国泰君安期货 GUOTAI JUNAN FUTURES

2019.01

危机与转机

---2019 年白糖期货行情展望及投资策略

周小球
021-52138201
zhouxiaoqiu@gtjas.com
投资咨询从业资格号：Z0001891

报告导读：

- **我们的观点：**2019 年国际糖价将在危机中迎来转机，国内糖价也将在国际糖价二次探底结束后完成底部构建。
- **我们的逻辑：**

2019 年是全球食糖市场从供应过剩向供应短缺转折的一年。国际糖价已经跌至全球最有效率的生产者成本以下，供应趋于收缩，虽然上半年仍将供应过剩、但是下半年开始逐渐短缺，国际糖价将先抑后扬。18/19 榨季全球食糖市场供应总量过剩、贸易流结构性短缺，国际糖价随印度出口政策的调整而波动。印度出口受阻时，国际糖价上涨至巴西糖醇比转正时附近；印度出口顺畅时，国际糖价下跌至补贴价格之下以阻止印度出口。19/20 榨季，持续的低价格将令巴西产量维持低位，印度、泰国和欧盟明显减产，全球食糖再次供应短缺，贸易流则由结构性短缺转为全局性短缺，国际糖价有望重新站上 15 美分/磅。

2019 年国内食糖市场供应较 2018 年更加宽松，边际成本倾向于往下去调整，市场供给曲线较 17/18 榨季整体右移且更加平坦，现货价格易跌难涨，期货价格由于已经提前深度贴水，涨跌空间相对收窄。国内产需缺口长期维持较高水平，行业自律、自动进口许可管理以及贸易救济将内外价差进一步拉大，但同时也伴生出走私冲击的问题。国内市场长期处于不断测试供应缺口是否补齐的状态，价格在国内生产成本、配额外进口成本、配额内进口成本以及走私成本之间来回切换。2019 年，超预期进口、国储拍卖、甘蔗直补以及市场结构变化给市场带来的忧虑进一步加剧了国内糖价的波动，“上涨乏力、下跌顺畅”将是其明显的标识。国际糖价决定了国内糖价的价格中枢，国内基本面决定了内外价差。2019 年国际原糖市场基本面好于国内白糖市场，我们倾向于看内外价差收敛，国内糖价能否成功筑底完全取决于国际原糖价格。

- **投资建议：**我们认为 18/19 榨季纽约原糖价格波动区间为 10-17 美分/磅，广西白糖现货价格核心波动区间为 4900-5300 元/吨，白糖期货指数波动区间为 4500-5500 元/吨。基于价格前低后高的判断，推荐择机做多 SR1909 合约或者 SR1905-SR1909 合约的反套交易。

作者简介：

周小球：国泰君安期货农产品研究总监，高级研究员。2018 年、2016 年、2012 年、2011 年、2010 年郑州商品交易所“白糖期货高级分析师”，2016 年大连商品交易所“十大投研团队”领队兼投资经理，2018 年、2017 年、2016 年、2015 年“证券时报”、“期货日报”“最佳农产品分析师”，2011 年上海证券报“最佳农产品分析师”。秉承“扎根产业、以研究驱动服务能力提升”的理念，积极探索和创新期现结合领域的可持续发展路径，为客户提供值得信赖的服务，与客户共同成长。

目录

1. 2018 年白糖市场主要运行逻辑梳理 3
1.1 2018 年白糖市场走势回顾 3
1.2 2018 年白糖市场主导因素一：配额外进口成本塌陷 4
1.3 2018 年白糖市场主导因素二：甘蔗直补的预期 5
2. 2019 年白糖市场展望—供应逐步下降，价格先抑后扬 7
2.1 国际市场：供应大幅削减，价格先抑后扬 7
2.1.1 全球食糖供应大幅削减，市场转机近在咫尺 7
2.1.2 国际糖价的顶部由巴西糖醇比决定，底部由印度出口政策决定 9
2.2 国内市场：供应宽松，边际成本下移 12
2.2.1 国内食糖市场供应更加宽松 12
2.2.2 超预期进口、国储拍卖、甘蔗直补以及市场结构变化加剧了国内价格的波动 12
3. 结论与投资建议 15

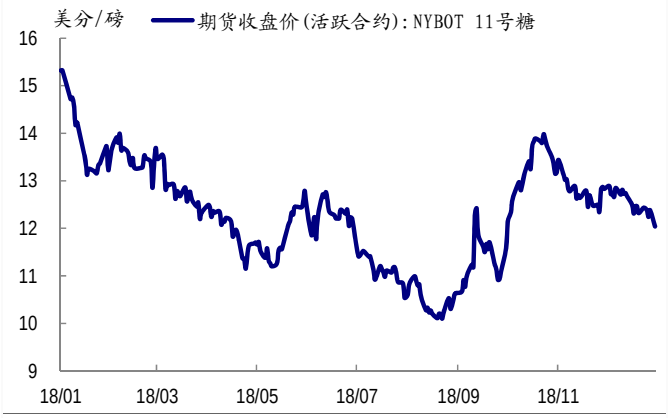
1. 2018 年白糖市场主要运行逻辑梳理

1.1 2018 年白糖市场走势回顾

纽约原糖在 2018 年走出一波先抑后扬的行情。1-4 月份原糖价格从 15.5 美分/磅跌至 11 美
的非常流畅；5-6 月份糖价受基本面的扰动反弹至 13 美分/磅附近；7-8 月份价格继续下行跌破
分/磅附近，该价格也是 10 年来国际原糖最低的价格；9 月份以后，原糖价格强势反转，价格
月份有所回调。原糖指数最终收报 12.17 美分/磅，全年仅下跌 2.93 美分/磅，跌幅 19.4%。

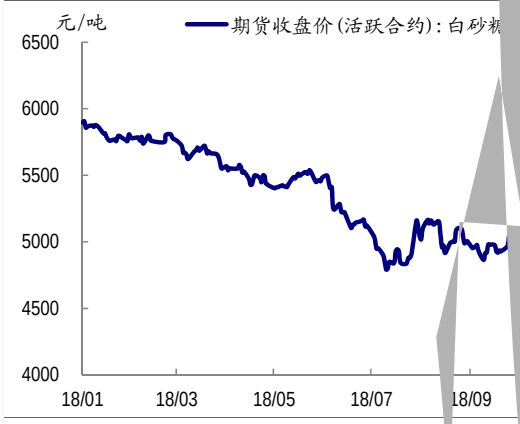
郑州白糖在 2018 年全年呈现稳步下跌走势，活跃合约价格下跌千元。2018 年伊始，郑糖
吨一路下跌至 5 月底的 5500 元/吨附近，价格在 5 个月时间里跌去了 400 元/吨；6 月份开始，郑
并于 7 月 20 日下跌至 4830 元/吨，价格在不到 2 个月的时间里跌去了 670 元/吨，市场哀鸿一
后，糖价虽然有过两次反弹，其中 10 月份的反弹被市场寄予厚望，市场甚至开始憧憬 5500 元
格，但是最终所有的希望都变成了失望，市场最终在 12 月份破位下跌。

图 1 纽约原糖价格先抑后扬



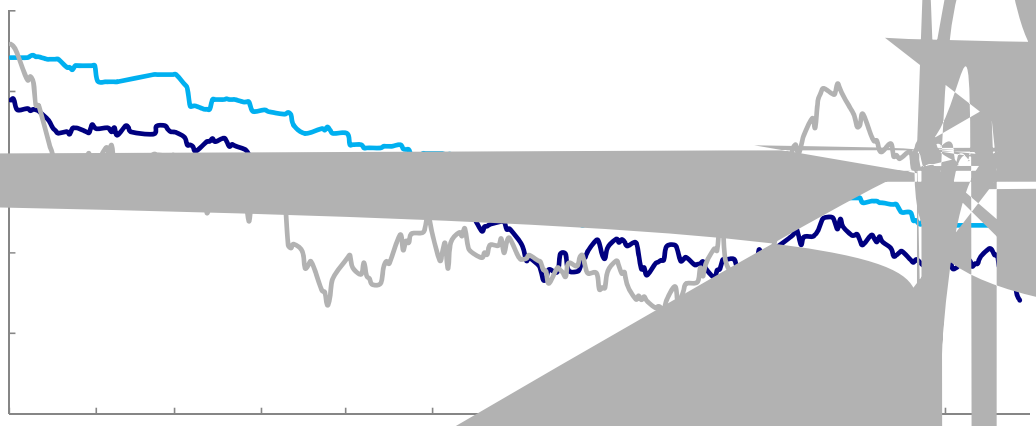
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 2 郑州白糖价格下跌千元



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 3 2018 年白糖期现货价格走势



（2）第二阶段（6-9 月）：快速下跌后低位横盘震荡

6 月份伊始，市场传言国家将对甘蔗种植进行直补：一方面市场传言国家发改委、农业部等相关部门在南方甘蔗产区调研直补的可行性；另一方面市场也在讨论应该对北方甜菜糖产区同步进行直补。对甘蔗种植进行直补意味着糖厂可以以市场化的价格向农民收购甘蔗，糖厂的制糖成本将大幅度下降至现货价格附近，糖价随即大跌。期货价格跌至配额外进口成本附近时止跌企稳，并在随后的三个月里维持横盘震荡走势。

