



玉米、淀粉：需求不再如初见 供应变化引波动

——2021 年玉米及淀粉市场回顾和 2022 年展望

方正中期期货研究院 侯芝芳

主要观点与操作策略

玉米：2021 年玉米期价呈现区间波动，下游消费量维持高位构成其下方支撑，不过在小麦以及其他谷物的高替代打破了其季节性波动规律，叠加新季玉米丰产接力施压，整体价格表现为前高后低的走势。2022 年玉米市场供应端来看，旧季丰产奠定 2-4 月市场压力，新季产量兑现路径影响 4-9 月市场预期，进口作为相对变量拉升价格的波动；需求端来看，市场的主要推动力依然是生猪产能的变化节奏。基于当前预期来看，玉米市场 2022 年上半年供应偏紧的矛盾比较突出，其中影响相对较大时点集聚在 5 月份，因此对于 2205 合约整体维持重心上移的判断，不过节后售粮压力以及政策性稻谷投放也很有可能对其价格运行节奏形成拖累，目前对于 2205 合约整体维持 2600-3000 区间判断。操作方面建议下游养殖企业关注低位区间的买保机会。

淀粉：市场相对变化量有限，其价格波动的主要是围绕成本玉米与下游消费展开。2021 年玉米淀粉市场依然是成本端影响大于消费端，整体呈现价格被动跟涨，消费下滑的变化，四季度能耗双控使得其市场出现了阶段性供需错配，利润的快速回升拉长了其供应的持续节奏。2022 年玉米淀粉市场来看，消费端仍然缺乏有效增长驱动，整体依然是成本与需求的博弈，成本端构成其下方支撑，不过需求端乏力也构成其上方压力，目前对于 2022 年玉米淀粉价格整体维持区间波动判断，关注其阶段性需求变化。目前对于玉米淀粉 2205 合约维持 2950-3300 区间判断。操作方面建议上游企业关注高位区间的卖保机会。

目录

第一部分 长期走势与 2021 年行情总结	3
一、玉米期货行情总结	3
二、淀粉期货行情总结	6
三、现货行情总结	7
第二部分 玉米市场基本面分析	8
一、供给市场分析	8
二、需求市场分析	12
三、玉米市场供需平衡表	18
第三部分 玉米淀粉市场基本面分析	19
一、供给市场分析	19
二、需求市场分析	20
三、淀粉行业供需平衡表	21
第四部分 玉米期权市场分析及操作策略	21
一、玉米期权市场情况	21
二、期权操作策略	23
第五部分 套利机会分析	23
一、跨品种套利	23
二、玉米跨期套利	24
第六部分 季节性分析与展望	25
一、玉米指数价格季节性分析	25
二、玉米淀粉指数价格季节性分析	26
三、玉米市场观点总结以及期货操作建议	27
四、玉米淀粉市场观点总结以及期货操作建议	28
第七部分 相关股票涨跌幅	29

第一部分 长期走势与 2021 年行情总结

一、玉米期货行情总结

(一) 长期历史回顾

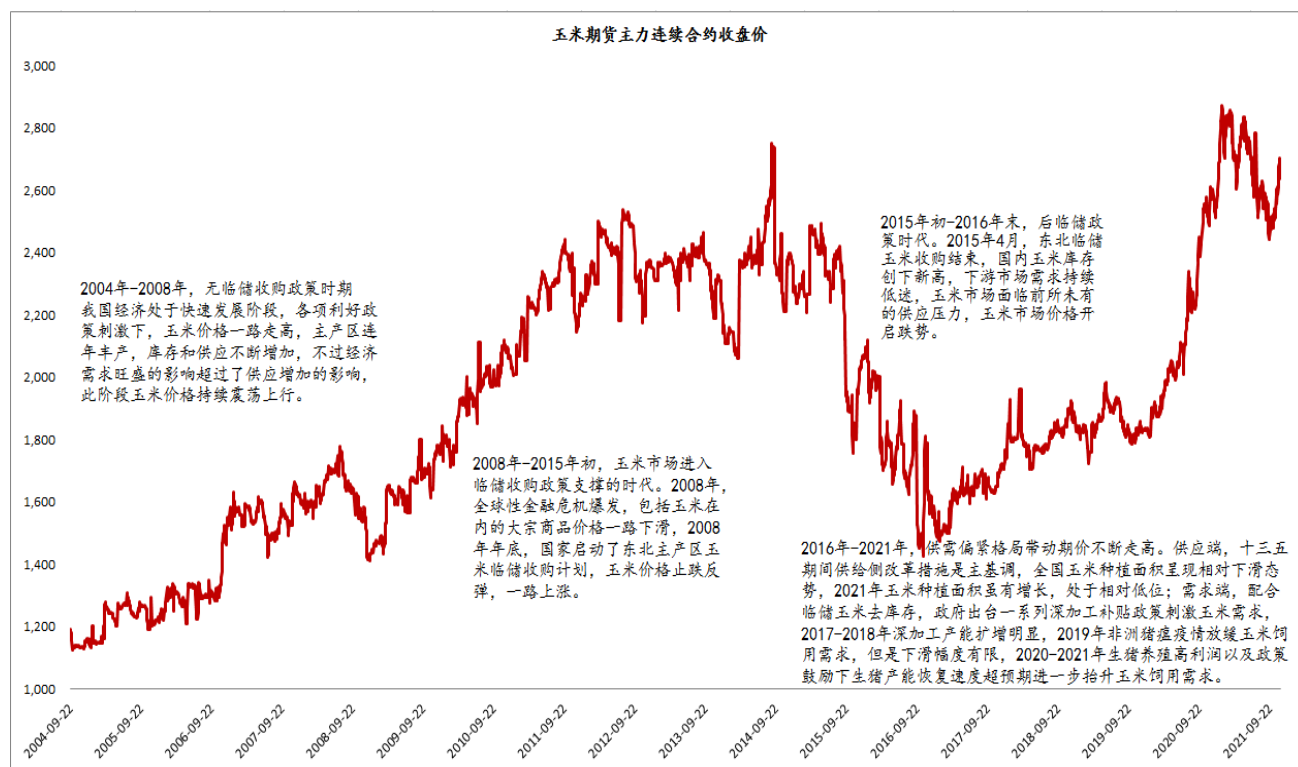


图1 大商所玉米期货行情长期回顾

资料来源：wind，方正中期研究院整理

2004年9月22日，玉米期货品种在大连商品交易所上市，开启了玉米期货在我国的风雨历程。玉米期货一直是我国农产品期货的主要品种，其价格行情反映了我国玉米现货的供需行情及现货市场的政策变迁，具有较强的借鉴和参考价值。在玉米期货运行的14年中，我们将玉米期货走势分为四个阶段，在三阶段以后我们同时分析玉米淀粉期货走势：

第一个阶段，2004年-2008年，无临储收购政策时期。在实施临储收购政策前，我国经济处于快速发展阶段，各行各业迅速发展，各项经济指标一路走高，物价持续上涨，中央及各地方政府给与各部门经济强大的政策支持。农业方面，2004年5月23日，国务院下发《关于进一步深化粮食流通体制改革的意见》，提出“开放收购市场，直接补贴粮农，转化企业机制，维护市场秩序，加强宏观调控”的思路，初步构成了我国现行的粮食（包括玉米）政策框架体系。2006年，中央政府决定取消农业税，极大提高了农户的生产积极性。在各项利好的刺激下，玉米价格一路走高，主产区连年丰产，库存和供应不断增加，不过，在经济需求较为旺盛

的时期，玉米市场供需矛盾并不凸显。此阶段玉米价格持续震荡上行，不断创出历史新高，国内玉米市场行情与国外市场行情存在较大的相关性。

第二个阶段，2008年-2015年初，玉米市场进入临储收购政策支撑的时代。2008年，全球性金融危机爆发，中国经济受到波及，在以投资为支撑的经济增长模式下，产能过剩的危机逐步显现，大宗商品价格一路下滑，国家停止了玉米国储拍卖，但仍无法阻止玉米价格的下跌趋势。2008年年底，国家启动了东北主产区玉米临储收购计划，首期收购量达4000万吨，同时，在2009年4万亿经济刺激计划的带动下，玉米价格止跌反弹，一路上涨，2011年玉米指数创下2400元/吨的历史新高。2011年后，我国宏观经济发展再次出现放缓迹象，大宗商品市场进入熊市，多数商品价格承压下行。但是，玉米价格在临储政策支持下获得支撑，玉米指数在2000元/吨以上的区域维持高位震荡。在此阶段，玉米市场显著受到临储收购政策的支撑，在供给面宽松、需求面逐步低迷的情况下，价格依然维持在高位，关内关外玉米价格市场出现倒挂现象，政策面成为影响玉米市场行情的主要因素，而从2012年以后，国内玉米市场与国外玉米市场逐步出现分化，连玉米与美玉米相关性降低。

第三个阶段，2015年初-2016年末，后临储政策时代。2015年4月，2014/2015年度东北临储玉米收购结束，国内玉米库存创下新高，下游市场需求持续低迷，玉米市场面临前所未有的供应压力，玉米市场价格跌势开启。11月份临储收购启动后，玉米期货指数出现小幅反弹，此阶段，政策定价逐步向市场妥协，东北+港口的定价体系逐步被市场弱化，市场定价的比重将逐步上升，政策对玉米价格的支撑有效性将进一步弱化。2016年3月底，国家发改委宣布，我国从今年起将取消东北临储玉米收购政策，开始施行“价格市场化，价补分离”新机制，玉米市场供需矛盾尖锐，玉米指数从2015年初的2500元/吨跌至2016年9月末的1400元/吨，跌幅达44%，玉米价格回落至2008年的水平。

第四个阶段，2016年-2021年，供需偏紧格局带动期价不断走高。供应端，十三五期间供给侧改革措施是主基调，全国玉米种植面积呈现相对下滑态势，2021年玉米种植面积虽有增长，处于相对低位；需求端，配合临储玉米去库存，政府出台一系列深加工补贴政策刺激玉米需求，2017-2018年深加工产能扩增明显，2019年非洲猪瘟疫情放缓玉米饲用需求，但是下滑幅度有限，2020-2021年生猪养殖高利润以及政策鼓励下生猪产能恢复速度超预期进一步抬升玉米饲用需求。

