



守得云开见月明

中期研究院

www.cifco.net

欧阳玉萍

ouyangyuping@cifco.net

投资咨询资格证号：

Z0002627

要点提示：

1、2019/20 年度全球食糖供应压力缓解。目前全球糖价仍受到高库存的压制，在糖价摆脱低迷状态前，市场需要消化这部分库存。这意味着从 2017/18 年度过剩阶段开始以来积累的巨量库存，可能会抑制预计即将出现的全球缺口支撑价格回升的高度。

2、食糖消费相对平稳。人口规模和城镇化水平的提升为食糖消费的增加提供了基本支撑，与此同时，淀粉糖等替代作用基本达到饱和状态，变动空间较为有限。2018/19 榨季中国食糖消费量 1520 万吨，较 2017/18 榨季增加 10 万吨。预计 2019/20 榨季食糖销量持稳于 1500 万吨左右。

3、白糖 2020 年将先抑后扬。展望 2020 年，随着减产周期的到来，白糖有望迎来新的牛市，预计糖价运行重心上移，全年走势将先抑后扬。随着新糖的陆续上市，2019/20 榨季食糖产量尘埃落定，糖价低点将在第二季度出现。下半年随着食糖消费旺季的出现以及关注焦点向新榨季产量转移，将迎来糖市高点，全年价格在 5000-6300 范围波动。

目录

第一部分 郑糖运行重心上移	3
第二部分 供需形势转变 糖价渐入佳境	3
一、2019/20 榨季全球食糖供应压力缓解	3
二、2019/20 榨季国内食糖有望减产	5
三、食糖消费相对平稳	7
四、政策改革难有实质性突破	8
五、进口管控保持强势	9
第三部分 白糖期权运行情况	11
第四部分 白糖 2020 年将先抑后扬	12

第一部分 郑糖运行重心上移

2019 年郑糖行情可分为四个阶段：

第一阶段：1 月-4 月中旬，郑糖震荡上行。经历了 2018 年的下挫行情后，食糖价格偏低激发了投资和消费需求，叠加广西临时工业收储 50 万吨白糖点燃市场看多热情，郑糖携手原糖展开了一波强势反弹，基差得以修复。随后郑糖在 1 月下旬-4 月上旬步入了区间震荡格局。受 3 月产销数据利好的刺激，郑糖在多头资金的推动下，于 4 月中旬再度上攻，1909 合约以 5439 创下此轮反弹高点。

第二阶段：4 月中旬-5 月底，郑糖深幅下挫。食糖供应阶段性充裕，消费则处于淡季，成交相对清淡，郑糖在此背景下弱势走低。5 月 22 日，关于中国将取消巴西糖额外进口关税的消息，引发糖市大跌，主力 1909 合约触及跌停价，跌破 5000 关口。表面上看，此次大跌是中国将取消巴西糖额外进口关税引发市场恐慌所致，但实际上是由于中美贸易战摩擦升级使得宏观风险加大，随着市场担忧情绪的升温，白糖期货价格波动剧烈。郑糖期价以 4874 创下此轮低点，之后由于糖厂工业库存不高、注册仓单处于低位对糖价构成了支撑，郑糖在 6 月下旬震荡筑底。

第三阶段：6 月初-11 月初，郑糖重拾升势。步入 6 月后，夏季食糖消费备货启动对糖价构成一定提振，同时在严控走私的基础上，正规进口糖延期使得进口糖加工企业开工延后，抛储也未实质性落地，促成了阶段性低于预期的局面，国内工业库存去化明显。在此背景下，郑糖量价齐升，展开强势反弹，主力合约在 8 月中旬突破 5600 关口。此后维持区间震荡行情至 10 月底。10 月下旬，主力合约有效突破 5600 关口吸引了大量资金入场，郑糖期价在 11 月初最高上攻至 5800 一线。

第四阶段：11 月初-12 月底，郑糖触底反弹。随着南方糖厂陆续开榨，新糖迎来上市高峰阶段，郑糖期价震荡回调。不过由于 5400 一线支撑较强，郑糖震荡数日后在 12 月下旬展开技术性反弹。

第二部分 供需形势转变 糖价渐入佳境

一、2019/20 榨季全球食糖供应压力缓解

巴西作为重要的食糖主产国，其产量变动牵动着全球糖市的神经。从 2019/20 榨季的生产进度来看，因前期天气较干燥，加速了收割进度，本榨季巴西中南部甘蔗压榨进度较预期大幅提前。截至 12 月上半月，巴西中南部累计甘蔗压榨量为 5.77 亿吨，同比增加 3.11%；累计产糖量为 2644 万

吨，累计乙醇产量为 319.5 亿公升。甘蔗行业组织 Unica 预计 2019/20 榨季巴西中南部地区甘蔗压榨量将攀升至 5.9 亿吨，较上一年度增加 2.9%。由于甘蔗含糖量较低，糖产量增速料放缓至 0.72%，产量将达到 2670 万吨。分配用于制糖的甘蔗比例预计仅为 34.29%，为历史最低，其余甘蔗将全部用来生产乙醇。此外，2019/20 榨季巴西全国甘蔗产量预计同比上榨季增加 0.3%，至 6.223 亿吨。糖产量预计将达到 3180 万吨，同比增加 9.5%。

