

2021/22 榨季全球糖市展望

前言：在经历连续三年去库存周期之后，2021 年在巴西和泰国减产、印度制醇计划等因素的带动下，原糖价格屡创新高，最高涨幅超 24%。相比上榨季较为确定的产需缺口以及利好频出的基本面，国际糖市 2021/22 榨季展现的是一张动态的供需平衡表，基本面多空信息交织、相互作用使得原糖价格将保持在区间波动，难以走出趋势性上涨或下跌行情。

第一部分：全球糖市供需格局简析

多家分析机构认为国际糖市 2021/22 榨季仍将维持“产不足需”状态，并且全球库销比（库存量/消费量）将降至五年新低。与上榨季泰国、印度、欧盟等主产国减产导致的供给不足不同，2021/22 榨季食糖供需的缺口形成因素是经历连续去库存之后，全球贸易流在后疫情时代逐步恢复正常，各国的补库需求刺激消费出现增长，因此可以把本年度的食糖供需缺口看作“隐性”的缺口。

一、全球糖市供需格局预测

表 1: 2021/22 年度全球食糖产需缺口预估

月份	机构名称	预估数值（万吨）
11 月	ISO	-255
1 月	Stone X	-190
1 月	嘉利高	280

来源：网络公开信息整理，中信建投期货

2021 年 8 月起，机构开始调整对 2021/22 榨季全球食糖产需缺口的预估数据，由前期的供给过剩转逐步为产不足需，普遍预计缺

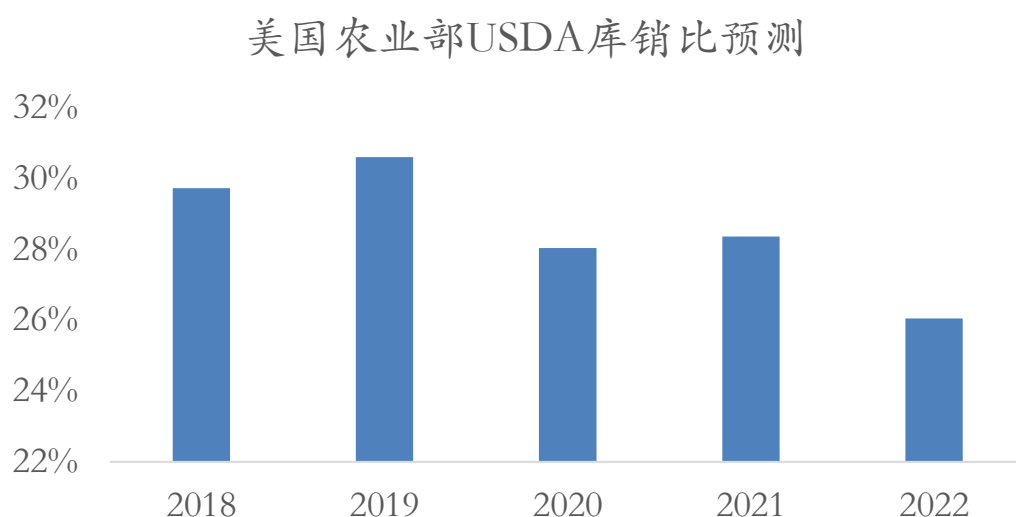
口在 200 万吨左右。其中，国际糖业协会（ISO）在 2021 年 11 月份预估产需缺口为 255 万吨。

全球食糖产量将随泰国、印度以及欧盟的增产而稳步增加，美国农业部（USDA）预计 2021/22 年度全球产糖量将达到 1.81 亿吨，是自有历史记录以来的第二高产，仅次于 2017/2018 年度；ISO 预计全球产糖量将小幅上涨约 100 万吨。

ISO 和 USDA 的另外一个共识是全球食糖库销比将降至近年新低。USDA 在 2021/22 年度食糖展望报告中表示，全球食糖库销比将降低至 26.05%，为近五年来的最低水平，ISO 在 2021 年 11 月展望报告中给出了相似的结论。

