



2021年9月25日

## 等待产业链进入补库周期

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

•从业资格证编号 F3070864

•投资咨询编号 Z0015179

宋从志

•从业资格证编号 F3076601

邮箱 songcongzhi@jinxinqh.com



### 内容提要

三季度国内农产品延续涨势，文华农产品指数在8月份突破前高，整体强势未改。而国内玉米则在三季度延续较为流畅的下跌。玉米指数在9月份受新作上市压力预期影响，跌破前期高点；美玉米12月合约，在三季度的天气市里呈现高位宽幅震荡，绝对价格仍然处在高位。内外盘玉米在供应端缺乏利多题材的情况下，阶段性均在反映新作的丰收压力，行情驱动仍然向下。不过国内玉米在持续下跌的过程中已经逐步产生消费上的性价比，近月期价继续下跌空间可能也比较有限。对当前玉米主要逻辑我们总结如下：

1、**连盘玉米月间价差扁平，远期合约看涨信心不足。**第一，本年度国内玉米丰产已逐步得到确认，市场预期新作上市压力与陈作库存出库叠加，悲观预期下2201合约表现为对现货及远月合约的贴水。但2201合约仍然高于去年同期的开称价格，我们估算本年黑龙江租地种植户的集港成本在2350元/吨以下，因此01合约有继续反映新作开称价格低开的可能性，但下方空间可能不会太大。第二，远月合约09定价与05价格持平，下一作物年度缺口预期虽未证伪，但市场看涨的信心不足，主要在于明年存在继续增产的可能性以及养殖端需求的不确定性，同时收获季里远月合约短期也难有强的利多题材供市场交易，因此59价差预期短期难以扩大。

2、**本年度国内需求大幅超出市场预期。**本作物年度替代谷物整体供应并无明显减量，全部谷物供给增量接近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，一次性储备350万吨），但当前市场普遍反映结转库存不高，直观上显性库存无论是港口还是终端的物理库存均低于往年同期，本年度的产需缺口很大概率超出我们上半年对年度产需差6500万吨的预估。

3、**新年度饲料消费预期偏差，限制产业补库信心。**目前玉米产业链中下游利润很差，玉米消费预期并不乐观。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

请务必仔细阅读正文之后的声明

性较小；深加工目前也已经延续较长时间亏损，行业开机率也已经降到历史偏低位置。因此，需求端消费预期远不如去年同期，阶段性很大程度也会限制行业补库的力度和信心。

**4、国内整体谷物库存整体仍处在下降趋势。**本年度新作虽有增产但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 2000 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见顶的基础。

**5、美玉米库消比维持低位，但明年或将面临全球范围内的增产压力。**USDA9 月供需报告显示美玉米旧作库存上升至 11.87 亿蒲（上月 11.17 亿蒲）。2021/2022 新作物季度美玉米收获面积上调 60 万英亩至 8510 万英亩，单产上调至 176.3 蒲式耳/英亩，但出口上调 7500 万蒲超出市场预期，最终美玉米新作结转库存上调至 14.08 亿蒲式耳，新作库消比 9.56%（8 月 8.50%，去年同期 17.06%），对比旧作库消比 7.95%，美玉米库消比触底反弹，但仍处在低位。当前玉米整体需求环境偏弱，出口未来也可能成为美盘的潜在利空。此外，USDA 报告预期下一作物年度全球玉米产量预计增加 7000 万吨以上，可能会给外盘造成较大压力。

综上所述，目前玉米供应端缺乏利多支撑，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彻底改变，整体宽松的局面，或许带动渠道进一步降库存。叠加新作上市时间临近，市场可能进一步反映丰收压力，下游普遍亏损的情况下，01 合约可能会继续往新作租地种植户的集港成本靠近。但中期来看，国内供需还在趋紧，远期产需求缺口预期尚未证伪，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，四季度重点关注行业的补库时间及节奏。操作上，等待新作上市压力充分释放后，建议连盘玉米逢低做多为主。

## 操作建议

等待新作上市压力充分释放后，连盘逢低做多为主。

## 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9月底，陈化水稻成交累计2280万吨，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8月份谷物进口，玉米2139万吨，高粱670万吨，大麦711万吨，小麦696万吨，合计约4228万吨，同比增加1039万吨。实际流入饲料端保守估计2500万吨，加上上半年陈化小麦成交4200万吨，其中3500流入饲料，本年度谷物总供给量已超过8500万吨。

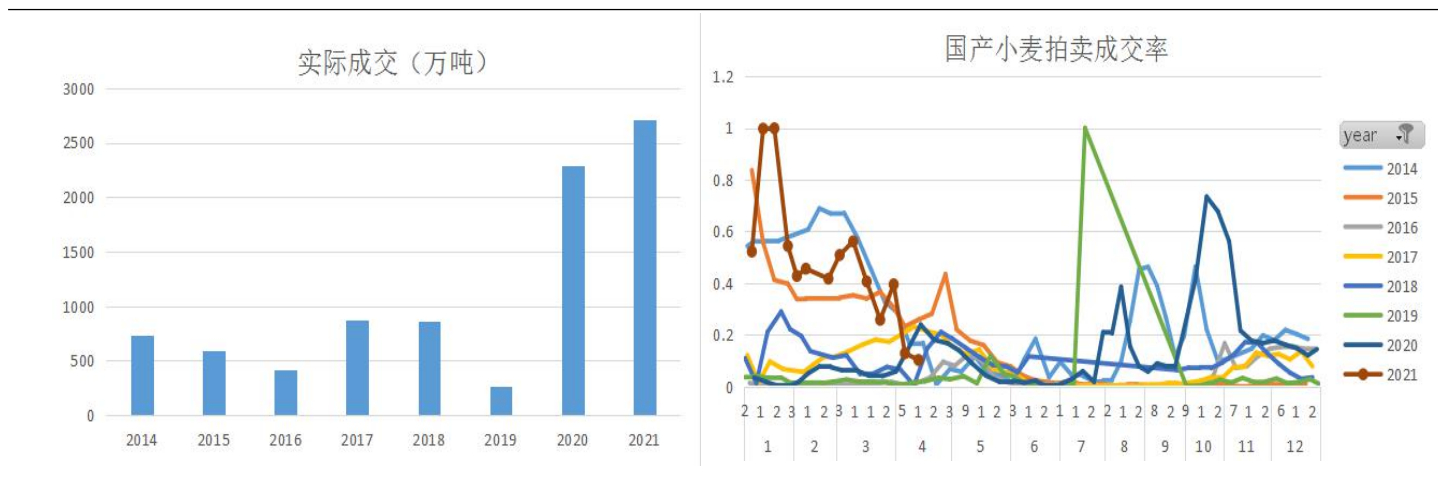
新作8月份生长季节整体天气较为理想，预期单产同比小幅提高。结合产地草根调研新作产量预计同比增加10%左右。消费端我们进行了调整，主要考虑到当前国产玉米价格持续回落后，已经慢慢产生消费上的性价比，尤其对国产小麦价差收窄，叠加当前国产小麦库存仅剩4800万吨，后续投放力度或将趋于谨慎。因此我们预计新的作物年度小麦的替代量或有降低，玉米消费环比上升，但内贸玉米整体消费量仍不及19/20年度。我们预计2021/2022年度国内仍将存在1700万吨左右的产需缺口。

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	3367	6239.5	3978.5	6977.5	5515.5
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	26282	26661
种用	1440	1380	1350	1370	1400	1350	1400
食用	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800
工业需求	5500	6200	6700	7200	7400	7200	7400
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	-3962	-1721
渠道期末库存	1700	3367	6239.5	3978.5	6977.5	5515.5	5794.5
渠道库消比	7.15%	12.16%	21.51%	14.09%	25.41%	20.99%	21.73%
国家临储剩余量	23720	17958	7947	5755.6	0	0	0
全部库存量	25420	21325	14186.5	9734.1	6977.5	5515.5	5794.5
库消比	106.86%	76.99%	48.90%	34.48%	25.41%	20.99%	21.73%

