

玉米与玉米淀粉期货半年报

Corn and Corn Starch Futures Semiannual Report

作者:油料油料组 侯芝芳

执业编号: F3042058(从业) Z0014216(投资咨询)

联系方式: 010-68578922/houzhifang@foundersc.com

投资咨询业务资格:京证监许可【2012】75号

成文时间: 2021年7月11日星期日

供需格局转换期 天气波动定乾坤

——2021年上半年玉米、淀粉期货回顾及下半年展望

摘要:

玉米:主力9月合约上半年在2550-2890元区间波动,玉米淀粉消费表现良好以及饲料产量延续增长态势,为其提供支撑,其他谷物替代给其带来压力。下半年玉米市场面临需求支撑与产量兑现的博弈,对于01合约初步运行区间预估为2500-2750元,如果最终产量达到或者高于预期的情况下,整体运行区间将有所下移,如果产量不及预期,或者需求好预期,整体运行区间将有所上移。操作方面建议价格超过区间上沿的做空机会。

淀粉: 主力 9 月合约上半年在 2950-3400 元区间波动,原料玉米价格高位运行以及需求相对良好为其提供支撑,二季度需求有所下滑给其带来压力。 下半年玉米淀粉市场将继续围绕成本与需求的博弈展开,原料玉米相对偏弱运行以及需求预期相对下滑,对其形成拖累,整体价格运行区间预期下移至 2850-3150元。操作方面建议关注价格走高之后的做空机会。

风险提示:美国以及国内玉米产区天气出现超预期的波动;需求大幅好于预期等。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

请务必阅读最后重要事项 第1页



目录

第一部分 行情回顾	3
1.1 玉米期货价格长期走势回顾	3
1.2 玉米淀粉期货价格长期走势回顾	5
1.3 2021 年上半年期货行情回顾	6
1.4 现货行情回顾	7
第二部分 基本面分析	8
2.1 玉米市场基本面	8
2.1.1供给方面-贸易商出货&新季玉米产量	8
2.1.2 需求方面-养殖规模&其他谷物替代&企业加工利润	10
2.1.3 玉米市场供需平衡表	13
2.2 淀粉市场基本面	14
2.2.1 企业利润收窄被动压缩开工率	14
2.2.2 下游消费放缓导致企业库存被动回升	15
2.2.3 淀粉行业供需平衡表	15
第三部分 玉米期权市场分析	16
3.1 玉米期权市场情况	16
3.2 期权操作策略	18
第四部分 套利机会分析	19
4.1 跨品种套利	19
4.2 玉米跨期套利	20
第五部分 观点总结与操作策略	21
5.1 玉米指数价格季节性分析	21
5.2 玉米淀粉指数价格季节性分析	21
5.3 玉米市场观点总结以及操作建议	
5.4 玉米淀粉市场观点总结以及操作建议	23
第六部分 相关股票涨跌幅	24



第一部分 行情回顾

1.1 玉米期货价格长期走势回顾

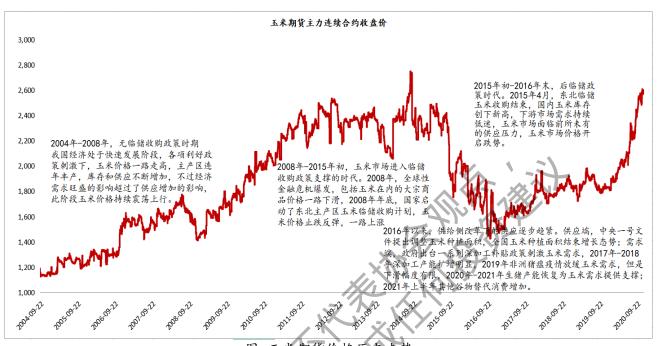


图 玉米期货价格历史走势 资料来源:方正中期期货研究院

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

请务必阅读最后重要事项 第 3 页



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年底-至今,供给侧改革下的供应逐步趋紧。供应端,2016年中央一号文件提出适当调减非优势区玉米种植拉开了玉米供给侧改革之路,自2016年开始全国玉米种植面积结束增长态势。需求端,工业需求在政策的影响下有一定幅度的上升,2015年以来政府出台一系列深加工补贴政策刺激玉米需求,2017年-2018年深加工产能扩增明显;饲用需求处于相对增长的时期,虽然2019年由于非洲猪瘟疫情的影响出现下滑,但是整体仍处于相对高位,2020年生猪高利润以及复养政策提振下,玉米饲用需求预期将再次回归上升通道。2021年上半年生猪存栏恢复与其他谷物替代消费博弈下,玉米价格继续高位区间波动。

请务必阅读最后重要事项 第4页



1.2 玉米淀粉期货价格长期走势回顾



图 玉米淀粉期货价格历史走势资料来源:方正中期期货研究院

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日淀粉期货在太商所正式挂牌上市。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,玉米市场逐步出现产需缺口,玉米价格上涨带动淀粉价格筑底反弹。

第三阶段,2018年下半年以来,非洲猪瘟导致玉米市场产需缺口缩小,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年中央一号文件重点提出抓好生猪复养,再加上临储玉米库存所剩不多,市场对于供需缺口预期担忧增加,玉米期价的大幅上涨带动玉米淀粉价格大幅上扬。2021年上半年玉米价格高位运行叠加下游消费表现良好,价格继续高位区间波动。

