

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

基差修复之后期价继续上涨动力或不足

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

摘要：

行情回顾：7月期间整体表现为先抑后扬，上中旬玉米与淀粉期价持续下跌并不断创出新低，带动基差持续走强，且远月-近月升水扩大；下旬特别是月底大幅减仓反弹，带动基差显著修复。

逻辑观点：

对于玉米而言，第一，7月上中旬玉米期价大幅下跌，主要源于外盘下跌带动定价区间上沿下移，以及国内供需缺口补充之后玉米定价往区间下沿靠拢，考虑到外盘美玉米已经下跌至俄乌冲突之前，而俄乌冲突本身已经导致乌克兰新作产量预估下调，而内盘玉米期价一度跌至陈化水稻折算的北方港口集港成本，我们倾向于玉米期价已经在很大程度上反映悲观预期，目前已知低点已经接近阶段性底部，继续下跌空间有限；第二，7月下旬至月底的反弹更多可以理解为基差修复，考虑到国际宏观环境之下，外围乌克兰旧作出口恢复，后期美玉米定产，而国内贸易商旧作去库压力和新作上市压力，我们倾向于基差修复之后继续上涨动力不足，甚至不排除继续下跌的可能性。

对于淀粉而言，第一，7月期间淀粉-玉米价差经历先抑后扬的过程，月初以来持续震荡，月中到下旬一度继续收窄，月底当周大幅回升，全月整体来看变动不大；第二，淀粉-玉米价差大幅波动主要源于供需端和成本端的不确定性，前者主要体现在行业库存需要去化，后者则主要体现在华北-东北玉米价差上；第三，考虑到供需端和成本端的不确定性，而淀粉-玉米价差已经持续收窄至低位，我们倾向于淀粉-玉米价差波动方向不明，淀粉更多跟随原料端玉米期价走势。

展望与建议：考虑到玉米和淀粉期价已知低点接近阶段性底部，但基差修复之后缺乏上涨动力，我们继续持中性观点。

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.....	1
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

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。

7月上中旬期价持续下跌并不断创出新低，基差大幅走强，一度创出往年同期新高，表明市场已经证实当前年度供需缺口已经得到补充，甚至悲观到预期旧作库存需要去化；与此同时，玉米远月-近月价差扩大，则表明市场对下一年度供需缺口的预期依然存在，也就是说，两个年度供需预期的差异，使得市场预计现货价格需要下跌至可以跟新作玉米竞争的水平。

根据之前的分析框架和逻辑，当前年度供需缺口得到补充之后，国内玉米定价将从区间上沿转移至下沿，以目前国内饲用谷物价格测算，目前已知的盘面低点仅高于进口巴西玉米到港成本，低于国内小麦、进口美玉米、高粱、大麦，甚至低于陈化水稻折算的北方港口集港成本。可以理解为市场已经在很大程度上已经反映了悲观预期。

接下来需要继续关注内外两个方面，外盘需要留意俄乌冲突下两国谷物出口特别是乌克兰旧作谷物出口恢复的情况，7月22日俄罗斯、乌克兰、土耳其和联合国四方达成协议，后期留意实际执行情况；此外，值得重点留意的是新作产量前景，一是美玉米种植面积会否继续上调，二是后期产区天气及其美玉米生长进度。

内盘则需要留意贸易商旧作去库压力和新作早熟玉米上市压力，前者主要体现在东北产区到南北方港口这一贸易线路上，目前南北方港口库存依然偏高，特别是南方港口库存依然处于历史同期高位；后期主要体现在华北地区，因8月新作早熟玉米即将入市。

综合来看，7月上中旬玉米期价大幅下跌，主要源于外盘下跌带动定价区间上沿下移，以及国内供需缺口补充之后玉米定价往区间下沿靠拢，考虑到外盘美玉米已经下跌至俄乌冲突之前，而俄乌冲突本身已经导致乌克兰新作产量预估下调，而内盘玉米期价一度跌至陈化水稻折算的北方港口集港成本，我们倾向于玉米期价已经在很大程度上反映悲观预期，目前已知低点已经接近阶段性底部，后期继续下跌空间有限。

