



四季度期价或弱势运行

玉米：静待新作上市压力释放

1. 我们未对玉米供需做出调整，后期可能根据生猪疫情下调玉米饲用需求，但根据临储拍卖进度调整玉米库存结构，市场更多基于下一年度总体供应量下降而看多，带动期价月初继续上涨，在 ICIC 会议之后，市场转向反映新作上市压力，期价出现减仓回落；

2. 1909 新合约上市后，玉米市场继续维持远期升水结构，表明其在一定程度上已经反映供需趋紧现货价格上涨的预期，继续看多则需要看到供需紧张即现货价格上涨超过之前预期。而看空则主要集中在两个方面，其一是远期供需预期发生改变，其二是阶段性供需宽松，导致现货价格上涨不及预期，甚至出现下跌的情况，这主要体现在近月合约上；

3. 考虑到大量临储玉米拍卖成交量转做新作年度期初库存，而接下来新作玉米逐步上量，符合阶段性供需宽松的情况，后期现货价格上涨或不及预期，而目前近月期价显著升水现货，再加上注册仓单处于历史高位，其中大部分需要在 1 月合约上完成交割，对应 1 月合约期现回归或更多以期价下跌来实现；

玉米淀粉：供需或趋于改善

4. 9 月期间华北地区淀粉行业开机率提前回升，但由于东北地区部分深加工企业停机检修，再加上 9 月淀粉合约到期交割需要注册仓单，行业库存回升相对缓慢，但库存下滑已经趋缓；

5. 可以合理预期后期供需有望继续趋于改善，首先，东北地区深加工企业停机检修后有望恢复满开状态；其次，根据往年规律，由于华北地区玉米上市早于东北地区，华北-东北玉米价差在 9 月后趋于收窄，并在年底之前维持相对低位，而目前华北地区已有丰厚的现货生产利润，这有可能带动行业开机率继续回升；再次，新作玉米上市前后，还有部分新建/复产产能投放。

交易建议：

整体看空，建议投资者继续持有 1 月淀粉空单或淀粉-玉米价差套利组合，少量做多 9 月合约淀粉-玉米价差。

风险因素：

国家托市政策、环保政策与补贴政策

范红军

谷物&鸡蛋研究员

☎ 020-37595315

✉ fanhongjun@htfc.com

从业资格号：F0262666

投资咨询号：Z0002196

相关研究：

年前或仍有售粮压力

2017-12-4

低位震荡下的阶段性机会

2017-12-25

抛储改变市场预期

2018-1-29

节后供需验证期

2018-2-26

玉米篇：静待新作上市压力释放

一、现货供需概况

首先，我们暂不对玉米供需方面进行调整，9月期间各家机构在对华北和东北产区调研后，对新作玉米产量预估依然分歧较大，但主流观点认为，华北产区产量持平略减，东北产区中吉林和辽宁单产下降较多，黑龙江和内蒙古种植面积与单产均回升，东北三省一区总产量小幅增加，再加上西北产区增产，全国新作产量总体持平略增，这与我们之前预估基本一致，因此，我们不对新作产量预估进行调整。

9月期间非洲猪瘟疫情继续扩散，农村农业部接连发出安徽和内蒙古疫情通报，但考虑到其尚未导致养殖户大量屠宰育肥猪及其淘汰能繁母猪的情况，生猪价格亦相对坚挺，国家亦将生猪扑杀补贴从800元/头上调至1200元/头，此举有助于控制生猪疫情。我们后期继续跟踪，根据实际影响情况可能下调新作年度玉米饲用需求。

我们继续根据目前临储玉米拍卖进度将期末库存分项进行了调整，按照目前临储拍卖进度，截至9月21日当周已经成交接近8300万吨，以接下来4周（拍卖截止到10月底）成交量计算，累积成交有望达到9000万吨，在供需未做调整的情况下，我们将社会库存相应上调。

