

2020 年玉米期现货行情回顾

内容概要

本文试图回顾今年以来的玉米期现货行情，分析和总结其背后的背景与逻辑，为后期市场行情展望奠定良好基础。

2020 年的玉米期现货价格行情表现远超市场预期，主要源于供需缺口预期的补库，根据作物年度和补库对象的不同，我们可以将今年的行情主要划分为三个阶段，其一是 2 月底到 5 月中旬；其二是 5 月下旬到 9 月初；其三是 9 月初到目前为止，其又可以划分为三个细分阶段。

第一阶段源于去年新作以来持续被动去库存之后，节后特别是东北产区玉米不足 4 成，市场转而预期 2019/20 年度玉米存在供需缺口，东北产区之后华北产区积极入市采购 2019 年新玉米补库带动期现货价格上涨，这一阶段终结于临储抛储所带来的供应增加预期。

第二阶段在第一阶段临储抛储压力释放之后启动，因市场预计临储抛储并不会增加市场库存，中下游需求和贸易企业积极参拍临储玉米，带动成交均价及其溢价持续攀升，这一阶段终结于 8 月初，因市场证实年度供需缺口已经得到补充，而期价结构不适合临储拍卖玉米形成下一年度期初结转库存，最终以 9 月期价下跌来回归远月升水结构。

第三阶段中，第一个和第二个细分阶段主要源于台风登录东北产区的影响，所不同的是，第一个细分阶段侧重于产量方面，继而引发市场对 2020/21 年度供需缺口扩大的担忧，第二个细分阶段则主要源于台风带来的玉米倒伏和田间积水，导致玉米收获延迟，玉米现货价格出现反季节性上涨；第三个细分阶段在第二阶段出现的近月基差和合约价差得到修复后启动，市场预计将进入新一轮补库，带动期现货价格上涨。

在我们看来，目前处于一个比较微妙的时刻，从中期角度看，考虑到较大的结转库存，饲用谷物进口的增量，国产小麦（包括新麦和临储小麦拍卖）的饲用替代，及其陈化水稻和小麦的投放，或在很大程度甚至已经弥补当前年度供需缺口；从短期角度看，则需要留意中下游补库能否持续来化解新作上市压力，因目前国产玉米绝对价格已经偏高，其性价比下降，东北产区玉米价格上涨往下游的传导存在一定的疑问，因华北产区有临储小麦的潜在替代，南方销区港口库存高企。在这种情况下，建议投资者重点留意华北-东北玉米价差和南北方港口玉米价差。

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

行情概述

2020 年的玉米期现货价格行情表现远超市场预期，汇易网数据显示，截至 11 月 20 日，吉林长春玉米出库价从年初的 1740 元上涨到 2420 元，大连港平仓价从年初的 1860 元上涨至 2530 元，广东蛇口港玉米成交价从年初的 1945 元上涨至 2580 元，三地分别上涨 680 元、670 元和 615 元，涨幅超过 30%，接近 40%。文华财经数据显示，大商所玉米指数从年初的 1904 元上涨至 721 元至 2625 元，涨幅大致为 38%。

究其原因，期现货价格上涨主要源于供需缺口预期的补库，根据作物年度和补库对象的不同，我们可以将今年的行情主要划分为三个阶段，其一是 2 月底到 5 月中旬，其补库基于 2019/20 年度供需缺口预期，对象为 2019 年产新玉米。其二是 5 月下旬到 9 月初，继续基于 2019/20 年的供需缺口预期，但对象转为临储拍卖玉米。

其三是 9 月初到目前为止，基于 2020/21 年度供需缺口预期，其又可以划分为三个细分阶段，其中第一细分阶段为 9 月期间，主要源于台风影响玉米单产，继而引发新作供需缺口的担忧；第二细分阶段为 10 月至 11 月上旬，主要源于新作玉米收获延迟带来的上市压力延迟；第三细分阶段为 11 月中旬至今，以中下游需求和贸易企业积极入市收购化解新作上市压力为主要特征。

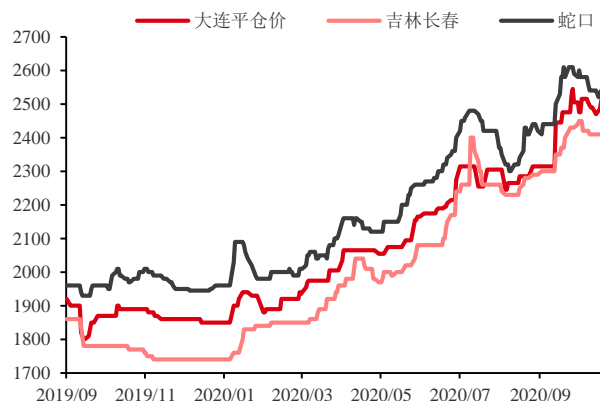
在此，本文试图回顾今年以来各个阶段行情，分析和总结其背后的背景与逻辑，为后期市场行情展望奠定良好基础。

