

兴证期货·研发中心

2019年10月27日 星期日

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

黄维

从业资格编号：F3015232

投资咨询编号：Z0013331

联系人

李国强

电话：021-20370971

邮箱：

liqg@xzfutures.com

因素分析：

玉米需求减少的影响已经基本反映在价格，后期随着玉米抛储的结束以及年末消费旺季的到来，玉米将会受到需求的拉动而出现止跌企稳的情况。从价格角度看，2019年抛储玉米对应到期货盘面的价格达到1860—1950元/吨，而目前期货玉米的价格已经低于玉米的抛储价格，这就意味着参与今年拍卖玉米的贸易商都出现了亏损。这可能会导致贸易商采取挺价的策略以减少亏损。且未来新作玉米上市，为了保护农民利益，政府入市收粮的概率偏大，这都有利于玉米价格的止跌反弹。因此，我们认为，玉米价格已经进入到底部区间，可以择机做多。

策略概述：

从交易层面，我们认为玉米供求仍旧偏宽松，但价格已经处于偏低位置，且后期随着消费旺季的到来及政府入市收购的到来，玉米价格将止跌反弹，因此建议投资者择机做多。

风险分析：

第一、非洲猪瘟继续大规模爆发，导致玉米需求持续恶化。
第二、淀粉和酒精行业利润恶化，导致玉米需求减少，不利于玉米价格走强。

一、因素分析：

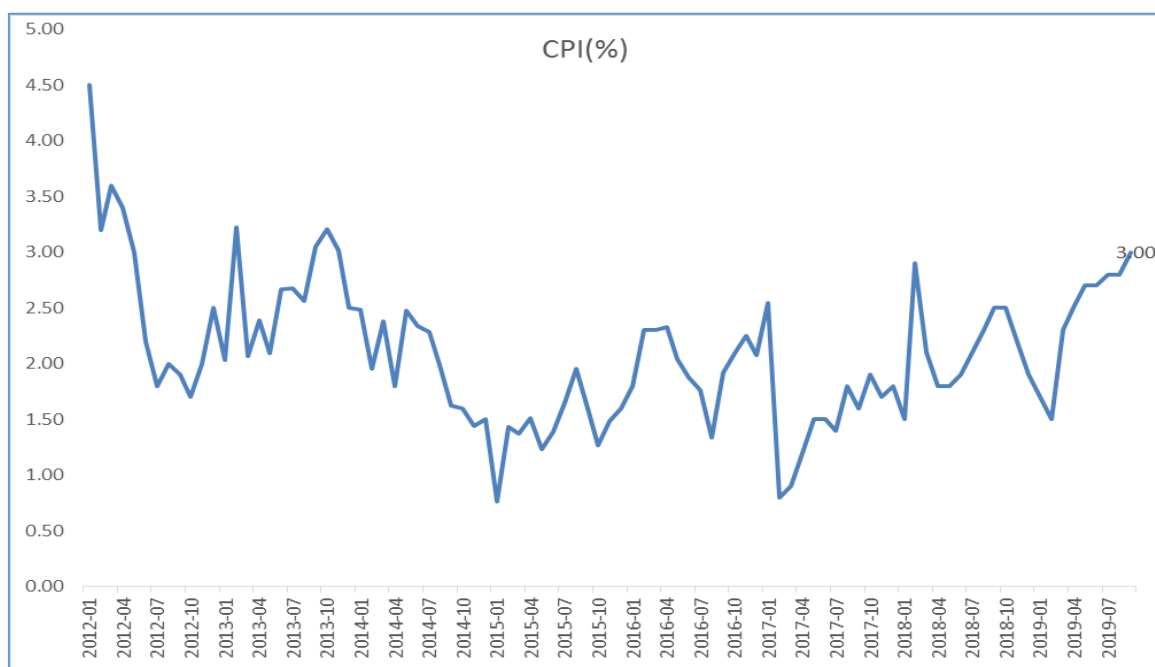
1. 通胀来临，整体利多玉米价格

农产品产量受天气的影响较大，因此供应对农产品价格影响较大。需求方面，农产品主要用于食用或养殖，需求相对刚性，也相对稳定，因此需求对农产品价格的拉动也相对平缓。在正常环境下，农产品价格受宏观经济的影响相对较小。但当宏观经济条件改变，农产品价格则会发生很大变化。

2018年上半年以来，中美贸易争端开始发酵，两国互相加征关税导致正常的贸易大幅萎缩。未来，两国的贸易争端可能还将长期持续下去，但整体对市场的影响相对有限，因此我们认为，中美贸易方面，两国的政策对玉米的价格影响相对有限。另外，我国的玉米有进口配额的限制，每年的进口配额为 720 万吨，这就制约了国外玉米价格对国内玉米价格的影响。

但国内宏观方面，我们认为 CPI 的高企及在下半年可能继续大幅走高的宏观经济环境可能导致农产品价格的大幅走高。如图 1 所示，2019 年 9 月我国居民消费指数同比上涨达到 3%，创出自 2013 年以来的高位。在消费成本增加的宏观经济环境下，作为必需品的农产品的价格大概率会随着生活成本的上升而出现上涨的情况。而且从目前来看，国内 CPI 的走高很大程度上是由于生猪、禽肉、禽蛋价格的上涨带动的，这些因素在第四季度将持续发酵可能会带动 CPI 的继续走高，在这种情况下，农产品包括玉米的价格更易于上涨。因此，我们认为，目前农产品价格可能受到宏观经济因素的影响易涨难跌。

图 1：9 月 CPI 创出近八年新高 (%)



数据来源：Wind、兴证期货研发部

2. 玉米基本面分析

2.1 玉米供应

2.1.1 我国玉米产量小幅下降

2016年，中央一号文件提出了玉米收储制度改革的原则思路，坚持实行玉米价格由市场决定，同时对玉米的价格形成机制和补贴制度进行改革，实行价格和补贴分离的办法。我国农业的政策改革方向由增产导向型向供需平衡、竞争力提升转变，用两到三年时间形成以市场定价为基础的农产品价格形成机制，和以直接补贴为主体的农民利益保护机制。农业农村工作的改革方向，其中一项重点工作是健全农业支持保护制度。其中的核心改革内容就是对现有的农产品价格形成机制，和农产品的收储制度进行调整，原则是坚持由市场来形成农产品价格，但也要兼顾保护农民的利益。截止目前，我国临储玉米已消化大部分，临储制度改革见成效。

为了保障农民的收益，国家出台了临储制度且逐年提升玉米的收购价格，导致东北地区农民种植玉米的积极性大幅增加，玉米的产量持续走高。与此同时，玉米收储价格过高限制了下游的消费需求导致玉米消费不足，国家临储玉米库存持续增加。随着玉米临储制度的退出，目前国内玉米种植市场基本恢复正常，形成了以市场定价为基础的农产品价格形成机制，和以直接补贴为主体的农民利益保护机制。

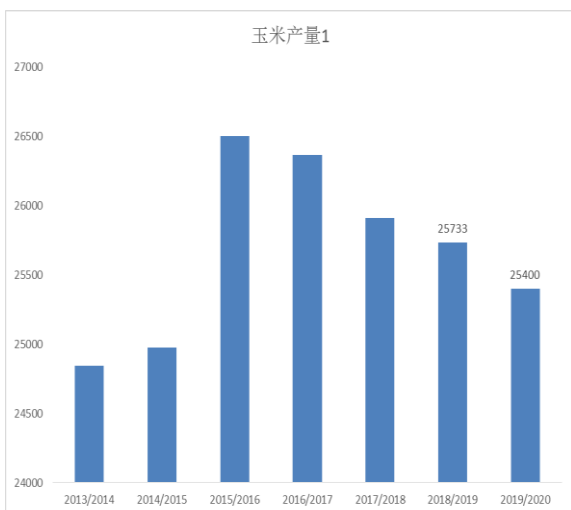
2018年以来，中美贸易争端持续发酵。近年来看，我国的玉米供求过剩，但大豆供给不足，需要大量进口美国、巴西、阿根廷大豆。在中美贸易争端背景下，东北地区政府出台了倾向大豆的补贴政策鼓励农户增加大豆种植而减少玉米的种植。以黑龙江为例，2018年黑龙江农户种植大豆的补贴为320元/亩，种植玉米的补贴为25元/亩；2019年，黑龙江农户种植大豆的补贴为255元/亩，种植玉米的补贴为30元/亩。由于补贴政策的倾斜，东北地区玉米种植面积持续下降，而大豆种植面积大幅提高。玉米的产量连续下降，有利于临储玉米库存的消化。

