

# 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

### 等待新作上市压力释放

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

#### 摘要：

**行情回顾：**9月期间国内玉米现货受新作压力影响逐步转弱，淀粉相对强势，因副产品大幅回落压缩淀粉现货生产利润；玉米与淀粉期价均震荡下行，淀粉相对弱于玉米，带动淀粉-玉米价差震荡收窄。

#### 逻辑观点：

**对于玉米而言，**第一，9月期价震荡回落过程中，期现货结构转为现货升水11月，11月升水1月，但之后各合约转为远月小幅升水；第二，这一期期现结构反映两个问题，其一是当前市场担心在于新作压力，其二是市场对于新作供需预期依然紧张，这意味着市场在等待新作压力释放后的低点再行入场，基于年度供需缺口进入补库存阶段；第三，基于这样的理解，接下来需要关注三个层面，其一是期价下方的空间，其二是后期上涨驱动因素，其三是新作上市压力释放到主动补库存的转折时点；第四，在我们看来，当前期价已经具备安全边际，且有市场渠道库存偏低和小麦现货上涨两个潜在上涨驱动因素，但目前尚不确定新作压力释放向主动补库存的转折时点。

**对于淀粉而言，**第一，9月期间淀粉-玉米价差总体震荡收窄，主要源于成本端的担忧，因产区现货逐步转弱；第二，但与此同时，行业供需端和副产品端均相对利多，特别是副产品价格持续下跌影响相对较大，主要逻辑有二，其一是通过现货生产利润影响行业开机率，即通过供应端影响行业供需；其二是通过现货生产利润影响现货价格，继而通过基差影响盘面期价，因当前基差处于历史同期高位；第三，在这种情况下，我们倾向于认为淀粉-玉米价差继续收窄空间受限，结合前面对玉米原料端的分析，后期新作压力释放之后，淀粉-玉米价差有望走扩。

**展望与建议：**我们观点由前期中性再度转为谨慎看多，建议谨慎投资者观望，激进投资者择机做多，或持有前期多单，还可以考虑择机入场做扩淀粉-玉米价差。

**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

9月现货市场逐步转向新作上市压力，月初华北产区即有转弱迹象，而东北产区与南北方港口则相对滞后，多发生在中下旬。盘面期价亦整体震荡下行，近月相对弱于远月，特别是2409新合约挂牌上市之后，新作合约即1月之后合约逐步转向远月小幅升水结构。

分析市场可以看出，9月以来期价持续震荡的主要原因有二，其一是陈化水稻拍卖高成交和进口大量到港预期使得市场对后期市场供需预期趋于改善；其二是市场担心新作上市压力，国内玉米现货价格下跌拖累盘面玉米期价，多数合约跌至7月震荡区间。

但我们对于后期依然相对乐观，当前期现货结构显示，现货升水11月，11月升水1月合约，但1月之后的合约均逐步转为远月小幅升水，由此可以看出两个问题，其一是现货升水11月和1月，表明市场对新作压力的担忧，这存在合理性；其二是远月小幅升水，则表明市场对下一年度供需预期仍较为紧张，至少仍存在产需缺口，综合来看，这意味着市场在等待新作压力释放后的低点再行入场，基于年度产需缺口进入补库存阶段。

基于这样的理解，接下来需要关注三个层面，其一是期价下方的空间，在我们看来，陈化水稻的成本支撑依然有效，因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，对应到新作合约而言，考虑到新作年度依然存在产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。

其二是后期上涨驱动，潜在因素有二，一是中下游库存偏低，北方港口库存处于历史同期低位，饲料企业和深加工企业玉米原料库存虽有所回升，但依然同比偏低；二是小麦现货价格的上涨，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，且从库存周期角度看，6月以来被动去库存即消化小麦新作压力之后，当前则有可能已经进入主动补库存阶段，小麦现货上涨具备持续性，因此，不排除出现类似于2021年小麦带动玉米期价上涨的情况。

其三是新作压力释放到中下游补库的时点，这需要后期跟踪，因其更多在于市场的供需博弈，特别是对于东北产区而言，地租带动种植成本上升，但盘面期价折算到东北产区的玉米售价较去年要低300元/吨，这会否引发农户惜售心理值得重点留意。

