



政策主导 供需格局改善

摘要

由于农业供给侧改革主导，农产品在种植结构上出现了很大的调整，出现“增大豆减玉米”新的种植模式。玉米种植面积的减少，在一定程度上激发了现货市场价格的蠢蠢欲动。从现货价格走势看，玉米市场均价 1600 元/吨或将成为历史大底。期货市场，从玉米指数的走势看，今年全年期价震荡上扬，逐渐摆脱弱势格局，有重新走强的迹象，1800-2000 元/吨年底前或将可见。

今年上半年，由于东北玉米深加工企业获政策补贴的扶持，企业开工率出现高位运行的态势，由此导致玉米淀粉出现高库存的态势。但是，下半年随着补贴的结束，企业会出现亏损，开机率或呈现下行的走势，后期将进入消化库存的阶段。从需求端来看，目前正值夏季，处于饮料、啤酒消费旺季，淀粉糖需求将释放。加之玉米淀粉替代效应的发挥，以及出口情况的好转，下半年淀粉新增需求会逐渐显现出来。2017 年下半年，玉米淀粉价格预计在上半年的基础上继续上扬。从玉米淀粉指数的走势看，期价有望突破前高 2071 元/吨，或至 2200 元/吨。

从鸡蛋期价规律来看，上半年通常会形成全年重要低点。目前鸡蛋的持仓量在期货市场中属于偏低水平，更容易受到资金面的影响，所以投资者在关注鸡蛋基本面的同时，更应关注资金流向，以此把握投资节奏。目前近远月合约价差逐渐缩小，后期远月合约向上预期较大，建议买远抛近操作。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

李宏磊 0451-82331166

lihonglei@nawaa.com

投资咨询证书：

Z0011915

徐明 0451-82331166

xuming@nawaa.com

投资咨询证书：

Z0000399

目录

第 1 章	市场回顾	3
第 2 章	玉米市场关注焦点	3
2.1.	玉米临储拍卖情况：开始降温	3
2.2.	天气情况：东北产区低温、干旱或将影响产量	5
第 3 章	玉米供需分析	6
3.1.	供给端：供应压力缓解	6
3.2.	下游需求端：有望回升	7
3.3.	供需格局有望改善	8
第 4 章	替代品市场分析	9
第 5 章	玉米价格分析及展望	9
第 6 章	玉米淀粉	11
6.1.	玉米淀粉行业获政策扶持	11
6.2.	东北地区加工有利润，但华北地区进入亏损	11
6.3.	库存、开机率呈现“双高”局面	12
6.4.	需求出现好转，但难以量化	12
6.5.	玉米淀粉分析及展望	12
第 7 章	鸡蛋行情分析	13
7.1.	鸡蛋期价加大波动区间	13
7.2.	期价明显受到资金影响	13
7.3.	产蛋鸡存栏量下滑	14
7.4.	蛋鸡苗价格偏低	15
7.5.	饲料成本处于低位	16
7.6.	蛋鸡养殖利润继续向好	16
7.7.	价格周期性因素	17
7.8.	其他影响因素	18
7.9.	鸡蛋价格分析及展望	19
南华期货分支机构		20
免责声明		

第1章 市场回顾

从今年上半年玉米期货市场的走势看，期价呈现一路震荡上扬的走势，价格重心不断上移。从玉米指数的走势图看，期价自年初的 1507 元/吨启动，一路高歌猛进，最高涨至 3 月末的 1711 元/吨，三个月间累计涨幅达 13.5%。4 月初，期价自高位有些回落，但整体看，价格重心依旧维持在高位。临近 6 月末，期价再度回升，重新逼近前期高点 1711 元/吨。从技术走势看，今年上半年期价处于上升趋势中，基本结束了之前连续一年半的弱势下跌行情，目前期价重心开始上移。从大的趋势看，期价正在构筑中长期的底部图形。

从玉米淀粉的期价走势图看，和玉米的走势趋同，同样维持价格重心抬升的态势。淀粉期价自年初的 1766 元/吨起步，一直涨至 3 月末的 2071 元/吨，累计涨幅达 17.27%。4 月初，期价稍有回落，不过回调幅度有限，期价企稳于年线 1900 元/吨，之后再度回升，目前期价 2000 元/吨附近震荡，有直逼前期高点 2071 元/吨的趋势。

图 1.1：玉米指数走势图

图 1.2：玉米淀粉指数走势图



资料来源：WIND 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

第2章 玉米市场关注焦点

2.1. 玉米临储拍卖情况：开始降温

自 2008 年国际金融危机以来，国家为保护农户利益，鼓励农民种植积极性，出台了国家临时储存玉米收购政策。临储收购价格的逐年提高，极大的鼓励了农户种粮的积极性，我国玉米种植面积与产量在这些年里得到了大幅提高，起到了维护国家稳定的目的。但是，与此同时，伴随着国家临时收储政策的执行，国家也累计了大量的玉米库存，玉米巨量库存成为了市场的“心病”。

表 2.1 玉米历史收储、抛储数量一览

(万吨)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
收储数量	3566	134	1100	1100	3083	6919	8329	12542	--
抛储数量	1203	1790	198	0	0	2915	568	2160	2182

数据来源：南华期货

从上表可知，国家自 2008 年实行玉米收储政策以来，8 年来总计收储玉米的数量高达 3.68 亿吨。而这期间，国家抛储的玉米数量仅仅 1.1 亿吨。综合看来，仅从国家收储和抛储的数量关系看（不考虑当年产量、进口量、需求量等方面），目前国内玉米的储备数量高达 2.58 亿吨之多。

2016 年，国家取消玉米临时收储政策。2016 年中央一号文件已明确提出，要“按照市场定价、价补分离的原则，积极稳妥推进玉米收储制度改革”。此时，“市场化收购+补贴”成为了玉米市场新的定价模式。随着国家临时收储政策的结束，玉米市场也迎来了全新的发展。“玉米去库存”也将成为后期主导市场的一大主题。

2017 年，中央一号文件，继续锁定“三农问题”。文件强调要继续深入推进农业供给侧结构性改革。关于玉米种植，一个字概括就是：减！根据农业部的规划，2016 年全国共调减玉米种植面积 3000 万亩，2017 年要在这一基础上，再调减 1000 万亩。由此可见，国家调减玉米种植的决心和力度。今年，玉米在种植面积上调减叠加去年玉米收储政策的取消，玉米去库存化已经进入到实质的运行阶段。而玉米去库存的另一体现就是国家对于玉米的抛储，也就是目前玉米市场关注的焦点事件。

