

风卷残云

摘要

我们在这里回顾了2018年食糖的供需情况,并且对2019年全球和国内的供需结构进行了展望。我们认为2019年上半年全球食糖供应过剩压力犹存,受原油持续下跌影响,巴西难以持续保持低糖醇比,势必将会有所增产,印度、泰国尽管已经有所减产,但整体基数偏大,且印度库存压力较大的前提下糖价很难有较大的转势机会。而在下半年,随着全球糖库存的消化这种情况或将得到明显改善。2019年我们重点关注印度减产数量及出口数量的变化。18/19制糖年我国糖产量会有小幅的增产,明年上半年随着新糖上市,库存压力将逐步呈现,伴随着全球经济形势的不景气以及全球糖市库存压力,国内糖价恐难有太大起色。而进入下半年后,随着全球供求情况的改善,糖价存在转势的可能性。

2019年我们重点关注印度产量及出口情况,此外国内重点关注进口配额外许可证数量、国内糖产量变化及库存消化情况,以及直补改收储的可能性。操作上我们建议中期以反弹沽空为主,进入下半年以后可以对远月1909合约或者2001合约逢低买入。在期权方面,我们建议上半年以卖出两档的5月看涨期权为主。价差方面,我们主推5-9反套、9-1反套。

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

目录

第 1 章	行情回顾及策略建议	4
第 2 章	印度左右糖市节奏	5
2.1.	减产去库存	5
2.2.	巴西难以持续保持低糖醇比	6
2.3.	欧盟减产成定局	8
2.4.	关注泰国新生化计划	8
2.5.	印度减产和出口能降多少库存?	9
第 3 章	国内重点关注进口	11
3.1.	新榨季产量小幅增加	11
3.2.	进口利润和进口量成关键	13
3.3.	关注反套机会	16
第 4 章	总结及策略	18
南华期货分支机构		19
免责声明		21

图表目录

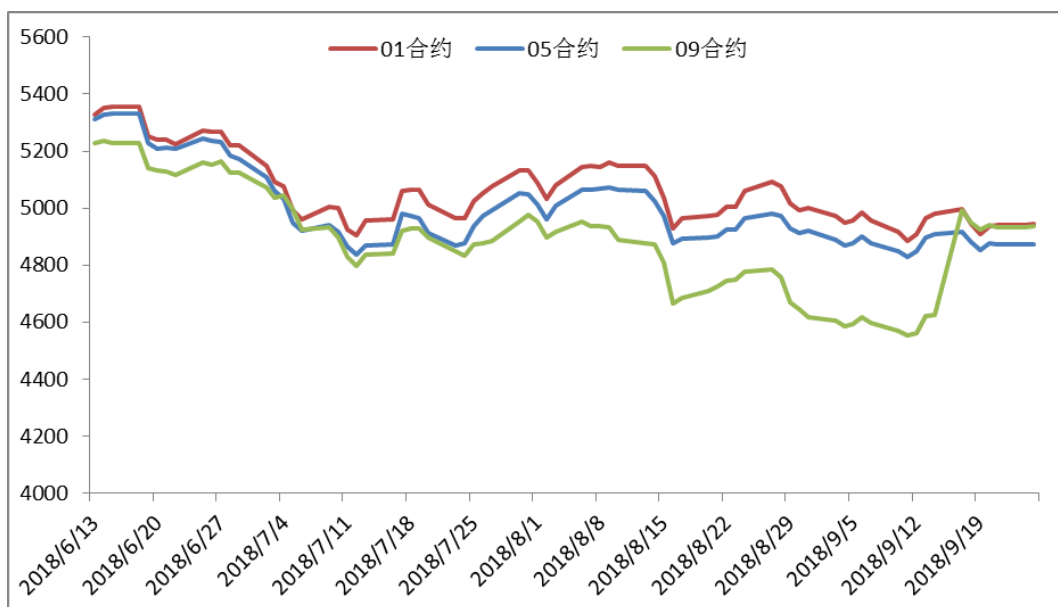
图 1.1.1: 郑糖走势图	4
表 2.1.1: 全球部分组织机构 18/19 年度食糖过剩预估	5
图 2.1.1: CFTC 持仓变化	5
图 2.2.1: 巴西中南部生产情况 (万吨)	6
图 2.2.1: 巴西中南部甘蔗制糖比	7
图 2.2.2: 巴西乙醇汽油价格比	7
图 2.2.3: 巴西食糖月度出口	8
图 2.4.1: 泰国月度出口量	9
图 2.5.1: 印度食糖产量及出厂价 (万吨、卢比/吨)	10
图 3.1.1: 中国食糖历年产量变化	11
表 3.1.1: 18/19 年度全国食糖产销进度表	12
图 3.1.2: 月度产销数据统计 (万吨)	12
图 3.1.3: 广西历年甘蔗收购价及联动价	13
图 3.2.1: 配额外糖进口利润	14
图 3.2.2: 11/12 制糖年以来中国食糖月度进口情况	14
图 3.2.3: 台湾从泰国进口精制糖量	15
表 3.3.1: 供需平衡表	15
图 3.3.1: 历史上的 5-9 价差	16
图 3.3.2: 近三年的 5-9 价差	16
图 3.3.3: 历史上的 9-1 价差	17
图 3.3.4: 近两年的 9-1 价差	17

第1章 行情回顾及策略建议

2018 年郑糖持续弱势下跌，在 9 月中旬打出新低，并且随后多次触探该低点。原糖在 2018 年同样阴跌震荡下挫不止，虽然在 10 月份出现一波反弹，但依旧难以逾越在几大主产国的成本区间。印度近期一直在寻求解决国内食糖过剩问题，因此原糖也一直忌惮印度出口所造成的压力，巴西、欧盟的减产对全球过剩起到缓冲作用，这使得原糖下挫的空间有所压缩，但原糖价格依旧难以脱离底部区间，印度 18/19 年度减产的幅度和出口的数量将是决定糖价能否转折的关键。对于国内而言，我们首先重点关注的是 18/19 年度进口配额外许可证数量，其次是关注国内产量变化及库存消化情况，另外我们还需要关注政策的变化，尤其是收储改直补的可能性。

策略建议：操作上我们建议中期以反弹沽空为主，进入下半年以后可以对远月 1909 合约或者 2001 合约逢低买入。在期权方面，我们建议上半年以卖出两档的 5 月看涨期权为主。价差方面，我们主推 5-9 反套、9-1 反套。

图 1.1.1：郑糖走势图



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

第2章 印度左右糖市节奏

2019年全球将重点关注针对印度。随着印度产量基数的增长以及巴西主动减产，18/19年度印度超过巴西成为全球最大产糖国，但受累于庞大库存及全球糖价下跌影响，印度不得不在近期频频出台解决食糖过剩问题的政策，包括直接兑付款、提供出口运费补贴、提高最低销售价等，以解决食糖过剩问题。2019年我们将重点关注印度的产量及出口变化。

2.1. 减产去库存

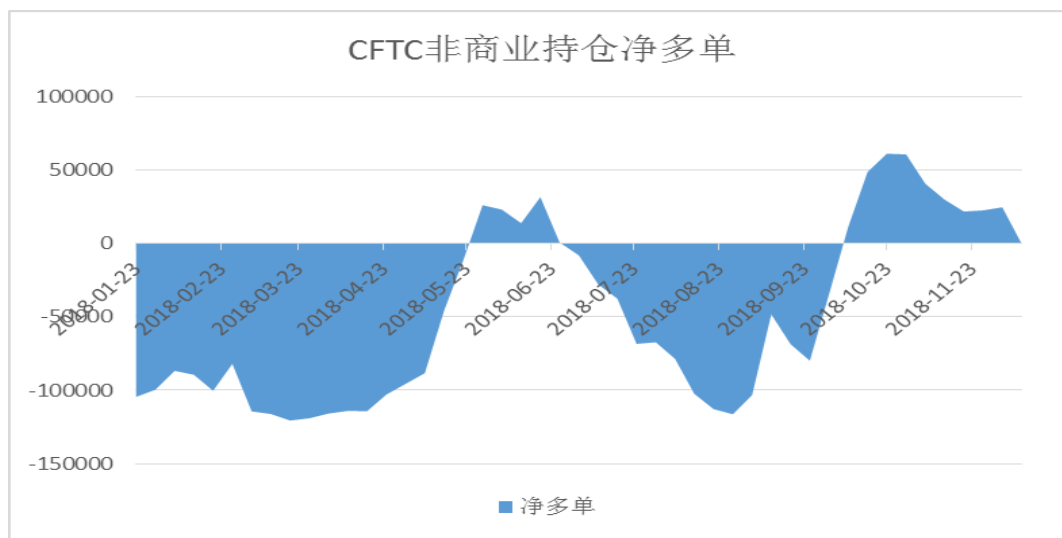
18/19 年度全球供应过剩开始向供求平衡转变，随着巴西、欧盟的减产以及对于印度干旱导致的产量的预估的收缩，业内从 8 月开始对于供应过剩的量陆续出现修正，部分机构已经将食糖供应过剩转为供应短缺。ISO10 月预估 18/19 年度全球糖市供应过剩 217 万吨，这远低于 8 月预估的 675 万吨，以及 5 月预估的 850 万吨。不过，由于 17/18 年度积累了较大的库存，因此全年度市场的整体节奏是减产去库存。

