

# 海风吹不断,江月照还空

国投安信期货 2021 年玉米&玉米淀粉年度策略

SDIC ESSENCE FUTURES

# 目录

## 1. 行情回顾

- 1.1. 临储拍卖价格指导期货价格
- 1.2. 东北三次台风减产炒作
- 1.3. 贸易商杠杆抢粮，东北新粮销售过半
- 1.4. 政府打压现货杠杆

## 2. 基本面分析

- 2.1. 玉米 20/21 供需平衡表
- 2.2. 玉米产需结构
- 2.3. 需求端可以成本转移但总量不足
- 2.4. 供给端小麦替代+玉米进口总量将超预期

## 3. 策略展望

- 3.1. 短期多空交织，玉米现货震荡偏弱
- 3.2. 中期春节前后需求端的疲软或将引发大跌
- 3.3. 有限度的市场化利于玉米长期保持强势
- 3.4. 风险因素

**杨蕊霞**

**农产品组组长**

从业资格证号：F0285733

投资咨询号：Z0011333

**张煜宸**

**中级分析师**

从业资格证号：F3070973

近期相关报告：

20201208《流言蜚语，投机库存不断累库》

20201215《贸易库存“去杠杆”，东北现货易跌难涨》

20201222《需求仍未疲软，春节或为拐点》

# 摘要

20/21 玉米市场存在一明一暗两条主线逻辑,明面主线是 20/21 玉米临储供给消失带来的远期供需缺口预期,隐含主线是国内下半年经济不断回暖、生猪养殖利润极高带来的玉米上下游成本传导顺畅。一致性看涨预期下,投机炒作资金通过各种事件炒作抬高玉米价格,玉米价格的上升通过玉米产业链上下游出色的成本转移能力被迅速消化,两条主线逻辑共同作用形成逻辑闭环。这一过程可分为以下 4 个阶段 (1) 临储拍卖指导期货价格, (2) 东北三次台风减产炒作, (3) 贸易商杠杆抢粮, 东北新粮销售过半以及 (4) 政府打压现货杠杆。

我们认为在大的主线逻辑未被动摇下, 市场牛市思维不会理性考虑诸如特殊配额玉米进口、高比例三元能繁母猪的低性能、小麦替代、贸易商库存高企等小逻辑下的利空因素。反之, 如果未来两条主线逻辑中任意一条发生变动, 则盘面偶发的回调将具备转化成趋势性下跌的可能。牛市思维的打破将迫使资金对基本面情况重新进行审视。我们认为理性评估下的 20/21 玉米平衡表不存在供需缺口, 而现货杠杆贸易库存的高企意味着这种下跌不会以一种缓慢而温和的方式结束。重新审视 20/21, 临储退出已成定局, 可能发生的变动将出现在隐含主线的需求端成本传导不畅下, 这一变动最有可能发生的时间点将出现在春节前后。

长期看, 临储的退出有利于部分深加工产能的退出, 有限度的市场化有助于玉米品种长期保持强势。

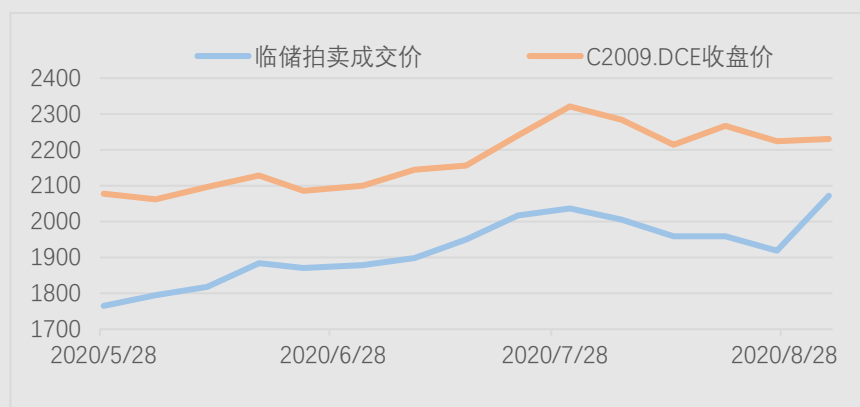
## 1. 行情分析

2020 年玉米期货市场交易主逻辑是“临储消失下，20/21 存在供需缺口，”主要分为四个阶段。第一阶段是临储拍卖指导现货价格；第二阶段是盘面炒作东北三次台风减产；第三阶段是新粮上市后，贸易商杠杆抢粮；第四阶段是政府打压现货杠杆。

### 1.1. 临储拍卖指导现货价格

2020 年 5 月 28 日至 2020 年 9 月 3 日，中储粮共进行临储拍卖 15 次，累计拍卖 5994 万吨玉米，成交率为 94.8%。除最后两次拍卖外，其余临储拍卖基本遵循 100%成交+高溢价模式，相应利多当日、次日盘面。

图 1：临储拍卖成交均价 v 玉米 2009 合约收盘价 (单位：元/吨)



资料来源：国粮中心，wind，国投安信期货

从图 1 中不难发现，玉米 2009 合约收盘价走势基本同临储拍卖成交均价走势相同。拍卖当日盘面价格基本跟随每次临储拍卖走势。这是因为临储拍卖存在 3 个月左右的提货期、相当于一次现货企业、贸易商等专业投资者对未来玉米现货价格的判断，具有极强的参考意义。

由于临储拍卖开始时间早于盘面时间，而结束时间由于拍卖的反复争夺大多晚于收盘时间，这导致当日临储拍卖前几轮的拍卖价格走势基本决定了当日玉米盘面 9 点的开盘价，而后

几轮拍卖的成交价决定了玉米夜盘的走势。

由于临储消失，市场普遍预期远期存在“供需缺口，”但市场参与者均无法判断现货玉米应该涨多少。临储拍卖提供了一个获取其它企业信息的机会。这是英式拍卖机制中重要的一点在于每个价格都包含了其报价者对未来价格的判断，这种判断是基于其自有信息而来的，而其他竞拍者可以通过观测其竞拍价获取其信息。这导致最终的成交价反应的是所有参与者的信息集合，极易创造高价。此外，由于现货存在运输成本，每个临储拍卖标的参与方基本为标的所在地周边企业、贸易商。举例来看，“如果同区域其它深加工报价 2100 元说明其判断未来玉米现货价格高于 2100 元，那么我们企业同样也可以承受这一报价，我们报价 2120 元。”

