



2021 年 9 月 5 日

新作丰产预期带动玉米估值回归

内容提要

8 月份以来，农产品指数高位回落，截止月底农产品指数突破前期高点后再次回落，国内外农产品整体陷入高位震荡。而国内玉米在 8 月表现较弱，延续跌势。玉米指数受新作上市悲观预期影响，跌破前期高点，2201 合约 8 月份累计下跌 3.23%，并一度出现对 09 及 05 合约的大幅贴水；美玉米 12 月合约，在美国中西部主产区天气改善后，同样冲高回落，全月累计跌幅 1.79%。不过国内玉米在缓慢下跌过程中，逐步产生消费上的性价比，内贸玉米对其他谷物的价差得以大幅收窄。

1、新作开称价格存在较大悲观预期。主要原因有三：第一，本年度国内玉米丰产已逐步得到确认，8 月份整体天气条件较为理想，市场逐步预期本年度单产及面积的双重提高或令新作产量大幅增加。第二，当前作物年度供需并无缺口，贸易环节旧作产生较大结转与新作上市压力形成叠加。本年度替代谷物整体供应并无明显减量，整体谷物供给增量接近 8500 万吨（其中临储小麦 3500 万吨，定向小麦 500 万吨，陈化水稻 2200 万吨，进口谷物 2500 万吨）已经远超年度 6500 左右的产需缺口。第三，玉米产业链中下游利润很差，玉米消费预期不乐观。当前国内玉米产业链利润主要集中在上游，中下游已经出现持续亏损。尤其饲料端生猪养殖利润大幅下滑，无论是外购仔猪还是自繁自养均出现不同程度亏损，禽类目前尚未亏损，整体维持盈利，但是利润也很微薄，养殖端继续扩产能的可能性较小；深加工目前也已经开始大面积亏损，行业开机率也已经降到历史偏低位置。因此，需求端环比去年同期大幅下滑，很大程度也会限制行业补库的节奏和力度。

2、下一作物年度缺口预期仍未证伪。新的作物年度就播种面积来看，国内当前年度新作的增产幅度可能仍然无法满足国内的产需缺口。中国新作播种面积约 4300 万公顷，增幅 7.5%，单产恢复性增长共带动产量同比增加约 2620 万吨，这尚不足以应对国内每年 4500 万吨左右的产需缺口。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

请务必仔细阅读正文之后的声明

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

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

宋从志

· 从业资格编号 F3076601

邮箱: songcongzhi@jinxinqh.com



900 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玉米仍未转势的基础。

3、美玉米库消比可能见底回升。USDA8 月供需报告发布美玉米单产 174.6 英亩/蒲式耳，远低于市场平均预期 177.61 英亩/蒲式耳，上月 179.5 英亩/蒲式耳，但同时上调旧作结转、下调新作出口，使得新作库存微幅下降，8 月中下旬美玉米主产区中西部天气状况得到不错改善，Pro Farmer 等机构预测美玉米单产存在上调空间。此外，当前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，新作出口压力较大。但随着欧美疫情好转，工业消费持续恢复，短时间美玉米结转库存再次回到 5000 万吨以上的难度很大；因此，美玉米当前仍处在库存重建的过程之中。

综上所述，目前在外盘缺乏利多支撑，国内整体谷物供应充足，玉米下游利润环比转差的情况下，玉米价格可能延续探底，尤其当前国产玉米仍然维持对其他谷物升水，使用性价比最低的逻辑未变，整体宽松的局面，或许带动渠道进一步降库存，国产玉米估值或将重新回归。目前新作上市时间临近，市场可能进一步反映丰收压力。但中期来看，国内国内供需还在趋紧，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，国内玉米期价可能还未见顶。

操作建议

我们建议等待新作上市预期充分释放后，逢低买入远月玉米期货或看涨期权，长线考虑买国外抛国内跨市场套利。

风险提示

国家储备政策、北半球天气、中美关系。

一、中国玉米供需平衡表

8 月份定向小麦投放市场令替代谷物供给再次增加。当前作物年度截止 8 月底，陈化水稻成交累计 2250 万吨，8 月由于混掺定向小麦出库，成交率环比上月小幅走强。海关总署数据截止 7 月份谷物进口，玉米 1350 万吨，高粱 480 万吨，大麦 565 万吨，小麦 535 万吨，合计约 3100 万吨，同比增加 95%。加上上半年陈化小麦成交 4200 万吨，本年度谷物总供给量已超过 8500 万吨。

新作 8 月份生长季节整体天气较为理想，预期单产同比小幅提高。新作产量预计同比增加 10% 左右。消费端我们进行了小幅调整，主要考虑到当前国产玉米价格持续回落后，已经慢慢产生消费上的性价比，尤其对国产小麦价差收窄，叠加当前国产小麦库存仅剩 4800 万吨，后续投放力度或将趋于谨慎。因此我们预计新的作物年度小麦的替代量或有降低，玉米消费环比上升，但内贸玉米整体消费量仍不及 19/20 年度。我们预计 2021/2022 年度国内仍将存在 1000 万吨左右的产需缺口。

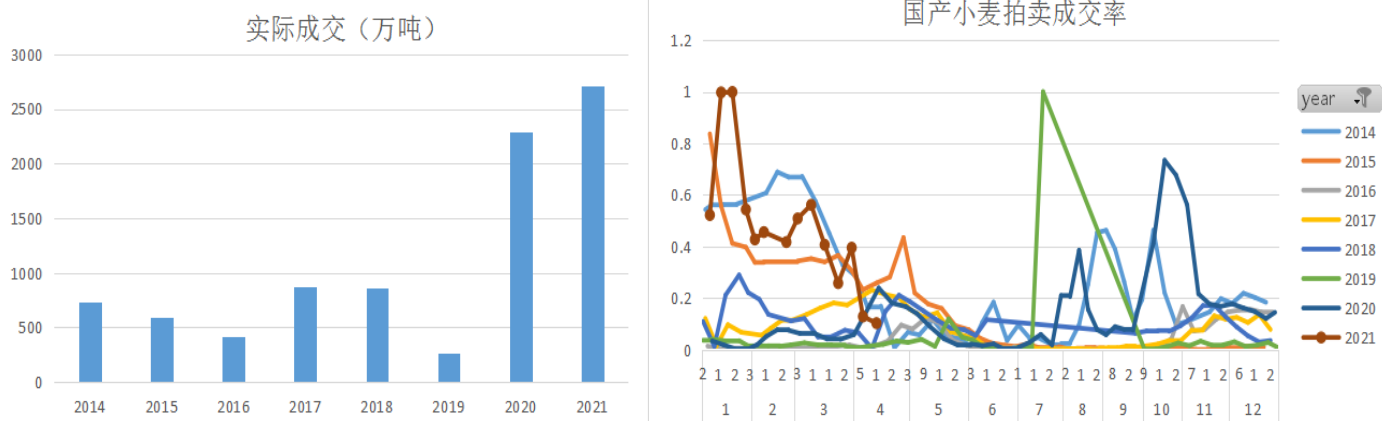
图 1. 国内玉米平衡表

	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022
初期库存	1600	1700	3200	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：优财研究院