在二元供应结构下，这意味着下一年度总体供应量（临储剩余库存+新作产量）相应下调，详见下图3，较当前年度仅小幅增加不到500万吨，但考虑到下一年度供需缺口有望继续扩大，这就意味着下一年度即使全部临储库存供应市场，其供需亦较当前年度更为紧张，这应该是市场主流看多的逻辑所在，带动玉米期价月初继续冲高。

但在9月中旬的国际玉米产业会议(ICIC)上，与会业内专家多持长期看多观点，但并不看多接下来的现货价格，多认为接下来新粮多趋于接轨陈粮，四季度玉米港口平仓价（对标期价）在1800元+/-50元区间内，主要原因有三，其一是新作产量下降不及预期，其二是旧作实际供需缺口并不大，其三是临储高成交后的结转库存巨大。在这种情况下，市场关注焦点暂时从过去远期看多逻辑转向近期的新作上市压力上来，期价逐步转为弱势。

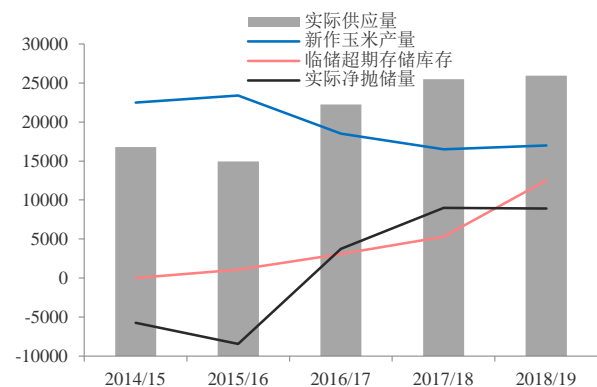
图 1. 中国玉米供需平衡表

项目	中国玉米网					USDA					JCI					华泰期货				
年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19
期初库存	141.7	207.0	277.6	292.7	283.8	81.3	100.4	110.8	100.7	79.6	84.7	166.1	244.0	266.1	243.2	100.9	168.4	245.7	241.6	204.6
产量	219.8	233.8	206.5	200.2	207.1	215.6	224.6	219.6	215.9	225.0	219.0	230.7	207.1	196.9	195.0	225.0	234.0	185.0	165.0	170.0
净进口	5.5	3.2	2.4	3.4	3.4	5.5	3.2	2.4	3.0	5.0	5.5	3.2	2.4	3.4	5.1	5.5	3.3	2.4	3.0	4.0
总需求	160.0	166.4	193.8	212.5	221.7	202.0	217.5	232.0	240.0	251.0	143.1	155.9	187.4	222.6	236.5	163.0	160.0	191.5	205.0	220.0
饲用需求	97.5	100.5	116.2	131.0	136.0	140.0	153.5	162.0	166.0	174.0						100.0	96.0	118.0	125.0	135.0
FSI需求	62.5	65.9	77.6	81.5	85.7	62.0	64.0	70.0	74.0	77.0						63.0	64.0	73.5	80.0	85.0
期末库存	207.0	277.6	292.7	283.8	272.6	100.4	110.7	100.8	79.6	58.6	166.1	244.0	266.1	243.2	206.6	168.4	245.7	241.6	204.6	158.6
其中：国储库存																152.1	236.5	209.6	119.6	83.6
社会库存																16.3	9.2	32.0	85.0	75.0
年度变化	65.3	70.6	15.1	-8.9	-11.2	19.1	10.3	-9.9	-21.2	-21.1	81.4	77.9	22.1	-22.9	-36.6	67.5	77.3	-4.1	-37.0	-46.0

数据来源：中国玉米网 USDA JCI 华泰期货研究院

图 2. 国内玉米供应结构图

单位：万吨



数据来源：华泰期货研究院

图 3. 国内玉米供应结构图 2

单位：万吨

年度	新作玉米产量	临储超期存储库存	实际净抛储量	实际供应量
2014/15	22500	0	-5732	16768
2015/16	23400	1067	-8441	14959
2016/17	18500	3103	3740	22240
2017/18	16500	5315	9000	25500
2018/19	17000	12542	8914	25914

