

玉米与淀粉市场交易逻辑探讨（第一期）

内容概要

考虑到周报受篇幅所限，逻辑分析内容可能不够详实，现拟不定期推出市场交易逻辑探讨系列报告，此为第一期。此次报告在分析当前期现货市场现状及其所反映的背后逻辑后，试图梳理出当下相对合适的交易策略。

对于玉米而言，目前现货市场最大的特点在于区域分化加剧，主要原因在于，随着国产玉米价格的持续上涨，玉米对进口和替代品的性价比下降，下游需求企业积极寻求进口和替代品，位于产区且很难实现替代的深加工特别是淀粉行业是目前产区现货价格的主要支撑力量。期货市场最大的特征是近月贴水现货，远月贴水近月，这表明市场对玉米供需预期趋于宽松，包括两个层面，一个层面是当前年度供需缺口已经得到补充，或有望得到补充；另一个层面是下一年度供需较当前年度有望得到改善。

对于淀粉而言，目前期现货市场最大的特点是生产利润丰厚，现货层面可以理解为去年4季度的延续，期货层面则主要源于上周3月合约临近交割所带来的期现回归。

目前玉米和淀粉期价结构已经转为远期贴水，已经在一定程度反映了市场的看空预期，后期做空则需要玉米和淀粉现货价格跌幅超出目前期价贴水所反映的预期，否则期价不排除上涨来实现期现回归。其中主要变数在于两点，一是市场对供需缺口预期不一；二是国储轮入政策的不确定性。基于上述分析，我们倾向于看空不做空，即看空现货但不做空期货，考虑做多时优选玉米，做空则优选淀粉。

相对而言，我们倾向于做空淀粉-玉米价差更为安全可靠，首先，逻辑上比较正，行业产能过剩，淀粉绝对价格高，对替代品及其下游产品对替代品价差收窄，将抑制其下游消费，后期供需有望趋于宽松，淀粉-玉米价差及其对应的盘面生产利润难以持续；其次，其还符合目前期价本身所反映的逻辑，根据前面的分析，玉米现货价格要下跌，除了宏观层面供需缺口补充之外，微观层面深加工特别是淀粉行业对玉米的需求支撑力度也需要下降，这就要求淀粉期现货生产利润出现下降甚至亏损的情况。

当然，目前主要的风险在于玉米现货价格区域分化持续的时间，基于这一方面的考虑，我们建议激进投资者选择5月合约，而谨慎投资者则可以考虑优选9月合约。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 农产品组

研究员

邓绍瑞

☎ 010-64405663

✉ dengshaorui@htfc.com

从业资格号：F3047125

投资咨询号：Z0015474

范红军

☎ 020-37595315

✉ fanhongjun@htfc.com

从业资格号：F0262666

投资咨询号：Z0002196

徐亚光

☎ 021-68758679

✉ xuyaguang@htfc.com

从业资格号：F3008645

投资咨询号：Z0012826

吴青斌

☎ 021-60827983

✉ wuqingbin@htfc.com

从业资格号：F3054450

投资咨询号：Z0015951

现货市场分析

对于玉米而言，当前现货市场的最大特征是区域分化严重，主要原因在于，随着国产玉米价格的持续上涨，玉米对进口和替代品的性价比下降，下游需求企业积极寻求进口和替代品，包括临储小麦和陈化水稻，进口高粱、大麦、小麦等。

分区域来看，东北地区主要替代品为陈化水稻的定向投放，但12月以来，国家考虑到临储水稻收购，暂停陈化水稻投放，市场消息称将于3月底恢复，目前更多以消耗新作玉米为主，但亦有部分企业采购临储拍卖小麦用于饲料。华北和长江中下游地区更多选用小麦作为饲料行业的能量替代品，据天下粮仓调查数据显示，样本企业替代比例多在50%以上。南方销区以进口为主，包括进口玉米、高粱和大麦，甚至有部分进口豌豆和小麦，当然包括部分小麦和陈化水稻，其中主要增量在于玉米，国家基于中美贸易协议而发放的1000万吨国营配额加上2021年配额基本采购完毕，USDA数据显示，截至2月18日当周，美玉米对中国出口未装船数量尚有1096万吨，可以预见，未来进口玉米到港量依然庞大。在这种情况下，南方销区对内贸玉米需求量显著下降，广东玉米数据网数据显示，内贸玉米周度出库量多在10万吨下方，在全部饲用谷物出库量中占比不足1/4，已经低于2014-2015年水平。

分类型来看，饲料企业能寻购进口谷物之外，主要使用小麦和陈化水稻作为替代品，其中小麦替代占比最大，特别是陈化水稻在1月全面暂停之后，据业内人士测算，目前小麦基本可以在除黑龙江之外地区实现饲用替代。深加工企业由于其多处于国内玉米产区，其中部分酒精可以使用陈化水稻，小部分有少量进口玉米配额，大部分特别是淀粉企业无法实现进口和替代，且目前生产利润丰厚，春节期间玉米消耗需要补充库存，是目前产区现货价格坚挺的主要支撑力量。

后期现货价格走势方面，宏观层面在于国内玉米供需缺口是否得到补充，结合库存周期来看，会否从被动补库存向主动去库存转变。微观层面在于下游需求主体，目前来看主要是深加工企业，另一个需要留意的因素是国储，后期轮入价格和数量将对市场产生较大影响。