请务必阅读最后重要事项 第 5 页



1.3 2021 年上半年期货行情回顾

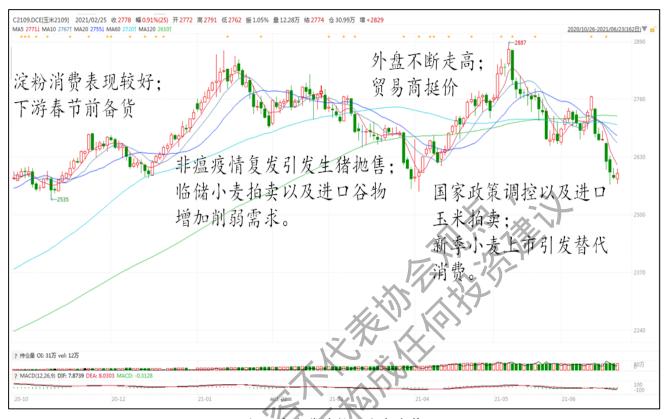


图 玉米期货价格上半年走势 资料来源:wind、方正中期期货研究院

玉米: 主力 9 月合约上半年在 2550-2890 区间波动,整体呈现一波三折的走势。1 月中旬以前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。1 月下旬-3 月份,玉米期货价格呈现高位震荡回落走势,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。5-6 月份,玉米期货价格呈现高位回落态势,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,贸易商的持仓信心减弱,市场看涨情绪下滑,带动玉米期货价格回落。

请务必阅读最后重要事项 第6页



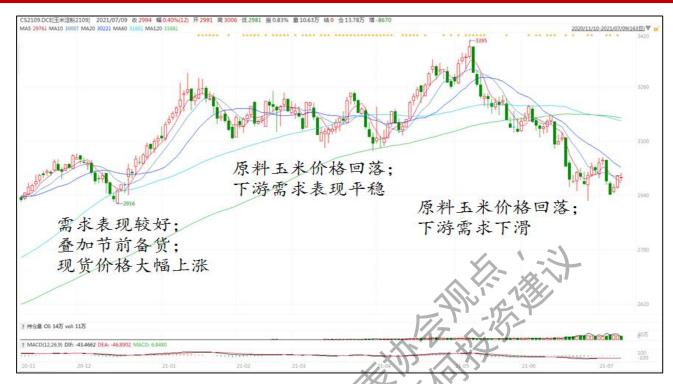


图 玉米淀粉期货价格上半年走势 资料来源:wind、万正中期期货研究院

淀粉: 主力 9 月合约上半年在 2950-3400 区间波动,整体呈现先扬后抑走势。1 月中旬以前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。1 月下旬-3 月,玉米淀粉期货价格呈现高位窄幅震荡走势,节日备货过后,下游需求预期有所收敛,玉米淀粉价格高价支撑有所减弱,叠加上游原料玉米价格的回落,其价格的上行之路受阻,不过需求的相对支撑仍在,价格的下行支撑仍在。4 月份,玉米淀粉价格呈现低位上涨走势,原料玉米价格上涨引发市场对于供应的担忧,下游采购意愿增强,带动玉米淀粉价格上涨。5-6 月份,玉米淀粉期货价格呈现高位回落态势,价格走高之后,下游需求明显收敛,企业跟随降价,最终带动玉米期货价格回落。

1.4 现货行情回顾

国内玉米现货价格上半年呈现先扬后抑走势。截止 6 月 30 日,全国玉米平均价格为 2790 元/吨,较 1 月初(1 月 4 日)2654 元/吨上涨 136 元/吨,涨幅 5.12%,较去年同期 2161 元/吨上涨 628 元/吨,同比涨幅 29.06%。其中,吉林长春 6 月底玉米价格为 2700 元/吨,较 1 月初的 2680 元/吨上涨 20 元/吨;黑龙江哈尔滨 6 月底玉米价格为 2660 元/吨,较 1 月初的 2620 元/吨上涨 40 元/吨;辽宁大连 6 月底玉米价格为 2690 元/吨,较 1 月初的 2695 元/吨下跌 5

请务必阅读最后重要事项 第7页



元/吨;山东青岛6月底玉米价格为2910元/吨,较1月初的2600元/吨上涨310元/吨;广东蛇口6月底玉米现货价格为2820元/吨,较1月初的2780元/吨上涨40元/吨。

国内玉米淀粉现货价格上半年同样呈现先扬后抑走势。截止 6 月 30 日,全国玉米淀粉均价为 3254 元/吨, 较 1 月初(1 月 4 日)的 3124 元/吨上涨 130 元/吨, 涨幅 4.2%, 较去年同期的 2580 元/吨上涨 674 元/吨, 涨幅 26%。其中,黑龙江青冈地区 6 月底玉米淀粉价格为 3150元/吨, 较 1 月初的 3000元/吨上涨 150元/吨; 山东诸城地区 6 月底玉米淀粉价格为 3390元/吨, 较 1 月初的 3220元/吨上涨 70元/吨; 河北宁晋 6 月底玉米淀粉价格为 3381元/吨, 较 1 月初的 3200元/吨上涨 181元/吨; 吉林长春 6 月底玉米淀粉价格为 3200元/吨, 较 1 月初的 3050元/吨上涨 150元/吨。

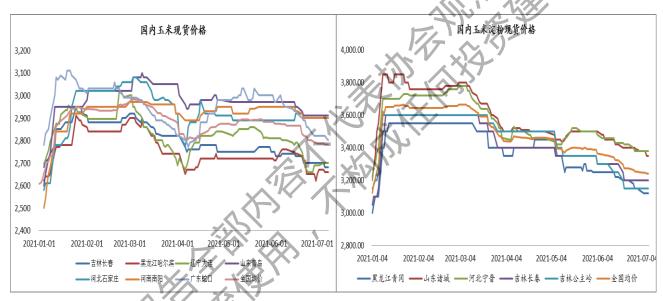


图 全国主要地区玉米现货价格 (元/吨) 资料来源: wind, 方正中期研究院

图 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

第二部分 基本面分析

2.1 玉米市场基本面

2.1.1 供给方面-三季度看贸易商出货节奏 四季度看新季玉米产量

(1) 贸易商库存影响 7-9 月供应节奏

7-9 月份国内玉米市场的供应主要依赖于贸易商,市场关注点将聚焦于整体库存水平以及出货节奏。整体的库存水平来看,多数调研信息反馈东北地区贸易商库存水平高于预期,另外我们通过价格表现也能侧面印证贸易商的高库存情况,东北地区3月份以后的价格明显低于1-3月份的价格,那么也就意味着有相当大一部分高价粮源未给出利润空间,导致贸易商被动压库,进而被动形成当前的高库存局面,库存相对较高意味着

