

2015 年大商所十大期货投研团队评选

交易策略报告

玉米淀粉期货交易策略

2015 年 10 月 9 日

一、拟定的玉米淀粉交易策略

CS1601 合约交易策略

开仓交易方向：多

初始建仓价区间：1950-2050

资金占比规划：0%-40%（根据本品种市场状态预判、系统性风险程度预估、账户总体交易计划动态调整隔夜及日内头寸）

止损价区间：较入场价下移 50-100

预期可能到达目标价区间：2100-2300

撰写：国信期货 2 队

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑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。

二、行情概述

今年下半年以来，受国储玉米拍卖低成交率以及国储高库存等因素的影响，玉米现货、期货价格出现单边下行的走势。9月18日，国家玉米临时收储政策发布，国储收购价格首次下调，改变了以往收购价格只涨不跌的局面。在玉米价格持续下跌的带动下，其下游的加工产品玉米淀粉价格更加疲软，仅在9月份，玉米淀粉现货价格下跌幅度就高达8.15%，而玉米淀粉期货价格由于市场预期提前反应更为激烈，期货价格自今年5月份以来持续下行，截止到9月底，跌幅达到28.4%，市场情绪较为悲观。

当前玉米种植面积持续增加，玉米年产量持续创新高，2014年年度产量达2.1亿吨，而总消费量为1.6亿吨，库存消费比创记录的达到85%，从长期来看，由于玉米供求严重过剩，玉米供需之间需要再平衡，其价格必须面临向下调整的过程。但就短期来看，近期在市场一片看空的背景下，玉米淀粉期货价格出现连续暴跌的走势，市场反应过度，在一些积极因素的带动下，玉米淀粉期货价格或有超跌反弹的机会。

三、短期择机做多的理由

3.1 成本支撑力度强

玉米淀粉作为玉米的加工产品，其主要成本来自于原材料玉米，大概占到玉米淀粉生产成本的85%。根据中国淀粉工业协会相关数据显示，约1.4吨玉米（含14%水分）可以提取1吨玉米淀粉，而大连商品交易所规定的玉米可交割品级中含水指标为14%以下（含），因此大商所规定的玉米品种跟上述生产玉米淀粉的品级是基本相对应的，不会产生因为玉米品级差异较大而引起换算误差过大等问题。这样我们可以建立一个玉米淀粉期货价格与玉米期价之间的简单换算关系： $\text{玉米淀粉期货价格} = (\text{玉米期价} \times 1.4) / 0.85 + \text{利润}$ ，若计算出得出的利润为负数，则对于加工企业而言生产将面临一定幅度的亏损，若负数值较大，表明当前玉米期价和玉米淀粉期货价格存在一定的不合理性。因为玉米淀粉加工企业亏损较大，必将减产以应对亏损，那么玉米的需求将下降，而玉米淀粉的供给将减少，从而两者的价差不会过度偏离。如计算出的利润值较高，且数值加大，表明玉米加工企业利润较高，在当前产能过剩、加工企业压榨开工率不高的情况下，玉米加工企业将加大生产力度，那么玉米的需求将上升，而玉米淀粉的供给将增加，玉米加工企业的利润率将下降，从而促使两者价差回归。

在玉米加工过程中，会产生玉米油、玉米蛋白粉、玉米胚芽粕等副产品，其中玉米油价值含量最高。根据相关数据统计，我国普通玉米含油量为5%左右，而高油玉米含油量可以达到7%-9%，这里我们取值8%。当前，我国从玉米胚芽中提取玉米油主要有两种方法，一种是压榨方法，主要是中小型油厂，其压榨产出率最高只能达到65%；一种是在压榨法的基础上同时采取溶剂浸出法生产玉米胚芽油，其压榨产出率可以达到97%，主要是极少数大型企业采用，鉴于实际生产情况及计算误差等因素，我们采取较高的压榨产出率，取值80%，通过计算1.4吨玉米带来的玉米油的产出量为0.0896吨。今年以来，玉米油价格呈现稳中有升的态势，这里我们同样采用取高值的方法，取值为8200元/吨，从而计算出生产1吨玉米淀粉中副产品玉米油的价值为735元。另外，考虑到我国财政实施对玉米深加工企业竞购加工政策性粮食补贴的政策，以补贴额度最高的黑龙江省为例，省财政玉米补贴额度为200元/吨，则1.4吨玉米补贴为280元。综合上述分析，我们将玉米淀粉期货价格与玉米期价之间的换算关系修正为： $\text{玉米淀粉期货价格} = (\text{玉米期价} \times 1.4) / 0.85 - 280 - 735 + \text{利润}$ 。