增产背景下，库销比大幅降低显示出机构对全球食糖消费前景均持乐观态度。

图 1：美国农业部 USDA 库销比预测



来源：USDA，中信建投期货整理

二、 产需缺口兑现的条件正在酝酿

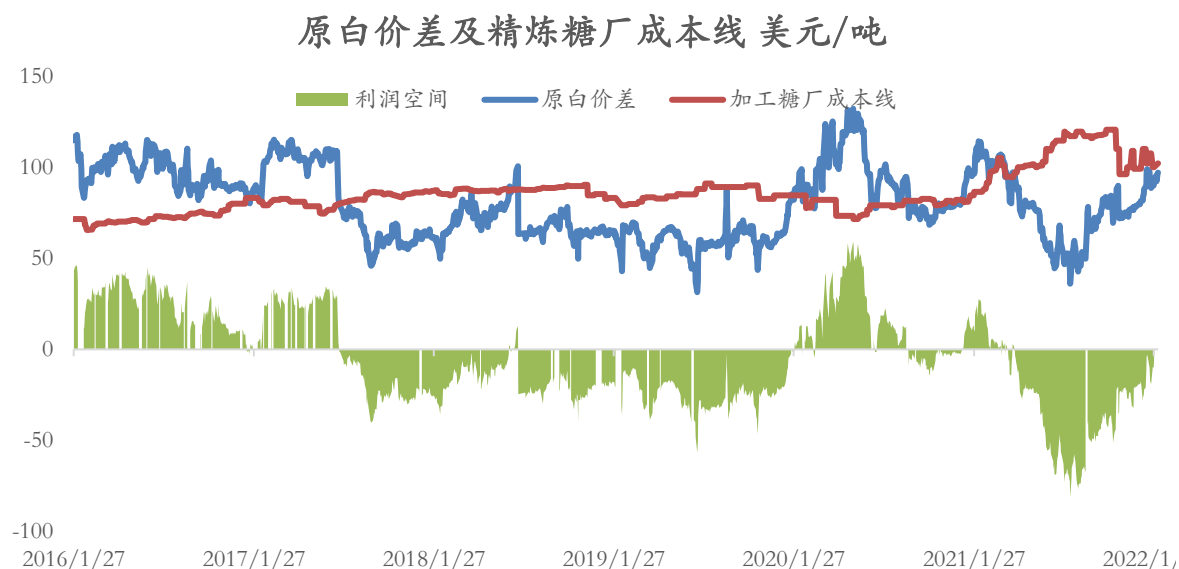
因疫情持续、海运费高涨与集装箱短缺，食糖进口成本涨幅明显，使得全球食糖 2021 年的贸易需求减少，各国选择优先消耗本地库存。2022 年，全球食糖产需缺口利好能否如期兑现的前提条件是：

(1) 全球物流运输能否恢复正常，物流成本有效降低；(2) 原白价差能否给予精炼糖厂足够的利润，从而带动贸易需求回升。

原白价差为伦敦白糖和纽约原糖之间的价格差，当价差高于加工糖运费和加工成本时，意味着精炼糖厂的利润空间打开，也代表全球食糖贸易需求的重要部分得以恢复。参考历史数据可知，原白价差和巴西出口量呈现高度正相关性，比如 2020 年原白价差均值达近年最高水平，正好对应巴西近 3200 万吨的出口天量。

原白价差走阔让我们看到了全球食糖贸易需求修复的希望。截至 2 月 10 日，原白价差已经由 2021 年第三季度的 35 美金/吨修复至 100 美金/吨以上，叠加国际海运费下降，精炼糖厂再度变得有利可图。若这种趋势得以保持，在低库存背景下，贸易需求修复将带动产需缺口兑现，原糖有望获得新的价格驱动。

