

大宗商品牛市支撑玉米价格高位运行

观点概述

中期来看，国内玉米市场此前基于年度 5000 万吨级别供需缺口的预期而引发的一轮上涨目前暂告一段落。长周期来看，国内玉米预计将开启新一轮增产周期，当前玉米价格或已处于顶部区域。

但 2020/21 年度国内玉米价格即步入下跌趋势的可能性也不大。宏观上放水通胀带来的大宗商品牛市或刚刚拉开序幕，即使最弱的商品也会被动抑制下跌。而就国内玉米而言，短期来看现货价格继续坚挺，并且预计大幅下跌的可能性也不大，甚至需谨防贸易商惜售+下游备库导致的现货短期再度冲高可能性。自节前开始，连盘玉米期货合约基于中长期走弱预期脱离现货市场提前单边回调，目前 C2105 合约基差已扩至 200 元/吨的极高水平，在现货不会出现大幅杀跌的判断前提下，笔者认为下方空间有限。

中短期预计玉米价格在 2700-3000 高位区间震荡中等待新驱动的出现。交易上以区间策略为主，期权端可采取区间上下沿处卖两边的策略，同时，产业客户可积极参与基差缩小的期现交易。

风险关注

宏观风险导致大宗商品转势

贸易商踩踏去库

研究员：许晓燕

邮 箱：xuxy@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85238905

从 业 资 格 号：F0255539

投资咨询资格号：Z0002333

报告时间：2021/2/24

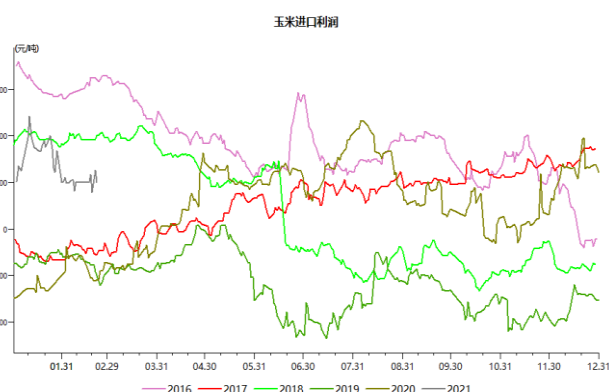
一、长期趋势转弱 玉米价格涨势告一段落

（一）年内缺口大幅萎缩甚至基本弥补

1、玉米价格过高引发大量替代

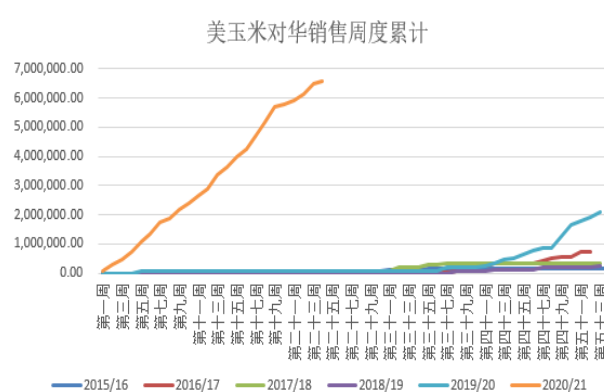
进口玉米及替代品数量暴增。2020 日历年度，中国对美农产品采购规模定格在 272 亿美元，未达到第一阶段贸易协定中预期的 334 亿美元。拜登上台后，中国对美农产品采购速度明显加快，这预示着中国采购需求有望保持强劲态势。USDA 预估 2020/2021 年度中国玉米进口量将达 2400 万吨，高粱进口量达 760 万吨。另预估中国大麦进口量 830 万吨。