数据来源：优财研究院

图 2. 国产小麦成交情况（截止 5 月）



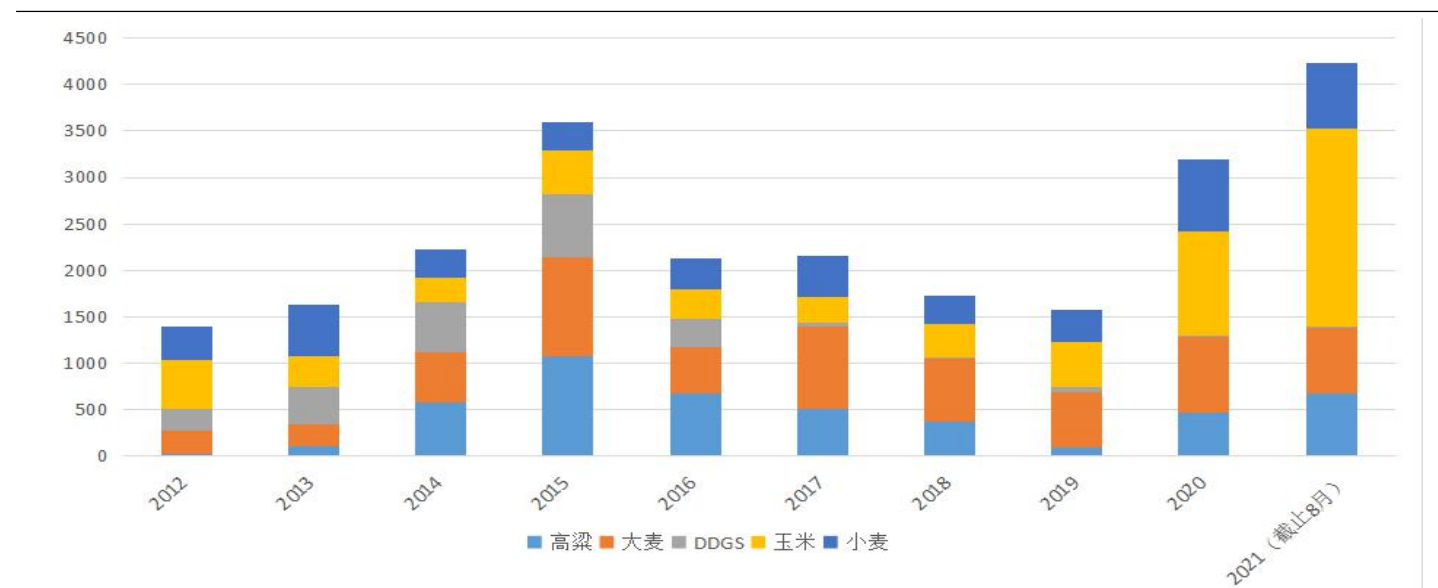
数据来源：国家粮食交易中心、优财研究院

图 3. 国产小麦剩余库存

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

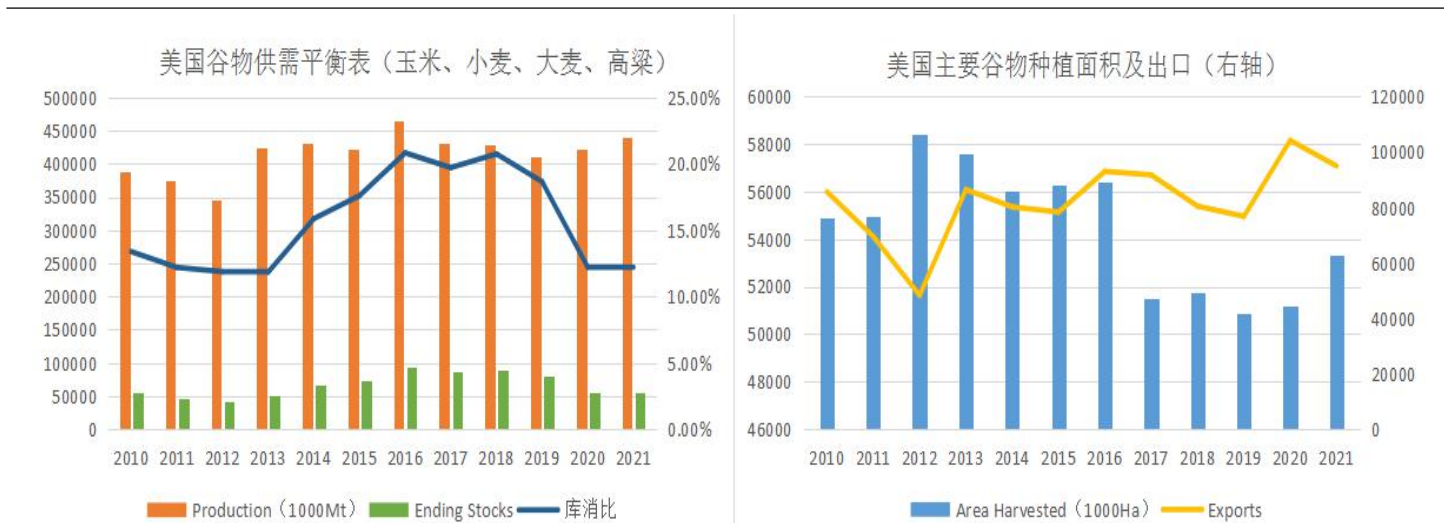
USDA9月美玉米供需报告，环比8月，旧作下调出口及国内需求，美玉米旧作库存上  
升至11.87亿蒲（上月11.17亿蒲）。2021/2022新作物季度美玉米收获面积上调60万  
英亩至8510万英亩，单产上调至176.3蒲式耳/英亩，略低于市场预期的177英亩/蒲式  
耳，但出口上调7500万蒲超出市场预期，最终美玉米新作结转库存上调至14.08亿蒲式  
耳，新作库消比9.56%（上月8.50%，去年同期17.06%），对比旧作库消比7.95%，美玉  
米库消比触底反弹，但仍处在低位。当前玉米整体需求环境偏弱，美玉米当前装船进度落  
后于去年同期，出口未来也可能成为美盘的潜在利空报告整体利空未及市场预期。

图5. 美玉米供需平衡表

2021/2022	2021/2022	2021/2022	2021/2022	2021/2022	2021/2022	2020/2021	2021/2022
	5月10日 (收割率91.6%)	6月10日 (收割率91.6%)	6月30日 (收割率91.6%)	7月10日 (收割率91.6%)	8月12日 (收割率91.6%)	9月10日 (收割率90.8%)	9月10日 (收割率91.2%)
播种	91.1	91.1	92.7	92.7	92.7	90.8	93.3
收割	83.5	83.5	84.9	84.5	84.5	82.5	85.1
单产	179.5	179.5	179.5	179.5	174.6	172	176.3
期初库存	1257	1107	1107	1082	1117	1919	1187
产量	14988.25	14988.25	15239.55	15167.75	14753.7	14182	15003.13
进口	25	25	25	25	25	25	25
总供给	16270.25	16120.25	16371.55	16274.75	15895.7	16127	16215.13
饲料及残余	5700	5700	5700	5725	5625	5725	5700
食种工用	6615	6615	6615	6615	6625	6470	6625
酒精	5200	5200	5200	5200	5200	5035	5200
国内使用	12315	12315	12315	12340	12250	12195	12325
出口	2450	2450	2450	2500	2400	2745	2475
总需求	14765	14765	14765	14840	14650	14940	14800
期末库存	1507	1357	1606.55	1434.75	1245.7	1187	1415.13
库消比	10.21%	9.19%	10.88%	9.67%	8.50%	7.95%	9.56%