2017 年 5 月 5 日玉米拍卖大幕开启，至 6 月 16 日，短短一个多月时间，临储拍卖成交数量达到了 2415 万吨，已经超过 2016 年拍卖总成交量 2182 万吨，今年玉米拍卖成交的火热情绪为玉米市场去库存奠定了坚实的基础。

表 2.2 2017 年临储拍卖情况

国家临储定向 2012 年及以前的玉米						
日期	计划销售	成交量	成交率	均价	最高价	最低价
5/5	501887	370177	73.76%	1640	1820	1425
5/12	440720	335337	76.09%	1331	1550	1260
5/19	989806	989630	99.98%	1225	1380	960
5/26	234150	233660	99.79%	1155	1210	920
6/2	162697	162538	99.9%	1235	1350	1010
6/9	20361	19671	96.61%	1121	1300	1000
6/16	690	690	100%	1064	1340	1000
国家临储分贷分还 2013 年玉米						

日期	计划销售	成交量	成交率	均价	最高价	最低价
5/5	2009389	1824767	90.81%	1379	1540	1250
5/11	2504158	2138732	85.41%	1378	1620	1210
5/18	4001524	3562276	89.02%	1409	1640	1210
5/25	4699191	3447179	73.36%	1375	1540	1250
5/26	2299576	2103437	91.47%	1383	1670	1210
6/1	3473469	3231671	93.04%	1377	1500	1300
6/2	2295640	1361031	59.29%	1347	1550	1250
6/8	1859813	474845	25.53%	1332	1400	1250
6/15	1384969	98293	7.09%	1333	1390	1250
中储粮委托包干销售玉米						
日期	计划销售	成交量	成交率	均价	最高价	最低价
5/9	859496	859496	100%	1673	1830	1500
6/2	1210560	682924	56.41%	1301	1470	1250
6/9	1648059	996321	60.45%	1340	1530	1200
6/10	2130656	1253507	58.83%	1366	1540	1250

数据来源：汇易网、南华期货

由于新粮收购已基本完成，玉米供应由临储抛售接棒。从市场的拍卖情况看，随着拍卖的继续进行，玉米市场阶段性的供应已趋于饱和，拍卖成交降温势头开始出现，拍卖成交率开始下滑，溢价空间大幅缩小，拍卖底价成交开始占据主流。后期国储拍卖的成交情况和拍卖底价都值得市场的关注，这可以反映出市场的需求情况及对价格的预期。

2.2. 天气情况：东北产区低温、干旱或将影响产量

今年入春以来，东北地区持续干旱少雨、气温偏低，且温差起伏较大。4月中下旬到5月末，正值东北玉米春播期，多地遭遇墒情不足现象。据国家防汛抗旱总指挥部消息：入春以来，全国耕地受旱面积4006万亩，待播耕地缺水缺墒面积2447万亩。此外，受旱地区相对集中，其中辽宁、内蒙古、黑龙江三省区耕地受旱面积占全国总受旱面积的86%。而以上地区正是我国玉米的主产区。受干旱影响，东北地区玉米春播进度与去年同期相比偏慢1-6个百分点，玉米发芽和出苗受到影响，导致生长进度推迟从而影响产量。进入6月，东北春玉米播种基本结束。但是，旱情依旧持续，目前正值玉米生长季节，天气因素对于玉米的长势至关重要。干旱、低温或将对于今年玉米的产量产生重大的影响。

6 月 19 日开始的一周，东北地区开始降雨，虽然降水量一般，但对于干渴已久的玉米田却是一场及时雨。后期玉米旱情缓解程度仍是重点关注，或将对玉米价格产生一定的影响。

第3章 玉米供需分析

玉米的供需格局，对于玉米后期价格的走势将起到至关重要的作用，因此，玉米供需平衡表的分析显得尤为重要。我们从供给端和需求端两方面着手，进行供需结构的考量，之后给出新年度玉米的供需格局变化情况。

表 3.1: 玉米供需平衡表（单位：万吨，万公顷）

	13/14	14/15	15/16	16/17E	17/18E
				6 月预估	6 月预估
期初库存	6900	11200	17300	23116	25445
播种面积	3570	3650	3720	3584	3484
产量	21800	21600	22000	20800	20200
进口量	330	550	320	170	200
总供给	29000	33300	39700	44086	45845
饲料消费	12100	9950	10400	11550	12100
工业消费	4350	4650	4950	5700	6500
种用/食用消费	1230	1240	1230	1210	1200
出口量	2.3	1.3	0.4	1	2
总消费	17800	16000	16700	18640	19962
期末库存	11200	17300	23116	25445	25883

资料来源：天下粮仓、南华研究

3.1. 供给端：供应压力缓解

天下粮仓 6 月份预计，2016/17 年全国玉米播种面积为 3584 万公顷，2017/18 年全国玉米播种面积为 3484 万公顷，和 2015/16 年相比，分别下降 3.66% 和 6.34%。预计 2016/17 年全国玉米产量为 20800 万吨，2017/18 年全国玉米产量为 20200 万吨，和 2015/16 年相比，分别下降 5.45% 和 8.18%。从今年玉米的播种面积和产量看，市场预期会出现明显的下降，一改之前连续几年一直增产的格局。究其原因，这和我国推行的农业供给侧改革有着直接的关系。2017 年中央一号文件明确提出，今年农业种植结构调整的方向，继续调减非优势区籽粒玉米，增加优质食用大豆、薯类、杂粮杂豆等。全国玉米主产区积极影响国家的号召，积极进行种植结构调整，玉米种植面积的调减和产量的减少符合国家在农业方面的调整意愿。

从进口量数据看，6 月份预计，2016/17 年度全国玉米进口量为 170 万吨，2017/18 年度全国玉米进口量为 200 万吨，和前几年相比有减少的趋势。玉米在进口方面有配额的限制，导致进口数量很少，加之去年玉米价格暴跌，缩窄内外玉米价差，进口动能略显不足。而出口方面，中国还徘徊在 1-2 万吨水平上，少之又少，可以忽略不计。以此，本文在后面的分析中，可以不考虑进出口因素。

从库存方面看，从 2008 年开始，为了保护农民的利益和生产积极性，国家开始了

玉米的收储。截止 2015 年，国家收储的玉米总量大概在 3.68 亿吨，相对于收储的数量，抛储的数量要小很多，9 年间总计抛储 1.1 亿吨，这样累计下来的库存就达到 2.58 亿吨。这么大的库存数量足以满足中国一年的消费。这也成为悬在玉米市场上的达摩克利斯之剑。

整体看来，中国玉米市场最大的隐忧在于庞大的库存，但是国家已经注意到了问题的所在，开始取消收储，玉米市场实行“市场化收购+补贴”新的市场化定价方式。并且 2017 年中央一号文件，也明确指出“减玉米”是今年的重头戏。整体看，上升到国家高度的玉米市场“去库存”会起到积极效果的。