## 1.2.东北三次台风减产炒作

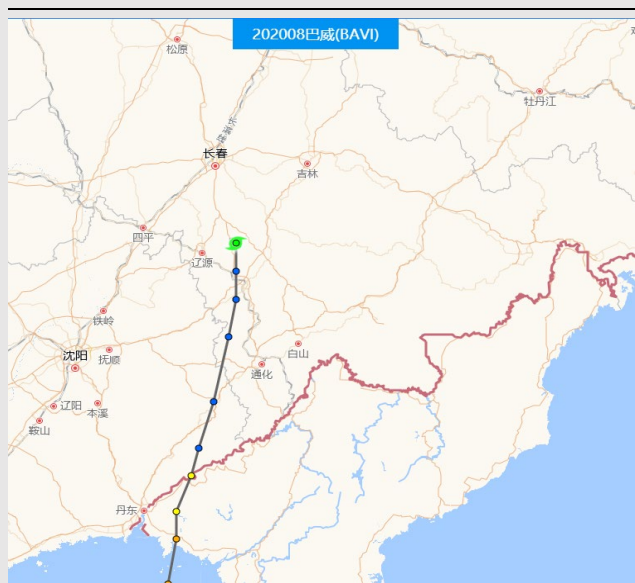
2020 年 8 月底东北接连遭遇了三次台风，分别是巴威、美莎克和海神。台风对产量影响主要体现在倒伏上，倒伏玉米不意味着完全绝收，对不同玉米生长周期下影响差距极大。举例来说，蜡熟期玉米干物质基本生长完毕，基本不受台风倒伏影响，而灌浆期玉米则会大规模减产。此外，不同地块倒伏角度、是否倒折相应导致减产规模不定，倒伏不可一概而论。具体看，三次台风中只有第二次台风美莎克对产量有很大影响。

从图 2 中我们可以看出台风巴威主要袭击了辽宁东部和吉林西部。调研发现辽宁受灾面积较小，倒伏比例不超过 20%。受灾区域玉米当时已处于蜡熟期，倒伏影响极为有限。

从图 3 中可以看出第二次台风美莎克主要袭击吉林东部和黑龙江西部地区，进入黑龙江地界后，美莎克威力并未明显减弱。调研发现美莎克导致相应受灾严重地块 90%比例倒伏。黑龙江西部地区玉米当时处于乳熟期，减产幅度相较吉林地区更大。

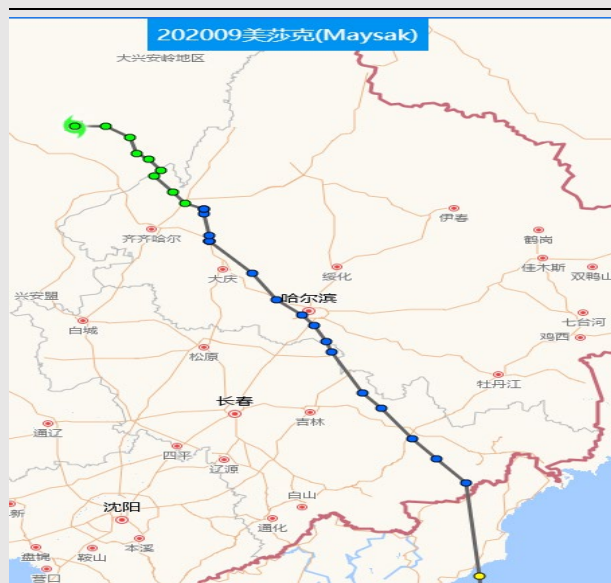


图 2：台风“巴威”路线图



资料来源：中央气象台，温州台风网，国投安信期货

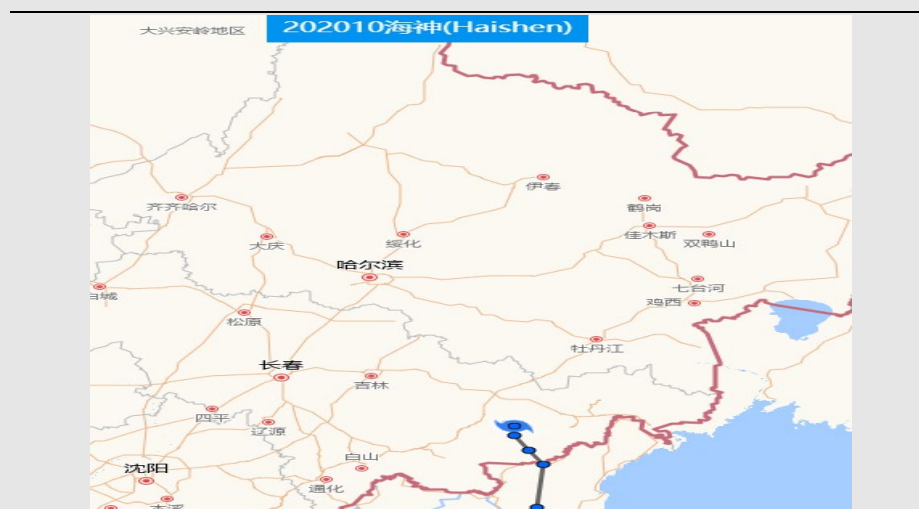
图 3：台风“美莎克”路线图



资料来源：中央气象台，温州台风网，国投安信期货

从图 4 可以看出第三次台风海神进入我国后路径基本与美莎克一致，进入黑龙江地界后，海神威力大幅减弱，中央气象台随即取消了相应跟踪。由于路径与美莎克一致、威力大幅减弱，台风海神对行进路径上已经 90%比例倒伏的玉米无法造成进一步损害。

图 4：台风“海神”路线图



资料来源：中央气象台，温州台风网，国投安信期货

回顾当日行情，海神台风 9 月 7 日登陆吉林，中央气象台在 9 月 8 日早 5 点修正了台风海神行进路线，新的路线不会袭击此前未受灾的黑龙江东地区，与美莎克行进路线一致，当天早 8 点由于海神台风威力大幅减弱，中央气象台取消了相应跟踪。从时间节点推算台风美莎克后（9 月 4 日）、中央气象台修正台风海神路线、取消跟踪前（9 月 7 日）应是盘面针对台风减产预期的高峰，对应玉米 01 合约 2350 点，相较台风发生前涨幅约 100 点。

黑龙江省政府预计，倒折/倒伏比例不超过 10%。根据 5 家调研团队分析，东三省受台风影响减产约 300-500 万吨，综合前期长势、播种面积相较去年减产不会超过 1500 万吨。我们此后调研结果显示全国减产约 1200 万吨符合上述判断。

