



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](mailto:bianshuyang@nawaa.com)

投资咨询资格证号

Z0012647

## 换季不换势

### 摘要

2018年上半年郑糖一直保持阴跌态势，在6月份连续创出新低。由于印度和泰国超预期的增产使得17/18制糖年全球食糖大面积过剩，而尽管巴西在新榨季将会有所减产使得局面有所缓解，但预计印度将增产势头不减，而泰国产量也会维持高位，18/19制糖年全球过剩的局面依旧难以挽回。18/19制糖年我国糖产量同样有一定幅度的增产，而进口的扩大和走私糖的流入，使得供应依旧较大。同时，由于面临糖业改革，国家政策在初期同样利空于糖价。下半年我们重点关注天气对糖料作物生长的影响，以及新榨季开榨情况。

操作上，我们建议前期长线空单可逢低减持，9月合约下破5000可离场观望。1月合约极可能在5000-5500区间运行，建议卖出5500的看涨期权，并且卖出5000的看跌期权。价差方面，考虑到淡旺季的影响，1-5正套是我们值得关注的套利方案。

## 目录

|              |                  |    |
|--------------|------------------|----|
| <b>第 1 章</b> | <b>行情回顾及策略建议</b> | 4  |
| <b>第 2 章</b> | <b>全球供应持续过剩</b>  | 5  |
| 2.1.         | 过剩格局压制糖价         | 5  |
| 2.2.         | 聚焦巴西政局 关注糖醇比变化   | 5  |
| 2.3.         | 泰国出口将超预期         | 7  |
| 2.4.         | 印度糖出口周期后移        | 8  |
| <b>第 3 章</b> | <b>国内弱势暂难逆转</b>  | 9  |
| 3.1.         | 政策导向有所变化         | 9  |
| 3.2.         | 下榨季将可能进口大量印度糖    | 10 |
| 3.3.         | 抛储改直补要来了？        | 13 |
| 3.4.         | 关注淡旺季套利机会        | 14 |
| <b>第 4 章</b> | <b>总结及策略</b>     | 15 |
|              | 南华期货分支机构         | 16 |
|              | 免责声明             | 18 |

## 图表目录

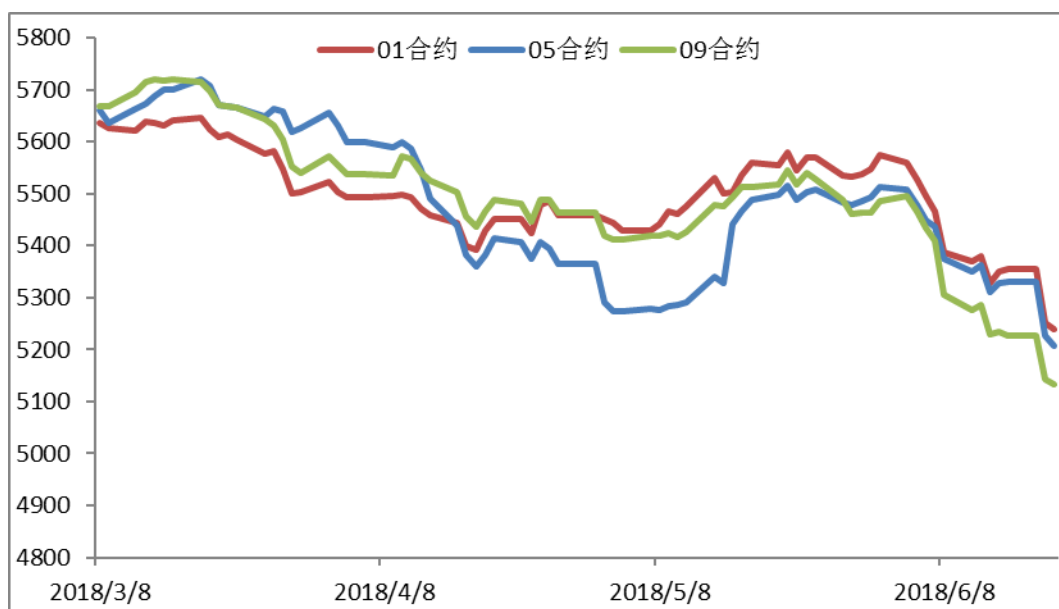
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1.1.1: 郑糖走势图 .....                 | 4  |
| 图 2.1.1: CFTC 持仓变化 .....             | 5  |
| 图 2.2.1: 巴西中南部甘蔗制糖比 .....            | 6  |
| 图 2.2.2: 巴西乙醇汽油价格比 .....             | 7  |
| 图 2.2.3: 巴西食糖月度出口 .....              | 7  |
| 图 2.3.1: 泰国月度出口量 .....               | 8  |
| 图 2.4.1: 印度食糖生产进度(单位: 千吨) .....      | 9  |
| 表 3.1.1: 17/18 年度全国食糖产销进度表 .....     | 10 |
| 图 3.2.1: 汇率转换后的内外价差 .....            | 10 |
| 图 3.2.2: 11/12 制糖年以来中国原糖月度进口情况 ..... | 11 |
| 图 3.2.3: 台湾从泰国进口精制糖量 .....           | 12 |
| 图 3.3.1: 16/17 制糖年国储收抛储情况 (万吨) ..... | 13 |
| 表 3.3.1: 供需平衡表 .....                 | 14 |
| 图 3.5.1: 历史上的 9-1 价差 .....           | 14 |
| 图 3.5.2: 历史上的 1-5 价差 .....           | 15 |

## 第1章 行情回顾及策略建议

2018 年上半年郑糖一直保持阴跌态势，在 6 月份连续创出新低。由于印度和泰国超预期的增产使得 17/18 制糖年全球食糖大面积过剩，而尽管巴西在新榨季将会有所减产使得局面有所缓解，但预计印度将增产势头不减，而泰国产量也会维持高位，18/19 制糖年全球过剩的局面依旧难以挽回。18/19 制糖年我国糖产量同样有一定幅度的增产，而进口的扩大和走私糖的流入，使得供应依旧较大。同时，由于面临糖业改革，国家政策在初期同样利空于糖价。