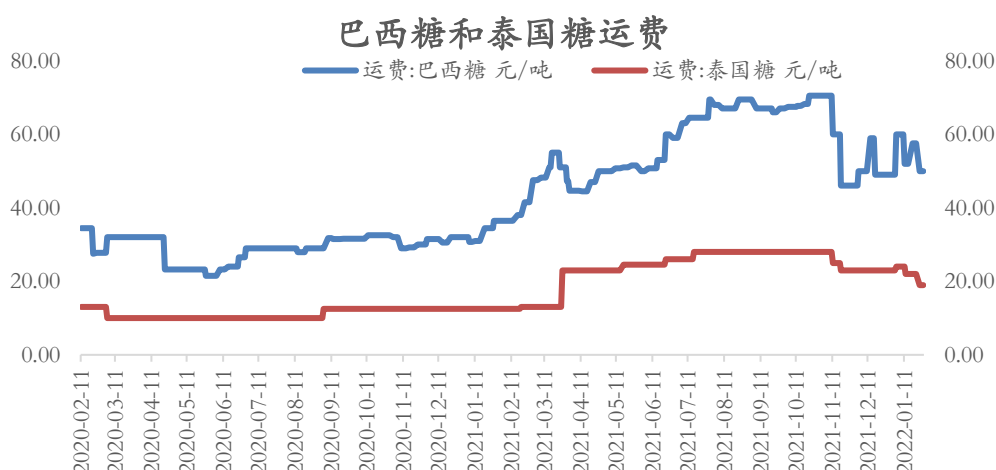
图 2：原白价差及精炼糖厂成本线



来源：路透，WIND，中信建投期货整理

全球物流环境明显好转。至2月7日，波罗的干散货指数报1423，较2021年10月最高点5650下降了70%以上；从巴西和泰国运往中国的食糖运费也分别从11月最高点的70.5美金/吨和28美金/吨分别降至50美金/吨和19美金/吨。

图3：巴西糖和泰国糖运费

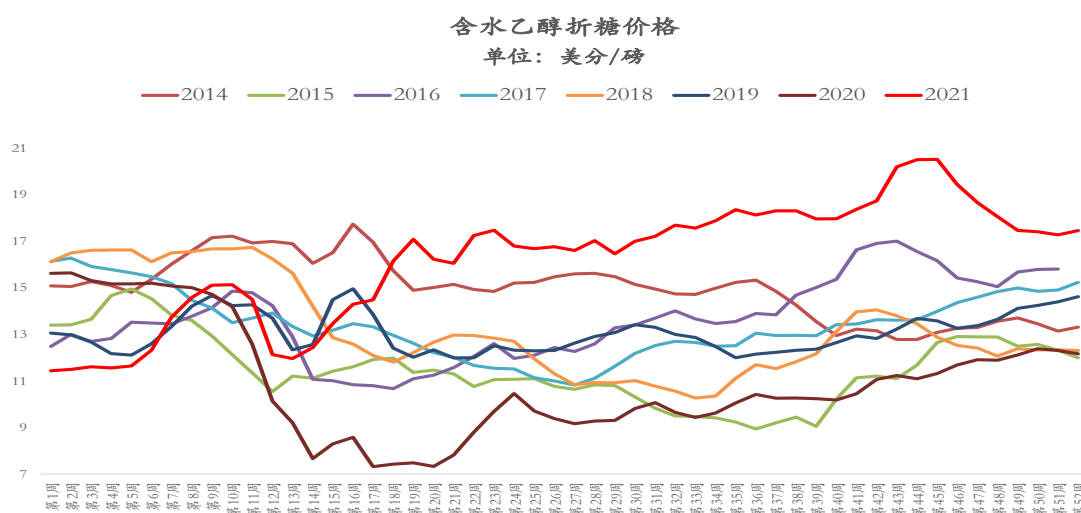


来源：WIND，中信建投期货整理

来源：UNICA，中信建投期货整理

原油价格持续走高或重新带动乙醇价格冲高，糖厂也开始对 2022/23 榨季的乙醇价格有所期许，因此放缓了 2022/23 榨季的食糖套保进度，以便有更大空间调整制糖比例，将利益最大化。根据美国商品期货交易委员会(CFTC)的数据，ICE 原糖商业空头头寸比 2021 年同期减少 35%。分析机构 Archer Consulting 预测，巴西糖厂截至 1 月末约完成套保总量的 52%，低于去年同期的 70%。