综上所述，9月期间新作上市压力带动期价震荡回落在情理之中，但期价结构已经发生转变，甚至表明市场在等待新作压力释放后的低点，后期有望基于年度产需缺口而进入主动补库存阶段。在我们看来，当前期价已经具备安全边际，且有市场渠道库存偏低和小麦现货上涨两个潜在上涨驱动因素，但目前尚不确定新作压力释放向主动补库存的转折时点。

在这种情况下，观点由前期的中性转为谨慎看多，建议谨慎投资者观望，激进投资者背靠7月震荡区间下沿择机入场做多，或持有前期多单。

## （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。

9月期间淀粉-玉米价差总体震荡收窄，主要源于成本端的担忧，因产区现货逐步转弱，且相对而言，华北产区更为弱势，华北-东北产区玉米价差持续收窄。

但与此同时，行业供需端和副产品端均相对利多，对于前者而言，8月以来淀粉行业出库量即表观需求量显著改善，卓创资讯数据显示持续处于历史同期高位，这带动行业库存持续环比下降。

对于后者而言，受蛋白粕带动，玉米淀粉副产品在9月特别是中下旬大幅下跌，其中玉米蛋白粉多下跌600-700元/吨，玉米胚芽下跌500元/吨，这带动现货生产利润均有所下滑。

其后续影响有二，其一是通过现货生产利润影响行业开机率，即通过供应端影响行业供需；其二是通过现货生产利润影响现货价格，继而通过基差影响盘面期价，因当前基差处于历史同期高位，如若现货跌幅受限，则后期期价或趋于反弹来实现基差修复。

在这种情况下，我们倾向于认为淀粉-玉米价差继续收窄空间受限，结合前面对玉米原料端的分析，后期新作压力释放之后，淀粉-玉米价差有望走扩，据此我们建议投资者可以持续关注，择机入场。