(二) 2021 年行情总结

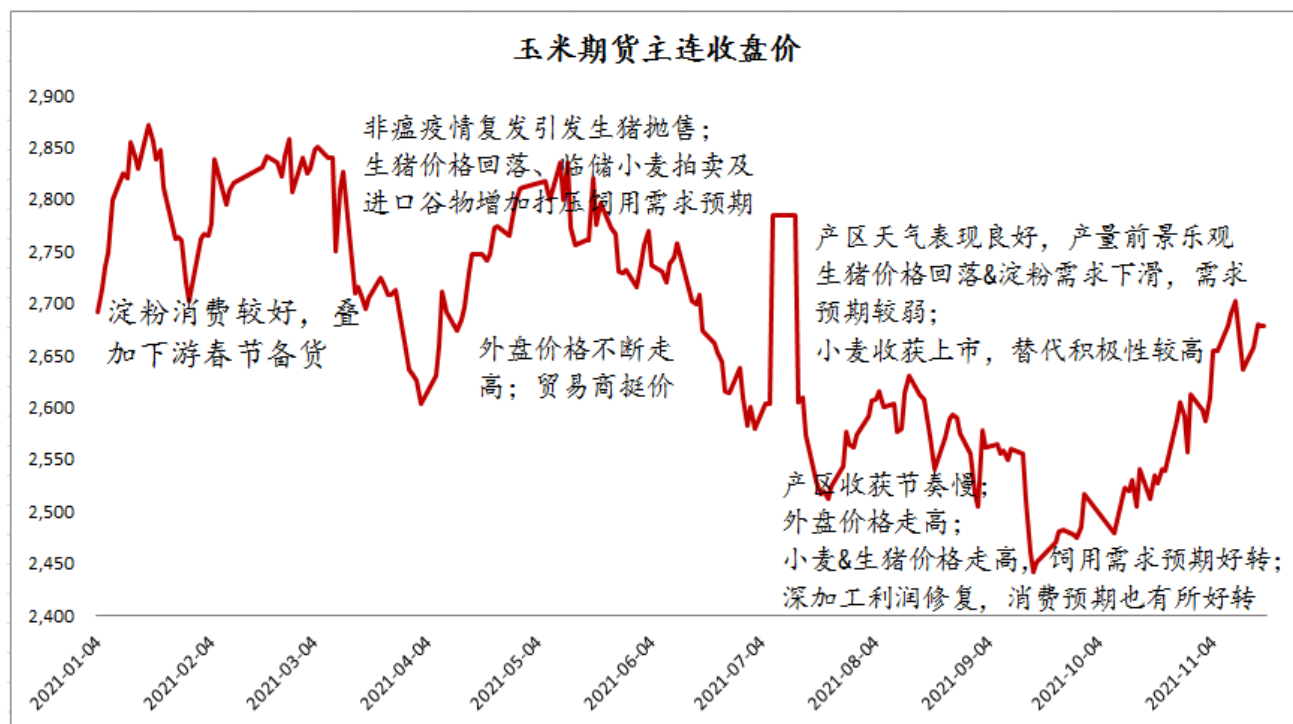


图2 大商所玉米期货行情短期回顾

资料来源：wind，方正中期研究院整理

2021 年玉米期价整体呈现高位震荡走势。1-2 月份玉米期货价格延续了四季度的上冲波动，主要支撑因子包括两个方面，一是淀粉消费亮眼，提振玉米工业消费，支撑玉米价格；二是春节前下游备货使得需求支撑有所接力。3 月份玉米期货价格出现一定幅度的回落，前期备货所形成的良好需求景象消失，非瘟疫情复发以及其他谷物替代所形成的需求弱势景象显现，基层农户以及部分贸易商受情绪带动，出货意愿增加，带动价格下滑。4 月份玉米期货价格出现了低位回升波动，主要受外盘玉米价格上涨所带动，外盘玉米价格的上涨必然会带动进口谷物价格的上移，玉米市场供需相对缺口效应显现，贸易商挺价信心抬升，带动玉米期价大幅上涨。5-9 月份，玉米期货价格呈现高位回落走势，国内小麦的集中上市叠加价格优势，有效的补充当前市场饲用粮的供应，玉米阶段性消费再次受到挤压，此外进口玉米拍卖、定向小麦、稻谷销售的信息不断，进一步削弱饲用需求预期，同时淀粉需求出现转弱迹象叠加新季玉米产量前景乐观，贸易商的持粮信心明显不足，集中出货进一步削弱市场看涨情绪，带动玉米期货价格回落。9-11 月，玉米期价呈现低位回升态势，主要支撑因子包括四个方面，一是产区遭遇阴雨天气，收获进度偏慢；二是外盘玉米价格低位有所回升；三是小麦价格持续走高，其对玉米替代下滑，同时生猪价格回升提振养殖预期，玉米饲用消费好于预期；四是玉米淀粉与酒

精的价格回升，修复深加工企业利润，玉米工业消费好于预期，多重利多因素带动玉米期价低位回升。

二、淀粉期货行情总结

（一）长期历史回顾



图3 大商所淀粉期货行情长期回顾

资料来源：wind，方正中期研究院整理

由于淀粉是由玉米直接简单加工而成，除加工费等固定成本以外，主要成本变动来自于玉米价格变动。因此淀粉价格走势与玉米价格走势具有较高的相关性。

第一阶段，2014年12月19日淀粉期货在大商所正式挂牌上市。随后的两年间正值玉米后临储政策时代，淀粉期价随玉米期价大幅下跌。2015年4月，东北临储玉米收购结束，国内玉米库存创下新高，下游市场需求持续低迷，玉米市场面临前所未有的供应压力，玉米价格的回落带动淀粉价格大幅下跌。

第二阶段，2016年底至2018年底。国家玉米供给侧政策引导下，玉米市场逐步由供需宽松转向供应偏紧。政府出台一系列深加工补贴政策刺激玉米需求，玉米市场逐步出现供需缺口，玉米价格上涨带动淀粉价格筑底反弹。

第三阶段，2018年下半年-2019年，非洲猪瘟导致玉米市场供需缺口缩小，玉米价格对淀粉价格的向上带动作用变小，再加上淀粉替代品以及高库存的影响，淀粉价格走出宽幅震荡行情。

第四阶段，2020-2021 年，原料玉米价格在供应偏紧预期下，大幅上涨，利润驱动带动玉米淀粉期价上涨，同时下游需求表现良好，整体价格呈现相对偏强波动。

（二）短期历史回顾

2021 年玉米淀粉期价呈现宽幅震荡走势。1-2 月玉米淀粉期货价格同样延续四季度的涨势，主要支撑因子包括两个方面，一是原料玉米价格上涨为其提供基础，二是需求同比表现较好，叠加节前备货，带动了企业的涨价信心，现货价格的大幅拉涨带动期货价格上扬。3-8 月，玉米淀粉期货价格呈现高位回落走势，节日备货过后，下游需求有所收敛，同时下游对高价的抵触情绪较强，整体需求出现转弱迹象，此时成本端玉米价格出现回落，玉米淀粉期价跟随下滑。9-11 月，玉米淀粉期价呈现低位上涨走势，主产区能耗双控政策影响下，上游开机节奏恢复不及预期，此时，下游又进入季节性消费旺季，缺货忧虑引发下游集中采购，供应偏紧预期带动玉米淀粉现货价格上涨，同时成本端玉米价格的上扬进一步提振市场利多情绪，带动期价大幅上涨。



图 4 大商所淀粉期货行情短期回顾

资料来源：wind，方正中期研究院整理

三、现货行情总结

国内玉米现货价格呈现区间震荡走势。截止 11 月底，全国玉米平均价格为 2713 元/吨，较 1 月初（1 月 4 日）2654 元/吨上涨 59 元/吨，涨幅 2.22%，较去年同期 2508 元/吨上涨 205

元/吨，同比涨幅 8.17%。其中，吉林长春 11 月中旬玉米价格为 2510 元/吨，较 1 月初的 2680 元/吨下跌 170 元/吨；黑龙江哈尔滨 11 月中旬玉米价格为 2520 元/吨，较 1 月初的 2620 元/吨下跌 100 元/吨；辽宁大连 11 月中旬玉米价格为 2610 元/吨，较 1 月初的 2695 元/吨下跌 85 元/吨；山东青岛 11 月中旬玉米价格为 2775 元/吨，较 1 月初的 2600 元/吨上涨 175 元/吨；广东蛇口 11 月中旬玉米现货价格为 2890 元/吨，较 1 月初的 2780 元/吨上涨 110 元/吨。

国内玉米淀粉现货价格呈现先抑后扬走势。截止 11 月底，全国玉米淀粉均价为 3480 元/吨，较 1 月初（1 月 4 日）的 3124 元/吨上涨 356 元/吨，涨幅 11.4%，较去年同期的 3058 元/吨上涨 422 元/吨，涨幅 13.8%。其中，黑龙江青冈地区 11 月中旬玉米淀粉价格为 3480 元/吨，较 1 月初的 3000 元/吨上涨 480 元/吨；山东诸城地区 11 月中旬玉米淀粉价格为 3720 元/吨，较 1 月初的 3220 元/吨上涨 500 元/吨；河北宁晋 11 月中旬玉米淀粉价格为 3700 元/吨，较 1 月初的 3200 元/吨上涨 500 元/吨；吉林长春 11 月中旬玉米淀粉价格为 3600 元/吨，较 1 月初的 3050 元/吨上涨 550 元/吨。

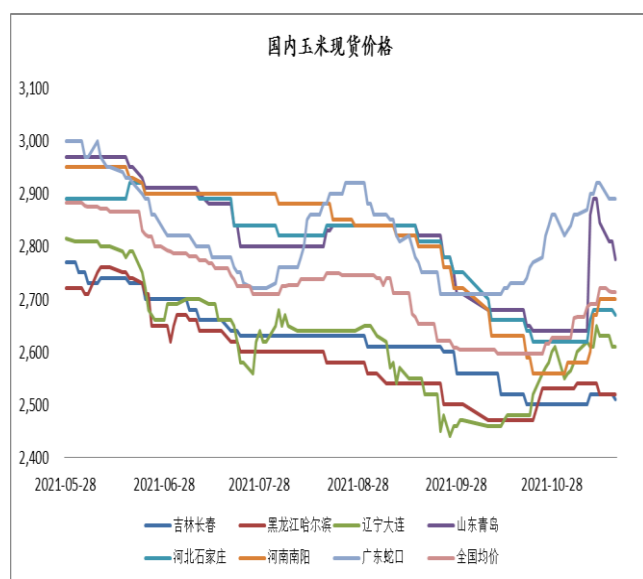


图 5 全国主要地区玉米现货价格（元/吨）

资料来源：wind，方正中期研究院整理

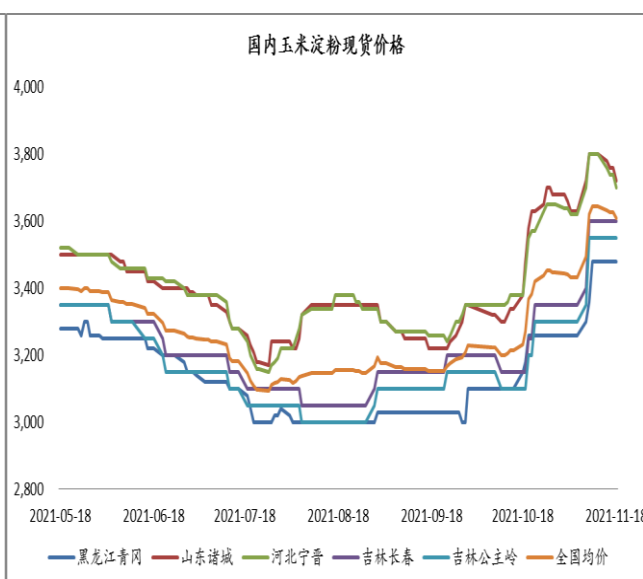


图 6 全国主要地区玉米淀粉出厂报价（元/吨）

资料来源：wind，方正中期研究院整理

第二部分 玉米市场基本面分析

一、供给市场分析

（一）上游销售节奏影响阶段性供应

2021/22 年度产量落定，年度基础供应量确定，不过市场阶段性的有效供应取决于上游的释放节奏。2021 年产量的预估情况来看，各个机构的绝对量存在一定的差异，农业农村部的预估值为 2.71 亿吨，中国汇易网的预估值为 2.71 亿吨，钢联农产品的预估值为 2.56 亿吨，不过同比变化量存在一定共性，农业农村部数据显示 2021 年全国玉米的同比增量为 1029 万吨，中国汇易网的同比增量为 1197 万吨，钢联农产品的同比增量为 1725 万吨，这三个机构都维持同比变化量增长的预估，增幅都在 1000 万吨以上，也就是说本年度玉米基础供应量同比有所增长。今年玉米收获期遭遇阴雨天气，收获推进慢于往年，与之相对应的销售进度也慢于往年，钢联农产品的信息显示，截至 12 月 2 日，黑龙江省的售粮进度为 30%，去年同期为 25%，吉林省的售粮进度为 13%，去年同期为 24%，辽宁省的售粮进度为 26%，去年同期为 42%，内蒙古售粮进度为 23%，去年同期为 30%，河北省售粮进度为 13%，去年同期为 29%，山东省的售粮进度为 19%，去年同期为 28%，河南省的售粮进度为 23%，去年同期为 32%。参照以往的数据来看，玉米销售一般存在两个高峰，一是 1 月中旬以前，二是 2 月下旬-3 月中旬，主要是春节假期使得销售有所中断，针对今年的情况来看，前期的慢节奏很有可能导致压力后移。

