

高库存弱需求预期临储退出 玉米继续承压

——玉米投资策略

2015年9月10日

报告摘要:

- 玉米临储实行以来，目前国储玉米库存高企，现货市场价格扭曲，玉米临储政策退出预期增强。
- 从供应来看，全球玉米播种面积和历史库存处于一个高位。从全球玉米主产区天气监测来看，天气有利于玉米正常生长，全球供给充裕格局延续。国内玉米库存持续增加，库存消费比快速拉升。
- 鉴于进口玉米与国产玉米的巨大价差，进口玉米配额管制，高粱、大麦等替代品进口量激增。进一步削弱了玉米的需求。
- 生猪存栏同比下降，现阶段生猪数量少，能繁母猪继续下降，代表对玉米饲料的需求有限。即使目前猪肉价格上涨带动补栏，玉米饲用需求增长也将等待四季度甚至16年。游深加工产品价格下跌，需求不振，难以拉动玉米需求。
- 玉米持仓持续增加，资金看空后市预期一致。交易上，以逢高空的策略为主，多近月空远月跨期套利为辅。

首创期货

吴菁琛

煤焦钢高级分析师

套期保值研究员

电话: 010-58379396

邮件: wjc@scqh.com.cn

从业资格号: F0244955

投资咨询资格号: Z0000957

相关研究:

- 1、《需求疲弱长期承压 主力换月短期套利》..... 2015. 7. 17
- 2、《交投活跃度下降 熊市背景下寻底》..... 2015. 7. 28
- 3、《贬值&爆炸 突发事件助推短期价格》..... 2015. 8. 14
- 4、《低库存 pk 弱需求 黑色承压前行》..... 2015. 9. 7

期市有风险 投资需谨慎

一、玉米临储政策走到十字路口

自 2008 年开始，国家在东三省和内蒙古玉米主产区实施玉米临时收储政策，至今已运行七年，玉米临储收购价由 2008 年的 0.74—0.76 元/斤提高到 2014 年的 1.11—1.13 元/斤。在国家政策的支撑下，国内玉米种植面积稳步扩增，农户种植收益保持稳定。目前国内玉米的高库存量、高进口量的现象越来越突出，这便将危及到国内的种植产业和种植结构。

7 月 10 日，农业部在《十二届全国人大三次会议第 1480 号建议答复摘要》中指出，对于玉米、大豆、棉花、油菜籽等品种，要注重发挥市场形成价格的决定性作用。玉米收储退出预期增强。

2015 年 8 月连续 4 周国家竞价销售黑龙江、吉林、内蒙古、辽宁地区存储的国家临时存储玉米以及安徽、湖北、湖南、江西地区存储的跨省移库玉米共 2114.35 万吨，实际成交量仅为 28.22 万吨，成交率 1.33%。总体来看，今年自 4 月 9 日开始，国家开始向市场竞价销售东北临储玉米（含跨省移库），在截至 8 月 28 日的 21 周内累计投放量达到 8752.44 万吨，实际成交量 371.71 万吨，成交率仅为 4.25%。相比之下，上年国家自 5 月 22 日开始向市场竞价销售，截至 8 月 28 日的 15 周时间内累计向市场投放政策性玉米 6389.09 万吨，累计成交 2195.16 万吨，平均成交率达到 34.36%。政策性玉米成交量及成交率均显著低于上年同期。从这种情况来看，玉米临储销售艰难，随着新玉米上市，陈年玉米库存销售难度加大。

从近年的收储情况看，2012 年国家临储收购 3000 余万吨，2013 年收购 7000 余万吨，2014 年收储 8000 余万吨。业内预计，我国库存玉米目前高达 1 亿吨以上。从抛储的情况来看，流拍现象频现，拍卖量远不及预期，也就是说国储玉米库存需要相当长一段时间来消化。

原本市场预期，在大豆和棉花由临时收储政策转变为目标价格直补政策之后，玉米也将实行这一措施，但最终大豆和棉花的政策效果并不尽如人意，玉米收储政策会不会取消打上问号。市场预期，玉米收储将逐步退出，在此背景下，玉米价格将逐步市场化，9 月 7 日国际上玉米到岸完税价 1594，国内玉米现货平均价在 2317，玉米 1601 价格在 1945，玉米价格市场化后价格下跌空间巨大，期货贴水现货也代表市场预期价格下跌。