图 2. 国产小麦成交情况（截止 5 月）



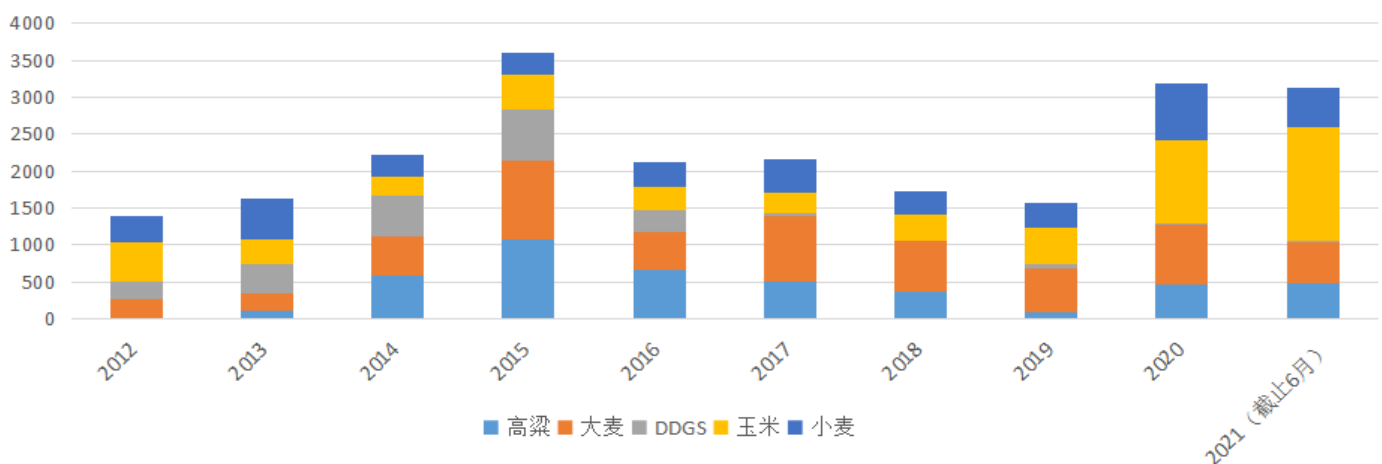
数据来源：国家粮食交易中心、优财研究院

图 3. 国产小麦剩余库存

小麦剩余库存分布 (2021. 5. 6)								
区域	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	合计
江苏	65	185	168	75	14	239	367	1113
安徽	47	178	288	152	2	256	206	1129
山东	3	4	7	0	0	54	0	68
河南	74	51	401	825	0	855	24	2230
河北	0	59	2	4	0	113	0	178
湖北	64	12	7	3	0	2	0	88
合计	253	489	873	1059	16	1519	597	4806

数据来源：国家粮食交易中心、优财研究院

图 4. 玉米及其替代谷物进口情况



数据来源：海关总署、优财研究院

二、美国玉米供需平衡表

USDA8月供需报告下调美玉米单产至174.6英亩/蒲式耳,远低于市场预期177.61英亩/蒲式耳,上月179.5英亩/蒲式耳,但同时上调旧作结转、下调新作出口。新作库消比升微降至8.5%,为近几年较低水平。不过8月中下旬美玉米中西部主产州干旱问题得到加到缓解,市场预期单产存在较大的修正空间,考虑到当前美玉米主产州的优良率和2017年相当,假如本年度单产水平下调至2017年,可能带动美玉米库消比降到8.15%,回到去年旧作的紧张局面。假如美玉米单产回到近五年均值水平,那么新作库消比将要降到6.42%的历史最低水平。不过,目前美玉米本年度供给端暂无大的利多支撑下,接下来更多可能会考验到新作的出口预期能否得以兑现,高价的美玉米对别国玉米及其他谷物的性价比也在降低,美玉米需求下降可能是外盘面临的潜在利空。

图 5. 美玉米供需平衡表

美玉米平衡表	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022 (8月USDA报告)	2021/2022 (趋势单产下调至近 5年平均水平)	2021/2022 (趋势单产下调至 2017年水平)
收获面积(1000 HA)	33,648	32,680	35,106	33,481	33,079	33,109	33,373	34,194	34,194	34,194
期初库存(1000 MT)	31,292	43,974	44,123	58,253	54,367	53,709	48,757	28,372	27,483	27,483
产量(1000 MT)	361,136	345,506	384,778	371,096	366,287	350,011	360,252	374,766	372,373	378,870
进口(1000 MT)	804	1,716	1,450	923	1,016	1,270	635	635	635	635
总供给(1000 MT)	393,232	391,196	430,351	430,272	421,670	404,990	409,644	403,773	400,491	406,988
出口(1000 MT)	47,421	48,229	58,270	61,935	58,423	48,262	70,488	60,963	63,503	63,503
饲料消费(1000 MT)	134,307	129,998	138,936	134,733	134,626	134,626	145,422	142,882	144,787	144,787
工业消费(1000 MT)	167,530	168,846	174,892	179,237	176,919	173,109	165,362	168,283	168,029	168,029
国内消费(1000 MT)	301,837	298,844	313,828	313,970	311,545	307,735	310,784	311,165	312,816	312,816
结转库存(1000 MT)	43,974	44,123	58,253	54,367	51,702	48,993	28,372	31,556	24,172	30,669
Yield (MT/HA)	10.73	10.57	10.96	11.08	11.07	10.57	10.8	10.96	10.89	11.08
库存使用比	12.59%	12.71%	15.66%	14.46%	13.97%	13.76%	7.44%	8.48%	6.42%	8.15%
产量变化百分比	2.80%	-4.33%	11.37%	-3.56%	-1.30%	-4.44%	2.93%	4.03%	-0.64%	1.74%
单产变化百分比	8.06%	-1.49%	3.69%	1.09%	-0.09%	-4.52%	2.18%	1.48%	-0.64%	1.74%
收获面积变化百分比	-4.93%	-2.88%	7.42%	-4.63%	-1.20%	0.09%	0.80%	2.46%	0.00%	0.00%

