



## “价补分离” 出台在即

### 摘要

2016 年的玉米价格仍然是受到临储政策的影响为主，国家采取何种“价补分离”的方式很重要，尤其是定价定在哪里，补贴多少钱，是否继续收储？轮库和拍卖的玉米价格多少钱？拍卖质量及成交状况如何？这些因素都将影响届时玉米价格及下游产品价格的动向。

从目前期货盘面对远月价格的预期来看，基本上 1400-1500 元/吨区间为市场推测的新季度玉米价格。但若“价补分离”政策中的定价高于市场预期，则 1701 期价还存在补涨的可能性。

时间上看，从二季度的库存庞大压力和需求疲软的角度考虑，可密切关注新的临储政策落地细节，同时关注拍卖成交价格 and 数量对现货市场的影响，操作上，1609 期价上方依托临储定价的高位区域可以继续采取逢高滚动抛空的思路。

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

于婉娇

0451-58896619

yuwanjiao@nawaa.com

助理研究员：

何琳 0451-58896626

helin@nawaa.com

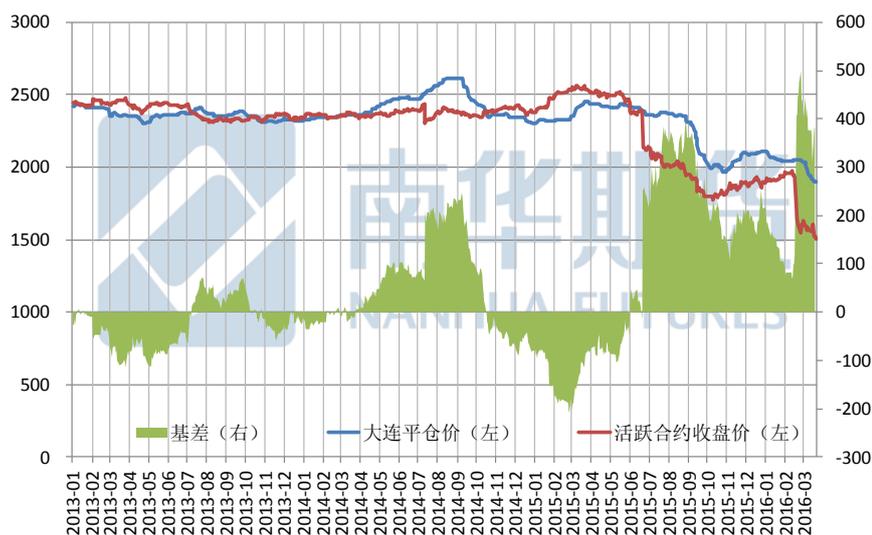
## 第1章 基本面分析

### 1.1. 基差

基差自 2015 年 7 月以来一直保持高升水态势，这主要是源自当时市场上对 2008 年开始的玉米临储制度可能出现调价或不收储的猜测，期价在持续下滑后盘面活跃度大增，以往的“小玉米”跃居成为持仓和成交都明显放量的大品种。

在 2015 年 5 月开始期货市场多空积极入场炒作预期，现货价格跟跌幅度有限，基差高升水 350-370 元/吨，到 2015 年 9 月 17 日的国储收储价明确为 2000 元/吨后基差才被逐渐降下来，到 11 月东北地区启动收储时已降至 100 元/吨左右，随着收储活动的展开，现货价格率先止跌企稳并带动基差再度扩大至 200 附近。进入 2016 年 1 月下旬，随着春节备货进入尾声，现货价格开始再度下滑，基差重新回到 100 元/吨左右。2 月中旬市场传出玉米定向销售的消息，玉米定向销售的消息对期货价格连续施压，再传两会之后尽快推出玉米临储政策消息继续施压盘面价格，从而 5、9 合约轮番受到消息影响展开跌势。前主力合约 9 月大幅减仓后转战至 1 月成为主力合约，该合约在 1500 附近的窄幅波动使得目前基差回落至 300 元/吨一线，仍保持较高的升水状态。