图 1 进口利润走势图



数据来源：国海良时期货研究所、wind

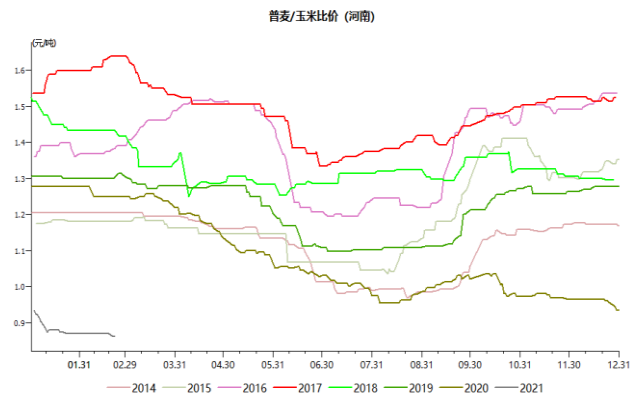
图 2 美玉米对华销售图



数据来源：国海良时期货研究所、wind

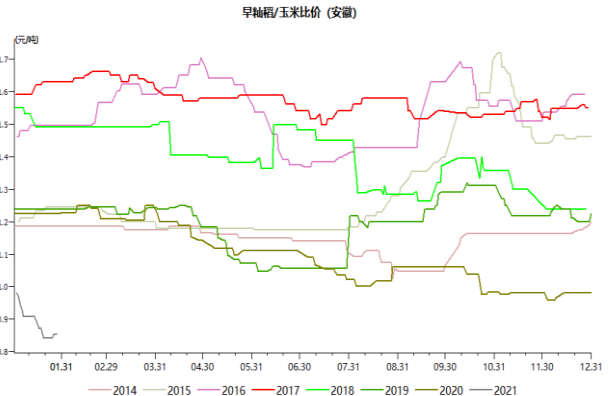
国内方面，随着玉米价格的大幅飙涨，小麦/玉米比价和稻谷/玉米比价将至绝对低位，甚至普麦及早籼稻价格已经明显低于玉米价格，从而在饲料、深加工领域全面激发小麦、稻谷对玉米的替代。目前饲企继续加大小麦替代玉米的规模，除了仔猪饲料必须用玉米之外，其他饲料都开始用小麦替代，部分生产禽料的饲料企业甚至已经开始使用全小麦配方。国家粮油信息中心预计 2020/21 年度（6 月至次年 5 月）小麦饲用量 2800 万吨，比上年增加 1250 万吨。若 2021 年度 7-9 月小麦/玉米比价差于 2020 年同期水平，则玉米 2020/21 市场年度（10 月至次年 9 月）饲用小麦增量将超过 1250 万吨。此外，超期稻谷除了在深加工方面继续替代玉米，超期稻谷掺混小麦对玉米饲用的替代正在逐渐发挥效果。

图 3 玉米/小麦比价图



数据来源：国海良时期货研究所、wind

图 4 玉米/稻谷比价图



数据来源：国海良时期货研究所、wind

图 5 饲料企业小麦替代玉米情况抽样（截止 2 月 23 日）

饲料企业 样本	饲料年 产能	料型	2月23玉米 添加比例	1月高玉米 添加比例	环比 增减	去年同期玉 米添加比例	同比 增减	小麦及其他谷物 替代玉米比例	备注
山东企业1	190万	禽料为主	10%	10%	0%	60%	-50%	83.33%	小麦、稻谷替代
山东企业2	240万	禽料为主	10%	10%	0%	60%	-50%	83.33%	小麦替代
山东企业3	4万	猪料	60%	60-65%	-5%	65%	-5%	7.69%	
山东企业4	22万	猪料	15%	10%	5%	60%	-45%	75.00%	小麦、稻谷替代
山东企业5	300万	禽料为主	25-30%	25-30%	0%	50-60%	-27%	49.09%	小麦、稻谷替代
湖南企业1	9万	猪、禽、水产	6%	6%	0%	47%	-41%	87.23%	糙米、稻谷、小麦替代
湖南企业2	9万	猪料、禽料	20%	20%	0%	55-60%	-38%	65.52%	小麦、稻谷替代
湖南企业3	12万	猪料、禽料	20%	20%	0%	55-60%	-38%	65.52%	小麦、稻谷替代
安徽企业2	13万	猪	15%	15-20%	-5%	50%	-35%	70.00%	糙米大部分、小麦、稻谷少量替代
山西企业1	9万	猪料、禽料	20%	20%	0%	50-60%	-35%	60.34%	小麦替代
江苏企业1	65万	禽料	35%	10-20%	20%	60-65%	-23%	36.51%	糙米、小麦替代
河北企业1	1.5万	猪料、禽料	50-55%	50-55%	0%	50-55%	0%	0.00%	只用玉米
河北企业2	4.5万	禽料	30%	30%	0%	65%	-35%	53.85%	小麦替代
辽宁企业1	10万	猪料	30%	35%	-5%	60%	-30%	50.00%	大麦、小麦替代
辽宁企业2	21万	猪料为主	20-30%	20-30%	0%	50-60%	-30%	54.55%	糙米、小麦替代
辽宁企业3	59万	猪料、反刍	25%	30%	-5%	60%	-35%	58.33%	糙米、小麦替代
甘肃企业1	14万	猪、禽、反刍	40%	40%	0%	60%	-20%	33.33%	小麦、大麦替代
湖北企业1	12万	禽料	50-55%	50-55%	0%	60%	-7%	11.67%	小麦替代
黑龙江企业1	3万	猪料	30%	40%	-10%	40%	-10%	25.00%	稻谷替代
平均			20%	22%	-2%	57%	-37%	51.07%	

