



2021年6月20日

## 趋势难以延续 估值需要回归

### 内容提要

1、**期货预期已发生转变**。上半年国内玉米期现货价格冲高后出现较长时间宽幅震荡。对比国内农产品整体走势，玉米期价表现相对较弱，上半年农产品指数不断跟随外盘创出新高，但连盘玉米始终未破一月份高点。同时，连盘玉米月间价差在2016年临储取消后首次全部转变为贴水结构，预示着市场对于远期预期发生重大转变，供需的格局也由之前的强现实强预期，转变为现在强现实弱预期。

2、**整体谷物供应宽松，国产玉米供需双弱**。供应上，国内农民在5月底播种期间余粮基本售罄，玉米现货转移至中大贸易商，货权十分集中。同时，上半年进口玉米成本大增，国产新麦价格上涨，令玉米替代边际抬升，这也加重上游挺价情绪。当前现货价格跌至贸易商囤货成本，供给出现收缩，渠道库存虽高但市场可流通货源较少。需求上，整体表现未及市场预期。饲料企业在4月份有小幅补库，但对国产玉米需求有限。另一端深加工，淀粉加工企业加工利润上半年长时间低迷，部分企业开始限量保价，开机负荷已处在历史同期低位，国产玉米呈现供需双弱。不过当前作物年度整体谷物供应已经过剩，从2020年10月新的作物年度开始至2021年5月末，新增供超过7500万吨（其中国产小麦3500万吨，进口玉米1000万吨、高粱及大麦1200万吨，陈化水稻1800万吨，一次性储备及临储剩余投放350万吨）已经超过我们对新年度6700万吨的缺口预估。而当前玉米维持对其他谷物升水，边际新增供给仍未停止。

3、**美玉米结转库存再次回到5000万吨以上难度很大**。USDA5月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。美玉米旧作出口强劲，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，明年美玉米库存比很可能维持低位，结转库存再次回到5000万吨以上的难度很大；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。

4、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，玉米价格可能难以延续涨势，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，或许需要国产玉米价格继续回落，才能刺激新的需求，国产玉米估值或将重新回归。只不过全球商品普涨的情况下，也让玉米的定价中枢上移，进口及国产小麦价格上涨令玉米的替代边际抬升。

### 操作建议

单边谨慎偏空，套利买国外抛国内

### 风险提示

国家储备政策、北半球天气、中美关系。

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

## 一、中国玉米供需平衡表

此前，我们在月报及季报中已经进行过测算，本年度产需缺口已经得到补充，并且出现大量结转。自 2020 年 10 月以来，增量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 6 月初，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 1522 万吨，高粱及大麦合计 1200 万吨，已采购美玉米仍有 797 万吨未装船；陈化水稻共定向成交 1840 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 7500 万吨，这一数字已超过我们对年度缺口 6500 万吨的预期，且当前边际供给仍未停止。

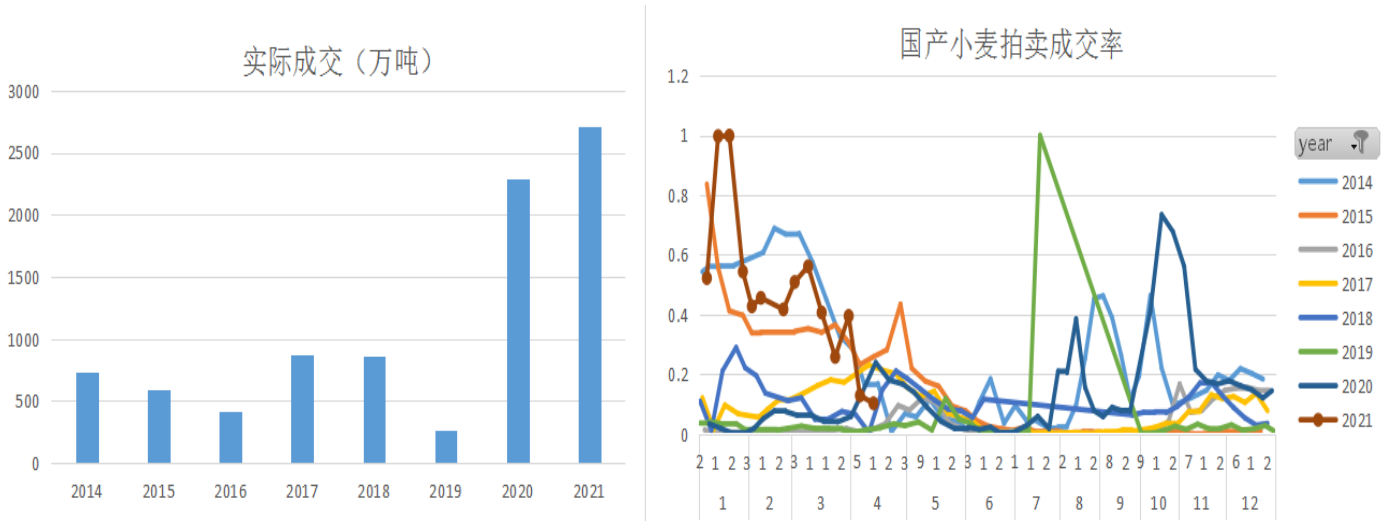
新的作物年度，东北地区春玉米已经全部播种，华北夏玉米也将开播。我们结合草根调研，上调全国新作播种面积至 4300 万公顷，增幅 7.5%，然后单产恢复性增长共带动产量同比增加约 2620 万吨。而需求端可能无法过于乐观，出于两方面考虑，第一，养殖端已经出现亏损，尤其生猪养殖利润大幅下滑，禽类目前尚未亏损，但是利润也很微薄，养殖继续扩产能的可能性较小；深加工目前已经开始大面积亏损，行业开机率也已经降到历史低位。第二，当期国产玉米仍然对其他谷物存在不小升水，使用性价比仍然最低。因此，新年度消费同比可能受惯性小幅增长，但是同比其他年份下滑，国内产需缺口仍然存在，但是可能不会太大，供需维持紧平衡状态。