如果去除玉米库存因素，伴随着农业供给侧调结构的改革，玉米市场供应量会呈现递减的态势。预计 2016/17 年全国玉米产量为 20800 万吨，2017/18 年全国玉米产量为 20200 万吨，和 2015/16 年相比，分别下降 5.45%和 8.18%。可见，玉米市场供应格局已经开始发生积极的变化。

3.2. 下游需求端：有望回升

从玉米的下游需求看，饲用需求大概占 70%，工业需求在 15%左右，种用和食用的占比较小，而且变化不大。下文在需求端的分析中，重点分析饲用需求和工业需求两大方面。

3.2.1. 饲用需求

饲料用玉米主要用于猪料及禽料，水产料和反刍料使用玉米量很少。因此，生猪存栏及禽类存栏直接影响我国玉米需求。本文重点分析生猪存栏对于玉米需求的影响。

2017 年 6 月 13 日，农业部发布最新监测数据。2017 年 5 月我国 400 个监测县生猪存栏量数据显示：5 月国内生猪存栏环比下降 1.5%，同比下降 3.4%；能繁母猪存栏环比下降 0.8%，同比下降 3%。这是继 3、4 月生猪存栏量环比持续微涨之后，5 月生猪存栏量再次的调头向下。

分析原因，今年压在全国养殖户头顶的大山不仅是年底前关闭或搬迁位于禁养、限养区的养殖场，另一“利剑”也从 2016 年开始在全国展开行动，那就是环保督查。从 2017 年 4 月起，中央环保督察组将分两批次，对湖南、安徽、新疆、西藏、贵州、四川、山西、山东、天津、海南、辽宁、吉林、浙江、上海、福建等 15 个以上的省(市)进行督察。而 5 月份，正是环保督查组进行的如火如荼之时。畜禽养殖污染问题一接举报必然处理，铁腕治理效果明显，督察结果另猪场清拆数不胜数。环保政策是生猪产能恢复的首要制约因素，在一定程度上减缓了生猪产能的恢复速度。另一方面，环保政策增加养猪业的环保成本，意味着未来清洁化、规模化养猪将成为行业未来趋势。

端午节前后猪价加速下跌，猪价在下探到 5 月份此轮猪价低点的 12.78 元/公斤。近期国内猪价再次迎来全国范围内的普遍上涨，猪价连续回调 3 个月后，开始反弹，尽管上涨的速度比较缓慢，全国生猪均价离 14 元/公斤一步之遥。连涨令市场普遍看好后市行情，部分养殖户压栏惜售，市场适重猪源供应偏紧，屠企收购难度增加，规模猪场持续提价。从根本来说，猪价的上涨取决于生猪供需关系。生猪存栏量减少，后期猪价存在反弹的动能。猪价上涨，养殖利润回升，会刺激生猪存栏量的上升，届时对于玉米的饲用需求会有提升。

图 3.2.1.1: 养殖利润 (单位: 元/头)

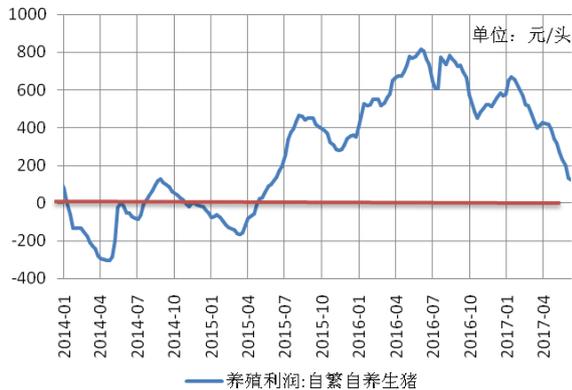
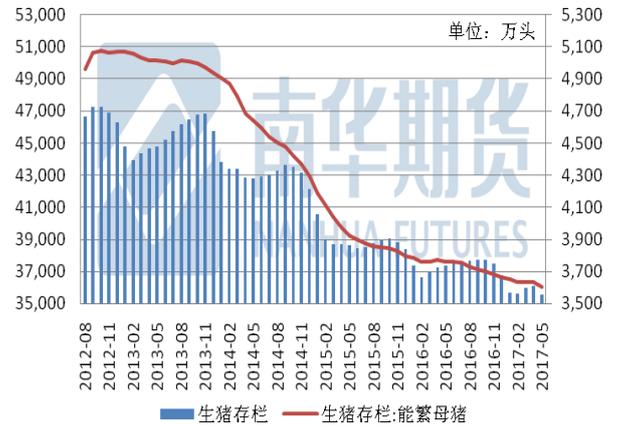


图 3.2.1.1: 生猪存栏量 (单位: 万头)



资料来源: WIND 南华研究

资料来源: WIND 南华研究

3.2.2. 工业需求

玉米是三大粮食作物中最适合作为工业原料的品种,也是加工程度最高的粮食作物。玉米工业的特点是加工空间大、产业链长、产品极为丰富,包括淀粉、淀粉糖、变性淀粉、酒精、酶制剂、调味品、药用、化工等八大系列,但主要是淀粉及酒精,其它产品多是这两个产品更深层次的加工品或生产的副产品,这些深层次的加工品或副产品其价值相当高即具有较高的附加值。玉米淀粉将在第五章中做重点分析,本节不再赘述。

以上分析了玉米的饲用需求和工业需求,整体看来,下游消费有反弹的需求。从玉米的供需平衡表中,也印证了这一点。2016/17 年玉米饲料消费量预计在 11500 万吨,2017/18 年预计在 12100 万吨,和 2015/16 相比分别增加 11.06%和 16.35%。工业消费方面看,也出现了不同程度的上涨。2016/17 年玉米工业消费量预计在 5700 万吨,2017/18 年预计在 6500 万吨,和 2015/16 相比分别增加 15.15%和 31.31%,增加幅度很大。从总消费量看,2016/17 年玉米总消费量预计在 18640 万吨,2017/18 年预计在 19962 万吨,和 2015/16 相比分别增加 11.62%和 19.53%。综上所述,2016/17 年度和 2017/18 年度玉米消费将呈现继续增长的态势。

3.3. 供需格局有望改善

从以上供给端和需求端的分析中可以看出,受到农业供给侧改革的影响,预计今年国内玉米的种植面积出现减少,产量也随之减少,一改之前连续增面积、增产量的供应格局。而从需求端来看,今年预计国内玉米需求会出现 10%以上的增长。单从当年的国内产量和消费情况看(不计算库存),预计今年国内玉米市场将会出现供需平衡的态势。国内玉米市场的供需格局出现改观。