（3）第三阶段（10 月）：小幅反弹

10 月份，在 SR1809 合约深度贴水交割完毕后，市场对于 18/19 榨季生产成本、进口成本的关注度提高。市场先前曾预期 18/19 榨季全球食糖继续增产，但是由于主产区天气越来越糟糕，10 月份终于爆出印度食糖产量不增反减的讯息，第二大食糖出口国泰国也将减产，17/18 榨季全球食糖增产的两大主力军全部熄火。减产预期使得国际原糖价格大幅反弹至 15 美分/磅附近，配额外进口成本曲线由下往上穿越国内期货价格曲线和国内现货价格曲线并带着国内价格往上小幅反弹。

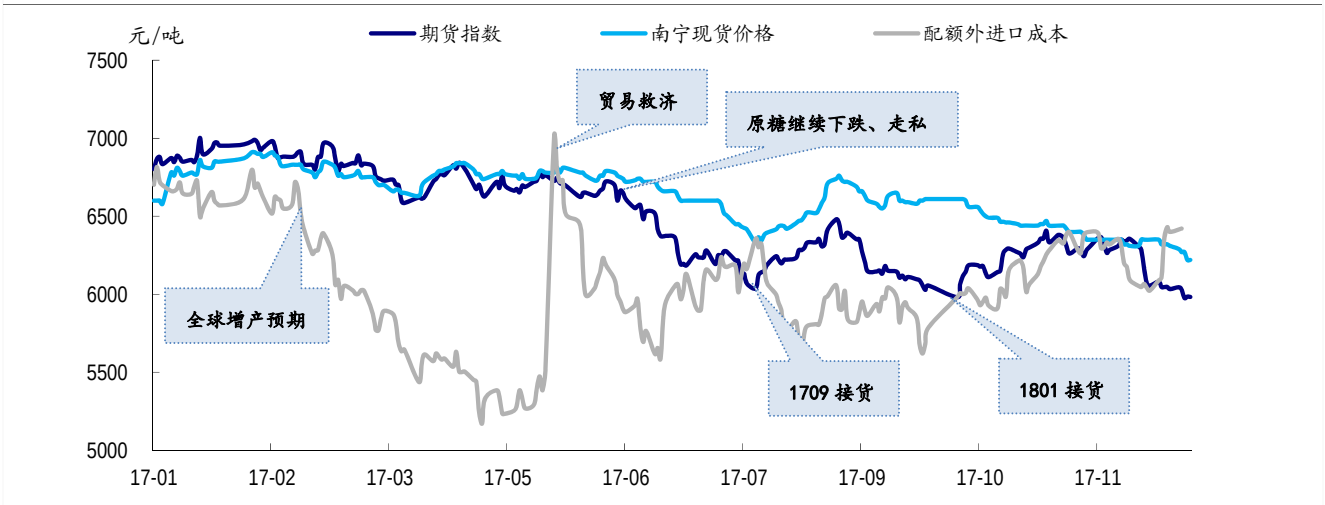
（4）第四阶段（10-12 月）：缓慢回落

在出口补贴政策的加持下，国际原糖价格上涨激发了印度扩大出口的欲望，原本预期相对紧张的国际贸易流逐渐变得宽松，价格从高位回落。虽然配额外进口成本仍高于国内现货价格和期货价格，但是国内市场关于甘蔗直补以及国储拍卖的声音此起彼伏，多头似乎从市场上消失，这不仅令期货价格重回低位，甚至连新糖的现货价格也被不断下调。

1.2 2018 年白糖市场主导因素一：配额外进口成本塌陷

最近两年国内食糖市场产需缺口依然巨大，产业政策也不可谓不多，但是为什么依然无法抵挡国内糖价步入熊市？如果说 2017 年市场还沉浸在贸易救济政策造成的梦幻之中，价格下跌也是犹抱琵琶半遮面；那么 2018 年，在市场对上涨放弃幻想以后，价格出现崩盘式的下跌，而且还唯恐过犹不及。究其背后的原因，我们认为原糖暴跌所带来的配额外进口成本塌陷是造成国内糖价超预期下跌的关键因素之一。

图 4 2017 年贸易救济政策对国内食糖市场影响深远



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

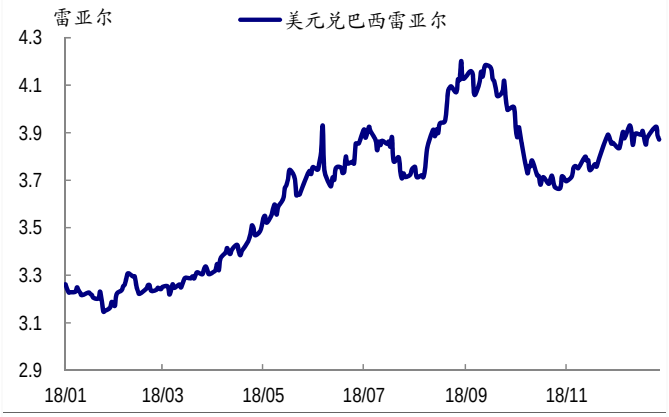
全球食糖产量超预期增长是造成国际原糖价格暴跌的一个重要原因。2017 年 11 月份，国际食糖组织（以下简称 ISO）预测 17/18 榨季全球食糖供给过剩 460 万吨，期末库存在边际上并没有明显变差，同比仅增加 100 万吨；但是到了 2018 年 5 月份，17/18 榨季的过剩量被上调至 1051 万吨，期末库存则被上调至 9547 万吨（有纪录以来的最高水平），国际原糖糖价最低跌至 10 年来的低位 10 美分/磅附近。

图 5 ISO 关于 17/18 榨季全球食糖供求数据预测与价格走势对比

资料来源：ISO，国泰君安期货产业服务研究所

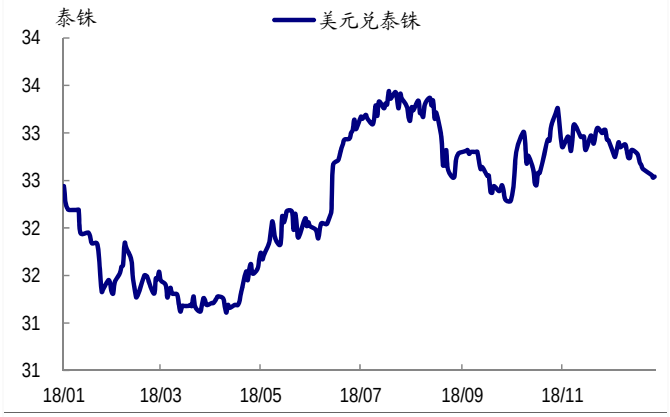
新兴经济体汇率超预期贬值是引发 2018 年国际原糖价格暴跌的另一个重要原因。一方面全球经济下行令现货市场承压、另一方面资金回流美国加剧了金融市场的波动，新兴经济体汇率明显贬值。巴西是全球最大的食糖出口国，巴西雷亚尔兑美元在 2018 年 3-9 月贬值 30%，在以雷亚尔标价的 FOB 价格保持不变的情况下，意味着以美元标价的国际原糖价格比以前便宜了 30%。而泰国是全球第二大食糖出口国，泰国泰铢兑美元汇率也一度贬值 10%。

图 6 巴西雷亚尔一度大幅贬值 30%



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 7 泰国泰铢贬值 10%



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

配额外进口成本塌陷，国内价格往下向进口成本靠拢。表观供应缺口大，叠加行业自律、自动进口许可管理、贸易救济以及打击走私等供给端利好刺激，国内白糖现货价格在相长一段时间均维持在国内生产成本之上。不过国际原糖价格暴跌导致国内市场供给端成本出现了坍塌，包括配额内进口成本、配额外进口成本以及走私成本，特别是当配额外进口成本低跌至国内生产成本以下时，国内成本成为边际成本最高的那部分。在巨大的内外差价面前，市场扩大进口的意愿增强，供给端的表观供应缺口不断被填补，高高在上的国内价格不断往更低的进口成本靠拢。

1.3 2018 年白糖市场主导因素二：甘蔗直补的预期

2015 年 10 月份以来，国内食糖市场呈现“强政策弱市场”的特征，政策上对供给端的把控越来越严格，而需求端却完全市场化，因此容易引发糖厂阶段性风险收益不匹配的风险。

广西甘蔗收购价格是国内食糖生产成本的定海神针。广西是我国食糖最大的主产省，17/18 榨季产糖 603 万吨，占全国总产量的 58.5%。目前，广西甘蔗收购价格仍由政府主导定价，其他主产省的收购价格主要参照广西的政府指导价来确定，可以说，广西甘蔗收购价格在确定国内生产成本上起到了一锤定音的作用。广西甘蔗定价有一套严格的确定机制。该机制规定，甘蔗首付价格对应某一联动价格，平均含税销售价格每高

于联动价格 100 元/吨，糖厂就要多支付 6 元/吨的甘蔗款给蔗农，低于则仍按照最低首付价格结算。长期以来，广西甘蔗收购价格与白糖现货价格之间一直维持着这一稳定的比例关系。

