

### 【建投特评】

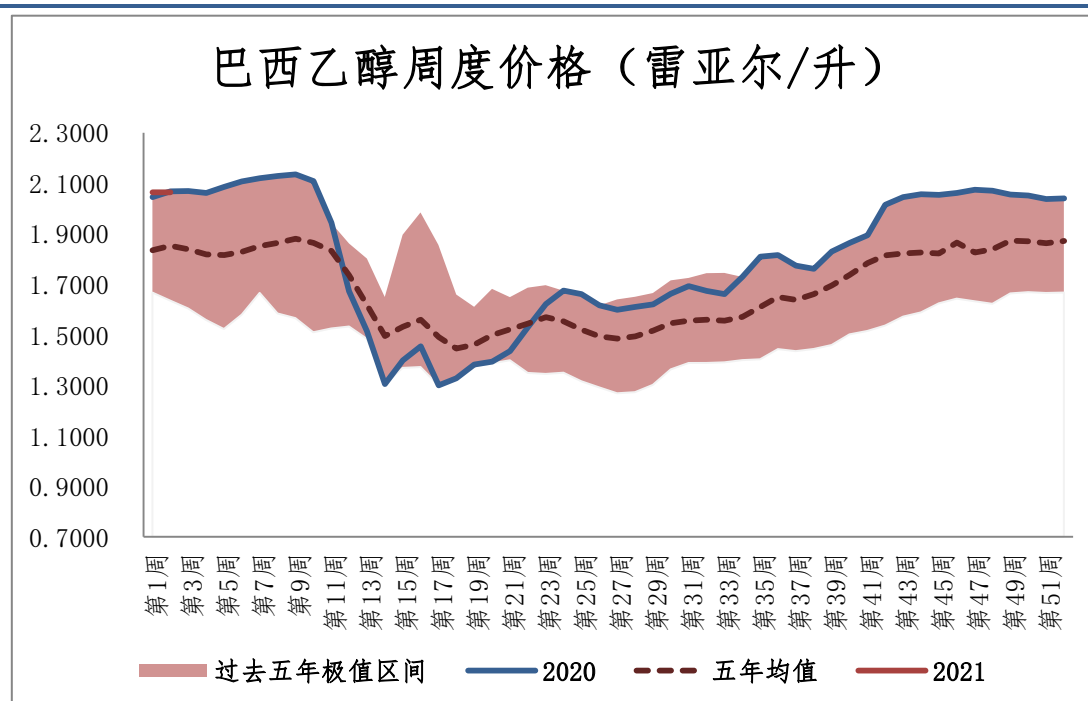
受宏观利好助推，原油持续走强，助推原糖站上近三年半高位后，进一步印证了市场对于新年度全球糖市缺口预期的逻辑。ISO 国际糖业组织近期预测 20/21 年度全球产销短缺的局面将上升至 350 万吨，其中减产的主要贡献来自原油价格恢复后的巴西。本次大涨也带动国内郑糖价格出现 200 点行情。

乐观的共识之余两点值得思考：

#### 1、原油上涨真的能一招撼动巴西制糖比吗？

当前已经进入巴西收榨阶段，4 月份将开始新的榨季。新年度糖厂维持怎样的制糖比将决定产量影响。目前市场对于后疫情时代能源消费复苏的预期正在升温，但从价格和销售量情况可以注意到巴西国内交通运输早已恢复。圣保罗乙醇价格在 3 月底迅速走低，仅用 12 周左右时间回到 2019 年的价格水平，并始终维持在高位运行，甚至超过近五年价格运行区间。

