

研究报告

月度博览：玉米与淀粉

期价持续回落调整

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

摘要：

行情回顾：7月期间国内玉米和淀粉现货稳中调整，期价则持续回落调整，近月相对弱于远月，整体相对弱于现货，带动基差整体走强。

逻辑观点：

对于玉米而言，第一，7月期间期价弱势回调的主要原因有三，其一是贸易商出货心态随玉米现货上涨而发生改变，其二是小麦饲用替代有望增加，其三是市场对陈化水稻抛储的担忧；第二，但在我们看来，随着陈化水稻抛储政策的落地，期价下方空间或有限，因市场消息称抛储底价上调100元，这意味着当前期价存在一定的安全边际；第三，后期等待三个方面的上涨驱动，其一是新作产区天气炒作，其二是小麦现货上涨，其三是市场再度进入被动库存；其四，分合约来看，旧作合约更多依赖被动补库存，否则在陈化水稻抛储的背景下，旧作合约上涨空间受限；新作合约则值得重点留意，因目前近月贴水现货，而远月贴水近月，或已经在很大程度上反映利空预期，而上述三个方面的驱动均有可能体现在新作合约上。

对于淀粉而言，第一，7月期间基差持续收窄主要源于三个方面的原因，其一是副产品价格反弹带动行业开机率未有明显下降，其二是行业需求处于季节性淡季，这带动行业库存环比回升，其三是市场对成本端的担忧，尤其是华北产区；第二，后期重点关注两个方面，其一是基差的离场力度，其二是参考外盘CBOT美豆和国内豆菜粕期价结构，蛋白粕现货有望带动副产品价格出现回落。

展望与建议：我们整体维持谨慎看多观点，暂不建议介入淀粉玉米价差套利，单边方面建议激进投资者可以基于安全边际轻仓入场，激进投资者等待驱动出现或技术破位之后再行入场。

风险因素：俄乌冲突、新冠疫情。

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

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

7月期间国内玉米现货稳中调整，华北和东北产区震荡运行，相对强势，而南北方港口则稳中偏弱，相对弱势。盘面持续回落调整，近月相对弱于远月，整体相对弱于现货，带动基差整体走强。

分析市场可以看出，7月期间期价弱势回调的主要原因有三，其一是随着玉米现货的上涨，前期做库存的贸易商盈利状况有显著改善，出货心态随之发生改变；其二是小麦价格滞涨，小麦饲用替代有望增加；其三是市场对陈化水稻抛储的担忧，目前市场消息称，国家将于8月上中旬启动陈化水稻抛储。

但在我们看来，随着陈化水稻抛储政策的落地，期价下方空间或有限，因市场消息陈化水稻抛储底价上调100元，折合北方港口玉米平仓价在2650-2700元左右，低于这一价格意味着陈化水稻抛储并不能构成实际供应的冲击，这意味着9月合约下方支撑亦在这一水平，当然，这会抑制其上方空间，除非旧作玉米依然存在刚需缺口。而对于新作合约而言，考虑到新作年度依然存在供需缺口需要陈化水稻抛储加以补充，这意味着新作合约同样受到支撑，极端情况类似于2019年，即1月合约下跌至在新作上市阶段收购玉米可以跟明年9月之前陈化水稻抛储进行竞争的水平，也就是上述价格水平减去8个月仓储和资金成本，大致测算在2530-2580元左右。

在当前期价存在一定安全边际的情况下，接下来需要留意潜在上涨驱动，这可能源于三个方面，其一是新作天气炒作，即天气影响新作产量前景，使得市场对新作供需预期发生改变；其二是小麦价格上涨，我们知道，国内小麦往年过剩量在1500万吨左右，今年芽麦和减产因素有望使得过剩量被饲用替代消化掉，后期小麦供需有望趋于紧张，当然，考虑到3月以来小麦市场进入主动去库存，目前很有可能处于被动去库存阶段，需要等待小麦新作压力逐步释放之后才会进入主动补库存阶段；其三是被动补库存，因中下游库存依然处于历史同期低位，而旧作仍可能存在刚需缺口，且在目前远月贴水的期价结构下，市场大概率不会主动补库存，理性选择是等待新作上市后补充库存，但目前新作合约期价对应的产区价格较去年下跌300元左右，而种植成本则较上一年度有所上升，需要留意惜售心理有望带动新一轮被动补库存，当然，发生被动补库存的时间存在不确定性。

