

# 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

### 再度转向价差套利

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

#### 摘要：

**行情回顾：**3月上中旬玉米与淀粉现货持续震荡运行，下旬均出现较大幅度下跌，淀粉-玉米价差先扬后抑，上半月在副产品下跌的带动持续小幅走扩，下半月在原料端带动再度回落。

#### 逻辑观点：

**对于玉米而言，**第一，3月上中旬期价持续震荡运行，可以理解为供需之间的博弈，供应端主要是年度产需缺口预期和贸易商成本支撑，需求端主要源于期价远月贴水结构和国产玉米性价比；第二，3月下旬小麦现货价格持续下跌通过性价比带动玉米期现货价格大幅回落，而小麦下跌的主要原因在于2022年小麦产量增加，且上市以来价格维持高位，使得其无法流向国家储备，亦无法流向饲料养殖企业，过剩量留在上中游，随着新作小麦上市的临近，这部分过剩量需要释放；第三，在这种情况下，我们需要关注两个问题，其一是国产玉米在饲用谷物中的性价比情况，国内需要关注小麦和后期陈化水稻投放的冲击，国外则需要留意进口到港成本；其二是年度产需缺口的补充情况，接下来需要重点留意陈化水稻抛储政策和小麦特别是新作的饲用替代量。

**对于淀粉而言，**第一，3月以来淀粉-玉米价差整体先扬后抑，上半月的走扩主要源于副产品价格的持续下跌，下半月则整体收窄，主要原因在于成本端，其一方面导致华北-东北玉米价差持续处于历史同期低位，另一方面还带动阶段性需求下降；第二，考虑到副产品价格持续下跌之后，期现货生产利润均进入亏损状态，后期行业开机率带动供应收缩，而需求由于疫情影响趋弱，可以合理预期将恢复至正常水平，供需整体有望趋于改善。因此，在我们看来，淀粉-玉米价差目前具备安全边际，后期具备走扩的潜力，但需要指出的是，接下来最大的风险在于原料端，特别是小麦饲用替代对华北-东北产区玉米价差的影响。

**展望与建议：**预计期价先抑后扬，暂维持谨慎看空观点，如有前期空单可考虑继续持有，谨慎投资者可以考虑逐步转向淀粉-玉米价差走扩套利。

**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，我们将国内小麦饲用替代量上调1000万吨至2000万吨，主要基于当前小麦持续下跌之后，小麦饲用替代性价比逐步显现，华北黄淮等地小麦饲用量有望增加，且后期新作小麦上市之后如价格维持低位，我们将继续上调小麦饲用替代量。

3月上中旬期价持续震荡运行，可以理解为供需之间的博弈，从供应端看，一方面市场对年度产需缺口预期依然存在，另一方面农户售粮进度赶超去年同期后，余粮压力逐步释放，转移至贸易商，会产生仓储与资金成本对产区现货价格构成支撑。而从需求端来看，一方面期价转为远月贴水结构，表明市场对玉米现货供需预期悲观，这会抑制中下游补库季节性，至少会压缩库存周期；另一方面则集中体现在国产玉米的性价比上，1月以来FOB升贴水持续下滑，2月下旬CBOT期价大幅下跌，带动进口玉米到港成本整体下行，较国产玉米价格低200-300元/吨；市场消息称临储陈化水稻拍卖底价维持不变，折算至北方港口玉米平仓价大致在2550元/吨。在这种情况下，玉米期价几乎贴着小麦折算至北方港口平仓价水平。

3月下旬，由于国内小麦现货价格持续下跌，成为压垮玉米期现货价格的最后一根稻草，至于小麦现货下跌的原因，据市场反馈，直观原因在于贸易商贷款到期需要变现，背后原因在于，2020年之前国内小麦供需持续过剩，过剩量多流向临储，这也是当时临储小麦库存累积的原因。而2022年小麦产量增加，且上市以来价格维持高位，使得其无法流向国家储备，亦无法流向饲料养殖企业，过剩量留在上中游，随着新作小麦上市的临近，这部分过剩量需要释放。

在这种情况下，我们需要关注两个问题，其一是国产玉米在饲用谷物中的性价比情况，国内需要关注小麦和后期陈化水稻投放的冲击，国外则需要留意进口到港成本，主要是CBOT期价，这一方面需要留意美玉米的出口竞争，另一方面需要留意玉米乙醇需求。

