

## 白糖：巴西榨季前瞻

### 观点概述

目前巴西国内乙醇价格已经形成对食糖价格的绝对优势，巴西新产季的制糖比预期同比减少已经几乎形成共识。由于免于干旱的影响，新产季的甘蔗入榨量预期能够有所反弹，但新产季 ATR 预计同比有所回落

在甘蔗制糖比下降到 40%、42%、44% 的情况下，预计巴西新榨季产量分别为 3310 万吨、3460 万吨、3620 万吨，同时对世界市场的平衡表产生不同的影响。

巴西新产季的甘蔗制糖比是当前关键的指标，因为不同的甘蔗制糖比对应了全球食糖的不同供需状况，从而影响国际糖价的走势变化，全球食糖市场的基本面的状况仍然是具有较大的变数。

**风险提示：巴西国内能源价格、俄乌局势影响扩散**

研究员：许晓燕

邮 箱：xuxy@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85238905

从 业 资 格 号：F0255539

投资咨询资格号：Z0002333

研究员：胡林轩

邮 箱：hulx@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85135825

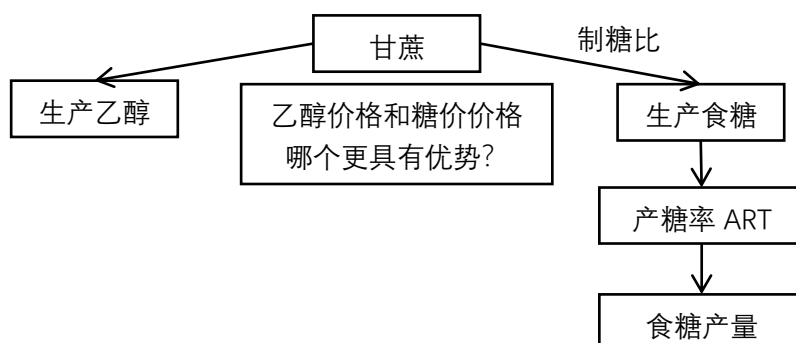
从 业 资 格 号：F3076492

2022 年 04 月 23 日

## 一、巴西：绝对优势的乙醇价格与新榨季的甘蔗制糖比

巴西的甘蔗用于生产乙醇和食糖，乙醇和食糖的相对比价决定了糖厂在两种产品上分配甘蔗的比例。在乙醇价格较食糖价格具有优势的时候，相对更少的甘蔗被用来生产食糖，指标上表现为数值较低的甘蔗制糖比。另外，甘蔗的产糖率也影响甘蔗最终的食糖产量。甘蔗含糖率是衡量甘蔗质量的重要指标，在不变的制糖技术下，甘蔗含糖率越高，产糖率就越高，通常用单位质量甘蔗的食糖产量来表现产糖率。因此，要估计巴西食糖产量，就要分别估计甘蔗制糖比、产糖率、甘蔗总产量三个指标。

图 1. 巴西糖厂生产的简单逻辑



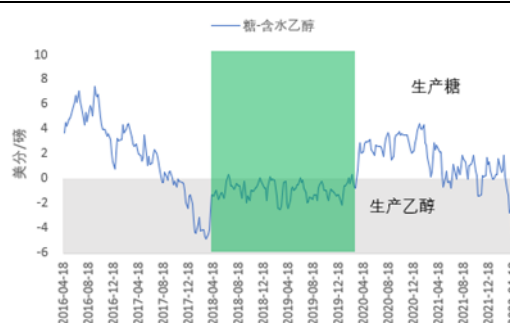
巴西国内乙醇价格已经形成对食糖价格的绝对优势。4 月中旬，乙醇平均价格已经超过 3.90 雷亚尔/升，结合当前 1 美元兑 4.70 雷亚尔的汇率，巴西乙醇国内价格折算成原糖价格已经超过 25 美分/磅，形成了对原糖期货价格的绝对优势，糖厂已经进入了生产乙醇优势的区间。目前乙醇相对原糖形成的优势已经超过了 18/19 和 19/20 产季，巴西新产季的甘蔗制糖比同比上一产季减少几乎可以确定。

