

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

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月期间现货变动不大，期价先扬后抑，下半月特别是下旬快速回落，带动淀粉和玉米基差整体显著走强，其中淀粉近弱远强更为明显。

逻辑观点：

对于玉米而言，第一，期价回落符合我们月中策略报告的逻辑，即通过对比分析，我们倾向于认为国内玉米市场主动去库存已经接近尾声甚至已经结束，但在主动补库存之前，很可能存在新作上市释放的被动去库存阶段，对应玉米期价或趋于调整。而基于支撑/驱动因素的分析，与去年横盘的调整模式不同，今年更可能是震荡回落；第二，在这一逻辑指引下，我们需要关注两个方面，即新作压力释放的情况和外盘CBOT期价走势。目前纠结之处在于，深加工企业和南北方港口玉米库存均持续下滑，而美玉米期价依然坚挺，且美湾升贴水大幅飙升，美玉米进口到港成本大幅上涨，在一定程度上支撑南北方港口现货价格，而在基差走强的情况下，短期内会抑制期价下跌的空间；第三，综上所述，目前处于被动去库存即消化新作上市压力的阶段，但需要说明的是，待新作上市压力释放之后，行业或进入基于年度供需缺口而进行的主动补库存阶段。**对于淀粉而言，**第一，9月期间淀粉-玉米价差整体收窄，主要源于三个方面的原因，主要源于三个方面，即淀粉和玉米两者基差的差异，华北-东北玉米价差持续低位，及其副产品价格高位再上涨；第二，遵循市场目前的逻辑思路，基于华北产区现货与基差来看，淀粉-玉米价差仍有收窄空间，淀粉单边亦有下跌空间。但需要特别留意两个方面，即行业供需的转变和华北-东北玉米价差的走强；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：延续策略报告逻辑，持谨慎看空观点，建议前期空单继续持有，后期则有望转向做多。

风险因素：俄乌冲突、新作产量前景、国内陈化水稻抛储政策。

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

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.....	3
(一) 行情回顾.....	3
(二) 外部供需.....	3
(三) 国内供需.....	4
(四) 淀粉供需.....	6
(五) 成本利润.....	7
(六) 价差表现.....	8
三、近期市场动态.....	9
免责声明.....	10
研究中心简介.....	10
广州期货业务单元一览.....	11

一、逻辑分析与行情研判

（一）玉米

在国内供需方面，我们对国内供需平衡表做小幅调整，其中新作产量预估上调500万吨，与上一年度持平，主要是预计华北和西北地区种植面积与单产有所改善，抵消东北产区产量下滑，对应2022/23年度供需缺口6700万吨。

9月期间国内玉米期价先扬后抑，上中旬受外盘带动持续震荡偏强运行，下旬快速下跌。而现货价格整体呈现分化态势，华北产区受新作上市压力带动整体偏弱，而受进口到港成本上涨及其南北方港口库存持续下降带动，东北产区到南北方港口现货价格则稳中有涨。这带动基差整体持续走强，1月合约对大连平仓价基差从-67元上涨至月底的17元。

期价表现符合我们月中推出的看空策略，该策略的逻辑是，通过对比分析，我们倾向于认为国内玉米市场主动去库存已经接近尾声甚至已经结束，但在主动补库存之前，很可能存在新作上市释放的被动去库存阶段，对应玉米期价或趋于调整。而基于支撑/驱动因素的分析，与去年横盘的调整模式不同，今年更可能是震荡回落。

简单回顾7月底以来的玉米期价反弹行情可以看出，最初主要源于基差修复，随后则主要源于外盘CBOT玉米期价的带动，即在新作种植面积和单产担忧的带动下，美玉米期价持续震荡上涨，通过进口成本带动南方港口谷物价格，继而带动北方港口玉米现货。考虑到玉米供需格局与去年颇为相似，均是国内玉米市场存在年度产需缺口有待补充，去年走势与逻辑可以作为参考，去年玉米期现货于9月下旬启动，主要源于小麦临储拍卖暂停，小麦现货价格带动玉米期现货价格持续上涨至11月中，然后在新作上市压力之下持续震荡至12月底1月初，市场新一轮补库带动期现货价格持续上涨。