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

图 4. 陈化水稻成交情况

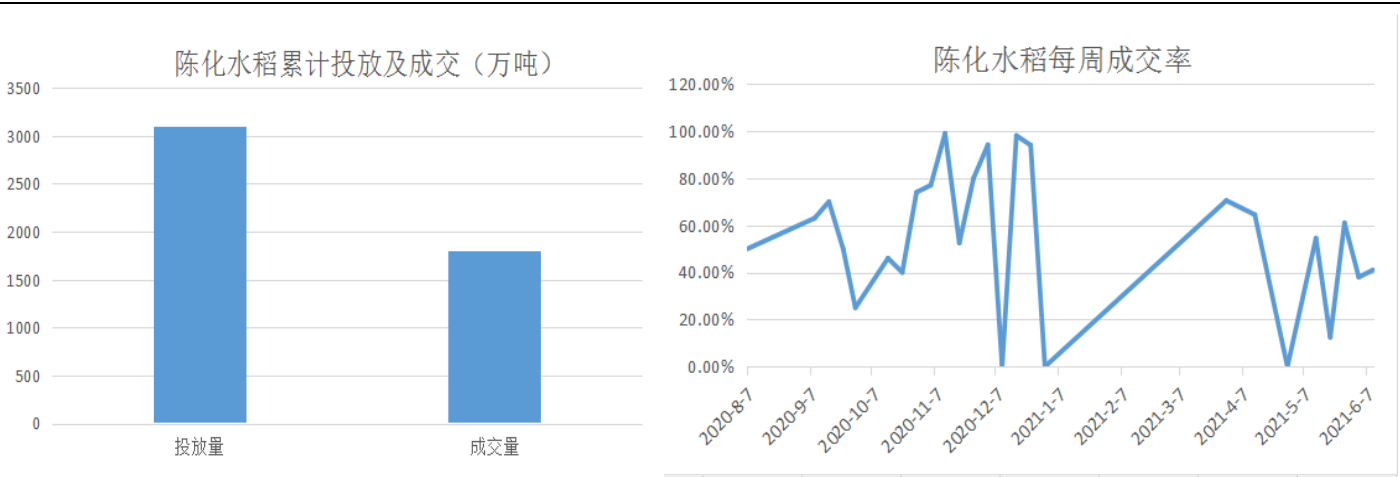
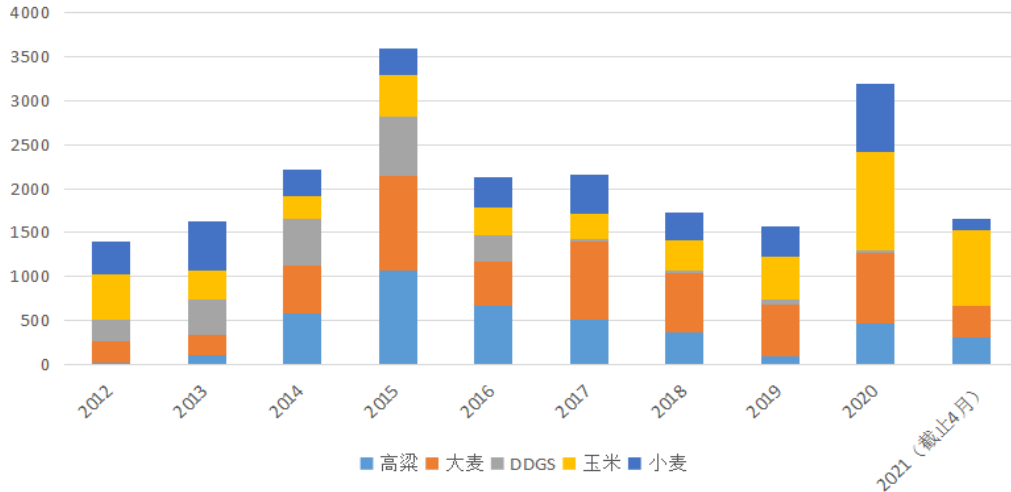


图 5. 玉米及其替代谷物进口情况



数据来源：海关总署、优财研究院

## 二、美国玉米供需平衡表

美玉米旧作库存紧张格局难改，按照 USDA 6 月份的供需平衡表，旧作库消比为降至 7.37%，已经接近 2012 年的水平。新作出口下降，结转库存上升至 9.19%。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。

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	28,118	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	409,517	421,999	433,934
出口(1000 MT)	18,545	48,790	47,421	48,229	58,270	61,935	58,423	48,262	72,393	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	164,346	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	309,133	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	28,118	34,468	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%	7.37%	9.19%	12.16%	15.34%
产量变化百分比	#REF!	28.60%	2.80%	-4.33%	11.37%	-3.56%	-1.30%	-4.44%	2.93%	5.69%		
单产变化百分比	#REF!	28.46%	8.06%	-1.49%	3.69%	1.09%	-0.09%	0.09%	0.80%	1.25%		
收获面积变化百分比	#REF!	0.11%	-4.93%	-2.88%	7.42%	-4.63%	-1.20%	0.09%	0.80%	1.25%		

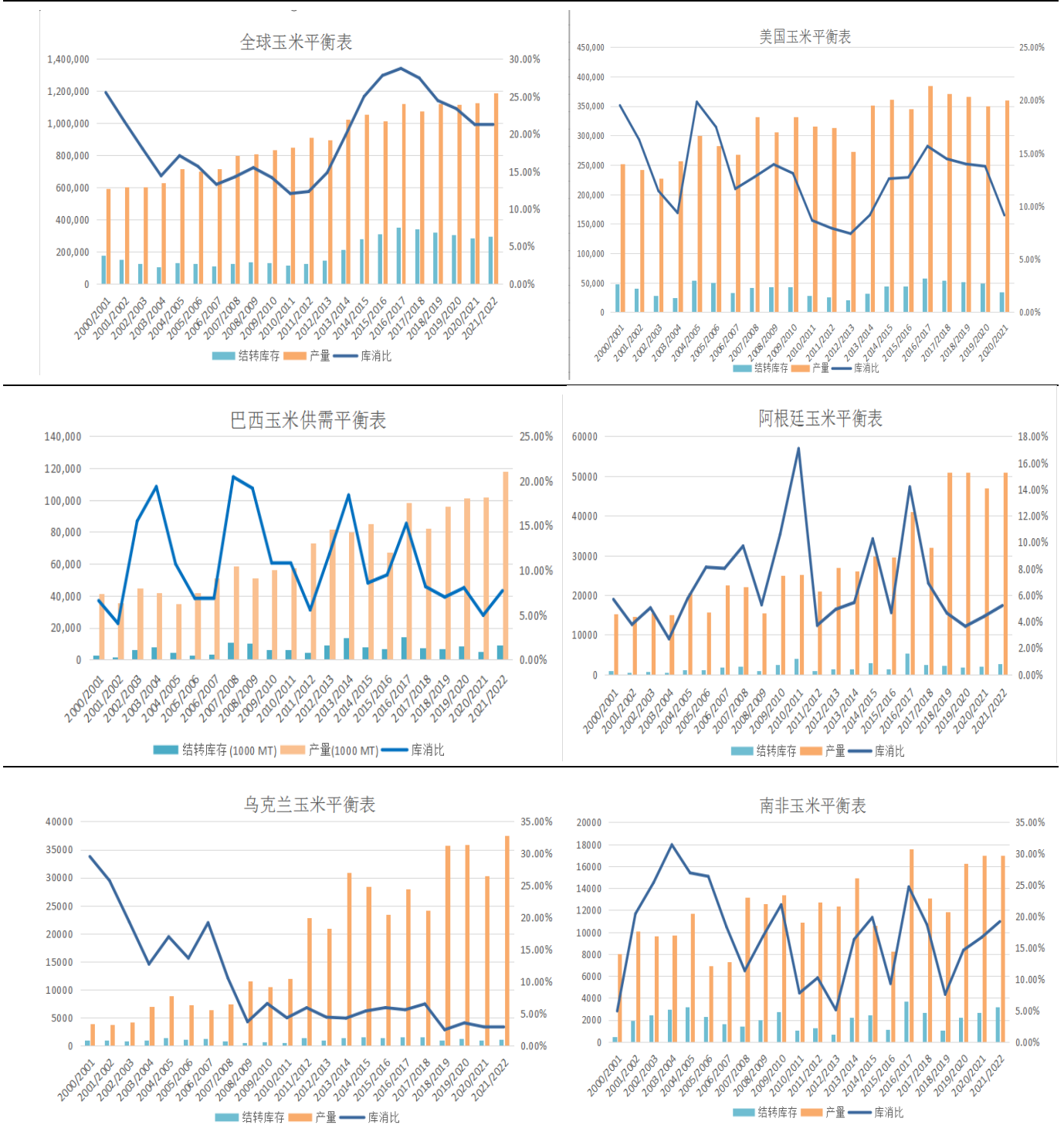
数据来源: USDA、优财研究院

### 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 6 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。巴西二期玉米存在天气担忧，但 800 万吨的减产幅度不足以改变全球的供需格局。

