

策略报告

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

套利策略 20230529

做多 2309 合约淀粉-玉米价差

广州期货 研究中心

联系电话：020-22139813

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

摘要：

策略逻辑：

5月下半月以来，玉米和淀粉期价均持续反弹，但淀粉-玉米价差整体维持震荡运行，并未如期走扩，这主要源于此轮玉米和淀粉期价反弹更多源于玉米原料端。

但在玉米原料端的反弹之后，我们倾向于认为后期淀粉-玉米价差存在走扩空间，主要源于四个方面，即淀粉副产品、行业需求、原料成本及其淀粉基差。

就副产品而言，众所周知，淀粉副产品更多追随蛋白粕走势，由于市场对后期进口到港带动油厂开机率回升，继而带动豆粕供需改善的预期依然强烈，豆粕现货有望带动副产品价格进一步下滑，这有望通过淀粉期现货生产利润影响淀粉供应端。从大层面上讲，淀粉副产品价格的下跌有望带动淀粉-玉米价差回归往年300-500的波动区间。

而从行业需求来看，除去季节性需求旺季备货的因素之外，我们看到近期由于木薯淀粉和白糖现货价格大幅上涨，使得木薯淀粉-玉米淀粉价差和白糖-淀粉糖价差大幅走扩，具备在造纸行业中替代木薯淀粉和食品饮料行业替代白糖的前提条件，结合副产品对供应端的影响，淀粉行业供需有望趋于改善。

原料成本则需要分地区来看，东北产区深加工企业库存较高，且建库较早，这意味着其实际原料成本要显著高于即期玉米收购价。而华北产区则需要留意的是，近期华北-东北产区玉米价差走扩，这跟过去两年价差收窄有很大不同。结合现货生产利润可以看出，华北产区以即期深加工企业收购价计算已经亏损，而东北产区虽录得正利润，但考虑实际成本因素，应该也处于亏损状态。

最后，直观的体现在基差上，截至发稿时止，华北与东北产区玉米淀粉近月基差均在140元/吨左右，处于过去三年来偏高水平，而结合前面提及的现货生产利润来看，我们倾向于认为基差支撑力度较强，后期更多通过期价上涨来修复基差。

资金分配：30% 资金用于该方案操作，70% 资金作为风险准备金。

持有期：本次策略持有期至2023年8月底。

操作方案：于5月29日入场，做多C2309合约淀粉-玉米价差，入场价差为310元/吨左右。

风险提示：宏观经济、疫情等。

相关图表

目录

一、策略逻辑	1
二、策略建议	5
(一) 操作方案	5
(二) 资金分配	5
(三) 方案设计	5
(四) 持有期	5
(五) 风险提示	5
免责声明	6
研究中心简介	6
广州期货业务单元一览	7

一、策略逻辑

5月下半月以来，玉米和淀粉期价均持续反弹，但淀粉-玉米价差整体维持震荡运行，并未如期出现走扩，波动幅度仅限于50个点区间范围内。

在我们看来，这主要源于此轮玉米和淀粉期价反弹更多源于玉米原料端，即小麦现货价格止跌之后，玉米市场因为下游库存偏低，渠道库存去化，带动玉米现货多有反弹，继而带动玉米期价上涨来修复基差，这体现在玉米期价近月合约相对强势上。而淀粉由于行业库存依然高企，且盘面生产利润较高，自身现货并未出现持续上涨，更多跟随玉米原料端的反弹。

但在玉米原料端的反弹之后，我们倾向于认为后期淀粉-玉米价差有走扩空间，主要源于四个方面，即淀粉副产品、行业需求、原料成本及其淀粉基差。

就副产品而言，众所周知，淀粉副产品更多追随蛋白粕走势，4月以来受进口大豆海关检验因素影响，国内豆粕库存偏低，带动豆粕现货及其基差持续坚挺，但市场对后期进口到港带动油厂开机率回升，继而带动豆粕供需改善的预期依然强烈，豆粕现货有望带动副产品价格进一步下滑，这有望通过淀粉期现货生产利润影响淀粉供应端。从大层面上讲，淀粉副产品价格的下跌有望带动淀粉-玉米价差回归往年300-500的波动区间。

