

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

期价下方空间或有限

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

摘要：

行情回顾：4月期间玉米现货分化运行，产区稳中调整，而南北方港口相对弱势，淀粉现货则受成本和供需支撑持续稳中偏强运行。玉米和淀粉期价整体持续下跌，不断创出新低，但淀粉-玉米未有收窄，近月受基差支撑而持续震荡走扩。

逻辑观点：

对于玉米而言，第一，我们对玉米供需平衡表进行较大幅度调整，基于内外价差将进口量小幅上调，基于截至3月的海关数据将大麦进口量小幅下调，基于小麦-玉米价差将小麦饲用替代量进一步上调，并考虑到陈化水稻抛储推迟将成交量预计小幅下调，经过上述调整后，国内玉米产需缺口7400万吨，按目前预估来看，进口加上替代可以补充接近6400万吨，剩余部分可通过社会/渠道库存下降来加以补充，这应该是市场担忧所在；第二，分析市场可以看出，期价下跌主要源于性价比因素，即在国内外小麦和进口玉米成本持续下跌抑制对国产玉米的需求。还可以看出，玉米期价从前期的产区定价转向销区定价，即目前期价更贴近南方销区现货价格水平；第三，结合前面我们对供需平衡表的调整，玉米期现货弱势下行符合我们之前预期，目前玉米市场整体缺乏利多因素。但需要留意的是，随着玉米期现货价格的下跌，其性价比有所改善，这会抑制其继续下跌的空间，且上述替代和进口层面存在变数，而目前尚无法确定年度产需缺口已经得到补充。更为重要的是，下游饲料企业库存偏低，而产区贸易商亏损严重，需要特别担心国内玉米定价再度从销区转向产区，当然，这需要看到渠道库存的去化。

对于淀粉而言，第一，4月以来淀粉-玉米价差表现分化，近月相对强于远月，主要原因有二，即原料成本和基差支撑；第二，淀粉单边跟随玉米期价持续下跌，同样不断创出新低，但分产区来看，后期成本端或存在一定支撑，因东北产区实际库存成本较高，而华北产区现货生产处于亏损状态；第三，考虑到副产品价格持续下跌之后，且行业开机率或通过供应端带动行业供需趋于改善，淀粉-玉米价差或回归往年正常波动区间，即300-500元/吨区间范围。

展望与建议：倾向于认为下方空间受限，因此由前期的谨慎看空转为中性，后期或转向看多，当前无法确定原料端风险是否已经完全释放，淀粉-玉米价差走扩套利相对更为稳妥，建议谨慎投资者单边以观望为宜，激进投资者可考虑轻仓介入，9月合约以去年7月下旬低点作为止损。

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.....	2
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，我们将玉米进口量小幅上调至1700万吨，即配额720万吨之外还有1000万吨的进口，主要源于目前内外价差较大，有望带动保税区玉米进口加工，当然，后期需要关注外盘走势及其对应的进口到港成本变动，4月以来，美玉米期价持续下跌，并跌破一年来的低点，主要源于出口需求疲弱，这一方面源于俄乌谷物的冲击，另一方面源于巴西新作供应的担忧。此外，美玉米新作种植面积增加，有望带动新作供需趋于改善，亦带动美玉米期价远期贴水。在这种情况下，短期风险在于黑海谷物出口协议，后期则重点关注北半球新作玉米生长情况。

同时将高粱大麦的进口量小幅下调，因截至3月数据显示，当前年度累积大麦进口量304万吨，同比下降278万吨，高粱进口172万吨，同比下降163万吨。其中变数在于大麦，因近期中国和澳大利亚关系有缓和迹象，对澳洲大麦的双反调查可能到期，继而影响后期大麦进口到港，因在此之前，澳大利亚是我国大麦进口的最大来源地。

我们还将小麦饲用替代量进一步上调至2500万吨，其中1500万吨源于小麦旧作过剩量，而1000万吨为未来新作上市后带来的替代量，其中变数在于农户对新作小麦会否存在惜售心理，因去年新作上市价格高企，而当前价格已经较去年同期下跌接近300元/吨。

最后，我们将陈化水稻饲用替代量下调至1500万吨，因市场传言称今年陈化水稻抛储或推迟至7月，以作物年度剩余3个月15周计算，每周成交100万吨，折合1500万吨。众所周知，过去两年抛储均在3月前后启动，而目前已经进入5月，尚未公布相关信息，在国内玉米价格下跌的背景下，国家陈化水稻抛储政策可能存在变数。