策略建议：下半年我们重点关注天气对糖料作物生长的影响，以及新榨季开榨情况。操作上我们建议前期长线空单可逢低减持，9 月合约下破 5000 可离场观望。1 月合约极可能在 5000-5500 区间运行，建议卖出 5500 的看涨期权，并且卖出 5000 的看跌期权。价差方面，考虑到淡旺季的影响，1-5 正套是我们值得关注的套利方案。

图 1.1.1：郑糖走势图



数据来源：BloomBerg 南华期货研究所

## 第2章 全球供应持续过剩

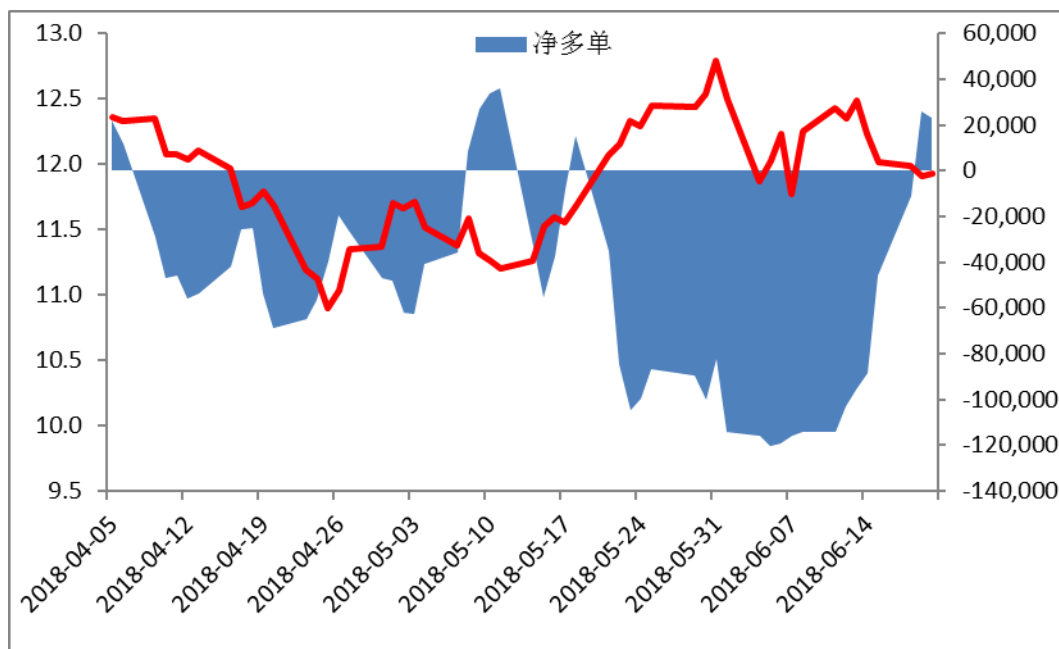
印度、泰国的超预期增产使得17/18榨季全球供应极度过剩。18/19榨季，全球第一大产糖国巴西受天气影响整体的甘蔗压榨量会有所萎缩，而乙醇汽油价格比达到了历史低点，良好的乙醇利润和亏本的食品糖价格相比糖厂会更多的压榨乙醇而非食糖。但是，巴西减产并不能缓解全球供大于求的局面，主要在于印度很有可能会继续增产100-200万吨，这也就意味着印度在18/19年度会反超巴西成为全球最大食糖生产国，更何况泰国在17/18年度产糖创记录后，18/19年度的产量很有可能仍旧保持在1400万吨以上。届时，全球食糖供应格局会发生转变，供应过剩依旧是18/19年度无法逃避的现实。

### 2.1. 过剩格局压制糖价

食糖供求基本面上，近些年全球食糖需求缓慢增长，基本面研究主要聚焦供给方面。全球蔗糖主产国主要有巴西、泰国、印度，甜菜糖主要有地处北半球高纬度地区的欧盟生产，后续我们会专门针对这几个国家/地区的食糖基本面以及其对于国际食糖市场的影响力方面做些分析。

对于 2017/18 年度全球食糖基本面预估，我们以权威机构国际糖业组织 ISO 最新的数据作为参照。ISO 5 月预计 18/19 年度全球糖市供应过剩 850 万吨，当前 17/18 年度过剩 1100 万吨。ISO 执行董事 Jose Orive 表示，尽管巴西产量减少，但预计糖产量将创纪录新高，因印度和泰国产飙升。

图 2.1.1: CFTC 持仓变化



数据来源：CFTC 南华期货研究所

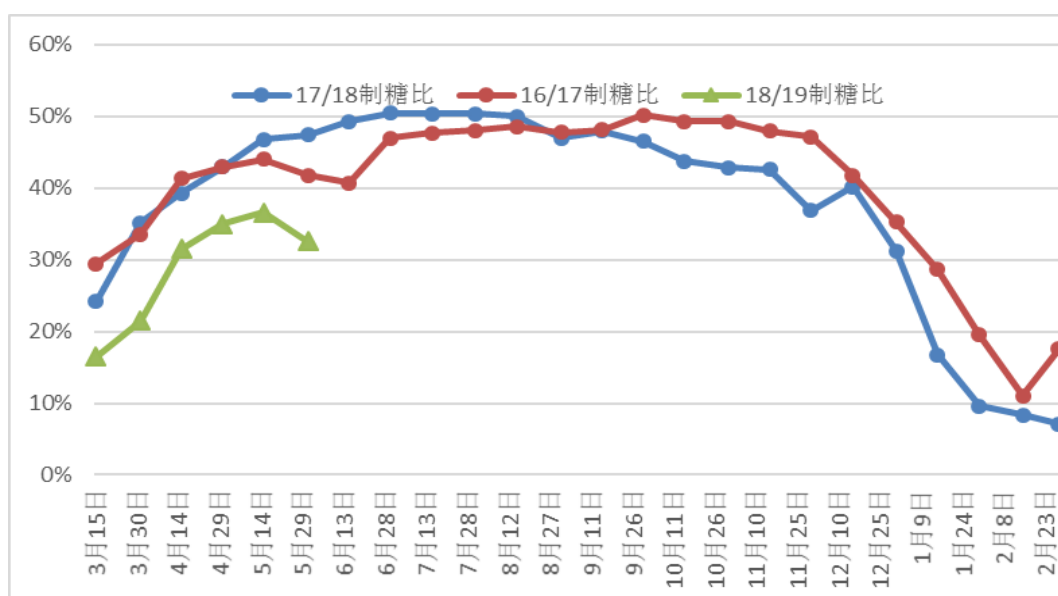
### 2.2. 聚焦巴西政局 关注糖醇比变化

在过去四个制糖期，巴西中南部甘蔗压榨量都在6亿吨上下波动，其中2014/15制糖期榨蔗量最

低也达到了 5.73 亿吨，2015/16 制糖期榨蔗量最高达到 6.18 亿吨。截至 3 月 16 日，2017/18 制糖期巴西中南部已榨蔗 5.8847 亿吨，产糖 3588.5 万吨，甘蔗制糖比为 46.72%。