数据来源：USDA、优财研究院

图6. 美国主要谷物供需情况

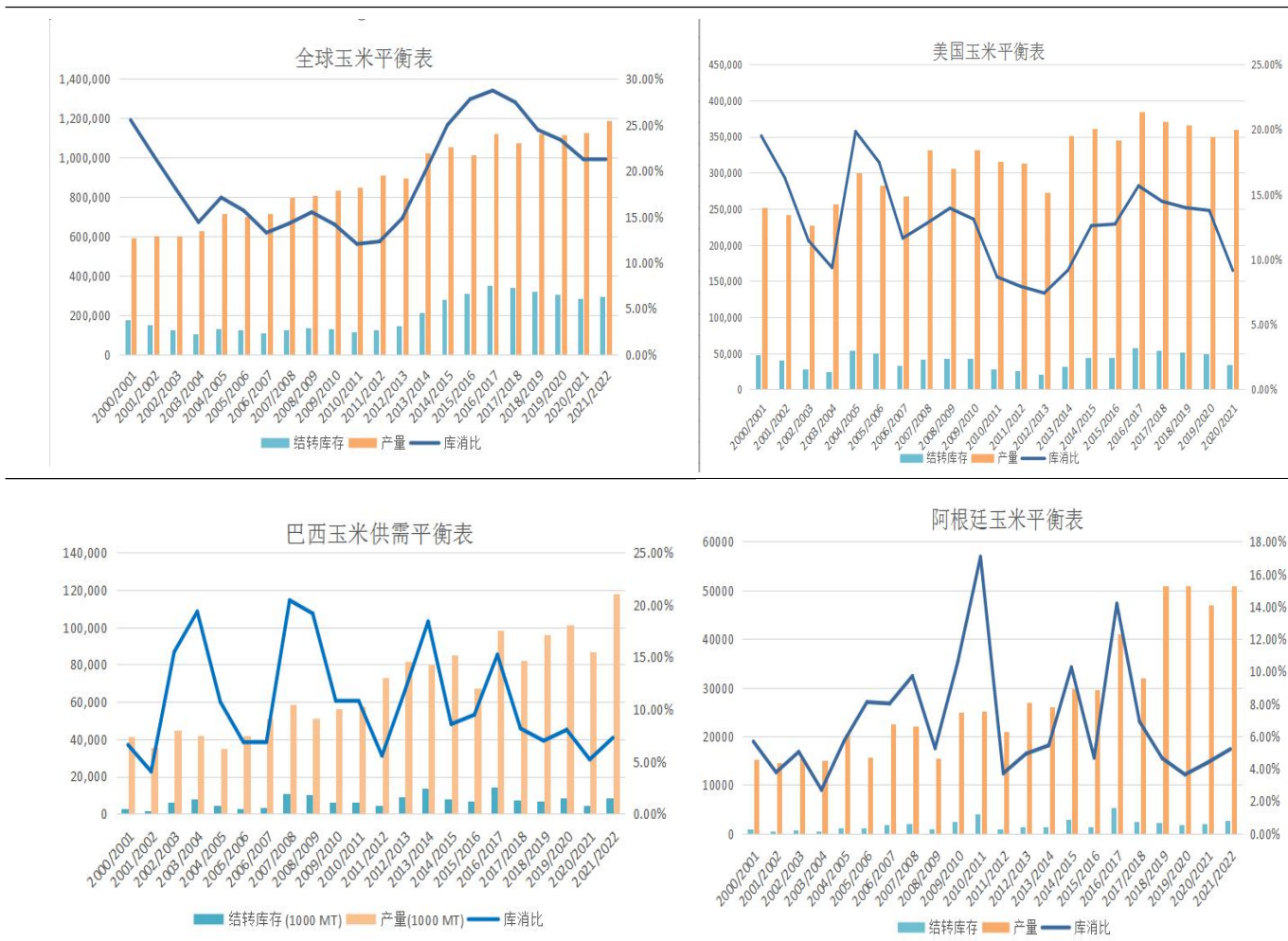


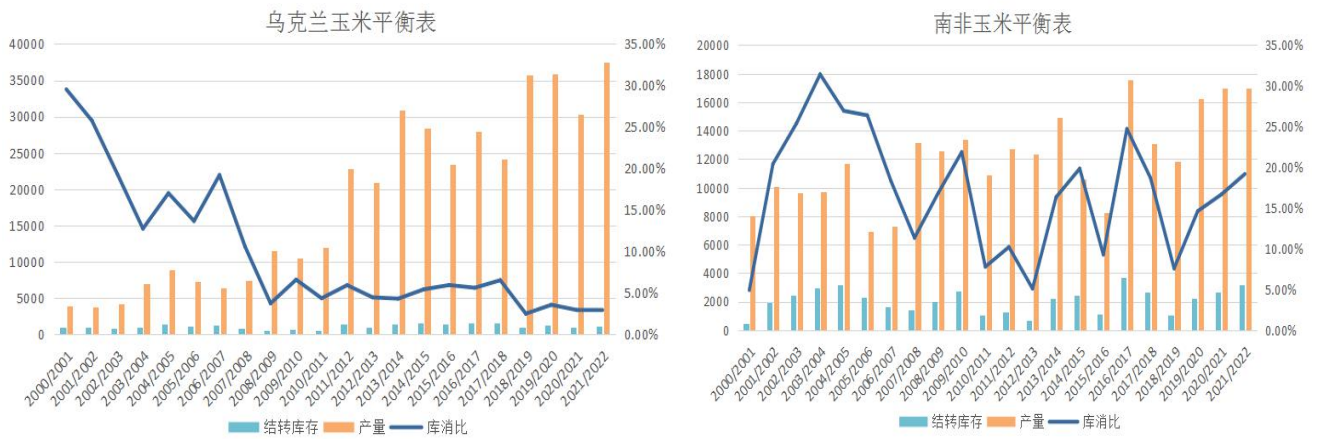
数据来源：USDA、优财研究院

### 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 9 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 7. 国际玉米供需情况