跟去年相比，有两个方面值得重点留意，其一是会否存在类似于去年11月中-12月底的调整阶段，这一阶段可以理解为从主动去库存到主动补库存之间的被动去库存阶段，这主要源于新作上市压力有待释放。考虑到今年上涨启动时间更早，新作集中上市压力同样需要释放，再加上国内陈化水稻仍在持续投放之中，参考去年有望继续投放至10月中，期现货的回升使得陈化水稻成交在近两周显著回暖，表明市场更愿意选择参拍临储陈化水稻来补充库存，但这实质上增加了新作上市阶段的替代供应；其二是支撑/驱动因素的持续性，去年小麦价格上涨之后持续坚挺，今年驱动因素源于外盘，在USDA9月供需报告定产之后，后续缺乏利多，接下来转向新作上市压力，停更之前的美玉米出口销售和出口装船进度自6月底以来持续低于USDA供需报告预估，且目前美玉米面临乌克兰和巴西玉米的竞争，美湾和巴西帕拉纳瓜玉米FOB价差显著拉大，到中国进口到港成本差接近300元/吨，而IMEA数据显示巴西马托格罗索州玉米销售进度为过去几年最慢。

在这一逻辑指引下，我们需要关注两个方面，其一是新作压力释放的情况，其二是外盘CBOT期价走势。目前纠结之处在于，深加工企业和南北方港口玉米库存均持续下滑，而USDA9月底公布的季度库存报告显示，截至9月1日美玉米库存低于USDA供需报告预估和市场报告前预估，再加

上美国中西部内河运输不畅，在一定程度上缓解了新作上市压力的释放，虽然美玉米出口和玉米乙醇需求持续弱势，但美玉米期价依然坚挺，且美湾升贴水大幅飙升，美玉米进口到港成本大幅上涨，在一定程度上支撑南北方港口现货价格，而在基差走强的情况下，短期内会抑制期价下跌的空间。

综上所述，我们维持策略报告观点，目前处于被动去库存即消化新作上市压力的阶段，继续谨慎看空观点，但需要说明的是，待新作上市压力释放之后，行业或进入基于年度产需缺口而进行的主动补库存阶段。因此，我们建议前期多单可考虑继续持有，不建议追空，后期转向做多。

（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。

9月期间淀粉-玉米价差先扬后抑，上半月震荡走扩，下半月大幅收窄，且近月收窄幅度显著大于远月，其中1月合约收窄100元，5月合约收窄49元，9月新合约上市，2309合约收窄26元。

究其原因，价差整体收窄主要源于三个方面，其一是淀粉和玉米两者基差的差异，截至9月20日，淀粉近月基差吉林长春-163，山东寿光-258，玉米则为-45，即淀粉期价升水幅度显著高于玉米；其二是华北-东北玉米价差持续低位，使得华北淀粉与东北淀粉现货差不多同价，在行业供需宽松阶段，期价倾向于反映低价交割区域，也就是华北产区（因华北地区交割升水150元/吨）；其三是副产品价格高位再上涨，受豆粕等的带动，9月下旬玉米蛋白粉上涨200元/吨，玉米胚芽、玉米纤维上涨超过100元/吨（三者占比分别为5%、8%和14%），使得盘面生产利润较为丰厚，现货生产利润亦有所改善。

遵循市场目前的逻辑思路，基于华北产区现货与基差来看，淀粉-玉米价差仍有收窄空间，淀粉单边亦有下跌空间。但需要特别留意两个方面，其一是供需的转变，季节性来看目前已经进入行业去库存的尾声阶段，但副产品价格上涨导致行业现货生产利润改善继而导致行业开机率回升，而疫情和宏观经济因素会持续影响需求；其二是华北-东北玉米价差的走强，因华北玉米现货目前为全国洼地，这会加快华北新玉米外流和消化，但与此同时，新作上市压力的释放或仍需要一定的时间。

