

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

等待上涨驱动

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

摘要：

行情回顾：5月期间玉米现货分化运行，淀粉持续稳中调整；玉米和淀粉期价则总体先抑后扬，上半月延续前期趋势继续下跌，下半月逐步止跌反弹。

逻辑观点：

对于玉米而言，第一，在我们看来，接下来需要分析两个大的问题，其一是年度供需缺口能否得到补充，这需要跟踪进口和替代两个方面的变数；其二是供需缺口补充的节奏，这主要源于当前年度与过往两个作物年度的差异；第二，前者中进口层面的变数在于美玉米期价走势，替代部分小麦需要留意新作小麦上市压力，陈化水稻则更多关注性价比和抛储政策；第三，后期则由于期价远期贴水结构所带来的市场悲观预期，下游库存同比偏低，再加上4月以来渠道库存的去化，后期如逐步证实当前年度供需缺口有待补充，则国内玉米市场可能出现被动补库存，对应玉米定价再度从销区转向产区。

对于淀粉而言，第一，5月期间淀粉-玉米价差总体先抑后扬，但波幅受限，主要原因有三，即淀粉基差支撑、行业供需改善和副产品继续下跌预期；第二，淀粉需求端存在潜在利多，一方面源于玉米淀粉对木薯淀粉和淀粉糖对白糖的替代，另一方面源于季节性消费旺季；第三，考虑到基差、供需和副产品三个方面的因素，我们倾向于淀粉-玉米价差有望继续走扩。

展望与建议：我们倾向于玉米阶段性低点或已现，接下来等待两个方面的上涨驱动，即新作的天气炒作和旧作的被动补库存，此外，小麦新作压力和陈化水稻亦值得重点留意，观点由上月的中性转为谨慎看多，建议谨慎投资者选择持有淀粉-玉米价差，激进投资者单边做多玉米或者淀粉。

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.....	2
(三) 国内供需.....	3
(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

5月期间国内玉米期价呈现先抑后扬走势，上半月延续前期逻辑，不断创出新低，下半月则逐步止跌回升，主要原因有二，其一是国内小麦止跌反弹，其二是外盘CBOT玉米期价大幅反弹。

在我们看来，接下来需要分析两个大的问题，其一是年度产需缺口能否得到补充，这需要跟踪进口和替代两个方面的变数；其二是产需缺口补充的节奏，这主要源于当前年度与过往两个作物年度的差异。

对于前者而言，进口层面的变数在于美玉米期价走势，5月USDA供需报告将下一年度美玉米和全球玉米库存上调，这主要源于美国 and 阿根廷产量的恢复，基于这一预期，那么接下来就要看美玉米产量能否如期恢复，因此，接下来产区天气值得重点留意。

替代层面的变数有二，对于陈化水稻而言，考虑到目前的期现货价格水平，陈化水稻抛储成交形成实际替代的量变数较大，后续重点留意抛储政策；对于小麦而言，下旬小麦现货止跌反弹，或表明旧作过剩量所带来的压力逐步释放，接下来需要留意新作供应压力，特别是近期降雨导致芽麦的供应问题。

对于后者而言，回顾过去两个年度可以发现，在5月之前国内市场往往先行补充产需缺口，带动玉米期现货价格上涨，随后在逐步证实年度产需缺口补充之后，玉米期现货逐步下跌，在这一过程中，往往伴随着渠道库存（南北方港口和深加工企业玉米库存的去化），且对应着玉米定价从产区到销区的转移。

但当前年度显然与过去两个年度有很大的不同，由于期价远期贴水结构所带来的市场悲观预期，下游需求企业补库积极性不高，饲料企业和华北深加工企业库存已处于历史同期低位。而4月以来的加速下跌，导致玉米产销区玉米现货价格的倒挂，使得渠道库存持续去化，北方港口玉米库存已经处于往年同期最低水平。这给后市带来较大变数，即后期一旦证实年度产需缺口尚未得到补充，那么下游需求企业可能需要被动补库存，这大概率会导致玉米定价再度逆转，即从之前的销区定价转向产区定价，这意味着现货可能回到产区贸易商的成本价位。