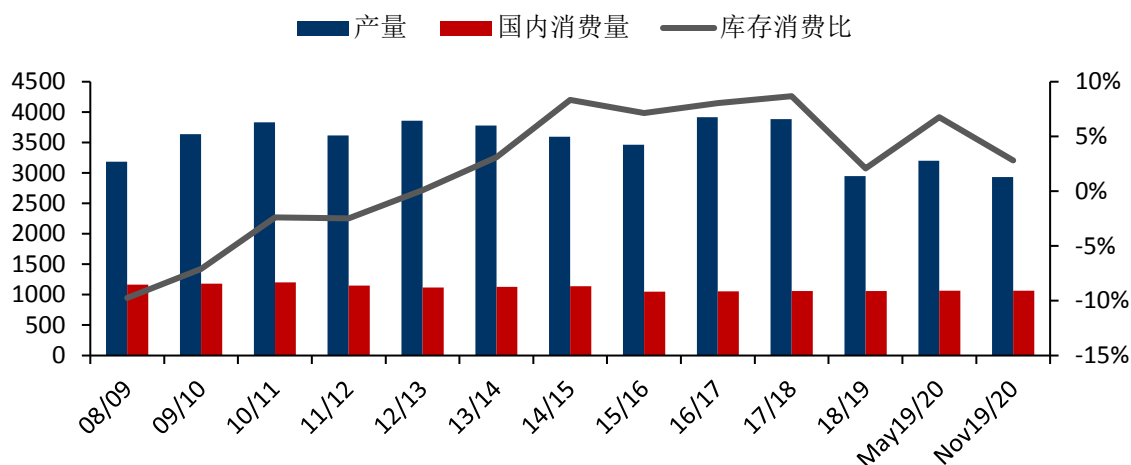
印度是全球第一大食糖消费国和第二大食糖生产国，其国内的产销状况直接决定了其在国际市场上是进口国还是出口国，这将对国际市场的供需格局产生较大影响。但相对于其他主要食糖国家，印度食糖投入成本较高，基础设施落后，其食糖成本远高于国际水准，市场竞争力较弱。目前印度仍面临着国内库存高企的压力。就 2019/20 榨季而言，截至 2019 年 12 月 15 日，印度共 406 家糖厂开榨，同比减少 67 家，产糖 458.1 万吨，同比减少 35%。印度糖厂协会 ISMA 预计印度 2019/20 榨季糖产量为 2685 万吨，同比下降 19%。由于 2018/19 榨季印度结转库存约为 1450 万吨，这意味着 2019/20 榨季食糖总供应量预计为 4135 万吨，远高于预估的 2550-2600 万吨印度国内消费量。为帮助消减国内市场过剩的食糖，并稳定国内糖价，印度内阁已经批准激励措施，鼓励陷入资金困境的糖厂在 10 月 1 日开始的 2019/20 年度出口 600 万吨糖，每吨糖出口补贴将为 10448 卢比（146.14 美元）。目前印度已经向伊朗签约出口约 35 万吨糖，四季度还与斯里兰卡、阿富汗和非洲国家等签订了 15 万吨的糖出口协议。此外，今年印度雨季雨量充沛，导致水库水位高于平均水平。截至 12 月 19 日，印度 120 个主要水库蓄水量约为 1400 亿立方米，同比增加 48%，且较 10 年平均水平高出约 38%。这将有助于提高该国主产区甘蔗种植面积，促进甘蔗产量增加。预计 2020/21 榨季印度产糖量将从今年预估的三年低点反弹。如果印度 2020/21 榨季恢复到 2018/19 榨季创纪录的产量，则国际糖市可能会再度陷入低迷。后期印度大规模出口的可能性仍是悬在全球糖市上空的一把利剑。

泰国食糖生产方面，2018/19 榨季共计压榨甘蔗 1.31 亿吨，同比减少 390 万吨，产糖 1458.1 万吨，仅较 17/18 榨季创下的记录新高减少约 10 万吨。由于巴西食糖产量与出口量减少，全球市场增加了从泰国的进口量。2018/19 榨季泰国食糖出口量刷出新纪录，共计出口糖 1005.84 万吨，同比增加 6.95%。受遭受持续干旱天气的影响，预计泰国 2019/20 榨季甘蔗产量将降至 1.1 亿吨，同比下降 16.03%，糖产量预计将降至 1200 万吨或更少。泰国糖产量下降可能由于今年季风降雨较弱，部分甘蔗产区面临干旱，泰国甘蔗种植地区大部分需要依靠雨水，不像印度主要靠灌溉。在泰国东北部的部分地区，农民已开始改种其他作物。2019/20 榨季泰国将有 57 家糖厂开榨，截至 12 月 15 日，泰国已有 53 家糖厂开榨，同比增加 7 家。累计压榨甘蔗约 886 万吨，同比减少 36.44%，产糖 72.54 万吨，同比减少 39.47%。