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 2301 合约走势



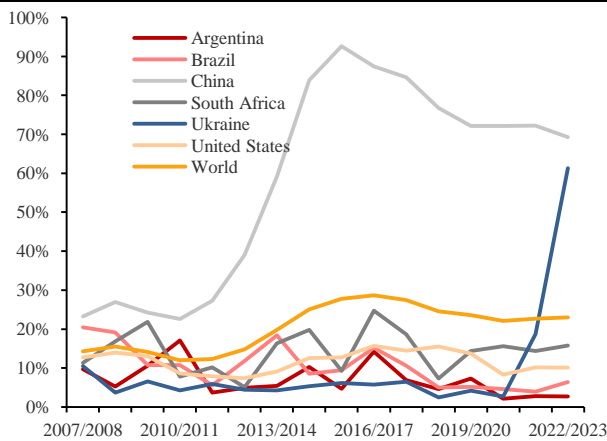
图表 2: 淀粉 2301 合约走势



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: 全球库存小幅下调

项目	19/20年度		20/21年度		21/22年度		22/23年度	
	8月预估	9月预估	预估变动	8月预估	9月预估	预估变动		
Corn, World Total	322658	307458	292885	292778	-107	311839	312135	296
期初库存	1122735	1129293	1218757	1219755	998	1179607	1172580	-7027
产量	167626	185201	178579	181806	3227	179779	178254	-1525
进口量	172288	182604	200443	203261	2818	185615	183575	-2040
出口量	716251	724136	745931	746859	928	746014	743049	-2965
饲用消费	417022	422434	432008	432084	76	432916	431814	-1102
FSI消费量	1133273	1146570	1177939	1178943	1004	1178930	1174863	-4067
总消费量	307458	292778	311839	312135	296	306680	304531	-2149
期末库存	23.55%	22.03%	22.62%	22.58%	-0.04%	22.47%	22.42%	-0.06%
库销比								

数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 5: 美玉米新作产量带动期末库存下滑

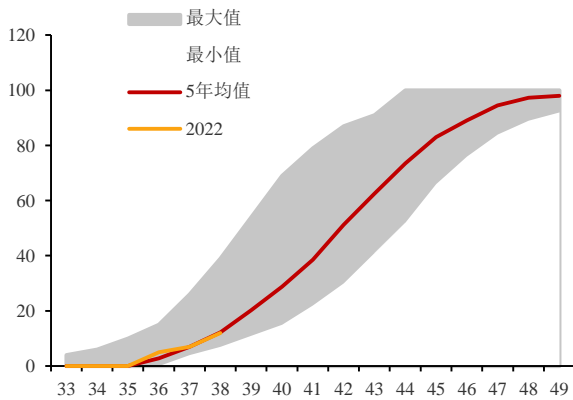
项目	19/20年度		20/21年度		21/22年度		22/23年度	
	8月预估	9月预估	预估变动	8月预估	9月预估	预估变动		
Corn, United States	56410	48757	31358	31358	0	38856	38729	-127
期初库存	345962	358447	383943	383943	0	364727	354192	-10535
产量	1064	616	635	635	0	635	635	0
进口量	45175	69776	62233	62868	635	60328	57788	-2540
出口量	149830	142319	142247	142247	0	135261	132721	-2540
饲用消费	159674	164367	172600	172092	-508	173363	172093	-1270
FSI消费量	309504	306686	314847	314339	-508	308624	304814	-3810
总消费量	48757	31358	38856	38729	-127	35266	30954	-4312
期末库存	13.75%	8.33%	10.30%	10.27%	-0.04%	9.56%	8.54%	-1.02%
库销比								

图表 6: 乌克兰玉米新作产量继续上调

项目	19/20年度		20/21年度		21/22年度		22/23年度	
	8月预估	9月预估	预估变动	8月预估	9月预估	预估变动		
Corn, Ukraine	891	1478	832	832	0	6273	5573	-700
期初库存	35887	30297	42126	42126	0	30000	31500	1500
产量	29	21	15	15	0	0	0	0
进口量	28929	23864	24500	26000	1500	12500	13000	500
出口量	5200	5900	11000	10200	-800	10500	11500	1000
饲用消费	1200	1200	1200	1200	0	1200	1200	0
FSI消费量	6400	7100	12200	11400	-800	11700	12700	1000
总消费量	1478	832	6273	5573	-700	12073	11373	-700
期末库存	4.18%	2.69%	17.09%	14.90%	-2.19%	49.89%	44.25%	-5.64%
库销比								

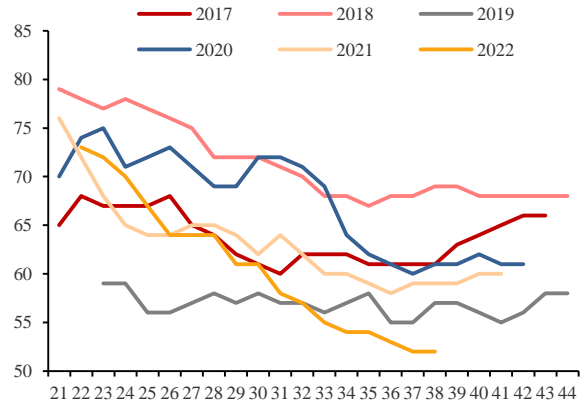
数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 7: 美玉米收获进度接近于 5 年均值