图 1. 国内玉米现货价格 单位：元/吨



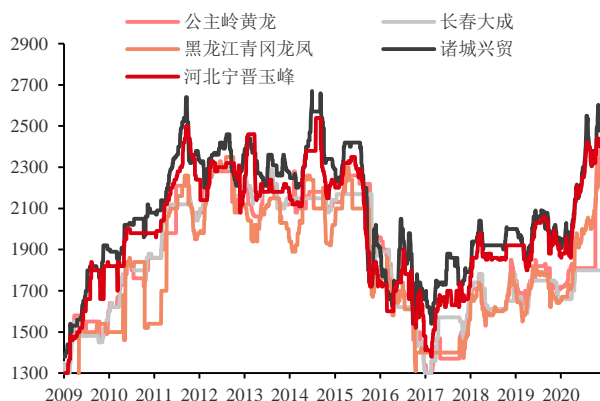
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 2. 国内玉米现货价格（近一年） 单位：元/吨



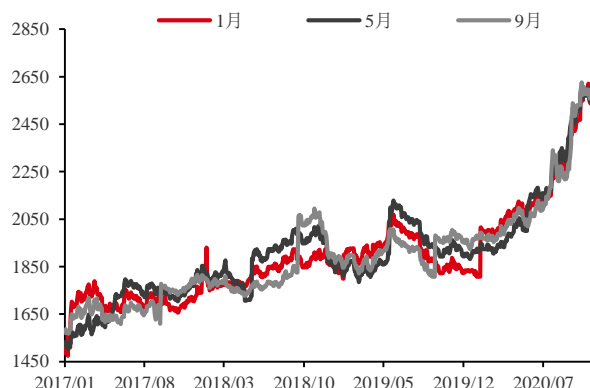
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 3. 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 4. 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

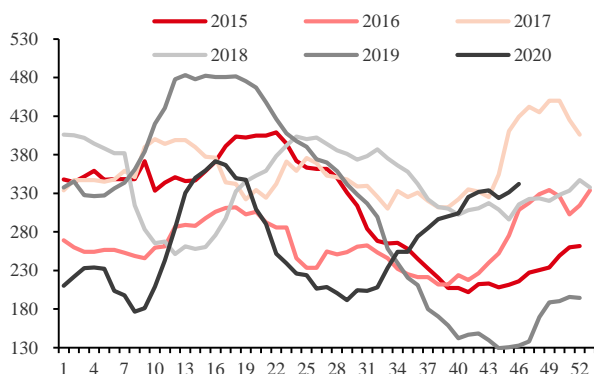
第一阶段：2020 年节后到 5 月中旬

在我们前期的报告（包括月报、季报、年报及其专题）中，将 2019 年新作上市之前划为主动去库存阶段，其主要特征是需求和库存双双下降，主要去化对象是旧作玉米，包括年后随央储和地储入市收购所形成的库存，及其 5 月之后参拍临储形成的陈粮库存，因其不愿跟即将上市的新玉米直接竞争。在此之后直至节后特别是 2 月之前，整体划为被动去库存阶段，在这一阶段市场尚未感受到需求的改善，亦不存在供需缺口预期，市场整体维持低库存运行，主要去化对象是新作玉米。

随着去库存的持续进行，亦即新作玉米的逐步消耗，2 月底天下粮仓和国家粮油信息中心数据显示，全国特别是东北产区农户余粮不足 4 成，考虑到行业维持低库存运行，渠道库存增量较少，这意味着 2019 年 10 月到 2020 年 2 月每月平均消耗接近 1 成，由此推算全年存在供需缺口，继而引发市场对临储拍卖底价和成交溢价上调的预期。在这一预期的带动下，东北产区现货价格率先上涨，20 天后华北产区跟随，形成全国普涨的局面。

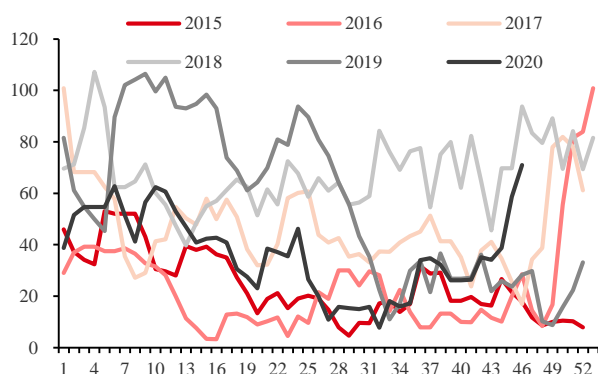
进入 5 月以后，市场转而担心临储抛储的压力，因其将增加市场供应，期现货价格出现回落，即第一阶段的补库结束。但由于今年东北地区疫情影响临储玉米质量检验，导致临储拍卖一再延迟，在临储抛储之前，现货表现相对强于期价，带动基差走强。