对于玉米淀粉而言，现货层面的最大特征是现货生产利润高企，在我们看来，这是节前现货行情的延续，四季度节前备货阶段，再加上疫情影响部分区域深加工企业开机率，玉米现货价格往下游传导较为顺畅，进入节后以来，行业库存虽季节性累积，但企业仍有节前订单需要执行，库存压力不大，且下游淀粉糖各个品种春节前后库存亦显著偏低，现货价格延续坚挺态势。但考虑到国内玉米淀粉行业产能过剩，再加上玉米淀粉现货价格大幅上涨之后，其对面粉和木薯淀粉价差收窄，下游淀粉糖对白糖价差亦有显著收窄，需求抑制或将逐步显现，目前表现

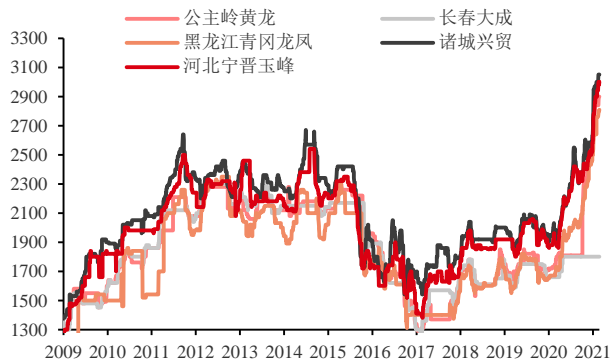
最为突出的是玉米淀粉出口数据，国家海关数据显示，淀粉月度出口量 2020 年 3 月最高达到 11 万吨，之后持续下滑，2020 年 11 月已经下降至 2 万吨下方。

图 1. 玉米现货价格走势 单位：元/吨



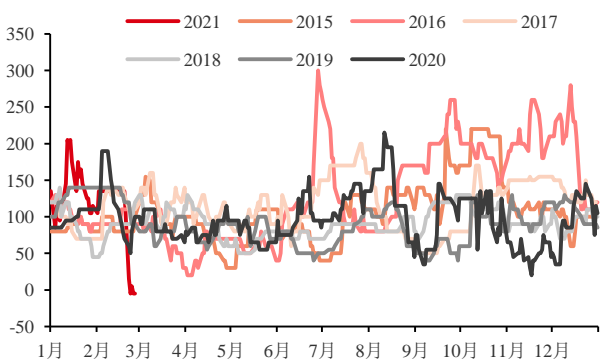
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 2. 玉米深加工企业收购价 单位：元/吨



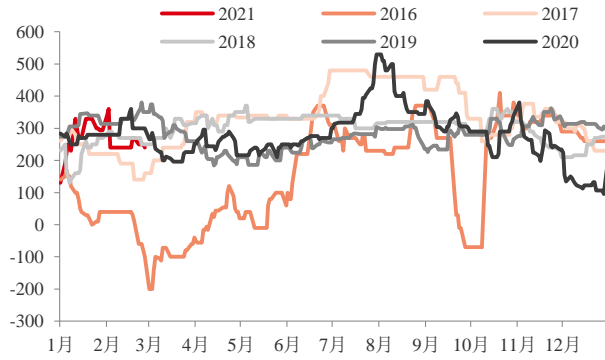
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 3. 南北方港口玉米价差 单位：元/吨



数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 4. 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 5. 玉米-小麦价差 单位：元/吨



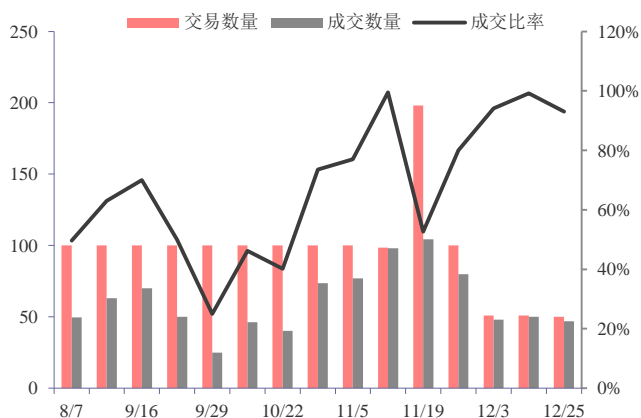
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 6. 南方港口饲用谷物价差 单位：元/吨



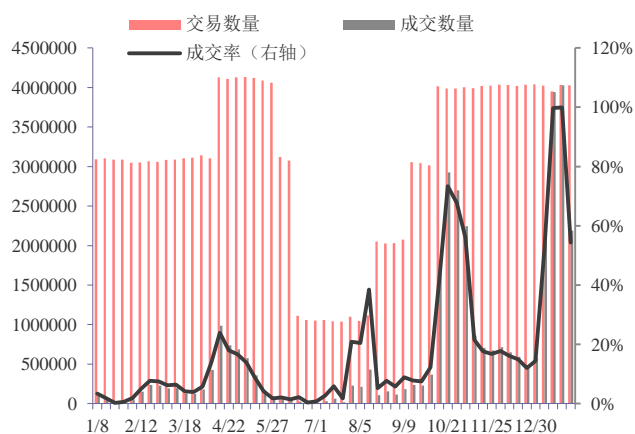
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 7. 陈化水稻定向销售 单位：万吨，%



