

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

月度博览：玉米与淀粉

继续下跌有待外盘

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

摘要：

行情回顾：6月上中旬玉米与淀粉期价横盘震荡，下旬再度下跌，淀粉相对弱于玉米，带动淀粉-玉米价差继续收窄。

逻辑观点：

对于玉米而言，第一，6月期价下跌主要源于外盘CBOT玉米期价下跌及其巴西新作上市以来对美玉米贴水的扩大，而并非主要源于国内供需的变动，因国内现货价格相对稳定，且市场对下一年度即新作供需缺口预期仍然存在，新作合约期价升水于旧作合约，这能在一定程度上化解旧作供应压力；第二，接下来其实更多依赖外盘CBOT玉米期价的继续下跌，这取决于两个方面，其一是俄乌冲突的走向，其二是新作产量前景。此外，国内陈化水稻抛储政策亦值得重点留意，因其对应着国内玉米定价区间的下沿，为目前国内最具性价比的谷物供应来源。

对于淀粉而言，第一，6月淀粉-玉米价差继续收窄，主要源于两个方面的原因，一是疫情后供需改善有限，行业库存虽环比有所下滑，但仍处于历史同期高位；二是成本支撑受限，虽然深加工企业玉米收购价稳中偏强，但由于副产品价格持续强势，使得淀粉期现货生产利润均较为良好，这使得行业开机率环比持续上升；第二，我们倾向于认为淀粉-玉米价差已经处于较低水平，继续收窄空间受限，对应淀粉单边或更多追随玉米期价走势，后期建议关注两个方面，其一是基差，其二是副产品价格。

展望与建议：考虑到国内期价已经显著贴水于现货，我们的观点趋于保守，由前期的看空转为中性，建议激进投资者可以考虑继续持有前期空单，谨慎投资者则可以考虑平仓离场。

风险因素：俄乌冲突、新作玉米种植面积、新作产区天气、国内陈化水稻抛储政策。

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.....	7
(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月玉米期货价格下跌带动基差修复即期现大致平水之后，6月上中旬玉米期价持续震荡调整，下旬再度下跌，一方面源于美元加息使得市场通胀预期减弱，另一方面源于市场对乌克兰旧作出口恢复的担忧。

在国内供需方面，我们维持供需平衡表预估不变，继续认为2021/2022年度即旧作供需缺口5900万吨，有望通过内外饲用替代和进口加以补充。下一年度即2022/23年度产需缺口较当前年度有所扩大，因产量受面积所限难有增长，而需求受畜禽存栏环比增加有望回升，在这种情况下，我们看到新作合约较旧作合约（体现在1-9价差上）自5月下旬以来已经转为升水。

根据之前的分析框架和逻辑，我们可以将6月期价下跌理解为国内玉米定价区间上沿的下移，即中国放开巴西玉米进口之后，区间上沿转为巴西玉米进口到港成本，而CBOT玉米期价下跌带动美玉米近月进口到港成本下降，再加上巴西玉米FOB和运费的差异（根据IGC数据，6月23日巴西帕拉纳瓜与美湾fob价差28美元/吨，根据美国谷物协会数据，截至当周巴西桑托斯较美湾到中国运费相差8美元/吨），巴西玉米进口到港成本2900-2950元左右，对应北港2750-2800元左右。

也就是说，6月期价下跌主要源于外盘CBOT玉米期价下跌及其巴西新作上市以来对美玉米贴水的扩大，而非主要源于国内供需的变动，因国内现货价格相对稳定，深加工企业玉米收购价稳中偏强，其中华北产区玉米收购价甚至多有上涨，带动华北-东北产区玉米价差走扩，对应深层次的理解是，6月期价下跌很难理解为因为供需缺口有望得到补充而跌向国内玉米定价区间下沿，除去现货层面的原因之外，另一个主要原因是市场对下一年度即新作供需缺口预期仍然存在，新作合约期价升水于旧作合约，这能在一定程度上化解旧作供应压力。

在这种理解之下，接下来面临的挑战是，要想玉米期价继续下跌，主要指望两个方面的因素，其一是新作供需缺口有望得到补充，其二是外盘继续下跌带动国内玉米定价区间的上沿继续下移。考虑到国内玉米新作供需缺口由于小麦和陈化水稻库存的限制，在很大程度上依赖进口和替代加以补充，其实上述两个方面在某种意义上其实具有共通性。