但随着海神台风威力减弱、且明显无法对产量造成影响后，玉米 01 合约反而从 2350 点一路上涨最高触及 2499 点。这主要是受到资金炒作和现货正反馈导致的，情绪影响大于实际。这看似违背了基本面，但却符合玉米主线逻辑。

### 1.3.贸易商杠杆收粮，东北新粮销售过半

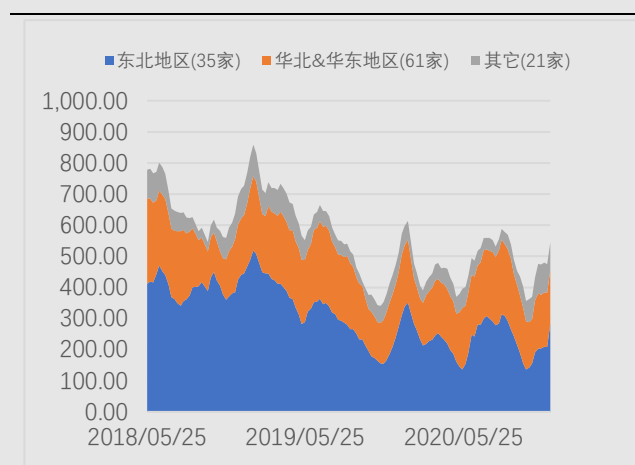
受到台风影响，收割前东北部分农田积水严重，倒伏地块只能采用人工收割完成，成本增加约 160 元/公顷，东北新粮上市时间进度推迟 2 周以上。但上市后东北新粮销售速度明显快于市场预期，截至 12 月 11 日多家调研机构已经调整东北新粮销售进度预测超过 50%，远超往年同期的 25%左右水平。一方面，这是由于当前玉米现货价格处于历史极值，农户销售意愿强烈。另一方面，这是由于今年大量诸如烘干塔等产业链上游企业和外围游资加入对东北玉米现货抢购屯粮。

今年玉米贸易主体明显增多，其中烘干塔企业掌握收粮渠道，提价竞争下东北新粮销售进度明显超过往年同期，我们预测其中约有至少 4 成上市新粮转入贸易库存。

这段时间东北现货价格快速上涨的背后在于四点。第一，市场普遍持有“临储消失、20/21

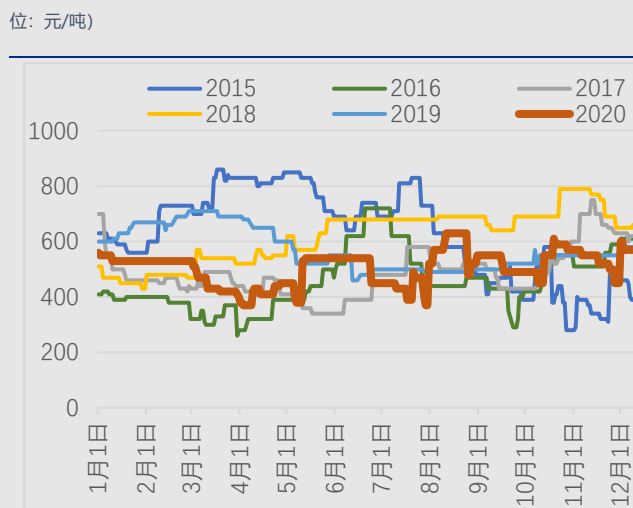
存在供需缺口”预期，现货企业一致性看涨预期太高玉米现货价格中枢。第二，如图 5 所示，东北深加工企业仍处于补库周期中。第三，如图 6 所示，截至 12 月 18 日，吉林长春地区玉米淀粉出厂和玉米进场价差仍在 570 元/吨以上，东北玉米产业链上下游成本传导十分顺畅。第四，贸易商、游资大量使用国企资金进行杠杆收粮，资金成本十分低廉。不考虑借贷合同限制，后临储时代东北存在大量空仓库，东北不存在库容限制且仓储成本低廉。以上四点共同作用导致新粮大量流入贸易库存，深加工补库周期成本传导顺畅下只能提价补库、引发东北玉米现货价格不断上涨。

图 5：全国深加工玉米周度库存 (单位：万吨)



资料来源：天下粮仓，国投安信期货

图 6：吉林：长春 淀粉出厂、玉米进场价差 (单位：元/吨)



资料来源：wind，国投安信期货

## 1.4.政府打击现货杠杆

12 月第一周，国家粮食和物资储备局宣布将考虑暂停玉米收储，建议屯粮企业顺价销售，中储粮各直属库开始陆续停收；大商所发文提示玉米风险。12 月第二周，使用中粮贸资金收购玉米贸易商被告知暂停收购，中粮贸外租库点停收。12 月第三周，象屿外围库点全部停收。国家打击玉米现货杠杆态度明确。投机需求被抑制极大提高了深加工企业对农户的议价能力，东北深加工企业纷纷小幅下调报价试探能否上量，造成 12 月中旬以来东北玉米现货价格的小



幅下跌。

## 2. 基本面分析

20/21 玉米供需平衡表不存在供需缺口，小麦替代以及进口足够弥补临储消失后带来的供给短缺，短期紧张局面是由于投机需求引发新粮流向贸易库存导致的，未来贸易库存释放将导致玉米价格坍塌。

### 2.1.玉米 20/21 供需平衡表

图 7：市场假设下的玉米 20/21 供需平衡表（假设 1）

(单位: 万吨)	19/20 平衡表	20/21 假设 1	假设 1 (市场假设)	假设 1 边际变化
期初库存	6443	6085		-358
年度产量	21784	19984	减产 1800 万吨	-1800
政策净供给	5683	-2000	收储 2000 万吨	-7683
净进口	720	1500	进口 1500 万吨	780
总供给	34630	25569		-9061
饲料消费	17885	18485	谷物替代 800 万吨 +100%生猪产能恢复	600
深加工消费	8360	8360		0
其它	2300	2300		0
年度消费	28545	29145		600
投机需求/商业库存				0
期末库存	6085	-3576		-9661

数据来源：国投安信期货

图 7 显示了当前牛市思维下市场假设下的玉米 20/21 供需平衡表。按照全国减产 1800 万吨、收储 2000 万吨、进口 1500 万吨、谷物替代 800 万吨、100%生猪产能恢复、深加工企业不退出假设推演全年供需缺口为 3576 万吨。该假设下缺口问题核心在于临储退出后导致的 7683 万吨供给边际变化。但年度 3576 万吨的供需缺口并不能完全解释玉米现货价格从 5 月底的 2050 元/吨上涨至 12 月 10 日的 2630 元/吨，我们认为投机需求需要被考虑在内。