图 1：玉米 1601 价格



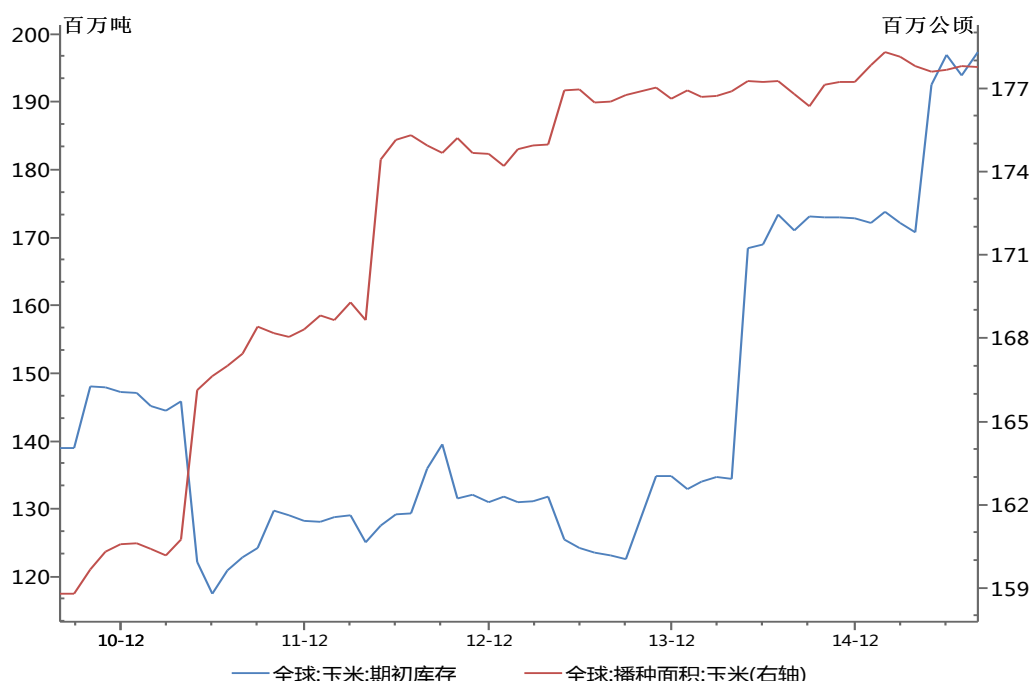
数据来源：文华财经、首创期货

二、玉米基本面

1、全球供应宽松

从供应来看，全球玉米播种面积和历史库存处于一个高位。8月供需报告上调了玉米亩产，预测美国玉米亩产为168.8蒲式耳，高于上月预测的166.8蒲式耳，玉米产量上调至136.86亿蒲式耳，玉米供给量达创纪录的155亿蒲式耳。受产量上调而预期价格下跌提振，玉米需求上调4000万蒲式耳，美国玉米年终库存上调至17.13亿蒲式耳，高于上月预测的15.99亿蒲式耳，仅略低于2014/2015年度创纪录的17.72亿蒲式耳。总体来看，美国玉米供给继续保持宽松。全球方面，巴西玉米产量上调200万吨，达到8400万吨，出口量上调100万吨，达到2700万吨；乌克兰玉米出口量上调150万吨；中国玉米产量下调400万吨，达到2.25亿吨，但进口量维持在300万吨。全球2015/2016年度玉米库存上调510万吨，达到1.951亿吨，仍为历史最高水平；2014/2015年度玉米库存也上调340万吨，达到1.974亿吨，为历史次高水平。全球供给充裕格局延续。

图2：全球玉米库存和播种面积



数据来源：USDA、首创期货

从全球玉米主产区天气监测来看，美国中西部地区一些有益的降雨有利于晚期灌浆玉米作物，对中西部东部扎根较浅的作物尤其如此。本周炎热天气的中断同样将有利于作物灌浆。早期收割可能出现中断，但问题不大。本周后半段起收割天气良好，一直持续到下周前半段。北方平原近期降雨有利于晚期玉米作物的灌浆，但会对早期收割造成干扰。未来七天内收割天气预计普遍良好。不会出现破坏性的寒冷天气。三角洲各州的玉米收割正在进行中。欧洲法国西南部、意大利北部以及巴尔干半岛地区夏季时而出现的炎热天气可能已经削弱了玉米单产前景。炎热天气也给德国正在授粉的玉米作物造成了一些影响。近期降雨和凉爽天气缓解了多数玉米产区的压力。不过，意大利和巴尔干半岛诸国上周多数时间内天气炎热干燥。上周变得干燥炎热的天气可能使乌克兰和俄罗斯南部晚期灌浆玉米压力增大，不过也有利于正在成熟的作