综上所述，我们倾向于玉米阶段性低点或已现，接下来等待两个方面的上涨驱动，即新作的天气炒作和旧作的被动补库存，此外，小麦新作压力和陈化水稻亦值得重点留意，观点由上月的中性转为谨慎看多，建议投资者择机入场做多。

（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。

5月期间淀粉-玉米价差总体先抑后扬，但波幅受限，9月和1月限制在50点范围之内，主要原因有三，其一是淀粉基差的支撑，2305合约到期之后，东北和华北产区现货对2309合约基差一度超过200元/吨；其二是淀粉行业供需趋于改善，我的农产品网和卓创资讯数据均显示，行业库存持续下滑，这主要源于行业开机率持续处于历史偏低水平，供应持续低位运行；

其三是副产品有继续下跌的预期，前期大豆进口受海关检验有所延迟，国内豆粕供需未有实质性改善，豆粕现货带动副产品价格相对坚挺，但市场对后期大豆到港预估较大，后期豆粕供需有望趋于改善，这有望带动副产品价格继续下跌。

此外值得一提的是，由于木薯淀粉价格上涨，带动木薯淀粉-玉米淀粉价差走扩，玉米淀粉有望在造纸等行业中替代木薯淀粉；此外，由于白糖价格持续上涨，淀粉糖价格上已经具备替代优势，再加上饮料行业即将迎来季节性旺季，后期淀粉供需有望继续趋于改善

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，考虑到行业供需、现货基差等因素，我们倾向于价差有望继续走扩。

二、图表与数据

(一) 行情回顾

图表 1：玉米 2309 合约走势



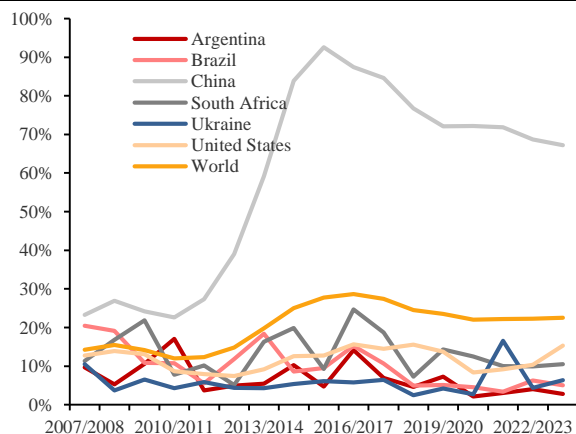
图表 2：淀粉 2309 合约走势



数据来源：广州期货研究中心

(二) 外部供需

图表 3：全球主产国库存使用比



图表 4：美玉米期末库存维持不变

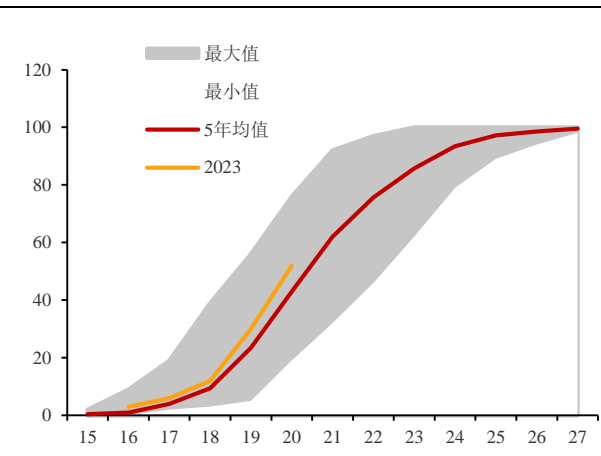
项目	20/21年度		21/22年度		22/23年度		23/24年度	
	20/21年度	21/22年度	4月预估	5月预估	预估变动	4月预估	5月预估	预估变动
Corn, World Total								
期初库存	307345	292905	306907	308148	1241		297409	
产量	1128836	1217310	1144503	1150204	5701		1219625	
进口量	184858	184489	173969	175407	1438		184503	
出口量	182704	206178	173794	175444	1650		195259	
饲用消费量	723938	746564	726937	730455	3518		758632	
FSI消费量	421492	433814	429303	430451	1148		434748	
总消费量	1145430	1180378	1156240	1160906	4666		1193380	
期末库存	292905	308148	295345	297409	2064		312898	
库销比	22.05%	22.22%	22.21%	22.26%	0.05%		22.53%	

