

【申银万国期货】供需缺口仍在，长期行情向好 ——5 月份玉米期货投资策略报告

2020 年 4 月 30 日

摘要：

- 十月以来，产区玉米正处于收割期，国家粮食和物资储备局数据显示，截至 4 月 20 日，黑龙江、山东等 11 个主产区累计收购玉米 9348 万吨，同比减少 1130 万吨。
- 据农业农村部对全国 400 个定点监测县数据汇总，3 月份全国能繁母猪存栏环比增长 2.8%，这是自去年 10 月份以来，能繁母猪存栏连续 6 个月增长。
- 三月开始，随着基层余粮的减少，贸易商惜售看涨情绪高涨，玉米价格持续上涨，尤其是四月以来涨幅超过 100 元/吨。

分析师

周一敏

从业资格号：F3039519

投资咨询号：Z0014901

电话：021-5058 1577

邮箱：zhouym@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

 网址：www.sywgqh.com.cn

核心因素评定表：

核心利空因素	影响力演化方向	评级
非洲猪瘟持续扩散	平稳	★★★
核心利多因素	影响力演化方向	评级
国务院 5 条措施稳定生猪生产	趋强	★★
核心供需缺口难以弥补，玉米去产能继续	平稳	★★
玉米生长期潜在的灾害可能性	不定	★
综评：玉米或继续小步慢涨		

注：“★★★”主动推涨型因素或主动打压型因素；“★★”支撑型因素或阻力型因素；“★”背景型因素。


 申银万国期货
 宏观金融研究


申银万国期货研究

目录

一、5 月份操作策略	3
1、波段操作	3
2、期权操作	3
二、行情分析	4
1、关键数据表	4
2、期、现货市场近期变化情况	5
3、行情图解	6
三、交易逻辑	12
1、波段交易逻辑	12
2、期权交易逻辑	13
四、风险提示	13

一、5 月份操作策略

1、波段操作

5 月份，建议 C2009 合约可尝试做多，具体操作见下表。总仓位控制在 5% 左右。策略止损后，如果满足开仓条件，可重新进入。总止损次数不超过 2 次。关注现货高点出现时间和价格，如果基本面出现明显改善或恶化，可适当延长策略。

操作类型	开仓区间	止损位	退出区间	仓位建议
09 做多	2020-2040	1980	2120-2140	5%

2、期权操作

5 月份，建议若 C2009 的虚值看跌期权的隐含波动率增加，可尝试卖出，或在持有 C2009 多头合约时卖出看涨期权，形成备兑策略，具体操作见下表。总仓位控制在 10% 左右。关注现货高点出现时间和价格，如果基本面出现明显改善或恶化，可适当延长策略。

操作类型	开仓区间	止损位	仓位建议
卖出 C2009 行权价 2000 或 2020 的看跌期权	隐含波动率大于 13%	出现非洲猪瘟爆发等导致玉米价格大幅下跌的情况	10%
卖出 C2009 行权价 2140 或 2160 的看涨期权	在持有 C2009 玉米期货的同时，形成备兑策略	将 C2009 玉米期货平仓的同时	与持有的玉米期货合约等量或组合 Delta 大于 0

二、行情分析

1、关键数据表

		郑州（出库价）	长春（出库价）	大连港平仓价	蛇口现货价
现货价格	4 月	2100 元/吨	1950 元/吨	2070 元/吨	2160 元/吨
	3 月	1910 元/吨	1840 元/吨	1950 元/吨	2020 元/吨
		生猪平均价	养殖利润自繁	养殖利润外购	猪粮价比
生猪养殖	4 月	33.09 元/千克	2233.49 元/头	1162.55 元/头	16.91
	3 月	35.03 元/千克	2498.50 元/头	1434.54 元/头	18.80
		玉米淀粉	DDGS	玉米酒精	CBOT 玉米
深加工及国外	4 月	2560 元/吨	2145 元/吨	5137 元/吨	314.50 美分/蒲式耳
	3 月	2375 元/吨	1985 元/吨	4937 元/吨	341.50 美分/蒲式耳
		2009 合约涨跌	2009 合约持仓变化	2009 合约-现货价差	2009-2005 合约价差
期货	4 月	1.91%	+107280 手	24 元/吨	42 元/吨
	3 月	4.01%	+449484 手	98 元/吨	58 元/吨

