



2021年5月29日

月度报告未及预期，内外盘共振回落

内容提要

5月份内外盘玉米期价整体呈现冲高回落，全月前高后低。USDA 供需报告不及预期成为市场转弱的直接驱动，此后美国及巴西主产区天气改善，让市场阶段性利多出尽，促使美玉米高位回落；国内期价除受外盘拖累外，国常会连续喊话大宗商品上涨过快，并点名玉米，也让国内亢奋情绪降温，连盘玉米应声而落，但主力合约 2109 仍未跌破 4 月份低点，同时，玉米现货呈现温和回调，表现较为坚挺。

国内农民在 5 月底播种期间余粮基本售罄，但基层调研认为产地仍有贸易商待售余粮四到五成。供应上，东北产地玉米余粮叠加小麦、陈化水稻拍卖出库，国内整体供应较为充裕。需求上，饲料企业在 5 月初有小幅补库，带动港口内贸玉米库存下降。另一端深加工，尤其淀粉加工企业对于国产玉米仍存在一定刚性需求，行业开机率至月中连续反弹，但同比仍处于低位，当前现货加工利润低迷，部分企业希望限量保价，叠加成品库存压力偏大，因此深加工端存在刚性补库意愿，但力度远不及一季度。国内玉米在 5 月份整体维持供需两弱，产地积极挺价，销区被动随用随采的僵持局面，现货难涨亦难跌。

美玉米 5 月份供需报告整体不及预期，中性偏空。报告下调旧作结转库存至 12.57 亿蒲式耳，下调力度低于市场预期；同时首次发布新作供需平衡表，播种面积延续 3 月底报告的 9110 万英亩，同比增加 30 万英亩，但市场认为新作面积还有 200-300 万英亩的上调空间，报告下调新作出口预期，使得新做的结转库存至 15.07 亿蒲，高于去年的 12.57 亿蒲，超出市场预期。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%，后面大概率还有上调空间；随着欧美疫情好转，长期看工业消费持续恢复，明年美玉米库消比很可能维持低位；只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。

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

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

综上所述，短期外盘在美国旧作见底，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。新作的播种面积存在较大的不确定性，倘若最终面积在 9450 万英亩甚至更高，那么将带动库消比回到 15%以上，远高于当前作物季度的 8.45%。因此期价上，美玉米远月对近月已经出现大幅贴水，也反映出这一担忧。

国内玉米在外盘玉米大幅拉涨之后，下方替代边际逐步抬升。进口成本来看，不加增贸易关税，旧作美玉米至南港成本已突破 2600 元/吨，美国高粱更是出现倒挂，达 3200 元/吨。同时，近期国内逐步新麦上市，旧作投放停止，国内麦价出现反弹，这都使得旧作玉米价格重心上移。不过从年度供需平衡表来看，国内替代谷物新增供给已经超过 7100 万吨，超过年度 6000 万吨的产需缺口。而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，只是下方边际相应抬升。整体宽松的局面，或许需要国产玉米价格继续回落，才能刺激新的需求。