图 1.1.1：基差（单位：元/吨）



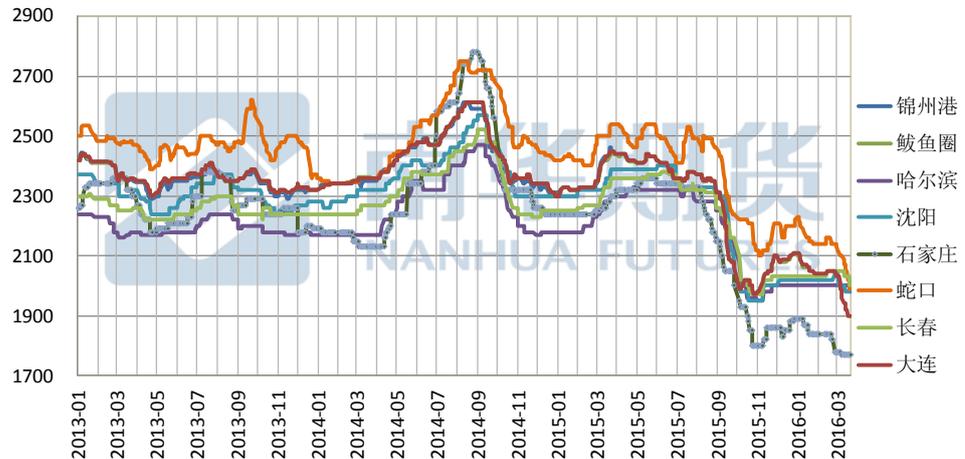
资料来源：WIND 南华研究

### 1.2. 现货

自 2 月中旬以来国内玉米市场政策传闻不断，主要是围绕超期玉米定向销售及拍卖，以及两会之后要出台玉米新政策对市场心理形成打压。在此背景下，国内玉米市场价格以跌势为主。由于东北收储进度超快，造成华北产区玉米外流至东北及南方销区增多，并与东北玉米价格形成严重倒挂。

截止到3月下旬，东北港口贸易玉米收购几乎停滞，南方港口稳中偏弱，传闻华南、华北可能率先轮换2013年玉米1500-1600元/吨略低于现货市场价格，东北深加工企业继续小幅降价收购，华北深加工企业收购价格稳中有升，企业库存普遍不足一个月，南方销区稳中偏弱，因轮换粮出库以及华北玉米掺兑渗透。25日锦州集港价1830-1850元/吨；鲅鱼圈贸易粮基本停收，理论平仓1880-1900元/吨。广东港口玉米市场价格承压，港口优质玉米报价1980-2000元/吨，跌破2000整数关口。

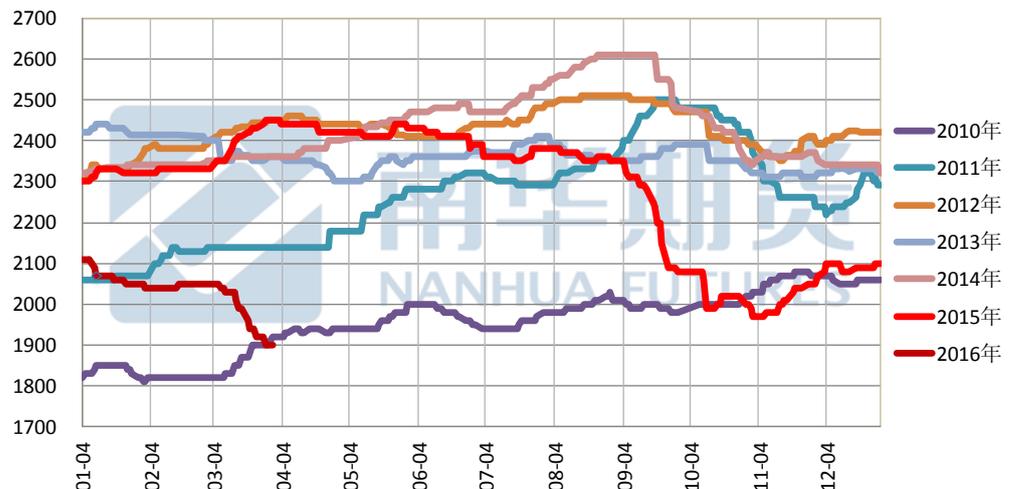
图 1.2.1：现货价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND 南华研究

