



格林大华期货有限公司

GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.

# 玉米期货年报

2020年12月25日

## 联系我们

研究员： 张晓君

联系方式：

zhangxiaojun@greendh.com

从业资格：F0242716

投资咨询：Z0011864

## 独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 无临储时代+主动建库周期 中长期强势格局不改

**逻辑分析：**宏观逻辑：疫苗战全面打响，后疫情时代下农产品强势不改，进口成本将继续抬升。

**产业逻辑：**产业仍处主动建库周期，后期有望向被动建库周期转变。

**供求逻辑：**替代+进口弥补产需缺口；渠道主动建库是否有效供给；产销区域重建供需格局。

玉米市场经历了主动去库、被动去库之后进入主动建库周期+无临储时代，在生猪养殖大幅扩张带动饲料消费长期向好的确定性下，玉米自身缺乏供给弹性，20/21年度通过大幅提高新作产量来增加供给的可能性不大，缺口大概率只有靠进口和替代来弥补，多重利多支撑下现货价格仍有进一步的上涨空间，尤其明年二季度企业自建库存消耗殆尽，阶段性供求紧张或将推升价格进一步走高。鉴于今年价格已呈现大幅拉涨行情，一定程度上提前透支了部分明年的上涨空间，未来替代和进口规模的大幅增加将限制玉米上方空间。预计20/21年度价格仍将维持强势运行，预计现货价格波动区间在2500-2800元/吨，商品属性叠加金融属性，期货盘面涨幅或大于现货涨幅。

**风险提示：**新作玉米播种面积及生长情况；生猪养殖及饲料消费扩张规模；小麦稻谷等替代品的替代规模；玉米及替代品进口节奏和规模。



# 目录

Part 1

行情回顾

Part 2

影响因素分析

Part 3

行情展望

Part 4

风险提示

# Part 1 行情回顾

## 1.1 行情回顾

- 2020年玉米全年价格运行主线是经历了被动去库、主动去库、维持低库存之后终于迎来了结构性库存周期拐点，临储拍卖库存基本出清，产业进入了主动建库的库存周期。
- 无独有偶，2020年初始料不及的新冠肺炎疫情席卷全球，尤其是美国、欧洲等主要经济体新冠疫情持续恶化，全球出现史无前例超90%的经济体同步萎缩，各国放水刺激经济导致通胀预期持续升温。疫情冲击全球粮食安全，国际冲突、极端天气以及新冠疫情引发的经济衰退和粮食贸易供应链中断相互叠加，加剧了全球粮食供给体系的不稳定性和不确定性，全球粮食安全危机忧虑加剧，全球农产品价格看涨预期加强。
- 在上述内外因素共振之下，玉米价格一骑绝尘、冲破天际，创出历史新高，引发市场和资金的高度关注，玉米期货指数从年初的1905元/吨最高涨至2670元/吨，年涨幅高达40.1%；玉米淀粉期货指数从年初的2278元/吨最高涨至3024元/吨，年涨幅高达32.7%。



## 1.2 观点回顾

➢ 玉米年报20181224 《2019年玉米供给轻装上阵 价格重心或持续抬升》

➢ 玉米年报20191224 《有望迎来库存周期拐点 季节性卖压释放后伺机做多》 & PPT《2020玉米市场行情分析及展望》

自2018年下半年非洲猪瘟爆发至今，玉米市场的分析重心完成了从‘农产品看供给’向‘关注供需平衡’的转变。相比供给，猪周期引发的下游需求变动成为了影响价格走势的主导因素。在数据分析时，轻绝对重相对，轻绝对拐点重边际拐点。

玉米市场经历了两年的被动去库存，到19年的主动去库存之后，当前下游消费回暖幅度仍无法确定，企业普遍谨慎维持刚性库存。2020年不确定性因素增加，待季节性供给利空，若饲料消费启动能够带动企业主动补库，则玉米市场有望将迎来库存周期的拐点，玉米价格也将在底部明确后有较好的表现，全年价格重心大概率抬升。

策略上，可等待一季度季节性供给利空完全释放，底部明确后尝试建立09合约中线多单。2020年关注拍卖时间、拍卖底价、拍卖成交情况。按照19年吉林拍卖底价来预估，9月期货合约理论盘面价格=1650+40+出库费+升贴水+运费+仓单成本（仓储+资金利息等）=1970

2020年不确定性因素增加，等待季节性供给利空完全释放。若饲料消费启动能够带动企业主动补库，则玉米市场有望将迎来库存周期的拐点，玉米价格也将在底部明确后有较好的表现，全年价格重心有望抬升，在乐观中保持谨慎。