欧盟食糖产量约占世界供应量的 10%，仅次于巴西和印度。2017 年 9 月 30 日起，自欧盟取消境内种植的甜菜的最低价格以及放开出口政策后，欧盟甜菜糖种植积极性下降。与此同时，目前欧盟食糖消费受到了消费者偏好的压力，消费者对更自然、环保、健康的食品具备明确偏好。欧盟 28 国在过去 5 年的人均糖果和糖软饮料消费量略有下降（约 1%-2%）。欧委会公布的数据显示，欧盟 2018/19 榨季产糖量为 1763.06 万吨。且预计 2019/20 榨季欧盟甜菜种植面积为 153.4 万公顷，同比减少 5.5%。预计 2019/20 榨季欧盟甜菜单产为 71.3 吨/公顷，同比增加 3.5%。预计欧盟 2019/20 榨季产糖量为 1733.1 万吨，同比减少 1.7%。

图1：全球食糖供需情况

单位：万吨



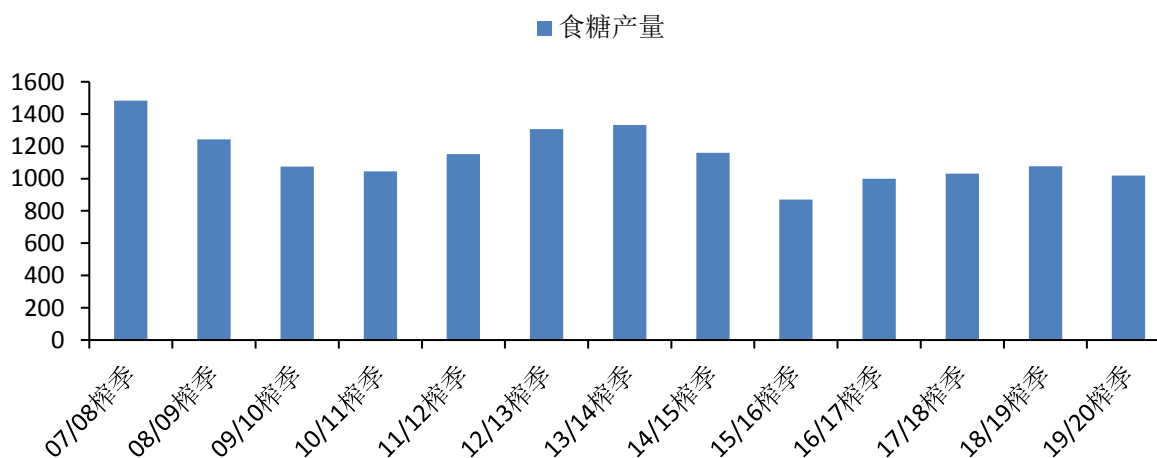
资料来源：WIND、中期研究院

就全球食糖供需格局而言，国际糖业组织 ISO 预计 2019/20 榨季全球糖产量为 1.704 亿吨，同比下降 3.12%。消费量为 1.7652 亿吨，同比下降 1.32%。2019/20 榨季全球食糖将从供给宽松将转入供应偏紧状态，供应缺口预估从此前 476 万吨上调至 612 万吨。在综合考虑后期产量变数以及消费增长的预期后，20/21 榨季全球食糖供应预计将出现 350 万吨缺口，预计全球食糖供应缺口情况将持续。随着国际糖市的供应压力得到缓解，国际糖价运行的底部将有所抬升。2019 年将是国际食糖由供过于需向供不应求的转折点，是糖价从熊市向牛市转变的关键节点。不过需要强调的是，目前全球糖价仍受到高库存的压制，在糖价摆脱低迷状态前，市场需要消化这部分库存。这意味着从 2017/18 年度过剩阶段开始以来积累的巨量库存，可能会抑制预计即将出现的全球缺口支撑价格回升的高度。

二、2019/20 榨季国内食糖有望减产

图2：各榨季全国食糖产量情况

单位：万吨



资料来源:WIND、中期研究院

国内食糖供应主要以甘蔗糖为主，甘蔗是宿根性植物，其生长存在明显的周期性，国内的甘蔗品种主要以 3 年期宿根蔗为主，因此国内的增产减产周期一般都为三年。目前白糖三年周期规律仍在延续，2016/17 榨季开启了新一轮增产周期，食糖产量为 928 万吨左右。2017/18 榨季食糖产量 1031 万吨左右。2018/19 榨季是本轮增产周期的第三年，食糖产量为 1076 万吨。销量为 1040.63 万吨，产销率达到 96.71%，最终的期末库存仅为 35.41 万吨，创下了历年来的最低水平。2018/19 榨季最终的产量数据高于前期市场预期，广西作为增产的主要贡献产区，甘蔗单产提升，甘蔗入榨量增加。目前广西建设“双高”基地降低种植成本。广西 500 万亩“双高”基地完成土地整治 462 万亩，综合机械化率达 61.1%，种植良种率达 100%。通过“双高”基地建设，每亩甘蔗可降低生产成本 120 元左右，带动广西糖料蔗入榨量从 16/17 榨季的 4303 万吨增加到 18/19 榨季的 5466 万吨。

步入 2019/20 榨季，全国食糖有望终结连续三年的增产，迎来新一轮的减产周期，预计 2019/20 榨季全国糖料种植面积 2083 万亩，同比下降 4.93%，其中甘蔗面积 1764 万亩，甜菜面积 319 万亩。根据各产区糖料种植和生长期天气因素评估，预计 2019/20 榨季国内食糖产量为 1020 万吨，较上榨季减少 56 万吨，其中甘蔗糖 883 万吨，较上榨季减少 61.5 万吨；甜菜糖 137 万吨，较上榨季减少 5.46 万吨。这主要是由于广西、云南遭遇春旱袭击，广西甘蔗含糖虽有提升，但蔗径明显偏细。湛江则是由于收购价的下调打击甘蔗种植积极性。