Wind 数据显示，大连港口平仓价从今年年初的2110降到3月下旬的1900元/吨。尽管1、2月份的价格走势比较平稳，但进入3月开始出现明显下滑走势，现货价格跌至6年来最低水平、接近2010年价格水平，而随着收储渐进尾声而且抛储活动即将展开，预计2季度现货价格仍将承受较大的抛压。

图 1.2.2：大连历年平仓价对比（单位：元/吨）



资料来源：WIND 南华研究

从南北港口库存情况来看，自 2015 年 12 月末以来，北方港口库存仅略有回落后维持在 260 万吨附近（但也是从 10 月中旬以来保持着增加的势头）。而南方港口库存则同期从 7.9 万大幅增加至 1 月中旬的 37 万吨附近，自 2 月末开始出现小幅下滑，整体上，进入 3 月份南北贸易利润最高提升至 140-150 元/吨。由于 3 月以来现货市场普遍等待临储玉米泄库，加之华北玉米逆流遭遇严控，东北港口出现罕见的贸易暂停的现象，锦州集港量陡降，北方集港价格继续下滑。

图 1.2.3: 南北价差 (单位: 元/吨)

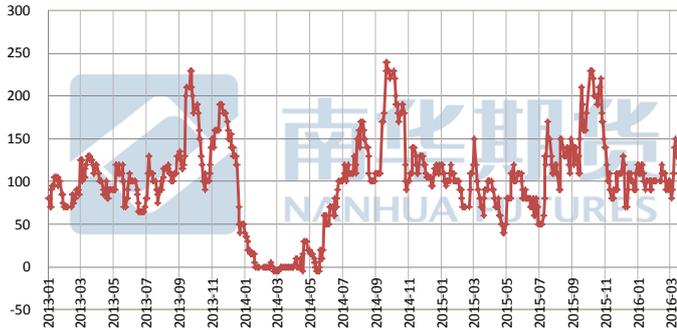
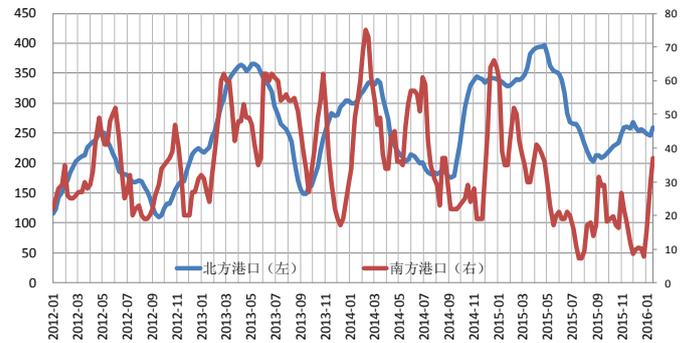


图 1.2.4: 港口周度库存对比 (单位: 万吨)