根据对东北地区的调研，我们认为今年东北地区玉米的种植面积出现约10%的下滑，加上今年的降雨天气不利于玉米的生长，东北地区玉米产量出现一定的下降。结合全国情况看，华北地区和西北西南地区玉米产量都有不同程度增加，因此，全国玉米的产量只出现小幅下降。

如图2和图3为美国农业部和天下粮仓预估的我国玉米的产量数据。尽管二者统计口径存在出入，但均显示今年我国玉米的产量出现小幅下降，美国农业部将我国玉米产量由2.57亿吨下调到2.54亿吨，下调接近300万吨；天下粮仓将我国玉米的产量由2.158亿吨，下调到2.121亿吨，同样下调了接近300万吨。

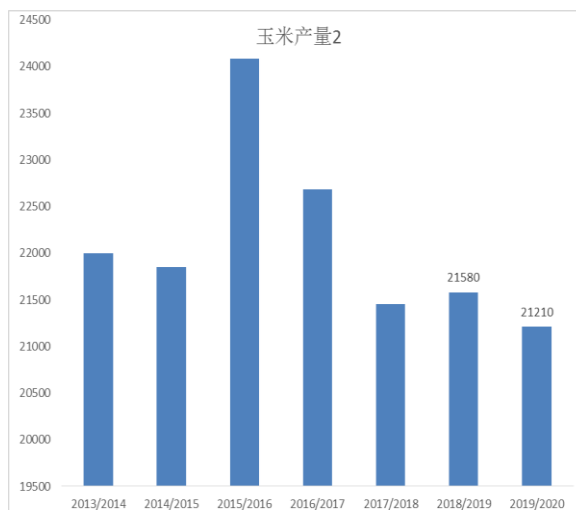
因此，在政府的种植补贴政策引导下，今年我国的玉米种植面积出现小幅下降，单产维持较好的水平，玉米的产量出现小幅下滑，玉米的新增产量小幅下降。

图 2：玉米产量（USDA）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

图 3：玉米产量（天下粮仓）

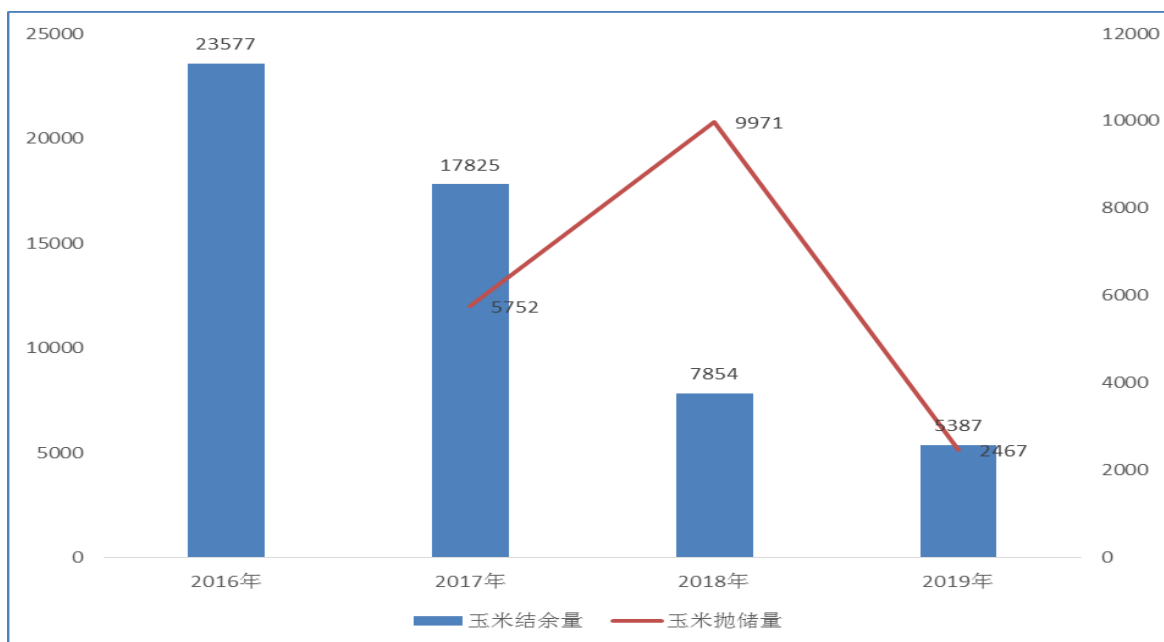


数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

2.1.2 玉米拍卖数量大降

今年 10 月 17 日以后，我国临储玉米的拍卖结束。由于去年临储玉米的拍卖量过大，达到 9971 万吨，以国内的需求来看，这些玉米绝大部分成为渠道库存停留到贸易商手里。而受到非洲猪瘟的影响，国内玉米消费萎缩，供求过剩使得 2019 年上半年玉米价格持续震荡走低。临储玉米的拍卖也受到很大影响，今年的拍卖量为 2467 万吨，远远不能与去年相比。且由于政府大幅提高玉米的起拍价格 200 元/吨，导致玉米的成交率持续走低，近期的成交率不足一成。因此，今年玉米拍卖流入市场的数量相对有限，但过去的渠道库存仍需要时间消化。

图 4：临储玉米拍卖及结余量（万吨）



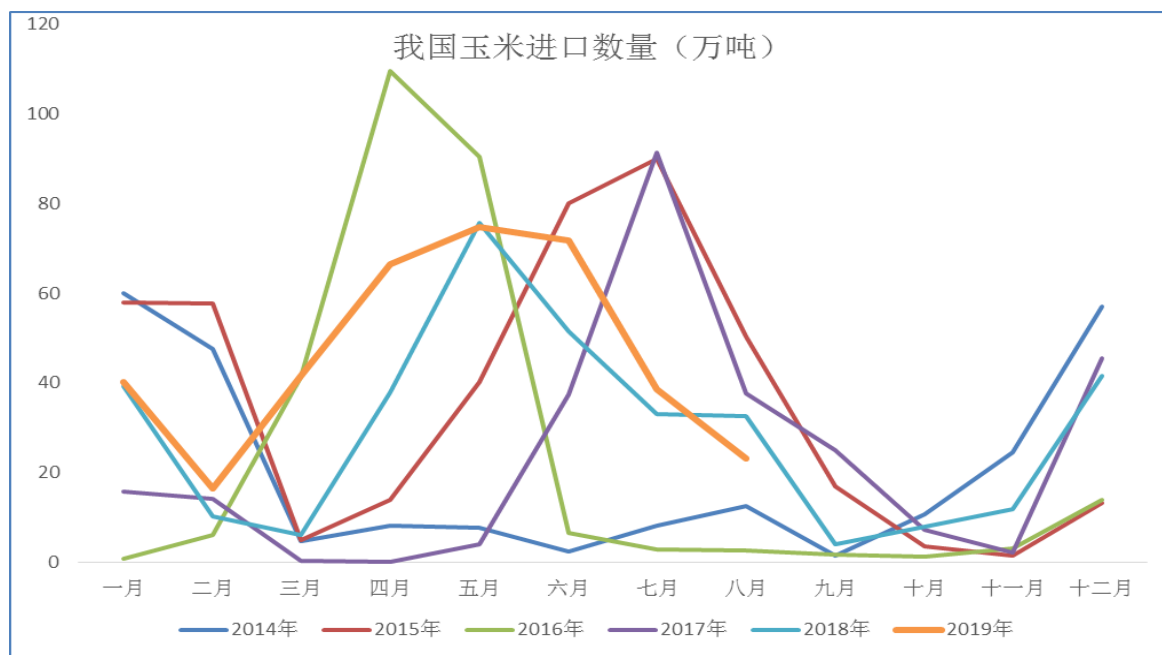
数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