但是,国内玉米市场的库存一直都是隐忧,高达 2.58 亿吨的库存始终笼罩在玉米市场上。虽然说现在国家不收储玉米了,但是拍卖对于市场的供应压力还是很大的。玉米拍卖的数量、成交率、成交价格等都是市场关注的焦点,这对价格都将产生一定的影响。国内玉米市场“去库存”任重而道远。

第4章 替代品市场分析

玉米的替代品主要有进口 DDGS、进口高粱、进口大麦和国内小麦，由于我国对 DDGS、高粱和大麦的进口限制较少，导致这些品种在价格低的时候，进口量很大，对于我国玉米形成替代。但是，近两年来，由于国内玉米市场取消临储保护价，导致价格下跌的比较明显，国内玉米的价格优势开始显现。

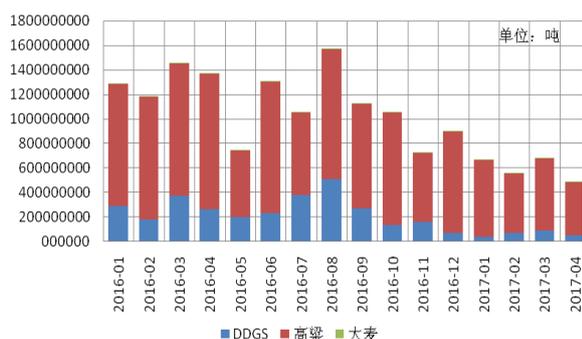
从下图可以看出，今年前四个月我国进口 DDGS、高粱和大麦的数量分别为：24616 万吨、236775 万吨和 328 万吨，除了大麦的进口量微幅增加外，DDGS 和高粱的进口数量和去年同期相比分别下降 77.78%和 19.93%。替代品进口数量的减少，对于国内玉米需求形成潜在的利好支撑。

从国内替代品市场的情况看，虽然说近期小麦和豆粕的价格出现比较大的跌幅，但是和玉米之间仍有 800-1000 元/吨的价差，玉米的价格优势明显。

整体看来，目前玉米替代品市场没有价格优势，对于玉米的替代作用并不明显，对于国内玉米市场来说，是个利好。

图 4.1 进口 DDGS、高粱、大麦的数量（单位：吨）

图 4.2 国内小麦、豆粕价格（单位：元/吨）



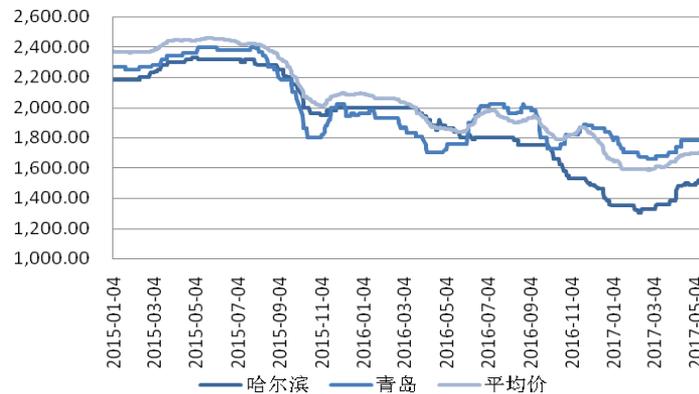
资料来源：WIND 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

第5章 玉米价格分析及展望

从今年开始，玉米市场现货价格出现止跌企稳的迹象，基本结束了前两年持续下跌的走势，有震荡筑底的态势。以玉米现货市场平均价为例，年初平均价基本跌到了近几年的低点，即 1600 元/吨的位置上。随着中央一号文件的出台，农业种植结构的调整，给玉米市场带来一线生机，价格开始触底反弹，1600 元/吨成为了底部，短短两三个月的时间，价格逼近 1800 元/吨，涨幅达 12%。短时间内如此大的涨幅，给市场带来了新的希望。这种涨势能否持续，下面我们分地区来看一下各地区的现况及对后市的预期。

图 5.1：玉米现货价（单位：元/吨）



资料来源：WIND 南华研究

东北地区：玉米行情预计维持稳定。东北产区余粮比例持续缩减，农户手中基本没有余粮。市场上多以拍卖陈粮出库为主，但因出库效率、费用及运输问题，陈粮入市节奏仍偏慢，目前市场预期拍卖粮出库不足五成，但后期拍卖粮出库压力依旧存在。

华北地区：玉米供应偏紧，价格稳中有升。黄淮产区农户手中余粮较少，不足两成，且忙于麦收和秋粮播种，暂时无暇出售玉米，多数贸易商也是腾库转向新麦购销热潮中，导致当地玉米供应出现阶段性偏紧局面。加之东北地区运力偏紧，拍卖粮入关量也是在明显减少，部分深加工企业陆续上调玉米收购价价格以便吸引采购。

南方销区：现货价格或将稳中有升。东北产区玉米价格整体平稳运行，华北玉米行情稳中趋涨，辐射销区市场到货成本整体稳定。市场需求层面表现清淡，因 13 年拍卖玉米很难有效满足饲用需求，市场期待 14 年优质玉米，优质粮源短缺支撑行情，且拍卖粮环节成本偏高均支撑价格。

港口价格：南北倒挂，优质玉米短缺。北方港口上调玉米价格，凸显优质玉米短缺的现状。但偏差粮质陈粮供应压力导致贸易商心态谨慎、粮价回落风险，南方港口价格下调。玉米港口价格延续南北港倒挂行情。

整体看来，目前玉米市场优质粮源短缺，或将提振价格。此外，农民手中余粮有限，玉米的供应主要在于临储玉米的拍卖。当前 2013 年玉米投放量超过 2/3，市场更为关注焦点逐渐转向 14 年产玉米的投放政策，预计 14 年产临储玉米共计 7800 万吨，价格或将提升，这对现货市场将形成支撑。

总之，由于农业供给侧改革主导，农产品在种植结构上出现了很大的调整，出现“增大豆减玉米”农产品市场新的种植模式。玉米种植面积的减少，在一定程度上，激发了现货市场价格的蠢蠢欲动。从现货价格走势看，玉米市场平均价 1600 元/吨或将成为历史大底。期货市场，从玉米指数的走势图看，今年全年期价震荡上扬，逐渐摆脱弱勢格局，有重新走强的迹象，1800-2000 元/吨年底前或将可见。

第6章 玉米淀粉

6.1. 玉米淀粉行业获政策扶持

2016 年是农业供给侧改革的重要一年，今年这一农业政策继续深入。农业供给侧改革的一个重点是玉米市场去库存。玉米去库存主要是鼓励深加工企业来消化。国家为了鼓励玉米深加工企业来消耗玉米库存，就开始给予玉米深加工企业一定的政策扶持，包括加工补贴、恢复玉米淀粉出口退税等，推动玉米淀粉企业的生产积极性。而这种政策的执行一直延续在 2017 年上半年。