操作建议：

单边谨慎偏空，持有远月买玉米抛淀粉套利。

风险提示：

国家储备政策、天气、中美关系、非洲猪瘟。

一、中国玉米供需平衡表

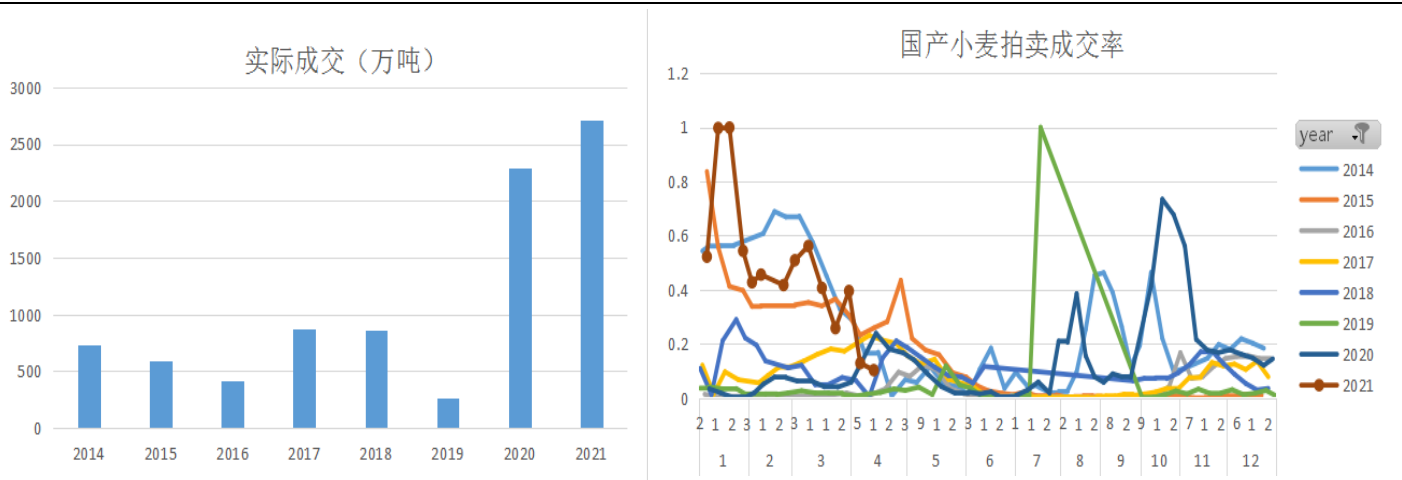
国内平衡表本月未做大幅调整，结合草根调研，上调全国新作播种面积至 4300 万公顷，同时，单产恢复共带动产量同比增加 2620 万吨。本作物年度自 2020 年 10 月以来，谷物整体供给增量已经弥补年度缺口：主要在于国产小麦拍卖成交同比大幅增加，以及陈化水稻陆续投放。截止 5 月末，国产小麦共成交 4260 万吨，高于上一作物季度的 870 万吨，新增约 3390 万吨流入饲用；进口美玉米已装船 1275 万吨，高粱及大麦合计 1200 万吨，已采购美玉米仍有 1008 万吨未装船；陈化水稻共定向成交 1648 万吨，一次性储备及临储剩余投放 380 万吨。新作物季已形成新增替代供给折算成玉米超过 7100 万吨，这一数字已超过我们对年度缺口的预期，且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