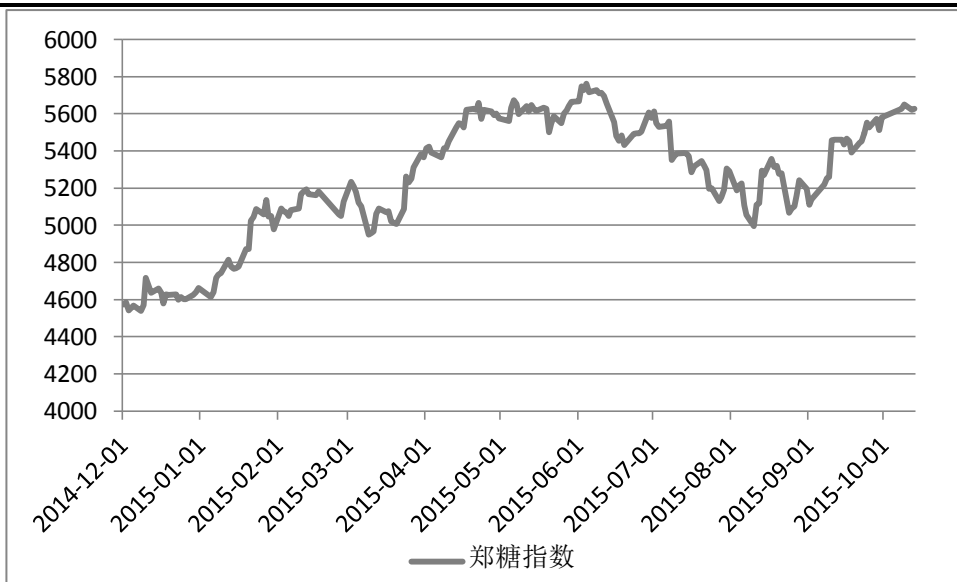
2015年，国家玉米临储收购价格为2000元/吨，收购期限为2015年11月1日至2016年4月30日，玉米期货1601合约正好处于收购期间内，且大商所玉米品级完全符合国家临储收购标准，我们认为玉米期货

1601 合约价格并不会大幅下跌，否则将引发市场套利行为，投资者可以选择从交易所低价买入玉米，然后交割后卖给国储完成套利。短期来看，玉米的政策保底价将为玉米淀粉价格提供有力的支撑，当期玉米期货 1601 合约已经出现一定幅度的贴水，但预计后市跌幅有限，基于谨慎的原则，我们给予临储收购价 10% 的折价，即 1800 元/吨，在利润为 0 的情况下，玉米淀粉期货的价格为 1950 元/吨。相对当前的玉米价格和生产工艺水平，我们在测算环节中都采取比较谨慎的原则，在现实情况下，加工企业若需要保持盈亏平衡，玉米淀粉的市场价格将需要更高。当前，玉米淀粉期货 1601 合约价格位于 2000 元/吨左右，在玉米价格托底下，预计玉米淀粉的生产成本将为期价格提供有力支撑。

3.2 节假日及白糖价格上涨将提振需求

根据中国淀粉工业协会提供的历年月度消费统计数据，每年的 1 月份是我国淀粉消费的高峰时期，主要原因是元旦、春节为我国消费旺季，玉米淀粉的需求明显增加。2014 年我国淀粉消费量每月平均为 146 吨，而 2015 年 1 月消费量为 162 吨，相比 2014 年月度均值增长 16 吨，增幅为 11%。在当前普遍看空的环境下，需求增加或将刺激期货价格走强。此外，近期受全球食糖供给下降，糖厂挺价惜售以及贸易商积极囤货等因素影响，白糖价格持续走强，而淀粉糖与蔗糖存在一定的替代关系，当蔗糖与淀粉糖价差高达 1500 元/吨时，出于节约成本的考虑，大多数终端企业会更多使用淀粉糖而不是蔗糖。当前，玉米淀粉价格持续走低，果葡糖浆四季度协议价格较三季度下调 300-350 元/吨，主流报价 2850-3000 元/吨，而白糖现货价格高达 5400 元/吨，淀粉糖价格优势明显，预计后市淀粉糖对白糖的替代量将大幅增加，而当前淀粉糖消费占淀粉消费的 65% 左右，占淀粉消费的大部分，从而大幅提振玉米淀粉的需求。