巴西糖厂通过调整甘蔗制糖比来获得压榨利润，影响国际糖价。2017 年 7 月 21 日巴西上调汽油税，7 月 31 日又调降乙醇税，从而提升了乙醇的消费需求，随后在 8 月下半月巴西糖厂便调整了生产计划，调低甘蔗制糖比，将更多的甘蔗用于生产乙醇。Unica 最新的半月报显示，巴西中南部地区 5 月下半月糖产量为 134 万吨，低于上半月的 190.7 万吨。5 月下半月中南部地区甘蔗压榨量为 3238 万吨，低于上半月的 4264.4 万吨。Unica 数据并显示，5 月下半月巴西中南部地区乙醇产量为 17.42 亿公升，同样低于上半月的 20.72 亿公升。Unica 表示，由于卡车工人罢工期间缺少柴油和其他投入，5 月下半月有 1300 万吨甘蔗未能压榨。罢工同样造成 5 月下半月有 16 万吨糖难以在国内市场交付，且有 17 万吨糖难以出口。

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

巴西中南部 18/19 年度甘蔗的压榨量预计会有所下滑。Copersuca 最新预计显示，由于蔗田老化及天气较为干燥，巴西中南部 18/19 年度的甘蔗压榨量仅为 5.55 亿吨，上年度为 5.96 亿吨，巴西圣保罗的农业贸易办公室（ATO）此前预测的中南部的量为 5.83 亿吨，同比减少 1200 万吨。糖产量方面，多家机构预估巴西食糖产量在 3000–3400 万吨的水平，这除了因为甘蔗总量的减少以外，更重要的原因来自于糖醇比的倾斜。由于当前巴西乙醇汽油价格比已经达到历史低值的 1.13 附近，并且已经持续了相当长的一段时间。这使得巴西糖厂生产乙醇的积极性明显高于生产食糖，我们预计最终 18/19 年度的糖醇比将为 42.2%，远低于 17/18 年度的 46.4%。

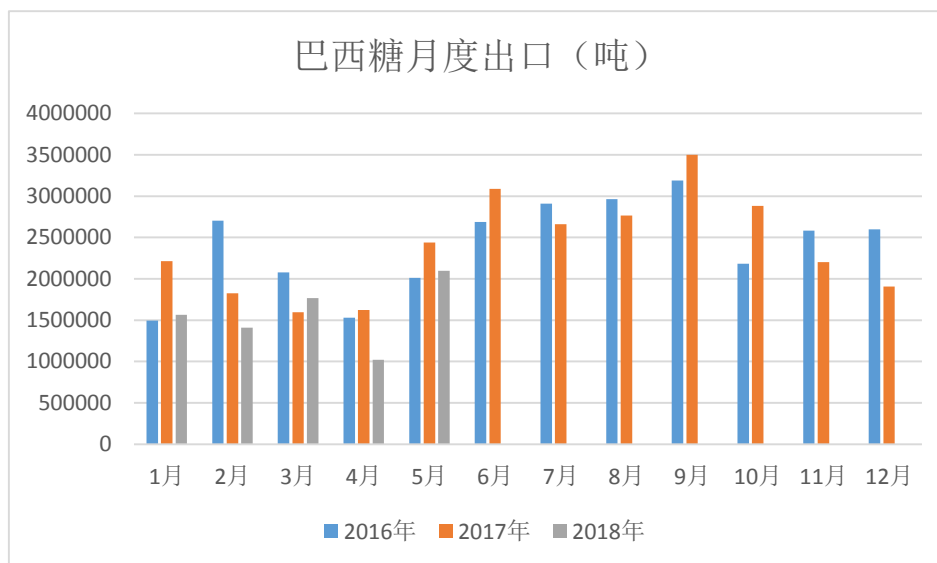
图 2.2.2: 巴西乙醇汽油价格比



数据来源: Bloomberg 南华期货研究所

除此以外, 巴西政局的动荡将对食糖生产和运输产生较大影响。美元的强势给新兴市场带来巨大波动, 雷亚尔则大幅贬值, 巴西央行不得不多次干预。10月7日, 巴西将举行总统选举, 而当前呼吁最高的竟然是此前一系列丑闻影响最终被判9年半监禁的卢拉。卢拉曾于2003至2010年担任巴西总统, 其执政期间, 巴西经济增长显著, 惠民政策帮助数千万人摆脱了贫困, 这也是为什么当前巴西经济不景气, 而一个有前科的前总统反而比其他参选人呼声更高的原因了。