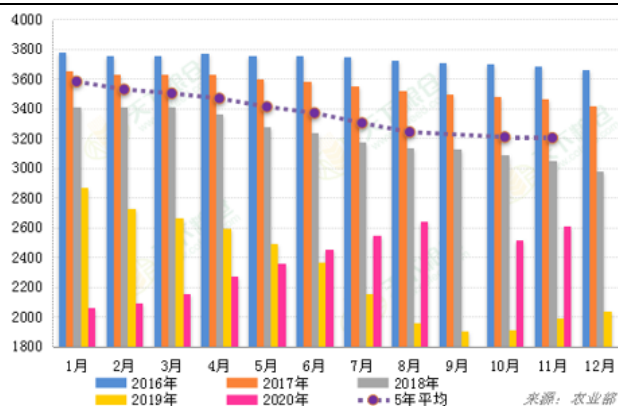
数据来源：天下粮仓

2、饲料需求恢复不及预期：生猪恢复进程受阻，禽养殖规模高位回落

笔者认为目前国内生猪产能恢复程度并不及预期，截至 2020 年底能繁母猪存栏量恢复正常水平的 80-85%左右，且由于三元能繁占比仍超过 40%，整体母猪生产性能恢复程

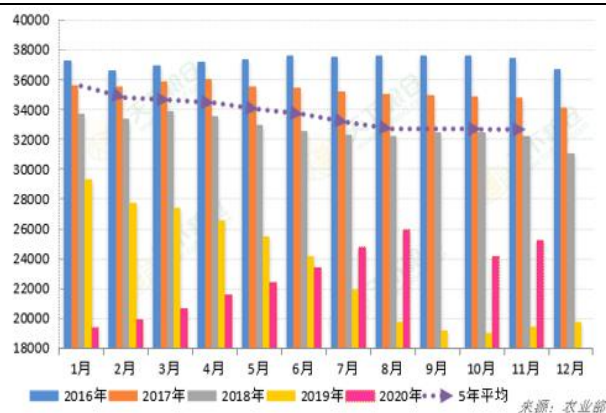
度更低。生猪存栏恢复慢于母猪，2020 年底预计恢复至正常水平的 75-80%左右。

图 6 农业部能繁母猪存栏



数据来源：天下粮仓、农业部

图 7 农业部生猪存栏



数据来源：天下粮仓、农业部

2020 年 11 月份开始，北方猪瘟疫情就出现反复，元旦过后，非瘟疫情再度抬头，东北部分地区一度出现恐慌性出栏低体重猪源。而冬季本就是疫病高发期，从我部 12 月赴河南地区调研情况看，今冬除非瘟外的其他疫病情况也属同期偏重，包括腹泻、口蹄疫等，对猪源造成较大损害，天下粮仓抽样数据显示仔猪存活率同比下降。

图 8 断奶前仔猪存活率抽样统计

地区	省份	正常水平	2021年1月份	差值
东北	黑龙江	93.30%	90.00%	-3.30%
	辽宁	92.00%	91.30%	-0.70%
	吉林	93.00%	90.60%	-2.40%
华北	河北	95.00%	90.30%	-4.70%
华东	山东	95.80%	93.50%	-2.30%
	江苏	94.00%	91.60%	-2.40%
	安徽	95.80%	93.60%	-2.20%
	浙江	95.20%	91.00%	-4.20%
	福建	94.00%	93.67%	-0.33%
华中	江西	96.30%	93.33%	-2.97%
	河南	96.00%	92.33%	-3.67%
	湖南	96.00%	92.00%	-4.00%
	湖北	96.30%	93.00%	-3.30%
华南	广东	96.50%	90.60%	-5.90%
	广西	95.60%	90.70%	-4.90%
西南	四川	94.70%	92.00%	-2.70%
	重庆	95.00%	93.50%	-1.50%
	贵州	94.50%	92.00%	-2.50%
	云南	94.00%	90.20%	-3.80%
西北	陕西	93.60%	90.60%	-3.00%
	新疆	93.00%	90.00%	-3.00%
全国		94.74%	91.71%	-3.03%