## 二、图表与数据

### （一）行情回顾

图表 1：玉米 2401 合约走势



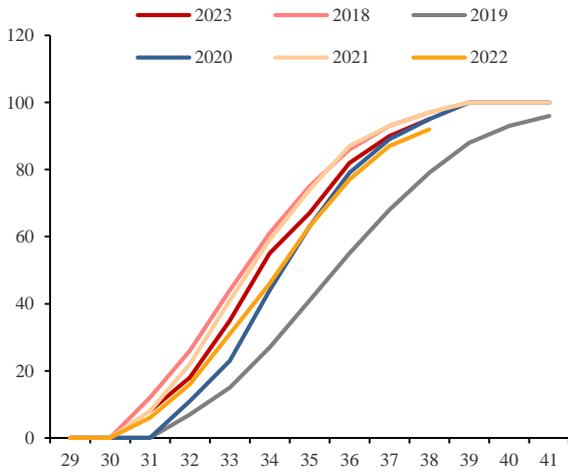
图表 2：淀粉 2401 合约走势



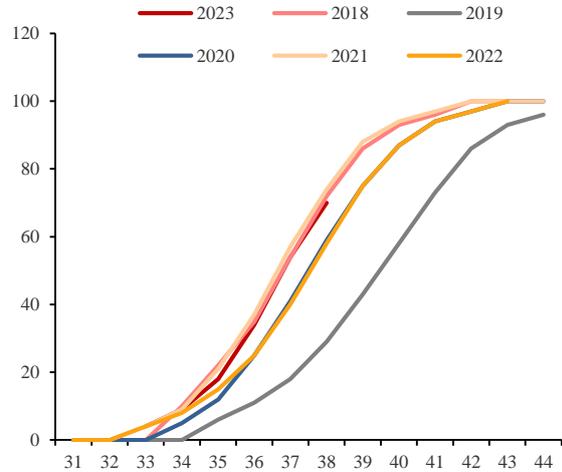
数据来源：广州期货研究中心

(二) 外部供需

图表 3: 美玉米干粒率

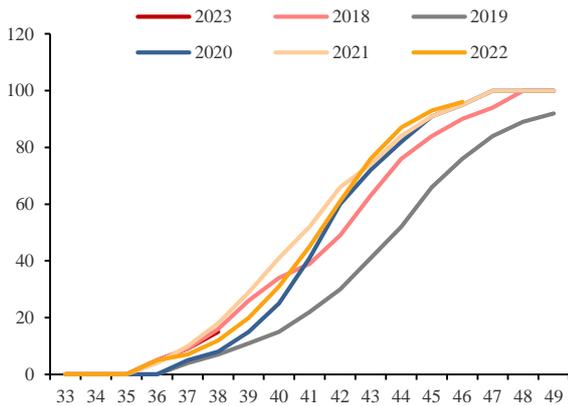


图表 4: 美玉米成熟率

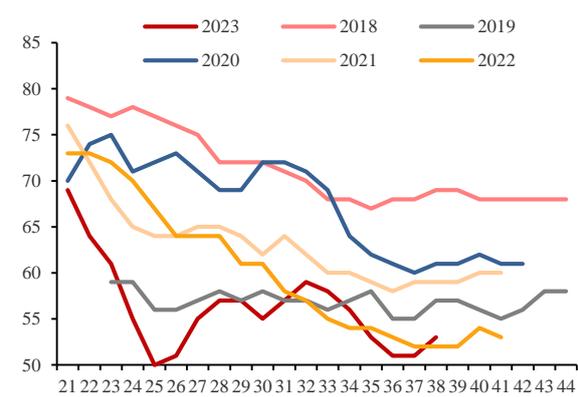


数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 5: 美玉米收获进度

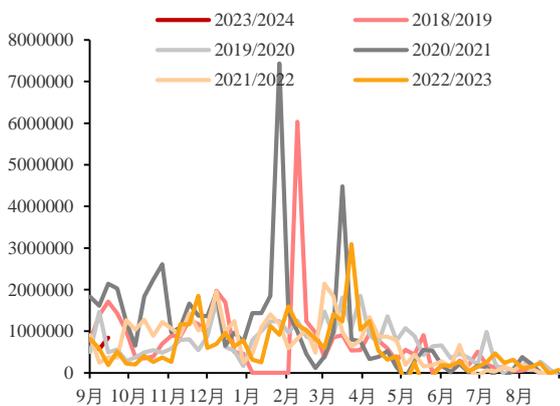


图表 6: 美玉米优良率

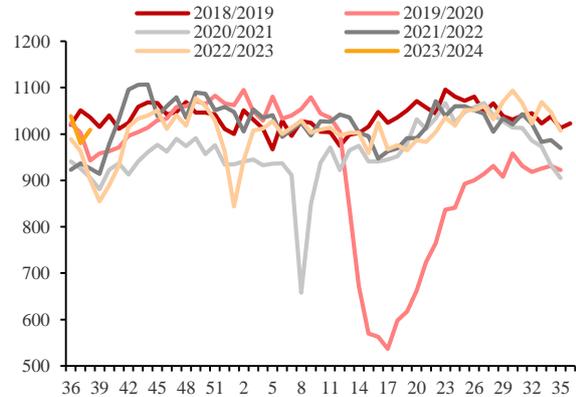


数据来源: USDA 广州期货研究中心

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

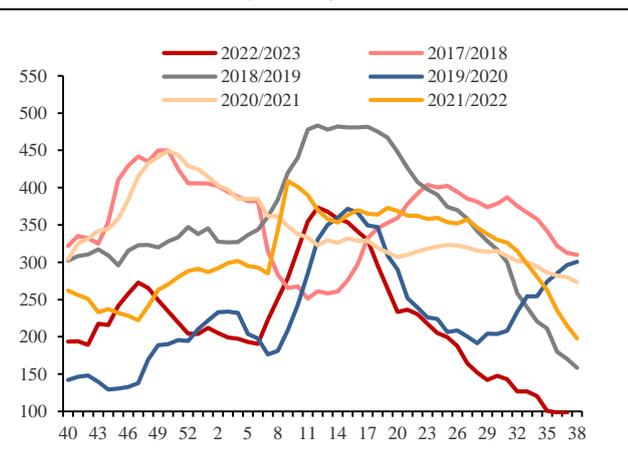
图表 9：国内玉米供需平衡表

单位：百万吨

项目	中国玉米供需平衡表-产需缺口版									
	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	

