

# 研究报告

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

## 联系信息

分析师：范红军

期货从业资格：F3098791

投资咨询资格：Z0017690

邮箱：fan.hongjun@gzf2010.com.cn

## 相关图表

## 相关报告

2022.8.2 《广州期货玉米与淀粉月度博览》 ---基差修复之后期价继续上涨动力或不足

2022.8.29 《广州期货玉米与淀粉月度博览》 ---等待压力释放后的新一轮补库

2022.10.9 《广州期货玉米与淀粉月度博览》 ---等待新作上市压力释放

2022.10.31 《广州期货玉米与淀粉月度博览》 ---重点关注淀粉-玉米价差

## 月度博览：玉米与淀粉

### 成本端不确定性风险之下转向淀粉-玉米价差

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

#### 摘要：

**行情回顾：**2月期间玉米与淀粉现货持续稳中偏弱运行，而期价则先抑后扬，节后两周回落，随后两周持续反弹，其中淀粉表现相对弱勢，带动淀粉-玉米价差持续低位徘徊。

#### 逻辑观点：

**对于玉米而言，**第一，最近两周期价反弹之后，需要留意两个层面的问题，其一一是余粮压力是否已经得到释放，其二是中下游补库的积极性；第二，我们需要担心本轮南北方港口现货带动期价特别是近月上漲，可能跟去年11月底相似，只是阶段性/区域性的供需紧张，或者是部分贸易商的抢跑行为，而非已经进入基于年度产需缺口而进行的新一轮补库；第三，至于年度产需缺口带来的补库甚至主动补库存，由于期价结构转为远期贴水，与外盘玉米期价和玉米进口到港成本的结构基本一致，这表明市场的预期趋于弱化，或者可以理解为，市场预期通过进口可以弥补国内产需缺口。在这种情况下，我们或许需要转变思路，即转向国内阶段性供需节奏，当然，最为重要的是，密切关注CBOT期价和进口到港成本的变动。

**对于淀粉而言，**第一，淀粉-玉米价差2月期间大部分时间处于低位震荡，即使在最近两周期价反弹过程中，价差亦未能有所走扩，其主要原因应该在于玉米淀粉行业供需依然宽松，现货低迷压制期价反弹空间；第二，我们建议投资者对玉米和淀粉的操作由前期的单边做空转向淀粉-玉米价差做扩套利，主要基于成本端和供需端两个方面的考量；第三，成本端除了玉米部分的内容之外，还需要特别留意两个方面，其一是深加工企业的实际玉米原料成本，其二是华北-东北产区玉米价差；第四，供需端的主要考量在于，目前淀粉现货生产利润进入亏损状态，结合国内蛋白粕供需，加上淀粉副产品绝对价格水平仍处于高位，后期仍有下行空间，这有望通过行业开机率抑制行业供应，加上疫情后需求的恢复，对应着后期行业供需的改善预期。

**展望与建议：**维持中性，建议暂持有淀粉-玉米价差走扩套利，后期可能基于阶段性供需压力再度转向单边做空。

**风险因素：**俄乌冲突、新冠疫情。

## 目录

一、逻辑分析与行情研判.....	1
(一) 玉米.....	1
(二) 淀粉.....	1
二、图表与数据.....	2
(一) 行情回顾.....	2
(二) 外部供需.....	3
(三) 国内供需.....	4
(四) 淀粉供需.....	5
(五) 成本利润.....	6
(六) 价差表现.....	7
三、近期市场动态.....	8
免责声明.....	9
研究中心简介.....	9
广州期货业务单元一览.....	10

## 一、逻辑分析与行情研判

### （一）玉米

在国内供需方面，我们对国内供需平衡表未做调整，2022/23年度供需缺口6400万吨，较上一年度有小幅增加。

节后两周现货价格持续回落，主要源于南方销区进口集中到港带动南方港口全部饲用谷物库存回升，东北与华北产区深加工企业玉米库存持续累积，余粮压力之下，国内现货走弱，带动期价转而反映南北方港口特别是向南方销区的现货靠拢。

随后两周，由于北方港口持续下降至历史低位，市场对后期进口到港的担忧增加，南北方港口现货价格有所反弹，受此带动，国内期价则持续反弹，表现显著强于现货，带动基差持续整体走弱，背后逻辑可能转向预期余粮压力释放接近尾声，甚至进而预期国内玉米市场进入基于年度供需缺口而进行的新一轮补库阶段。