## 策略建议

2020年关注：拍卖时间、拍卖底价、拍卖成交情况。

拍卖时间和拍卖底价体现政策意图

拍卖成交体现下游消费意愿

拍卖成交价+出库费+运费 vs 港口现货价格

拍卖成交价+出库费+运费+注册仓单成本vs期货价

9月期货合约理论盘面价格

=1650+40+出库费+升贴水+运费+仓单成本（仓储+资金利息等）

=1970

一季度季节性供给利空释放后，伺机建多9月合约

### 临储拍卖底价（三等，等级差40元/吨）

地区	年份	14年	15年
吉林	2018年	1400	1450
	2019年	1600	1650
辽宁	2018年	1450	1500
	2019年	1650	1700
黑龙江	2018年	1350	1400
	2019年	1550	1600

## 1.3交易逻辑及策略回顾

- **2019年12月：年度分析逻辑：产业>供需>宏观。**  
库存周期拐点是上涨的基础，库存周期拐点更直接体现了下游需求的变化。  
策略：一季度季节性供给利空释放后，伺机建多9月合约，9月合约理论价格1970元/吨。
- **2020年2月：国内爆发新冠疫情，分析逻辑：供需=宏观>产业。**  
国内新冠疫情的影响：一、疫情持续期间的购销节奏；二、饲料消费恢复速度；三渠道库存。从中长期库存周期的分析逻辑上看，暂时没有实质性的影响。观点：供给节奏改变，供给规模基本不变；价格短期波动加剧，长期趋势不变。  
策略：短线观望不追高。中长线库存周期的角度来看，中长看涨不变，等待底部明确后的做多机会。
- **2020年3月：国外新冠疫情爆发。分析逻辑：宏观>产业>供需。**  
宏观逻辑，国外新冠疫情仍在持续恶化，全球经济放水，粮食危机担忧下避险资金扎堆农产品，在通胀预期下农产品看涨预期不变。  
产业逻辑，供给端主导市场，渠道积极建库，政策粮未形成有效供给，阶段性供给偏紧，政策调控手段不及预期。  
供给逻辑，随着储备库存的大幅下降，下年度可供投放市场的政策粮源所剩不多，政策平抑价格砝码减轻，各方看好后市，开启‘抢粮’大战。影响短期供给的关键在于政策如何调控使得拍卖粮加速进入消费环节。不确定因素是进口和替代。  
策略：农产品看涨预期不变，3月19日提示多单入场，策略详情见下页。

# 1.3 交易逻辑及策略回顾

玉米09期货合约日线图



玉米05期货合约日线图



合约	方向	入场时间	平均入场点位	出场时间	平均出场点位	逐笔盈亏	盈亏汇总
2009合约	多	20-3-19	1980	20-4-29	2100	+120	+639点
	空	20-4-29	2095	20-5-20	2020	+75	
	空	20-6-1	2078	20-6-15	2105	-27	
	多	20-7-7	2115	20-7-27至30持续离场	2320	+205	
2105合约	多	20-8-14及9-7两次入场	$(2300+2354) / 2 = 2327$	20-9-21	2513	+186	
	多	20-11-12	2580	20-11-30	2660	+80	

# Part 2 影响因素分析

## 2.1 全球玉米供需格局

### ➤ 库存消费比持续走低，供求偏紧格局加剧

随着中国近几年玉米供给侧改革去库存进程的持续推进，全球玉米去库存效果也较为显著。从全球玉米库存消费比来看，自2016/17年起库存消费比连续四年持续走低，尤其在今年中国临储库存基本出清且养殖业迅速扩张的背景下，20/21年全球玉米供求偏紧格局再加剧。另外，全球范围新冠疫情仍在持续蔓延，疫情冲击全球粮食安全，多家投行预测20/21年度农产品价格仍将走高。综上，从世界玉米整体的情况而言，玉米整体仍处多头氛围。

### 世界玉米供需平衡表

单位：百万吨								20/21*	
年份	13/14*	14/15*	15/16*	16/17*	17/18*	18/19*	19/20*	11月份	12月份
期初库存	133.41	174.8	209.73	311.48	351.96	340.76	319.83	303.33	303.42
产量	990.47	1016.03	972.21	1123.41	1080.09	1123.35	1116.19	1144.63	1143.56
总供给	1123.88	1190.83	1181.94	1434.89	1432.05	1464.11	1436.02	1447.96	1446.98
国内饲用量	571.08	584.7	601.58	656.07	672.36	703.43	713.61	725.71	727.98
总使用	948.85	981.01	968.01	1084.14	1090.45	1144.29	1132.68	1156.54	1158.01
进口	143.74	165.85	169.81	292.49	149.93	164.42	165.79	178.23	179.57
出口	131.1	142.2	119.74	160.06	148.24	181.73	171.01	184.77	185.97
结转库存	175.03	209.82	213.93	350.75	341.6	319.83	303.33	291.43	288.96
库存使用比	18.45%	21.39%	22.1%	32.35%	31.33%	27.95%	26.78%	25.2%	24.9%