图 2.2.3: 巴西食糖月度出口



资料来源: 巴西农业部 南华期货研究所

## 2.3. 泰国出口将超预期

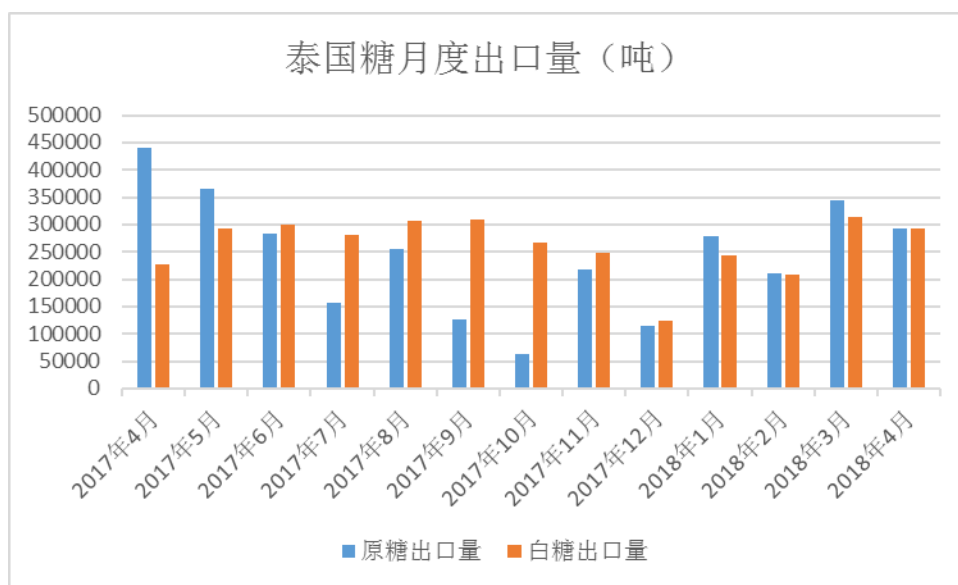
2017年巴西就泰国糖补贴将其告到了世界贸易组织(WTO), 巴西认为泰国糖补贴及价格支持政

策有利于泰国糖出口。为此，泰国政府向公众征求了修改《蔗糖法》的意见，旨在取消甘蔗生产补贴、废除国内糖价控制和食糖销售管理政策，12 月 4 日内阁会议已经通过了修改草案。修改草案的主要内容有：1、取消国内食糖价格管制，包括工业部对食糖出厂价的管制和商务部对食糖零售价的管制；2、取消在甘蔗价格低落时为蔗农提供每吨 160 泰铢的补贴措施；3、取消对 A 类（内销）、B 类（招标销售的原糖）及 C 类（出口）的配额限制。因此，泰国放开糖价自由浮动，预计将有利于其出口，有益于消费者和企业用户，但不利于蔗农。

泰国从 12 月 1 日拉开 2017/18 榨季（11/10 月）生产序幕，较上榨季提早 5 天，已于 6 月 5 日压榨结束。17/18 年度，泰国累计压榨甘蔗 1.349 亿吨，产糖 1468 万吨，同比增加 46%。对于 18/19 榨季，多家机构预估其产量略有下滑，但是很可能依旧保持在 1400 万吨的水平。

由于泰国国内消费相对稳定，保持在 260 万吨的水平，因此今年需要出口 840-940 万吨。泰国今年 1-4 月累计出口糖 262.7 万吨，同比增加 7.6%。并且巴西 5 月的罢工事件使得泰国在 5 月和 6 月的出口优势增加。产量的大增以及《蔗糖法》的实施将大大增加今年泰国的出口，对国际糖市存在较大压力。

图 2.3.1：泰国月度出口量



资料来源：泰国农业部 南华期货研究所

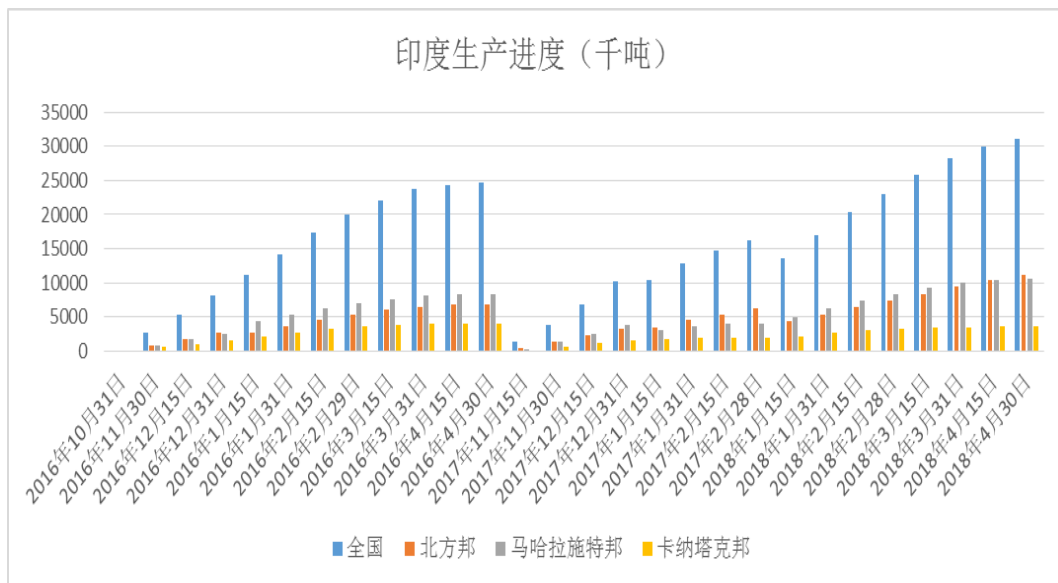
## 2.4. 印度糖出口周期后移

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。当前印度将由 16/17 榨季的净进口国再度转为净出口国，并且在 17/18 榨季大幅增产，其国内供需结构发生了根本转变。17/18 年度印度的产量大概为 3200 万吨，而国内消费仅为 2500 万吨，这使得其当季的食糖盈余达到 700 万吨，而如果再加上期初库存的 490 万吨，最终印度的过剩量则可能达到了 1190 万吨，这个数量大概是泰国年均的产量。

迫于印度国内食糖过剩导致的糖价大幅下滑，印度政府取消了 20% 的糖出口关税，寄希望促进出口销售。印度内阁当前已批准了 850 亿（大概 12.57 亿美元）卢比糖业救助方案，包括用于提高乙醇产量的 444 亿卢比贷款及建立 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；再加上此前政府宣布的 55 卢比/吨甘蔗补贴（154 亿卢比）。

除此以外，印度还对外包括中国在内大力推销食糖。但是由于其当前糖价依旧高于国际市场均价，竞争力远不及近在咫尺的泰国、巴基斯坦等其他出口国。由于印度政府此前确定了每吨 29000 卢比的最低价格，这使得印度国内的糖价远高于国际市场，而当前印度国内的糖价约为每吨 31000 卢比，出口价格则不足每吨 21000 卢比。以目前的情况计算，17/18 年度印度出口糖可能仅为 50 万吨，仅相当于政府估计数量的四分之一，这使得其年末的库存可能会超过 1100 万吨。不过，由于高库存使得印度 18/19 年度大幅度的对外推销食糖，且制糖业也希望政府能够在 18/19 年度出口 800 万吨原糖，考虑到 18/19 年度印度可能继续增产 100 万吨，这使得其供应压力继续延后。