图 5：含水乙醇折糖价

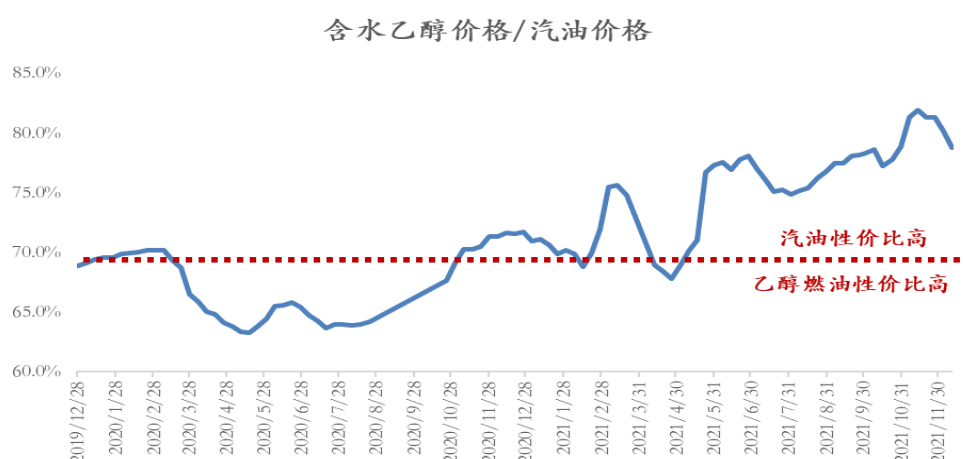


来源：CEPEA，WIND，中信建投期货整理

偏低的乙醇库存、强制乙醇混合比例和高油价均使得制糖比有下调的可能。现巴西乙醇库存低于近五年均值水平，后疫情时代巴西居民生活逐渐正常化，出行需求的恢复刺激燃料需求增加，此外巴西还有关于汽油 27.5%强制混合无水乙醇的规定，因此无论是需求端的增长还是补库需求都使得 2022/23 年度乙醇产量预计维持在高位。

另一方面，制糖比下调的空间也有限，汽油的性价比偏高限制了乙醇消费和糖厂制醇意愿，同时存在巴西大选和雷亚尔贬值风险。

图 6：含水乙醇/汽油价格比值



来源：UNICA，中信建投期货整理

乙醇/汽油比价保持在 70%以上时，居民偏向选择汽油作为燃料首选，此时糖厂仅需生产无水乙醇来满足 27.5%的混合比例，而作为和糖争夺甘蔗原料的含水乙醇将面临产量和需求减少，也限制了制糖比的下降空间。

巴西是全球最大的食糖出口国，食糖生产成本由本币雷亚尔定价，出口以美元计价，因此雷亚尔兑美元贬值意味着巴西糖出口成本下降，出口增加将对国际糖价上涨形成阻力。反之，雷亚尔升值将对原糖价格产生积极影响。2022 年，需警惕巴西雷亚尔贬值带来的价格风险。美联储进入加息周期引起的外资逃离或引发雷亚尔汇率贬值，其次通过放水增加社会福利来争取选票是巴西大选常用的手段。

基于上述信息，我们对巴西产量和制糖比做出如下的推测：甘蔗产量大幅回升，但是食糖产量能否同步恢复存疑。因降雨恢复，巴西即将于 4 月开启的 2022/23 榨季甘蔗或将出现增产，机构估计

2022/23 榨季巴西中南部甘蔗产量预计将由 2021/22 榨季的 5.2-5.3 亿吨最高增加至 5.78 亿吨左右，增长幅度 6-8%不等。相比之下，机构对于巴西中南部的糖产量预估偏保守——3200-3450 万吨，增长幅度在 1%-10%区间，难以达到干旱之前 2020/21 榨季 3800 万吨的产量。

表 2： 巴西中南部甘蔗及糖产量预估

机构名称	糖产量（万吨）		甘蔗产量（亿吨）	
	21/22 榨季	22/23 榨季	21/22 榨季	22/23 榨季
Czarnikow	3250	3290	5.2	5.4
S&P Global Platts	3200	3370	5.2	5.5
Covrig Analytics	/	3417	5.3	5.5
CEPEA	3200	3200-3400	/	5.2-5.78
Stone X	3130	3450	5.3	5.65

来源：网络公开信息，中信建投期货整理

在原油价格强势运行的前提下，如前所述，制糖比存下调可能。4 月份开始，将是验证制糖比变化的关键时间节点，若届时能源市场维持强势，巴西 2022/23 榨季产量或随制糖比下降面临下修。

