



当前饲料企业该如何做玉米套保

内容摘要

目前我们对国内玉米供需格局的判断维持短空长多，短期宽松格局不改远期偏紧的趋势。9至10月份期间，上游贸易环节陈作库存有望释放，叠加新作面临集中上市，尤其本年度新作抢收预期远不及去年同期，现货价格短期预计持续偏弱震荡；但是中期来看，新的作物年度产需缺口问题仍是尚未解决的核心矛盾，中美两个玉米产量大国均处在库存重建周期，国内整体谷物库存呈现逐年下降，尤其小麦库存趋紧，国内玉米价格仍是易涨难跌格局。尤其当前对进口依赖度上升，中美关系存在较大的不确定性，可能需要国内玉米给出更高的风险溢价。

我们建议玉米接下来采购分为两个阶段：第一阶段，新作上市前（9-10月份），由于当期整体供应宽松，中下游仍处在去库存周期，远近月基差进一步走弱后，可以择机建立现货库存，如果当前现货采购成本折算盘面能够维持2600元/吨以下，可以适当增加现货头寸，在2109合约上做空套保。第二阶段，由于01合约对近月期价及现货贴水，新作集中上市预期兑现后，择机在2201合约上建立期货玉米库存。假使每月采购用量40万吨，做完全套保，采购周期为2021年10月至2022年7月，因此2211、2201、2205、2209四个合约均可作为买入标的，由于15价差逐步扩大，先考虑近月合约。如果采购方式为一个月现货库存加一个月合同库存，对应期货约4万手左右，占单边总持仓的4%左右。若后期持仓大幅增加，可再择机适当增加套保量。建议入场点位，2109合约2630元/吨以上，入场做空对当前现货库存进行保值。2201合约2550元/吨以下，分批买入建立期货玉米库存。

风险点

中美关系、国家储备政策、非洲猪瘟

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

邮箱 songcognzhi@jinxinqh.com



一、套保的必要性及可行性

生猪养殖及饲料销售等实体经济，在畜禽产品的生产成本中，饲料成本占据比重最大，而饲料原料主要为玉米，随着公司生产规模的进一步扩大，玉米等原材料的采购量还将继续增加。若玉米价格波动幅度过大，对公司的经营业绩会产生不利影响。所以，通过期货、期权等工具，进行原材料的库存和成本管理，是大势所趋。

目前玉米期货市场已经形成以 1、5、9 合约的定价模式，但非主力合约 3、7、11 流动性也比较充足，因此，月间有六个合约可以套保。同时，玉米现货价格与期价具有显著的相关关系。

表 1、期现货价格相关性

相关性	玉米现货价格	玉米现货价格	玉米现货价格
	(吉林松原)	(山东寿光)	(广东蛇口)
玉米 2109 合约收盘价	0.887443	0.892639	0.913728
数据来源：文华财经、我的农产品网、天下粮仓			

二、未来一段时间玉米行情的判断

目前国内玉米产业上游仍处于去库周期，叠加新作集中上市，短期现货大概率维持低位震荡。但中期来看，国内平衡表还在趋紧，远期产区缺口预期尚未证伪，尤其是处在国内整体谷物库存趋于下降的背景下，国内玉米期价趋势仍然向上。因此，我们对国内玉米维持近月下方有支撑，远期看好的判断。主要逻辑在于：

第一，当前作物年度供需已无缺口，产业降库趋势仍未停止。前期内贸玉米投机过度，带动替代谷物供应大幅增加，去年 10 月份新作上市至今年 7 月底，陈化水稻成交累计 2200 万吨，进口玉米 1350 万吨，高粱 480 万吨，大麦 565 万吨，小麦 535 万吨，陈化小麦成交 4200 万吨中 3300 万吨流入饲料，一次性储备累计投放 350 万吨，本年度谷物总供给量已超过 8000 万吨。已经远超年度 6500 万吨左右的缺口预期，新作上市及丰产临近，渠道有进一步降库存的预期，期现价格短期可能仍未见底。

第二，新的作物年度缺口预期仍未解决。新的作物年度就播种面积来看，中美两个产粮大国玉米增幅都十分有限。中国新作播种面积约 4300 万公顷，增幅 7.5%，即便单产恢复

性增长共带动产量同比增加约 2620 万吨，这也不足以应对国内每年 4500 万吨左右的产需缺口。我们基于需求稳中略增的中性预估，明年我国玉米可能仍然存在 1000 万吨左右的产需缺口。此外，临储陈化小麦和水稻的库存也在快速下降，尤其小麦库存目前只剩大约 4800 万吨，后续拍卖投放力度或将趋于谨慎。因此，远期平衡表供需偏紧，产需缺口尚未解决奠定了远期玉米仍未见顶的基础。

第三，当前国内玉米对其他谷物及国际玉米虽有升水，但价差已经大幅收窄。当前南方港口内贸现货价格大约 2720 元/吨，国产小麦 2740 元/吨，糙米 2630 元/吨，即期进口美玉米配额内价格 2470 元/吨，进口高粱成本 2850 元/吨，进口乌麦成本 2460 元/吨。尤其内贸玉米对国产小麦价差大幅收窄，使用性价比开始增加。短期玉米价格也并非深不见底。