数据来源：天下粮仓

非瘟反复及其他疾病同期偏重将继续拖慢国内生猪养殖业的恢复进程，天下粮仓 1 月生猪存栏抽样统计数据出现环比下降。

图 9 规模企业生猪月度存栏量抽样统计

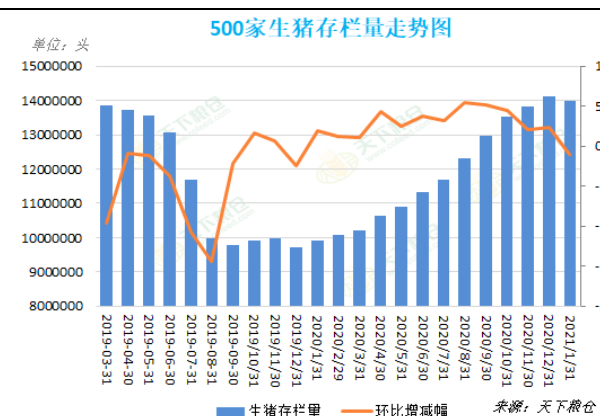
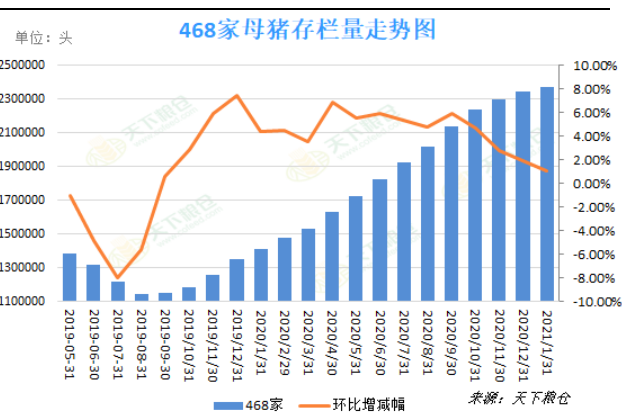


图 10 规模企业母猪月度存栏量抽样统计



数据来源：天下粮仓

数据来源：天下粮仓

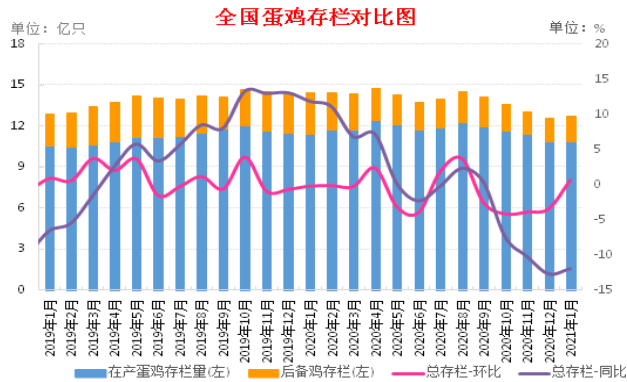
禽养殖方面，去年夏季开始，受养殖成本（主要是饲料成本）大幅飙升影响，肉禽、蛋禽养殖利润均快速回落并转亏，目前肉禽养殖利润小幅回正，但蛋禽养殖利润继续亏损，极大影响了养殖户的补栏积极性。去年 8 月开始，禽类存栏规模自高位开始回落，且逐月下降，同时补栏量持续处于低位水平，将使得今年整体禽养殖规模受限。预计今年禽料需求同比下降。