在这种情况下，我们需要留意两个层面的问题，其一是余粮压力是否已经得到释放，因目前华北和东北产区现货依然弱勢，尤其是对于东北产区而言，自去年10月以来，本地消费中饲用消费受生猪存栏环比增加有望高于去年同期，而通过行业开机率可以看出深加工玉米消耗低于去年同期；外流从华北-东北玉米价差可以推算出今年入关量低于去年同期，钢联数据则显示北方港口玉米集港量与下海量略低于去年同期，即使考虑新作玉米减产因素，余粮亦大概率高于去年同期。其二是中下游补库的积极性，因目前期价呈现远月贴水结构，对于南方销区企业而言，不利因素在于目前内外价差较大，国产玉米不具备性价比优势；对于深加工企业而言，不利因素则在于目前现货生产利润亏损，且玉米原料库存已有显著回升。

由上可以看出，我们需要担心本轮南北方港口现货带动期价特别是近月上涨，可能跟去年11月底相似，只是阶段性/区域性的供需紧张，或者是部分贸易商的抢跑行为，而非已经进入基于年度供需缺口而进行的新一轮补库。也就是说，需要留意的是，如果产区余粮压力依然存在，后期北方港口集港量带动南北方港口玉米库存回升，再加上3月陈化水稻投放，期现货可能会再度承压。

至于年度供需缺口带来的补库甚至主动补库存，由于期价结构转为远月贴水，与外盘玉米期价和玉米进口到港成本的结构基本一致，这表明市场的预期趋于弱化，或者可以理解为，市场预期通过进口可以弥补国内供需缺口。在这种情况下，我们或许需要转变思路，即转向国内阶段性供需节奏，当然，最为重要的是，密切关注CBOT期价和进口到港成本的变动。

### （二）淀粉

根据我们一贯的分析逻辑，淀粉可以拆分为玉米与淀粉-玉米价差，前者反映原料端，表明淀粉在大趋势上与玉米趋同；后者反映淀粉阶段供需及其对应的生产利润。

淀粉-玉米价差在1月下半月以来大幅收窄后，2月期间大部分时间处于低位震荡，即使在最近两周期价反弹过程中，价差亦未能有所走扩。其主要原因应该在于玉米淀粉行业供需依然宽松，节后行业库存持续累积，导致淀粉现货持续低迷，在期价反弹至升水现货之后，缺乏继续上涨动力。

但在此过程中，淀粉期现货生产利润持续恶化，现货生产全面亏损，

盘面5月亦已经处于亏损状态，这主要源于副产品价格的持续下跌，其中玉米蛋白粉单位价格从107-108（对应玉米蛋白粉价格6420-6480元/吨）下跌至98-100元（对应玉米蛋白粉5880-6000元）左右，玉米胚芽价格从节后的5800-5850元/吨下跌至5150-5200元/吨左右。

由此可以看出，近期淀粉与玉米期价反弹的逻辑有所不同，即玉米更多反映南北方港口的现货价格，而淀粉则继续反映产区的玉米原料成本。换句话说，最近两周以来的期价反弹更多源于玉米，而淀粉由于产区玉米现货依然弱势，再加上节后行业库存继续累积，成本端和供需端均没有主导力量，淀粉期价则更多跟随玉米原料端，这也导致淀粉基差走弱。在这种情况下，我们建议投资者对玉米和淀粉的操作由前期的单边做空转向淀粉-玉米价差做扩套利，主要基于成本端和供需端两个方面的考量，前者在于规避成本端的不确定性，后者在于等待行业供需的改善。

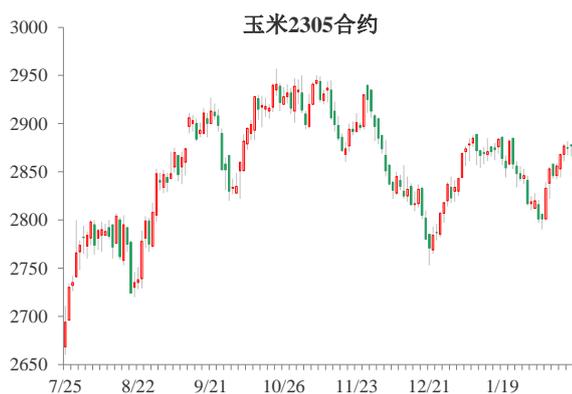
前者除了玉米部分的内容之外，还需要特别留意两个方面，其一是深加工企业的实际玉米原料成本，因其原料库存大幅累积发生在1月前后；其二是华北-东北玉米价差，新作上市以来华北-东北玉米价差持续处于低位，基于华北产区供需来看，后期有望走扩。