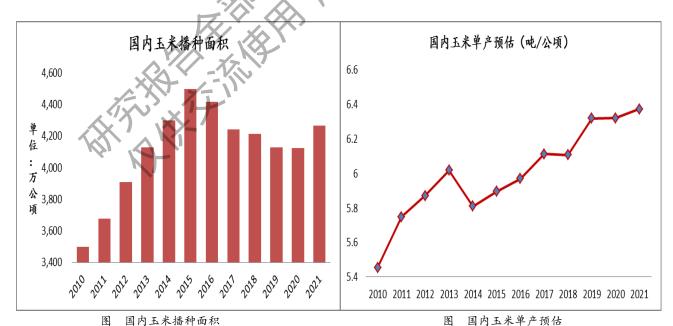
请务必阅读最后重要事项 第8页



7-9 月份的隐性压力较大。贸易商的出货节奏来看,主要关注两个方面,一是贸易利润; 二是价格预期。在生猪价格的超预期回落、小麦以及进口谷物的高替代影响下,贸易商 的心态已经发生分化,7 月份考虑天气还能提供一点利多带动,部分贸易商存在挺价意 愿,对价格形成一定支撑,但是随着时间的推移,如果想对利多未能转化为实际利多的 情况下,贸易商的挺价意愿将会有所松动,一旦出现利空消息的干扰,贸易商有集中出 货可能,届时带动现货价格回落的同时,也将拖累期货价格。

(2) 新季玉米产量将在 9-10 月兑现

新季玉米的产量决定了国内玉米的供应总量,单产兑现路径以及途径是市场的重要关注点。国内玉米是一年一季作物,一般在 4-5 月份进入种植期,6-8 月份为生长期,9-11 月份进入收获期。产量的影响因子主要包括两个方面,一是播种面积,目前国内玉米已经进入生长期,意味着播种面积已经落定,农业农村部 6 月供需报告中预估 2021 年国内玉米的种植面积为 4267 万公顷,同比增长 3. 4%; 二是单产情况,农业农村部 6 月报告中预估 2021 年全国玉米平均单产为 6. 37 吨/公顷,同比增长 0. 8%,为历史最高水平。单产的实现主要依赖于产区天气情况,目前表现较为平稳,尚未出现特别大的异常干扰,整体维持趋近预估单产的预期,不过单产的最终落定还是要看收获期的情况,因此 7-8 月天气状况奠定整体下一年度国内玉米的供应水平。历史最高的单产预估使得市场对于天气的容错率下降,意味着一旦 7-8 月出现天气扰动,就会对价格形成较大的提振,相反,如果天气一直表现良好的话,就会对价格形成压制。



资料来源:同花顺,方正中期研究院

资料来源:同花顺,方正中期研究院

请务必阅读最后重要事项 第9页



(3) 外盘价格波动影响进口玉米供应弹性

进口玉米作为补充国内供应的重要环节,其供应弹性主要取决于内外盘价差。下半年玉米进口量的变化主要受两方面影响,一是政策,二是利润。政策方面,未来主要关注中美贸易是否出现一些其他的变化,如果表现没有特别的变化的情况下,进口量更多的还是以利润驱动为主。2020年国内需求增长对进口玉米的正向推动较为明显,临储玉米库存见底,使得国内玉米市场供需缺口有所显现,带动国内玉米价格大幅上涨,玉米市场进口配额的限制下,使得国内玉米相对进口玉米的价差大幅走高,进口玉米的竞争优势大幅提升,带动了保税区玉米加工饲料企业产能的发展。2021年国内玉米进口量的增长,完成了国内玉米需求增长向国际玉米价格的传导,此时又遇上巴西玉米的减产,使得进口玉米相对国内玉米的价差得到了快速的修复,价差回落使得玉米进口驱动有所下滑。下半年如果国内玉米供应表现偏紧,外盘价格将会对国内玉米价格形成压力。

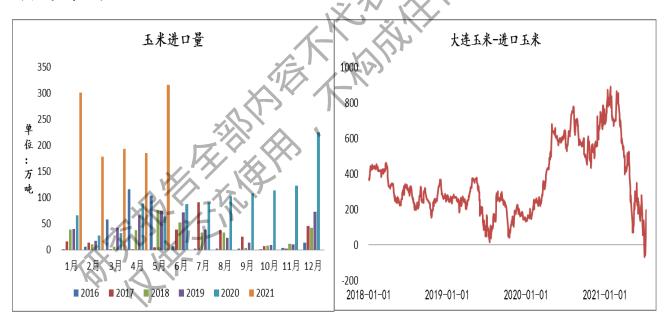


图 玉米月度进口量 资料来源:同花顺,方正中期研究院

图 大连玉米-进口玉米 资料来源:同花顺,方正中期研究院

2.1.2 需求方面-生猪稳定饲用消费 利润收敛工业消费

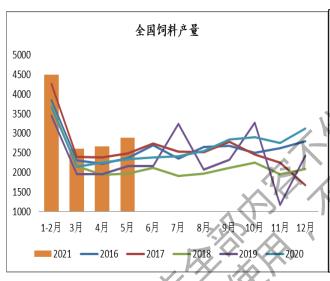
(1) 饲料产量增长继续稳定"大后方"

