

当前玉米市场分析

华泰期货研究院 农产品组

前言

我们在2月底针对节后期现货价格持续下跌的情况，策划和组织了一次小范围的调研活动，走访了广东省内养殖企业、饲料企业、贸易企业及其资讯机构，对玉米下游需求进行摸底。

在此次调研接近尾声之际，地方储备入市收购，且传言国储一次性轮入即将入市，结合我们调研了解到的情况，我们在调研总结报告和3月月报中认为玉米与淀粉期价短期或有反弹，因产区贸易商和烘干塔可能入市收购做库存，下游饲料企业亦可能补充一定库存量，三方合力来化解农民售粮压力。

但我们同时提出我们的担忧，虽短期农户余粮销售压力得到缓解，但中期仍存在非洲猪瘟的影响，长期仍存在中美贸易谈判的利空因素。基于对下游需求的悲观预期，仍较为担心在农民这波地趴粮化解之后，贸易商、烘干塔库存和农户篮子粮可能缺乏下游需求，玉米期现货价格或再度弱勢。

时至今日，期现货价格已然反弹，但市场分歧巨大，期货层面体现在近月持仓上，现货层面则主要体现在处于历史高位水平的南北方港口玉米库存上，那么前期我们的担忧是否依然存在呢？

分析市场可以看出，目前看多的逻辑主要是两点，其一是当前年度依然存在供需缺口，甚至有的认为缺口相当之大；其二是农户余粮已经释放，贸易商和烘干塔受成本所限，现货价格会趋于上涨。

在这种情况下，本文抛出三个问题，一是供需缺口如何？二是当前余粮在哪？三是下游补库心态如何？通过我们的分析解答，试图了解当前市场状况，把握市场主要矛盾，展望后期走势，提出相对肤浅的观点，供广大投资者参考。

范红军

谷物&鸡蛋研究员

☎ 020-37595315

✉ fanhongjun@htfc.com

从业资格号：F0262666

投资咨询号：Z0002196

相关研究：

乐观预期验证期

2018-7-30

期价继续上涨空间或有限

2018-8-27

四季度期价或弱勢运行

2018-9-25

淀粉供需不确定性较大

2018-10-29

问题一：供需缺口如何？

这个问题应该细分为两个问题，一是年度有没有供需缺口，二是抛储之前有没有缺口，单独提出第二个问题的主要原因在于，新粮多半不会愿意跟超期存储的临储玉米进行直接竞争。

对于第一个问题，我们预估的国内玉米平衡表如下，去年供需缺口 4700 万吨，当前年度只有 3000 万吨，显然是不存在供需缺口的，甚至在结转库存补充之后仍有结余。当然，这其中有不不确定性，如产量预估可能偏高，需求预估可能偏低等。

但我们即使采用市场主流预计来计算的话，年度缺口亦不大，因为节前农民售粮进度大幅落后，多依靠临储拍卖玉米结转来补充市场需要，市场普遍预计在 5000 万吨左右，那么去年累积抛储 1 亿吨，减去去年结转加上前年结转（市场预计 1500 万吨），去年的缺口也就在 6500 万吨左右，即使今年需求未有下滑（实际应该不太可能，普遍认为非洲猪瘟会对饲用需求产生较大影响），结转库存补充之后，缺口也仅在 1500 万吨。

对于第二个问题，我们同样可以采用这种方法加以测算，去年拍卖成交后的实际消费是 5000 万吨，按照我们的需求预估，也就 2 个月左右的用量，也就是说，2016/17 年度的结转加上 2017 年玉米产量构成的总供应量应该可以使用到 2018 年 7 月底。

那么对于 2018/19 年度来看，即使假设需求不变，储备方面会有 500-600 万吨左右的差异（详见第二部分），但结转库存增加 3500 万吨（同上，2017/18 年度结转 5000 万吨，上一年度 1500 万吨），至少可以多用 1 个月，也就是 8 月底，也就说临储拍卖即使延迟，亦不会有供需缺口。