表 2.1.1：全球部分组织机构 18/19 年度食糖过剩预估

预估时间	ISO（国际食糖组织）	Green Pool（澳大利亚）	Datagro（巴西）	ADM（美国）	Marex Spectron（英国）	福四通
最新预估	过剩217万吨	过剩360万吨	短缺71万吨	过剩400-500万吨（19/20短缺200万吨）	短缺105	过剩100万吨
前次估值	过剩675万吨	过剩424万吨	过剩368万吨		过剩321万吨	过剩700万吨
早先估值	过剩850万吨		过剩424万吨			过剩720万吨

数据来源：南华期货研究所

图 2.1.1：CFTC 持仓变化

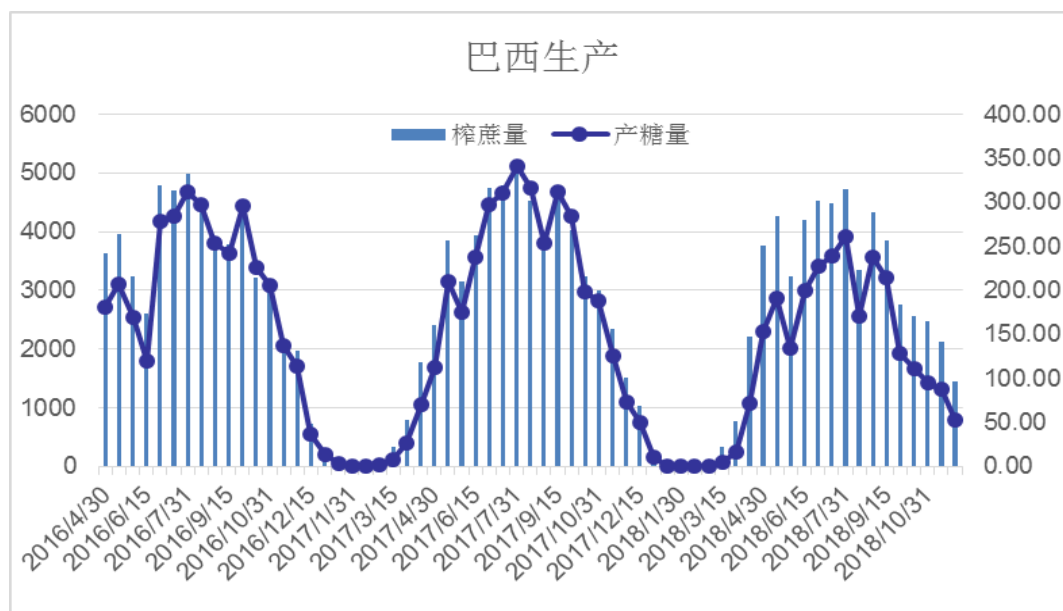


数据来源：CFTC 南华期货研究所

2.2. 巴西难以持续保持低糖醇比

巴西中南部的减产预期在三季度得以释放。截至 11 月底, 18/19 年度巴西中南部甘蔗压榨量达到了 5.4432 亿吨, 比上榨季同期 (5.7017 亿吨) 下降 4.53%。甘蔗平均糖分为 139.09 公斤/吨, 同比提高 1.2%; 累计产糖 2576.1 万吨, 同比下降 26.8% (944 万吨); 甘蔗平均制糖比为 35.71%, 同比下降 11.41 个百分点, 其余甘蔗用于乙醇生产; 累计产乙醇 290.9 亿升, 同比增长 18.6%, 其中含水乙醇 201.1 亿升, 同比增长 43.4%, 无水乙醇 89.8 亿升, 同比下降 14.5%。11 月下旬南巴西约有 45 家糖厂收榨, 目前该地区已收榨糖厂总计为 131 家, 低于去年同期的 150 家。

图 2.2.1: 巴西中南部生产情况 (万吨)



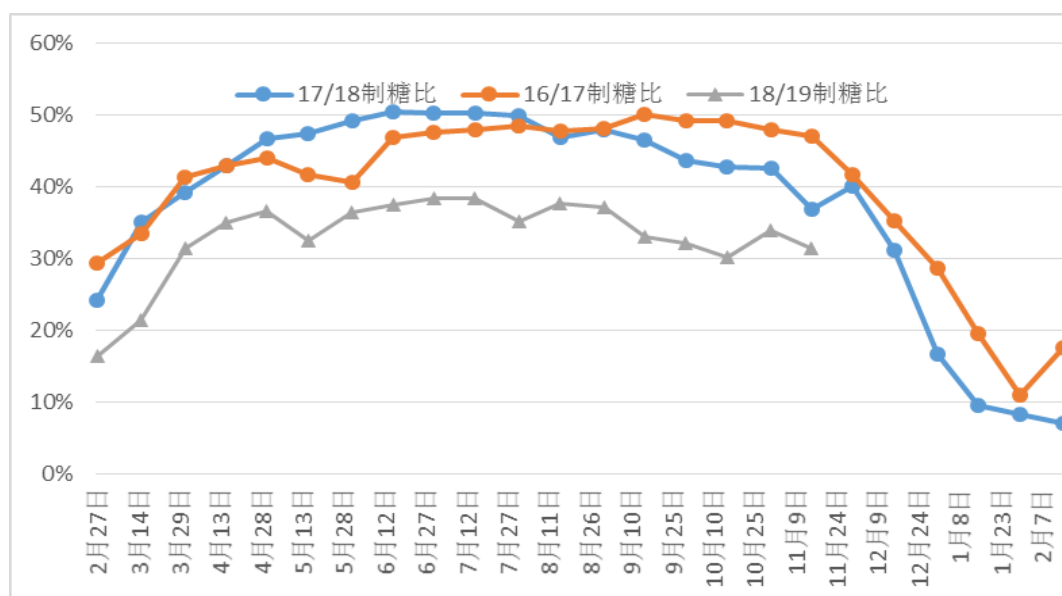
数据来源: Unica 南华期货研究所

巴西发展工业外贸部 (MDIC) 公布的数据显示, 11 月巴西出口食糖 191.7 万吨, 环比下降 0.9%, 同比下降 13%。其中 172.2 万吨为原糖, 19.5 万吨为白糖。截至 11 月末, 2018 年巴西累计出口食糖 2059.6 万吨, 同比下降 23.1%; 18/19 榨季该国已出口 1504.5 万吨, 同比下降 28.9%。巴西出口的下降主要原因还是巴西产量的下滑导致, 而其他国家伺机侵占了巴西退出的市场份额。

当前巴西的糖醇比非常低, 但是并不能保证在接下来的 19/20 榨季同样保持低位。受原油持续下跌影响, 巴西乙醇汽油价格比大幅回撤, 目前已经从 0.59 回升到了 0.64, 如果原油进一步下跌, 一旦乙醇汽油价格比重回 0.7 以上, 乙醇将不再有生产优势。