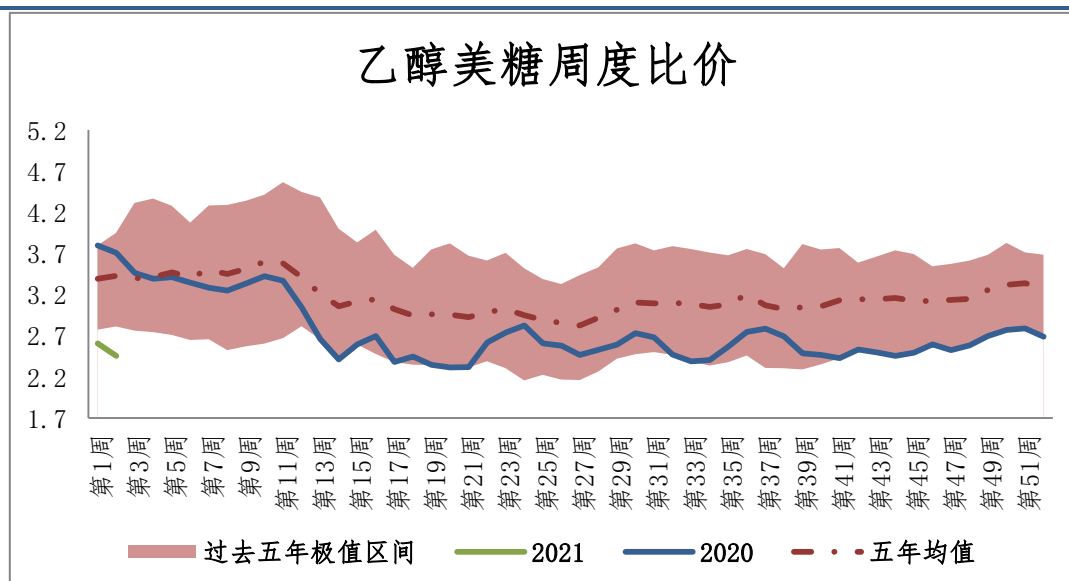
图：巴西乙醇价格



来源：CEPEA，中信建投期货

原油上涨当然刺激食糖价格上移，但与此同时巴西乙醇供需状况值得关注：乙醇价格快速回归正常却没有撼动制糖比的回落。考虑到巴西货币的贬值以及美糖回升，巴西乙醇和国际原糖的价格比价始终处于近五年来的低谷水平：与其内销乙醇，不如生产出口食糖，这样的比价刺激供应端糖厂维持高制糖比的生产策略。