当然需要指出的是，上述供需缺口预估更多基于实际需求，未考虑补库需求，如果中下游补库旺盛的话，那么市场是有可能存在供需缺口的，甚至可以很大，具体可以参考 2017/18 年度，前面我们提及 2017/18 年度实际抛储成交的总消费量是 5000 万吨，6 月底之前没有实际需求的缺口，但现货价格在 2017 年 11 月新玉米上市之后持续上涨，在我们看来，这应该是中下游积极补库所导致的。

基于这种判断，我们继续提出下面两个问题，其一是全年供需缺口不大，抛储之前基本没缺口的情况下，农户余粮所剩不多，那么余粮在哪，会不会仍有压力？其二是中下游的补库心态到底如何，会不会因为补库需求而带动期现货价格上涨？

图 1. 中国玉米供需平衡表

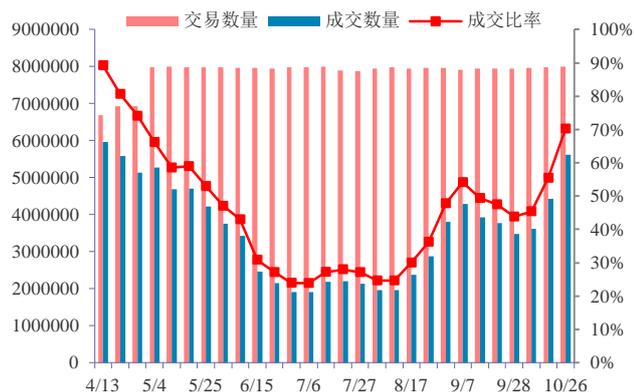
单位：百万吨

项目	中国玉米网					USDA					华泰期货				
	年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
期初库存	141.7	207.0	277.6	273.7	251.5	123.6	172.9	212.0	223.0	222.5	100.9	168.4	245.7	239.6	192.6
产量	219.8	233.8	212.5	214.4	234.1	249.8	265.0	263.6	259.1	257.3	249.8	265.0	216.0	196.0	201.0
净进口	5.5	3.2	2.4	3.4	3.4	5.5	3.2	2.4	3.4	5.0	5.5	3.2	2.4	3.4	4.0
总需求	160.0	166.4	218.8	240.0	251.7	206.0	229.0	255.0	263.0	277.0	187.8	190.9	224.5	246.4	235.0
饲用需求	97.5	100.5	136.2	155.0	161.0	144.0	165.0	185.0	187.0	195.0	124.8	126.9	151.0	166.4	150.0
FSI需求	62.5	65.9	81.6	85.0	90.7	62.0	64.0	70.0	76.0	82.0	63.0	64.0	73.5	80.0	85.0
期末库存	207.0	277.6	273.7	251.5	237.3	172.9	212.1	223.0	222.5	207.8	168.4	245.7	239.6	192.6	162.6
其中：国储库存											152.1	236.5	209.6	109.6	76.6
社会库存											16.3	9.2	30.0	83.0	86.0
年度变化	65.3	70.6	-3.9	-22.2	-14.2	19.1	39.2	10.9	-0.5	-14.7	67.5	77.3	-6.1	-47.0	-30.0

数据来源：中国玉米网 USDA 华泰期货研究院

图 2. 临储玉米每周成交情况

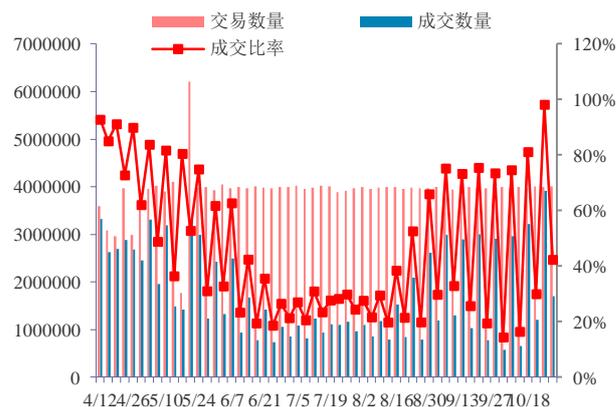
单位：吨



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 3. 临储玉米每期成交情况

单位：吨



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

问题二：余粮在哪？

节后市场普遍反映农户余粮较多，且气温高于往年，不利于余粮特别是地趴粮的保存，这也是节后期现货价格下跌的根源，但过了一个月之后，市场开始反映农户余粮快速下降，国家粮食局数据显示，截至 2019 年 3 月 15 日，主产区累计收购玉米 8456 万吨，同比增加 69 万吨，而去年 12 月底同比减少接近 1900 万吨。