换句话说，接下来其实更多依赖外盘CBOT玉米期价的继续下跌，这取决于两个方面，其一是俄乌冲突的走向，因其影响两国特别是乌克兰旧作出口的供应，还包括原油期价继而影响美玉米乙醇需求；其二是新作产量前景，一方面是种植面积（USDA将于月底公布新作种植面积），另一方面北半球玉米关键生长期的天气情况。此外，国内陈化水稻抛储政策亦值得重点留意，因其对应着国内玉米定价区间的下沿，为目前国内最具性价比的谷物供应来源。

在这种情况下，考虑到国内期价已经显著贴水于现货，我们的观点趋于保守，由前期的看空转为中性，建议激进投资者可以考虑继续持有前期空单，谨慎投资者则可以考虑平仓离场。

（二）淀粉

6月期间淀粉期价走势与玉米基本一致，即6月中上旬整体震荡运行，下旬大幅下跌，相对而言，淀粉期价表现更为弱势，淀粉-玉米价差继续收窄。

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。

在我们看来，6月淀粉-玉米价差继续收窄，主要源于两个方面的原因，一是疫情后供需改善有限，虽卓创资讯和我的农产品网均显示行业库存环比有所下滑，但仍处于历史同期高位；二是成本支撑受限，虽然深加工企业玉米收购价稳中偏强，但由于油脂油料价格的上涨，带动副产品价格持续强势，玉米胚芽更是不断创出新高，使得淀粉期现货生产利润均较为良好，这使得行业开机率环比持续上升，卓创资讯数据显示，行业开机率已经处于历史同期高位。

后期需要重点关注两个方面，其一是基差，目前淀粉期价已经由前期的升水转为显著贴水；其二是副产品价格，众所周知，油脂油料期现货价格已经经历大幅回落过程，淀粉副产品中玉米蛋白粉和玉米胚芽与油脂油料关联度较高，前期淀粉期现货生产利润改善主要源于副产品价格的上涨，后期副产品如跟随油脂油料出现较大幅度下跌，则有望导致淀粉期现货生产利润出现大幅下滑。

在这种情况下，我们倾向于认为淀粉-玉米价差已经处于较低水平，继续收窄空间受限，因华北-东北玉米价差已经走扩，而后期副产品价格有望下跌，对应淀粉单边或更多追随玉米期价走势。

二、图表与数据

（一）行情回顾

图表 1：玉米 2209 合约走势



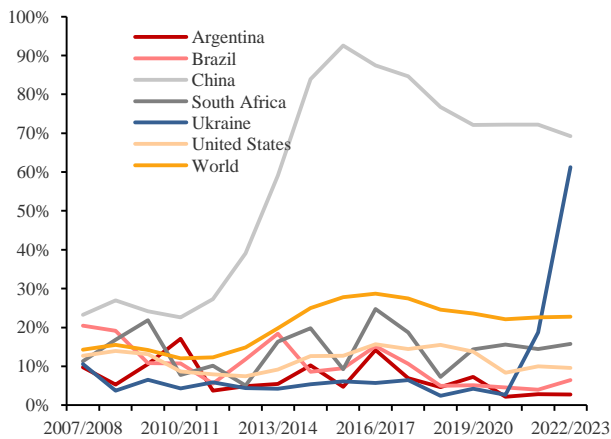
图表 2：淀粉 2209 合约走势



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



数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 4: 全球库存小幅上调

项目	19/20年度/20/21年度			21/22年度			22/23年度		
	Corn, World Total	5月预估	6月预估	预估变动	5月预估	6月预估	预估变动		
期初库存	322661	307469	293171	293246	75	309387	310920	1533	
产量	1122735	1128998	1215616	1216066	450	1180715	1185806	5091	
进口量	167664	185343	180987	179453	-1534	176839	176684	-155	
出口量	172245	182873	197785	196731	-1054	182700	182670	-30	
饲用消费	716325	723480	749975	748695	-1280	746616	747926	1310	
FSI消费量	417021	422211	432627	432419	-208	432497	432369	-128	
总消费量	1133346	1145691	1182602	1181114	-1488	1179113	1180295	1182	
期末库存	307469	293246	309387	310920	1533	305128	310445	5317	
库销比	23.55%	22.07%	22.41%	22.57%	0.15%	22.41%	22.78%	0.37%	