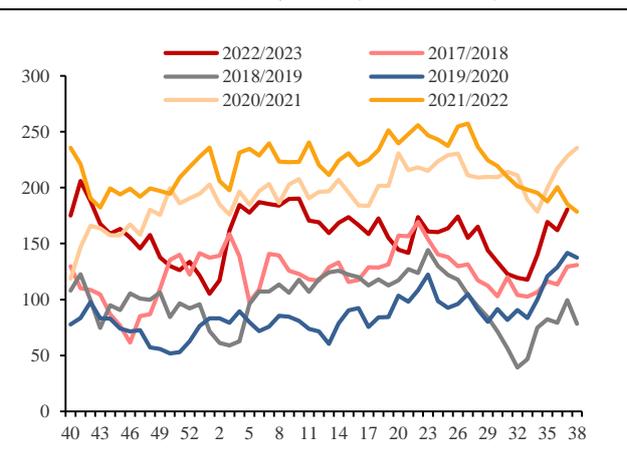
数据来源：广州期货研究中心

图表 10：北方港口库存下降至历史低位



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位回升

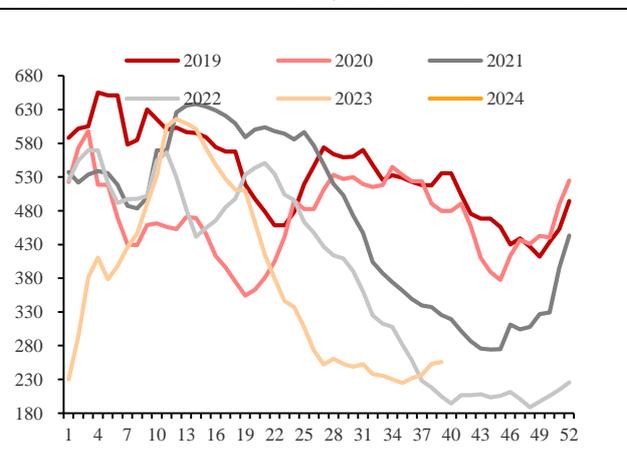


图表 12：美国和巴西玉米到港成本价差



数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

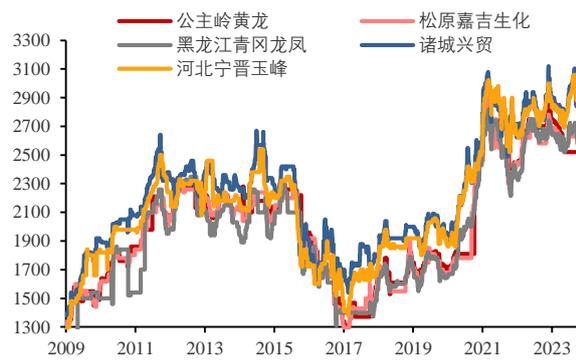
图表 13：深加工企业玉米库存低位回升



图表 14: 玉米现货价格先扬后抑



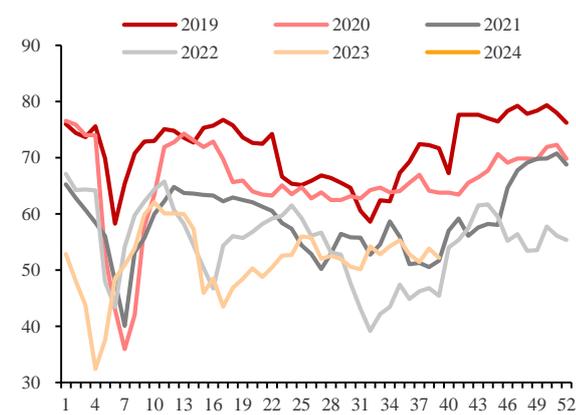
图表 15: 深加工企业玉米收购价先扬后抑



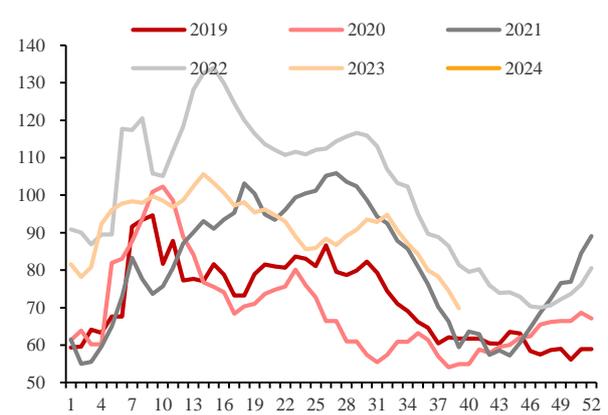
数据来源: 同花顺 广州期货研究中心

### (四) 淀粉供需

图表 16: 淀粉行业开机率相对低位

