

临储玉米竞拍后时代供需格局转变 和长期逻辑趋势

内容概要

本文首先回顾了2016年以来的行情，期现货价格整体震荡上涨，主要源于供需缺口和临储底价上调，在引入近月期价-临储出库底价价差指标后，可以看出大部分时段近月期价对临储出库价均存在大幅升水，但2018/19年度较为特殊，一度贴水120元/吨左右，表明现货价格跌至可以做库存与临储玉米竞争的水平，其主要源于非洲猪瘟导致需求下降、市场逐步减少库存需求，导致供需缺口弱于预期。

随后将当前年度供需与上一年度进行比较，主要差别在于供应层面未有大量结转库存，需求层面或逐步恢复，截至2月底，多家机构包括国家粮食与物资局、国家粮油信息中心及其天下粮仓数据均显示华北与东北产区售粮进度已经超过6成，虽低于去年同期，但已经足以反映当前年度供需缺口。进一步看，可以合理预期下一年度供需缺口或继续扩大，一方面供应即产量难有大幅提升，考虑到大豆/玉米比价所反映的种植收益，且中美贸易战背景和国产大豆振兴计划下的补贴政策倾斜，玉米种植面积或难有大幅增长，另一方面需求端有望继续恢复，这主要源于生猪养殖行业。

最后套用库存周期来看，我们倾向于2019年5-10月处于主动去库存阶段，因市场根据南方港口全部饲用谷物出库量感受到需求的明显下滑，同时对对应着渠道库存的持续大幅下降，这一阶段主要针对陈粮包括临储出库玉米和2018年新作玉米。而后进入被动去库存阶段，主要针对2019年新作玉米，其显著特征是渠道长时间低库存运行，而实际需求从畜禽存栏、饲料产量等数据可以看出已经有所改善，但由于区域结构性特征及其产区新粮上市压力等因素未能为市场所感知。在节后售粮压力释放、市场逐步认可供需缺口之后，市场或逐步进入主动补库存阶段，当然，由于市场参与主体所关注的因素不同，对应的入场前后顺序亦会存在差异。

综上所述，我们总结看多逻辑主要集中在以下三个方面，其一是供需格局，上一年度供需缺口已经通过期初结转和年中临储拍卖得到补充，当前年度则需求有望前低后高，缺口或逐步显现，下一年度供需缺口则随着需求的进一步恢复而继续扩大；其二是库存周期，上一年度末段主动去库存，当前年度至今被动去库存，接下来有望主动补库存；其三是市场预期，近月期价-临储出库价价差已经转正，后期有望继续扩大。

与此同时，也需要留意以下四个方面的潜在风险，即饲用谷物进口超预期，临储水稻和小麦超预期低价去库存，临储玉米拍卖底价意外下调，潜在可能的疫情（包括非洲猪瘟及其禽流感等）影响生猪存栏恢复或禽类存栏扩张。

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

黄玉萍

☎ 021-60827975

✉ huangyuping@htfc.com

从业资格号：F0284365

投资咨询号：Z0010682

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

联系人

李巍

☎ 021-60827983

✉ liwei@htfc.com

从业资格号：F3039929

田磊

☎ 16619931357

✉ tianlei@htfc.com

从业资格号：F3054414

历史行情回顾

自 2016 年底以来，国内玉米期现货价格整体上涨，期价结构呈现远期升水格局，主要源于两个方面，其一是市场普遍预期国内玉米存在供需缺口，因国家政策调整导致国内玉米种植面积整体下滑，同时也是国家玉米库存去化的需要；其二是市场普遍预期随着临储玉米库存去化的进行，临储玉米拍卖底价随之出现上调。

从现货价格角度来看，我们可以大致划分为两个阶段，2016 年底到 2018 年震荡上行阶段及其 2018 年年后到目前为至的区间震荡阶段，在上一阶段，北方港口玉米平仓价整体维持在 1780-1960 元区间内，南方蛇口港玉米现货成交价维持在 1850-2050 区间之内。

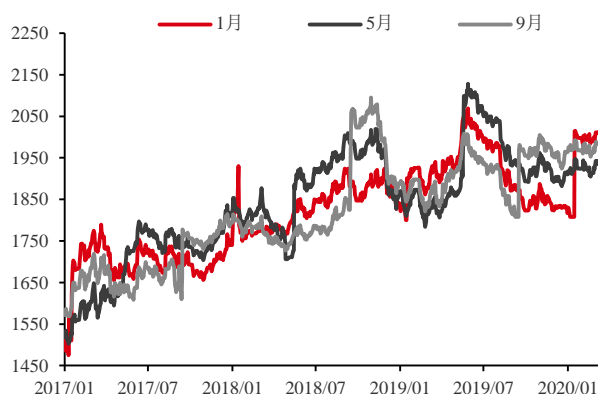
我们还可以引入一个指标，即图 8 的近月期价-临储玉米出库价（二等黄玉米底价成交折算到北港平仓价）价差，从图中可以看出，自 2016 年底玉米期现货价格陆续见底以来，玉米近月期价长期较临储出库价存在大幅升水，最高出现在 2018 年 3 月 5 日，接近 300 元，次高点出现 2018 年 11 月 12 日，为 250 元左右。2019 年 5 月之后上述价差大幅收窄，进入 7 月之后甚至转为负数，因此，我们有必要重点回顾一下 2018/19 年度国内玉米供需情况。