18/19 榨季广西甘蔗收购价格明显偏高。广西甘蔗收购价格一般在 11 月下旬确定，主要参照 10 月底广西的现货价格。比如 13/14 榨季和 15/16 榨季，当现货价格在 5350-5400 时，甘蔗收购价格被确定为 440 元/吨；2018 年 10 月底广西南宁的现货价格为 5340 元/吨，与之对应的甘蔗收购价格在 430-440 元/吨区间，但是 18/19 榨季的甘蔗收购价格最终确定为 490 元/吨，显著高于该价格。一方面政府倾向于为了确保农民收入而维持较高的甘蔗收购价格、另一方面糖厂又面临着巨额亏损，希望在价格下跌周期同时平衡蔗农和糖厂的利益显然是鱼与熊掌不可兼得。

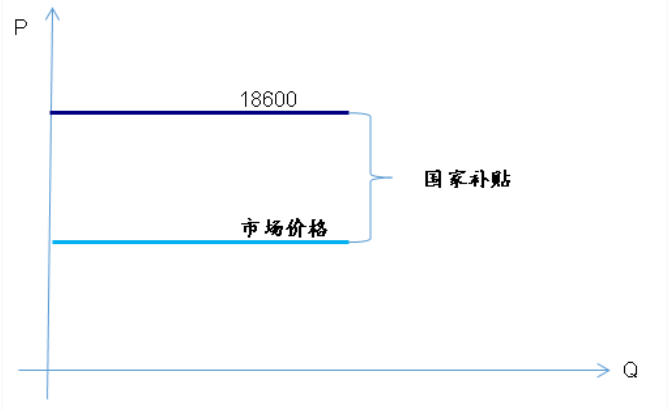
表1：现货价格与甘蔗收购价格对比（单位：元/吨）

榨季	10月底现货价格	价格同比	甘蔗首付价格	联动价格	甘蔗二次结算价格	二次联动价格	甘蔗实际收购价格同比
12/13榨季	5880	-1440	475	6580			-25
13/14榨季	5410	-470	440	6000			-35
14/15榨季	4350	-1060	400	5100			-40
15/16榨季	5350	1000	440	5800			40
16/17榨季	6680	1330	480	6470	500	6800	60
17/18榨季	6440	-240	500	6800			0
18/19榨季	5340	-1100	490	6600			-10

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

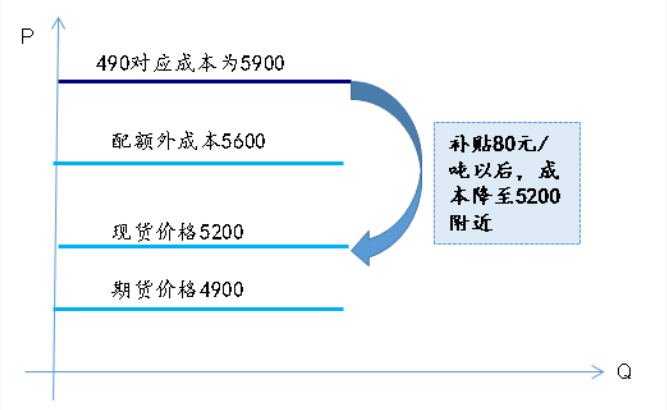
甘蔗直补有利于降低糖厂的生产成本。高蔗价低糖价的情形难以为继，因此市场对于甘蔗直补的呼声很强烈。目前，种植者补贴政策已经在国内的大豆和棉花上执行，以棉花为例，政府制定的参照价格为 18600 元/吨，当市场价格低于该价格时，国家就会将市场价格与参照价格的差额部分补贴给棉农，一方面保证了棉农的收益，另一方面也实现了价格的市场化。如果对甘蔗种植进行直补，意味着甘蔗收购价格从由政府主导转向由市场化主导，有利于糖厂在价格下跌周期降低生产成本。

图 8 棉花种植补贴示意图



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 9 甘蔗直补 80 元/吨已经 price in



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

甘蔗直补预期令国内糖价大跌。2018 年 6 月份，市场预期国家将对甘蔗种植进行直补：一方面市场传言国家发改委、农业部等相关部门在南方甘蔗产区调研直补的可行性；另一方面市场也在讨论应该对北方甜菜糖产区同步进行直补。受此消息影响，白糖期货主力合约价格快速跌至配额外进口成本附近，现货价格也不断下跌。2018 年 11 月份，虽然配额外进口成本已经攀升至国内期货价格和现货价格之上，但是由于市场再次受到甘蔗直补传言的影响，白糖期货与现货价格双双回落。目前 SR1901 合约价格在 4900 元/吨附近，其对应的广西甘蔗收购价格在 400 元/吨，明显低于 490 元/吨。市场传言国家将对广西种植甘蔗直补 80 元/吨，目前的期货价格刚好反映了这部分的直补预期，我们认为这也是为什么国内糖价没有跟随国际糖价同步上涨的原因所在。

2. 2019 年白糖市场展望—供应逐步下降，价格先抑后扬

19 年初的国内白糖市场边际成本整体低于 18 年同期。目前国际原糖价格为 12.04 美分/磅，低于 18 年同期的 15.32 美分/磅，使得配额外进口成本、配额内进口成本、走私成本均有所下降，关键是配额外进口成本已经低于广西的平均生产成本，导致国内市场供给曲线的尾端变得更加平坦。同时，国储拍卖和甘蔗直补的传言进一步压低了市场的边际成本预期。

表 2：19 年初国内白糖边际成本整体低于 18 年同期

	2018年初	2019年初	备注
原糖价格（美分/磅）	15.32	12.04	18年初市场预期全球增产、19年初预计略微减产，但仍供大于求
配额外（元/吨）	6300	5400	19年初配额外进口成本低于广西生产成本
配额内（元/吨）	3920	3500	略微降低
走私成本（元/吨）	4000-5000	4000-5000	略微降低
现货价格（元/吨）	6210	5040	19年初广西现货价格大幅低于18年同期
广西成本（元/吨）	5950	5900	19年如果直补80元/吨，则成本降至5200附近
国储拍卖（元/吨）	无	5400	市场传言国储拍卖价格为5400

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

与 2018 年相比，我们认为 2019 年国内白糖市场的供给曲线较会整体右移、且更加平坦，国际糖价决定了国内价格的上下边界，超预期进口、国储拍卖、甘蔗直补以及市场结构变化则会加剧国内市场的波动。

2.1 国际市场：供应大幅削减，价格先抑后扬

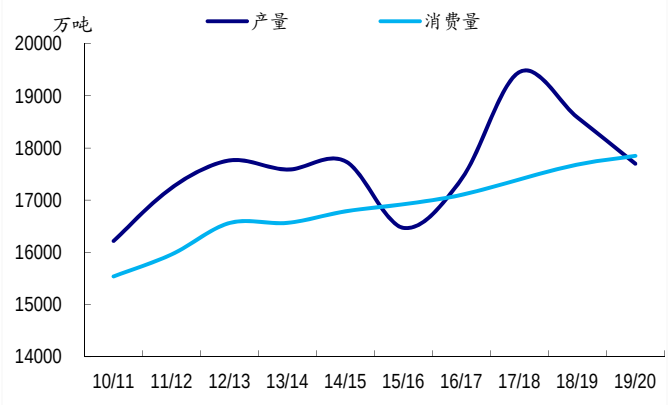
2.1.1 全球食糖供应大幅削减，市场转机近在咫尺

（1）全球食糖供应大幅削减

18/19 榨季，全球食糖供应过剩量下降，不过仍供应过剩。18/19 榨季，ISO 预计全球食糖产量由 17/18 榨季的 1.83 亿吨下降至 1.80 亿吨，USDA 预计全球食糖产量由 1.95 亿吨下降至 1.86 亿吨。虽然产量同比有明显下降，但是由于消费增长有限，市场仍供应过剩，ISO 预计 18/19 榨季全球食糖供应过剩 217 万吨，USDA 预期过剩 905 万吨，Green Pool 预计过剩 360 万吨，研究机构 Kingsman 预计过剩 985 万吨。市场对于 18/19 榨季全球食糖供应过剩的预期基本一致，但是过剩量较上榨季明显减少，且多数主产国产量都有所下降。

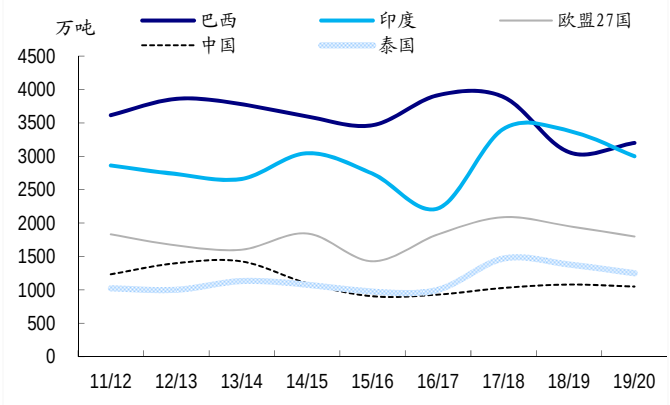
19/20 榨季，全球糖市将再次供应短缺。国际糖价长期低于全球最有效率的生产者成本，各主产国削减产量的力度加强，ISO 预计 19/20 榨季全球食糖将供应短缺 200 万吨，甚至有国际贸易行给出了 600 万吨的短缺量。供给由过剩转为短缺，对全球食糖价格将有明显的提振。