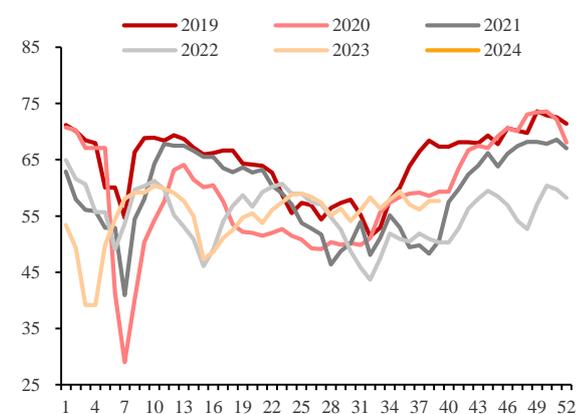


图表 17: 淀粉行业库存持续回落

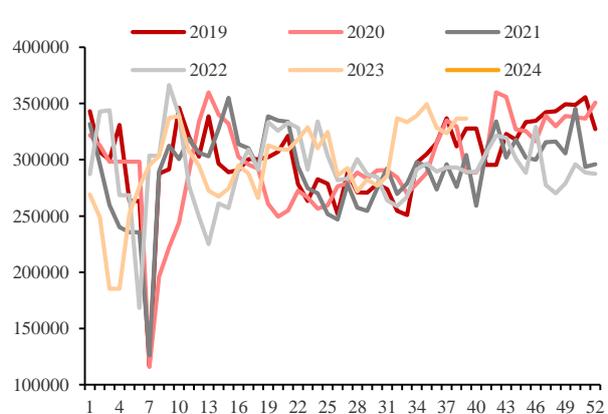


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 18: 淀粉行业开机率相对偏低

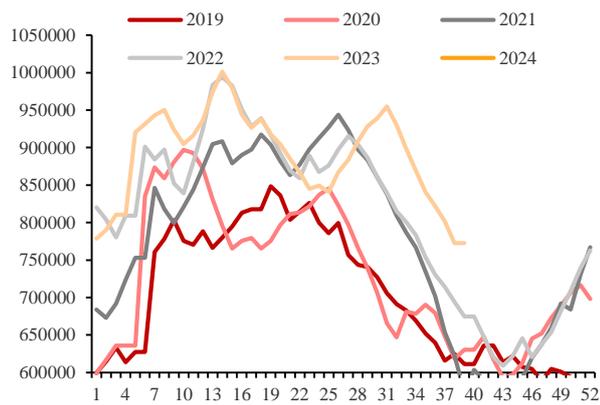


图表 19: 淀粉出库量继续同期高位



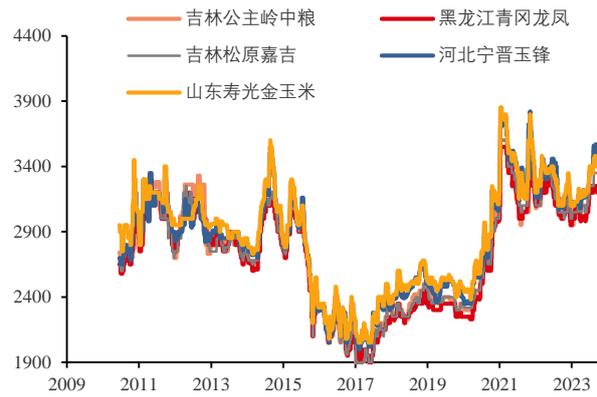
数据来源: 卓创资讯 广州期货研究中心

图表 20: 淀粉行业库存持续回落

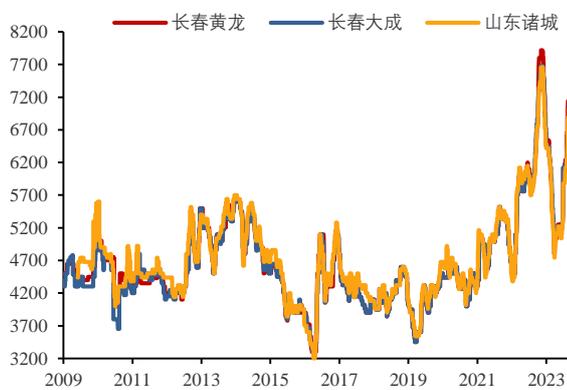


数据来源: 卓创资讯 Wind 广州期货研究中心

图表 21: 玉米淀粉现货价格稳中有跌

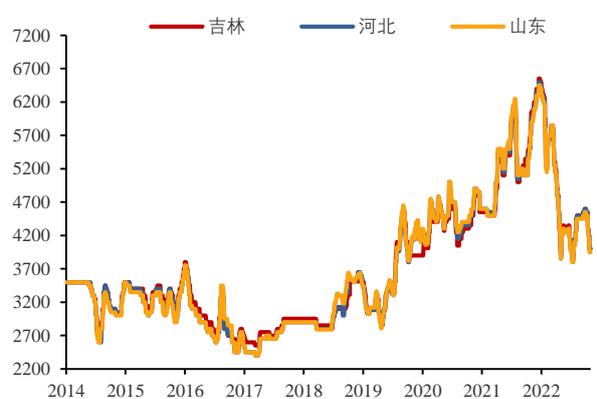


图表 22: 玉米蛋白粉价格大幅下跌