我们不禁会产生一系列问题，如农户余粮是消化了还是转移了？为谁所消化？转移到哪里？后续会不会仍有压力？在这种情况下，我们非常有必要分析一下玉米特别是东北玉米的流向，仍采用与去年同期比较的方式。

流入储备方面，如前面所述，临储已经取消，但国储和地储方面较去年有所增加，因 2018 年玉米价格持续上涨，国储轮入中止，并在年后开始轮出，而今年 3 月，黑龙江地储入市收购 70 万吨，国储一次性轮入计划收购 304 万吨，粗略计算，预计会有 500-600 万吨的增量。

流入华北方面，由于市场强烈预期华北地区玉米供需存在较大缺口，2018 年 10 月之后华北-东北玉米价差就持续拉大，早于往年，这意味着东北玉米流入华北地区的数量应该高于去年同期。

流入东北当地需求企业方面，由于前一年做库存相对落后，2018 年年后深加工抢粮后玉米价格下跌受损，2018/19 年在临储拍卖结束之前便积极做库存，截至目前玉米原料库存较去年同期高 50%左右，但饲料企业由于非洲猪瘟影响，实际需求和补库需求应该均低于去年同期。

流入南方需求企业方面，粮达网数据显示，自 2018 年 10 月 1 日到 3 月 15 日为止，东北港口集港量为 1538.72 万吨，比去年同期集港量增加 151.18 万吨；东北港口下海量 1408.2 万吨，比去年同期减少 25.5 万吨。

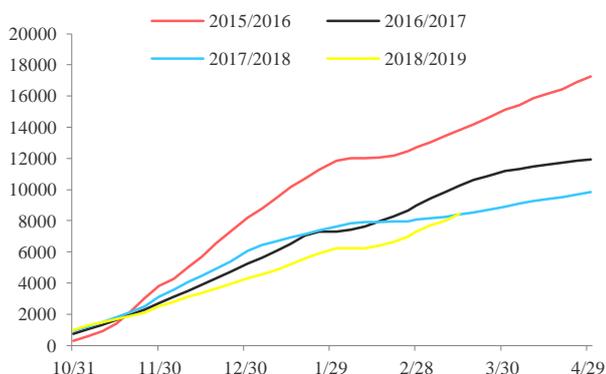
综上所述，结合期初结转库存高于同期 3500 万吨来看，流入储备、华北和东北深加工企业增加，流入南方销区大致持平，流入当地饲料企业有所下降，粗略计算，留在东北产区（包括北方港口）的玉米较去年同期高 2000-2500 万吨左右，如果认为东北农户余粮与去年同期持平，那么可以推断出余粮集中在产区烘干塔和贸易商手中，在我们看来，这是可以理解的，毕竟去年四季度其套现临储玉米库存多有获利。

由此可以看出，玉米市场博弈格局有很大不同，去年更多是中下游需求企业共同补库带动产区余粮消化后，国家临储玉米拍卖形成供应来压制市场。而今年更多是产区烘干塔和贸易商在国储和地储入市带动下化解农户售粮压力，接下来他们需要向下游需求企业继续转移，这就构成新的博弈格局，目前南北方港口库存处于历史高位，表明其向下游的转移存在问题。

在这种情况下，我们需要分析接下来博弈的走向，对于产区烘干塔和贸易商而言，一般认为，由于烘干塔和贸易商存储玉米过程中会产生仓储和资金成本，这会支撑玉米价格，但我们也需要看到，其一方面可能存在资金压力，如贸易商贷款融资，就会相应存在还款压力；另一方面可能存在时间限制，如烘干塔跟农户延迟结价，农户播种之前或需要资金购买生资等。

