



2021年5月7日

外盘拉高国内玉米替代边际

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

傅博

·从业资格编号 F3071993

·投资咨询编号 Z0015291

宋从志

·从业资格编号 F3076601

内容提要

4月份国内玉米触底后强势反弹，但与前面不同是此轮上涨更多是对美玉米的跟涨，反观国内现货最近一段时间整体表现较为低迷。突出表现在国内玉米基差环比大幅走弱，远近月价差收窄。

现货端基层农民在5月初备耕前余粮基本售罄，但产地仍有贸易商囤货待售。供应上，东北产地玉米余粮叠加小麦拍卖出库，国内整体供应较为充裕。需求上，饲料企业在经历长时间补库后，整体库存较为充足，关内饲料企业更有临储小麦补充，4月份整体补库需求不强。另一端深加工，尤其华北淀粉加工企业国产玉米仍存在一定刚性需求，但在三月底农民集中卖粮的时间点库存也得以部分补充，加之当前现货加工利润低迷，部分企业希望限量保价，淀粉开机负荷下滑，成品库存压力偏大，因此短期继续补库的意愿也不大。国内现货短期陷入产地积极挺价，销区被动随用随采的僵持局面，难涨亦难跌。

美玉米旧作供应偏紧局面短期无法扭转，出口强劲导致美玉米出现超卖。当前出口销售进度超过100%，继续上调出口预估是大概率事件；随着欧美疫情好转，长期看工业消费持续恢复，明年美玉米库存比很可能降到6%以下创出新低；而当前巴西主产区干旱天气为美盘带来持续利多，市场预估巴西产量可能下调800万吨以上，这又将导致巴西库存降到极低水平；不过美玉米和国产玉米面临相同问题，即使用性价比大幅下降，对别国及其他谷物的性价比转差。全球玉米平衡表处在去库周期中，但绝对库存相对不低，尤其整个谷物供应较为充足。综上所述，短期在美国旧作见底，中国存在补库需求的背景下，旧作供需紧张格局难以扭转，近月期现价格易涨难跌，国内在外盘玉米大幅拉涨之后，下方替代边际又逐步抬升。而远期需要关注美国农业部对新作的种植面积调整的变数。

操作建议

单边中性，持有远月买玉米抛淀粉套利。

风险提示

国家储备政策、东北天气、中美关系、非洲猪瘟。

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、中国玉米供需平衡表

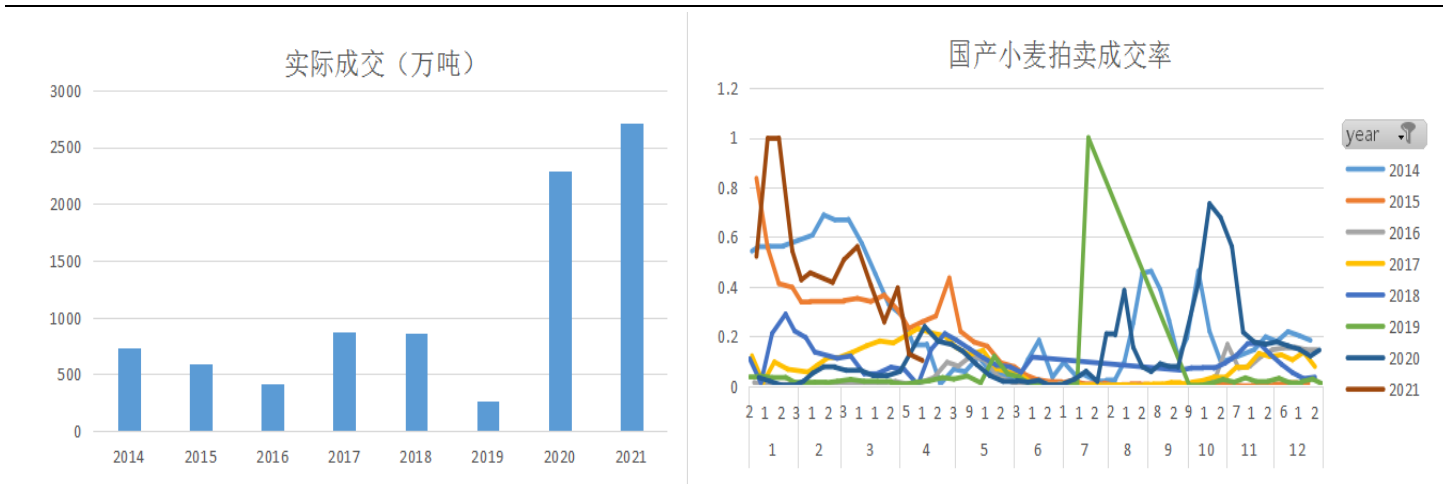
国内平衡表本月未做大幅调整，总的来看供需格局虽无近虑，但存远忧。本作物年度自 2020 年 10 月以来，谷物整体供给增量可能已经接近年度缺口：主要在于国产小麦拍卖成交同比大幅增加，以及陈化水稻陆续投放，并且当前小麦成交出现大量流拍，反映市场供应比较充足。截止 4 月末，国产小麦共成交 4230 万吨，高于上一作物季度的 870 万吨，新增 3300 万吨流入饲用；进口美玉米已装船 1138 万吨，高粱及大麦合计 1000 万吨，已采购美玉米仍有 1138 万吨未装船；陈化水稻共定向成交 1192 万吨，一次性储备及临储剩余投放 350 万吨。因此，截止 4 月末，新作物季已形成新增供给共 6980 万吨，这一数字已接近我们对年度缺口的预期，当前边际供给仍未停止。尤其陈化水稻和国产小麦对玉米还要较大贴水。因此，短期国内整体供应较为充足。远期来看，市场预期国内新作面积增幅较为有限，主要在于黑龙江地区对国产大豆存在较大的竞争压力。市场普遍预期新作面积增幅不大，因此下一年度在小麦库存大幅下降的背景下对进口玉米的依赖将会大幅提高，国内的产需缺口仍然存在。