补贴政策如下：2016 年 11 月，《辽宁省 2016 年新产玉米收购加工补贴政策实施方案》指出，16 年 11 月至 17 年 4 月省内合规玉米深加工企业收购加工省内 2016 年新产玉米给予每吨 100 元补贴。11 月，《吉林省玉米深加工企业财政补贴管理办法》指出，16 年 11 月至 17 年 4 月省内合规玉米深加工企业收购加工省内 2016 年新产玉米给予每吨 200 元补贴。11 月，《关于做好黑龙江省玉米深加工企业收购加工 2016 年新产玉米补贴工作的通知》指出，16 年 11 月至 17 年 4 月省内合规玉米深加工企业收购加工省内 2016 年新产玉米给予每吨 300 元补贴。11 月，《内蒙古自治区玉米深加工企业收购加工新产玉米奖补政策的实施方案》指出，16 年 11 月至 17 年 4 月省内合规玉米深加工企业收购加工省内 2016 年新产玉米给予每吨 200 元补贴。

6.2. 东北地区加工有利润，但华北地区进入亏损

从玉米深加工企业的利润情况看，随着玉米淀粉价格和其副产品玉米胚芽、玉米纤维及玉米蛋白粉价格的下滑，拖累企业加工利润的下滑。截止 6 月末，山东地区加工利润平均为-170 元/吨，辽宁地区加工利润平均为-62 元/吨。整体看来，截止 6 月末玉米深加工企业的利润基本呈现负利润的情况。但是由于东北三省及内蒙古地区有玉米深加工补贴政策，深加工行业还是有利润的。

图 6.2：玉米淀粉深加工利润（单位：元/吨）



资料来源：WIND 南华研究

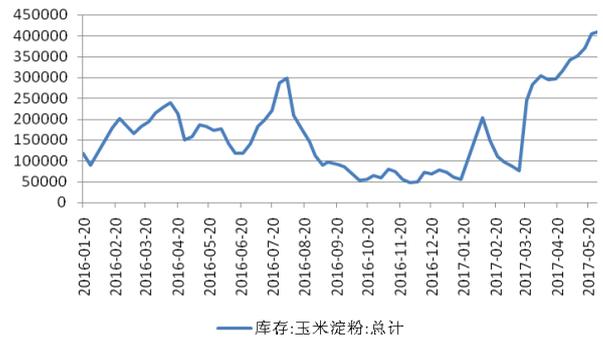
6.3. 库存、开机率呈现“双高”局面

东北三省及内蒙古玉米深加工企业的加工补贴政策的落实更加增加了玉米深加工企业的生产积极性，使玉米淀粉的开工率一直在高位徘徊，前期玉米淀粉的开工率不断攀升，最高达到 79.42%，而今年上半年华北地区由于雾霾的原因，一些中小型的工厂停工导致开工率下滑至 75%左右。整体看来，企业开工率还是维持较高的水平。但是，随着东北补贴到 6 月底结束，加工企业的加工积极性也会开始出现下滑，届时开机率会有所下降。

伴随着开机率的高位运行，玉米淀粉也是累计了大量的库存。从 WIND 资讯统计的数据看，截止 5 月末，玉米淀粉的库存高达 41 万吨之多，今年 3 月末以来呈现持续攀升的态势，淀粉库存的大幅增加，对于价格或将产生一定的拖累。不过，随着补贴的结束，开机率的下滑，以及后续需求的好转，高库存的风险有望化解。

图 6.3.1: 玉米淀粉开机率 (单位: %)

图 6.3.2: 玉米淀粉库存 (单位: 吨)



资料来源: WIND 南华研究

资料来源: WIND 南华研究

6.4. 需求出现好转, 但难以量化

据大商所 3 月中旬山东地区玉米淀粉企业实地考察的情况看, 淀粉需求有改善的趋势。其一是出口增加, 主要源于绝对低价与出口退税政策, 出口这块 2016 年上半年之前较少, 不足 1000 吨, 2016 年下半年由于国家推出出口退税政策, 出口销售增加至 1 万吨左右 (包括淀粉及淀粉糖); 其二是玉米淀粉替代木薯淀粉, 山东地区有几家较大的造纸企业, 由于当前木薯淀粉在 2500-2600 左右, 而当地玉米淀粉在 2000-2100 左右, 价差巨大, 导致玉米淀粉大量挤出木薯淀粉; 其三是玉米淀粉糖替代白糖, 白糖-玉米淀粉糖价差巨大, 引导饮料行业继续改进工艺增加淀粉糖用量; 其四是面粉中添加玉米淀粉, 由于玉米-小麦价差巨大, 面粉与玉米价差接近 1000 元/吨, 有面粉企业采购玉米淀粉用于面粉。但淀粉需求改善幅度较难以量化。

6.5. 玉米淀粉分析及展望

今年上半年, 由于东北玉米深加工企业获政策补贴的扶持, 企业开工率出现高位运行的态势, 由此导致玉米淀粉出现高库存的态势。但是, 下半年随着补贴的结束, 企业

会出现亏损，开机率或呈现下行的走势，后期将是消化库存的阶段。从需求端的情况看，目前正值夏季，处于饮料、啤酒消费旺季，淀粉糖需求将释放。加之玉米淀粉替代效应的发挥，以及出口情况的好转，下半年淀粉新增需求会逐渐显现出来。2017年下半年，玉米淀粉价格预计在上半年的基础上继续上扬。从玉米淀粉指数的走势看，期价有望突破前高 2071 元/吨，或至 2200 元/吨。

第7章 鸡蛋行情分析

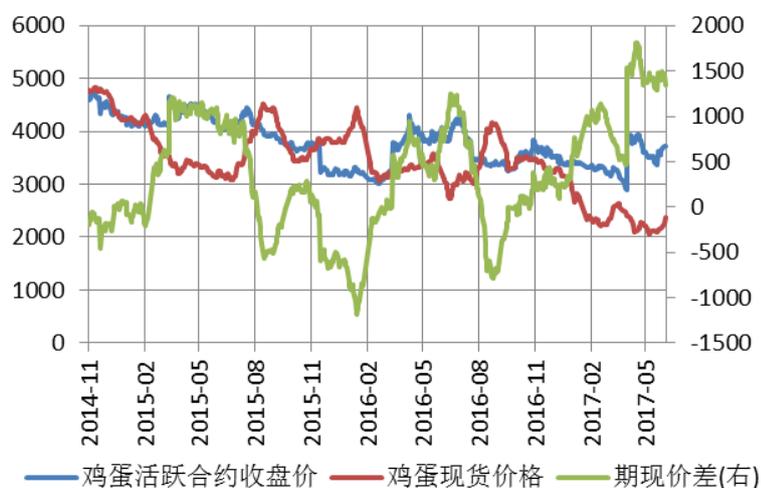
7.1. 鸡蛋期价加大波动区间

回顾 2017 年上半年鸡蛋期货价格的走势波动较大。鸡蛋指数的最低点 3330 元/500kg 出现在 5 月 21 日，最高点 4001 元/500kg 出现在 6 月下旬，涨幅超过 20%，5 月份跌幅达 14.89%。总结特点就是波动大，波幅剧烈，相比现货价格，鸡蛋期价走势尤为剧烈。