饲料产量的变化决定了玉米需求的大方向。非瘟疫情发生以来,生猪产能的被动回落带动了生猪价格超预期的上涨,2019年生猪价格持续高位运行,对禽类养殖产能形成较大促进,禽类养殖产能快速扩张。2020年养殖高利润以及政策的刺激下,生猪产能进入逐步恢复状态,

请务必阅读最后重要事项 第10页



不过非瘟疫情的干扰仍在, 拉长了生猪价格的高位运行周期, 同样延长了禽类养殖规模高位的时间。随着企业防范非瘟疫情的措施逐步成熟, 2021 年生猪养殖产能进入快速恢复时期, 标志着生猪价格正式进入下行周期, 随着生猪价格的不断回落, 整体养殖利润不断收缩, 5 月底生猪价格跌破了自繁自养养殖成本, 意味着整体养殖进入低利润时代, 养殖规模将逐步进入收缩态势。由于生猪养殖本身存在时间周期, 因此利润收缩向养殖规模缩减的传导存在时间上的迟滞, 因此我们预计 2021 年下半年生猪存栏将被动延续相对高位状态, 猪饲料的增长将继续支撑饲料产量的高位运行。中国饲料工业协会的数据显示, 2021 年 1-5 月, 全国饲料总产量为 1.1425 亿吨, 同比增长 21.5%, 其中猪饲料产量为 5219 万吨, 同比增长 75.4%, 肉禽饲料产量为 3525 万吨, 同比下降 5.6%, 蛋禽饲料产量为 1315 万吨, 同比下降 10.5%。



饲料产量变化情况1000
800
-400
9科总产量 猪饲料 肉禽饲料 蛋禽饲料
■ 2021年1-2月 ■ 2021年3月 ■ 2021年4月 ■ 2021年5月

图 全国饲料产量

数据来源:同花顺,方正中期期质研究院整理

图 饲料产量变化情况

数据来源: wind, 方正中期期货研究院整理

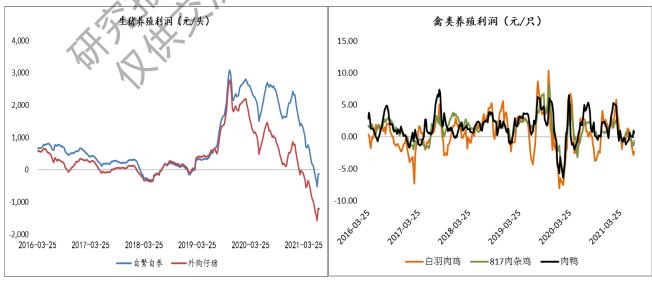


图 生猪养殖利润

资料来源:同花顺,方正中期研究院

图 禽类养殖利润

资料来源:同花顺,方正中期研究院



(2) 小麦等谷物替代延续节奏性影响

2021 年下半年玉米与其他谷物的价差将有所修复,其他谷物对玉米替代的边际影响预期将有所减弱。2020 年养殖产能高位运行,带动玉米消费的增长的同时,也带动了玉米价格的大幅上涨,2020 年下半年玉米价格相对其他谷物的价差有所扩大,价差持续走高的情况下,其他谷物对于玉米的替代逐步走高。小麦玉米价差自去年四季度以来持续处于倒挂状态,小麦的饲用消费增长明显,国家粮油信息中心的数据显示,2020/21 年度小麦饲用消费量预估为3500 万吨,相比2019/20 年度的1300 万吨增长169%。目前价差虽有收敛,但仍处于较高水平,中国汇易网的数据显示,6月30 日山东地区玉米与小麦的价差在310 元/吨,河北地区玉米与小麦的价差在380 元/吨,小麦饲用消费将继续维持相对高位水平,国家粮油信息中心预估2021/22 年度小麦饲用消费量为3200 万吨。除此之外,进口大麦、高粱等其他谷物优势也有所凸显推动了其他谷物进口量高位增长。海关总署的数据显示,2021 年1-5 月其他谷物(不包括玉米)的累计进口量为1448 万吨,同比增加801 万吨。其他谷物对于玉米的替代影响我们除了关注总量的影响之外,更需要关注节奏的影响,比如小麦的集中上市或者定向小麦、稻谷等销售消息公布等阶段性预期的影响,考虑整体养殖规模进入收缩的周期,也就是说饲用粮的需求进入被动高位,且逐步下行的情况下,未来玉米价格与其他谷物的价差很有可能会通过玉米价格下行来实现修复及平衡。