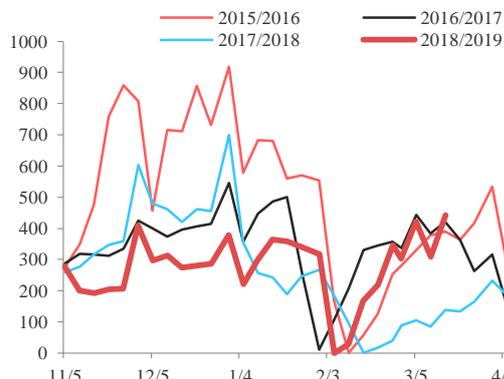
而对于下游需求企业，则需要重点关注需求状况，结合我们第一部分所述，年度实际供需缺口不大，抛储之前甚至不存在实际缺口的情况，特别需要关注补库需求，我们将在第三部分做详细分析。

图 4. 玉米收购进度 单位：万吨



数据来源：国家粮食局 华泰期货研究院

图 5. 当周玉米收购量 单位：万吨



数据来源：国家粮食局 华泰期货研究院

图 6. 华北-东北玉米价差 单位：元/吨



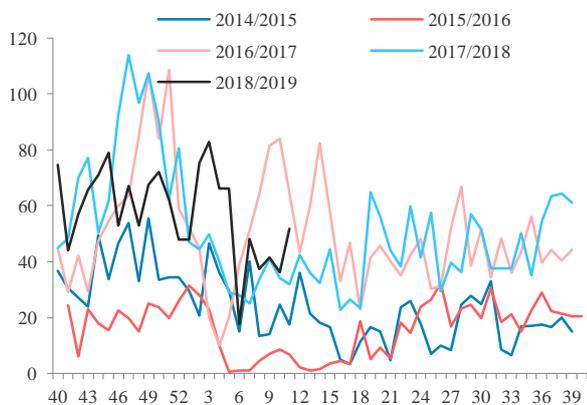
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 7. 东北深加工企业玉米库存 单位：吨



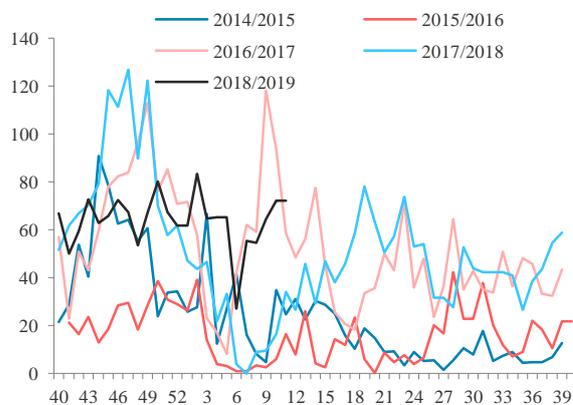
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 8. 北方港口玉米下海量 单位：万吨



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 9. 北方港口玉米集港量 单位：万吨



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

问题三：下游补库心态如何？

在我们二月底的调研过程中了解到，由于受非洲猪瘟疫情影响，饲料销量同比和环比大幅下降，使得下游需求企业多压缩库存至相对低位，而在国储和地储入市之后，南方港口出库量有所回升，表明下游有适量补库，后期这种补库能否持续，来消化产区烘干塔和贸易商的库存，值得市场重点留意。

在我们看来，企业做大原料库存，主要基于两个方面的预期，其一是需求增长的预期，其二是价格看涨的预期。对于前者而言，主要风险在于非洲猪瘟疫情，由于3月以来猪价飙升，市场预期养殖户补栏积极性上升，且有预期养殖户会压栏，带动饲料需求恢复。

但在我们及其他机构的调研中可以看出，玉米饲用需求恢复或较为缓慢，甚至不排除更差的可能性。首先，从疫情传导路径来看，东北到华北然后到长江中下游，年后传导至长江以南地区，华北和东北地区母猪和生猪存栏大幅下降已是市场普遍共识，后期传导地区会不会也会达到相同程度，现在不得而知，因目前尚无非洲猪瘟疫苗，疫情也很难说已经得到控制，有草根调研显示，四川地区疫情仍在持续爆发，且较前两个月更为严重；其次，农业农村部最新数据显示，2019年2月份400个监测县生猪存栏数量环比减少5.4%，同比减少16.6%；能繁母猪存栏数量环比减少5.0%，同比减少19.1%。作为产能的能繁母猪大幅下降，且非洲猪瘟会影响仔猪流通，已发病猪场需要空栏一段时间，这都会影响生猪存栏恢复。