2.1.3 玉米进口数量正常偏高，但对国内市场影响不大

我国玉米实行进口配额制度，一直以来，我国玉米的进口配额维持在 720 万吨/年。这与我国玉米产量和需求量超过 2.5 亿吨的数量不在同一量级，因此玉米的进口量对我国玉米的价格影响不大。

从 2019 年前 8 个月的情况来看，我国玉米的进口数量达到 373 万吨，比去年同期的 286 万吨增加了接近 30%。如图 5 为我国玉米的月度走势图，2019 年玉米进口量增加，但整体增量在 100 万吨左右，对国内玉米价格影响不大。

图 5：我国玉米月度进口量（万吨）

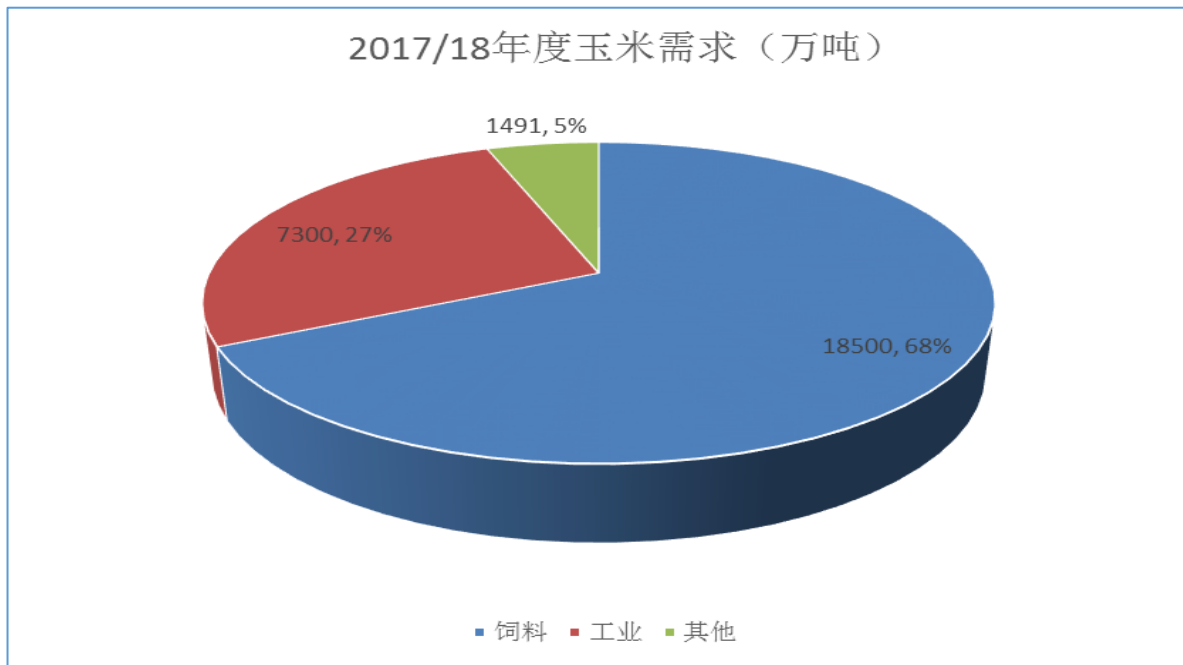


数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

2.2 玉米需求

我国玉米的需求主要包括饲料需求和工业需求，其余需求包括出口、种用等方面的需求，但相对数量较少。其中，饲料方面的需求约占玉米总需求量的 68%；工业方面的需求约占玉米需求总量的 27%。如图 6 所示，2017/18 年度我国玉米的需求占比情况。从图看，我国玉米主要用作饲料需求占比最大，约为 1.85 亿吨；工业的需求约为 7300 万吨。二者需求占国内玉米总消费量的 95%。由于非洲猪瘟的影响，2019 年我国玉米用于饲料的需求出现 10% 左右的下降，约为 1000 多万吨，尽管工业方面的需求刚性增加，但增幅不足 1000 万吨，因此，玉米的需求出现绝对量的减少。

图 6：我国玉米需求情况（万吨）

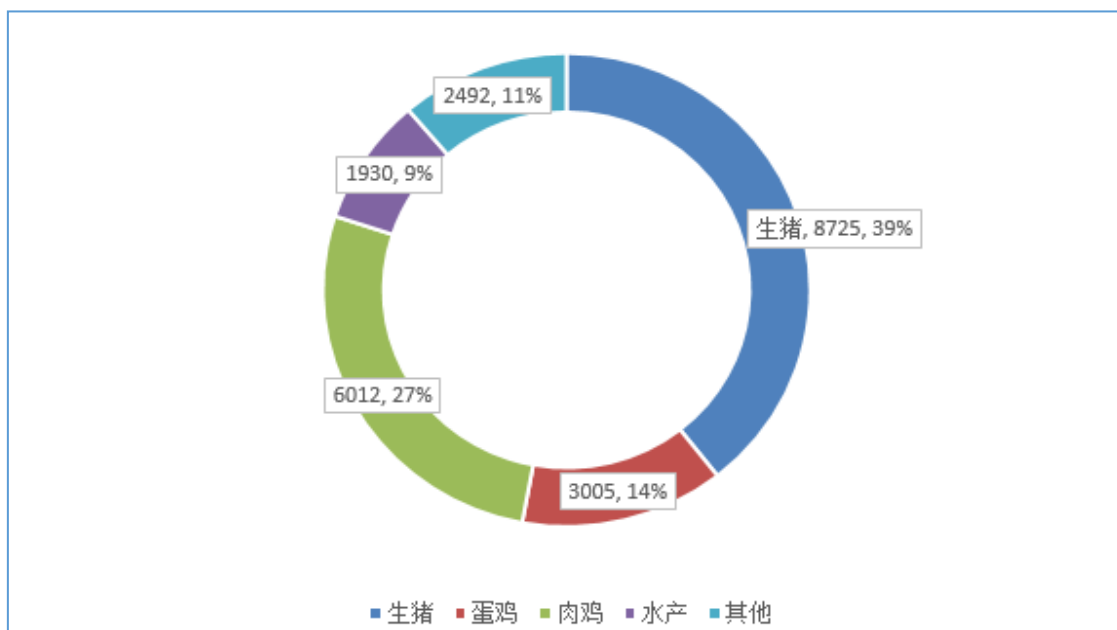


数据来源：USDA、兴证期货研发部

2.2.1 玉米的饲料需求下降超过 1000 万吨

我国玉米主要用于饲料。根据养殖行业的不同又分为生猪、肉蛋禽和水产等。如图 7 为我国养殖行业的饲料产量分布情况。玉米作为能量饲料，需求与各行业饲料产量比例基本一致。