其二是年度产需缺口的补充情况，基于产量和需求的预估，国内玉米产需缺口仍维持在7400万吨，这需要通过进口、替代以及潜在可能的渠道库存下降加以补充，从谷物进口来看，截至2月，当前年度玉米进口同比增加，大麦大致持平，而高粱则同比下降；从饲用替代来看，市场传言临储陈化水稻投放甚至可能进一步下滑，而小麦有待评估，目前可以合理预计旧作过剩量有望进入饲料养殖环节，但新作上市后，对应玉米旧作年度范围内的饲用替代量尚有待确定；考虑到期价远期贴水结构，目前市场信息亦反映贸易商和饲料养殖企业的库存低于近几年同期水平，但在产需缺口确定得到补充之前，渠道库存的下降存在很大的风险。

综上所述，我们倾向于认为4月玉米期价有望先抑后扬，考虑到小麦尚未止跌，再加上潜在陈化水稻投放压力，国产玉米性价比因素有望带动期价延续弱势。待玉米期现货跌出性价比之后，市场或逐步转向旧作年度产需缺口，在贸易商成本和进口到港成本的带动下，不排除再度出现反弹的可能性。

### （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。

3月以来淀粉-玉米价差整体先扬后抑，上半月的走扩主要源于副产品价格的持续下跌，截至月底，玉米胚芽价格从5150-5200元下跌至3900-3850元/吨，玉米蛋白粉从98-100元下跌至80-82元/单位蛋白，玉米纤维亦有不同程度下跌，副产品价格持续下跌之后，行业进入亏损状态，使得市场预期行业开机率收缩，行业库存一度出现下滑，供需改善带动淀粉-玉米价差持续走扩。

下半月则整体收窄，主要原因在于成本端，特别华北产区深加工企业玉米收购价受小麦价格下跌的冲击，华北-东北玉米价差持续处于历史同期低位。玉米原料端的下跌还带动阶段性需求下降，根据卓创资讯数据，最近三周玉米淀粉出库量即表观需求量持续环比下滑，且高于开机率下降幅度，带动行业库存再度累积。

展望后期，考虑到副产品价格持续下跌之后，期现货生产利润均进入亏损状态，后期行业开机率带动供应收缩，而需求由于疫情影响趋弱，可以合理预期将恢复至正常水平，供需整体有望趋于改善。因此，在我们看来，淀粉-玉米价差目前具备安全边际，后期具备走扩的潜力，但需要指出的是，接下来最大的风险在于原料端，特别是小麦饲用替代对华北-东北产区玉米价差的影响。

## 二、图表与数据

### (一) 行情回顾

图表 1：玉米 2305 合约走势



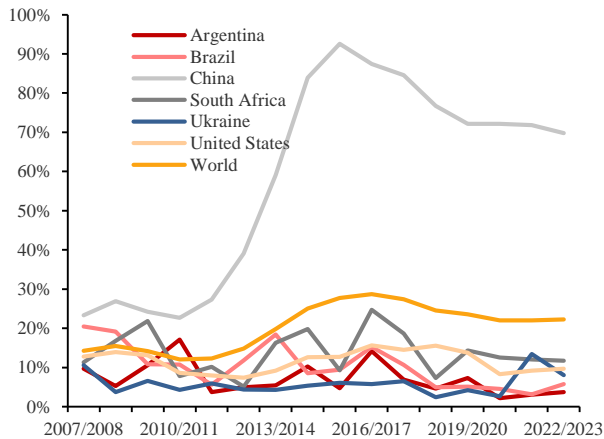
图表 2：淀粉 2305 合约走势



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

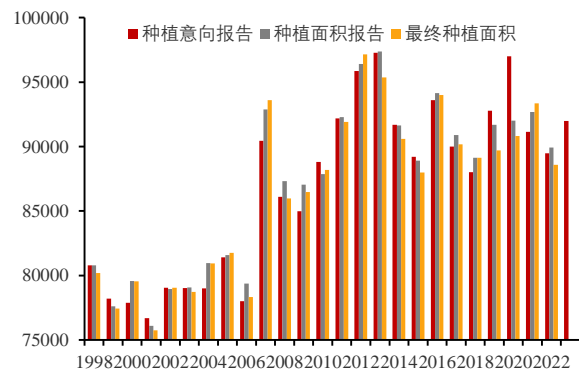
项目	19/20年度		20/21年度		21/22年度		22/23年度	
	19/20	20/21	2月预估	3月预估	预估变动	2月预估	3月预估	预估变动
初期库存	56410	48757	31358	31358	0	34975	34975	0
产量	345962	358447	382893	382893	0	348751	348751	0
进口量	1064	616	615	615	0	1270	1270	0
出口量	45175	69776	62776	62776	0	48897	46992	-1905
饲用消费	149830	142426	145253	145253	0	133991	133991	0
FSI消费量	159674	164260	171862	171862	0	169935	169935	0
总消费量	309504	306686	317115	317115	0	303926	303926	0
期末库存	48757	31358	34975	34975	0	32173	34078	1905
库销比	13.75%	8.33%	9.21%	9.21%	0.00%	9.12%	9.71%	0.59%