图 1. 国内玉米平衡表

	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022
初期库存	1600	1700	3200	6000	3795	6660	7904
面积	5176	4400	3865	4100	4100	4000	4300
单产	5.9	5.95	5.9	5.7	5.6	5.58	5.8
产量	30540	26180	22803.5	23370	22960	22320	24940
政策净投放	-8469	3740	10000	2100	7000	0	0
政策收购	12542	2000	0	0	0	0	0
政策拍卖	4073	5740	10000	2100	7000	0	0
进口量	317	246	280	500	500	2500	2000
总供给	23888	29366	31883.5	25970	30460	24820	26940
总需求	23788	27699	29011	28231	27461	23782	25411
种用	1440	1380	1350	1370	1400	1350	1350
食用	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800
工业需求	5500	6200	6700	7200	7400	6700	6700
饲用需求	15048	18319	19161	17861	16861	13932	15561
	#VALUE!	22%	5%	-7%	-6%	-17%	12%
亏库	-1500	800	1200	0	0		
产需差	6752	-1519	-6207.5	-4861	-4501	-1462	-471
渠道期末库存	1700	3367	6072.5	3739	6794	7698	9433
渠道库消比	7.15%	12.16%	20.93%	13.24%	24.74%	32.37%	37.12%
国家临储剩余量	23720	17958	7947	5755.6	0	0	0
全部库存量	25420	21325	14019.5	9494.6	6794	7698	9433
库消比	106.86%	76.99%	48.32%	33.63%	24.74%	32.37%	37.12%

数据来源：优财研究院

图 2. 国产小麦成交情况



数据来源：国家粮食交易中心、优财研究院

图 3. 国产小麦剩余库存

2021年4月28日托市小麦库存分布								
区域	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	合计
江苏	65	185	168	75	14	251	367	1125
安徽	47	178	289	152	2	357	207	1232
山东	3	4	7	0	0	54	0	68
河南	74	51	406	825	0	855	24	2235
河北	0	59	2	4	0	113	0	178
湖北	64	12	7	3	0	2	0	88
合计	253	489	879	1059	16	1632	598	4926

数据来源：国家粮食交易中心、优财研究院

二、美国玉米供需平衡表

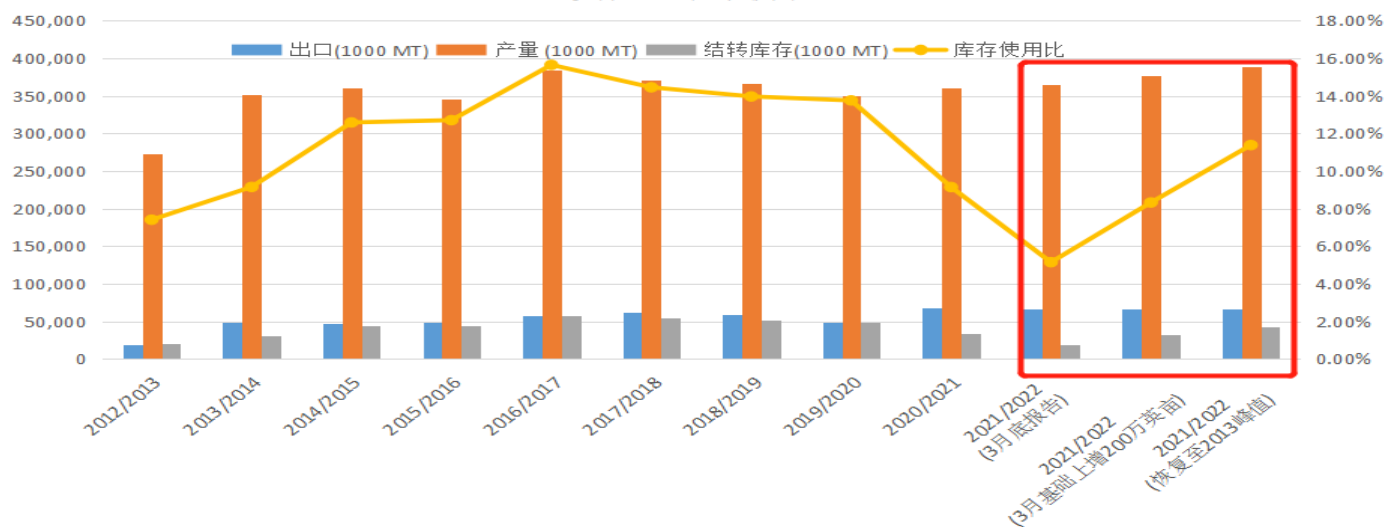
当前美玉米旧作结转库存已经十分偏低，按照 USDA4 月份的供需平衡表，旧作库消比为降至 9.3%，已经接近 2012 年的水平。当前美玉米自身偏强驱动因素并未有效缓解，出口销售进度超过 100%，新作继续上调出口预估可能性很高，随着欧美疫情好转，长期看工业消费可能恢复，可能刺激美玉米库消比进一步下降。当前美玉米旧作库存偏低，限制供给，叠加巴西干旱天气造成的第二季玉米减产预期，让近月合约及现货持续偏强，不过美玉米当前面临和国产玉米相似的问题，即相对别国及其他谷物的使用性价比大大降低。影响近月合约的主要问题或许在于美玉米已形成的出口订单能否顺利履行，以及南美的产量前景。