经过上述调整可以看出，国内玉米产需缺口7400万吨，按目前预估来看，进口加上替代可以补充接近6400万吨，剩余部分可通过社会/渠道库存下降来加以补充，这应该是市场担忧所在。

4月期间国内玉米现货表现分化，东北与华北产区稳中调整，南北方港口震荡下行，期货相对更为弱势，带动价差整体走强。分析市场可以看出，期价下跌主要源于性价比因素，即在国内小麦和进口玉米成本持续下跌之后，进口和替代优势较为明显，抑制对国产玉米的需求。从定价机制来看，可以看出玉米期价从前期的产区定价转向销区定价，即目前期价更贴近南方销区现货价格水平。

结合前面我们对供需平衡表的调整，玉米期现货弱势下行符合我们之前预期，就目前而言，渠道库存较为充裕，外盘延续弱势，小麦新作上市在即，压力仍有待释放，玉米市场整体缺乏利多因素。但需要留意的是，随着玉米期现货价格的下跌，其性价比有所改善，这会抑制其继续下跌的空间，且上述替代和进口层面存在变数，而目前尚无法确定年度产需缺口已经得到补充。更为重要的是，下游饲料企业库存偏低，而产区贸易商亏损严重，需要特别担心国内玉米定价再度从销区转向产区，当然，这需要看到渠道库存的去化。

综上所述，我们由之前的谨慎看空转为中性，后期可能转向看多，建议谨慎投资者观望为宜，激进投资者可以基于安全边际轻仓择机入场做多，如9月合约以去年7月底低点作为止损。

(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。

4月以来淀粉-玉米价差表现分化，近月相对强势，价差有所扩大，而远月相对弱势，整体维持区间震荡运行，主要原因有二，其一是原料成本支撑，产区包括华北和东北产区深加工企业玉米收购价相对坚挺，表现强于南北方港口特别是南方销区；其二是基差支撑，由于淀粉现货生产处于亏损状态，淀粉行业开机率维持历史同期低位，供应带动行业库存环比下滑，淀粉现货相对坚挺。

淀粉单边跟随玉米期价持续下跌，同样不断创出新低，分产区来看，东北产区深加工企业原料库存处于历史同期高位，实际成本相对较高，会存在一定成本支撑，所以目前现货生产处于盈利状态。而华北产区玉米原料库存进入历史低位区间，玉米原料更多受小麦带动趋于下跌，基差支撑亦相对较弱，但目前淀粉加工持续亏损，抑制现货下方空间。

展望后期，考虑到副产品价格持续下跌之后，且行业库存已环比下滑，考虑到现货生产亏损，虽东北产区即期生产盈利，但由于玉米原料库存高企，大概率实际生产成本较高，因此，行业开机率或通过供应端带动行业供需趋于改善，淀粉-玉米价差或回归往年正常波动区间，即300-500元/吨区间范围。淀粉单边则有待原料端止跌企稳，目前尚无这一迹象，仍需等待，与玉米逻辑相同，激进投资者可以考虑基于安全边际轻仓介入，如2309合约以去年7月低点作为止损。

