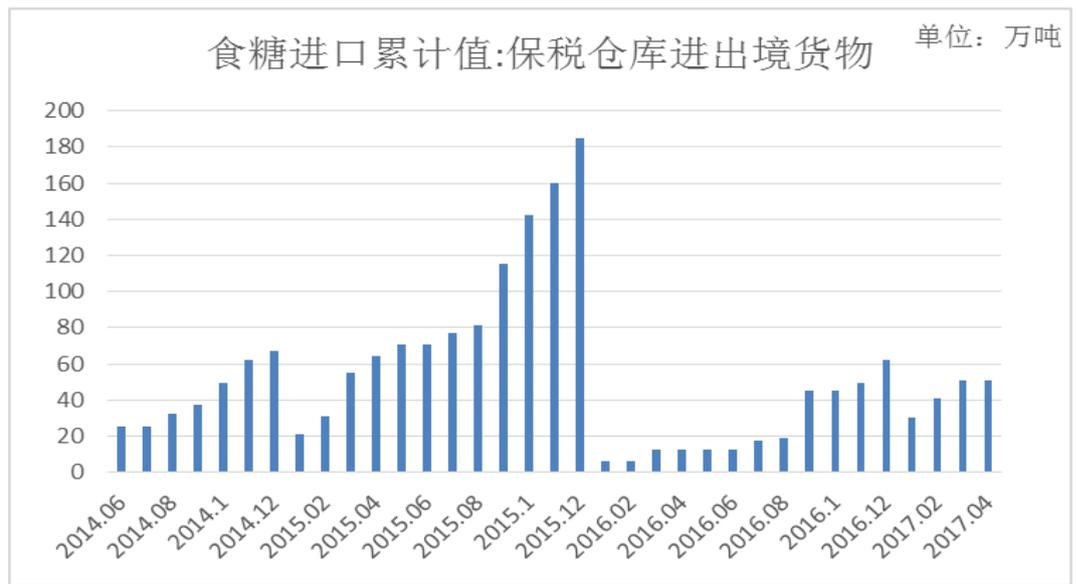
数据来源：海关总署 南华期货研究所

走私在这几年一直是食糖产业中的热点话题，去年走私格外猖獗，市场人士普遍预估 15/16 榨季的走私量在 250 万吨左右。今年因为调整配额外关税后内外价差进一步扩大，走私利润也就变得异常丰厚了。不过国家加大了打击走私的力度，从缅甸进入云南的走私重灾区被全面压制，导致从缅甸进入云南的食糖量下降了 80%，迫使缅甸政府白糖进口证审核趋严以防止最终食糖被堆积在国内无法出货，缅甸方面频频发声寄希望于白糖出口合法化。南方走私陆路被卡死后，食糖走私开始需求水路通衢，台湾成为新的走私糖中转地，台湾仅 1 季度就进口了 13.3 万吨，远高于去年同期的 5 万吨。

3.3. 抛储要看价格

16/17 榨季国内缺口仍存，而伴随着国际糖价的进一步下跌，尽管进口利润因为配额外关税的上调而被掐住命门，但是走私利润却异常丰厚。不过，目前从上到下的打击走私的声音一直没有停过，据中国经济网记者从国家海关总署获悉，截至 5 月 31 日，全国海关共查获食糖走私案件 148 起，案值 7899 万元，查获走私食糖 6526 吨。对于国内糖业政府的意愿就是限制进口、打击走私，减少供应来源，以便进一步去库存。此前第一批国储糖抛储量为 30.8 万吨，第二批国储糖抛储量为 34.13 万吨，合计共抛储 64.93 万吨，目前的抛储量并不算多，依旧还是无法弥补此前缺口。而据传进口的古巴糖 6 月已经进入加工厂加工将不再入库。

图 3.4：进口进入保税区的数量（万吨）



数据来源：广西糖网 南华期货研究所

16/17 榨季和 17/18 榨季应该还会继续抛储。2017 年会抛储多少的量依旧值得我们关注。国家抛储首先是从供需平衡的角度出发的，新榨季产不足需的情况依旧明显，而商务部的调查也显示了国家方面的态度，管制进口糖保护国产糖，因此再次抛储可能性也是很大的。不过国家抛储还有一个目的就是调控糖价，目前糖价持续回落的背景下近期抛储的可能性不大，抛储时间节点可能会继续延迟至新旧榨季交替的时候，因此三季度末或者延迟到四季度抛储的概率要更大一些。此外，根据以往经验，为了防止对价格造成大面积冲击，抛储也会循序渐进分批次的抛储。