图 10 全球食糖供应大幅削减



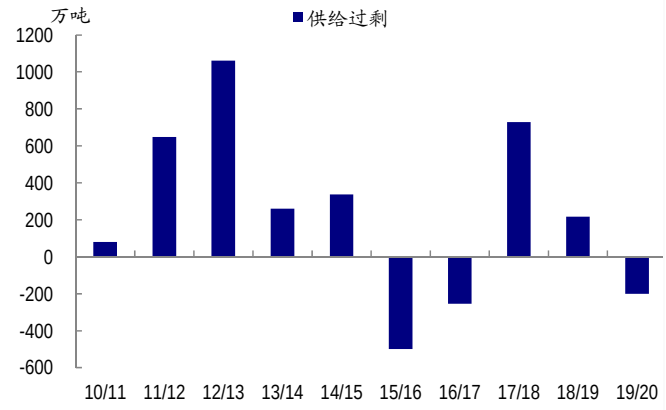
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 11 各主产国食糖产量逐年下降



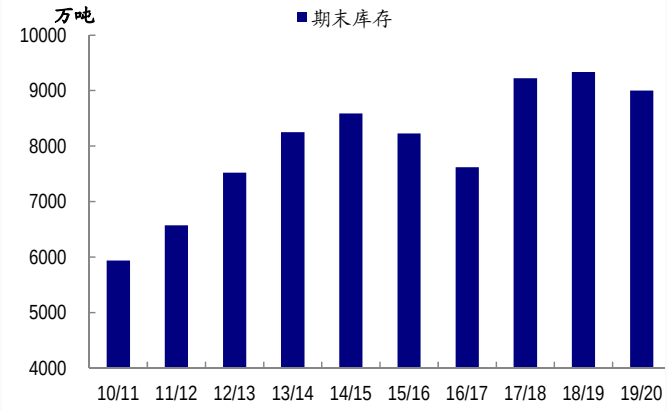
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 12 18/19 榨季全球食糖供给过剩量下降



资料来源：ISO，国泰君安期货产业服务研究所

图 13 18/19 榨季全球食糖期末库存创新高



资料来源：ISO，国泰君安期货产业服务研究所

（2）巴西：18/19 榨季减产 700-800 万吨

甘蔗入榨量和制糖用蔗比例下降使得 18/19 榨季巴西减产 700-800 万吨。18/19 榨季，因为生产乙醇比生产食糖更加有利可图，巴西糖厂制糖用蔗比例被削减至近年来最低水平（36%），加上甘蔗总入榨量的下降，预计 18/19 榨季巴西食糖产量同比下降 700-800 万吨。巴西食糖产量也将在 18/19 榨季被印度反超，退居全球第二。

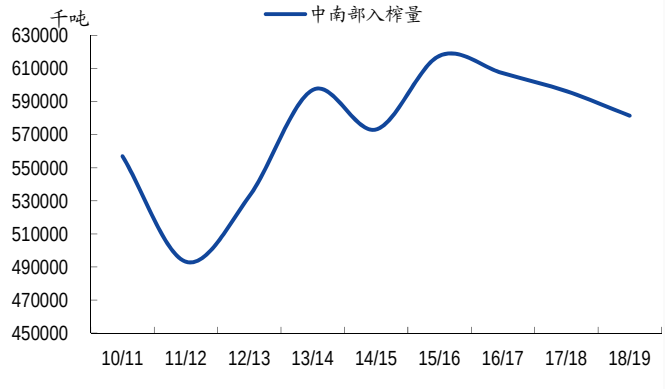
19/20 榨季，巴西甘蔗增产潜力有限。虽然过去 30 年巴西甘蔗种植面积一直在扩张，但是近几年明显停滞，甘蔗入榨量逐年下降。在面积扩张停滞的情况下，因蔗龄较高导致的单产下降叠加天气的不确定性，我们认为巴西甘蔗在 19/20 榨季增产的潜力有限。

（3）印度：18/19 榨季减产 70 万吨，19/20 榨季有望大面积减产

印度食糖产量随天气变化大幅波动，预计 18/19 榨季减产 70 万吨。2013 年，印度降雨充沛，水库充盈，使得 14/15 榨季印度食糖产量恢复到 3050 万吨；但是 2014 年和 2015 年印度连续干旱，随后 2 年印度产量下滑至 2510 万吨和 2030 万吨；2016 年和 2017 年，印度季风带来了充沛的雨量，加上政府上调了全国甘蔗支持价格，农民种植甘蔗的意愿提高，17/18 榨季印度食糖产量增加至 3220 万吨。由于 2018 年下半年印度蔗区降雨量下降，印度糖厂协会（下称 ISMA）将 18/19 榨季食糖产量由 3550 万吨下调至 3150 万吨。

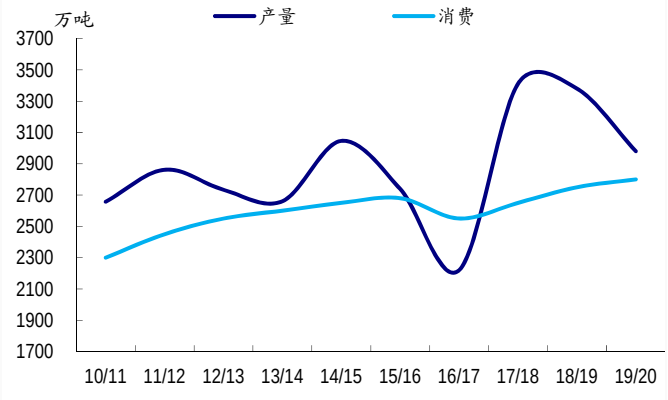
预计 19/20 榨季印度将大规模减产。17/18 榨季，1100 万吨期末库存已经令印度上下焦头烂额，一方面蔗农蔗款被大量拖欠，另一方面糖厂亏损累累；而 18/19 榨季印度期末库存将激增至 1550 万吨，蔗农与糖厂的矛盾将被进一步激化。因为补贴出口严重违背 WTO 规则，澳大利亚已经明确表示反对 WTO 通过印度非法糖补贴方案，印度期望通过补贴出口来解决国内过剩的路径被封杀，预计 19/20 榨季印度将大规模减产。

图 14 巴西中南部甘蔗入榨量逐年下降



资料来源：UNICA，国泰君安期货产业服务研究所

图 15 19/20 榨季印度也将大规模减产



资料来源：ISMA，国泰君安期货产业服务研究所

(4)泰国：18/19 榨季减产 115 万吨，19/20 榨季持平或者略减

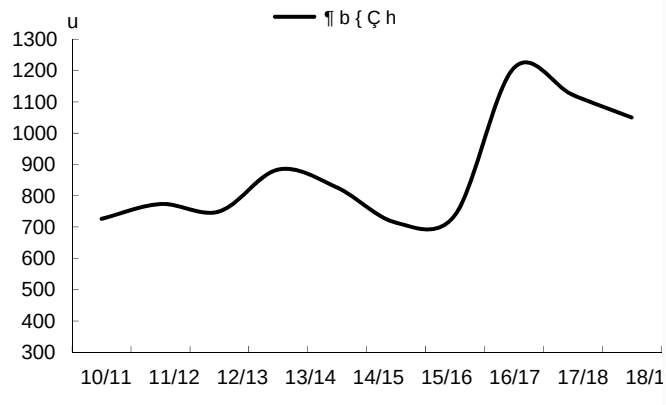
泰国可供出口量下滑至近年来的低位。17/18 榨季，面积增长以及单产提高令泰国食糖产量达到创纪录高点 1465 万吨，可供出口量由 740 万吨提高至 1200 万吨；18/19 榨季，面积下滑以及单产回归将使得泰国

O 3 ÝH ALƒ8) = ^ ¸ B" ALƒ = ^ > p;M Ò % 9í Í u ÒNÓ L,º›>Cj ¸ !š Þ ™#& 3
¬ C P]?ú W Ý ¸NºA× ÝH 7 © L6;+› >

h!]- Æ Þ ™ Ý = ^ ¸ Þ ™ <F 6!› Ý

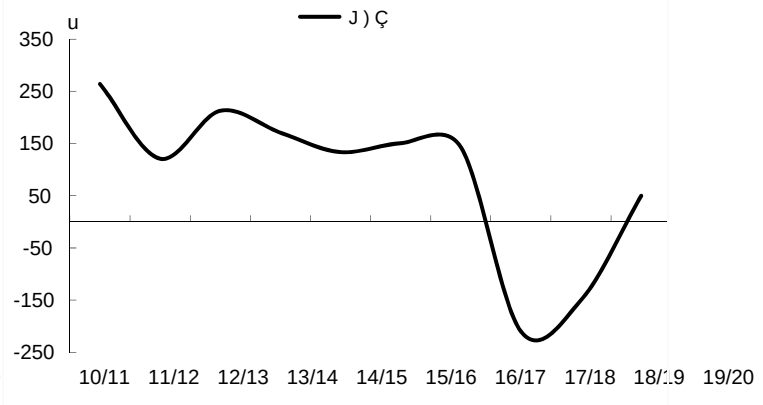
!]- O 3 +U ÝGƒNÓ ^ ª›á #¾ ¸+R: 0 CM˜0% 6 Ÿ V ¸+R: 0 C > B 68b p U Z ª ¸ !š
Þ ™ Þ ™!]- O 3 ÝH } 7E¹Q "j © ¸ Þ ™!]- ö 0 = ^ ¸ Þ ™ < ö 0
= ^ >-$ ƒ 3L{3 - (5 D 8)!]- +U Ý F b A ¸NºA× Þ ™!]- <F 6!› Ý >