广西预估减产至 610 万吨。预计 2019/20 榨季广西甘蔗种植面积为 1140 万亩左右，受单产下降的影响，甘蔗产量预计 4811 万吨。按照产糖率 12.7%来估算，预计 2019/20 榨季广西食糖产量为 610 万吨，同比下降 24 万吨左右。今年广西温差很大，糖分积累迅速，11 月产糖率创下 10.48%的历史新高，按照 12 月甘蔗成熟度和产糖率历史变化规律来看，预计广西产糖率能达到 11.8%左右。12 月上旬，广西部分高寒山区发生霜冻，由于受灾面积有限，甘蔗占比较少，对产量能否造成实质影响有待观察。截至 12 月 21 日，广西计划开榨的 82 家糖厂也已全部投入生产，同比提前 25 天，开榨糖厂产能合计 59.99 万吨/日，同比增加 6.63 万吨/日。预计 12 月底，广西产糖量将达到 195 万吨，已完成三分之一的进度。从销量来看，12 月前期的春节备货力度不及预期，但月末冲刺还算理想，叠加预售糖源 12 月 1 日起集中提货，或对提升销量较为有利。预计 12 月广西单月销量为 90 万吨左右，同比增加约 20 万吨。从制糖成本来看，对比历年制糖成本，发现 2019/20 榨季制糖成本相对较低，一旦现货销售清淡，则糖厂降价意愿会同比偏强。预计 2019/20 榨季广西销售含税成本大概 5200-5400 元/吨。考虑到 2019/20 榨季存在一定供应缺口，则糖厂预计会采取相对偏多思路，即使在供应高峰阶段，现货价格跌破 5400-5500 元/吨的可能性也不大。

云南预估减产至 180 万吨。云南方面，由于 2019 年部分糖厂蔗款发放延迟，打击了农民对甘蔗的种植积极性，预计 2019/20 榨季云南甘蔗种植面积 420 万亩，同比上年减产 13 万亩。预计 2019/20 榨季云南产糖率 12.5%，产糖量 180 万吨。今年上半年云南遭遇了严重的干旱天气，共计有 149.84 万亩甘蔗受灾，占种植面积 35.67%。新植蔗进行了一些补种，但宿根蔗受到影响较大。持续的干旱天气也引发了多个蔗区的螟虫、黑穗病、草地贪夜蛾、红蜘蛛等灾害性病虫害爆发，使得甘蔗受灾的损失更加严重。12 月上旬云南滇东南地区出现重霜冻灾害天气，截至 12 月 16 日，云南 7 个州市制糖企业霜冻受灾面积达到 19.3185 万亩。其中重度受灾面积为 4.697 万亩，中度受灾面积为 5.0621 万亩，轻度受灾面积为 9.6445 万亩。甘蔗重度面积基本绝收，预计甘蔗将出现减产，考虑到霜冻的影响具有滞后性，后期仍需关注相关进展。截止 12 月 27 日不完全统计，云南有 19 家糖厂开榨，同比增加 2 家，开榨糖厂产能 6.78 万吨/日，同比增加 0.78 万吨/日。由于 2020 年的春节在 1 月份，用糖终端早在 11 月份已经开始采购。从近 5 个榨季的表现来看，云南 12 月平均销量为 3.5 万吨左

右，鉴于 12 月市场销售较为一般，少量陈糖可能会挤占一部分新糖销售的空间，初步估计 12 月云南新糖销量为 3.5 万吨左右。

表 1：广西制糖生产成本预估

单位：元/吨

榨季	广西甘蔗价	对应制糖成本预计
17/18	500	4700-4800
18/19	490	4600-4900
19/20	490	4500-4700

资料来源：广西糖网、中期研究院

广东预估减产至 76 万吨。2018/19 榨季湛江地区甘蔗平均收购价 400 元/吨，与邻近产区相比，糖料收购价相对偏低，农民种植积极性不高，预计 2019/20 榨季甘蔗种植面积同比下降 5.7%，预计广东总种植面积 165 万亩，产糖率则有望提升，预计 2019/20 榨季广东产糖量将达到 76 万吨，比上榨季减少 5 万吨。

内蒙预估增产至 70 万吨。预计内蒙 2019/20 榨季甜菜种植面积持平于上榨季，约 210 万亩。2019 年开始内蒙对甜菜种植进行合理轮作，对土地进行保护，加强对甜菜病虫害的防治，尤其是褐根病的防治，取得了不错的效果。同时，今年下半年以来，内蒙古风调雨顺，对甜菜的生长和糖分的积累也较为有利。在以上因素的影响下，今年内蒙的甜菜品质非常高，含糖率恢复到了正常水平，达到 16% 以上。预计 2019/20 榨季内蒙产糖量达到 70 万吨，比上榨季增加 5 万吨。