图 5. 中国北方港口玉米库存 单位：万吨



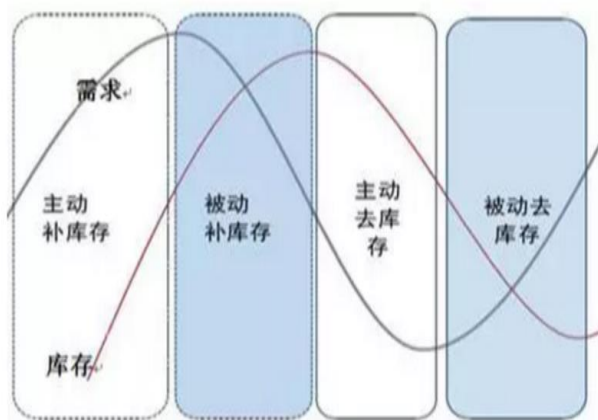
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 6. 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 7. 库存周期动态变化



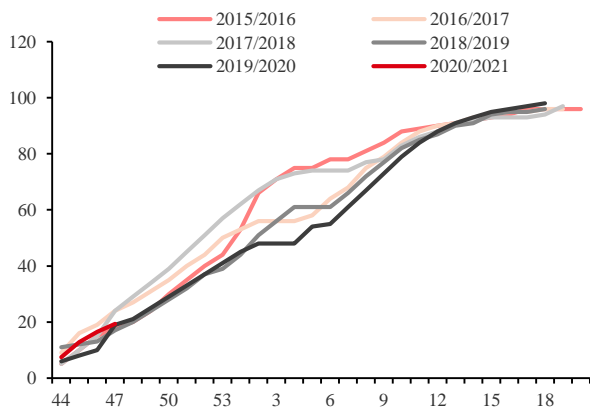
数据来源：华泰期货研究院

图 8. 农户售粮进度 单位：%

机构	天下粮仓		国家粮油信息中心	
	2020年2月28日	去年同期	2020年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
东北产区	67	72	64	73
山东	61	66	59	66
河北	50	60	53	60
河南	58	69	60	69
华北产区	56	64	58	65

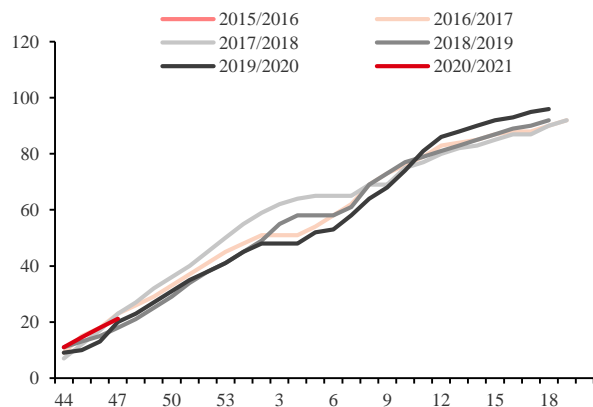
数据来源：天下粮仓 国家粮信中心 华泰期货研究院

图 9. 全国玉米售粮进度 单位：%



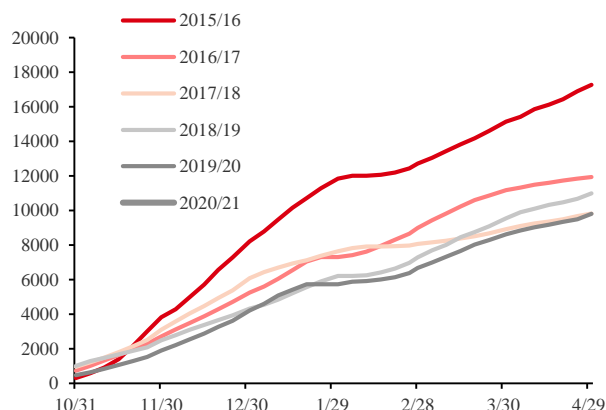
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 10. 东北玉米售粮进度 单位：%



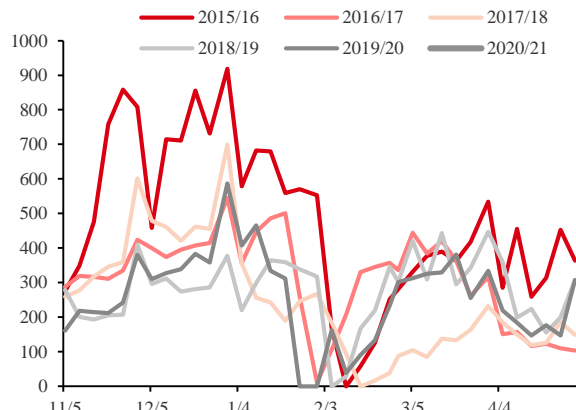
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 11. 11 个主产省区玉米累积收购量 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 12. 11 个主产省区玉米 5 天收购量 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