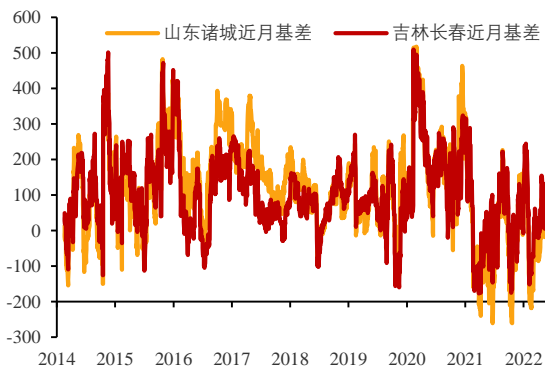
而从行业需求来看，除去季节性需求旺季备货的因素之外，我们看到近期由于木薯淀粉和白糖现货价格大幅上涨，使得木薯淀粉-玉米淀粉价差和白糖-淀粉糖价差大幅走扩，具备在造纸行业中替代木薯淀粉和食品饮料行业替代白糖的前提条件，结合副产品对供应端的影响，淀粉行业供需有望趋于改善。

原料成本则需要分地区来看，东北产区深加工企业库存较高，且建库较早，这意味着其实际原料成本要显著高于即期玉米收购价。而华北产区则需要留意的是，近期华北-东北产区玉米价差走扩，这跟过去两年价差收窄有很大不同。结合现货生产利润可以看出，华北产区以即期深加工企业收购价计算已经亏损，而东北产区虽录得正利润，但考虑实际成本因素，应该也处于亏损状态。

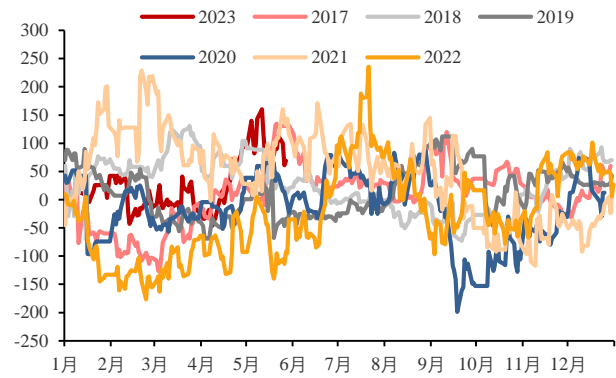
最后，直观的体现在基差上，截至发稿时止，华北与东北产区玉米淀粉近月基差均在140元/吨左右，处于过去三年来偏高水平，而结合前面提及的现货生产利润来看，我们倾向于认为基差支撑力度较强，后期更多通过期价上涨来修复基差。