图 2. 糖价与乙醇价格变化



来源：CEPEA、同花顺、国海良时研究

图 3. 糖价相对于乙醇价格的优势

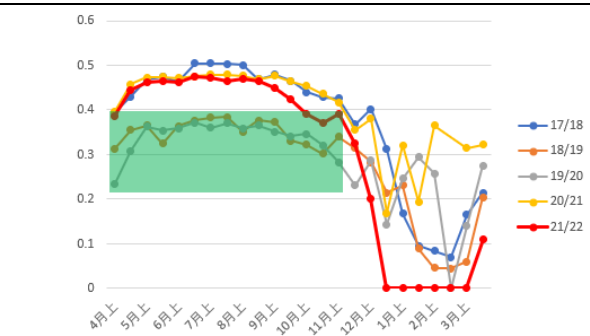


来源：CEPEA、同花顺、国海良时研究

尽管巴西新产季的制糖比预期同比减少已经几乎形成共识，但是减少的程度还是存在争议。减少幅度估计非常重要，因为这几乎决定了新产季巴西产糖量的增加和减少。根据历史上的情况，巴西国内乙

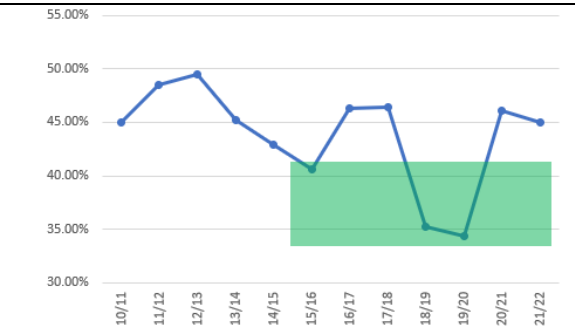
醇对糖形成绝对优势的产季最近的产季是 18/19 和 19/20 产季，压榨高峰的双周制糖比都保持在 40%以下，产季总体制糖比在 35%附近，对食糖产量形成了绝对的抑制。根据嘉利高和 Economia 的观点，巴西新产季制糖预计在 44%，同比下降一个百分点，给出的主要理由是已经有 70%产量在期货市场套保。考虑到乙醇对原糖的价格形成的优势相对较大，这里在接受 44%制糖比作为第一个估计值的基础之上，再尝试给出两个制糖比估计：首先，参考 18/19 和 19/20 产季的制糖比，取该产季双周制糖比运行区间的上限 40%，作为第二个新产季制糖比估计值；然后，将第一个制糖比和第二个制糖比的平均数 42%作为第三个新产季制糖比估计数。之后，用以上三个制糖比——40%、42%、44%对巴西新产季的产量进行估计。

