

白糖的周期和现状

--- Alan, 2019-10-26

白糖历史以来基本遵循两年半至三年左右一次的价格周期运动，每次的价格周期波动幅度（从低点到高点）大致上有1倍左右的空间，如下图所示，2006年初7000左右跌倒2009年初3200左右到3200，最后一路上行到2011年，再从2011年初的7000左右跌倒2014年中期的4700左右，随后又从2014年中期的4700左右涨到了2016年末的7000左右，只有又是一路下行到2018年末的5000左右。总体来看，三年下跌两年上涨，商业周期规律十分明显。目前处于新一轮上涨周期的开始阶段。



图一，白糖平均价格月线图

下面我们主要从主要宏观影响因子的角度来看每次主导行情的内在驱动力。

一、白糖价格和展期差，白糖库存相关性（量价关系和库存角度）：从 15 年开始上行直到 17 年初的牛市行情大体上是远期（期货）拉动现货上行，展期上面表现为明显的远期高近期低的升水结构。这主要是由于经济复苏预期导致的做多通胀的交易策略推高了白糖的预期价格。随后的 17 年初开始见顶，盘面的远期开始大幅下行，但仍然高于近期，只有在 17 年出的一小段顶部时间出现了严重的远期坍塌，结构瞬间转为贴水维持了大概不到一个月的时间。随后再度开始升水的时候白糖已经进入熊市。17 年中旬开始白糖价格彻底崩塌出现了大幅跳水，同时盘面仍然是升水结构，说明当时的市场是现货价格崩塌拉动远期一起向下运行。市场的远期通胀情绪没有很快变换过来，尽管当时的现货已经明显疲软。最终经过一次换月滚动之后 17 年后期的盘面进入了贴水结构，远期价格开始低于近期，远期价格快速崩塌开始出现远期拉动现货的下跌行情。在 18 年初价格短时间横盘之后再度破位下行伴随展期差快速修复，可以看到这一轮再次转换成了现货下跌期货跟跌，最终在 18 年中期再次走出了十分离谱的升水结构。现在来看：从 18 年中期开始展期差明显收敛趋于平稳，最近的上行行情主要是现货上涨引起的，表现为明显的贴水结构。具体原因从 2019 年以来的白糖库存达到最近 4 年新低的走势可见一斑。



图二，白糖平均价格、展期差图和库存对比图

二、白糖和白糖股票指数的走势对比（商业需求角度）：从商业周期角度来考虑，白糖板块的股票指数和实际商品的价格呈现明显的联动效应，股票指数走势上来讲领先白糖商品实际价格趋势大约半年时间。从 15 年到 17 年的上涨行情完全符合我们之前看到的展期差，预期乐观，乐观预期推高了远期白糖价格，所以升水结构拉动现货价格上行，随后乐观预期预期（也就是股票指数）率先见顶，对应了升水结构大幅修正，直到最后预期一致转入空头，升水结构崩塌，盘面走出 18 年的最低点。随后股票指数率先修正，对应的贴水结构大幅修正，盘面企稳。目前的白糖股票指数处于横盘阶段，上一次突破基本宣告失败，还需要进一步等待验证是否需求预期开始转好。



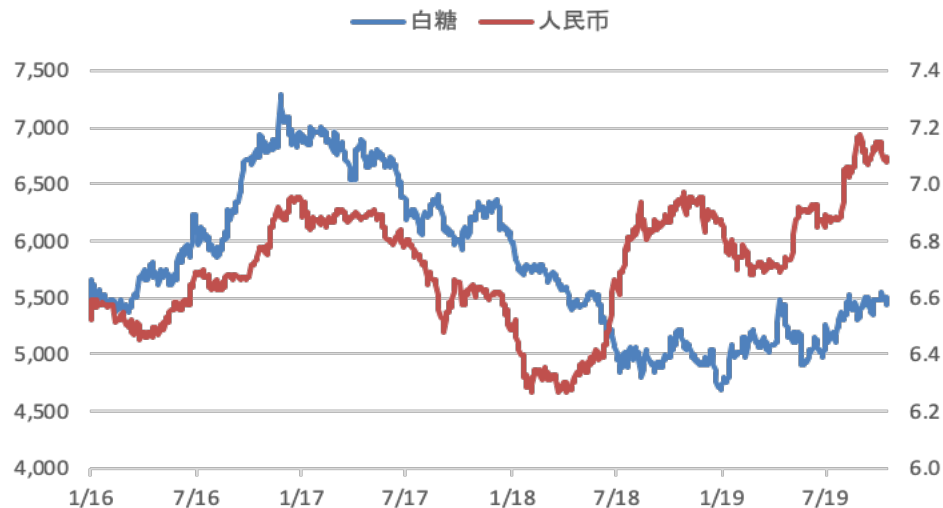
图三，白糖平均价格和白糖股票指数对比图

三、白糖和国债期货走势对比（利率角度）：对于向白糖这样的必需消费品来说，由于需求端的弹性很差所以传导通胀的能力就十分强大。那么通胀的预期对于白糖的价格走势就显得尤为重要。从下图可以看到国债期货平均价格和白糖价格之间存在明显的正相关性，15 到 17 年的白糖上行伴随着国债期货的明显多头趋势，17 到 18 的白糖下行伴随着明显的国债期货空头趋势。同时国债期货的走势大体上领先白糖价格 2 个月左右率先见顶或者见底。从 15 年 6 月股市崩盘以来，避险情绪彻底推高了国债价格，同时国家为了救市采取双降进一步确立了债券的牛市行情。在 17 年初开始，经济预期好转，通胀预期上行，债券市场突破下行，同时白糖走势见顶。再到 18 年初开始债券筑底开始再次走强，白糖价格稍微晚一步开始筑底走强。这一点与我们大多数人的观念不太符合，因为国债大概率反映了通胀的预期，当通胀预期强烈时候，人们往往会转而持有更能保值的资产，同时预期利率会上行，这都会导致债券价格的下跌。而由于白糖是个很好的对抗通胀的品种，天然的导致了白糖价格在通胀预期下上行。所以，国债价格和白糖价格，从常理上来讲应该是反向波动的才对。考虑到白糖和债券价格的高度正相关，作者认为白糖长期以来显示出了很强的避险商品走势的特性，但是具体原因需要进一步分析。



图四，白糖平均价格和国债期货价格对比图

四、白糖和人民币走势对比（外汇角度）：可以看到从 16 年起到 17 年初随着人民币贬值白糖价格呈现明显上行并一路到顶，随后人民币小幅横盘后开始升值，对应着白糖也彻底进入空头，并一直下跌到 18 年中期才开始企稳。但是人民币已经在 18 年初跟随债券一起开始上行了。大体上来讲白糖价格与人民币价格呈现明显的正相关。但是这一相关性从 18 年中期开始渐渐脱钩。目前从 19 年开始再次开始增强联动性。



图五，白糖平均价格和人民币兑美元价格对比图

总结和展望：

- 目前白糖关键点：1，筑底完成进入多头，远期价格小幅贴水。2，最近五年最低库存。3，商业需求目前企稳，但是仍需等待彻底好转。4，利率角度目前债券仍在多头相关性给予白糖支撑。5，外汇贬值给予白糖支撑。
- 考虑到白糖已经基本完成库存消化，盘面明显强势，同时伴随小幅贴水利于多头长期持仓，下一步周期应该会由需求端再次扩大引起新一轮的库存增长，未来行情走势看多，需要等待股票指数代表的商业需求再次有效放大将会促使行情完成突破。