但与此同时，7月下旬至月底的反弹更多可以理解为基差修复，考虑到国际宏观环境之下，外围乌克兰旧作出口恢复，后期美玉米定产，而国内贸易商旧作去库压力和新作上市压力，我们倾向于基差修复之后继续上涨动力不足，甚至不排除继续下跌的可能性，因此我们继续持中性判断。

（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。

7月期间淀粉-玉米价差经历先抑后扬的过程，月初以来持续震荡，月

中到下旬一度继续收窄，月底当周大幅回升，全月整体来看变动不大。而从期价和基差的角度看，淀粉期价上中旬跟随玉米持续下跌不断创出新低，在月底大幅减仓反弹带动基差修复。

究其原因，主要源于后期淀粉行业供需的不确定性，从卓创资讯数据可以看出，前期4月期间由于疫情影响行业出库量大幅下滑创出历史同期新低，带动行业库存持续累积，5月之后疫情影响转弱，表观需求有所恢复，出库量虽持续处于历史同期高位，但由于行业开机率带动周度产量亦处于历史同期高位，行业库存虽有环比下滑，但依然处于历史同期高位，我的农产品网数据显示淀粉行业库存甚至为历年最高水平。但进入7月之后，由于现货生产利润下滑，淀粉行业开机率持续下滑，卓创资讯和我的农产品网数据均显示，截至7月底当周，行业开机率创出历史同期新低，这有望带动后期淀粉行业供需趋于改善，当然，需要指出的是，淀粉行业库存仍有待去化。

值得注意的是，现货生产利润虽然恶化，但盘面生产利润依然良好，这主要源于两个方面，其一是淀粉副产品价格高企，玉米蛋白粉和玉米胚芽价格虽在7月间有所下跌，但依然处于历史同期最高水平；其二是成本端玉米期价的大幅下跌，考虑到与玉米不同，淀粉交割地包括华北产区，这里面就需要特别留意华北玉米原料成本及其华北-东北玉米价差，7月以来，这一价差持续收窄，后期华北面临新作早熟玉米上市，但与此同时，华北小麦-玉米价差继续走扩，不利于小麦饲用替代，这或许在一定程度上会对华北玉米构成支撑。