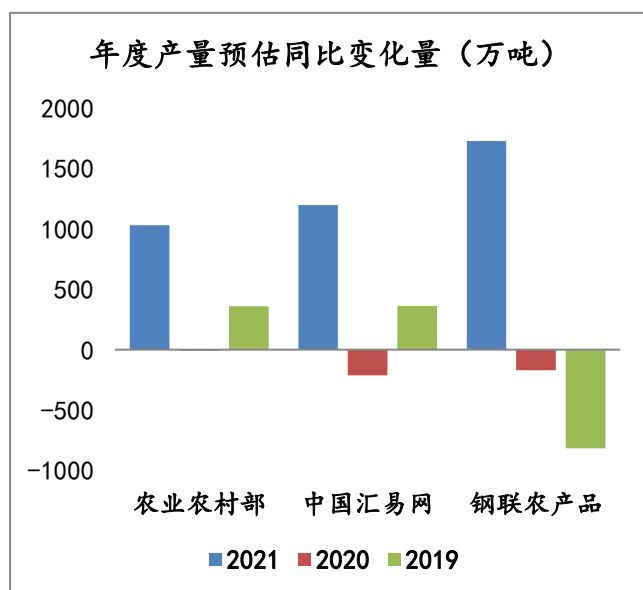


图7 年度产量预估同比变化量
资料来源：方正中期研究院整理

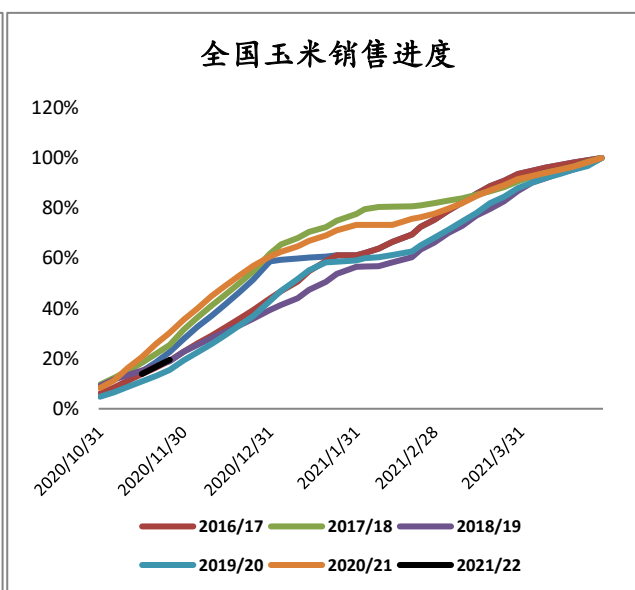


图8 全国玉米销售进度
资料来源：国家粮油信息中心，方正中期研究院整理

（二）生长期天气变化依然是产量的主要扰动因子

2022 年玉米种植面积变动幅度仍然有限，天气波动依然是产量的决定因子。种植面积角度来看，竞争边际依然与大豆的博弈，博弈点主要包括政策和种植收益两个方面。政策角度来看，十三五期间玉米供给侧改革政策取得了较好的成效，期间大豆种植面积有所回升，玉米种

种植面积有所下降，不过也出现了新的问题，临储玉米库存退出叠加国内庞大需求，使得市场对于国内玉米产量的依赖度增强，2021 年开始政策角度也出现了微妙的变化，东北各地区对于玉米的生产者补贴力度有所增加，2022 年来看，玉米市场的供需错配矛盾仍在，因此预期政策角度对于玉米种植面积预期延续稳定回升的倾向。种植收益主要考虑两个方面，一个是直接的种植利润，二是相关的种植补贴。种植利润情况来看，我们以黑龙江地区大豆/玉米比价作为参考指标，目前其已经回升到高位区间，以去年为参照的话，玉米相对种植优势有所下滑；种植补贴角度来看，虽然说 2021 年玉米种植补贴有所提高，但是仍然与大豆种植补贴存在较大的差值，2021 年黑龙江大豆的生产者补贴为 248 元/亩，玉米的生产者补贴为 68 元/亩，补贴端对玉米种植面积的提升推动也比较有限，综合大豆/玉米比价以及补贴来看，大豆的相对优势仍在，因此 2022 年玉米种植面积进一步提升力度仍然较为有限，天气波动依然是 2022 年玉米产量兑现的关键因子。

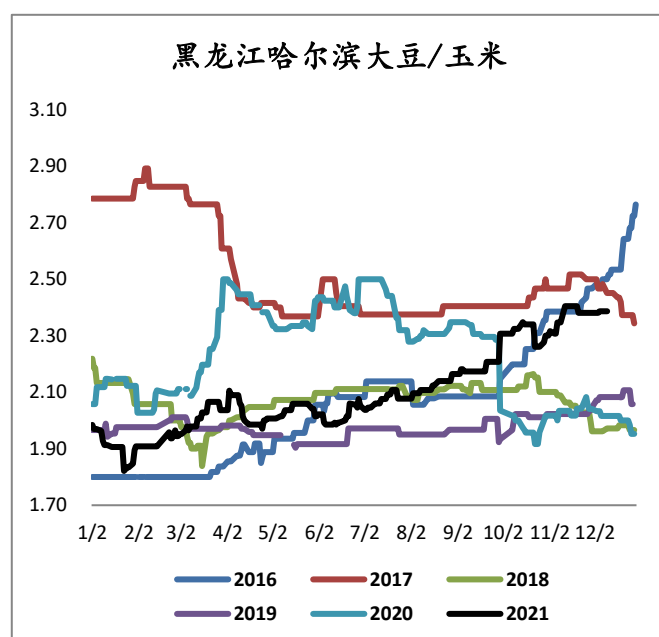


图9 黑龙江哈尔滨大豆/玉米
资料来源：同花顺，方正中期研究院整理

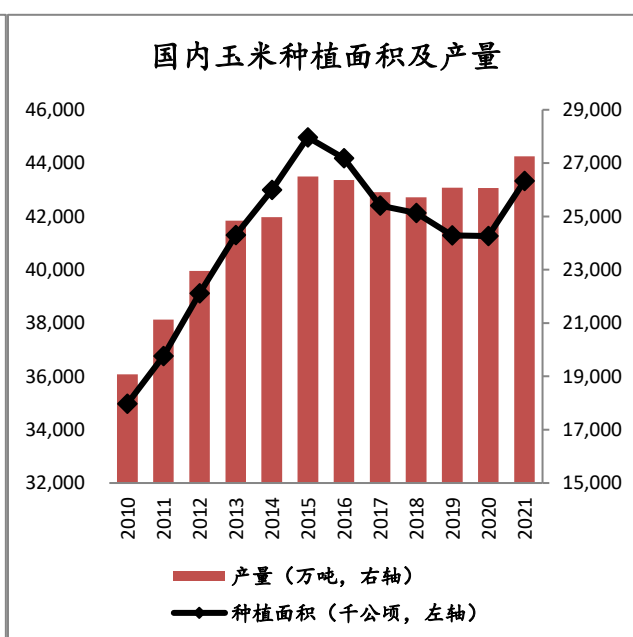


图10 国内玉米种植面积及产量
资料来源：国家统计局，方正中期研究院整理

（三）进口端对于国内供应市场的影响不容忽视

2021/22 年度国内玉米进口量将继续维持较高水平。各个机构对于 2021/22 年度玉米进口量维持 2000-3000 万吨的预估，相当于国内产量的 10%左右的水平，也就是说进口量对于国内相对供应量有着重要的影响，同样也表明外盘 CBOT 玉米价格波动对于国内玉米价格是有一定的传导力的。传导力度主要取决于两个方面，一是进口兑现情况，二是国内下游需求变化。这里我们主要分析一下进口兑现情况以及可能的兑现过程，我国玉米进口来源国主要是美国 and 乌

克兰，根据海关总署的数据显示，2021年1-10月玉米累计进口量为2623万吨，其中美国的占比为71.95%，乌克兰的占比为27.71%，可以看美国和乌克兰的占比为99%，对于2021/22年度来看，美国与乌克兰玉米已经收获完毕，整体表现为丰产，量的角度增加了进口兑现的可能性，当下的销售进度来看，USDA出口销售周报显示，截至12月2日，2021/22年度美玉米对中国的累计销售量为1221万吨，也就意味着当前整体采购水平已经向2000-3000万吨靠拢，不过当周美玉米对中国的累计装船量为140万吨，装船进度为11.5%，那么也就意味着进口成本的不确定性对国内的相对影响仍在。

进口成本角度来看，我们认为相对变化量主要在于三个方面，一是南美产量的兑现情况，二是下一年度玉米产量预期，包括种植面积变化以及天气波动情况；三是能源价格波动对美国燃料乙醇以及乌克兰玉米成本的影响。整体来看，当前进口端影响因子偏利多，CBOT玉米价格预期呈现震荡回升的波动。

南美产量预期来看，USDA12月报告中预估巴西玉米产量为1.18亿吨，同比增加3100万吨，阿根廷玉米产量预估为5450万吨，同比增加400万吨，巴西二季玉米为其玉米产量的主力军，其种植期相对靠后，拉长了天气扰动对于巴西玉米产量的影响，目前来看，拉尼娜气候的扰动仍在，NOAA最新的报告显示，拉尼娜大概率会持续到2022年的春季，60%的概率在4-6月转为中性，也就是说此次拉尼娜可能还是会贯穿巴西玉米的生长期，增加了巴西玉米产量兑现的不确定性。

下一年度玉米产量预期来看，全球化肥价格的上涨对玉米的种植意愿以及单产预期产生了较大扰动，我们看到目前已有多个机构预估2022年美玉米种植面积下滑，美国农业部11月份预测2022年美国玉米种植面积将从2021年的9330万英亩降至9200万英亩，种植面积以及生产投入预期下滑很有可能会拉升外围市场利多因素的持续性。

美玉米需求角度来看，其国内的需求主要是燃料乙醇的消费，原油价格高位提振了燃料乙醇的利润率，对其国内消费形成了重要支撑，而其出口需求来看，2021年推动主要是来自中国的增量，而结合目前中国的进口目标以及采购情况来看，进一步提升动力有所减弱，不过2021年巴西玉米减产拉长了其销售周期，因此其出口端依然倾向于有支撑，因此后期需求的兑现主要关注原油价格的波动以及EPA燃料乙醇政策的变化。