图 2.4.1：印度食糖生产进度(单位：千吨)



数据来源：印度糖厂协会 南华期货研究所

## 第3章 国内弱势暂难逆转

### 3.1. 政策导向有所变化

云南最后一家糖厂已经在 6 月 10 日收榨，全国糖产量达到了 1031.1 万吨。而 5 月产销数据显示，截至 2018 年 5 月底，本制糖期全国共生产食糖 1030.63 万吨（上制糖期同期产糖 928.78 万吨），比上制糖期同期多产糖 101.85 万吨，其中，产甘蔗糖 915.66 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 824.07 万吨）；产甜菜糖 114.97 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 104.71 万吨）。

截至 2018 年 5 月底，本制糖期全国累计销售食糖 574.67 万吨（上制糖期同期 528.63 万吨），累计销糖率 55.76%，其中，销售甘蔗糖 480.52 万吨（上制糖期同期 457.82 万吨），销糖率 52.48%，销售甜菜糖 94.15 万吨（上制糖期同期 70.81 万吨），销糖率 81.89%（见附表）。

17/18 榨季总产量要比开榨之初中糖协所预估高出了近 10 万吨，这主要是对南方甘蔗糖尤其是广西糖产量的低估导致的。销售方面，尽管 5 月云南糖的销售较好，但是纵观整个榨季下来，整体的销售情况并不理想。当前的产销率仅为 55.76%，而工业库存则达到了 455.96 万吨，是除了 11/12 榨季、13/14 榨季以外近 11 年最高水平。而对于 18/19 榨季而言，假如没有遇到大的灾害，在全国种植面积

增加的前提下（农业农村预估增加 61 万亩，广西糖会各地方糖协汇总增加至少 71 万亩），以 12% 的出糖率计算，全国预计糖产量增加 3.9%—4.6%，即全国产量大概在 1071—1078 万吨，甚至更多。

表 3.1.1：17/18 年度全国食糖产销进度表

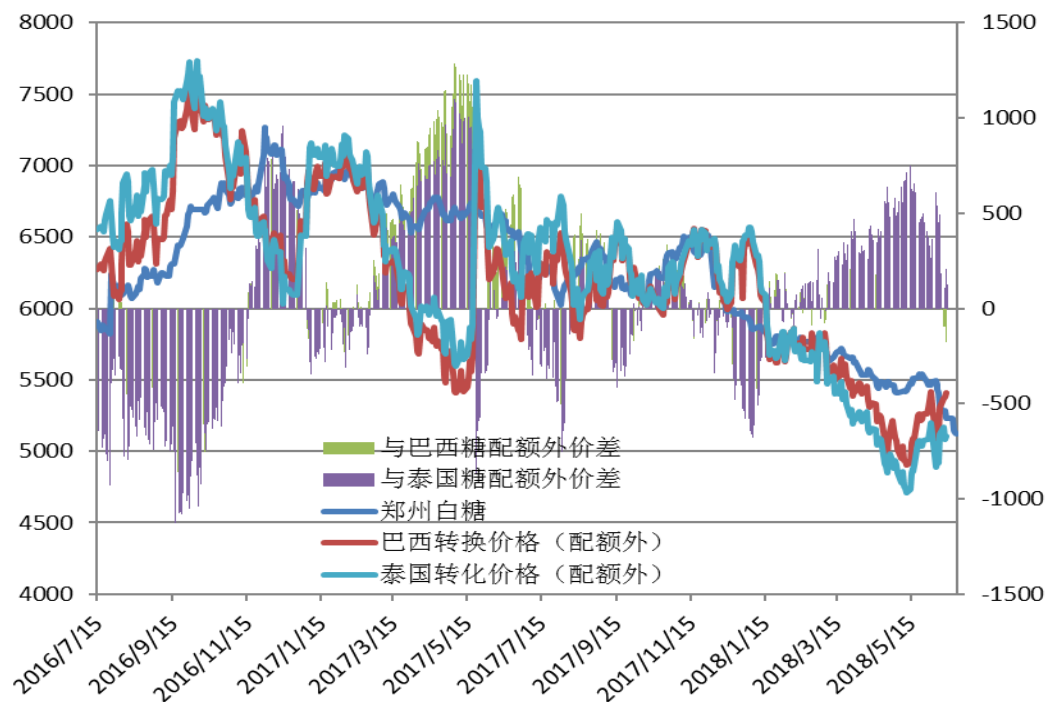
| 17/18 制糖年全国食糖产销进度 |                |                  |        |       |           |
|-------------------|----------------|------------------|--------|-------|-----------|
| 单位：万吨、%           |                |                  |        |       |           |
| 省区                | 开榨前糖协<br>预计产糖量 | 截至 2018 年 5 月底累计 |        |       | 备注        |
|                   |                | 产糖量              | 销糖量    | 销糖率   |           |
| 全国合计              | 1020           | 1030.63          | 574.67 | 55.76 |           |
| 甘蔗糖小计             | 907            | 915.66           | 480.52 | 52.48 |           |
| 广东                | 90             | 87.13            | 56.95  | 65.36 | 已全部收榨     |
| 其中：湛江             | 80             | 75.4             | 48.64  | 64.51 | 已全部收榨     |
| 广西                | 590            | 602.5            | 320    | 53.11 | 已全部收榨     |
| 云南                | 194            | 206.5            | 95.98  | 46.48 | 已有 55 家收榨 |
| 海南                | 20             | 17.22            | 5.83   | 33.86 | 已全部收榨     |
| 其他                | 13             | 2.12             | 1.76   | 75.54 | 已全部收榨     |
| 甜菜糖小计             | 113            | 114.97           | 94.15  | 81.89 |           |
| 黑龙江               | 7              | 7.06             | 5.07   | 71.81 | 已全部收榨     |
| 新疆                | 49             | 54.11            | 37.95  | 70.13 | 已全部收榨     |
| 内蒙古               | 50             | 48               | 45.5   | 94.79 | 已全部收榨     |
| 其他                | 7              | 5.8              | 5.63   | 97.07 | 已全部收榨     |