远期更多市场关注的焦点在于新作的种植上，市场普遍认为播种面积会超出 3 月的 9114 万英亩的预期，因此，6 月份的面积报告仍有调整空间。我们对美玉米的平衡表进行三种情景假设，主要是播种面积存在较大变数，如果美玉米维持当前的国内需求和出口。第一，按照三月底的面积报告，无疑新作增产幅度十分有限，届时美玉米的库消比会降至 5.15%，为历史最低，美玉米供需紧张加剧，价格有冲击历史新高的可能；第二，如果按照当前市场预期，4-5 月份美豆对美玉米比价持续走低之后，市场预期美玉米播种面积将有可能在三月的基础上上调 200 万英亩，产量同比增加 1700 万吨，对应的库消比在 8.33%，和本作物年度相当；最后如果美玉米的面积达到 2013 的历史播种最大值，产量同比增加 2900 万吨，对应库消比在 11.38%和 15/16 年相当。因此总的来看，美玉米在维持高出口及国内需求高增长的背景下，结转库存再次回到 5000 万吨以上的难度很大。当然维持出口强预期的前提是中国的潜在需求，当前美玉米进口利润虽有压缩，但整体仍然较为可观，未来需要关注是否会有持续洗船的情况发生。

图 4. 美玉米供需平衡表

美玉米平衡表	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022 (3月底报告)	2021/2022 (3月基础上增 200万英亩)	2021/2022 (恢复至 2013峰值)
收获面积(1000 HA)	35,356	35,394	33,648	32,680	35,106	33,481	33,079	33,109	33,373	33,240	34040	35400
期初库存(1000 MT)	25,122	20,859	31,292	43,974	44,123	58,253	54,367	53,709	48,757	34,341	34,341	34,341
产量(1000 MT)	273,192	351,316	361,136	345,506	384,778	371,096	366,287	350,011	360,252	365,640	377751	389400
进口(1000 MT)	4,063	909	804	1,716	1,450	923	1,016	1,270	635	635	635	635
总供给(1000 MT)	302,377	373,084	393,232	391,196	430,351	430,272	421,670	404,990	409,644	400,616	412,727	424,376
出口(1000 MT)	18,545	48,790	47,421	48,229	58,270	61,935	58,423	48,262	67,948	67,000	67,000	67000
饲料消费(1000 MT)	109,444	127,112	134,307	129,998	138,936	134,733	134,626	134,626	144,787	144,000	144,000	144000
工业消费(1000 MT)	153,529	165,890	167,530	168,846	174,892	179,237	176,919	173,109	162,568	170,000	170,000	170000
国内消费(1000 MT)	262,973	293,002	301,837	298,844	313,828	313,970	311,545	307,735	307,355	314,000	314,000	314,000
结转库存(1000 MT)	20,859	31,292	43,974	44,123	58,253	54,367	51,702	48,993	34,341	19,616	31,727	43,376
Yield (MT/HA)	8	10	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
库存使用比	7.41%	9.16%	12.59%	12.71%	15.66%	14.46%	13.97%	13.76%	9.15%	5.15%	8.33%	11.38%