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 23: 玉米胚芽价格快速回落



### (五) 成本利润

图表 24: 美玉米近月进口成本总体回升

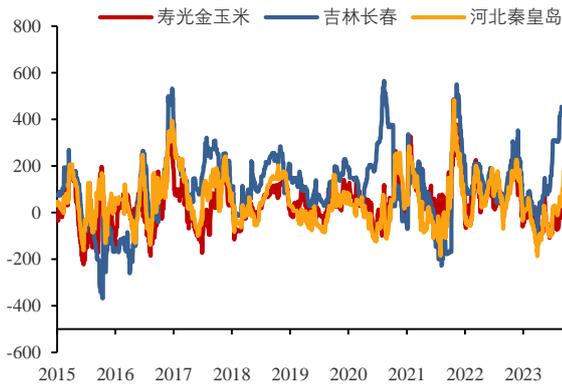


数据来源: 美国谷物协会 Wind 广州期货研究中心

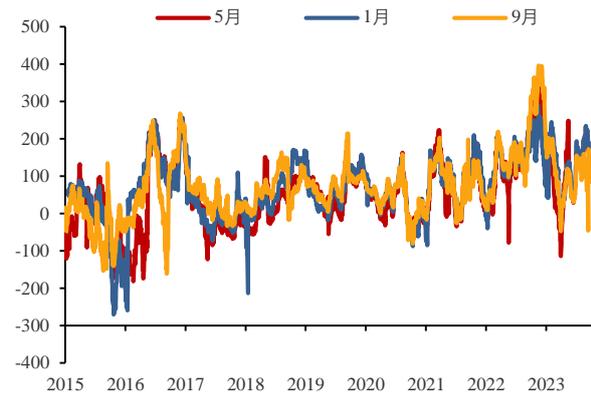
图表 25: 美玉米进口到港利润近期大幅回落



图表 26: 淀粉现货生产利润先扬后抑



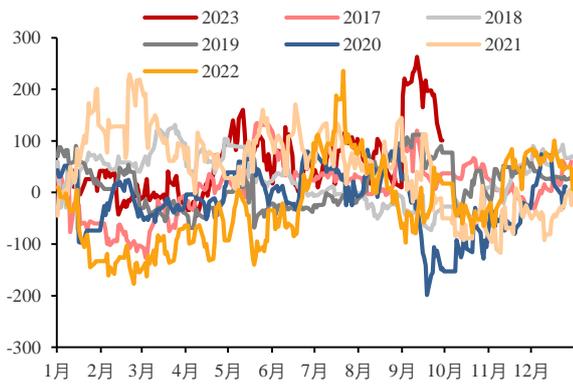
图表 27: 淀粉盘面生产利润整体下滑



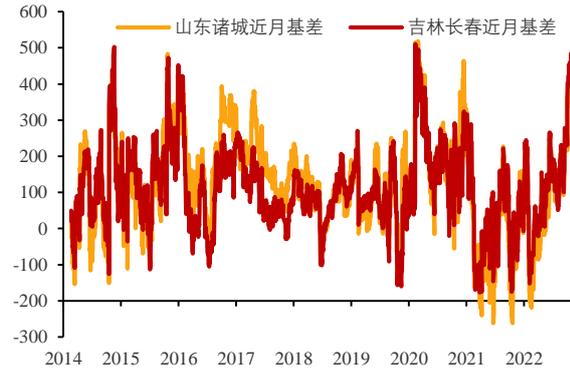
数据来源: 广州期货研究中心

## (六) 价差表现

图表 28: 玉米近月基差走弱



图表 29: 淀粉近月基差继续走强

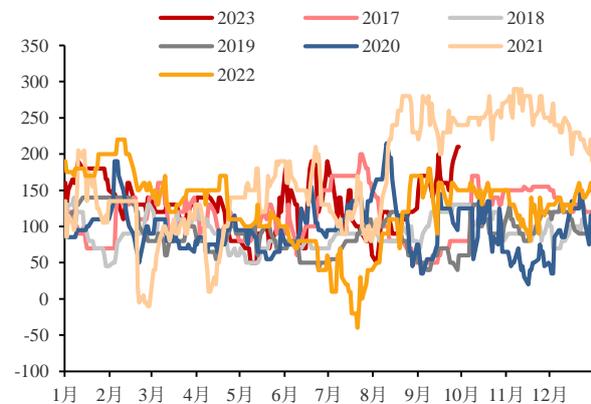


数据来源: Wind 文华财经 广州期货研究中心