在这种情况下，考虑到供需端和成本端的不确定性，而淀粉-玉米价差已经持续收窄至低位，我们倾向于淀粉-玉米价差波动方向不明，淀粉更多跟随原料端玉米期价走势。

二、图表与数据

(一) 行情回顾

图表 1：玉米 2209 合约走势



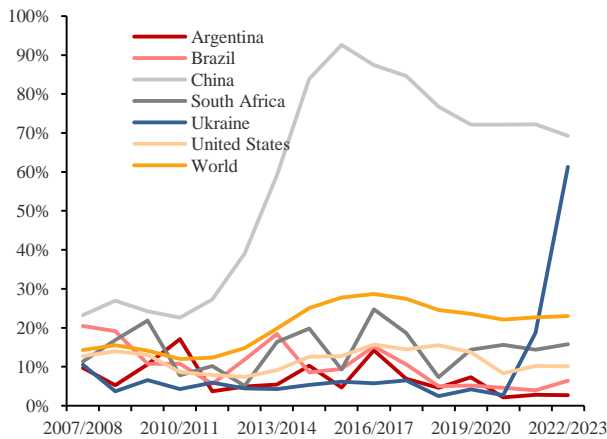
图表 2：淀粉 2209 合约走势



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

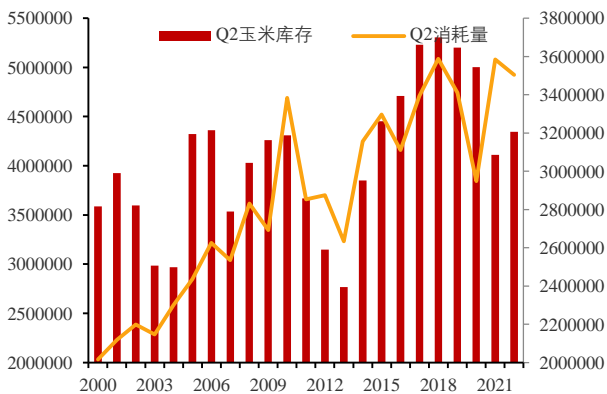


数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 4: 全球库存小幅上调

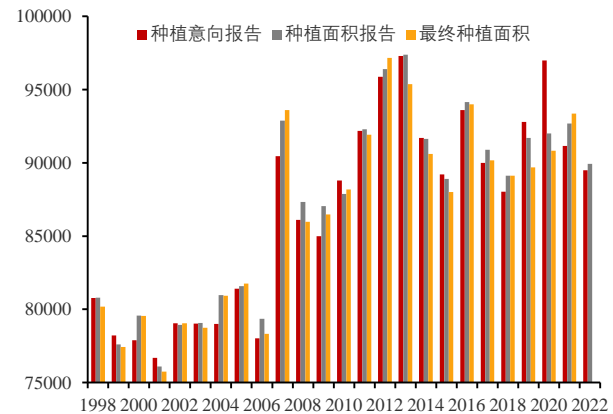
项目	19/20年度		20/21年度			21/22年度			22/23年度		
	Corn, World Total	6月预估	7月预估	预估变动	6月预估	7月预估	预估变动	6月预估	7月预估	预估变动	
期初库存	322658	307458	293246	293291	45	310920	312278	1358			
产量	1122735	1128998	1216066	1217866	1800	1185806	1185899	93			
进口量	167626	185221	179453	179145	-308	176684	177079	395			
出口量	172245	182820	196731	199233	2502	182670	182570	-100			
饲用消费	716295	723420	748695	746270	-2425	747926	747211	-715			
FSI消费量	417021	422146	432419	432521	102	432369	432539	170			
总消费量	1133316	1145566	1181114	1178791	-2323	1180295	1179750	-545			
期末库存	307458	293291	310920	312278	1358	310445	312936	2491			
库销比	23.55%	22.08%	22.57%	22.66%	0.10%	22.78%	22.97%	0.19%			