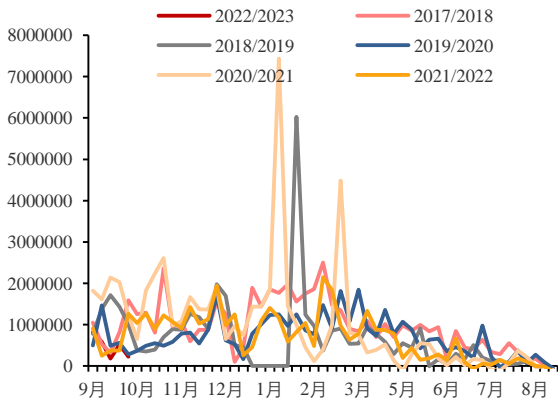


数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 8: 美玉米优良率持续下滑至 52%

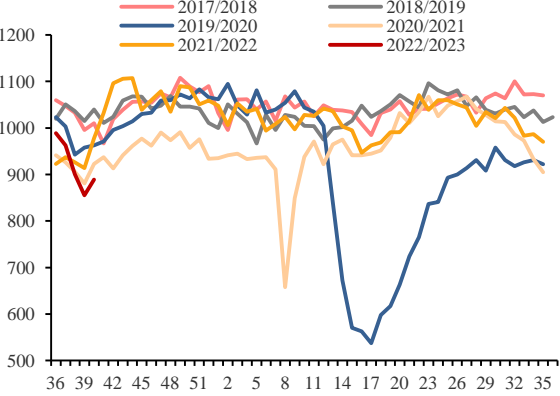


图表 9: 美玉米出口销售量多周不及预估进度



数据来源: USDA EIA 广州期货研究中心

图表 10: 美玉米乙醇产量大幅下滑至历史同期低位



(三) 国内供需

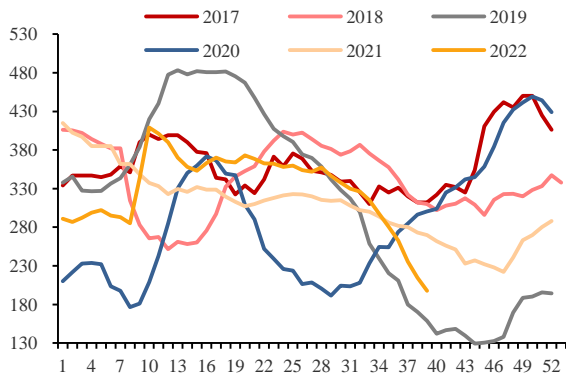
图表 11: 国内玉米供需平衡表

单位: 百万吨

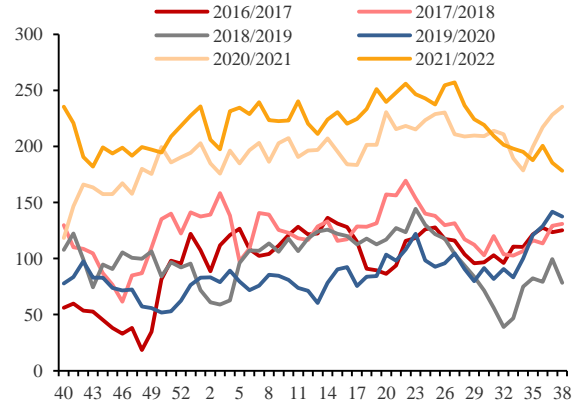
项目	中国玉米供需平衡表-产需缺口版									
	年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
期初库存	100.9	178.4	260.7	250.0	195.0	146.9	94.4	101.1	102.5	
产量	249.8	265.0	216.0	196.0	201.0	196.0	191.0	216.0	216.0	
饲用需求	133.0	137.0	169.5	185.0	174.9	182.0	205.0	190.0	195.0	
FSI需求	63.0	64.0	74.0	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	-67.0	
玉米	5.3	3.2	2.5	3.5	4.5	7.6	29.6	15.0	10.0	
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	42.2	
期末库存	178.4	260.7	250.0	195.0	146.9	94.4	101.1	102.5	77.7	
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	50.7	