4 #& 3O 3 % Ñ 0 H ALƒ



Cz Ï ›$Æ Æ Z L Q G ¸ 3#& Q ¿ UC] Ý P C ×.J0¬ v

4 !]- <H öF (î 7



Cz Ï ›$Æ Æ Z L Q G ¸ 3#& Q ¿ UC] Ý P C ×.J0¬ v

³ • z ® D æ 8 f z Ÿ ' ... G æ æ g { Ç ÿ ... G

Þ ™ ¸ *?µ % Ñ 0 H Â ¦ Ü % Ñ 0 H eO 3 3L{Cn I 8 p @,º Z `H ?· H ¸ 3L{3 -M6?·
C ã ©>— Z6;,º ©31 ¸ 8 p,º# Þ • * - C.¤ Ð] >

4 *?µ ¦ Ü / ž*9O 3 Cn I#w,º §

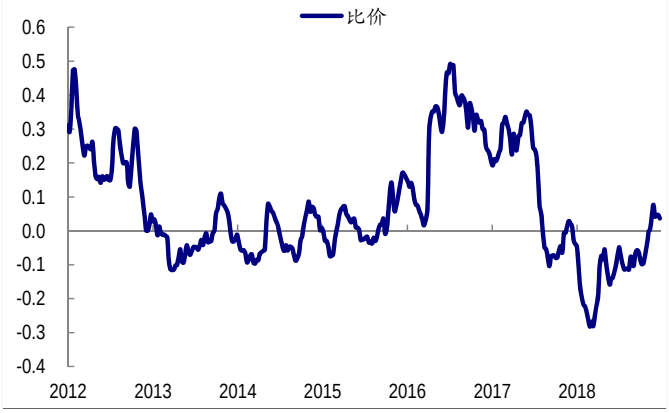
Cz Ï ›$Æ Æ 3#& Q ¿ UC] Ý P C ×.J0¬ v

´ µ 3L{3 -,ºN¬G +g *?µ3 G½" é Ð

***?µ •G½+U Ý / ž*9O 3 8 p § H] >** +N;M GO 3 ,ºE¢ LEý0A ‰ c ¸3 ¸M6?·69<‡3 D •G½,º" - © 31 ¸ 6B é Ð * t G Ä+U Ý ö ~ Ç<³'I : q Ý 3 } ?+N;M+U Ý •G½,º73 Ñ ¸ | e73 U ^.# U » / ž*9O 3 Ý H Ý+U ÔC^] § ,º 3 ì ? *?µ ¸ ^ *?µ ¸ l3 D I •G½+^;M" Á +U 6 `,´ <&ï,º Þ ¸ g73 § f = ^O 3 ÝH > ‰ •G½ D"³"ï,º" - D t „ Ä , ¸#¾Co6; * Ö t G Ä µ+^ •G½ › 5 "³"ï > CEý C73 o ¤ 3L{ Õ"ï - r ñ Z ã *?µ 3 »"³"ï - r ¸ p *?µ"³"ï - rC¦ õ-. /)"1 >

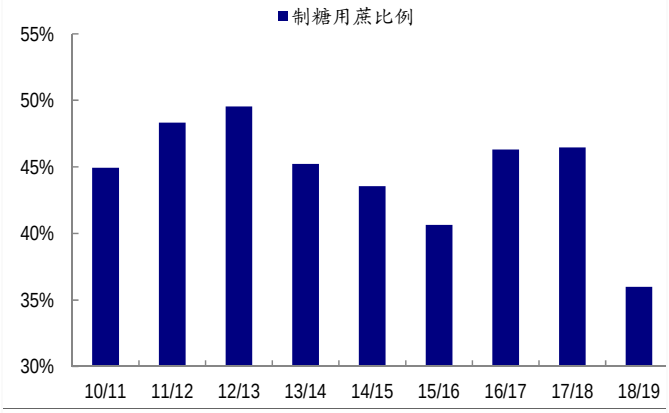
***?µUI ç#¾Co6; µ+^ •G½'ù Ï >** *?µ æK6 d,º"³Eœ „G3 % µ+^ •G½ D"³"ï,º$- >'ù Ï ¸ æK6 d,º Ÿ ŽEœ c ?C»Eý ,º % µ+^$- >'ù Ï > p ¼ ùF •G½#¾Co ¸ ª > 3 ¸ *?µ <"³"ï c,º •G½$1 Ö" Á +g ª > 3,º Q 8) Ç ª > 3 ¸ *?µF 6!›B9Q ¼"³"ï#¾Co0D = B ,B9 „ ¼ •G½#¾Co0D > *?µ"³EœK6H ,º ˜ C] ÔKµ ? ~ A÷ ¼"³Eœ'ù Ï,º#¾Co ¸6B •G½ D"³"ï,º" - : Ä „ ƒ p%ö#¾Co6; * Ö t G

图 25 巴西糖醇比开始逆转



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 26 18/19 榨季巴西中南部制糖用蔗比例仅为 36%

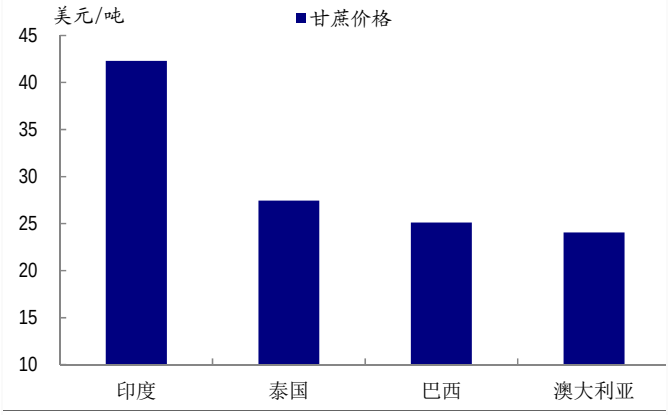


资料来源：UNICA，国泰君安期货产业服务研究所

(2) 国际糖价的底部由印度出口政策决定

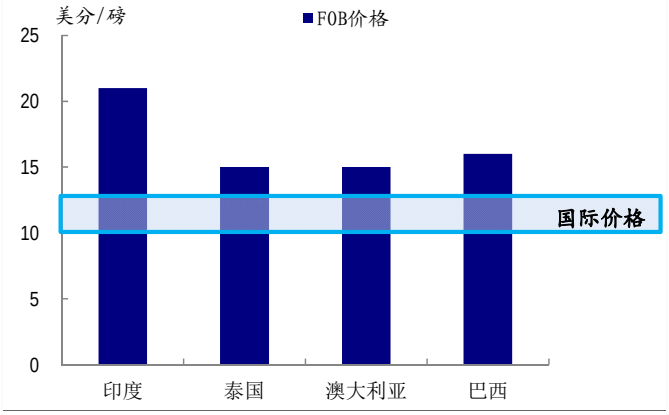
17/18 榨季，由于甘蔗收购价格较高，印度食糖产量大幅增长。为了获得蔗农的选票支持，印度政府制定了一个较高的甘蔗收购价格，ISMA 数据显示，17/18 榨季印度甘蔗平均收购价格为 42.3 美元/吨、泰国为 27.5 美元/吨、巴西为 25 美元/吨、澳大利亚仅为 24 美元/吨，印度甘蔗价格比澳大利亚高出 76%。因为甘蔗收购价格较高，蔗农积极扩张甘蔗种植面积，导致 17/18 榨季印度食糖产量同比增长 50%以上。