备注：*数据截至 4 月 29 日；资料来源：Wind，申万期货研究所

**其中的价格数据为月末值，期货价格为月收盘价。

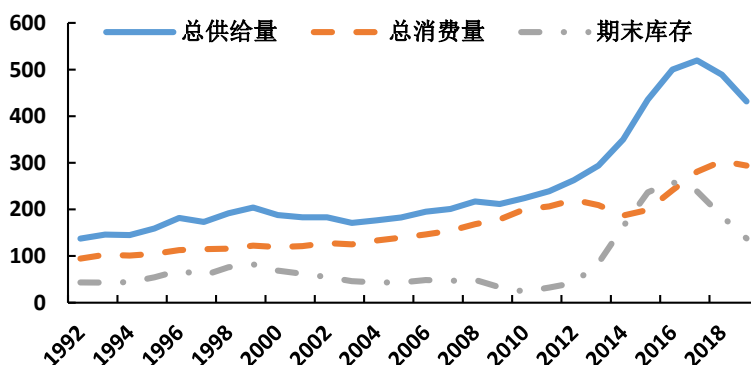
2、期、现货市场近期变化情况

➤ 期、现货市场变化：

- ✓ 十月以来，产区玉米正处于收割期，国家粮食和物资储备局数据显示，截至 4 月 20 日，黑龙江、山东等 11 个主产区累计收购玉米 9348 万吨，同比减少 1130 万吨。
- ✓ 非洲猪瘟疫情有所控制，根据农业农村部消息，据农业农村部对全国 400 个定点监测县数据汇总，3 月份全国能繁母猪存栏环比增长 2.8%，这是自去年 10 月份以来，能繁母猪存栏连续 6 个月增长。全国 16 万家年出栏 500 头以上规模猪场检测显示，二月份新生仔猪量环比增长 3.4%，三月份又环比增长 7.3%，自去年九月份有监测以来首次连续两个月增长。
- ✓ 春节期间玉米价格有所上涨，主要由于肺炎疫情导致道路管制，玉米无法送达下游企业，导致收购价有所上涨。二月中下旬，随着政策拍卖量的出库和流通的恢复，玉米价格小幅下跌。三月开始，随着基层余粮的减少，贸易商惜售看涨情绪高涨，玉米价格持续上涨，尤其是四月以来涨幅超过 100 元/吨。
- ✓ 随着玉米现货价格的快速上涨，玉米期货价格也随之上涨，5 月合约始终相对现货少量升水，9 月合约保持相对 5 月合约 50 元/吨左右的升水。