图表 5: 美玉米季度库存数据高于预期

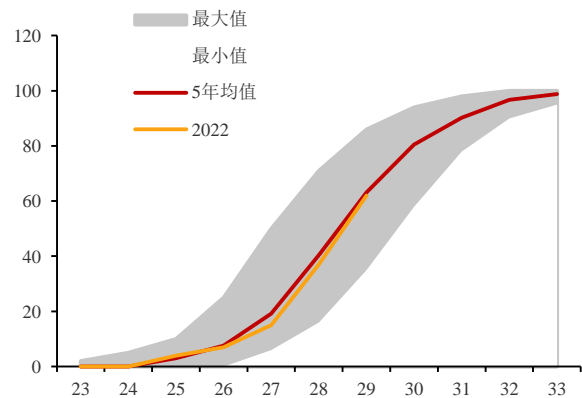


数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 6: 美玉米新作种植面积高于预期

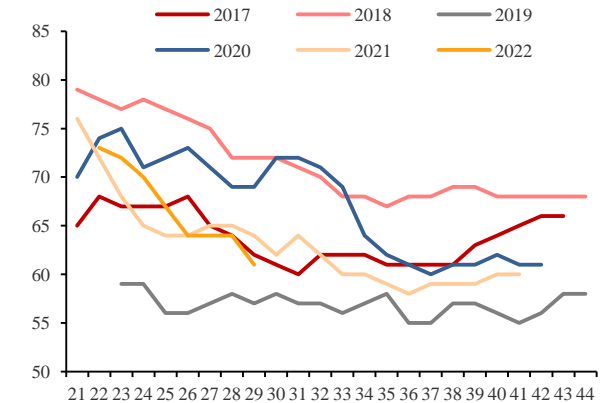


图表 7: 美玉米抽丝率略低于5年均值

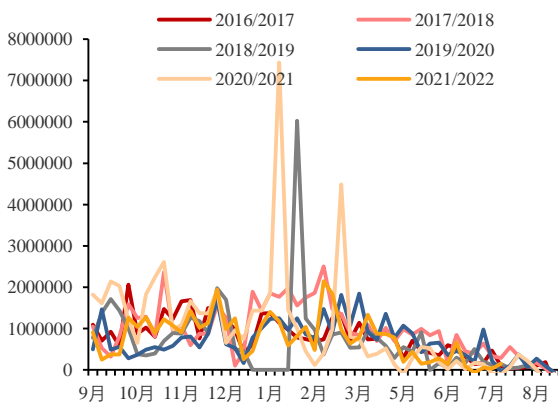


数据来源: USDA 广州期货研究中心

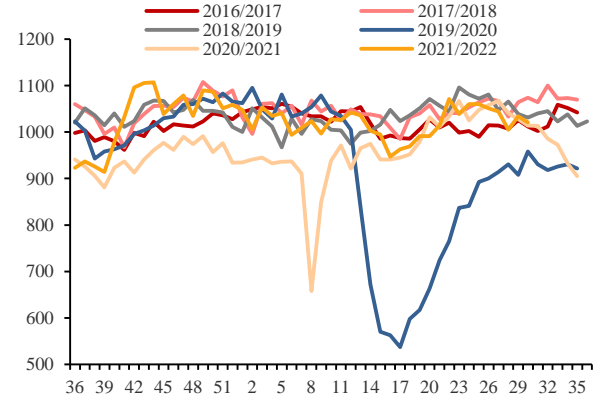
图表 8: 美玉米优良率持续下滑至61%



图表 9: 美玉米出口销售量多周不及预估进度



图表 10: 美玉米乙醇产量处于正常水平



数据来源: USDA EIA 广州期货研究中心

(三) 国内供需

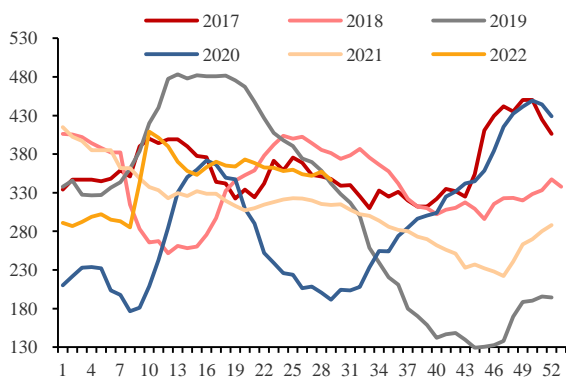
图表 11: 国内玉米供需平衡表

单位: 百万吨

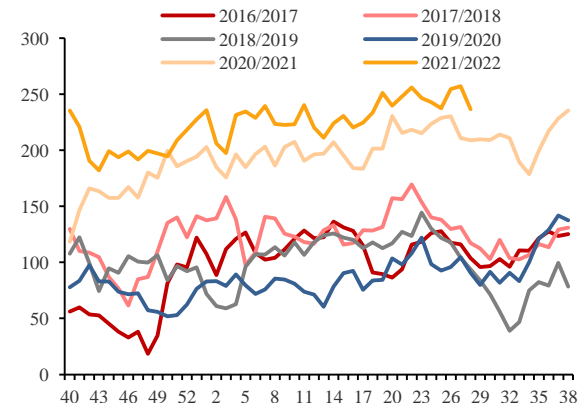
项目	中国玉米供需平衡表-产需缺口版									
	年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
期初库存		100.9	178.4	260.7	250.0	195.0	146.9	94.4	101.1	102.5
产量		249.8	265.0	216.0	196.0	201.0	196.0	191.0	216.0	215.0
饲用需求		133.0	137.0	169.5	185.0	174.9	182.0	205.0	190.0	195.0
FSI需求		63.0	64.0	74.0	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