数据来源：广州期货研究中心

图表 12: 北方港口库存持续下滑

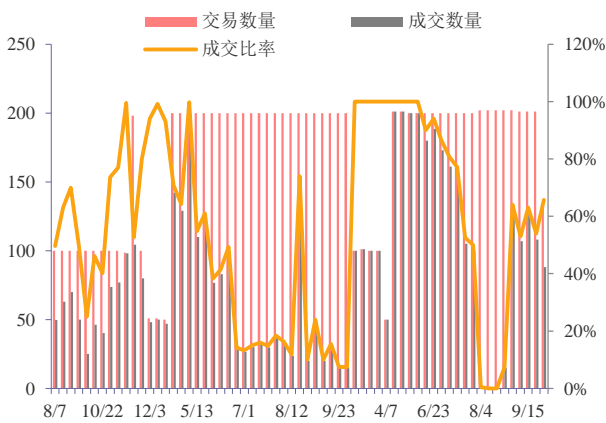


图表 13: 南方港口全部谷物库存持续下滑

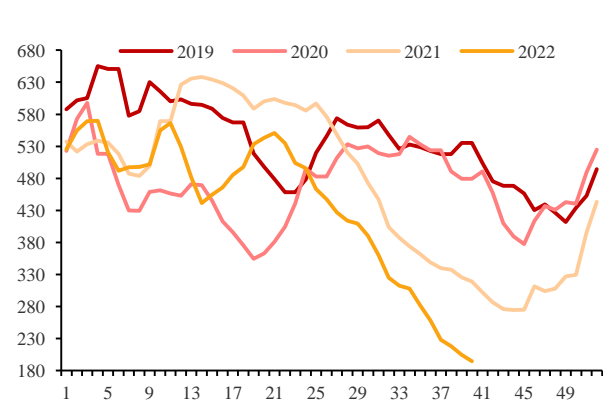


数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

图表 14: 陈化水稻拍卖成交翘尾行情

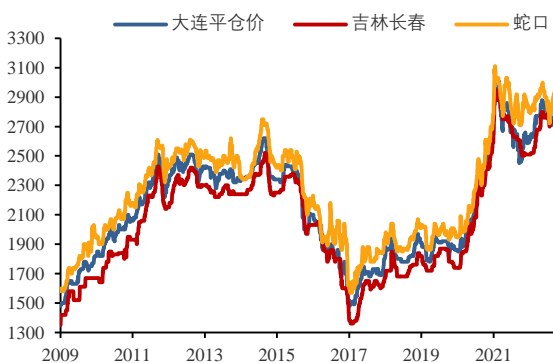


图表 15: 深加工企业玉米库存持续下滑

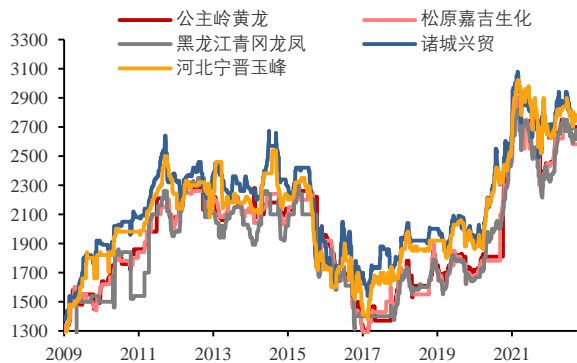


数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

图表 16: 玉米现货价格先抑后扬



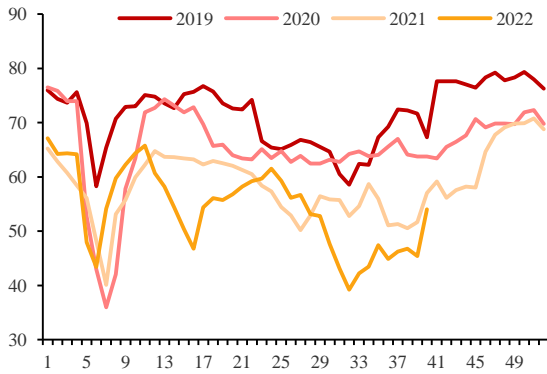
图表 17: 深加工企业玉米收购稳中调整



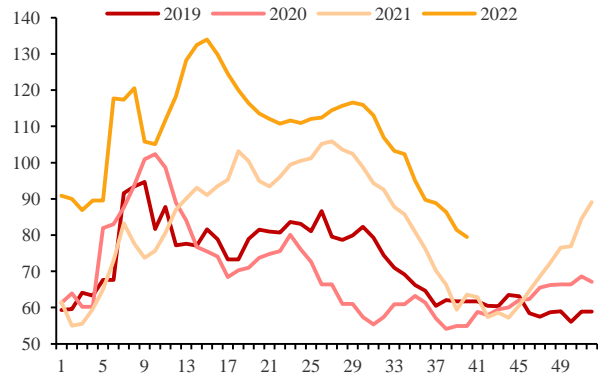
数据来源：同花顺 广州期货研究中心

(四) 淀粉供需

图表 18: 淀粉行业开机率下滑至历史低位