数据来源：华泰期货研究院

二、各合约逻辑分析

9 月中 1809 合约到期，1909 新合约上市，1909 对 1905 合约升水 80 元左右，玉米市场总体继续呈现两个方面的特征，其一是远月升水近月，且升水幅度为往年同期最高水平；其二是近月升水现货。

在这种结构之下，期价在一定程度上已经反映供需趋紧现货价格上涨的预期，继续看多则需要看到供需紧张即现货价格上涨超过市场预期。而看空则主要集中在两个方面，其一是远期供需预期发生改变，其二是阶段性供需宽松，导致现货价格上涨不及预期，甚至出现下跌的情况，这主要体现在近月合约上。



對於前者即供需預期發生改變而言，目前由於新作玉米已經定產，產量預估不會有較大偏差，需求方面目前能看到的潛在不利因素就是豬瘟疫情，相對難度較大，且年前無法證偽。當然，年後存在這種可能性，如果屆時出現農民售糧難或者臨儲拋儲成交低迷，則可證明今年臨儲拋儲後的結轉庫存已經覆蓋下一年度供需缺口，而下一季玉米種植面積大幅增加，則遠期升水結構可能發生改變。

後者即階段性供需寬鬆可能是接下來市場關注的重點，在前期報告中我們提及，目前期價結構遠期升水表明市場看多遠期現貨價格，這會帶動現貨市場補庫熱情，在中下游補庫的情況下，新增供應諸如臨儲玉米拍賣和新作玉米上市會導致階段性供需改善。

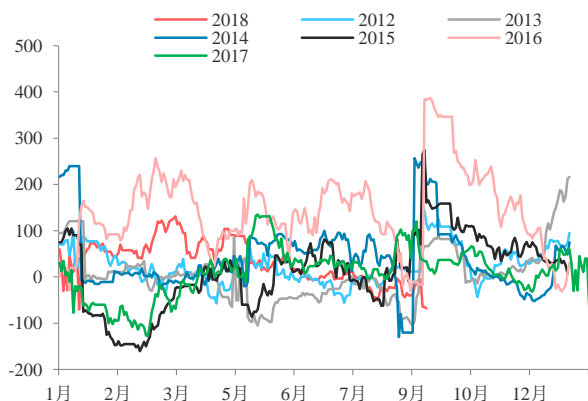
臨儲玉米拍賣帶動階段性供需寬鬆，出現在4月中旬到8月中旬，由於臨儲拍賣初期成交巨大，面臨出庫壓力，而下游在上一季新玉米上市之後多備有庫存，導致現貨價格相對低迷，南北方港口價差長期倒掛，華北玉米現貨價格多維持在1850-1900之間，東北玉米入關也未出現持續的利潤窗口，但市場通過延遲出庫和降低6月後的臨儲成交率來加以緩解，在臨儲拍賣成本的支撐之下，現貨價格維持在一個相對穩定的水平，期價雖對現貨價格升水，但由於9-1價差較大，交割買方可以轉拋到1月之上，對應期價也未有下跌來實現基差回歸。

而新作玉米上市帶動階段性供需寬鬆有望出現在四季度，由於9月之前尚有大量臨儲玉米尚未出庫，再加上8月底以來，在出庫壓力釋放之後，南北方港口現貨價格有小幅上漲，再加上深加工企業利潤高企，有一定的補庫需求，這帶動臨儲拍賣成交率再度走高，最近四周成交均接近400萬噸，這意味著有大量臨儲玉米轉作期初庫存，目前市場普遍預計在4000萬噸以上，而目前華北新作玉米上市已經帶動玉米深加工企業收購價下滑，帶動華北-東北玉米價差收窄，這會壓制對東北玉米的需求。

綜上所述，接下來臨儲玉米拍賣成交後需要出庫入市，華北地區缺乏對東北玉米的需求，再加上東北新作玉米逐步上量，現貨價格或難有大幅上漲。當然考慮到今年種植成本上升，農民或有惜售心理，飼料企業更青睞新作玉米，或繼續入市做庫存，亦不排除部分貿易商基於長期看漲預期繼續做大庫存，這會導致現貨價格四季度跌幅相對受限。