## 2.2 国内玉米供需形势—供给方面

➤ **供给方面：临储库存出清，结转库存有限，渠道积极建库，玉米缺乏供给弹性。供给中的有效供给是供给交易的核心因子。**

**产量：**国家统计局数据显示2020年玉米播种面积41264千公顷，较去年稳定；单产421公斤/亩，与上年基本持平；产量2.6067亿吨，比去年减少10万吨。国粮信息中心数据显示玉米播种面积减少81万亩，减幅0.1%；产量数据是2.61亿吨，较去年持平略增，其中东北三省一区玉米产量超1.1亿吨。天下粮仓产量预估2.06亿吨，官方产量数据和市场预期有所出入，主要是今年东北地区三场台风造成倒伏减产数据差异较大，对于减产幅度市场偏中性的观点是，东北减产1000万吨，华北增产500万吨，综合来看全国减产500万吨。明年产量能否增加在于大豆玉米争地结果，在当前大豆玉米种植收益基本持平的基础上，大豆玉米生产者补贴政策的导向性将影响明年基层农户的种植意向。

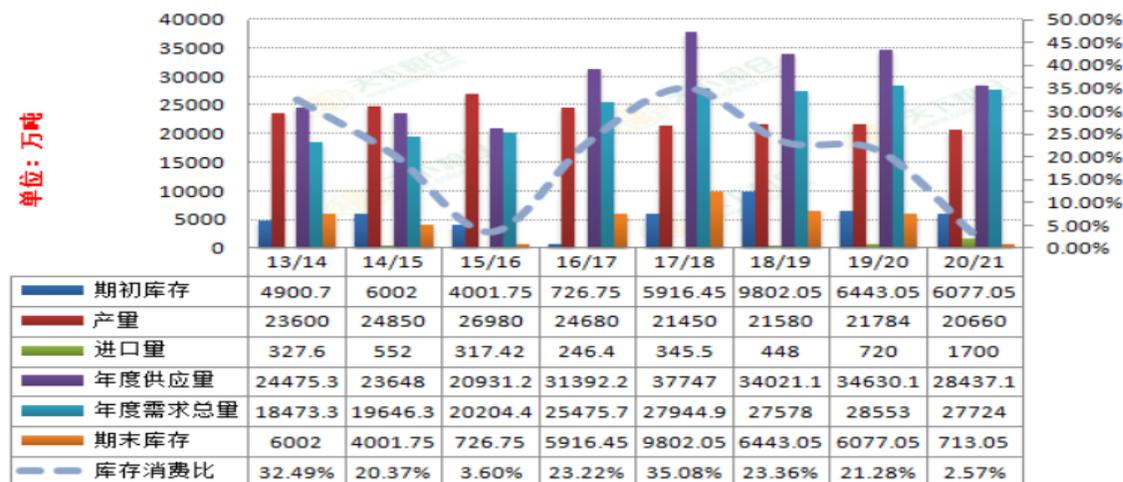
**库存：**今年临储拍卖+一次性储备拍卖共投放政策性玉米7000多万吨，临储剩余库存15/16年的330万吨左右，预计结转3000万吨左右。截止12月2日北港库存432.3万吨，超去年同期134%；广东内贸库存69.5万吨，同比增加598.85%，进口库存43.3万吨，同比增加102.14%。渠道库存高企反映市场看涨情绪。**今年是产业各渠道主动建库周期，待新粮销售结束，各渠道库存建起来之后，高库存不代表全部转化成有效供给，明年有多少能够进入流通环节形成有效供给才是影响价格的核心因子。**

**进口：**今年1-10月中国进口玉米782万吨，已经超过720万吨配额数量，中粮可以低关税在配额外进口玉米，考虑中美贸易协定及主要出口国可出口量，2021年美国是我国玉米主要进口国。根据美国农业部发布的数据，目前中国企业已采购2020年度美国新季玉米超过1100万吨，市场预计明年进口玉米量在2000-3000万吨。高盛预计2021年中国进口玉米3300万吨，到2023年达5500万吨。