图 7. 国际玉米供需情况

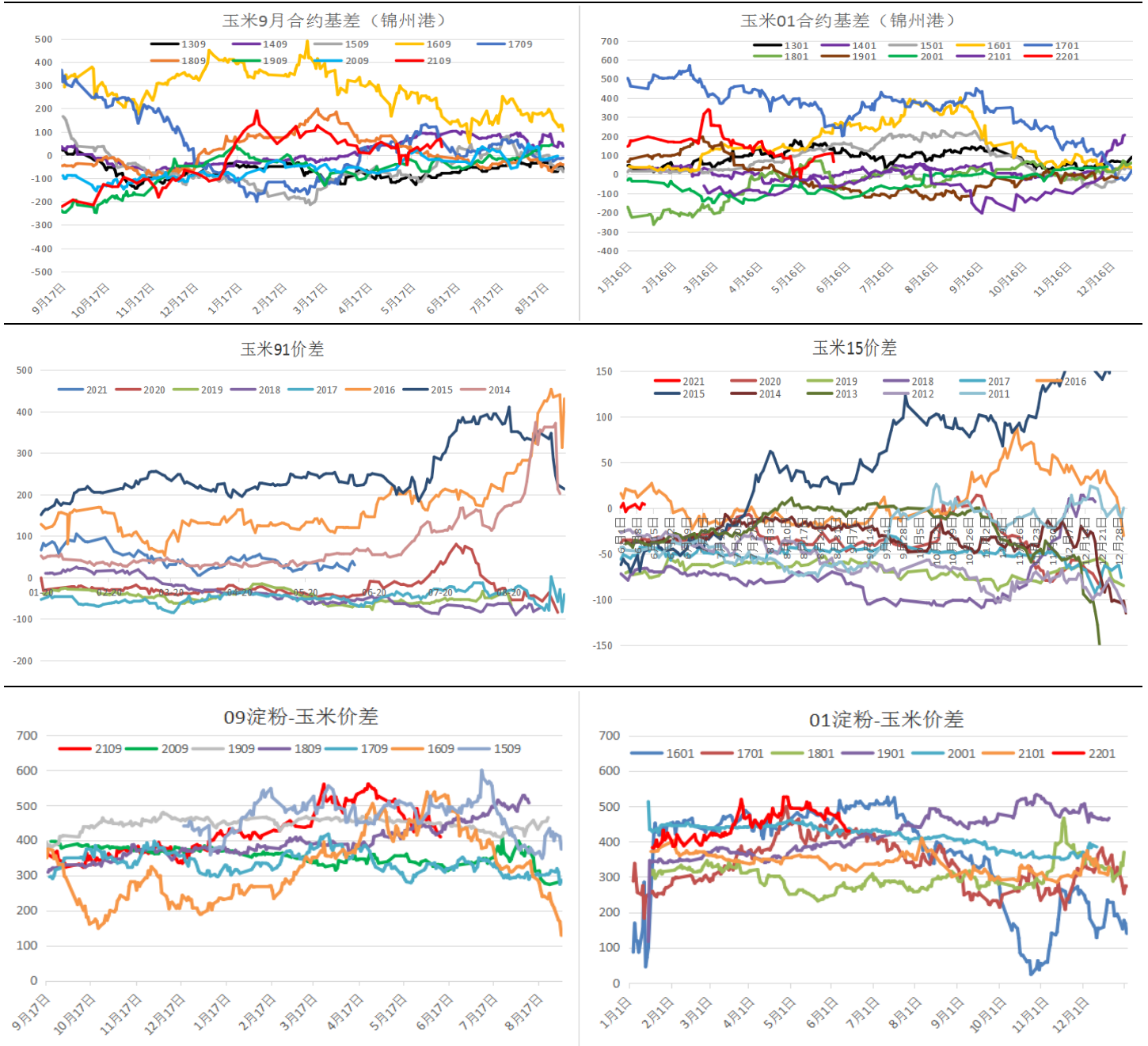


数据来源：USDA、优财研究院

## 四、基本面数据

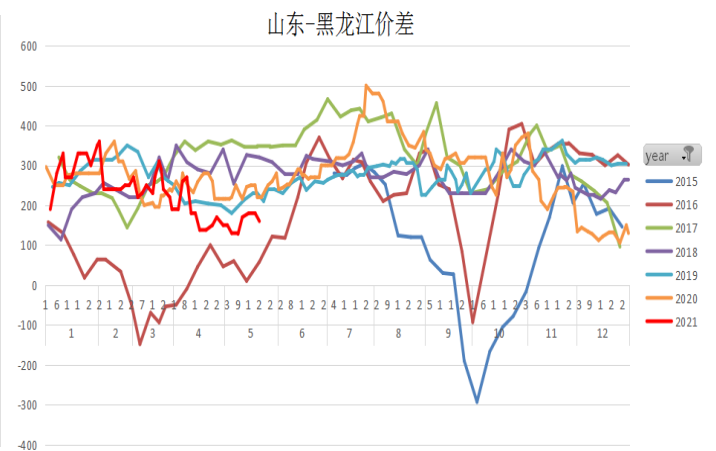
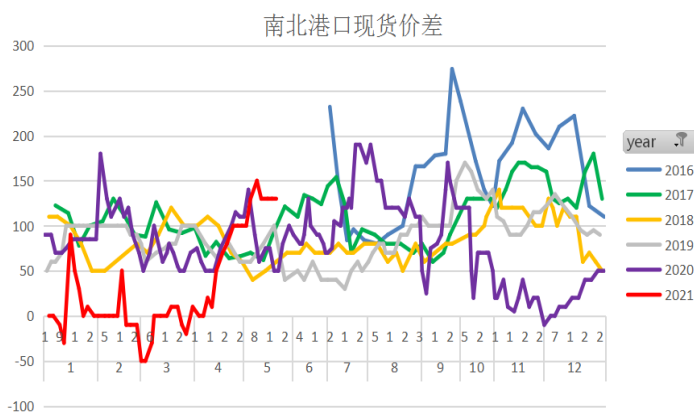
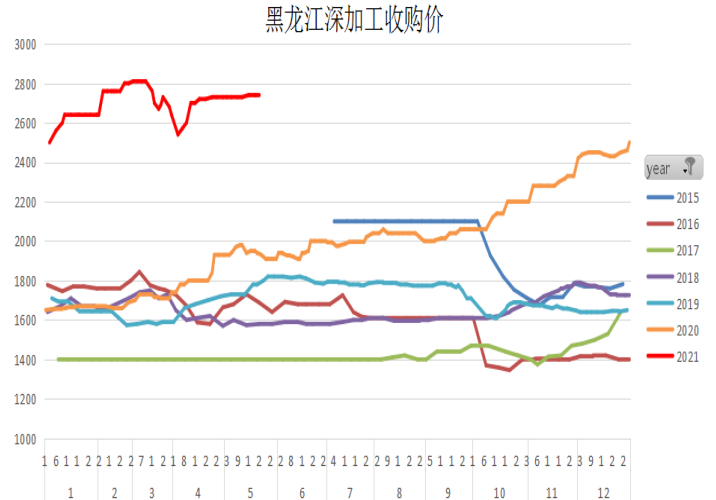
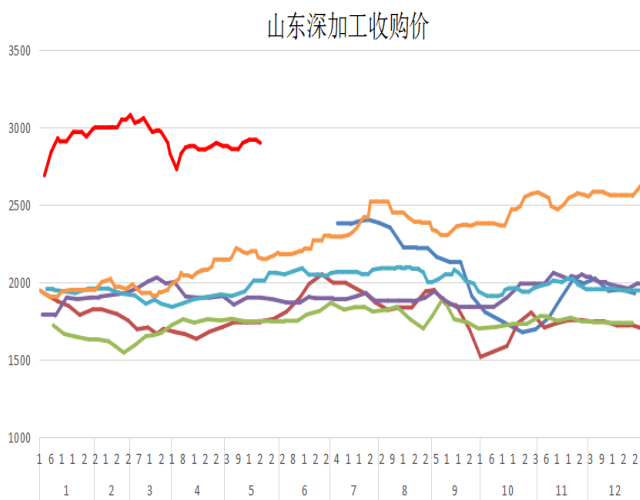
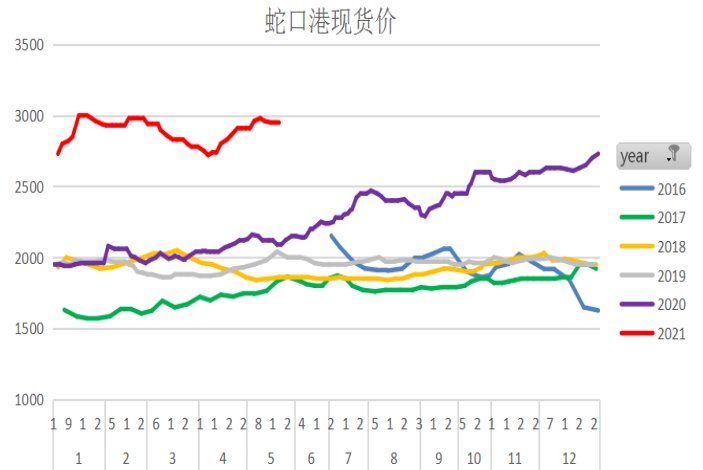
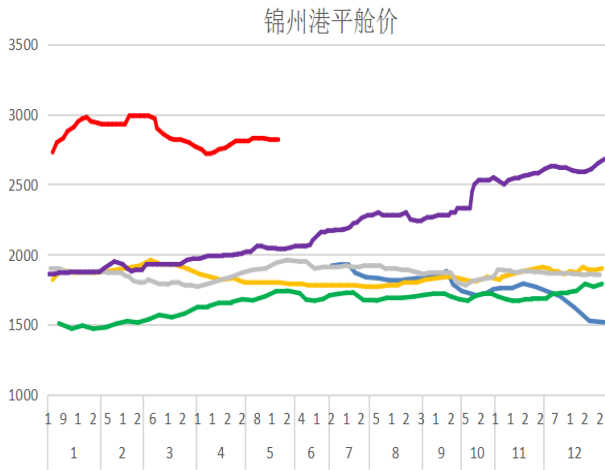
### 1. 上半年现货价格前高后低，期价始终维持对现货贴水