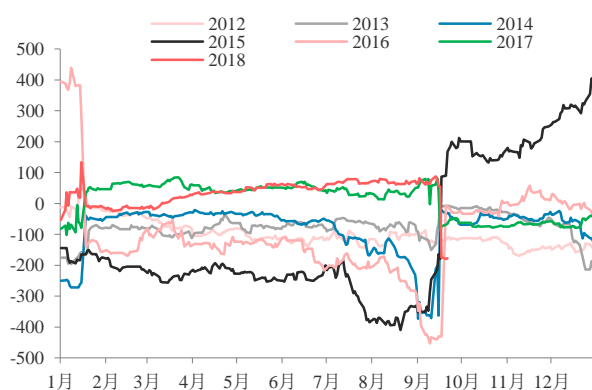
此外，根據交易所的規定，玉米註冊倉單需要在3月統一注銷再重新註冊，倉單壓力或集中體現在1月合約上。在現貨價格難以上漲，近月期價顯著升水現貨，且有巨量倉單的情況下，我們傾向於認為四季度期價或整體弱勢，基差回歸更多依賴期價下跌的方式在實現。

圖 4. 玉米近月基差 單位：元/噸



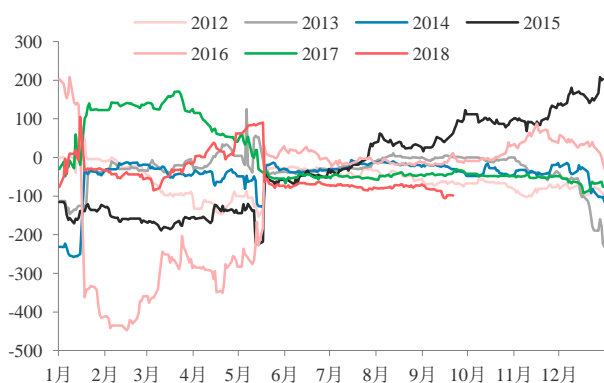
數據來源：匯易網 華泰期貨研究院

圖 5. 玉米 1-9 價差 單位：元/噸



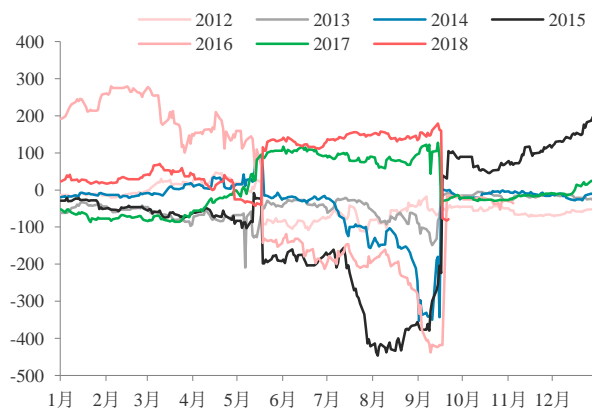
數據來源：文華財經 華泰期貨研究院

圖 6. 玉米 1-5 價差 單位：元/噸



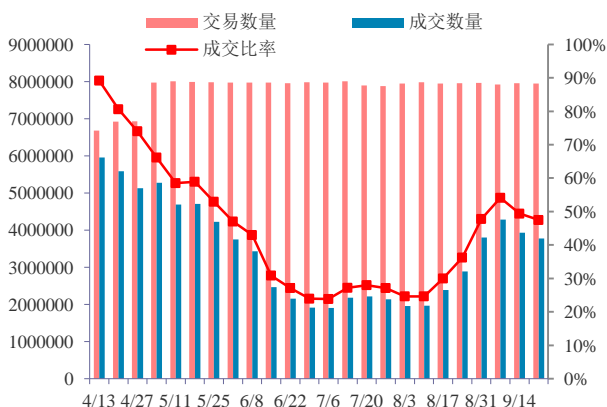