图 7：我国饲料产量（万吨）

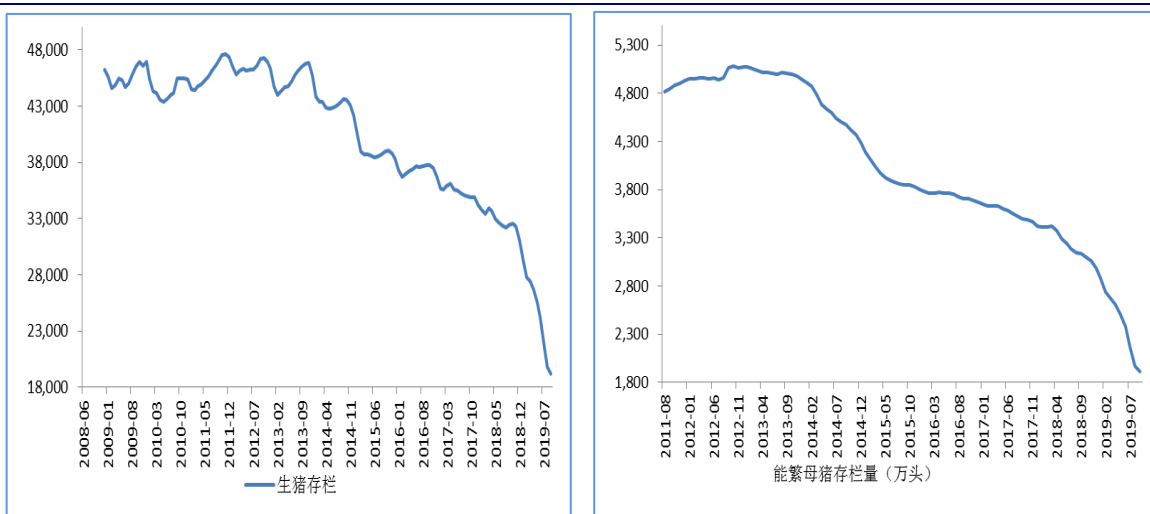


数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

2.2.1.1 生猪行业对玉米需求大幅下降

2018年8月以来，受非洲猪瘟的影响，全国主要生猪养殖大省均受到了较大的打击，这导致全国生猪存栏和能繁母猪存栏数量大幅萎缩。如图8所示，根据统计局的数据，截止到2019年9月，我国生猪存栏数量为1.919亿头，同比去年大减41%；能繁母猪的存栏数量为1913万头，同比去年大幅下降39%。生猪存栏代表目前对饲料及玉米的消费数量，而能繁母猪代表未来生猪的产能。二者的大幅下降意味着目前和未来一段时间国内生猪的存栏数据仍旧维持同比大幅减少的情况，这必然会制约玉米的需求。

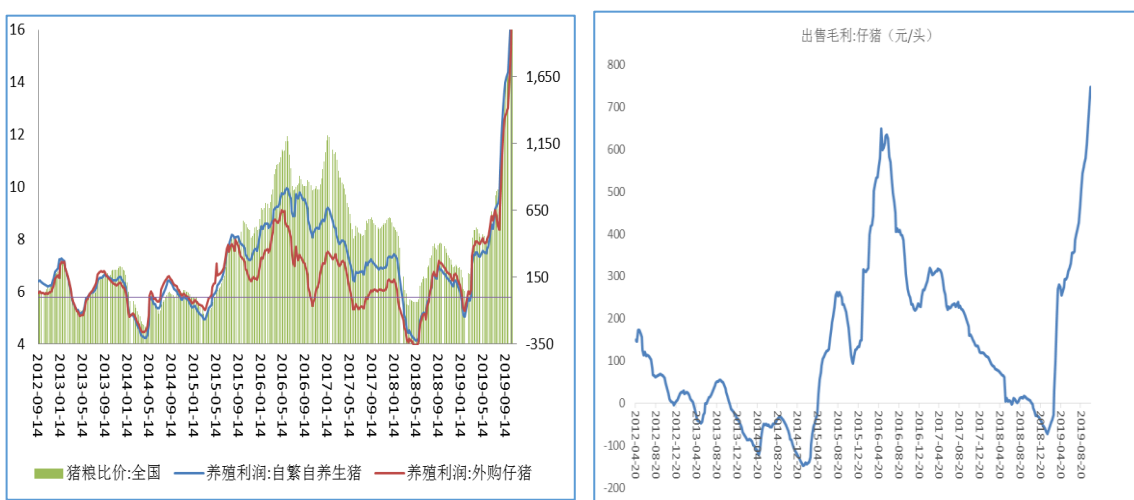
图8：我国生猪存栏情况



数据来源：wind、兴证期货研发部

目前的生猪产业利润丰厚，但由于非洲猪瘟的威胁，补栏不易，因此我们认为生猪养殖利润维持高位还将持续很长时间。如图9为我国生猪养殖利润情况。以年度角度看，我们认为生猪出栏可能较往年下降超过30%，这意味生猪养殖对玉米的需求减少超过1000万吨。