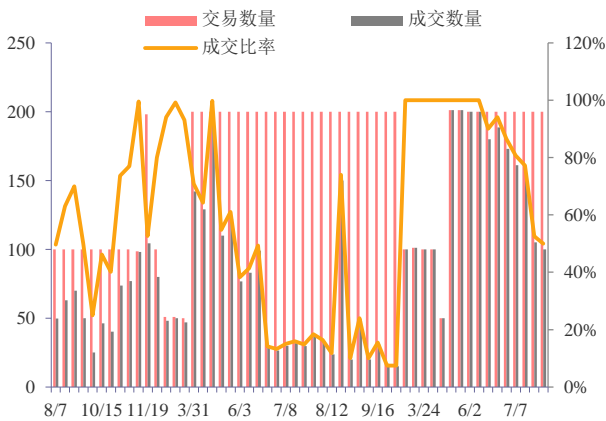


图表 13: 南方港口全部谷物库存维持高位



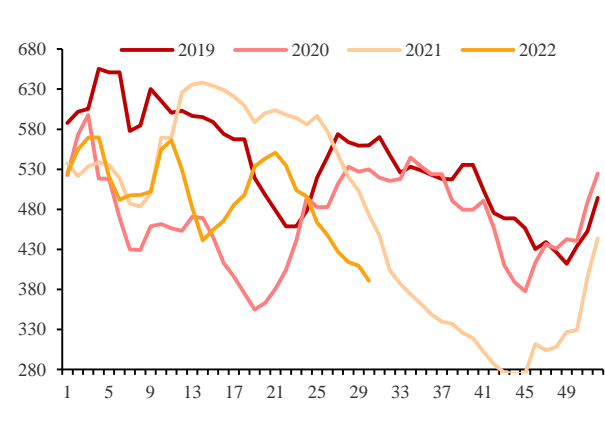
数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 14: 陈化水稻拍卖成交持续下降