图 8：包含投机需求假设下的玉米 20/21 供需平衡表（假设 2）

(单位: 万吨)	19/20 平衡表	20/21 假设 1	20/21 假设 2	假设 2 (市场假设+投机需求)
期初库存	6443	6085	6085	减产 1800 万吨 收储 2000 万吨 进口 1500 万吨
年度产量	21784	19984	19984	
政策净供给	5683	-2000	-2000	
净进口	720	1500	1500	
总供给	34630	25569	25569	谷物替代 800 万吨+100%生猪产 能恢复
饲料消费	17885	18485	18485	
深加工消费	8360	8360	8360	
其它	2300	2300	2300	
年度消费	28545	29145	29145	4 成东北新粮转向粮商
投机需求/商业库存			2900	
期末库存	6085	-3576	-6476	

数据来源：国投安信期货

图 8 考虑了牛市思维下的市场假设和投机需求下的新供需平衡表，假设 4 成东北新粮转向粮商，投机需求约有 2900 万吨，导致当前玉米价格实际反映了 6476 万吨的供需缺口。但商业库存短期可被算作需求，远期看却是供给。贸易库存需要在某一个时间点释放，何时释放将是关键。

但市场假设并非实际，图 9 显示了我们实际调研下的客观 20/21 玉米供需平衡表，我们认为全国减产仅有 1200 万吨而非 1800 万吨，收储 1000 万吨而非 2000 万吨，小麦替代 2500 万吨、其它谷物替代 1500 万吨、90%生猪产能恢复下导致饲料消费降低 4000 万吨而非增加 600 万吨。照此假设推演 20/21 年度不存在供需缺口，结余 2664 万吨玉米。

根据我们实际调研结果显示，全国减产集中在东北，其中辽宁同比减产 18%、吉林同比减产 20%、黑龙江同比减产 10%。值得注意的是辽宁、吉林的减产并非由于台风倒伏导致的而是由于前期干旱导致的，而黑龙江省由于前期长势良好、实际台风减产也不及市场 800-1000

万吨减产预期，市场过度炒作了台风带来的倒伏减产。

图 9：国投安信期货玉米 20/21 供需平衡表（假设 3）

(单位: 万吨)	19/20 平衡表	20/21 假设 1	20/21 假设 2	20/21 假设 3	假设 3 实际调研结论
期初库存	6443	6085	6085	6085	减产 1200 万吨 收储 1000 万吨 进口 2220 万吨
年度产量	21784	19984	19984	20584	
政策净供给	5683	-2000	-2000	-1000	
净进口	720	1500	1500	2220	
总供给	34630	25569	25569	27889	2500 万吨小麦+1500 万吨其 它谷物进口替代+90%生猪产 能恢复
饲料消费	17885	18485	18485	14565	
深加工消费	8360	8360	8360	8360	
其它	2300	2300	2300	2300	
年度消费	28545	29145	29145	25225	
投机需求/商业库存			2900		
期末库存	6085	-3576	-6476	2664	

数据来源：国投安信期货

我们认为未来盘面将从假设 2 变化到假设 3，问题关键在于贸易库存何时释放。只有当贸易库存释放引发的现货踩踏下跌才能引起牛市思维的终结，引发市场重新审视此前被过度炒作的利多因素和被忽略的利空因素。但由于贸易库存是卖跌不卖涨的，只有当现货首先出现下跌才能引发贸易库存止盈、止损，并释放库存。玉米现货涨跌看东北，而东北现货下跌需要首先动摇我们在摘要提及的两条主逻辑。具体看，我们认为其中需求端的疲软，产业链上下游成本转移能力的消失将是玉米下跌的导火索。

## 2.2.玉米产需结构

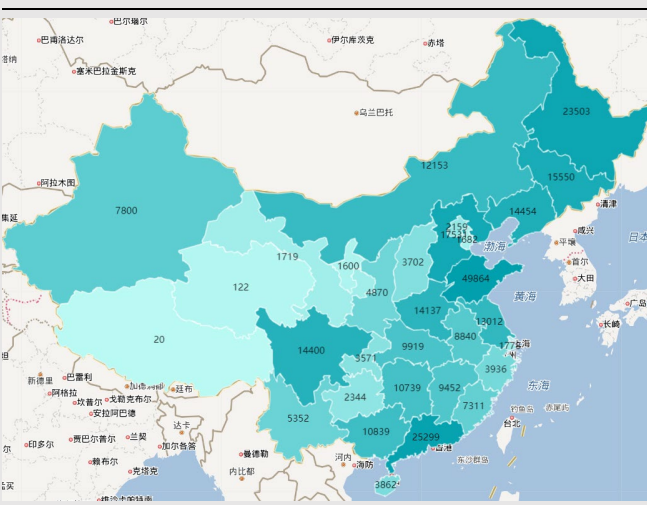
如图 10 所示，中国玉米种植较为广泛，但主要集中在东北和华北地区。如图 11 所示，中国玉米需求主要集中在东北深加工、华北深加工和南方饲料企业。

图 10：中国玉米产量分布图 (单位：千吨)



资料来源：国家粮油信息中心，国投安信期货

图 11：中国玉米需求分布图 (单位：千吨)



资料来源：国家粮油信息中心，国投安信期货

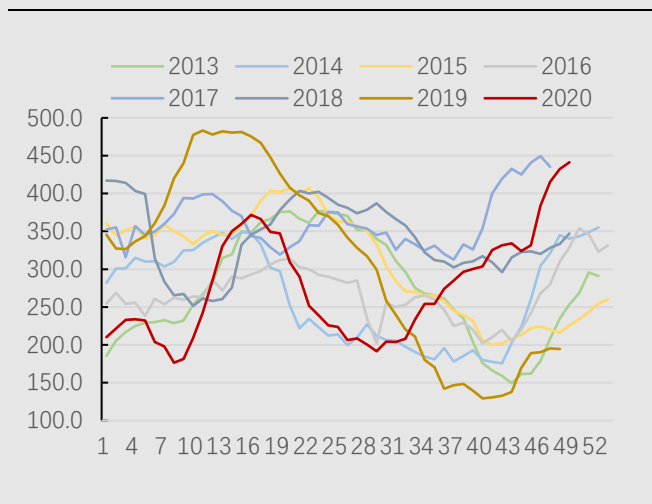
如图 12 所示，产需分布导致中国玉米供需缺口主要集中在山东、长江、两广和西南地区，既而长期形成北粮南运的局面，贸易库存过去主要集中在港口依托南北贸易生存。但今年贸易库存主要押注玉米现货价格上涨，库存集中在产地而非港口。这解释了为何供需平衡表中 2900 万吨贸易库存未体现在图 13 北方四港港口库存中。