分合约来看，我们倾向于旧作合约更多依赖被动补库存，即旧作存在刚需缺口，否则在陈化水稻抛储的背景下，旧作合约上涨空间受限；新作合约则值得重点留意，因目前近月贴水现货，而远月贴水近月，或已经在很大程度上反映利空预期，而上述三个方面的驱动均有可能体现在新作合约上。

综合来看，我们维持谨慎看多观点，且建议优选新作合约，激进投资者可以考虑基于安全边际轻仓入场，谨慎投资者可以等待驱动出现，期价技术破位后再行入场。

（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。

7月期间淀粉-玉米价差见顶回落，近月收窄幅度相对大于远月合约，主要原因有三，其一是副产品价格反弹，带动行业期现货生产利润改善，行业开机率处于往年同期水平，供应端未有明显收缩；其二是行业需求处于积极性需求淡季，出库量即表观需求量处于往年同期水平，这导致行业库存环比累积，未能进入季节性下降趋势；其三是原料成本端的担忧，特别是华北产区，市场担心小麦替代和新作早熟玉米供应冲击。

后期需要重点关注两个方面，其一是现货与基差支撑力度，淀粉期价持续下跌之后，淀粉现货依然坚挺，带动基差持续走强；其二是副产品价格，其受蛋白粕的影响较大，但从外盘CBOT美豆和国内豆菜粕期价结构可以看出，远月均呈现贴水，这意味着后期蛋白粕现货依然存在下跌预期。

综合来看，淀粉-玉米价差存在不确定性，从盘面生产利润来看，目前处于合理水平，且目前多空交织，后期走向不甚明朗，不建议介入淀粉-玉米价差套利操作。淀粉单边基于玉米维持谨慎看多观点，操作可以参考玉米。