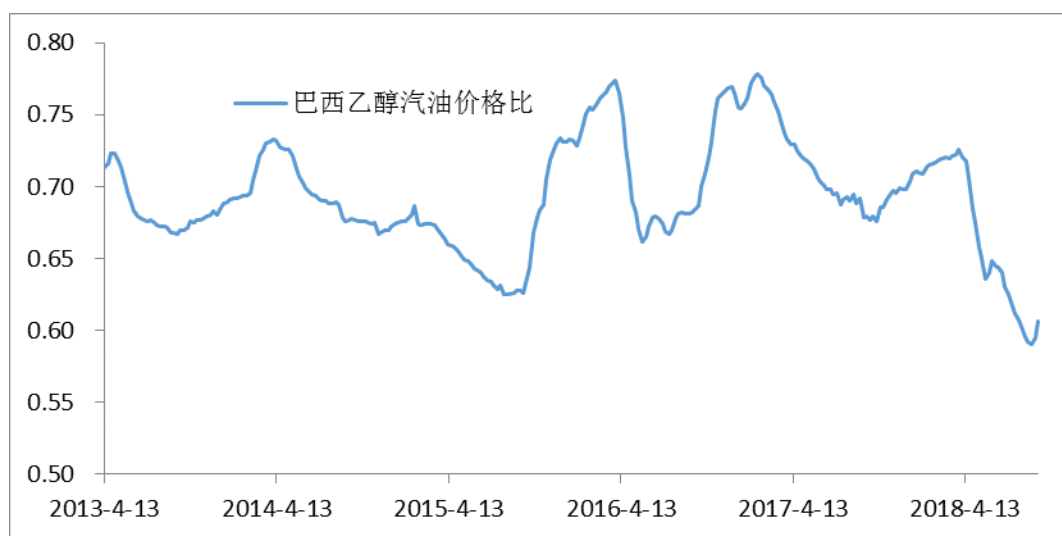
福四通 (INTL FCStone) 11 月的预估数据显示, 巴西中南部地区 2019/20 榨季糖产量预计将增长 11.2% 至 2930 万吨; 考虑到全球食糖供需状态将更加平衡, 糖厂的甘蔗制糖比预计将回升。福四通预计南巴西 19/20 榨季甘蔗制糖比为 39.7%, 仍为 2008/09 榨季以来最低水平, 但高于 18/19 预估 (35.1%)。在此情景下, 乙醇产量预计将下降 8.9% 至 274 亿升, 低于 18/19 预估 (301 亿升); 其中 174 亿升为含水乙醇, 100 亿升为无水乙醇。目前看, 巴西当地的天气前景预计良好, 2018 年下半年的降雨充足给予了甘蔗更好的生长条件。

图 2.2.1: 巴西中南部甘蔗制糖比



数据来源: Unica 南华期货研究所

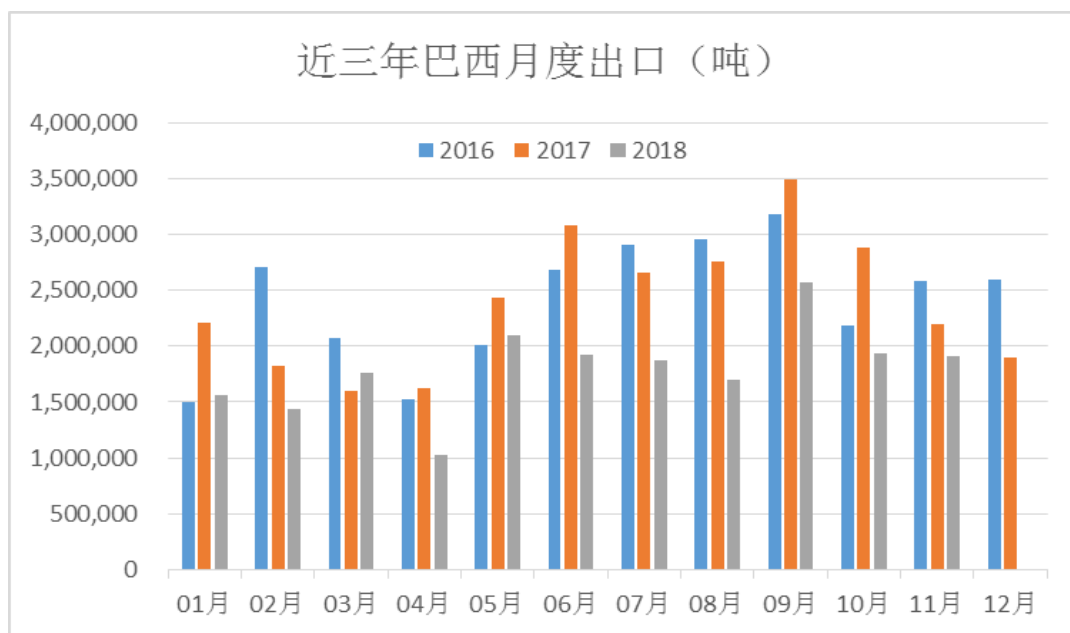
图 2.2.2: 巴西乙醇汽油价格比



数据来源: Bloomberg 南华期货研究所

除此以外, 巴西货币雷亚尔对于原糖价格的影响相当之大。10 月巴西大选之前, 雷亚尔一度大幅升值, 导致原糖大幅上涨, 不过大选后雷亚尔又继续向贬值的方向前进, 这导致原糖价格在这段时间难以继续向上一步。高举反腐旗帜的博尔索纳罗在大选中胜出, 并且将在 2019 年 1 月 1 日正式就职, 未来他所领导的政府班子所推行的政策将对市场产生较大影响。

图 2.2.3: 巴西食糖月度出口



资料来源：巴西甘蔗协会 南华期货研究所

2.3. 欧盟减产成定局

欧盟作物监测机构 MARS 公布的 10 月报告显示，欧盟甜菜单产预估下调 0.6 吨/公顷至 72.7 吨/公顷，较 5 年平均水平下降 2.8%。其中法国甜菜单产下调 2 吨/公顷至 85.5 吨/公顷，同比下降 10%，较 5 年平均水平下降 4.6%，因经过 6 月-7 月炎热干旱天气后，9 月-10 月期间降雨仍然匮乏。同时，德国国家糖业协会 (WVZ) 将该国 18/19 榨季糖产量预估下调 5.5 万吨至 441.2 万吨，同比下降 14.5%；食糖单产预估也下调 2.25 吨/公顷至 11.26 吨/公顷。德国种子生产商 Strube 于 10 月 8 日测试显示，该国甜菜平均单产为 75.5 吨/公顷，较 5 年平均水平下降 16%，同比大幅下降 26.3%。

欧委会 10 月公布的秋季农产品预估报告显示，2018/19 榨季欧盟甜菜种植面积预计略下降 1.7% 至 172 万公顷；甜菜单产预计下降 10.2% 至 73.3 吨/公顷；甜菜产量预计为 126.2 万吨，同比减少 11.1%；甜菜糖产量预计为 1920 万吨，同比下降 9%，但仍较 5 年平均水平提高 8%。数据显示，截至 9 月 18 日欧盟 17/18 榨季累计出口食糖 322 万吨，同比增长约 130%；其中 9 月已出口 7.6 万吨，8 月最终出口量为 20.2 万吨。由于已经进入压榨中后期，因此欧盟地区的减产将成为定局。