表 2、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	6072	3811	6810	5848
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	25782	25911
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	15932	16061
	#VALUE!	22%	5%	-7%	-6%	-6%	1%
亏库	-1500	800	1200	0	0		
产需差	6752	-1519	-6207.5	-4861	-4501	-3462	-971
渠道期末库存	1700	3367	6072.5	3811	6810	5848	6877
渠道库消比	7.15%	12.16%	20.93%	13.50%	24.80%	22.68%	26.54%
国家临储剩余量	23720	17958	7947	5755.6	0	0	0
全部库存量	25420	21325	14019.5	9566.6	6810	5848	6877
库消比	106.86%	76.99%	48.32%	33.89%	24.80%	22.68%	26.54%

数据来源：金信期货优财研究院

图 1. 美玉米及美国高粱近月进口成本



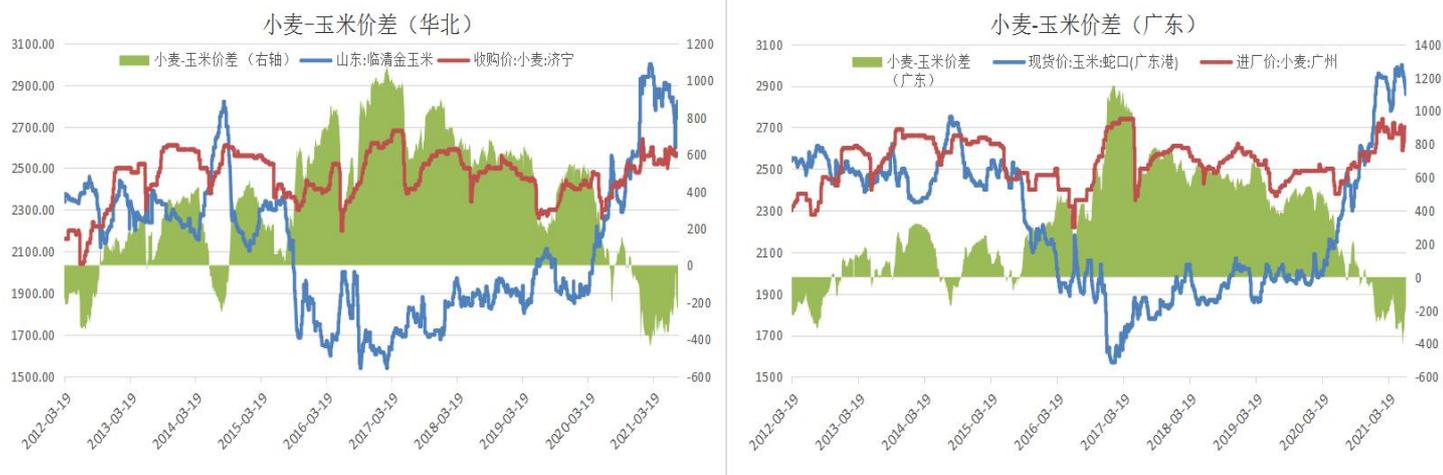
数据来源：彭博、Wind、金信期货优财研究院

图 2. 乌克兰及法国近月进口成本



数据来源：彭博、Wind、金信期货优财研究院

图 3. 国产谷物间价差



数据来源：国家粮油信息中心、Wind、金信期货优财研究院

三、采购节奏上的建议

往年现货一般会有两个采购低点，即 11 月份新作集中上市及年后春耕前农民集中卖粮时间。但本年度我们认为现货的最佳买入机会可能只有一次，即年前新作集中上市带动上游贸易商集中出库时间，主要逻辑在于本年度旧作结转库存和 2019 年（非洲猪瘟）颇有相似之处，都已经降到相对低位，而边际供给环比减弱，往年年后容易出现现货低点，主要由于中上游主动降库迎接临储拍卖，而明年由于已无临储拍卖供给再叠加渠道上的低库存，可能现货很难出现二次压力。因此，我们建议在市场一直预期形成前，在四季度适当把年后的采购计划前移。

四、具体可行性操作

1.套保方式

基于对玉米行情的判断，我们建议当前套保分为两个阶段：第一，新作上市前，对已有现货库存进行卖出保值。第二，新作上市预期兑现后在 2201 及后续合约进行买入套保。

2.期货标的

针对 2021 年 8 月至 9 月期间，买入的现货库存在 2109 合约上卖出套保。10 月份对 2201 及后续合约进行买入套保。

3.套保数量

假使企业当前每月用量 10 万吨玉米，考虑到全国新冠疫情因素以及玉米目前的走势、基差和价差，我们认为可以按需建立一个半月的玉米现货库存（按采购节奏随用随买），同时在玉米 9 月期货上卖出 1 万手作为套保。后面假使企业计划每月套保 6.7 万吨玉米，年套保 80 万吨玉米，分四个合约在盘面买入套保，每个合约 20 万吨，合计对应期货手数 8 万手，实际采购现货后相应平掉期货仓位。各合约的套保总量根据期货价格及基本面变化情况需要分批建仓。