图表 5: 阿根廷玉米新作产量继续下调

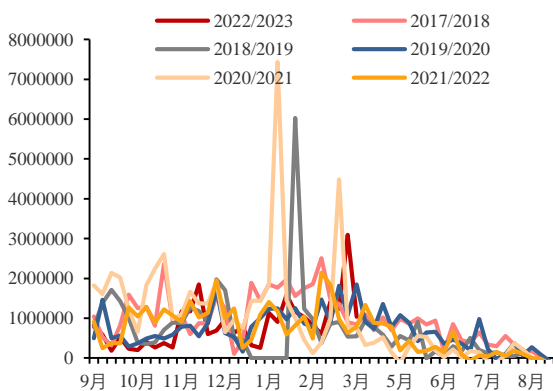
项目	19/20年度		20/21年度		21/22年度		22/23年度	
	19/20	20/21	2月预估	3月预估	预估变动	2月预估	3月预估	预估变动
初期库存	2367	3619	1182	1182	0	1487	1487	0
产量	51000	52000	49500	49500	0	47000	40000	-7000
进口量	4	5	5	5	0	5	5	0
出口量	36252	40942	34000	34400	400	35000	28000	-7000
饲用消费	9500	9500	11300	10900	-400	8000	8000	0
FSI消费量	4000	4000	3900	3900	0	4000	4000	0
总消费量	13500	13500	15200	14800	-400	12000	12000	0
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%	3.17%	3.73%	0.56%

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

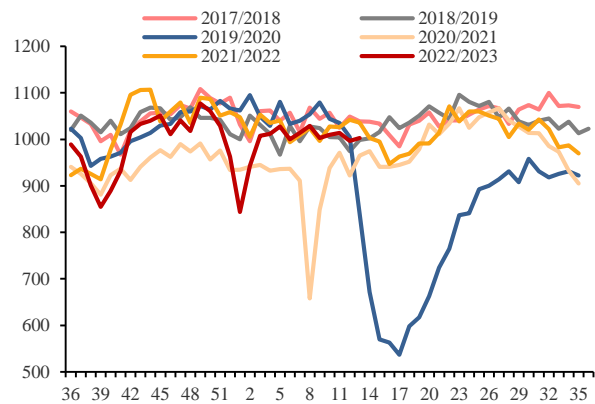


图表 7: 美玉米出口销售量近期有所改善



数据来源: USDA EIA 广州期货研究中心

图表 8: 美玉米乙醇产量处于往年偏低水平



### (三) 国内供需

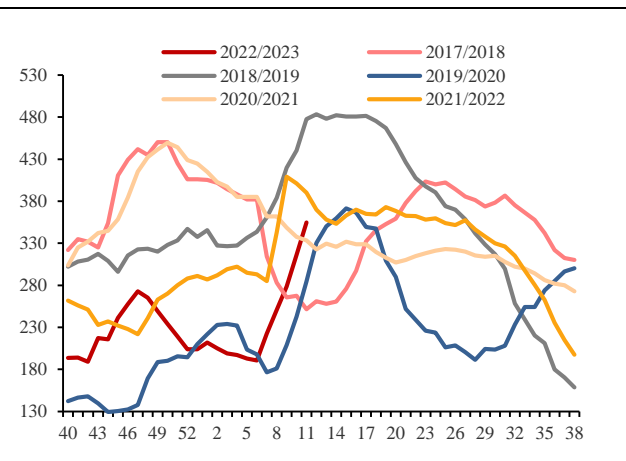
图表 9：国内玉米供需平衡表

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	106.3
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	200.0	205.0
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	285.0	290.0
产需缺口		53.8	64.0	-27.5	-72.0	-59.9	-71.0	-102.0	-69.0	-74.0
玉米		5.3	3.2	2.5	3.5	4.5	7.6	29.6	21.9	15.0
大麦		8.6	5.9	8.1	8.1	5.2	6.0	12.1	8.3	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	20.0
陈化水稻								25.0	28.0	18.0
折玉米		23.7	18.3	16.7	17.0	11.8	18.5	108.7	74.3	61.1
期末库存		178.4	260.7	250.0	195.0	146.9	94.4	101.1	106.3	93.4
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	73.3	65.4