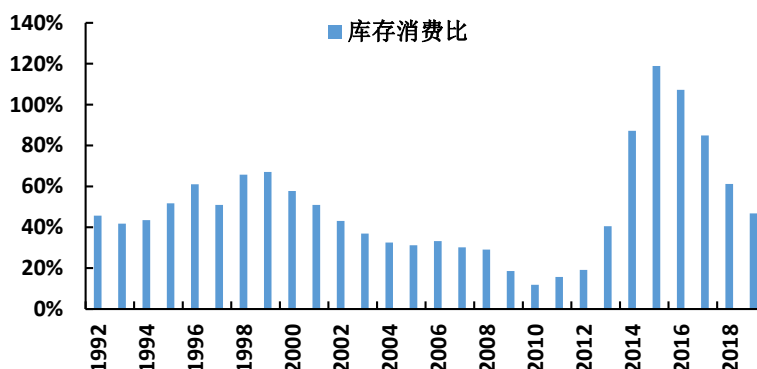
3、行情图解

图 1：中国玉米供给、需求、期末库存（百万吨）



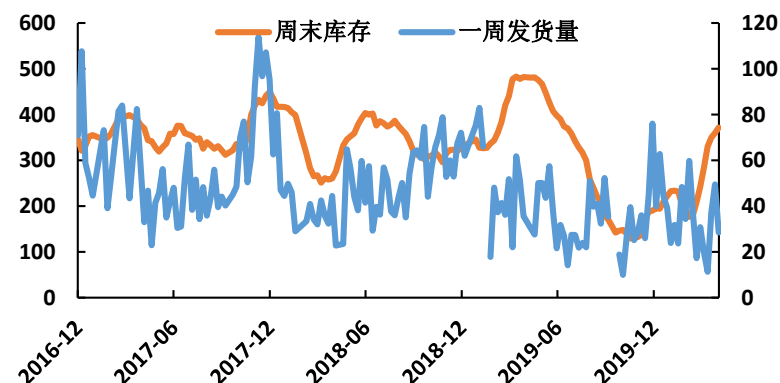
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 2：库存消费比



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 3：北方港口周度库存（吨）



资料来源：天下粮仓，申万期货研究所

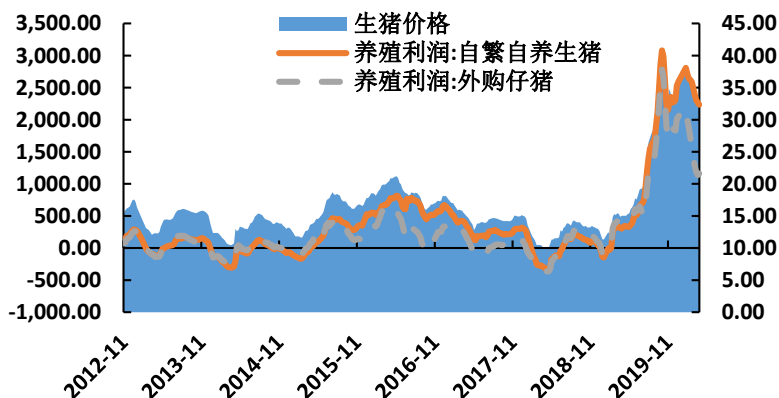
2019/20 作物年度中国玉米产量继续下降至 2.6 亿吨，自 2016/17 年度去库存开始后第一次有所上涨。但由于结转库存的减少，总供给量同比减少 1.3%。

预计 2019/20 年度玉米总消费 2.79 亿吨，较 2018/19 年度增加，库存消费比将降至 71.35%，连续第四年下降，去库存有条不紊。

3 月开始，东北地区玉米加速收购，贸易商囤货待涨，再加上下游深加工和饲料企业收购意愿不强，北方港口库存快速增加。截止 2020 年 4 月中旬，辽宁四港总库存 371.6 万吨，环比增加 53%。

- 非洲猪瘟影响持续，去年8月开始猪肉价格大幅上涨，养殖利润持续增加。
- 进入11月以后，由于价格过高，部分前期的库存肉育肥猪上市流通，生猪价格出现一定回落，但依然维持较高水平。

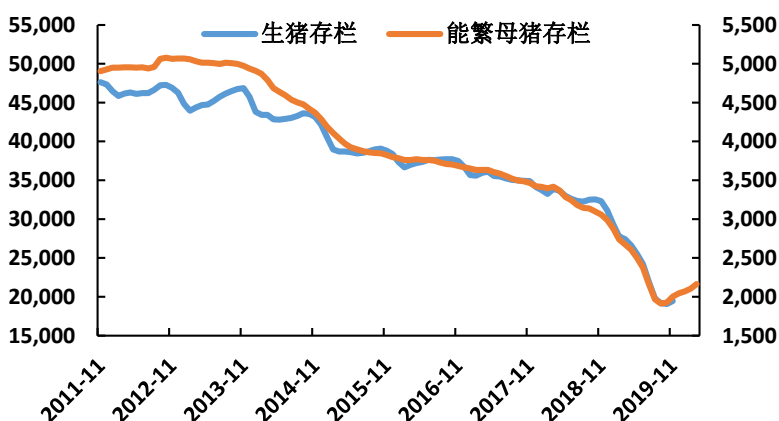
图 4：生猪养殖（元/公斤，元/头）



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 生猪存栏和能繁母猪存栏开始反弹。一季度末与去年底相比，全国生猪存栏增加了1000多万头，增长3.5%，能繁母猪存栏增加了300多万头，增长9.8%。