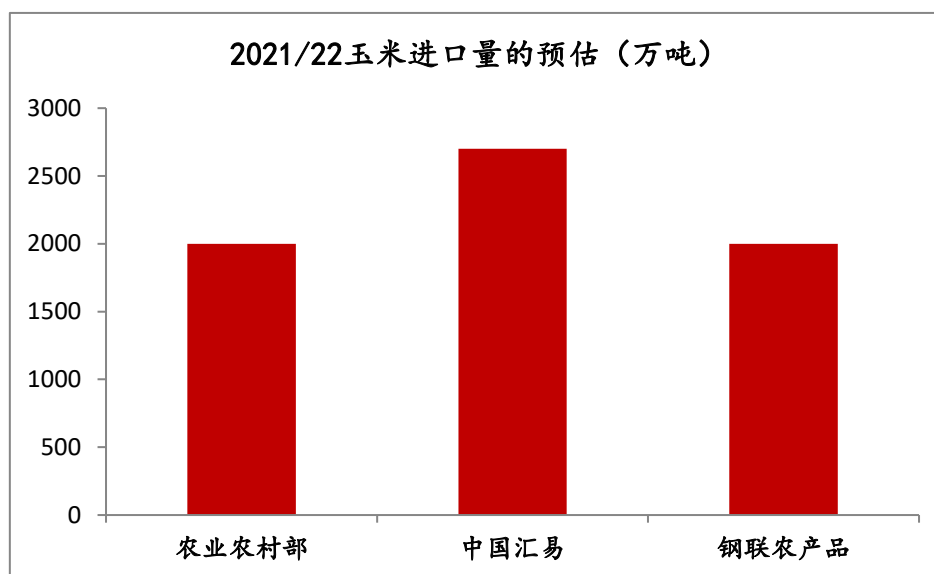


图 11 2021/22 年度玉米进口量预估
资料来源：方正中期研究院整理

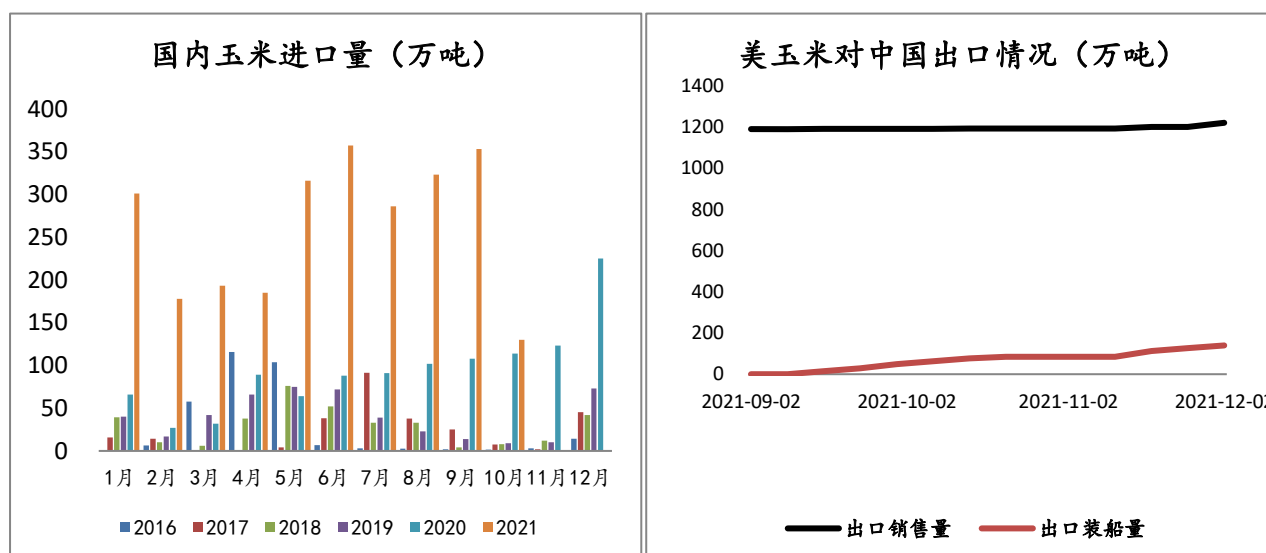


图 12 玉米进口量
资料来源：wind，方正中期研究院整理

图 13 美玉米对中国出口情况
资料来源：USDA 方正中期研究院整理

二、需求市场分析

（一）玉米饲用消费情况

玉米饲用消费情况，我们主要考虑两个方面，一是畜禽类养殖情况，二是其他谷物替代情况。国内畜禽类养殖情况奠定玉米饲用消费基础量，而其他谷物替代情况形成玉米饲用消费的边际变化。国内畜禽类养殖产能高位继续奠定玉米饲用消费同比增长的基础，尤其是 2022 年上半年，整体消费预期偏乐观，不过其他谷物替代维持高位的情况下，其他谷物的替代节奏依然会对国内玉米饲用消费形成阶段性的影响。我们汇总了三个机构对于玉米饲用消费的预估，农业农村部与钢联农产品的预估值较为乐观，不仅为历史最高值，同比增幅也比较大，中国汇

易网的预估值偏保守，维持同比略减，整体相对高位的预估，综合三个机构的预估来看，玉米饲用消费的预估区间在 1.82-1.88 亿吨之间。

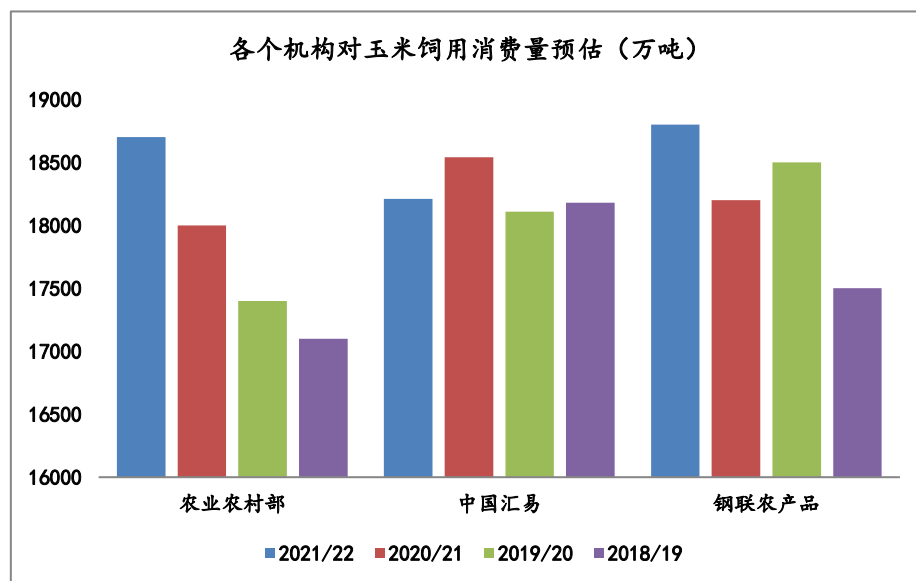


图 14 各个机构对玉米饲用消费量的预估

资料来源：方正中期研究院整理

国内畜禽类养殖市场情况来看，我们认为消费端亮点有限，2022 年依然是产能高位与利润收缩的博弈，产能高位对市场的压制较为明显。具体从以下三个维度来做分析，一是国内肉类以及蛋类消费维度；二是畜牧禽类养殖利润情况；三是畜牧禽类的产能情况。

国内居民消费角度来看，整体增量空间有限。《中国居民膳食指南》中对于畜禽肉摄入的推荐量为 40-75g/天，对于蛋类摄入的推荐量为 40-50g/天，对照全国肉类产量以及蛋类产量来看，当前我国的肉类以及蛋类产量完全能够满足这个水平，同样也意味着我国肉类以及蛋类产品消费的继续增长空间有限。国家统计局数据显示，2020 年国内肉类产量为 7748 万吨，按照 14 亿人口折算的话，人均每天的消费量为 150g 左右；2020 年国内蛋类产量为 3468 万吨，同样按照 14 亿人口折算的话，人均每天消费量为 67g 左右。

畜牧禽类养殖利润情况来看，生猪以及肉鸡利润收缩不利于远期需求，不过蛋鸡以及肉鸭利润相对良好削弱不利影响。2021 年生猪以及肉鸡的养殖利润相比 2020 年呈现收缩的态势，具体来看，自繁自养理论养殖利润有 6 个月处于亏损状态，外购仔猪理论养殖利润有 8 个月处于亏损状态，白羽肉鸡以及 817 肉杂鸡的理论养殖利润基本都处在零轴下方，利润的收缩必然会向养殖意愿传导，因此 2022 年生猪以及肉鸡主动补栏意愿预期将有所下降，不过 2021 年肉鸭以及蛋鸡的养殖利润表现良好，具体来看，2021 年蛋鸡理论养殖利润处于零轴上方，明显好于 2020 年，2021 年肉鸭理论养殖利润基本处于零轴上方，略差于 2020 年，肉鸭以及蛋鸡较好的养殖利润或将继续提振其补栏意愿，其 2022 年补栏积极性预期呈现相对提高态势。

养殖产能角度来看，我们认为上半年整体高位运行，下半年存在一定的分歧。生猪的产能情况来看，我们以能繁母猪存栏作为对标参考，按照 10 个月的周期对标来看，2022 年生猪出栏情况主要参照 2021 年 3 月份以后能繁母猪存栏情况，如果与 2020 年 3 月份以后的情况对比来看，2022 年上半年生猪出栏量预期要高于 2021 年，同样相对应的生猪存栏预期也要高于 2021 年，2022 年下半年同比偏高幅度预期将有所收敛。肉鸡的产能情况来看，参照卓创资讯的祖代引种量以及父母代存栏情况来看，整体依然处于相对高位，预计 2022 年上半年肉鸡同比存栏变化延续持稳的态势。蛋鸡的产能情况来看，参照卓创资讯的鸡苗销量情况来看的话，按照 3-4 个月的周期推算的话，2021 年 8 月份以后的鸡苗销量要好于 2020 年同期，因此同比来看，2022 年上半年蛋鸡存栏预期呈现同比略增的态势。

