

2022 年第二季度原糖展望

——原糖走势展望

报告导读

整体来看，二季度原糖价格重心有望维持在高位，甚至随着巴西新榨季的进行出现小幅抬升，但由于大部分的利多是基于糖醇比，警惕原油价格波动风险，建议谨慎做多原糖。11 号糖 05 合约上方关注糖醇比价预期下 22 美分的压力位，下方关注 19 美分印度出口成本带来的支撑。

分析师：王卉

中央编号：BLN172

联系电话：852-2180 6499

邮箱：faywang@cnzsqh.hk

投资要点

□ 原糖二季度展望 - 利多

油价偏高降低巴西糖醇比：巴西油价上涨，会使得乙醇价格上涨，从而使得市场对甘蔗制糖比的预期下降，带动糖价上涨；**巴西雷亚尔走强减少出口量：**巴西货币雷亚尔走强，使得巴西出口商出口意愿偏低，巴西 4 月前两周出口糖 38.22 万吨，日均出口量较去年同期减少了 29%；**巴西压榨进度偏慢：**由于当前单产数据较巴西糖厂预期低 10% 左右，因此部分糖厂选择停止收割并等待甘蔗进一步生长，因此巴西目前收割进度严重偏慢；**印度汽油乙醇掺混比提升：**印度乙醇计划预计会减少生产 300 至 350 万吨的糖，但该部分量无法覆盖本年度印度增产量带来的利空。

□ 原糖二季度展望 - 利空

增产及国际糖价走强使得印度出口量大增：当前印度增产预期愈发强烈，市场预期 2021/22 年度印度糖产量或为 3500 万吨，高于上一年度的 3120 万吨。本年度印度糖产量预计依然远高于国内需求量，因此需要通过出口的方式缓解印度国内产量压力。

□ 11 号糖上行动力取决于油价，警惕印度出口量暴增

整体来看，二季度原糖价格重心有望维持在高位，甚至随着巴西新榨季的进行出现小幅抬升，但由于大部分的利多是基于糖醇比，警惕原油价格波动风险，建议谨慎做多原糖。11 号糖 05 合约上方关注糖醇比价预期下 22 美分的压力位，下方关注 19 美分印度出口成本带来的支撑。

风险提示

印度糖出口量超预期大增；国际油价超预期回落。

相关报告

正文目錄

1. 利多 1: 油價偏高降低巴西糖醇比	4
2. 利多 2: 巴西雷亞爾走強減少出口量	5
3. 利多 3: 巴西壓榨進度偏慢	5
4. 利多 4: 印度汽油乙醇摻混比提升	5
5. 利空: 增產及國際糖價走強使得印度出口量大增	5
6. 結論: 11 號糖上行動力取決於油價, 警惕印度出口量暴增	6