表 3.2：供需平衡表

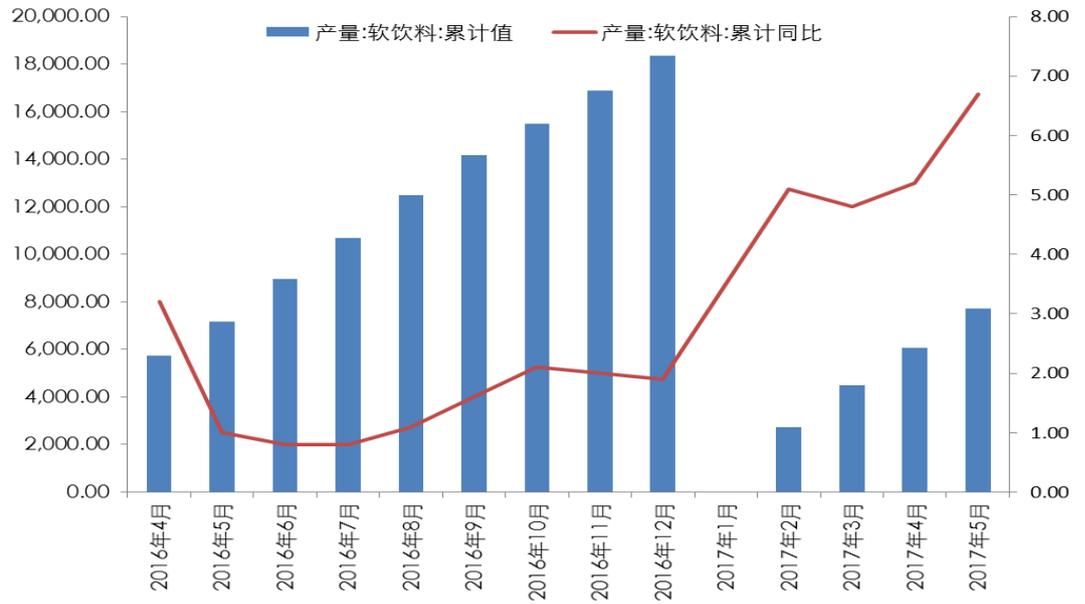
国内食糖供需平衡表（万吨）						
榨季	13/14	14/15	15/16	16/17（预估）	17/18（预计）	
期初库存	785.00	995.48	983.47	762.16	460.77	
期初库存（含走私）	785.00	1045.48	1063.47	1012.16	610.77	
产量	1331.8	1056	870.19	928.82	1047	
进出口	进口	402.41	481.21	374.64	240	300
	走私（估计）	50	80	250	150	150
	出口	4.73	5.92	15.43	5	8
	净进口（含走私）	447.68	555.29	609.21	385	442
供给量	当年总供给	1734.21	1537.21	1244.83	1168.82	1347
	当年总供给（含走私）	1784.21	1617.21	1494.83	1318.82	1497
	国内总供给	2569	2663	2558	2331	2108
需求量	需求量（预估）	1519	1543	1451	1465	1480
	预估消费增长	3%	1.60%	-6%	1%	1%
期末库存（含储备）	995.48	983.47	762.16	460.77	319.90	
库存消费比（含储备）	65.54%	63.72%	52.54%	31.45%	21.62%	
期末库存（含储备、走私）	1045.48	1063.47	1012.16	610.77	469.90	
储备库	国储量（估计）	530	570	613	553	433
	国储收储量	0	0	0	0	0
	国储抛储量	0	0	0	100	120
	古巴糖入国库	40	43	40	0	40
	地储量	50	50	50	0	0
结转库存	结转库存总量	465.48	443.47	349.16	57.77	36.90
	结转库存消费比	30.64%	28.73%	24.07%	3.94%	2.49%
	工业库存	191.41	93.03	59.83	50	50
	保税区库存	108	120	80	50	50
当年供应缺口	210.48	(12.01)	(221.31)	(201.39)	(20.86)	