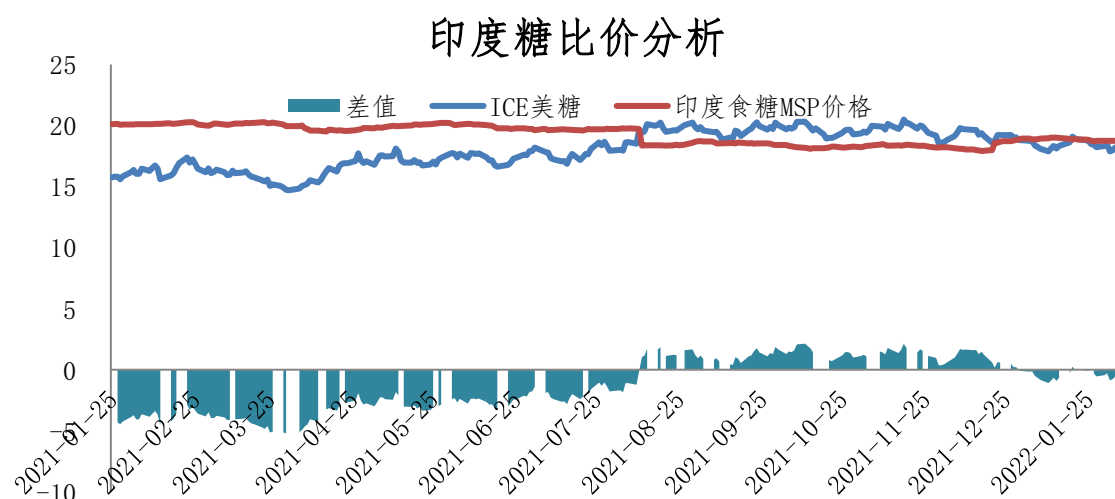
二、印度：依然享有定价权，超预期增产是压制，出口节奏是风险因子

供需缺口只要存在，就会围绕着“谁有糖谁有定价权”的逻辑，因此，糖价需要达到印度糖厂满意的价格水平，全球食糖供需缺口才能得以填补。

印度出口平价随着汇率和本国现货价格调整，基本维持在 18.5~19.5 美分/磅的位置。若糖价低于这个价格区间，则印度糖出

口将放缓，但近期全球食糖供应整体宽松，印度的出口平价位置有被撼动的迹象。

图 7：印度糖比价分析



来源：ISMA，WIND，中信建投期货整理

表 3：印度供需平衡表（万吨）

榨季	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22E
期初库存	747.4	908	775.2	387.6	1071.6	1457.8	1063	863
糖产量	2831	2512.5	2028.5	3247.9	3316.2	2741.1	3100	3100
进口量	0	0	44.6	21.5	0	0	0	0
出口量	109.4	165.6	4.6	46.4	380	565	700	600-700
消费量	2561	2479.7	2456.1	2539	2550	2570.9	2600	2650
期末库存	908	775.2	387.6	1071.6	1457.8	1063	863	600

来源：ISMA，中信建投期货

印度政府在榨季初期高调表示对于 E20 乙醇混合计划实施的决心，ISMA 预计本榨季将有 340 万吨的食糖将被分流用于乙醇生产，机构普遍预估印度产量为 3050-3100 万吨，略低于 2020/21 榨季。然而，印度产糖进度超过此前的市场预期。糖厂提前开榨且数量由去年同期的 487 家增加至 504 家，截止 1 月末，印度 2021/22 榨季糖产量共计 1870.4 万吨，同比增长 5.64%，ISMA 等机构上调印度产

量预估值至 3145-3190 万吨，给原糖价格带来不小的压力。

另一方面，印度本榨季签订的食糖出口合同因出口补贴取消成本预计增加 2.4 美分/磅（跟随汇率有所调整）。但需理性看待这个“看似利多”的消息，印度在榨季初期宣布的出口目标为 600 万吨，低于上榨季的 700 万吨，但是其 2021 年 10-12 月累计签订出口量 170 万吨是上年同期的 4 倍，且已经签订无补贴出口合同共计 460 万吨，完成目标的 70%以上。