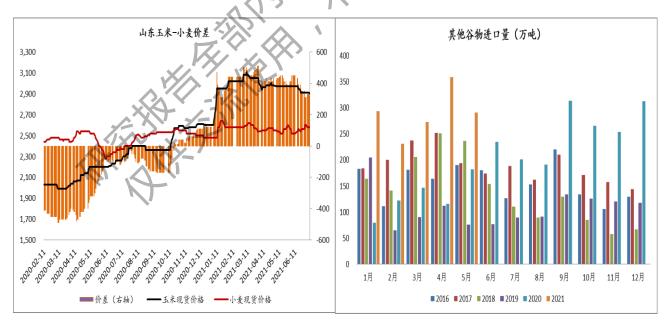


图 山东玉米-小麦价差 资料来源: wind, 方正中期研究院

图 其他谷物进口量 资料来源:wind,方正中期研究院

(3) 深加工企业利润萎缩继续收敛工业消费

请务必阅读最后重要事项 第12页



2021 年下半年深加工企业利润延续低位收缩状态,整体工业消费预期将继续呈现相对下滑态势。2020 年 4 季度以及 2021 年 1 季度玉米淀粉下游消费表现良好,原料玉米价格高位运行向下游产品顺畅传导,稳定企业利润的同时,也稳定了整体玉米工业消费。不过玉米淀粉消费良好态势并未延续到 2 季度,2 季度玉米淀粉产品表现出疲态,企业利润被动下滑收敛玉米工业消费预期,此外,今年玉米酒精产品消费表现较差,酒精企业开工率持续处于相对低位,进一步引发工业消费下滑预期。据我的农产品网调研统计数据显示,2021 年 1-6 月份,全国主要 119 家玉米深加工企业(含淀粉、酒精及氨基酸企业)共消费玉米 2355 万吨,同比去年下降 402 万吨,同比降幅 14.6%。2021 年下半年深加工利润与消费的博弈将延续,考虑下游产品缺乏新生动力的情况下,企业仍将面临利润收缩与被动降开工的情况,玉米工业消费量预期延续稳中下滑态势。

2.1.3 玉米市场供需平衡表

表 全球玉米供需平衡表

					- X			
	20	20/21年度	全球玉	米供需平	衡表(百万吨)		
		期初库存	产量	进口量	饲用消费	国内总消费	出口量	期末库存
	5月	304. 48	1128.46	183. 9	730. 34	1149. 41	186. 83	283. 53
全球	6月	305. 45	1125.03	184. 01	728. 77	1149. 88	187. 04	280. 6
	变动	0. 97	-3. 43	0. 11	− 1. 57	0. 47	0. 21	-2. 93
	5月	48. 76	360. 25	0. 64	144. 79	307. 23	70.49	31. 93
美国	6月	48.76	360. 25	0. 64	144. 79	309. 13	72. 39	28. 12
	变动	-0	0	0	0	1. 9	1. 9	-3. 81
	5月	5. 23	102	3. 5	60. 5	70. 5	35	5. 23
巴西	6月 🔾	5. 23	98. 5	3. 5	59	69	33	5. 23
	变动	0 7	−3. 5	0	−1. 5	− 1. 5	-2	0
	20	21/22年度	全球玉	米供需平	·衡表(百万吨)		
		期初库存	产量	进口量	饲用消费	国内总消费	出口量	期末库存
	5月	283. 53	1189.85	189. 51	748. 32	1181. 08	197. 47	292. 3
全球人	6月	280. 6	1189.85	189. 51	748. 27	1181. 04	197. 47	289. 41
1/21	变动	-2. 93	0	0	-0. 05	-0. 04	0	-2. 89
	100							
	5月	31. 93	380. 76	0. 64	144. 79	312. 82	62. 23	38. 28
美国	5月 6月	31. 93 28. 12	380. 76 380. 76	0. 64 0. 64	144. 79 144. 79	312. 82 312. 82	62. 23 62. 23	38. 28 34. 47
美国								
美国	6月	28. 12	380. 76	0. 64	144. 79	312. 82	62. 23	34. 47
美国中国	6月 变动	28. 12 -3. 81	380. 76 0	0. 64 0	144. 79 0	312. 82 0	62. 23 0	34. 47 -3. 81

资料来源: USDA, 方正中期研究院

旧作美玉米延续偏紧态势,全球新作玉米表现平稳。6月 USDA 报告中主要是对旧作进行了调整,对新作没有做任何调整。5月巴西二季玉米产区继续干旱天气,市场对于巴西玉米产量下调的担忧增加,USDA6月报告如预期继续下调巴西玉米产量350万吨至9850万吨,巴西玉米产量的下调所带来的连锁反应,就是巴西国内消费和出口都有所下调,然而在全球消费量

请务必阅读最后重要事项 第13页



并没有下滑的情况下,带动了美国国内消费量以及出口量的增加,美玉米旧作库存进一步下调使得新作库存跟随下调。

2.2 淀粉市场基本面

2.2.1 企业利润收窄被动压缩开工率

2021 年下半年玉米淀粉下游产品仍处于弱势状态,企业收缩利润的同时,整体开机率预期延续相对低位运行。2021 年 1 季度由于下游产品表现良好,原料玉米价格向下游产品的传导相对顺畅,带动了玉米淀粉企业利润的回升,不过下游产品消费良好态势并未持续多久,二季度疲态就有所显现,原料玉米价格高位不能有效的向下游传导,使得企业利润太幅收缩,我的农产品网的信息显示,5-6 月份玉米淀粉行业利润出现急剧缩水与下滑,截止到 2021 年 6 月 30 日,吉林地区玉米淀粉对冲副产品利润为-147 元/吨,山东地区为-211 元/吨。由于一季度企业利润表现良好,提升了玉米淀粉产量,虽然 5-6 利润下滑之后,产量有收缩,但是上半年累计产量呈现增长态势。据我的农产品网样本企业数据统计,2021 年上半年玉米淀粉产量为7176920 吨,同比增加77830 吨。由于目前玉米淀粉企业利润已经持续处于亏损状态,且看不到下游消费有明显提升的预期,因此2021 年下半年企业开工率将延续低位态势,玉米淀粉的产量也将维持相对低位运行。