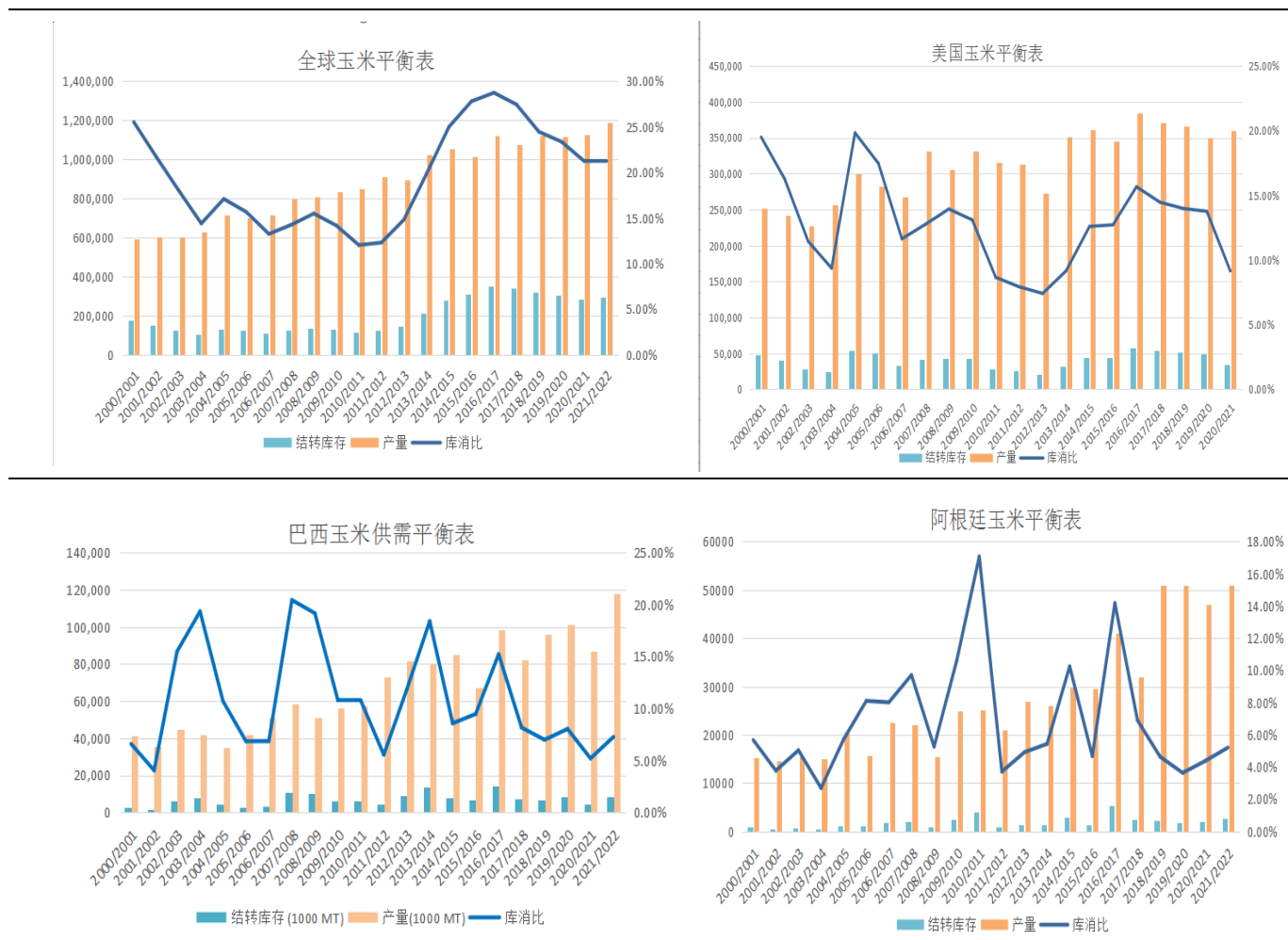
数据来源: USDA、优财研究院

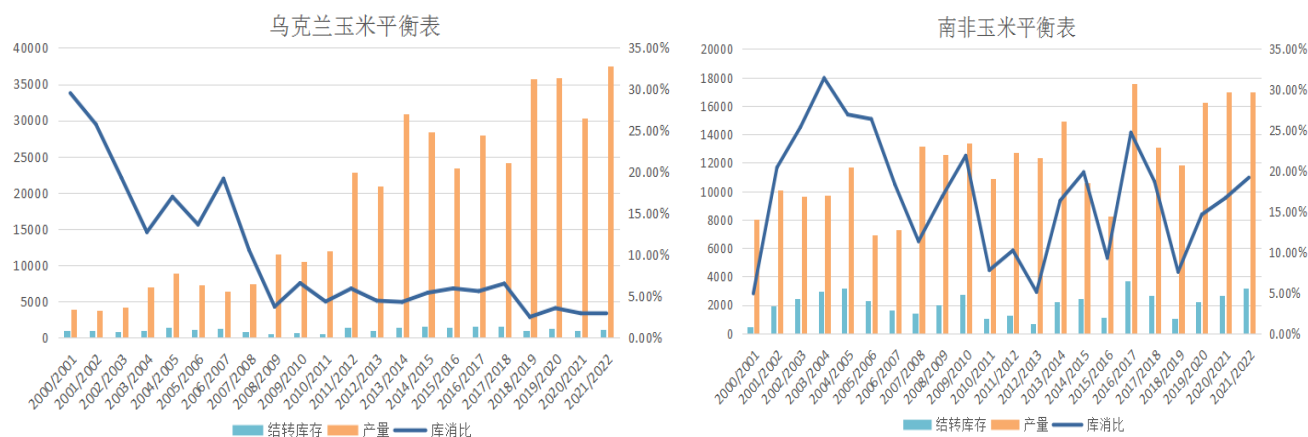


三、全球玉米供需情况

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，整体库消比较为健康，供应充足，本年度巴西二茬玉米出现较大减产，但其他地区产量增加与其相抵。根据 USDA 8 月份报告来看，2020/2021 年度全球库消比降至 21.19%，新作全球产量同比微幅下滑 315 万吨，但 2021/2022 年度全球产量有望进一步释放增加 7000 万吨。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，产量同比大幅增长也是预期之内。