国家粮油信息中心玉米供需平衡表20/21年度（单位：千吨）

年度	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	同比增加	同比增幅
生产量	263,613	259,071	257,174	260,770	261,000	230	0.1%
进口	2,464	3,467	4,483	7,593	7,000	-593	-7.8%
年度供给量	266,077	262,538	261,657	268,363	268,000	-363	-0.1%
食用消费	18,300	18,620	18,650	18,700	18,800	100	0.5%
饲料及损耗	180,000	210,000	200,000	196,000	190,000	-6,000	-3.1%
工业消费	68,000	73,000	80,000	80,000	81,000	1,000	1.3%
种用	1,300	1,265	1,259	1,230	1,225	-5	-0.4%
年度国内消费	267,600	302,885	299,909	295,930	291,025	-4,905	-1.7%
出口	77	19	18	20	15	-5	-25.0%
年度总消费量	267,677	302,904	299,927	295,950	291,040	-4,910	-1.7%
年度节余量	-1,600	-40,366	-38,270	-27,587	-23,040	4,547	-16.5%

近几年中国玉米供需对比图



数据来源：国家粮油信息中心、天下粮仓

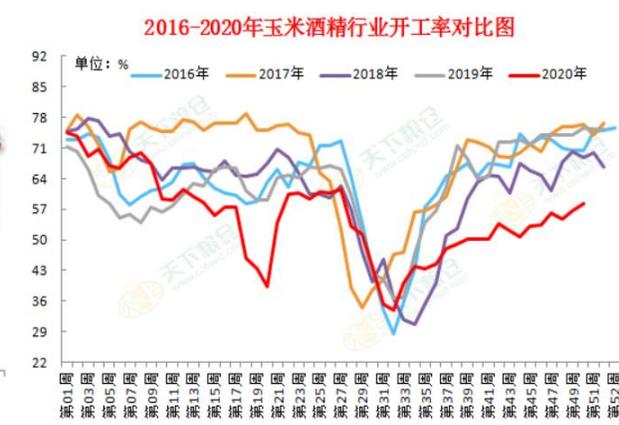
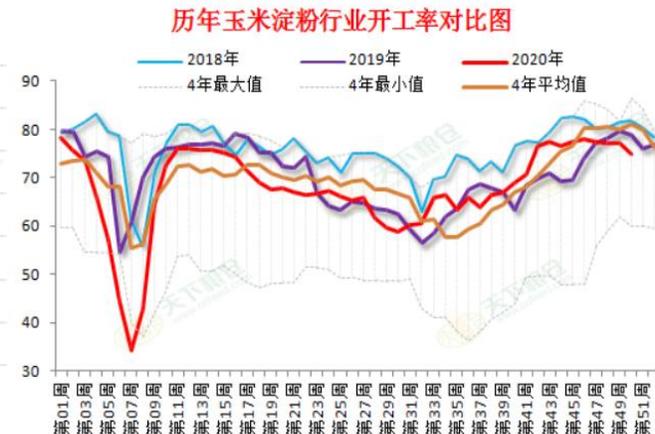
## 2.2 国内玉米供需形势—需求方面

➤ 需求方面：饲料消费稳增，深加工略增，**替代规模的不确定性是需求交易的核心因子。**

饲料：生猪养殖规模持续扩张，农业农村部截止11月底，全国生猪存栏及能繁母猪存栏均已恢复到常年水平的90%以上，预计明年二季度将完全恢复至常年水平，预计今年出栏或到达6.8亿头。（2017年底生猪存栏4.33亿头，出栏6.9亿头，能繁母猪存栏4444万头）。按存栏计算，对比2020年9月生猪存栏3.7亿头增加了6300万头，按照3头猪吃一吨饲料计算，饲料增量是2100万吨，按照50%的玉米占比来看猪饲料玉米消费增加1000万吨左右。若按出栏计算，2019年出栏5.4亿头，根据农业农村部发布信息推算2021年出栏大概在6.9亿头左右，增加1.5亿头，按3头猪吃一顿饲料来算饲料增量是5000万吨，按玉米占比50%即2500万吨。综上，存栏和出栏的增量进行算术平均推算饲料增量在1750万吨。然而，考虑到以下四方面：三元留种占比仍高达40-50%生产效率低下；2021年猪价下跌将导致整体出栏体重下降；禽类养殖利润不佳或致存栏下滑；玉米反超小麦价格，预计明年替代比例和范围仍将扩大。综上，我们把饲料端1750万吨的增量下调至1000-1500万吨。

工业：受新冠肺炎疫情影响，19/20年度工业消费略有下降，预计20/21年深加工产能增加400万吨，然而考虑到原料价格持续走高，下游消费接受高价产品能力有限，或限制20/21年度行业开工水平，预计20/21工业消费整体持平或略增。