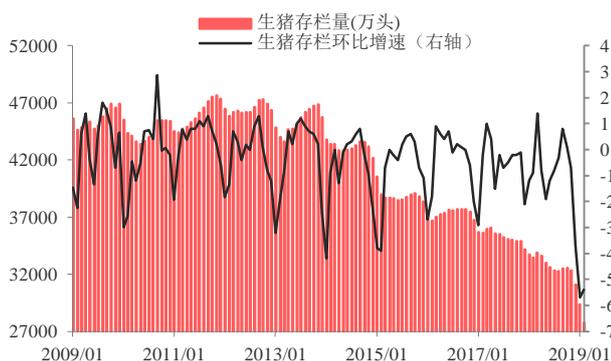
对于后者即看涨预期而言，目前远月期价仍然升水，表明市场仍然预期远月供需存在缺口，但需要特别留意的是中美贸易谈判进展，如果双方达成协议，玉米、饲用替代品甚至下游产品进口放开，增加饲用谷物供应或抑制国产玉米需求，这可能改变国内玉米供需格局，当然，这方面不确定性较高。除了宏观层面对供需预期产生影响之外，其还会在微观层面影响下游补库，南方销区的饲料与养殖企业就可能选择等待，而不是大量采购国产玉米做库存。

因此，我们有理由担心，基于上述两个方面的原因，下游需求企业特别是饲料养殖企业或缺乏持续补库动力，原料玉米或维持低库存运行。而在过去两年，基于供需缺口预期和临储抛储底价上调预期，下游需求企业原料玉米多维持高位运行。这一点其实值得市场特别留意，后期也相应需要关注下一轮补库周期。

就目前来看，南北方港口库存均处于历史高位，加上南方销区需求企业配额进口玉米陆续到港，有船期预报数据显示3月下旬大约有20万吨，4月在40万吨左右，南方港口饲用谷物库存或维持高位，供应相应充足。因此，我们倾向于近期南方港口出库量上升更多源于阶段性补库。

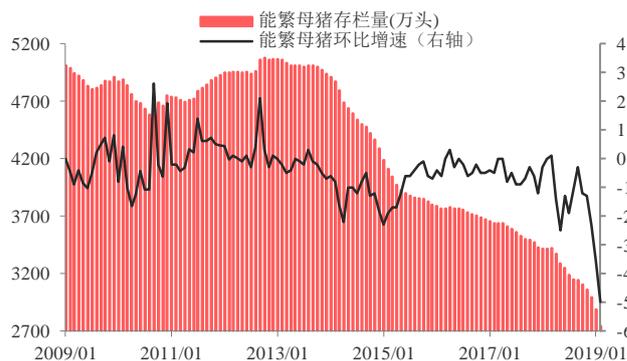
除此之外，对期价构成支撑的一个重要因素是临储拍卖底价，由于去年临储拍卖底价上调，今年市场普遍存在上调预期，此外，市场有消息称，临储拍卖可能因为大清查的原因延迟，还有传言称，今年临储计划拍卖量可能下降，每周拍卖甚至可能下降至 300 万吨，上述消息尚无法证实。但需要留意以下三点，其一是国内玉米自启动市场化改革以来，其地位已经下降，不再与水稻、小麦一致；其二是国家仍在推进去库存工作；其三是现有临储玉米多为 2015 年收购入库，今年已是超期存储。