图 11 蛋肉鸡养殖利润



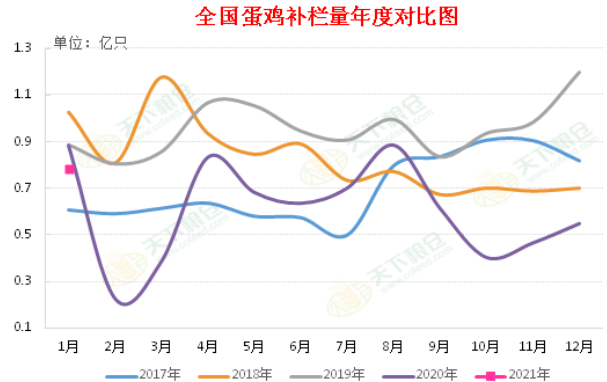
数据来源：国海良时期货研究所、wind

图 12 蛋鸡存栏量



数据来源：天下粮仓

图 13 蛋鸡补栏量

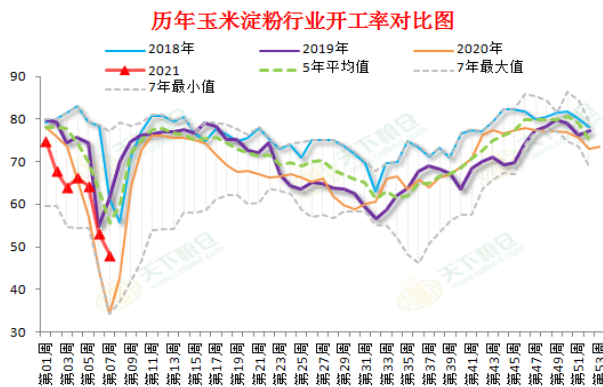


数据来源：天下粮仓

3、深加工开工率堪忧

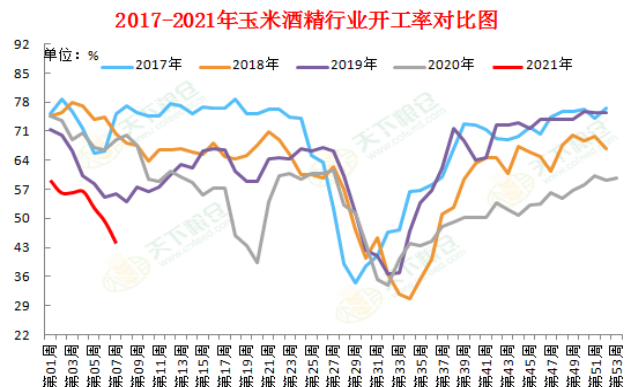
玉米深加工行业虽然产能仍有小幅增加，但受制于原料价格的高企，同时高价原料传导至下游导致产品价格大幅增加，抑制需求，2020年玉米淀粉行业开机率同比基本持平，酒精行业开机率几乎全年处于近年同期最低水平。2021年高价困境继续持续，深加工企业开机率预计仍将保持低位水平，同时陈化稻谷对高价玉米的替代将进一步增长。

图 14 玉米淀粉行业开机率



数据来源：天下粮仓

图 15 酒精行业开机率



数据来源：天下粮仓

综上，2020/21 玉米市场年度的缺口将至少被弥补掉 5500-6000 万吨。国内玉米期货现货价格一度飙涨至逼近 3000 元/吨大关，是基于新年度国内玉米供需 5000-7000 万吨巨大缺口的预期，那么从当前缺口至少缩回至仅剩 1000 万吨左右的量级而言，本轮上涨主逻辑

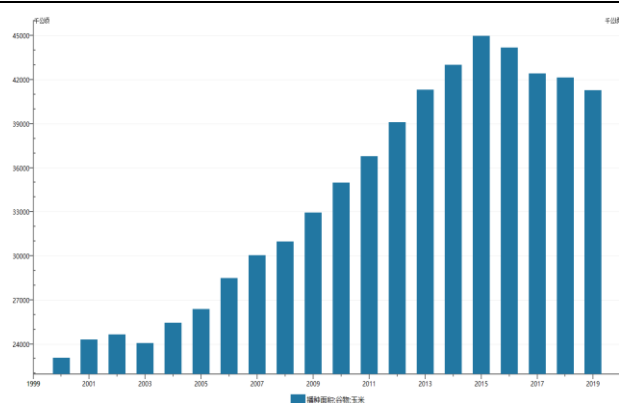
已基本交易充分。

（二）国内玉米或开启新一轮增产周期

2016 年中国玉米临储收购政策正式取消，政府通过主导种植面积结构改革正式开启我国的天量玉米库存去化周期，2016 年开始我国玉米播种面积持续下降。2020 年，国内曾经一度高达 2.3 亿吨的天量临储库存基本消化殆尽，玉米价格则上涨至明显高于小麦、稻谷价格的水平。今年 1 月初，中国农业部长唐仁健表示，中国将在 2021 年提高玉米播种面积，重点扩大东北以及黄淮海地区的玉米播种面积，扭转持续数年的播种面积下滑势头，以填补国内不断扩大的供应缺口。

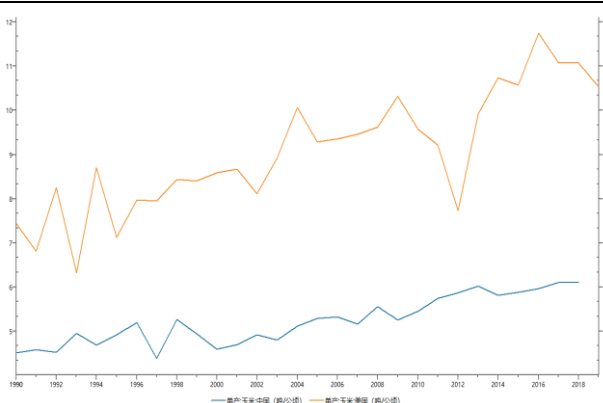
种业发展升至新高度，国内玉米单产或明显提升。2020 年 12 月的中央经济工作会议首次将种业建设列为新年度国家重点工作之一，今年 2 月 21 日中一号文件继续明确“打好种业翻身仗”。相信在今年开始的一段长期时间内，国内种子行业将迎来高速发展期，国内农产品单产水平预计明显提升。而国内玉米单产水平距离外国先进水平仍有相当大的提升空间。