物和正在进行的收割。今年的干热天气可能已经影响了俄罗斯西部及南部部分地区的作物。中国东北主产区平均降雨量低于常值，提升了对本季作物的忧虑。8月底的降雨将有助于缓解晚期灌浆玉米的压力。没有灾害性的天气预示玉米生长正常，供应将维持宽松格局

2、国内库存高企

从国内玉米的供需平衡表来看，国内玉米库存持续增加。库存消费比快速拉升，根据中国粮油信息中心监控，后期玉米长势良好，供给过剩已成定局。

表 1：玉米供需平衡表（单位：千吨）

指标名称	产量	进口量	总供给量	国内消费量	出口量	总消费量	期末库存	年末库存/消费量
2010/11	153,290.00	979.00	187,373.00	163,508.00	110.00	163,618.00	23,755.00	14.52
2011/12	167,010.00	5,230.00	195,995.00	163,460.00	91.00	163,551.00	32,444.00	19.84
2012/13	174,828.00	2,703.00	209,975.00	167,650.00	80.00	167,730.00	42,245.00	25.19
2013/14	203,080.00	3,276.00	248,601.00	163,890.00	22.00	163,912.00	84,689.00	51.67
2014/15	216,013.00	4,500.00	305,202.00	165,070.00	30.00	165,100.00	140,102.00	75.26

数据来源：中国汇易、首创期货

监测显示，7月份我国东北地区降水较常年偏少4-5成，华北地区偏少3-4成，但8月降水情况普遍好转。截至8月24日，我国玉米产区平均气温比正常值（近30年气温平均值）偏高0.8℃，其中吉林、黑龙江、内蒙古和辽宁地区平均气温分别偏高1.4℃、2.0℃、1.6℃和1.6℃；河北、山东和河南平均气温分别偏高1.0℃、1.0℃和0.7℃。目前国内玉米大多处于灌浆期，土壤墒情适宜，利于玉米作物生长发育和产量形成，玉米整体长势较好。吉林、黑龙江、内蒙古和辽宁地区8月份降水量分别为正常值（过去30年均值）的84%、100%、108%和78%，河北、山东和河南地区降水量分别为正常值的99%、137%和81%。此外，8月末的天鹅台风造成东北部分地区玉米倒伏，同时也带来了丰富降水，进一步缓解旱情，估计台风对产量的影响利大于弊。

国家粮油信息中心9月9日发布报告，将2015/16年度中国玉米产量预测值下调至2.29亿吨，较原先预测值调低300万吨，原因在于东北部分产区遭受干旱影响。不过调低后的玉米产量仍然创下历史最高纪录，较上年产量增长6.2%。玉米丰产意味着中央政府在削减庞大玉米库存以及限制进口将面临更多的压力。

3、替代品挤压消费

国家粮油信息中心称，国内玉米供应充足，加上库存庞大，国内价格下跌，将会制约进口。该中心预计2015/16年度（10月到次年9月）中国的高粱和大麦进口量将会减少。近期中国政府推出新的许可证政策，旨在控制日益激增的玉米替代品进口。该中心预计2015/16年度中国的高粱进口量将降至700万吨，低于2014/15年度的预期进口量1000万吨。2015/16年度中国大麦进口量预计为650万吨，也低于当前年度的预期进口量900万吨。