在我们看来，背后的主要原因有二，其一是供应端已经得到补充，一部分源于市场强烈看涨预期之下，2018 年 9 月到 10 月底的临储拍卖翘尾行情，2 个月时间内累积成交 3300 万吨，这形成庞大的结转库存。另一部分源于 2019 年 4 月 13 日临储底价大幅上调，再度带来看涨预期，2019 年 5-7 月累计成交 1500 万吨。

其二是需求的大幅下滑，这主要源于非洲猪瘟疫情对玉米饲用需求的影响，国家农业农村部数据显示，截至 2019 年 9 月，400 个重点监测县能繁母猪存栏同比下降 38.9%，生猪存栏同比下降 41.1%。如图 31 所示，南方港口全部饲用谷物出库自 2019 年 6 月起即处于历史同期低位，可以反映下游需求受非洲猪瘟疫情的影响非常之大。

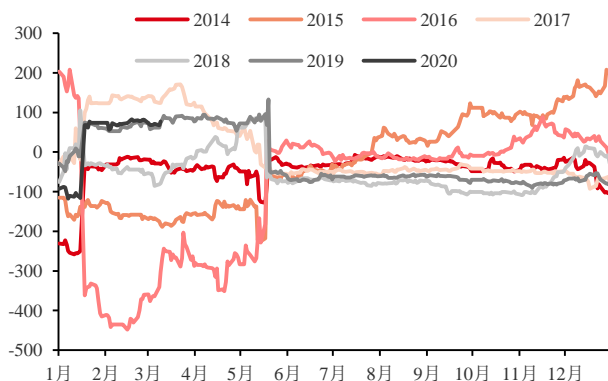
在这种情况下，当前年度不存在供需缺口逐步得到证实，虽 7 月玉米现货价格跌至临储底价成交后的出库价水平时，贸易商曾作出收缩供应的努力，北方港口下海量出现显著下降，临储拍卖成交率亦跌至个位数水平，一度带动现货价格小幅反弹，但进入 8 月之后，贸易商出于对新作供应入市的担忧，降价抛售带动期现货价格跌破临储出库价支撑。