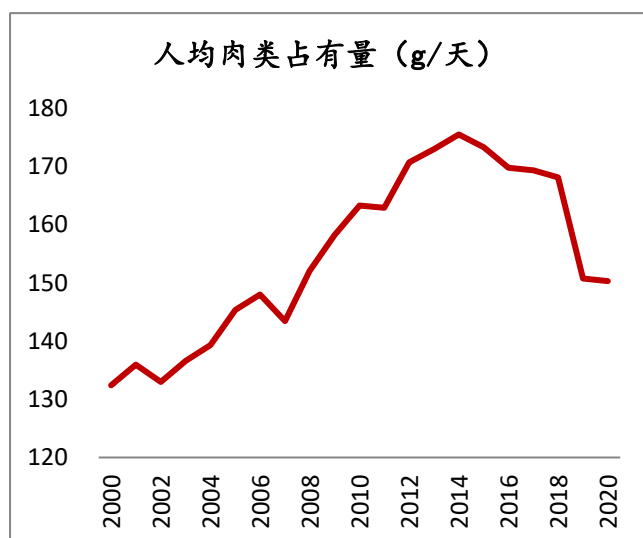


图 15 人均肉类占有量
资料来源：同花顺，方正中期研究院整理

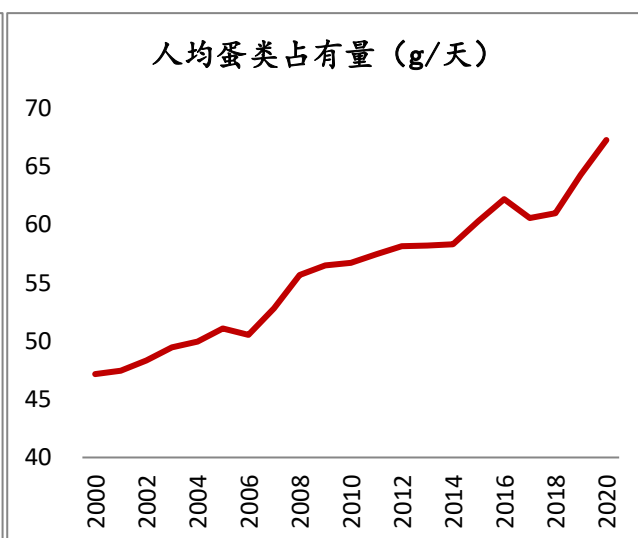


图 16 人均蛋类占有量
资料来源：同花顺，方正中期研究院整理

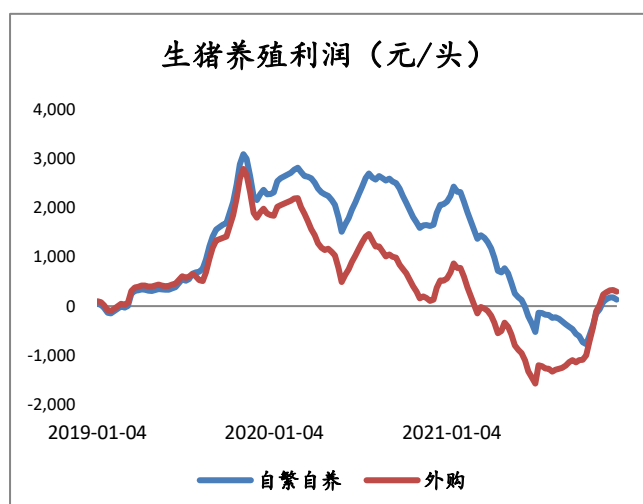


图 17 生猪养殖利润
资料来源：同花顺，方正中期研究院整理

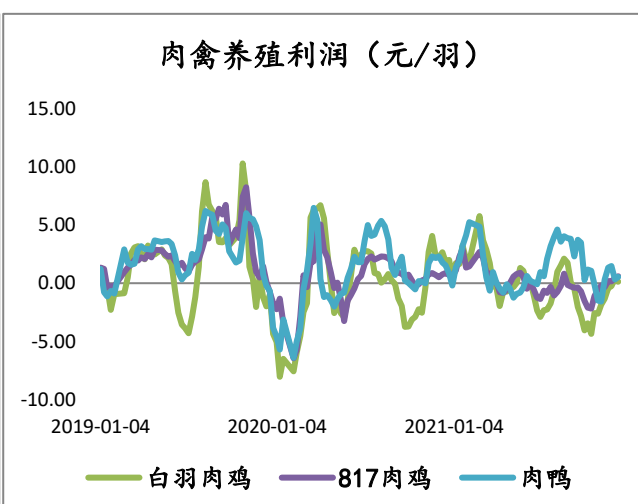


图 18 肉禽养殖利润
资料来源：同花顺，方正中期研究院整理

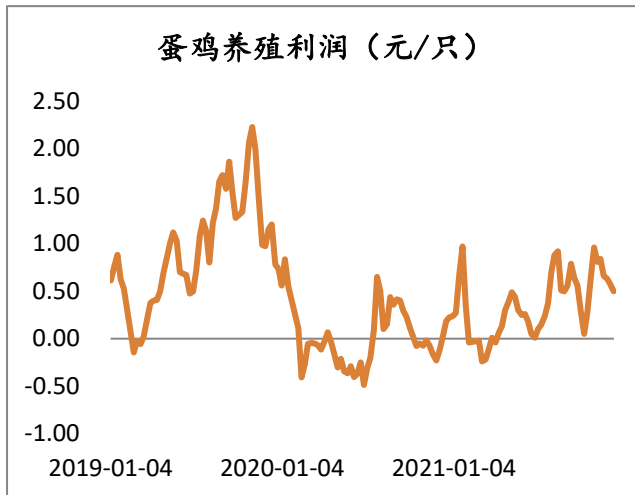


图 19 蛋鸡养殖利润

资料来源：同花顺，方正中期研究院整理

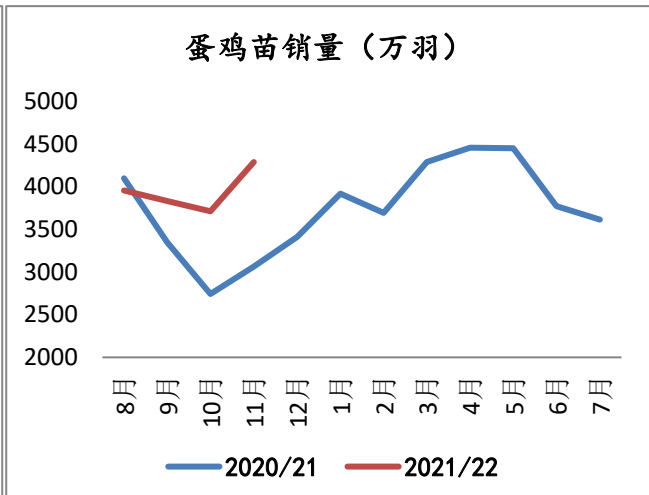


图 20 蛋鸡苗销量

资料来源：卓创资讯，方正中期研究院整理

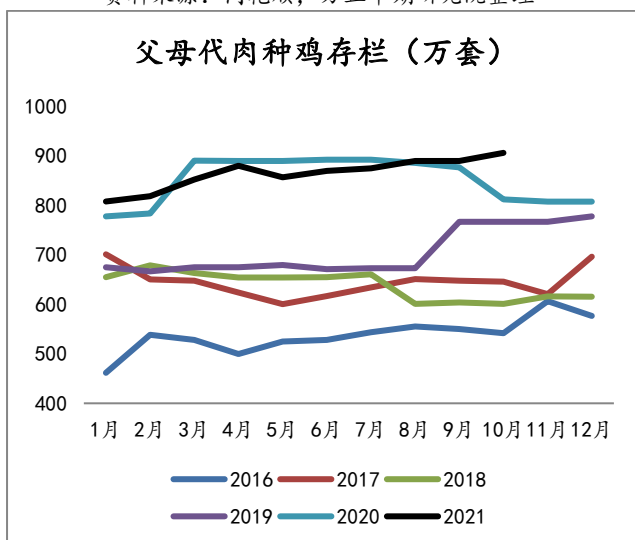


图 21 父母代肉种鸡存栏

资料来源：卓创资讯，方正中期研究院整理

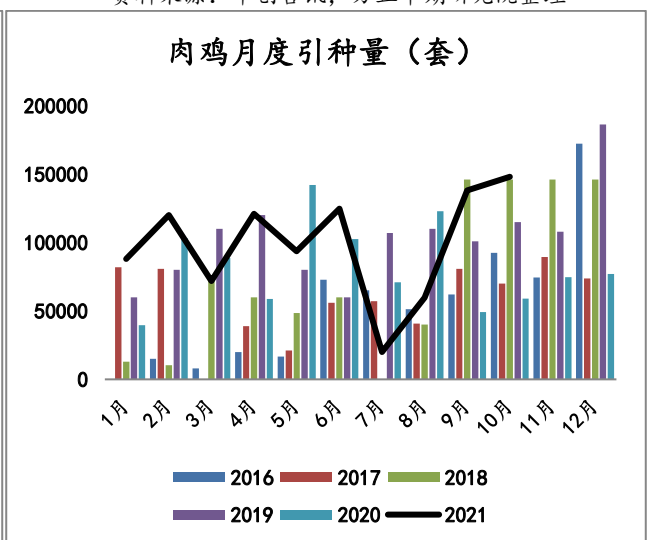


图 22 肉鸡月度引种量

资料来源：卓创资讯，方正中期研究院整理

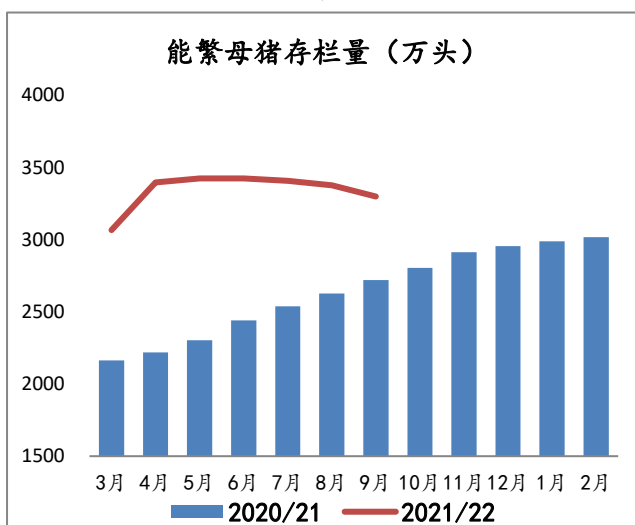


图 23 能繁母猪存栏量

资料来源：农业农村部，方正中期研究院整理

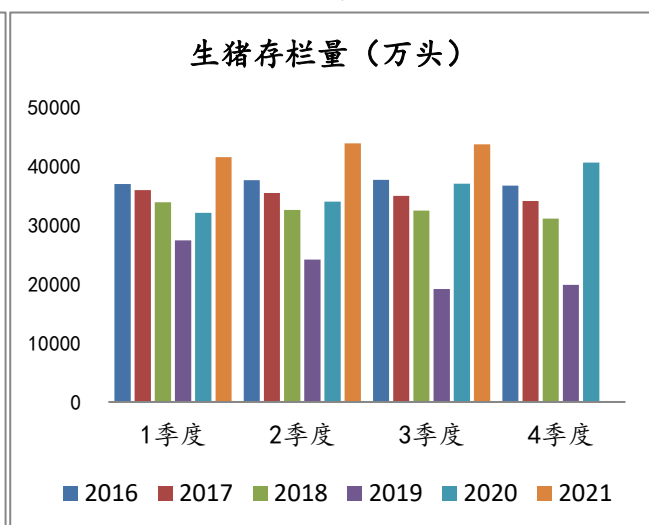


图 24 生猪存栏量

资料来源：农业农村部，方正中期研究院整理

2021/22 年度其他谷物替代情况预期延续高位水平,节奏性变化对玉米饲用消费边际的影响较大。中国汇易网对于 2021/22 年度小麦饲用消费预估为 3200 万吨,从市场化行为角度来看,当前饲料主产区山东与河北玉米小麦价差已转为负值运行,成本角度的自发替代的实现难度有所加大,后期替代节奏主要是关注政策性小麦拍卖影响。中国汇易网对于 2021/22 年度稻谷饲用消费预估为 2500 万吨,同比增加 1000 万吨,同样主要是关注政策稻谷拍卖情况。进口谷物情况来看,2021 年 1-10 月其他谷物(除去玉米)累计进口量为 2954 万吨,同比增加 1100 万吨,当下进口谷物的消费习惯已经养成,同时全球范围内谷物类产量稳定略增,将继续支撑国内高进口量,不过需要关注阶段性供需预期以及节奏的影响。

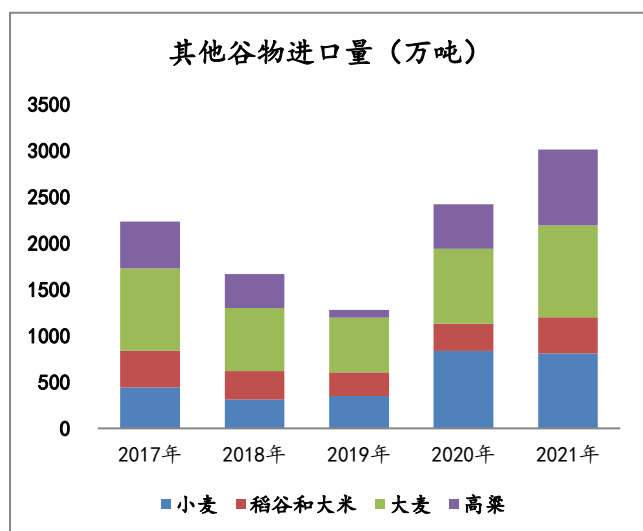


图 25 其他谷物进口量
资料来源：海关总署 方正中期研究院整理

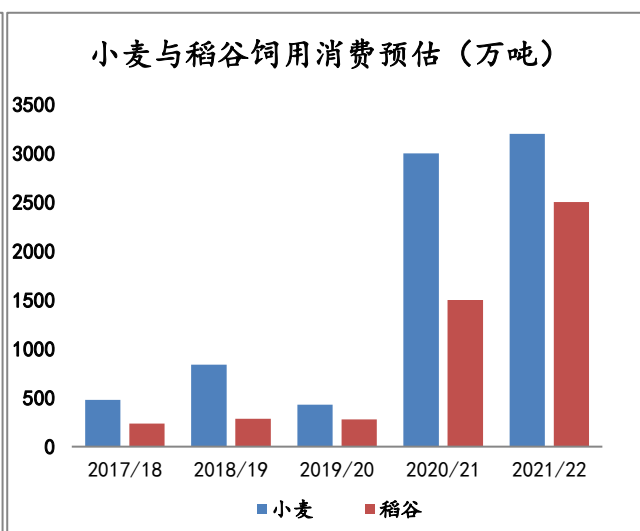


图 26 小麦与稻谷饲用消费预估
资料来源：中国汇易，方正中期研究院整理

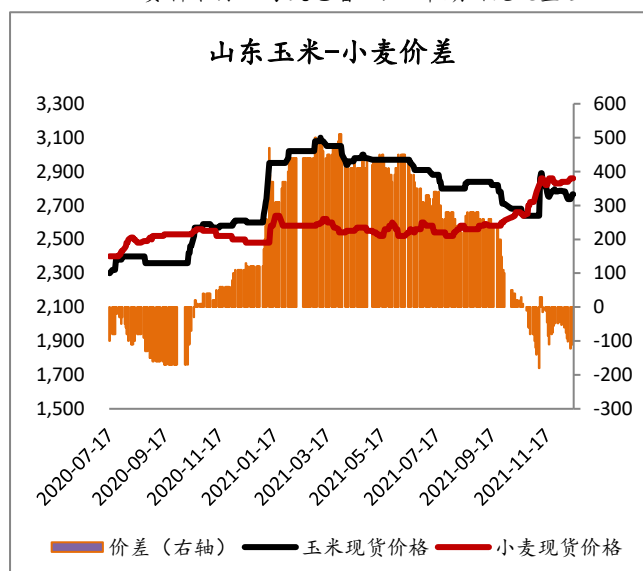


图 27 山东玉米-小麦价差
资料来源：同花顺 方正中期研究院整理

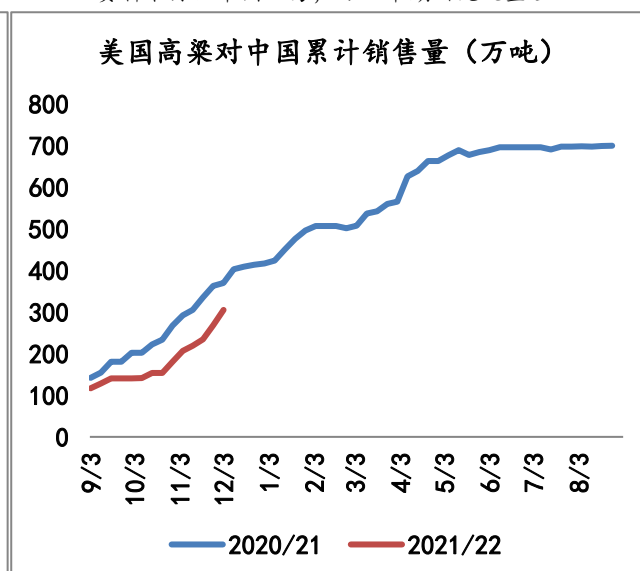


图 28 美国高粱对中国累计销售量
资料来源：USDA，方正中期研究院整理

（二）玉米工业消费情况

2021/22 年度玉米工业消费延续稳中偏弱表现，阶段性的差异依然是市场的主要关注点。玉米工业消费主要包括玉米淀粉及玉米酒精两类，其中淀粉类约占深加工产品的 55%，酒精类产品约占 30%，其他产品约占 15%。玉米深加工行业目前依然面临产能过剩的问题，下游消费提升不足依然限制其对玉米的需求。我们汇总了三个机构对于玉米工业消费的预估，中国汇易网的数据较为乐观，呈现同比增长的预估，农业农村部以及钢联农产品都维持同比持稳的预估，农业农村部对于 2021/22 年度工业消费预估量为 8100 万吨，同比下降 100 万吨。