新疆预估 56 万吨。目前新疆制糖行业单体生产企业 14 家，年产食糖能力 80 万吨，企业日处理甜菜能力平均为 3000 吨，最大处理能力单体能力是 6500 吨。按照新疆的食糖产能预测，19/20 制糖期全疆种植田 96 万亩，预计收购甜菜 450 万吨，预计产糖 56 万吨，与上制糖期持平。

2020 年的春季天气情况值得关注，这对甘蔗砍收以及新蔗种植有一定的影响。如果春季受到厄尔尼诺的影响，则中国、泰国、印度可能出现春旱。因此厄尔尼诺的动向需持续跟踪。

三、食糖消费相对平稳

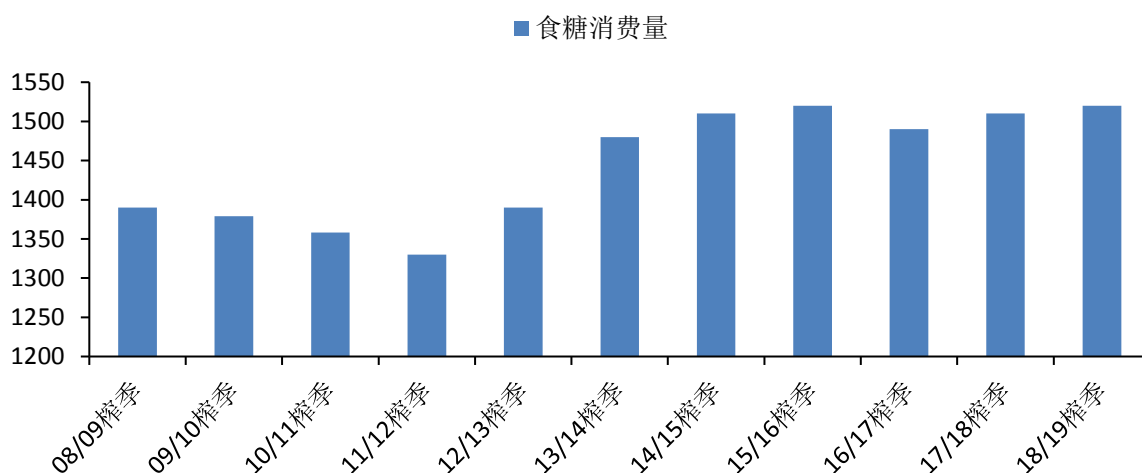
中国、美国、印度、巴西位列白糖消费量前四名。目前我国食糖消费仍以工业消费为主。但近年来，工业消费与民用消费此消彼长。民用消费作为生活必需品，需求缺乏弹性，工业消费则主要分布在碳酸饮料、乳制品、饼干、糖果、冷冻饮品、罐头等含糖食品行业。

2019 年 1-11 月份国内主要七类含糖食品累计产量六类累计同比保持增长，增幅为 0.23%-10.46% 之间；累计同比增长最快的是糖果类，累计同比增长出现下降的罐头类。统计 1-11 月份累计产量：糖果类累计产量 309.58 万吨，速冻米面食品累计产量 255.9 万吨，乳制品类累计产量 2471.19 万吨，罐头类累计产量 833.68 万吨，冷冻饮品类累计产量 231.96 万吨，碳酸饮料累计产量 2203.08 万吨，果蔬汁饮料累计产量 1513.45 万吨。从月同比增长来看，11 月份五类含糖食品产量保持增长，增幅 7.39%-31.31% 之间；月同比下降的产品是罐头类、冷冻饮品类。从月同比增长情况看，2019 年 11 月份除罐头类、冷冻饮品类以外，其他类均呈增长；1-11 月份累计产量同比增长来看，仅罐头类产品累计产量同比减少，其他六类产品累计产量同比保持增长。从月同比增速看，糖果、乳制

品、速冻米面食品、冷冻饮品、碳酸饮料、果蔬汁饮料增速高于去年同期，从累计同比增速看，糖果、乳制品、冷冻饮品、碳酸饮料、果蔬汁饮料五类产品增长速度较去年同期较快。整体来看，2019年11月份七类含糖食品六类累计产量保持增长（2018年11月五类产品保持增长）。而从增速对比看，五类增长速度较快，仅两类增长速度相比去年同期放缓。步入春节前采购高峰期，含糖食品加工企业也加紧生产备货，推动11月含糖食品产量相比去年同期有所增加。

图3：各榨季全国食糖消费量情况

单位：万吨



资料来源：WIND、中期研究院

就替代品而言，考虑到食品口感问题，除非价格优势非常明显，一般企业不会轻易改变甘蔗糖与果葡糖浆的配比例，加上使用成本稍高，因此两者不是有价差就替代。在蔗糖与淀粉糖使用存在交叉的领域，当蔗糖与淀粉糖价差小于1000元/吨，大多数终端用户会选择使用蔗糖，而不会考虑淀粉糖；当蔗糖与淀粉糖的价差在1000-1500元/吨，大多数终端用户企业可能会同时选择白糖与淀粉糖混合使用，节约成本；当蔗糖与淀粉糖价差高于1500元/吨，终端企业更多使用的是淀粉糖而非蔗糖，尤其是中小型的终端企业。