美国玉米平衡表



数据来源：USDA、优财研究院

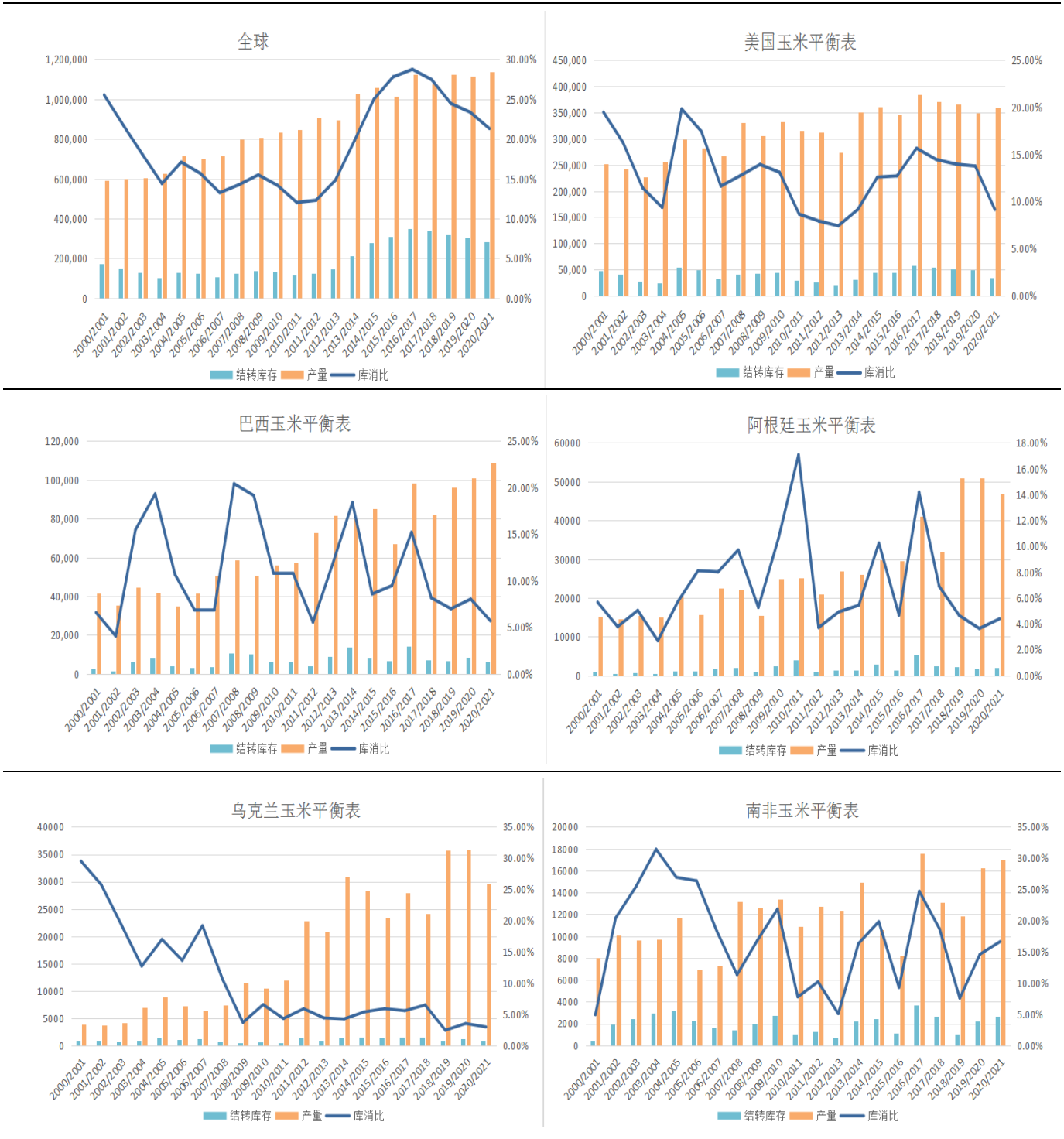
三、全球玉米供需情况

全球玉米供需平衡表在我国完成临储去库存后得以大幅改善，根据 USDA4 月份报告来看，2020/2021 年度全球库消比降至 21.31%。趋势上继续降库存。但 2.8 亿吨的结转库存仍然是历史较高位置，当前国际谷物整体供应仍然较为宽松，主要在于产量不断突破增长。