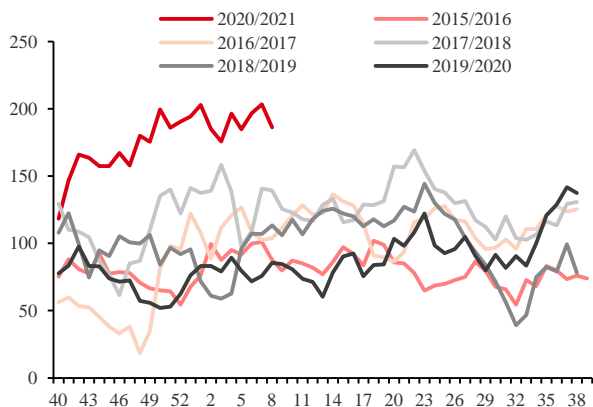
数据来源：华泰期货研究院

图 8. 临储小麦拍卖成交 单位：吨，%



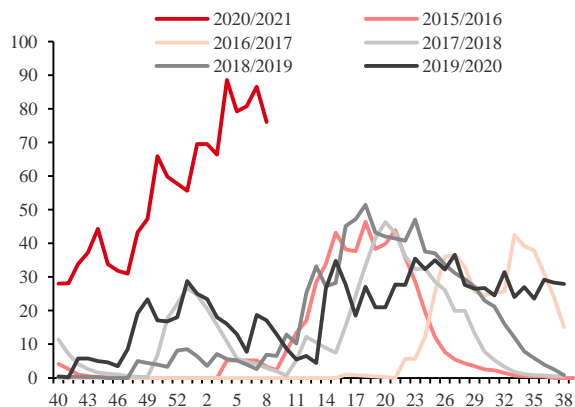
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 9. 南方港口全部谷物库存 单位：万吨



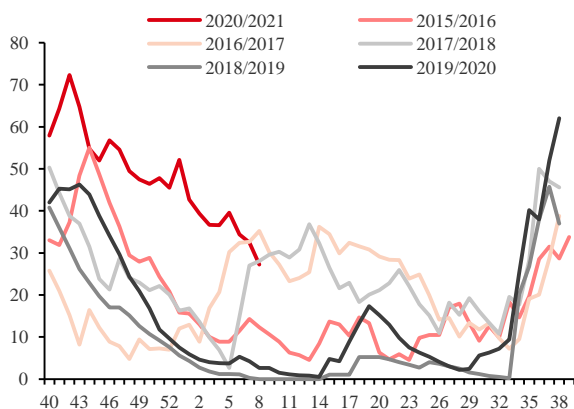
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 10. 南方港口进口玉米库存 单位：万吨



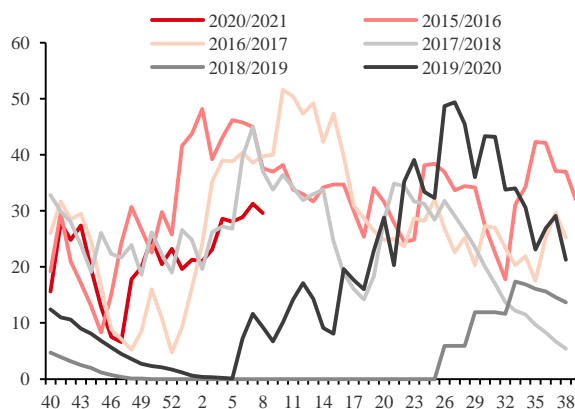
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 11. 南方港口进口大麦库存 单位：万吨



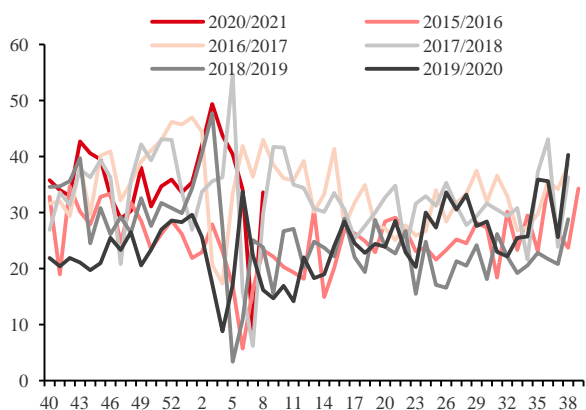
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 12. 南方港口进口高粱库存 单位：万吨



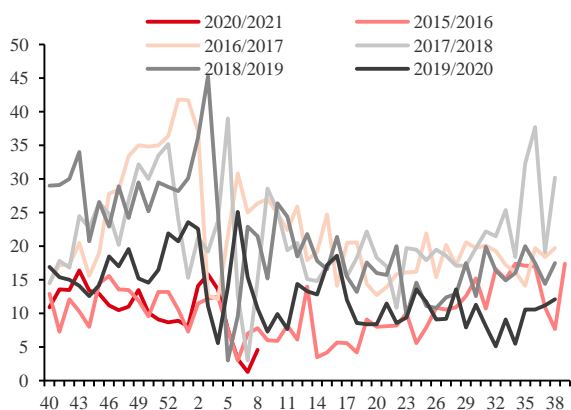
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 13. 南方港口全部谷物出库量 单位：万吨