二、图表与数据

(一) 行情回顾

图表 1：玉米 2309 合约走势



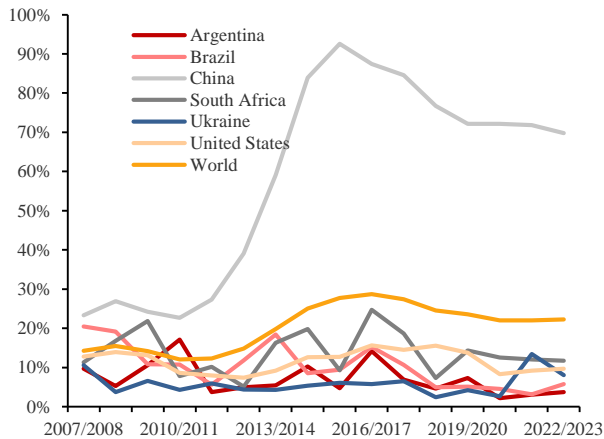
图表 2：淀粉 2309 合约走势



数据来源：广州期货研究中心

(二) 外部供需

图表 3: 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: 美玉米期末库存维持不变

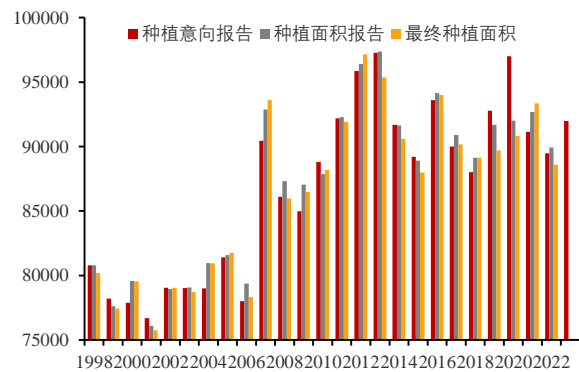
项目	19/20年度		20/21年度			21/22年度			22/23年度		
	Corn, United States	3月预估	4月预估	预估变动	3月预估	4月预估	预估变动	3月预估	4月预估	预估变动	
期初库存	56410	48757	31358	31358	0	34975	34975	0			
产量	345962	358447	382893	382893	0	348751	348751	0			
进口量	1064	616	615	615	0	1270	1016	-254			
出口量	45175	69776	62776	62776	0	46992	46992	0			
饲用消费	149830	142426	145253	145310	57	133991	133991	0			
FSI消费量	159674	164260	171862	171805	-57	169935	169681	-254			
总消费量	309504	306686	317115	317115	0	303926	303672	-254			
期末库存	48757	31358	34975	34975	0	34078	34078	0			
库销比	13.75%	8.33%	9.21%	9.21%	0.00%	9.71%	9.72%	0.01%			

图表 5: 乌克兰出口需求小幅上调

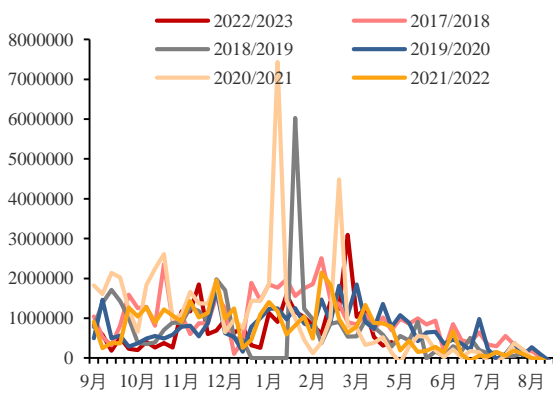
项目	19/20年度		20/21年度			21/22年度			22/23年度		
	Corn, Ukraine	3月预估	4月预估	预估变动	3月预估	4月预估	预估变动	3月预估	4月预估	预估变动	
期初库存	891	1478	832	832	0	5093	6093	1000			
产量	35887	30297	42126	42126	0	27000	27000	0			
进口量	29	21	15	15	0	0	0	0			
出口量	28929	23864	26980	26980	0	23500	25500	2000			
饲用消费	5200	5900	9700	8700	-1000	5000	5000	0			
FSI消费量	1200	1200	1200	1200	0	1200	1200	0			
总消费量	6400	7100	10900	9900	-1000	6200	6200	0			
期末库存	1478	832	5093	6093	1000	2393	1393	-1000			
库销比	4.18%	2.69%	13.45%	16.52%	3.08%	8.06%	4.39%	-3.66%			