资料来源: WIND 南华研究

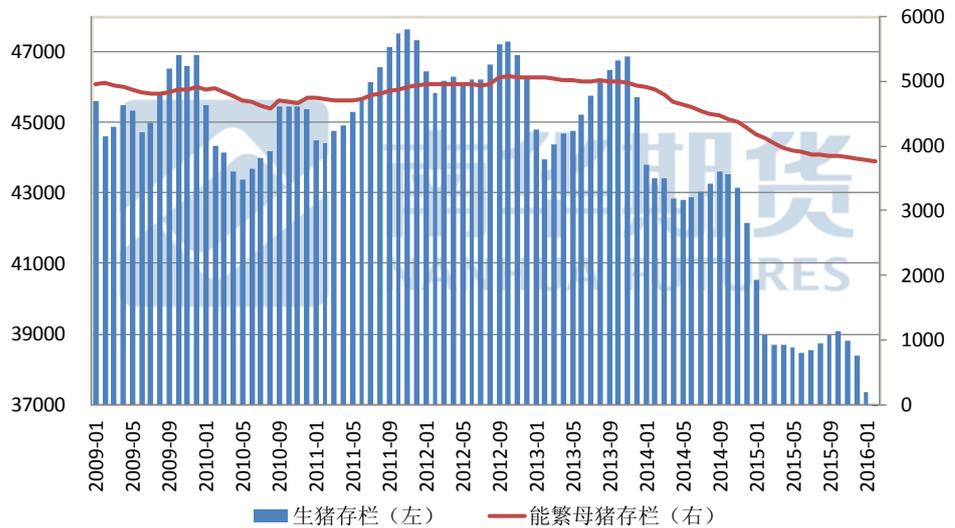
资料来源: WIND 南华研究

### 1.3. 需求

据农业部统计，2 月份全国生猪存栏量为 36671 万头，环比下降 672 万头或 1.8%，继续刷新低位；2 月份能繁母猪存栏量为 3760 万头，环比下降 23 万头，连续 31 个月环比下降。虽然生猪存栏量经过春节季节性出栏，但在较高的养殖利润的刺激之下，养殖户陆续开始进行生猪补栏，而由于目前仔猪量少价高，也在一定程度上影响了补栏进度。

从上半年肉类品消费淡季推断，加上玉米政策性消息未定，南美大豆陆续到港后豆粕供应充足，因而，大部分饲料企业采取观望的情绪较重，多数维持较低的库存，预计短期内难以从需求端形成对饲料价格的明显拉动作用。饲料需求的持续转暖或许要等到下半年才能陆续显现出来。

图 1.3.1: 生猪与能繁母猪存栏对比 (单位: 万头)

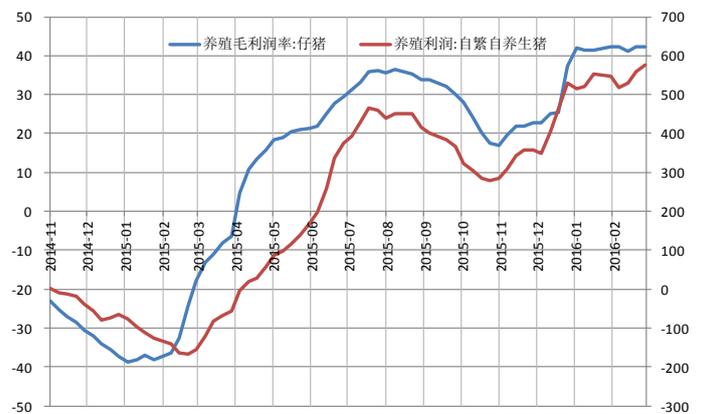
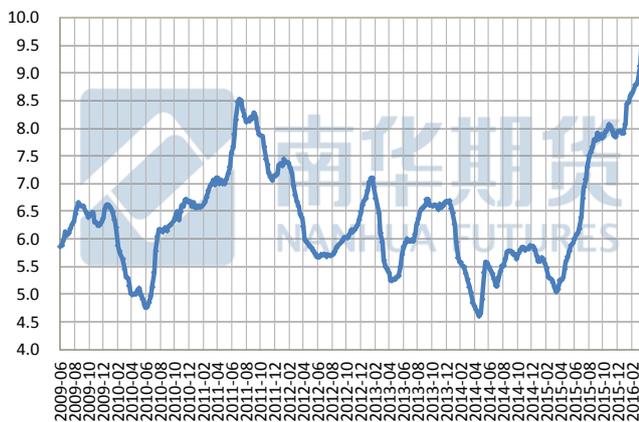