图表 5: 美玉米旧作出口小幅下调

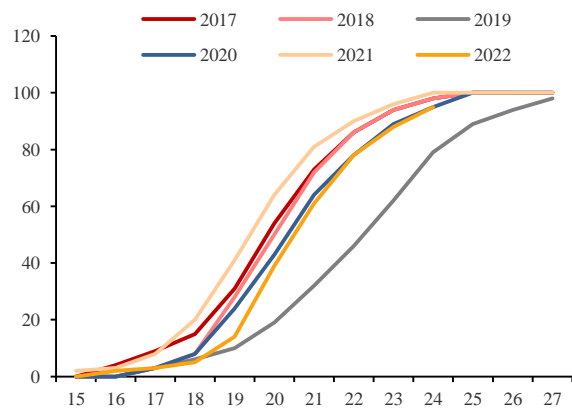
项目	19/20年度/20/21年度			21/22年度			22/23年度		
	Corn, United States	5月预估	6月预估	预估变动	5月预估	6月预估	预估变动		
期初库存	56410	48757	31358	31358	0	36570	37713	1143	
产量	345962	358447	383943	383943	0	367301	367301	0	
进口量	1064	616	635	635	0	635	635	0	
出口量	45132	69920	63503	62233	-1270	60963	60963	0	
饲用消费	149874	142183	142882	142882	0	135896	135896	0	
FSI消费量	159673	164359	172981	173108	127	173109	173236	127	
总消费量	309547	306542	315863	315990	127	309005	309132	127	
期末库存	48757	31358	36570	37713	1143	34538	35554	1016	
库销比	13.75%	8.33%	9.64%	9.97%	0.33%	9.34%	9.61%	0.27%	

数据来源: USDA 广州期货研究中心

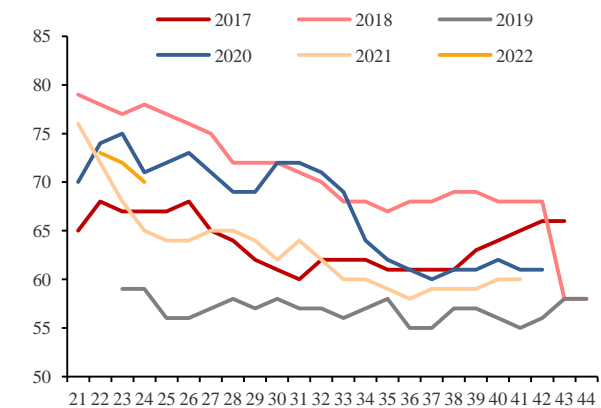
图表 6: 乌克兰新作产量预估上调

项目	19/20年度/20/21年度			21/22年度			22/23年度		
	Corn, Ukraine	5月预估	6月预估	预估变动	5月预估	6月预估	预估变动		
期初库存	891	1478	832	832	0	6773	6773	0	
产量	35887	30297	42126	42126	0	19500	25000	5500	
进口量	29	21	15	15	0	0	0	0	
出口量	28929	23864	23000	23000	0	9000	9000	0	
饲用消费	5200	5900	12000	12000	0	8000	9500	1500	
FSI消费量	1200	1200	1200	1200	0	1200	1200	0	
总消费量	6400	7100	13200	13200	0	9200	10700	1500	
期末库存	1478	832	6773	6773	0	8073	12073	4000	
库销比	4.18%	2.69%	18.71%	18.71%	0.00%	44.36%	61.28%	16.93%	