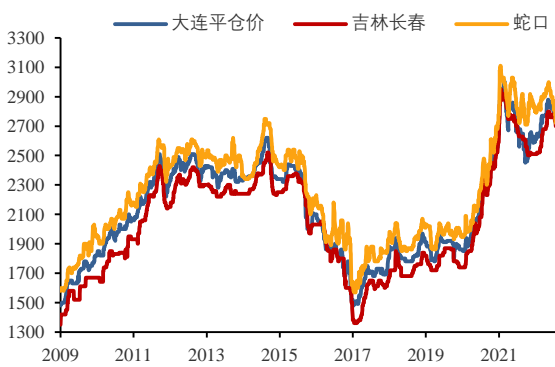


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 15: 深加工企业玉米库存持续下滑

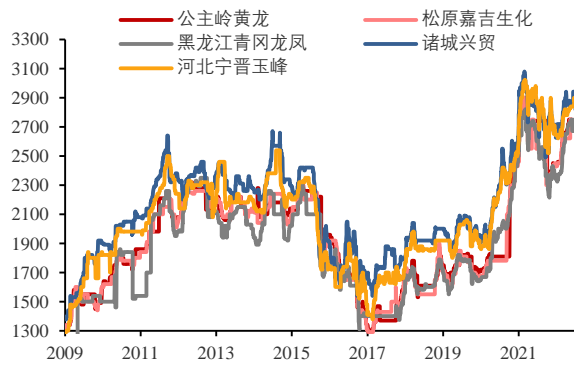


图表 16: 玉米现货价格整体回落



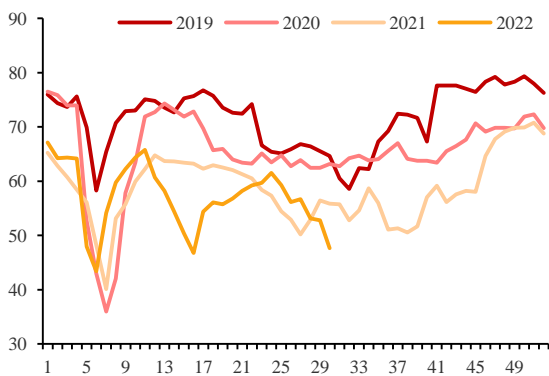
数据来源: 同花顺 广州期货研究中心

图表 17: 深加工企业玉米收购稳中有跌

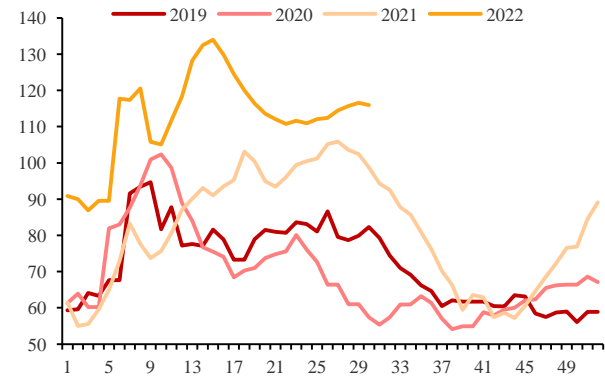


(四) 淀粉供需

图表 18: 淀粉行业开机率下滑至历史低位

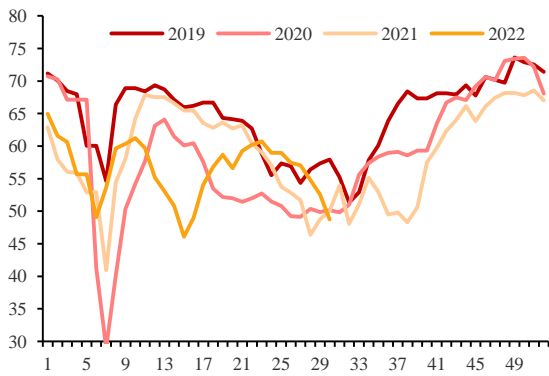


图表 19: 淀粉行业库存依然处于历史同期高位



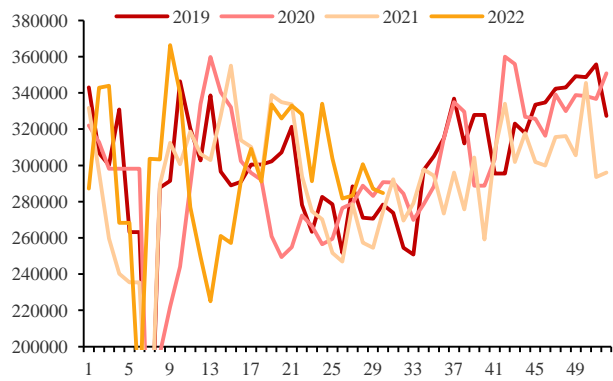
数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 20: 淀粉行业开机率持续下滑