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

二、美国玉米供需平衡表

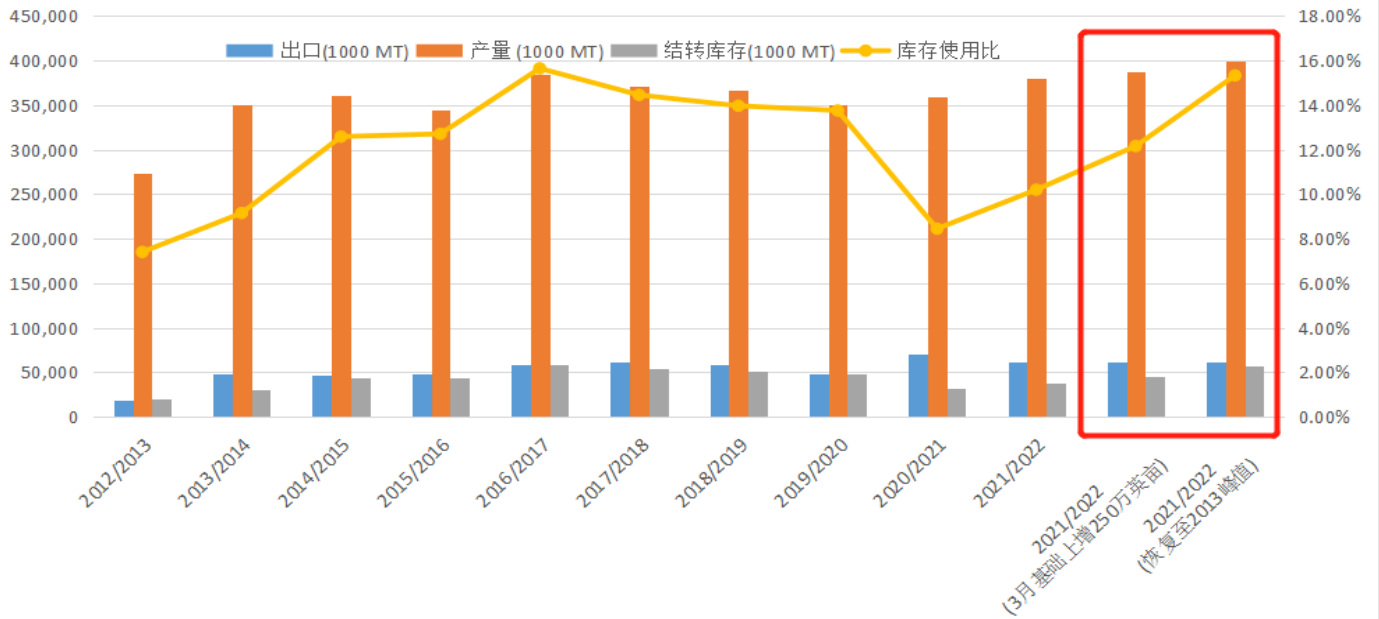
当前美玉米旧作结转库存已经十分偏低，按照 USDA 5 月份的供需平衡表，旧作库消比为降至 8.45%，已经接近 2012 年的水平。新作出口下降，结转库存上升至 10.21%。新作市场关注的焦点在于新作的种植上，市场普遍认为播种面积会超出 3 月的 9114 万英亩的预期，因此，6 月底最终的面积报告仍有调整空间。我们对美玉米的平衡表进行三种情景假设，主要是播种面积存在较大变数，如果美玉米维持当前的国内需求和出口。第一，按照三月底的面积报告，无疑新作增产幅度十分有限，对应新作美玉米的库消比在 10.21%，新作仍然较为紧张；第二，如果按照当前市场预期，4-5 月份美豆对美玉米比价持续走低之后，市场预期美玉米播种面积将有可能在三月的基础上上调 250 万英亩，产量同比增加 2700 万吨，对应的库消比在 12.16%，和 14/15 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 3980 万吨，对应库消比在 15.34% 和 16/17 年相当。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	2021/2022 (3月基础上增 250万英亩)	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	33,791	34,040	35,400
期初库存(1000 MT)	25,122	20,859	31,292	43,974	44,123	58,253	54,367	53,709	48,757	31,928	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	380,764	387023.07	398958
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	413,327	421,999	433,934
出口(1000 MT)	18,545	48,790	47,421	48,229	58,270	61,935	58,423	48,262	70,488	62,233	62,233	62,233
饲料消费(1000 MT)	109,444	127,112	134,307	129,998	138,936	134,733	134,626	134,626	144,787	144,787	144,000	144,000
工业消费 (1000 MT)	153,529	165,890	167,530	168,846	174,892	179,237	176,919	173,109	162,441	168,029	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	307,228	312,816	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	31,928	38,278	45,766	57,701
Yield (MT/HA)	8	10	11	11	11	11	11	11	11	11	11.27	11.27
库存使用比	7.41%	9.16%	12.59%	12.71%	15.66%	14.46%	13.97%	13.76%	8.45%	10.21%	12.16%	15.34%



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，整体库消比较为健康，供应充足。根据 USDA 5 月份报告来看，2020/2021 年度全球库消比降至 21.27%，新作全球产量同比增加 6100 万吨，库消比升至 21.33%。结转库存上调至 2.9 亿吨，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，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。巴西第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