图表 7: 美玉米出苗率 95%

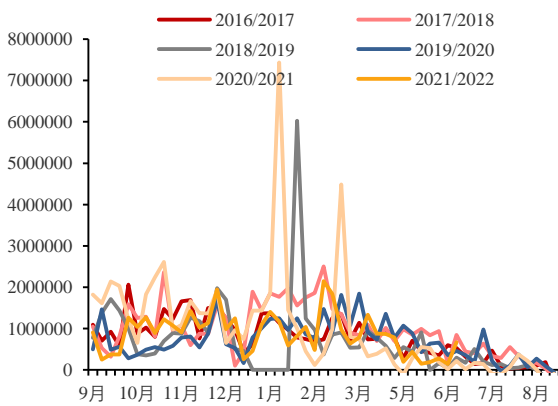


图表 8: 美玉米优良率下滑至 70%

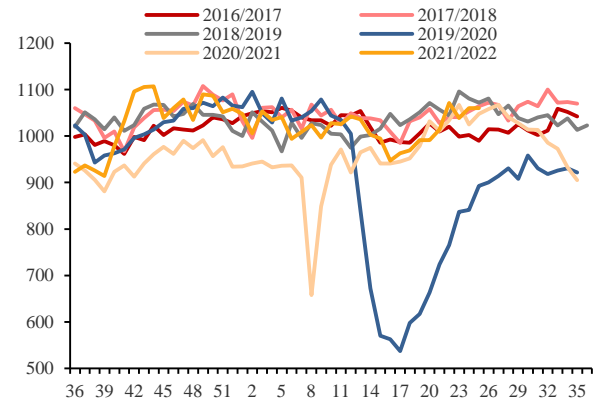


数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 9: 美玉米出口销售量多周不及预估进度



图表 10: 美玉米乙醇产量维持高位



数据来源: USDA EIA 广州期货研究中心

(三) 国内供需

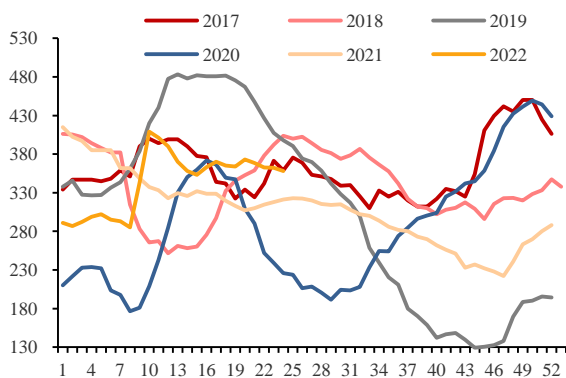
图表 11: 国内玉米供需平衡表

单位: 百万吨

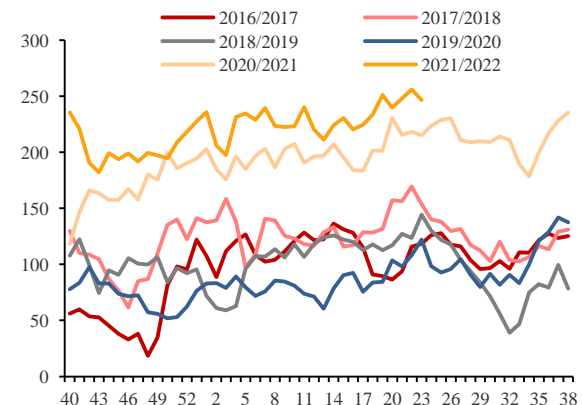
项目	中国玉米供需平衡表-产需缺口版									
	年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
期初库存		100.9	178.4	260.7	250.0	195.0	146.9	94.4	101.1	102.5
产量		249.8	265.0	216.0	196.0	201.0	196.0	191.0	216.0	215.0
饲用需求		133.0	137.0	169.5	185.0	174.9	182.0	205.0	190.0	195.0
FSI需求		63.0	64.0	74.0	83.0	86.0	85.0	88.0	85.0	88.0
总需求		196.0	201.0	243.5	268.0	260.9	267.0	293.0	275.0	283.0
产需缺口		53.8	64.0	-27.5	-72.0	-59.9	-71.0	-102.0	-59.0	-68.0
玉米		5.3	3.2	2.5	3.5	4.5	7.6	29.6	15.0	17.0
大麦		8.6	5.9	8.1	8.1	5.2	6.0	12.1	8.0	6.0
高粱		9.1	8.3	5.2	4.4	0.7	3.7	8.7	6.5	4.0
小麦		5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	43.0	15.0	10.0
陈化水稻								25.0	25.0	20.0
折玉米		23.7	18.3	16.7	17.0	11.8	18.5	108.7	60.4	49.2
期末库存		178.4	260.7	250.0	195.0	146.9	94.4	101.1	102.5	83.7
其中: 储备库存		162.1	251.5	214.0	114.0	92.0	15.0	23.0	33.0	27.0
社会库存		16.3	9.2	36.0	81.0	54.9	79.4	78.1	69.5	56.7