图 1. 玉米期价结构 单位: 元/吨



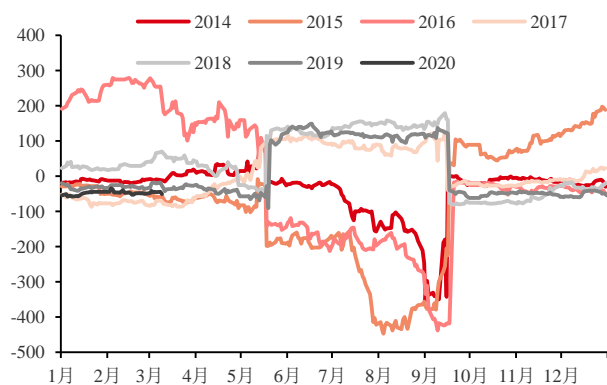
数据来源: 文华财经 华泰期货研究院

图 2. 玉米 1-5 价差 单位: 元/吨



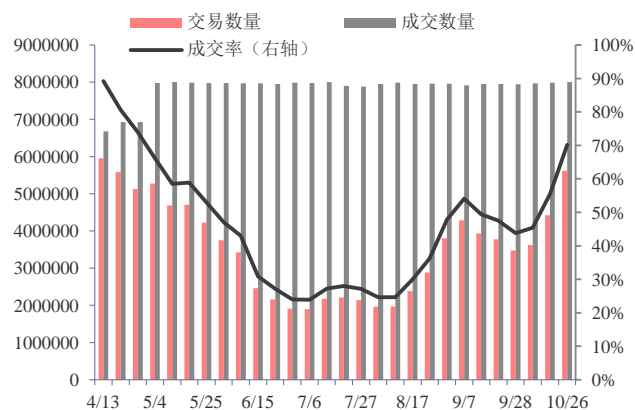
数据来源: 文华财经 华泰期货研究院

图 3. 玉米 5-9 价差 单位: 元/吨



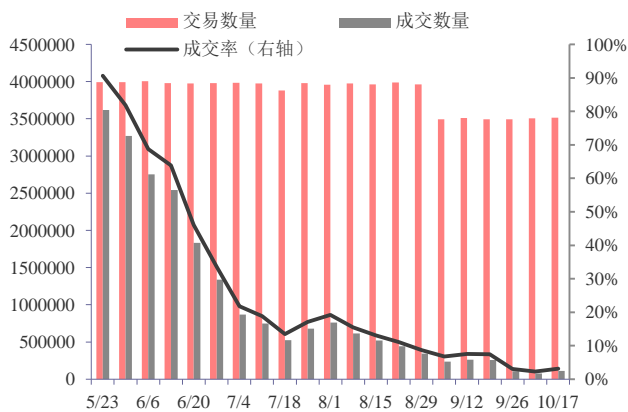
数据来源: 文华财经 华泰期货研究院

图 4. 2018 年临储拍卖成交情况 单位: 吨, %



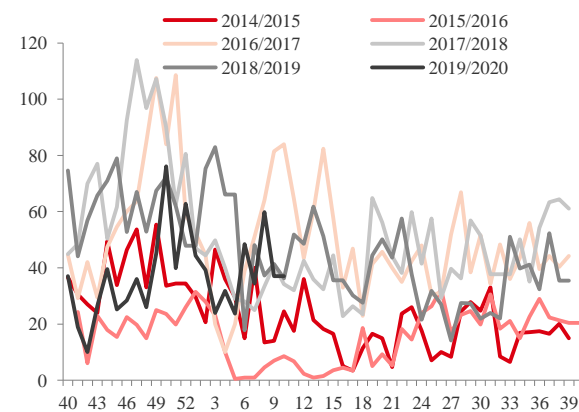
数据来源: 国家粮食交易中心 华泰期货研究院

图 5. 2019 年临储拍卖成交情况 单位: 吨, %



数据来源: 国家粮食交易中心 华泰期货研究院

图 6. 中国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 7. 国内玉米现货价格走势 单位：元/吨



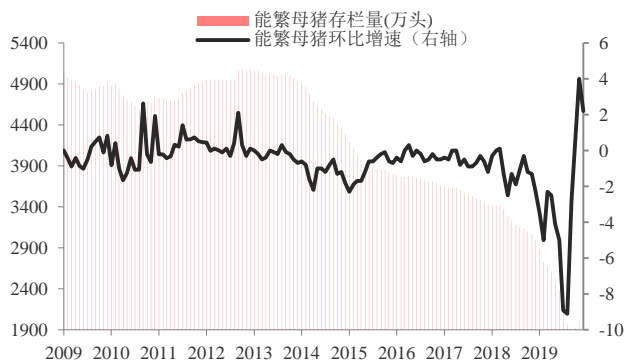
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 8. 近月期价与临储出库价价差 单位：元/吨



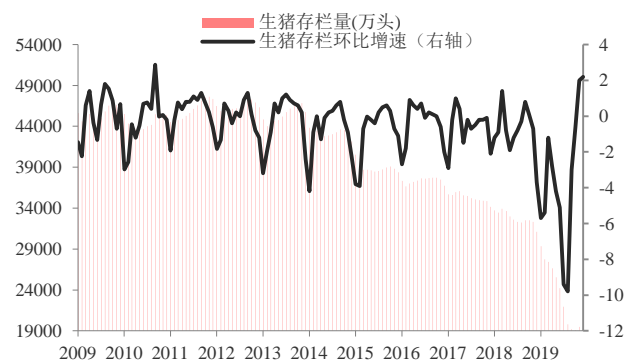
数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 9. 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 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. 临储拍卖底价跟踪

单位：元/吨

拍卖方式	2016年		2017年		2018年		2019年	
	粮食粮源	抛储底价	粮食粮源	抛储底价	粮食粮源	抛储底价	粮食粮源	抛储底价
轮换出库	2013年临储转中央储备	山东1628吉林1640黑龙江1530						
定向销售	2012年起期存储与2013年莆田囤	1450元	2012年临储	920-1260元				
临储拍卖	2013年临储	辽宁1570元黑龙江1500吉林1550	2013年临储	辽宁1350吉林1300黑龙江1250	2013-15年临储玉米	吉林2013年1350元2014年1400元2015年1450元	2014-15年临储玉米	吉林2014年1600元2015年1650元
中储粮包干销售	14年临储	辽宁1560吉林1500黑龙江1400	2013临储与14年临储	辽宁1410吉林1360黑龙江1310		地区差异50元，级差40元		地区差异50元，级差40元

数据来源：华泰期货研究院

后期供需展望

回顾过去之后，我们需要判断接下来玉米供需格局，特别是否存在供需缺口，如果存在，那么近月期价首先应该在临储出库价上方运行，甚至基于乐观预期，会出现较大幅度升水。

首先，我们看当前作物年度，众所周知，由于上一年度后半段现货价格持续下跌，市场对 2019/20 年度供需相对悲观，部分业内人士认为缺口不大甚至不存在供需缺口，主要原因有二，一是需求恢复缓慢，二是进口担忧。

但我们相对乐观，从供应端来看，期初库存显著低于去年同期，前面已经提到 8 月之后贸易商有降价抛售，而临储拍卖成交率持续下降至个位数水平；新作玉米产量市场存在分歧，整体较上一年度变动不大，春节前后甚至有业内专家反映，根据余粮推算，东北玉米产量有较大幅度下降；而进口方面，中美达成第一阶段贸易协议，承诺增加美国农产品进口，玉米依然受到进口配额所限，更多是美国高粱，但从美国高粱供需平衡表可以看出，其可供出口的量相对受限，在近期中国大量采购之后，美高粱 FOB 报价有显著上涨，据国家粮油信息中心测算，目前进口成本已经达到 2000 元左右，较国产玉米已不具备替代优势。

从需求端来看，虽然玉米饲用需求年度累积同比可能仍出现下降，但跟上一年度呈现持续环比下降态势相反，当前年度或呈现持续环比上升态势，因能繁母猪和生猪存栏持续下降到 2019 年 9-10 月后逐步出现环比回升的情况，再加上禽类产能已经有明显扩张，蛋鸡在产存栏和肉鸡祖代、父母代存栏同比已经有大幅提高，这意味着即使生猪存栏恢复不及预期，禽类存栏亦可以在很大程度上加以弥补，整体实现动物蛋白供应的逐步恢复。