综上，在玉米价格历史新高的背景下，无论饲料养殖还是深加工预估明年消费数据的核心逻辑不是增减量，而是替代规模。但各家饲料替代比例不一，调研下来普遍情况是玉米55%的占比下降至30-35%，小麦稻谷替代了20-25%。当前我国玉米去库存已经结束，接下来就是小麦和水稻库存去化。饲料中，理论上小麦可以完全替代玉米，稻谷也能替代78%左右。然而也有饲企反映替代过多影响消化，且定向陈化粮霉变也只能掺混使用。饲料中的替代逻辑是：大量替代导致口粮价格被动抬升？在至少两年玉米产不足需的前提下，2021年国家最多能放出多少陈化小麦稻谷？尤其当前新冠疫情下全球粮食危机忧虑升温，全球农产品价格预期走高的大背景下，国家对用口粮替代玉米的容忍度，或者说口粮的安全库存是？



数据来源：天下粮仓、格林大华期货

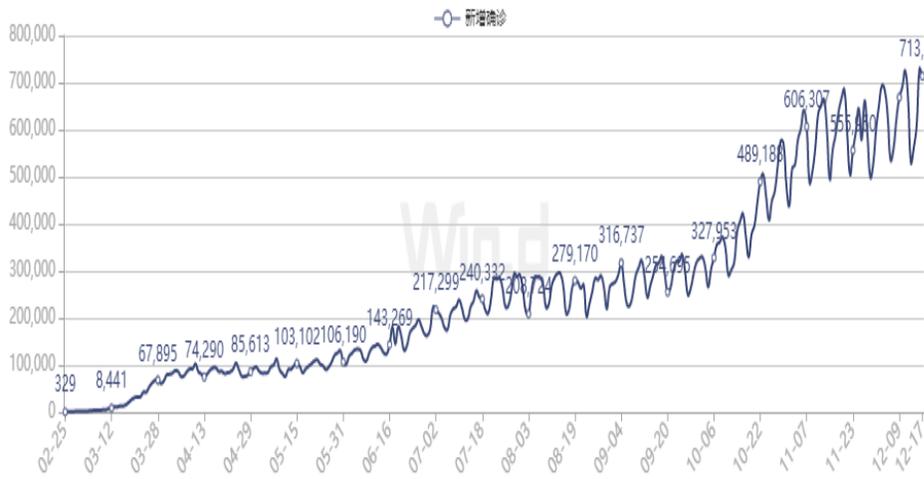
## 2.3 影响因素分析-宏观逻辑

### ➤ 宏观逻辑：疫苗战全面打响，后疫情时代下农产品强势不改，进口成本将继续抬升。

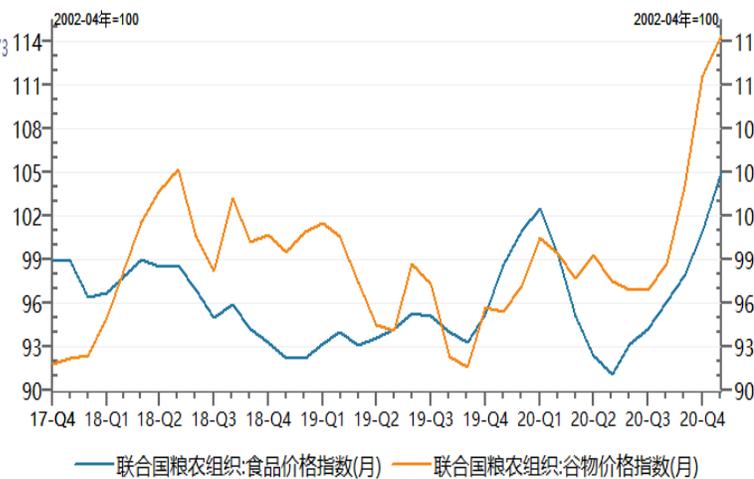
2020年上半年全球新冠疫情导致经济衰退，全球流通性宽松下通胀预期持续升温，农产品成资金避风港。随着疫情持续蔓延恶化，疫情冲击全球粮食安全，国际冲突、极端天气以及新冠疫情引发的经济衰退和粮食贸易供应链中断相互叠加，加剧了全球粮食供给体系的不稳定性和不确定性。FAO预测，新冠疫情会引致大规模的粮食危机，如果疫情得不到有效控制，遭受严重饥饿的人数将增至2.65亿，占全球共75亿人口的3.5%。回顾历史，2005年全球60亿人出现1000万人的粮食供应缺口，国际小麦玉米价格涨幅超过300%；2008年，国际金融、危机粮食价格大幅上涨，导致8.5亿人口遭受饥饿。当前，全球粮食品种中玉米、小麦、大米等产量均有所下调，而各国进口需求强劲，导致库存量有所下降，推动全球粮食价格明显大幅走高。