资料来源：WIND 南华研究

2月的猪肉价格同比上涨25.4%，影响CPI上涨约0.59个百分点。随着猪肉价格的持续上涨，国家发改委发布数据显示，3月9日全国生猪平均出厂价格为每公斤18.62元，同比上涨52.8%；猪粮比价为9.13:1，显著高于盈亏平衡点，已进入黄色预警区域。本次生猪价格居于高位是由于过去三年生猪价格偏低引发产能适应性调整的结果，但同时，猪粮比价处于较高水平，国家有关部门将按照《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》规定，适时启动调控预案，努力缓解生猪市场价格大幅波动，预计各省将出台抛储冻猪肉政策以控制猪肉价格高企势头，进入到二季度后的高位猪粮比这一现象将会得到遏制。

图 1.3.2: 猪粮比

图 1.3.3: 外购仔猪与自养自繁养殖利润对比（单位：元/吨）



资料来源：WIND 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

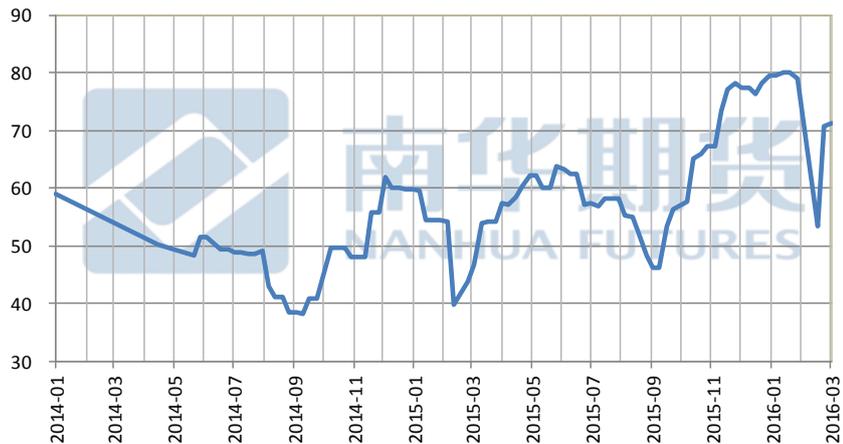
汇易网消息，3月中旬由于严查河北玉米外运东北临储库，关内外玉米价格同步走低，其中华北深加工玉米挂牌价普遍降至1700元/吨以下，而东北深加工玉米挂牌价多数在1750元/吨之上。受吉林、黑龙江部分深加工企业减产影响，玉米收购节奏也同步放缓。

深加工方面，第12周玉米淀粉价格保持稳定，副产品走势偏弱，吉林玉米淀粉加工亏损缩窄至140元/吨，山东淀粉加工利润上升至39元/吨；主产区玉米酒精价格继续寻底，黑龙江酒精加工亏损扩大至840元/吨。为了消化高价玉米及产品库存，近期东北多家深加工企业实行减产，估算淀粉行业开工率50%，酒精行业开工率54%。

深加工政策方面，3月17日吉林省政府部门联合印发了《关于做好2016年1-6月省对玉米深加工企业自购加工玉米补贴管理工作的通知》，对纳入补贴范围的企业2016年1-6月份在省内自购自用的玉米，按实际消耗数量每吨给予150元补贴，所在市县粮食和财政部门在2016年7月31日前报送补贴申请。

回顾2015年10月1日至12月31日期间，吉林省深加工企业竞拍补贴350元，自购补贴250元，虽然2016年自购补贴有所下降，但是临储玉米定向销售政策也即将出台，对深加工企业来说将适当减少加工亏损的空间，按照去年补贴后对盘面利润的影响推断，当前连盘1609的淀粉与玉米的400元/吨的价差可能将被压缩近百点。