图 27 17/18 榨季各主产国甘蔗平均收购价格



资料来源：ISMA，国泰君安期货产业服务研究所

图 28 原糖国际价格大幅低于印度 FOB 价格

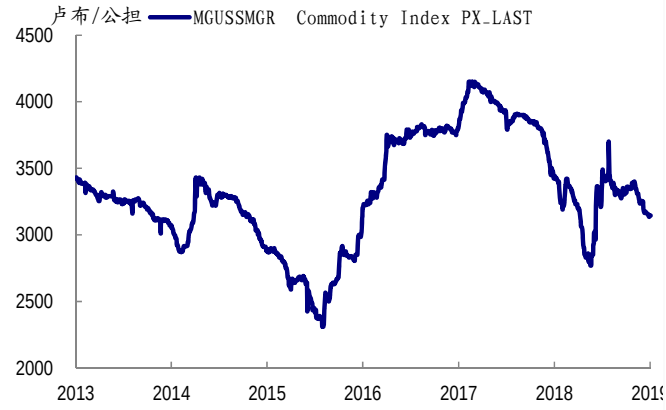


资料来源：Czarnikow，国泰君安期货产业服务研究所

印度政府推出大规模食糖产业补贴计划。超预期增产令印度国内食糖市场供应严重过剩，17/18 榨季印度期末库存达到 1100 万吨，预计 18/19 榨季再创新高至 1550 万吨，白糖现货价格跌破成本线，糖厂亏损严重、拖欠蔗农 2200 亿卢比蔗款。为了解决供应过剩问题，印度政府一方面在将食糖进口关税提高至 100%的同时，还计划向糖厂提供 150 亿卢比补贴，鼓励糖厂出口 200 万吨食糖；另一方面新增 800 亿卢比的食糖产业综合补贴，包括最低出厂价确定、设立 300 万吨缓冲库存以及提高乙醇产能。由于印度本国糖价远高于国际糖价，印度糖需要通过补贴出口的方式将 FOB 价格降至国际糖价以下方可出口到国际市场。

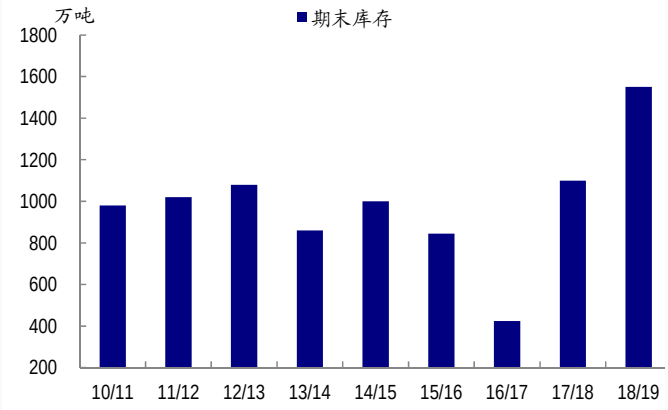
印度补贴出口受阻。17/18 榨季，国际糖价跌破全球最有效率的生产者成本，如果印度补贴出口的计划得以实行，那么原本脆弱的国际贸易流就更加雪上加霜，为此澳大利亚已经将印度补贴出口问题诉诸 WTO，印度期望通过补贴来出口食糖受阻，数据显示，17/18 榨季印度食糖仅出口 50 万吨。18/19 榨季，印度仍期望出口 500 万吨，印度出口的一举一动都将对国际糖价产生至关重要的影响。

图 29 印度白糖现货价格仍维持在高位



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图 30 18/19 榨季印度期末库存将创新高



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

整体而言，18/19 榨季全球食糖市场供应总量过剩、但是贸易流结构性短缺，国际糖价随着印度出口政策的调整而摇摆不定。印度出口受阻时，国际糖价上涨至巴西糖醇比转正时附近；印度出口顺畅时，国际糖价下跌至补贴价格之下以阻止印度出口。19/20 榨季，持续的低价格将令巴西产量维持低位，印度、泰国和欧盟明显减产，全球食糖将供应短缺，贸易流由结构性短缺转为全局性短缺，国际糖价有望成功筑底。

展望 2019 年，我们认为全球食糖供应在边际上将较 2018 年有所改善，国际糖价有望呈现先抑后扬走势。19 年上半年，国际糖价仍会处在较低的水平，主要是因为地区间甘蔗收购价格巨大的差异导致低价刺激减产的机制被部分打断，市场需要更长的时间来消化过高的期末库存；19 年下半年，受 19/20 榨季全球食糖供应短缺影响，国际糖价有望往上突破 15 美分/磅，国内食糖市场边际成本提升，糖价上涨的空间也由此被打开。

2.2 国内市场：供应宽松，边际成本下移

2.2.1 国内食糖市场供应更加宽松

18/19 榨季国内食糖市场供应更加宽松。我们预计 18/19 榨季中国食糖产量由 17/18 榨季的 1031 万吨增加至 1070 万吨，消费量由 1480 万吨增加至 1500 万吨，进口量由 243 万吨增加至 260 万吨，表观供应缺口由 206 万吨下降至 170 万吨，考虑到走私的存在，预计市场供应变得更加宽松，市场供给曲线较 17/18 榨季整体右移且更加平坦。

表 3：国内食糖供需平衡表（18/19 榨季为预测值　　单位：万吨）

榨季	产量	进口	入库	新增供应	总消费	产需缺口	表观供应缺口	走私	放储
15/16榨季	870	374	40	1204	1520	-650	-316	250	0
16/17榨季	929	230	40	1119	1500	-571	-381	200	137
17/18榨季	1031	243	0	1274	1480	-449	-206	180	0
18/19榨季*	1070	260	0	1330	1500	-430	-170	150	0

资料来源：中国糖业协会，国泰君安期货产业服务研究所

对于 18/19 榨季而言，我们认为产量与消费量的变动范围不大，更大的不确定性在于超预期进口量以及国储拍卖，甘蔗直补起到了增加市场悬念的作用，而市场结构变化则加剧了价格的波动。

2.2.2 超预期进口、国储拍卖、甘蔗直补以及市场结构变化加剧了国内价格的波动

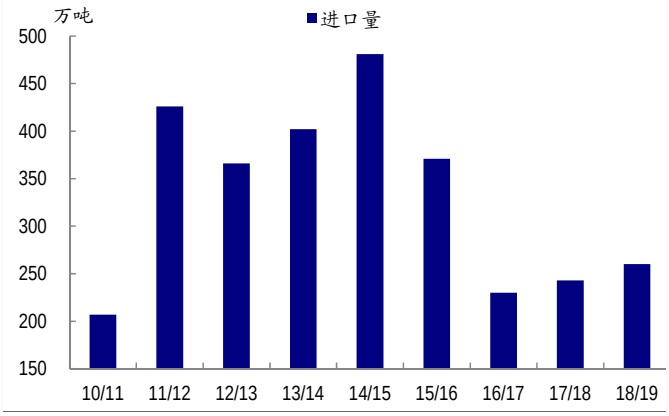
（1）超预期进口：走私是最大的不确定因素

走私仍是最大的不确定因素。进口是衔接国际食糖市场与国内市场的主要媒介，但是关税水平不一致导致进口成本差异巨大，对国内价格产生很大的扰动，有时甚至会触发边际价格出现断崖式下跌。进口主要有配额外进口、配额内进口以及走私构成，在行业自律以及自动进口许可管理的情况下，配额外和配额内进口量很难超预期，预计 18/19 榨季国内食糖进口量为 260 万吨，而走私仍是最大的不确定因素。

17/18 榨季，国内食糖表观供应缺口为 206 万吨，榨季末糖厂和商业库存同比略降，逆向推算的走私量

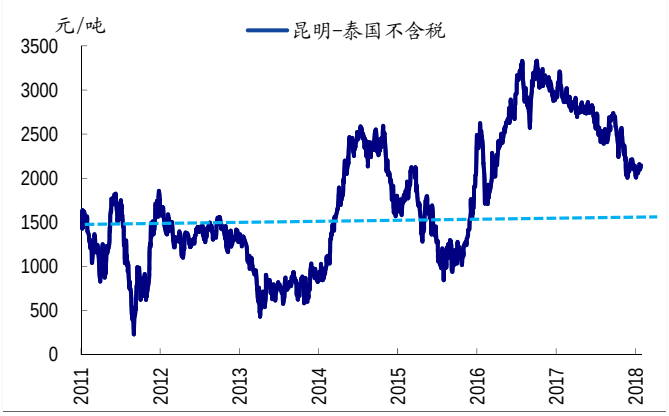
为 180 万吨；18/19 榨季，预计国内食糖表观供应缺口同比下降 56 万吨至 170 万吨，这个数据与预测的走私量非常接近，市场供应略微短缺；但如果走私量超预期，那么市场将供应过剩，打压国内价格。

图 31 预计 18/19 榨季中国进口食糖 260 万吨



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 32 走私利润仍处于较高水平



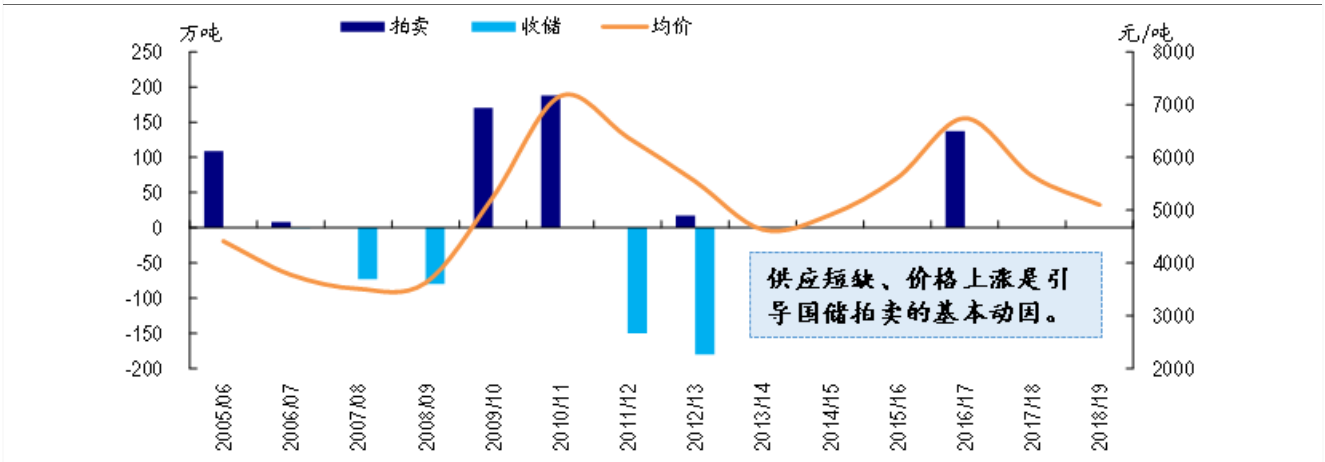
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