二、图表与数据

(一) 行情回顾

图表 1：玉米 2309 合约走势



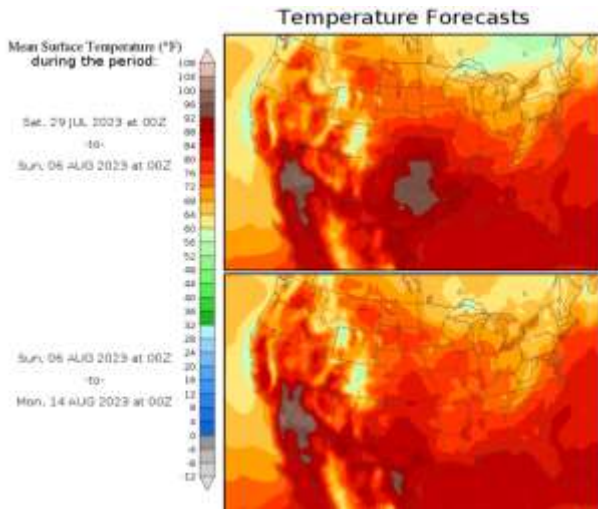
图表 2：淀粉 2309 合约走势



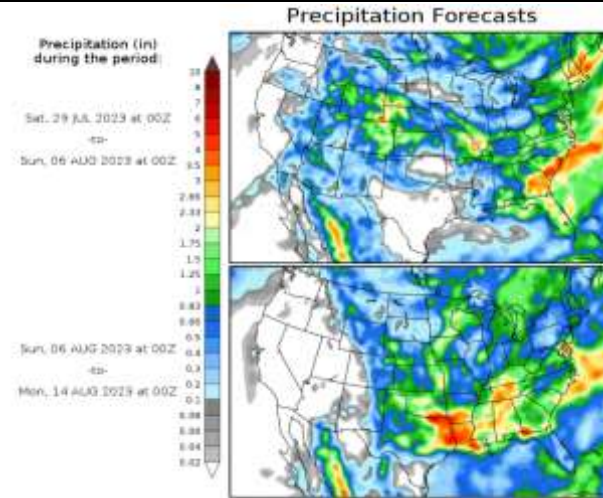
数据来源：广州期货研究中心

(二) 外部供需

图表 3: 美玉米产区气温

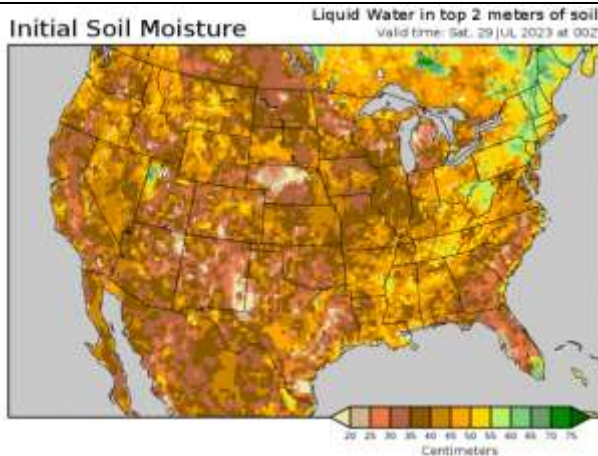


图表 4: 美玉米产区降雨

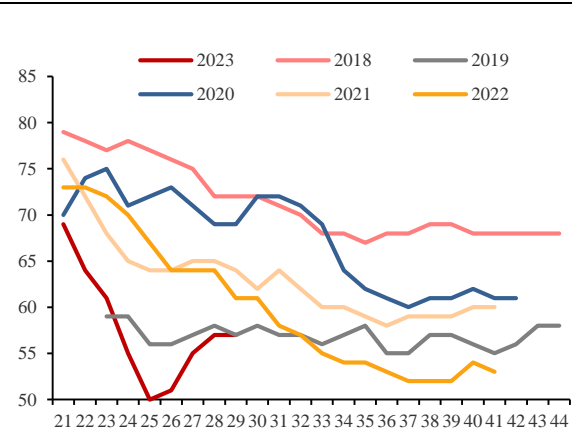


数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 5: 美玉米产区土壤湿度

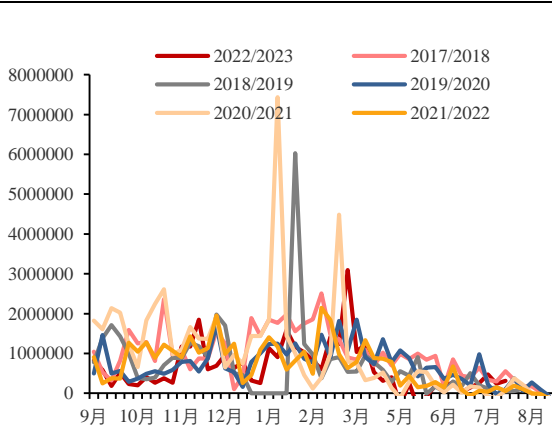


图表 6: 美玉米优良率

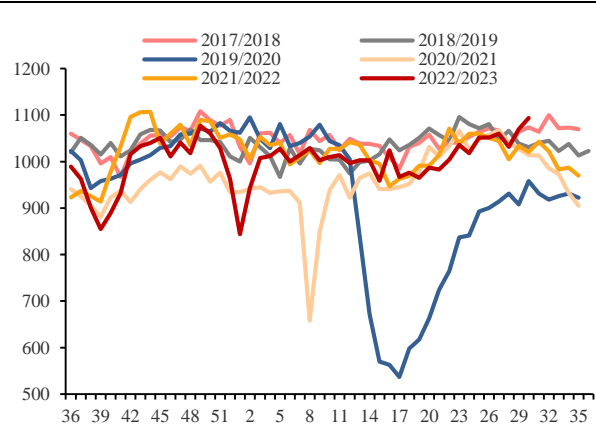


数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 7: 美玉米出口销售量持续低迷



图表 8: 美玉米乙醇产量处于往年偏高水平