4.建议入场时间及位置

C 2109 合约—8 月中下旬，2630 以上卖出。

C 2201 合约—10 月份，2550 以下逢低买入。

5.套保流程

(1) 申请套期保值。先向开户的期货公司申报，经期货公司核实后，报向交易所。套保必须在合约交割月份前一个月的第一个交易日之前提出。

(2) 获准套保交易后，应当在交易所批准的建仓期限内，按批准的交易部位和额度建仓。

(3) 套期保值仓位，包括不交割和交割两种情况：不交割的情况，在最后一个交易日之前选择有利价格平仓即可；如果交割分为到期交割和期转现两种情况，具体细则参照大连商品交易所有关交割的规章制度。

6.保证金

具体限制为：1、一般月份最低交易保证金为 5%。2、交割月份前一个月第 15 个交易日开始，收取比例为 10%。3、交割月份第一个交易日开始，收取比例为 20%。期货公司风控标准较交易所高 2%。结合上述套保量计算可得出保证金占用如下表：（假设建仓价格 2630 元、2550 元，各合约分别开仓 1 万手）。

表 3. 保证金

玉米		
C2109 预计建仓价格 (元/吨)	2630 元/吨	
交易时间段	持仓保证金比例	总交易保证金 (万元)
2021. 8 月	12%	3356
2021 年 9 月	22%	5786
C2201 预计建仓价格 (元/吨)	2550 元/吨	
交易时间段	持仓保证金比例	总交易保证金 (万元)
2021 年 10 月	7%	1785
2021. 12. 11-2021. 12. 31	12%	3060
2021. 1. 1-2020. 21. 15	22%	5610

7. 卖出套期保值成本核算

- (1) 若不参与交割, 每吨成本=资金成本+交易手续费。
- (2) 若参与交割, 每吨成本=资金成本+运输成本+检验费+交割费+入库费+交易手续费。

表 4. 当前现货注册仓单成本: 元/吨

大连二等玉米采购价格	2580 元/吨
资金成本 (30 天, 年化 5.6%)	18.8 元/吨
检验费	1 元/吨
入库费	10 元/吨
仓储费 (30 天)	18 元/吨
交割费	1 元/吨
仓单成本	2628.8 元/吨

8. 买入套保成本核算

买入套保成本主要由利息成本、交易手续费、交割费、出库费构成。

- (1) 若不参与交割, 每吨成本=利息成本+交易手续费。

(2) 若参与交割，每吨成本=利息成本+交易手续费+交割费+出库费。

玉米期货的交易手续费为 1.8 元/手。资金利息成本按照一年期贷款利率 5.6% 计算，套保时间平均按照 180 天计算，按照平均 10% 保证金水平计算，每吨玉米具体的套保成本计下：
每吨交易手续费=1 手*1.8 元*2 /10=0.36 元，每吨资金利息成本=2550*5.6%*180/365/10=7 元，交割手续费：1 元/吨，**出库费：30 元/吨。**

若不参与交割，每吨成本=利息成本+交易手续费=7+0.36=7.36 元/吨

若参与交割，每吨成本=利息成本+交易手续费+交割费+出库费=7+0.36+1+30=38.36 元/吨。

五、套期保值需要注意的事项

1. 流动性风险

对于流动性我们分为资产和资金两个部分。资产流动性风险又成为产品流动性风险，是指相对于正常交易单位，交易头寸太大，从而交易不能按现行市场价格进行交易，这样就产生了资产流动性风险，这类风险因交易品种种类和交易时间而有一定差异。融资流动性风险也称为现金流动性风险，具体是指当期货价格出现不利于期货头寸的走势时，期货账面会出现较大亏损，如果此时账户上资金已经全部亏损，那么企业就会收到追加保证金的通知，而如果当时企业现金储备不足，那么就会陷入这种流动性风险之中。

2. 交易所管理制度风险

期货交易所除了为期货合约交易提供平台外，更是期货合约标准以及交易规则的制定者，因此对于合约标准及交易规则的了解是进行套期保值交易最为重要的任务。在日常交易及套保过程中，我们常常会遇到企业由于交易规则的误读或忽视造成套保的失败，因此对于企业而言，在进行套期保值操作之前对期货交易所交易规则进行认真解读是非常有必要的。

3. “黑天鹅”事件风险

期货市场上“黑天鹅”事件发生所产生的风险也是企业在套期保值过程中需要注意防范的。所谓“黑天鹅”事件是指非常难以预测，且不寻常的事件，通常会引起市场连锁负面反应甚至颠覆。

4. 基差风险

对于做卖出保值，期货基差是正向市场时，对卖出保值有利，因为向后展期，将获得基差收益；反之，如果期货基差是反向市场时，对买入保值有利。

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！

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>