图 16 中国玉米播种面积



数据来源：国海良时期货研究所、wind

图 17 中美玉米单产对比



数据来源：国海良时期货研究所、wind

（三）玉米期货资金减仓明显

图 18 连盘玉米指数周线

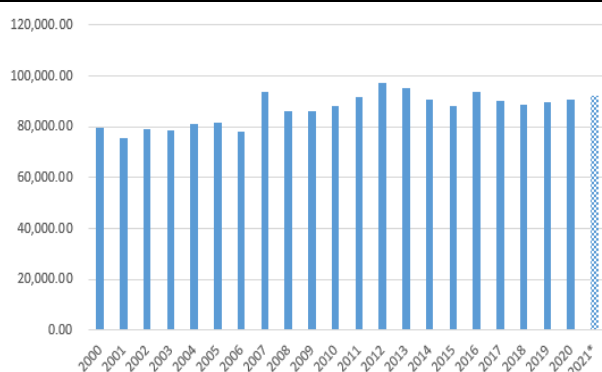


数据来源：国海良时期货研究所、博易大师

（四）2021/22 年度美玉米产量预计继续增加，库销比回升

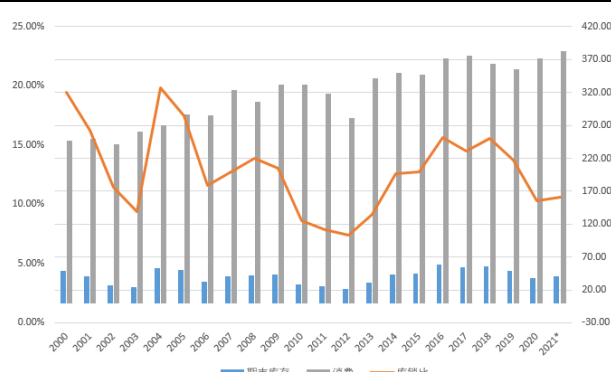
2 月 18 日，USDA 年度展望论坛预计 2021/22 年度美国玉米播种面积将增加 120 万英亩至 9200 万英亩（低于市场预期均值 9290 万英亩），是第 5 大的历史面积数据。单产预计 179.5 蒲/英亩（高于行业预期均值 178.4 蒲/英亩），较 2020 年单产增幅 4.36%，为历史最高单产。2021/22 年度玉米库存预估为 16.02 亿蒲式耳，库销比将达到 10.63%左右，同比小幅增长。

图 19 美玉米播种面积



数据来源：国海良时期货研究所、USDA

图 20 美玉米库存及库销比变化



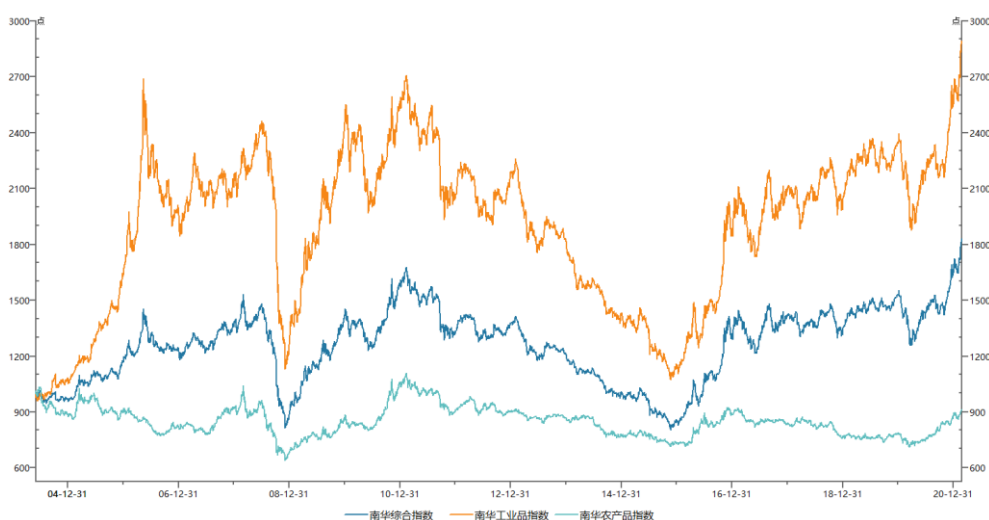
数据来源：国海良时期货研究所、USDA

二、回调过后 下方空间预计有限

（一）大宗商品整体上行

随着全球“大放水”刺激经济恢复，大宗商品牛市拉开序幕，原油持续上涨，伦铜爆发宣告大宗商品涨势的确立。而在中国需求及天气影响下，全球农产品供应趋紧，农产品板块也在周期与基本面的共振下持续上涨。在整体向好的大环境下，最弱的品种也将跌幅受限，更何况本年度的玉米目前只是年度缺口被弥补而已。