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

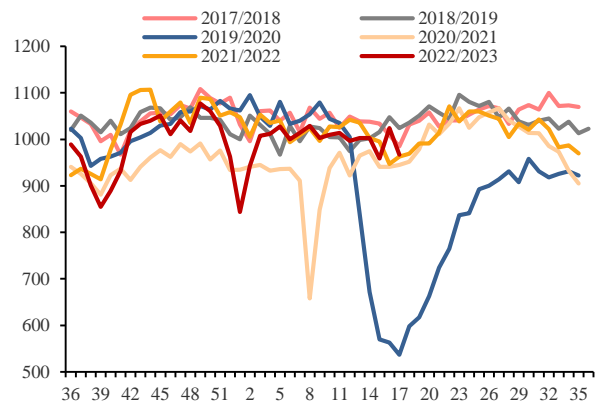


图表 7: 美玉米出口销售量环比下降



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

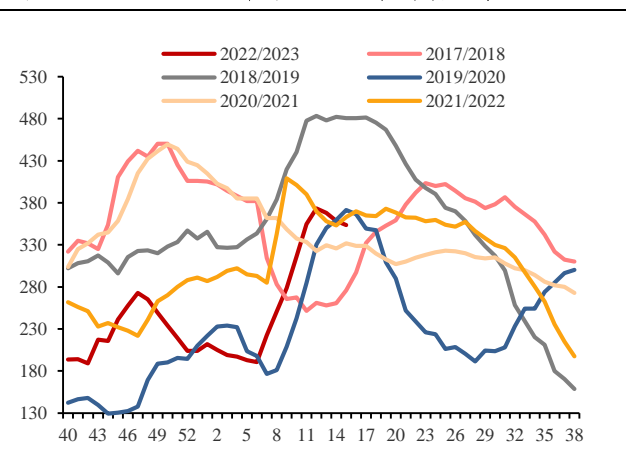
图表 9：国内玉米供需平衡表

单位：百万吨

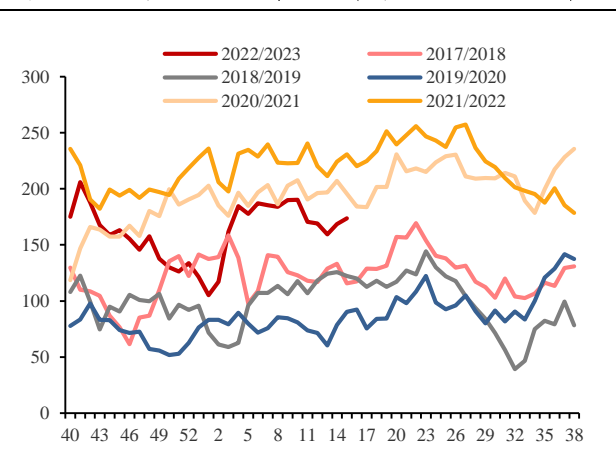
项目	中国玉米供需平衡表-产需缺口版									
	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	
期初库存	100.9	178.4	260.7	250.0	195.0	146.9	94.4	101.1	106.3	
产量	249.8	265.0	216.0	196.0	201.0	196.0	191.0	216.0	216.0	
饲用需求	133.0	137.0	169.5	185.0	174.9	182.0	205.0	200.0	205.0	
FSI需求	63.0	64.0	74.0	83.0	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：北方港口库存位于往年同期水平