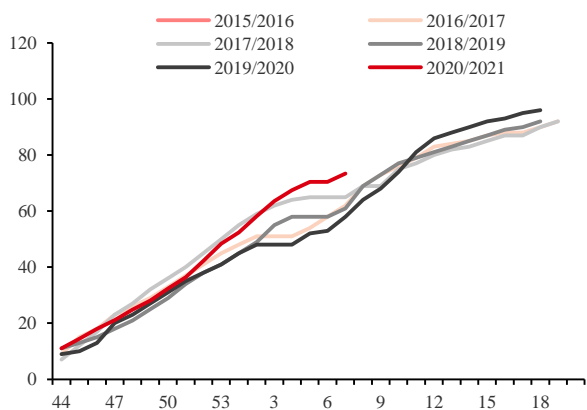
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 14. 南方港口国产玉米出库量 单位：万吨



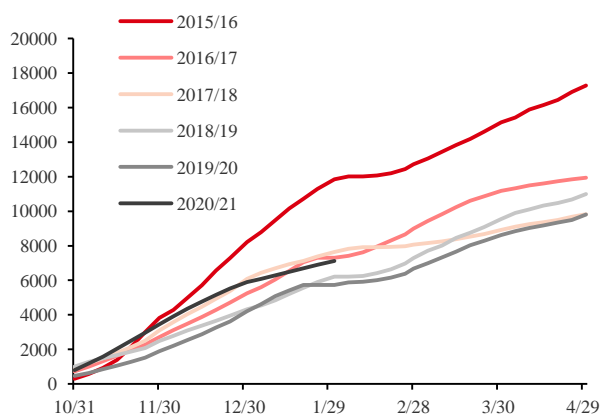
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 15. 全国玉米售粮进度 单位：%



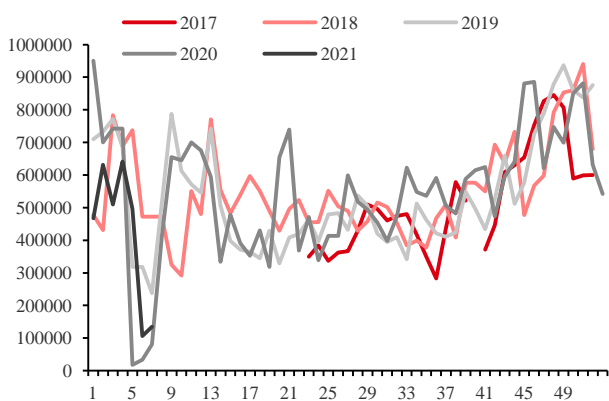
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 16. 11 个主产省区玉米收购量 单位：万吨



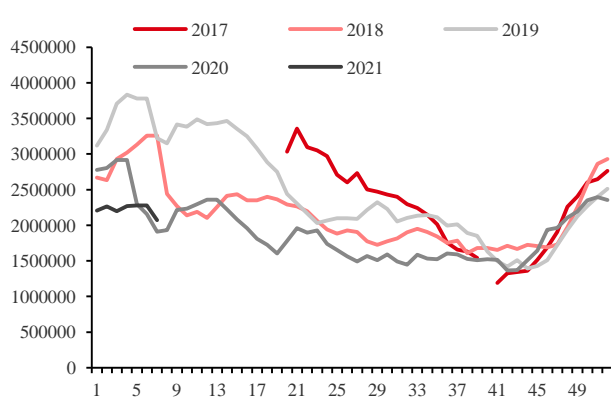
数据来源：国家粮食与物资储备局 华泰期货研究院

图 17. 深加工企业玉米收购量 单位：吨



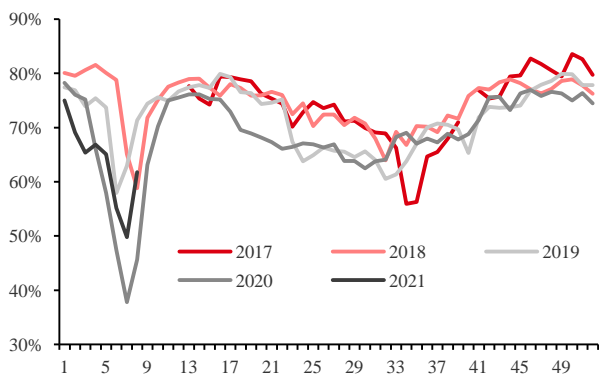
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 18. 深加工企业玉米库存 单位：吨



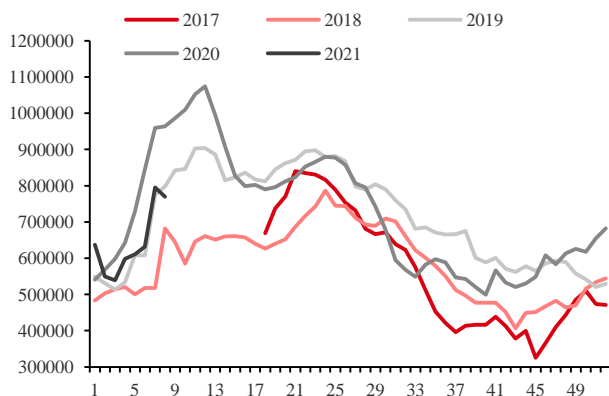
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 19. 玉米淀粉开机率 单位：%