后者主要考量在于，目前淀粉现货生产利润进入亏损状态，结合国内蛋白粕供需，加上淀粉副产品绝对价格水平仍处于高位，后期仍有下行空间，这有望通过行业开机率抑制行业供应；而从需求端看，去年4月和12月两个时段出库量（即表观消费量）同比大幅下滑，主要源于新冠肺炎疫情，由此可以合理预期后期淀粉需求有望恢复至正常水平。供应收缩而需求恢复对应着后期行业供需的改善。

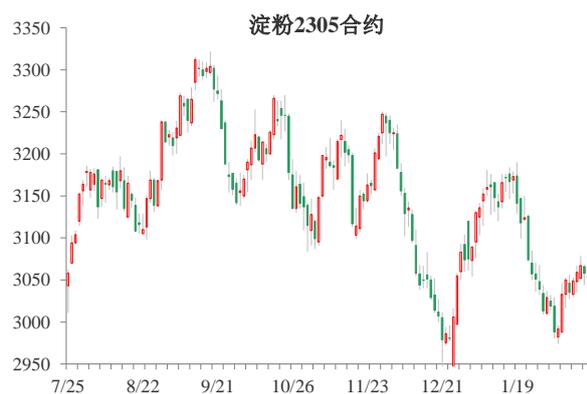
## 二、图表与数据

### （一）行情回顾

图表 1：玉米 2305 合约走势



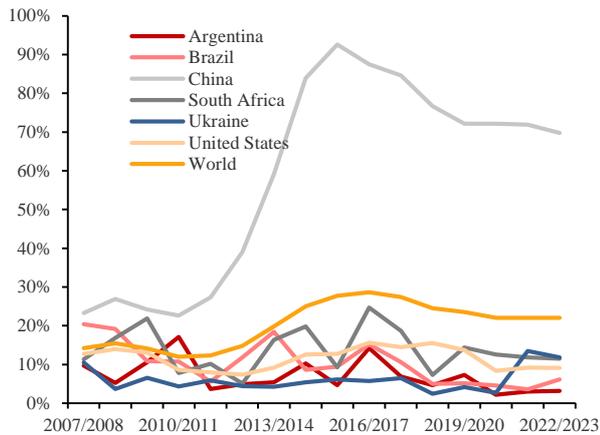
图表 2：淀粉 2305 合约走势



数据来源：广州期货研究中心

(二) 外部供需

图表 3: 全球主产国产库存使用比



数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 4: 美玉米期末库存小幅上调

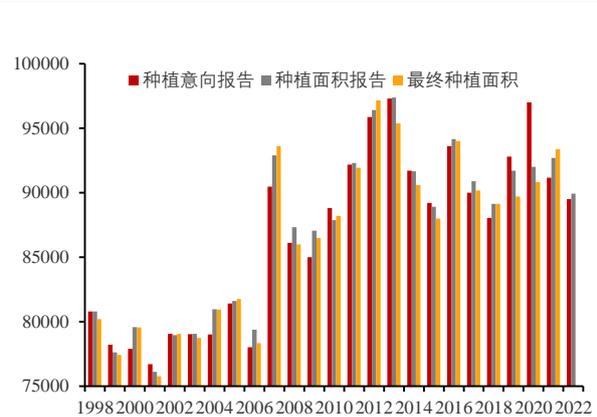
项目	19/20年度		20/21年度			21/22年度			22/23年度		
	19/20	20/21	1月预估	2月预估	预估变动	1月预估	2月预估	预估变动	1月预估	2月预估	预估变动
初期库存	56410	48757	31358	31358	0	34975	34975	0			
产量	345962	358447	382893	382893	0	348751	348751	0			
进口量	1064	616	615	615	0	1270	1270	0			
出口量	45175	69776	62776	62776	0	48897	48897	0			
饲用消费	149830	142300	145253	145253	0	133991	133991	0			
FSI消费量	159674	164386	171862	171862	0	170570	169935	-635			
总消费量	309504	306686	317115	317115	0	304561	303926	-635			
期末库存	48757	31358	34975	34975	0	31538	32173	635			
库销比	13.75%	8.33%	9.21%	9.21%	0.00%	8.92%	9.12%	0.20%			