图 6. 国际玉米供需情况

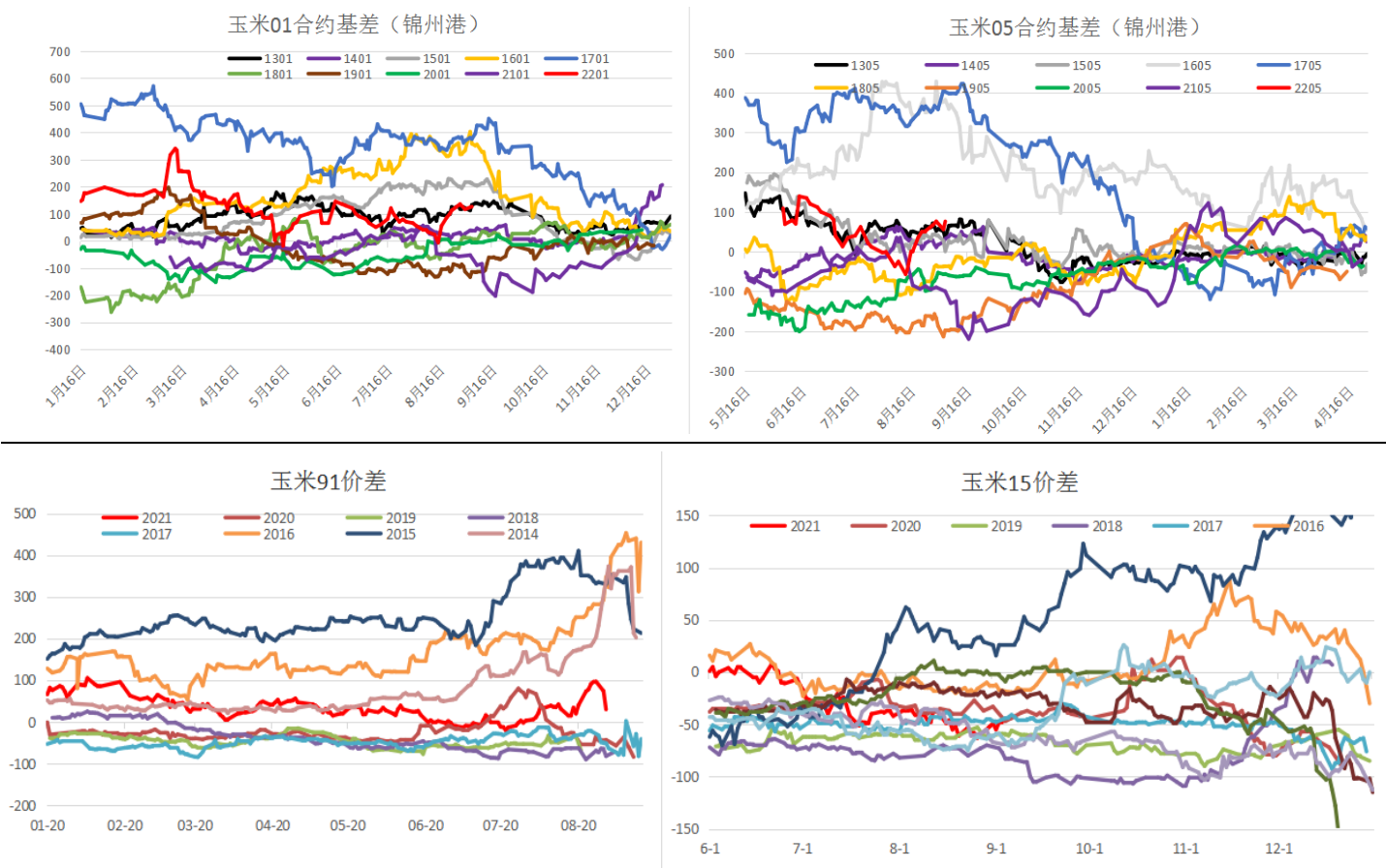


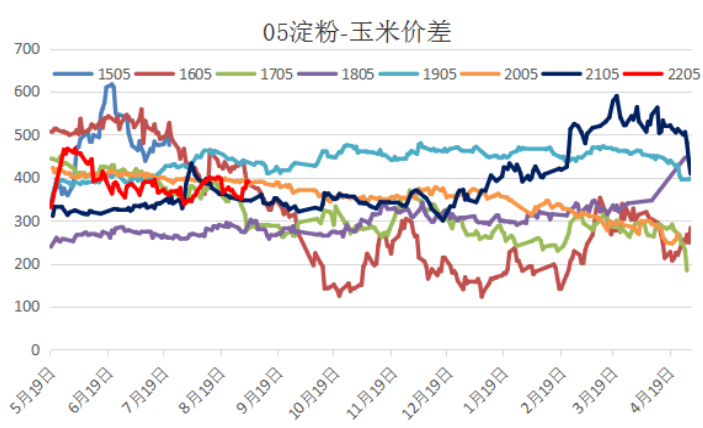
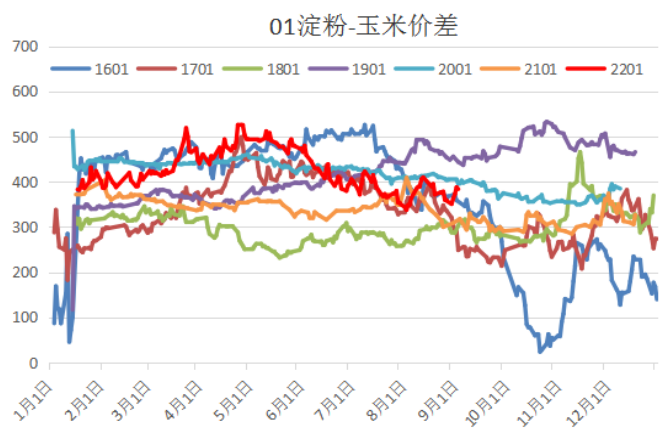


四、基本面数据

1. 基差环比大幅走强，但期价始终维持对现货贴水

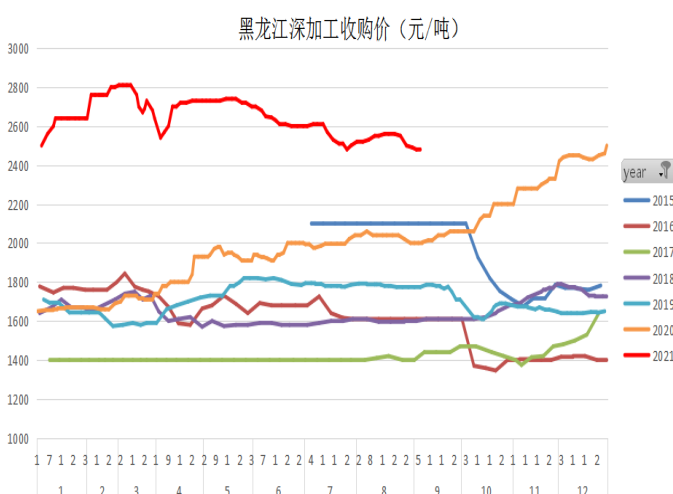
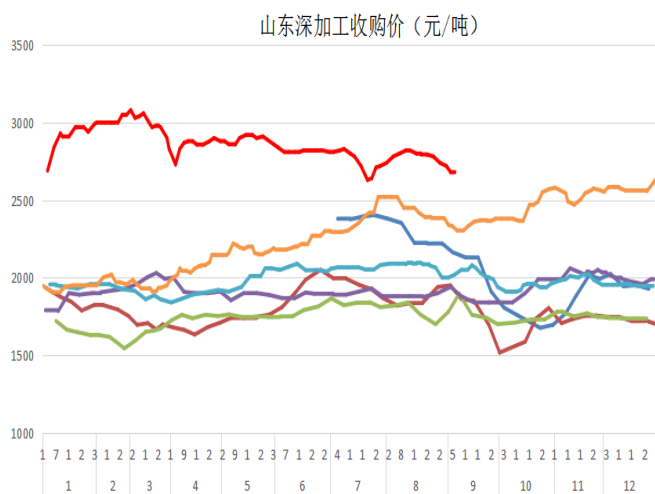
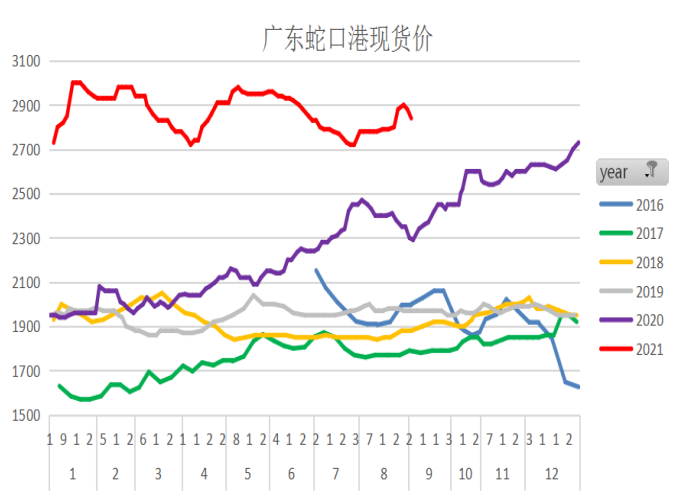
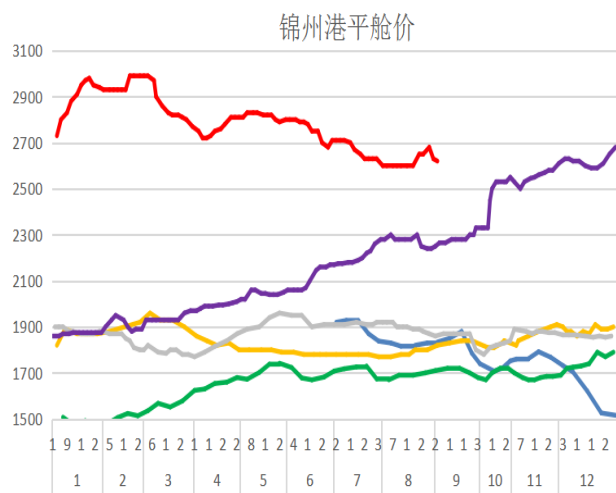
图 7. 玉米 1/5/9 合约基差及月间价差

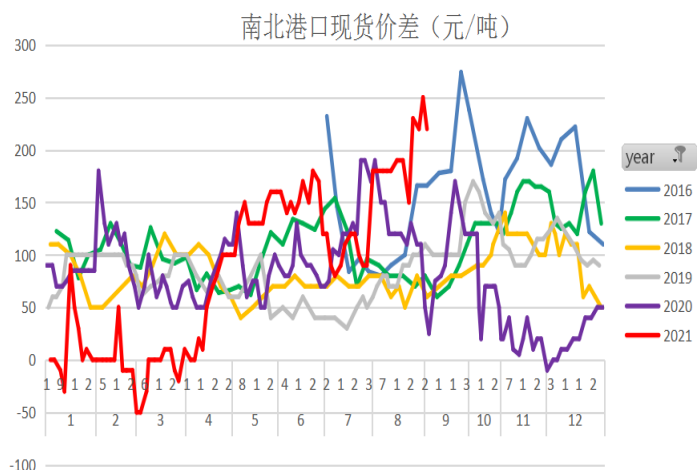
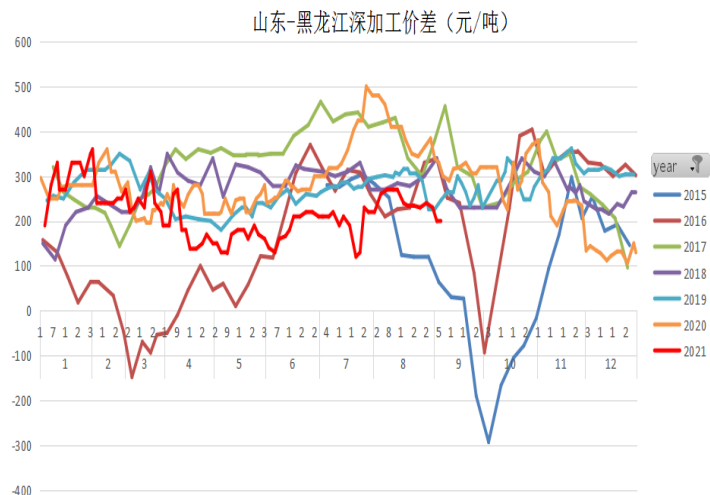