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 20. 玉米淀粉行业库存 单位：吨



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 21. 葡萄糖行业供需 单位：吨，%



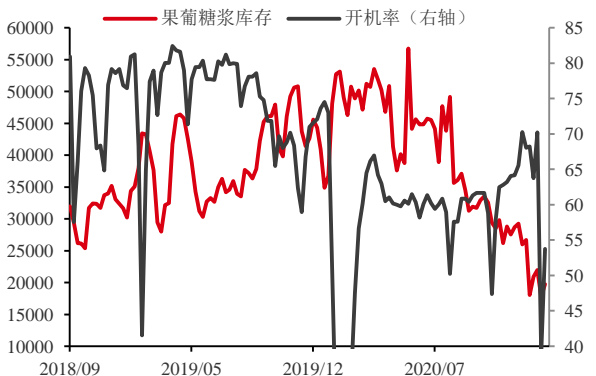
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 22. 麦芽糖糊精行业供需 单位：吨，%



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 23. 果葡糖浆行业供需 单位：吨，%



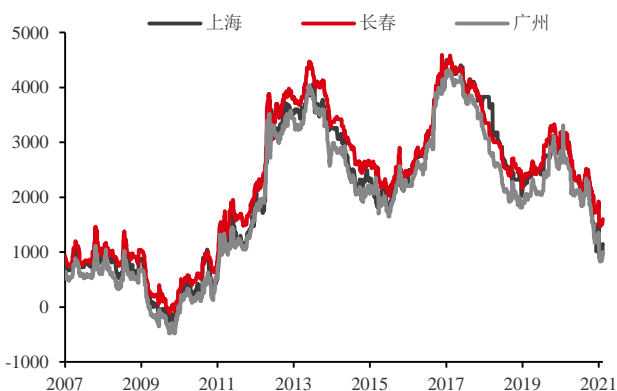
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 24. 麦芽糖浆行业供需 单位：吨，%



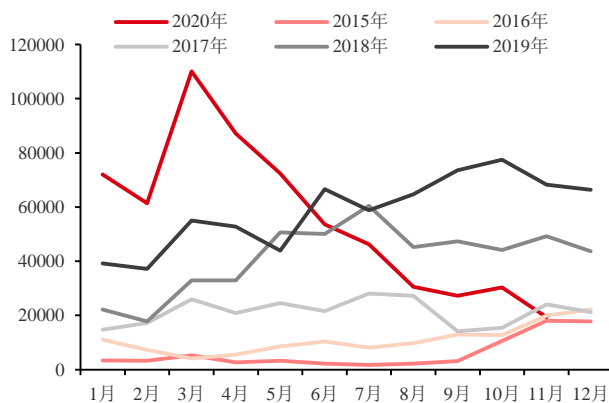
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 25. 白糖-淀粉价差 单位：元/吨



数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 26. 玉米淀粉月度出口量 单位：吨



数据来源：国家海关 华泰期货研究院

期货市场分析

对于玉米而言，目前主要特征有二，其一是基差高企，即期价大幅贴水现货，目前 2103 合约高于南方港口倒推而显著低于东北产区对应的北方港口平仓价，表明担心玉米定价权的转移，即从东北产区或北方港口逐步转向南方销区。

其二是远月贴水近月，这表明市场对玉米供需预期趋于宽松，包括两个层面，一个层面是当前年度供需缺口已经得到补充，或有望得到补充；另一个层面是下一年度供需较当前年度有望得到改善。

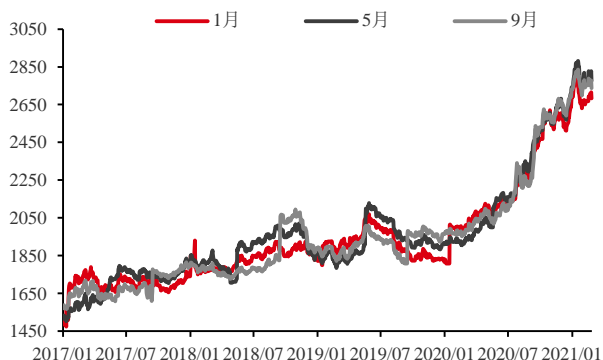
在我们看来，第一层面的预期与我们预估的玉米供需平衡表较为吻合，根据粗略计算，自 2020 年 9 月以来截至目前为止，进口玉米增加 1000 万吨基于中美贸易协议的国营配额，国内陈化水稻定向销售 922 万吨左右，临储小麦拍卖累计成交 3200 万吨左右，一次性与临储玉米储备成交 300 万吨左右，截至 12 月进口高粱、大麦和小麦同比增加 620 万吨左右，再加上碎玉米等，经折算大致能补充供需缺口接近 5500 万吨。考虑到上一年度的结转库存，后续仍有 5-600 万吨的临储玉米，1000 多万吨的陈化水稻，以及目前仍在持续进行的小麦临储拍卖，我们预估的 2020/21 年度 6000 万吨供需缺口已经能够得到弥补。