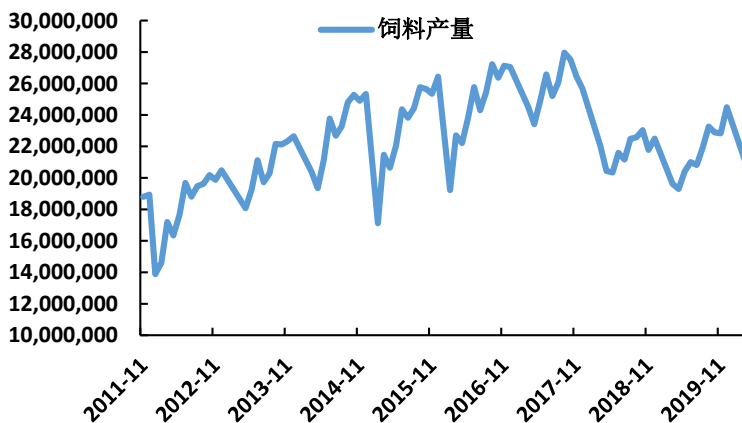
图 5：生猪存栏（万头）



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 随着生猪存栏开始反弹，饲料产量也开始增加。12月份猪饲料产量环比增长2%，连续4个月增长；其中母猪饲料大幅增长10%。但今年由于新冠疫情原因，下游需求不佳，饲料产量有所下降。

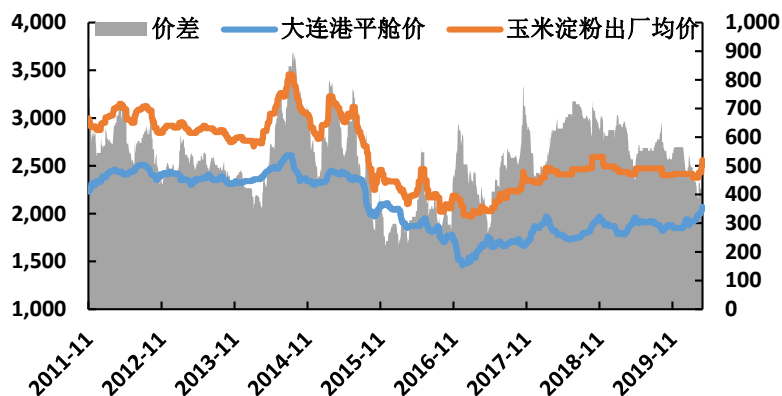
图 6：饲料产量（吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

春节过后，由于上游玉米价格大幅上涨，而下游淀粉需求由于疫情影响相对较差，淀粉价格涨幅不及玉米，导致淀粉-玉米价差收缩，淀粉加工再一次面临亏损。

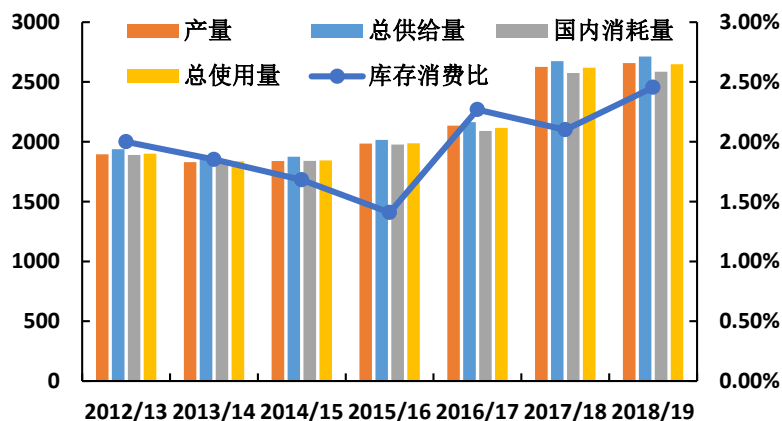
图 7：玉米淀粉与玉米价格（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