数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 5: 美玉米新作库存预期大增

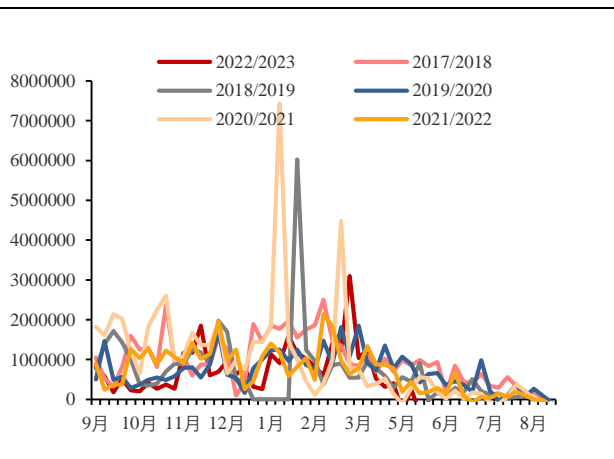
项目	20/21年度		21/22年度		22/23年度		23/24年度	
	Corn, United States	4月预估	5月预估	预估变动	4月预估	5月预估	预估变动	
期初库存	48757	31358	34975	34975	0	35984		
产量	358447	382893	348751	348751	0	387749		
进口量	616	615	1016	1016	0	635		
出口量	69776	62776	46992	45087	-1905	53342		
饲用消费	142426	145310	133991	133991	0	143517		
FSI消费量	164260	171805	169681	169680	-1	171078		
总消费量	306686	317115	303672	303671	-1	314595		
期末库存	31358	34975	34078	35984	1906	56431		
库销比	8.33%	9.21%	9.72%	10.32%	0.60%	15.34%		