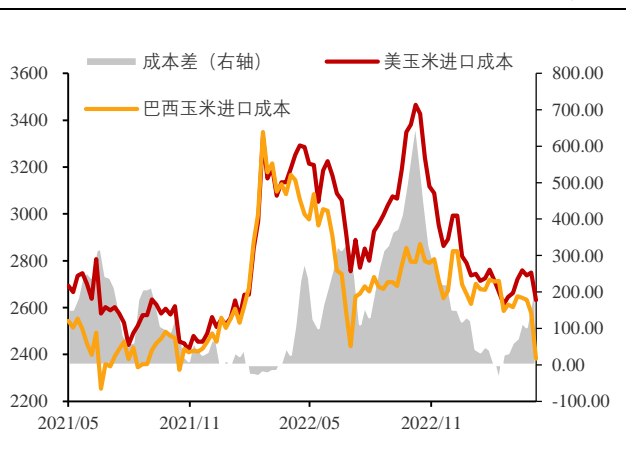


图表 11：南方港口全部谷物库存略低于过往两年

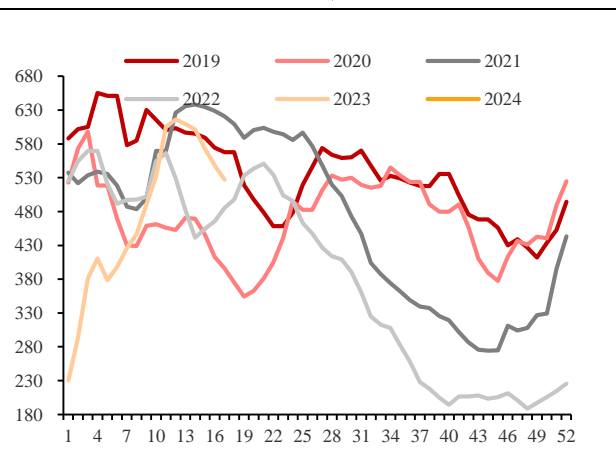


数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

图表 12：美国和巴西玉米到港成本价差继续回升

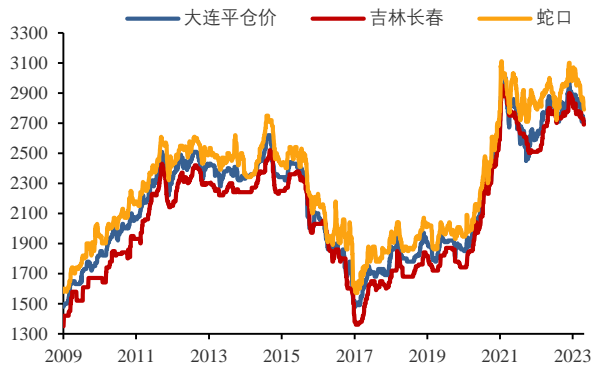


图表 13：深加工企业玉米库存持续环比下滑

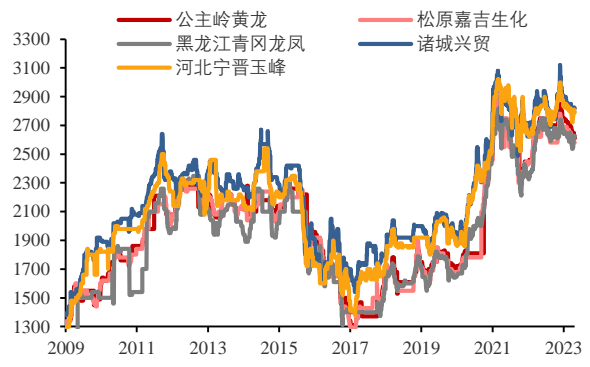


数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

图表 14: 玉米现货价格节后持续弱势



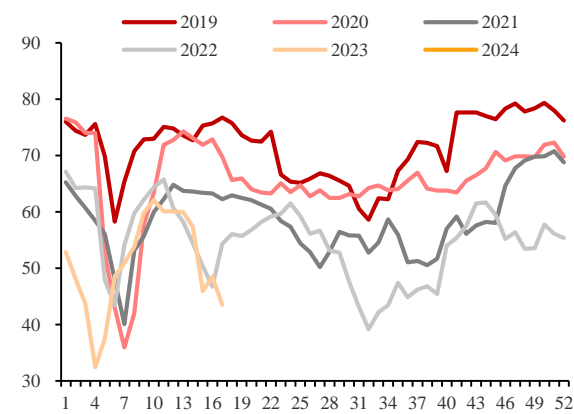
图表 15: 深加工企业玉米收购价稳中有跌



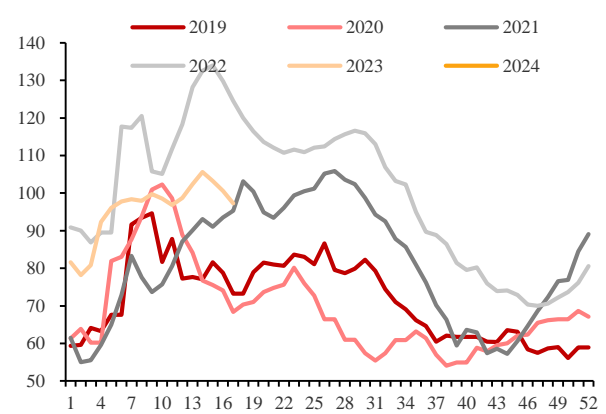
数据来源: 同花顺 广州期货研究中心

(四) 淀粉供需

图表 16: 淀粉行业开机率持续下滑

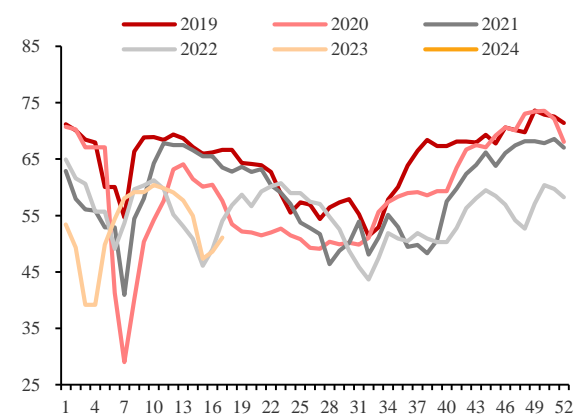