數據來源：文華財經 華泰期貨研究院

圖 7. 玉米 5-9 價差 單位：元/噸



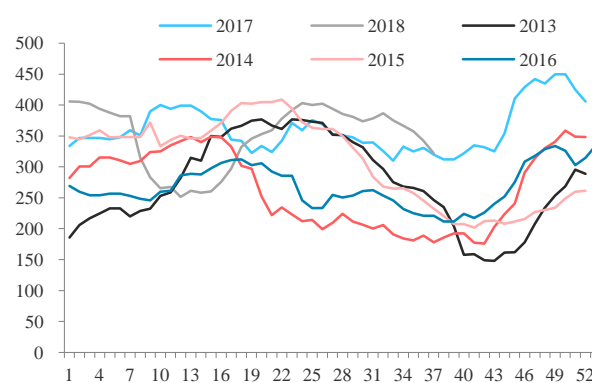
數據來源：文華財經 華泰期貨研究院

圖 8. 臨儲拍賣成交情況 單位：噸



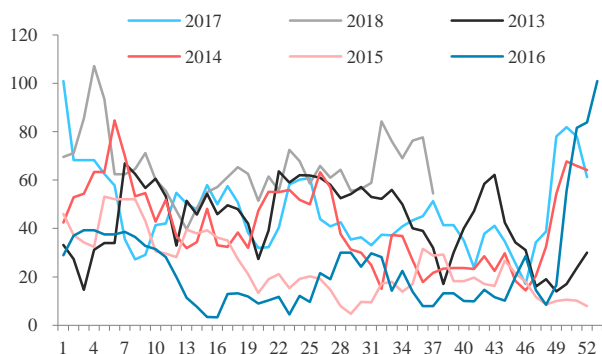
數據來源：國家糧食局 華泰期貨研究院

圖 9. 北方港口玉米庫存 單位：萬噸



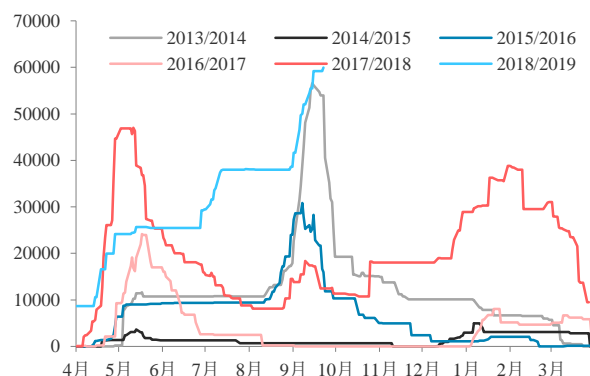
數據來源：匯易網 華泰期貨研究院

图 10. 南方港口玉米库存 单位：万吨



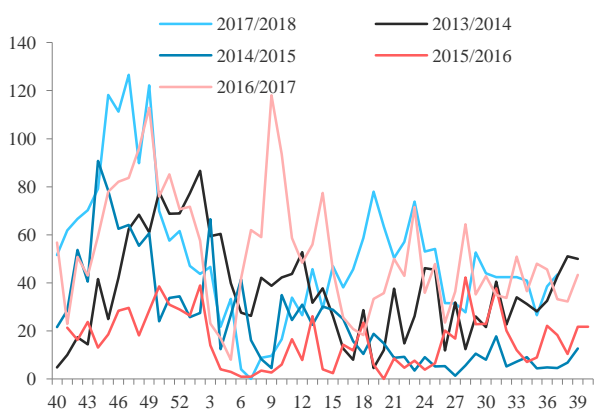
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 11. 玉米注册仓单 单位：张