第二阶段: 5 月下旬到 9 月初

由于临储拍卖启动延后至 5 月下旬, 形成实际供应的时间更晚, 这使得当年新作玉米持续消耗, 在临储拍卖启动之前, 现货价格已经转强, 这使得临储玉米拍卖启动之后, 成交率和溢价逐步抬升。

除去上述因素之外, 另一个层面也不容忽视, 即临储和一次性抛储很难导致市场库存的增加, 简单测算如下, 5 月下旬到作物年度期末 9 月底大概 4 个月, 每月玉米消耗量 2000 万吨计算, 总计需要 8000 万吨, 而临储玉米库存剩余不足 5700 万吨 (详见图 15 和图 16), 一次性储备接近 1800 万吨 (全部库存 2000 万吨, 春节后受疫情影响, 国家担心物流运输原因, 南方销区玉米供应短缺, 在 2 月 7 日到 11 日累计投放 2016 年政策性玉米库存 296 万吨, 实际成交 132 万吨), 总计为 7500 万吨, 这也是市场积极参拍临储做库存的底气所在。虽然国家在 6 月到 7 月多次修改拍卖规则, 如提高参拍保证金数量, 缩短临储拍卖后的缴款和出库周期, 试图抑制需求端的投机屯粮行为, 但收效甚微。

临储拍卖成交均价及其反映的成交溢价上涨持续至 8 月初, 其还通过北方港口集港量和下海量的下降, 从供应端的调节, 即临储拍卖成交之后, 出库和外运相对缓慢, 迫使下游被动接受价格向下的传导。

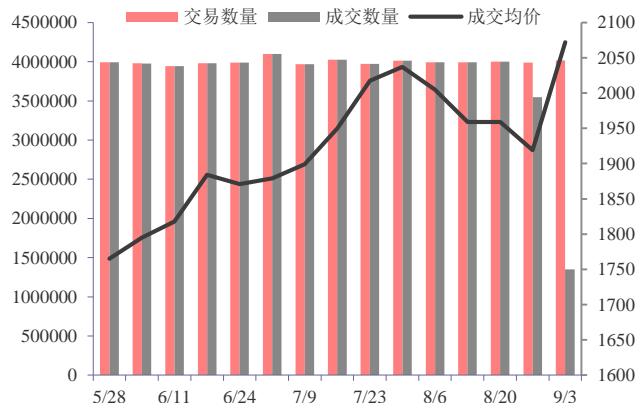
这一过程结束的直观原因是国家在 8 月初投放临储陈化水稻和小麦供应市场, 但在我们看来, 背后逻辑有两个方面, 其一是当前年度供需缺口已经得到补充, 因其距离作物年度期末即新作上市只剩下 2 个月的时间, 而当时中储粮口径统计临储拍卖成交出库 1060 万吨, 临储加上一一次性储备成交未出库在 3400 万吨左右, 加上临储剩余 1600 万吨, 再加上饲用谷物进口增量, 国产小麦替代以及陈化水稻

和小麦定向，即使考虑到一次性储备投放量下降，后续投放不确定，不计入潜在供应量，亦可以满足当前年度所需；

其二也是更为重要的是，当时9月期价转为大幅升水1月甚至升水5月合约，远月弱势的主要原因在于国家在7月间发放后来称为基于中美贸易协议的进口配额，USDA周度出口销售报告显示，7月9日当周中国大量采购美玉米船期，市场担心四季度进口玉米大量到港，叠加新作上市预期，远月合约相对弱势。这种合约价差的逆转即近月对远月升水，意味着参拍临储无法结转至下一年度。

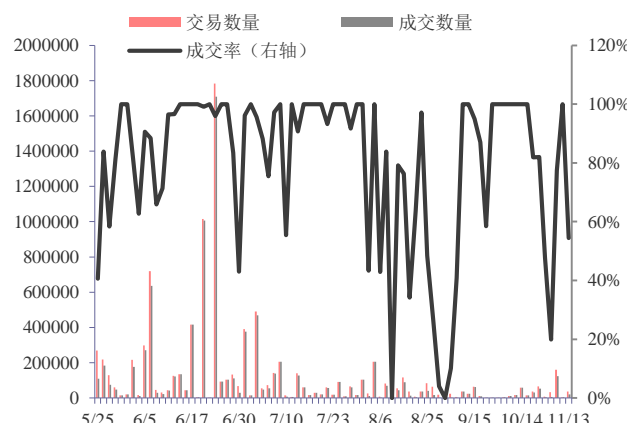
在这种情况下，玉米现货价格在8月初出现回落，并持续至9月初，临储拍卖成交价亦相应出现下滑，玉米期价亦相应回落，但远月相对强于近月，逐步再度逆转为远月升水结构。