图表 6: 美玉米出苗率领先 5 年均值

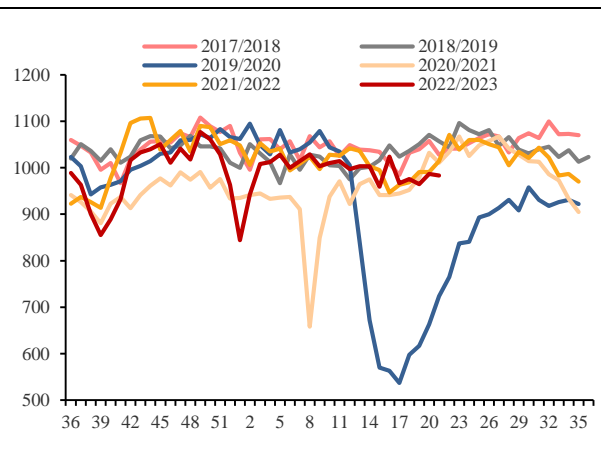


数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 7: 美玉米出口销售量环比下降



图表 8: 美玉米乙醇产量处于往年偏低水平



数据来源: USDA EIA 广州期货研究中心

(三) 国内供需

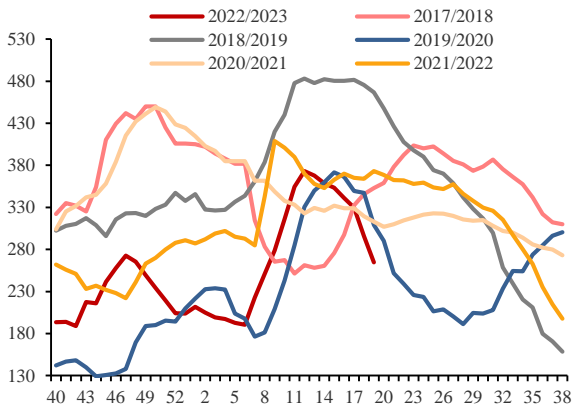
图表 9: 国内玉米供需平衡表

单位: 百万吨

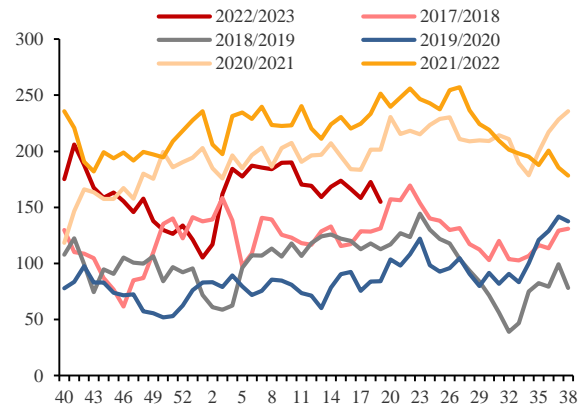
项目	中国玉米供需平衡表-产需缺口版									
	年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
期初库存		100.9	178.4	260.7	250.0	195.0	146.9	94.4	101.1	106.3
产量		249.8	265.0	216.0	196.0	201.0	196.0	191.0	216.0	216.0
饲用需求		133.0	137.0	169.5	185.0	174.9	182.0	205.0	200.0	205.0
FSI需求		63.0	64.0	74.0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