图 8. 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 9. 产销区现货价格及价差

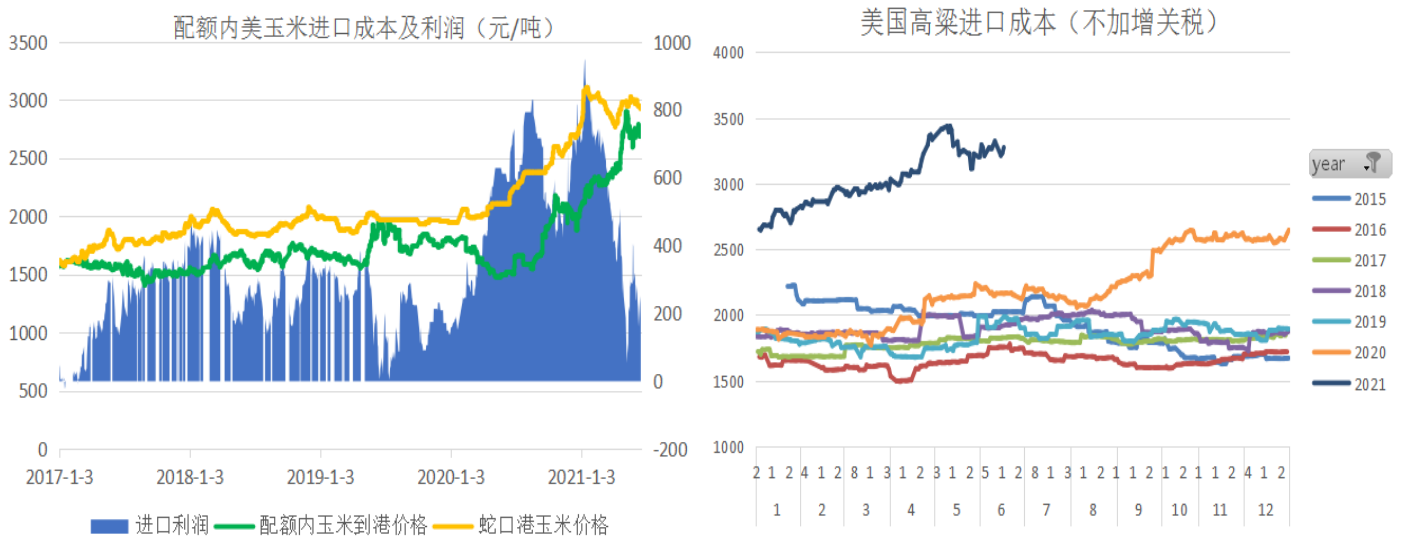




数据来源：我的农产品网、天下粮仓、优财研究院

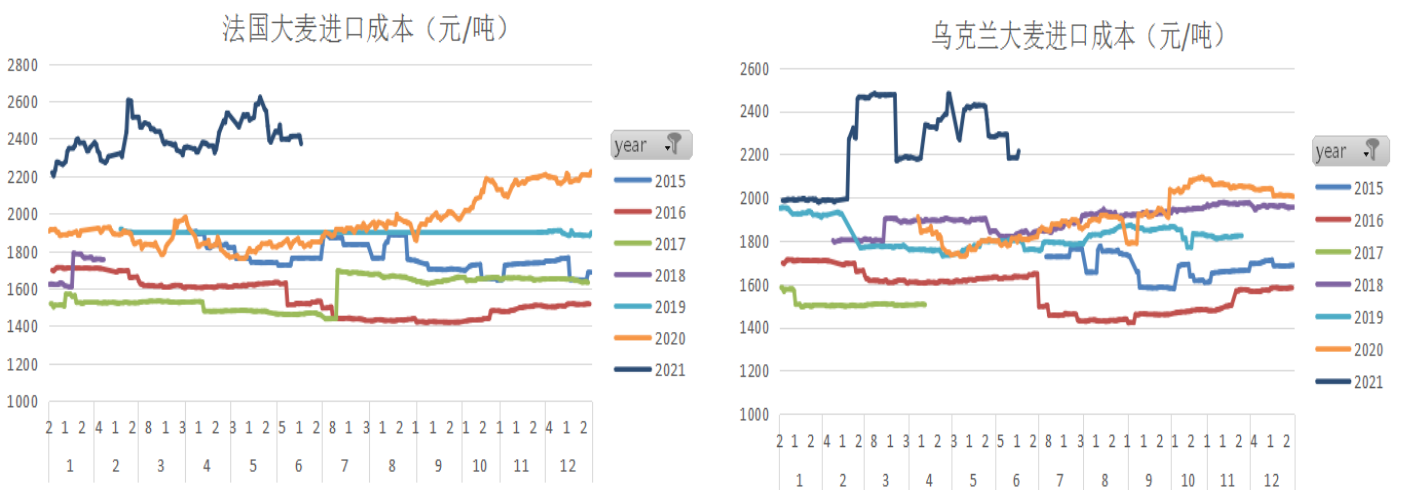
## 2、替代谷物对国产玉米价差收窄，但仍然存在较高替代效益

图 10. 美玉米及美国高粱进口成本



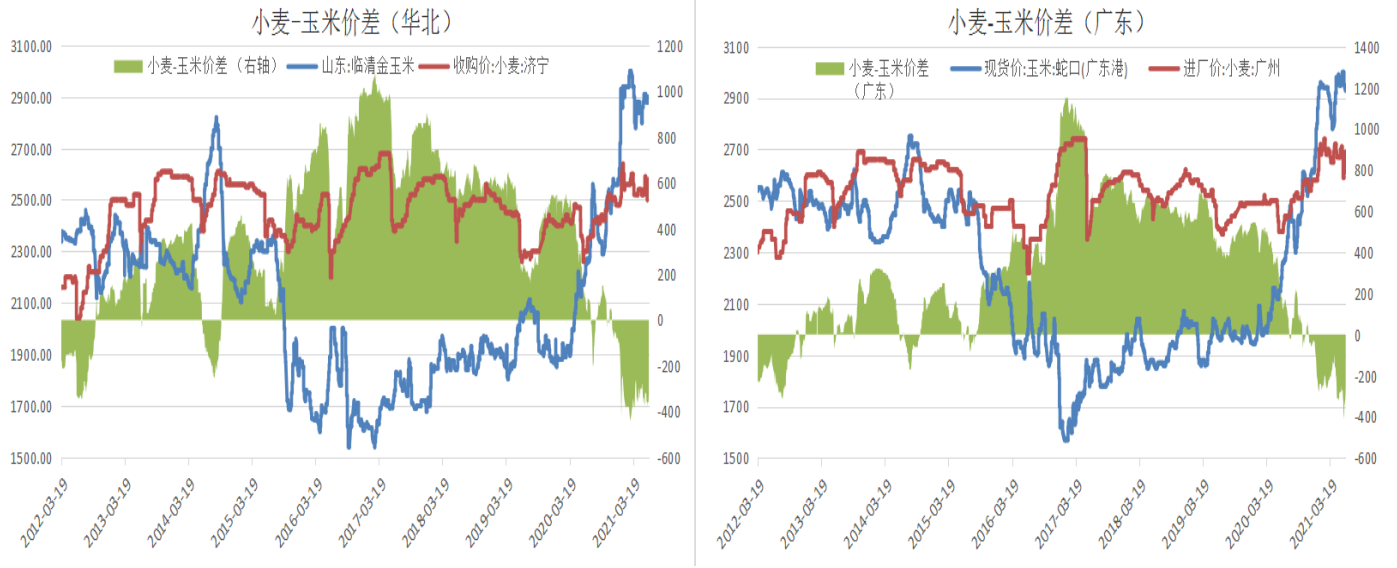
数据来源：彭博、Wind、优财研究院