随着新冠疫苗研发的顺利进展，预计2021年全球将进入“后疫情时代”，在疫苗的影响下新冠疫情的影响在明年有望减弱，但食品通胀预计将继续存在。多家投行预计2021年农产品价格上涨。联合国粮农组织11月份数据显示食品月度价格指数环比上升4%，谷物月度价格指数环比上升2.5%。高盛称今年农产品价格的强劲反转行情将会在未来进一步走强，农产品市场将迎来持续多年的结构性再定价牛市行情。农业农村部在12月玉米供需形势分析显示“由于全球玉米期末库存下降，价格预期上涨，预计本年度进口玉米到岸税后均价每吨1900-2100元，较上月预测区间上调200元。”然而，鉴于今年农产品价格已出现明显上涨，对于2021年农产品价格的上涨幅度保持谨慎乐观。

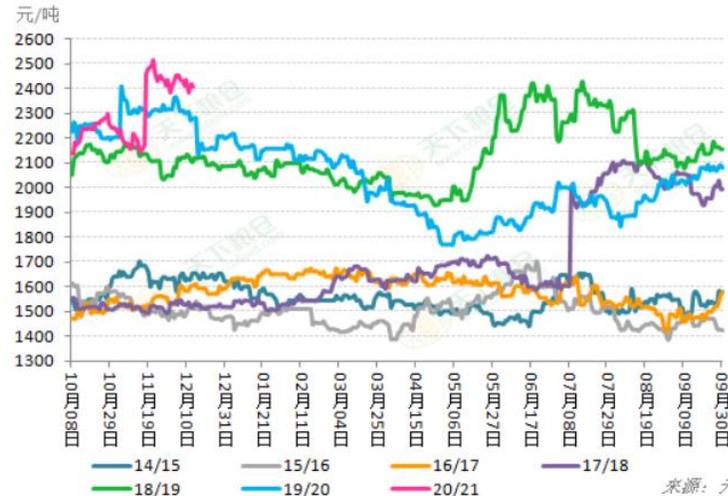
国外疫情新增趋势图



联合国粮农组织谷物/食品价格指数



美国玉米到中国口岸成本价年度对比走势图



## 2.4 影响因素分析-产业逻辑

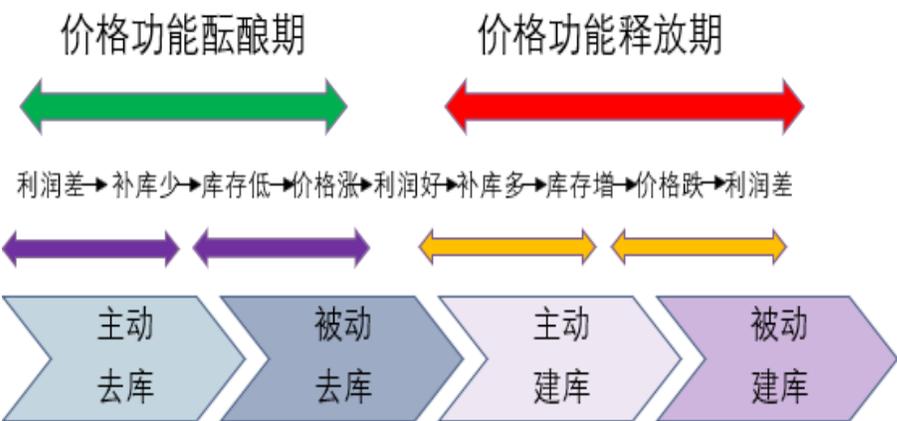
### 产业逻辑：仍处主动建库周期，后期有望向被动建库周期转变

产业结构及价格在不同库存周期不同时间段的表现变化，库存周期分四个阶段：主动去库存、被动去库存、主动建库存、被动建库存。从2016年临储拍卖开始，整个产业经历了‘前临储时代’（2016-2017）‘后临储时代’（2018-2020）正在迈向2021年的‘无临储时代’。我们在去年年报中写到2020年玉米将进入到主动建库周期，预计产业各环节库存规模高于19年同期，该观点已被市场验证。

主动建库往往伴随着价格的大幅拉升。2020年新赛季玉米上市开始，东北从大到小各体量企业及贸易商纷纷入市抢粮，在资金的配合下加速建库，基层售粮进度快于去年同期，一年一度的新粮收获季节价格反而一路上行，甚至出现多年未见的华北粮倒流入东北的现象发生，现货明显升水，期货近强远弱格局显著。当前主动建库阶段虽尚未结束，然而预计2021年玉米在主动建库的后半程市场表现为现货升水持续走低，并逐渐转向正向市场，继而进入被动建库阶段。