后期，印度有可能以低于出口平价的价格超目标出口。2021/22 榨季泰国预计增产约 300 万吨，和印度争夺东南亚出口市场，印度的出口议价权将被削弱，因此我们看到印度在签订 340 万吨出口合同后曾高调表示只有当原糖价格升至 21 美分/磅时，才会考虑进一步签订出口合同，但是其在 1 月份原糖 18-19 美分/磅的价位仍签订了 60-80 万吨出口合约，远低于当初设想的理想位置。

其次，印度前期食糖出口的偏高定价为之后调整出口价格和节奏留下了空间。印度约有 340 万吨糖是在 20 美分/磅左右的高价位置签订的，占 600 万吨总出口量目标的一半以上。在产量增加、乙醇产能偏低的情况下，出口仍然是印度糖去库存的主要方式，有了前期的积累，糖厂在出口价格和节奏上拥有了更多的选择权。

三、泰国：产量修复至 1000 万吨以上，增产影响偏中性

表 4：泰国供需平衡表（万吨）

	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	21/22E
期初库存	362	525	526	528	562	684	833	757	909
国内产量	1,133	1,079	974	1,003	1,471	1,458	829	758	1,000
进口	0	0	0	0	0	0	0	0	0
国内消费	250	253	267	268	258	248	236	238	238

出口	720	825	706	702	1,091	1,061	700	368	750
总使用量	970	1,078	973	970	1,349	1,309	936	978	988
期末库存	525	526	528	562	684	833	726	909	877

来源：泰国糖业协会，公开资料，中信建投期货整理

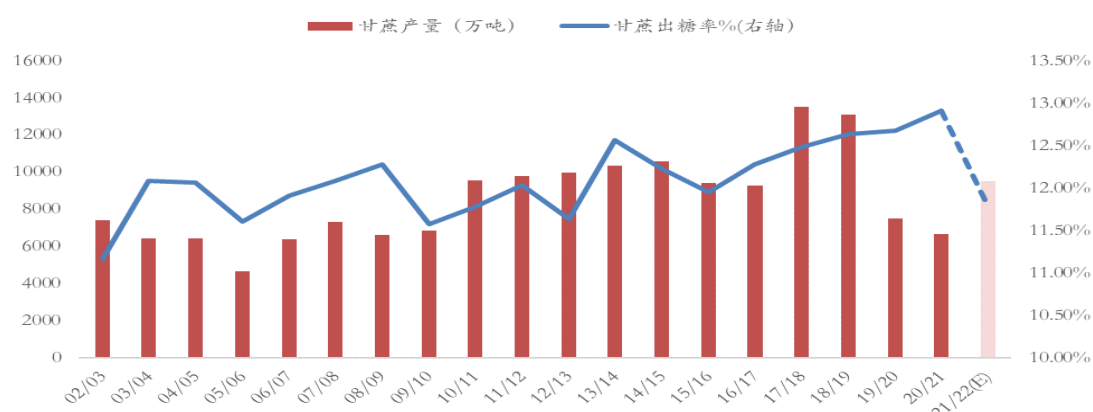
泰国在过去两个榨季饱受干旱困扰，食糖连续减产，随着降雨改善与种植面积恢复，机构预估泰国 2021/22 榨季产糖量回升至 950 万吨-1100 万吨，增产 200-250 万吨。泰国食糖年消费量稳定在 250-260 万吨，出口占总产糖量的比重为 50%~70%，因此，本榨季泰国将为国际糖市带来 200-350 万吨的新增可出口量。

另一方面，原料成本增加和工人短缺将推涨制糖成本，进而使出口成本增加。原料成本的增加来自甘蔗收购价格增加和甘蔗含糖量下降。2021/22 榨季泰国甘蔗最低收购价格由 950 泰铢/吨上调至 1000 泰铢/吨，降雨充足导致甘蔗糖分下降，产糖率由去年的 12.91% 降至不足 11%，意味吨糖用蔗量更多，原料成本预计上升至 13.8 美分/磅之上，去年同期仅为 11.2 美分/磅。根据泰国邮报报道，泰国甘蔗种植园面临着严重人工短缺问题，增产对于工人需求增加，同时疫情防控使得境外工人进入泰国变得困难，影响甘蔗砍收与糖厂生产进度。