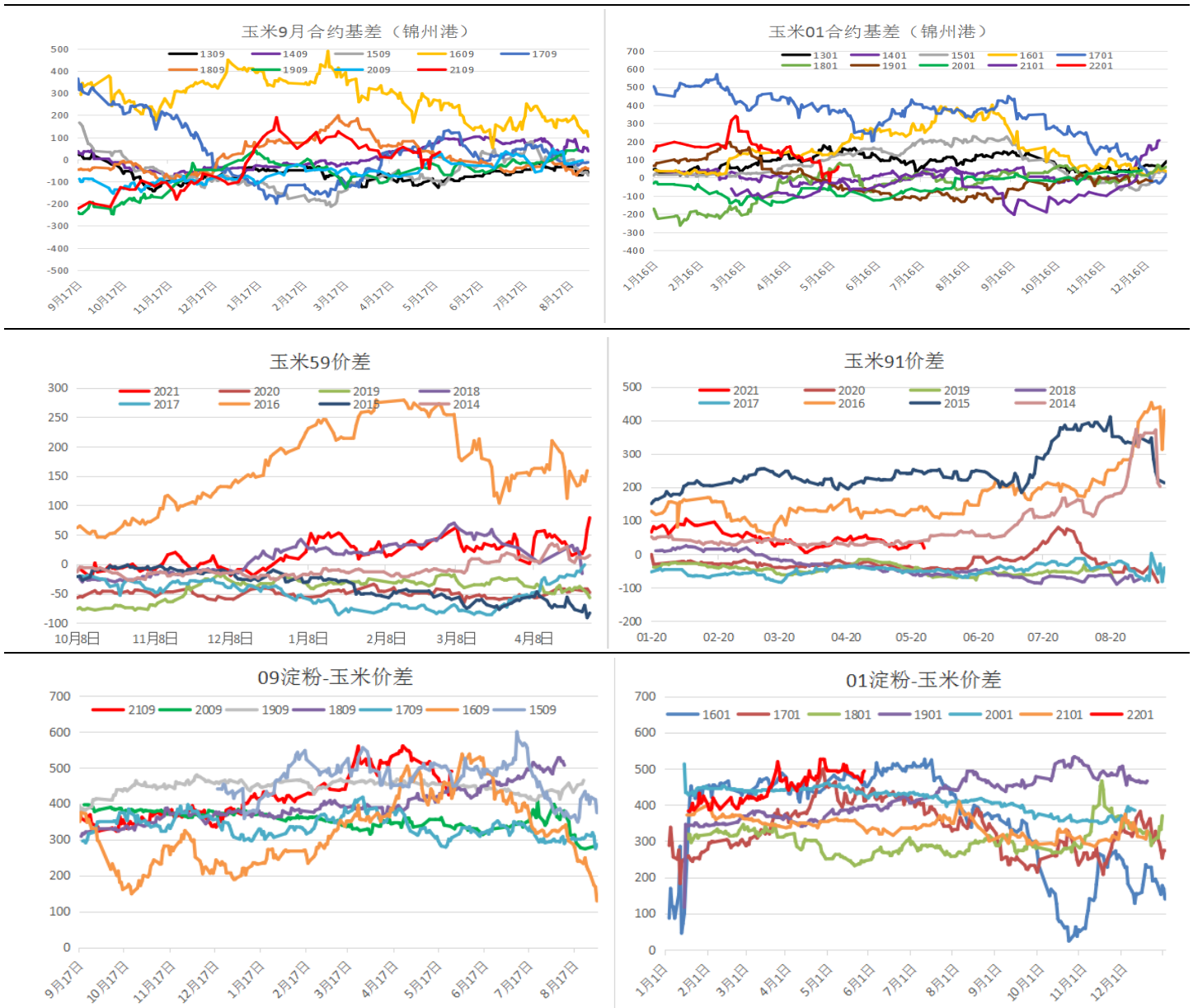
数据来源：USDA、优财研究院

四、国内玉米基本面数据

1. 国内期现货价格

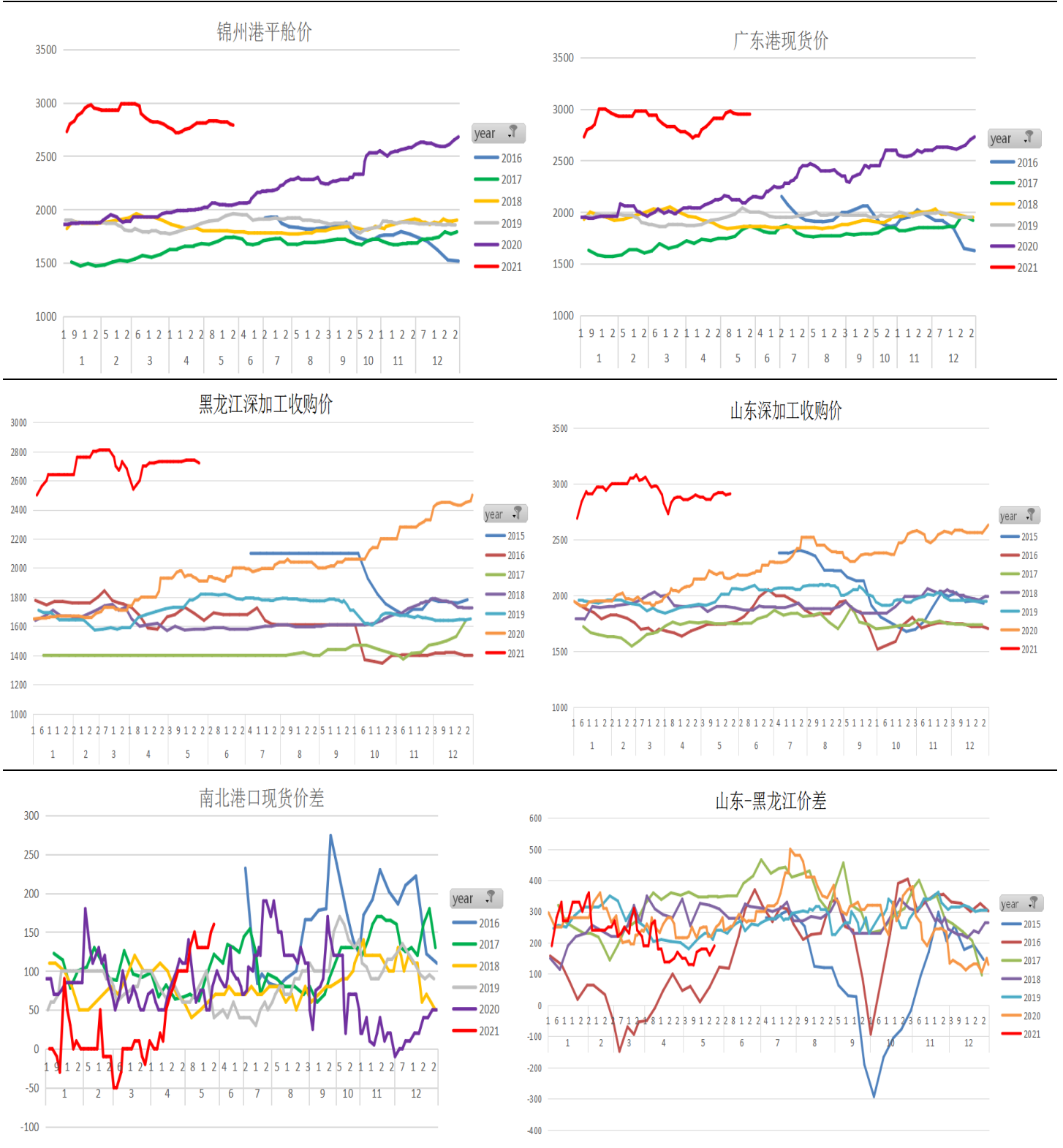
本月玉米期货 2109 合约持续反弹至前高附近，随机跟随外盘大幅回落，带动月差收扩基差走强，基差 09（34）、01（61），本月华北深加工到货量月末小幅反弹，全国现货互有涨跌，山东主流 2910 元/吨，环比四月跌涨 50 元/吨，北方港口主流价格 2800 元/吨，环比上月跌 20 元/吨，南方港口现货 2950 元/吨，环比四月涨 30 元/吨。