数据来源: USDA EIA 广州期货研究中心

(三) 国内供需

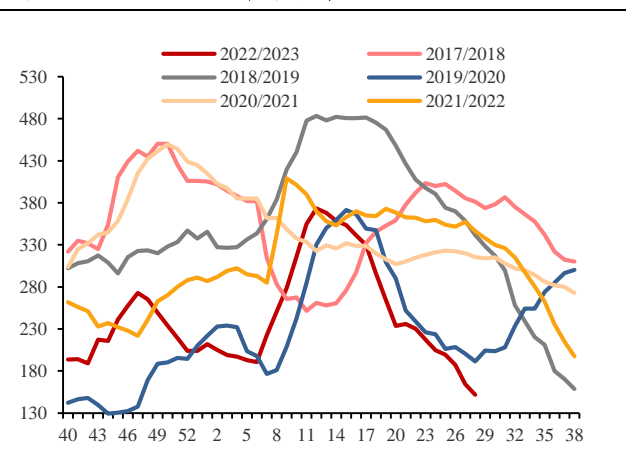
图表 9：国内玉米供需平衡表

单位：百万吨

项目	中国玉米供需平衡表-产需缺口版									
	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	17.0	
大麦	8.6	5.9	8.1	8.1	5.2	6.0	12.1	8.3	9.0	
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	25.0	
陈化水稻							25.0	28.0	15.0	
折玉米	23.7	18.3	16.7	17.0	11.8	18.5	108.7	74.3	63.9	
期末库存	178.4	260.7	250.0	195.0	146.9	94.4	101.1	106.3	96.2	
其中：储备库存	162.1	251.5	214.0	114.0	92.0	15.0	23.0	33.0	33.0	
社会库存	16.3	9.2	36.0	81.0	54.9	79.4	78.1	73.3	63.2	