图表 17: 淀粉行业库存先扬后抑

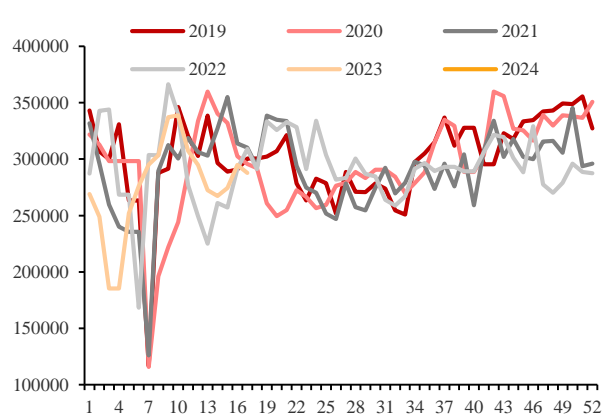


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 18: 淀粉行业开机率持续低位

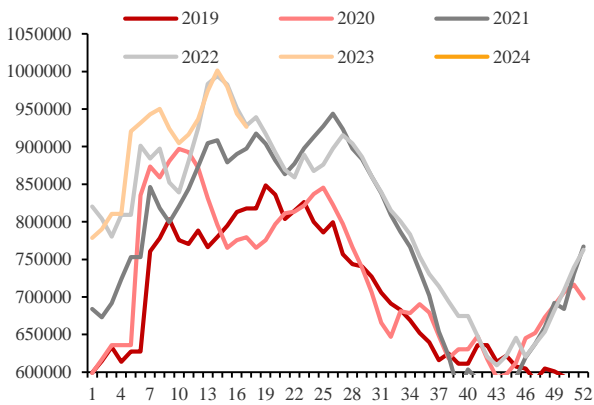


图表 19: 淀粉出库量近期持续低位



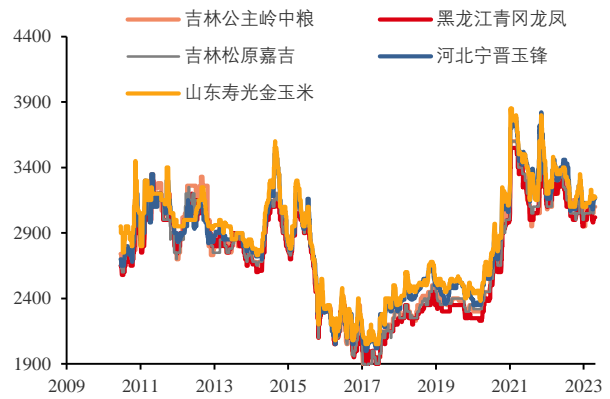
数据来源: 卓创资讯 广州期货研究中心

图表 20: 淀粉行业库存持续下降

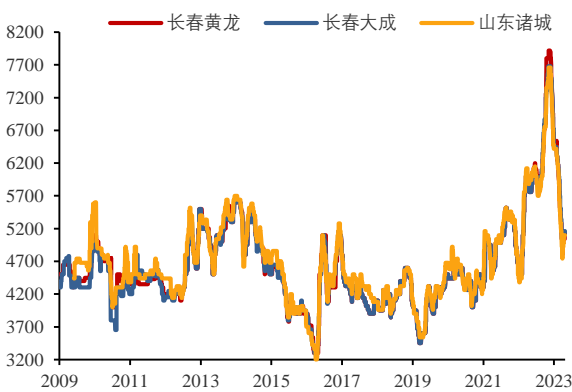


数据来源: 卓创资讯 Wind 广州期货研究中心

图表 21: 玉米淀粉现货价格持续稳中调整

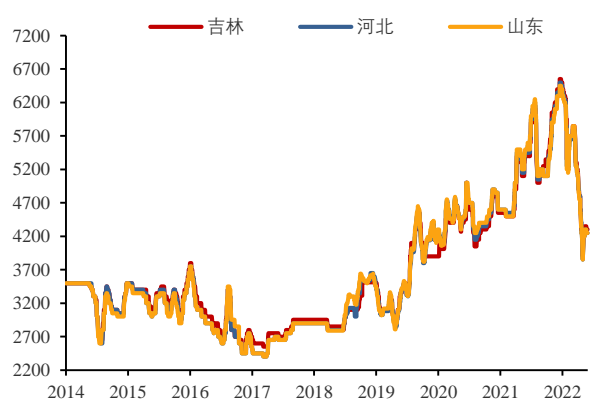


图表 22: 玉米蛋白粉价格大幅下跌



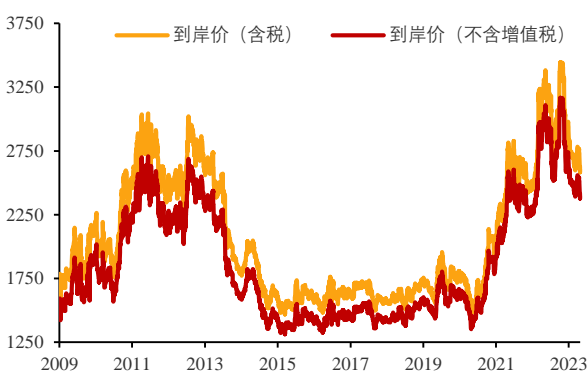
数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 23: 玉米胚芽价格继续下跌