图 12：中国玉米供需缺口分布 (单位：千吨)



资料来源：国家粮油信息中心，国投安信期货

图 13：北方四港港口库存 (单位：万吨)



资料来源：天下粮仓，国投安信期货

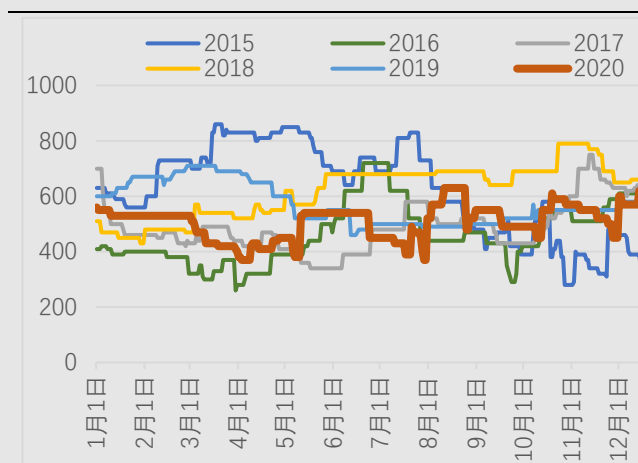
## 2.3.需求端可以成本转移但总量不足

图 14、15、16、17 分别显示了吉林和山东两地淀粉、酒精深加工企业利润空间。玉米深加工企业利润空间受益于今年下半年国内经济明显好转，淀粉深加工利润空间已从 6 月份低点的 300 元/吨上升至 12 月份的 570 元/吨以上；酒精深加工利润空间从 4 月份低点的 3550 元/吨上升至 12 月份的 4200 元/吨以上。这显示了玉米深加工行业出色的成本转移能力，但按照季节性规律分析这种成本转移能力将从 12 月份起减弱，并在春节前后迎来第一个低谷。

图 18 显示，截至 12 月 18 日，国内生猪自繁自养和外购仔猪均分别有 2000 元/头利润和 400 元/头利润，生猪玉米饲用需求对玉米价格上涨接受程度极高。但随着 12 月春节前饲料养殖企业最后一波备货行情的结束，饲用玉米 1 月份需求量将出现下滑。

图 14: 吉林: 长春 淀粉出厂、玉米进场价差

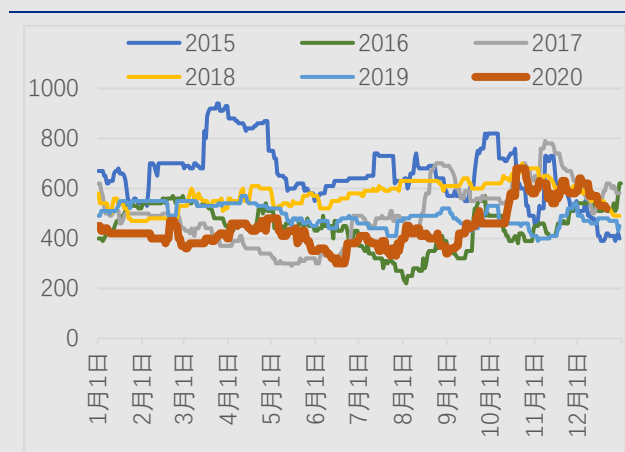
(单位: 元/吨)



资料来源: wind, 国投安信期货

图 15: 山东: 邹平 淀粉出厂、玉米进场价差

(单位: 元/吨)

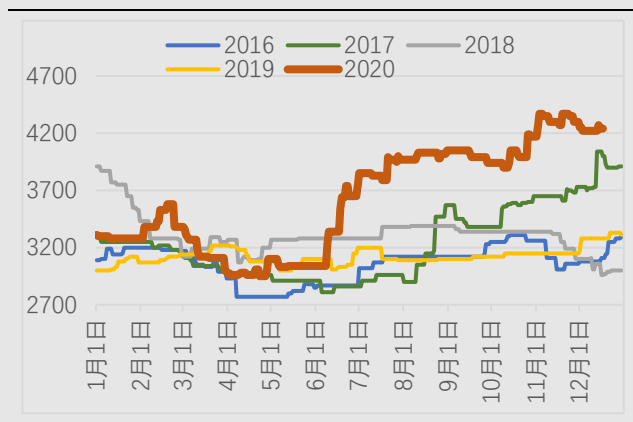


资料来源: wind, 国投安信期货



图 16: 吉林: 松原 酒精出厂、玉米进场价差

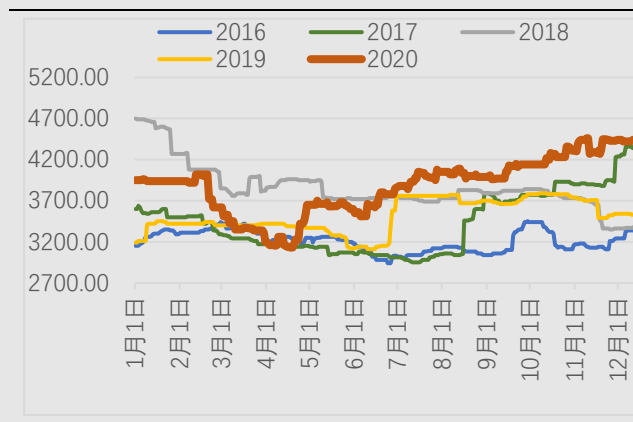
(单位: 元/吨)



资料来源: wind, 国投安信期货

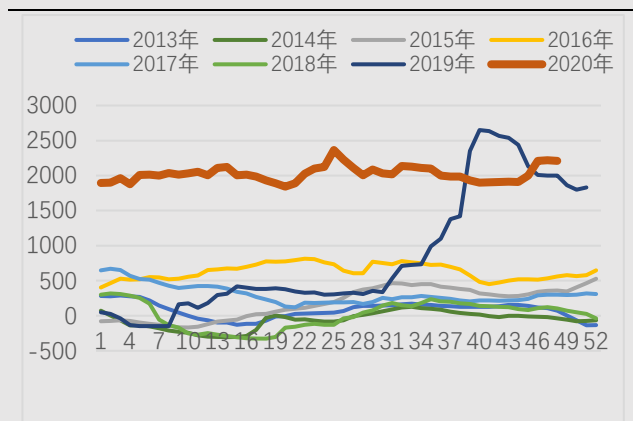
图 17: 山东: 潍坊 酒精出厂、玉米进场价差

(单位: 元/吨)