图 1.3.4：玉米淀粉开工率（单位：%）



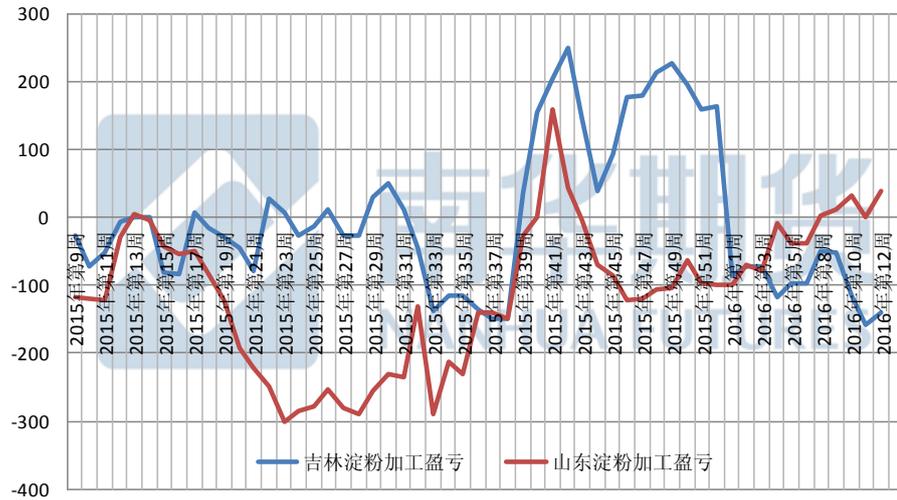
资料来源：WIND 南华研究

表 1：玉米淀粉加工利润（单位：元/吨）

周数	吉林玉米	吉林淀粉	综合盈亏	山东玉米	山东淀粉	综合盈亏	黑龙江玉米	黑龙江酒精	综合盈亏
第9周	1840	2330	-52	1760	2300	11	1740	4950	-624
第10周	1860	2250	-114	1700	2250	33	1820	4950	-900
第11周	1860	2200	-158	1720	2230	0	1780	4950	-750
第12周	1840	2200	-140	1680	2230	39	1780	4900	-840

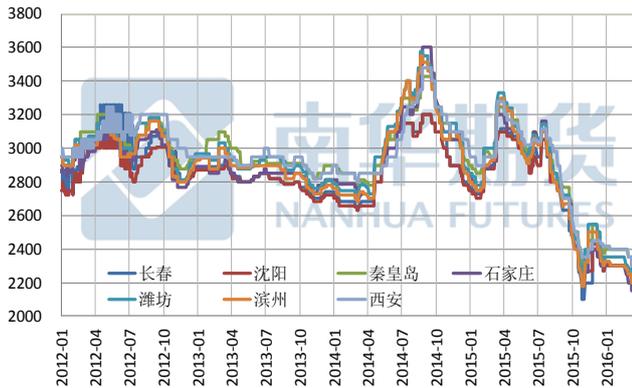
数据来源：汇易网

图 1.3.5: 玉米淀粉加工盈亏走势 (单位: 元/吨)



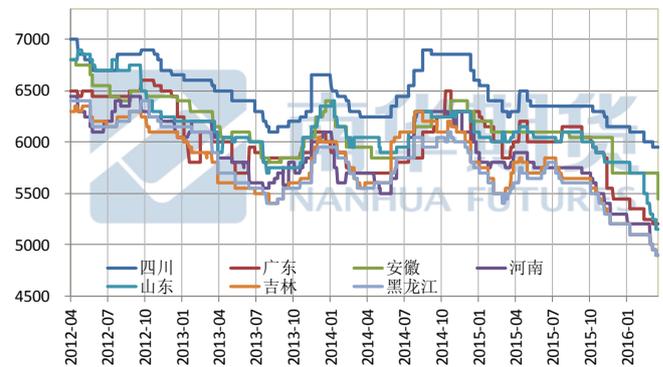
资料来源: WIND 南华研究

图 1.3.6: 各地玉米淀粉价格 (单位: 元/吨)



资料来源: WIND 南华研究

图 1.3.7: 各地玉米酒精价格 (单位: 元/吨)