新的作物年度，玉米价格在全球范围普涨之后，或许也将迎来全球范围内的增产，尤

其主产国乌克兰产量有望在 2019/2020 年度减产的基差上恢复。巴西二季玉米存在天气担忧，但 800 万吨的减产幅度不注意改变全球的供需格局。

图 5. 国际玉米供需情况



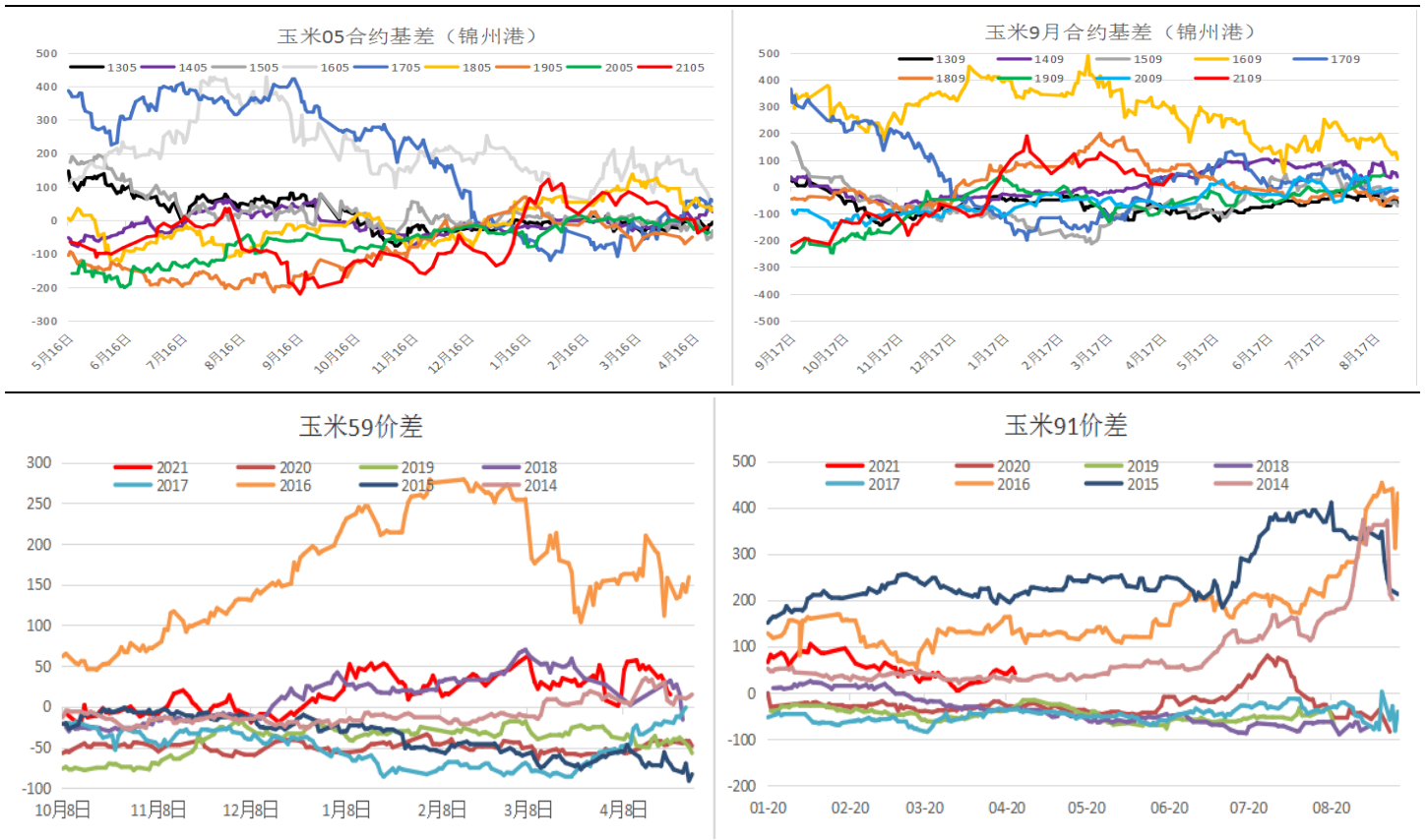
数据来源：USDA、优财研究院

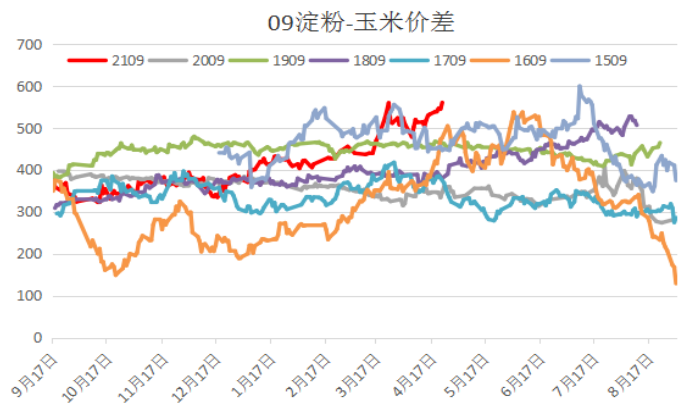
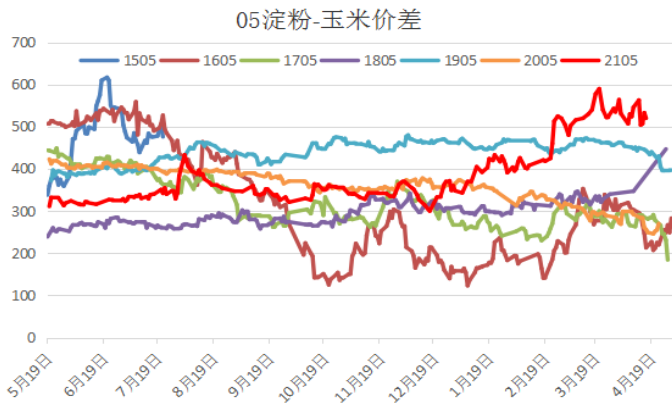
四、国内玉米基本面数据

1. 国内期现货价格