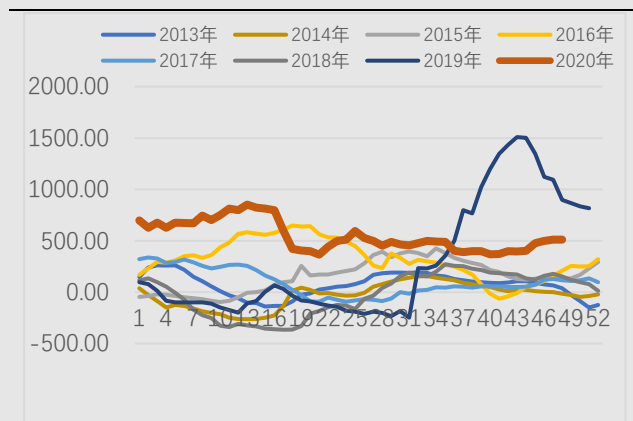
资料来源: wind, 国投安信期货

图 18: 自繁自养利润 (单位: 元/头)



资料来源: 涌益咨询, 国投安信期货

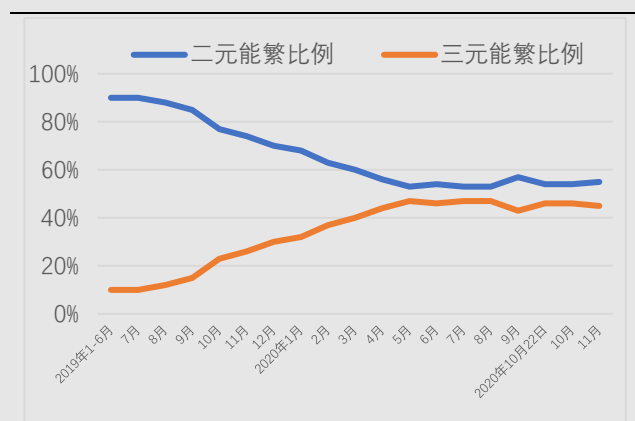
图 19: 外购仔猪利润 (单位: 元/头)



资料来源: 涌益咨询, 国投安信期货

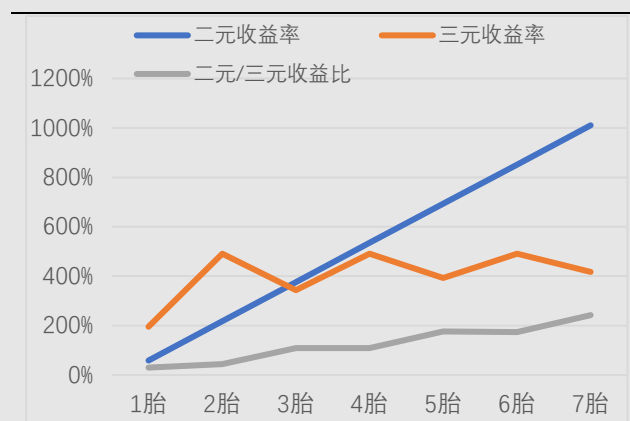
另一方面, 市场对于生猪存栏恢复带来的玉米需求增加过于乐观, 能繁快速恢复的背后是低效率、高淘汰的三元母猪大量使用。三元能繁仅能被使用 1-2 胎, 性能低 10-30%。根据图 20 所示, 截至 20 年 11 月, 三元能繁使用量占能繁总量的 45%, 远超 19 年 1-6 月的 10% 水平。

图 20：二元能繁比例和三元能繁比例（单位：%）



资料来源：涌益咨询，国投安信期货

图 21：二元、三元每胎收益率（单位：%/胎数）



资料来源：涌益咨询，国投安信期货

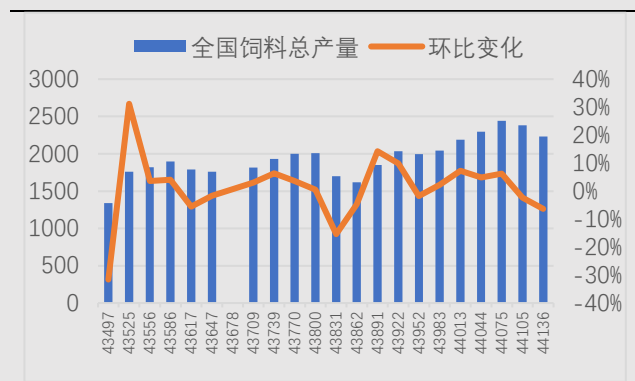
此外，根据图 21 所示，三元长期收益率仅在使用 1-2 胎的情况下高于二元收益率，长期受益要明显低于二元。但由于非瘟风险的存在，养殖企业不得不大量使用三元能繁、高补高淘规避能繁突然死亡风险，导致单只仔猪生产成本高昂。虽然短期大量使用三元能繁可以快速扩产能，产业主动去产能周期却从过去二元时代的 7 胎、3.5 年时间锐减至三元时代的 1 胎、4 个月时间。一旦未来猪价不能覆盖非瘟风险成本那么存栏增速将迅速减慢，甚至为负。市场对生猪产能恢复的过于乐观预期背后依据主要来自于两点，(1)农业农村部预计当前能繁恢复绝对量为 3950 万头 (2) 母猪料销售量恢复至过去的 8 成以上。然而依据 (1) 将后备母猪计入了能繁母猪；依据 (2) 未考虑到非瘟后行业大量使用三元能繁，高补高淘下，能繁：后备母猪比例已经从非瘟前的 9:1 变化至 6.5: 3.5，这导致由母猪料推算能繁存栏会将很大一部分配不上种的后备母猪计算在内，数值偏大。

我们按照能繁存栏恢复速度前高后低、二元三元比例缓慢上升计算，我们预计 2021 年年底生猪产能才会恢复至正产年份的 90%，2022 年下半年生猪出栏量有望恢复至往年水平。

考虑到非瘟风险成本长期存在，未来猪价难以下跌至 20 元以下，相应生猪玉米饲用需求恢复也将不及预期。其中一个直观反映就是当前饲用需求增速的放缓。根据图 22、23 所示，