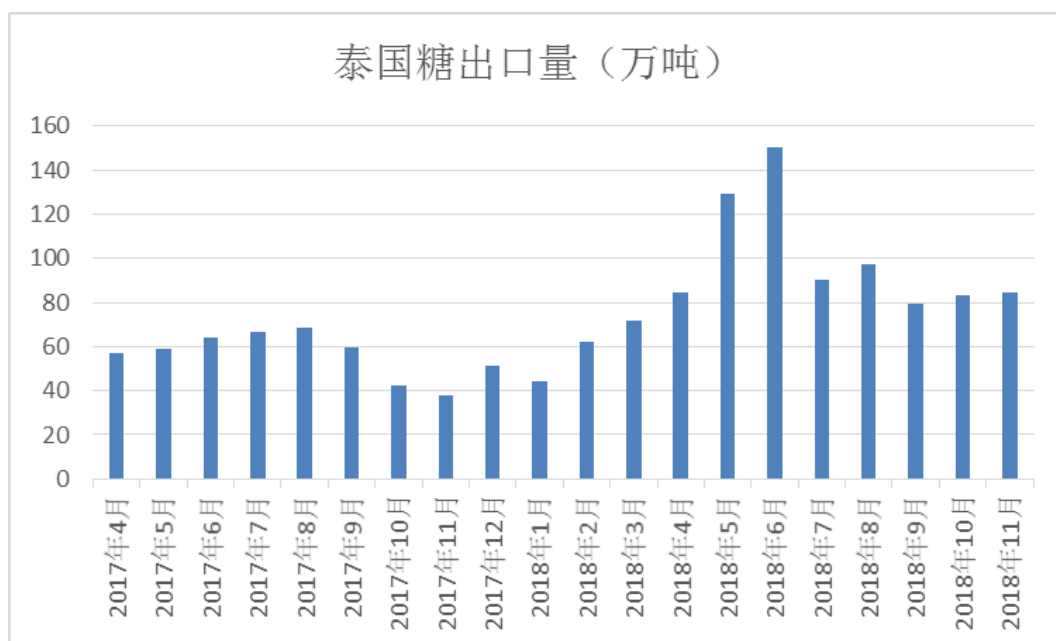
2.4. 关注泰国新生化计划

泰国近段时间糖产量整体预期变化不大。由于泰国本身的消费相对稳定，因此其大部分的糖都必须用于出口。17/18 年度泰国产糖 1468 万吨，同比增加了 46%，出口量为 940.5 万吨，占到产量的 64.07%。18/19 榨季 10-11 月泰国累计出口糖 167.98 万吨，同比增加 109%。高库存和低糖价迫使糖厂调低了下榨季的甘蔗收购价，对于含糖率在 11% 左右的甘蔗，收购价为 600 泰铢/吨，含糖率在 13% 的甘蔗收购价在 700-800 泰铢/吨，综合的收购价在 680 泰铢/吨，为近 10 年最低。作为对比，17/18 年度的收购价为 880 泰铢/吨，16/17 年度为 1050 泰铢/吨。收购价的下调使得糖企的生产成本得以下调，相对缓解了资金紧张的问题，增强了其在国际上的竞争力。

为了保护国内糖业，泰国在 10 月中旬批准了 156 亿泰铢救助计划，其中政府 65 亿，糖厂 91 亿。在种植方面的补贴达到了 65 亿。假如甘蔗产量依旧维持在 1.3 亿吨，那么平坦下来即 50 泰铢/吨（每户最高不超过 500 吨）。此外就是甘蔗和糖业基金赞助，总共 91 亿泰铢（每吨 70 泰铢），即综合补贴每户 120 泰铢/吨，这样一来泰国补贴后的收购价大概在 880-900 泰铢，基本上在生产成本线附近。

泰国甘蔗收购价的下调尽管对于 18/19 年度没有什么影响，但是会影响 19/20 年度泰国的种植面积。而泰国的新生化产业计划则对进口糖产量造成较大影响。泰国蔗糖协会办公室（OCSB）甚至预计 2019 年泰国糖出口量将下降 40-50%。能否达到如期效果还需要打一个问号。

图 2.4.1：泰国月度出口量



资料来源：泰国农业部 南华期货研究所

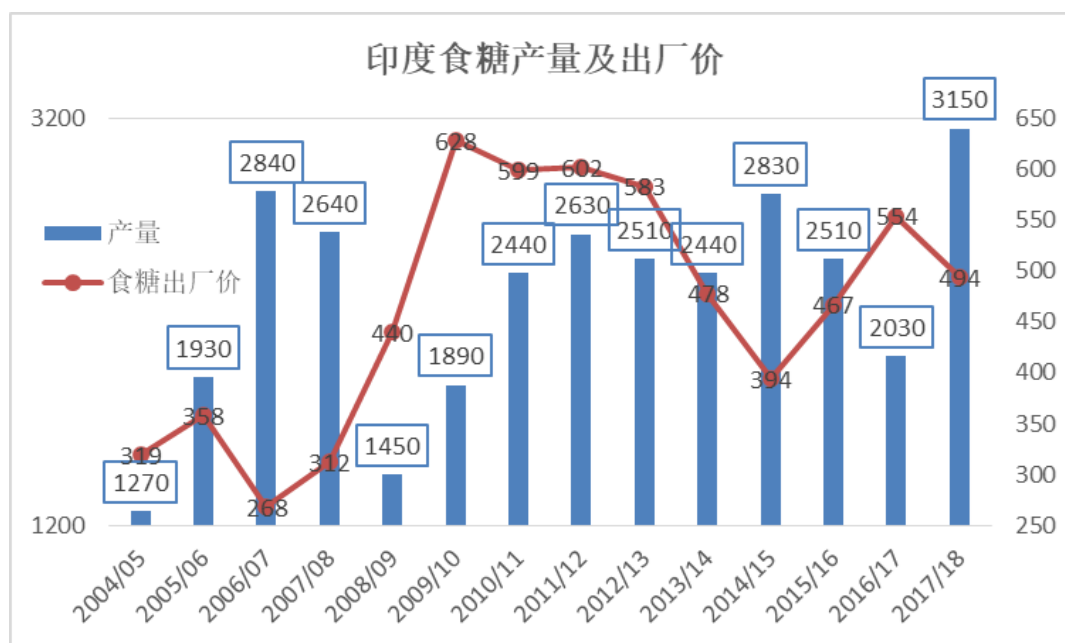
2.5. 印度减产和出口能降多少库存？

印度作为全球第二大产糖国和第一大消费国在国际糖市中具有举足轻重的地位。印度 17/18 年度产糖量达到 3250 万吨，而对于 18/19 年度印度糖厂协会（ISMA）最新的预估为 3150 万吨，而部分机构和业内权威人士则认为印度的产量可能仅为 2800-2900 万吨，这主要因为印度今年的季风雨降水明显低于正常值并同时爆发了大面积的蚜虫灾所致。

假如真的只有 2800 万吨产量，而消费又高看一线到 2750 万吨的消费，18/19 年度印度糖过剩量应该只有 50 万吨，此前的结转库存为 1070 万吨，那么两个榨季结合起来，最终的过剩量则为 1120 万吨，假设 500 万吨出口能够完成，那么印度只有 620 万吨库存，如果因生产乙醇能够消化掉 100 万吨糖，那么其最终的库存量最好的情况下为 520 万吨。偏中性的情况这是，18/19 年度产量 3150 万吨，消费 2700 万吨，18/19 年度过剩量 450 万吨，此前的结转库存为 1070 万吨，假设出口 400 万吨糖，通过生产乙醇消化掉 80 万吨，最终库存则为 1040 万吨。偏悲观的看法是，18/19 年度产量 3200 万吨，消费 2650 万吨，18/19 年度过剩量 550 万吨，此前的结转库存为 1070 万吨，假设出口 300 万吨糖，通过生产乙醇消化掉 50 万吨，最终库存则为 1270 万吨。从这里我们可以看到最好和最坏的情况相差竟然有 750 万吨的差距。这可一点不夸张，因为上榨季仅仅就产量上预估初期和最终实际相

差 740 万吨。

图 2.5.1：印度食糖产量及出厂价（万吨、卢比/吨）



数据来源：印度糖厂协会 南华期货研究所

自然灾害造成了一定的产量损失，但印度的产量基数还是很大，并且拥有大量的结转库存。印度政府一直在采取一系列政策去解决食糖过剩问题，包括限制进口、鼓励出口、建立缓冲库存和生产乙醇，并且对最低销售价格进行了调整。印度内阁第一轮的刺激政策总共批准了 850 亿卢比糖业救济方案，包括用于提高乙醇产量的 444 亿卢比软贷款及建立 300 万吨缓冲库存（117.5 亿卢比）以吸收过剩供给；133.2 亿卢比将用于支付贷款利息；55 卢比/吨甘蔗补贴（154 亿卢比）；国内最低销售价格为 29 卢比/公斤。近期，印度糖业要求联邦政府将最低销售价格上调至 36 卢比/公斤，目前批发价为 32 卢比/公斤。印度内阁的第二轮刺激政策批复了 450 亿卢比的糖业救济方案，包括对蔗农的补贴从今年的 55 卢比/吨提高至 138.8 卢比。给距离港口 100 公里内的糖厂每吨 1000 卢比的交通补贴，给沿海地区内距离港口 100 公里以外的糖厂补贴 2500 卢比/吨，给沿海地区以外糖厂 3000 卢比/吨补贴。还有就是明确了 18/19 年度的 500 万吨的出口指标。

