

随着北半球印度、泰国和中国生产压榨进入高峰，产量逐步明朗化，原糖市场1月末以来又开始把目光聚焦巴西。3月末开始的2019/20榨季有2个方面十分引人关注，一是经历蔗龄老化和前期干旱的南巴西甘蔗产量将下降几何，二是南巴西糖醇比将如何选择。本文通过对目前巴西种植、天气和燃料乙醇竞争力等方面分析，初步讨论巴西新榨季的供给情况。

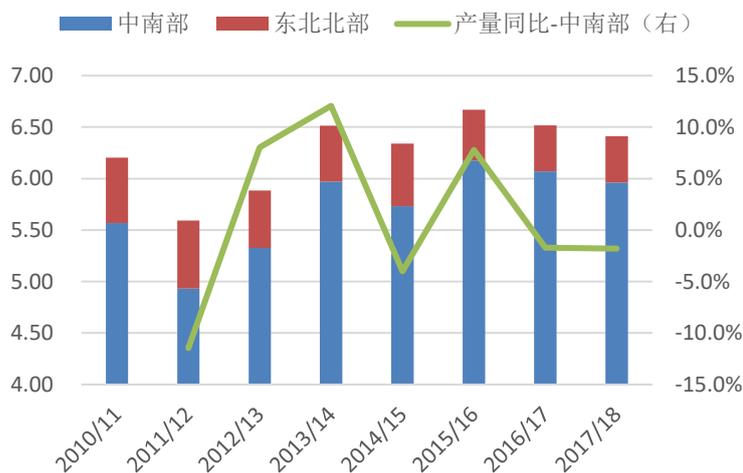
### 一、南巴西甘蔗产量将继续下降

近5个榨季，全巴西甘蔗产量稳定在6.5亿吨左右，其中中南部占总产量的93%左右，其余主要在巴西东北北部地区。中南部近5个榨季的甘蔗产量也稳定在6亿吨左右。但是近2个榨季低迷的糖价，使得中南部蔗田缺乏新投入，使得甘蔗种植面积和单产呈现缓慢下降的趋势。2017/18榨季全巴西甘蔗产量达6.41亿吨，中南部为5.96亿吨，同比下降1.79%。2018/19榨季种植面积下滑和蔗龄老化的情况仍在延续，同时4-7月的干旱天气令单产下降情况加剧。预计，2018/19榨季巴西中南部甘蔗产量在5.65亿吨左右，同比下降约5%。

对于即将开榨的2019/20榨季，巴西糖业也在经历整合期，蔗田投资继续下降不可避免。从巴西地理与统计研究所公布的月度数据看来，面积和单产的下降趋势仍在延续。同时巴西中南部糖厂在迪拜糖会表示，2018年4月-7月（出苗期）和2018年12月-2019年1月（伸长期）的干旱已经对单产产生不利影响。虽然2月以来，巴西中南部降雨开始恢复，单产下降或有所缓解，但糖分又将成为一个令人担忧的潜在因素。因此2019/20榨季巴西中南部甘蔗产量下降趋势难以改变，预计在5.6亿吨左右，即同比下降500-1000万吨甘蔗。