图表 30: 小麦饲用替代性价比继续下降

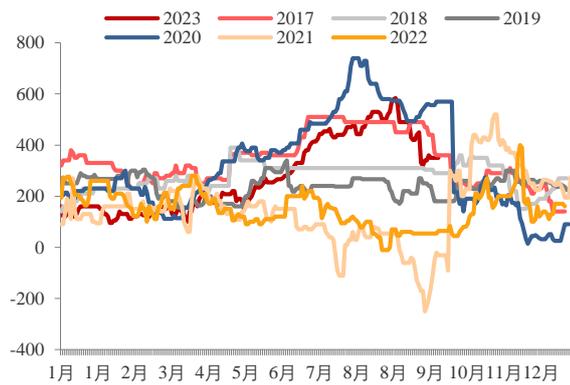


图表 31: 南北方港口玉米价差先抑后扬

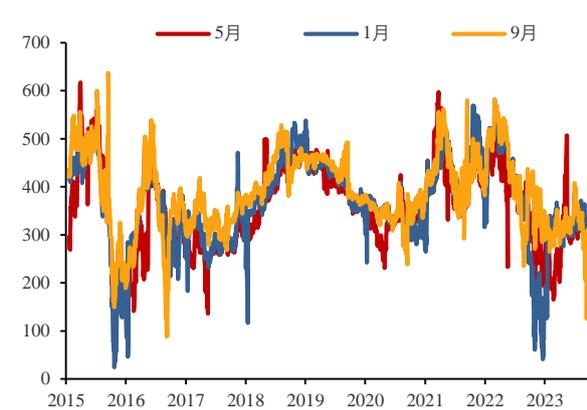


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 32: 华北-东北玉米价差持续收窄



图表 33: 淀粉-玉米价差震荡收窄



数据来源: Wind 广州期货研究中心

### 三、近期市场动态

USDA9月供需报告中旧作期末库存小幅上调155万吨, 新作期末库存小幅上调294万吨。

9月USDA供需报告将美玉米旧作期末库存下调500万蒲至14.52亿蒲。同时将新作单产下调至173.8蒲/英亩, 种植面积上调0.8万英亩, 产量上调2300万蒲至151.34亿蒲, 需求方面未作调整, 期末库存相应上调1900万蒲至22.21亿蒲。

## 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		