图表 1 郑糖指数



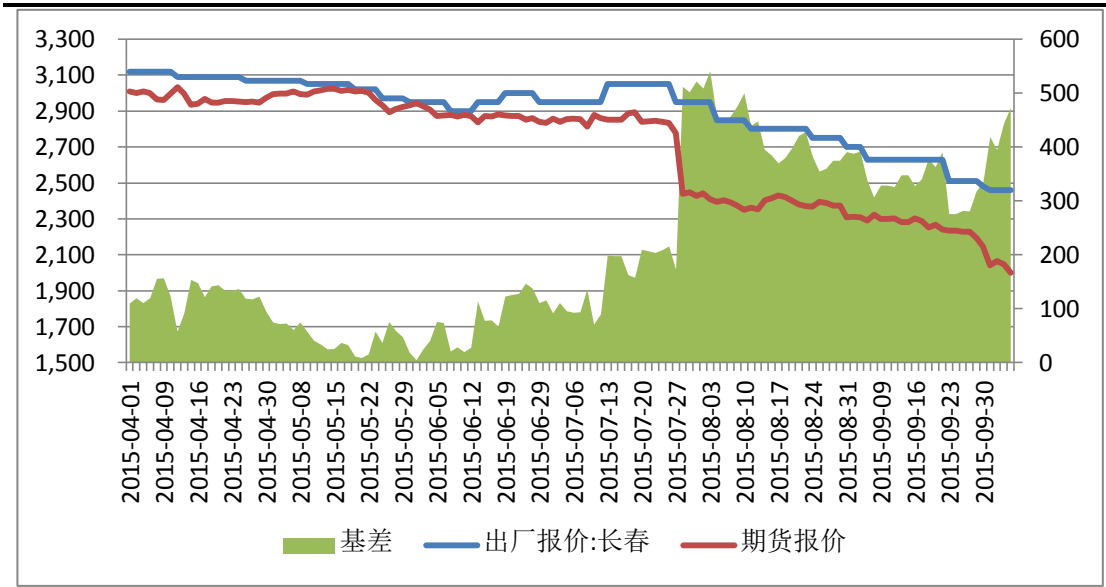
数据来源：wind 资讯 国信期货

3.3 期现贴水持续扩大，短期有修复需要

国庆节后，玉米淀粉期货价格再度出现暴跌的走势，短期跌幅过大，期现价格扩大至 450 元/吨。期货 1601 合约盘中一度跌破 2000 元/吨，而同期长春地区玉米淀粉的出厂价维持在 2460 元左右，因此，相对于现货价格，期货 1601 合约贴水幅度已经接近 20%，处于深度贴水状态，短期市场情绪过度恐慌。而从上述分析中，

我们认为在国家临储收购价格的支撑下，玉米价格再度大幅下挫的可能性较低，因此玉米淀粉的生产成本难以大幅下移，短期将为玉米淀粉期货价格提供有力的支撑。此外，玉米淀粉期货 1601 合约正处于我国传统消费的旺季，且当前白糖价格持续走高，都将有效提振玉米淀粉的消费需求，进而提振玉米淀粉期货的价格。

图表 2 玉米淀粉期货 1601 合约基差走势图



数据来源：wind 资讯 国信期货

四、特别提示

本报告站在 10 月 9 日时点分析并得出结论，后期市场出现重大变化时将修正或更新玉米淀粉期货的相关交易策略报告。本团队依据本报告拟定的交易策略及本团队交易决策体系执行操作与履行风险控制。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为所服务的特定企业与机构的一般用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为诱发从事或不从事买入或卖出金融产品的任何交易，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。