图 4. 巴西中南部双周甘蔗制糖比



来源：UNICA、国海良时研究

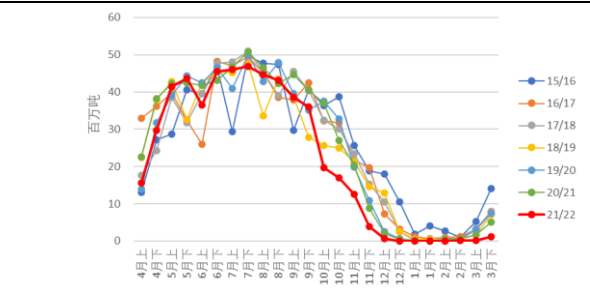
图 5. 巴西中南部年度制糖比



来源：UNICA、国海良时研究

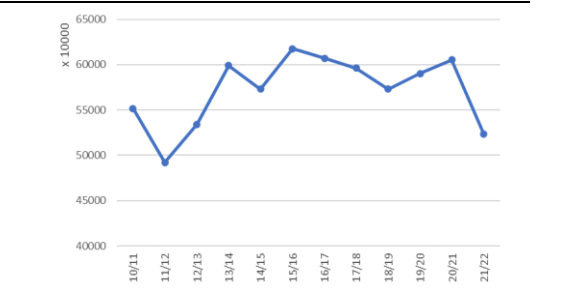
尽管巴西南部大豆产区遭遇干旱天气的侵害，但是临近的中南部甘蔗产区并没有遭遇到干旱的影响。上一产季因为受到干旱的影响，巴西中南部入榨量的甘蔗 5.23 亿吨，为近 10 个榨季入榨量的最低值。由于免于干旱的影响，新产季的甘蔗入榨量预期能够有所反弹，嘉里高预计入榨量反弹至 5.51 亿吨，Economia 乐观预计入榨量反弹至 5.58 亿吨。参考以上两个机构，这里取两者平均数 5.545 亿吨的甘蔗入榨量，同比增加 5.66%。

图 6.巴西中南部双周甘蔗压榨量



来源：UNICA、国海良时研究

图 7. 巴西中南部榨季甘蔗压榨量

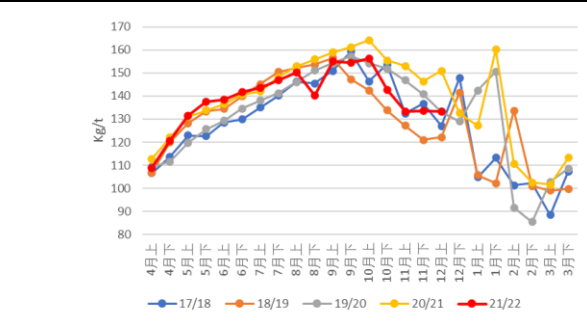


来源：UNICA、国海良时研究

巴西新产季 ATR 预计同比有所回落，主要是因为甘蔗并没有遭遇干旱天气的影响。最近的两个产季的甘蔗都收到了干旱天气的影响，虽然影响了甘蔗的产量但是提高了甘蔗的含糖率，因此 ATR 也相

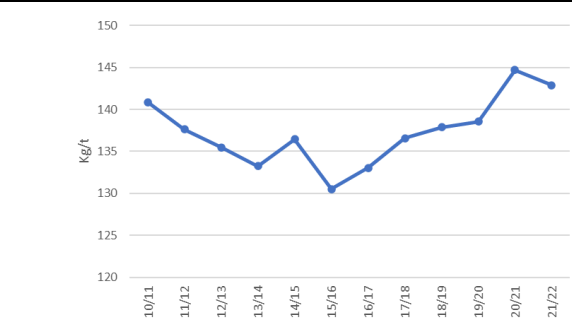
对较高，本产季甘蔗因为没有收到干旱天气的印象，这里估计新产季 ATR 回落至遭遇到干旱天气之前的水平 138Kg/t。

图 8. 巴西中南部双周 ATR



来源：UNICA、国海良时研究

图 9. 巴西中南部产季 ATR



来源：UNICA、国海良时研究

通过对以上指标的估计，这里可以计算出巴西新产季中南部食糖产量的估计值。同时，加上东北产区近三年的平均产量 250 万吨，计算出巴西新产季总体产量的估计量。在甘蔗制糖比下降到 40%的情况下，预计巴西新榨季产量为 3310 万吨，同比减少 100-200 万吨；在甘蔗制糖比下降到 42%的时候，巴西新产季产量预计值为 3460 万吨，同比减少 50 万吨以内；在甘蔗制糖比小幅下降至 44%的情况下，巴西新产季产量预计为 3620 万吨，同比增加约 100 万吨。

表 1. 巴西新产季产量估计

	中南部			东北部	
	甘蔗入榨量	甘蔗制糖比	ATR (Kg/t)	产量估计	产量估计
情况 1	5.545 亿吨	40%	138	250 万吨	3310 万吨
情况 2	5.545 亿吨	42%	138	250 万吨	3460 万吨
情况 3	5.545 亿吨	44%	138	250 万吨	3620 万吨