图 13. 临储玉米拍卖成交 单位：吨，%



数据来源：国家粮食交易中心 华泰期货研究院

图 14. 一次性储备成交 单位：吨，%



数据来源：中储粮网 华泰期货研究院

图 15. 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

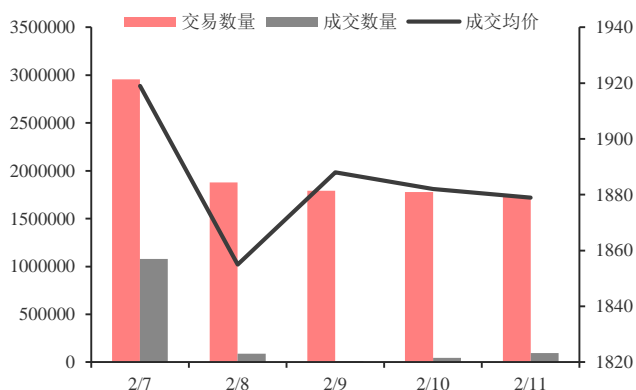
数据来源：国家粮食交易中心 华泰期货研究院

图 16. 临储玉米库存分布 单位：万吨

省份	2014/15 年度	2015/16 年度	合计
黑龙江	44	3009	3054
吉林	0	1311	1311
辽宁	0	344	344
内蒙古	0	948	948
合计	44	5611	5655

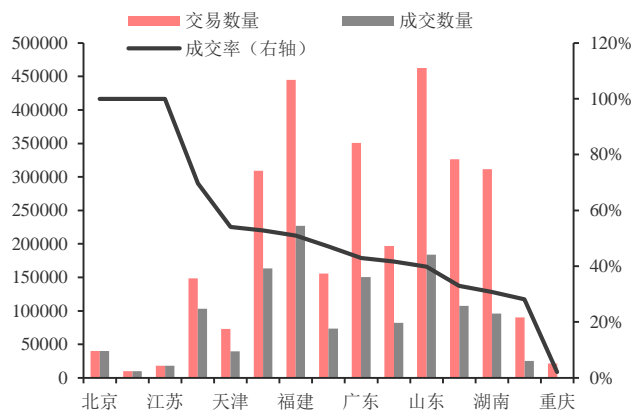
数据来源：中粮商情部 华泰期货研究院

图 17. 2020 年 2 月政策性玉米拍卖 单位：吨，元/吨



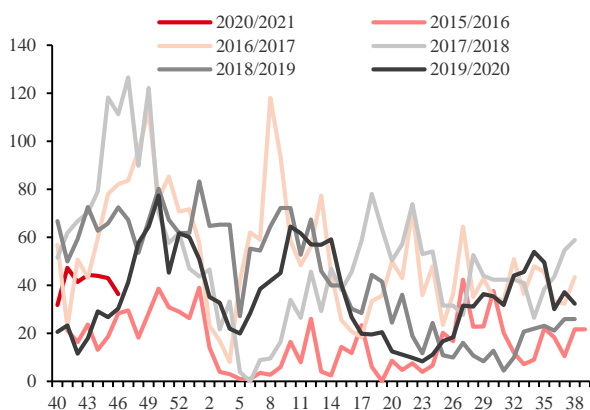
数据来源：国家粮食交易中心 华泰期货研究院

图 18. 政策性玉米拍卖（分省区） 单位：吨，%



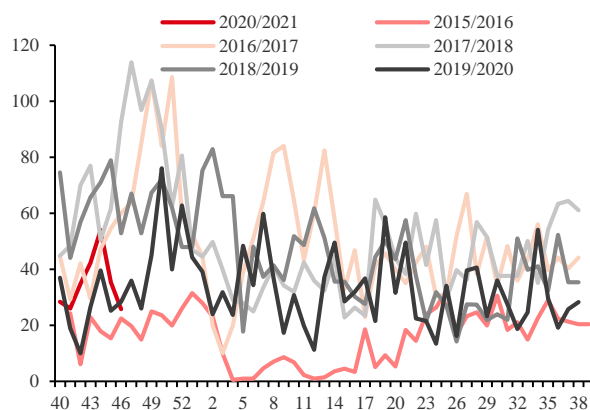
数据来源：国家粮食交易中心 华泰期货研究院

图 19. 北方港口玉米集港量 单位：万吨



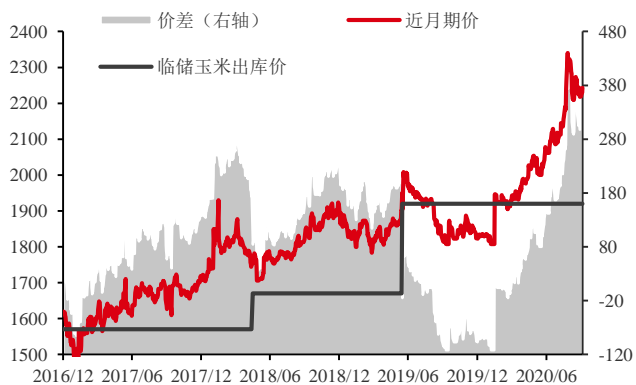
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 20. 北方港口玉米下海量 单位：万吨