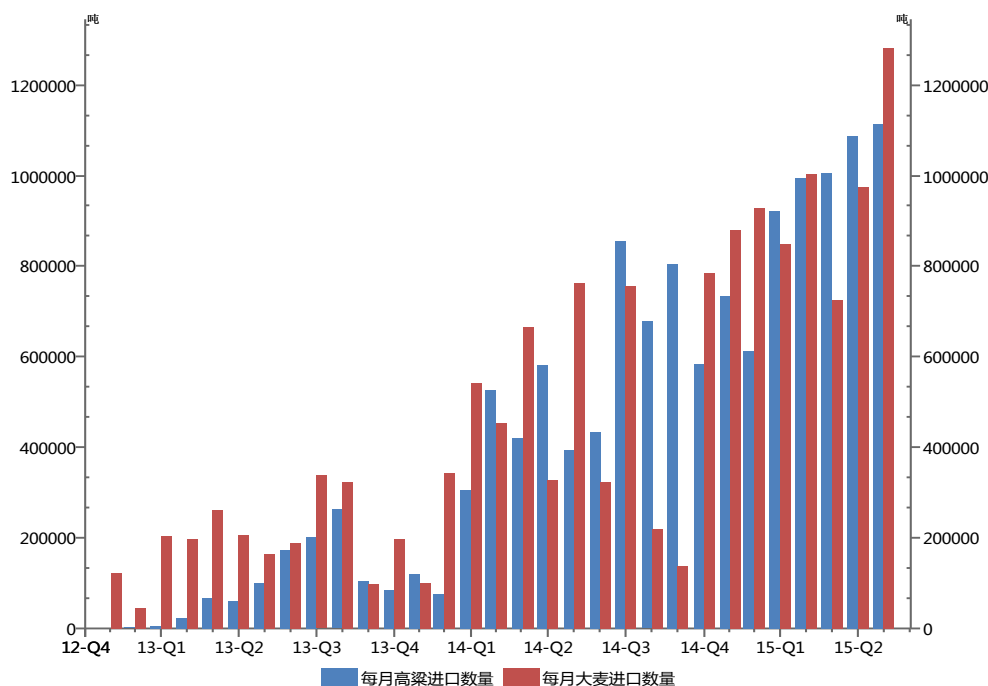
受国储托市影响，国产玉米饲料厂到厂均价保持在每吨2200元~2300元，而进口玉米到厂价则在每吨1600元~1800元左右波动，进口玉米较国产玉米对成本控制上具有明显优势。

据相关数据统计，2014年至2015年度饲用玉米为1.29亿吨，而今年玉米的进口配额仅为720万吨，作为饲料能源原料的极其重要部分，进口配额量就显得杯水车薪了，而每吨400元~500元的价差让没有饲料配额的企业不堪重负。

今年占全国饲料厂总数 95% 的民营饲料企业所占进口配额仅为 40%，因此很多福建、广东、四川地区的中型饲料企业都看到了这其中的危机，努力寻求转型契机，寻找玉米的替代品，对进口高粱和大麦这两种没有配额限制的玉米替代能源原料产生了浓厚的兴趣。

玉米作为饲料中能量饲料的主要来源，一直在广泛应用于我国的饲料生产中，但是由于近几年来我国一直对玉米等粮食品种进行保护，在国储政策的支持下，玉米价格水涨船高。为了降低成本，相关的玉米需求企业不得不用进口低价玉米来替代国产玉米，然而，我国玉米进口实行配额制，高粱、大麦等其他可以替代玉米却无配额限制的农产品品种受到了企业的追捧。理论上，高粱在畜禽料中可以实现 100% 的替代玉米，高粱在猪料中对玉米的替代也能达到 100%。2014 年我国高粱进口量达到 578 万吨，同比增幅 435.77%。2015 年 1-7 月我国高粱进口量 647 万吨，已经超过 14 年全年进口量。根据国家粮油信息中心预测，2014/15 年度中国大麦进口量预计达到 700 万吨，比上年的 489.1 万吨增长 4 成以上。相关企业表示在 2014 年的时候进口能量饲料替代国产玉米约 30%，2015 年替代比例仍将继续提高，有望达到 50%。当然后续的替代情况还需关注相关品种之间的价格，总的来说，玉米被替代的现象不容忽视。这将影响玉米的需求，玉米去库存时间拉长。

图 3：高粱和大麦进口量



数据来源：中国海关、首创期货

8 月 6 日商务部、海关总署发布关于《纳入自动进口许可管理货物目录》的公告。公告显示，决定将大麦、高粱、木薯和玉米酒糟纳入自动进口许可管理，自 2015 年 9 月 1 日起执行。国家实施自动进口许可管理主要目的在于统计和监控谷物进口情况，进口许可证并未附加其他条件，由于工作审批时间的限制，企业感觉自动进口许可证发证时间较长