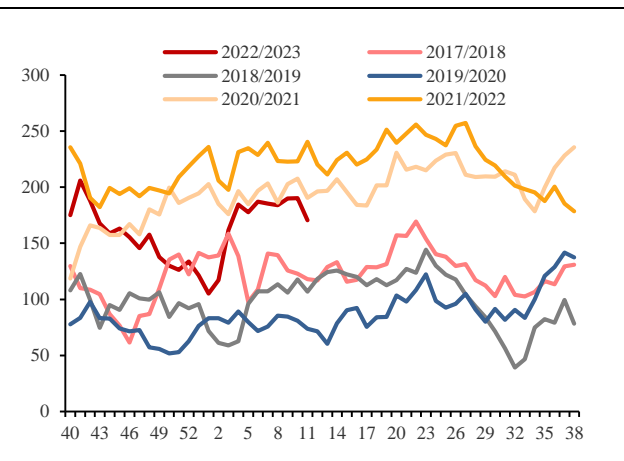
数据来源：广州期货研究中心

图表 10：北方港口库存持续回升

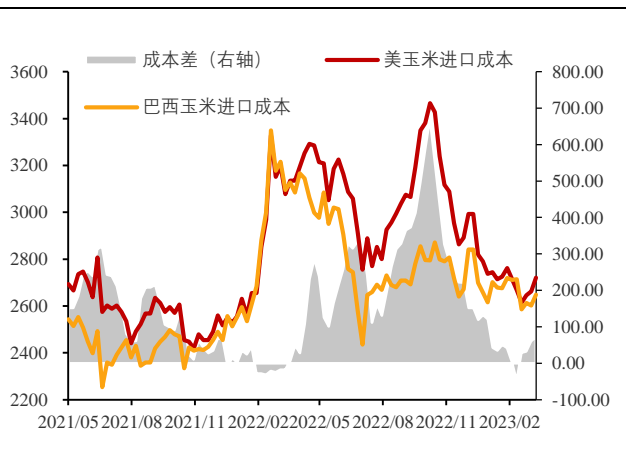


数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

图表 11：南方港口全部谷物库存持续高位

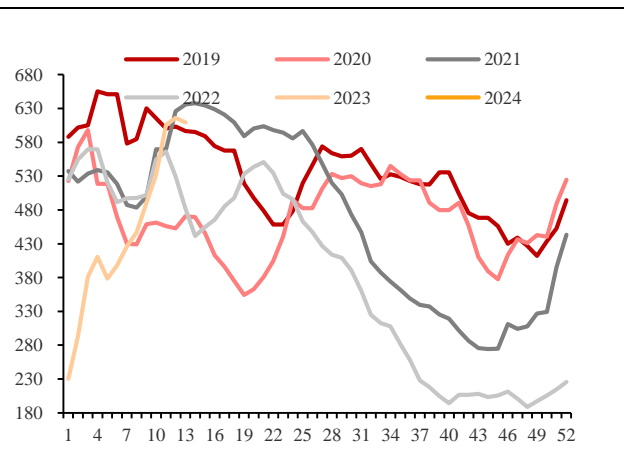


图表 12：美国和巴西玉米到港成本价差继续回升

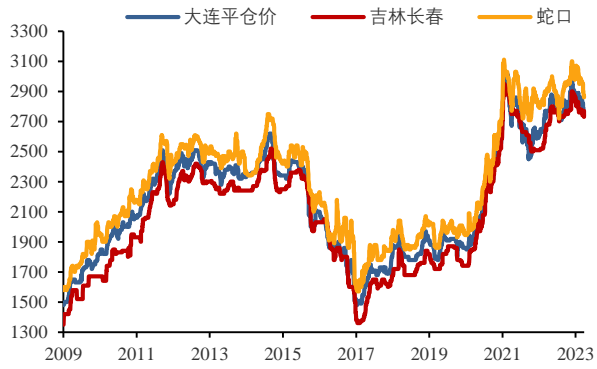


数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

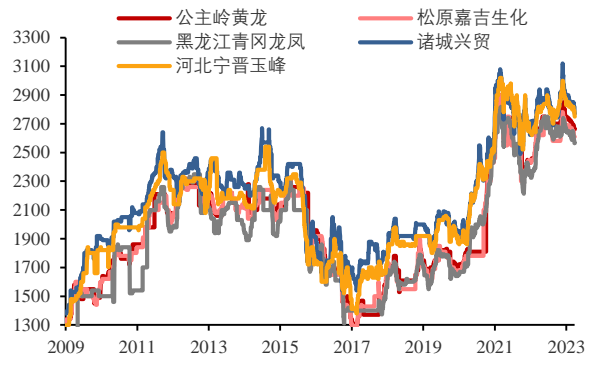