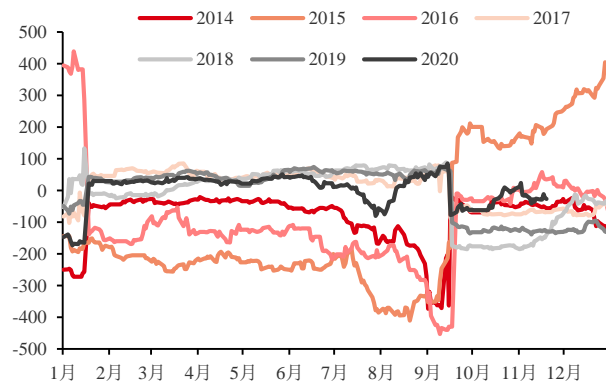
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 21. 近月期价-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 22. 玉米 9-1 价差 单位：元/吨



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

第三阶段：9月初到目前

如前所述，我们将9月初到目前为止的第三阶段划分为三个细分阶段，其中第一个细分阶段为9月期间，主要源于台风影响玉米单产，市场继而担心新作供需缺口扩大，使得市场前期担心的新作上市压力和进口集中到港的担忧逐步缓解，期价特别是远月大幅上涨，9月合约到期1月合约成为近月合约之后，近月基差一度接近-200元。随着期价上涨反映减产预期，再加上对新作上市临近的担忧，这一细分阶段完成。

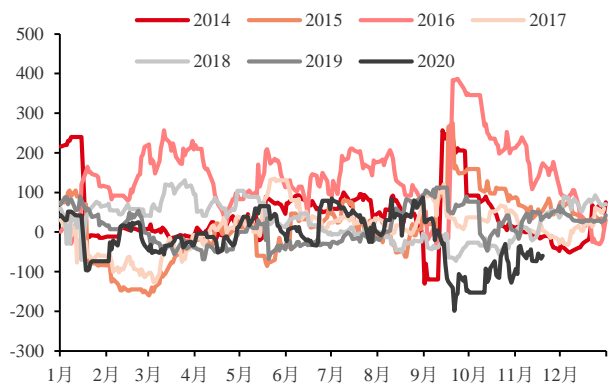
第二个细分阶段主要体现为期货现货价格的反季节性上涨，这与2018年颇为相似，主要源于两个方面，其一是市场存在强烈的看涨预期，2018年临储拍卖成交1亿吨左右，剩余不足8000万吨，而今年临储库存去化完成，一次性储备所剩不多，市场担心下一年度供需缺口难以得到补充；其二是新作上市压力延后，2018年主要源于农户惜售，而今年更多体现为台风的后续影响，即玉米倒伏和田间积水导致收获进度缓慢。

这一阶段主要的问题有二，其一是基差，期价依然维持较高升水，这反映现货价格的上涨预期；其二是合约价差，出现类似于今年7-8月的情况，因玉米价格上涨之后，小麦-玉米价差走弱，临储小麦成交率飙升，使得市场担心小麦饲用替代在一定程度上弥补当前年度供需缺口，使得远月期价相对弱势，近月对远月一度出现升水。

在10月下半月在新作逐步上量的带动下，期现货价格下跌反映新作上市压力，特别是近月相对弱势，修复玉米近月基差和合约价差，进入11月中旬后，进入第三个细分阶段，这一阶段始于北方港口玉米收购价止跌企稳，使得市场开始预期中下游进入新一轮补库阶段。

在我们看来，目前处于一个比较微妙的时刻，从中期角度看，考虑到较大的结转库存，饲用谷物进口的增量，国产小麦（包括新麦和临储小麦拍卖）的饲用替代，及其陈化水稻和小麦的投放，或在很大程度甚至已经弥补当前年度供需缺口；从短期角度看，则需要留意中下游补库能否持续来化解新作上市压力，因目前国产玉米绝对价格已经偏高，其性价比下降，东北产区玉米价格上涨往下游的传导存在一定的疑问，因华北产区有临储小麦的潜在替代，南方销区港口库存高企，在这种情况下，建议投资者重点留意华北-东北玉米价差和南北方港口玉米价差。