数据来源: 广州期货研究中心

图表 12: 北方港口库存变动不大

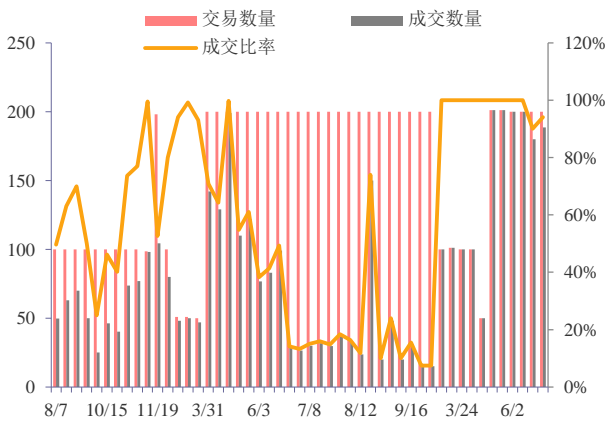


图表 13: 南方港口全部谷物库存维持高位

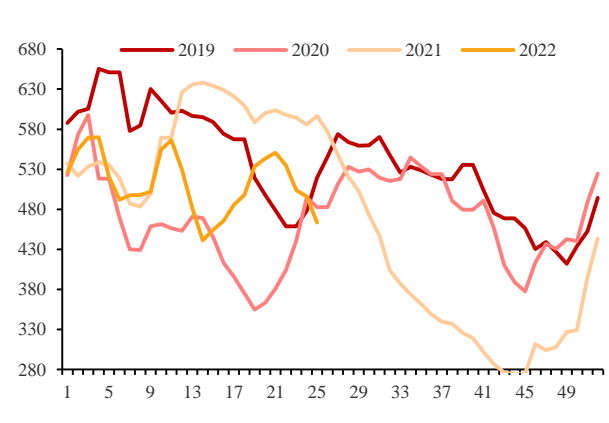


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 14: 陈化水稻拍卖连续两周未 100%成交

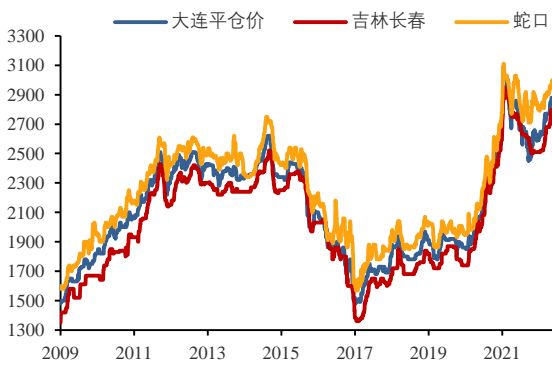


图表 15: 深加工企业玉米库存再度下降

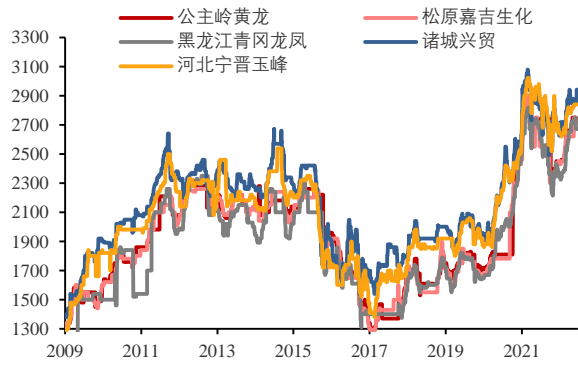


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 16: 玉米现货价格整体稳定



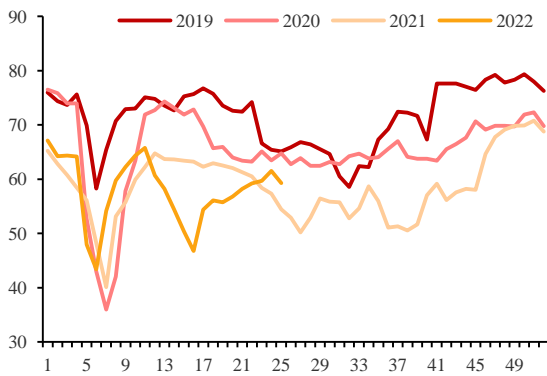
图表 17: 深加工企业玉米收购稳中偏强



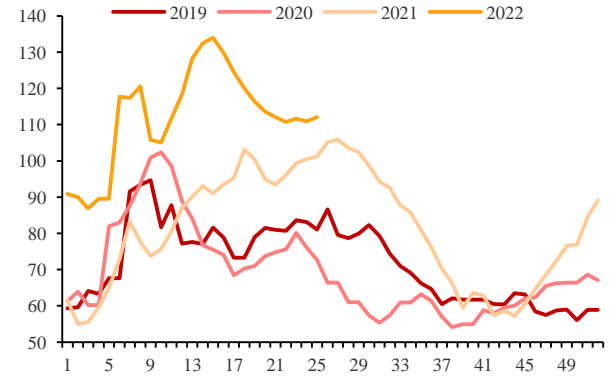
数据来源: 同花顺 广州期货研究中心

(四) 淀粉供需

图表 18: 淀粉行业开机率

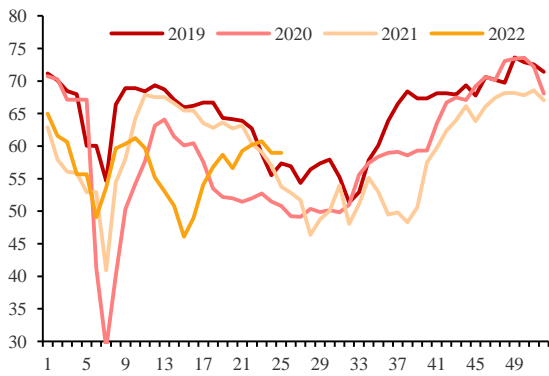


图表 19: 淀粉行业库存依然处于历史同期高位

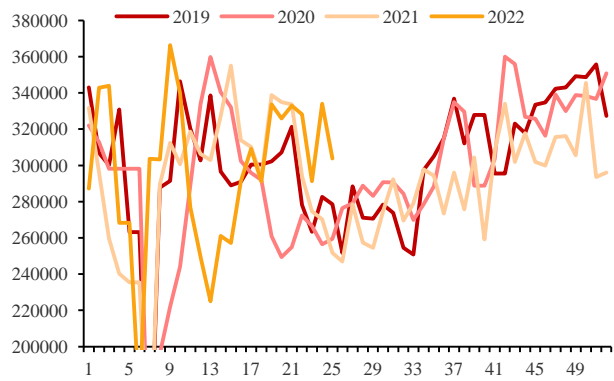


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 20: 淀粉行业开机率

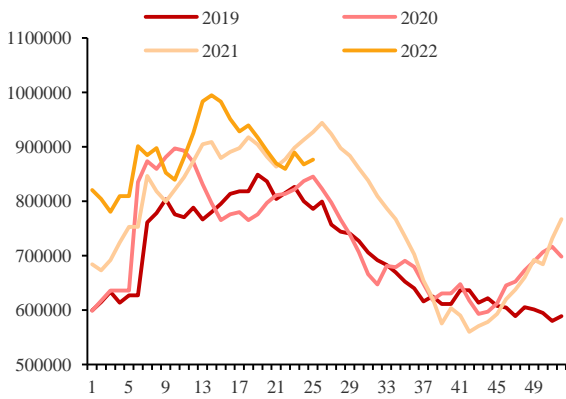


图表 21: 淀粉出库量疫情后有所恢复