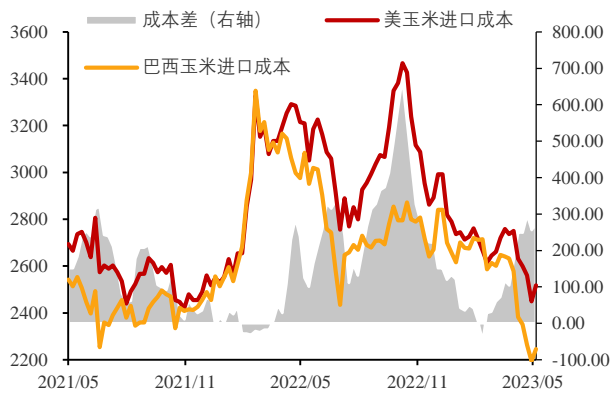


图表 11：南方港口全部谷物库存低于过往两年

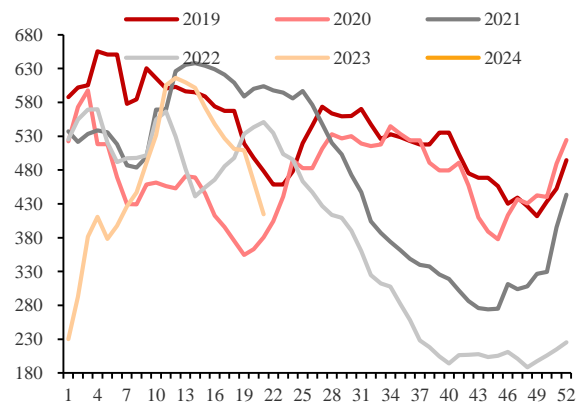


数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

图表 12：美国和巴西玉米到港成本价差继续走扩

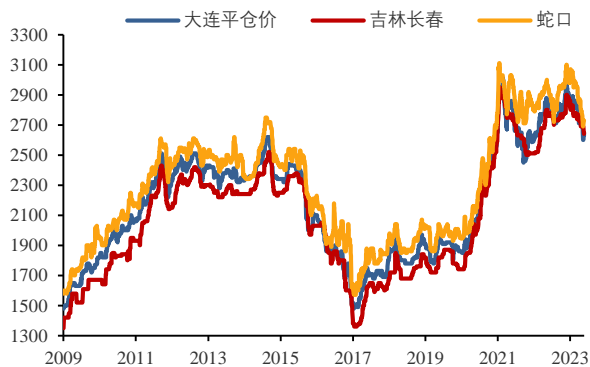


图表 13：深加工企业玉米库存持续环比下滑

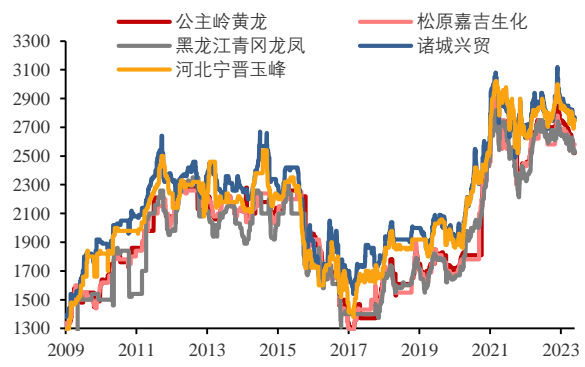


数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

图表 14：玉米现货价格节后持续弱势



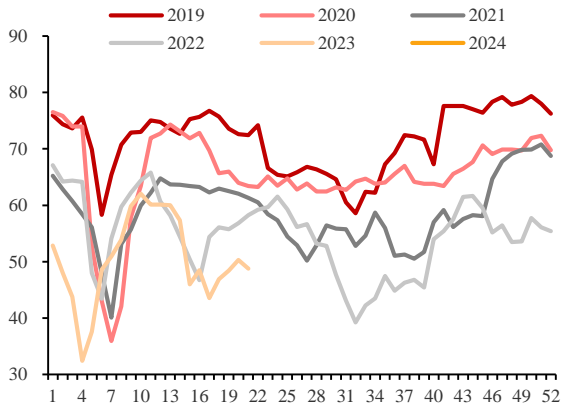
图表 15：深加工企业玉米收购价稳中有跌



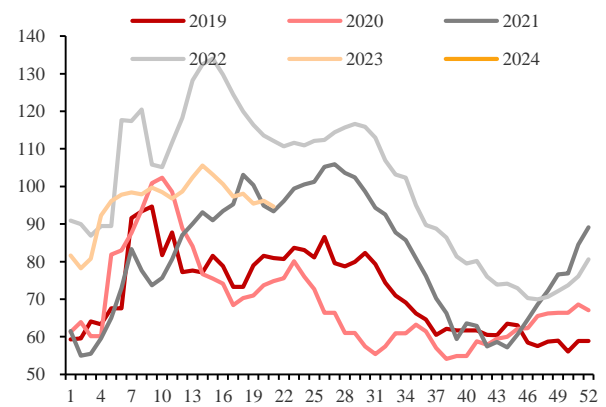
数据来源：同花顺 广州期货研究中心

(四) 淀粉供需