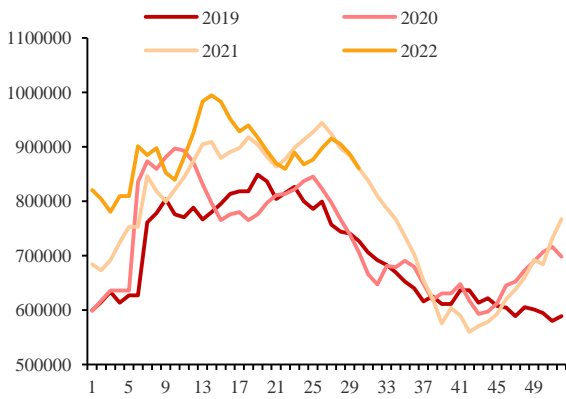


数据来源: 卓创资讯 广州期货研究中心

图表 21: 淀粉出库量处于同期相对高位

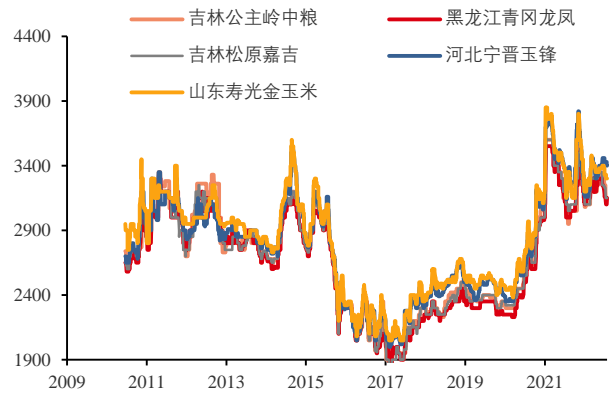


图表 22: 淀粉行业库存依然偏高

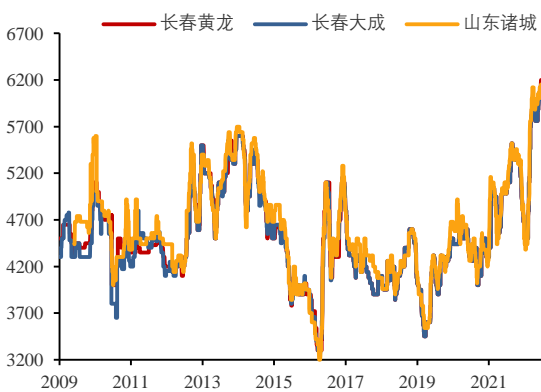


数据来源: 卓创资讯 Wind 广州期货研究中心

图表 23: 玉米淀粉现货价格受成本支撑

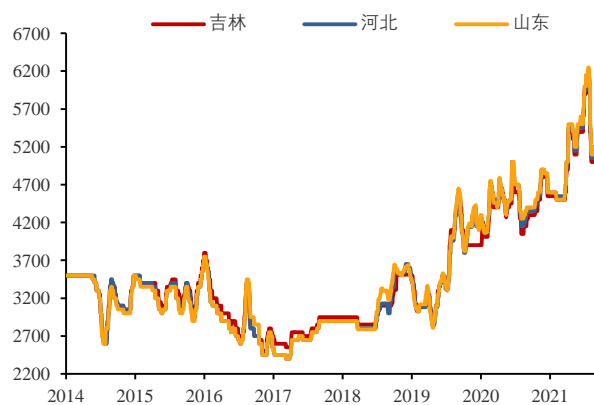


图表 24: 玉米蛋白粉价格小幅回落



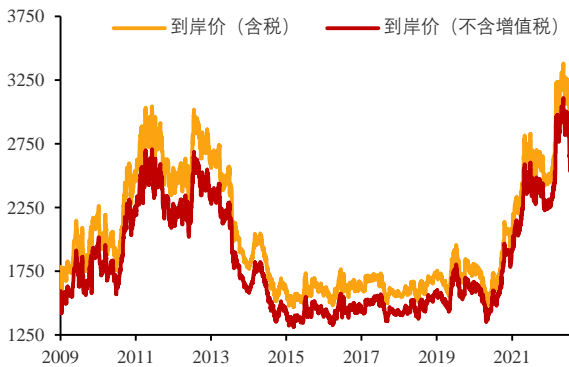
数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 25: 玉米胚芽价格依然处于历史高位

