

原糖：短期上行有阻力

（永安期货 张蓉）

巴西压榨高峰，制糖比例高、印度季风雨正常，下榨季丰产，前两大主产国甘蔗种植与食糖生产平稳，原糖在巴西乙醇折糖价和印度出口之间，估值相对合理，短期或难超越印度出口价，价格上涨乏力。

巴西制糖比例高

正值巴西压榨高峰，6月下半月，半月甘蔗压榨量4393万吨，同比下降7.73%，食糖产量273万吨，同比提高23.34%，制糖比例47.42%，去年同期为37.06%；截止7月底，累计甘蔗压榨量2.29亿吨，同比提高5.2%，累计食糖产量1330万吨，同比增加48.75%，制糖比例46.42%，去年同期为34.66%。

巴西甘蔗压榨的另一个产品是乙醇。巴西疫情的严重，包含汽油、乙醇等在内的能源消费急剧下滑。从巴西全国汽车制造商协会（ANFAVEA）公布的数据来看，3-6月，轻型车辆注册量分别下降21.8%、76.8%、75.8%、42.6%。有水乙醇和无水乙醇的消费量大幅下滑。有水乙醇前期曾跟随原油价格大幅下跌，随后反弹至去年同期水平。乙醇产量收缩，需求锐减，库存略增，价格反弹至此，除非原油继续攀升，短期或难有超越季节性的表现。体现在糖醇价差上，有水乙醇折糖价约9.5美分/磅，原糖价格约12美分/磅，糖醇价差2.5美分/磅，处在历史高位。

在高价差指导下，糖厂倾向于生产食糖，本年度制糖比例预期大幅提高，食糖大幅增产。普氏6月预估，巴西中南部地区2020/2021年度(4-3月)甘蔗压榨量6亿吨，出糖率13.8%，制糖比例46%，食糖产量3630万吨。制糖比例预期同比提高11.7%，食糖产量预期同比增加950万吨，达到17/18年度的产量水平。

印度季风雨正常

6-9月是印度西南季风雨季。雨季的降雨情况影响印度甘蔗的种植和单产。本年度季风雨前夕，水库水位正常。进入季风雨季之后，截止目前，累计降雨较均值增13%，风调雨顺，没有可炒作空间。

2019/2020 年度，印度食糖产量预估 2720 万吨，消费预估 2500 万吨，出口预估 520 万吨，期末库存预估 1150 万吨。由于天气原因，2019/2020 年度产量同比下滑 600 万吨。2019 年季风雨下半段降雨充沛，2020 年季风雨开局良好。市场预期 2020/2021 年度印度甘蔗增产。6 月底，印度糖厂协会（ISMA）发布 2020/2021 年度产量预估数据，预期食糖产量 3050 万吨，消费量 2600 万吨，出口预估 600–700 万吨。

原糖难超印度出口价

价格调节供应，糖价高于巴西乙醇价，刺激新增产量，调节原有的供需缺口；在巴西供应高峰，不需要印度糖参与出口市场的竞争，糖价应低于印度出口折算价。目前巴西乙醇折糖价 9.5 美分/磅，印度出口折算价 13 美分/磅，ICE10 月价格约 12 美分/磅。糖价继续上行的压力较大，短期或承压。

综上，短期来看，巴西压榨高峰，ICE 原糖可能会在印度出口价之下徘徊，上涨乏力。不过值得注意的是，长期来看，12 美分/磅的价格，处在原糖价格运行区间的下沿，从风险收益比的角度，向上高于向下，值得等待驱动。