综合来看，我们预计 2019/20 年度国内玉米依然存在供需缺口，这可以从目前的农户售粮进度得到验证，国家粮食与物资局数据显示，截至 2020 年 2 月 29 日，黑龙江、山东等 11 个主产区累计收购玉米 6683 万吨，跟去年最终收购量 10986 万吨相比已经接近 6 成，国家粮油信息中心数据与之相仿，天下粮仓数据 64%，相对略高。以 2 月底农户售粮 6 成计算，渠道库存增量占 1 成，实际消耗 5 成，即使进口增加以 1 成计算，且不考虑需求环比增量，国内玉米依然存在相当于 1 个月消耗量的缺口。

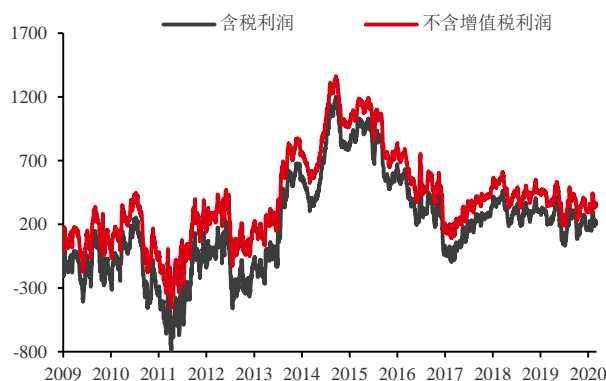
而对于下一年度而言，由于大豆/玉米比价上升，中美贸易战和大豆振兴计划之下，生产者补贴政策很可能继续向大豆倾斜，玉米种植面积及其对应的产量或难有显著增加，而需求端或继续恢复至猪瘟未爆发之前的正常水平，这意味着后期供需缺口或继续扩大，甚至不排除出现临储库存不足以弥补后期供需缺口的可能性，在这种情况下，接下来新作天气和虫害炒作也有可能卷土重来。

图 12. 美玉米近月进口成本 单位: 元/吨



数据来源: 汇易网 华泰期货研究院

图 13. 美玉米近月进口利润 单位: 元/吨



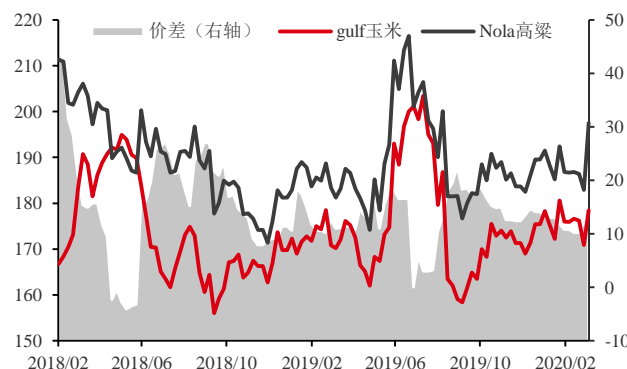
数据来源: 汇易网 华泰期货研究院

图 14. 美高粱供需平衡表 单位: 千吨

作物年度	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020
	7	8	9	0
期初库存	930	850	885	1617
产量	12199	9192	9271	8673
进口	44	51	1	1
总供应量	13173	10093	10157	10291
出口	6040	5089	2351	5080
饲残用量	3372	2584	3507	2540
FSI 需求量	2911	1535	2682	1778
总消费量	6283	4119	6189	4318
期末库存	850	885	1617	893