图 淀粉企业利润 资料来源: 我的农产品网

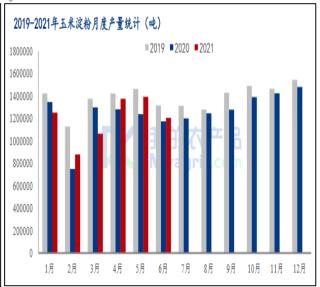


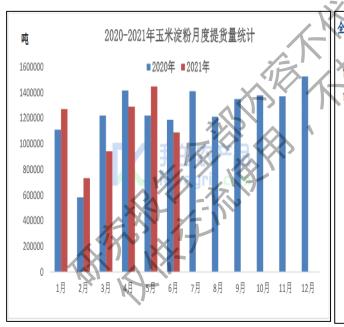
图 玉米淀粉月度产量 资料来源:我的农产品网

请务必阅读最后重要事项 第14页



2.2.2下游消费放缓导致企业库存被动回升

2021年上半年玉米淀粉下游提货增量不明显,主要影响影响是高价玉米淀粉抑制下游需求以及出口方面减量明显。据我的农产品网样本企业数据统计,2021年1-6月份,玉米淀粉行业月度提货总量为6773720吨,同比2020年增加33230吨。2021年上半年玉米淀粉市场供需格局较为宽松,库存不断累积数值不断突破历史高点。据我的农产品数据跟踪显示,截止6月30日玉米淀粉企业淀粉库存总量105.2万吨,较上周增加3.9万吨,增幅3.9%;月环比增幅12.58%;较2020年同比增幅60.61%,较2019年同期相比增幅34.01%。库存结构上来看,1季度玉米淀粉贸易利润较高,中间商备库积极性较高,贸易环节库存较高,至2季度玉米淀粉价格持续下跌,下游走货缓慢贸易商亏损出货现象普遍,囤货积极性偏低,贸易环节库存逐步下降。上半年市场情况来看,玉米淀粉产品消费下滑主要是缺乏比价优势所造成的,那么在整体市场缺乏新增消费的情况,下半年玉米淀粉产品消费将继续围绕比价优势展开,玉米淀粉下游产品消费将继续低位运行。



全国66家玉米淀粉企业库存统计(万吨)

—2018年 —2019年 —2020年 —2021年

100
90
60
50
40
30

图 淀粉月度提货量资料来源:我的农产品网

图 企业淀粉库存 资料来源:我的农产品网

2.2.3 淀粉行业供需平衡表

玉米淀粉市场继续面临利润与消费的博弈,年度供需预期维持稳中下滑态势。供应端来看, 玉米淀粉行业开机率 6 月继续低位运行,不过由于去年四季度以及今年一季度开机率表现良好 对整体淀粉产量下滑预期有一定弥补,6 月对于本年度玉米淀粉产量继续维持 2553 万吨的预 估。需求端来看,4-6 月份整体消费节奏有所放缓,但是部分地区消费表现良好仍有一定弥补

请务必阅读最后重要事项 第15页



空间,6月对于玉米淀粉消费量继续维持2547万吨的预估。整体来看,淀粉市场缺乏太多亮点,供需平衡中带有微幅波动。

国内淀粉供需平衡表								
	14/15年	15/16年	16/17年	17/18年	18/19年	19/20年	20/	21年
	估计值	估计值	估计值	估计值	估计值	估计值	5月预估	6月预估
期初库存	34	31	28	48	55	65	53	53
产量	1839	1984	2135	2626	2658	2576	2553	2553
进口量	2	1	1	0	0	0	0	0
总供给量	1875	2016	2164	2674	2713	2641	2606	2606
国内消耗量	1840	1976	2091	2574	2585	2508	2504	2504
出口量	4	12	25	45	63	80-	43	43
总使用量	1844	1988	2116	2619	2648	2588	2547	2547
期末库存	31	28	48	55	65	53	59	59
库消比	1. 68%	1. 41%	2. 27%	2. 10%	2. 45%	2. 05%	2. 32%	2. 32%
注, 玉米沒松市杨年度为10日不次年0日 (单篇 万吨)								

表 淀粉供需平衡表

数据来源: cofeed、方正中期期货研究院

第三部分 玉米期权市场分析

3.1 玉米期权市场情况

玉米期货期权 2019年1月28日在大连商品交易所上市交易,整体市场活跃度在不断上升,整体持仓量稳步提升。截止至2021年07月09日,期权合约总成交90,134张,较上一交易日增加6.33%,总持仓394,526张,较上一交易日增加4.31%,成交持仓比22.85%。期权成交量认法认购比101.08%,持仓量认法认购比129.68%。

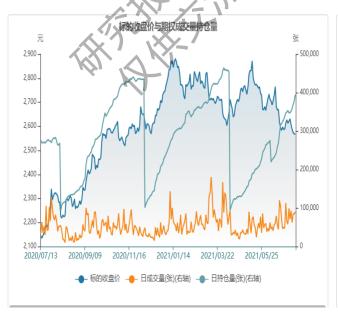


图 玉米主力收盘、期权成交量、持仓量

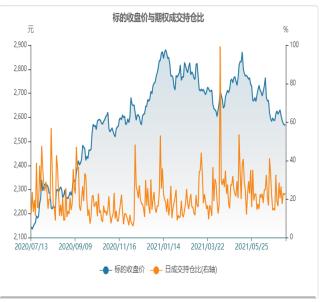


图 玉米主力收盘价、期权成交持仓比

请务必阅读最后重要事项



数据来源: wind, 方正中期期货研究院整理



图 认沽认购比率

数据来源: wind, 方正中期期货研究院整理

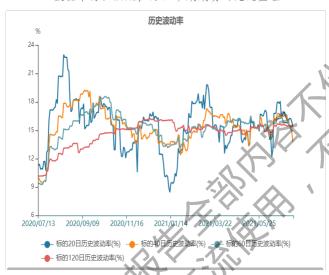


图 玉米主力历史波动率

数据来源》wind, 方正中期期货研究院整理



图 玉米各期限期权隐含波动率

数据来源: wind, 方正中期期货研究院整理

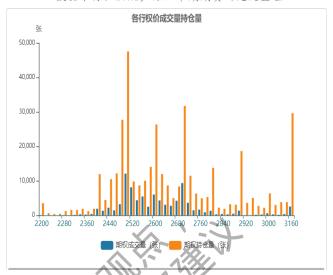


图 各行权价成交量持仓量

数据来源: wind, 方丘中期期货研究院整理



图 玉米主力历史波动率锥

数据来源: wind, 方正中期期货研究院整理



图 玉米期权隐含波动率微笑曲线

请务必阅读最后重要事项 第17页



数据来源: wind, 方正中期期货研究院整理

3.2 期权操作策略

基于前面的基本面因素分析,对于玉米 2201 合约整体维持区间内偏弱震荡,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 2201 合约处于区间中下区域,建议考虑卖出虚值看涨期权收取权利金弥补收入,也可以根据自身情况调整期权策略。