数据来源：南华期货研究所

3.4. 消费恢复背后的隐患

由于白糖是季产年销的软商品，同时其消费具有很明显的季节性特征。食糖季节性主要体现在夏季和“双节”（中秋节、春节），我们从销量数据可以看出，一般消费旺季之前的1-2个月是采购食糖的时间，此时白糖的销量会有明显增加。16/17榨季截至5月底全国销糖率达到了56.91%，去年同期为仅为53.51%，而前年则是58.68%。2017年5月，中国饮料行业产量1651.1万吨，同比增长12.6%；2017年1-5月，中国饮料行业累计产量7717.7万吨，同比增长6.7%。2017年5月，中国啤酒行业产量430.5万千升，同比增长0.7%。2017年1-5月，中国啤酒行业累计产量1758.7万千升，同比下降0.7%。产量2017年5月，中国乳制品行业产量253.0万吨，同比增长2.7%；2017年1-5月，中国乳制品行业累计产量1156.5万吨，同比增长1.7%。这说明饮品中有相当一部分人的消费从啤酒转移到饮料和乳制品消费中来，因此至少从上半年来消费已经有明显的恢复了。不过目前全国的降雨天气将阻碍食糖运输，销量会受到影响，6月的销量情况目前看并不乐观。

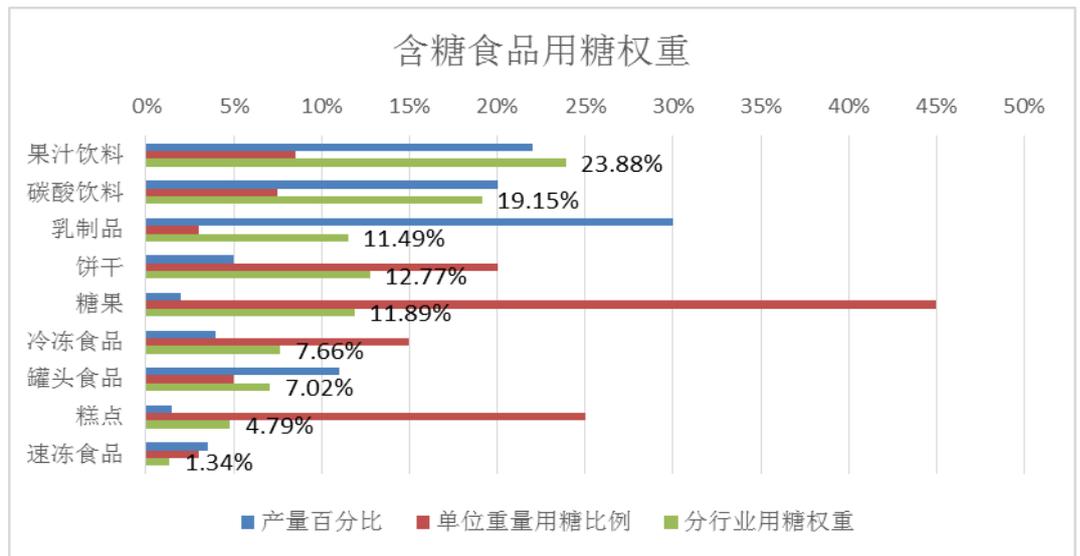
图 3.5: 软饮料产量 (万吨)



数据来源: 国家统计局 南华期货研究所

此外, 白糖的替代品近年来正在悄然挤占市场。淀粉糖作为主要替代品正在开始被人们接受, 饮料中的糖完全可以用淀粉糖去替代, 由于我国玉米库存较多, 东北山东河北在建的淀粉产能有 1000 多万, 而生产淀粉糖的成本原要低于白糖。自去年开始可口可乐就已经修改配方使得淀粉糖的比例达到了 90%。目前在建淀粉企业都是大型、集团及外资企业、各种成本增加他们也不会退出。此外, 像西王集团推出的玉米绵白糖尽管市场占有率还不是很高, 但是其解决了果糖价高以及葡萄糖甜度低的问题, 未来前景广阔。这也正是我们今年一直推崇的买淀粉空白糖的策略, 而且越远月越好, 从 1 月合约的价差图中我们可以看出, 白糖和淀粉的差价已经缩小了近 400 元。