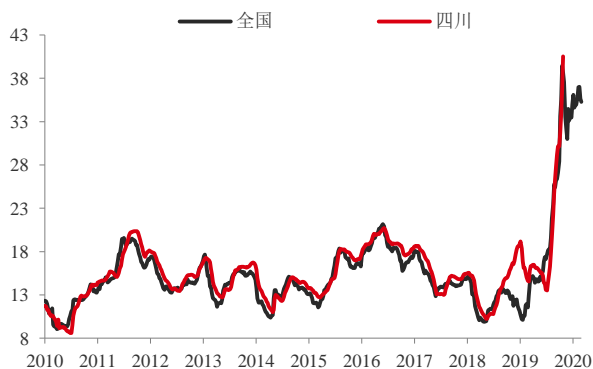
数据来源: USDA 华泰期货研究院

图 15. 美谷物 FOB 报价 单位: 美元/吨



数据来源: 美国谷物协会 华泰期货研究院

图 16. 生猪出栏价 单位: 元/公斤



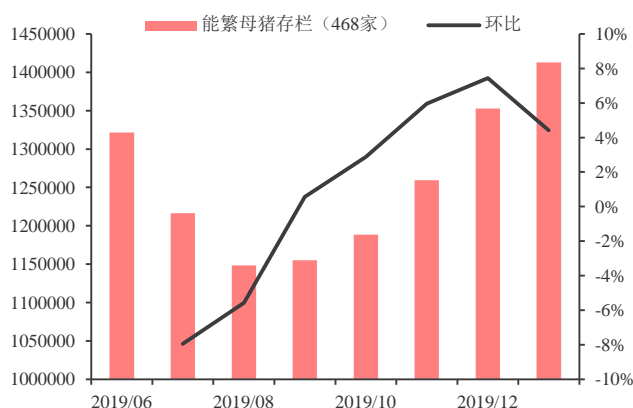
数据来源: 搜猪网 四川农业农村厅 华泰期货研究院

图 17. 生猪养殖利润



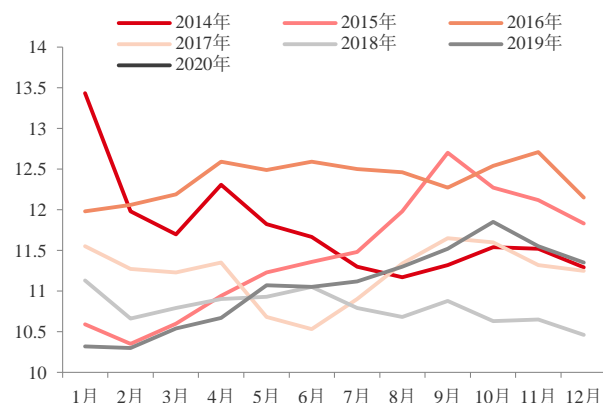
数据来源: 搜猪网 华泰期货研究院

图 18. 样本企业能繁母猪存栏量 单位：头



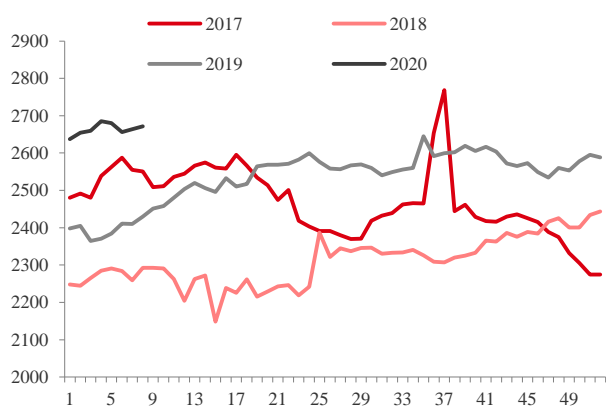
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 19. 在产蛋鸡存栏量 单位：亿只