数据来源：文华财经、优财研究院

图 8. 产销区现货价格及价差

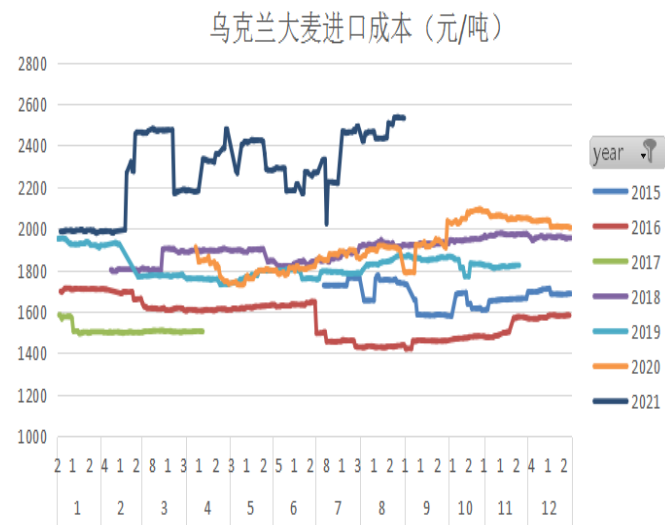
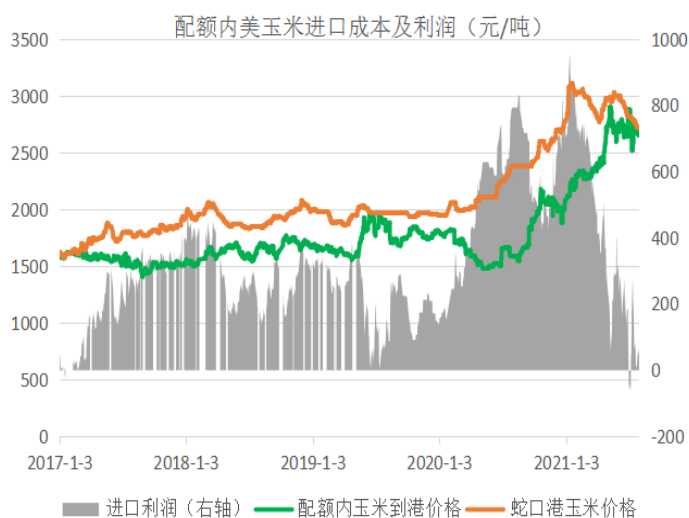




数据来源：我的农产品网、天下粮仓、优财研究院

2、替代谷物对国产玉米价差大幅收窄

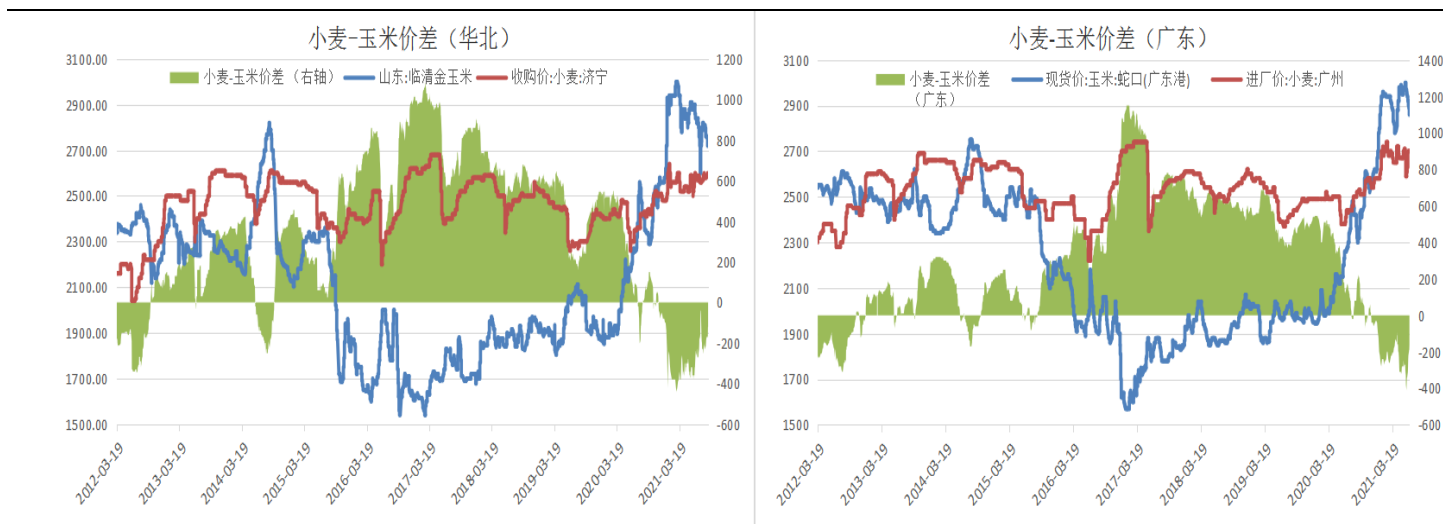
图 9. 美玉米及美国高粱进口成本



数据来源：彭博、Wind、优财研究院



图 10. 国产谷物间价差

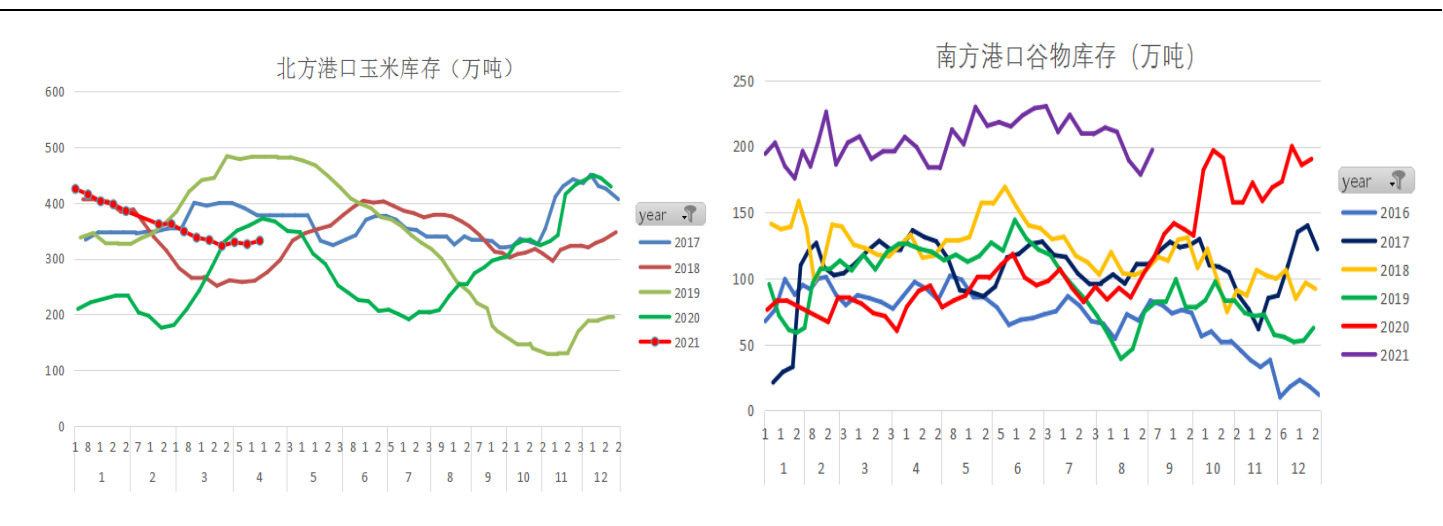


数据来源：国家粮油信息中心、Wind、 优财研究院

3、港口谷物总库存高位，但是内贸玉米库存维持低位

据我的农产品网显示，截止 8 月底，北方四港总库存 304 万吨。据广东玉米数据网显示，截止 8 月 30 号，广东港口内贸玉米 10 万吨，外贸玉米库存 49 万吨，全部谷物库存 198 万吨，谷物总库存量环比 7 月下降 35 万吨。