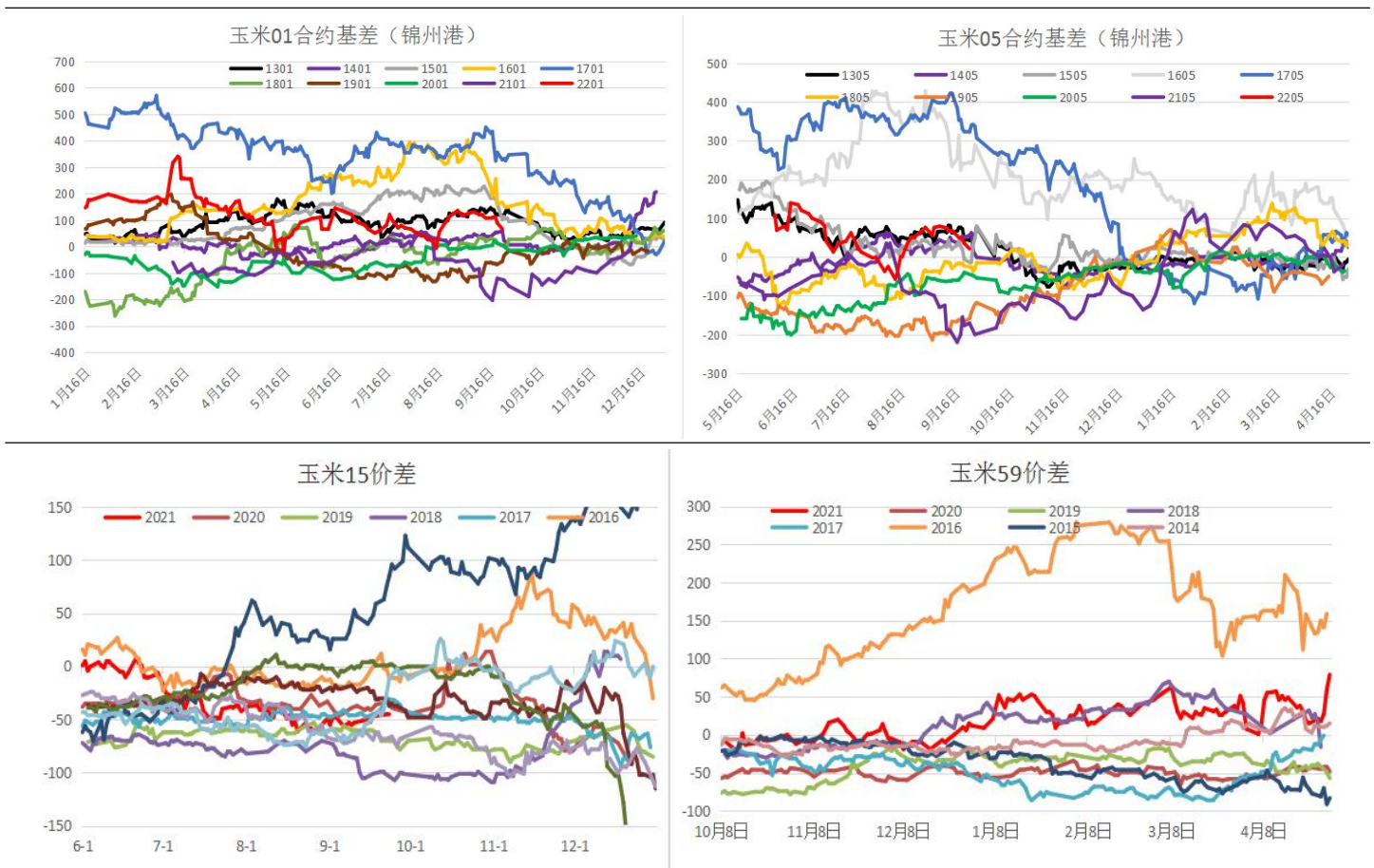


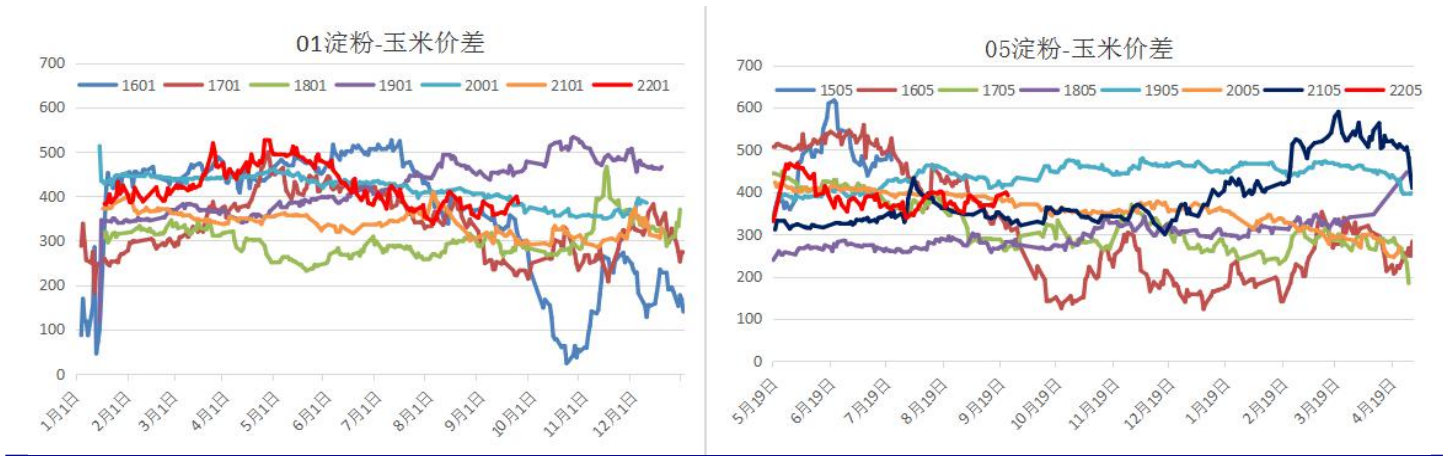
数据来源：USDA、优财研究院

## 四、基本面数据

### 1. 基差环比走弱，远月期价对现货保持小幅贴水

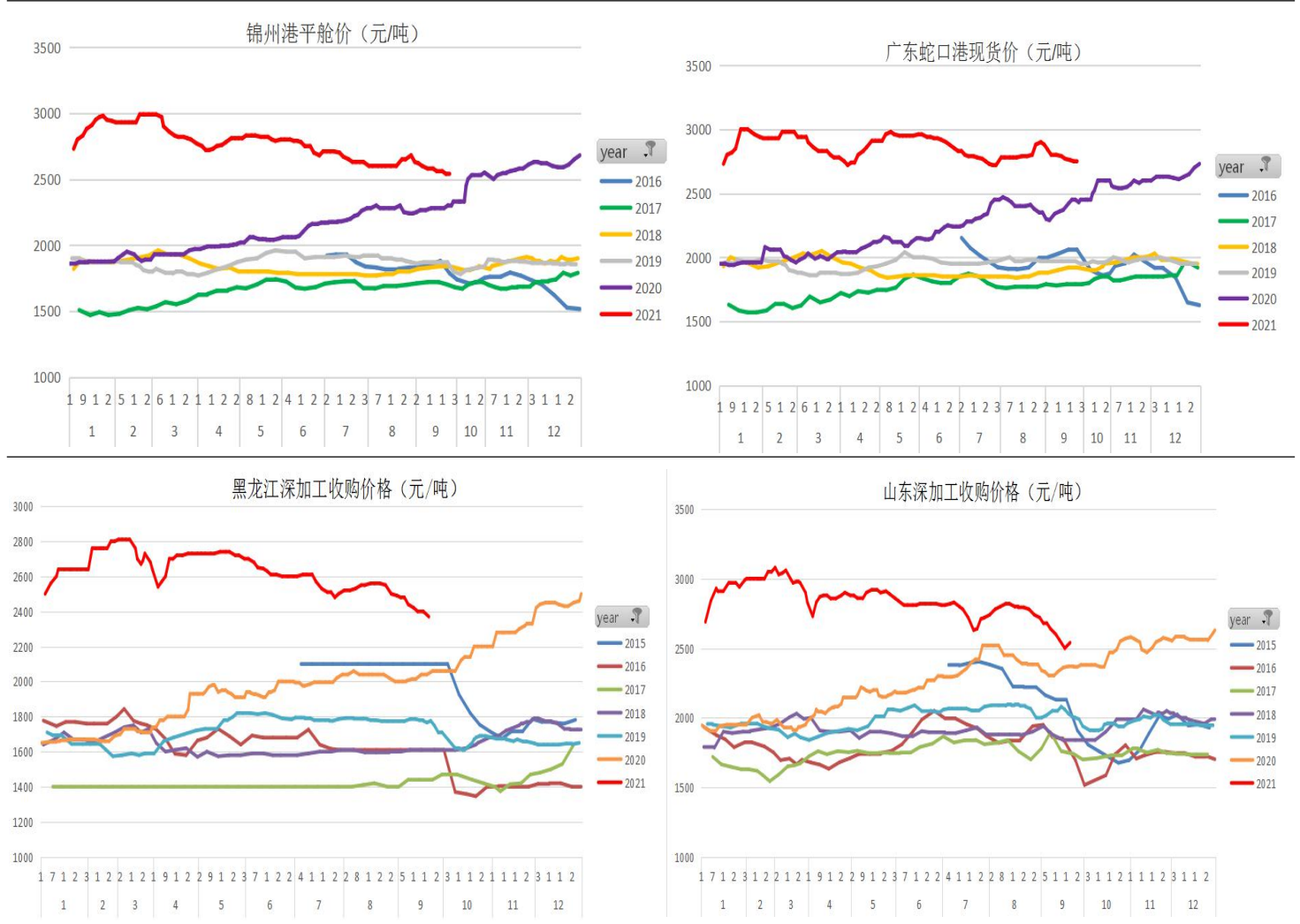
图8. 玉米1/5/9合约基差及月间价差



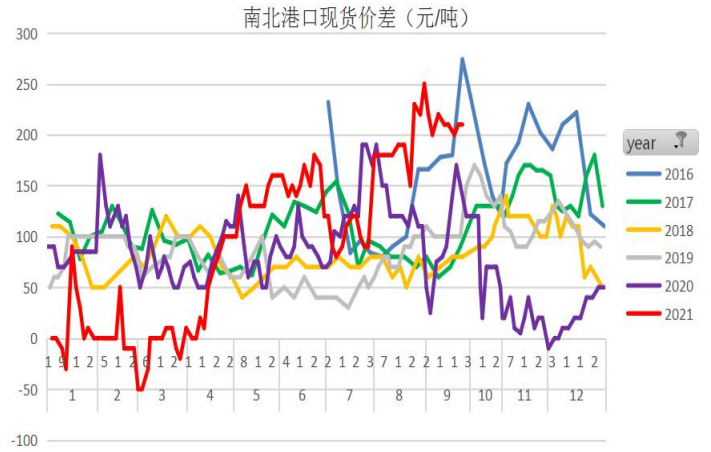
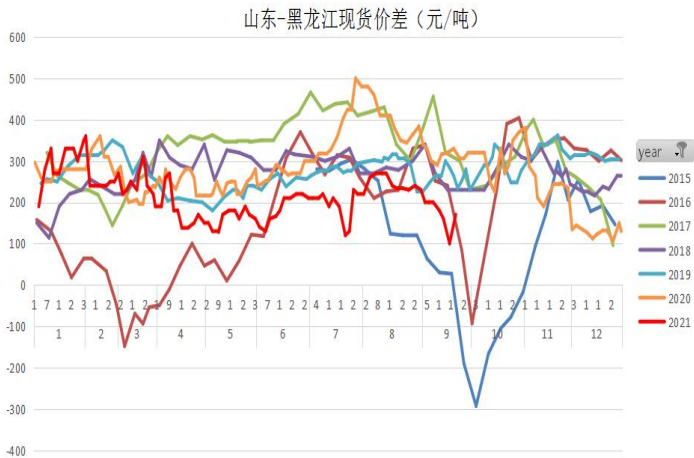