图表 13：深加工企业玉米库存大幅回升



图表 14: 玉米现货价格节后持续稳中有跌



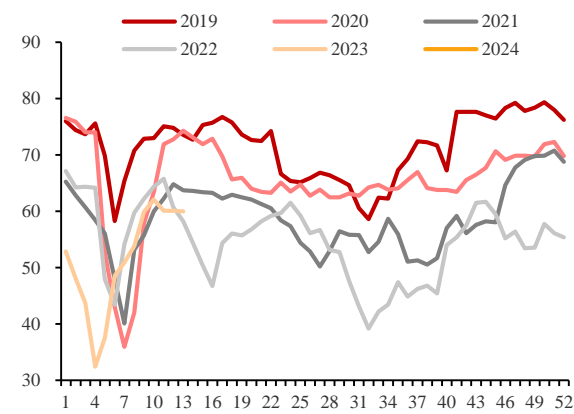
图表 15: 深加工企业玉米收购价持续下调



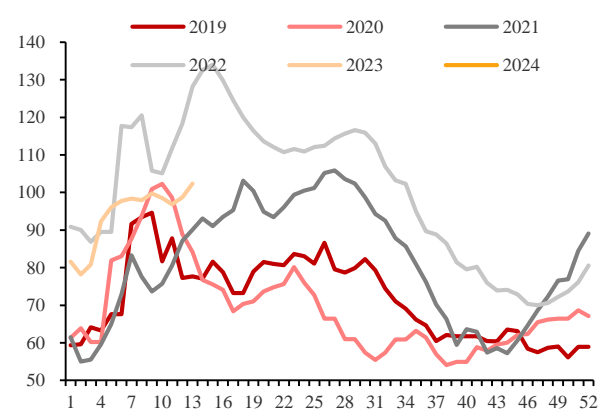
数据来源: 同花顺 广州期货研究中心

### (四) 淀粉供需

图表 16: 淀粉行业开机率近期下滑

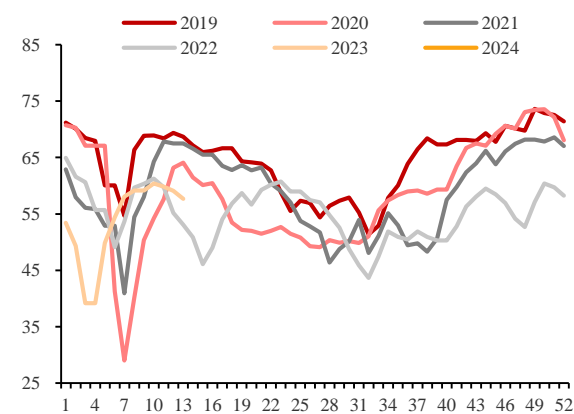


图表 17: 淀粉行业库存先抑后扬

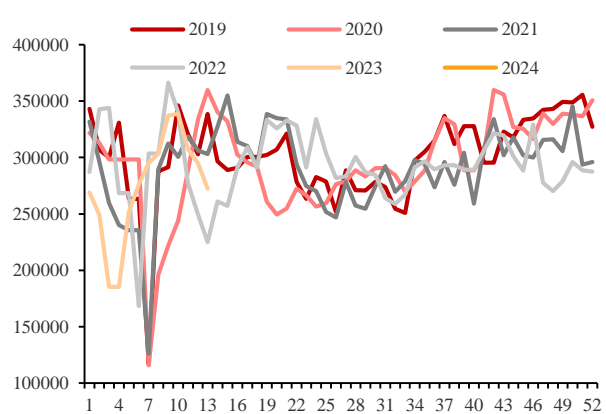


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 18: 淀粉行业开机率近期下滑