数据来源：中国糖业协会 南华期货研究所

## 3.2. 下榨季将可能进口大量印度糖

海关总署报告称，2018 年 4 月我国食糖进口 47 万吨，同比增加 28 万吨，而 5 月进口糖 20 万吨。2018 年 1—5 月我国累计进口糖 110.19 万吨，同比减少 16.51 万吨。17/18 榨季（去年 10 月至今年 4 月）目前累计进口糖 156.22 万吨，较 16/17 榨季同期减少 16.48 万吨。进口下滑的原因有两个，一个是配额外关税从去年 5 月 22 日上调至 95%，因此在此之前的进口并没有受到影响，另一个则是今年配额外许可证直到 3 月份才确定发放，这导致了 1—2 月进口量累计仅为 5 万吨，但是 3—4 月合计的进口量达到了 85 万吨。二季度会成为进口量增长的过度期，首先 150 万吨的许可证在 3 月得以批复，这比去年多出了 50 万吨，不过需要分两次发放。另外，今年 5 月 22 日开始配额外的关税将下降至 90%，这也同样也对进口产生了一定的影响。

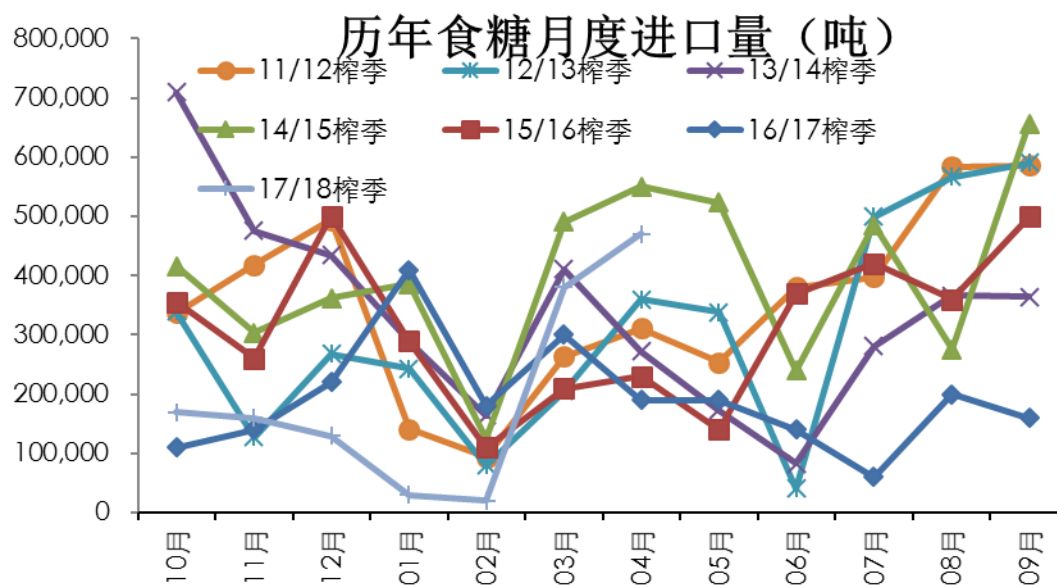
图 3.2.1：汇率转换后的内外价差



数据来源: Bloomberg 南华期货研究所

从今年 3 月份我们注意到, 配额外的进口利润开始扩大。因此, 进口压力将从二季度开始逐步增加, 按照配额外的许可证计算的话, 今年的进口量大致为 280 万吨, 不过考虑到配额内的最终用量也存在增加可能, 所以这个数字还可能更大一些。

图 3.2.2: 11/12 制糖年以来中国原糖月度进口情况



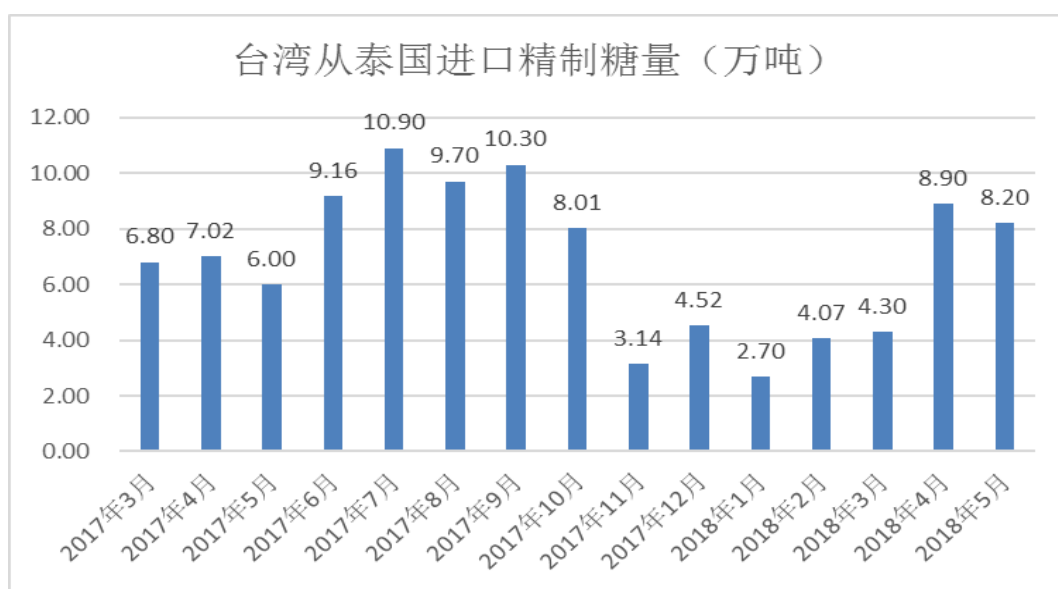
数据来源: 海关总署 南华期货研究所

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。海关数据显示，2018 年 1-5 月全国缴获走私白糖 5.07 万吨，这表明我国缉私行动取得较大进展，但同时也从侧面反映了走私量数量的巨大。走私糖去年经历了从滇缅边境走私转为沿海走私的转变。台湾作为主要走私的中转站其从泰国进口的白糖量成为市场一度最关心的数据。2017 年截至 10 月底，台湾从泰国进口精制糖总量达到 73.18 万吨，而从 11 月份到今年 3 月份进口量不到 19 万吨，但是 4 月份进口量暴增到 8.9 万吨，5 月则为 8.2 万吨。