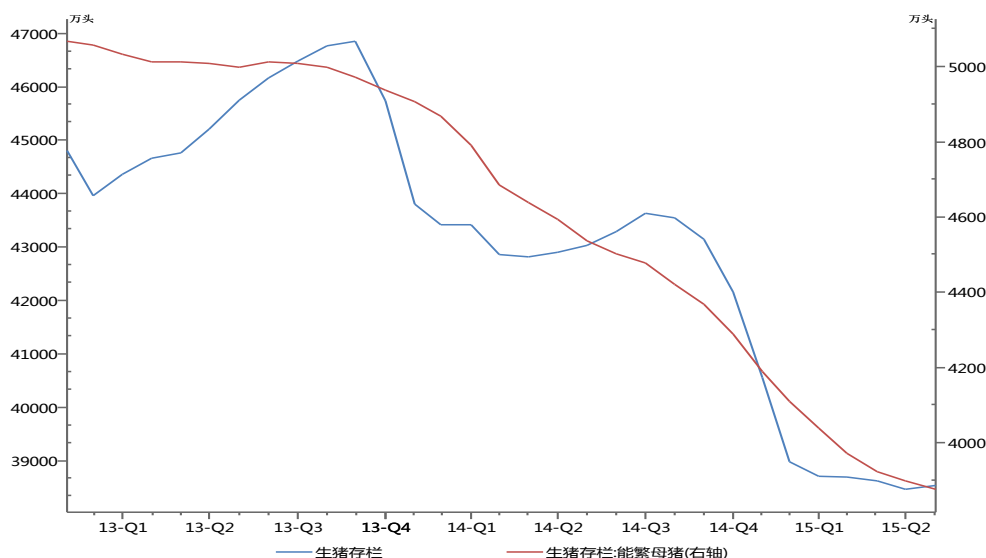
国家粮油信息中心预计 2015/16 年度(10 月到次年 9 月)中国的高粱和大麦进口量将会减少。近期中国政府推出新的许可证政策，旨在控制日益激增的玉米替代品进口。该中心预计 2015/16 年度中国的高粱进口量将降至 700 万吨，低于 2014/15 年度的预期进口量 1000 万吨。2015/16 年度中国大麦进口量预计为 650 万吨，也低于当前年度的预期进口量 900 万吨。

此外，豆粕、菜粕等蛋白饲料原料价格当前处在历史低位，其对玉米的替代也比较明显，这也使得玉米市场的购销活跃度有所下降。

4、下游需求有待提振

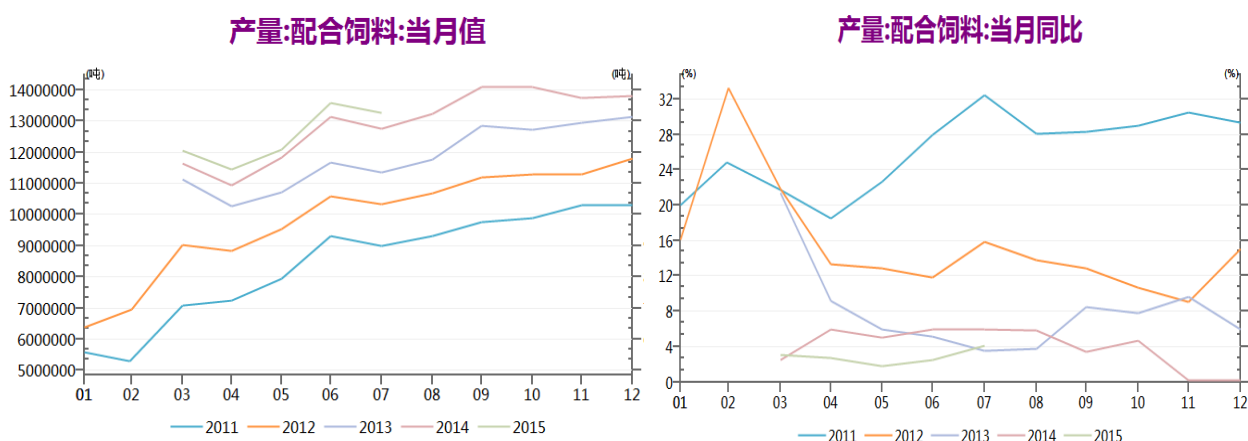
农业部公布的7月份4000个监测点生猪存栏信息显示，生猪存栏环比上涨0.20%，同比下降10.43%，能繁母猪存栏环比下降0.59%，同比下降14.59%，育肥猪存栏环比回升0.29%，同比下跌9.94%。7月份生猪存栏结束了连续9个月的环比下跌，呈现企稳之势，能繁母猪存栏连续23个月环比出现下降，仍旧没有出现企稳之势。数据说明现阶段生猪数量少，能繁母猪继续下降，代表对玉米饲料的需求有限。即使目前猪肉价格上涨带动补栏，玉米饲用需求增长也将等待四季度甚至16年。近一两月饲料企业对玉米的需求有限。

图4：生猪存栏和能繁母猪存栏



数据来源：wind、首创期货

图5：全国配合饲料产量和当月同比



数据来源：国家统计局、首创期货

深加工方面，9月9日，吉林长春地区玉米淀粉出厂价格为2600-2700元/吨，比上周下降70-100元/吨；辽宁沈阳地区玉米淀粉出厂价格为2650-2750元/吨，河北石家庄地区玉米淀粉