第二个层面则更多基于下一年度国内玉米种植面积增加的预期，主要源于目前玉米种植收益高于大豆，当然，市场仍将重点关注下一年度生产者补贴政策，如果其不再如同过往年份向大豆倾斜，可能会引发更多大豆改种。目前这一预期主要体现在 1 月合约贴水 5 月和 9 月上。

对于淀粉而言，目前最大的特征是盘面生产利润非常好，特别是过去一周，淀粉在近月带动之下，期价上涨来实现基差回归，而玉米相对弱势，未能向北港或产区玉米靠拢，使得淀粉-玉米价差扩大，而且近月扩大幅度相对大于远月。

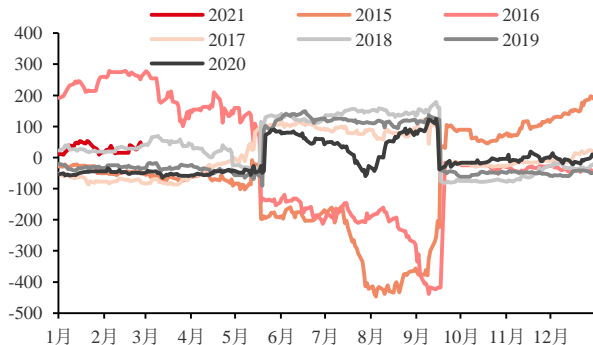
从绝对价格来看，目前3月合约期价往现货靠拢，交割对价对应当前玉米价格均有丰厚的交割利润，5月合约亦在当前玉米收购价对应的生产成本之上，更何况目前玉米期价反映的预期是，到5月之前，玉米现货价格有望出现下跌。

图 27. 玉米期价走势 单位：元/吨



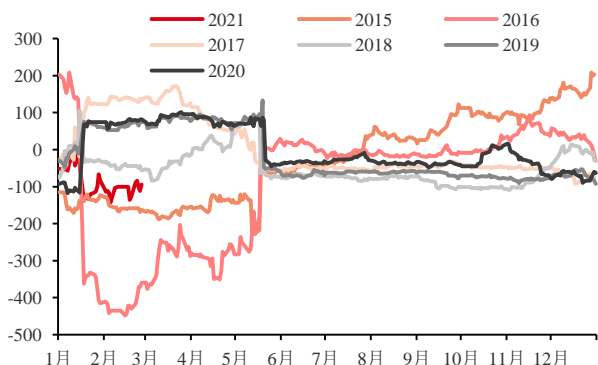
数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 28. 玉米 5-9 价差 单位：元/吨



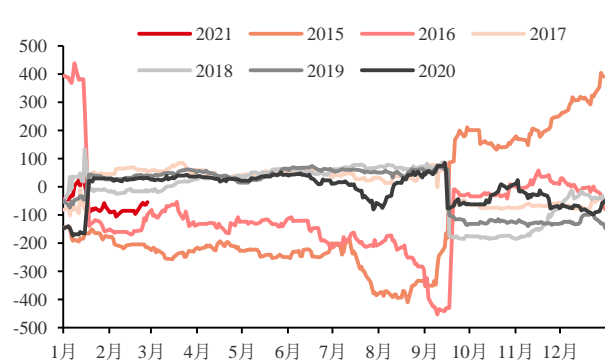
数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 29. 玉米 1-5 价差 单位：元/吨



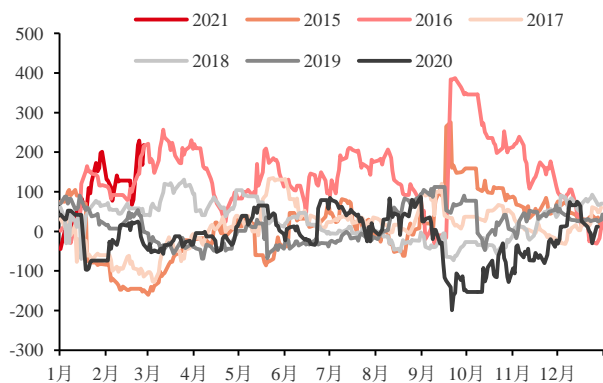
数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 30. 玉米 1-9 价差 单位：元/吨



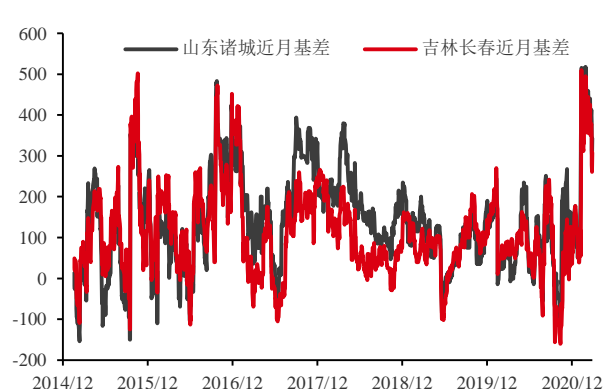
数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 31. 玉米近月基差 单位：元/吨