图 21 商品综合、工业品、农产品指数走势



数据来源：国海良时期货研究所、wind

（二）基层余粮已有限 贸易商库存持续下降

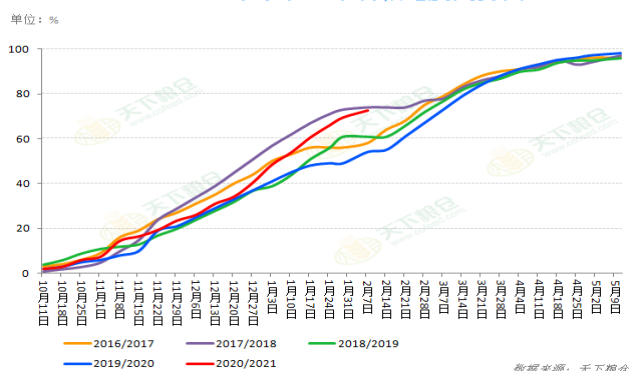
2020/21 年度农户售粮进度偏快，目前基层余粮已不多。

库存压力目前已集中至贸易商，从数据来看，北港玉米贸易库存仍处高位水平，但在节前就已开始持续下降。另外笔者了解，有业内头部企业朋友表示企业库存水平已明显下降，目前惜售情绪较为明显。

图 22 东北主产区玉米售粮进度

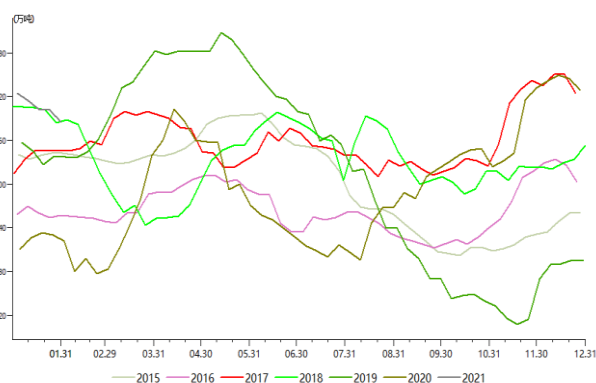
图 23 北港玉米贸易库存

2016-2021年东北玉米售粮进度走势图



数据来源: 天下粮仓

玉米:北方库存

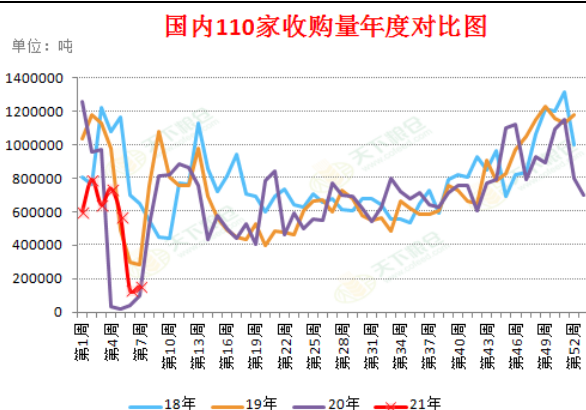


数据来源: 国海良时期货研究所、wind

(三) 现货价格短期崩盘概率不大 高基差抑制下跌空间

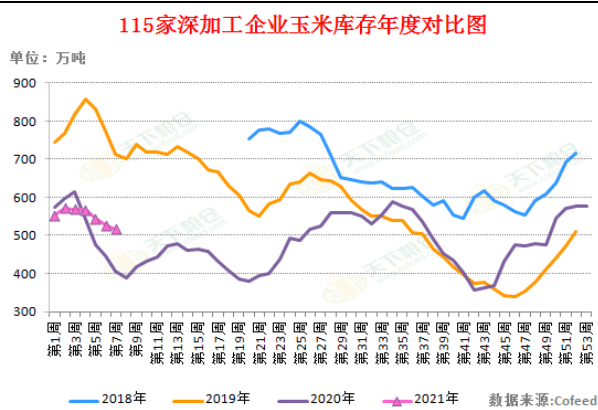
短期下游企业仍有原料补库需求。受春节影响,企业玉米收购量季节性下降,以消耗库存为主。目前深加工企业原料库存环比持续下降,虽同比增加,但整体仍处于偏低水平,且近期淀粉企业加工利润明显好转,补库积极性预计较高。而饲料企业方面,生猪业仍是大头,且猪料中玉米使用最为刚性,生猪产能恢复短期受阻,但持续恢复仍是大方向,目前生猪养殖利润继续可观,因此饲料企业尤其猪料企业也同样存在原料端的补库需求。

