

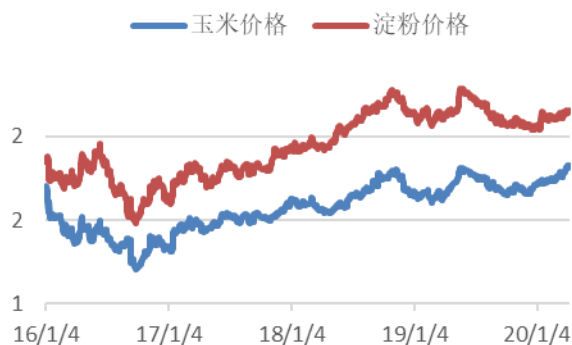
# 玉米和淀粉走势复盘

--杜少伦

2020-04-08

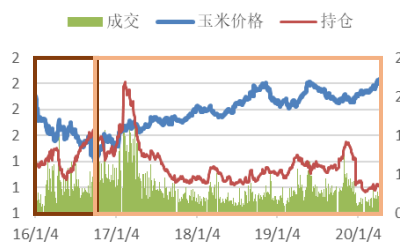
\*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对海红投资最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

玉米和淀粉是民生最基本的两个品种，使用的同时又大量用于养殖业的饲料。淀粉作为玉米的直接产品，价格基本上由玉米价格决定，只在特定需求变动时候会出现玉米和淀粉的价格背离情况。大部分时候玉米和淀粉都能维持良好的正相关关系，见下图：

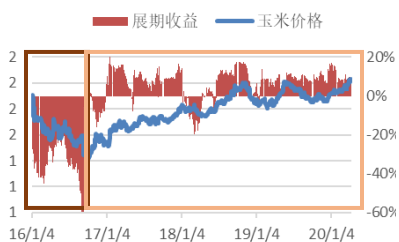


图一、玉米和淀粉走势对比

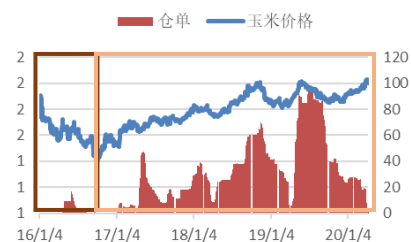
所以这里我们把他们放在一起讨论是十分合理的，他们受到的宏观面影响也是基本一致的，同时考虑到他们的需求端长期来都是稳定的刚需，很难有明显的变化，往往行情都是从供给侧发力的，比如天灾导致减产，政策阻拦进口等等。这里我们首先分别对他们的盘面表现进行复盘，主要从盘面价格持仓成交，展期收益和交易所仓单几个方面进行复盘。同时对宏观变量的相关性进行回顾。时间选取从 2016 年初到现在。