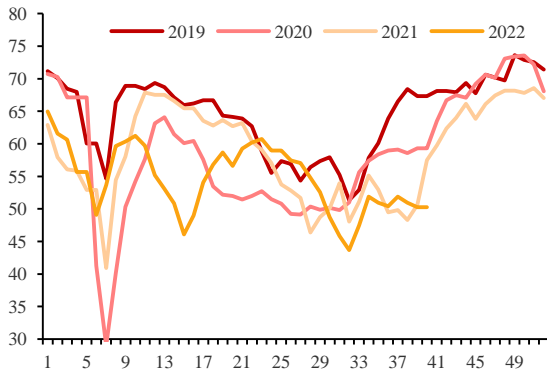


图表 19: 淀粉行业库存依然处于历史同期高位

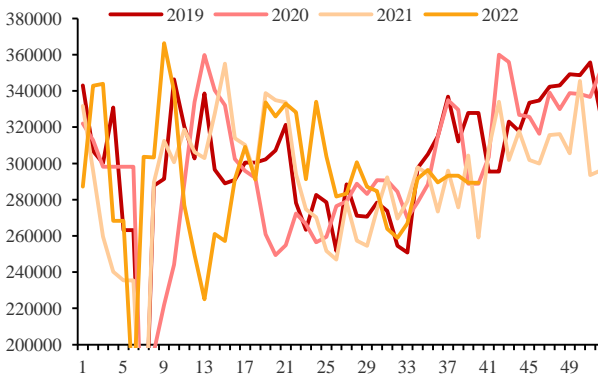


数据来源: 我的农产品网 广州期货研究中心

图表 20: 淀粉行业开机率仍处于同期低位

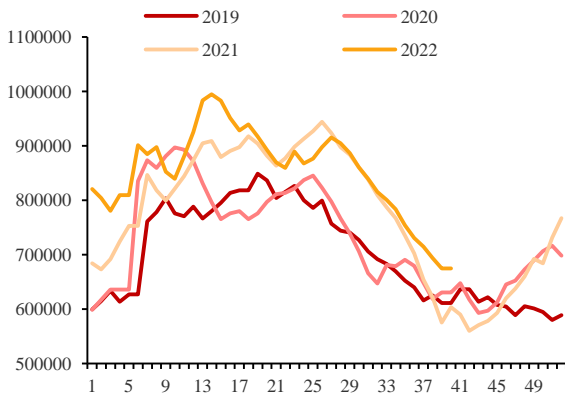


图表 21: 淀粉出库量环比改善有限

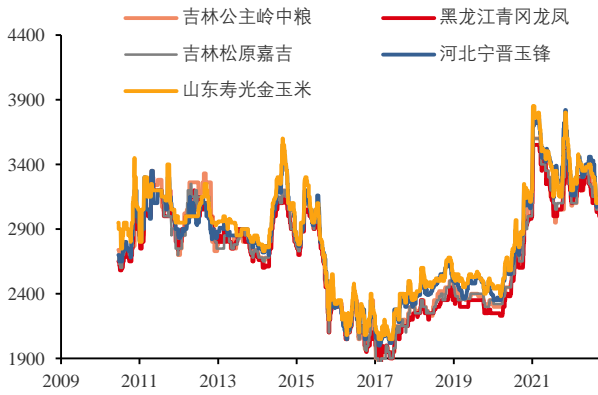


数据来源: 卓创资讯 广州期货研究中心

图表 22: 淀粉行业库存依然同比偏高

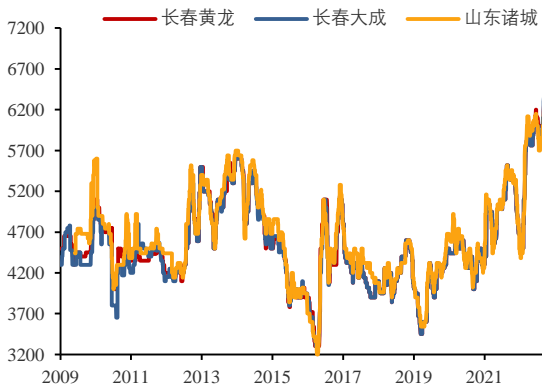


图表 23: 玉米淀粉现货价格持续稳中偏弱



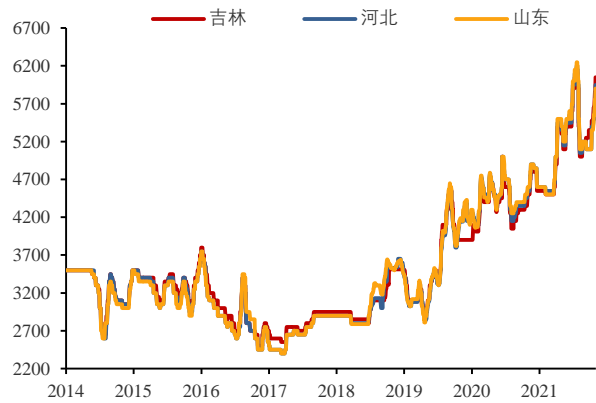
数据来源: 卓创资讯 Wind 广州期货研究中心

图表 24: 玉米蛋白粉价格再创新高



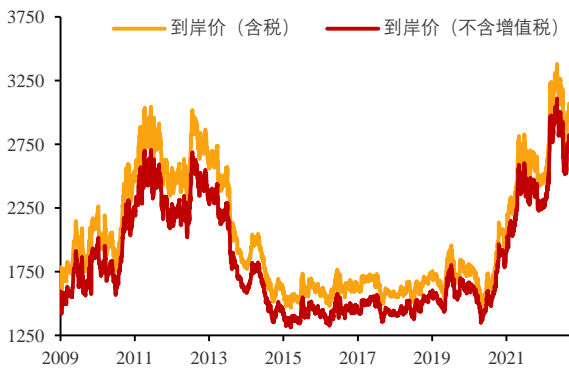
数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 25: 玉米胚芽价格依然处于历史高位