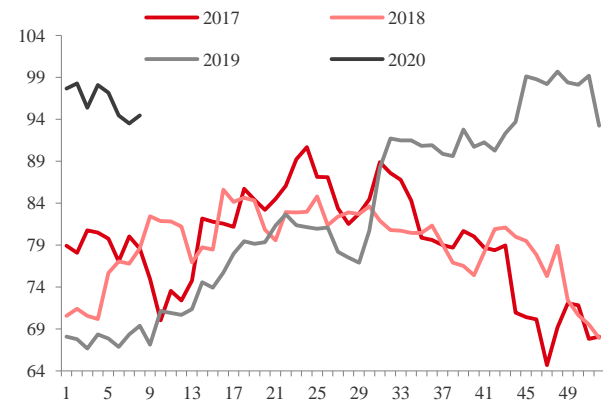
数据来源：芝华数据 华泰期货研究院

图 20. 白羽鸡父母代存栏量 单位：万只



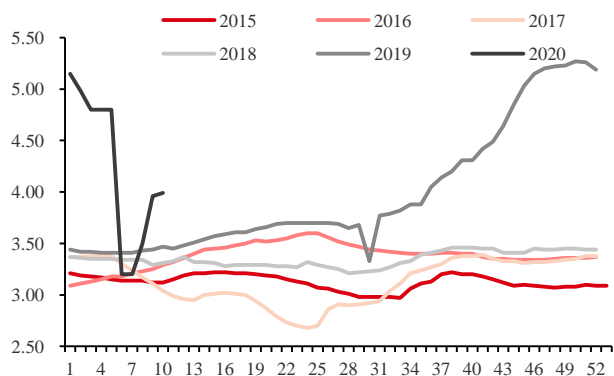
数据来源：中国畜牧业协会 华泰期货研究院

图 21. 白羽鸡祖代存栏 单位：万只



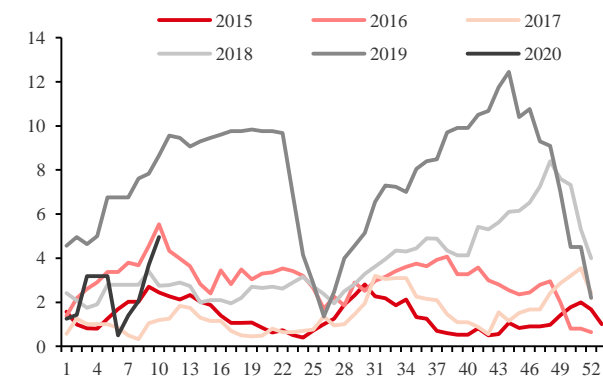
数据来源：中国畜牧业协会 华泰期货研究院

图 22. 蛋鸡苗价格 单位：元/只



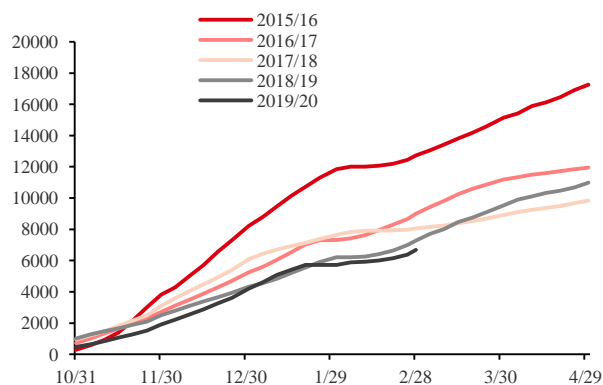
数据来源：博亚和讯 华泰期货研究院

图 23. 肉鸡苗价格 单位：元/只



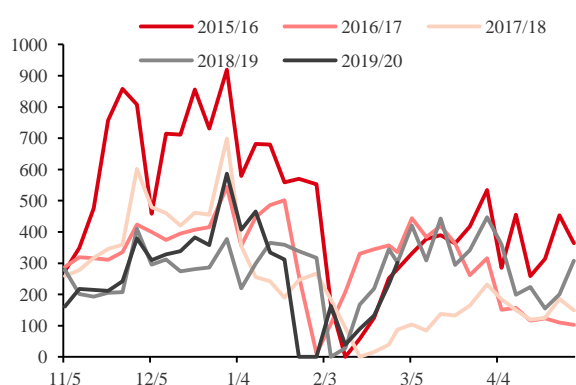
数据来源：博亚和讯 华泰期货研究院

图 24. 玉米收购进度 (累计) 单位: 万吨



数据来源: 国家粮食与物资局 华泰期货研究院

图 25. 玉米收购进度 (5 天) 单位: 万吨



数据来源: 国家粮食与物资局 华泰期货研究院

图 26. 农户售粮进度 单位: %

机构	天下粮仓		国家粮油信息中心	
日期	2月28日	去年同期	3月1日	去年同期
黑龙江	68	74	65	74
内蒙古	66	73	63	73
吉林	63	65	59	66
辽宁	71	81	70	81
东北	67	72	64	73
山东	61	66	59	66
河北	50	60	53	60
河南	58	69	60	69
华北	56	64	58	65

数据来源: 天下粮仓 国家粮信中心 华泰期货研究院

图 27. DCE 大豆玉米比价



数据来源: 文华财经 华泰期货研究院

图 28. 中国玉米供需平衡表

项目	USDA					华泰期货				
年度	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
期初库存	172.9	212.0	223.0	222.5	210.3	168.4	245.7	239.6	180.0	136.0
产量	265.0	263.6	259.1	257.3	260.8	265.0	216.0	196.0	201.0	206.0
净进口	3.2	2.4	3.4	4.5	7.0	3.2	2.4	3.4	4.5	7.0
总需求	229.0	255.0	263.0	274.0	279.0	190.9	224.5	259.0	251.0	252.0
饲用需求	165.0	185.0	187.0	191.0	190.0	126.9	151.0	176.0	165.0	165.0
FSI 需求	64.0	70.0	76.0	83.0	89.0	64.0	73.5	83.0	86.0	87.0
期末库存	212.1	223.0	222.5	210.3	199.1	245.7	239.6	180.0	134.5	97.0
其中：国储库存						236.5	209.6	109.6	94.6	20.0
社会库存						9.2	30.0	70.4	39.9	77.0
年度变化	39.2	10.9	-0.5	-12.7	-23.4	77.3	-6.1	-59.6	-45.5	-39.0

数据来源: USDA 华泰期货研究院

图 29. 中国临储玉米供需平衡表

单位：万吨

年份	收储	东北拍卖	跨省移库	定向销售	临储剩余	净收储量
2007/2008	600.00	0.00	0.00	0.00	600.00	600.00
2008/2009	3570.00	300.29	0.00	0.00	3869.71	3269.71
2009/2010	60.90	1350.10	192.96	576.00	1811.55	-2058.16
2010/2011	992.00	1583.52	1152.40	60.00	7.63	-1803.92
2011/2012	126.90	13.75	346.58	0.00	-225.80	-233.43
2012/2013	3083.20	0.00	0.00	0.00	2857.40	3083.20
2013/2014	6919.00	2473.00	124.00	0.00	7179.40	4322.00
2014/2015	8329.00	374.63	178.58	0.00	14955.19	7775.79
2015/2016	12542.00	962.21	2000.00	921.09	23613.89	8658.70
2016/2017	0.00	1987.85	3541.59	211.17	17873.28	-5740.61
2017/2018	0.00	9982.32	0.00	30.22	7860.74	-10012.54
2018/2019	0.00	2191.00	0.00	0.00	5669.74	-2191.00

数据来源：华泰期货研究院

库存周期解释

回顾 2016 年以来的行情，整体表现为市场看涨预期的补库，但由于二元供应结构之下，临储玉米库存相对充足且需要去化，补库积极性会受到阶段性新增供应（包括新粮上市和临储拍卖两块）的干扰，随着临储库存的逐步去化，市场补库积极性高涨，这突出地表现在 2018 年 9-11 月临储拍卖成交翘尾行情上。