图 24 深加工企业玉米收购量抽样统计



数据来源: 天下粮仓

图 25 深加工企业玉米库存抽样统计



数据来源: 天下粮仓

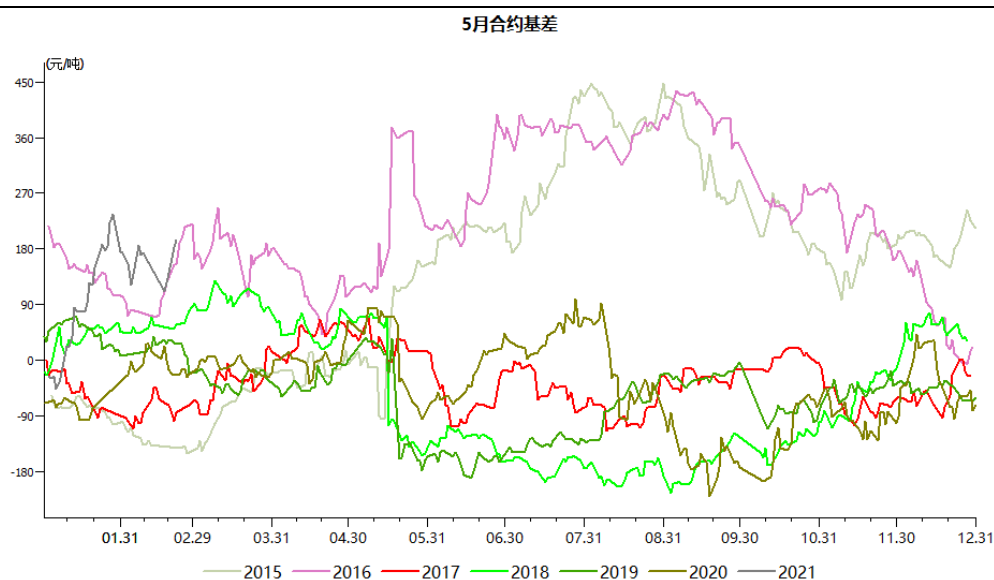
中长期来看,国内玉米年度供需缺口是动态发展的,前述的缺口大幅萎缩甚至弥补是基于玉米持续高价状态导致大规模替代及一直需求的前提,但若是玉米价格大幅下跌,相对替代品的比价开始有明显的修复,那将导致被替代量减少而需求获得增量,缺口重新扩

大，驱动价格反弹。

因此，笔者认为玉米现货价格短期在下游备货需求下或仍将坚挺一段时间，甚至需要提防再度上涨，而中期面临消费淡季情况下，现货价格有回调需求，但跌幅不会太大，最坏的情况，若真的玉米现货价格出现恐慌性大跌，那么年度供需缺口问题将重现，夏季季节性上涨行情的概率显著增加。

在现货价格不会出现大幅下跌，或者说即使大跌了也将大概率反弹的情况下，再看C2105 合约高达近 200 元/吨的基差，笔者认为期货市场提前交易的中长期转弱预期已经比较充分了，2700 下方空间不大。

图 26 连盘玉米 5 月合约基差



数据来源：国海良时期货研究所、wind

（四）从拍卖小麦成交价格看

临储小麦交易规则修改后，14-16 年超期小麦成交均价大幅降低，按 2350 元/吨的成交均价计算，加上出库成本和运输费用，饲料企业的到厂价不会高于 2500 元/吨，即便是 17-19 年小麦饲料企业的到厂价也不会高于 2600 元/吨。

若玉米现货价格低于临储小麦成交成本，意味着玉米性价比的回归，相信将刺激玉米

需求回暖，支撑玉米价格。因此 2500-2600 的临储小麦成本可以作为中短期玉米现货价格下跌底线的重要参考。

三、总结

中期来看，国内玉米市场此前基于年度 5000 万吨级别供需缺口的预期而引发的一轮上涨目前暂告一段落。长周期来看，国内玉米预计将开启新一轮增产周期，当前玉米价格或已处于顶部区域。

但 2020/21 年度国内玉米价格即步入下跌趋势的可能性也不大。宏观上放水通胀带来的大宗商品牛市或刚刚拉开序幕，即使最弱的商品也会被动抑制下跌。而就国内玉米而言，短期来看现货价格继续坚挺，并且预计大幅下跌的可能性也不大，甚至需谨防贸易商惜售+下游备库导致的现货短期再度冲高可能性。自节前开始，连盘玉米期货合约基于中长期走弱预期脱离现货市场提前单边回调，目前 C2105 合约基差已扩至 200 元/吨的极高水平，在现货不会出现大幅杀跌的判断前提下，笔者认为下方空间有限。

中短期预计玉米价格在 2700-3000 高位区间震荡中等待新驱动的出现。交易上以区间策略为主，期权端可采取区间上下沿处卖两边的策略，同时，产业客户可积极参与基差缩小的期现交易。

【免责声明】

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。