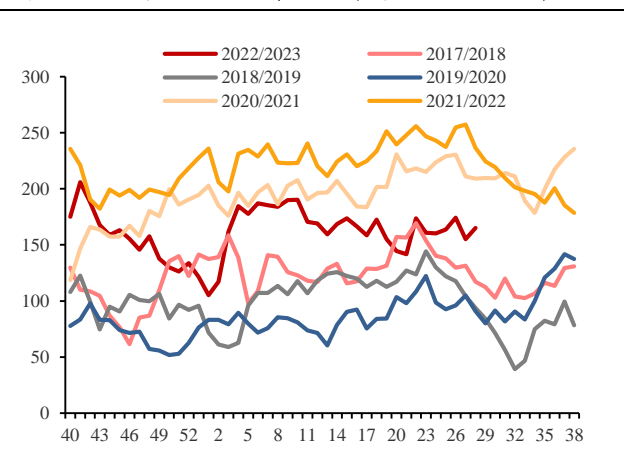
数据来源：广州期货研究中心

图表 10：北方港口库存下降至历史低位



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低于过往两年

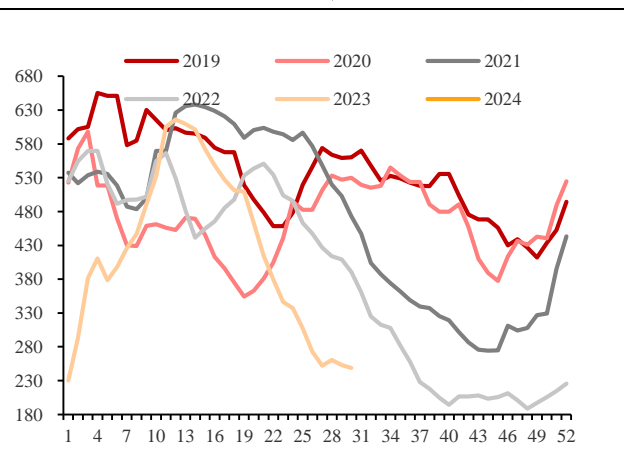


图表 12：美国和巴西玉米到港成本价差显著收窄

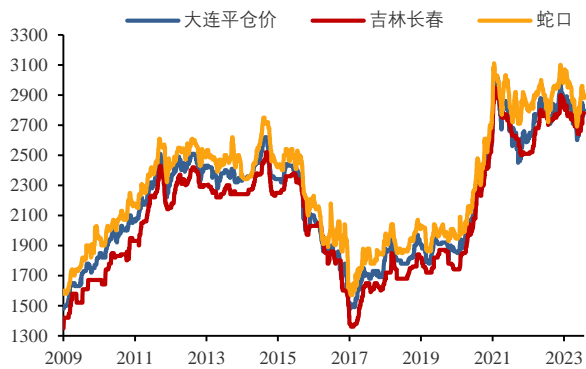


数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

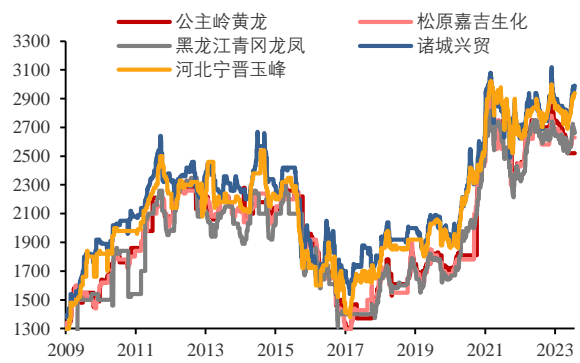
图表 13：深加工企业玉米库存持续环比下滑



图表 14: 玉米现货价格震荡运行



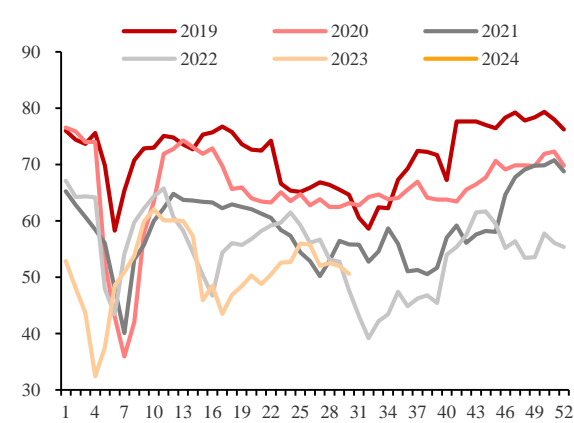
图表 15: 深加工企业玉米收购价震荡分化



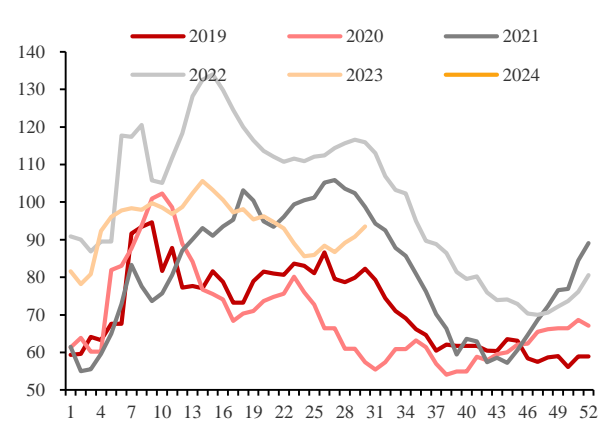
数据来源: 同花顺 广州期货研究中心

(四) 淀粉供需

图表 16: 淀粉行业开机率环比回落