缅甸政府在近期已经恢复了转出口贸易。该政策早在 2015 年开始就实施，一度使得中国国内的走私量激增。不过去年由于滇缅边境的管控极严，几乎掐死了该条走私通道，使得缅甸政府不得不放弃这部分关税收入。如今，缅甸恢复了该业务，缉私的难度也因此有所增加。我国预计今年的走私量依旧会超过 150 万吨。

图 3.2.3: 台湾从泰国进口精制糖量

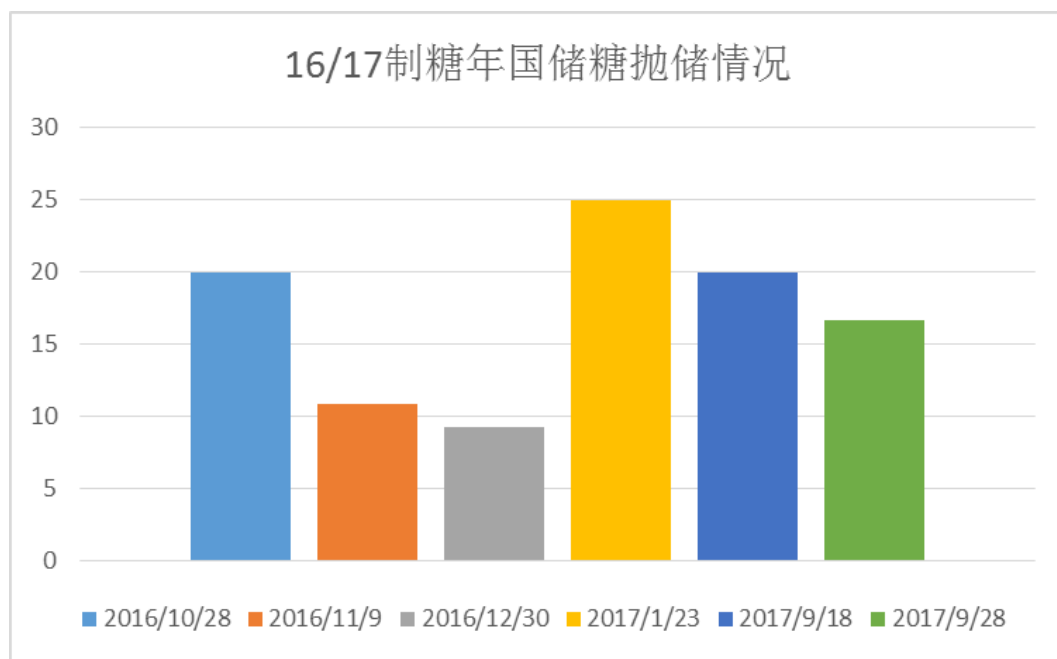


数据来源：泰国甘蔗和食糖公司 南华期货研究所

### 3.3. 抛储改直补要来了？

16/17 制糖年，在进口管制的情况下，尽管有一定的增产，但仍无法满足国内需求，因此国家采取抛储手段来调节市场食糖供应。16/17 制糖年国家总共进行了六个批次三次抛储，广西地方则进行了 3 次抛储，剔除流拍量，国储抛储量达到了 98.96 万吨（流拍 2.67 万吨），广西地方抛储量达到了 37.27 万吨（流拍 12.73 万吨），合计抛储 136.19 万吨。

图 3.3.1：16/17 制糖年国储收抛储情况（万吨）



数据来源：广西糖网 南华期货研究所

抛储有两个条件。首要的是市场食糖是否充裕，其次是抛储价格是否能够高于收储价格。以此前的收储情况看，2013 年收储糖的量最大，收储价格集中在 6100、6218 两个价位上，因此只要存在缺口，糖价只要高于这两个价位就可能进行抛储。不过考虑到进口和国储投放的总量是国家统筹考虑的，因此配额外进口许可证达到了 150 万吨。17/18 制糖年随着糖价的大幅下跌和供应量的相对宽裕，再度抛储的可能性已然不大。

国家采用一系列的政策去调控农产品的供求状况，以稳定物价和保障社会安定。在众多农产品中，棉花、大豆、玉米、菜油等都相继取消了临时收储政策，改为直接补贴，目前仅有食糖依旧采用收抛储政策。在此背景下，近期有传闻食糖也会将会很快由收储改为直补，按照面积直补 1500 万亩国家保护田，其中广西 1150 万亩。尽管仅仅是传闻，但是这是大势所趋，因为收储政策的弊端在于大量的商品在仓储中随着时间的推移会受到一定程度的质量下降，并且也不利于市场化的推进，而当前国储体量庞大的国储库存也会成为制约糖价的推手，收储改直补后，国储库存会逐步抛出，在前期会压制糖价，但由于不会有新的库存纳入，是有利于市场健康发展的。