图 11. 大麦进口成本



数据来源：彭博、优财研究院

图 12. 国产谷物间价差

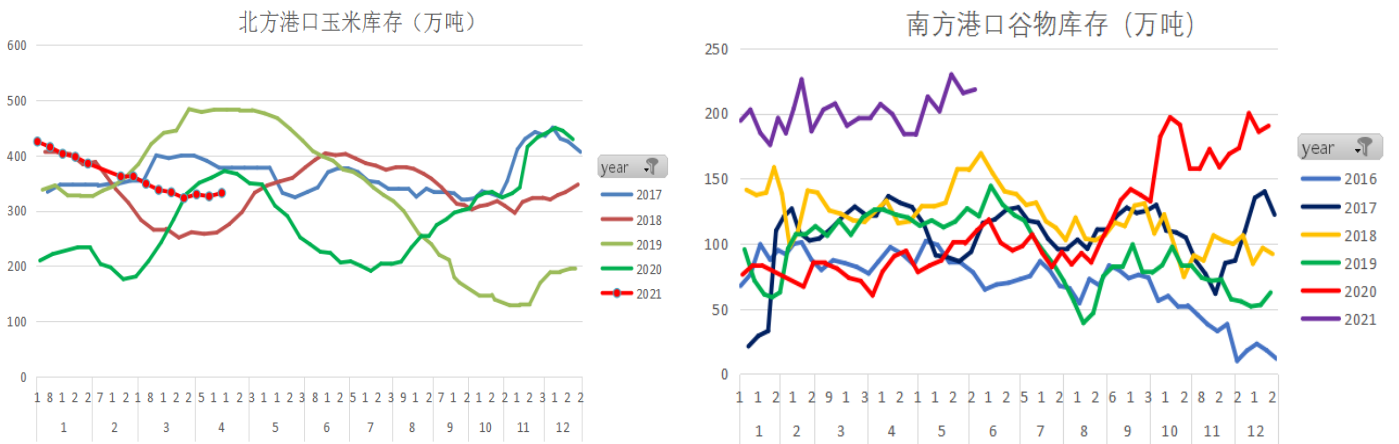


数据来源：国家粮油信息中心、Wind、 优财研究院

### 3、港口谷物总库存高位，但是内贸玉米库存持续下降

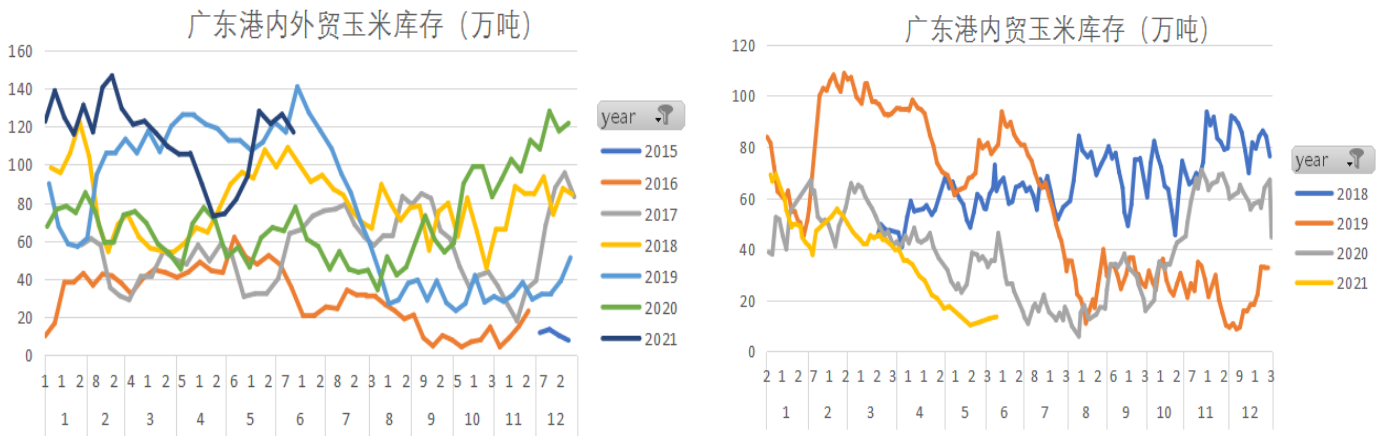
据我的农产品网显示，截止 5 月底，北方四港总库存 307 万吨。据广东玉米数据网显示，截止 6 月中，广东港口内外贸玉米 117 万吨。南港全部谷物库存 218.3 万吨，处在历史高位。