根据文献资料推算^[1]，本榨季泰国制糖成本约为 16 美分/磅，当前泰国出口糖升贴水维持在 1.45 美分/磅；因此流入国际市场的泰国糖成本出口成本约为 17-18 美分/磅。

¹ Costs of sugar production from different Feedstocks and processing Technologies , Sugar beet production in the Europe Union and Their future Trends ” 和 Industry outlook 2018-2020 sugar

图 8：泰国甘蔗产量和产糖率



来源：Sugarzone，中信建投期货整理

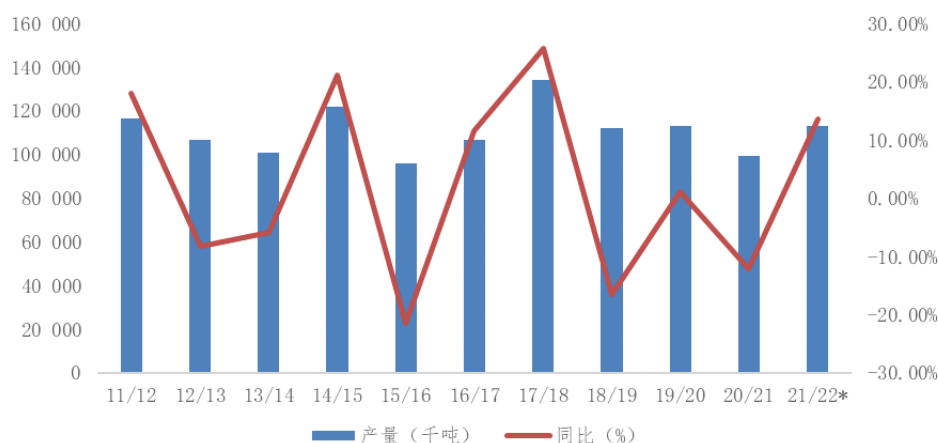
四、欧盟：产量和消费同增

2021/22 年度欧盟糖市供需趋于紧平衡状态，库销比处于近十年较低水平，对外全球市场供应贡献有限。

欧盟自 2017/18 榨季终结食糖生产配额制度后，甜菜种植面积持续下降，2020/21 榨季种植面积为 1472 千英亩，较 2017/18 榨季减少了 10.52%。全球糖价的显著上涨对于甜菜面积扩张影响有限，2021/22 年度，欧盟甜菜种植面积仅增加 2.11%至 1503 千英亩。因甜菜单产恢复增产，据 Stone X 预估数据，欧盟和英国的食糖产量将增长 12%至 1720 万吨。

图 8：欧盟 27 国产量

欧盟27国甜菜产量



来源：European Commission，中信建投期货

同时，欧盟的食糖消费逐渐从新冠疫情的影响中恢复，欧盟农业部预计 2021/22 榨季欧盟消费量食糖消费出现增长缓慢，预估值为 1650 万吨，较上一榨季增加 20 万吨。

第三部分 结论

- 1) 简单的供需逻辑最能激起趋势性行情，我们期待的 2021/22 榨季产需缺口的兑现取决于原白价差能否走扩、后疫情时代运输能否恢复正常。
- 2) 原油持续高涨“点燃”原糖逻辑链条的运行取决于乙醇和原糖的性价比。若在巴西开榨之时，原油强势运行并带动乙醇折糖价超过原糖，则巴西制糖比将面临下调，全球食糖供应链也将出现下降预期，全球产需缺口的认定或将更加稳固，原糖有冲高可能。
- 3) 印度与泰国的增产逐步兑现在盘面，但不宜过度悲观的是，印度取消出口补贴后出口平价位上移，同时泰国制糖成本上涨，18 美分/磅将是原糖价格重要的出口成本支撑位置。
- 4) 在全球增产预期的基本面下，其它利多条件均存在兑现的前提条

件，原糖难走出趋势性的行情，预计 2021/22 年度原糖价格维持 17-21 美分区间波动。