被动建库阶段持续时间不长。在经历了漫长的主动建库周期进入被动建库上半程，库存隐形化特征愈加明显，未形成有效供给推升价格继续拉升，然而高利润无法持续，产业利润缩窄将挤压下游消费且增加替代规模，随之隐形库存逐渐显性化，当远期溢价结构持续，则被动建库阶段结束。

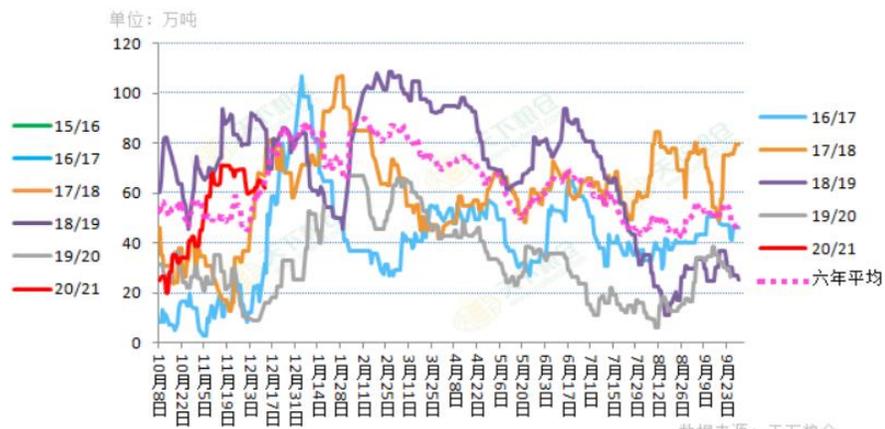
综上，预计2021年玉米在主动建库后半程继而进入被动建库周期，期现结构将从现货升水向期货升水转变。



北方港口玉米库存走势图



南方港口玉米内贸库存走势图



## 2.5 影响因素分析-供求逻辑

### ➤ 供求逻辑：替代+进口弥补产需缺口；渠道主动建库是否有效供给；产销区域重建供需格局

20/21年度进入无临储时代，玉米供求逻辑中交易的核心因子是有效供给和替代规模。库存结转3000万吨，进口玉米2000-3000万吨，进口谷物替代1500万吨，国内谷物替代至少2000-3000万吨（政策粮不定量投放），保守预计补充供给至少能够达到8500万吨以上。然而，影响价格的因素是今年新粮销售结束后，有多少库存是隐形库存，这些隐形库存何时能转化成显性库存。部分企业建库规模覆盖至2021年二季度消费，库存消耗完之后市场有给出多少有效供给，小麦稻谷定向能放出多少量，进口规模及成本能抬升多少……是影响价格上涨节奏和幅度的关键因素。

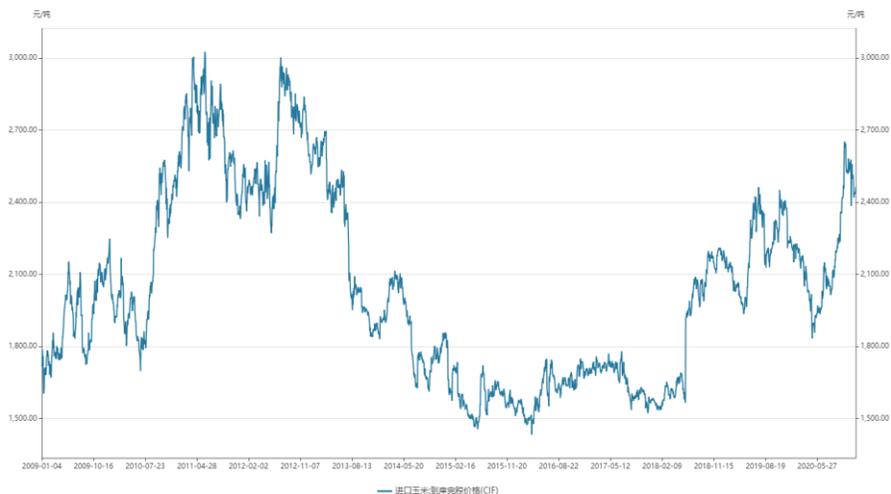
2020年南北价格倒挂严重，北粮南运同比减少30-50%，预计2021年南北倒挂格局仍将延续，产销区域或重建三足鼎立供需格局：**东北自用为主、华北小麦稻谷替代，南方进口玉米谷物替代。**