数据来源：文华财经、优财研究院

图9. 产销区现货价格及价差



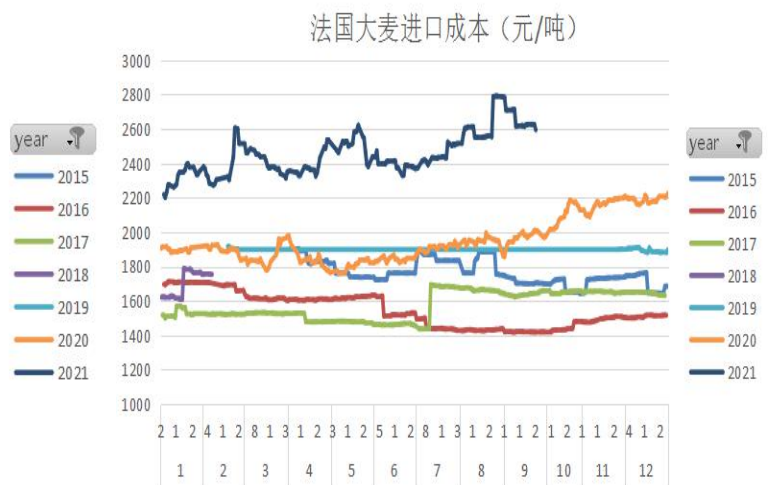
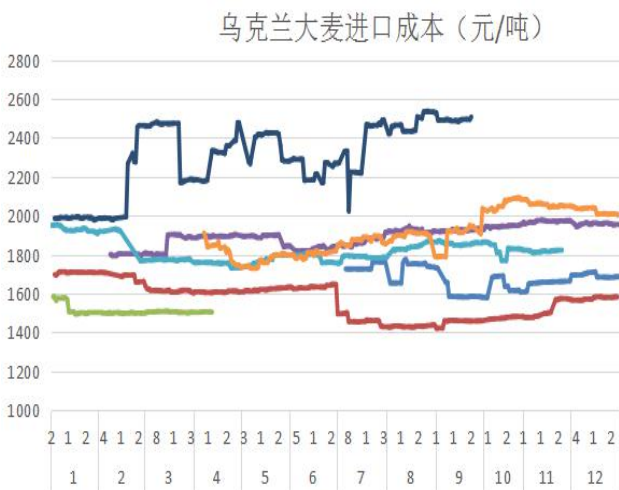
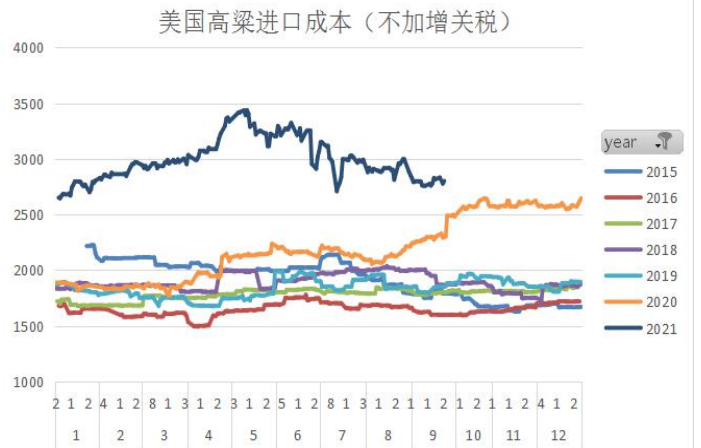
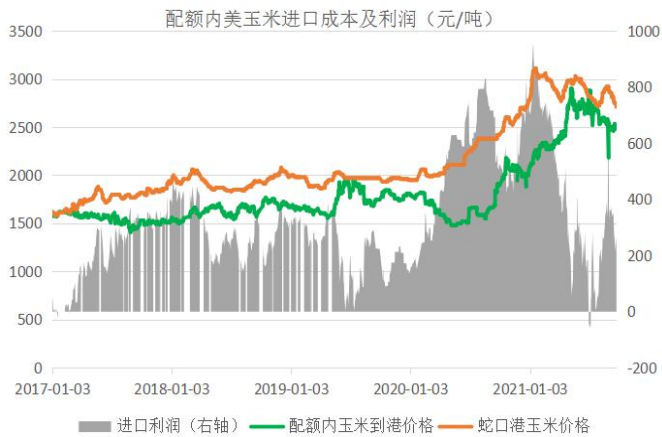