图表 16: 淀粉行业开机率持续低位

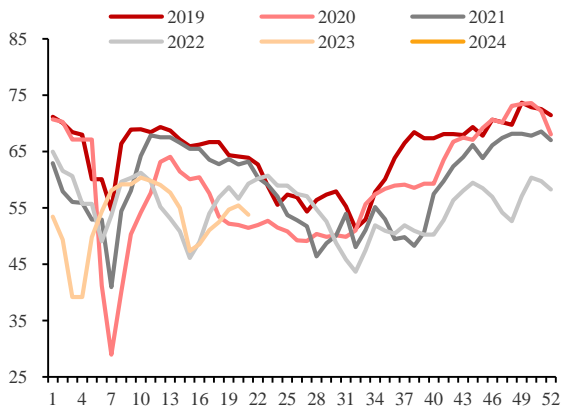


图表 17: 淀粉行业库存持续下滑

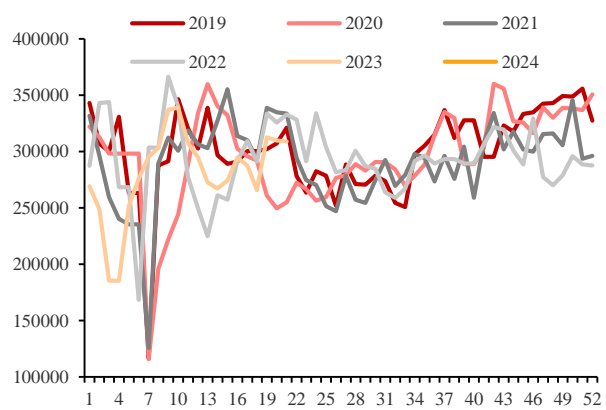


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 18: 淀粉行业开机率持续低位

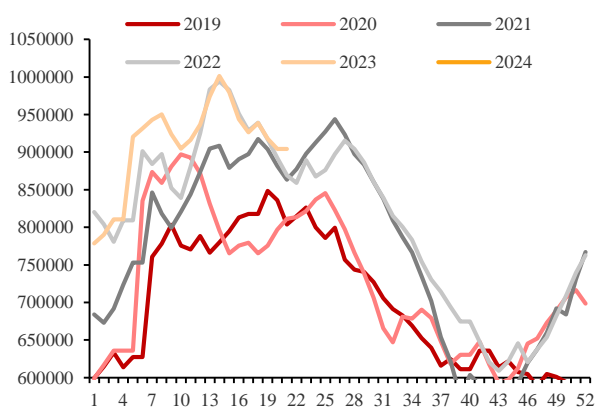


图表 19: 淀粉出库量有所回升

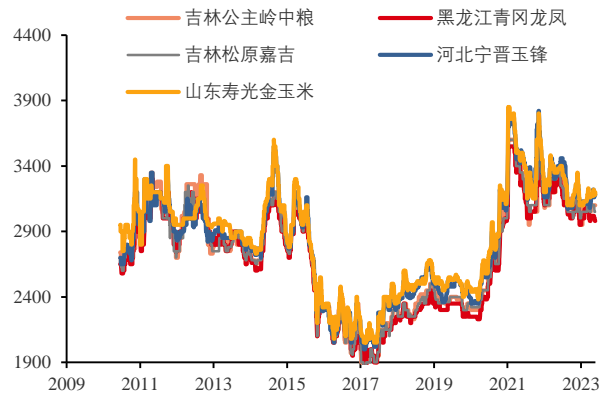


数据来源: 卓创资讯 广州期货研究中心

图表 20: 淀粉行业库存持续下降

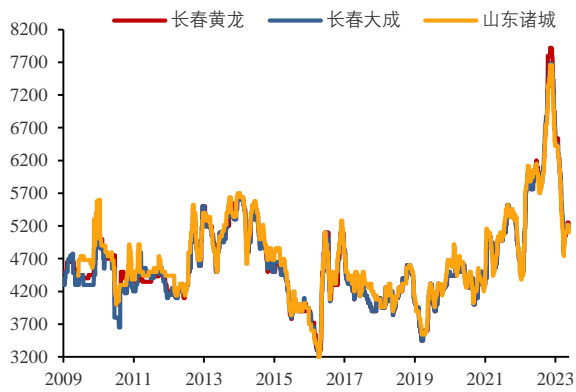


图表 21: 玉米淀粉现货价格持续稳中调整

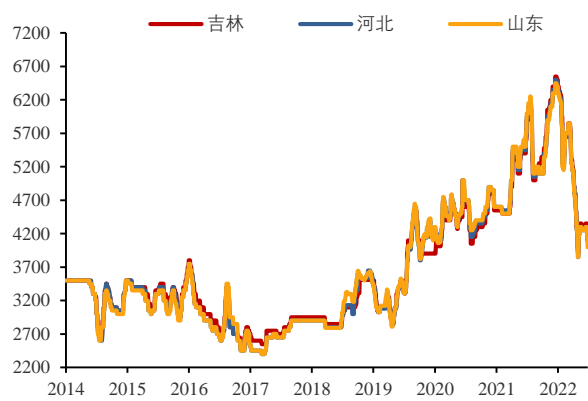


数据来源: 卓创资讯 Wind 广州期货研究中心

图表 22: 玉米蛋白粉价格震荡运行



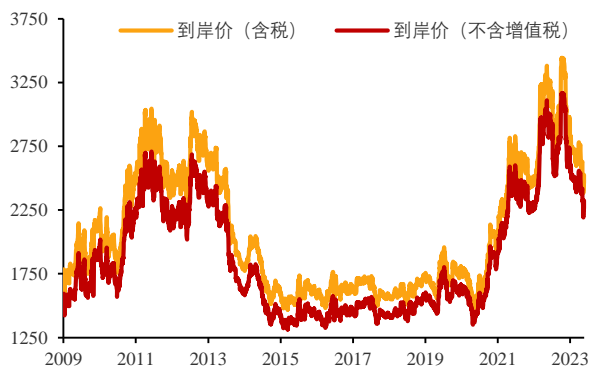