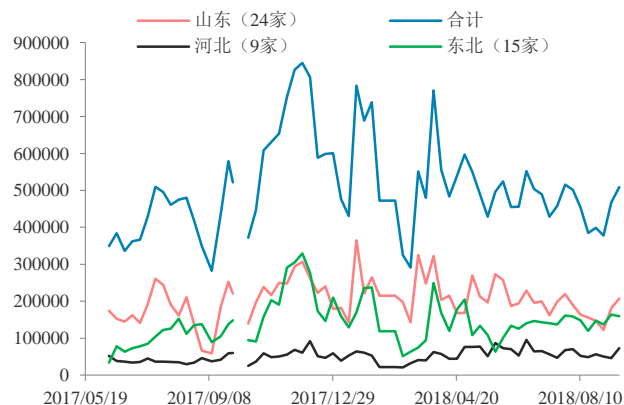
数据来源：大商所 华泰期货研究院

图 12. 北方港口玉米集港量 单位：万吨



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 13. 深加工企业收购量 单位：吨



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 14. 春玉米发育期



数据来源：国家气象局 华泰期货研究院

图 15. 夏玉米发育期



数据来源：国家气象局 华泰期货研究院

玉米淀粉篇：供需或趨于改善

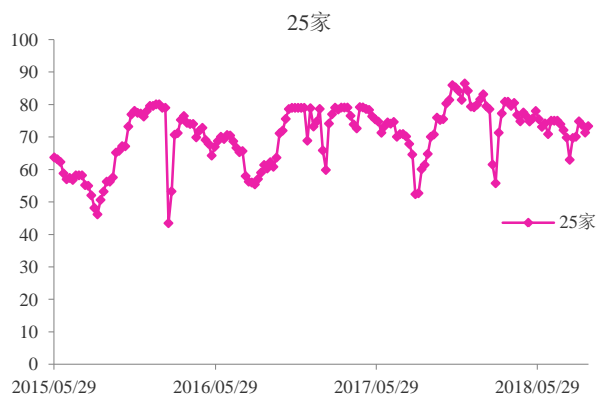
在上月月報中，我們回顧今年以來的淀粉期現貨行情，認為今年以來華北-東北玉米價差的擴大，導致淀粉供應出現結構性問題，華北地區開機經常性不足，而東北地區滿開情況下亦可能出現階段性供應緊張。繼而帶動淀粉定價模式隨之改變，華北地區更多參考成本，而東北地區更多以擠占華北淀粉市場為目標。

換句話說，我們認為前期庫存持續下滑，淀粉-玉米價差反季節性表現，更多源于供應端，接下來有望逐步改善，而這又源于我們前面提及的華北-東北玉米價差收窄，9月以來華北新作上市之後，華北玉米深加工企業收購價持續回落，已經帶動價差收窄，而淀粉現貨價格由于行業庫存下降而相對堅挺，帶動現貨生產利潤繼續改善，這帶動華北地區淀粉行業開機率提前回升，但由于東北地區部分深加工企業停機檢修，再加上9月淀粉合約到期交割需要注冊倉單，行業庫存回升相對緩慢，但庫存下滑已經趨緩，天下糧倉數據顯示，截至9月21日當周，雖然81家和68樣本企業庫存繼續小幅下滑，但同口径統計的29家企業庫存出現小幅回升。

展望後期，我們可以合理預期後期供需有望繼續趨于改善，首先，東北地區深加工企業停機檢修後有望恢復滿開狀態，因目前生產利潤尤為豐厚；其次，根據往年規律，由于華北地區玉米上市早于東北地區，華北-東北玉米價差在9月後趨于收窄，並在年底之前維持相對低位，而目前華北地區已有豐厚的現貨生產利潤，這有可能帶動行業開機率繼續回升；再次，新作玉米上市前後，還有部分新建/復產產能投放，同行8月底調研了解到，金玉米和綏化象嶼分別新建產能100萬噸（玉米加工能力），計劃在10月份後投產，投產初期主要以淀粉為主；另有廣玉15萬噸及大宗生物30萬噸產能有望復產，陝西國維（總產能100萬噸）一直維持半產，在新玉米上市後有望達到滿開狀態。

考慮到目前淀粉近月期價與華北與東北現貨價格大致平水，而淀粉現貨供需有望繼續改善，加上原料端1月合約玉米亦有望下跌來回歸基差，因此，我們建議投資者繼續持有1月合約淀粉空單或淀粉-玉米價差套利組合。當然，建議投資者重點關注供需不及預期的情況，供應端主要關注環保政策，需求端重點關注淀粉及其淀粉糖出口和木薯淀粉價格走勢。此外，考慮到9月合約盘面生產利潤為負，而其對應季節性需求旺季，因此，我們建議投資者可以適量參與價差擴大的套利組合。