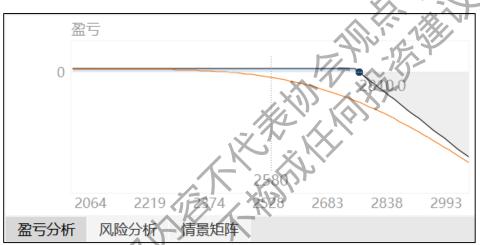


图 卖出虚值看涨 选据来源:wind,方正中期期货研究院整理

2、对于下游企业来说,主要担心玉米价格上涨影响成本,考虑玉米 2201 合约处于区间中下区域,建议考虑买入平值看涨期权以锁定成本。



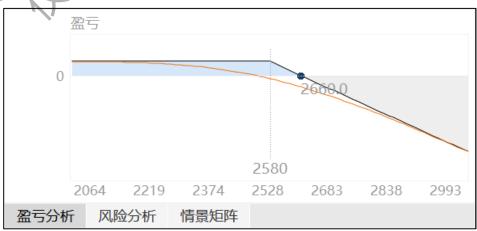


图 买入平值看涨

请务必阅读最后重要事项 第 18 页



数据来源: wind, 方正中期期货研究院整理

3、对于投机者来说,由于预期玉米 2109 合约在 2500-3000 区间运行,因此建议可以考虑卖出行权价为 2500 元/吨的看跌期权与卖出执行价为 3000 元/吨的看涨期权的组合策略。



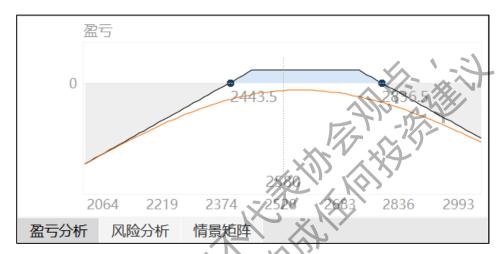


图 宽跨式组合策略

数据来源: wind, 方正中期期货研究院整理

第四部分 套利机会分析

4.1 跨品种套利



图 9月合约淀粉-玉米价格

请务必阅读最后重要事项 第19页



资料来源:方正中期期货研究院

淀粉与玉米 9 月价差建议高位空单逢低离场。统计数据角度来看,淀粉-玉米 9 月价差基本在 200 到 550 区间波动,目前价差为 385,处于中间位置,统计角度对于价差的驱动有所减弱。基本面角度来看,玉米新粮上市时间在 9 月底-10 月初, 9 月份玉米市场仍处于青黄不接时期,此外下游养殖情况预期继续呈现逐步回升态势,对玉米需求端的支撑仍在,玉米期价预期继续高位运行,玉米淀粉需求端对高价的接受度明显较差,玉米淀粉利润难以持续高位,基本面角度也支撑价差回落。考虑当前市场淀粉需求偏弱于玉米市场有支撑需求的局面,淀粉-玉米 9 月或继续弱势运行,操作方面建议高位空单逢低离场。

4.2 玉米跨期套利

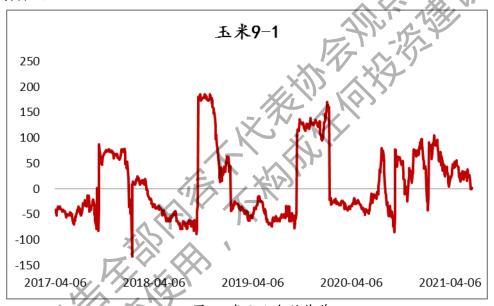


图 玉米 9-1 合约价差 资料来源:方正中期期货研究院

玉米 9-1 价差建议观望为主。历史统计数据来看,玉米 9-1 价差大多数时间在-80-100 区间波动,最新的价差为 2,处于居中位置,统计角度驱动不强。基本面角度,供应端 9 月支撑强于 1 月,玉米新粮上市时间在 9 月底-10 月份,9 月份正好处于玉米市场青黄不接时期,而 1 月处于玉米市场供应充足的时期;需求端 1 月支撑强于 9 月,非瘟疫情预期继续呈现逐步好转态势,1 月生猪养殖情况预期或好于 9 月,供需两端存在分歧,9-1 月价差短期预期继续窄幅区间波动,因此操作方面暂时建议观望为主。

请务必阅读最后重要事项 第 20 页



第五部分 观点总结与操作策略

5.1 玉米指数价格季节性分析

玉米期货指数季节性图表来看,5月、10月上涨的概率较大,9月和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。



图 玉米指数价格涨跌变化

资料来源: wind 方正中期期货研究院

5.2 玉米淀粉指数价格季节性分析

玉米淀粉期货指数季节性图表来看,10-11月上涨的概率较大,8-9月下跌的概率较大。结合玉米淀粉自身的特点来看,一般10-11月受上游的惜售情绪以及季节性消费提振,价格容易上涨,8-9月淀粉消费逐步进入淡季,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。