当前淀粉糖的替代作用要受口味偏好、装置设备、运输瓶颈等客观条件的限制。果葡糖浆是淀粉糖行业最耀眼一个产品。目前69%的果葡糖浆应用于饮料市场，仅在饮料领域对白糖形成了明显替代，特别是碳酸饮料。对于未来的淀粉糖市场，因工艺技术、口感以及下游产品需求不旺等因素的影响，淀粉糖并不会完全替代食糖，其替代效应会随着时间的推移逐步走向饱和，有限的市场容量并不能消化所有产能。未来淀粉糖对食糖的替代比重将逐渐增加，但发生大面积替代的可能性较小。淀粉糖行业应致力于淀粉糖产品的应用和创新，改变其受食糖市场制约的被动局面，培育新的消费市场是未来发展的趋势。

人口规模和城镇化水平的提升为食糖消费的增加提供了基本支撑，与此同时，淀粉糖等替代作用基本达到饱和状态，变动空间较为有限。2018/19榨季中国食糖消费量1520万吨，较2017/18榨季增加10万吨。预计2019/20榨季食糖销量持稳于1500万吨左右。

四、政策改革难有实质性突破

在市场过热，价格超出市场承受的范围或影响食糖产业发展时，国家政策性调控措施改变价格走势，其中重要的调控方式就是收储和放储。糖市宏观调控的核心机制是国家食糖储备制度的建立健全和国家储备糖的适时吞吐。收抛储政策是农业经济政策中对白糖价格影响最重要的政策之一。国家储备糖制度在 1991 年产生，国家储备糖的来源包括国内收储以及中古政府间贸易从古巴进口的原糖两方面。

收放储操作力图从时间上拉长糖价周期，从空间上平抑糖价的波动区间，即逆糖市周期而行。就实际操作情况而言，收放储行为容易给市场传递食糖供应过剩或者现货紧缺的信号，因此收储后并不意味着价格会上涨，放储后也不代表价格会下降。相反，越收储糖价越下跌，越放储糖价越上涨的现象仍时有发生，调控操作基本失效。

糖市调控之所以会“越抛越涨”，是由于国内食糖较大的供需缺口需要国储糖进行补充，但国家抛售只能缓解现货市场供应紧张的状况，暂时抑制糖价进一步上涨，并不能改变食糖供求偏紧的格局。因此在这种背景之下，市场将这种对糖市的打压转变成利好来消化，抛储成为资金炒作的题材，并担当了期货市场暴涨的重要导火索的角色。国家少量收放储并不会改变糖市走势，在预判糖市运行方向时，还应结合宏观经济情况以及产销基本面。

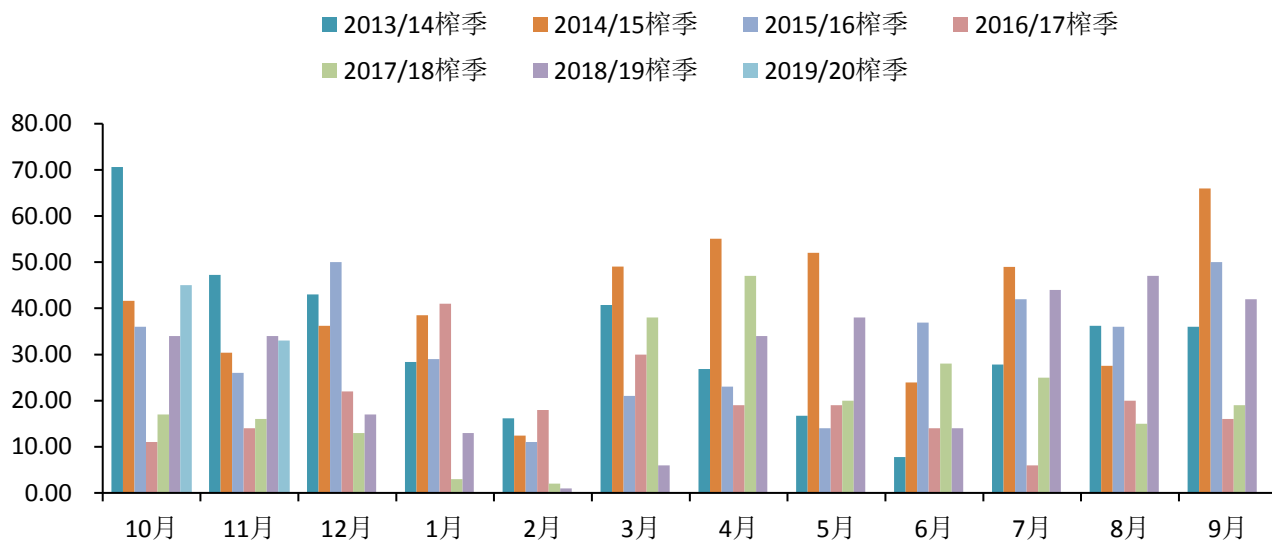
2018/19 榨季，国家储备糖并未进行公开拍储，但 2018 年末对古巴国储糖进行了 40 万吨左右的轮库。同时 2019 年 11 月广西政府向市场公开拍卖了 12.7284 万吨的地方储备糖，竞拍低价为 5800 元/吨，验证了 11 月中旬的市场传闻，最终成交 11 万吨，这批地储是 2012 年 30 万吨地方收储后的“历史遗留问题”，本次拍卖后市场的重心全部转向国家储备。至 2019 年 12 月，国储糖总量为 700 万吨。糖协领导在公开场合多次提到的 5800 抛储红线，并未对现货市场产生压力，却在期货市场展现了威力。随后，广西在 12 月 30 日投放 9209 吨广西地方储备糖，竞拍底价为 5500 元/吨，向符合条件的制糖加工企业公开竞卖。此次竞拍底价比上次下降 300 元/吨，主要由于上次流拍的继续竞拍。竞卖结果公示时间为 1 月 2 日-4 日。不过此次放储可能只是 40 万吨古巴糖轮库，真正的国储投放并未出台。