图 16. 淀粉行业开机率 单位：%



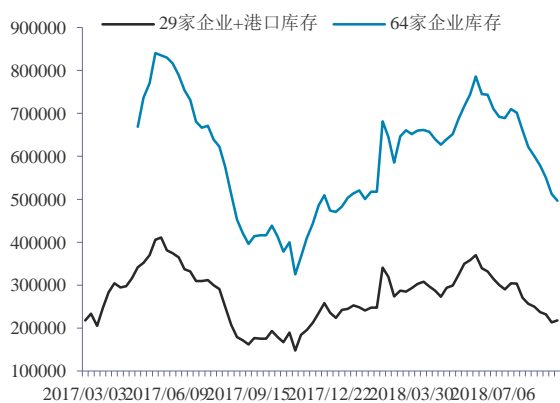
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 17. 山东淀粉企业开机率 单位：%



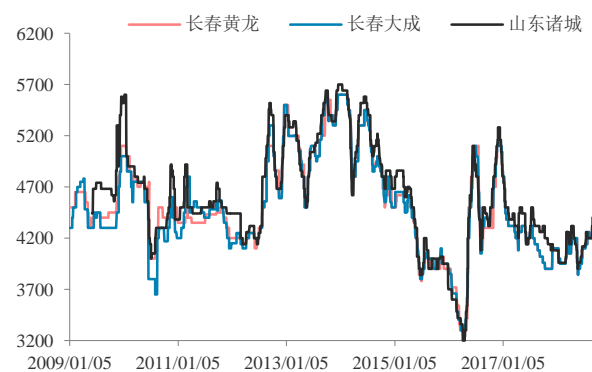
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 18. 淀粉行业库存 单位：吨



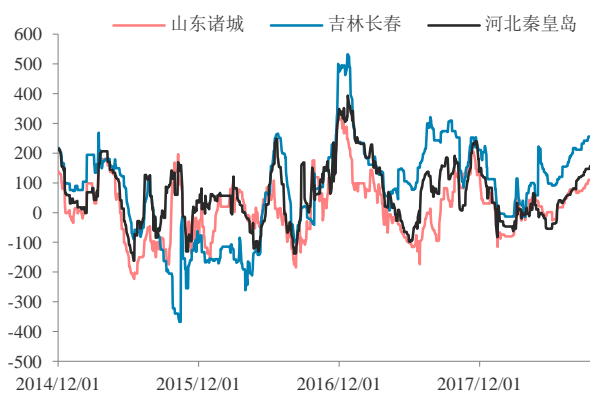
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 19. 玉米蛋白粉现货价格 单位：元/吨