从12/13年度到15/16年度，由于临储玉米托市政策，玉米价格高企，导致淀粉价格较高，淀粉产能扩张受到压制。16/17年开始，淀粉价格优势凸显，需求旺盛，产能不断扩张。按照产量同比增长6%到8%计算，玉米需求的增量在350万吨/年左右。

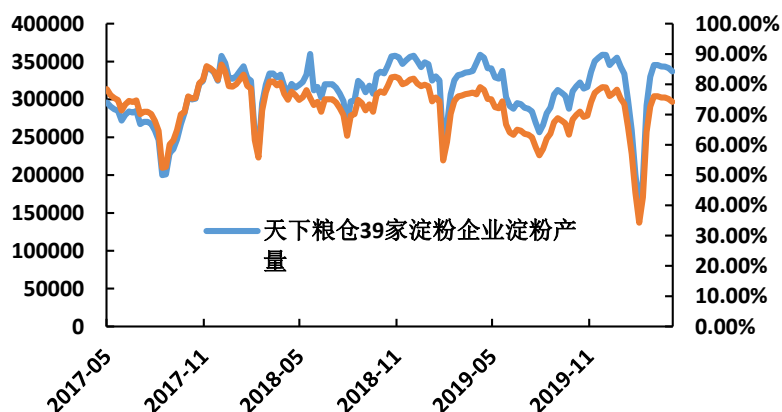
图 8：玉米淀粉供需平衡表（万吨，%）



资料来源：天下粮仓，申万期货研究所

春节期间，由于新冠疫情影响，淀粉产量和开机率均下降到过去4年的低点，之后，随着玉米流通的恢复和下游复工，淀粉企业产量和开机率恢复到正常水平。

图 9：淀粉企业开机率（%）



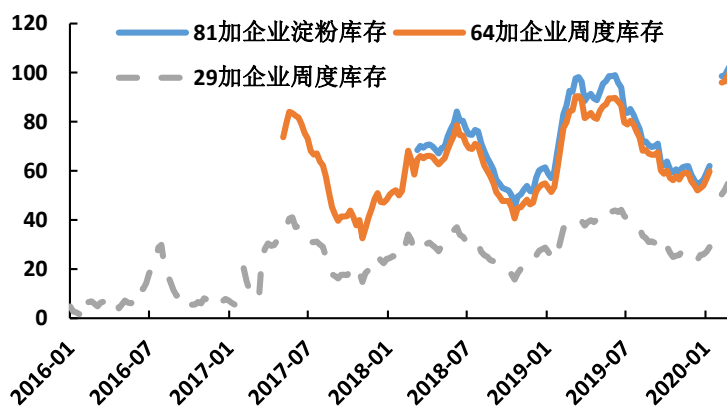
资料来源：天下粮仓，申万期货研究所

2月底3月初，随着新冠疫情缓解，淀粉深加工企业陆续开工，开机率大幅回升，而下游复工较为缓慢，需求不佳，企业出货速度较慢，导致玉米淀粉库存持续增长。之后，华北地区淀粉库存略有下降，但整体需求不佳，且行业开工始终处于高位，导致淀粉库存依旧处于历史高位。

由于去年5月临储拍卖底价提升的刺激，玉米主力合约一度涨幅较大，较现货升水较多，给玉米交割提供利润。再加上玉米现货销售不佳，导致玉米仓单近10万张，创过去5年新高。9月以后，由于期货盘面价格较低，玉米仓单大幅减少。