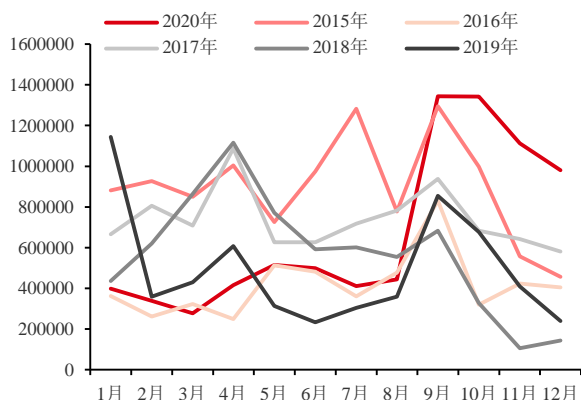
数据来源：文华财经 汇易网 华泰期货研究院

图 32. 淀粉近月基差 单位：元/吨



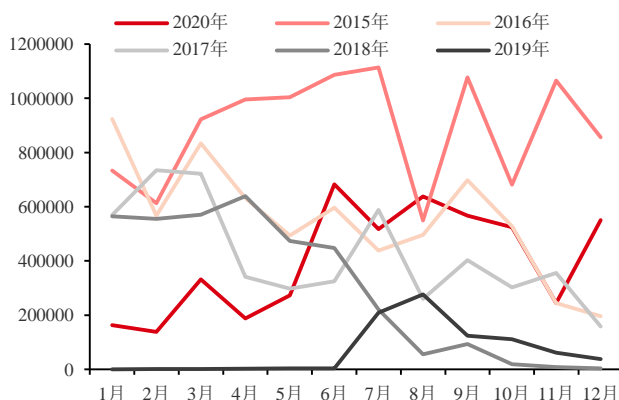
数据来源：文华财经 汇易网 华泰期货研究院

图 33. 大麦月度进口量 单位：吨



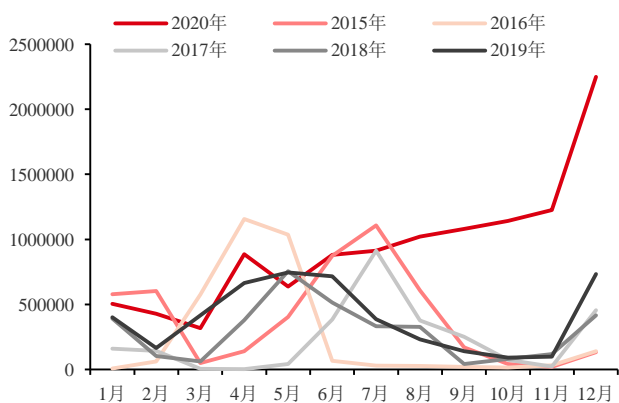
数据来源：国家海关 华泰期货研究院

图 34. 高粱月度进口量 单位：吨



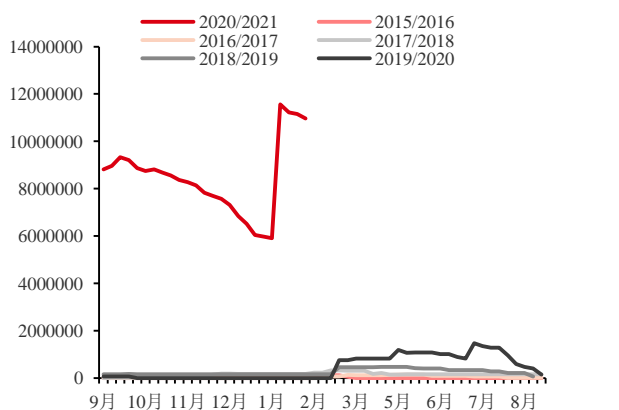
数据来源：国家海关 华泰期货研究院

图 35. 玉米月度进口量 单位：吨



数据来源：国家海关 华泰期货研究院

图 36. 美玉米对中国出口未装船量 单位：吨



数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 37. DCE 大豆玉米比价



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

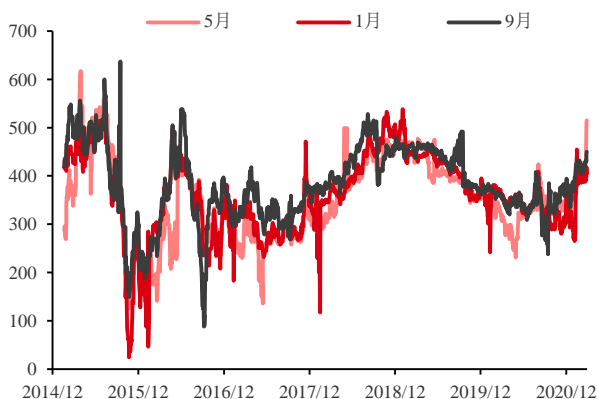
图 38. 黑龙江生产者补贴 单位：元/亩

| 年份 | 玉米 | 大豆 |
|------|--------|--------|
| 2016 | 190 | 118.58 |
| 2017 | 133.46 | 173.46 |
| 2018 | 25 | 320 |
| 2019 | 30 | 255 |
| 2020 | 38 | 238 |

备注：2016 年及其之前东北大豆仍实行目标价格补贴，标准为 2014 年 60.5 元，2015 年为 130.87 元，2016 年为 118.58 元，2017 年起调整为大豆生产者补贴，与玉米相同。