此外，印度政府允许糖厂建立独立的酿酒厂，用于直接生产乙醇。同时，印度内阁上调了乙醇价格，批准将用蔗汁生产的乙醇价格由 47.13 卢比/升上调至 59.13 卢比/升，使用乙级糖蜜（B-heavy molasses）生产的乙醇价格由 47.49 卢比/升上调至 52.43 卢比/升，而使用丙级糖蜜（C-heavy molasses）生产的乙醇价格则由 43.7 卢比/升下调至 43.46 卢比/升。乙醇价格调整将于 18/19 榨季生效。业内人士预计 18/19 榨季印度糖厂将生产 20-22.5 亿升乙醇，其中约 4-5 亿升将产自乙级糖蜜，相当于消耗 70-80 万吨糖。

印度政府一直鼓励出口，要求 17/18 榨季出口 200 万吨糖，但是实际出口量仅为 45 万吨。不得不推迟至年底。印度政府对于 18/19 年度要求出口 500 万吨，其中对于出口至中国的量给出的是 200 万吨，目前印度已出口订单约 120 万吨，但中国的量还相当少。2019 年我们将重点关注印度产量及出口的变化情况。

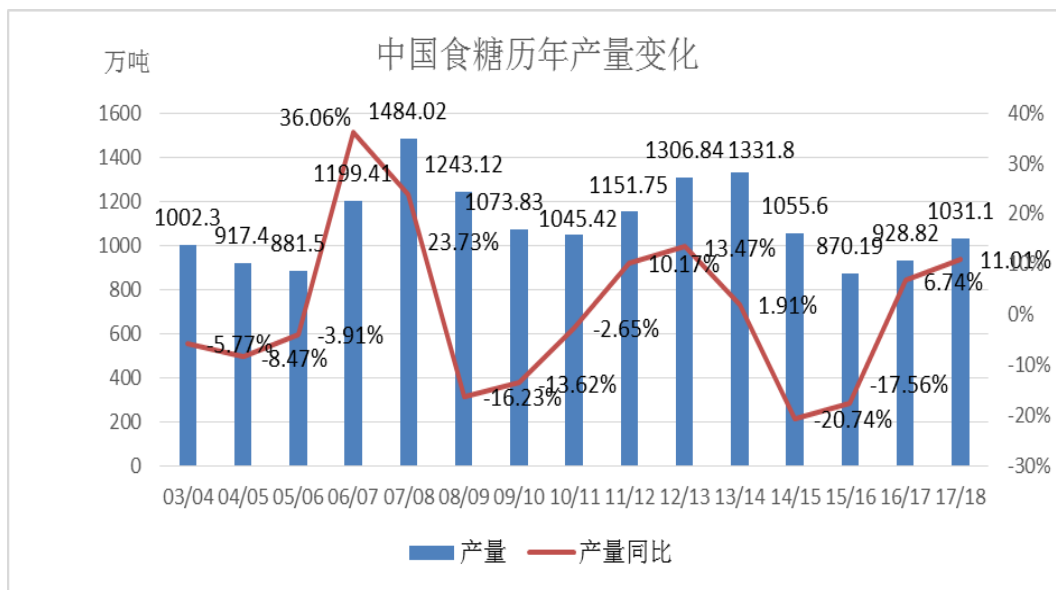
第3章 国内重点关注进口

对于 2019 年，我国在糖产量上的变数可能并不会太大，毕竟在种植期和开榨初期所遭受的自然灾害对产量的影响比较有限。重点还在于进口和走私数量，以及内外价差对于国内糖价的影响。在一季度我们将重点关注进口配额外许可证的发放情况，而在二季度我们将重点关注库存数据的变化情况，进入三季度后，对于 19/20 年度是否存在缺口的问题会成为市场焦点。

3.1. 新榨季产量小幅增加

四季度国内正式转为 18/19 榨季，11 月产销会议预估 2018 年我国糖料种植面积为 2191 万亩，其中甘蔗面积 1827 万亩，甜菜 364 万亩，收购糖料量 9026 万吨，甘蔗 7859 万吨，甜菜 1167 万吨，产糖 1060 万吨，其中甘蔗糖 927 万吨，甜菜糖 133 万吨。根据农业农村部 12 月公布的数据显示，18/19 年度全国糖料作物种植面积为 1477 千公顷，同比增加 7.34%，其中甘蔗面积 1243 千公顷，同比增加 3.5%，甜菜种植面积 234 千公顷，同比增加 33.71%。产糖 1068 万吨，其中甘蔗糖 925 万吨，同比增加 3.59%；甜菜糖 143 万吨，同比增加 24.35%；进口食糖 290 万吨，同比增长 19.34%，出口 15 万吨，同比减少 1.67%。国内消费 1520 万吨，同比增加 0.66%。

图 3.1.1：中国食糖历年产量变化



数据来源：广西物价局 南华期货研究所

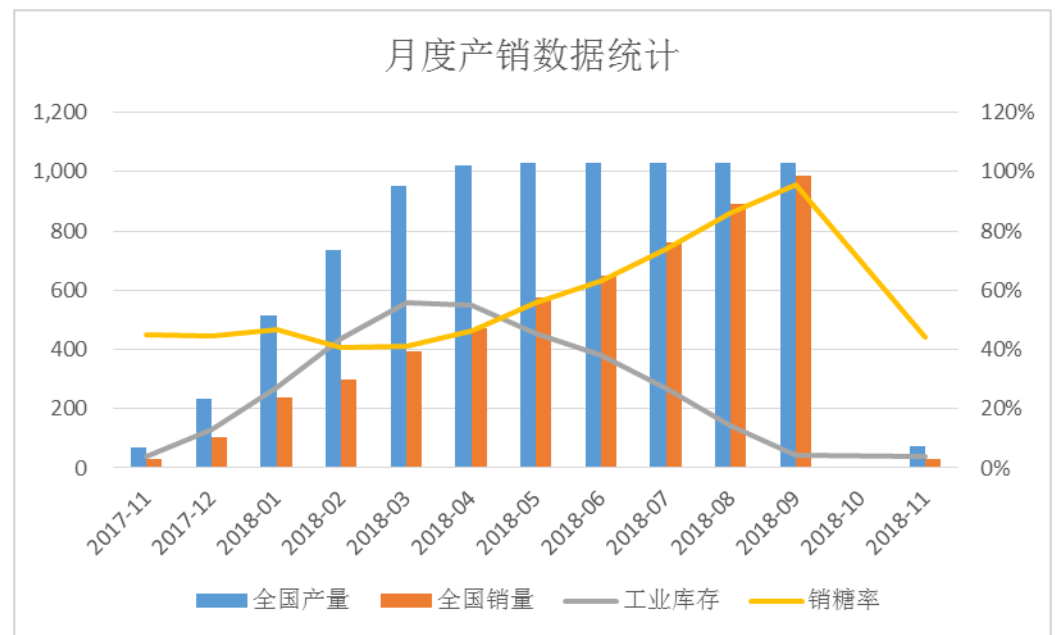
截至 2018 年 11 月底，18/19 制糖期全国累计产糖 72.68 万吨（上制糖期同期产糖 67.13 万吨），其中，产甘蔗糖 5.28 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 4.94 万吨）；产甜菜糖 67.4 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 62.19 万吨）。截至 2018 年 11 月底，18/19 制糖期全国累计销售食糖 32.12 万吨（上制糖期同期 30.22 万吨），累计销糖率 44.19%（上制糖期同期 45.02%），其中，销售甘蔗糖 4.01 万吨（上制糖期同期 3.23 万吨），销糖率 75.95%（上制糖期同期 65.38%），销售甜菜糖 28.11 万吨（上制糖期同期 26.99 万吨），销糖率 41.71%（上制糖期同期 43.4%）。

表 3.1.1: 18/19 年度全国食糖产销进度表

18/19 制糖年全国食糖产销进度					
单位: 万吨、%					
省区	预计产糖量	截至 2018 年 11 月底累计			备注
		产糖量	销糖量	销糖率	
全国合计	1060	72.68	32.12	44.19	
甘蔗糖小计	927	5.28	4.01	75.95	
广东	88	0.9	0.9	100.00	
其中: 湛江	72	0.9	0.9	100.00	
广西	610	3.78	3.11	82.28	
云南	208	0.6	0	0.00	
海南	18	0	0	0.00	
其他	3	0	0	0.00	
甜菜糖小计	133	67.40	28.11	41.71	
黑龙江	6	3.97	0.43	10.83	
新疆	54	29.63	11.18	37.73	
内蒙古	68	31	15	48.39	
其他	5	2.8	1.5	53.57	

数据来源: 中国糖业协会 南华期货研究所

图 3.1.2: 月度产销数据统计 (万吨)