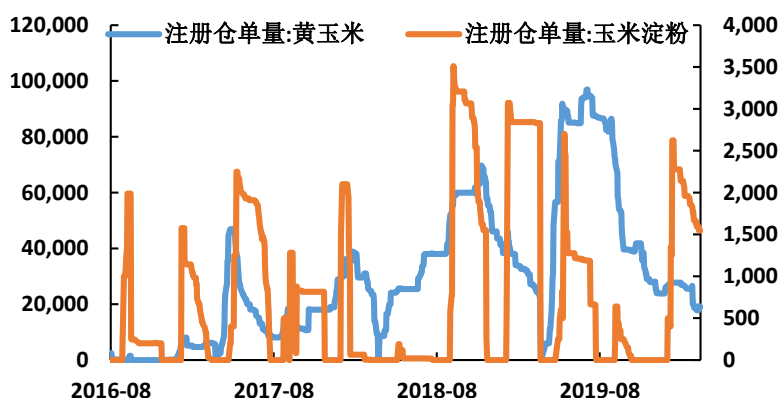
泰国木薯淀粉价格较前期高点有所下跌，但依然处于历史平均价之上，且人民币汇率持续处于7以上，木薯淀粉到港成本难降。

图 10：淀粉库存（万吨）



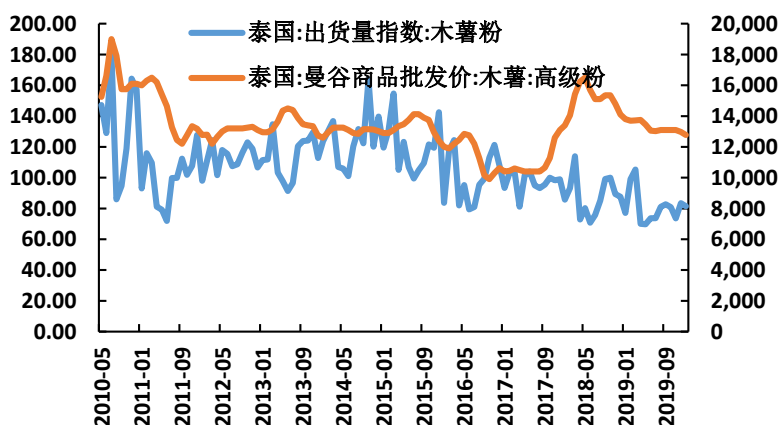
资料来源：天下粮仓，申万期货研究所

图 11：玉米和玉米淀粉仓单注册量（手）



资料来源：Wind，申万期货研究所

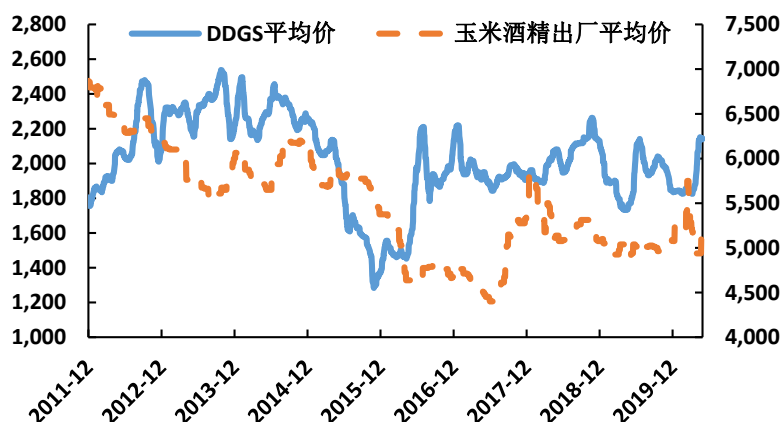
图 12：木薯淀粉价格（2011年1月=100，泰铢/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 玉米酒精价格在春节后大起大落。刚开始，由于流通受限，酒精价格大幅上涨，但之后，国际能源价格大幅下跌，酒精价格也随之下跌。
- 在酒精价格下跌的同时，原材料玉米价格有所上涨，且替代品豆粕价格涨幅较大，使得厂家力挺 DDGS 价格。