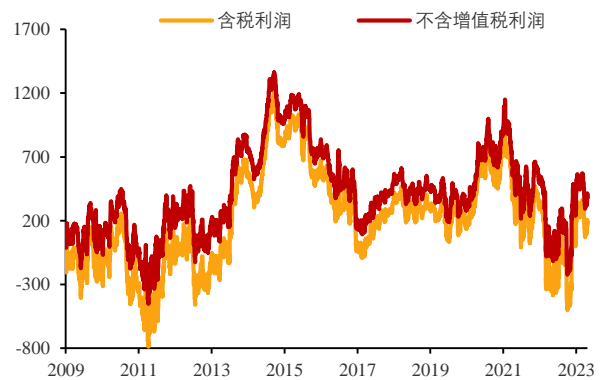
(五) 成本利润

图表 24: 美玉米近月进口成本近期下降

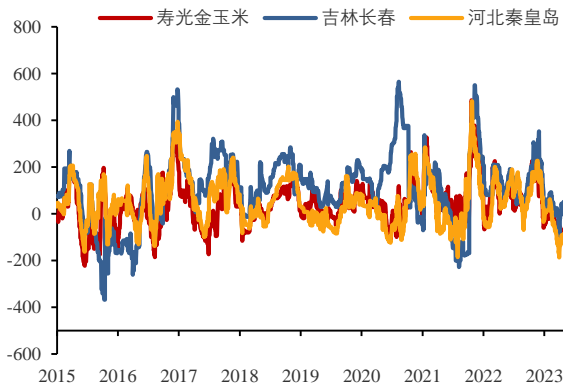


数据来源: 美国谷物协会 Wind 广州期货研究中心

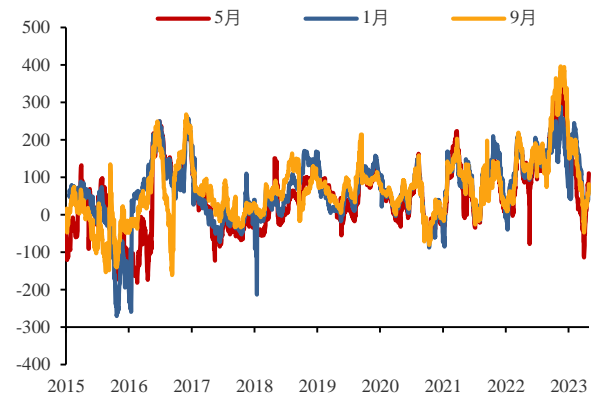
图表 25: 美玉米进口到港利润近期改善



图表 26: 淀粉现货生产利润表现分化



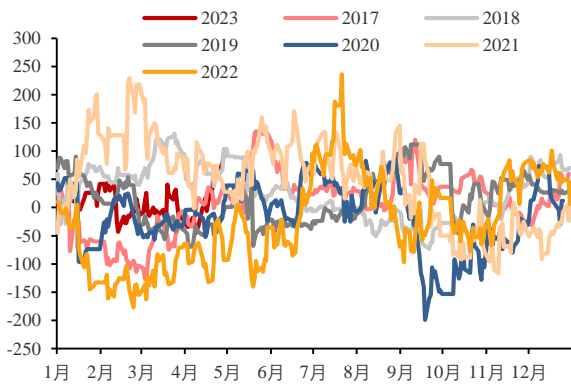
图表 27: 淀粉盘面生产利润再度回升



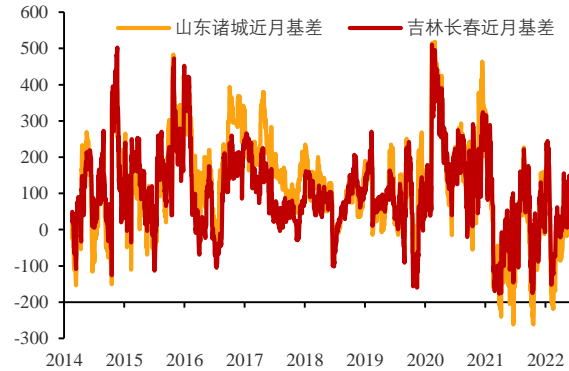
数据来源: 广州期货研究中心

(六) 价差表现

图表 28: 玉米近月基差整体走强

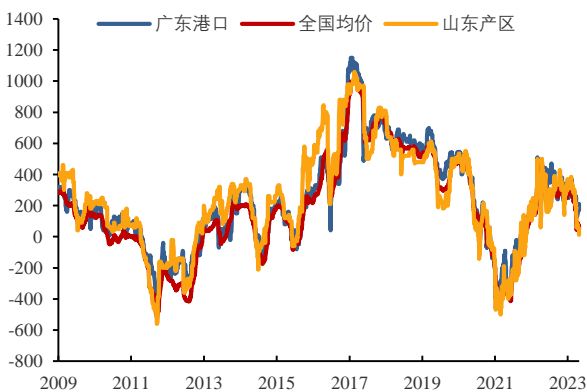


图表 29: 淀粉近月基差整体走强

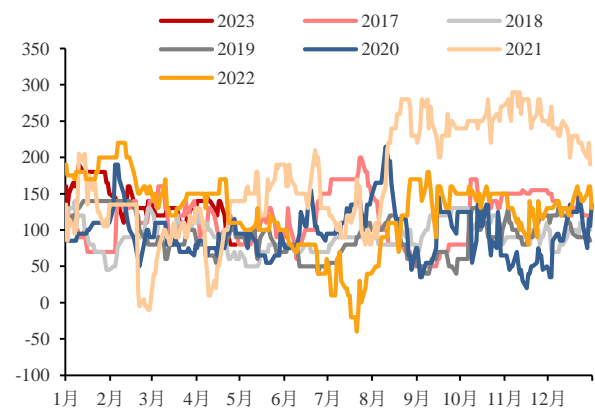