图 3.6: 含糖食品用糖权重

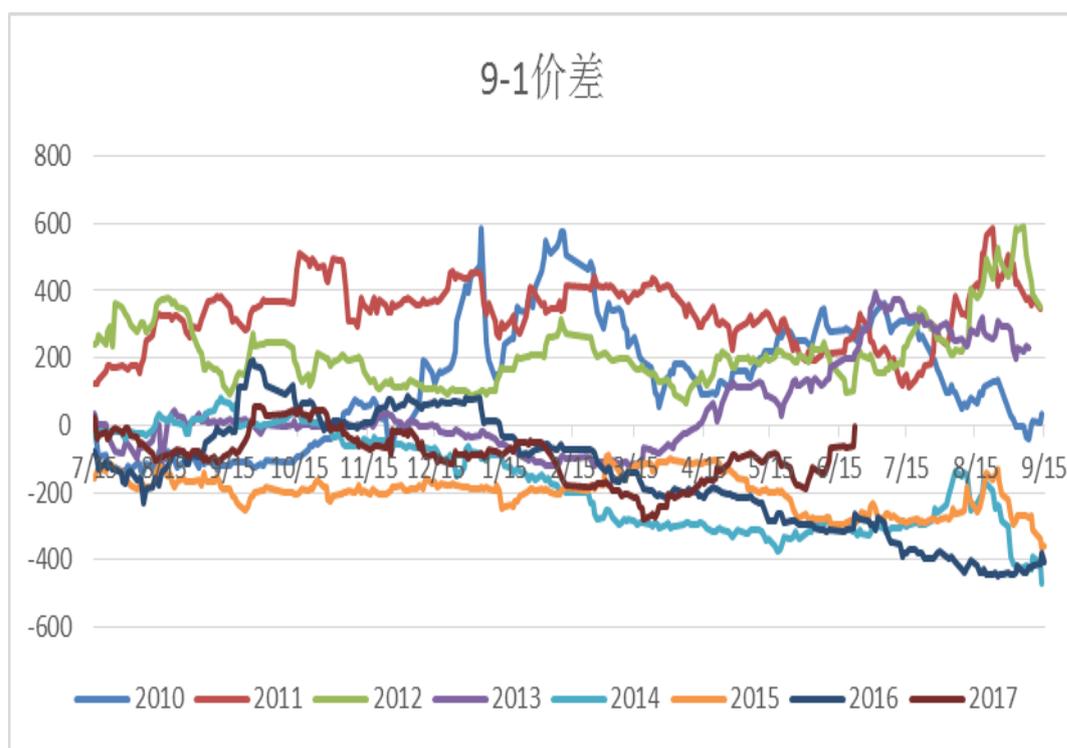


数据来源: 中国社会科学院 南华期货研究所

3.5. 价差方向佐证下跌周期

商品期现价差是指商品期货与现货的价格偏离关系。这种价差关系包括合理和不合理情况，实际分析与操作中，我们主要关注的是不合理情况。考察期现价差关系的前提是要选择基准交割地与同级交割标准的现货报价来进行对比，否则需要事先进行地区和等级价差调整。而期货跨期价差也可以理解为变相的期现价差关系。比如近月合约理解为现货，并以此与远月期货合约进行对比。