图表 23: 玉米胚芽价格再度下滑



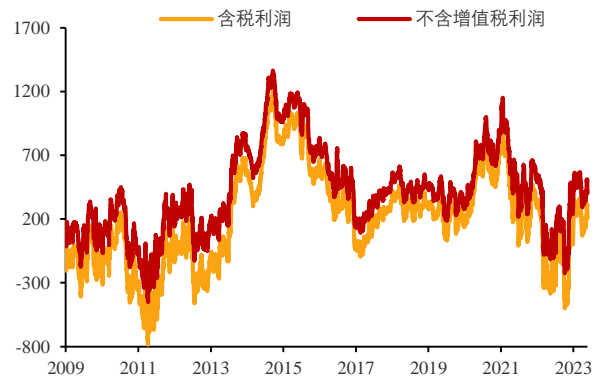
数据来源: Wind 广州期货研究中心

(五) 成本利润

图表 24: 美玉米近月进口成本总体下降

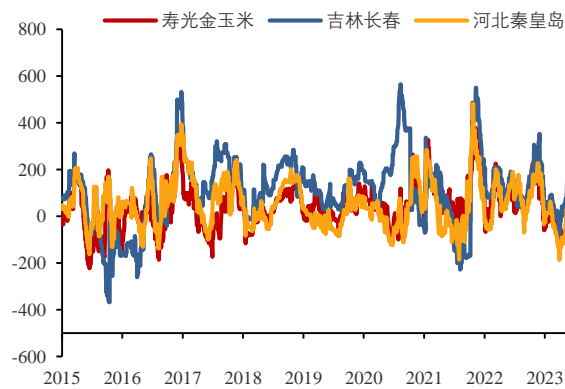


图表 25: 美玉米进口到港利润近期改善

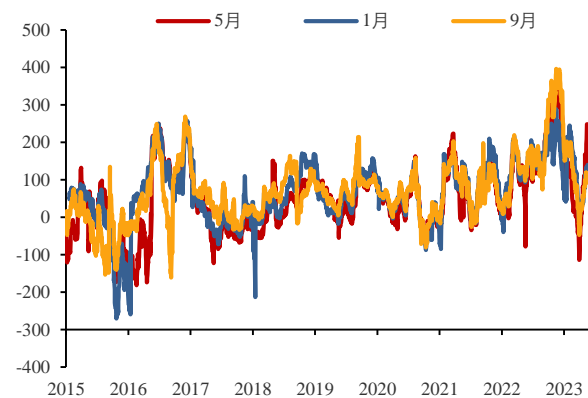


数据来源: 美国谷物协会 Wind 广州期货研究中心

图表 26: 淀粉现货生产利润小幅改善



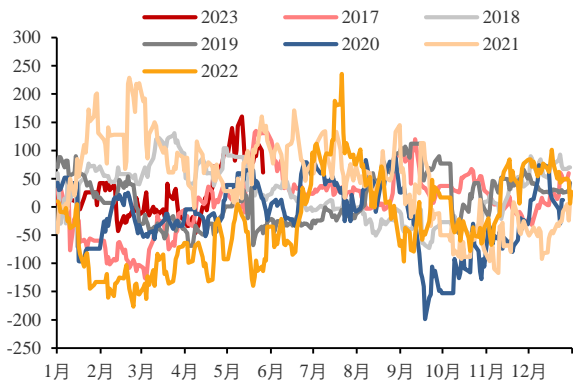
图表 27: 淀粉盘面生产利润震荡回升



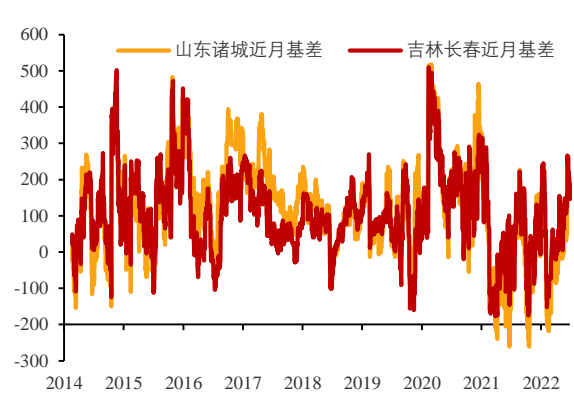
数据来源: 广州期货研究中心

(六) 价差表现

图表 28: 玉米近月基差震荡回落

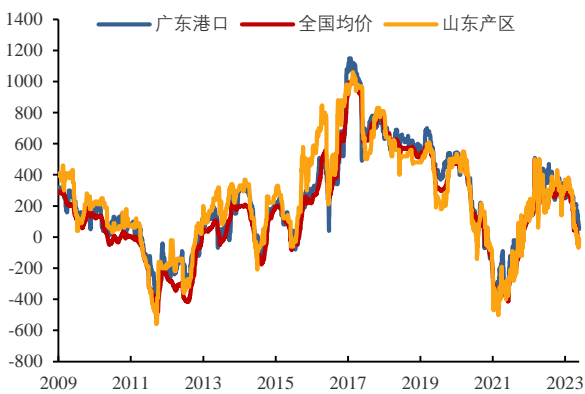


图表 29: 淀粉近月基差整体走强

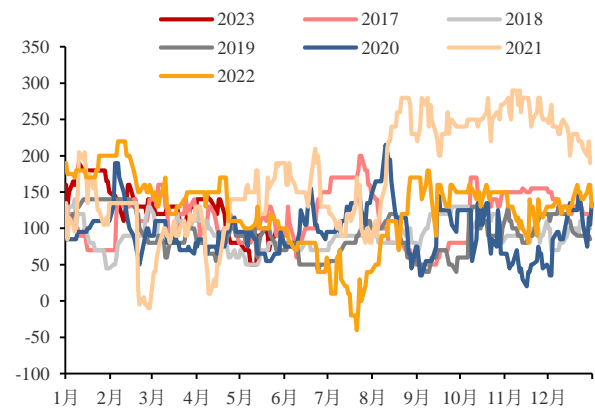