综上所述，我们建议投资者可以逢低介入做多2309合约淀粉-玉米价差。

图表 1: 淀粉近月基差



图表 2: 玉米近月基差

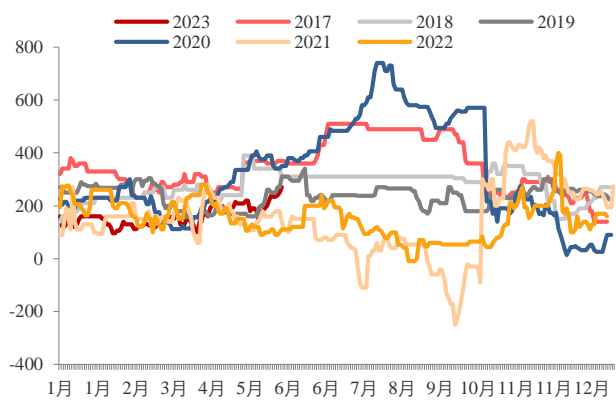


数据来源: 文华财经 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 3: 产销区玉米价差

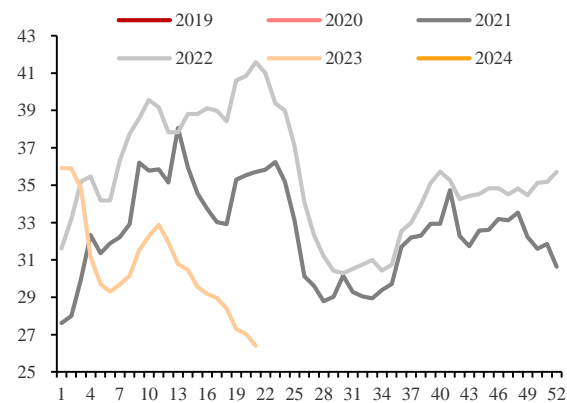


图表 4: 华北-东北玉米价差

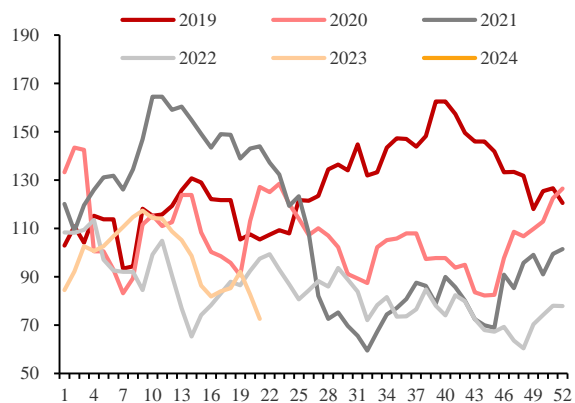


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 5: 饲料企业玉米原料库存

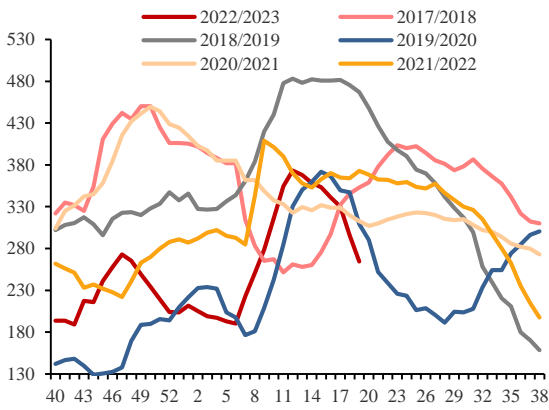


图表 6: 华北深加工企业玉米原料库存

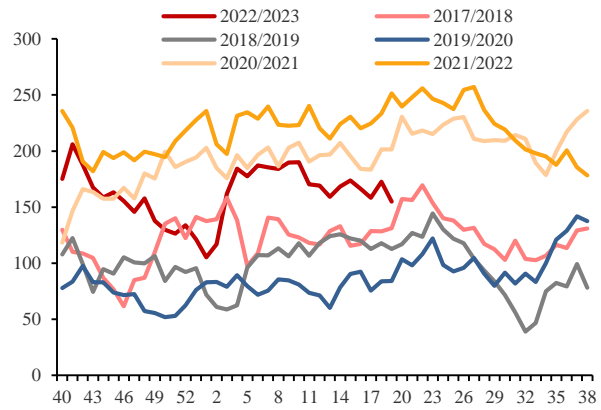


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 7: 北方港口玉米库存

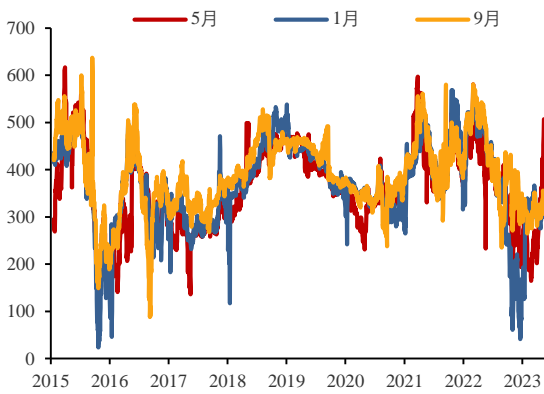


图表 8: 南方港口全部饲用谷物库存