图表 5: 阿根廷玉米新作产量大幅下调

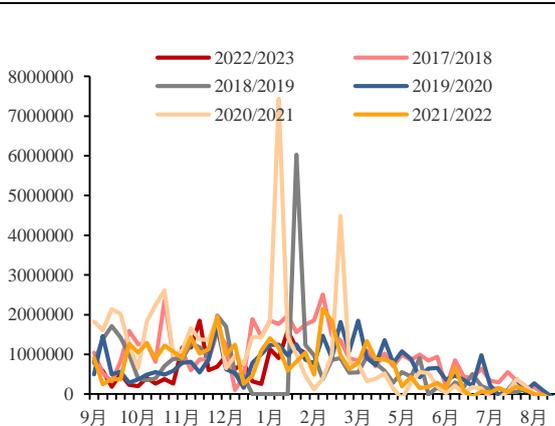
项目	19/20年度		20/21年度			21/22年度			22/23年度		
	19/20	20/21	1月预估	2月预估	预估变动	1月预估	2月预估	预估变动	1月预估	2月预估	预估变动
初期库存	2367	3619	1182	1182	0	1487	1487	0			
产量	51000	52000	49500	49500	0	52000	47000	-5000			
进口量	4	5	5	5	0	5	5	0			
出口量	36252	40942	35500	34000	-1500	38000	35000	-3000			
饲用消费	9500	9500	9800	11300	1500	10000	8000	-2000			
FSI消费量	4000	4000	3900	3900	0	4000	4000	0			
总消费量	13500	13500	13700	15200	1500	14000	12000	-2000			
期末库存	3619	1182	1487	1487	0	1492	1492	0			
库销比	7.27%	2.17%	3.02%	3.02%	0.00%	2.87%	3.17%	0.31%			

数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 6: 美玉米新作种植面积预计回升

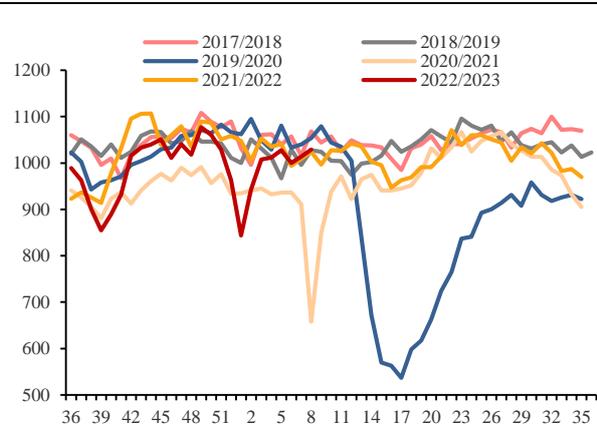


图表 7: 美玉米出口销售量多周不及预估进度



数据来源: USDA EIA 广州期货研究中心

图表 8: 美玉米乙醇产量环比回升至往年正常水平



### (三) 国内供需

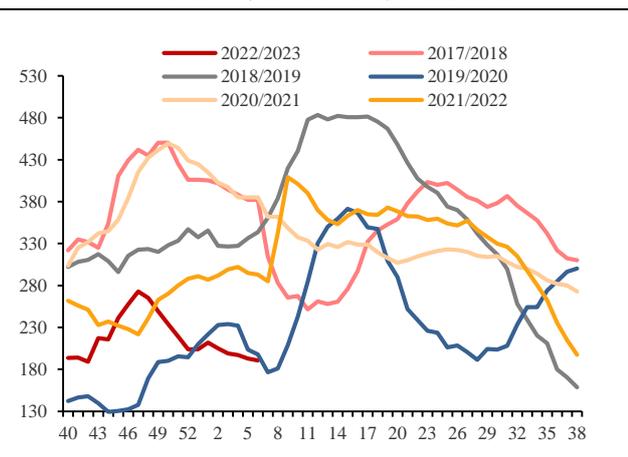
图表 9：国内玉米供需平衡表

单位：百万吨

项目	中国玉米供需平衡表-产需缺口版									
	年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
期初库存	100.9	178.4	260.7	250.0	195.0	146.9	94.4	101.1	103.8	
产量	249.8	265.0	216.0	196.0	201.0	196.0	191.0	216.0	216.0	
饲用需求	133.0	137.0	169.5	185.0	174.9	182.0	205.0	190.0	195.0	
FSI需求	63.0	64.0	74.0	83.0	86.0	85.0	88.0	85.0	85.0	
总需求	196.0	201.0	243.5	268.0	260.9	267.0	293.0	275.0	280.0	
产需缺口	53.8	64.0	-27.5	-72.0	-59.9	-71.0	-102.0	-59.0	-64.0	
玉米	5.3	3.2	2.5	3.5	4.5	7.6	29.6	12.0	10.0	
大麦	8.6	5.9	8.1	8.1	5.2	6.0	12.1	8.0	11.0	
高粱	9.1	8.3	5.2	4.4	0.7	3.7	8.7	11.0	5.0	
小麦	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	43.0	15.0	10.0	
陈化水稻							25.0	25.0	20.0	
折玉米	23.7	18.3	16.7	17.0	11.8	18.5	108.7	61.7	47.7	
期末库存	178.4	260.7	250.0	195.0	146.9	94.4	101.1	103.8	87.4	
其中：储备库存	162.1	251.5	214.0	114.0	92.0	15.0	23.0	33.0	28.0	
社会库存	16.3	9.2	36.0	81.0	54.9	79.4	78.1	70.8	59.4	