数据来源：我的农产品网、天下粮仓、优财研究院

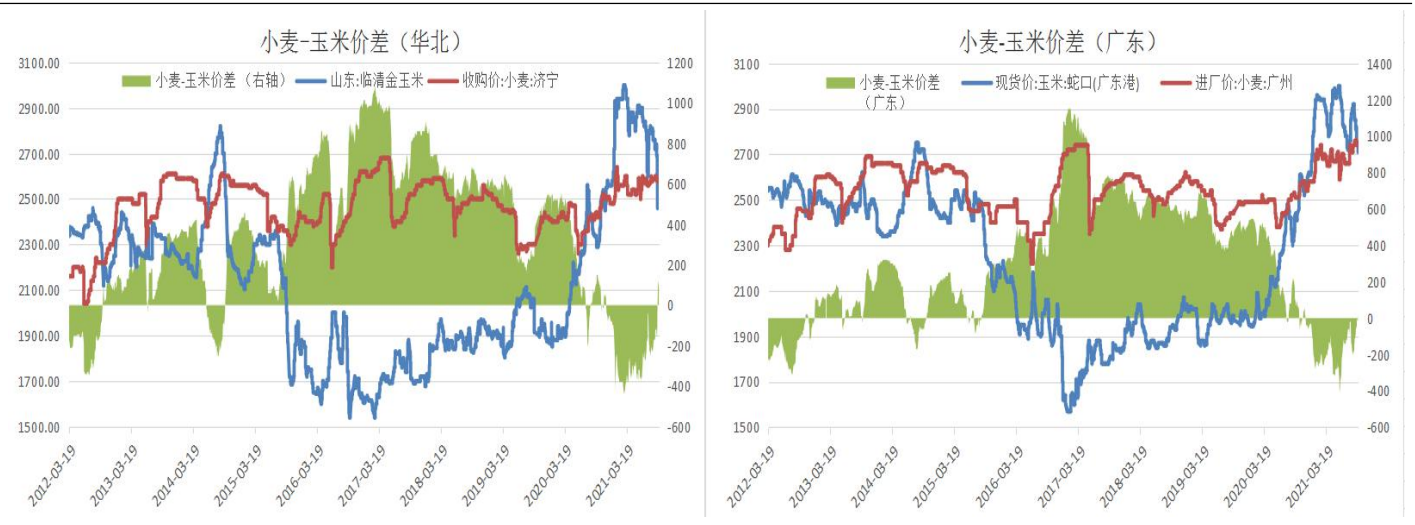
## 2、替代谷物对国产玉米价差大幅收窄，华北新作报价已经低于小麦价格

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. 国产谷物间价差

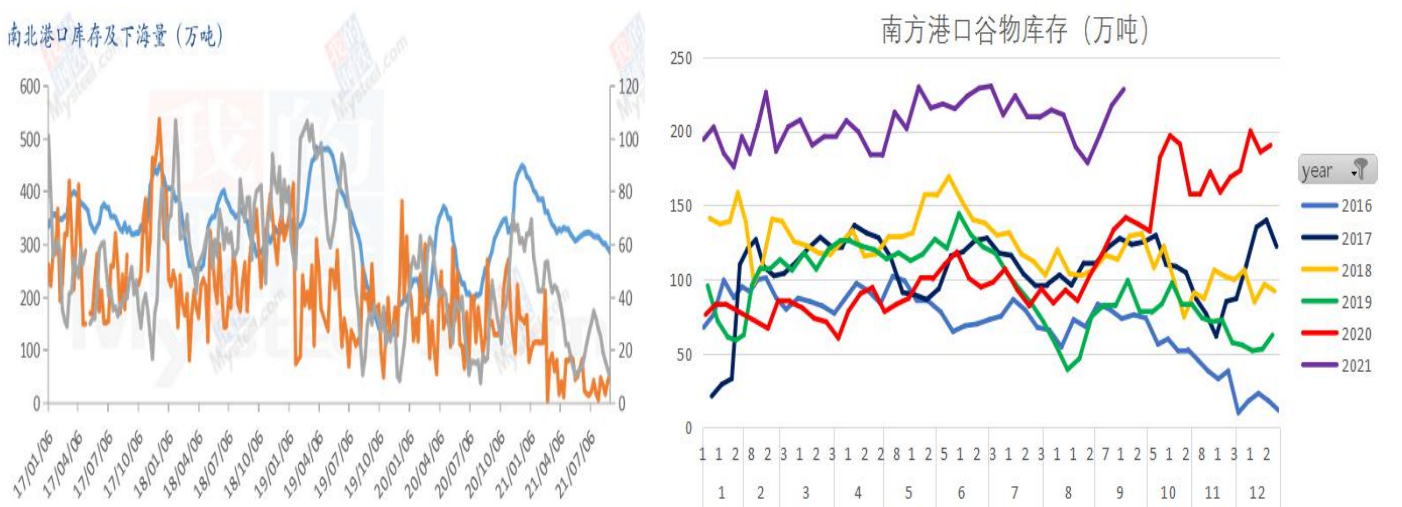


数据来源：国家粮油信息中心、Wind、 优财研究院

### 3、港口谷物总库存高位，但是内贸玉米库存维持低位

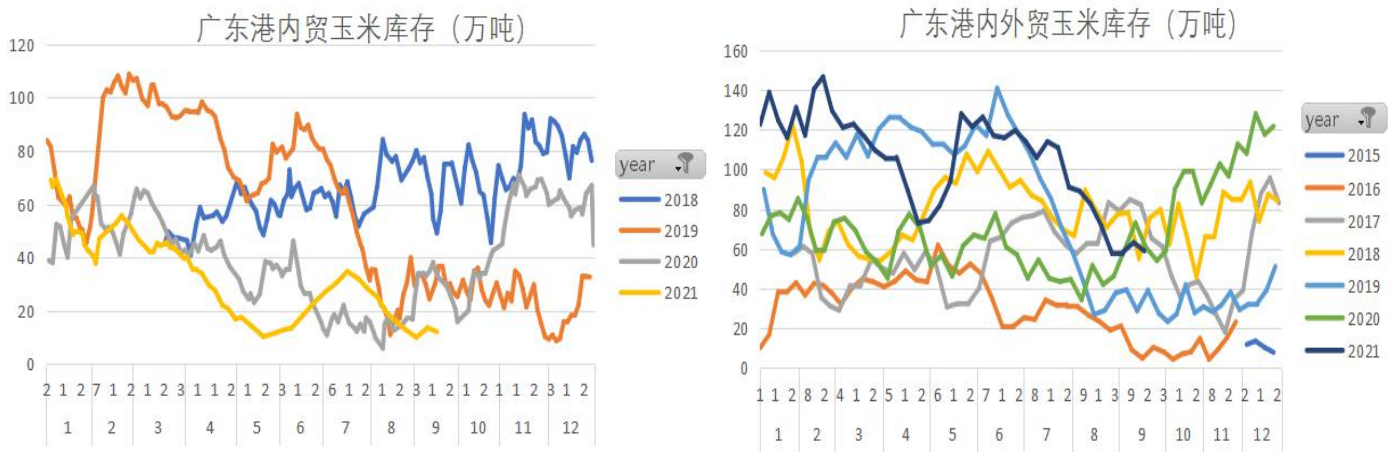
据我的农产品网显示，截止 9 月底，北方四港总库存 286 万吨。据广东玉米数据网显示，截止 9 月 24 号，广东港口内贸玉米 12.1 万吨，外贸玉米库存 46.9 万吨，全部谷物库存 228.2 万吨，谷物总库存量处在历史同期偏高位置。