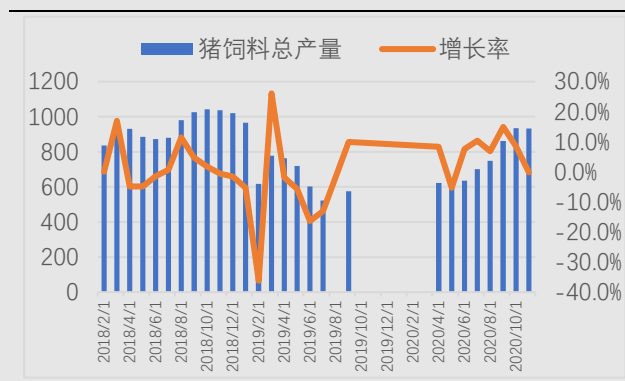
饲料总消费量增速自今年 9 月起出现下滑，11 月份饲料需求更是出现自今年 2 月份以来的首次反常下降，这主要是由于图 23 中体现的猪料增长的乏力。

图 22：全国饲料产量及变化图（单位：吨，%）



资料来源：全国饲料工业协会，国投安信期货

图 23：猪饲料总产量及变化图（单位：吨，%）



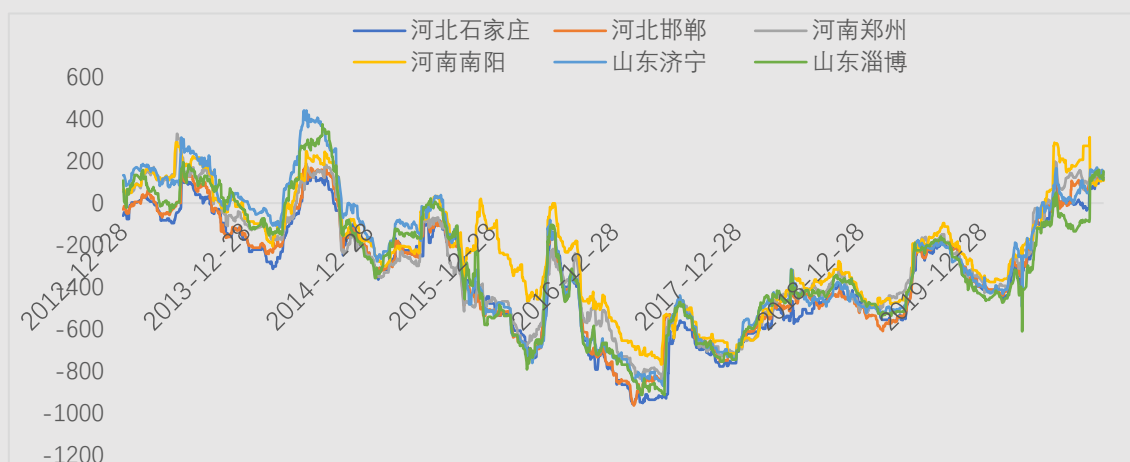
资料来源：全国饲料工业协会，国投安信期货

## 2.4.小麦替代+玉米进口总量将超预期

如图 24 所示，小麦猪料替代价值峰值出现在今年 7 月底和 11 月中旬，按照过往经验推测小麦替代价值回归需要 3-6 个月时间，未来小麦替代总量还有一定发展空间。按照仅有生猪规模养殖企业进行小麦替代，90%生猪产能恢复下，保守估计仅华北有替代价值区域小麦猪料替代就高达 1600 万吨叠加禽料总计 2500 万吨。此外，截至 2020 年 9 月份生猪集团养殖比例已经从非瘟前的不足 10%提升至 70%。不同于中小养殖户预混料+豆粕+玉米模式对玉米依赖性高，大集团养殖多采用全价料形式，主动变动饲料配方下，小麦替代潜能被市场低估。

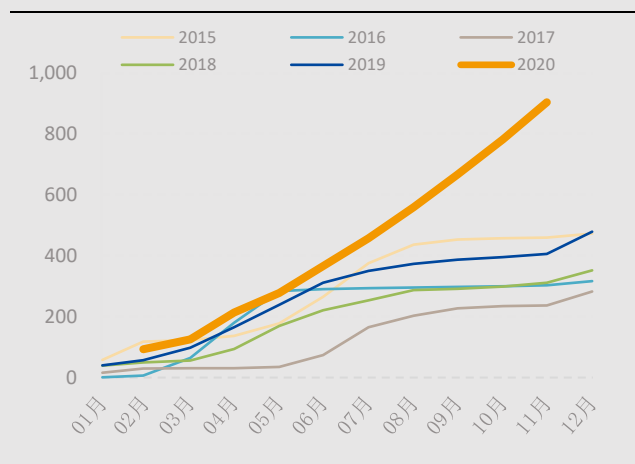
当前国内小麦库存粗略估计约有 1.2 亿吨以上，小麦主产区位于华北平原，小麦替代也主要发生在华北地区，一旦未来小麦替代价值足够覆盖附近省份运费，小麦替代量将进一步扩大。玉米涨价上方存在小麦价格弹性天花板。

图 24：小麦替代价值 (单位：元/吨)



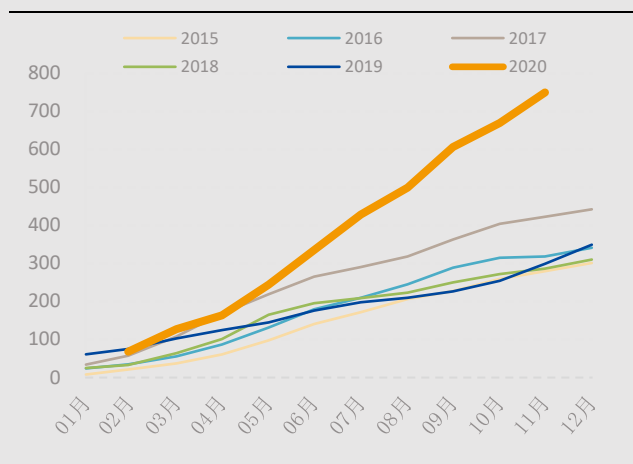
资料来源：wind, 国投安信期货

图 25：玉米进口到港量 (单位：吨)



资料来源：wind, 国投安信期货

图 26：小麦进口到港量 (单位：吨)