图 13. 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

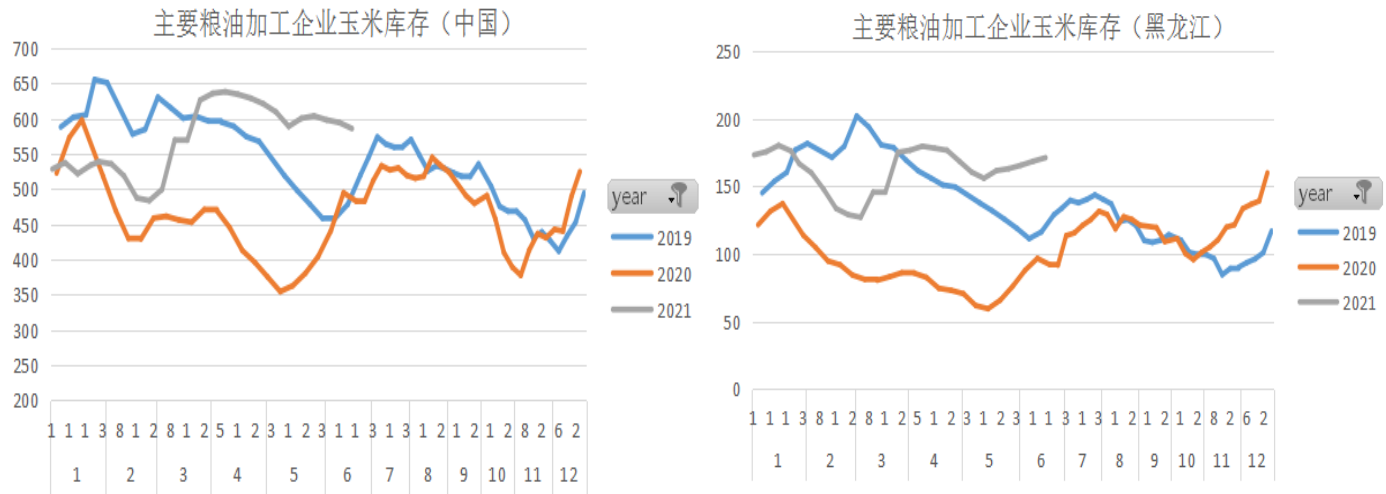
图 14. 广东港玉米库存

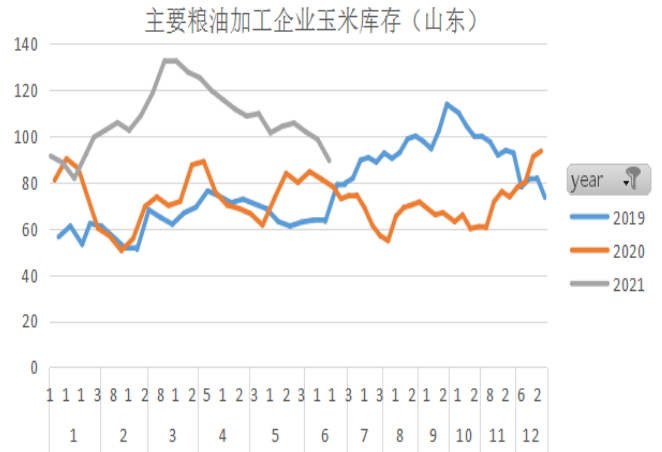
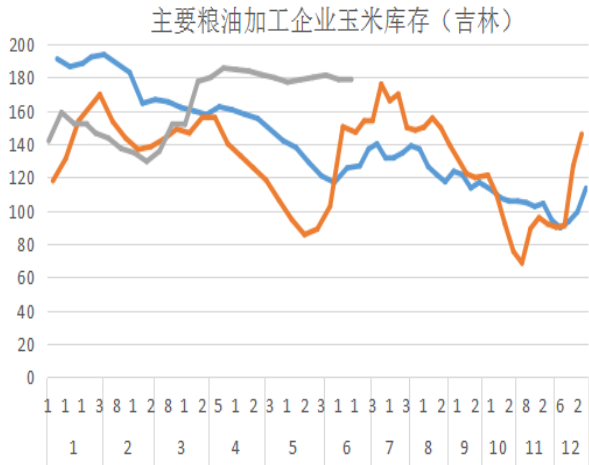


数据来源：广东玉米数据网、优财研究院

4、全国深加工企业玉米库存环比下滑，同比处在高位，华北地区库存偏紧

图 15. 深加工企业玉米库存



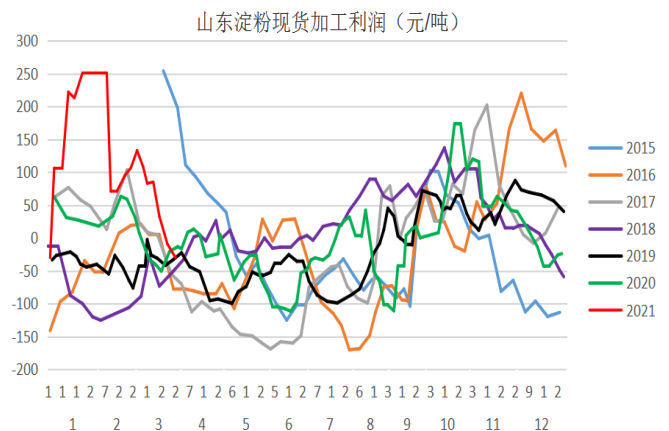
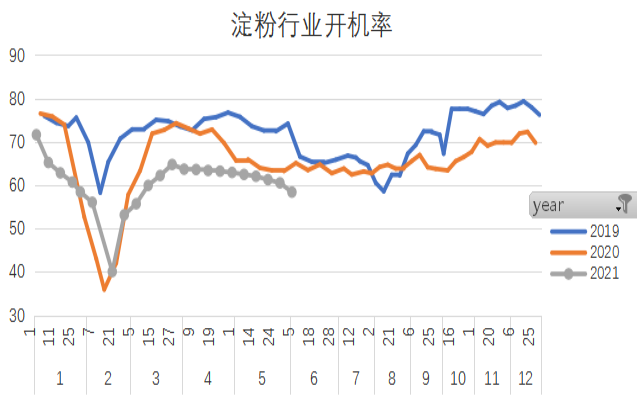