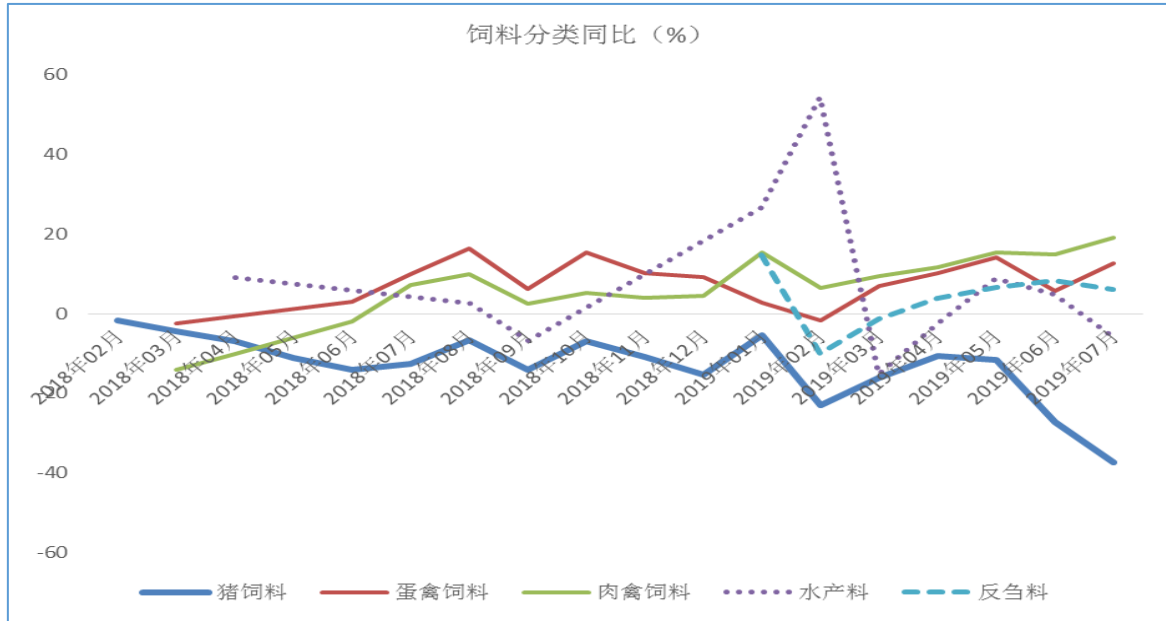
图9：我国生猪养殖利润



数据来源：wind、兴证期货研发部

生猪存栏的下降导致对玉米需求的大幅减少可以通过饲料的需求进行印证。如图 10 所示，7 月猪饲料的同比产量大减接近 37%，这与生猪存栏的大幅减少相互验证。

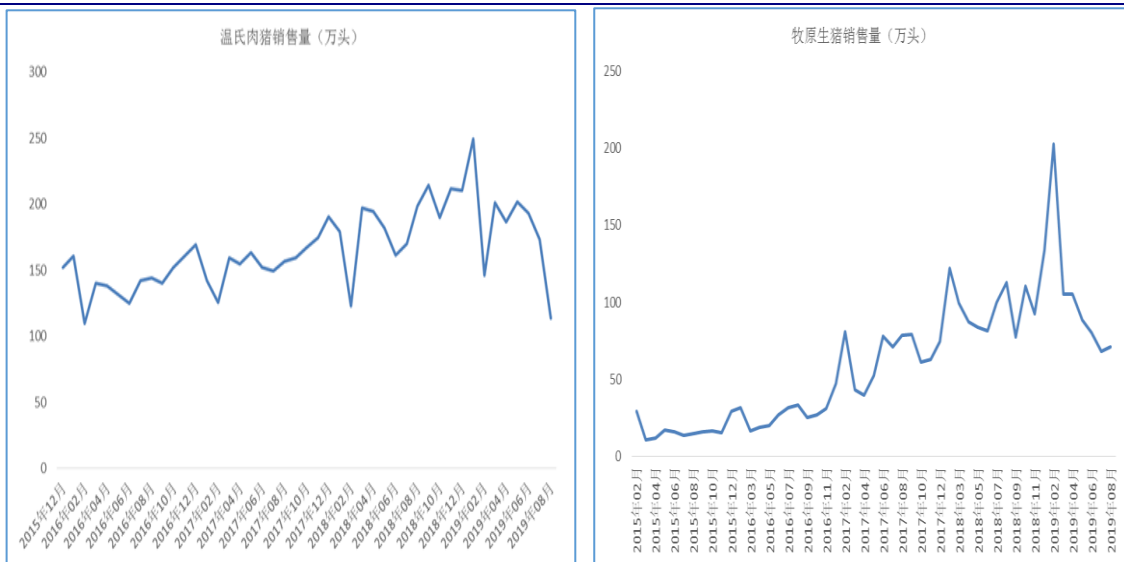
图 10: 饲料分类同比 (%)



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

从上市公司生猪出栏的情况看，7 月以来我国生猪养殖上市公司的生猪出栏大幅下降。如图 11 所示，温氏股份的生猪出栏为 113 万头。牧原股份生猪 8 月出栏量 71 万头，大幅下降。2019 年 6 月以后，生猪养殖集团的生猪出栏量大幅下滑。

图 11: 上市公司生猪出栏情况



数据来源：wind、兴证期货研发部

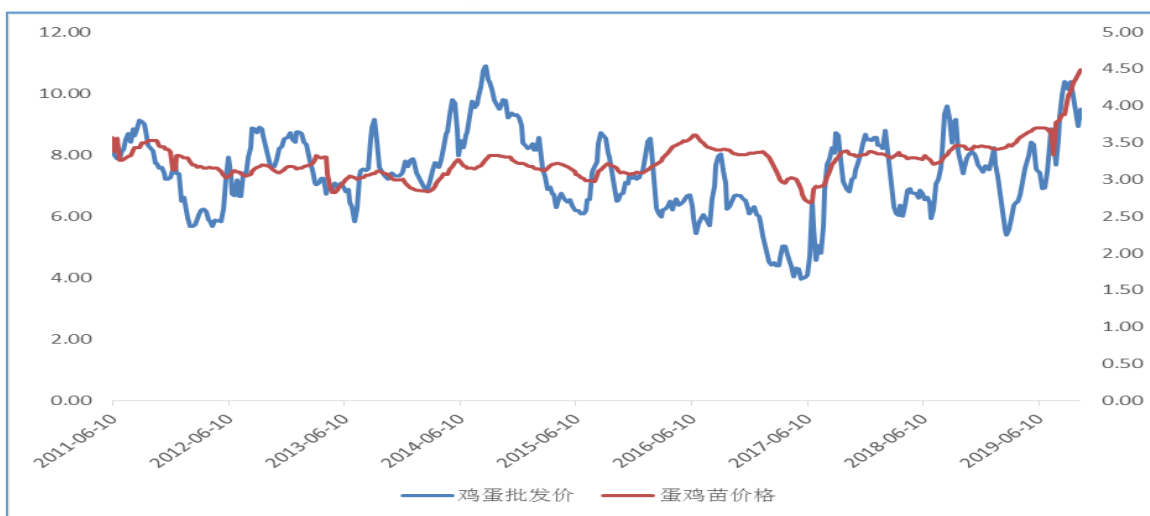
由于猪价大涨，养殖企业持续补栏，后期生猪存栏数据将会企稳回升，这对饲料和玉米的需求利好。我们认为玉米最悲观的时期基本已经过去，后期低价和存栏增加将刺激玉米需求。

2.2.1.2 肉蛋禽行业对玉米需求大幅增加

受猪肉价格大幅上涨带动，国内禽肉和禽蛋的价格持续维持高位。肉蛋禽的养殖利润也维持历史高位水平，肉蛋禽行业增产积极性高，肉蛋禽的存栏水平持续增加，这必然有利于玉米的消费。

如图 12 所示，为我国鸡蛋的批发价格和蛋鸡苗的价格走势图。从图看，我国的鸡蛋价格处在历史的偏高位置，仅仅略低于 2014 年的历史最高水平；而蛋鸡苗的价格创出了历史新高，说明目前养殖效益较好，蛋鸡养殖行业补库热情比较高。

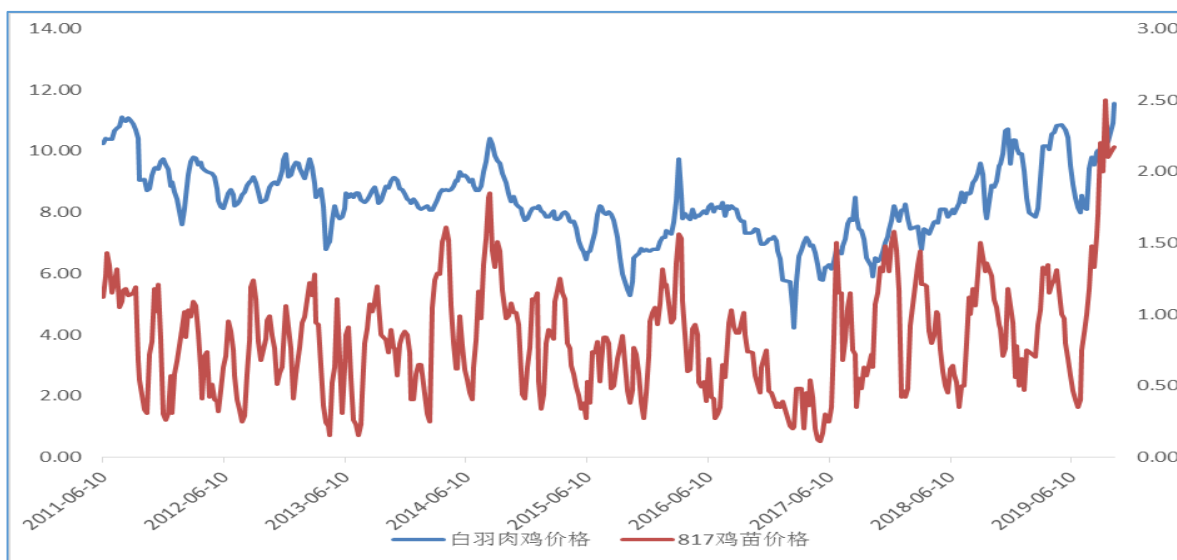
图 12：鸡蛋和蛋鸡苗价格（元/斤、元/只）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