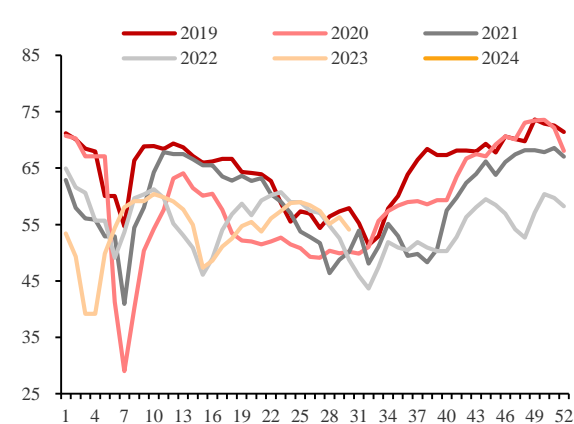


图表 17: 淀粉行业库存持续回升

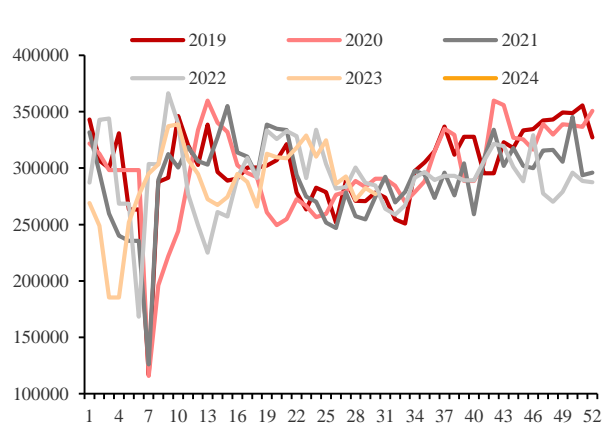


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 18: 淀粉行业开机率季节性回落

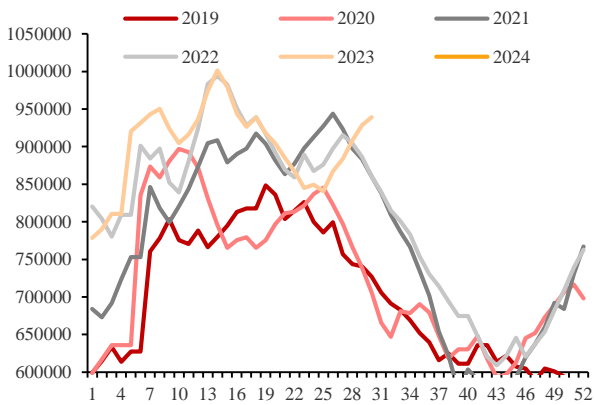


图表 19: 淀粉出库量季节性低位



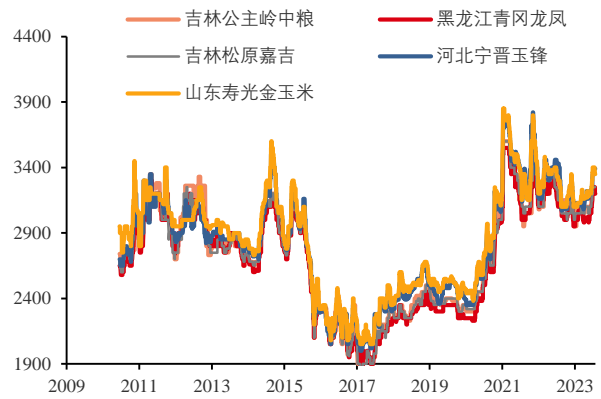
数据来源: 卓创资讯 广州期货研究中心

图表 20: 淀粉行业库存持续回升

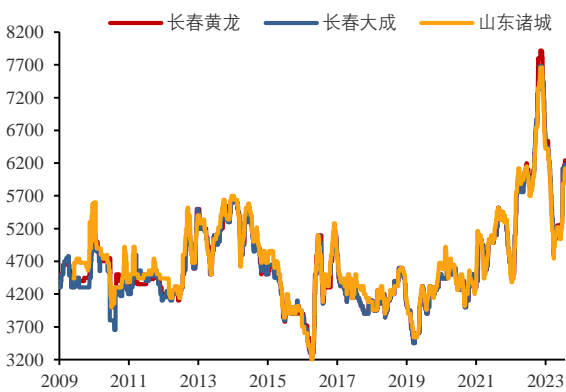


数据来源: 卓创资讯 Wind 广州期货研究中心

图表 21: 玉米淀粉现货价格稳中调整

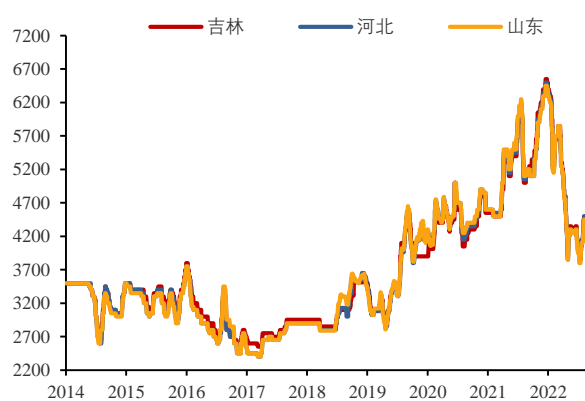


图表 22: 玉米蛋白粉价格小幅反弹



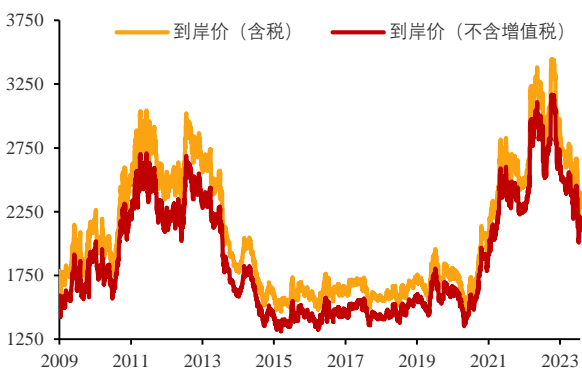
数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 23: 玉米胚芽价格持续回升