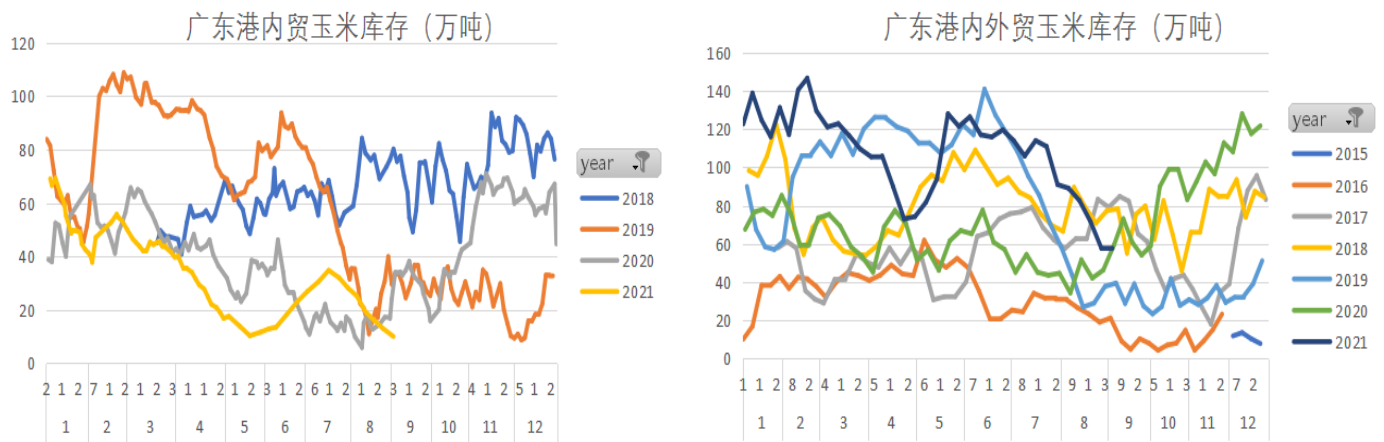
图 11. 南北港口玉米库存



数据来源：天下粮仓、我的农产品网、广东玉米数据网、 优财研究院



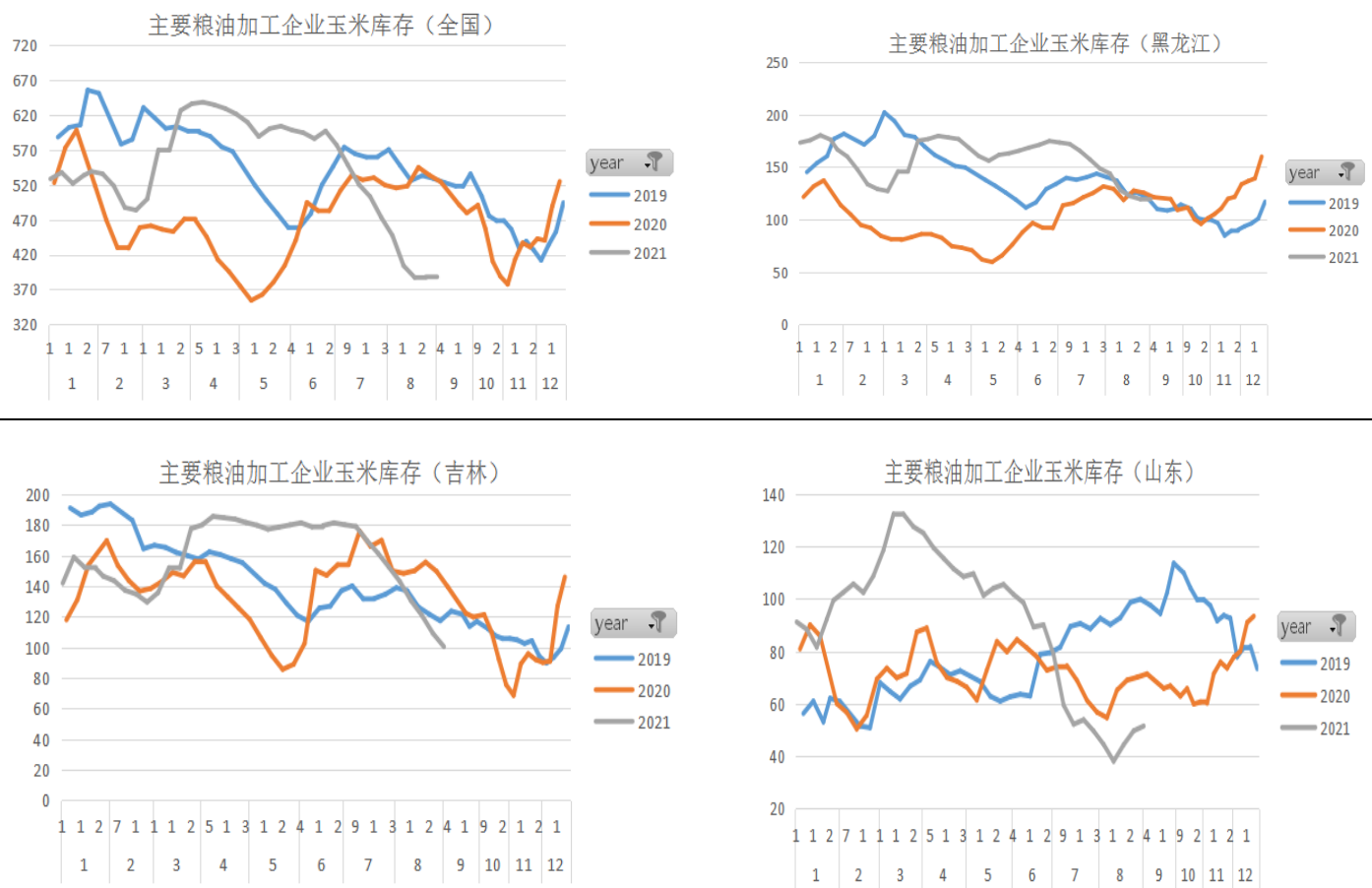
图 12. 广东港玉米库存



数据来源：广东玉米数据网、 优财研究院

4、全国深加工企业玉米库存同比偏低，华北环比小幅回升

图 13. 深加工企业玉米库存

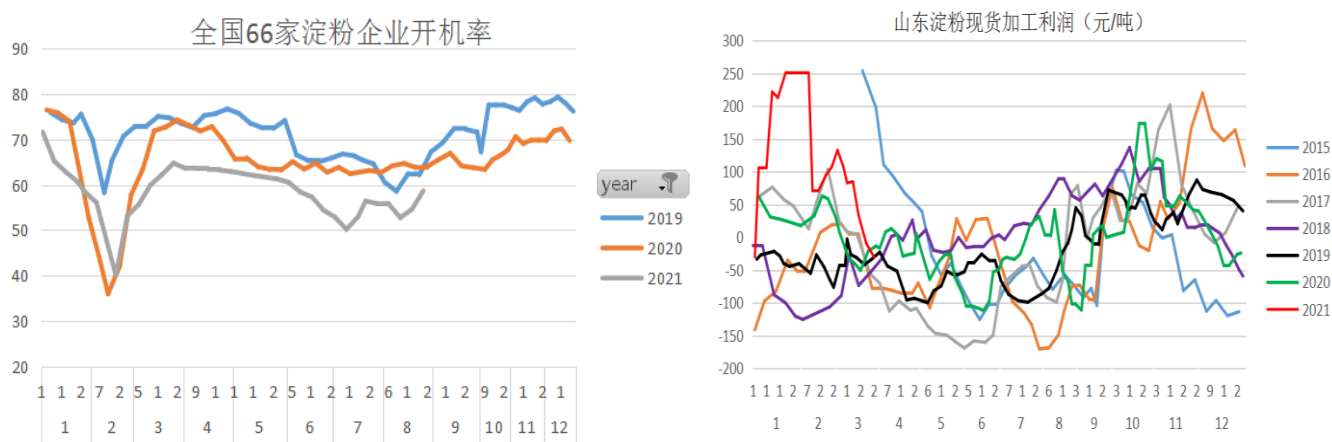


数据来源：我的农产品网、 优财研究院

5、玉米价格回落下游利润环比小幅改善，生猪养殖延续亏损

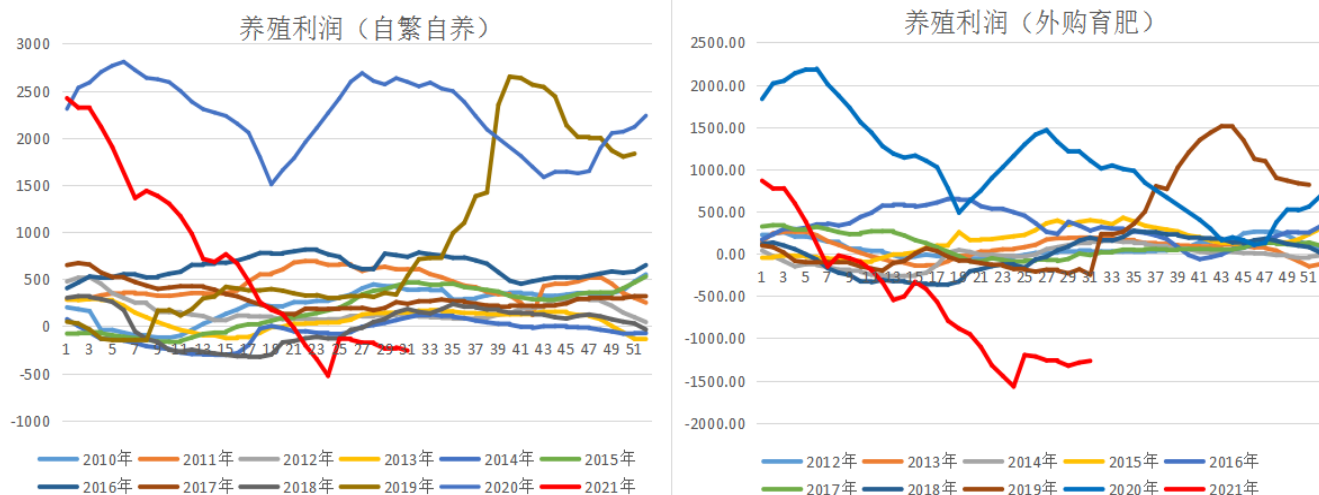
据我的农产品网数据显示，截止8月底，淀粉行业开机率止跌回升，全国66家平均开机率58.69%，环比7月升2.25%。