图 13 为我国肉鸡养殖行业走势，如图所示，肉鸡价格以及肉鸡苗价格双双创出历史高位，说明目前肉及行业补库的积极性很高。

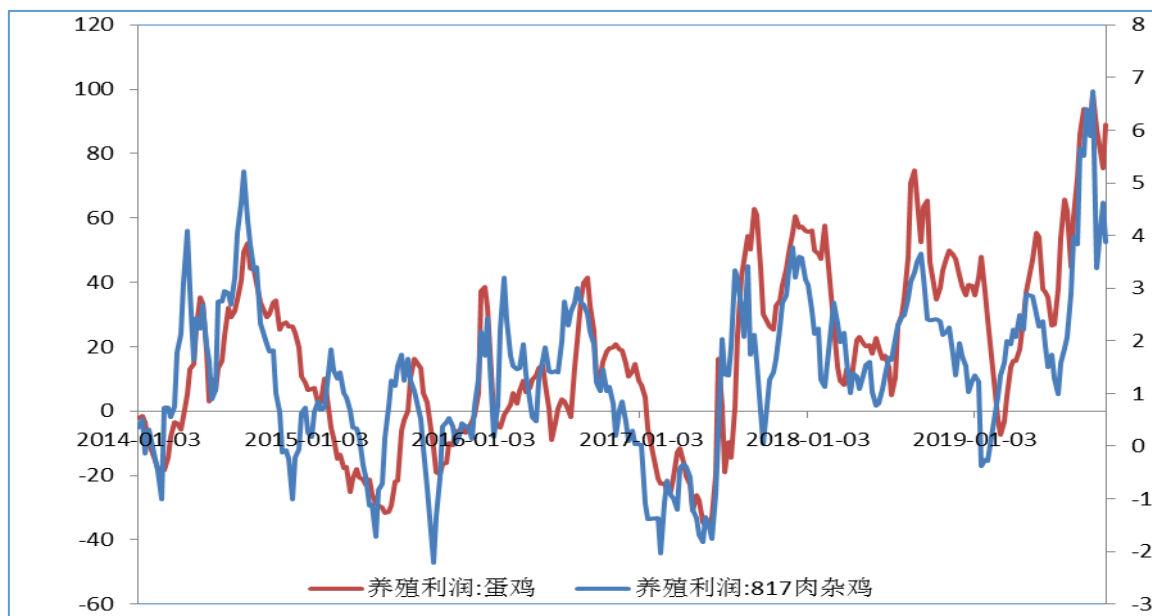
图 13：肉鸡和肉鸡苗价格（元/公斤、元/只）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

从养殖利润情况看，如图 14 所示，目前肉蛋鸡行业的养殖利润都维持历史高位，这也是肉蛋鸡补栏增加的主要动力，我们认为这有利于后期对饲料和玉米的消费需求。

图 14: 肉鸡和肉鸡苗价格 (元/公斤、元/只)



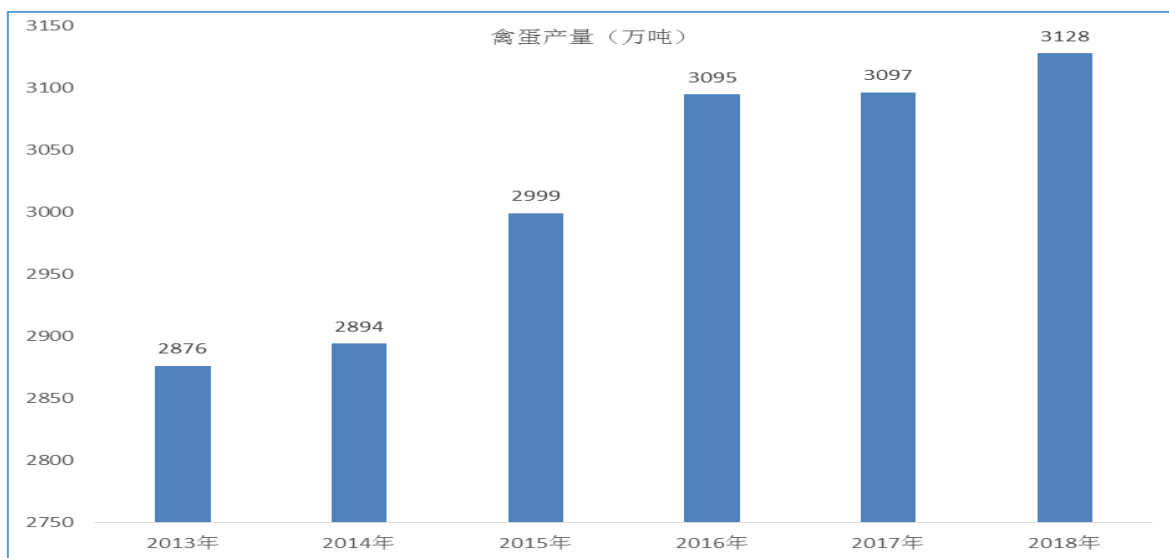
数据来源: Wind、兴证期货研发部

2.2.1.3 总结: 养殖行业对玉米需求减少

根据美国农业部数据，2018 年我国禽蛋的产量达到 3128 万吨，禽肉的产量 1994 万吨。禽蛋和禽肉的总产量合计 5122 万吨，低于猪肉产量 5404 万吨。

如图 15 为我国禽蛋产量走势，近年来禽蛋产量的增幅有所放缓。

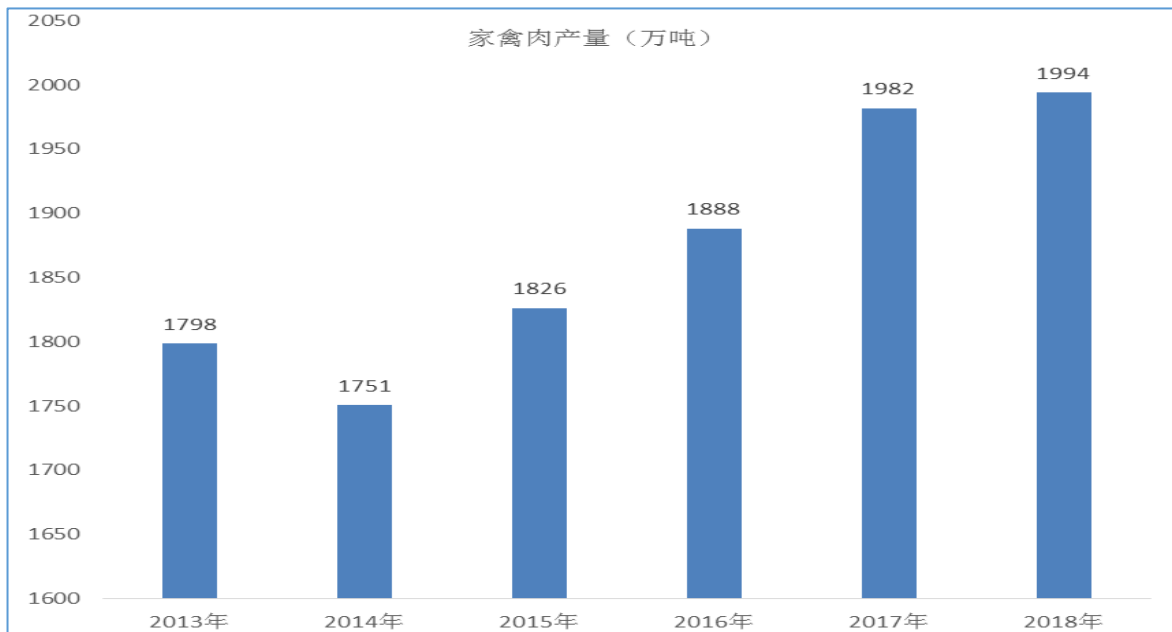
图 15: 我国禽蛋产量 (万吨)