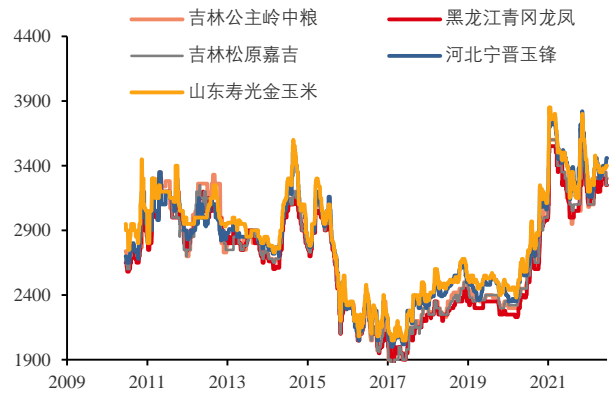


数据来源: 卓创资讯 广州期货研究中心

图表 22: 淀粉行业库存依然偏高

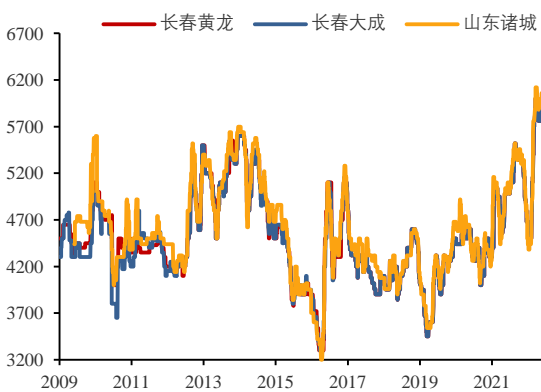


图表 23: 玉米淀粉现货价格

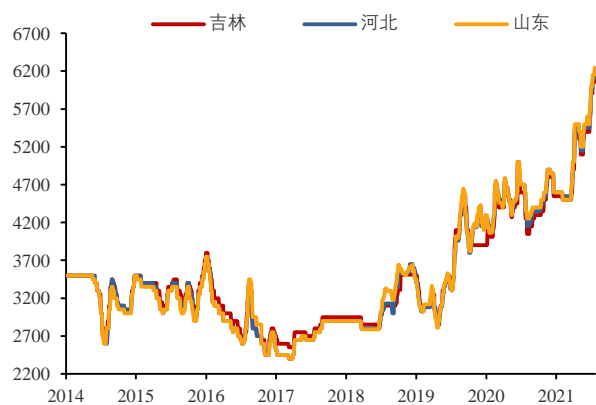


数据来源: 卓创资讯 Wind 广州期货研究中心

图表 24: 玉米蛋白粉价格飙升



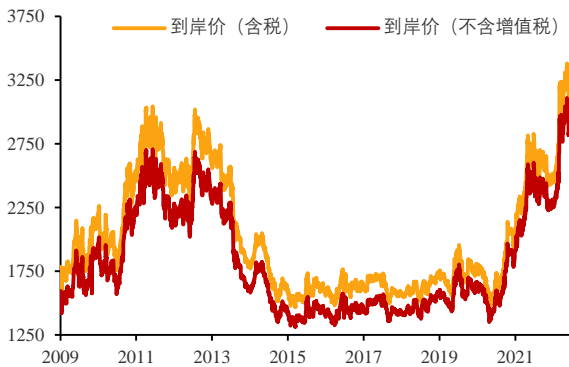
图表 25: 玉米胚芽价格不断创出新高



数据来源: Wind 广州期货研究中心

(五) 成本利润

图表 26: 美玉米近月进口成本维持高位

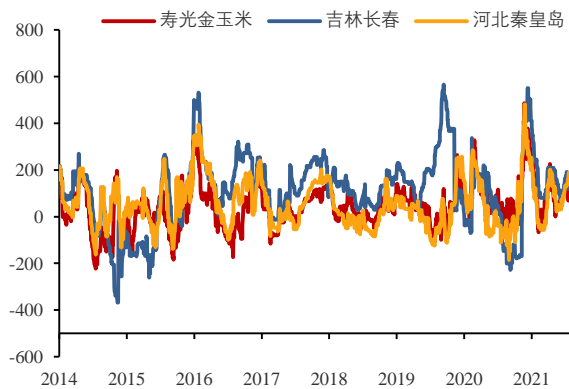


图表 27: 美玉米进口到港继续亏损

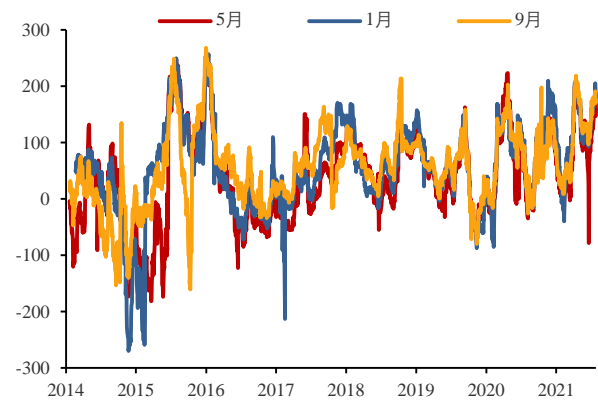


数据来源: 美国谷物协会 Wind 广州期货研究中心

图表 28: 淀粉现货生产利润



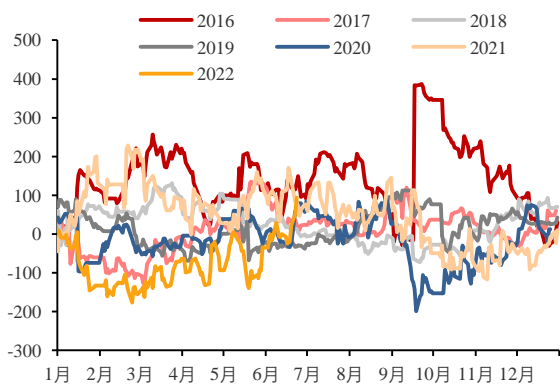
图表 29: 淀粉盘面生产利润



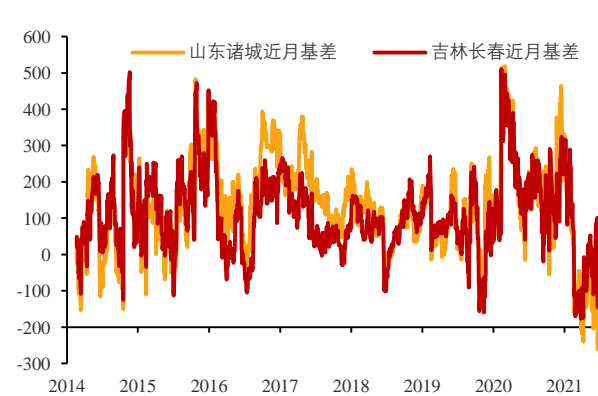
数据来源: 广州期货研究中心

(六) 价差表现

图表 30: 玉米近月基差逆转



图表 31: 淀粉近月基差亦显著走强



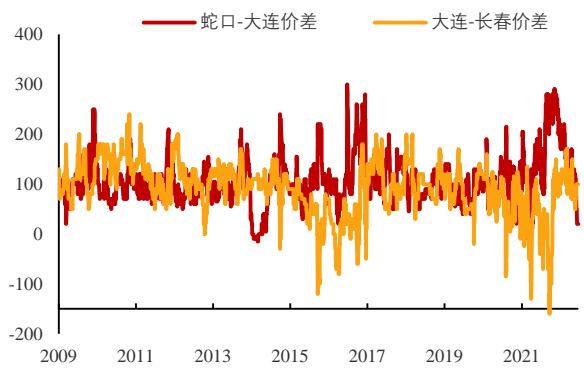
数据来源: Wind 文华财经 广州期货研究中心

图表 32: 小麦-玉米价差不支持小麦饲用替代