**1、东北自用为主：**市场预计东北产量8000-9000万吨，深加工3000万吨，饲料2000万吨，估算东北地区下游消费共5000多万吨。剩下3000多万吨左右产量还要完成中粮库各点的轮换以及东北以外企业在东北代收代储库点沉淀下一部分隐形库存，预计东北产区基本自产自销，外运量大幅下降。

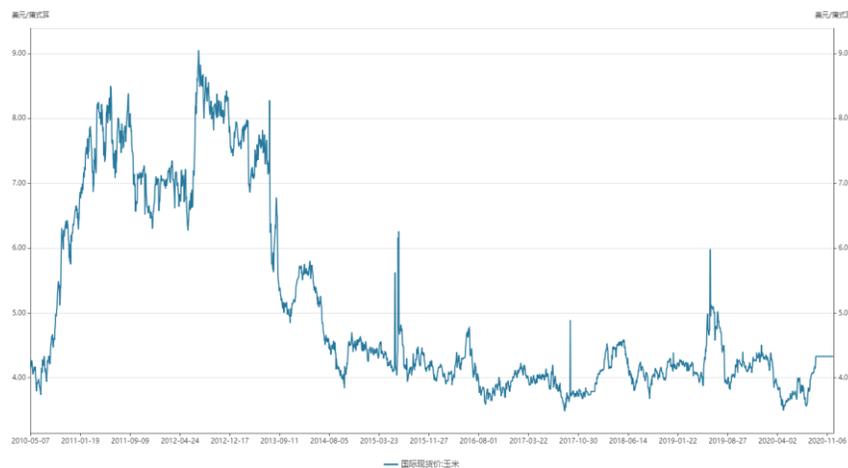
**2、华北小麦稻谷替代：**华北地区，以山东为代表，玉米自用不足部分将主要用小麦和稻谷进行替代。新粮价差合适就可以替代，陈粮主要是定向拍卖为主，截止12月9日，托市小麦余量7930万吨，14年720万吨、15年986万吨、16年1713万吨，三年共3419万吨，可定向余粮数量有限且霉变限制替代比例。

**3、南方进口玉米及谷物替代。**南北价差持续倒挂，南方饲料企业更多转向进口玉米和谷物来进行替代，进口成本及替代收益在价格分析中愈加关键。随着进口量的不断增加，国内外市场化程度加剧，国内外价差将进一步缩窄，内外价格有望逐步接轨。

进口玉米到岸完税法 (CIF)



国际玉米现货价



2020年拍卖后临储剩余库存

临储玉米库存 (万吨)			
	玉米	2015/16	合计
<b>东北</b>	黑龙江	174	174
	吉林	108	108
	辽宁	42	42
	内蒙	6	6
	<b>小计</b>	<b>329</b>	<b>329</b>

# Part 3 行情展望

### 3 行情展望

#### ➤ 行情展望:

宏观逻辑：疫苗战全面打响，后疫情时代下农产品强势不改，进口成本将继续抬升。

产业逻辑：产业仍处主动建库周期，后期有望向被动建库周期转变。

供求逻辑：替代+进口弥补产需缺口；渠道主动建库是否有效供给；产销区域重建供需格局。

玉米市场经历了被动去库存、主动去库存之后进入主动建库存周期+无临储时代，玉米自身缺乏供给弹性。在生猪养殖大幅扩张带动饲料消费长期向好的确定性下，临储收官库存出清，市场建库意愿强烈，库存未形成有效供给，20/21年度通过大幅提高新作产量来增加供给的可能性不大，缺口大概率只有靠进口和替代来弥补。今年农户种植收益增加，明年地租大幅上涨，种植成本将显著增加。同时进口成本和替代品价格水涨船高，多重利多支撑下现货价格仍有进一步的上涨空间，尤其明年二季度企业自建库存消耗殆尽，阶段性供求紧张或将推升价格进一步走高。鉴于今年价格已呈现大幅拉涨行情，一定程度上提前透支了部分明年的上涨空间，未来替代和进口规模的大幅增加将限制玉米上方空间。综上。预计20/21年度价格仍将维持强势运行，价格重心继续上移，预计现货价格波动区间在2500-2800元/吨，商品属性叠加金融属性，期货盘面涨幅或大于现货涨幅。

#### ➤ 操作建议:

以逢低做多为主线，在安全边际高的区间进行择时交易，现货下方支撑2500，期货2015合约下方支撑2500-2530。企业卖保可等待政策调控的时间窗口进行灵活波段操作。

# Part 4 风险提示

## 4 风险提示

- 新作玉米播种面积及生长情况
- 生猪养殖及饲料消费扩张规模
- 小麦稻谷等替代品的替代规模
- 玉米及替代品进口节奏和规模

## 免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何内容对任何投资所做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其他报告，本报告反映分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。