数据来源：我的农产品网、 优财研究院

### 5、玉米下游利润环比持续走弱，部分产业已经出现大面积亏损

据我的农产品网数据显示，截止6月11日，淀粉行业开机率小幅回落，全国66家平均开机率58.4%，环比上周跌2.97%。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。禽类整体利润高位回落，截止6月11日，蛋鸡利润33.26元/羽，环比上周跌5.71元/羽，毛鸡利润0.09元/羽，环上周涨0.13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-1320元/头，自繁自养-203元/头。

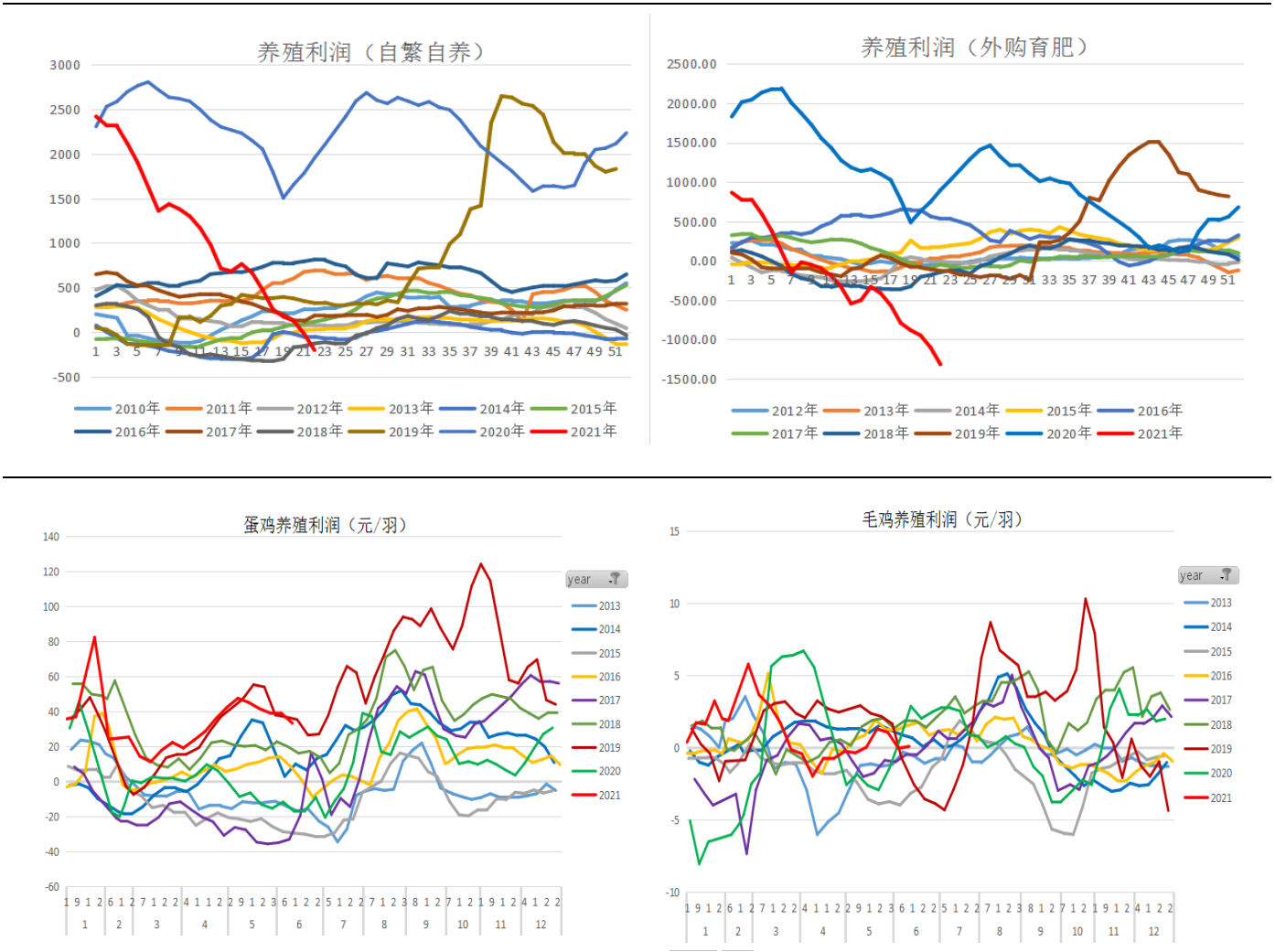
图 16. 淀粉开机率及加工利润



数据来源：我的农产品网、天下粮仓、 优财研究院



图 17. 养殖利润



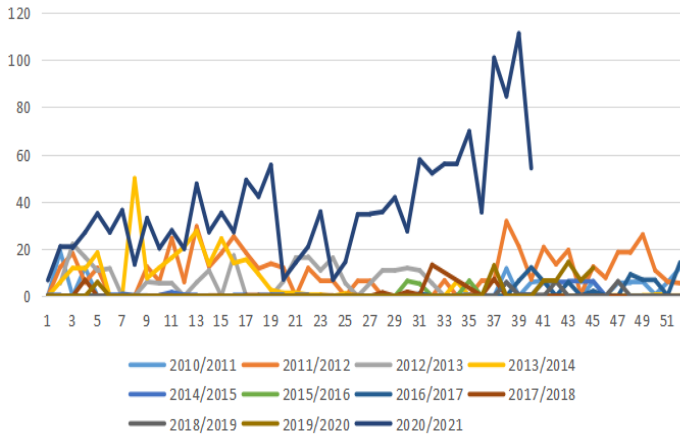
数据来源: Wind、博亚和讯、 优财研究院

## 6、美玉米出口维持强劲势头

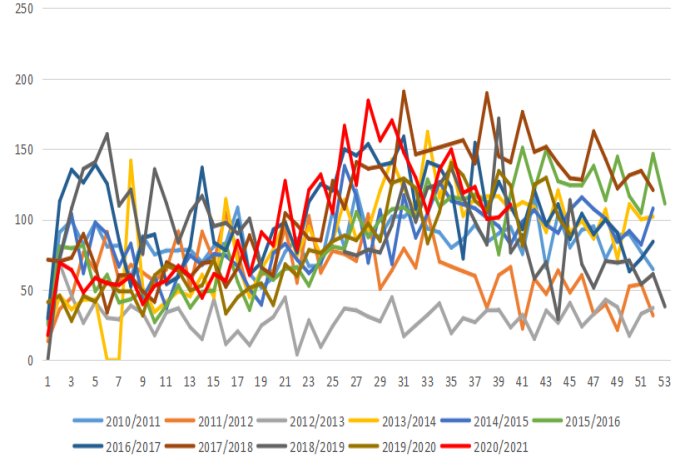
图 18. 美玉米出口情况（万吨）



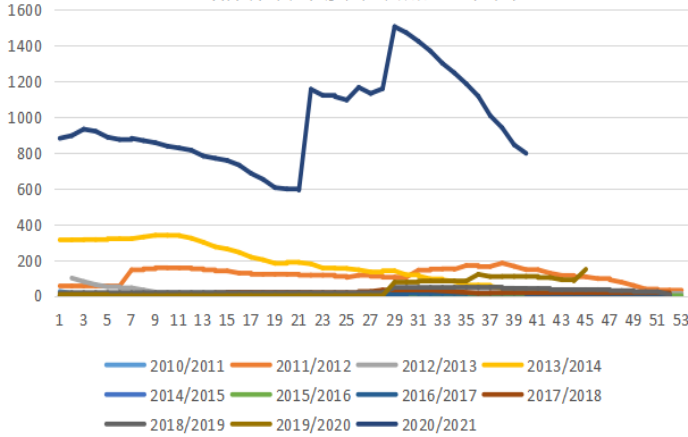
美玉米当周装船量（中国）



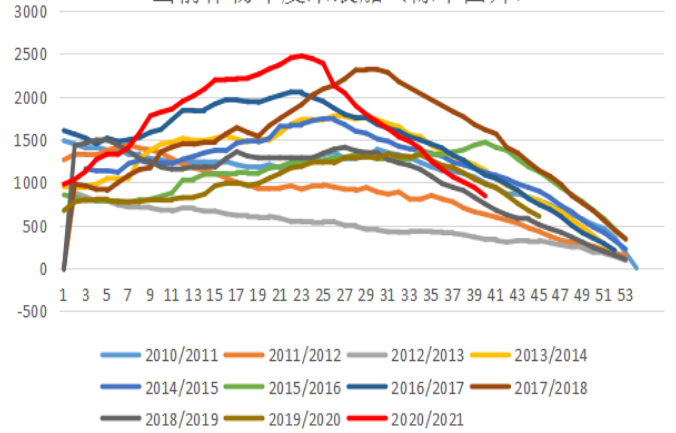
美玉米当周装船量（除中国外）



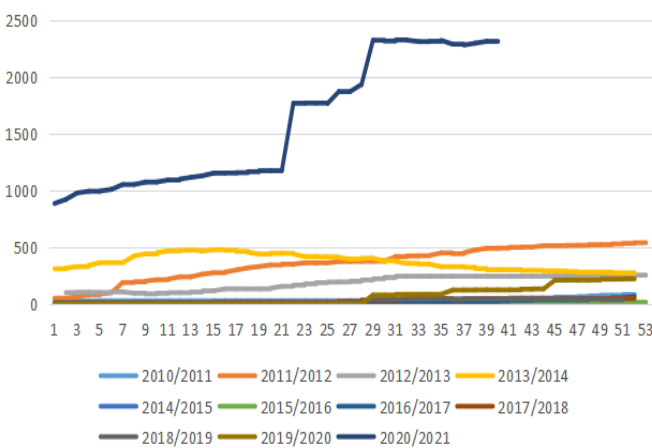
当前作物年度未装船（对中国）



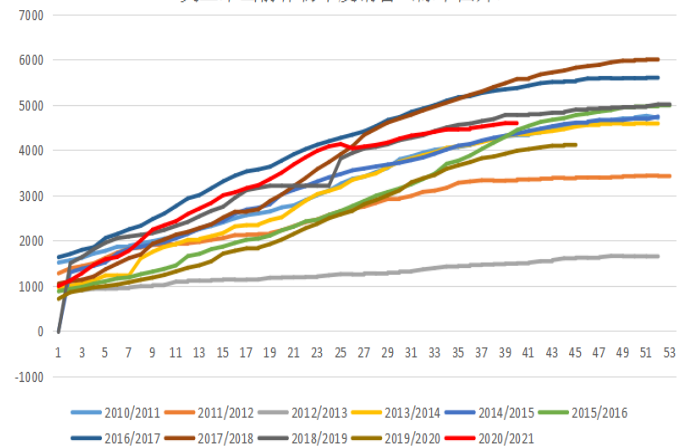