本月玉米期货 2109 合约持续反弹至前高附近，带动月差收窄基差走弱，基差 05(30)、09(47)，本月华北深加工到货量反弹，全国现货互有涨跌，山东主流 2860 元/吨，环比三月跌涨 120 元/吨，北方港口主流价格 2800 元/吨，环比跌 100 元/吨，南方港口现货 2920 元/吨，环比三月跌 90 元/吨，现货高价成交有限。

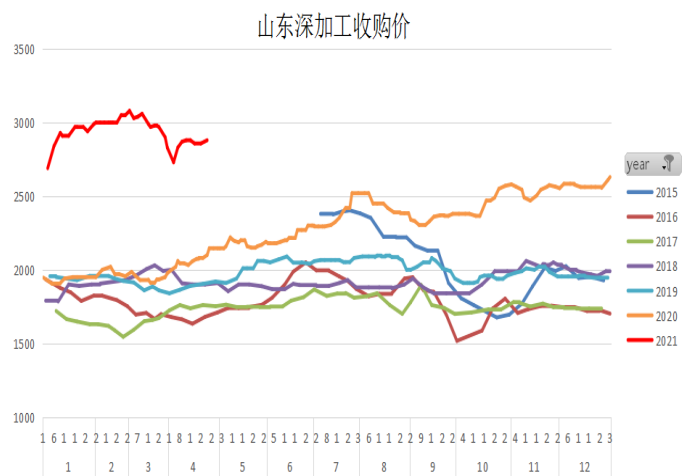
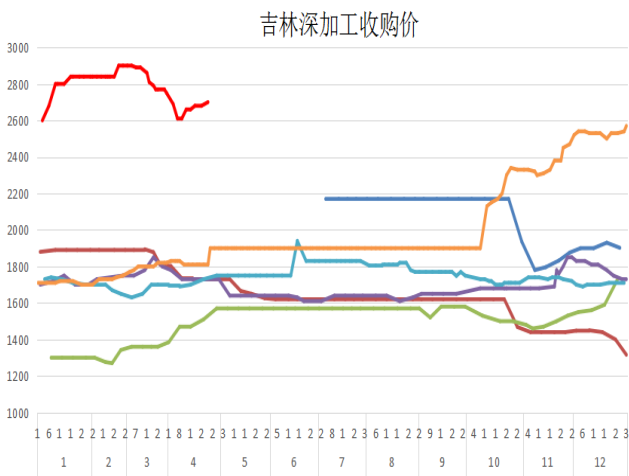
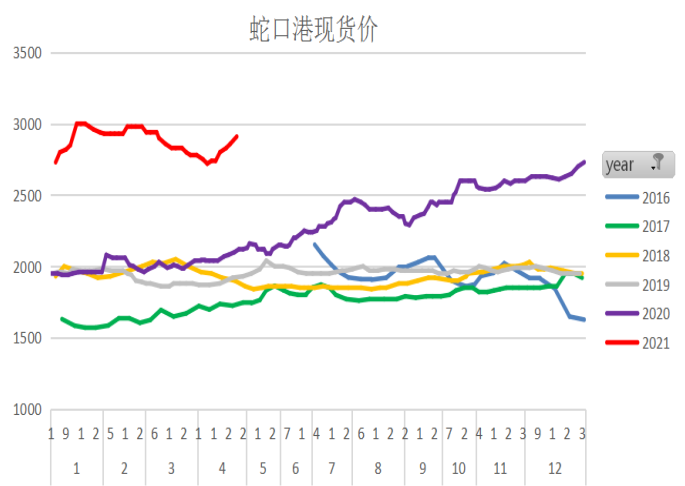
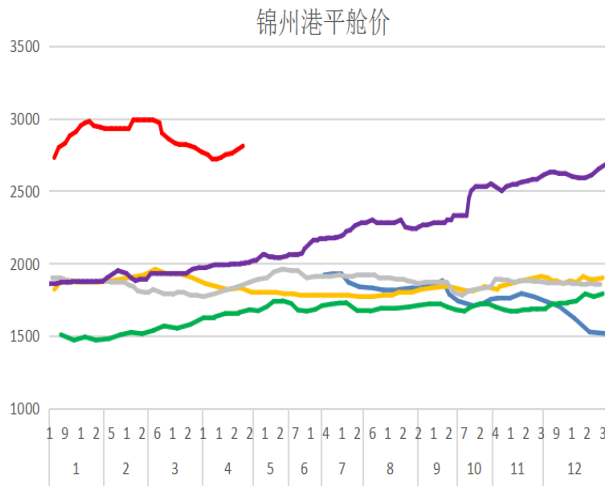
图 6. 玉米 1/5/9 合约基差及月间价差