图 23. 玉米近月基差 单位：元/吨



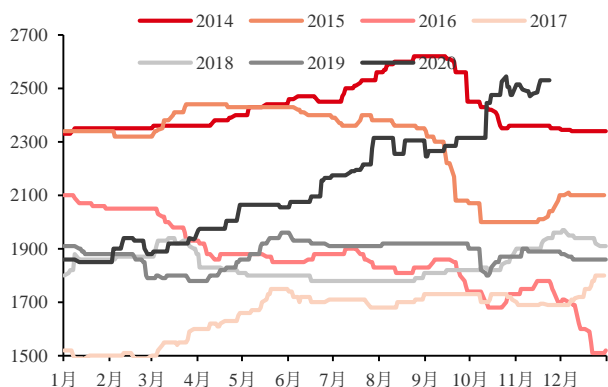
数据来源：汇易网 文华财经 华泰期货研究院

图 24. 海神台风发展路径



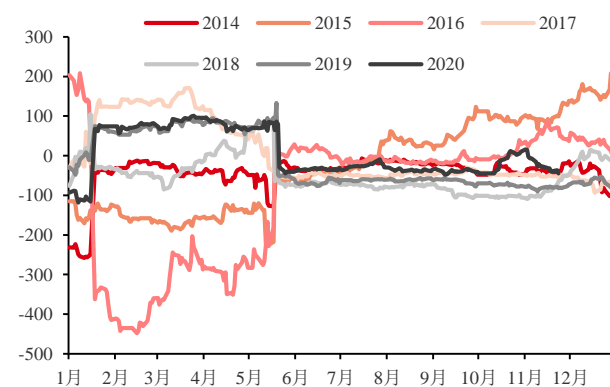
数据来源：国家气象局 华泰期货研究院

图 25. 大连港玉米平仓价（分年） 单位：元/吨



数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 26. 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 27. 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 28. 南方港口饲用替代谷物价差 单位：元/吨



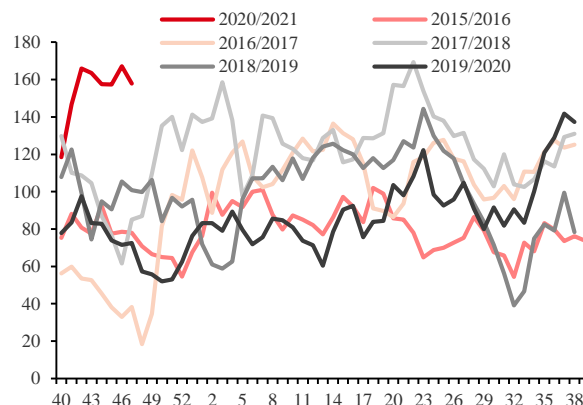
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 29. 国内小麦-玉米价差 单位：元/吨



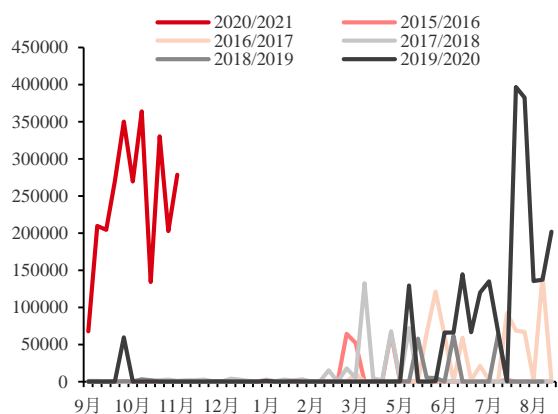
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 30. 南方港口全部谷物库存 单位：万吨



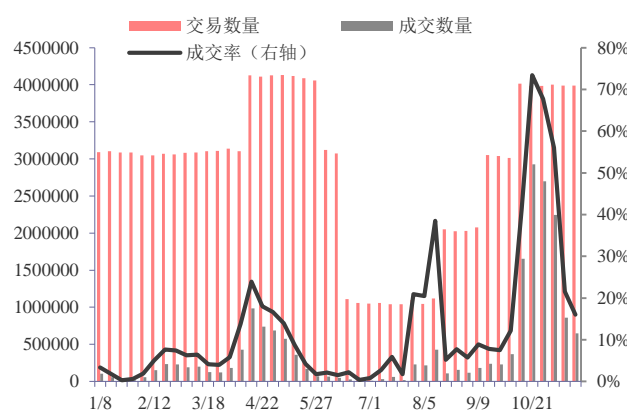
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 31. 美玉米对中国出口装船量 单位：吨



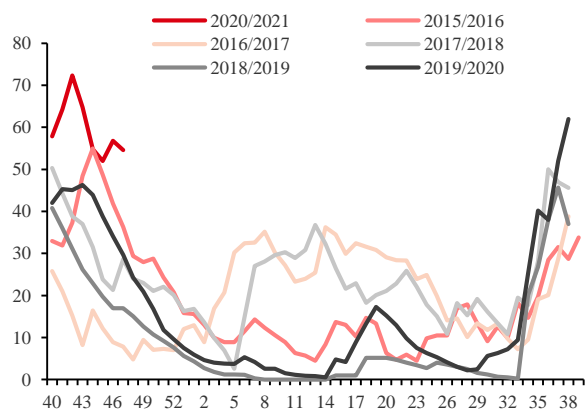
数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 32. 临储小麦成交情况 单位：吨，%