（2）国储拍卖给市场增添忧虑

虽然 18/19 榨季国储拍卖的概率不大，但是拍卖的压力仍在。2018 年 11 月份，市场开始传言国储糖以 5400 元/吨的价格进行拍卖的信息，虽然很多时候传言最后都被证实，但是我们依然认为 18/19 榨季并没有非拍不可的必要性。从历史数据来看，**国储拍卖往往发生在市场供应短缺、价格上涨阶段**，储备糖被用来调节社会供求平衡，储备规模高低也从来不是衡量是否拍卖的唯一标准。18/19 榨季，国内市场供应总量宽松、价格仍处下行周期，市场并不需要国储糖拍卖来补充供应，而一旦国储糖拍卖超预期，反而会给市场带来恐慌。目前国储有 700 万吨左右的储备糖，拍卖的压力仍在。

古巴糖直接供应市场打乱了市场的节奏。18/19 榨季，虽然国储直接拍卖的概率较小，但是古巴进口糖直接供应市场打乱了市场供应的节奏，往年从古巴进口的糖都会直接入库处理，但是 2018 年年底传言这部分进口糖直接在市场上销售处理了。古巴糖直接供应市场意味着市场供应量的增加，无疑给市场原本供应宽松的预期增添了忧虑。

图 33 18/19 榨季国储拍卖的概率不大



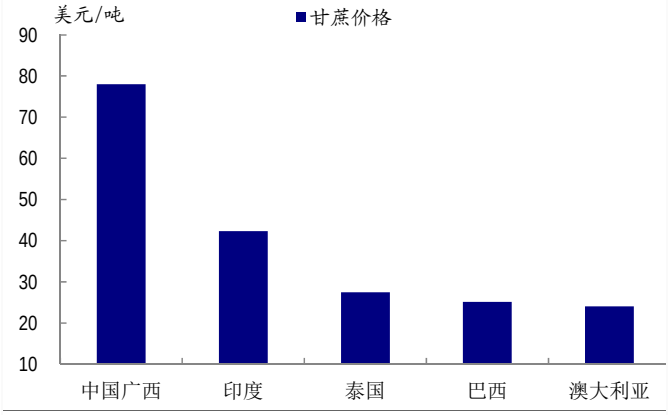
资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

（3）用直补对冲贸易救济政策到期

直补是降低中国食糖生产成本的唯一出路。17/18 榨季，印度甘蔗平均收购价格为 42.3 美元/吨，中国广西为 500 元/吨（折合 78 美元/吨），中国食糖生产成本长期大幅高于国际市场。而一旦广西甘蔗收购价格下调至 400-450 元/吨，蔗农就会大幅削减甘蔗种植面积，食糖产量显著下降，市场能够自我调节的空间有限，直补是降低中国食糖生产成本的唯一出路。甘蔗直补的预期曾令 2018 年市场价格大跌，而这仍会对 2019 年的市场价格产生重要影响。

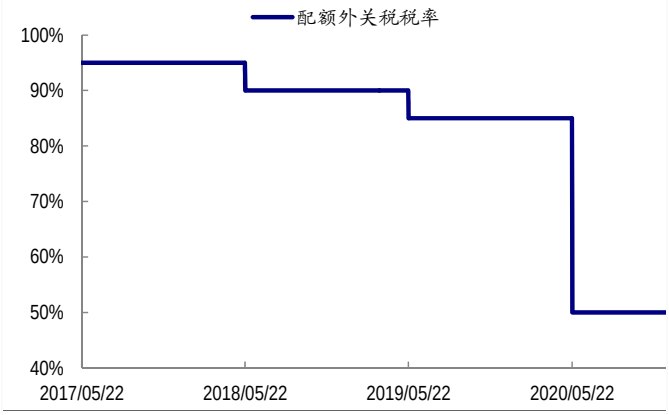
政策上可能会采用直补来对冲贸易救济到期。为期三年的贸易救济政策自 2017 年 5 月 22 日开始执行，其后三年对配额外进口分别加征 45%、40%和 35%的贸易救济关税，2020 年 5 月 22 日起贸易救济政策到期，配额外进口关税恢复至 50%的概率很大，进口成本边际上将断崖式下降。全球食糖最有效率的生产者成本在 15 美分/磅附近，关税税率为 50%时对应的进口成本为 5200 元/吨；通过直补将广西甘蔗收购价格降至 400 元/吨附近，刚好可以将生产成本降至 5000-5200 元/吨，有利于提升国内糖厂的竞争力。我们认为政策上可能会采用直补来对冲贸易救济政策到期的影响，因此在 19/20 榨季执行直补的概率很高，而不是在 18/19 榨季。

图 34 17/18 榨季中国甘蔗收购价格接近印度的两倍



资料来源：ISMA，国泰君安期货产业服务研究所

图 35 配额外进口关税税率走势预测



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

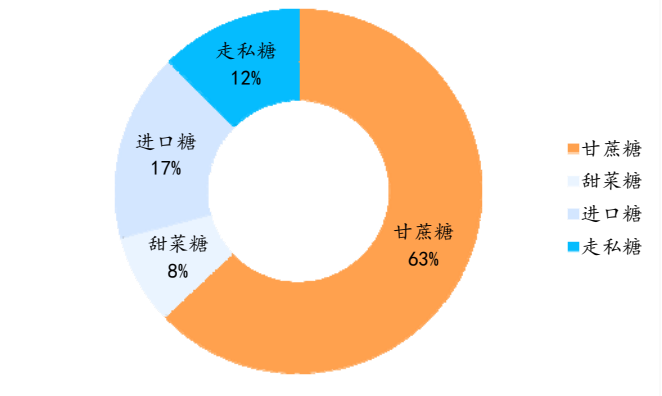
（4）市场结构仍待重构

我们表述的市场结构变化主要指的是国内白糖现货市场上的结构变化，而期货市场其实是通过不断修正自身的制度更好地去拟合现货市场。白糖现货市场结构的变化主要表现为两个方面：一个是现货市场构成的变化、一个是参与者结构的变化。现货市场构成的变化主要是食糖的来源变化以及食糖的分布变化，表现为进口糖与甜菜糖的话语权提高；参与者变化主要是市场的交易主体变化。

进口糖与甜菜糖的话语权提高。17/18 榨季，常规进口糖、走私糖以及甜菜糖合计占中国食糖供应总量的 37%，相较于南方的甘蔗糖而言，这三类糖主要分布在传统销区且成本更低，销区糖价被压低，进而影响南方甘蔗糖出厂价格。18/19 榨季，常规进口糖、走私糖以及甜菜糖仍将会对国内糖价产生冲击。

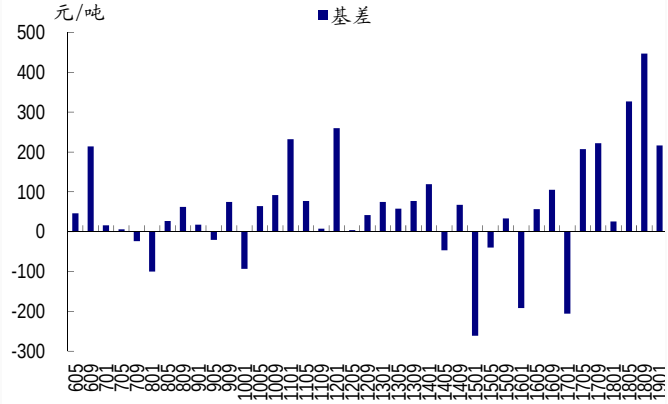
低成本的参与者越来越少。SR1705 合约开始，交割基差越来越高，固然有期货交割制度的影响（甜菜糖仓单占比大、部分交割仓库升水高、地理位置远离主销区且库容较大），我们认为与市场参与者的结构也有重要的关系。生产端：相较于南方甘蔗糖厂，北方进口糖的平均成本更低；贸易端：能够一次性大批量接货的贸易商较少，特别是这些贸易商转成套期保值卖方以后，市场能够接货的更是凤毛麟角。自 SR1901 合约开始，白糖期货将执行新的交割制度，基差明显收敛，但是现货市场的问题终究还是需要自己去解决。