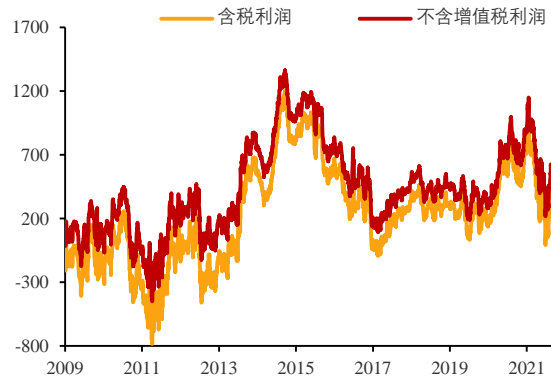


(五) 成本利润

图表 26: 美玉米近月进口成本大幅下滑

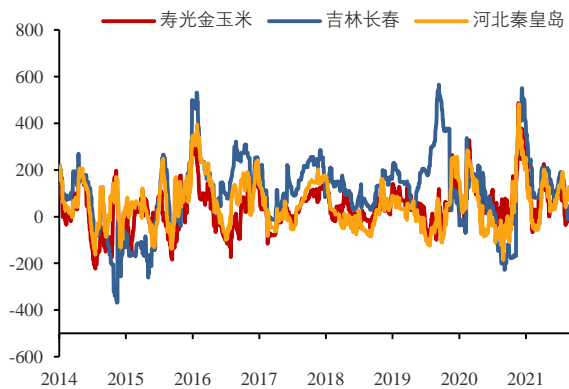


图表 27: 美玉米进口到港利润有所改善

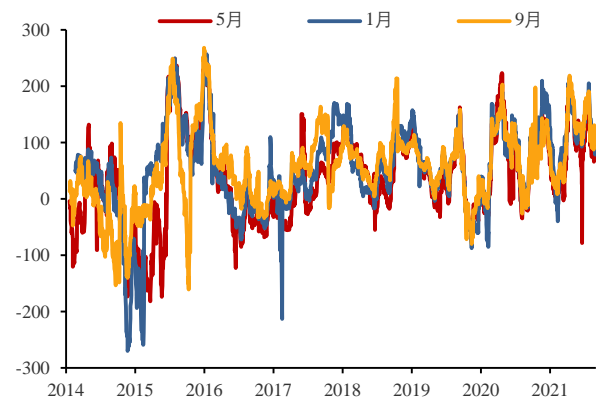


数据来源: 美国谷物协会 Wind 广州期货研究中心

图表 28: 淀粉现货生产大致盈亏平衡



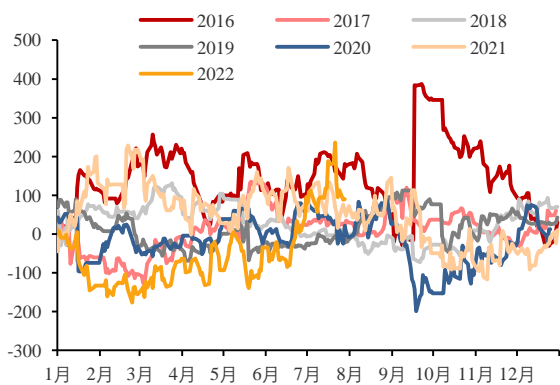
图表 29: 淀粉盘面生产利润依然良好



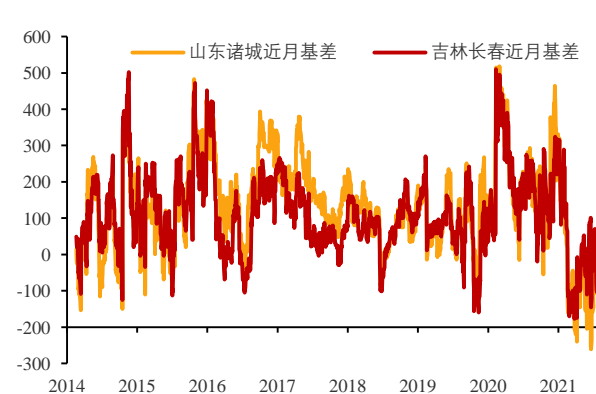
数据来源: 广州期货研究中心

(六) 价差表现

图表 30: 玉米近月基差先扬后抑



图表 31: 淀粉近月基差先扬后抑



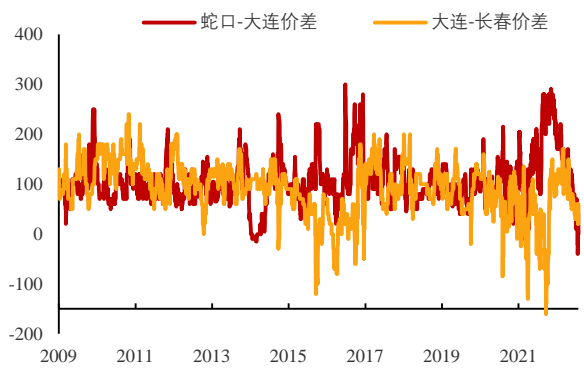
数据来源: Wind 文华财经 广州期货研究中心

图表 32: 小麦-玉米价差不支持小麦饲用替代

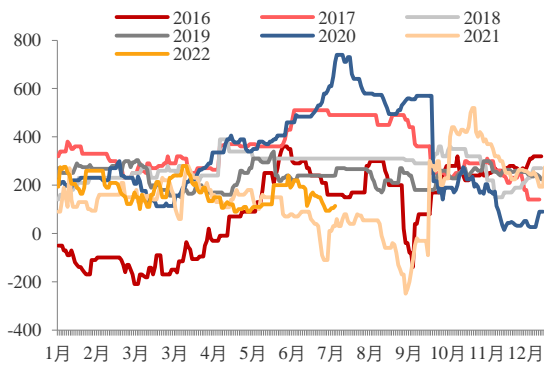


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 33: 南北方港口玉米严重倒挂

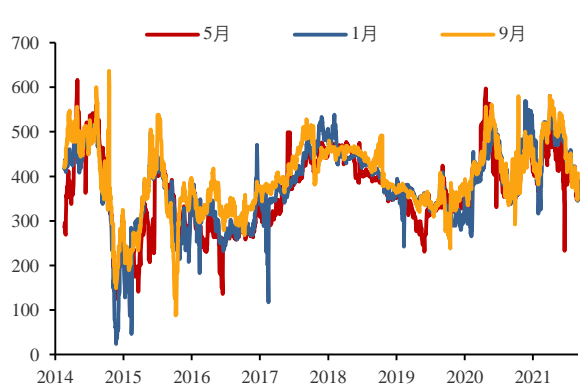


图表 34: 华北-东北玉米价差总体收窄



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 35: 淀粉-玉米价差先抑后扬



三、近期市场动态

USDA6月底公布的截至6月1日季度库存和新作玉米种植面积均高于市场预期,USDA7月供需相应下调美玉米旧作饲用需求并上调新作玉米产量预估。

7月22日俄罗斯和乌克兰分别与土耳其和联合国签署了协议,为出口俄乌两国数千万吨的粮食、以及俄罗斯的化肥扫清了道路。

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025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	