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



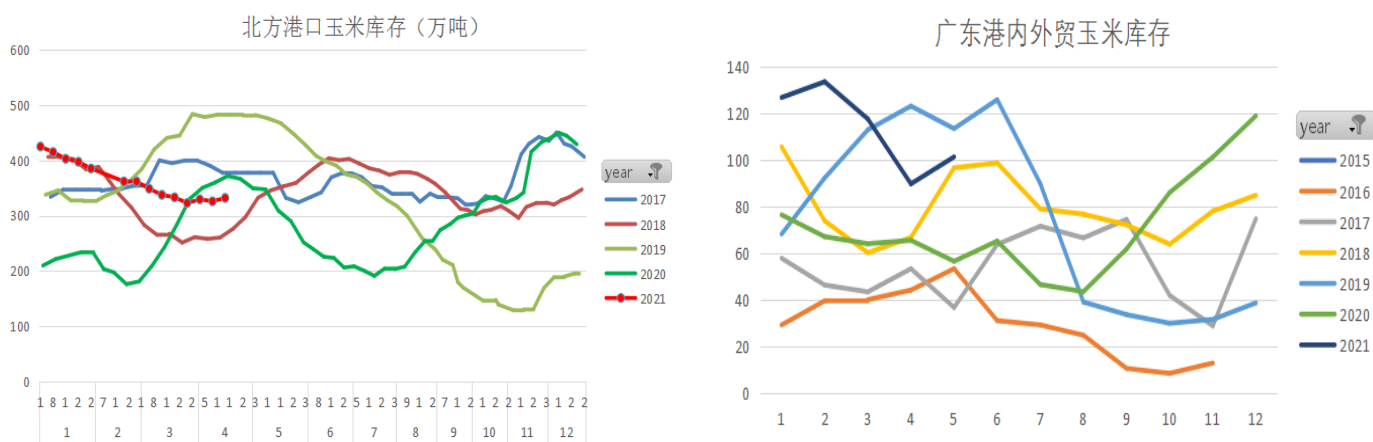
数据来源：天下粮仓、优财研究院

2. 中下游显性库及到货量

据我的农产品网显示，截止 5 月 14 日，北方四港总库存 312.9 万吨。据广东玉米数据网显示，截止 5 月 28 日，广东港口内外贸玉米 128 万吨。

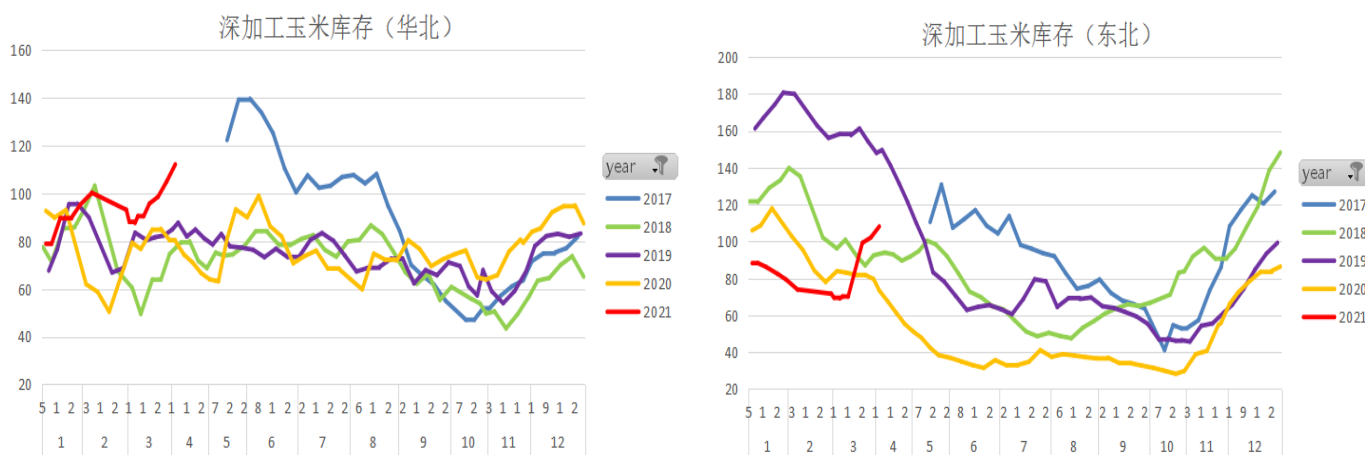
据天下粮仓显示，据国内同口径 56 家深加工企业 21 年第 16 周玉米库存为 265.6 万吨，较上周的 265.6 万吨减少 6.74 万吨，降幅 2.54%，较去年同期的 196.1 万吨增加 69.5 万吨，增幅 35.44%