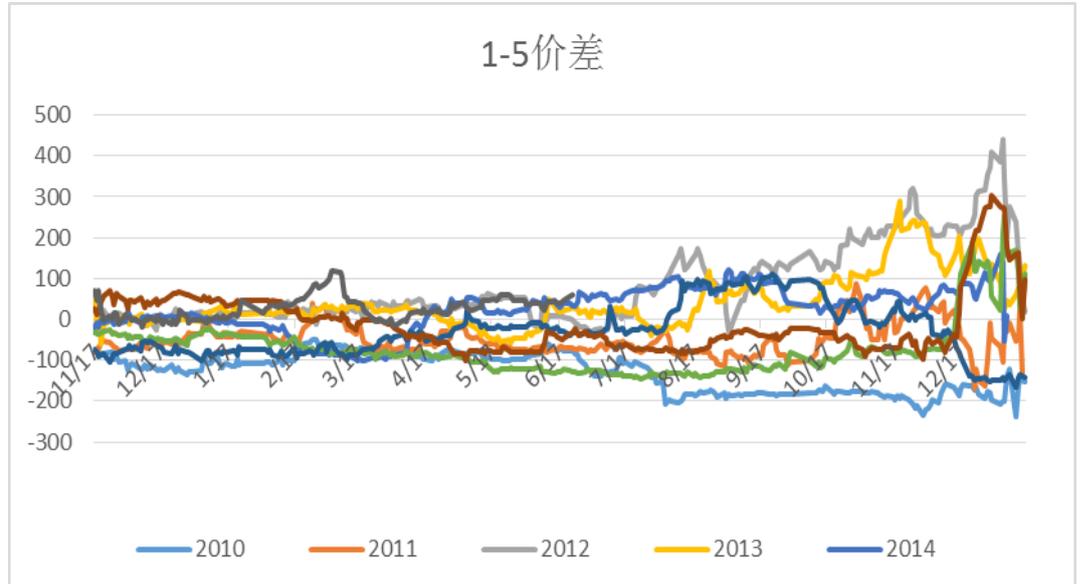
图 3.7：历史上的 9-1 价差



数据来源：wind 南华期货研究所

通过我们研究表明，白糖上涨周期和下跌周期的价差回归性表现的并不相同，这在 9-5 价差和 9-1 价差中表现的相当明显。当白糖处于上涨周期时，9-5 价差和 9-1 价差会转为深度贴水，而同理当白糖处于下跌周期时，价差会转为深度升水。结合当下，9 月合约处于 16/17 榨季供应缺口明显，1 月合约处于 17/18 榨季供应缺口收窄同时也存在供求平衡的可能。从目前看，9-1 价差从 3 月下旬的贴水 292 目前已经回归至平水，这与 2013 年的图形走势相当类似，假如按照目前情况继续发展，后续价差可能会继续向深度深水转变。1-5 价差的情况就比较特殊，无论上涨周期还是下跌周期，其前期和中期的走势在历史上始终趋于一致，价差波动相对稳定，后期的波动较大也较难把握。因此我们建议 7 月份仍可继续持有 9-1 正套，对于 1-5 价差建议持暂时持观望态度。

图 3.8: 历史上的 1-5 价差

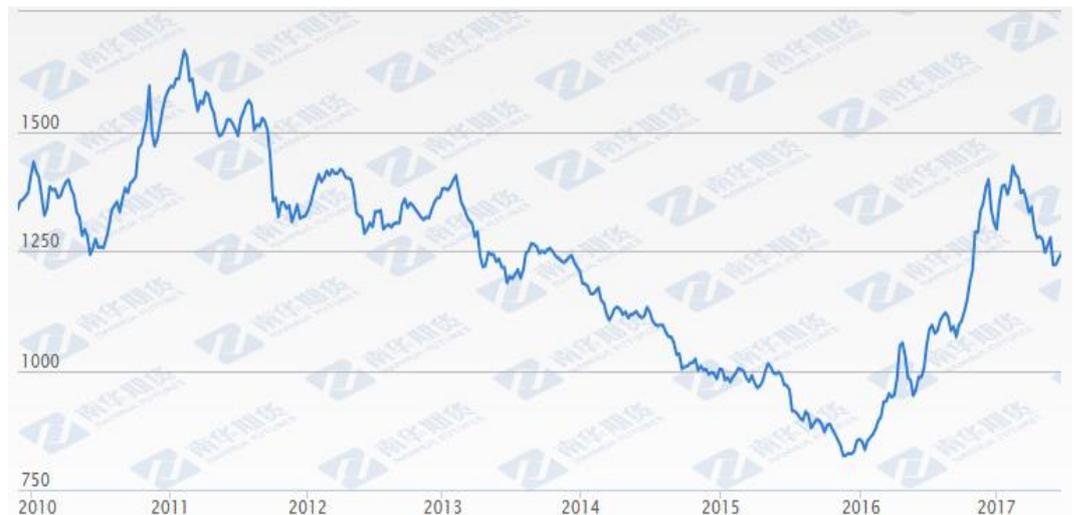


数据来源: wind 南华期货研究所

3.6. 商品市场分析

2017 年上半年大宗商品整体持续下跌，空头氛围浓郁。在南华商品指数上，我们可以看到 2016 年是很明显一个五浪结构的上涨，而 2017 年上半年更像是下跌周期的 α 浪，而目前还没有出现 b 浪形态，预计在下半年可能会出现。我们认为由于上半年下跌的幅度过大，使得三季度再大幅下跌的可能性并不是太高，更可能是在弱势中寻找一种平衡，而到了四季度可能会出现所谓的 b 浪的反弹，不过很可能仅仅是反弹而不是反转。

图 3.9: 南华商品综合指数



数据来源: 南华期货研究所

第4章 总结及策略

上文我们主要分析了国内外食糖的情况，以及整个下半年市场所关注的重点。对于下半年而言，国际上我们需要注意从巴西到亚洲国际焦点的转移。国内来说，下半年是 16/17 榨季向 17/18 榨季过度的关键时间区间，预计三季度前期郑糖依旧会继续下跌，随着新旧榨季的交替，供需问题会有所显现，此时会有一波反弹，但是进口关税上调延阻了价格下跌的幅度但是并不能限制下跌的周期，因此这次反弹很可能仅仅是反弹而不是反转。

操作上我们建议前期长线空单可以继续在三季度持有，同时空单需要注意不断向远月转移。对于四季度可以转而布置一些中线多单。9-1 正套可以再继续持有一段时间。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话：0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

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：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

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：0931-8805351

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：0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 永康市丽州中路 63 号 11 楼

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、804、810、811 室
电话：0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话：02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话：021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房、2009 房
电话：020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

永康营业部

室
电话：010-63161286

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路238号广隆财富中心1号楼301、302、312、313室
电话：0573-80703000

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

电话：0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

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