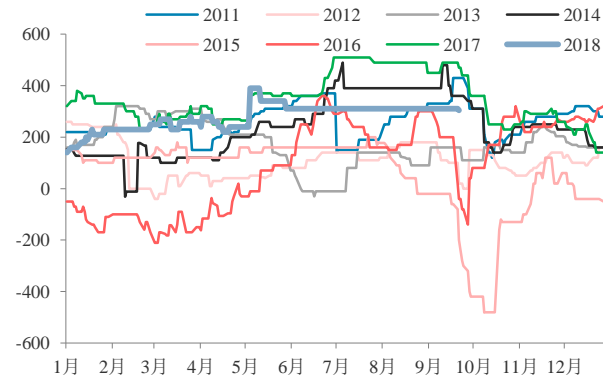
数据来源：汇易网 天下粮仓 华泰期货研究院

图 20. 玉米淀粉现货生产利润 单位：元/吨



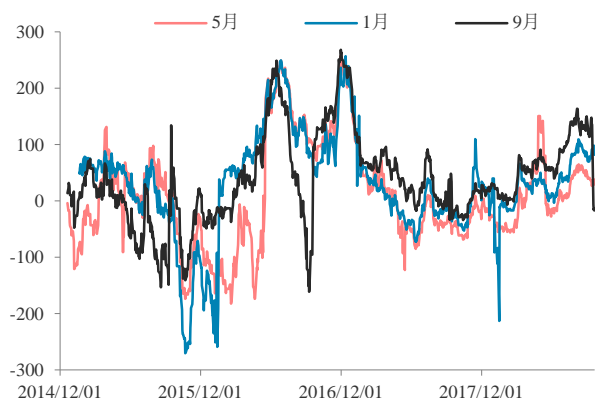
数据来源：汇易网 天下粮仓 华泰期货研究院

图 21. 华北-东北玉米价差 单位：元/吨



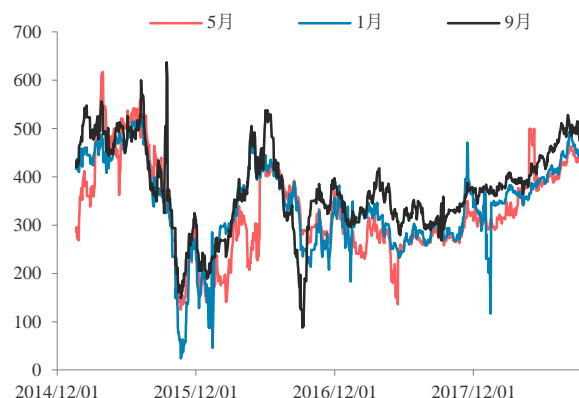
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 22. 玉米淀粉盘面生产利润 单位：元/吨



数据来源：汇易网 文华财经 华泰期货研究院

图 23. 淀粉-玉米价差 单位：元/吨



数据来源：汇易网 文华财经 华泰期货研究院

后市行情展望

一、玉米

首先，我们未对玉米供需做出调整，后期可能根据生猪疫情下调玉米饲用需求，但根据临储拍卖进度调整玉米库存结构，市场更多基于下一年度总体供应量下降而看多，带动期价月初继续上涨，在 ICIC 会议之后，市场转向反映新作上市压力，期价出现减仓回落；

其次，1909 新合约上市后，玉米市场继续维持远期升水结构，表明其在一定程度上已经反映供需趋紧现货价格上涨的预期，继续看多则需要看到供需紧张即现货价格上涨超过之前预期。而看空则主要集中在两个方面，其一是远期供需预期发生改变，其二是阶段性供需宽松，导致现货价格上涨不及预期，甚至出现下跌的情况，这主要体现在近月合约上；

最后，考虑到大量临储玉米拍卖成交量转做新作年度期初库存，而接下来新作玉米逐步上量，符合阶段性供需宽松的情况，后期现货价格上涨或不及预期，而目前近月期价显著升水现货，再加上注册仓单处于历史高位，其中大部分需要在 1 月合约上完成交割，对应 1 月合约期现回归或更多以期价下跌来实现。

二、玉米淀粉

首先，9 月期间华北地区淀粉行业开机率提前回升，但由于东北地区部分深加工企业停机检修，再加上 9 月淀粉合约到期交割需要注册仓单，行业库存回升相对缓慢，但库存下滑已经趋缓；



其次，我們可以合理預期後期供需有望繼續趨於改善，首先，東北地區深加工企業停機檢修後有望恢復滿開狀態；其次，根據往年規律，由於華北地區玉米上市早於東北地區，華北-東北玉米價差在9月後趨於收窄，並在年底之前維持相對低位，而目前華北地區已有豐厚的現貨生產利潤，這有可能帶動行業開機率繼續回升；再次，新作玉米上市前後，還有部分新建/復產產能投放；

最後，考慮到目前淀粉近月期價與華北與東北現貨價格大致平水，而淀粉現貨供需有望繼續改善，加上原料端1月合約玉米亦有望下跌來回歸基差，建議投資者繼續持有1月合約淀粉空單或淀粉-玉米價差套利組合。此外，考慮到9月合約盘面生產利潤為負，而其對應季節性需求旺季，相應建議投資者可以適量參與價差擴大的套利組合。



● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2018版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com