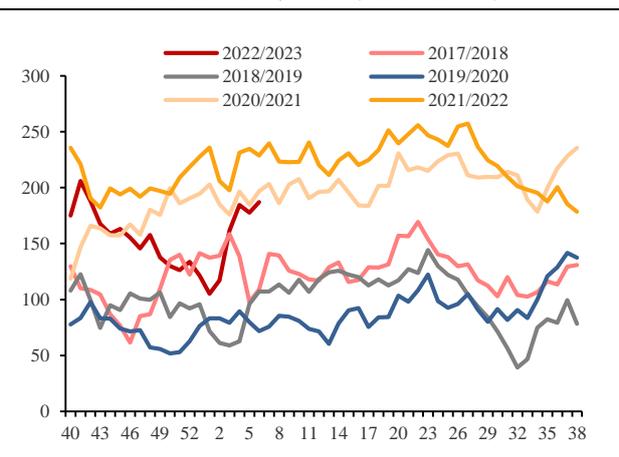
数据来源：广州期货研究中心

图表 10：北方港口库存持续下滑至历史低位



数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

图表 11：南方港口全部谷物库存持续回升

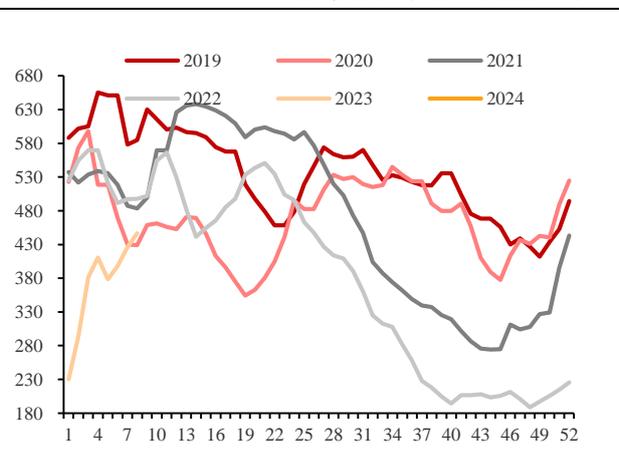


图表 12：美国和巴西玉米到港成本价差大幅收窄



数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

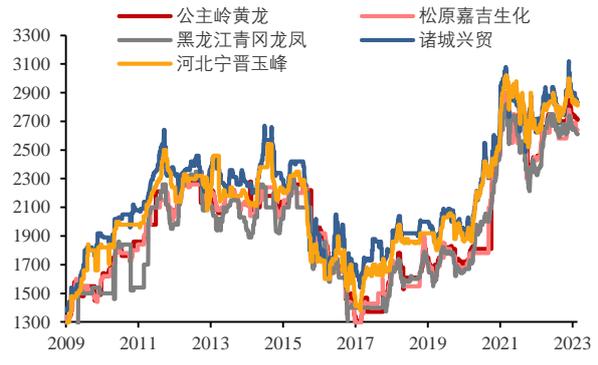
图表 13：深加工企业玉米库存春节前后大幅回升



图表 14: 玉米现货价格节后分化



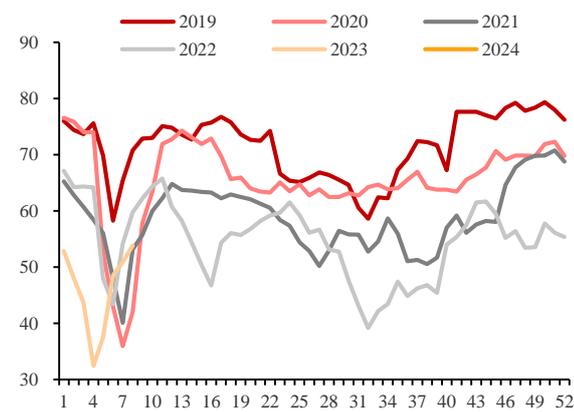
图表 15: 深加工企业玉米收购价持续下调



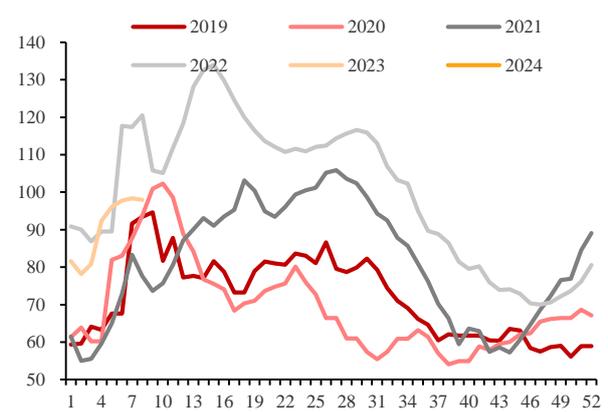
数据来源: 同花顺 广州期货研究中心

### (四) 淀粉供需

图表 16: 淀粉行业开机率节后回升

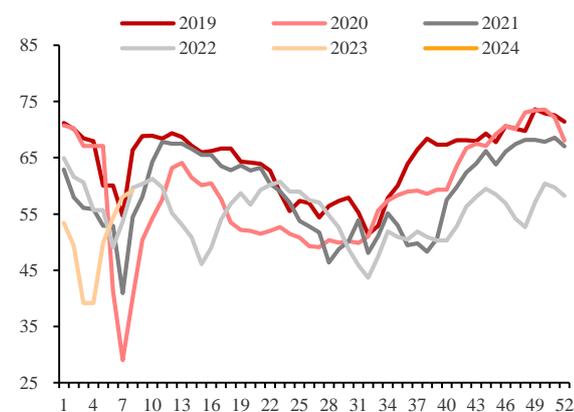


图表 17: 淀粉行业库存或将下滑

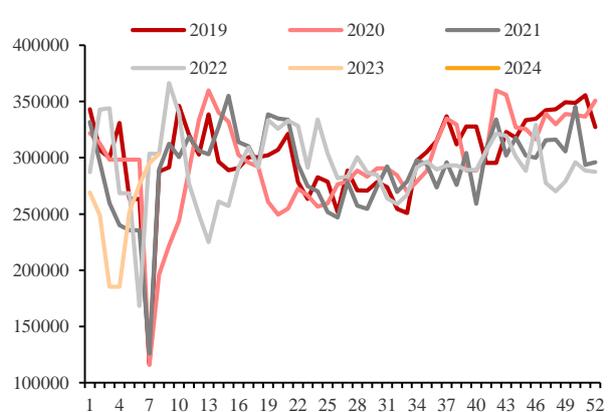


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 18: 淀粉行业开机率节后回升

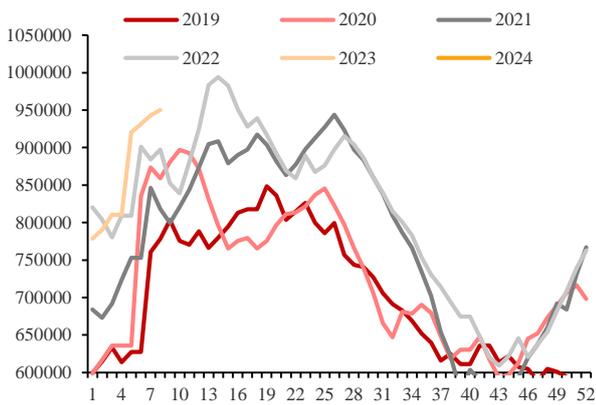