自鸡蛋期货上市三年来，鸡蛋期货的价格与现货价格的关系越来越远。2014 年期现货价格的相关性是 0.53675，2015 年是 -0.21488，2016 年是 -0.44186。尤其是今年，对鸡蛋价格的影响因素，除了现货价格之外，还有周围市场氛围、资金流向、节假日备货、天气、交通运力等多种因素共同影响。可以说，鸡蛋期货不但具备商品属性，金融属性也日趋强烈。

2017 年上半年鸡蛋的期现价差的波动区间相对较大，但整体而言，鸡蛋期货相比现货价格的走势依然具有前瞻性，提前体现出市场的各方预期。

图 7.1：鸡蛋期现价差（单位：元/500kg）



资料来源：WIND 南华研究

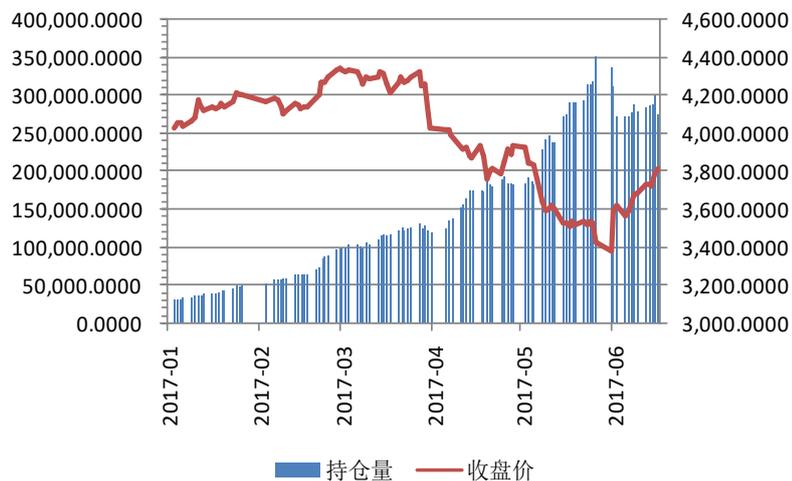
7.2. 期价明显受到资金影响

鸡蛋期货运行三年，鸡蛋期货身上具备的金融属性越来越强。

统计近三年来,鸡蛋活跃合约与玉米活跃合约、豆粕活跃合约的相关性分别为 0.67、0.591, 呈现出正向的较强相关性。与豆粕的相关性强于玉米。相比 2015 年历史性大行情而言, 2017 年上半年玉米期价最大波幅仅为 8.8%, 豆粕期价的波幅可达到 16%, 虽然从饲料配比来看, 玉米占比 60%, 豆粕占比 30%, 但是鸡蛋期价的波动方向更倾向于活跃剧烈的豆粕。

从鸡蛋期货的持仓量变化规律来看, 鸡蛋期货月度级别的趋势性行情均与市场的增减仓配合默契, 节奏也非常清晰。从下图可以看出, 当资金流进、流出非常明显的时候, 资金流向对鸡蛋期货价格的影响强于同期的现货价格走势。

图 7.2.1: 鸡蛋期货价格与持仓量的变化规律



资料来源: WIND 南华研究

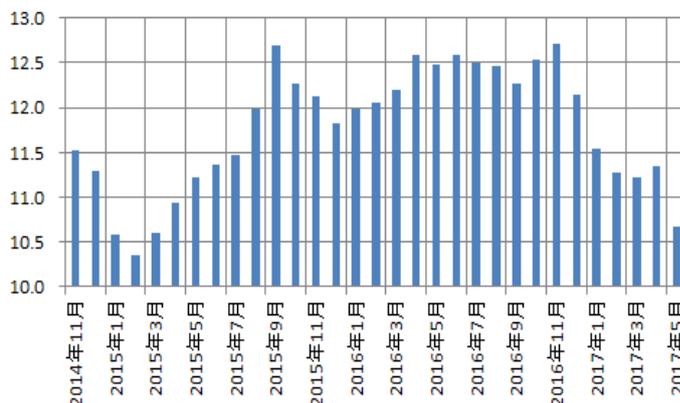
除了受到玉米、豆粕关联性较强的品种间的影响外, 鸡蛋还受整个商品期货整体多空情绪氛围的影响, 例如 6 月份黑色系上涨带动整个商品市场上行, 从而鸡蛋出现快速上涨。

7.3. 产蛋鸡存栏量下滑

据芝华数据显示, 2017 年 5 月全国主产区产蛋鸡存栏量为 10.68 亿只, 较 4 月份减少 5.87%, 同比涨幅 14.50%。2017 年蛋鸡养殖盈利在 24.70 元/只左右, 养殖户养殖热情较高, 导致 2017 年上半年养殖户补栏积极性较高, 鸡苗销量同比增加 15% 左右。原料方面, 由于新玉米的临储政策取消, 市场价格偏低, 利好养殖行业, 使得蛋鸡存栏量稳步增加。养殖利润可观, 养殖户淘汰老鸡的积极性一般, 导致出栏量减少。

由下图可知, 2016 年在产蛋鸡存栏量一直处于 12 亿只以上的较高水平, 蛋鸡供给宽松, 这也是对鸡蛋价格利空的因素之一。在 2017 年上半年鸡蛋价格出现明显下跌, 2017 年 5-6 月蛋鸡存栏量较 4 月份出现下滑, 从芝华数据来看, 2016 以及 2017 年初在鸡龄结构上形成两头小、中间大的结构。这种现象在 2017 年 5 月份以后将导致产蛋鸡存栏量下降, 基本上对鸡蛋价格形成一定支撑。