数据来源: Wind 文华财经 广州期货研究中心

图表 30: 小麦-玉米价差支持小麦饲用替代

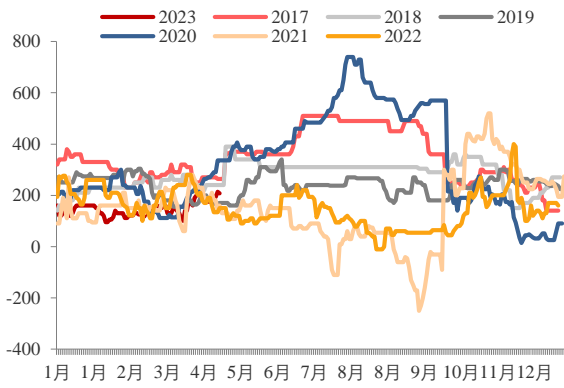


图表 31: 南北方港口玉米价差收窄

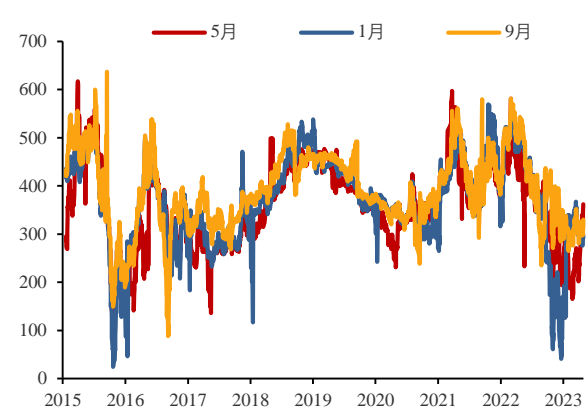


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 32: 华北-东北玉米价差往年最低水平



图表 33: 淀粉-玉米价差震荡走扩



数据来源: Wind 广州期货研究中心

三、近期市场动态

4月USDA供需报告仅将进口与FSI需求量同时下调1000万蒲, 其他项目未作调整, 期末库存维持在13.42亿蒲。

4月USDA供需报告将阿根廷乌克兰期初库存上调100万吨, 出口量上调700万吨, 期末库存下调100万吨。

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		