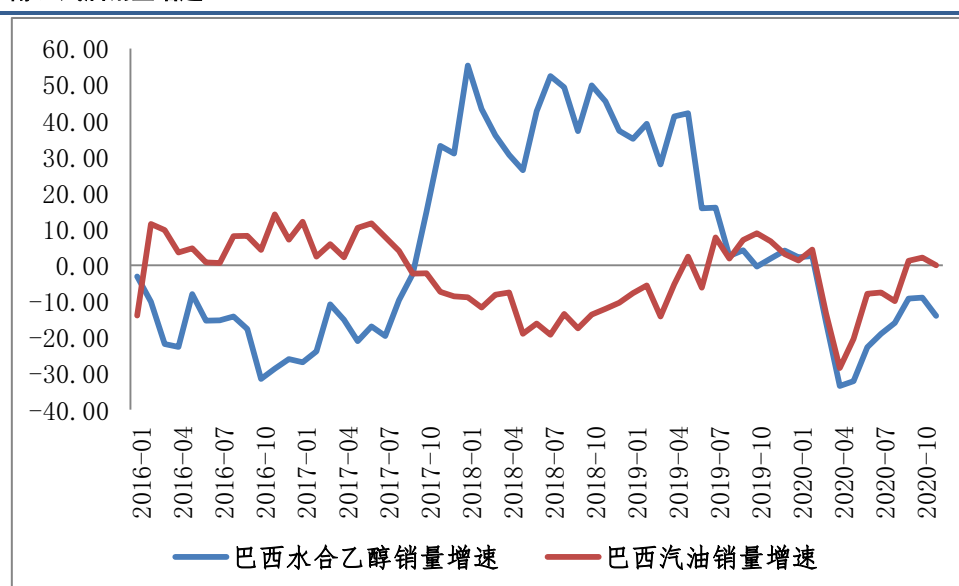
图：乙醇/食糖价格比较



来源：CEPEA，中信建投期货

此外，从巴西乙醇和汽油销售增速幅度可以看出，目前巴西消费者更青睐汽油，这意味着乙醇偏低的性价比使其需求端承压。原油还欠缺进一步上涨。

图：乙醇、汽油销量增速



来源：wind，中信建投期货

## 2、印度高库存待价而沽

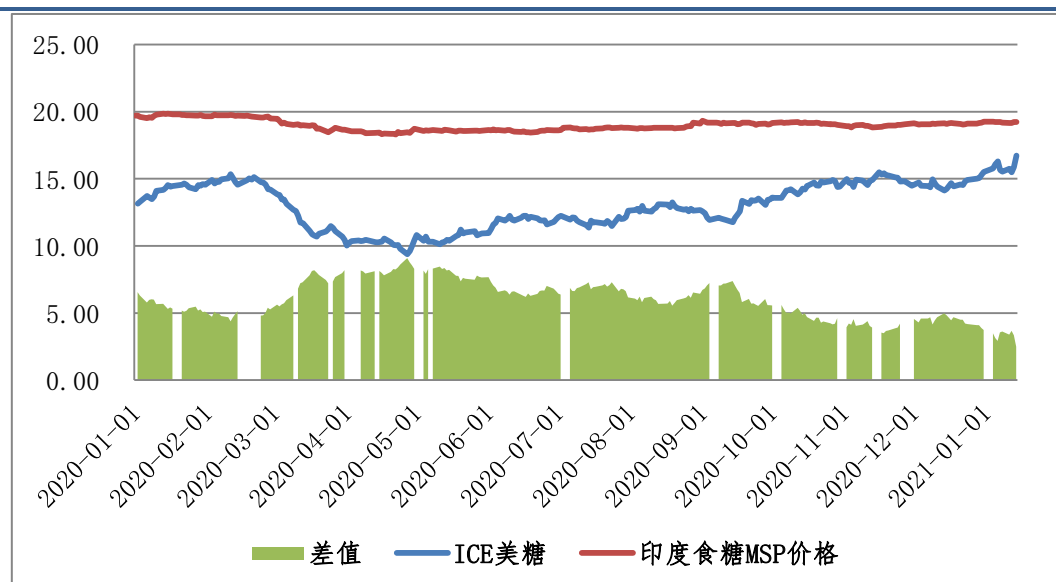
印度稳定的产量带来库存的累计，USDA 预计 20/21 年度期末库存约在 1487.4 万吨左右。印度政府对食糖行业的出口补贴，旨在刺激出口，缓解产业资金压力，减少国内的食糖库存。18/19 榨季，印度出口提高至 470 万吨，19/20 年度，印度批准了 140 美元/吨的出口运费补贴，出口提高至 580 万吨，进一步去化印度食糖库存压力。

但印度食糖出口补贴政策激发了国际市场上其他食糖生产国的不满情绪。加上经历疫情冲刷后，印度财政偏紧，最新出台的食糖出口政策显示，补贴已经从上一榨季的 140 美元/吨，削减至 79 美元/吨。尽管补贴减半，但美糖盘面价格加上补贴给糖厂带来的收益并不低于印度国内最低售价 MSP，再考虑到北半球（印尼）存在将近 120 点的升水，当前盘面已经出现出口配额利润。结合最近新闻，印度部分糖厂已经和印尼签订食糖出口协议。印度高

库存带来的第一个天花板，正在被打破。只要延续高位运行，600 万吨印度食糖进入国际市场是迟早的事。

进一步考虑，剔除出口补贴后，北半球高基差下，越来越高的美糖价格，也将带来 600 万吨外，将近 1500 万吨印度期末库存压力释放，弥补全球产销缺口。同印度国内最低售价 MSP 进行比较，考虑高基差报价下，印度库存压力对应门槛大约在 ICE 美糖 18.5 美分左右。

图：印度 MSP 食糖价格与出口价格比较



来源：Wind，中信建投期货

我们认为，今年美糖依然奔跑在属于商品牛市预期下的赛道上。但在相对动态的供需格局面前，缺口逻辑随着美糖价格上涨逐渐兑现，缺口也随着美糖价格上涨可以得到新的供应源弥补：巴西乙醇供需双弱格局尚未改变，印度高库存待价而沽，美糖价格的天花板继续存在，推高天花板的动力还需借原油进一步的上涨。相对而言，国内白糖涨幅弱于整体商品和美糖，估值相对偏低，未来的补涨空间值得期待。