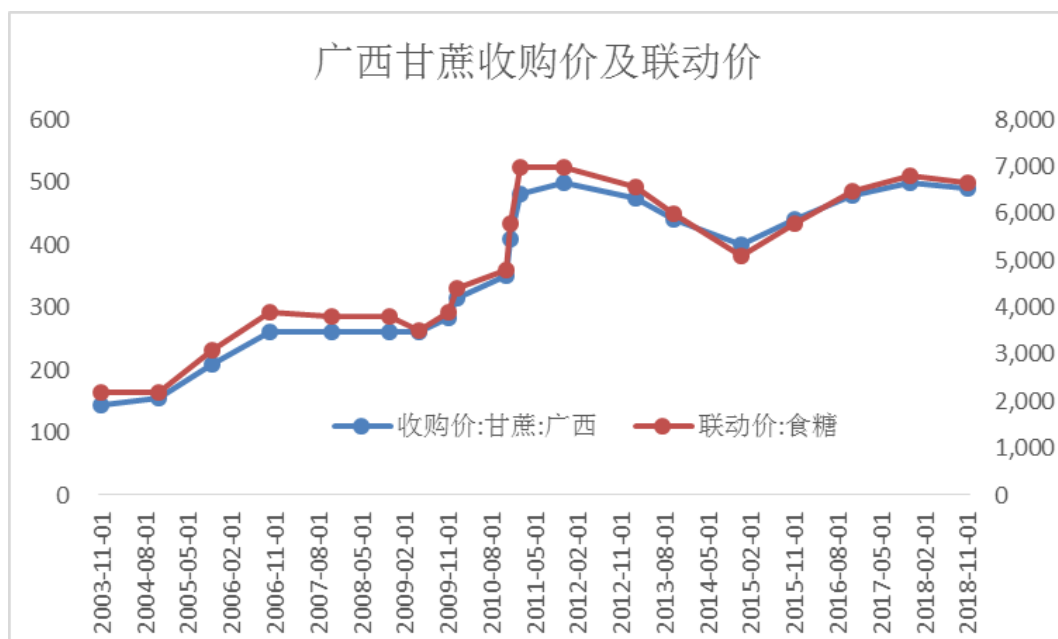


数据来源: 中国糖业协会 南华期货研究所

9月20日，新疆、内蒙同时开榨，内蒙古新增的糖厂大部分都要在18/19年度开榨，根据天下粮仓统计，内蒙古7家集团15家糖厂总共计划收购甜菜656万吨，计划产糖86.1万吨，新疆8家集团16家糖厂计划收购甜菜447万吨，计划产糖53.36万吨，合计产糖139.46万吨，外加黑龙江及其他地区的甜菜糖，最终产糖量估计在150万吨上下。而中国糖业协会在11月产销工作会议上给出的预估为133万吨，主要考虑到部分新糖厂的产能还达不到预期，以及天气情况的影响。

而对于南方地区而言，整体形势大致已经明朗。广西的甘蔗收购价被定为490元/吨，比去年下调了10元/吨，这是政府在糖厂和蔗农之间进行妥协的产物，总的来说更偏向蔗农一方。因此今年的食糖成本仅仅是略有下调，大致区间在5500-5700元/吨之间。云南的收购价为420元/吨，同比持平。广东湛江地区的收购价为400元/吨，其他地区为450元/吨，同比下降30元/吨。今年广西整体开榨进度有所相比去年略晚，因此在压榨初期的量不算太多，不过进入1月后进度慢慢会跟上，因此我们认为今年整体的产量变数应该不大。

图 3.1.3: 广西历年甘蔗收购价及联动价

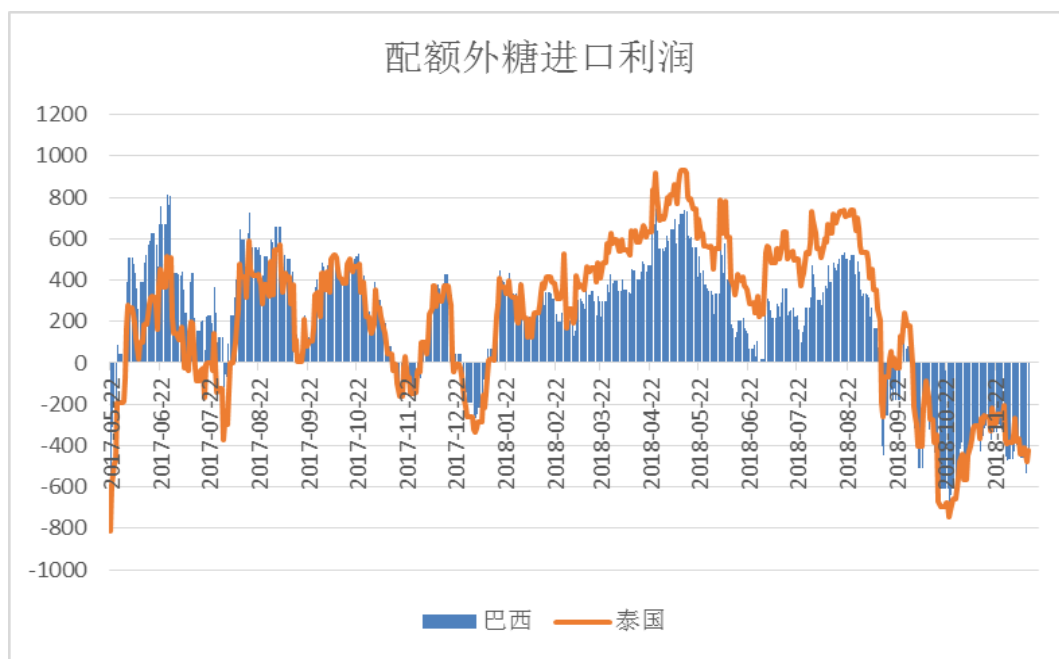


数据来源: 广西物价局 南华期货研究所

3.2. 进口利润和进口量成关键

海关总署公布的数据显示，中国11月份进口食糖34万吨，同比增加18万吨，环比持平。2018年1-11月我国累计进口糖265万吨，同比增加49万吨。2017/18榨季我国累计进口糖243万吨，同比增加15万吨。今年8月1日开始，进口配额外关税50%的优惠取消，对进口来源国统一征收90%的关税，这导致了进口成本的抬升，进口来源国由多元化再度转变为以泰国、巴西为主，而随着印度加大出口补贴以及增强出口宣传的情况下，印度糖能否大量进入中国也将成为2019年不可避免的重要话题。

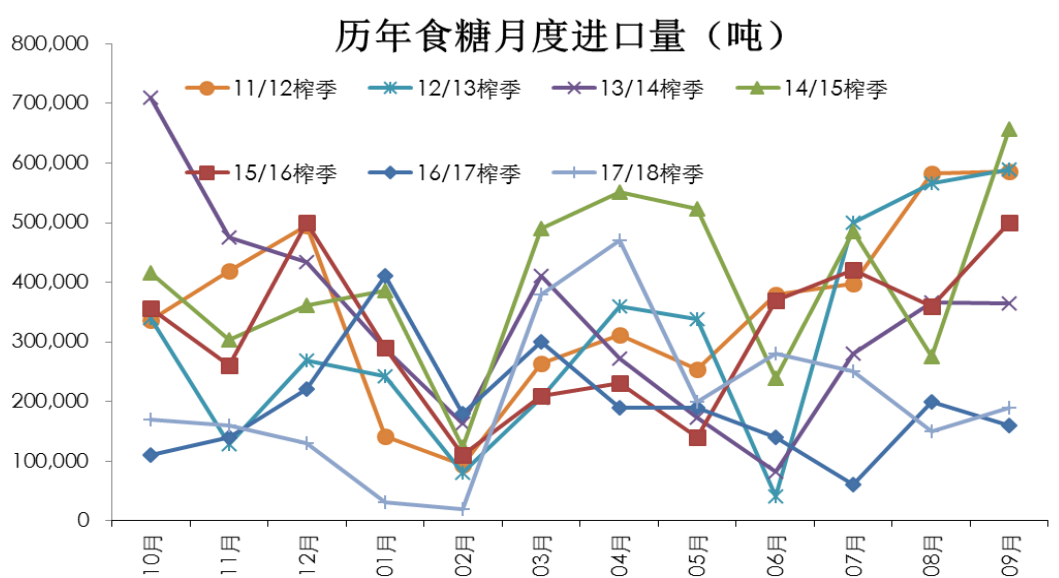
图 3.2.1：配额外糖进口利润



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

从 9 月以来，食糖进口变得较困难，尤其是进入 10 月份以后，配额外进口一直保持较大的负利润，几乎仅靠配额内进口来填补国内缺口，最终的进口量估计还是在我们此前预估的 280 万吨左右。而对于 2019 年，在一季度我们将重点关注配额外许可证发放的数量，2017 年配额外许可证为 100 万吨，2018 年配额外许可证为 150 万吨。而当前印度推销力度极大，并且希望中国能够尽快确定许可证的发放量。许可证的发放量决定我国进口量的上限，而配额外进口利润的多少将决定明年进口的下限，这也是值得我们关注的。