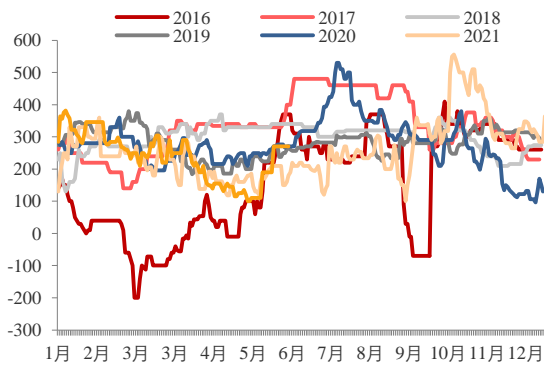


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 33: 南北方港口玉米严重倒挂

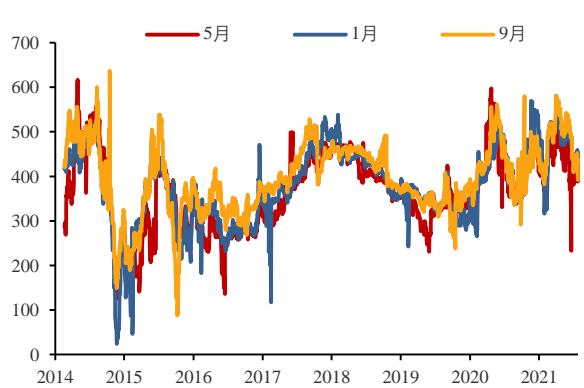


图表 34: 华北-东北玉米价差走扩



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 35: 淀粉-玉米价差持续收窄



三、近期市场动态

USDA6月供需报告显示, 其将乌克兰玉米产量上调550万吨, 将美玉米出口下调127万吨, 全球玉米期末库存上调532万吨至3.1045亿吨。

国际谷物理事会(IGC)6月23日将全球新作玉米产量预估上调, 主要源于乌克兰谷物产量前景改善, 预计乌克兰玉米产量将由此前的1860万吨上调至2510万吨, 受此带动全球玉米产量预估上调600万吨至11.90亿吨, 仍低于上一年度的12.19亿吨。

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	苏州营业部	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：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07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	佛山南海营业部	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：佛山市南海区桂城街道海五路28号华南国际金融中心2幢2301房	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
广州体育中心营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-28180338 办公地址：广州市天河区体育东路136,138号17层0225房、17层03房自编A	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星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	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：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街150号中信广场主楼七层703、705室	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	四川分公司	机构业务部	机构事业一部
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801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：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
机构事业二部	机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司	
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	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	