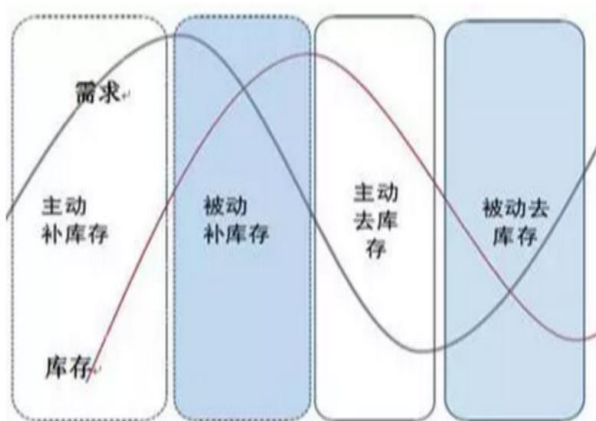
这种情况在 2018/19 年度发生了一些变化，特别是 2019 年 7 月之后，期初结转库存加上 5-7 月的临储拍卖成交量足以弥补当年的供需缺口，而下游需求受非洲猪瘟疫情影响持续环比下降，再加上南方及其华北黄淮早熟玉米即将入市，贸易商在缩量挺价失败之后，整体进入主动去库存阶段，主要去化对象是临储拍卖成交后的出库玉米和 2018 年新玉米。这一阶段具备两个方面的显著特征，其一是需求的大幅下滑，如图 31，2019 年第 24 周以后，南方港口全部谷物出库量均处于历史同期最低水平；其二是渠道库存大幅下降，天下粮仓数据显示，北方港口库存从最高的 480 万吨持续下降至不足 130 万吨，南方港口全部谷物库存从 144 万吨下降至不足 40 万吨。

10 月初由于新陈粮衔接问题，一度带动期现货价格反弹，这表明陈粮库存去化接近完成，也意味着主动去库存阶段已经过去，且我们可以从畜禽存栏、饲料产量等数据合理推断，玉米饲用需求已经有所好转，但由于其存在区域结构性差异（源于非洲猪瘟疫情爆发的先后顺序及畜禽养殖的地域分布），华北和东北地区生猪养殖已有恢复，蛋禽和肉禽养殖持续向好，但一方面缺乏需求数据展示，另一方面新作上市供应增加，掩盖了华北和东北两地需求改善的事实。市场更多通过可见的数据如北方港口集港量、下海量、南方港口出库量等看到南方需求依然疲弱

的现状，使得市场对 2019/20 年度供需预期较为悲观，再加上市场普遍存在新粮上市压力预期，带动中下游贸易与需求企业维持低库存运行，天下粮仓公布的北方港口玉米库存、深加工企业玉米库存和广东玉米数据网公布的南方港口全部饲用谷物库存均处于历史同期低位，即可得以印证。据此，我们倾向于认为自 2019 年 10 月以来，行业进入被动去库存阶段，这一阶段以新作玉米供应消化为主。

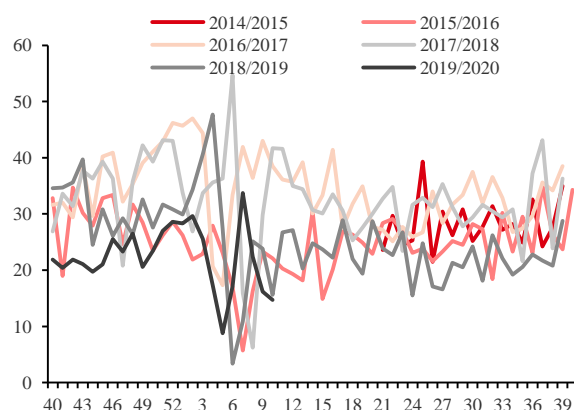
市场逐步认识到当前年度存在供需缺口之后，市场或将逐步进入主动补库存阶段，目前来看，东北产区 and 北方港口已经出现这种迹象。当然，由于不同市场参与主体关注因素不同，对需求的感观亦不同，对应其入场做库存的时间顺序也会有所不同，华北产区余粮销售进度相对落后，或需要继续消化节后售粮压力，或要晚于东北产区；而南方销区由于需求恢复滞后，再加上其采购粮源还包括进口谷物，或相对晚于华北和东北产区。再往后，在消化临储抛储压力预期之后，由于下一年度供需缺口有望进一步扩大，而临储玉米库存逐步去化，这意味着后期市场补库积极性很可能进一步提升，特别是出现天气和虫害炒作的情况下。

图 30. 库存周期动态变化



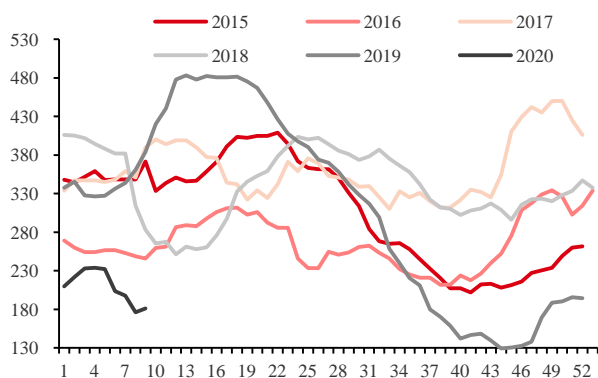
数据来源：华泰期货研究院

图 31. 广东港口全部谷物出库 单位：万吨



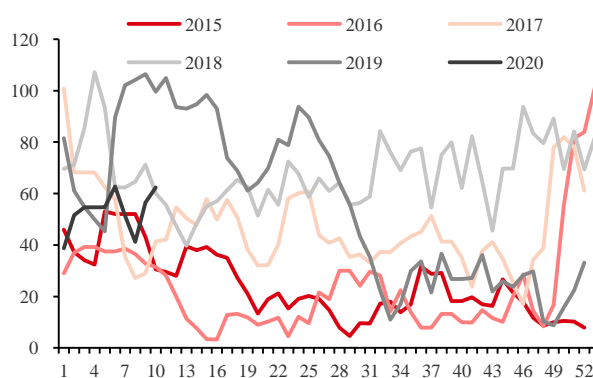
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 32. 中国北方港口玉米库存 单位：万吨