出厂价为 2700-2750 元/吨，山东滨州地区为 2650-2750 元/吨，均比上周下降 50 元/吨。8 月以来原料玉米价格持续下滑，淀粉价格失去成本支撑持续走软。进入 9 月后，由于新季玉米上市在即，玉米价格有望进一步走软，淀粉企业恐慌性抛售淀粉，目前淀粉价格比 8 月初累计下滑幅度达 300-350 元/吨。加之副产品价格不振，淀粉企业加工亏损不断扩大。9 月 9 日，吉林长春地区生产 1 吨淀粉理论加工亏损 338 元/吨，亏损比上周扩大 27 元/吨；山东潍坊地区理论加工利润为-178 元/吨，亏损缩小 10 元/吨。即吉林长春地区淀粉企业加工 1 吨玉米亏损 230 元/吨，山东潍坊地区亏 120 元/吨。原料成本下滑抵消了淀粉价格下滑的部分损失，但总体而言，8 月以来原料成本下滑并没有改善淀粉企业的加工利润。目前淀粉企业开工率维持 53% 左右的水平，比 7 月的高峰期下降 10 个百分点。后期来看，新季玉米上市后原料仍有下降空间，而下游需求难有改善，淀粉价格弱势行情难改。

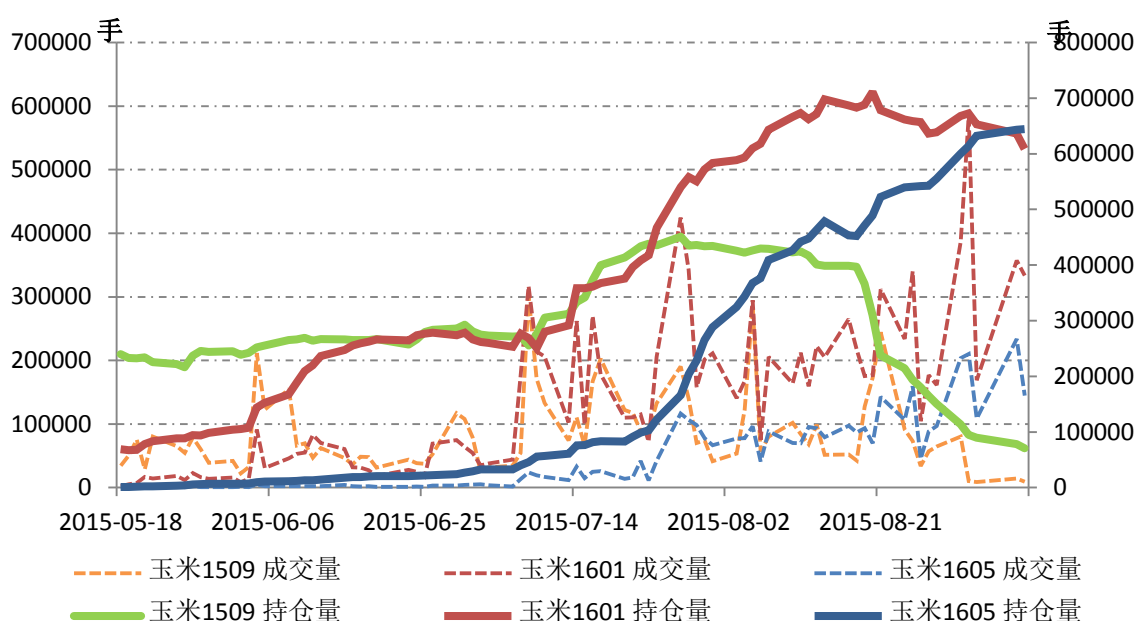
9 月 8 日，黑龙江肇东地区玉米酒精（普级酒精含税价，下同）出厂价格为 5550-5600 元/吨，吉林四平地区深加工企业酒精出厂价格为 5600-5700 元/吨，山东潍坊地区玉米酒精出厂价格为 6000-6100 元/吨，河南南部地区酒精出厂价格为 5650-5750 元/吨，均与上周持平，与上月持平。目前东北大型企业仍多数停机，吉林个别企业重新开工，华北地区仅山东部分酒精企业仍然开机，酒精行业开工率估计为 42%，比上周略有提高。9 月 8 日，黑龙江肇东地区玉米酒精企业生产 1 吨酒精理论加工利润为-325 元/吨，加工亏损比上周扩大 85 元/吨，主要是由于副产品价格下滑影响加工利润；吉林松原地区理论加工利润-700 元/吨，加工亏损比上周缩小 100 元/吨，主要是由于原料成本下滑。加工 1 吨玉米黑龙江和吉林分别亏损 111 元/吨和 216 元/吨。9 月 8 日，黑龙江肇东地区酒精企业 DDGS（标准为 28% 蛋白含量，脂肪含量 5%，下同）出厂价为 1450-1550 元/吨，比上周下降 100 元/吨；吉林市出厂价为 1500-1600 元/吨，与上周持平；四平地区（蛋白含量 26%，脂肪含量 10%，下同）出厂价 1600-1700 元/吨，比上周下降 50-100 元/吨，河北石家庄地区出厂价为 1650-1700 元/吨，与上周持平。9 月 8 日，山东青岛港口美国进口 DDGS（蛋白含量 27% 以上，脂肪含量 7% 以上，下同）集装箱散货价 1630-1640 元/吨，比上周下降 10 元/吨；上海港口美国进口 DDGS 包货价格为 1670-1680 元/吨，比上周下降 40 元/吨。7 月我国进口 DDGS 量达 111 万吨，8 月份仍将维持 100 万吨左右水平，港口库存高企，下游需求恢复缓慢，港口贸易商积极抛售进口 DDGS。