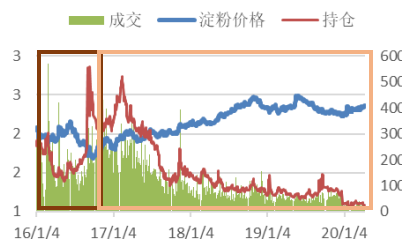
图二、玉米盘面



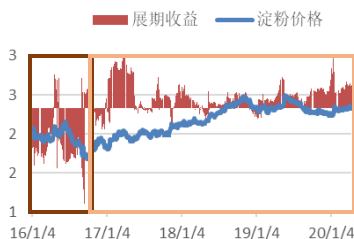
图三、玉米价格和展期



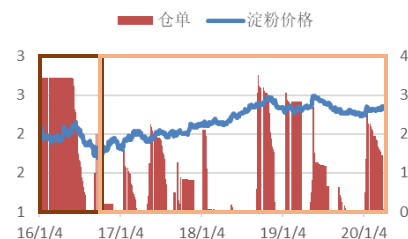
图四、玉米价格和仓单



图五、淀粉盘面



图六、淀粉和展期



图七、淀粉和仓单

从玉米淀粉的盘面走势起来看，2016 年的大反弹他们反而是下跌的，和大趋势完美的负相关，之后从大概 17 年初开始再次上行，趋势性特别强，一直维持到现在都在多头区间，但是上涨幅度十分有限总体来讲从 1500 左右底部涨到了 2500 左右，幅度 65%。所以这两个品种很适合趋势持仓，同时由于振幅小的特点适合持有较大头寸规模。我们从他们的展期收益率上就能一眼看到为什么他们呈现出这样的走势了，从 2016 年到 2017 年玉米和淀粉的展期收益率都是深度倒挂的，说明远期利空因素已经在盘面得到了反应，同时当时的下跌行情远期跌的更多，看空情绪明显。我们可以利用展期收益率将行情划分成两段。第一阶段：2016 年-2017 年探底阶段，第二阶段：2017 年至今趋势性上行。首先来看第一阶段，这一阶段的主要特征就是盘面的倒挂价格结构配合了下跌的行情价格，同时淀粉的仓单在这一时期明显增多，抛售压力很大。这里有出现了我们常用的信号：远期倒挂+大量仓单=看空信号。玉米和淀粉的这种倒挂行情价格也是区别于大部分其他商品的，从我们之前的回顾中可以看到，大部分商品在 2016 年大反弹行情中都是给出了完美的正向价格结构的，同时随着行情反弹的加深，正向结构跟随加深。但是玉米和淀粉却刚好相反，他们倒挂的幅度在大宗商品大反弹的时候其实是最差的。从这一点上大致可以看到玉米和淀粉有点类似于债券在股票市场中的位置，当预示着风险来临的时候大家会去购买需求端最稳定的产品最为避险品种。所以玉米和淀粉是大宗商品中的不折不扣的避险品种。从 2017 年开始大宗商品大反弹行情慢慢开始退出，不同品种的商品逐渐开始显示出弱势，这个时候玉米和淀粉开始了自己的多头行情之路。这一时期的主要变化是盘面的价格结构在当前价格跌近谷底的时候出现了正向的远期价格结构，说明预期开始转变了，对未来价格的乐观预期已经被盘面吸收。同时在反弹刚开始的时候淀粉的升水程度远高于玉米，所以淀粉的反弹开始的力度也大于玉米，但是淀粉反弹的持久力很差，玉米则是一直能够维持一个稳定的升水结构。从图六可以看出，淀粉在 18 年到 19 年之间其实升水结构岌岌可危，时而伴随出现了贴水盘面价格。同时玉米在 18 年初也出现过短时间的盘面贴水，价格回调的走势，注意看在那个时期玉米和淀粉的仓单同时上升，说明盘面遭到了贸易商的甩货。从 2017 年到现在的几次回调都是伴随着仓单的大量上行的，基本上可以判断为玉米淀粉的行情是仓单所有的贸易商主导行情。比较值得注意的一点：从 19 年开始，出现了两次明显的贸易商甩货，一次发生在 19 年初，另一次在 19 年中旬。两次甩货都伴随了价格大幅回调，但是同一时期的盘面远期价格依然能够维持正向结构，对远期的价格依然乐观，同时说明回调过程中远期价格跌幅小于近期。在贸易商仓单甩卖完毕之后，两者都不约而同的开始再次上行趋势。这里看到每一次回调的谷底都有明显的：远期正向结构+小仓单=做多信号。更明显的信号发生在 2020 年初期，玉米的仓单进入了历史最底部，同时远期的升水结构保持良好，做多信号成立。玉米价格现在走出了新高。

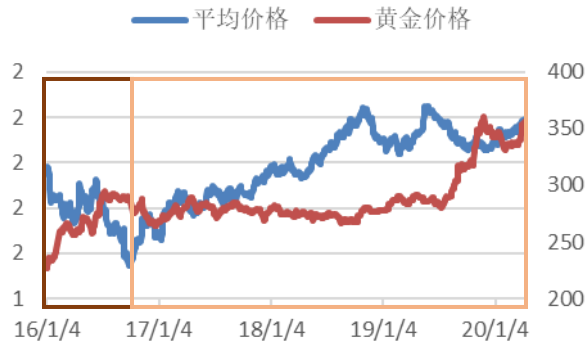
下面再看玉米淀粉的平均价格对宏观变量的相关性，这里采用十债价格来影射通胀率，人民币价格和黄金价格来观察避险属性。



图八、平均价格和十债



图九、平均价格和人民币



图十、平均价格和黄金

从十债价格和玉米淀粉平均价格对比可以看到，他们之间没有明显的相关性，但是在十债价格变动比较剧烈的时候会对玉米淀粉造成一定支撑或者压力。比如说从 16 年初到 16 年后期时候十债价格短时间超过了 100，当时玉米淀粉价格感受到了大面积通缩压力，应声下跌，之后十债预期矫正成了通胀之后，玉米淀粉也跟随筑底反弹。但是从 18 年以后十债价格再次开始上行，玉米淀粉不在跟随，主要原因是他们对于通胀的反应并不灵敏，如果只是缓慢的十债反弹并不会马上被

玉米和淀粉的定价机制吸收。这就是为什么他们对于通胀的反应和棉花白糖甚至油脂都很不一样。当十债走出了确定的底部之后，市场才开始对通缩的影响进行吸收，这一点从 2019 年之后看得很清楚，十债价格已经明显进入多头屡创信新高，玉米淀粉开始感受到了压力，但是当时的其他品种其实早已经惨不忍睹了。这种对通胀的反应慢造成了它的避险属性。从图九看到玉米淀粉对人民币价格反应不敏感，没有直接相关性，以后可以不同考虑人民币对他们的影响。下面着重看看玉米淀粉的避险属性，图十、玉米淀粉对黄金的相关性。从这幅图可以看到，黄金从 2016 年以来基本保持上行区间不变，但是从 2017 年开始直到 2019 年黄金经历了大幅的盘整一直维持横盘低振幅的状态。同一时期的玉米价格却能够一直上涨。黄金在这期间一直横盘的原因主要是他同时具有通胀的预期反应和当时市场对经济预期的不一致意见。但是从十债价格可以看到市场已经开始吸收过分的通胀甚至预期通缩的反映了。市场的风险情绪爆发在了 2019 年末期时候，黄金价格旱地拔葱，但是同一事情的玉米淀粉价格却开始了回调。对总体市场情绪的反应其实是相反的，所以玉米和淀粉并不是真正的回避市场风险。只是因为他们的通胀吸收能力差，反应慢造成的时间窗口给出了对商品市场的通胀通缩风险的相反运行逻辑，所以玉米和淀粉从这一点上讲是符合农产品大部分时候会慢于市场通胀预期运行的基本逻辑的，在市场通胀或者通缩预期强烈的时候他们往往会向着相反的方向运行，在这种时候同时开立农产品和工业品头寸可以形成有效风险对冲。