玉米淀粉市场情况来看，近两年由于利润下滑的影响，行业开机率基本维持在 60%-70% 的水平，从今年玉米淀粉现货价格对比来看，今年企业的利润表现预期要略好于去年，对 2021 年四季度供应形成支撑，不过其下游消费端的拉动仍有限，2022 年玉米淀粉企业将继续面临成本与消费的博弈，整体利润率水平难以出现较大的提升，不过需要关注双碳政策对企业阶段性开机节奏的影响，对于整体开机率目前维持 2021 年的水平，主要关注点还是季节性的变化以及企业的补库节奏。

玉米酒精市场情况来看，近两年同样是利润的收缩的情况，叠加燃料乙醇政策的变化，全国玉米酒精的开机率基本维持在 40%-50% 的水平，从今年的价格表现来看，同比支撑力度并不强，相对应的开机率提升的动力仍然不足，2022 年玉米酒精企业将继续面临 2021 年的困局，整体利润率提升难度仍然较大，整体开机率预期延续低位水平，主要关注点同样是季节性的变化以及企业的补库节奏。

替代品角度来看，2021 年玉米价格高位运行对木薯进口形成了提振，1-10 月国内木薯干累计进口量为 490 万吨，同比增加 194 万吨，增幅 65.60%，进口来源国主要是泰国，2021/22 年度预期来看，我的农产网的信息显示泰国木薯产量预估为 2970 万吨，同比增长 5%，2021/22 年度我国对泰国木薯干的进口量预估为 650 万吨，同比增长 150 万吨。木薯干进口量的增长或对玉米工业消费形成一定压制。

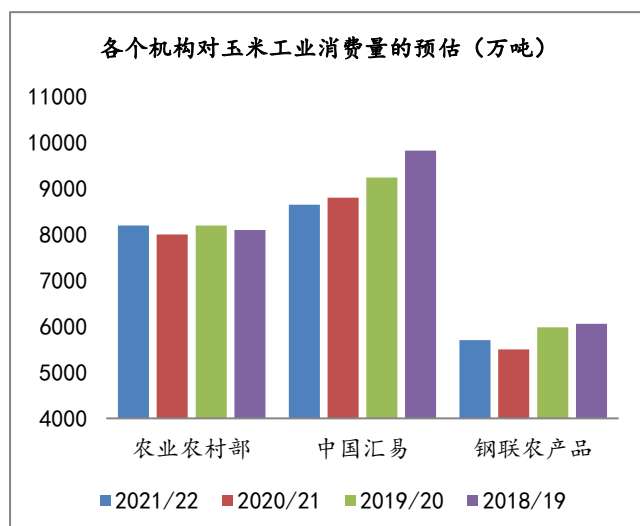


图 29 各个机构对玉米工业消费量预估
资料来源：方正中期研究院整理

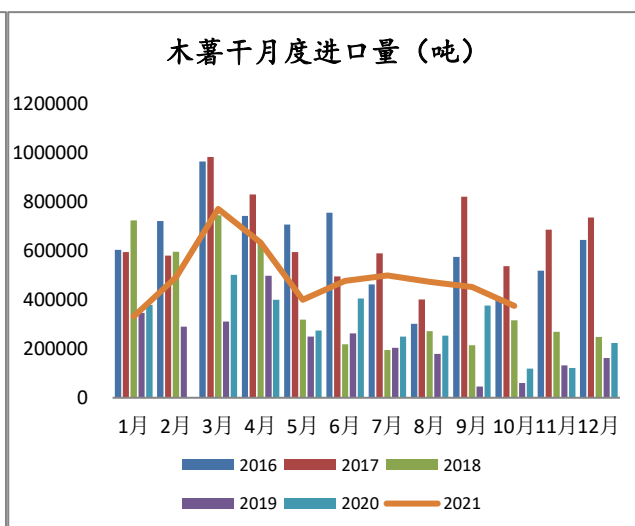


图 30 木薯干月度进口量
资料来源：同花顺 方正中期研究院整理

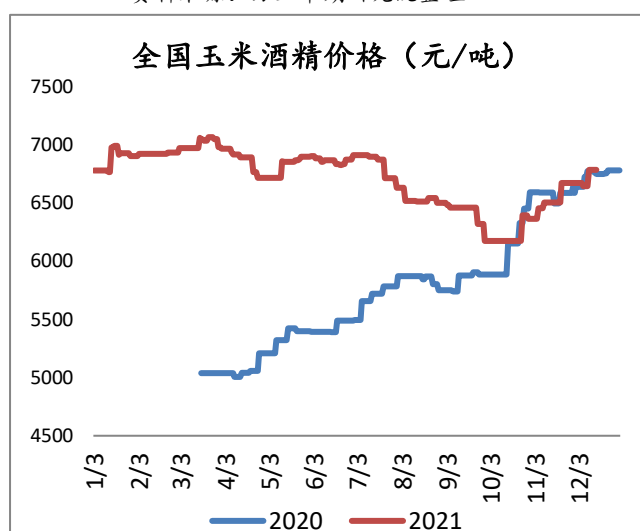


图 31 全国玉米酒精价格
资料来源：同花顺 方正中期研究院整理

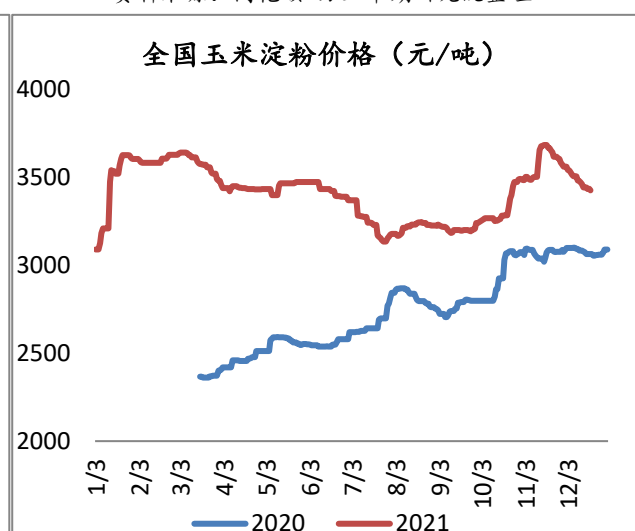


图 32 全国玉米淀粉价格
资料来源：同花顺 方正中期研究院整理

三、玉米市场供需平衡表

国内玉米市场年度供需角度来看，2021/22 年度与 2020/21 年度的相对变化有限，整体延续供需收紧的态势。供应方面来看，2021/22 年度玉米已经收获完毕，收获期产区天气不利对产量造成一定损失，但是整体不改丰产趋势，农业农村部 12 月预估全国产量 2.726 亿吨，同比增加 1590 万吨，进口方面 2021/22 年度利润预期要低于 2020/21 年度，因此 2021/22 年度进口量预估为 2000 万吨，同比下降 956 万吨，年度总供应量为 2.926 亿吨，同比增加 232 万吨。需求方面来看，2021/22 年度养殖产能高位运行叠加其他谷物价格的提升，支撑玉米饲用消费的增长，农业农村部 12 月预估全国饲料消费量为 1.87 亿吨，同比增加 700 万吨，工业消费方面 2021 年四季度利润表现良好以及整体能源价格的上涨为整体工业消费提供较大支撑，

农业农村部 12 月预估全国工业消费量为 8200 万吨，同比略增 200 万吨。整体来看，2021/22 年度国内玉米消费量的增长幅度略大于供应端的增长幅度，2021/22 年度结余量为 180 万吨，同比下降 624 万吨。

表 1 国内玉米供需平衡表

中国玉米供需平衡表（万吨）					
	2019/20	2020/21	2021/22		
		12月预估	11月预估	12月预估	变动
播种面积（千公顷）	41284	41264	42670	43324	654
收获面积（千公顷）	41284	41264	42670	43324	654
单产（公斤/公顷）	6316	6317	6350	6291	-59
产量	26077	26067	27096	27255	159
进口	760	2956	2000	2000	0
消费	27830	28216	29070	29070	0
食用消费	943	955	965	965	0
饲用消费	17400	18000	18700	18700	0
工业消费	8200	8000	8200	8200	0
种子用量	187	187	195	195	0
损耗及其它	1100	1074	1010	1010	0
出口	1	2	2	2	0
结余变化	-994	807	24	183	159

备注：玉米市场年度为当年10月至下年9月

资料来源：农业农村部，方正中期研究院整理

第三部分 玉米淀粉市场基本面分析

一、供给市场分析

2022 年玉米淀粉利润仍然难有明显起色，整体产量预期延续 2021 年的水平。玉米淀粉市场来看，近两年的主要矛盾是成本端的增幅远远大于消费端的增幅，行业利润收缩压制玉米淀粉的产量，根据钢联农产品的数据来看，2020 年以来玉米淀粉行业开机率基本维持在 60%-70%，近两年依然存在新增产能的情况，也就是说玉米淀粉产能呈现稳步增长态势，可供应量相对充足，而实际供应量则取决于行业利润情况，目前的市场情况来看，2021 年四季度由于能耗双控政策的影响，整体利润有一定幅度提升，提振 2022 年产量预期，不过我们也看到高利润持续时间并不长，同样也意味着 2021 年度高利润的出现，更多的是一种短期情绪所致，而非实际行业前景改善，因此 2022 年玉米淀粉产量增幅仍然难言乐观。

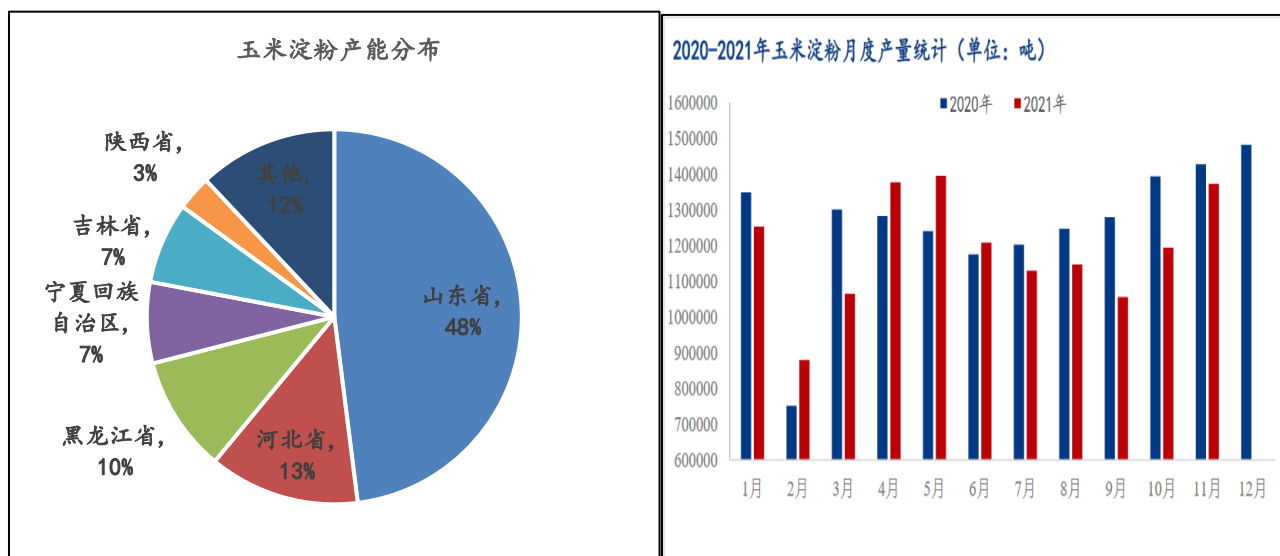


图 33 玉米淀粉产能分布
资料来源：淀粉工业协会

图 34 玉米淀粉产量
资料来源：钢联农产品

二、需求市场分析

2022 年度淀粉消费预期延续稳中偏弱的态势。根据玉米淀粉工业协会的信息显示，我国玉米淀粉主要消费领域是淀粉糖、造纸、食品、啤酒等方面，其中淀粉糖的占比为 56%。淀粉糖的消费主要用于食品领域，近两年我国肥胖问题日益突出，健康饮食理念中倡导低糖低脂肪，限制了淀粉糖消费的总量增长空间，替代消费端来看，随着玉米淀粉价格的走高，其对白糖替代空间有限，因此整体来看，淀粉糖的消费不具备增长突破的动力，反而会面临一定程度下滑的困境。整体来看，玉米淀粉消费预期延续稳中偏弱的态势，2022 年的关注点依然以季节性节奏变化为主。