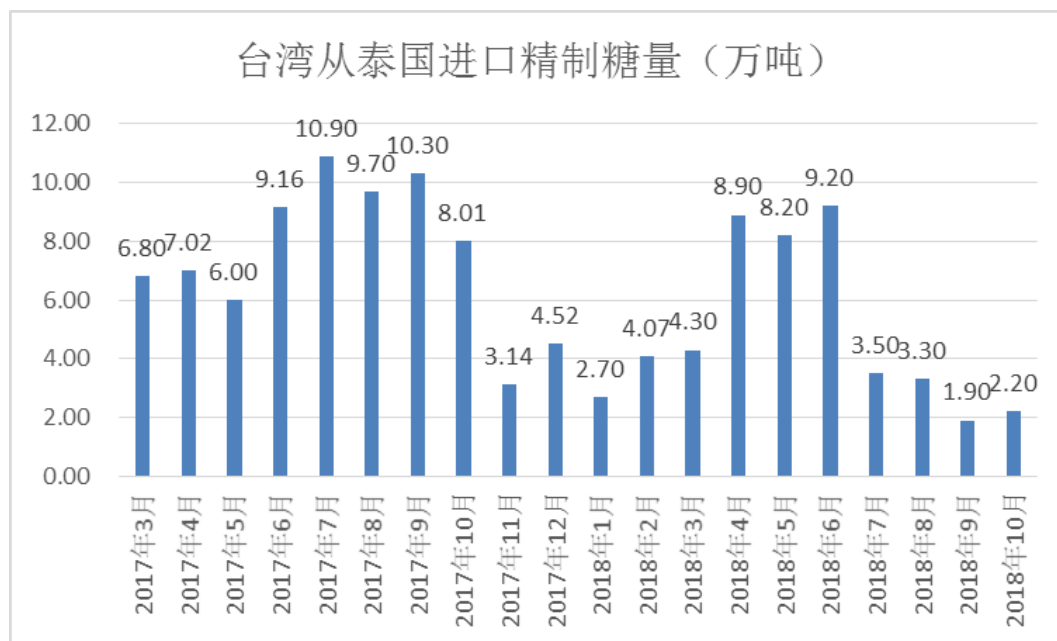
图 3.2.2：11/12 制糖年以来中国食糖月度进口情况



数据来源：海关总署 南华期货研究所

最后，我们依旧要关心走私。走私是近几年白糖市场上一直逃不掉的话题。受国家边境打击走私的日已趋严。9 月份海关抓获走私的消息频频，表明目前在缉私方面还是取得一些进展的，泰国出口到台湾的精制糖数量在 7 月开始出现下滑也佐证了这个观点。并且缅甸在 10 月份以后再度暂停了转出口贸易，这使得今年四季度西南地区的走私量明显减少。不过由于前期的走私量还比较大，因此我们估计 17/18 年度的走私量可能会维持在 180-200 万吨的水平。而对于 19/20 年度，我们暂时还无法判断走私数量的多少，还是需要继续关注打击走私的力度和走私利润的变化。

图 3.2.3: 台湾从泰国进口精制糖量



数据来源：泰国甘蔗和食糖公司 南华期货研究所

表 3.3.1: 供需平衡表

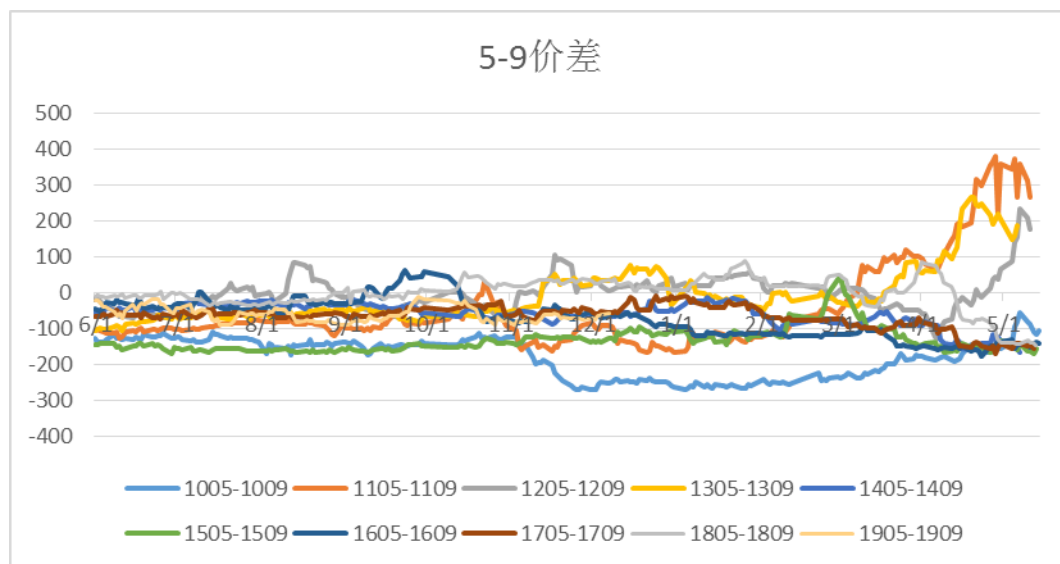
国内食糖供需平衡表 (万吨)						
榨季	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19 (预计)
上季工业结转库存	54.00	191.41	93.03	59.83	57.87	45.16
产量	1331.8	1056	870.19	928.82	1031.4	1060
销量	1140.39	962.97	810.36	870.95	985.88	1010
销糖率	85.63%	91.19%	93.12%	93.77%	95.59%	95.28%
当季工业结转库存	191.41	93.03	59.83	57.87	45.16	50
进出口	进口	402.41	481.21	374.64	230	243
	走私 (估计)	50	80	250	230	200
	出口	4.73	5.92	15.43	12.49	18.4
	净进口	397.68	475.29	359.21	217.51	224.6
	净进口 (含走私)	447.68	555.29	609.21	447.51	424.6
储备库	国储抛储量	0	0	0	98.96	0
	广西抛储量	0	0	0	37.27	0
	古巴糖入库	40	43	40	36.7	40
供给量	当年总供给	1498.07	1395.26	1129.57	1187.99	1170.84
	当年总供给 (含走私)	1548.07	1475.26	1379.57	1417.99	1370.84
	国内总供给	1552.07	1586.67	1222.6	1247.82	1228.71
	国内总供给 (含走私)	1602.07	1666.67	1472.6	1477.82	1428.71
需求量	需求量 (预估)	1480	1502	1487	1472	1458
	预估消费增长	3%	1.50%	-1%	-1%	-1%