养殖端猪价持续回落，外购育肥已持续亏损。禽类整体利润高位回落，蛋鸡利润66.73元/羽，毛鸡利润1.53元/羽，环上周涨0.64元/羽。生猪养殖利润跟随猪价持续低迷，生猪外购仔猪养殖利润-1268元/头，自繁自养-259元/

图 14. 淀粉开机率及加工利润

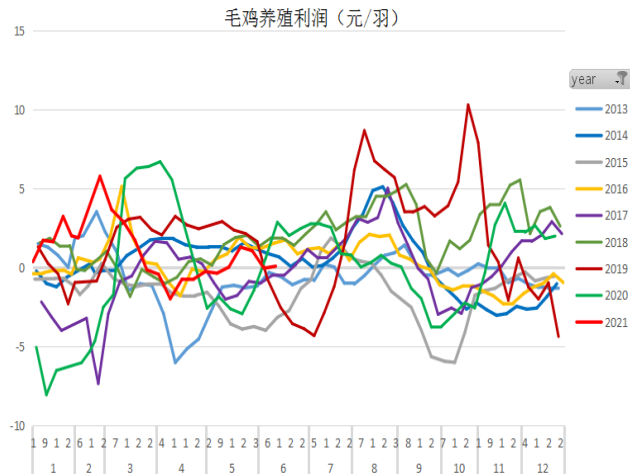
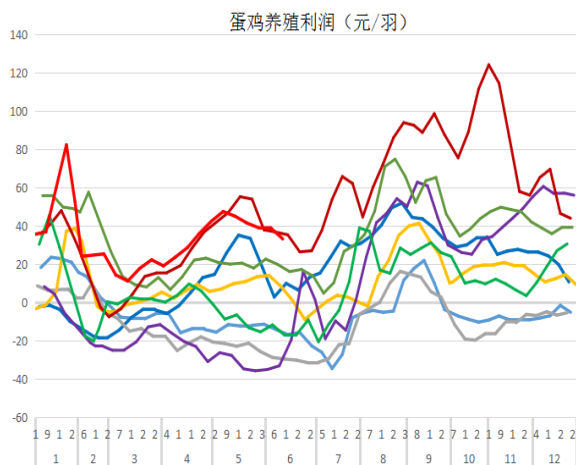


数据来源：我的农产品网、天下粮仓、优财研究院

图 15. 养殖利润



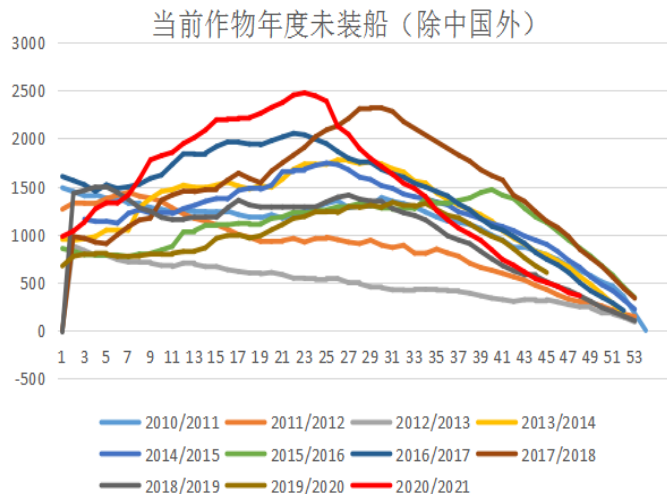
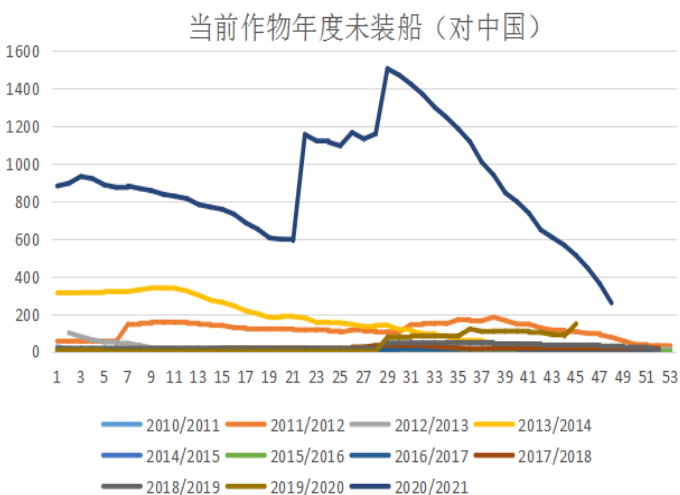
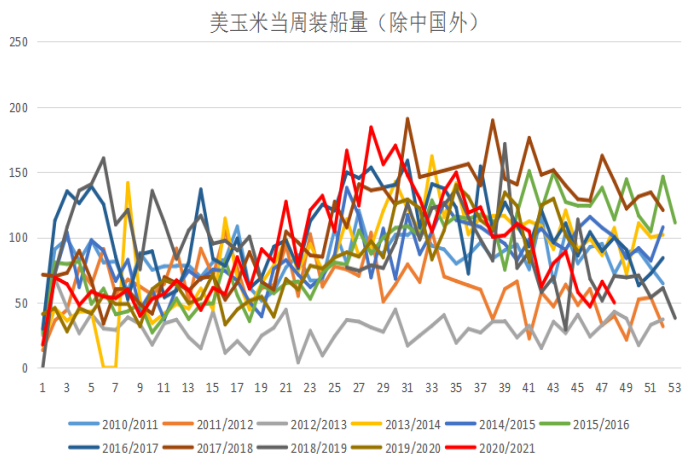
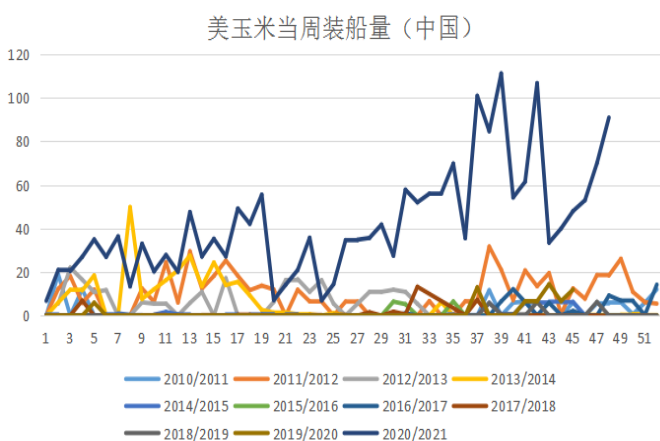
头。