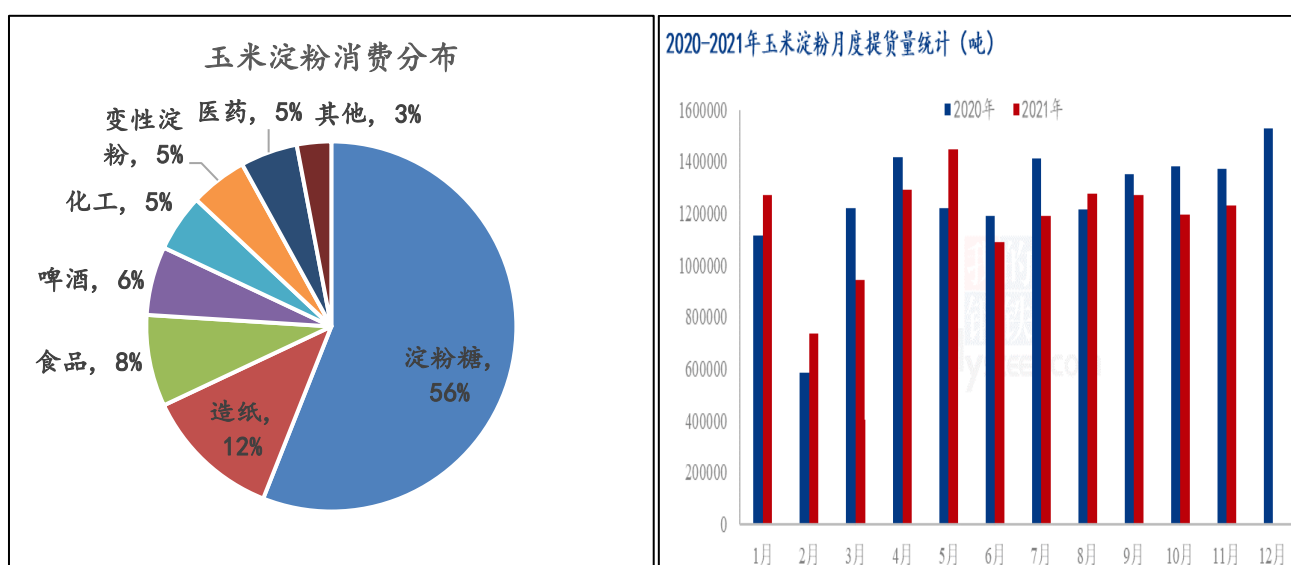


图 35 玉米淀粉消费分布
资料来源：淀粉工业协会

图 36 玉米淀粉提货量
资料来源：钢联农产品

三、淀粉行业供需平衡表

2022 年玉米淀粉供需预期延续平稳态势。我们参照淀粉工业协会的产销数据与钢联农产品的库存数据，粗略形成下面的供需平衡表预估。供应端来看，国内玉米淀粉供应主要依赖自产，近几年进口量仍然不足 1 万吨，考虑 2021 年四季度与 2020 年四季度存在利润提升的情况，因为我们对于 2022 年国内玉米淀粉产量维持与 2021 年持平的预估。需求端来看，玉米淀粉市场整体缺乏新的消费刺激，当前的市场消费倾向于相对刚性消费，考虑玉米淀粉价格高位运行的背景，其消费整体维持平稳的预估。整体来看，玉米淀粉市场继续面临成本与消费的博弈，市场供需预期延续平稳态势。

表 2 国内淀粉供需平衡表

国内淀粉供需平衡表				
	18/19年	19/20年	20/21年	21/22年
	估计值	估计值	12月预估	12月预估
期初库存	60	60	60	59
产量	2796	2618	2839	2840
进口量	0	0	0	0
总供给量	2856	2678	2899	2899
国内消耗量	2725	2556	2700	2700
出口量	71	62	140	140
总使用量	2796	2618	2840	2840
期末库存	60	60	59	59
库消比	2.45%	2.05%	2.32%	2.08%
注：玉米淀粉市场年度为10月至次年9月（单位：万吨）				

数据来源：方正中期期货研究院整理

第四部分 玉米期权市场分析及操作策略

一、玉米期权市场情况

2021 年玉米期货期权成交量与持仓量相比 2020 年微幅上升。2021 年玉米期货期权的日均成交量为 83061 手，高于 2020 年的 42982 手，2021 年玉米期货期权的日均持仓量为 331456 手，略高于 2020 年的 295341 手。

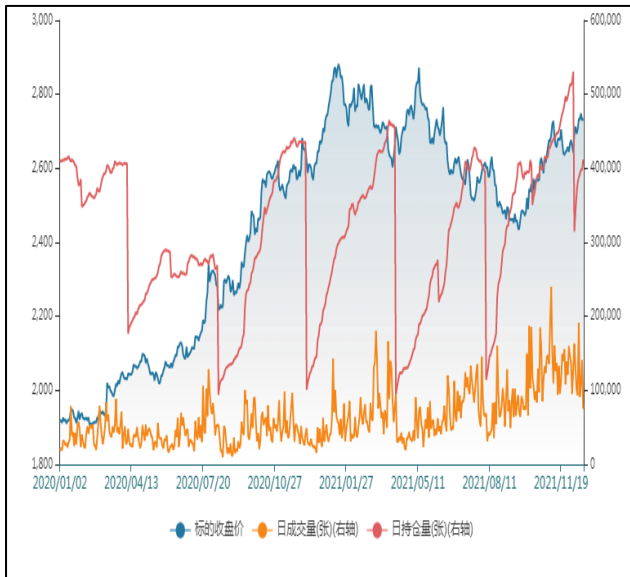


图 37 玉米主力收盘、期权成交量、持仓量
数据来源: wind, 方正中期研究院整理

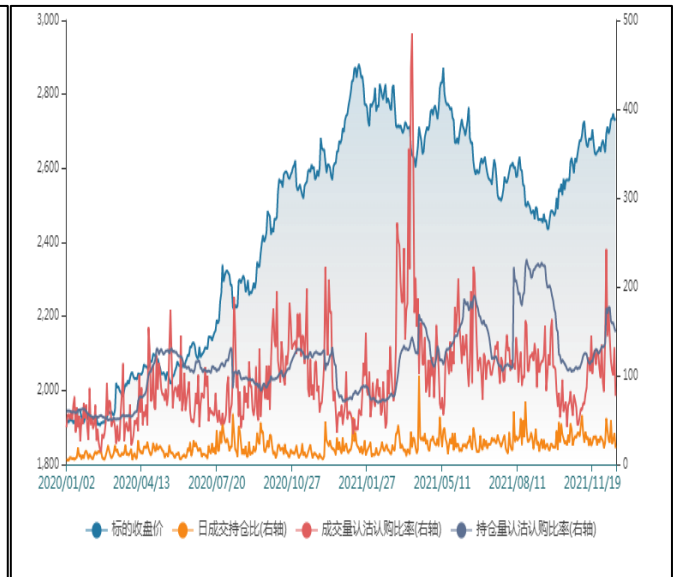


图 38 玉米主力收盘价、期权成交持仓比
数据来源: wind, 方正中期研究院整理

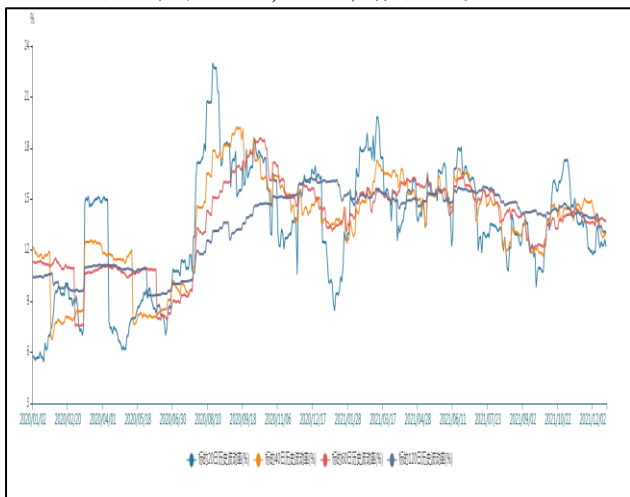


图 39 玉米主力历史波动率
数据来源: wind, 方正中期研究院整理

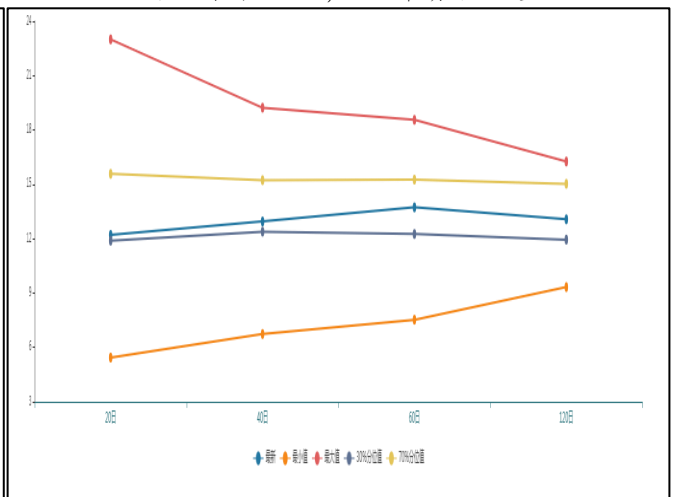


图 40 玉米主力历史波动率锥
数据来源: wind, 方正中期研究院整理

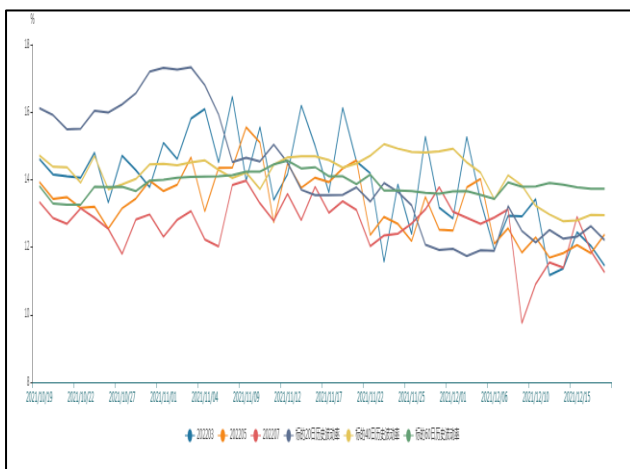


图 41 玉米各期限期权隐含波动率
数据来源: wind, 方正中期研究院整理

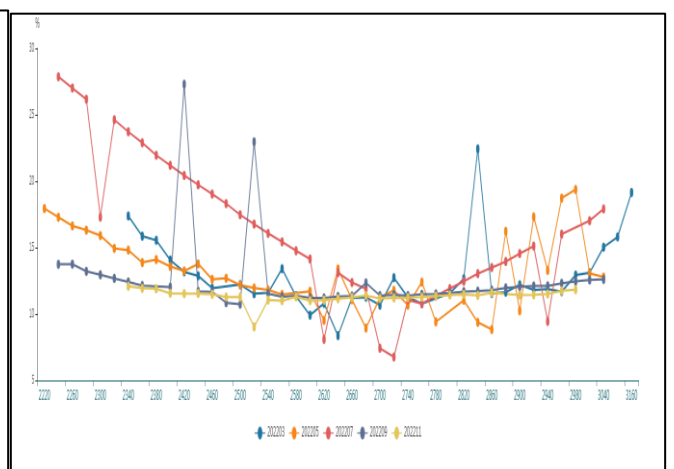


图 42 玉米期权隐含波动率微笑曲线
数据来源: wind, 方正中期研究院整理

二、期权操作策略

基于前面的基本面因素分析，对于玉米 2205 合约维持年后回调，中期震荡上行的判断，期权操作策略建议如下：

1、对于上游企业来说，主要担心玉米价格下跌影响收益，考虑玉米 2205 合约年后或有回调，建议考虑年后买入平值看跌期权以锁定收益，也可以根据自身情况调整看跌期权。