图 12. 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

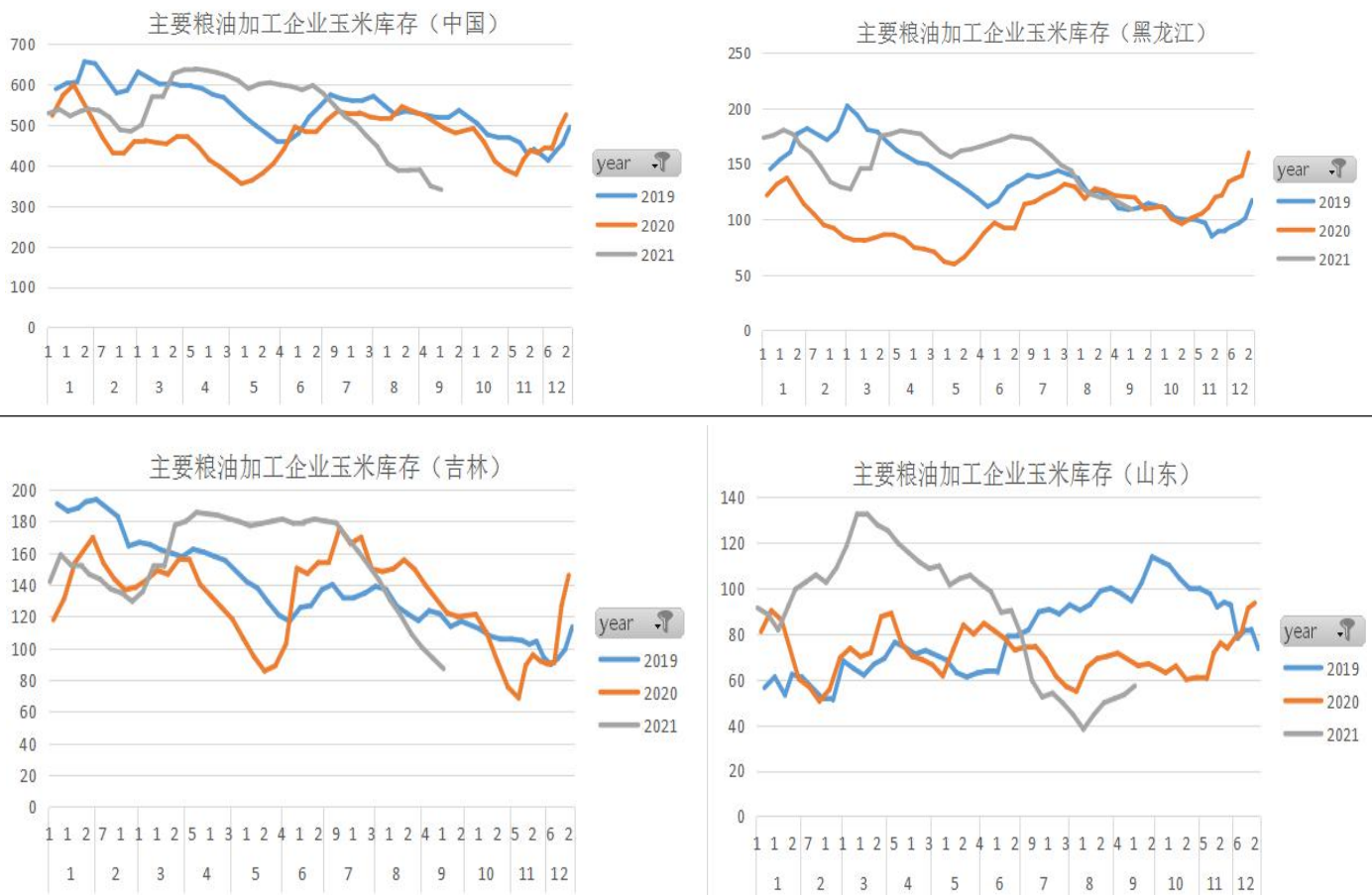
图 13. 广东港玉米库存



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 14. 深加工企业玉米库存

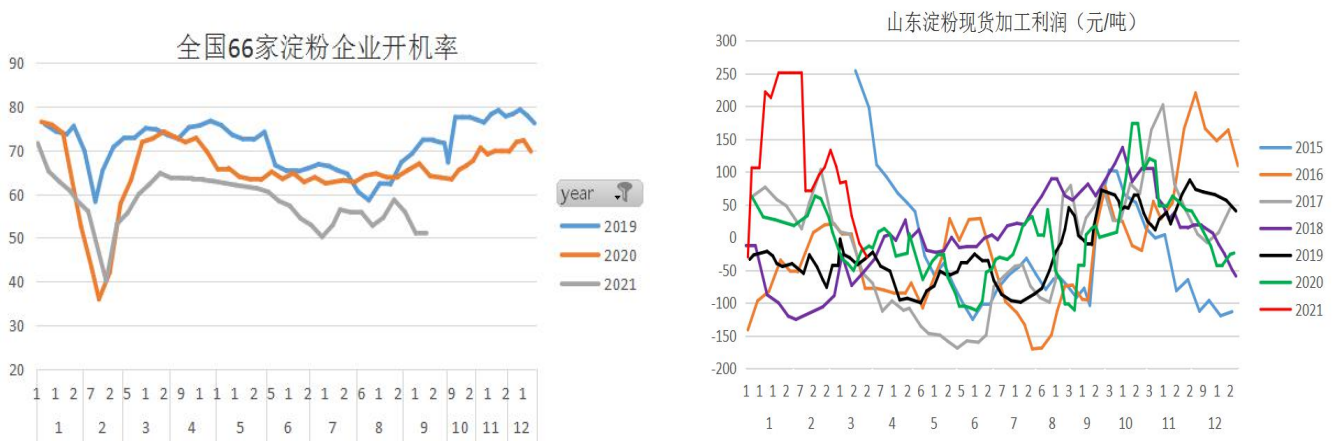


数据来源：我的农产品网、优财研究院

### 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

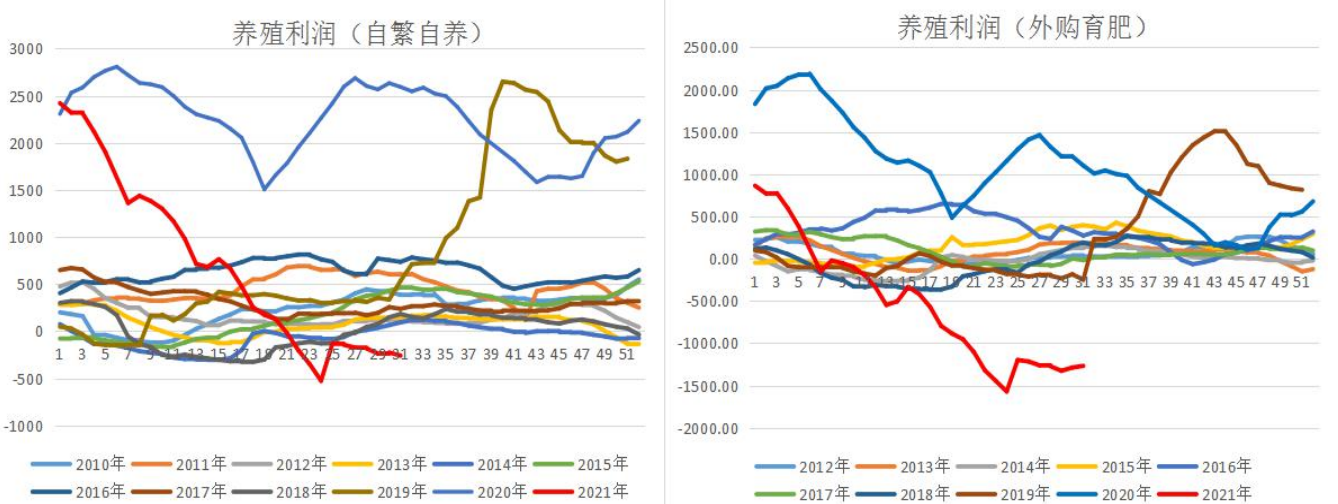
据我的农产品网数据显示，截止9月底，淀粉行业开机率止跌回升，全国66家平均开机率51.28%，去年同期64.14%。养殖端，猪价持续回落，自繁自养已持续亏损。禽类整体利润高位回落，蛋鸡利润66.73元/羽，毛鸡利润1.53元/羽，环上周涨0.64元/羽。生猪养殖利润跟随猪价持续低迷，生猪外购仔猪养殖利润-1093元/头，自繁自养-609元/头。

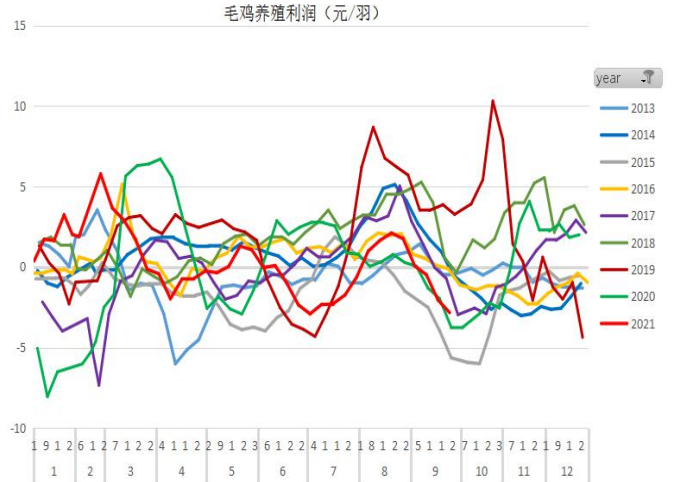
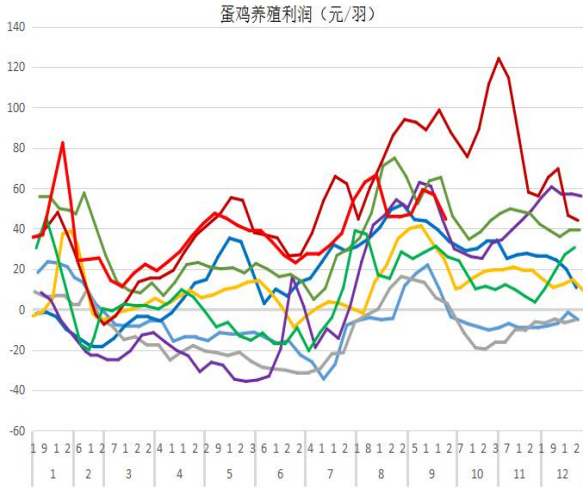
图 15. 淀粉开机率及加工利润