资料来源: WIND 南华研究

从玉米深加工的下游产品价格来看, 主要基础产品的价格持续下滑, 虽然原材料玉米价格也在同步下滑, 但在开工率高企的压力之下, 玉米深加工行业的冬天仍在持续, 对应后期玉米政策走向市场化定价的看弱预期。

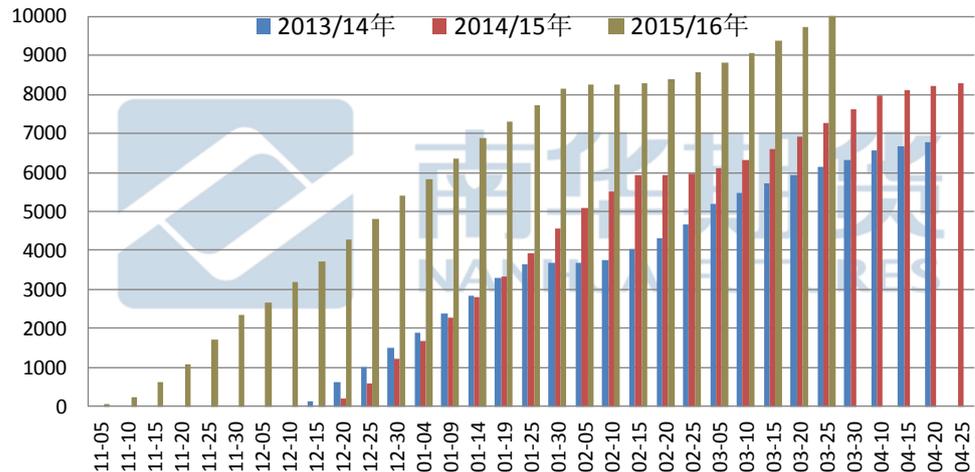
### 1.4. 收储与泄库

自 2015 年 11 月提前启动玉米临时收储活动以来, 超快的收储节奏已在 3 月 20 日的临储玉米累计总收购量 10008 万吨。其中, 内蒙古 1804 万吨、辽宁 910 万吨、吉林 3119 万吨、黑龙江 4174 万吨。

目前距离 4 月 30 日收购结束期尚有一段时间，临储玉米收购总量将继续增加，而随着后期临储玉米收购的继续推进，东北农户手中余粮将继续减少，据了解，目前黑龙江、辽宁农户手中余粮基本见底，内蒙古农户手中余粮 1 成左右，吉林农户手中余粮在 2 成左右，现货市场后期的优质粮源的供应或将偏紧。

按照目前收储节奏，加上 2015 年度收储入库的 8328 万吨，2014 年度 6919 万吨，2013 年度 3083 万吨，目前临储玉米的库存数量已达到 2.6 亿吨以上的高库存水平。

图 1.4.1：近年收储进度对比（单位：万吨）



资料来源：WIND 南华研究

近几年，为消化玉米临储库存，采用的常规办法是通过“竞价拍卖”“轮库”“定向销售”等办法。由于 2015 年拍卖成交率仅为 5%较 2014 年明显下滑，加上 2012 年陈粮面临必须出库要求，市场首先传闻或在 3 月就将定向销售 2012 年玉米（价格 1400 元/吨，数量 1000 万吨左右）的消息立刻造成玉米、淀粉期价连续下挫。

随后，市场传言华北（河北、山东）、华南部分地区临储玉米轮换即将展开，2013 年的华北地区玉米出库价格初定在 1500-1650 元/吨，华南地区轮换玉米出库报价 1900 元/吨以内。临储玉米的拍卖则可能延后至 4-5 月再启动。个人认为去年拍卖价格高、质量欠佳导致惨淡成交的结果，预计后期拍售过程下调拍卖底价的概率较大，届时也将拖累现货市场价格走低。