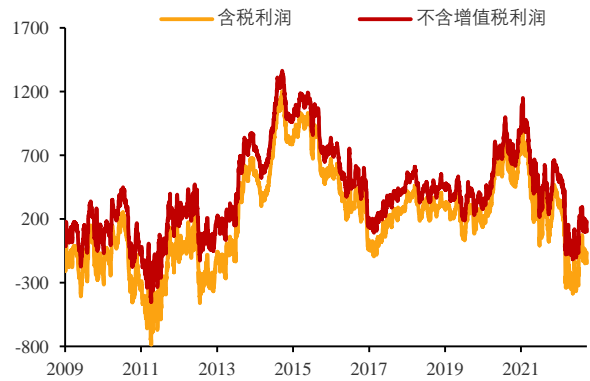
(五) 成本利润

图表 26: 美玉米近月进口成本持续高位

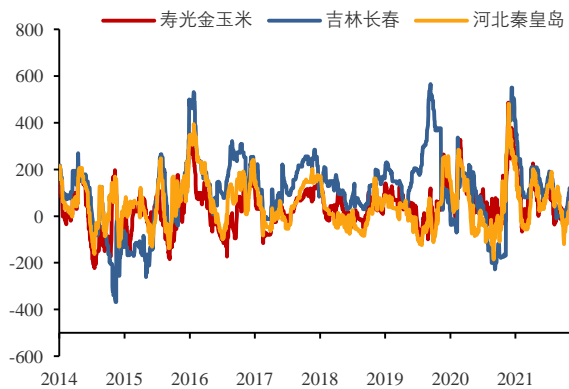


数据来源: 美国谷物协会 Wind 广州期货研究中心

图表 27: 美玉米进口到港利润先扬后抑

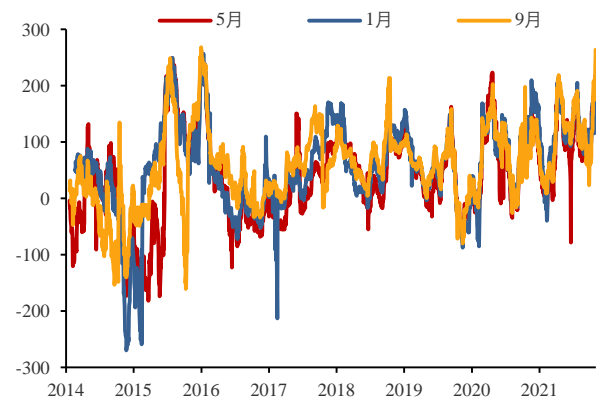


图表 28: 淀粉现货生产利润下旬改善



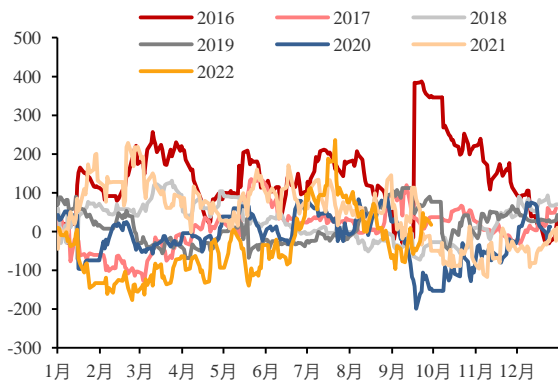
数据来源: 广州期货研究中心

图表 29: 淀粉盘面生产利润依然良好



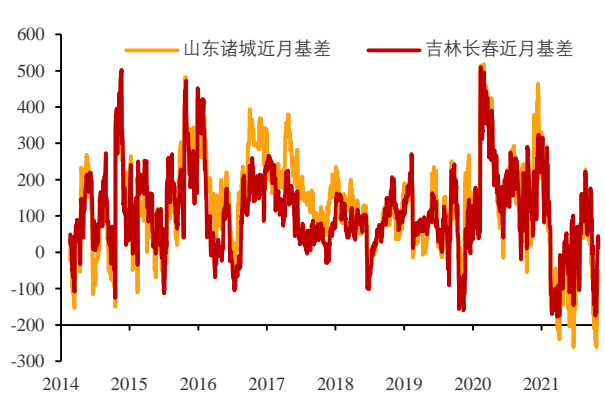
(六) 价差表现

图表 30: 玉米近月基差先抑后扬



数据来源: Wind 文华财经 广州期货研究中心

图表 31: 淀粉近月基差先抑后扬

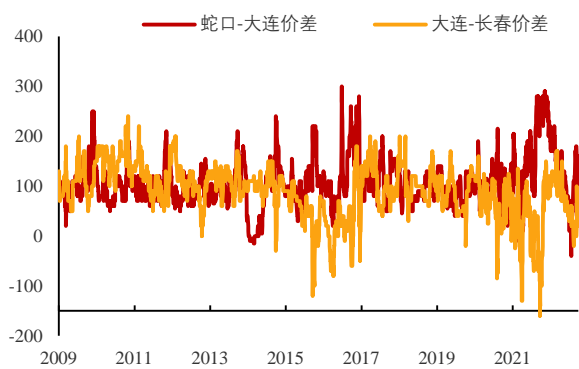


图表 32: 小麦-玉米价差不支持小麦饲用替代

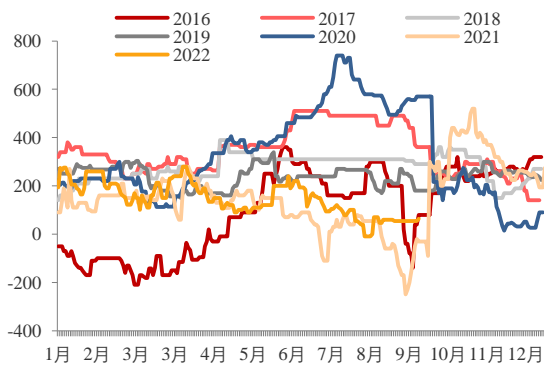