图 36 17/18 榨季中国食糖来源构成



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 37 白糖期货交割前月基差均值越来越高



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

整体而言，我们认为 2019 年国内食糖市场供应较 2018 年更加宽松，超预期进口、国储拍卖、甘蔗直补以及市场结构变化令市场预期更加悲观，边际成本倾向于往下去调整，现货价格易跌难涨，期货价格由于已经提前深度贴水，涨跌空间相对收窄。

3. 结论与投资建议

2019 年，虽然国际国内食糖市场的危机仍未解除，但是转机已经近在咫尺。

国际市场方面，19 年上半年，全球糖价仍将承受 18/19 榨季供给过剩、期末库存创新高以及印度糖补贴出口的压力；19 年下半年，市场将迎来 19/20 榨季供应短缺的曙光。17/18 榨季，来自印度和泰国超预期增产的压力令国际糖价下跌至全球最有效率生产者的成本之下，但是由于引发超预期增产的环境在 18/19 榨季并没有完全改变，产量只是略微下滑，全球食糖市场依然供应过剩，国际糖价在巴西糖醇顶与印度出口底之间徘徊。19/20 榨季，长期的低价将令产量大幅度削减，预计全球食糖市场再次供应短缺，国际原糖价格有望重新站上 15 美分/磅。

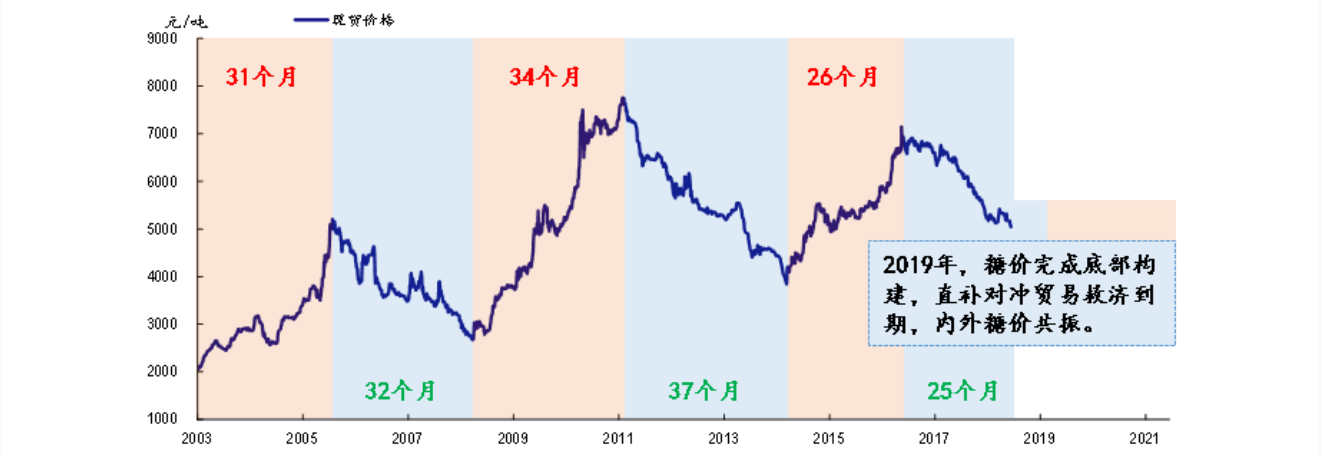
国内市场方面，产需缺口长期维持较高水平，行业自律、自动进口许可管理以及贸易救济将内外价差进一步拉大，但同时也伴生出走私冲击的问题。国内市场长期处于不断测试供应缺口是否补齐的状态，价格在国内生产成本、配额外进口成本、配额内进口成本以及走私成本之间来回切换。2019 年，超预期进口、国储拍卖、甘蔗直补以及市场结构变化给市场带来的忧虑进一步加剧了国内糖价的波动，“上涨乏力、下跌顺畅”将是其明显的标识。国际糖价决定了国内糖价的价格中枢，国内基本面决定了内外价差。2019 年国际原糖市场基本面好于国内白糖市场，我们倾向于看内外价差收敛，国内糖价能否成功筑底完全取决于国际原糖价格。

对于国际原糖价格而言，我们认为，2019 年国际糖价将呈现以下几方面的特点：

（1）国际糖价先抑后扬。2019 年是全球食糖市场从供应过剩向供应短缺转折的一年，国际原糖价格有望走出先抑后扬走势，纽约原糖价格近低远高排列也印证了这一判断。

（2）国际糖价深受印度出口政策的影响。虽然国际市场反对印度补贴出口的情绪高涨，但是谁都无法忽视其 500 万吨的潜在出口能力，印度出口的一举一动都将对国际糖价产生至关重要的影响。印度出口受阻时，国际糖价上涨至巴西糖醇比转正时附近；印度出口顺畅时，国际糖价下跌至补贴价格之下以阻挡印度出口。

图 38 国内糖价将在 2019 年完成底部构建



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

对于国内白糖期货价格而言，我们认为，2019 年国内白糖期货将呈现以下几方面的特点：

（1）熊市仍有余威。从周期的角度来看，2019 年是国内食糖市场熊市的尾端，熊市的余威仍在，糖价寻底筑底的过程仍未完成。印度急需向国际市场出口以解其国内市场供应严重过剩的燃眉之急，为此印度政府不惜违反 WTO 规则对出口进行补贴，这种病急乱投医的举措很有可能会再次将国际糖价带进深渊，国内糖价也将在国际糖价二次探底的过程中完成底部构建。

（2）基差将明显收敛。2018 年，受甜菜糖仓单占比大、部分交割仓库升水高、地理位置远离主销区且库容较大等因素影响，基差在交割时仍难以收敛。2019 年，一方面因为期货贴水导致仓单天然较少，另一方面郑商所调低了关键区域交割仓库的升水和库容，预计基差较 2018 年明显收敛。

（3）市场不断上演补贴水行情。目前国内白糖价格的排列形式为：期货主力合约价格＜广西现货价格＜配额外进口成本＜广西生产成本，我们认为这种价格排列形式可以从三个角度去解释：一是供应宽松、不需要进口补充；二是国内生产成本将因直补而降低；三是国际糖价将会二次探底。显然供应宽松是一种短期现象、直补也难以在 2019 年执行、国际糖价二次探底更是难以在时间和空间上量化，现货价格长期低于配额外进口成本以及国内生产成本难以持续，市场将会不断上演补贴水行情。

2019 年是全球食糖市场从供应过剩向供应短缺转折的一年，国际糖价将在危机中迎来转机，国内糖价也将在国际糖价二次探底结束后完成底部构建。我们认为 18/19 榨季纽约原糖价格波动区间为 10-17 美分/磅，广西白糖现货价格核心波动区间为 4900-5300 元/吨，白糖期货指数波动区间为 4500-5500 元/吨。基于价格前低后高的判断，推荐择机做多 SR1909 合约或者 SR1905-SR1909 合约的反套交易。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区延平路 121 号 31 楼　电话：021-52137126　传真：021-52138150

金融理财部
上海市延平路 121 号三和大厦 10 楼 A 座（200042）
电话：021-52138122　传真：021-52138110

产业发展部
上海市延平路 121 号三和大厦 28 楼
电话：021-52131163

上海期货大厦营业部
上海市浦电路 500 号期货大厦 2001B（200122）
电话：021-68401861　传真：021-68402738

上海国宾路营业部
上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室
电话：021-55892500　传真：021-65447766

天津营业部
天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层（300050）
电话：022-23392200　传真：022-23300863

上海中山北路营业部
上海市中山北路 3000 号 507、508 单元 邮编：200063
电话：021-32522822　传真：021-32522823

杭州营业部
杭州市江干区五星路 185 号民生金融中心 A 座 6 楼 B 室
电话：0571-86809289　传真：0571-86922517

北京营业部
北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元
电话：010-58795755　传真：010-58795787

深圳营业部
深圳市福田区莲花街道益田路西、福中路北新世界商务中心 1502、1503、1504
电话：0755-83734575　传真：0755-23980597

大连营业部
辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 2703 室
电话：0411-84807755　传真：0411-84807759

宁波营业部
宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 6 楼（315040）
电话：0574-87816665　传真：0574-87916513

长春营业部
吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室
电话：0431-85918811　传真：0431—85916622

广州营业部
天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 单元
电话：020-38628010　传真：020-38628583

南京营业部
南京市建邺区河西商务中心南京新地中心二期 1911 室
电话：025-87780990　传真：025-87780996

郑州营业部
郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 805 室
电话：0371-65600697　传真：0371-65610168

武汉营业部
武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室
电话：027-82886695　传真：027-82888027

青岛营业部
青岛市崂山区香港东路 195 号杰正财富 5 楼 501 室
电话：0532-80993629　传真：0532-80993630

北京三元桥营业部
北京市曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 室
电话：010-64669969　传真：010-64669884

石家庄营业部
石家庄裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803、804 室
电话：0311-85360890

西安营业部
西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 16 楼 02 室
电话：029-88220218

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务　客户服务中心：95521　http://www.gtjaqh.com

国泰君安期货客户服务电话 95521