请务必阅读最后重要事项 第 21 页





图 玉米淀粉指数价格涨跌变化 资料来源: wind 方正中期期货研究院

5.3 玉米市场观点总结以及操作建议



图 玉米 01 合约日 K 线图

请务必阅读最后重要事项 第 22 页



资料来源: wind 方正中期期货研究院

供应端:下半年关注点在于贸易商出货节奏以及新季产量情况。7-9 月份国内玉米市场的供应主要依赖于贸易商,今年库存水平相对较高形成市场隐性压力,如果未见有效利多的情况下,8 月很有可能会迎来贸易商的集中出货。新季产量方面,单产兑现路径是市场的重要关注点,历史最高的单产预估使得市场对于天气的容错率下降,7-8 月天气是市场重要关注点。

需求端:下半年关注点在于养殖规模变化、其他谷物替代情况以及工业消费变化三个方面。由于生猪养殖利润收缩向养殖规模缩减的传导存在时间上的迟滞,因此我们预计 2021 年下半年生猪存栏将被动延续相对高位状态,猪饲料的增长将继续支撑饲料产量的高位运行。高价差对于其他谷物替代将延续,小麦的集中上市或者定向小麦、稻谷等销售消息公布等形成的节奏影响是我们关注的重点。深加工下游产品缺乏新生动力,下半年企业继续面临利润与消费的博弈,整体工业消费量预期延续稳中下滑态势。饲料产量的高位形成增量预期仍然能够弥补替代以及工业消费所带来的下滑,整体预期以稳为主。

综合来看,下半年玉米市场面临需求支撑与产量兑现的博弈,对于01合约初步运行区间预估为2500-2750,如果最终产量达到或者高于预期的情况下,整体运行区间将有所下移,如果产量不及预期,或者需求好预期,整体运行区间将有所上移。操作方面建议价格超过区间上沿的做空机会。

5.4 玉米淀粉市场观点总结以及操作建议



请务必阅读最后重要事项 第 23 页



图 玉米淀粉 01 合约日 K 线图 资料来源: wind 方正中期期货研究院

淀粉:需求下滑影响超过成本上移的影响,下半年价格或呈现高位偏弱运行。成本端来看, 玉米市场面临需求支撑与产量兑现的博弈,如果产量达到以及超过预期或者生猪产能缩减快于 预期,价格运行区间大概率会下移。需求端来看,淀粉高价对于需求的抑制作用在上半年已经 表现的较为明显,下半年玉米淀粉产品消费将继续围绕比价优势展开,整体预期将延续低位运 行。综合来看,玉米淀粉基差为正对其形成支撑,不过成本端偏弱运行以及需求转弱对其形成 压力,下半年玉米淀粉 01 合约预期在 2850-3150 区间运行。操作方面建议关注价格走高之后 的做空机会。

第六部分 相关股票涨跌幅

表 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	56. 7-	-36%	-33%
000876. SZ	新希望	饲料养殖	13. 65	-10%	-45%
000639. SZ	正邦科技	饲料养殖	11.4	-10%	-39%
002311. SZ	海大集团	饲料养殖	74	-6%	8%
000639. SZ	西王食品	玉米深加工	5. 59	-1%	-22%
002299. SZ	圣农发展	剧鸡养殖	22. 22	-11%	-21%
000998. SZ	隆平高科	种业运营	17	1%	-18%
	截至	日期:		2021-0	7-09

资料来源:方正中期期货研究院

请务必阅读最后重要事项 第 24 页



联系我们:

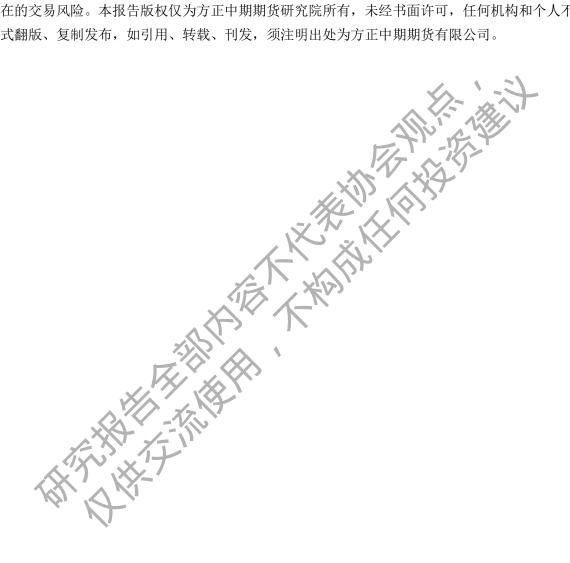
分支机构	地址	联系电话				
总部业务平台						
次分体I用却	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010 05001313				
资产管理部	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦7C	010-85881312				
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117				
规贝训光院	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦11层	010-63661117				
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587				
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109				
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	010-85881295				
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	010-85881228				
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	上海市浦东南路360号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样年喜年中心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中华大街89号大连友谊时代广场B座1105室	0310-3053688				
青岛营业部	山东省青岛市市南区香港中路61号阳光大厦21楼EH单元	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909室、906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				
上海南泉北路营业部	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	南京市秦淮区洪武路359号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9028、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				
EN草业部	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 0735-2859888				
长沙黄兴中路营业部	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 湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397				
大沙里共中崎宮 业 部 常徳营 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	0731-85868397				
	例用自吊停巾瓜陵区穿紧冲街道四四柱区滨湖路000亏时代,场21倍 广州市天河区林和西路3-15号35层07,35层08,35层09	020-38783861				
1 Merch	风险管理子公司	020-30703001				
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				

请务必阅读最后重要事项 第 25 页



重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料,方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价,投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关,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。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有,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,如引用、转载、刊发,须注明出处为方正中期期货有限公司。



请务必阅读最后重要事项 第 26 页