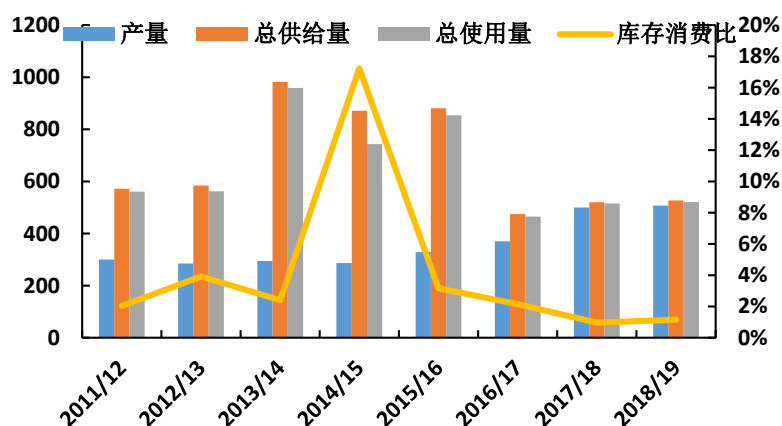
图 13：DDGS 与玉米酒精价格（元/500 千克，元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 与玉米淀粉相似，DDGS 产量从 16/17 年度开始扩张，目前年产量约 600 万吨，由于绝对价格较低，需求良好。
- 由于国内玉米产量和土地资源有限，预计生物燃料乙醇的产能将继续保持稳定，还是以消化陈化粮为主