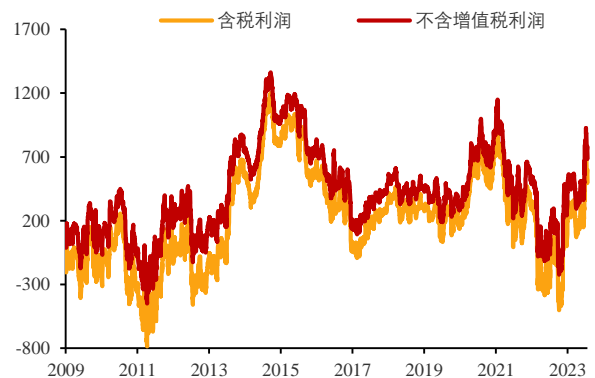
(五) 成本利润

图表 24: 美玉米近月进口成本总体下降

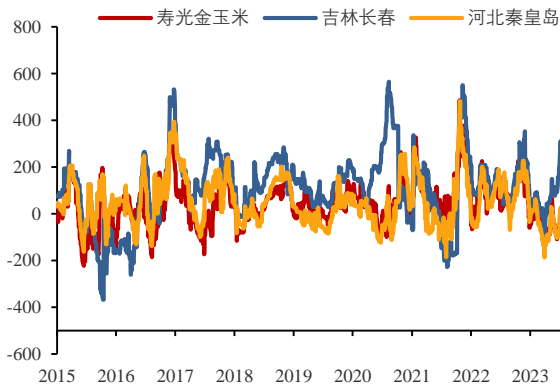


数据来源: 美国谷物协会 Wind 广州期货研究中心

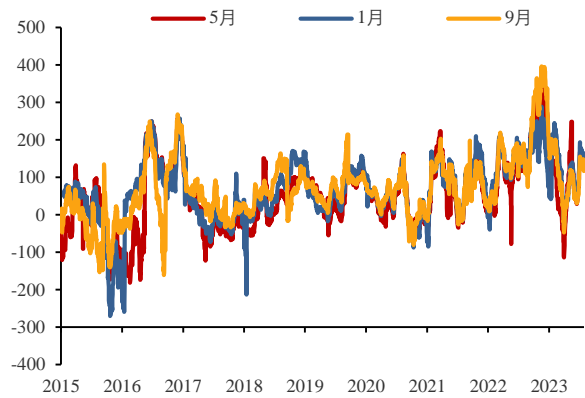
图表 25: 美玉米进口到港利润近期大幅改善



图表 26: 淀粉现货生产利润表现分化



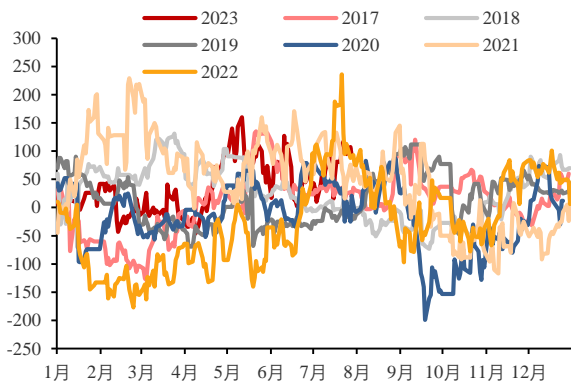
图表 27: 淀粉盘面生产利润震荡运行



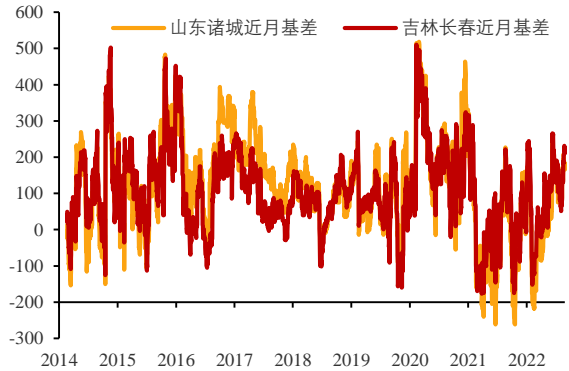
数据来源: 广州期货研究中心

(六) 价差表现

图表 28: 玉米近月基差震荡回升

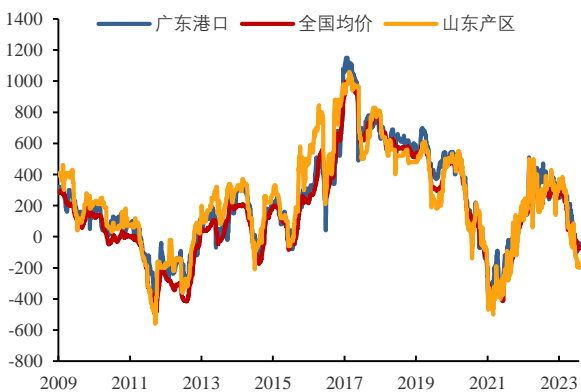


图表 29: 淀粉近月基差再度回升

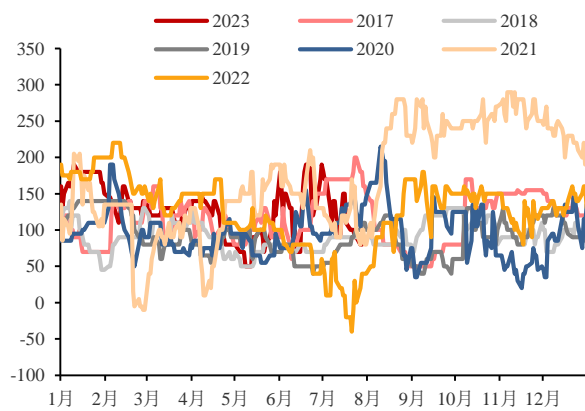


数据来源: Wind 文华财经 广州期货研究中心

图表 30: 小麦-玉米价差支持小麦饲用替代

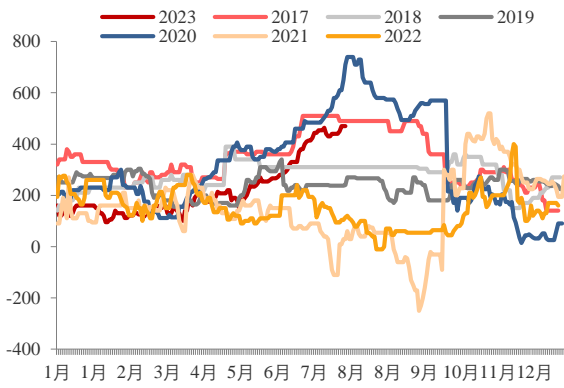