数据来源: Wind 文华财经 广州期货研究中心

图表 30: 小麦-玉米价差支持小麦饲用替代

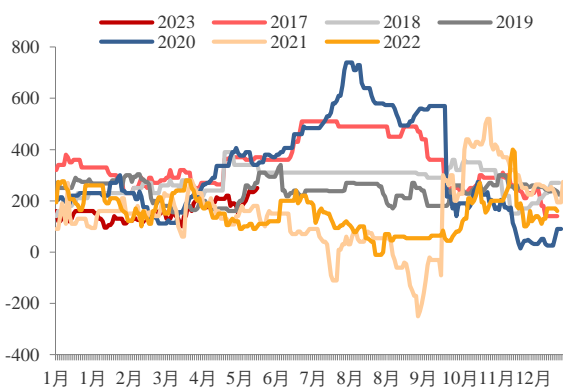


图表 31: 南北方港口玉米价差收窄

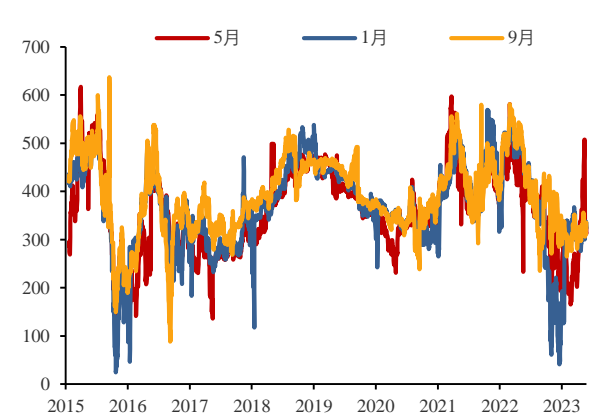


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 32: 华北-东北玉米价差低位回升



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

USDA5月供需报告将全球期末库存小幅上调，同时将新作产量大幅上调接近7000万吨，期末库存上调超过1500万吨至3.13亿吨。

5月USDA供需报告将美玉米旧作出口下调7500万蒲，对应期末库存上调至14.17亿蒲。同时将新作产量大幅上调，虽出口、饲用及其FSI需求均有所上调，但期末库存较上一年度仍上调8.05亿蒲至22.22亿蒲。

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		