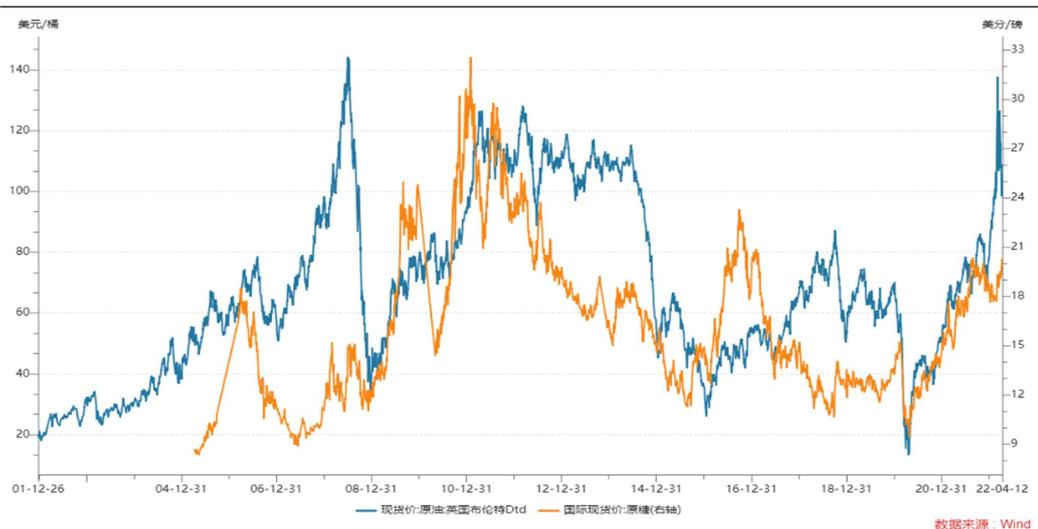
图表目录

图表 1: 原油价格与原糖价格相关性较强	4
图表 2: 巴西含水乙醇价格走势	4
图表 3: 美元兑雷亚尔走势	5
图表 4: CFTC 原糖非商业持仓	6
图表 5: ICE11 号糖 5 月合约走势	6

1. 利多 1：油价偏高降低巴西糖醇比

巴西加油站出售是 C 类汽油，它由 73% 的 A 类汽油（炼油厂生产的汽油）和 27% 的无水乙醇组成（优质汽油中无水乙醇为 25%）。在此背景下，巴西油价上涨，会使得乙醇价格上涨，从而使得市场对甘蔗制糖比的预期下降，带动糖价上涨。

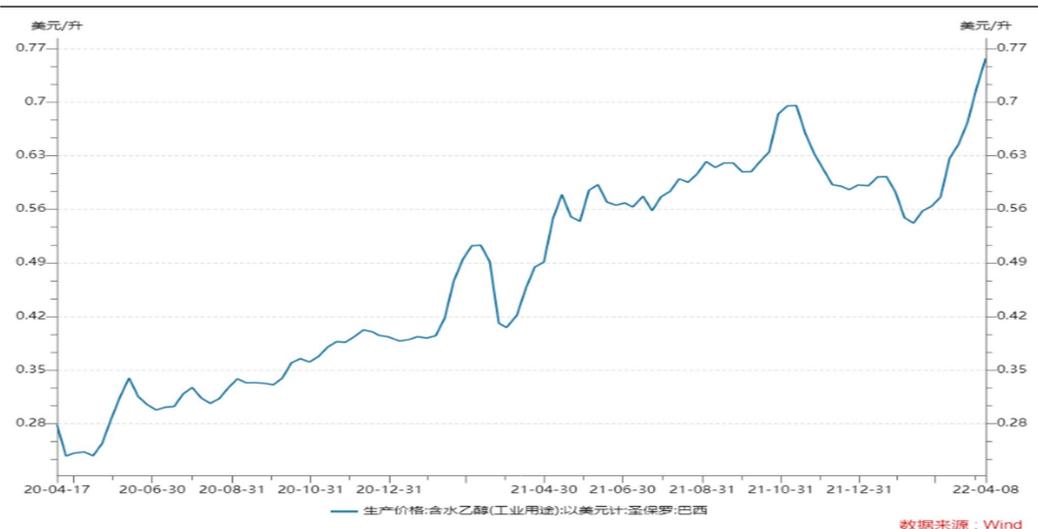
图表 1：原油价格与原糖价格相关性较强



资料来源: Wind, 浙商国际

3 月 11 日巴西国家石油公司提高炼油厂向经销商出售的汽油和柴油价格，炼油厂汽油的平均销售价格从每升 3.25 雷亚尔上涨至 3.86 雷亚尔，涨幅达到 18.8%。但随后巴西石油公司首席执行官 Joaquim Silvae Luna 被免职，市场传闻因为宣布提油价激怒了巴西总统雅伊尔·博尔索纳罗。