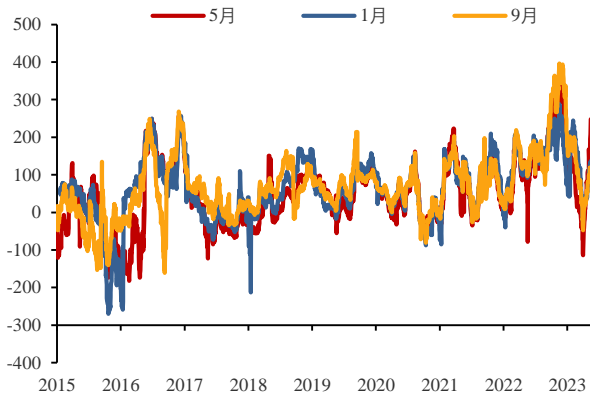


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 9: 盘面淀粉-玉米价差

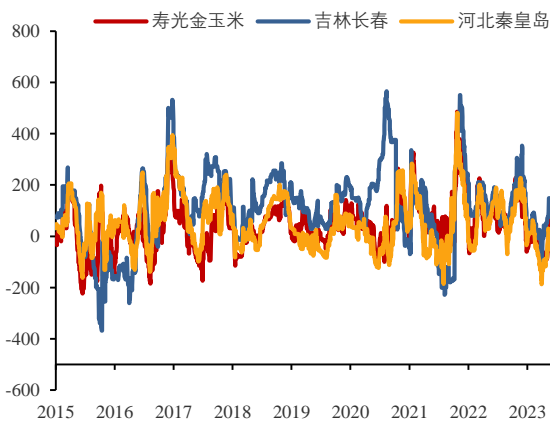


图表 10: 淀粉盘面生产利润

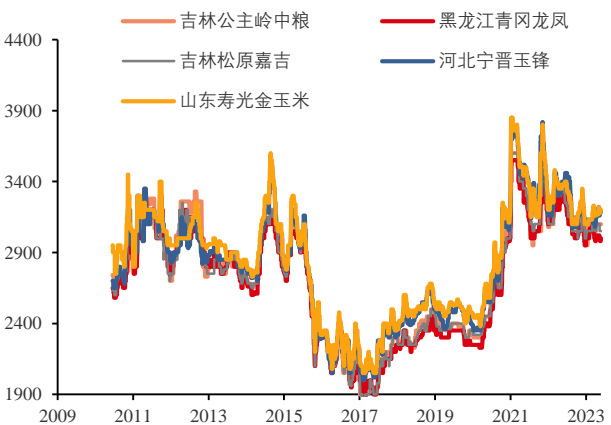


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 11: 玉米淀粉现货加工利润

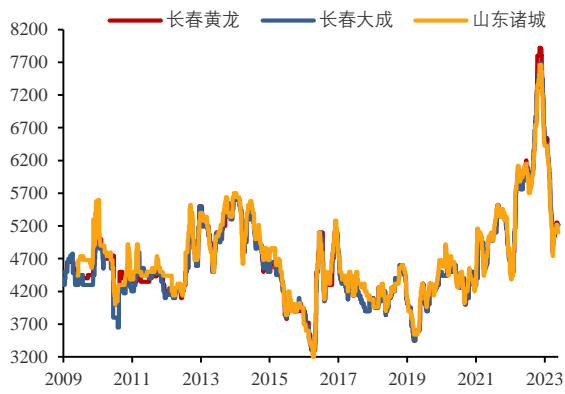


图表 12: 淀粉现货价格走势

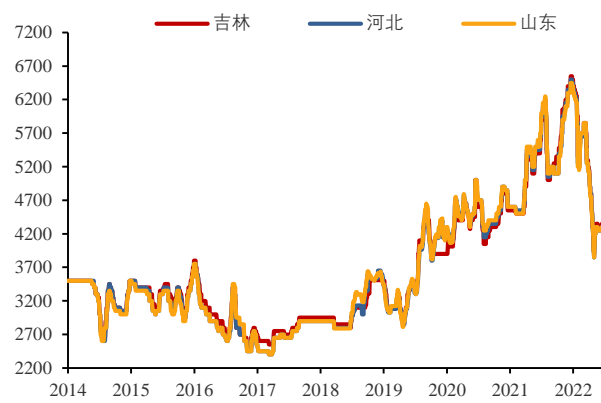


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 13: 玉米蛋白粉价格走势

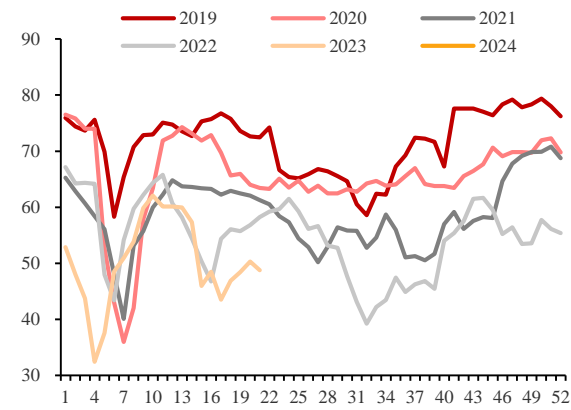


图表 14: 玉米胚芽价格走势

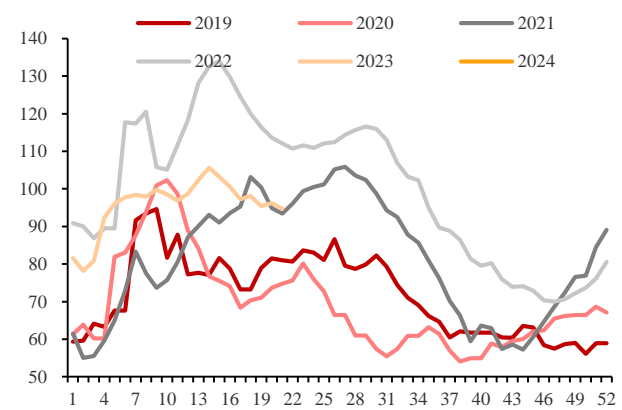


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 15: 玉米淀粉行业开机率