2、对于下游企业来说，主要担心玉米价格上涨影响成本，而玉米 2205 合约价格预期震荡上行，建议考虑卖出虚值看跌期权收取权利金以弥补成本增加。

3、对于投机者来说，由于预期玉米 2205 合约年后或有回调，中期震荡上行，支撑位在 2580-2600 区间，因此建议可以考虑回调买入平值看涨期权，也可以考虑买入牛市看涨价差策略。

第五部分 套利机会分析

一、跨品种套利

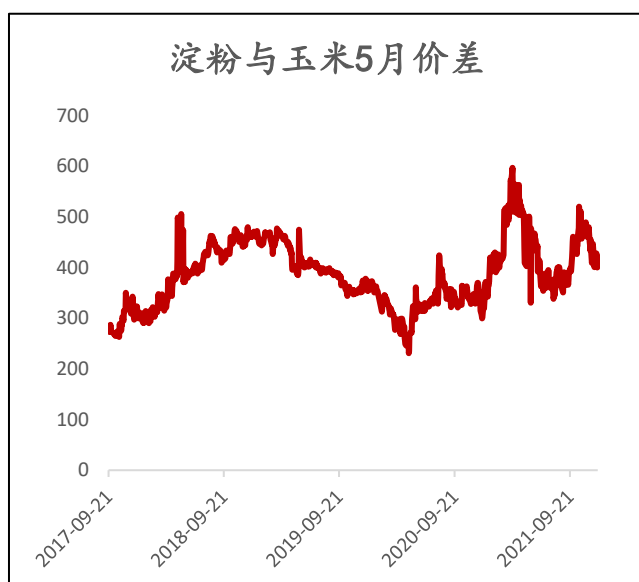


图 43 淀粉-玉米 5 月合约价格
资料来源：wind 方正中期研究院整理

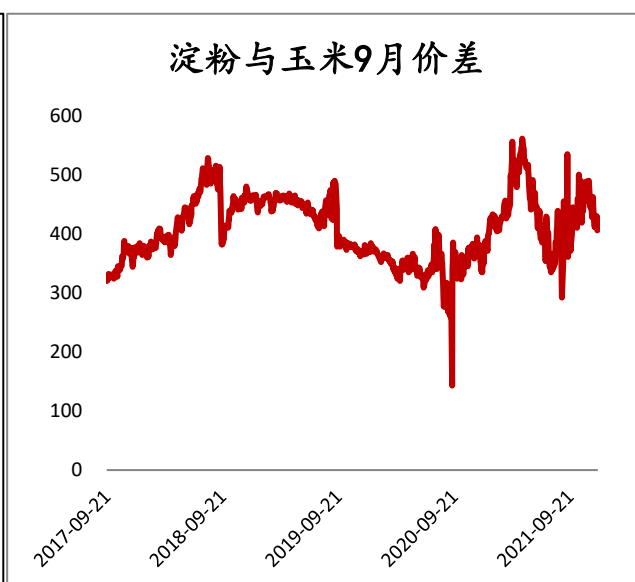


图 44 淀粉-玉米 9 月合约价格
资料来源：wind 方正中期研究院整理

玉米与淀粉价差建议以区间思路对待。历史统计数据来看，淀粉-玉米价差基本在 200 到 600 区间波动。基本面角度来看，玉米淀粉价差主要受企业加工利润以及玉米和淀粉不同时期需求差异所影响，近几年玉米淀粉需求缺乏亮点，玉米淀粉加工行业已经进入产能相对过剩的阶段，行业已经进入相对薄利阶段，因此基于利润角度来看，玉米淀粉价差难以形成较为明显的趋势性走势，大概率以区间波动为主，具体波动规律主要围绕玉米淀粉需求季节性展开，操作方面建议结合玉米淀粉季节性规律以及区间上下沿进行考虑。

二、玉米跨期套利

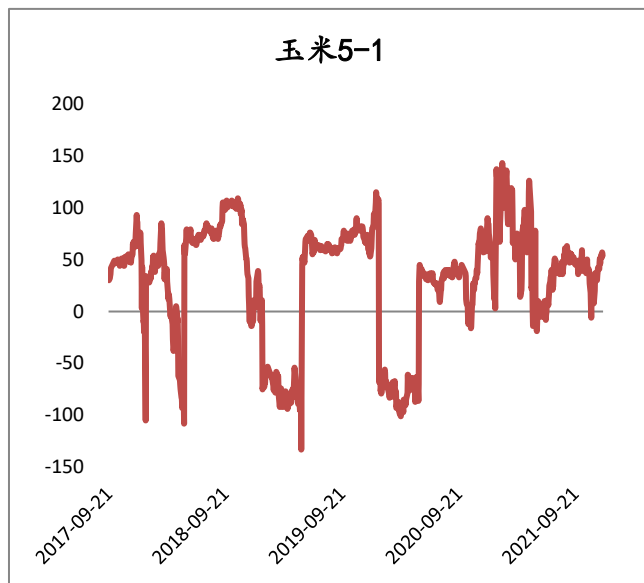


图 45 玉米 5-1 合约价差

资料来源: wind 方正中期期货研究院整理

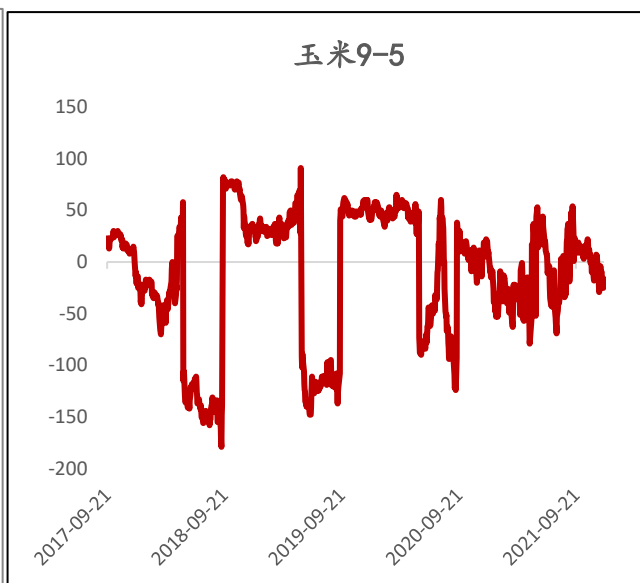


图 46 玉米 9-5 合约价差

资料来源: wind 方正中期期货研究院整理

玉米月间价差来看，当前基本面情况对于 05 合约的支撑最强，主要基于两点，一是供应进入后期，整体可供应量有一定幅度下滑，二是需求端生猪产能维持较高水平，需求支撑相对较强。历史统计数据来看，玉米 5-1 价差以及 5-9 价差大多数时间在-100-100 区间波动。基于 5 月合约较强的预期来看，可以关注 9-5 合约的做空机会，期间主要监测变量为生猪的出栏情况。

第六部分 季节性分析与展望

一、玉米指数价格季节性分析



图 47 玉米指数价格涨跌变化
资料来源: wind 方正中期研究院整理

玉米期货指数季节性图表来看, 5月、10月上涨的概率较大, 1月下跌的概率较大。结合玉米自身的特点来看, 新季玉米一般9月底-10月初开始上市, 新粮上市之初往往会出现惜售情绪, 10月价格容易上涨, 不过随着新粮供应的逐步增加, 阶段性供应压力逐步显现, 1月价格容易下跌, 随着新粮玉米的不断消耗, 5月市场进入青黄不接时期, 阶段性供应偏紧状态下, 玉米价格容易上涨。季节性规律只是统计规律, 只能作为参考, 并不能完全作为操作依据。

二、玉米淀粉指数价格季节性分析



图 48 玉米淀粉指数价格涨跌变化
资料来源: wind 方正中期研究院整理

玉米淀粉期货指数季节性图表来看,5月和10月上涨的概率较大,7-8月下跌的概率较大。结合玉米淀粉自身的特点来看,一般5月和10月受原料端玉米价格上涨所提振,容易跟随上涨,7-8月淀粉消费处于阶段性偏弱的时期,价格容易下跌。季节性规律只是统计规律,只能作为参考,并不能完全作为操作依据。

三、玉米市场观点总结以及期货操作建议



图 49 玉米 05 合约日 K 线图

资料来源：文华财经 方正中期研究院整理

供应端，2022 年关注点包括三个方面，一是旧季玉米市场压力如何兑现，当前售粮推进较慢以及春节时间点偏早，有可能会导导致压力后移，尤其是 3-4 月期间压力预期增加；二是玉米进口兑现且向市场转换程度，量的角度来看，当前采购已经达到预期目标，后期量是否会进一步增加，更多取决于利润，价的角度来看，外盘利多支撑较为明显叠加乌克兰成本提升，依然存在向国内传导的可能；三是 2022 年玉米产量兑现路径，大豆/玉米比价走高削弱玉米种植相对优势，玉米整体种植面积维持稳定，产量兑现对单产的依赖度仍然较高。整体来看，旧季丰产奠定 2-4 月市场压力，新季产量兑现路径影响 4-9 月市场预期，进口作为相对变量拉升价格的波动。

需求端，2022 年关注点包括两个方面，一是饲用消费的兑现情况，2022 年养殖利润收缩是相对确定事件，不确定的是向产能缩减的传导时点，当前预期来看，传导时点发生下半年的概率较高，那么上半年玉米饲用消费仍可以享受产能高位对其的增长支撑，不过需要注意的一点是，政策性稻谷的投放可能会对其阶段性消费节奏形成影响；二是工业消费预期变化，玉米深加工行业已经进入产能过剩的阶段，下游消费整体趋弱是大概率事件，不过也不排除类似能耗双控政策等对其阶段性节奏的影响。整体来看，消费端主要推动力依然是生猪产能的变化节奏。

基于当前预期来看，玉米市场 2022 年上半年供应偏紧的矛盾比较突出，其中影响相对较大时点集聚在 5 月份，因此对于 2205 合约整体维持重心上移的判断，不过节后售粮压力以及政策性稻谷投放也很有可能对其价格运行节奏形成拖累，目前对于 2205 合约整体维持 2600-3000 区间判断。操作方面建议下游养殖企业关注低位区间的买保机会。

四、玉米淀粉市场观点总结以及期货操作建议



图 50 玉米淀粉 05 合约日 K 线图

资料来源：文华财经 方正中期研究院整理

淀粉：市场相对变化量有限，其价格波动的主要是围绕成本玉米与下游消费展开。2021 年玉米淀粉市场依然是成本端影响大于消费端，整体呈现价格被动跟涨，消费下滑的变化，四季度能耗双控使得其市场出现了阶段性供需错配，利润的快速回升拉长了其供应的持续节奏。2022 年玉米淀粉市场来看，消费端仍然缺乏有效增长驱动，整体依然是成本与需求的博弈，成本端构成其下方支撑，不过需求端乏力也构成其上方压力，目前对于 2022 年玉米淀粉价格整体维持区间波动判断，关注其阶段性需求变化。操作方面建议上游企业关注高位区间的卖保机会。

第七部分 相关股票涨跌幅

表 3 玉米及淀粉相关股票涨跌幅

证券代码	证券简称	相关产业	最新收盘价	月涨跌	年涨跌幅
002714.SZ	牧原股份	饲料养殖	47.36	-9.62%	-44.16%
000876.SZ	新希望	饲料养殖	14.33	-0.28%	-41.84%
000639.SZ	正邦科技	饲料养殖	9.18	-5.26%	-51.01%
002311.SZ	海大集团	饲料养殖	67.33	4.94%	-1.61%
000639.SZ	西王食品	玉米深加工	4.88	1.24%	-31.94%
002299.SZ	圣农发展	肉鸡养殖	21.64	-1.23%	-23.18%
000998.SZ	隆平高科	种业运营	23.79	-1.04%	14.93%
截至日期:				2021-12-17	

资料来源：方正中期期货研究院整理

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881273
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881224
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花岸年喜中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

行方正 以致远

重要事项：

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式：

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览路新联写字楼 4 层

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037