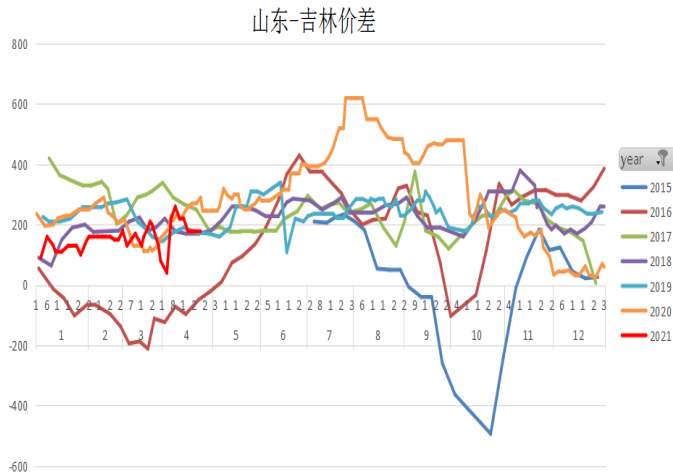
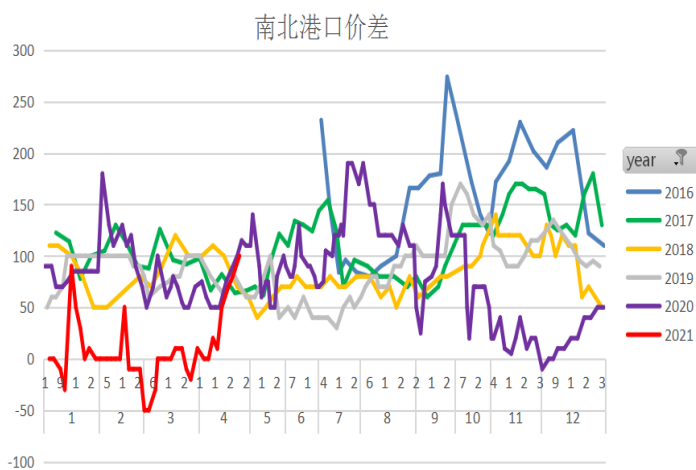




数据来源：文华财经、优财研究院

图 7. 产销区现货价格及价差





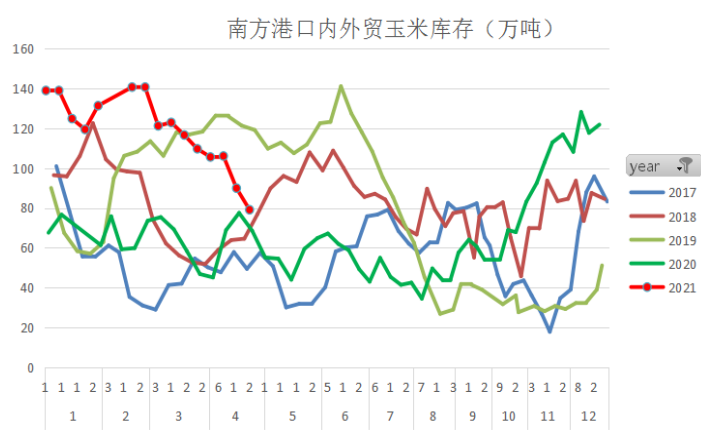
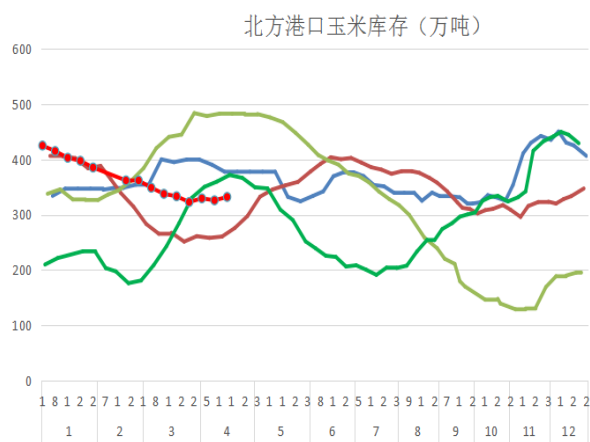
数据来源：天下粮仓、优财研究院

2. 中下游显性库及到货量

据天下粮仓数据显示，截止4月16日，北方四港总库存331.96万吨，环比增1.87%，同比降10.67%。截止4月21日广东港口内贸玉米库存共计24.9万吨，外贸结转54.2万吨，内外贸总库存79.1万吨，环比上周降16.91%，同比增4.08%。

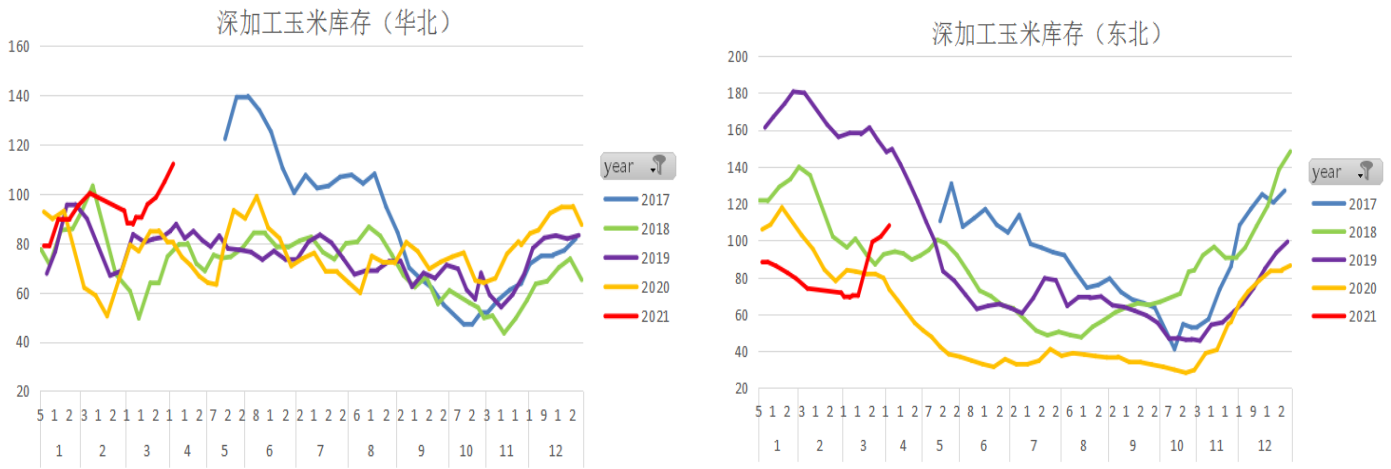
据天下粮仓显示，据国内同口径56家深加工企业21年第16周玉米库存为265.6万吨，较上周的265.6万吨减少6.74万吨，降幅2.54%，较去年同期的196.1万吨增加69.5万吨，增幅35.44%