数据来源：我的农产品网、天下粮仓、优财研究院

图 16. 养殖利润

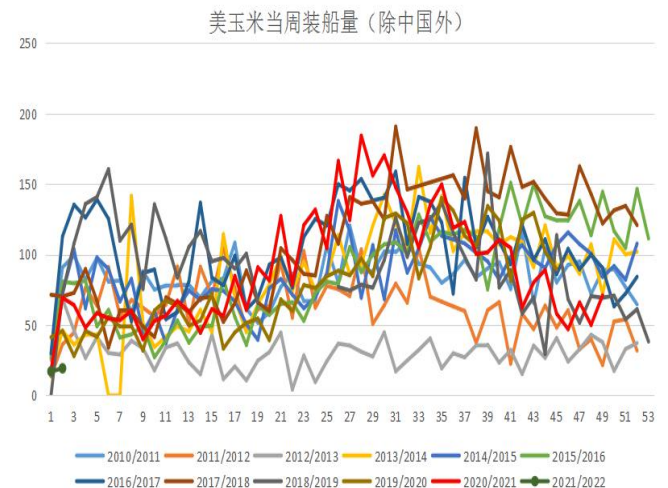
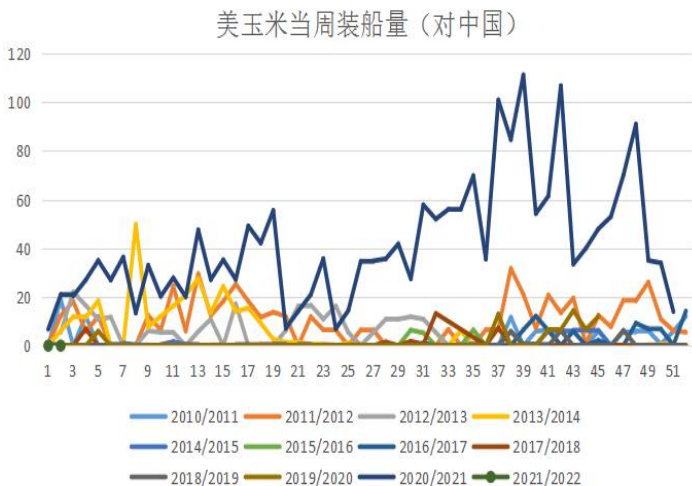
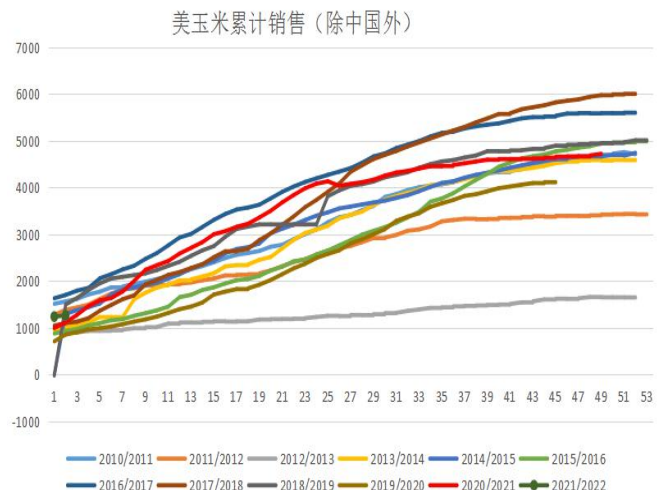
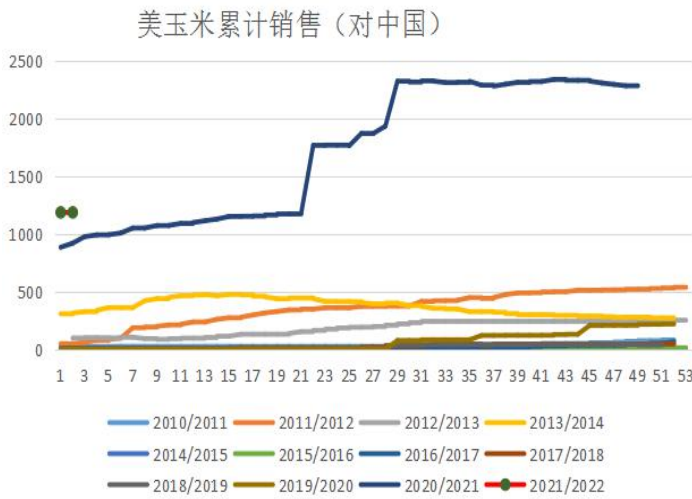


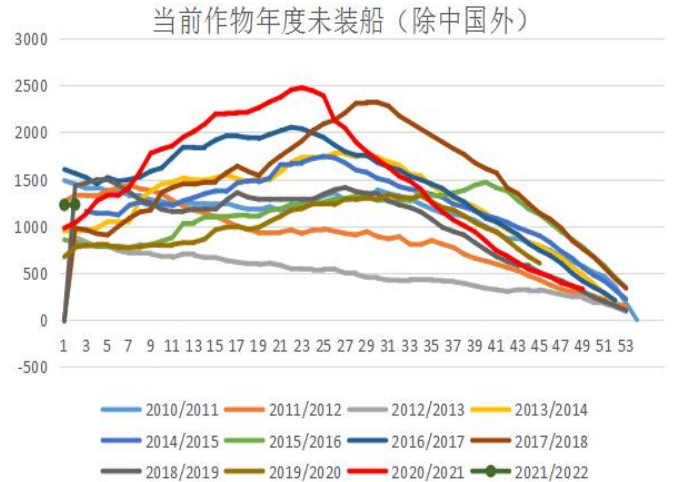
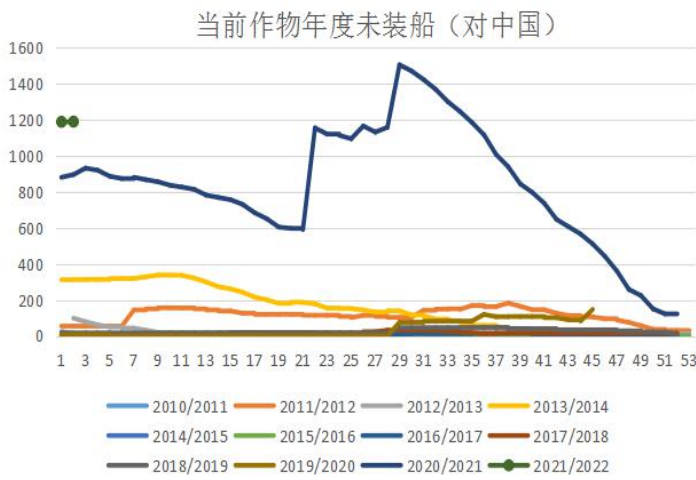


数据来源: Wind、博亚和讯、 优财研究院

## 6、美玉米出口进度落后去年同期

图 17. 美玉米出口情况 (万吨)

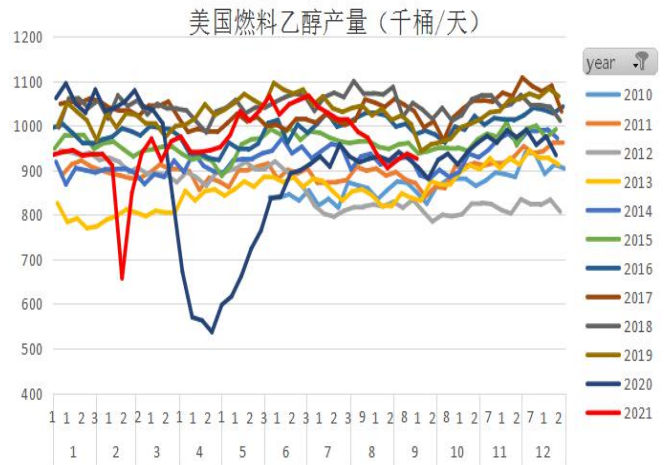
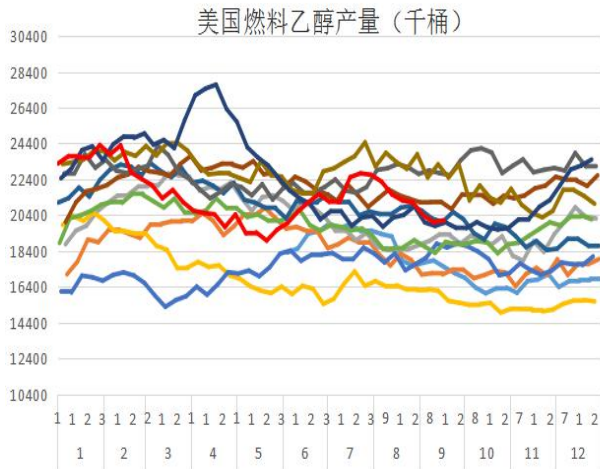




数据来源：USDA、优财研究院

### 7、美国燃料乙醇消费维持高位，旧作玉米原料库存低位限制产量

图 18. 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

USDA9月供需报告显示美玉米旧作库存上升至11.87亿蒲（上月11.17亿蒲）。2021/2022新作物季度美玉米收获面积上调60万英亩至8510万英亩，单产上调至176.3蒲式耳/英亩，但出口上调7500万蒲超出市场预期，最终美玉米新作结转库存上调至14.08亿蒲式耳，新作库消比9.56%（8月8.50%，去年同期17.06%），对比旧作库消比7.95%，美玉米库消比触底反弹，但仍处在低位。但USDA报告预期下一作物年度全球玉米产量预计增加7000万吨以上，可能会给外盘造成较大压力。

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。但边际上谷物价格高位及海运费暴涨令玉米的替代边际大幅抬升。新作上市前后，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！

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/>