图表 31: 南北方港口玉米价差走扩

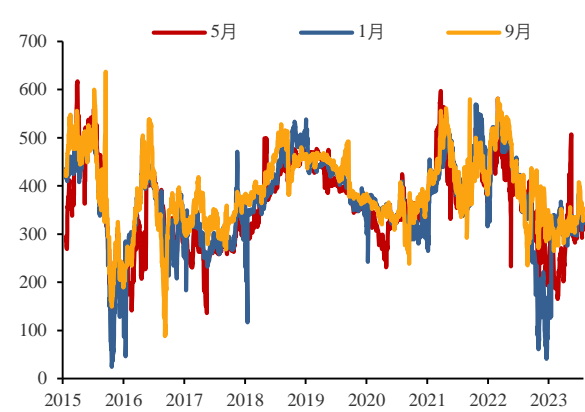


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 32: 华北-东北玉米价差持续回升



图表 33: 淀粉-玉米价差整体回落



数据来源: Wind 广州期货研究中心

三、近期市场动态

USDA7月供需报告中旧作期末库存小幅下调125万吨, 新作期末库存小幅上调14万吨。

7月USDA供需报告将美玉米旧作期末库存下调5000万蒲至14.02亿蒲。同时根据6月底公布的种植面积报告将新作种植面积上调210万英亩, 单产下调4蒲式耳至177.5蒲/英亩, 产量上调5500万蒲至153.2亿蒲, 需求方面未作调整, 期末库存相应上调至22.62亿蒲。

7月USDA供需报告将乌克兰上季出口和饲用消费做反向调整, 新作产量和出口同时上调50万吨, 对应新旧作期末库存维持不变。

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深圳路100号办公楼户905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		