图表 19: 淀粉出库量节后回升



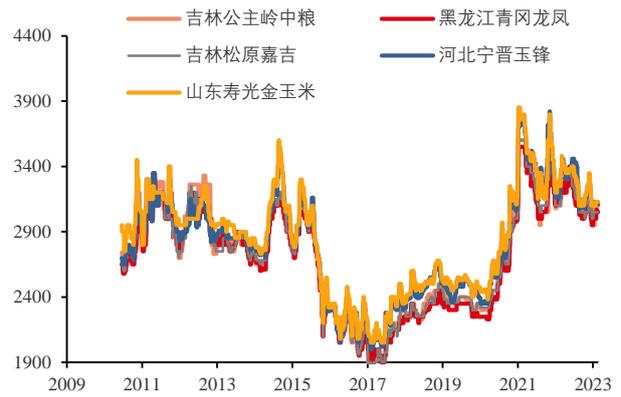
数据来源: 卓创资讯 广州期货研究中心

图表 20: 淀粉行业库存节后持续小幅回升

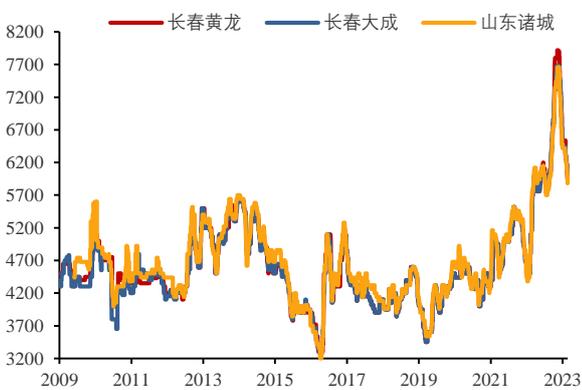


数据来源: 卓创资讯 Wind 广州期货研究中心

图表 21: 玉米淀粉现货价格持续稳中调整

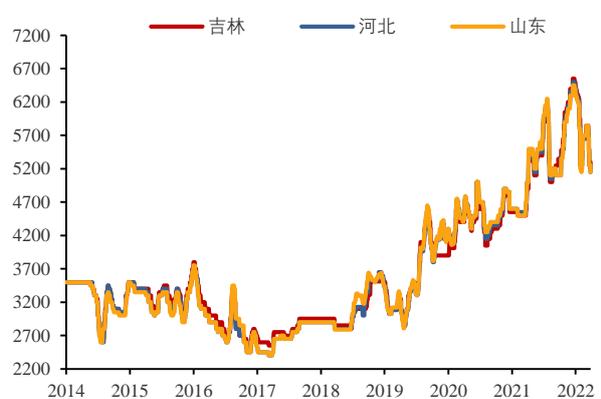


图表 22: 玉米蛋白粉价格大幅下跌



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 23: 玉米胚芽价格节后继续下跌



### (五) 成本利润

图表 24: 美玉米近月进口成本持续下滑

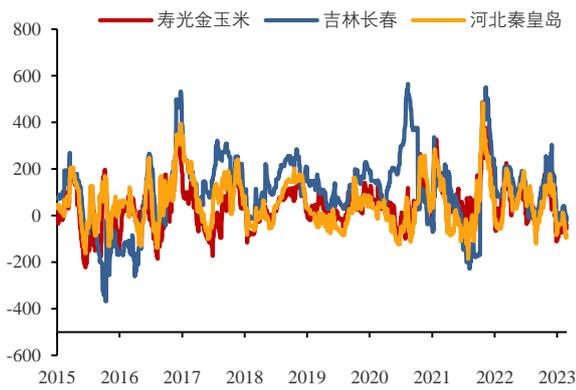


数据来源: 美国谷物协会 Wind 广州期货研究中心

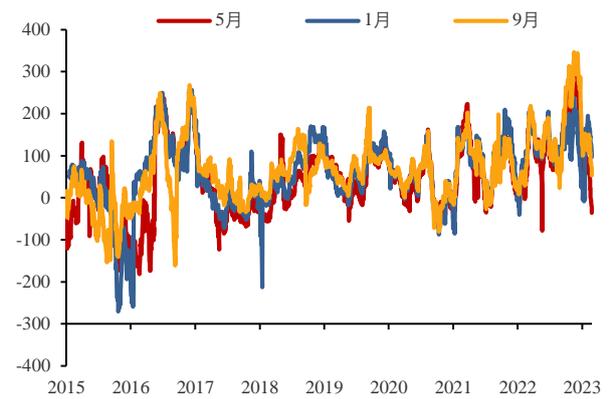
图表 25: 美玉米进口到港利润持续改善



图表 26: 淀粉现货生产全面亏损



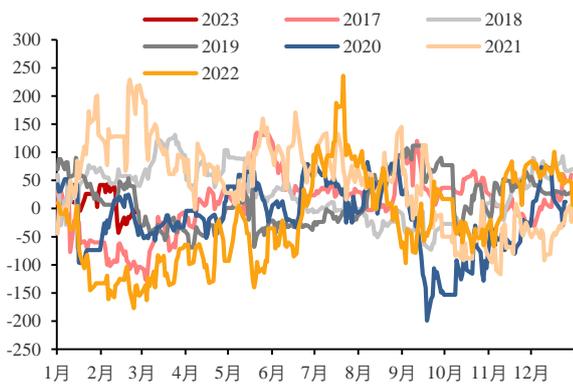
图表 27: 淀粉盘面生产利润显著下滑



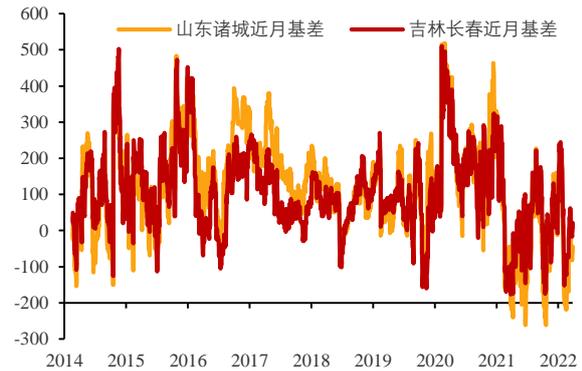
数据来源: 广州期货研究中心

## (六) 价差表现

图表 28: 玉米近月基差整体走弱



图表 29: 淀粉近月基差先扬后抑

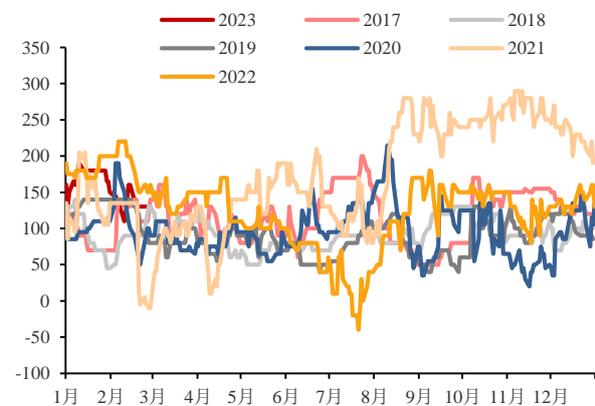