短时间内，市场需求难有提振因素，产品供大于求的格局仍将延续，企业报价维持偏弱态势。淀粉企业库存压力较大，酒精方面也是受需求打压，开工率偏低，对玉米需求有限。

三、资金情况

从 7 月开始玉米持仓不断增加，相比 6 月末持仓已经翻倍，资金流入明显。资金的流入和玉米趋势性下跌同步，代表市场预期比较一致。

图 6：玉米持仓量和成交量

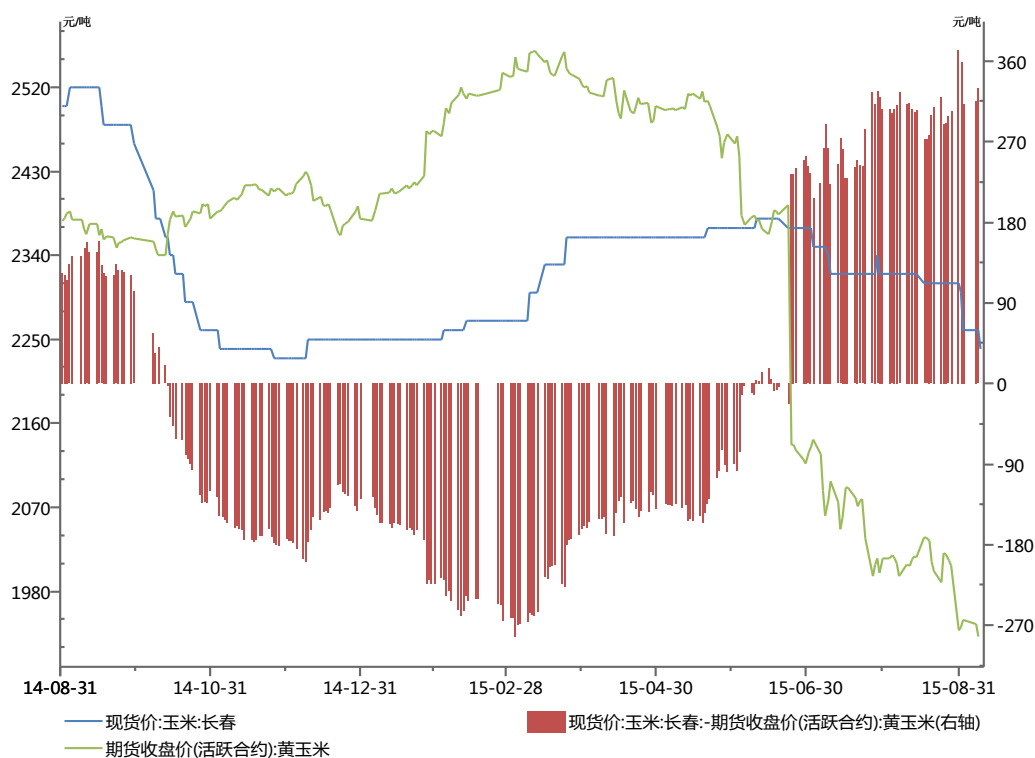


数据来源: wind、首创期货

在期货价格大幅下跌同时，现货下跌相对缓慢，导致期现价差快速扩大，目前期货贴水已经超过 300，后市价格继续下跌或将放缓。

国内玉米市场现在分为三大块：一是南方玉米市场被进口玉米、高粱等所主导，二是内地玉米市场被山东、河北、河南产玉米所左右，三是东北地区玉米市场被国储玉米所控制。由于国内玉米市场被不同的市场力量所分割，加上地区间客户需求不同，市场供应货源不同，以及运输条件的限制等，导致国内玉米市场现在是杂乱无序。经过多年政府主导大量收储以后，绝大部分粮源掌握在政府手中，玉米市场的自由流通已基本停止。国储玉米数量大，由于这些玉米安全保管难，加上很多地区仓容紧张等，估计这部分国储玉米随时会出库，但是国储玉米质量差、出库价高，虽然一些地区对采购国储玉米的企业有补贴，但仍不能满足用粮企业的采购要求。政府主导大量收储玉米造成市场价格扭曲不可能长期持续，由于期货已经深度贴水，后期如果收储政策退出明确，现货价格有望加速下跌。

图 7：玉米期现价格对比



数据来源: wind、首创期货

四、操作策略

鉴于收储退出的预期下,玉米仍将以逢高放空的策略为主。但退出政策何时出台尚不明确,因此远月合约将更加疲弱,可以采取空玉米 1605,为了对头寸进行一定保护,可以用多玉米 1601 空玉米 1605 进场。风险点在于:收储政策的变化,短期由于玉米期货贴水过多,且市场猜测美国农业部可能在 9 月份供需报告中下调玉米单产预测数据,因此也存在阶段性的反弹。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告力求客观、公正, 但文中观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述品种的操作依据, 投资者据此做出的任何投资决策, 本公司及报告书写人不承担任何责任。此报告版权属于北京首创期货有限责任公司, 未经首创期货授权, 任何个人、机构不得以任何方式更改、转载、传发及复印。

© 2015 年 北京首创期货有限责任公司 版权所有

营业部及联系方式:

北京首创期货有限责任公司

公司总部: 北京市西城区闹市口大街 1 号院长安融中心 4 号楼 11 层
联系电话: 010-58379300

昆明营业部

地址: 昆明市护国路 2-4 号广业大厦 B 幢 15 楼 A 区