表 3.3.1: 供需平衡表

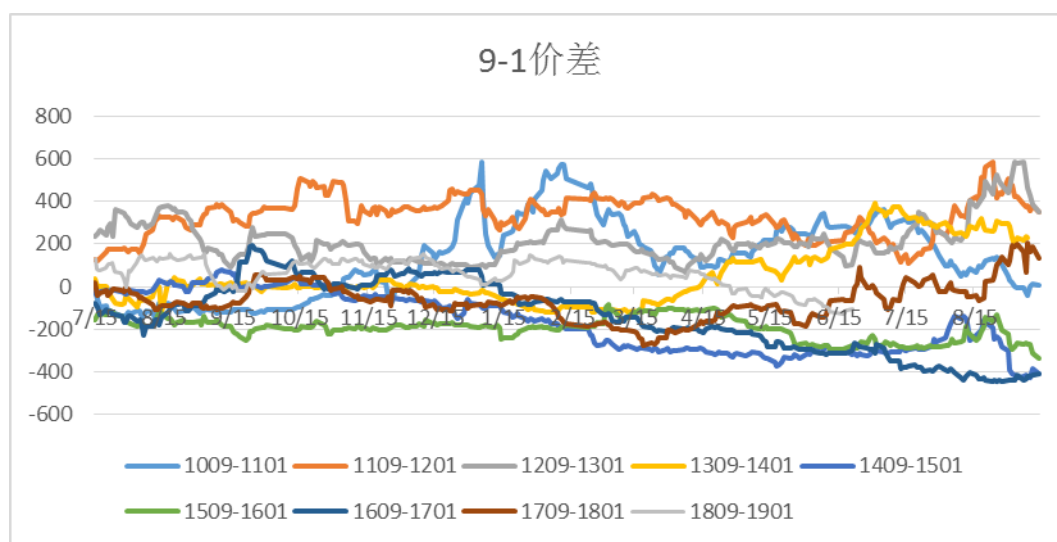
| 国内食糖供需平衡表（万吨） |            |         |         |         |           |           |
|---------------|------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| 榨季            | 13/14      | 14/15   | 15/16   | 16/17   | 17/18（预估） | 18/19（预计） |
| 上季工业结转库存      | 54.00      | 191.41  | 93.03   | 59.83   | 57.87     | 110       |
| 产量            | 1331.8     | 1056    | 870.19  | 928.82  | 1031.1    | 1078      |
| 销量            | 1140.39    | 962.97  | 810.36  | 870.95  | 921.1     | 988       |
| 销糖率           | 85.63%     | 91.19%  | 93.12%  | 93.77%  | 89.33%    | 91.65%    |
| 当季工业结转库存      | 191.41     | 93.03   | 59.83   | 57.87   | 110       | 90        |
| 进出口           | 进口         | 402.41  | 481.21  | 374.64  | 230       | 280       |
|               | 走私（估计）     | 50      | 80      | 250     | 200       | 150       |
|               | 出口         | 4.73    | 5.92    | 15.43   | 12.49     | 10        |
|               | 净进口        | 397.68  | 475.29  | 359.21  | 217.51    | 270       |
| 储备库           | 净进口（含走私）   | 447.68  | 555.29  | 609.21  | 417.51    | 450       |
|               | 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      | 1689.48 | 1488.29 | 1189.4  | 1245.86   | 1261.1    |
|               | 当年总供给（含走私） | 1739.48 | 1568.29 | 1439.4  | 1445.86   | 1441.1    |
|               | 国内总供给      | 1743.48 | 1679.7  | 1282.43 | 1305.69   | 1318.97   |
|               | 国内总供给（含走私） | 1793.48 | 1759.7  | 1532.43 | 1505.69   | 1498.97   |
| 需求量           | 需求量（预估）    | 1513    | 1536    | 1520    | 1505      | 1490      |
|               | 预估消费增长     | 3%      | 1.50%   | -1%     | -1%       | 1%        |

数据来源：南华期货研究所

### 3.4. 关注淡旺季套利机会

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 3.5.1: 历史上的 9-1 价差

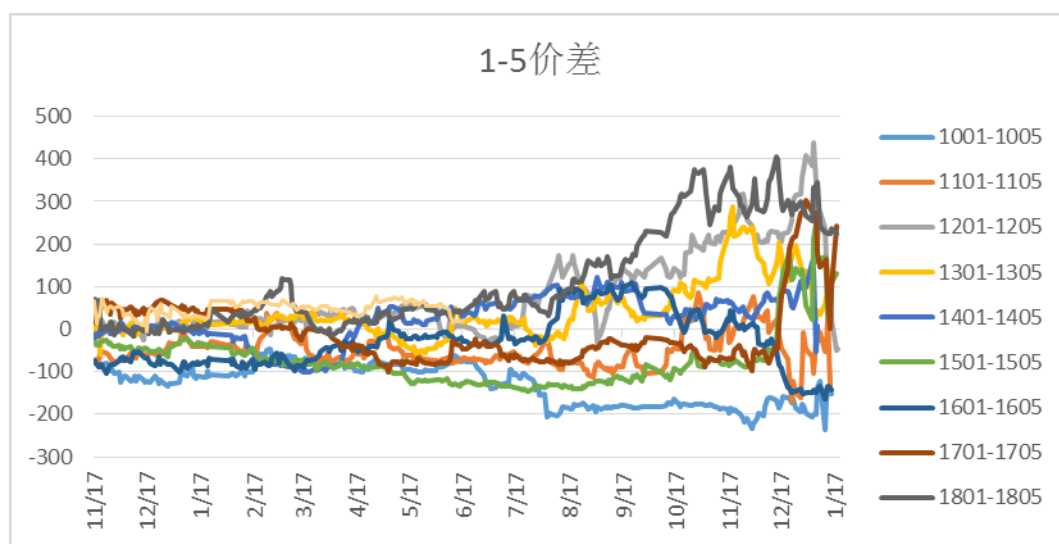


数据来源：wind 南华期货研究所

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 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。结合当下，目前 5-9 价差已经 3 月下旬开始回归，从历史的情况看，在此前的下跌周期中同时期的水平大致相当，并且会进一步扩大。至于 9-1 价差后期也同样存在进一步阔的可能性。尽管我们曾在上次的季报中做出 9-1 正套的假设，但是仅以统计套利的角度是存在一定问题的。由于 9-1 套利是跨榨季的套利，这势必牵涉到两个榨季不同的逻辑。考虑到白糖三年的周期性，第三年往往都是过度年，很有可能形成尽管依旧是空头市场，现货依旧卖不动，但是远月升水的情况。这也是为什么当前 9 月持续贴水 1 月的原因所在。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，因此下半年我们建议择机入场 1-5 正套。

图 3.5.2: 历史上的 1-5 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年上半年的食糖供需情况，并且对下半年全球和国内的供需结构进行了展望。我们认为下半年全球食糖供应过剩压力犹存，印度、泰国继续保持丰产势头，不过由于巴西受干旱影响以及糖醇比降低导致减产，因此整体下跌的空间有限。18/19制糖年我国糖产量同样有一定幅度的增产，而进口的扩大和走私糖的流入，使得供应依旧较大。同时，由于面临糖业改革，国家政策在初期同样利空于糖价。

下半年我们重点关注天气对糖料作物生长的影响，以及新榨季开榨情况。操作上我们建议前期长线空单可逢低减持，9 月合约下破 5000 可离场观望。1 月合约极可能在 5000-5500 区间运行，建议卖出 5500 的看涨期权，并且卖出 5000 的看跌期权。价差方面，考虑到淡旺季的影响，1-5 正套是我们值得关注的套利方案。

## 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

### 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

**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

**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

**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](http://www.nanhua.net)