来源：国海良时研究

## 二、国际市场：不同水平巴西甘蔗制糖比下的世界平衡表

上产季的供需缺口推升了糖价的上涨，但是 2 月预计新产季平衡表大致供需相等，虽然有小的过剩，但不至于让价格形成趋势形式的变化。从 2 月市场到 4 月市场，全球基本面受到一系列因素的影响已经发生很大的变化。首先，供给端北半球的印度和泰国随着榨季的深入进行，都调高了产季总产量的预估，而中国的产量由于甘蔗含糖率的下降而被预期达不到 1000 万吨，俄罗斯的最终产量不及之前的预期；其次，需求端由于俄乌冲突加剧全球粮食进口国加剧对粮食安全的担忧，额外的进口需求推升了消费的预期；最后，随着世界能源价格的上涨，巴西制糖比的预期彻底反转，从预计最大限度生产糖到同比减少的可能性存在。基于以上信息，这里对 2 月的平衡表进行调整。

- 在巴西新产季甘蔗制糖比为 44%的情况下，意味着巴西的最终产量要比预期的要高，也同比去年增加 100 多万吨，总体上世界食糖供给出现 200 万吨以上的过剩，这个比之前 2 月预期的过剩程度将高。在这样的情况下，糖价上方将面临巨大的压力，预期已经接近顶部并且驱动开始转向。
- 当巴西新产季制糖比在 42%附近的时候，巴西最终产量同比去年小幅度减少，由于世界消费预期增加，对北半球增产数量能够有消化，因此总体世界平衡表仍然是大致供需平衡的状态，和 2 月评估的供需状态相差不大。因此，在这种情况下食糖价格仍然是保持区间震荡状态的可能性较大。
- 巴西新产季的甘蔗制糖比如果下降到 40%，食糖产量将会发生明显的降幅。在这样的情况下，中南部产量大约 3000-3100 万吨，总体产量大约 3300 万吨附近，这样同比上产季下降约 300 万吨。巴西 40%的制糖比将会引起世界市场明显的供给缺口，从而为糖价注入向上的动力，从而突破之前的压力位进一步上升。

从以上分析中可以看出，巴西新产季的甘蔗制糖比是当前关键的指标，因为不同的甘蔗制糖比对应了全球食糖的不同供需状况，从而影响国际糖价的走势变化。因此，在巴西新产季制糖比可以相对准确的估计之前，全球食糖市场的基本面的状况仍然是具有较大的变数。

图 10. 食糖世界市场平衡表

	情况1: 40%		情况2: 42%		情况3: 44%		21/22(2月)	20/21	19/20	18/19	17/18	16/17
	变化	21/22(4月)	变化	21/22(4月)	变化	21/22(4月)						
期初库存		4968		4968		4968	4968	5286	4949	4755	4277	4591
产量	-155	17456	195	17806	355	17966	17611	16972	17480	17578	17936	16678
巴西	-300	3300	-140	3460	20	3620	3600	3500	4150	2961	2905	3861
印度	160	3310	350	3500	350	3500	3150	3067	2682	3295	3225	2030
泰国	50	1050	50	1050	50	1050	1000	774	827	1435	1480	1003
中国	-45	955	-45	955	-45	955	1000	1067	1042	1076	1031	929
欧盟		1559		1559		1559	1559	1440	1604	1575	1851	1451
俄罗斯	-20	550	-20	550	-20	550	570	502	770	595	646	620
进口		5643		5643		5643	5423	5517	5295	5376	5601	5546
出口		5643		5643		5643	5423	5517	5295	5376	5601	5546
消费	200	17729	200	17729	200	17729	17529	17291	17142	17384	17458	16992
期末库存	-355	4695	-5	5045	155	5205	5050	4968	5286	4949	4755	4277
库存消费比	-2.3%	26.48%	-0.4%	28.45%	0.5%	29.36%	28.81%	28.73%	30.84%	28.47%	27.23%	25.17%
产销缺口	-355	-273	-5	77	155	237	82	-319	338	194	478	-314

来源：国海良时研究

#### 【免责声明】

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。