数据来源: Wind、兴证期货研发部

图 16 为我国禽肉产量走势，从图看，我国禽肉产量增幅同样有放缓的迹象。

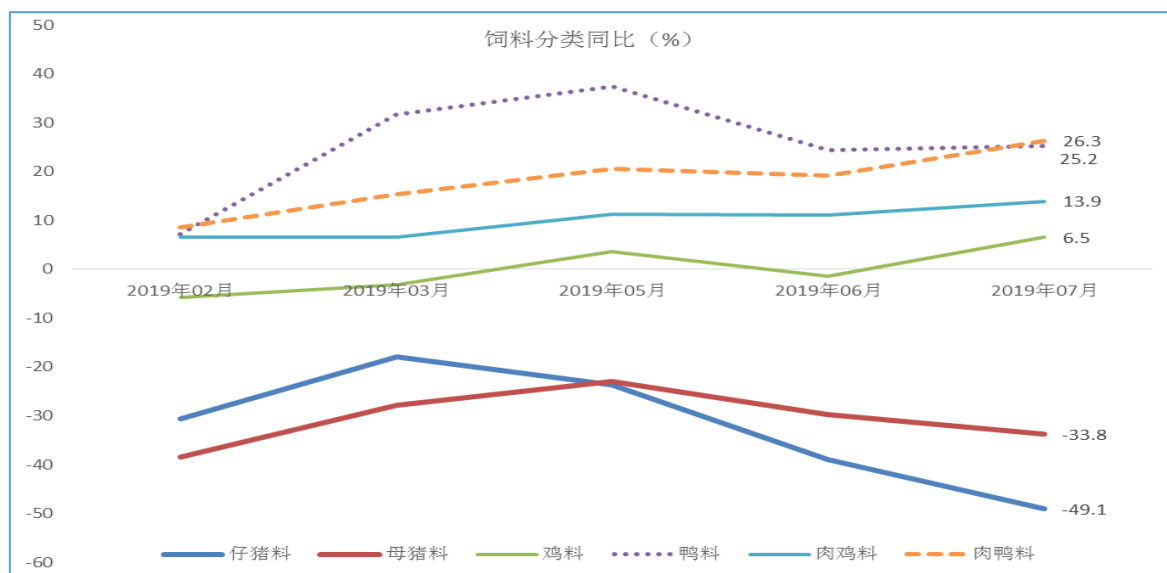
图 16: 我国禽肉产量 (万吨)



数据来源: Wind、兴证期货研发部

但 2019 年，非洲猪瘟影响较大，猪肉价格大幅飙涨，禽蛋和禽肉的价格相对较低，从而替代效应凸显，因此禽肉和禽蛋的产量将大幅增加。从替代效果看，禽肉比禽蛋对猪肉的替代效果更好。从养殖的情况看，今年我国蛋鸡和蛋鸭的养殖量大幅增加，增幅介于 8%--10%。肉鸡的存栏增幅较大，介于 15—20%之间。如图 17，饲料分类同比情况。通过饲料同比印证，2019 年 7 月，肉鸡料同比增加 13.6%，整体鸡料的同比增幅为 6.5%，与我们的预测基本相符。

图 17: 饲料分类同比 (%)



数据来源: 天下粮仓、兴证期货研发部

如图 18 所示，在肉禽出栏增加 10—20%、牛羊肉增加 5%、禽蛋增加 8-10% 情况下，合计产量增幅为 506—766 万吨，而猪肉在减少 25% 的情况下，产量可能减少 1620 万吨，这意味着肉蛋总体供应减少超过 900 万吨，约占整体肉蛋禽产量的 10%。我们预估，养殖业对饲料及玉米的需求减少接近 1000 万吨左右的水平。

图 18：我国肉蛋产量预测

	2018年产量（万吨）	2019年增减幅	2019年增减（万吨）
禽肉	1994	10-20%	200-400
牛羊肉	1119	5%	56
禽蛋	3128	8-10%	250-310
合计	6241		506-766
猪肉	5404	-25%--40%	-1620--2160

数据来源：芝华数据、兴证期货研发部

总结：受生猪存栏大幅下降的影响，玉米用于养殖的需求下降。在总体养殖业需求萎缩 10% 的情况下，玉米的需求量减少接近 1000 万吨。但目前来看，玉米价格已经大幅下挫，已经反映了基本面的疲弱状态，后期养殖需求降幅将放缓，补栏增加，有利于玉米价格的企稳回升。

2.2.2 玉米的深加工需求增加

玉米的深加工需求主要包括淀粉产业、酒精产业和氨基酸等产业。其中，玉米淀粉产业对玉米的需求量最大，对玉米的需求量超过 4000 万吨；酒精产业对玉米的需求量超过 1500 万吨以上；氨基酸产业对玉米需求量也接近 1000 万吨，其他深加工产业对玉米的需求量也不断增加。

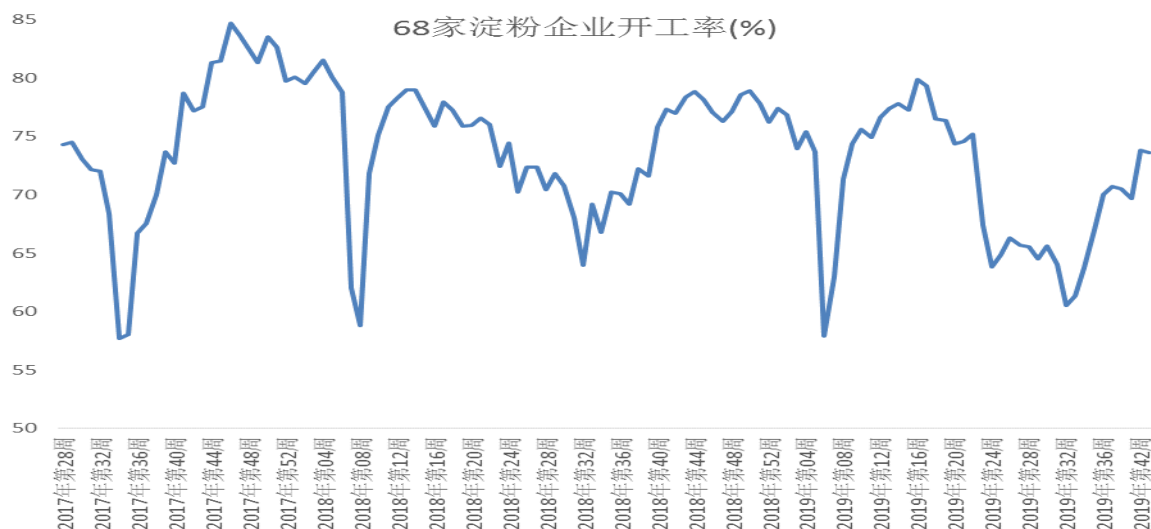
2.2.2.1 淀粉行业对玉米需求小幅增加

玉米淀粉行业是玉米深加工行业对玉米消费最大的领域。从市场需求角度看，淀粉糖消费占比约为 60%。玉米淀粉用途广泛，是食品、化工、医药等行业的重要原料，淀粉糖是玉米淀粉最主要的消费去向，2018 年消费占比 56%，其后依次是造纸（约占 12%）和化工（约占 8%），食品加工（8%），啤酒（约占 6%）、医药（约占 4%）等。

2016 年以后，玉米临时收储政策取消，玉米价格逐步过度到市场供求决定为主。玉米价格降低，大大降低了淀粉及其衍生物产品加工成本，大大刺激了玉米下游深加工产品的应用与开发的空間，企业盈利出现增加，行业出现了欣欣向荣局面。2017 年以后，玉米下游深加工产业出现了大幅扩张的局面，对玉米的需求量大幅增加，年增幅超过 10%。2019 年以来，玉米价格开始出现下滑，下游的深加工产品价格也出现走低，制约了下游产能的继续大幅扩张和下游开工率的走高。根据天下粮仓的预测，2019 年，全国淀粉的产量为 2650 万吨，比 2018 年增加了 30 万吨，但增幅已经大幅放缓，下游对淀粉的需求也逐步饱和。2017 年以来，对玉米淀粉需求增幅最快的领域主要包括造纸、食品和出口领域都出现了滞涨的局面，因此我们认为 2019 年全国淀粉行业对玉米的需求量有一定的增加，但增幅有限。