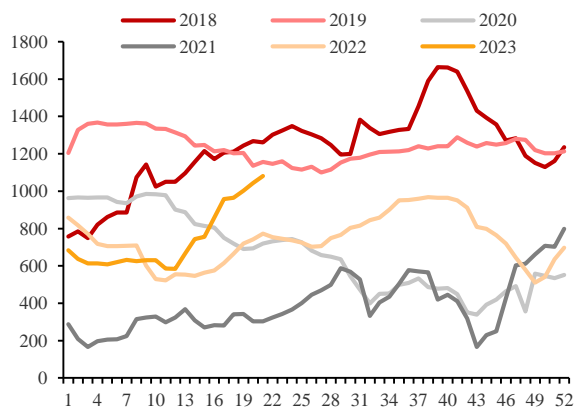


图表 16: 玉米淀粉行业库存

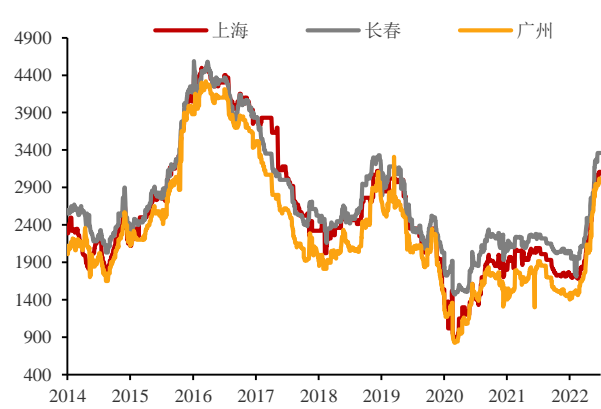


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 17: 木薯淀粉-玉米淀粉价差



图表 18: 白糖-淀粉价差



数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

二、策略建议

（一）操作方案

择机入场做多2309合约淀粉-玉米价差，300-310入场，250-260止损，400-410止盈，盈亏比在2:1左右。

（二）资金分配

选择30%资金用于该方案操作，70%资金作为风险准备金。假设有100万投资资金，可用约30万资金用于套利策略，剩余70万资金用作风险准备。

（三）方案设计

入场点位 300-310 元/吨，止盈点位 400-410 元/吨，止损点位 250-260 元/吨。

（四）持有期

建议不超过 2023 年 8 月底。

（五）风险提示

宏观经济、疫情等。

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		