图 7.2.1：产蛋鸡存栏量（单位：亿只）



资料来源：WIND 南华研究

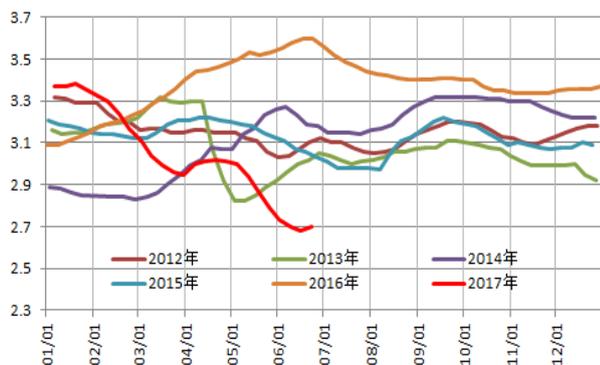
7.4. 蛋鸡苗价格偏低

鸡苗价格在 2017 年上半年出现回落。据 wind 数据，截至 6 月 16 日，鸡苗价格为 2.68 元/羽，略有下滑。淘汰鸡价格为 5.56 元/斤，淘汰鸡平均毛重约为 2.5 公斤，淘汰鸡平均售价 20.05 元。

据卓创资讯统计，2017 年 1-2 月种鸡引种量在 8 万-10 万套，3 月份预计在 3 万套左右，一季度引种总量在 12 万套左右。除了新西兰、西班牙，美国、法国、英国开关时间不确定，行业预计今年祖代种鸡引种量在 30 万套左右，同比约减少 53%。

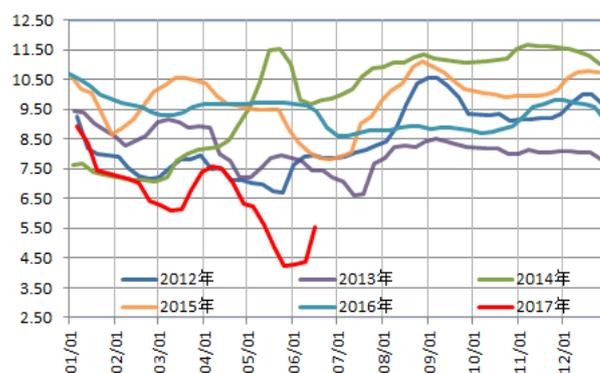
禽流感的相继爆发使祖代肉鸡引种量减少超预期，导致市场鸡苗供求紧张预期升温，市场供给不足格局将延续至 2017 年全年，将会推动鸡苗价格上涨。

图 7.3.1：蛋鸡苗价格（单位：元/羽）



资料来源：WIND 南华研究

图 7.3.2：淘汰鸡价格（单位：元/斤）



资料来源：WIND 南华研究

7.5. 饲料成本处于低位

玉米方面，市场对玉米的现货价格普遍维持偏悲观预期，由于国储不再托市收购，近几年积累的庞大玉米库存后期将面临拍卖去库存化过程。但是由于 2017 年玉米种植面积出现减少，后期天气一旦出现干旱情况，对于新季产量带来不确定性因素，整体而言，我们预计 2017 年玉米走势还是以平稳为主。

豆粕方面，2017 年上半年呈现弱势下跌格局，目前上看不到任何止跌企稳迹象，下游需求来看，生猪价格在进入 6 月份以来有所企稳，后期我们预计能繁母猪生猪存栏率后期会有所上升，对豆粕消费会带来一定支撑。

据 wind 资讯，截至 6 月 22 日，豆粕现货价格为 2658 元/吨，较 2017 年 1 月下跌 35.8%。玉米现货价格 1663 元/吨，较 2017 年 1 月上涨 5%。蛋鸡配合饲料价格为 2.29 元/公斤。虽然，豆粕价格下跌较大，玉米跌幅较小，但是蛋鸡养殖中豆粕和玉米之间的饲料配比为 1:2。总体看来，蛋鸡养殖的饲料成本处于低位，更具成本优势。

图 7.4.1: 豆粕、玉米的价格 (单位: 元/吨)

图 7.4.2: 蛋鸡配合饲料的价格 (单位: 元/斤)



资料来源: WIND 南华研究

资料来源: WIND 南华研究

7.6. 蛋鸡养殖利润继续向好

鸡蛋价格近两年持续下降，但是饲料成本降低，蛋鸡养殖依然有取得了较好的利润空间。同时养殖户的补栏量增加，产量的上升，使得全年的养殖收益率是保持在较高水平的。按照蛋鸡养殖成本公式估算鸡蛋现货价格养殖利润为 24.70 元/羽，略有下滑。蛋鸡养殖仍具有较好的利润，这也是蛋鸡存栏量居高不下的原因。计算出鸡蛋现货的成本价格为 3.14 元/斤左右，如果算上 250-300 元/500kg 的交割费用的话，鸡蛋期货合约的成本价约为 3350 元/500kg-3450 元/500kg。

图 7.5.：蛋鸡养殖利润（单位：元/羽）



资料来源：WIND 南华研究

图 7.5.2 鸡蛋成本预估价（单位：元/斤）



资料来源：WIND 南华研究

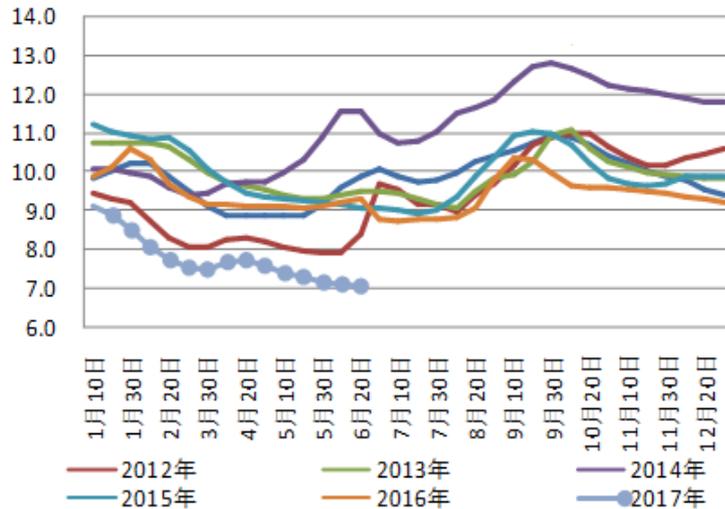
7.7. 价格周期性因素

鸡蛋的季节性变化规律比较明显。从 2011 年到 2017 年的 50 个城市鸡蛋平均价统计来看，上半年触及全年低点的概率较大，随后震荡走高，一般在 8、9 月份达到全年高点，随后震荡回落。全年价格高点倾向于出现在 9 月份左右，全年价格低点倾向于出现在 3、4 月份左右，2017 年上半年由于金融去杠杆、货币政策转型导致大宗商品持续下跌，鸡蛋见底延后至 5 月份，最低触及 3330 元/500kg。

从过去 3 年数据统计,5 月份以后一般会出现上涨行情。因为 5 月当中两个节日——五一和端午，节日备货需求刺激鸡蛋消费，同时伴随着进入夏季，山东、河南、河北等鸡蛋主产区的气温高企，将严重影响蛋鸡产蛋率，导致供给减少。同时，在气温较高的环境下，容易引发鸡的热应激，死亡率上升，养殖户也会加速蛋鸡的淘汰，进一步导致鸡蛋的供应减少。9 月、10 月则有中秋与国庆相连，再一轮节日需求把鸡蛋价格推向高点。冬季，是禽流感多发季节，疫情一旦爆发，价格应声下跌。而且冬季人们习惯多吃牛羊肉，鸡蛋需求较低，价格倾向于走弱。

2017 年上半年，鸡蛋的现货价格相比往年同期处于较低水平，而且由于金融去杠杆、货币政策转型导致大宗商品持续下跌，鸡蛋见底时间延后。由此推断，下半年期货市场恢复性上涨的概率较大。

图 7.6: 价格周期性特点 (单位: 元/斤)



资料来源: WIND 南华研究

7.8 其他影响因素

进入 2017 年以来, 天气情况对于鸡蛋价格也有一定影响, 主要从影响蛋鸡产蛋率、鸡蛋的存储条件以及鸡蛋的运输三方面影响鸡蛋价格。

921 新政后, 大货车交通安全成为政府重点治理项目, 重罚超限超载, 双排轿运车禁行等新政陆续实施。从 2017 年开始所有制造、进口、销售和注册登记的轻型汽油车、重型柴油车(客车和公交、环卫、邮政用途), 须符合国五标准要求。自 2017 年 7 月 1 日起, 所有制造、进口、销售和注册登记的轻型汽油车, 须符合国五标准要求。2016 年 9 月 21 日起所有双排车辆禁止上路。新政改变很大, 在外廓尺寸方面, 车宽由原来的 2.5 米变化为 2.55 米(冷藏车 2.6 米): 新增了中置轴车型的分类; 在轴重方面, 6 轴车限重 49 吨, 按照 GB1589 规定计算, 双导 6X2、后提升 6X2 牵引车组成的 6 轴列车总重限值为 46 吨。现在道路上已经见不到双排轿运车了! 运输成本的上升在 5 月份以后对于鸡蛋价格影响开始显现。

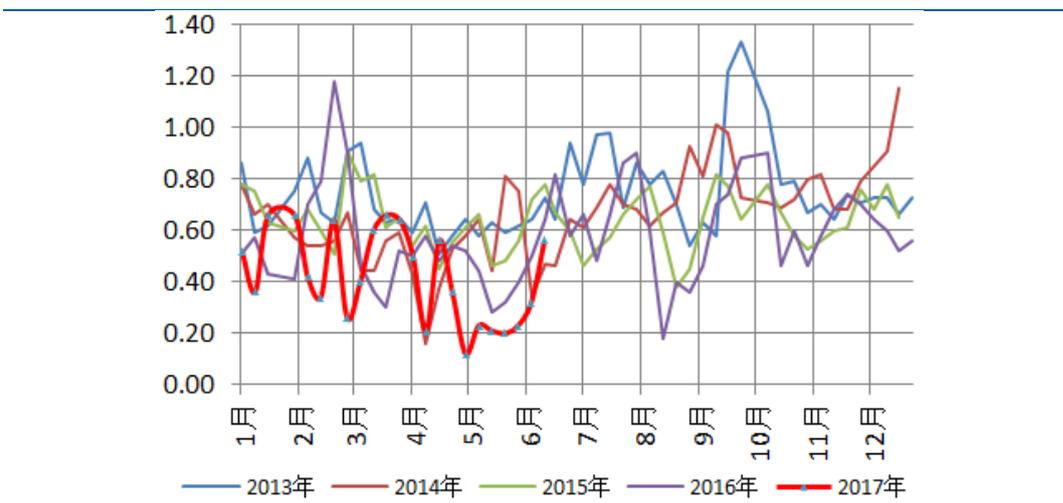
2017 年上半年, 各地降雨偏多, 由于持续降雨导致路面积水严重, 经销商收购鸡蛋困难, 多数改用小车分批次收货, 运输成本增加。同时下雨天鸡蛋易发霉, 造成鸡蛋纸箱变软, 鸡蛋散黄等一系列问题, 现货受质量差影响, 部分被雨水淋过、泡过的鸡蛋以低于市场价 0.50-0.80 元/斤的价格抛售。这造成鸡蛋现货价格在暴雨之后出现走低现象。同样的, 高温天气并未因蛋鸡“歇伏”而造成蛋价上涨, 反而造成鸡蛋易变质而加速出货, 这又抑制了鸡蛋的价格。

除了暴雨、高温天气之外, 台风、强风强降雨天气、雾霾、雨雪天气, 都会对交通造成阻碍, 会对鸡蛋的局部地区的供需造成影响。

从鸡蛋价差可以看出鸡蛋走货以及需求状况。鸡蛋由养殖场流通到消费者手中, 需要经历数道中间环节。而在鸡蛋流通的过程中, 其附加值也在不断增加。鸡蛋的最初出场价与零售价价差继续保持 0.80-1.20 元/斤。那么, 这一部分附加值主要是由 1、经纪人中介费、经销商赚取的差价; 2、包装费用; 3、运输费用; 4、破损率组成。

由下图可以看出，在鸡蛋走货加快，需求旺盛时，鸡蛋的流通价差较大。反之，则流通价差处于低位。从2011年7月至2017年6月22日，蛋鸡流通价差的均价为0.66元/公斤，流通价差偏低，说明当前鸡蛋现货流通环节利润减少。

图 7.7.1 鸡蛋流通价差（单位：元/公斤）



资料来源：wind &南华研究

7.9 鸡蛋价格分析及展望

2017年上半年大宗商品整体波动幅度较大，从货币政策来看，已经出现拐点，金融去杠杆、防范金融风险已经成为共识。国际市场上随着美联储加息周期的开启，叠加美联储的缩表，未来大宗商品不确定性较大，鸡蛋期货的金融属性日益增加，以及与鸡蛋现货走势的逐年乖离，鸡蛋期货的行情越发的难以把握，除了考虑供给需求因素之外，投资者更多要考虑大宗商品整体联动性以及货币政策转型后对于商品的影响。从目前的规律来看，上半年通常会形成全年重要低点。目前鸡蛋的持仓量在期货市场中属于偏低水平，更易受资金面的影响，所以投资者关注鸡蛋的同时，需要关注资金流向，以此把握投资判断。目前近远月合约价差逐渐缩小，后期远月合约向上预期较大，建议下半年买远抛近操作。

图 7.7.2 鸡蛋指数周线走势



资料来源：文华财经

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 永康市丽州中路 63 号 11 楼
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）

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

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