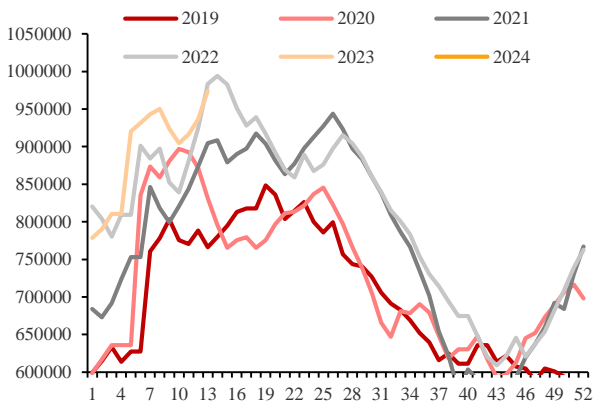


图表 19: 淀粉出库量近期持续环比下降



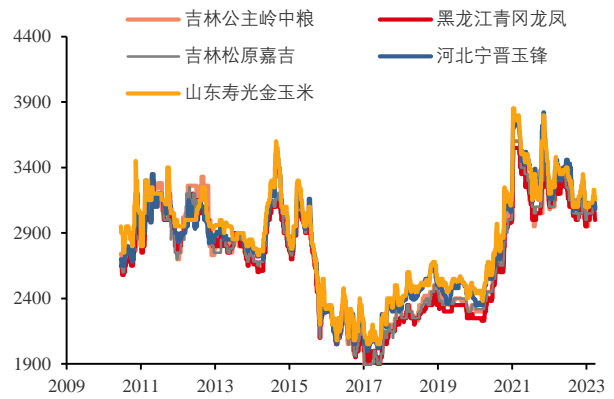
数据来源: 卓创资讯 广州期货研究中心

图表 20: 淀粉行业库存先抑后扬

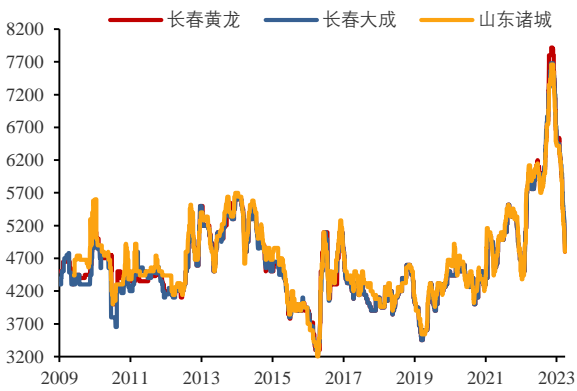


数据来源: 卓创资讯 Wind 广州期货研究中心

图表 21: 玉米淀粉现货价格持续稳中调整

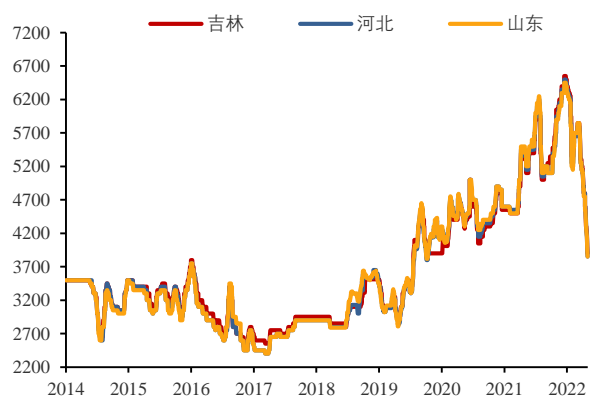


图表 22: 玉米蛋白粉价格大幅下跌



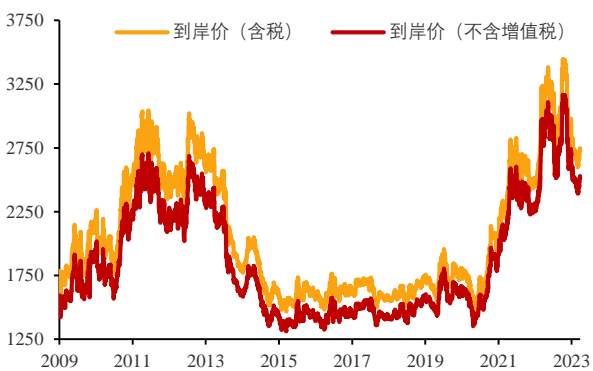
数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 23: 玉米胚芽价格继续下跌