五、进口管控保持强势

就食糖进口政策而言，我国白糖进口实行配额制，按照加入 WTO 的承诺，我国每年食糖进口关税配额总量为 194.5 万吨，配额内关税税率 15%，配额外关税依据时间节点收取比例不同。2017 年商务部对配额外进口食糖实行贸易保障救济措施，实施期限为三年。2017 年 5 月 22 日-2018 年 5 月 21 日关税配额外进口食糖征收税率为 95%，2018 年 5 月 22 日-2019 年 5 月 21 日关税配额外进口食糖征收税率为 90%，2019 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日征收税率为 85%。从近二十年的食糖进口依存度来看，1997-2009 年，中国食糖进口量保持在 70-140 万吨水平，占同期国内食糖产量比重不足 12%，但 2009 年之后食糖进口量明显增长并持续超出 194.5 万吨的关税配额量，其中 2011-2015 年进口量占国内食糖产量比重最高达到 44.6%，这主要因国际糖价较低、进口糖利润空间打开导致进口量增加。2018 年我国进口食糖 290 万吨，同比增长 19.15%，相当于同期我国食糖产量的 27.10%，在我国食糖进口依存度偏高的背景下，国际糖价走势也成为影响国内糖价的重要因素。

图4：中国食糖进口情况

单位：万吨



资料来源：WIND、中期研究院

2019年11月份我国进口食糖33.02万吨，同比上年11月份减少1万吨，环比上月减少12万吨。2019年1-11月我国累计进口食糖318万吨，同比增加53万吨，同比增长20%。观察近一年的月度进口量，上半年由于进口许可证发放延迟，加工糖迟迟未能投放市场。随着135万吨配额外进口许可可在5月底陆续发放，加工厂进入6月后试机开工。同时食糖保障关税于5月22日后下调至85%。成本降低也使得全年进口节奏后移，7-10月食糖进口量增长明显。进口压力的后移对上半年国产糖的消化较为有利。从内外盘食糖价差来看，2019年国内糖价整体呈现震荡回升走势，而ICE原糖受制于高库存的压制，则在震荡筑底，原糖进口利润也从今年最低的-1200元/吨上升至800元/吨，从大幅贴水向升水转变。继四季度ICE原糖价格重拾升势后，进口利润逐渐向0轴靠拢。进口成本的变化，一方面影响了今年进口节奏，今年国内进口高峰期集中在7-10月，国内炼厂向国外采购期集中在5-8月左右。另一方面，炼厂对后期原糖采购的需求也将受到进口成本的影响。此外，目前我国正扩大改善外交关系，其中不乏采用食糖外交的手段。目前我国从巴基斯坦进口的30万吨糖已经陆续完成，和巴西、越南、缅甸、印度、泰国、古巴等都在陆续进行或正在谈判协商未来进口的事宜，进口糖作为重要补充糖源，长期内将陆续流入国内市场，由于总量可控，因此带来的阶段性压力有限。2018/19榨季食糖进口量为324万吨。根据后期的船期推算，2019年的全年进口量预计为330-350万吨，符合194.5+135的市场预判，表明2019年配额满额使用，这是近4个榨季的第一次。

走私糖方面，2014/15榨季走私糖涌入我国，2015/16榨季创出了走私量的高峰，预计达到了280万吨左右。2016/17榨季受打击走私力度加大的影响，食糖走私量有所下滑。在合法的进口行为得到政策调控的背景下，2019年政府部门、行业组织与相关企业发挥合力、继续加大对食糖走私行为的打击力度。全国查处了多起白糖走私案件：1月份“宁波海关连续查获走私白糖1700余吨”、3月份“红河南溪查获一起涉嫌利用拉百货掩盖走私的白糖10吨”、4月份“张家港海关查获走私白糖600余吨”、5月份“如皋查获涉嫌走私白糖200余吨”等等。“国门利剑2019”联合专项行动开展，陆路、海上打击走私同时进行，效果明显。就6月份南京海关通报的情况看，南京海关今年以来出现多起白糖走私案，现场扣押走私白糖7500余吨，总案值达5400余万元。此外，中缅边境