图表 2：巴西含水乙醇价格走势



资料来源: Wind, 浙商国际

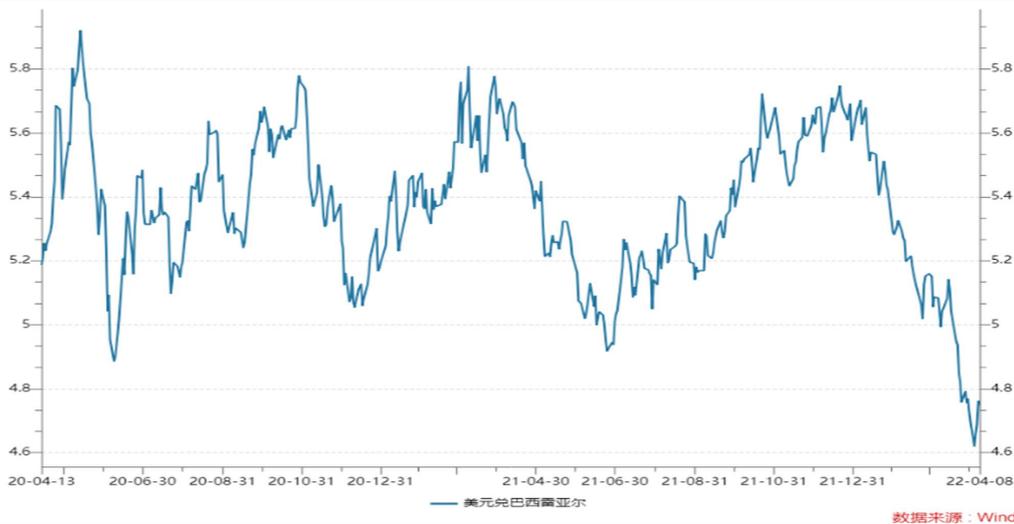
当前巴西的含水乙醇在油价上涨后，价格上升至 3.55 雷亚尔/升（0.76 美元/升），乘上每吨甘蔗产乙醇量后，可以得到每吨甘蔗得醇产值约为 329.68 雷亚尔（70.58 美元）。再将该数据折算为原糖后，TRS（吨蔗出糖量）按 145.16 计算后，目前吨蔗制醇产值对应

原糖价格为 22.04 美分（目前 11 号糖收盘价为 20.48 美分），因此我们认为从乙醇和原糖比价来看，吨蔗生产含水乙醇的产值仍更高，因此预计甘蔗制糖比仍将继续偏低。

2. 利多 2：巴西雷亚尔走强减少出口量

巴西货币雷亚尔走强，使得巴西出口商出口意愿偏低，从数据来看，巴西 4 月前两周出口糖 38.22 万吨，日均出口量较去年同期减少了 29%。

图表 3：美元兑雷亚尔走势



资料来源：Wind，浙商国际

3. 利多 3：巴西压榨进度偏慢

巴西在 4 月进入 2022/23 榨季，新榨季开始前充沛的降雨缓解了中南部地区干旱的担忧，市场预期 22/23 榨季巴西产量有所增加，但由于当前单产数据较巴西糖厂预期低 10% 左右，因此部分糖厂选择停止收割并等待甘蔗进一步生长，因此巴西目前收割进度严重偏慢。据 UNICA 数据来看，3 月下半月，巴西中南部甘蔗压榨量为 118 万吨，较去年同期减少 76.3%

4. 利多 4：印度汽油乙醇掺混比提升

今年乙醇掺混比约为 10%，目标为 2025 年达到 20%。印度乙醇计划预计会减少生产 300 至 350 万吨的糖，但该部分量无法覆盖本年度印度增产量带来的利空。

5. 利空：增产及国际糖价走强使得印度出口量大增

当前印度增产预期愈发强烈，市场预期 2021/22 年度印度糖产量或为 3500 万吨，高于上一年度的 3120 万吨。本年度印度糖产量预计依然远高于国内需求量，因此需要通过出口的方式缓解印度国内产量压力。