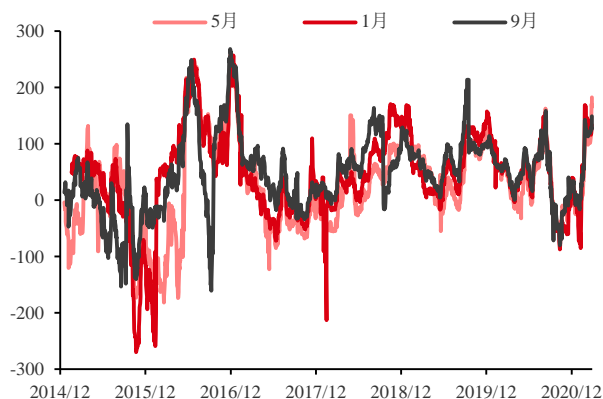
数据来源：华泰期货研究院

图 39. 淀粉-玉米合约价差 单位：元/吨



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 40. 玉米淀粉盘面生产利润 单位：元/吨



数据来源：天下粮仓 文华财经 华泰期货研究院

图 41. 中国玉米供需平衡表

单位：百万吨

| 项目 | USDA | | | | | | | 华泰期货 | | | | | | | |
|---------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 年度 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 |
| 期初库存 | | 123.6 | 172.9 | 212.0 | 223.0 | 222.5 | 210.1 | 201.1 | 100.9 | 178.4 | 260.7 | 254.6 | 190.0 | 139.5 | 97.5 |
| 产量 | | 249.8 | 265.0 | 263.6 | 259.1 | 257.2 | 260.8 | 260.0 | 249.8 | 265.0 | 216.0 | 196.0 | 201.0 | 196.0 | 191.0 |
| 净进口 | | 5.5 | 3.2 | 2.4 | 3.4 | 4.4 | 7.6 | 7.0 | 5.5 | 3.2 | 2.4 | 3.4 | 4.5 | 7.0 | 17.0 |
| 总需求 | | 206.0 | 229.0 | 255.0 | 263.0 | 274.0 | 278.0 | 279.0 | 177.8 | 185.9 | 224.5 | 264.0 | 256.0 | 245.0 | 213.0 |
| 饲用需求 | | 144.0 | 165.0 | 185.0 | 187.0 | 191.0 | 193.0 | 192.0 | 114.8 | 121.9 | 151.0 | 181.0 | 170.0 | 160.0 | 125.0 |
| FSI需求 | | 62.0 | 64.0 | 70.0 | 76.0 | 83.0 | 85.0 | 87.0 | 63.0 | 64.0 | 73.5 | 83.0 | 86.0 | 85.0 | 88.0 |
| 期末库存 | | 172.9 | 212.1 | 223.0 | 222.5 | 210.1 | 200.5 | 189.1 | 178.4 | 260.7 | 254.6 | 190.0 | 139.5 | 97.5 | 92.5 |
| 其中：储备库存 | | | | | | | | | 162.1 | 251.5 | 218.6 | 118.6 | 100.6 | 25.6 | 15.0 |
| 社会库存 | | | | | | | | | 16.3 | 9.2 | 36.0 | 71.4 | 38.9 | 71.9 | 77.5 |
| 年度变化 | | 19.1 | 39.2 | 10.9 | -0.5 | -12.9 | -22.5 | -33.4 | 77.5 | 82.3 | -6.1 | -64.6 | -50.5 | -42.0 | -5.0 |

数据来源：USDA 华泰期货研究院

期货交易逻辑思考

结合上述对玉米与淀粉期现货市场分析可以看出，目前玉米和淀粉期价结构已经转为远期贴水，已经在一定程度反映了市场的看空预期，后期做空则需要玉米和淀粉现货价格跌幅超出目前期价贴水所反映的预期，否则期价不排除上涨来实现期现回归。在这种情况下，我们倾向于看空不做空的判断，即看空现货但不做空期货。其中主要变数在于两点，一是市场对供需缺口预期不一，不少机构和专家预估的缺口相对更大，这会使得市场预计需要价格持续高位更久，甚至继续上涨，刺激更多替代和进口才能弥补当前年度供需缺口；二是国储轮入政策的不确定性，这需要特别留意。

考虑到淀粉变动方向跟随原料端即玉米期价走势，而淀粉在上周近月即3月到期之前主要以期价上涨方式在实现基差回归，而玉米相对弱势，期价定位更偏向南方港口倒推至北方港口的平仓价，考虑做空时则优选淀粉，做多则优选玉米。

相对而言，我们倾向于做空淀粉-玉米价差更为安全可靠，首先，逻辑上比较正，行业产能过剩，淀粉绝对价格高，对替代品及其下游产品对替代品价差收窄，将抑制其下游消费，后期供需有望趋于宽松，淀粉-玉米价差及其对应的盘面生产利润难以持续；其次，其还符合目前期价本身所反映的逻辑，根据前面的分析，玉米现货价格要下跌，除了宏观层面供需缺口补充之外，微观层面深加工特别是淀粉行业对玉米的需求支撑力度也需要下降，这就要求淀粉期现货生产利润出现下降甚至亏损的情况。

当然，目前主要的风险在于玉米现货价格区域分化持续的时间，基于这一方面的考虑，我们建议激进投资者选择5月合约，而谨慎投资者则可以考虑优选9月合约。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com