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 33: 南北方港口玉米价差回升

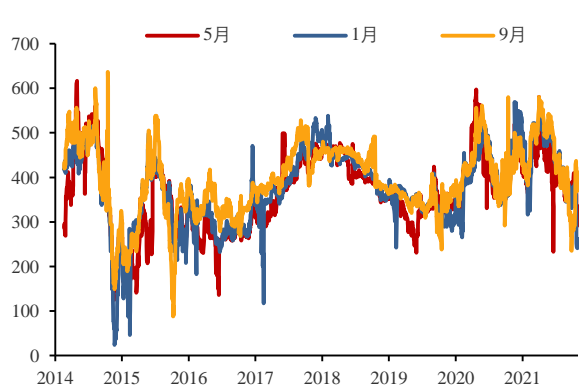


图表 34: 华北-东北玉米价差持续收窄



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 35: 淀粉-玉米价差继续收窄



三、近期市场动态

USDA9月30日公布的季度库存报告显示，截至9月1日，美国农场内玉米库存5.095亿蒲，农场外库存8.674亿蒲，全部库存13.769亿蒲，低于USDA供需报告预期的15.25亿蒲，亦低于市场报告前预估值。

USDA9月供需报告将美玉米旧作库存下调500万蒲，同时将美玉米新作种植面积与单产双双下降，美玉米新作产量下调4.15亿蒲，对应下调出口与饲残用量之后，新作期末库存下调1.69亿蒲至12.19亿蒲。在全球供需方面，USDA9月供需报告分别上调中国与乌克兰玉米产量300和150万吨，全球新作期末库存小幅下调215万吨至3.0453亿吨。

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	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	