从目前的数据看，如图 19 所示，我国 68 家淀粉企业的开机率维持正常偏低的水平，对玉米的需求维持正常偏低数量。

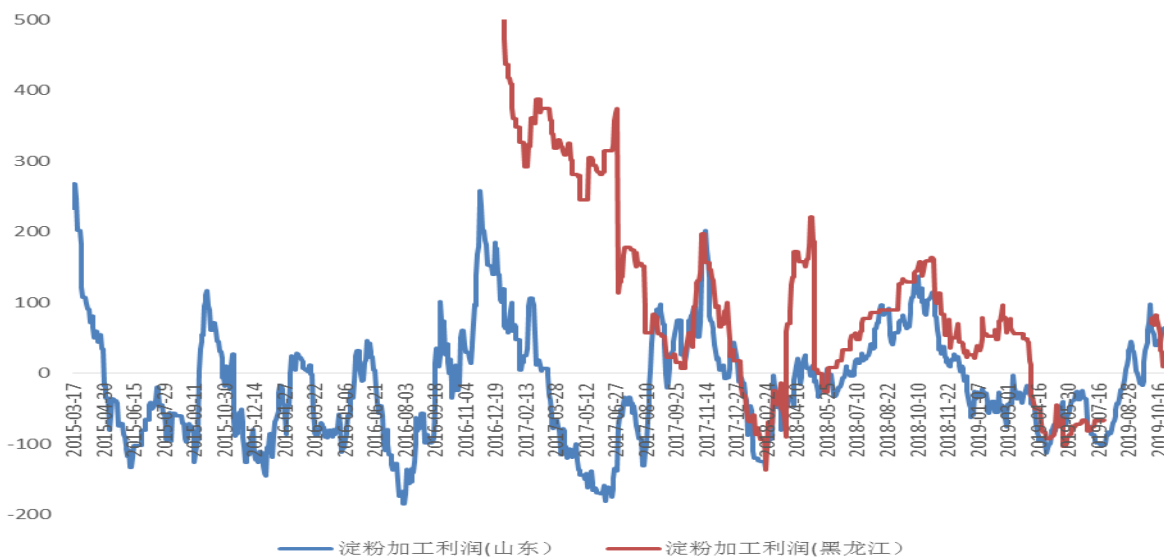
图 19：国内淀粉企业的开机率



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

从下图 20 所示，玉米淀粉在山东和黑龙江的加工利润维持在 100 元/吨以下，这必然会制约企业开工的积极性，不利于玉米的需求。年末的需求旺季即将到来，未来的需求可能小幅增加，对玉米价格有支撑。

图 20：淀粉企业的加工利润走势



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

下图 21 是我国部分淀粉企业库存走势图，从 6 月以来，我国的淀粉库存从高位持续走低，目前已经接近 5.6 万吨，处于季节性低点附近，后期随着需求的增加，下游企业补库可能会导致淀粉的库存出现增加。这预示着淀粉的价格将出现支撑。

图 21：企业淀粉库存



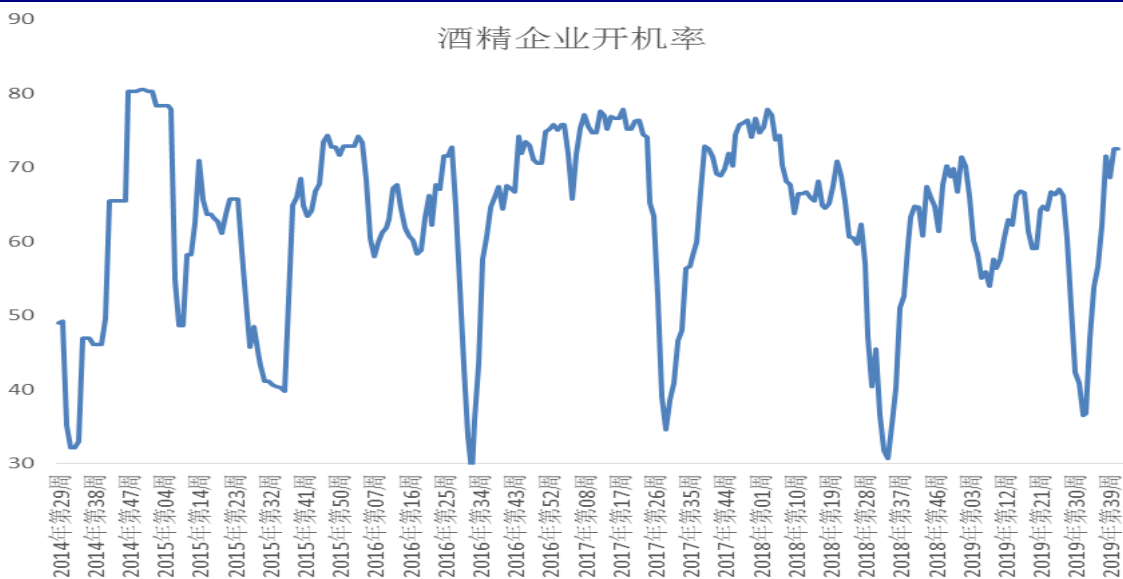
数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

另外，考虑到淀粉糖与白糖价差达到 3000 元/吨以上，出于成本压力考虑，部分终端企业仍将偏向采购淀粉糖来替代白糖有利于对原料淀粉的需求。且从往年玉米淀粉消费走势来看，11-12 月份玉米淀粉消费进入旺季，淀粉深加工企业走货也较好，导致玉米淀粉价格震荡走高。

2.2.2.2 酒精行业对玉米需求增加

由于玉米价格的震荡走低，玉米酒精行业的加工利润也开始有所增加，尤其是东北地区的玉米酒精企业的利润维持高位，开工率出现增加，对玉米的需求增加。后期随着玉米价格维持低位震荡，酒精加工企业的利润有望维持上涨，增加对玉米的消费需求。

图 22：酒精企业开机率



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

从酒精企业的加工利润来看，由于东北地区玉米价格维持弱势震荡，黑龙江地区酒精企业的加工利润维持震荡走高的态势，每吨加工利润达到 450 元以上，有利于酒精行业对玉米需求。

图 23：酒精企业加工利润



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

2.2.2.3 深加工产业对玉米的需求出现增加

综合来看，我们认为深加工企业对玉米的需求用量增加。尤其是下半年消费旺季到来，淀粉、酒精行业的利润增加带动开工率增加，将会增加对玉米的需求用量，在长达半年的下跌之后，玉米的价格可能会受到深加工行业的支撑而出现止跌的现象。

2.3 玉米的供求及价格分析

综合来看，我们认为受非洲猪瘟的影响，国内玉米用于养殖的数量出现下降。下游深加工企业对玉米的需求量增加，但玉米的需求总量出现小幅下滑，这是导致今年玉米大幅下跌的主要原因，但目前这些因素有了一定的变化。

随着玉米抛储的结束以及年末消费旺季的到来，玉米将会受到需求的拉动而出现止跌企稳的情况。从价格角度看，2018 年抛储玉米的成本对应期货盘面的价格在 1650—1750 元/吨；2019 年抛储玉米对应到期货盘面的价格达到 1860—1950 元/吨，而目前期货玉米的价格已经低于玉米的抛储价格，这就意味着参与今年拍卖玉米的贸易商都出现了亏损。这可能会导致贸易商采取挺价的策略以减少亏损。且未来新作玉米上市，为了保护农民利益，政府入市收粮的概率偏大，这都有利于玉米价格的止跌反弹。因此，我们认为，玉米价格已经进入到底部区间，可以择机做多。

风险分析：

- 第一、 非洲猪瘟继续大规模爆发，导致玉米需求持续恶化。
- 第二、 淀粉和酒精行业利润恶化，导致玉米需求减少，不利于玉米价格走强。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货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。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。