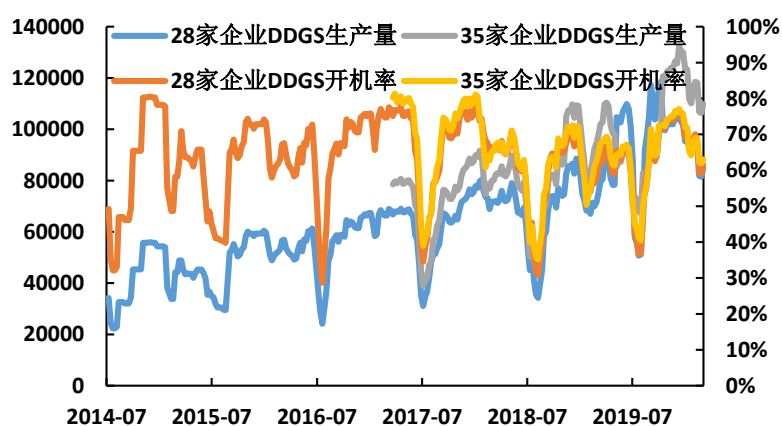
图 14：DDGS 供需平衡表（万吨，%）



资料来源：天下粮仓，申万期货研究所

- 春节过后，酒精企业产量和开机率保持稳定，并未出现大量停产情况。酒精供应依旧充足。不过三月份以后，随着酒精价格的下跌，酒精开工率小幅下降。

图 15：酒精企业生产量和开工率（吨，%）



资料来源：天下粮仓，申万期货研究所

虽然近期 DDGS 价格不断上涨，但其替代品豆粕价格涨幅更大，DDGS 需求大幅好转，库存持续下降，也反过来使得 DDGS 厂家进一步提价销售。

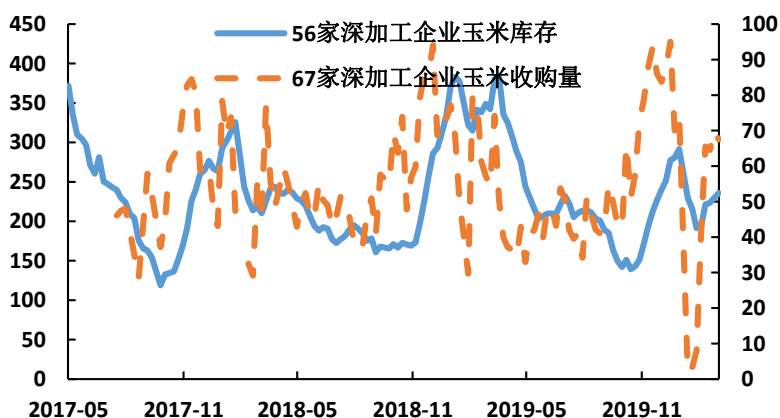
图 16：酒精企业 DDGS 周度库存（元/吨）



资料来源：天下粮仓，申万期货研究所

今年春节开始，由于新冠疫情发展，玉米流通受到较大影响。2 月上半月，国内大部分地区实施交通管制，基层粮食外运受限，用粮企业收购困难，渠道库存大幅下降。另外，疫情影响禽类养殖，节后生猪产能恢复也有推迟情况，饲料企业收购积极性下降，导致玉米渠道库存明显向上游转移。

图 17：深加工企业（酒精和淀粉）玉米库存和收购量（万吨）



资料来源：天下粮仓，申万期货研究所

三、交易逻辑

1、波段交易逻辑

供需缺口存在，去库存卓有成效：自玉米供给侧结构性改革开始，玉米去库存卓有成效，结转库存连续三年下降。上游方面，玉米种植面积不断减少，虽然去年单产增加，但今年春节开始收购量显著减少，目前同比减少 805 万吨。下游，随着生猪产能的恢复，饲用需求将会增加，淀粉深加工行业增速放缓但依然保持增长，酒精行业基本保持稳定。长期来看，19/20 年度玉米供需缺口在 2000 万吨左右，玉米价格预计将稳步上涨。

短期来看，东北地区余量减少、企业库存偏低和民间入市屯粮待涨等情况，东北价格相对坚挺。但华北地区玉米下游需求一般，企业采购积极性不佳，不过企业到车开始减少，价格波动不大。玉米价格难有趋势性行情。

中期来看，需求方面的不确定性在于非洲猪瘟之下生猪产能恢复进度。若生猪产能恢复不佳，那么今年饲料需求可能同比保持稳定，而若生猪产能恢复较好，那么饲料需求增加，玉米供需缺口可能扩大。而供应方面的不确定性则是新一季种植期的面积、天气和病虫害等情况，也是近期玉米期货交易的焦点。种植面积方面，根据去年年底的《中国的粮食安全》的内容，我们认为玉米种植面积可能稳步减少。产区天气方面，今年环流整体异常不多，注意 4、5 月份偏干偏热对播种期可能造成的影响。病虫害方面，今年草地贪夜蛾风险较大，不过国内已经提前下发文件防范该风险，预计影响不会太大。

总体来看，我们认为玉米价格处于长期的上涨趋势，可考虑布局 09、01 合约的长期多单。

2、期权交易逻辑

根据上文的分析,我们认为玉米期货价格大幅下跌的可能性不大,可考虑卖出 09 合约行权价 2000 或 2020 的看跌期权,以收取时间价值的收益。

虽然近期玉米期货价格持续上涨,但在生猪产能缩减和阶段性供应充足的大背景下,玉米价格短期内大幅上涨的可能性不大。预计 09 合约上涨至 2150 点以上的可能性较小,在持有 C2009 合约多头头寸的情况下,可考虑卖出 09 合约行权价 2140 或 2160 的虚值看涨期权,构成备兑策略,从而降低期货的成本和收取时间价值的收益。或者增加卖出看涨期权数量,使得持有的 09 合约多单与卖出的看涨期权的 Delta 合计为 0 左右,这种方式主要收取的是权利金价值的收益。

四、风险提示

针对 5 月份的交易策略,基本面的变化可能会带来策略失败或者交易效果不及预期。潜在风险主要体现在以下两个方面:

(1)非洲猪瘟影响加剧,虽然目前防控措施已经较为严格,但从早先受非洲猪瘟影响的其他国家的情况来看,国内生猪产能依然存在进一步下降的可能性,导致玉米价格大幅回落。

(2)中美贸易谈判取得实质性进展,国内放开美玉米进口,可能导致玉米价格回落。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。