图8. 南北港口玉米库存



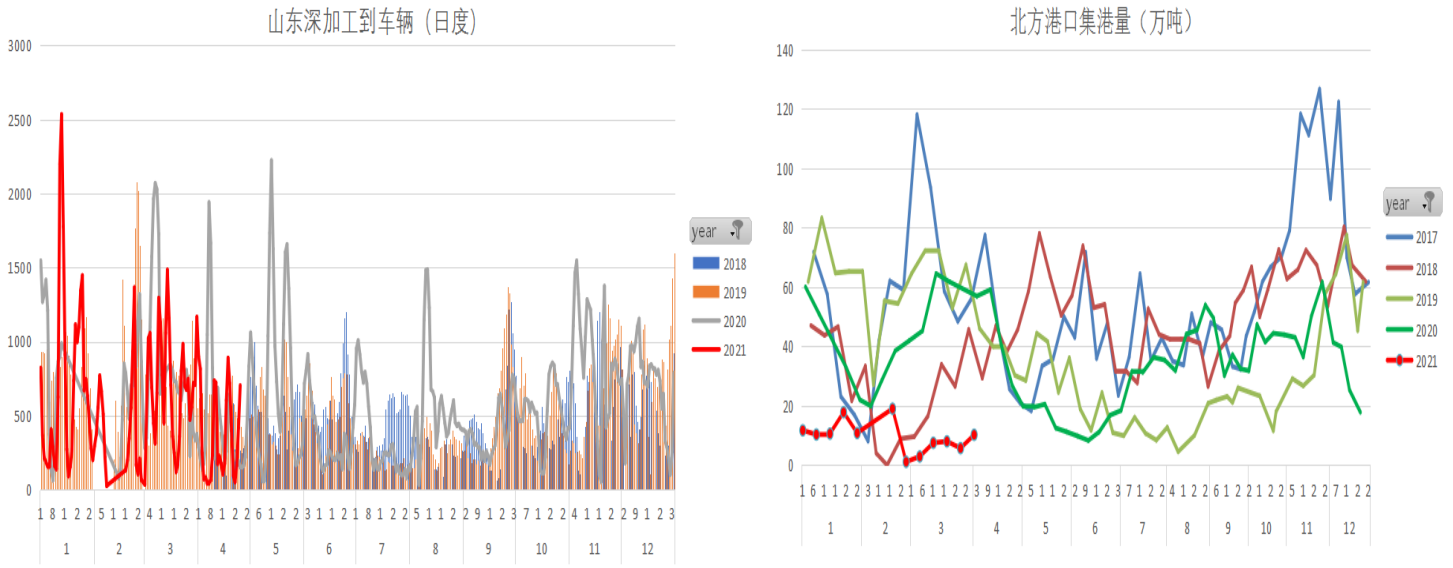
数据来源：天下粮仓、优财研究院

图 9. 深加工玉米库存



数据来源：天下粮仓、 优财研究院

图 10. 北方港口集港量及山东到车辆

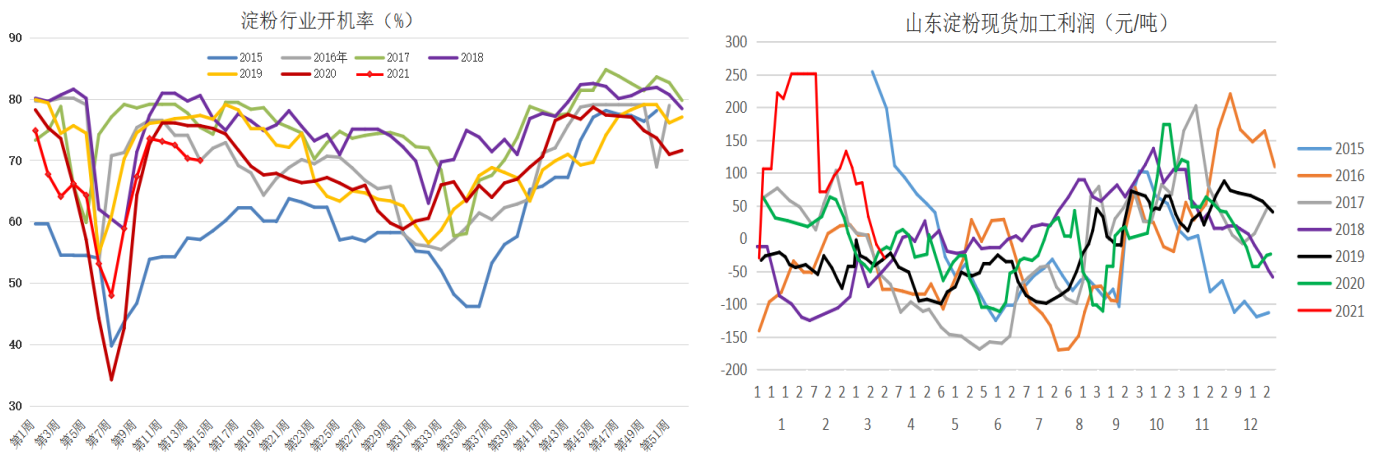


数据来源：天下粮仓、 优财研究院

3. 终端深加工及养殖情况

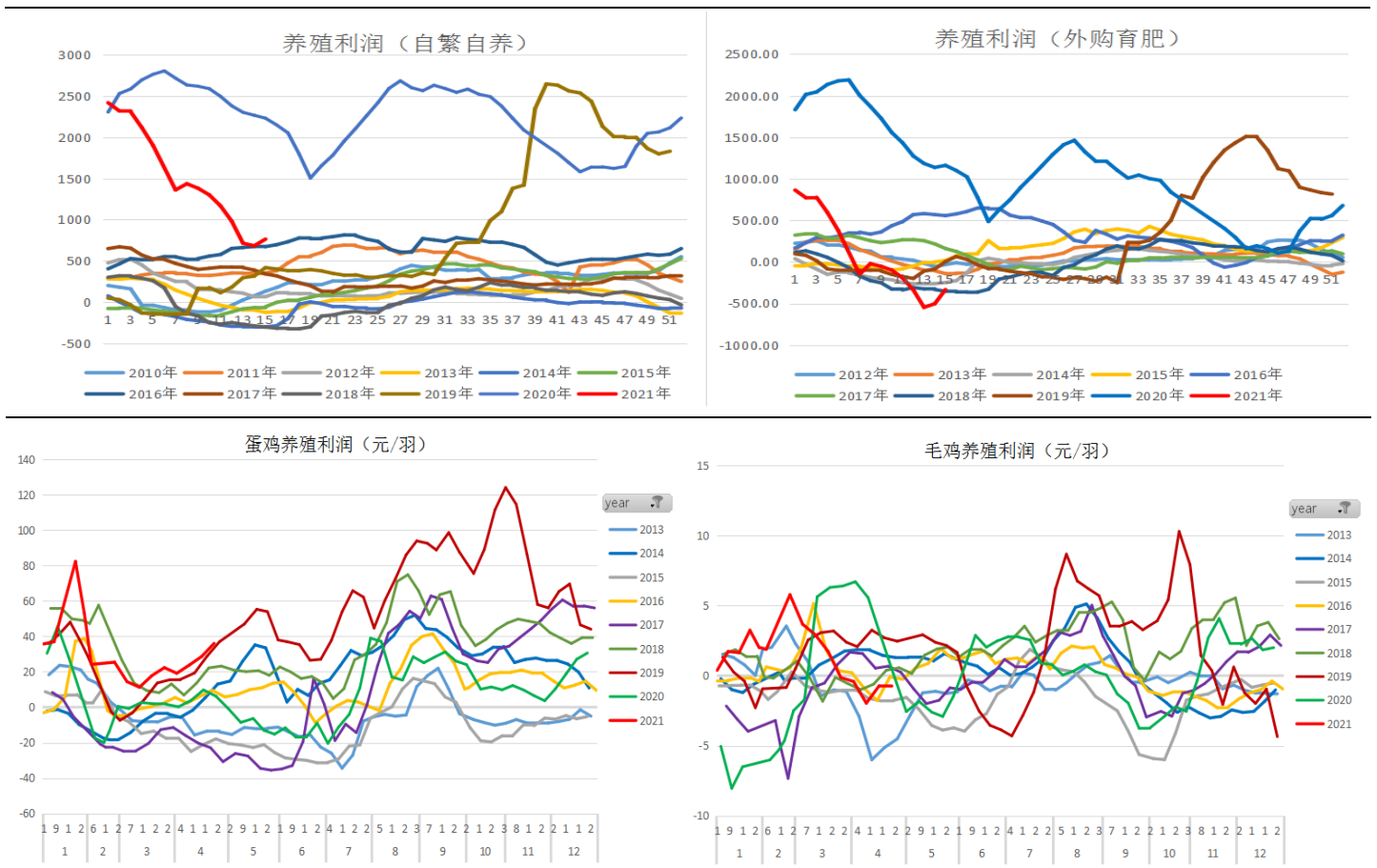
截止 4 月 23 日，淀粉行业开机率环比小幅反弹，本周全行业开机率 71.54%，环比上周升 1.32%，同比降 2.67%。深加工整体利润高位回落，部分地区出现亏损，山东淀粉加工利润-74.08 元/吨，吉林 130 元/吨。养殖端，猪价高位震荡，禽类整体利润走强，蛋鸡养殖利润 28.64 元/羽，毛鸡养殖利润-0.72 元/羽，生猪养殖利润跟随猪价小幅反弹，生猪外购仔猪养殖利润-333 元/头，自繁自养 764 元/头。

图 11. 淀粉开机率及加工利润



数据来源：天下粮仓、 优财研究院

图 12. 养殖端利润



数据来源：Wind、优财研究院

三、总结及展望

四月份整个饲料板块呈现跟随外盘大幅反弹，国内养殖板块氛围转强。国内玉米短期供应较为充足，基本面或不及期货预期反映的强烈，因此基差及月间价差均有走弱。进口成本带动销区价格反弹让产销贸易流利润得以改善。供应端套现需求增加，农民及贸易商在备耕之际也许需要出货。另一端上周小麦拍卖溢价环比持续走低，整个谷物供应充足。新的作物季度以来小麦已成交 4000 万吨以上，同时，陈化水稻重新投放，这成为未来补充产需缺口的主要途径之一。中长期来看，替代谷物的大量增加或已经在逐步弥补年度产需缺口，但边际上，外盘进口成本暴涨令国产预期的替代边际大幅抬升。操作上，单边观望，或持有买玉米抛淀粉套利。关注新作种植的天气情况及国家储备政策。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。
3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。
4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！