图 10. 生猪存栏量 单位：万头



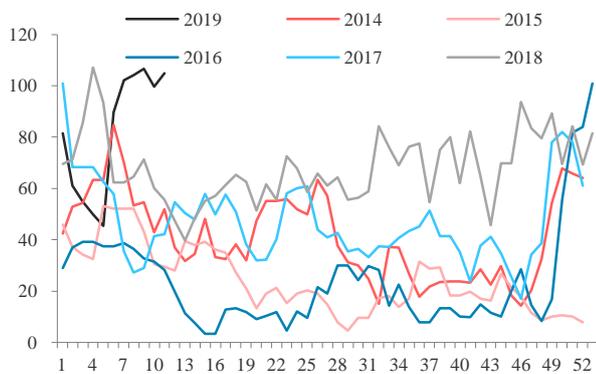
数据来源：农业农村部 华泰期货研究院

图 11. 能繁母猪存栏量 单位：万头



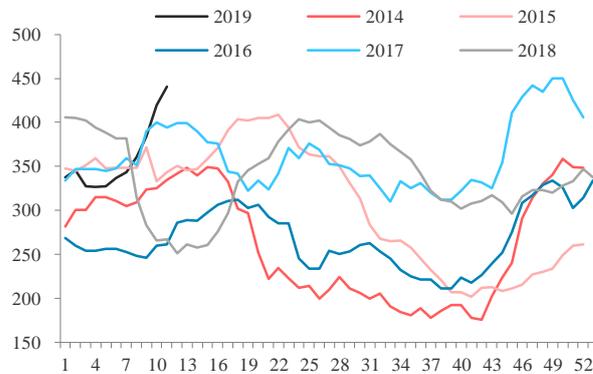
数据来源：农业农村部 华泰期货研究院

图 12. 南方港口玉米库存 单位：万吨



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 13. 北方港口玉米库存 单位：万吨



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

分析与展望

综上所述，我们可以看出，农户售粮释放之后，余粮并未被消化，而是转移至产区烘干塔和贸易商，其仍需要向下游需求企业转移，后期重点关注这两者博弈的走向，这会直观体现在南北方港口库存和现货价格走势上。

在我们看来，博弈相对不利于前者，主要逻辑推理如下，年度内国内玉米实际供需或不存在供需缺口，即使存在，也不大，在临储拍卖之前基本认为不存在实际供需缺口，除非中下游需求企业持续做库存。而在目前情况下，很难认为非洲猪瘟疫情已经得到控制，虽然猪价上涨，生猪存栏恢复或较为缓慢，甚至不排除继续下降的可能性，玉米饲用需求或难有大幅改善，再加上中美贸易谈判会带来进口谷物及其下游产品进口增加的预期，进而改变市场供需预期，亦会抑制下游补库的积极性。如果下游补库需求受到抑制，那么产区烘干塔和贸易商库存往下游的传导会持续不畅，体现为南北方港口库存持续处于高位，后期在资金压力和时间限制之下，不排除烘干塔与贸易商被动出清库存的可能性。

回顾过去两年，我们可以看出，在国内二元供应格局下，普遍认为新作玉米产不足需，需要临储玉米拍卖补充供需缺口，在远期供需缺口（临储抛储完成后无法弥补供需缺口）及临储抛储底价上调预期之下，中下游需求和贸易商多趋于做多库存，带动期现货价格上涨，只有在阶段性供需宽松（即补库后有新增供应包括临储拍卖和新作上市）时段，期现货价格出现调整。

但今年情况可能会有所不同，根据我们之前的推导，由于非洲猪瘟疫情影响需求，中美贸易谈判影响供需预期，可能导致下游需求企业特别是饲料养殖企业维持原料玉米低库存运行，这可能倒逼中游即烘干塔和贸易商主动或被动去库存，补库时间相应延后。

具体到各个期货合约，对于近月而言，更多关注期现回归，目前期价依然升水，而我们对现货相对悲观，后期期现回归或更多以期价下跌来实现，甚至可能期货跌幅大于现货来实现，当然，需要关注资金层面的博弈。

对于远月而言，目前期价呈现远期升水结构，3月以来远月-近月价差有所扩大，表明市场仍存在长期供需缺口预期，因一方面预计非洲猪瘟疫情一旦得到控制，猪价、养殖利润带动生猪存栏和玉米饲用需求恢复；另一方面由于补贴政策和目前天气状况，下一年度新作玉米产量预估或出现下滑。对此我们认为其存在合理性，且目前亦无法证伪。但我们担心的主要是三个方面，其一是政策层面，包括进口政策和临储拍卖底价；其二是目前远月做多时机尚不成熟，即现货层面尚未进入新一轮补库周期；其二是如果现货表现弱势，市场可能会对远期供需预期亦可能发生变化。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2019版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com