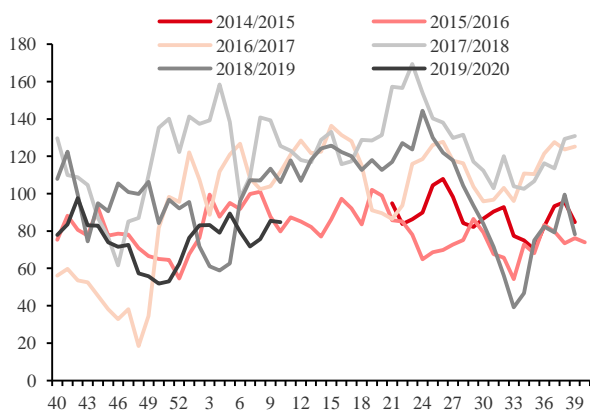
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 33. 中国南方港口玉米库存 单位：万吨



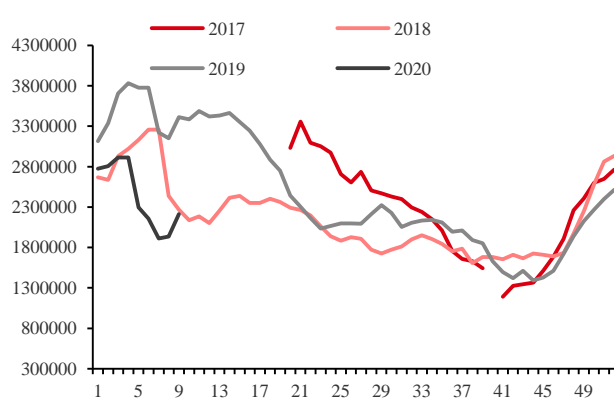
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 34. 广东港口全部谷物库存 单位: 万吨



数据来源: 广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 35. 深加工企业玉米库存 单位: 吨



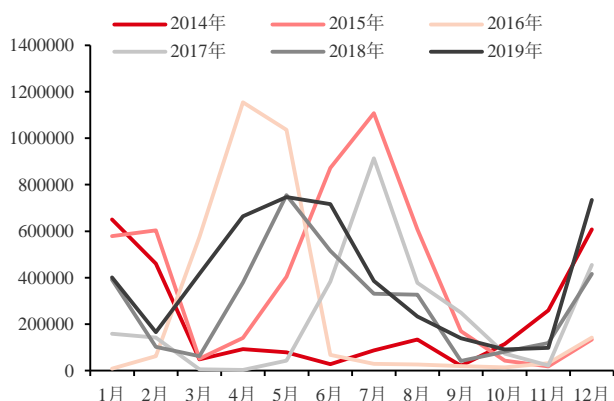
数据来源: 天下粮仓 华泰期货研究院

潜在风险因素

综上所述,我们总结看多逻辑主要集中在以下三个方面,其一是供需格局,上一年度供需缺口已经通过期初结转和年中临储拍卖得到补充,当前年度则需求有望前低后高,缺口或逐步显现,下一年度供需缺口则随着需求的进一步恢复而继续扩大;其二是库存周期,上一年度末段主动去库存,新作年度至今被动去库存,接下来有望主动补库存;其三是市场预期,近月期价-临储出库价价差已经转正,后期有望继续扩大。

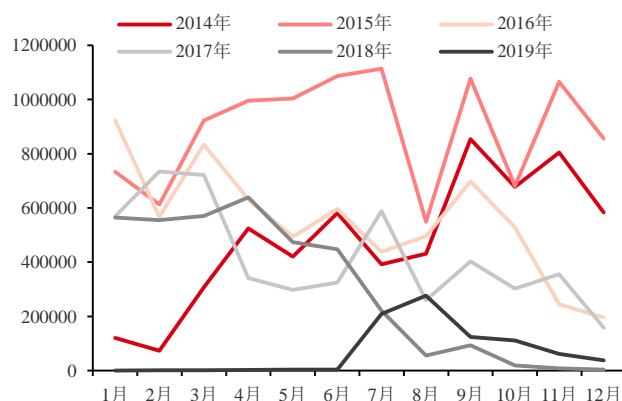
在看多的逻辑之下,也不能忽略潜在的风险因素,在我们看来,主要包括以下四个方面,其一是饲用谷物进口超预期,其二是临储水稻和小麦超预期低价去库存,其三是临储玉米拍卖底价意外下调;其四是潜在可能的疫情(包括非洲猪瘟及其禽流感等)影响生猪存栏恢复或禽类存栏扩张。

图 36. 中国玉米月度进口量 单位: 吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 37. 中国高粱月度进口量 单位: 吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

● 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：广东省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