数据来源: Wind 文华财经 广州期货研究中心

图表 30: 小麦-玉米价差不支持小麦饲用替代

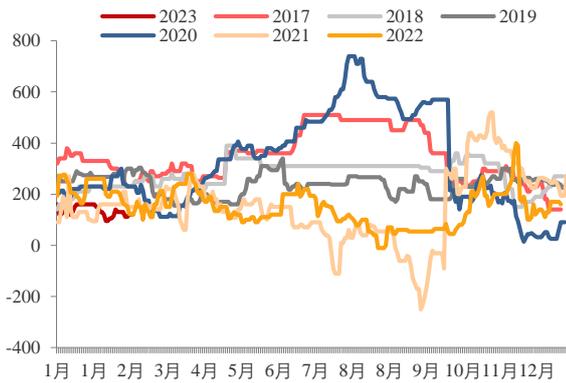


图表 31: 南北方港口玉米价差变动不大

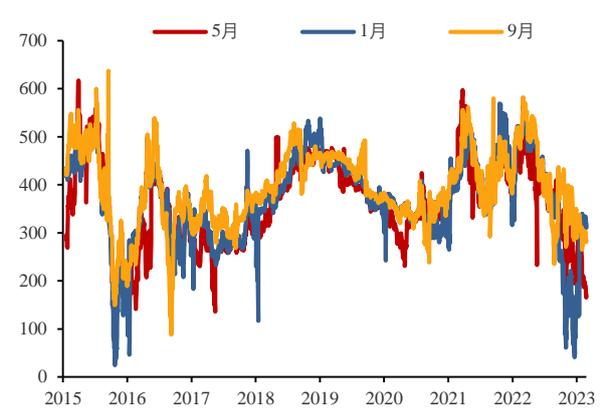


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 32: 华北-东北玉米价差往年最低水平



图表 33: 淀粉-玉米价差整体收窄



数据来源: Wind 广州期货研究中心

### 三、近期市场动态

2月USDA供需报告仅将美玉米乙醇用量下调2500万蒲, 其他项目未作调整, 期末库存相应上调2500万蒲至12.67亿蒲。2月USDA供需报告将阿根廷产量下调500万吨, 出口量和饲用需求分别下调300和200万吨, 期末库存未作调整。

美国农业部预计, 美国玉米新作种植面积9100万英亩, 对应期末库存为12.67亿蒲式耳, 高于市场预期, 利空玉米期价。

## 免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本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。

我们已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，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！**

## 研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视电台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

### 研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：(020) 22836116

金属研究团队：(020) 22836117

化工能源研究团队：(020) 22836104

创新研究团队：(020) 22836114

农产品研究团队：(020) 22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

## 广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

### 广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	苏州营业部	上海陆家嘴营业部
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-31953184 办公地址：广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	四川分公司	机构业务部	机构事业一部
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业二部	机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司	
联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室	