电话: 0871-63116976

重庆营业部

地址: 重庆市江北区江北城西大街 25 号平安财富中心 17-3
电话: 023-86823000

北京北辰东路营业部

地址: 北京市朝阳区北辰东路 8 号亚运村 1 号门
电话: 010-84973081/82/83

济南营业部

地址: 济南市历下区趵突泉北路 1 号开元广场 B502
电话: 0531-86919857

南宁营业部

地址: 南宁市青秀区双拥路 38 号广西国际金融投资大厦 12F
电话: 0771-5776618

北京长虹桥营业部

北京市朝阳区东三环北路 19 号中青大厦 601、602 室
电话: 010-65088620

沈阳营业部

地址: 沈阳市和平区十一纬路 25 号辽宁出版集团智能大厦 1 号楼 5 层
电话: 024-88661555

深圳营业部

地址: 深圳市福田区金田路 3037 号金中环国际商务大厦 3609
电话: 0755-23884572

上海营业部

地址: 上海市浦东新区福山路 458 同盛大厦 19 层
电话: 021-58207887

厦门营业部

地址: 厦门市思明区湖滨南路 90 号立信广场 2304 室
电话: 0592-3277300

成都营业部

地址: 四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 1206 室
电话: 028-65169373

大连营业部

地址: 大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2505 号房间
电话: 0411-84800321

天津营业部

地址: 天津市河西区解放南路 256 号泰达大厦 7 层 AB 座
电话: 022-23201311

赤峰营业部

地址: 赤峰市新城区水榭花都 B 区 57 号楼 2 单元 02011 号
电话: 0476-8301830

郑州营业部

地址: 郑州市未来大道 69 号未来大厦 1601 室
电话: 0371-65615346

长沙营业部

地址: 长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 8 楼 801 室
电话: 0731-82681607/1607

武汉营业部

地址: 武昌区水果湖街中北路 86 号武汉中央文化旅游区 K3 地块 2 幢 34 层 1 号
电话: 027-87222252

哈尔滨营业部

地址: 哈尔滨市南岗区玉山路 10 号 D 栋 (一层, 二层, 501 室) 5 号门市
电话: 0451-82319355

包头营业部

地址: 包头市青山区钢铁大街 10 号中环大厦 B-702、704、706、708、710、712、714 号
电话: 0472-6167900