从数量上推断，超期储存的 2012 年粮源将直接通过定向销售给深加工企业完成泄库（规模约 1000 万吨），2013 年粮源通过临储转储备进行轮换为主（规模约 5800 万吨），2014 年粮源有望通过拍卖出库（规模约 8328 万吨）。也有传言称临储玉米按品质差异论价拍卖。总之，临储玉米“泄库”的步伐即将迈开，二季度市场即将迎来泄库高峰。

## 1.5. 政策

从去年开始，国家已多次透露出玉米相应政策：调低收购底价、“镰刀弯”地区减产、拍卖补贴以及呼吁种植调整结构等等。今年一号文件再度明确“市场定价、价补分离”的政策将在玉米收储政策上率先执行。但我们看到，在国家对某个品种取消收储政

策之后，多数品种都会出现大幅下滑，比如大豆的价格就出现了明显的前高后低的下滑态势，其主要原因是由于缺乏国家这个收粮主体的入市收购，从而造成那些无法入库的多余粮源流入贸易市场所形成对价格压力。

当前市场盛传多种价格版本，比如 1900 元/吨的目标价格，1500 元/吨的最低保护价格，或是 1700+200 元/吨等等，这都比较 2015 年的 2000 元/吨的收储价格出现了较大的下滑。而由于玉米宽松的基本面，个人认为，国家定出哪个水平的目标价格很重要，如果定在 1800-1900 元/吨，那么起码玉米 1701 当前盘面价格 1500 元/吨的相对贴水状况则会有所改善，但攀升高度也相对有限。如果定在 1700 元/吨或更低的水平，那么玉米 1701 保持弱势或继续走低的概率就较高，因为同样在新粮上市前面临玉米泄库的沉重压力。

## 第2章 投资策略

2016 年的玉米价格仍然是受到临储政策的影响为主，国家采取何种“价补分离”的方式很重要，尤其是定价定在哪里，补贴多少钱，是否继续收储？轮库和拍卖的玉米价格多少钱？拍卖质量及成交状况如何？这些因素都将影响届时玉米价格及下游产品价格的动向。

从目前期货盘面对远月价格的预期来看，基本上 1400-1500 元/吨区间为市场推测的新季度玉米价格。但若“价补分离”政策中的定价高于市场预期，则 1701 期价还存在补涨的可能性。

时间上看，从第二季度的库存庞大压力和需求疲软的角度考虑，可密切关注新的临储政策落地细节，同时关注拍卖成交价格 and 数量对现货市场的影响，操作上，1609 期价上方依托临储定价的高位区域可以继续采取逢高滚动抛空的思路。

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 室  
电话：0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室  
电话：0576-88200279

### 温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室  
电话：0577- 89971820

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902  
电话：0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
电话：0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室  
电话：0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼  
电话：0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室  
电话：0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 号  
电话：028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号金地商务大厦 11 楼 001 号  
电话：0931-8805310

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号  
电话：0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室  
电话：010-63155309

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室  
电话：0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室  
电话：0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
电话：0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室  
电话：024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802  
电话：022-88371079

### 上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室  
电话：02150431979

### 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 26 层  
电话：021-68400692

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话：021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室  
电话：0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室  
电话：0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房  
电话：020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室  
电话：0553-3880211

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3  
电话：023-62611626

**北京营业部**

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室  
电话：010-63161286

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室  
电话：0351-2118001

**余姚营业部**

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室  
电话：0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层  
电话：0663-2663855

**海宁营业部**

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室  
电话：0573-80703002

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层 3232、3233、3234、3235 室  
电话：0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室  
电话：0512-87660825（魏瑶电话）

**浙江南华资本管理有限公司**

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室  
电话：0571-87830355

**永康营业部**

永康市丽州中路 63 号 11 楼  
电话：0579-89292777

**南通营业部**

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室  
电话：0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室  
电话：0592-2120366

**齐齐哈尔营业部**

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号  
电话：0452-5883883

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）  
电话：0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话：0574-85201116

**横华国际金融股份有限公司**

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼  
电话：00852-28052658

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)