数据来源: Wind、博亚和讯、 优财研究院

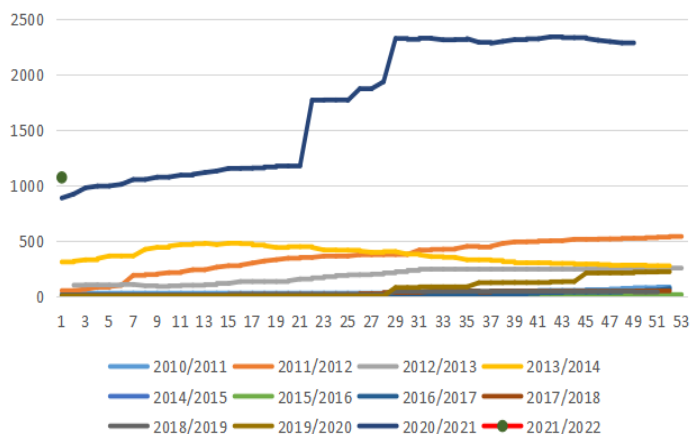
6、美玉米出口缺乏亮点，对华出口出现洗船

图 16. 美玉米出口情况（万吨）

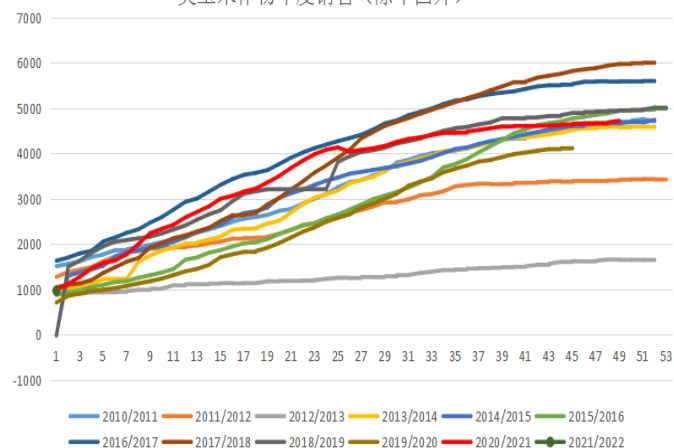




美玉米作物年度销售（对中国）



美玉米作物年度销售（除中国外）

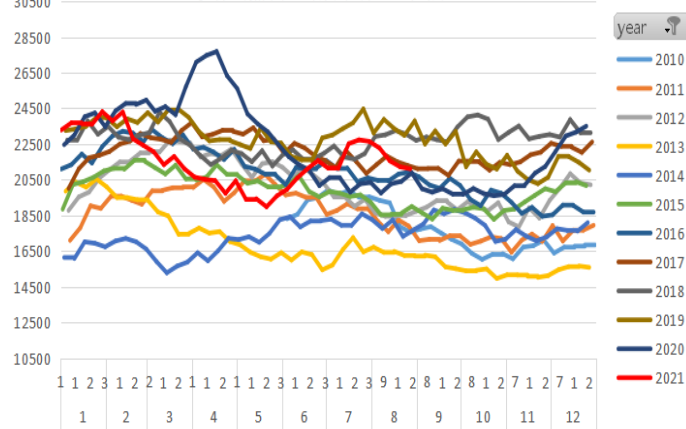


数据来源：USDA、优财研究院

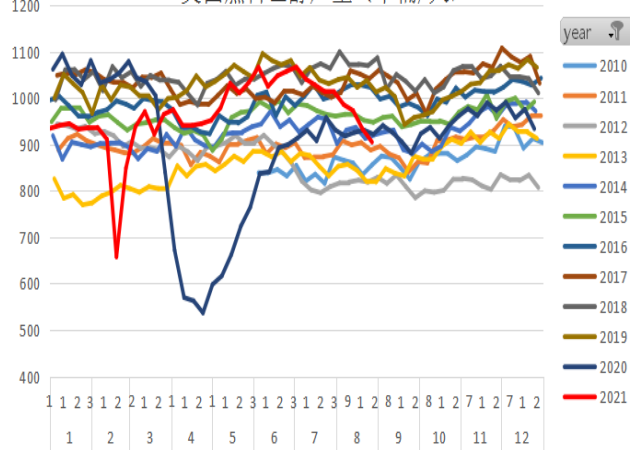
7、美国燃料乙醇消费维持高位，玉米原料库存低位限制产量

图 17. 美国燃料乙醇产量及库存

美国燃料乙醇库存（千桶）



美国燃料乙醇产量（千桶/天）



数据来源：EIA、优财研究院



五、总结及展望

USDA8月供需报告下调美玉米单产至174.6英亩/蒲式耳,远低于市场预期177.61英亩/蒲式耳,上月179.5英亩/蒲式耳,但同时上调旧作结转、下调新作出口。新作库消比升微降至8.5%,为近几年较低水平。不过8月中下旬美玉米中西部主产州干旱问题得到缓解,市场预期单产存在较大的修正空间。目前美玉米本年度供给端暂无大的利多支撑下,接下来更多可能会考验到新作的出口预期能否得以兑现,高价的美玉米对别国玉米及其他谷物的性价比也在降低,美玉米需求下降可能是外盘面临的潜在利空。

国内基本面来看,短期中下游仍处在去库存阶段,市场买货不积极。国内玉米短期新作上市及定向小麦投放供应较为充足,进口玉米拍卖、国产小麦及内贸玉米现货价格整体呈现阴跌。玉米下游利润转差后对上游承接能力显著下滑,终端消费短期预计难有起色。但边际上外盘带动进口成本上涨令国产玉米的替代边际大幅抬升。新作上市前,中下游存在继续抛货去库存的可能性。但中期来看,国内国内供需还在趋紧,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,国内玉米期价可能还未见顶。

操作上,近期由于上游库存积压叠加新作上市预期较强单边谨慎偏空,中期我们建议等待新作上市预期充分释放后,逢低买入远月玉米期货或看涨期权,长线考虑买国外抛国内跨市场套利。关注主产国玉米生长季的天气情况及我国储备政策。

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！