数据来源：南华期货研究所

3.3. 关注反套机会

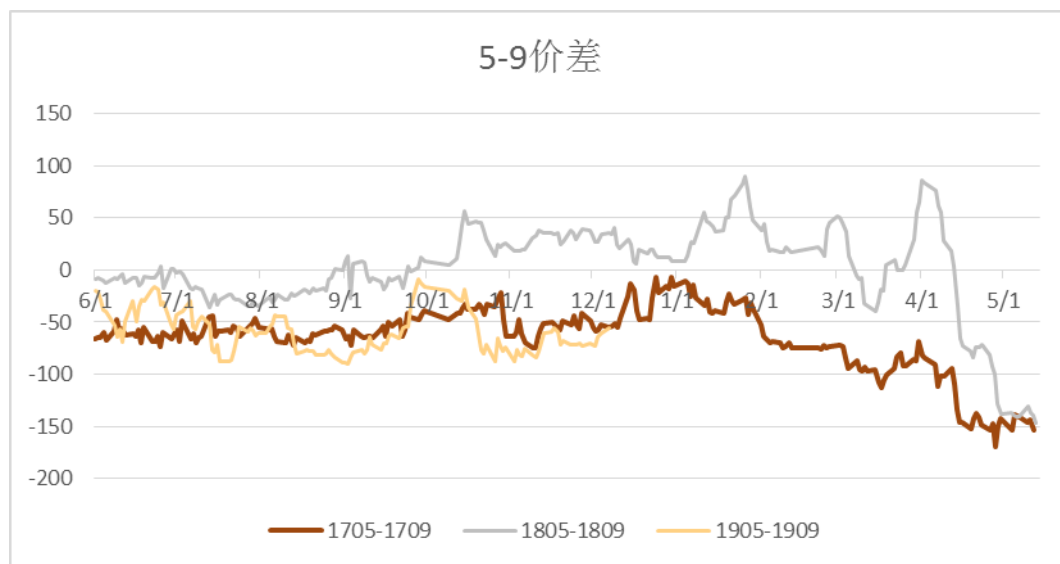
商品期现价差是指商品期货与现货的价格偏离关系。这种价差关系包括合理和不合理情况，实际分析与操作中，我们主要关注的是不合理情况。考察期现价差关系的前提是要选择基准交割地与同级交割标准的现货报价来进行对比，否则需要事先进行地区和等级价差调整。而期货跨期价差也可以理解为变相的期现价差关系。比如近月合约理解为现货，并以此与远月期货合约进行对比。

图 3.3.1：历史上的 5-9 价差



数据来源：wind 南华期货研究所

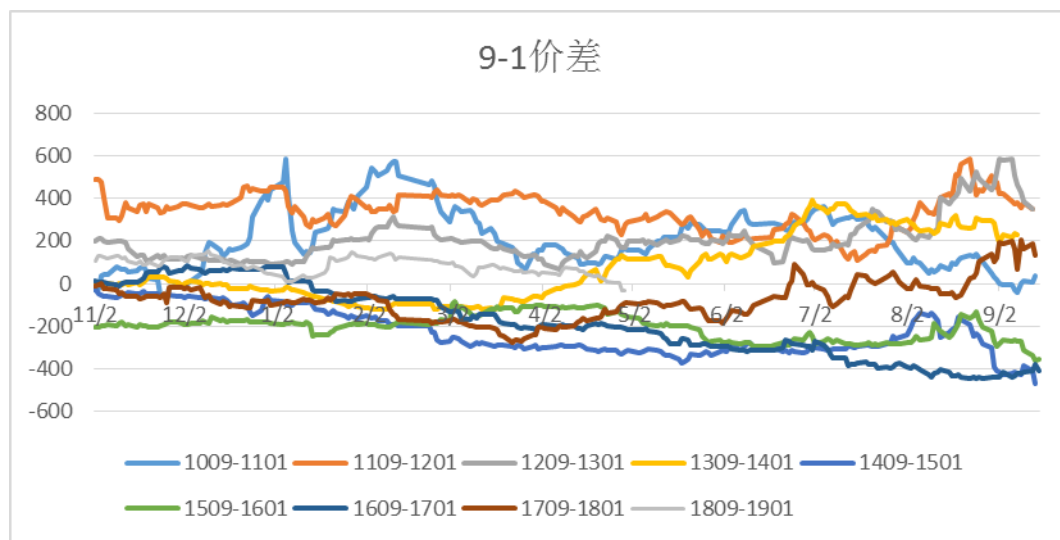
图 3.3.2：近三年的 5-9 价差



数据来源：wind 南华期货研究所

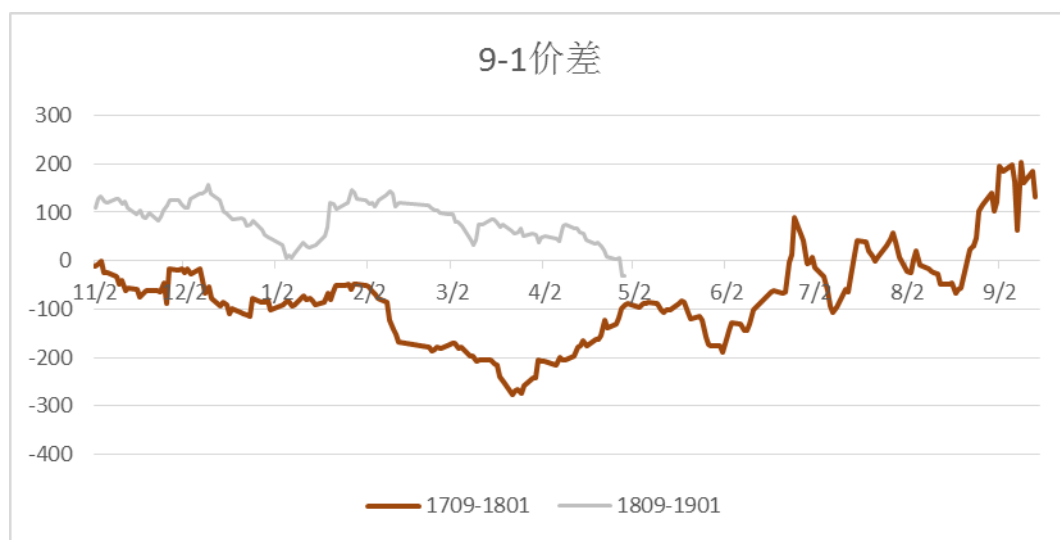
通过我们研究表明,白糖上涨周期和下跌周期的价差回归性表现的并不相同,这在 5-9 价差和 9-1 价差中表现的相当明显。当白糖处于上涨周期时,5-9 价差和 9-1 价差会转为深度贴水,而同理当白糖处于下跌周期时,5-9 价差和 9-1 价差会转为深度升水。至于 1-5 价差,其更多的表现为淡旺季的逻辑,1 月作为旺季合约常常要比 5 月强势的多,从统计套利的角度也能看出大多数年份也同样呈现这种状态。在 2019 年,我们首先要关注 5-9 价差的表现,鉴于 2019 年是多空转换的年份,远月合约比近月合约更具有做多的投资价值,5 月合约库存压力远要比 9 月价差大,因此我们主推 5-9 反套,一旦 2001 合约上市,我们同样建议做 9-1 反套逻辑。

图 3.3.3: 历史上的 9-1 价差



数据来源: wind 南华期货研究所

图 3.3.4: 近两年的 9-1 价差



数据来源: wind 南华期货研究所

第4章 总结及策略

我们在这里回顾了2018年食糖的供需情况，并且对2019年全球和国内的供需结构进行了展望。我们认为2019年上半年全球食糖供应过剩压力犹存，受原油持续下跌影响，巴西难以持续保持低糖醇比，势必将会有所增产，印度、泰国尽管已经有所减产，但整体基数偏大，且印度库存压力较大的前提下糖价很难有较大的转势机会。而在下半年，随着全球糖库存的消化这种情况或将得到明显改善。2019年我们重点关注印度减产数量及出口数量的变化。18/19制糖年我国糖产量会有小幅的增产，明年上半年随着新糖上市，库存压力将逐步呈现，伴随着全球经济形势的不景气以及全球糖市库存压力，国内糖价恐难有太大起色。而进入下半年后，随着全球供求情况的改善，糖价存在转势的可能性。

2019年我们重点关注印度产量及出口情况，此外国内重点关注进口配额外许可证数量、国内糖产量变化及库存消化情况，以及直补改收储的可能性。操作上我们建议中期以反弹沽空为主，进入下半年以后可以对远月1909合约或者2001合约逢低买入。在期权方面，我们建议上半年以卖出两档的5月看涨期权为主。价差方面，我们主推5-9反套、9-1反套。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
 客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
 电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
 电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
 电话：021-50431979

普宁营业部

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

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
 电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
 电话：0513-89011168

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

天津营业部

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

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

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

济南营业部

济南市历下区冻源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
 电话：0531-80998121

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
 电话：0351-2118001

宁波分公司

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

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
 电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
 电话：0579-89292777

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

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
 电话：0575-85095807

温州营业部

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

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

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
 电话：0573-89997820

慈溪营业部

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

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
 电话：0574-87274729

台州营业部

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

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
 电话：0532-80798985

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

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

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

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

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

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 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

大连营业部

辽宁省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

郑州营业部

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

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

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

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 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

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

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