图 8. 南北港口玉米库存



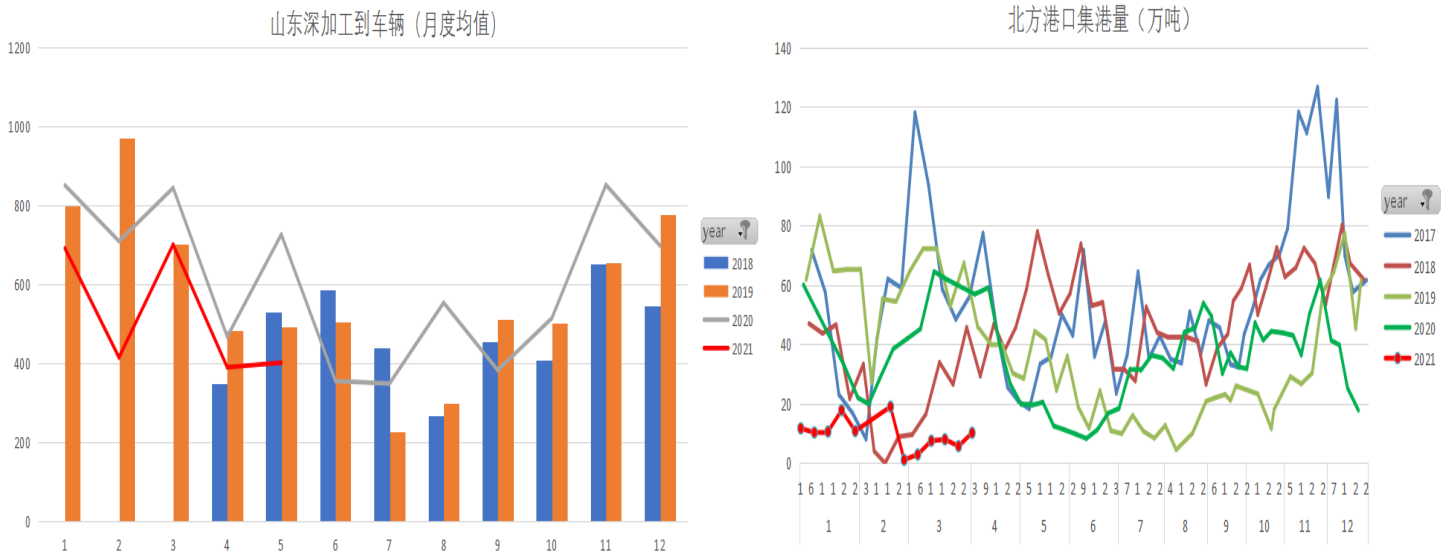
数据来源：我的农产品网、广东玉米数据网、优财研究院

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

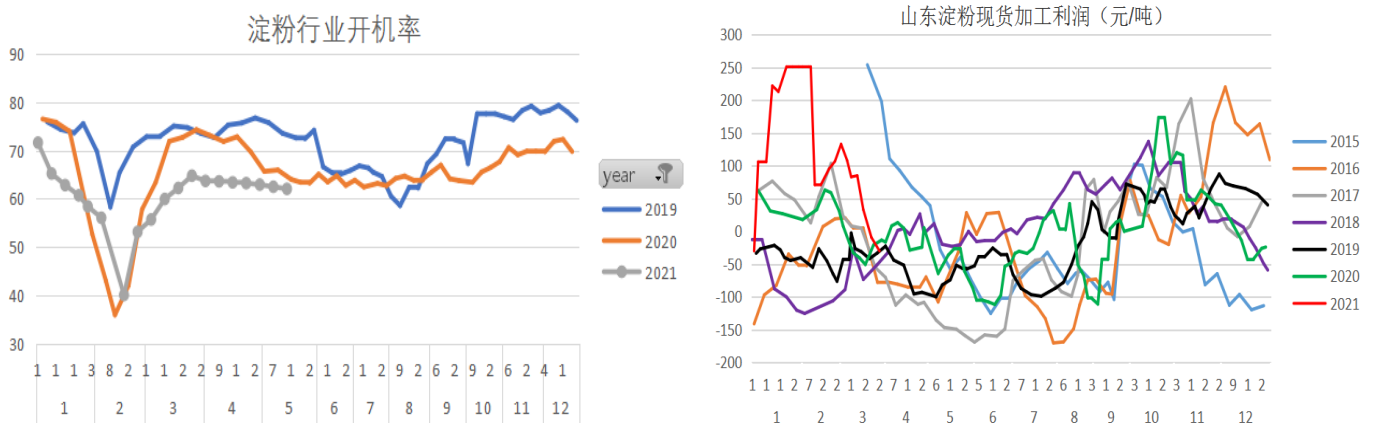


数据来源：粮好多 APP、天下粮仓、 优财研究院

3. 终端深加工及养殖情况

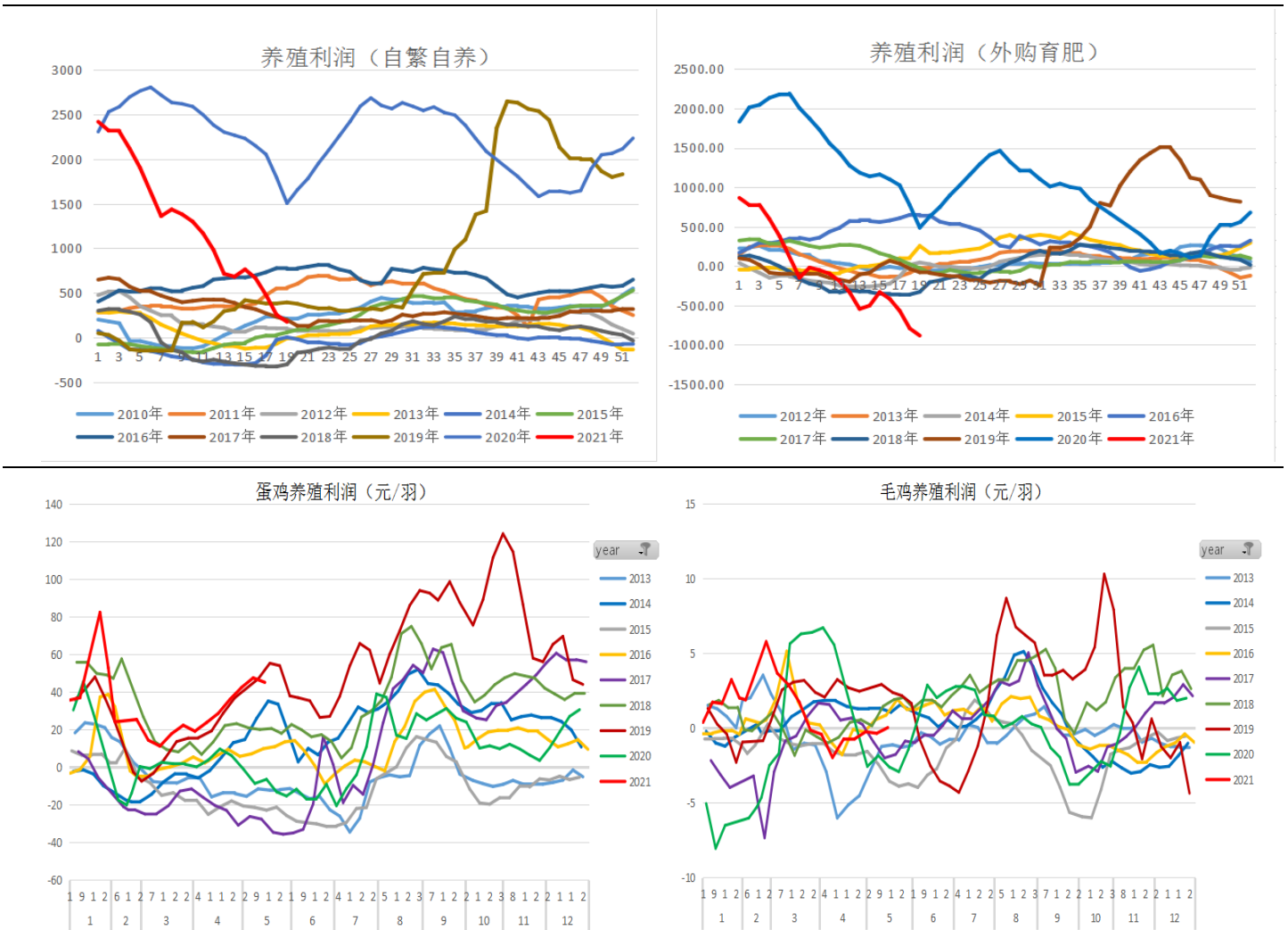
据我的农产品网数据显示，截止 5 月 14 日，淀粉行业开机率环比四月小幅回落，全国 66 家平均开机率 62.06%，环比四月降 0.36%，同比降 1.93%。据天下粮仓四月数据，行业利润整体走弱部分地区出现亏损，山东淀粉加工利润-74.08 元/吨，吉林 130 元/吨。养殖端，猪价持续下跌，外购育肥已出现亏损。禽类整体利润处在高位，截止 5 月末，蛋鸡养殖利润 41.55 元/羽，毛鸡养殖利润 1.3 元/羽，生猪养殖利润跟随猪价大幅下挫，生猪外购仔猪养殖利润-885 元/头，自繁自养 174 元/头。

图 11. 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 12. 淀粉开机率及加工利润



数据来源：Wind、博亚和讯、优财研究院

三、总结及展望

五月份最大的变化来自于外盘终于止涨回落，主要由于供需报告未及市场预期，其次美国及巴西主产区出现有效降雨令天气得以改善，这让美玉米阶段性利多出尽。但偏紧的供需格局下美盘也难有深度下跌。

国内整个饲料板块跟随外盘冲高回落，国内商品在国常会的喊话后，氛围也相应降温。基本面来看，国内玉米短期供应较为充足，因此现货整体波动不大。目前进口成本带动销区价格反弹让南北产销贸易流利润得以改善，供应端套现需求增加，贸易商在小麦上市后仍需要出货。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，替代谷物的大量增加或已经在逐步弥补年度产需缺口。但边际上外盘带动进口成本上涨令国产预期的替代边际大幅抬升。操作上，单边谨慎偏空远月，或择机入场买玉米抛淀粉套利。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！