当前作物年度未装船（除中国外）



美玉米当前作物年度销售（对中国）



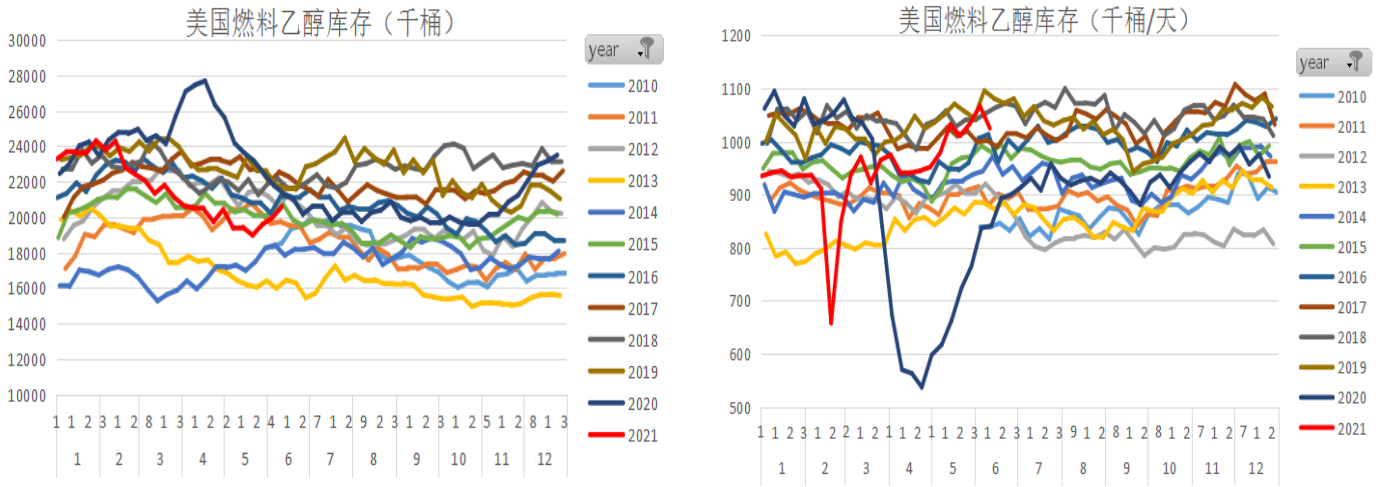
美玉米当前作物年度销售（除中国外）



数据来源：USDA、优财研究院

## 7. 美国燃料乙醇消费维持高位

图 19. 美国燃料乙醇产量及库存



数据来源：EIA、 优财研究院

## 五、总结及展望

本年度处在后疫情的特殊背景下，前期宽松的货币政策余温尚在，令市场反复炒作通胀预期，粮食安全仍然是全球范围内的热点话题。国内整体农产品在内外共振的情况下，开启了一轮上涨，对过去几年整体偏低的农产品价格完成了一波修复，国内玉米也是带动本轮上涨的主力军。

目前，我们基于平衡表的推演结合玉米偏高的绝对价格认为当前国内玉米期价可能缺乏趋势做多的价值，高的价格必将刺激高的供给。主要逻辑在于过去一年中下游经历了几轮持续补库，很多大的实体企业已经做好应对本年度没有临储投放的准备。同时，我们对乐观的平衡表推测，整体供需在进口及国内谷物双重补充下或许不会特别紧张；眼前在外盘缺乏持续利多支撑，国内玉米下游利润环比转差的情况下，玉米价格可能难以延续涨势，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，或许需要国产玉米价格继续回落，才能刺激新的需求，国产玉米估值或将重新回归。只不过全球商品普涨的情况下，也让玉米的定价中枢上移，进口及国产小麦价格上涨令玉米的替代边际抬升。当然本年度新作玉米播种面积无论是中国还是美国均难以实现大幅增长，玉米产量的瓶颈仍在，即将到来的天气市也需要重点留意。操作上，单边谨慎偏空远月，或择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！