4 月初印度已签订了 740 万吨的出口合同，目前印度糖制造协会表示，预计 2021/22 年度印度食糖出口量将达到 850 万吨，远高于上一年度的 710 万吨，但能否实现该出口量，仍需要关注国际糖价是否能持续高于印度偏高的产糖成本，尤其是印度本年度无出口补贴

的背景下。本年度印度最低食糖售价与前几年相同，为 31000 卢比，预计出口成本高于前几年（无补贴），约为 19 美分，低于当前国际糖价，因此出口量或将继续增加。

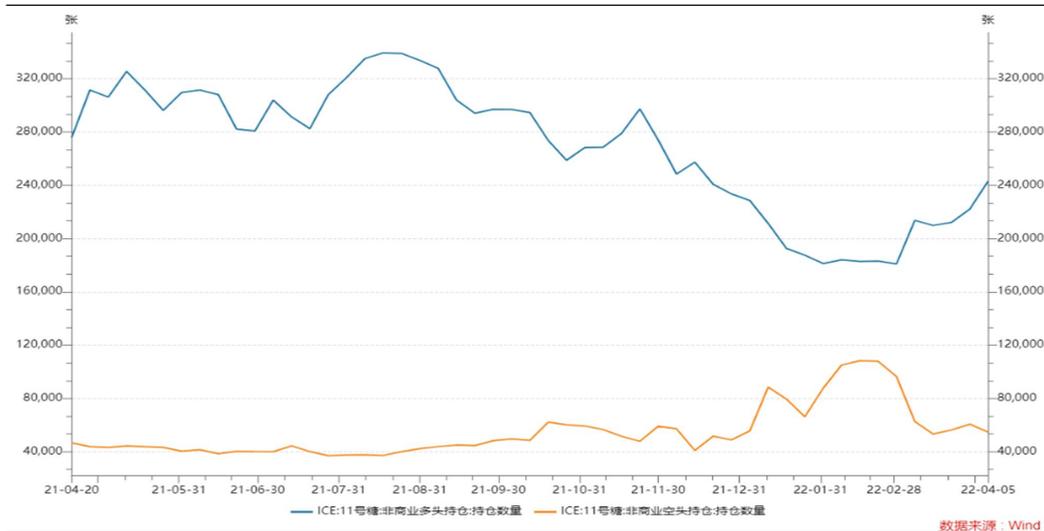
6. 结论：11 号糖上行动力取决于油价，警惕印度出口量暴增

本年度全球糖供需情况基本定调，以紧平衡为主，不过印度、泰国产量恢复已覆盖掉巴西因天气导致减产的利多。

二季度关注点在于巴西新榨季的糖醇比，4 月巴西开启 2022/23 榨季，在油价持续居高不下的背景下，该国作为最大的糖主产国，其糖醇比或继续偏低，从而使得市场担忧糖产量减少。此外 UNICA 最新数据也现实，新榨季巴西甘蔗收割进度偏慢，叠加雷亚尔走强抑制出口量，当前投资者对原糖偏乐观。CFTC 公布数据显示截至 4 月 5 日当周，投机客增持 ICE 原糖期货及期权净多头头寸。

但后期需要警惕的是，印度增加预期加剧的背景下，叠加当前原糖价格已高于印度成本价，该国出口量有超预期增加的可能性，但随着印度生产进入尾声，该利空影响或有限。

图表 4：CFTC 原糖非商业持仓



资料来源：Wind，浙商国际

图表 5：ICE11 号糖 5 月合约走势



资料来源：Wind，浙商国际

整体来看，二季度原糖价格重心有望维持在高位，甚至随着巴西新榨季的进行出现小幅抬升，但由于大部分的利多是基于糖醇比，警惕原油价格波动风险，建议谨慎做多原糖。11号糖05合约上方关注糖醇比价预期下22美分的压力位，下方关注19美分印度出口成本带来的支撑。

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（王卉，中央编号：BLN172），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港湾仔皇后大道东 183 号合和中心 44 楼 4405 室

客服热线：+852-2180 6499

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk