

玉米期现结合的投资机会

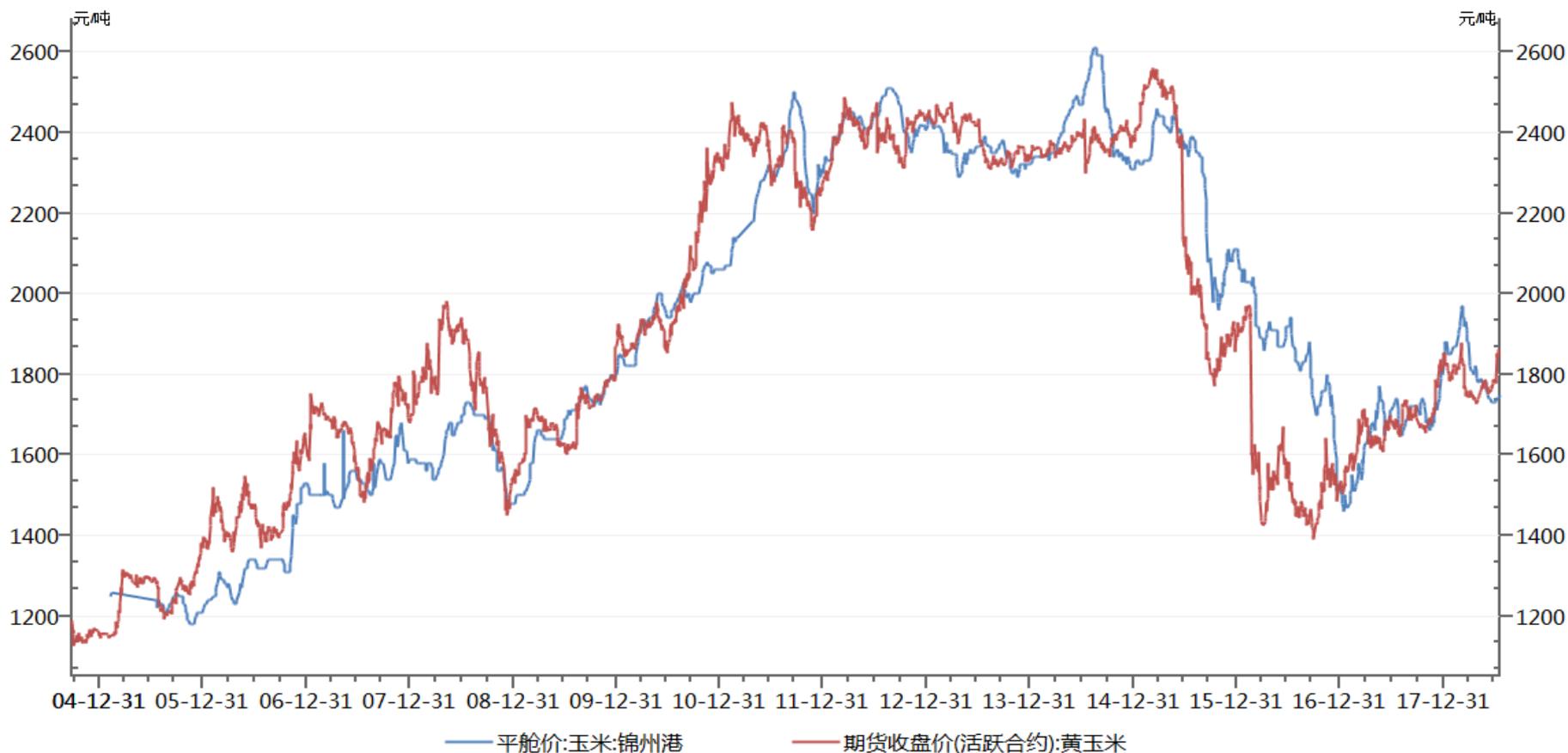
2018-08



主要内容

- 玉米期现结合效率越来越高
- 期现交易的工具越来越丰富
- 重点期现货结合案例的回顾
- 新形势下玉米定价关系展望

1.1 玉米期现货价格：相辅相成



数据来源：Wind

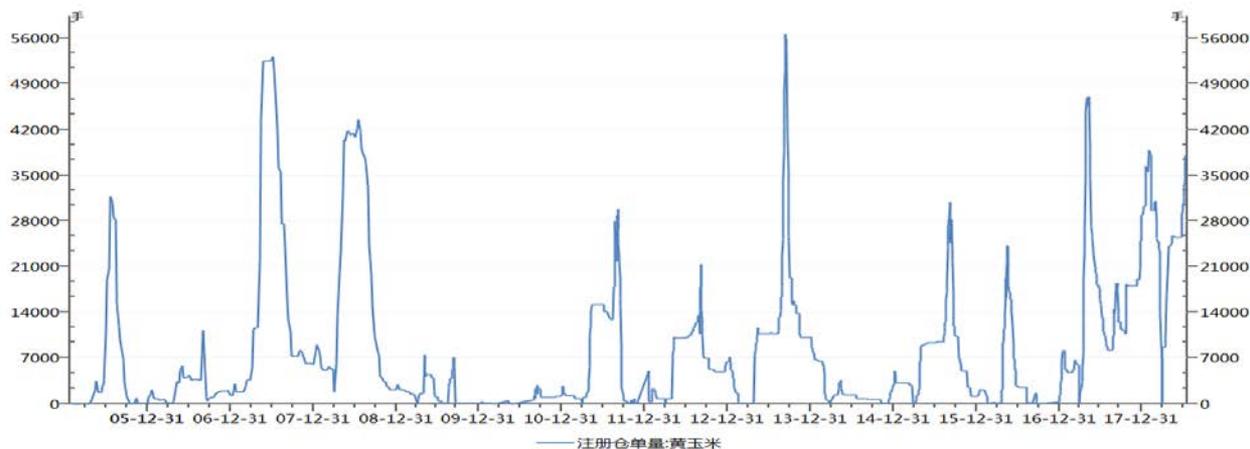
10年数据分析：期现货价差最大最小（+370，-410），平均值期货-现货平仓=-6

玉米期货对现货的指导意义

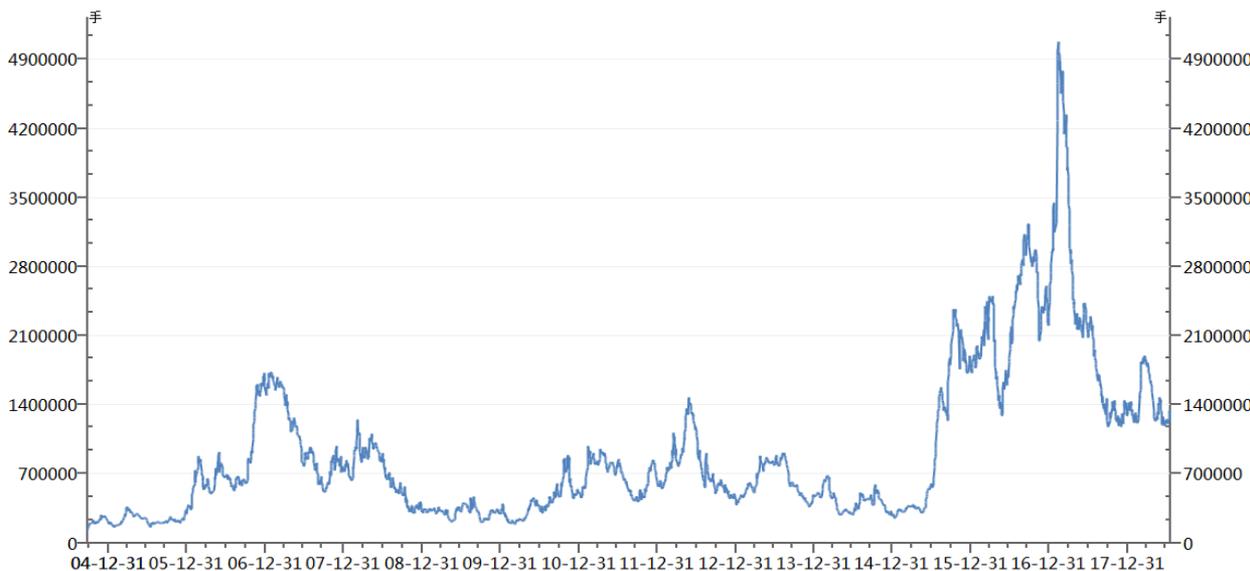
- 价格发现
- 套期保值
- 对冲风险

- 期货价格让市场产业客户更知道未来交易的逻辑是什么；

1.2 玉米期货成交与交割：逐渐增量



数据来源: Wind



数据来源: Wind

据了解，2017年，大商所玉米期货日均成交52万手、日均持仓117万手，全年玉米期货参与客户接近29万个，其中单位客户6600个，单位客户持仓占比达到42%。

从产业客户看，玉米产业链全部大型贸易企业、50%的全国30强饲料企业集团以及75%的玉米淀粉加工企业都利用玉米期货规避现货经营中的价格风险。

1.3 玉米期货交割标的物：质量机会

4 质量指标

4.1 玉米期货合约交割标准品质技术要求：

容重/(g/L)	杂质含量 (%)	水分含量 (%)	不完善粒含量(%)		色泽、气味
			总量	其中：生霉粒	
≥675	≤1.0	≤14.0	≤8.0	≤2.0	正常

4.2 玉米期货合约质量差异扣价：

项目	标准品质要求	替代品品质要求	替代品扣价(元/吨)
容重/(g/L)	≥675	≥650且<675	-40
水分含量/(%)	≤14.0	>14.0且<14.5	0
生霉粒(%)	≤2.0	>2.0且≤4.0	-50

4.3 玉米储存品质技术要求：入库指标，宜存；出库指标，宜存或轻度不宜存。

4.4 散粮交割玉米出库不完善粒总量允许范围为≤11%。

4.5 卫生检验和植物检疫按国家有关标准和规定执行。其中，卫生指标按照《饲料卫生标准》(GB13078)执行。

5 检验方法

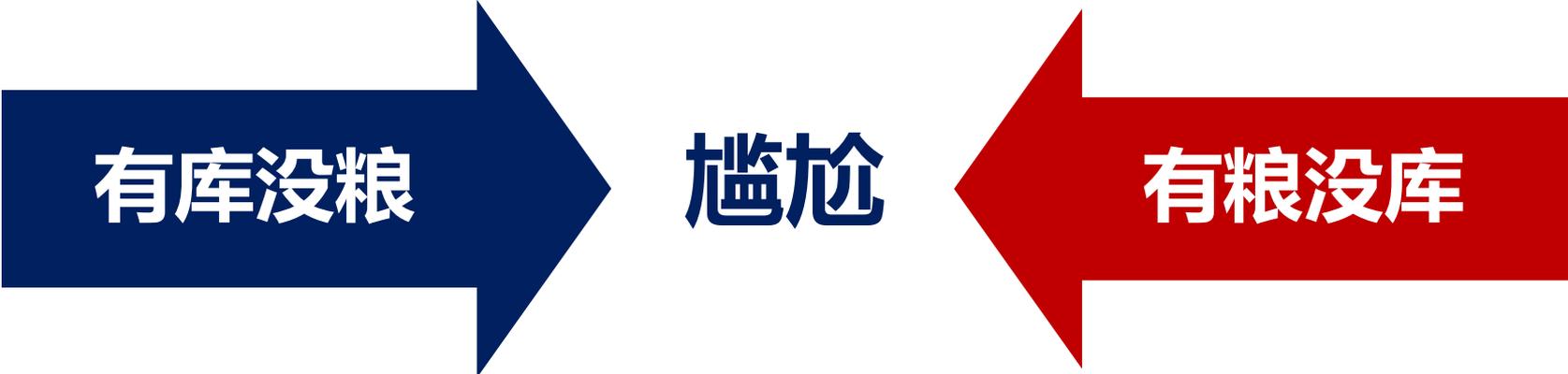
按照GB 1353-2009和GB/T 20570-2006执行。

- **传统指标：容重，水份，霉变；**

- **新型指标：脂肪酸值，呕吐毒素，赤霉烯酮等；**

1.4 现货交割期货遇到的问题

- 玉米年份、等级比例存在偏差，容重还好，霉变差异大是硬伤；
- 交割条件目前更优越于东北玉米，华北市场参与度低；
- 交割库容总面临紧张、难申请入库的局面；



有库没粮

尴尬

有粮没库

1.5玉米期货服务实体产业的变化

满足产业
套保需求

- 探索创新**新合约**和交割制度；

推进集团化
交割，增库

- 完善地区升贴水结构；

试点
保险+期货

- 为生产者提供收入 / 价格保障

1.6 玉米交割仓库情况：产地库增多

大连商品交易所 玉米指定交割库分布

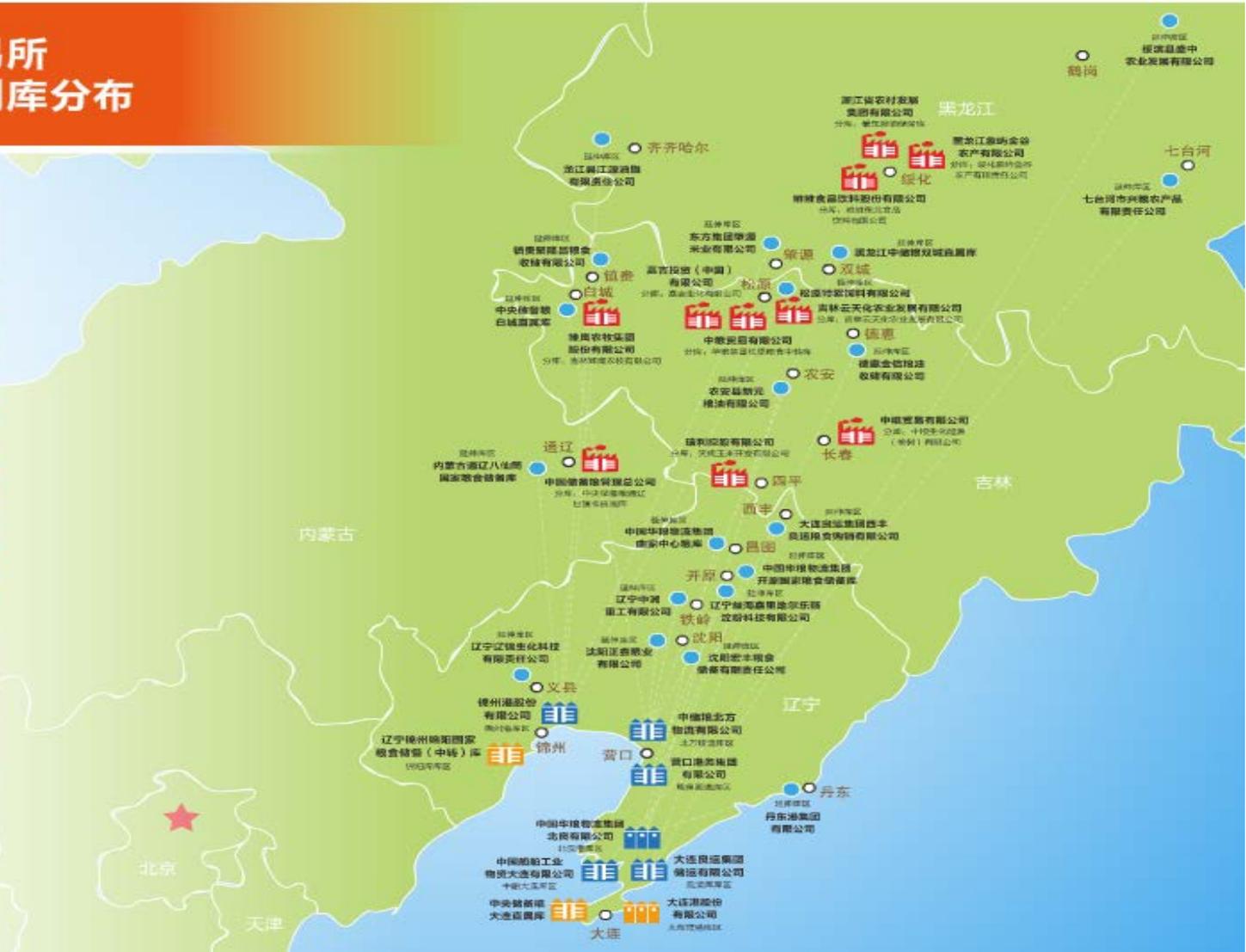


- 集团交割仓库名录
- 集团交割仓库分布
- 单体库名录
- 单体库分布
- 主体+延伸库名录
- 主体+延伸库分布

图例说明

集团交割仓库 (集团)	集团交割仓库 (非集团)
单体库 (集团)	单体库 (非集团)
主体库+延伸库 (集团)	主体库+延伸库 (非集团)
特殊库区	

© 2017年 本图由大连商品交易所提供，仅供参考，不作为入市依据或为其他任何目的之使用。数据引用时间截至2017年12月，如有变更，请以交割库发布的相关信息为准，恕不另行通知。



集团交割库升贴水情况

大连商品交易所玉米集团交割仓库名录

序号	集团交割仓库名称	分库名称	办公地址	邮编	联系人	联系电话	装运站/港	交割专区	存货地点	基准库/ 非基准库	与基准库升贴 水(元/吨)	协议库容 (万吨)
1	中国储备粮管理总公司	中央储备粮通辽甘旗卡直属库	内蒙古通辽市科左后旗甘旗卡镇	28100	李健儒	010-59322090	甘旗卡站	甘旗卡直属库库区	内蒙古通辽市科左后旗甘旗卡镇	非基准库	-100	5
2	中粮贸易有限公司	华粮集团松原粮食中转库	吉林松原市西郭尔罗斯大路578号	138000	奚宏伟	13604380985	松原站	华粮松原库区	吉林省松原市西郭尔罗斯大路578号	非基准库	-135	5
		中粮生化能源(榆树)有限公司	吉林长春五棵树经济开发区东风大街1号	130401	陈勇	010-80985877 13120205555	五棵树站	中粮榆树库区	吉林省长春市五棵树经济开发区东风大街1号	非基准库	-130	5
3	维维食品饮料股份有限公司	维维东北食品饮料有限公司	黑龙江省绥化市经济开发区	152000	黄涛	0455-7860017 18745557288	绥化站	维维东北公司库区	黑龙江省绥化市经济开发区	非基准库	-195	5
4	浙江省农村发展集团有限公司	肇东粮油储备库	黑龙江省绥化肇东市铁东区南环桥	151100	程勇	18088788081	肇东站	肇东粮油储备库库区	黑龙江省肇东市铁东区南环桥	非基准库	-195	5
5	嘉吉投资(中国)有限公司	嘉吉生化有限公司	吉林省松原市江南工业开发区	138000	孙竟 徐家万	18621576655 13894998966	松原站	松原嘉吉工厂	吉林省松原市江南工业开发区	非基准库	-135	5
6	瑞利控股有限公司	天成玉米开发有限公司	吉林省四平市铁东区南宁路6122号	136001	崔洪江	13591385679	平东站	天成玉米库区	吉林省四平市铁东区南宁路6122号	非基准库	-100	5
7	雏鹰农牧集团股份有限公司	吉林雏鹰农牧有限公司	吉林省白城洮南市黑水镇长白路140公里处路东	137100	刘思妤 吴玲玲	18603847797 13525565235	黑水镇站	吉林雏鹰黑水库区	吉林省白城洮南市黑水镇长白路140公里处路东	非基准库	-140	5
8	吉林云天化农业发展有限公司	吉林云天化农业发展有限公司	吉林省松原市长岭县太平川镇五区二段	131506	刘靖萱	19997006700	太平川站	云天化太平川库区	吉林省松原市长岭县太平川镇五区二段	非基准库	-135	5
9	厦门象屿股份有限公司	绥化象屿山谷农产品有限责任公司	黑龙江省绥化市张维镇	152023	谭志鑫	18324572222	张维站	绥化象屿库区	黑龙江省绥化市张维镇	非基准库	-195	10
10	陕西粮农集团有限责任公司	陕粮农(开鲁)储备库有限公司	内蒙古通辽市开鲁县义和塔拉镇核心村	028414	王换萍	13363910986	平安地站	陕粮农开鲁库区	内蒙古通辽市开鲁县义和塔拉镇核心村	非基准库	-100	5
11	河北省粮食产业集团有限公司	公主岭禾丰玉米收储有限公司	吉林省公主岭市公伊路98号	136100	王玮	13582026905	公主岭站	公主岭禾丰库区	吉林省公主岭市公伊路98号	非基准库	-100	5

备注：协议库容为我所与交割仓库签订的最低保证库容，交割仓库实际存放货物可能超过协议库容。

1.7 现货交割的基础成本核算：心里有数

C1809玉米交割成本测算

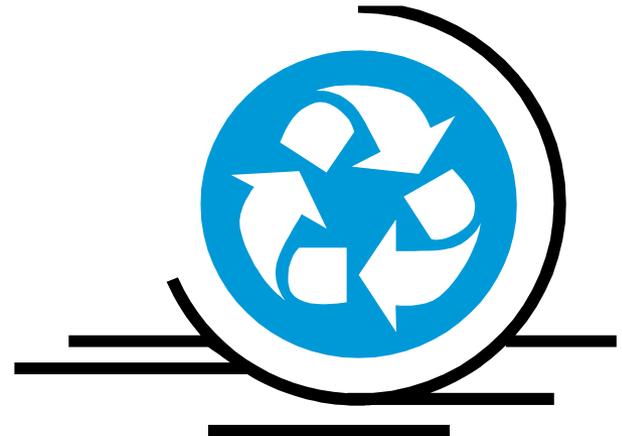
交割地	收购成本	入库费用	3个月资金利息及仓储	相关交易费用	综合交割成本	C1809玉米价格	与大连基准地升贴水	对应产地盘面价
绥化地区	1500	15	45	20	1580	1780	-195	1585
大连地区	1700	15	45	20	1780	1780	0	

备注：未考虑霉变问题不合格而形成的贴水40-50元费用；

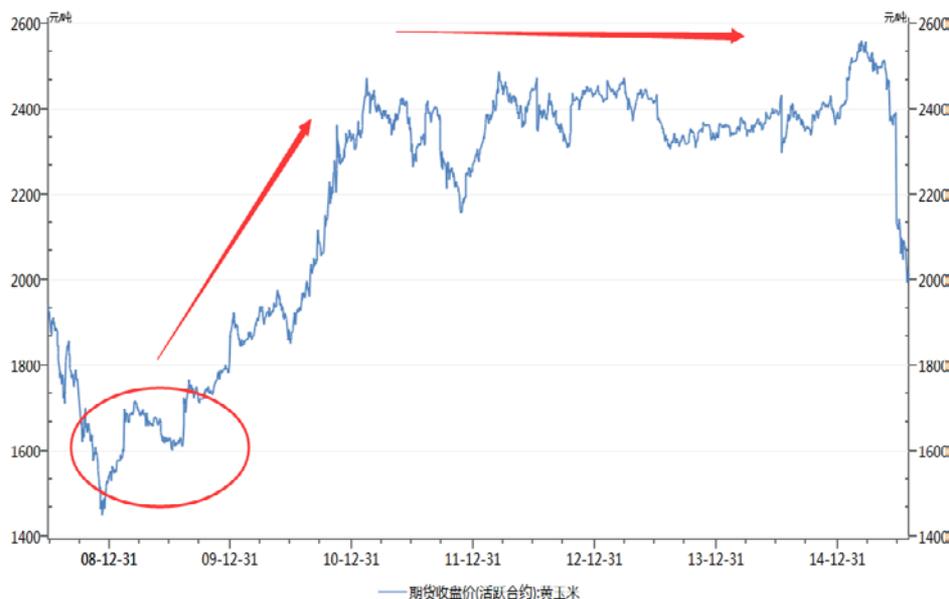
- 各企业的实际财务费用有差异；
- 粮源保存在何时何地的是时间成本，及仓储成本都需要考虑；
- 交易所收取交割成本相对固定；根据对成本和利润的需求，判断企业进出场空间；

2.1 玉米期货的交易工具越来越丰富

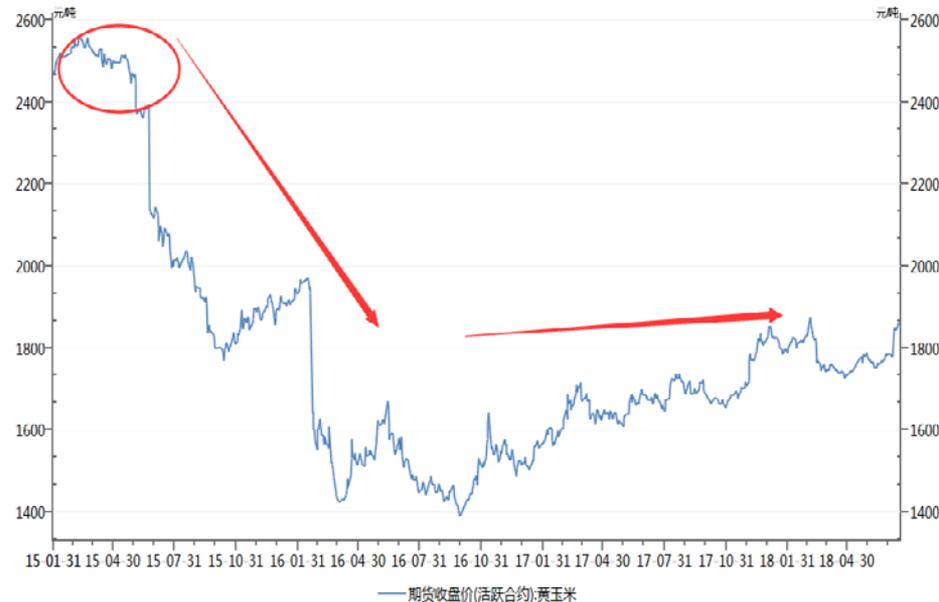
- 单边/趋势投资
- 月间套利对冲
- 套期保值
- 基差交易
- 场内/外期权
- 玉米-淀粉加工利润跟踪



2.2 单边/趋势投资（技术+基本面的配合）



数据来源: Wind



数据来源: Wind

- 判断条件结合了宏观经济、产业政策、供需关系、天气、物流、资金等等因素；
- 比如：图一政策连年提高收储价格，需求持续放大，价格上涨；图二政府取消托市政策，供应达到峰值，价格下跌；

2.3套期保值（利用期货保护现货经营）

手里有粮，防止掉价，卖出期货

8月份，玉米现货价格为每吨1750元。某企业有100吨玉米，他对该价格比较满意，但是需要一段时间才能销售，因此担心未来玉米价格下跌。为了避免价格下跌带来的风险，企业决定在大连商品交易所卖出玉米期货。——**完全套保**

日期	现货市场	期货市场
8月	玉米价格1750元/吨	卖出100吨玉米期货合约：价格1750元/吨
9月	卖出100吨玉米：价格为1600元/吨	买入平仓100吨玉米期货合约：价格为1600元/吨
套保结果	$(1600-1750) * 100 \text{吨} = -15000$	$(1750-1600) * 100 \text{吨} = +15000$

套期保值有一定的门槛，也存在风险

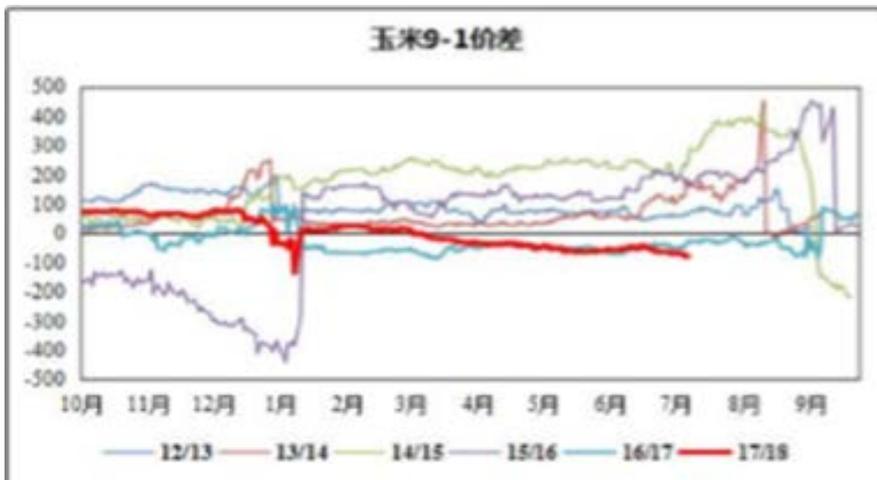
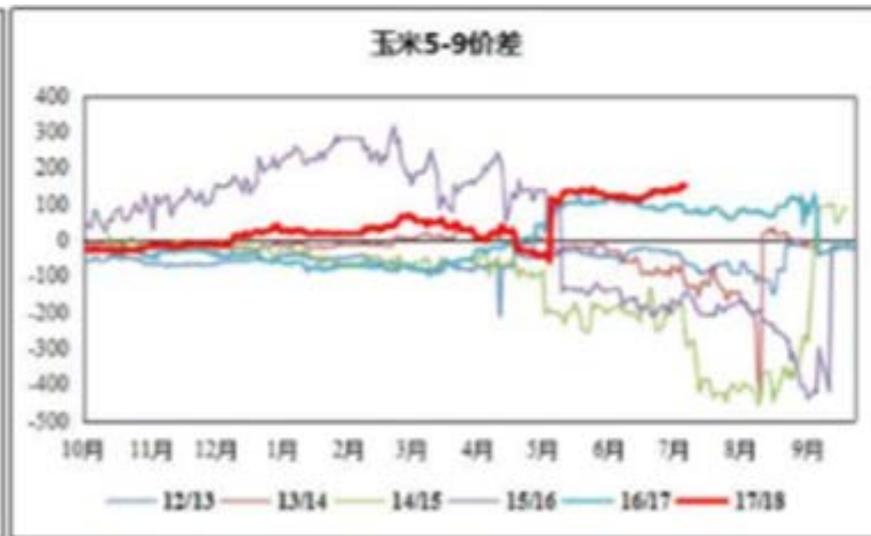
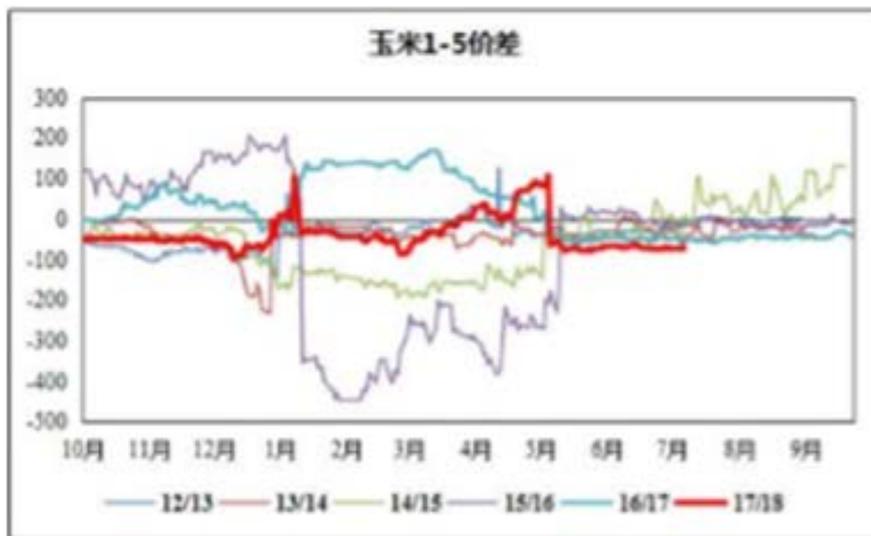
完全套期保值的前提条件：
期现货价格同步波动。

不同步波动

实际的市场中，有时候会出现期、现货不同步波动的情况，因此套期保值往往出现**超额利润**或者**不能完全规避风险**的情况。

套期保值操作有门槛，要对期货、现货走势有一定把握。企业套保操作，可由期货公司专业人员进行指导。

2.4 期货套利（捕捉不同月份间的价差大小）



- 长期供求关系的变化，对月间价差影响明显；
- 常规的月间价差考虑合理的时间成本；

2.5基差交易（利用基差完成现货的采购/销售）

基差的概念

某一特定地点某种商品的现货价格与同种商品的某一特定期货合约价格间的价差。基差有时为正(此时称为反向市场)，有时为负(此时称为正向市场)。

基差的公式

基差=现货价格-期货价格

通过四步操作基本上就能完成基差定价合同：

第一步，当期、现货有一个基本价差时，收购现货；

第二步，卖家**报基差**，买家询基差，买卖双方确认**基差**，签订基差定价采购合同，同时卖家卖出期货，锁定基本利润（期货 + 基差 - 成本）；

第三步，买方点价。就是在期货交易时间内，确定**期货价格**；卖家期货平仓。

双方完成合同价（期货 + 基差）

第四步，执行合同。按合同结清货款、交货。

基差贸易盈亏计算模式

日期	市场价格	价差	大连分公司	饲料厂
2017年3月10日	现货价1530 期货价1660	-130	<ol style="list-style-type: none"> 1. 从贸易商采购玉米，1530 元/吨 2. 采购现货玉米的同时，卖空期货，开仓均价：1660元/吨 3. 签订基差销售合同，基差 -100元/吨 	签订基差购买合同，基差 -100元/吨
2017年4月20日	现货价1605 期货价1650	-45	<ol style="list-style-type: none"> 1. 买平期货，平仓均价：1650元/吨 2. 确定销售合同，玉米期货价1650+基差-100，实际合同价1550元/吨，而现货价格1605 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 饲料厂点价，确定期货价1650元/吨 2. 确定购买合同，玉米期货价1650+基差-100，实际合同价1550元/吨，而现货价格1605
结果		85	期货利润：1660-1650=10 现货利润：(1650-100)-1530=20 实际利润：10+(20)=30 (1660-1650)+(1650-100-1530)=30	实际合同价1550元/吨，而现货价格1605元/吨，等于赢利55元/吨。 实际采购价=1650-100=1550
评价与分析	通过玉米基差贸易，帮助饲料厂锁定的现货粮源（优质玉米），饲料厂有了价格的选择权。基差卖方确保了固定的利润。卖方挣的是固定利润30，买方挣的是两次期、现差的差，85-30=55			

基差贸易双方的**利润点是分离的**。卖方销售基差时，确定利润；买方点价时才确定采购成本。

基差贸易报价方式

玉米基差报价的基本信息

提货时间：2018年1、2、3月

质量：国标二等、一等

提货方式：港口平舱，集装箱交货

提货地点：北方港口

期货合约：C1805

基差价：125, 145

定金：点价前5%，点价后20%。

 北大荒粮食集团大连分公司 (2017年自然干玉米) 北方港口基差报价 2018.05.11				
品质	交货月	基差价	涨跌幅	备注
国标一等 (720,15%)	5月	125	↓20	合约：大商所C1809 交货地/方式：北方港口/集装箱交货
	6月	145	↓20	
	7月	165	↓20	
	8月	175	↓20	

有效时间截止到下午14点30分；交货月指每月5日到25日；

2.6场内/外期权（新兴的对冲期货的工具）

期权，未来的权利。是一种选择权，指是一种能在未来某特定时间以特定价格买入或卖出一定数量的某种特定商品的权利。它是在期货的基础上产生的一种金融工具，给予期权买方购买或出售标的资产的权利。

- **期权买方可以放弃行权。**期权的持有者可以在该项期权规定的时间内选择买或不买、卖或不卖的权利，他可以实施该权利，也可以放弃该权利，而期权的出卖者则只负有期权合约规定的义务。

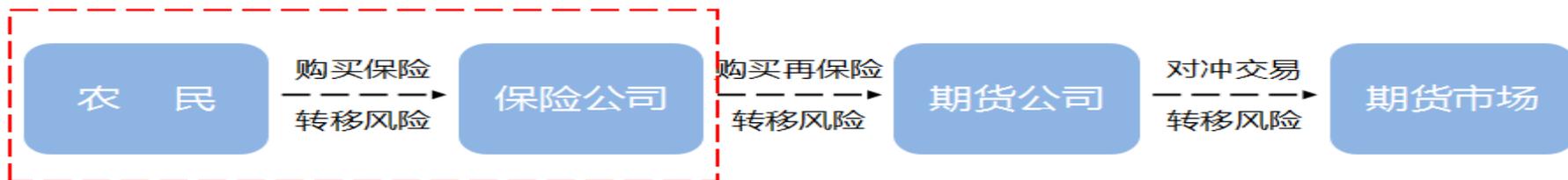
玉米1901	看涨		执行价格	看跌	
	买价	卖价		买价	卖价
	1840	期限/到期日:2018-08-14	其他条件: 美式	报价日期:2018-07-25	
	149.75	149.97	1690	-	0.21
	119.81	120.45	1720	0.01	0.65
	89.95	91.73	1750	0.1	1.88
	60.62	64.85	1780	0.72	4.95
	33.85	41.55	1810	3.9	11.6
	14.07	23.67	1840	14.07	23.67
	4.06	11.94	1870	34.01	41.89
	0.84	5.42	1900	60.74	65.32
	0.14	2.27	1930	89.99	92.12
	0.02	0.9	1960	119.82	120.7
	-	0.35	1990	149.76	150.1

2.7 玉米现货经营的创新方式

- **土地流转**——传统大中型贸易商向种植源头发展，大量承包土地规模化种植玉米。然后就近烘干处理、仓储、贸易发运，进行流转；
- **供应链管理**——上中下游完整的联系在一起经营核算，形成闭环，降低成本。

延伸为“订单种植+保险+期货+基差销售”。在种植产业链，统一管理耕种收获；在金融服务链上，利用保险公司购买场外看跌期权，期货公司利用期货对冲；在供应链销售上，以基差形式与下游消费企业签订合同，完成销售；

- **托盘业务**——简单的说是代理购货，一般资金实力较差的企业，向资金实力雄厚的企业借钱完成更多的贸易经营业务，带有短期融资性质；



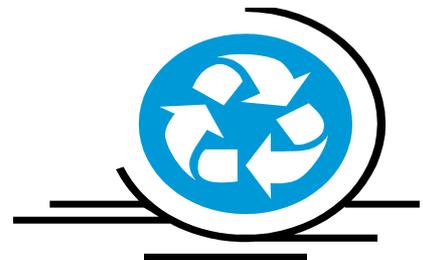
① 农民向保险公司购买一份“价格保险”，将玉米价格价格下跌风险转移给保险公司。

② 保险公司向期货公司购买“场外看跌期权”，将风险转移给期货公司。

③ 期货公司在期货市场进行对冲交易，将风险转移至期货市场。

3.1 玉米期现货重点案例回顾

- **大政策年代**——政策市为玉米价格的天花板和地板价做了重要指引；
- **大资本周期**——市场化条件下资本充分回归玉米期货领域，带动波动明显扩大；
- **大交割时段**——价格弹性扩大后，参与者对价格的解读分歧出现，进而衍生交割行为；



案例一：大政策年代（成败就在一文件）

大连玉米期货指数

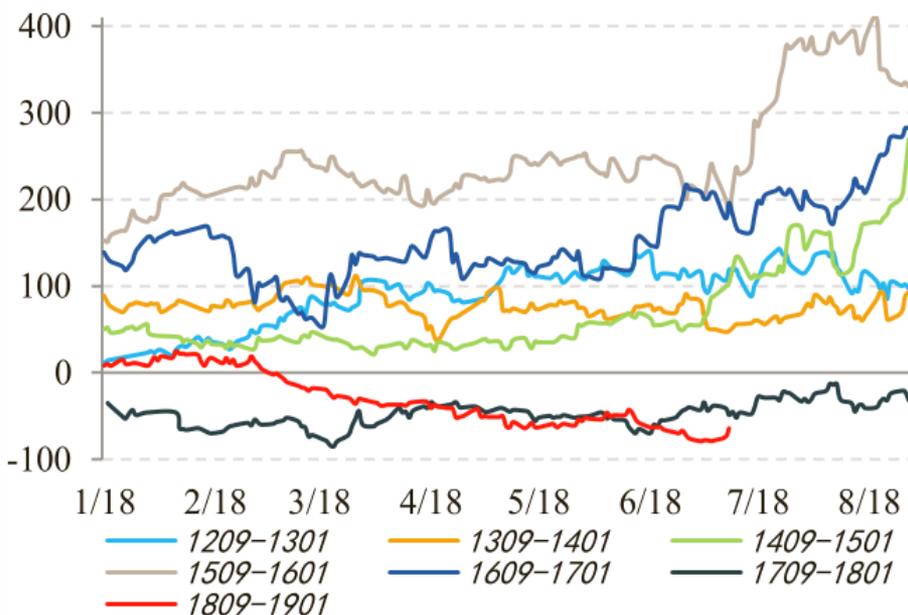
单位：元/吨



- 捕捉政策信息，是玉米期现货操作的关键；

案例二：大资本周期（放大期现货价差）

【玉米9-1】



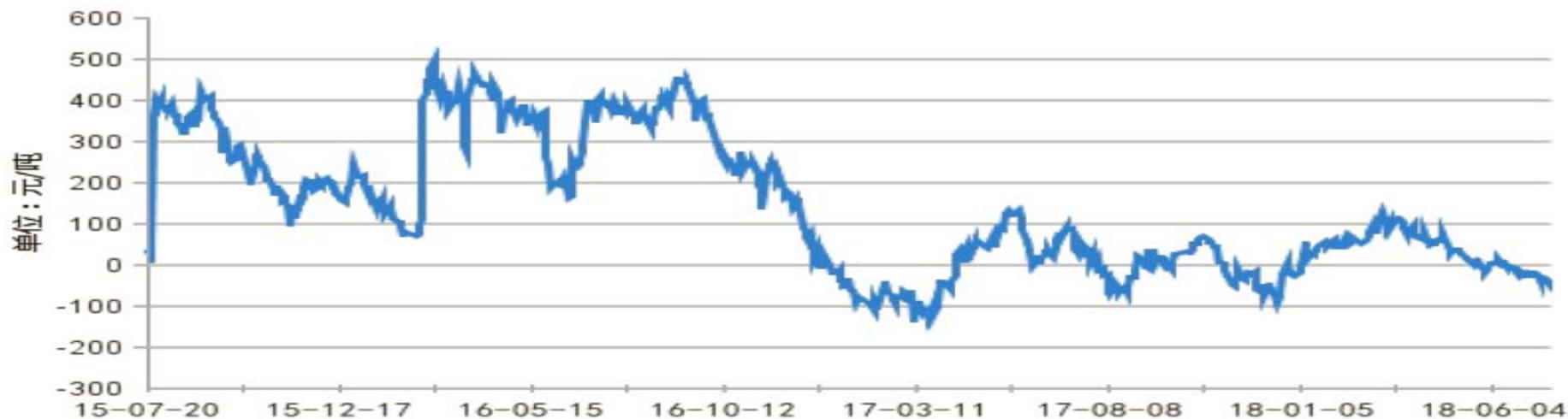
【玉米09港口基差】



- 交易活跃后，期现货长周期分歧加大，基差回归过程变慢；但同时长周期内基差值较大；
- 如图中9月-1月玉米跨月份价差到了-80水平，超过了理论现货4个月的持有成本，给现货商提供了入场参考套保的机会；或者调整现货经营方案；

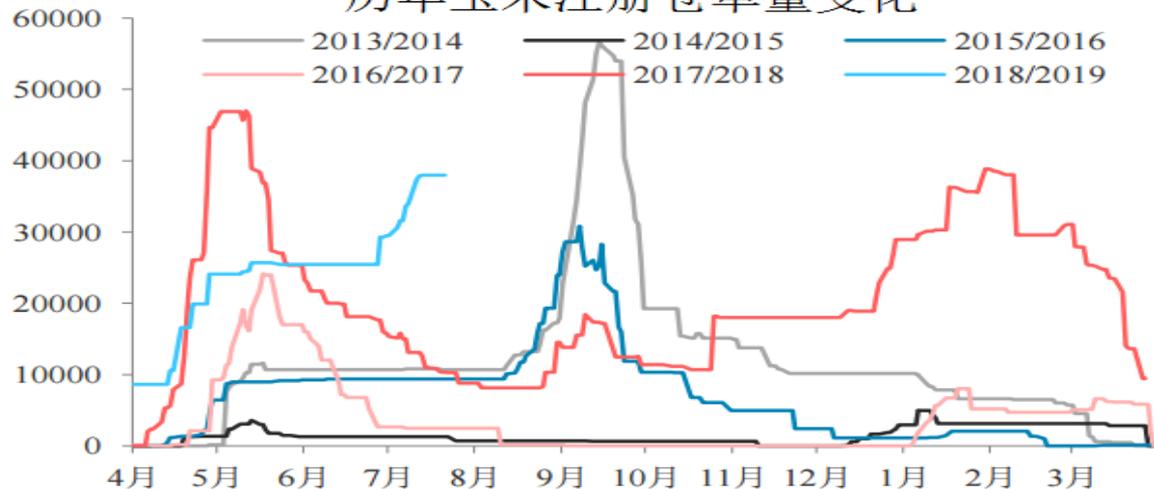
案例三：大交割时段（盯紧基差）

国内玉米基差变化



最新值：2018-07-19 (-33)

历年玉米注册仓单量变化



	玉米交割量 (吨)
2014年	23860
2015年	464730
2016年	354100
2017年	713980
2018年1-7	359610

3.2为什么要关注这些因素

- **为什么看政策因素？**

从完全政策市，半政策半市场，再到完全市场化，玉米是关系国内生产生活的重要物资；

- **为什么要盯紧基差？**

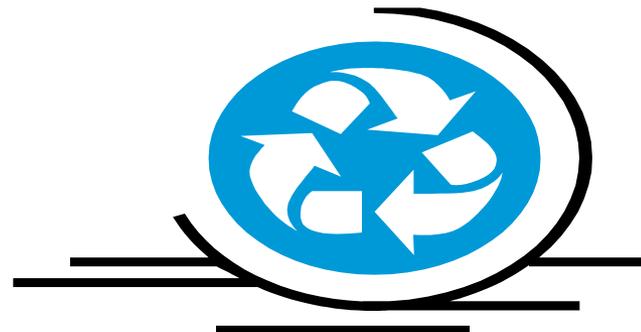
决定了期货和现货谁的价格更便宜，谁更贵，来匹配你的买和卖；

- **为什么要关注舱单？**

舱单量的多少，影响着临近交割月时候多头和空头的交接货能力，对期现价格的回归具有重要参考；

4.1后期玉米定价关系展望

新的形势——
产量问题很敏感
需求领域变数大
政策威力在左右



4.2常用四项基本定价指标

实行市场化改革后，玉米价格弹性放大。

①**美玉米比价**：美玉米进口完税价格动态的价格预期引导。当前美玉米12月新作进口中国南方完税成本1600-1700元/吨；

②**中储拍卖价**：今年东北产地由北向南1300-1400的拍卖价格指引；（参考历史拍卖溢价率0-150）

③**社会购销成本**：四季度企业入市仓储积极性，决定月度持有成本和市场博弈心理；（每月20元左右的持仓成本）

④**市场波动价**：历史上每年度玉米价格波动区间的规律掌握，高低点200元/吨范围内；

历史数据统计的玉米涨跌幅观察

辽宁港口历年价格波动情况 (平仓价)

		价格波动区间	全年波动幅度	开秤价	最低点月份	最高点月份
市场化	2002/2003	1000-1070	70	1030	2月份	7月份
	2003/2004	1070-1300	230	1070	10月份	8月份
	2004/2005	1140-1230	90	1200	11月份	8月份
	2005/2006	1200-1350	150	1260	12月份	7月份
	2006/2007	1330-1600	270	1330	10月份	9月份
	2007/2008	1550-1730	180	1550	10月份	7月份
托市期	2008/2009	1450-1750	300	1560	12月份	9月份
	2009/2010	1730-2000	270	1730	10月份	6/8月
	2010/2011	2000-2350	350	2000	10月份	8月份
	2011/2012	2240-2500	260	2350	12月份	8月份
	2012/2013	2350-2430	-80	2400	5月份	1月份
	2013/2014	2300-2600	300	2340	11月份	8月份
	2014/2015	2310-2440	130	2400	1月份	5月份
	2015/2016	1830-2100	-270	2000	7月份	12月份
	均值		160			

种植成本上升对价格的影响

黑龙江中北部大豆、玉米种植成本参考

成本项/公顷	大豆			玉米		
	2016年	2017年	2018年E	2016年	2017年	2018年E
自有地种植成本	2000	2200	2500	3500	3200	3700
地租成本	5000	3000	4000	5000	3000	5000
地租较上年增加	-1000	-2000	1000	-1000	-2000	2000
产量 (斤/公顷-潮粮)	3500减产	4500正常	4500	20000	20000	20000
潮粮单价	1.85	1.7	1.8	0.4	0.6	0.6
卖粮毛收益	6475	7650	8100	8000	12000	12000
(租地) 净收益	-525	2450	1600	-500	5800	3300
(自有地) 净收益	4475	5450	5600	4500	8800	8300
(租地) 斤种植成本干粮, 元/斤	2	1.15	1.15	0.53	0.39	0.54
(自有地) 斤成本干粮	0.57	0.48	0.55	0.22	0.2	0.25
目标价/价格补贴	1965	2595	3000	2308	1990	1500

- 去年坐家卖。0.55-0.60元/斤（针对0.39的完全成本）；
- 今年坐家卖。0.60-0.65元/斤（针对0.54的完全成本）；

4.3 今年的期现货价格关系走势



- 拍卖价格制定随行就市；
- 期货价格领先反应市场预期；
- 现货拍卖季节性平稳，新作产量决定基差；

4.4秋季产量形势对价格的重要指引

**官方：16年累计面积减少至少3400万亩左右；（对应产量减少2000万吨）
17年累计面积预计减少2000万亩左右；（对应产量减少1200万吨）
18年累计面积预计减少600余万亩；（对应产量减少360万吨）**

民间：18年累计面积预计增加2000-3000万亩左右；（对应产量增加1200-1800万吨）

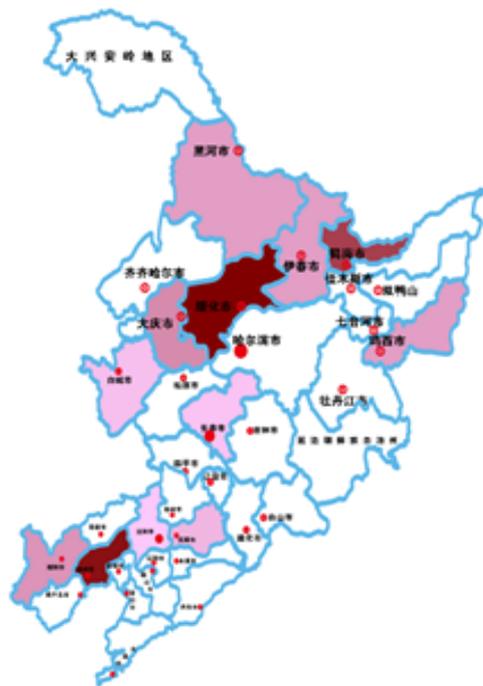
背景：17年东北是减产3000万吨左右的预期，今年比去年惨么？

秋后的故事：

- 面积增加带来的产量贡献PK秋季单产形势（天气）；**
- 良好的需求预期（饲料刚性，替代品减少近1000万吨+深加工产能扩张300+万吨）；**
- 新粮供给能不能支撑到明年5月份，然后期待拍卖陈粮续命；**

4.5需求端增长的预期能否完美兑现

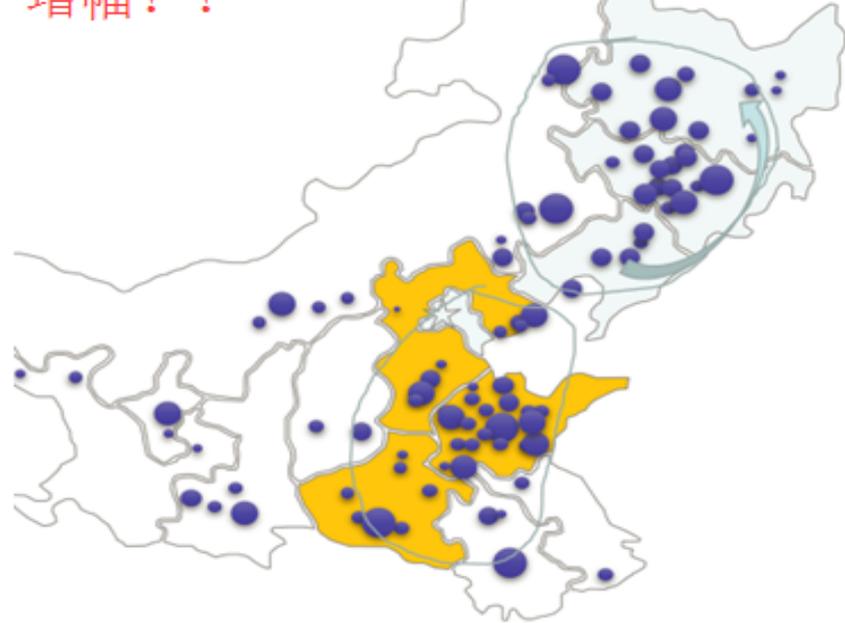
东北生猪布局主要投向黑龙江和辽宁，温氏、东方希望等知名企业合计投资规模1800万头。



	投资规模 (万头)
黑龙江	1172
绥化市	432
鹤岗市	300
大庆市	140
黑河市	100
鸡西市	100
伊春市	100
吉林	51
白城市	30
长春市	21
辽宁	580
锦州市	400
朝阳市	120
抚顺市	50
沈阳市	10
总计	1800

黑吉辽内鲁冀五省深加工玉米消费占比接近80% (东北深加工厂分布)

未来5年理论有2000万吨以上产能增幅！！



- 产能规划很庞大，**但实施进度值得观察**；
- **宏观环境+疫病爆发**，影响养殖消费环境；

4.6 玉米价格展望的几点想法

- 如前面分析所述

- 1、国内外比价关系和陈粮拍卖成本给港口价1600-1700有强支撑；
- 2、种植成本上升，使得承包土地后理论玉米种植成本达到产区坐家卖价1100附近，到烘干塔贸易企业1200元/吨附近，集港运费龙江200元/吨至港口成本；（收益的底线）
- 3、参考历史200元平均的高低点判断，以当前陈粮港口1700为轴，现货高低点**保守**在1650-1850（高低点 ± 50 ）的区间环境里；
- 4、9月的具体产量预期——丰收的话，价格先寻季节性低点；歉收的话在缺口预期理论下，市场买货意愿会大幅增强，使得春节前后易见高点。19年3-4月受再次启动拍卖政策而重新定价；

**个人观点
仅供参考**

**行和基金
张美锋
13842669641**