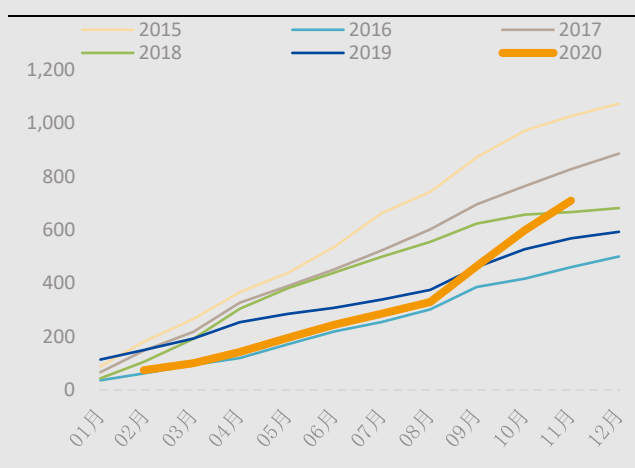
资料来源：wind, 国投安信期货

玉米进口方面，如图 25 所示，截至 10 月 31 日，海关数据显示 2020 年国内玉米进口到港 782 万吨，已经超过全年 720 万吨玉米配额。截至 11 月 24 日 USDA 数据显示美国 20/21 对华已销售玉米 1118 万吨，销往未知目的地 620 万吨。不考虑以饲料形式进口玉米，我们预计 20/21 国内正常进口量约为 2220 万吨远超往年同期。随着进口玉米的不断到港销往南方

饲料企业，我们预计南北港倒挂现象将继续持续，北方贸易库存难以顺价南运。

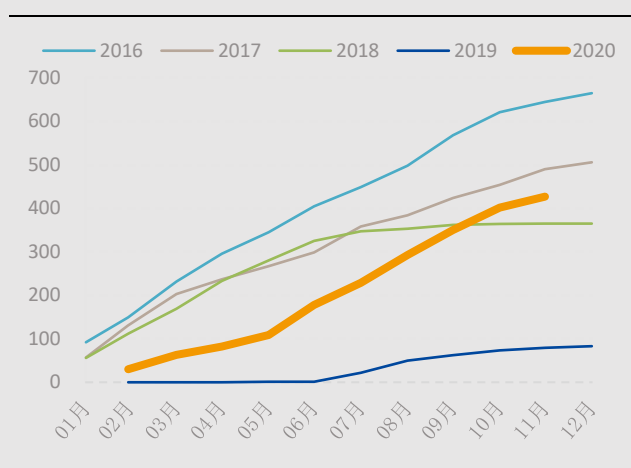
如图 26 所示，截至 10 月 31 日，小麦进口量为 669 万吨，远超往年同期最多 400 万吨水平。如图 27、28 所示，其它谷物如大麦、高粱进口量基本符合往年进度，预计不会对南港玉米价格构成压力。

27：大麦进口到港量（单位：吨）



资料来源：wind，国投安信期货

图 28：高粱进口到港量（单位：吨）



资料来源：wind，国投安信期货

## 3. 策略展望

### 3.1. 短期多空交织，玉米现货震荡偏弱

当前政策有效打击了贸易商使用国企资金进行杠杆售粮现象，这动摇了东北现货易涨难跌逻辑判断中的重要假设，既东北商业投机需求可以覆盖短期东北新粮上市带来的供给端增量。随着新粮的进一步上市，东北现货价格将会承压。但同时，我们也应看到（1）深加工仍处于补库周期最后阶段（2）当前国内经济恢复良好，玉米产业链上下游成本传导能力边际走弱，但仍保持顺畅（3）考虑到当前东北售粮进度已经超过 50%且有一部分粮源一定留在年后再卖，年前新粮继续放量空间较为有限。我们判断在未来短期内，东北玉米现货价格将保持震荡，现货价格大跌的可能性极低，现货下跌的幅度不足以打破贸易商心理防线。建议短期震荡操作为主。



### 3.2.春节前后玉米需求端的疲软或将引发大跌

中国人习惯备年货，春节前会透支节后的消费，这导致节后玉米深加工产品以及肉类消费均处于季节性低谷。

一方面，根据图 5 可以发现，按照季节性规律，1 月上旬东北深加工会进行最后一轮补库，其库存将在 1 月中旬达到峰值随后一直下降至 3 月中旬。另一方面，养殖企业会在春节前集中出栏把握春节行情，这导致饲料需求在 11 月、12 月达到年内峰值并于 1 月、2 月达到低谷。

这意味着玉米上下游成本传导能力将从 12 月底开始逐渐边际减弱直至春节后。随着春节后天气转暖，天气不利低趴粮存储，在投机需求被抑制后，深加工成本转移能力的减弱意味着，盘面的利多消息、上涨无法转换为现货支撑，反之任何利空消息都将通过需求端的疲软、压价引发产区现货价格的下跌，农户节后售粮带来的供给端增量引起的现货下跌或将成为第一个诱因。

按照当前政府态度看，政策消息的释放大概率偏空。如果这轮下跌能够击穿贸易商心理止损防线，那么东北高达 2000 万吨以上的投机库存互相踩踏、释放将引发玉米现货市场雪崩式下跌。预计这一下跌过程中淀粉跌幅将大于玉米，建议空头在 21 年 1 月中下旬建立相应空头仓位。

如果此轮春节前后，需求端疲软引发的现货下跌并未击破东北投机库存心理防线，那么随着 5 月玉米产业链下游需求的再度回暖、玉米上下游成本转移能力主逻辑的重新建立，明年 5 月至 9 月青黄不接，商业库存替代临储下，玉米盘面还将面临新一轮炒作上涨。

### 3.3.有限度的市场化利于玉米长期保持强势

一方面，国家发展改革委于 2020 年 9 月 17 日宣布保持 2021 年玉米配额 720 万吨（60% 国营配额）和小麦 963.6 万吨（90% 国营配额）不变。这意味着国内、国外玉米供需平衡表联动依然有限。

另一方面，随着玉米临储的消失，未来玉米市场正式进入有限度的市场化。这意味着未来玉米市场一旦出现供需缺口预期，玉米低消费弹性特性极易被投机资金炒作创造巨额涨幅；反之如果玉米市场出现供需过剩现象，临储的消失也不意味着国家不会出手保护农民利益。未来玉米市场收益率分布将形成一个左侧有保护，右侧长尾的优质投资品种。这有利于玉米品种长期保持强势。

此外，临储的消失也意味着部分缺乏资金实力建库的东北深加工企业和不具备建库条件的山东深加工企业将在每年 6-9 月面临亏损、破产的风险。当前玉米深加工产能过剩的局面将逐年改善。

### 3.4. 风险因素

以上判断并未将以下可能出现的情况纳入考量：（1）国家继续扩大以特殊配额形式的玉米进口（2）国家未对以饲料形式通过自贸区进口的玉米采取禁止措施（3）非洲猪瘟疫苗大试成功，对能繁母猪形成有效保护且不影响其繁育性能（4）国家取消 DDGS 双反

## 【免责声明】

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为国投安信期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

### 国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路 1 号高新大厦 9 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