图 1：巴西中南部甘蔗产量缓慢下降

单位：亿吨、%



数据来源：UNICA 华信期货

图 2：近 2 年巴西甘蔗收获面积和单产持续下降

单位：万公顷 吨/公顷

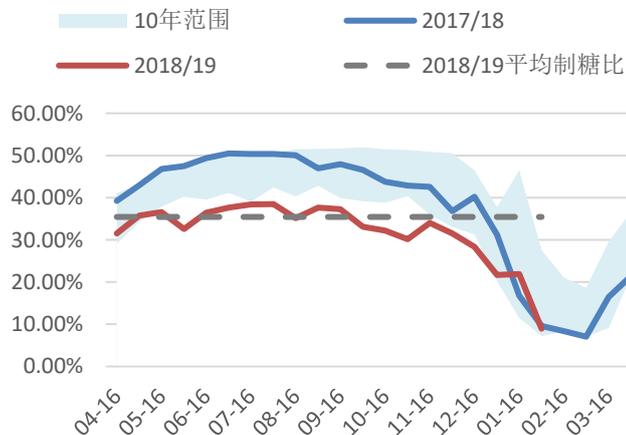


数据来源：巴西地理与统计研究所 华信期货

## 二、预计南巴西制糖比仅小幅回升

尽管巴西甘蔗产量有所下降，但巴西甘蔗产量仍是相对稳定的状态，制糖比的超预期下降才是糖产量下降的主要原因。2018/19 榨季，巴西中南部制糖比从 2017/18 榨季 46.46% 下降到 35.44%，导致巴西中南部糖产量从 3600 万吨下降 900 万吨到不足 2700 万吨。

图 3：2018/19 榨季巴西中南部制糖比创 10 年新低  
单位：%



数据来源：UNICA 华信期货

对 2019/20 榨季来说，有三个因素影响着巴西中南部糖厂对制糖比的选择。首先是原糖与燃料乙醇的比较优势，然后是下游消费燃料乙醇与汽油的竞争力，最后是糖厂的仓储和资金状况。市场反应快慢程度依此递减。

从燃料乙醇与原糖的价格比较上看，早从 2017 年第四季度开始，燃料乙醇折糖价格就持续较原糖显示出优势，两者价差在 2018 年第一季度末达到最高的 4.76 美分/磅。一季度是巴西燃料乙醇库存最低的时期，但如此诱人的价差令巴西糖厂在开榨初期就开始侧重燃料乙醇。尽管近期燃料乙醇溢价程度有所减轻，但短期还没有扭转的趋势。巴西糖厂表示，原糖价格要回到 14 美分/磅以上，或者原糖较乙醇溢价超过 1 美分且持续 1 个月的时间，才能

改变糖厂偏爱乙醇的情况。

对于下游消费来说，巴西在 2016 年 10 月改变国内汽油柴油定价政策后，国内汽油价格与国际油价联系紧密，波动频繁。2017 年下半年以来，国际油价节节攀升，巴西国内汽油价格也亦步亦趋，造成国内醇油比长期维持在 70%以下，燃料乙醇竞争力明显。2018 年 4 月以后燃料乙醇的高产也令燃料乙醇在价格在占据绝对优势。另一方面，从 2018 年巴西国内乘用车增长 1.5%，增长率是近 3 年新高。宏观经济增长预期令巴西燃料消费在 2019 年仍有增长的动力。因此乙醇的比较优势和消费量的增长预期也使得燃料乙醇更受欢迎。

最后从库存和资金的角度考虑，截至 1 月 15 日，巴西中南部乙醇库存达 41.92 亿升，同比高出 76.8%。在 2018 年四季度糖厂乙醇满仓，甚至需要额外租用仓库。而乙醇仓库价格偏高，给糖厂带来额外成本。另外，糖厂销售乙醇资金回笼仅为 5-7 天，而销售糖的资金回笼时间则高达 45 天。因此开榨前，乙醇库存的消化和糖厂成本的控制或会影响糖厂的选择。

总的来说，尽管原糖开始回升至巴西生产成本附近，且燃料乙醇溢价有回到贴水的趋势，但是在开榨期从生产和消费的比较优势、糖厂资金情况分析，在原糖不出现大幅上涨情况下，2019/20 榨季制糖比例回升到 45%以上概率很低。预计制糖比范围在 38%-42%范围。

图 4：2017 年 9 月以来乙醇对原糖保持优势  
单位：美分/磅



数据来源：Kingsman 文华财经 华信期货

图 5：近 1 年巴西南部燃料乙醇相对汽油 C 保持强竞争力  
单位：雷亚尔/升 %



数据来源：ANP 华信期货

总而言之，在甘蔗产量的下降，制糖比例难以大幅回升的情况下，预计 2019/20 榨季巴西产糖量约回升 100-300 万吨至 2800-3000 万吨左右。巴西食糖出口也将保持在低位，全球贸易流或因此有季节性短缺的情况发生。原糖价格也将企稳筑底，再次下破 10 美分成为小概率。