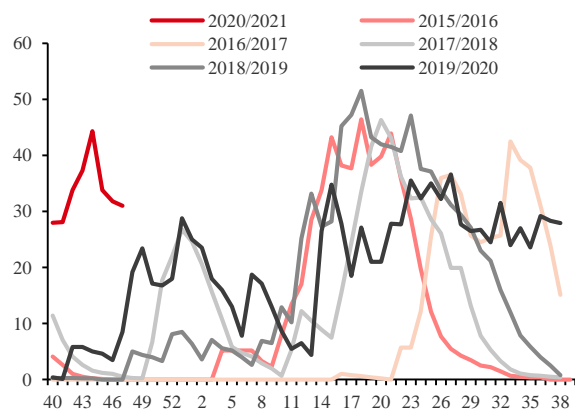
数据来源：国家粮食交易中心 华泰期货研究院

图 33. 南方港口进口大麦库存 单位：万吨



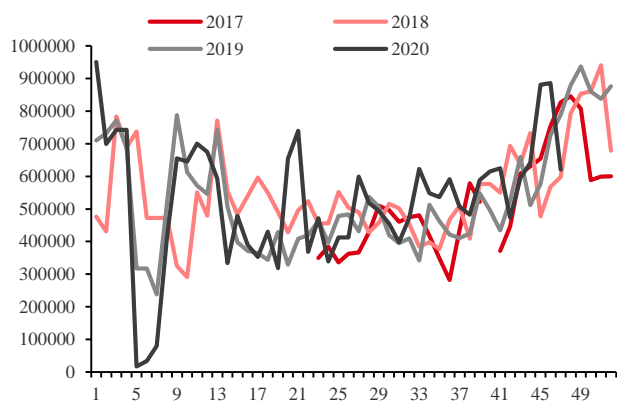
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 34. 南方港口外贸玉米库存 单位：万吨



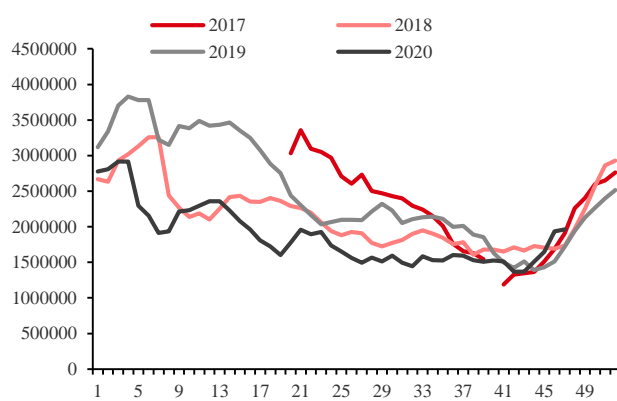
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 35. 深加工企业玉米收购量 单位：吨



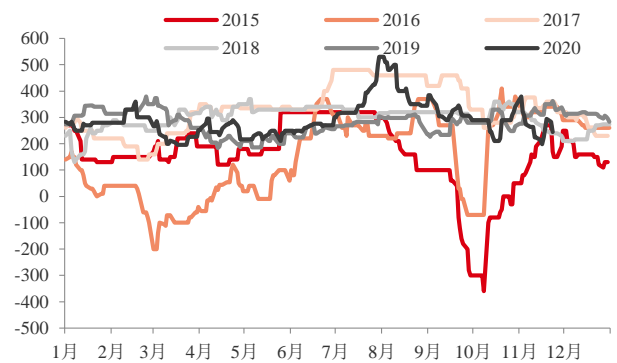
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 36. 深加工企业玉米库存量 单位：吨



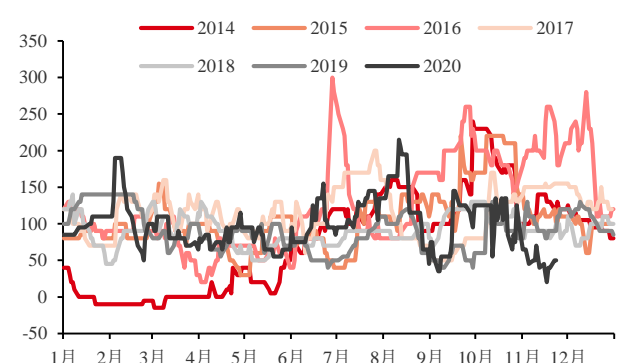
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 37. 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 38. 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

● 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