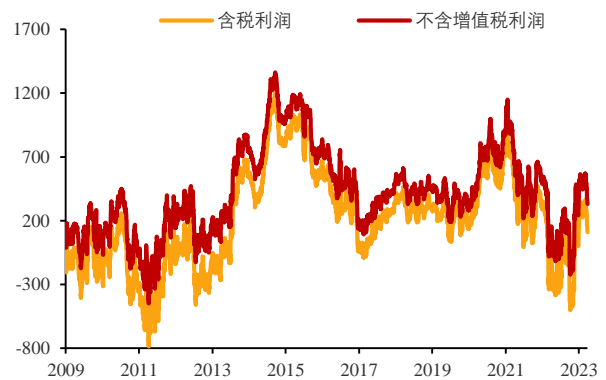
### (五) 成本利润

图表 24: 美玉米近月进口成本近期回升



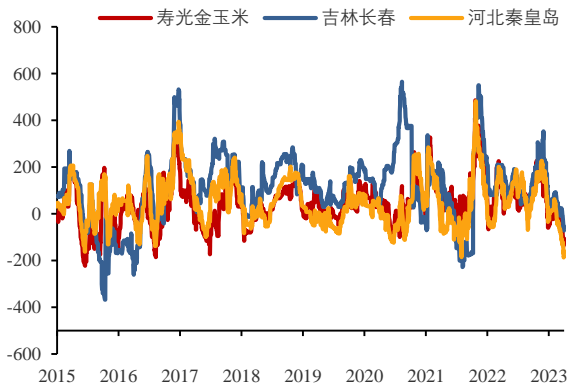
数据来源: 美国谷物协会 Wind 广州期货研究中心

图表 25: 美玉米进口到港利润近期下滑



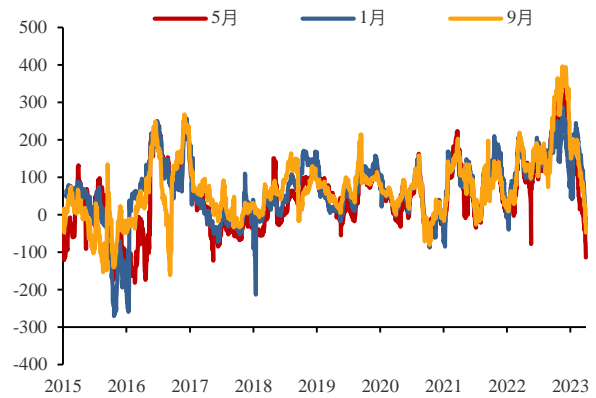


图表 26: 淀粉现货生产全面亏损



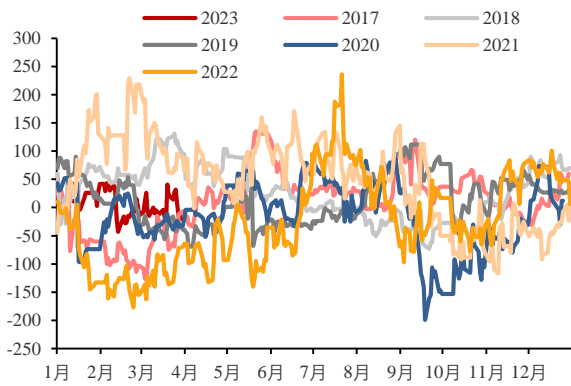
数据来源: 广州期货研究中心

图表 27: 淀粉盘面生产利润显著下滑



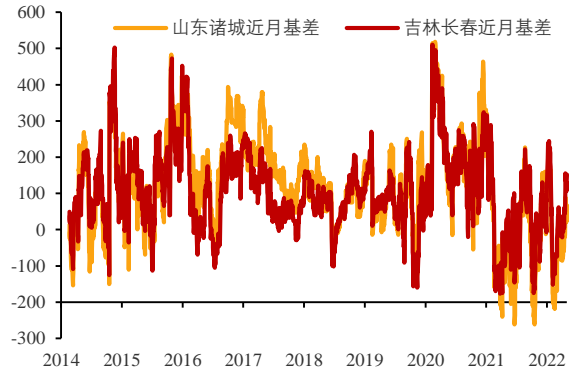
## (六) 价差表现

图表 28: 玉米近月基差整体变动不大

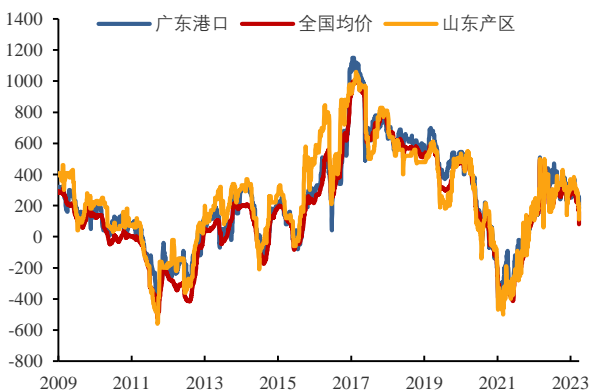


数据来源: Wind 文华财经 广州期货研究中心

图表 29: 淀粉近月基差先抑后扬

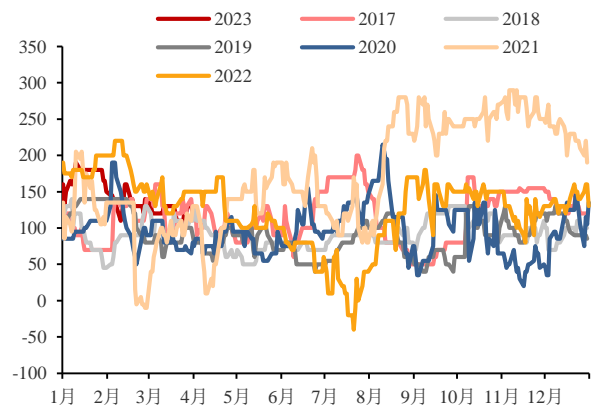


图表 30: 小麦-玉米价差支持小麦饲用替代

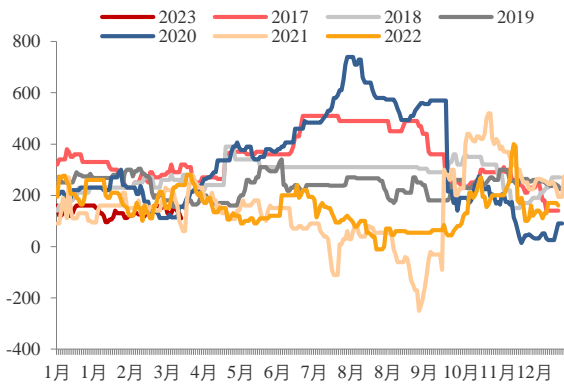


数据来源: Wind 广州期货研究中心

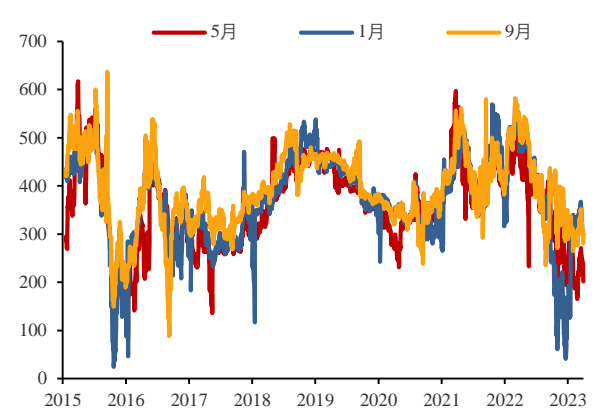
图表 31: 南北方港口玉米价差变动不大



图表 32: 华北-东北玉米价差往年最低水平



图表 33: 淀粉-玉米价差先扬后抑



数据来源: Wind 广州期货研究中心

### 三、近期市场动态

3月31日USDA公布的玉米种植意向面积为9200万英亩，展望论坛9100万英亩，市场平均预估9088万英亩。

同期公布的截至3月1日玉米季度库存为74亿蒲，其中农场内库存41.1亿蒲，农场外库存为31.9亿蒲，上一年度同期季度库存为77.58亿蒲，报告前市场平均预估为74.7亿蒲。

## 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	四川分公司	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：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：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2301、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信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	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：0531-66671202 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	机构业务部	机构事业一部	机构事业二部
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：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	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
机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司		
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		