曾一度走私猖獗，目前形势也有所缓和，这从泰国向中国周边国家地区出口的白糖量上得到验证。2019 年截至 11 月底，泰国出口至缅甸精制糖仅为 15.26 万吨，同比减少 79.85%，出口至中国台湾进口精制糖为 33.94 万吨，同比减少 30.38%，这表明走私糖泛滥形势有所遏制。随着我国加大了对台湾及缅甸地区食糖跨境运输的监管力度，市场对泰国加工糖的需求减弱。2019 年泰国白糖平均升水 53 美元/吨，同比下滑 23%。如果 2020 年仍严打走私，则泰国白糖升水将继续承压，糖厂将把重点转向原糖销售，我国走私量也将继续下滑。今年 6 月 12 日，中缅双方就进行蔗糖进出口贸易在昆明签署了合作谅解备忘录，中方同意向缅方购买 12 万吨缅甸产蔗糖。预计 2018/19 榨季走私糖量达到 88 万吨，较 2017/18 榨季的 228 万吨明显下滑。在严打政策持续的背景下，预计 2019/20 榨季国内走私量为 100-120 万吨左右。

值得关注的是，12 月中在海南召开了 2020 年的进口分配会议，市场认为配额内 194.5 万吨将发放完，许可证增加至 200 万吨。对于市场的侧面解读，表明了未来进口量将有所松动，2020 年 5 月贸易保障到期之后，大概率不会延期。5 月 22 日后的进口配额外关税将恢复至 50%。因此 2020 年食糖进口量估计为 394.5 万吨。

第三部分 白糖期权运行情况

图5：白糖期权交易数据(数据截止2019年12月16日)

日期	期权简称	日成交量(张)	日认购成交量(张)	日认沽成交量(张)	成交量日认沽/认购(%)	日成交额(万元)	日认购成交额(万元)	日认沽成交额(万元)	日持仓量(张)	日认购持仓量(张)	日认沽持仓量(张)	日行权量(张)
2019年1月合计	白糖期权	1,128,516	637,202	491,314	77.10	113,944.84	67,967.89	45,976.95	4,762,702	2,980,324	1,782,378	2,140
2019年2月合计	白糖期权	1,110,900	636,794	474,106	74.45	94,093.96	59,491.67	34,602.29	3,836,782	2,241,338	1,595,444	24
2019年3月合计	白糖期权	921,018	501,536	419,482	83.64	59,235.50	32,694.27	26,541.23	5,424,472	3,252,996	2,171,476	23,020
2019年4月合计	白糖期权	1,185,722	718,422	467,300	65.05	123,580.31	83,117.53	40,462.78	3,972,070	2,633,656	1,338,414	1,082
2019年5月合计	白糖期权	932,110	569,832	362,278	63.58	80,591.28	43,050.22	37,541.06	5,065,676	3,324,484	1,741,192	1,370
2019年6月合计	白糖期权	889,564	603,900	285,664	47.30	70,110.16	45,907.83	24,202.33	5,759,498	3,761,146	1,998,352	10
2019年7月合计	白糖期权	1,938,384	1,220,488	711,936	58.33	144,213.74	97,185.58	47,028.16	8,263,102	5,135,654	3,133,412	1,716
2019年8月合计	白糖期权	1,052,912	583,344	469,568	80.50	102,185.39	66,924.53	35,260.86	5,116,568	2,731,850	2,384,718	28,518
2019年9月合计	白糖期权	983,044	524,310	458,734	87.49	72,291.57	47,064.27	25,227.30	5,112,412	2,667,318	2,445,094	324
2019年10月合计	白糖期权	1,101,792	625,298	476,494	76.20	69,736.22	45,728.78	24,007.44	5,393,800	2,775,646	2,618,154	3,354
2019年11月合计	白糖期权	1,695,878	911,214	784,664	86.11	93,023.91	54,803.03	38,220.88	7,577,464	3,962,676	3,614,788	3,318
2019年12月合计(截止12月16日)	白糖期权	351,678	159,610	192,068	120.34	22,861.76	13,092.54	9,769.22	2,063,802	1,100,472	963,330	39,614

资料来源：wind、中期研究院

图6：白糖历史波动率(数据截止2019年12月17日)



资料来源：wind、中期研究院

2019 年白糖期权成交呈现前高后低季节性波动影响，成交量也跟随期货行情的波动而波动，对于这样一个品种，套保资金尚可用，权利金成本适中、波动率也适中的白糖期权在 2019 年里也呈现趋势性波动走势，这就使得单纯的交易需求并未明显下降。从年初的高波动率，到年底的指数见顶、波动率下降来看，白糖期权受资金短期交易行为影响较大，持仓和成交量也呈现不均衡变动态势。套保需求的增加是该品种波动率下降以及持仓量增加的主要原因，期权品种也被越来越多的产业客户用作套期保值的工具。

第四部分 白糖 2020 年将先抑后扬

展望 2020 年，随着减产周期的到来，白糖有望迎来新的牛市，预计糖价运行重心上移，全年走势将先抑后扬。随着新糖的陆续上市，2019/20 榨季食糖产量降尘埃落定，糖价低点将在第二季度出现。下半年随着食糖消费旺季的出现以及关注焦点向新榨季产量转移，将迎来糖市高点，全年价格在 5000-6300 范围波动。

分析师承诺

本人(或研究团队)以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。



	北京	深圳	香港
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层(邮编:100020)	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 15 层(邮编:518031)	香港上环干诺道西 3 号亿利商业大厦 23 层 B 室
电话:	010-65807827	0755-23818333	00852-25739399
客服:	95162	400-8888-160	
网址:	www.cifco.net	http://www.cifco.net	



	北京	上海
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层	上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 2701
电话:	010-65807827	021-68401905
网址:	www.cifco.net	www.cifco.net