

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

重点留意外盘美玉米期价走势

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

摘要：

行情回顾：12月期间玉米与淀粉现货价格转为持续震荡回落，而期价整体呈现先抑后扬，上中旬持续回落，最后一周转为反弹，对应淀粉-玉米价差与期价单边走势颇为一致。

逻辑观点：

对于玉米而言，第一，12月期间市场对玉米需求预期转弱，一方面源于猪价持续下跌，另一方面源于疫情导致淀粉出库量持续处于历史同期低位。而国内玉米期价转为远月贴水，再加上玉米进口到港成本下滑，性价比逐步提升，抑制下游补库积极性，而东北产区玉米售粮进度落后于往年同期，在前期阶段性供需紧张得到缓解之后，市场转而反映新作上市压力，玉米期现货转为弱势；第二，目前处于被动去库存到主动补库存的转换时刻，对于当前具体处于哪一阶段尚难以确定，参考2019年情形来看，市场对节后余粮压力或仍存在担忧，再加上目前更远月合约即7-9-11月依然贴水，或抑制中下游补库积极性，这意味着国内玉米市场仍处于被动去库存阶段。而参考去年情况来看，新作上市压力释放的被动去库存或已经结束，接下来有望进入新一轮主动补库存阶段；第三，综合来看，考虑到下游存在节前备货需求，而目前深加工企业与南北方港口库存均处于低位，短期国内期现货有望延续反弹态势，但后期特别是春节前需要留意再度回落的可能性，1月整体而言，需要密切关注外盘美玉米期价走势。

对于淀粉而言，第一，12月期间淀粉-玉米价差总体表现为先抑后扬，上中旬持续收窄，最后一周转为走扩；第二，上中旬价差收窄主要原因有二，其一是供需端，特别是淀粉表观需求量即出库量受疫情影响持续处于历史同期低位，带动行业库存累积至同期高位，其二是成本端，即阶段性供需紧张得到缓解后，新作上市压力带动产区特别是华北地区深加工企业玉米收购价持续走弱；第三，最后一周价差走扩符合我们年报和周报预期，主要源于成本端、供需端和副产品端均有望支持价差走扩；第四，我们建议前期淀粉-玉米价差走扩套利（如有的话）可以考虑继续持有，重要变数或在于成本端，特别春节前市场会否转而担心节后仍有余粮压力。

展望与建议：中期暂维持中性，短期谨慎看多，建议前期淀粉-玉米价差套利继续持有，单边谨慎投资者观望为宜，激进投资者可短线参与。

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.....	1
二、图表与数据.....	2
(一) 行情回顾.....	2
(二) 外部供需.....	2
(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

在国内供需方面，我们维持年报预估，未对国内供需平衡表未做调整，2022/23年度供需缺口6400万吨，较上一年度有小幅增加，除了进口与替代，还需要国家进口储备投放和社会库存下降加以补充。

12月期间市场对玉米需求预期转弱，一方面源于猪价持续下跌，另一方面源于疫情导致淀粉出库量持续处于历史同期低位。而国内玉米期价转为远月贴水，再加上玉米进口到港成本下滑，性价比逐步提升，抑制下游补库积极性，而东北产区玉米售粮进度落后于往年同期，在前期阶段性供需紧张得到缓解之后，市场转而反映新作上市压力，玉米期现货转为弱势。

随着外盘进口成本的回升，一方面体现在美玉米期价的反弹上，另一方面在于巴西玉米旧作出口接近尾声，巴西玉米出口升贴水大幅回升，与美玉米到港成本的价差大幅收窄。期价下跌至折算到美玉米进口成本折算的北港平仓价后，国内玉米期价止跌反弹。

在我们看来，国内玉米处于一个微妙的时刻，参考去年来看，国内玉米新作压力释放接近尾声，随后进入基于年度产需缺口而进行主动补库存阶段，当前盘面1-3-5三个合约转为升水结构，不排除重复去年的走势，即市场由此进入主动补库存带动期现货继续上涨的可能性。但与去年有所不同的是，市场对远期巴西玉米进口的担忧，导致更远期合约即7-9-11月合约依然贴水，这将抑制下游补库的积极性，换句话说，中下游贸易和需求企业可能只会选择准备7月之前的需求。再加上市场对国内新作上市压力的担忧依然存在，这主要源于前期国内现货阶段性供需紧张主要源于国内新作售粮进度特别是东北产区落后，这一情况与2019年同期的情况颇为相似，也就是说，市场可能担心节后仍有售粮压力，期现货可能在节后还有一波下跌。

概括而言，就是目前处于被动去库存到主动补库存的转换时刻，对于当前具体处于哪一阶段尚难以确定，在这种情况下，需要特别留意外盘即CBOT玉米期价走势，这一方面是遵循之前的逻辑，即如果当前仍处于新作压力释放的被动去库存阶段，那么其回落空间取决于前期即7月-10月的驱动，也就是玉米进口成本；另一方面则是对于南方销区需求企业而言，需要在进口谷物和国产玉米之间做出选择。

综合而言，短期内考虑到下游仍有节前备货需求，而南北方港口加上深加工企业玉米库存均处于低位，短期有望延续反弹态势，但节前需要担心节后的余粮压力，建议密切关注外盘玉米期价走势。

（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。

12月期间淀粉-玉米价差总体表现为先抑后扬，上中旬整体持续收窄，其中1月合约最大收窄157元/吨，5月合约最大收窄143元，9月合约最大收窄100元。

究其原因，价差整体走扩主要原因有二，其一是供需端因素，即行业库存持续累积，受疫情影响，淀粉表观消费量即淀粉周度出库量持续处于

历史同期低位，带动行业库存快速累积至历史同期高位；其二是成本端即深加工企业玉米收购价的持续下跌，其中东北地区跌幅在70-110元不等，华北地区跌幅更大，山东寿光金玉米下跌230元/吨。

进入下旬以来，淀粉-玉米价差符合我们年报和周报预期，转为走扩，因前期三个方面的因素可能发生转变，成本端来看，国内玉米有可能进入主动补库存阶段，除此之外，华北产区售粮进度相对快于去年同期，考虑到今年小麦不支持饲用替代，再加上东北玉米流入窗口长期关闭，后期华北-东北玉米价差有望走扩；供需端来看，11月以来需求弱势主要源于疫情因素的影响，后期或趋于恢复；副产品端来看，近期加速下跌，带动淀粉现货加工利润转为亏损，有望通过行业开机率带动供应收缩，从而促进行业供需改善。

在这种情况下，我们建议前期淀粉-玉米价差做扩套利（如有的话）可以考虑继续持有，重要变数或在于成本端，特别春节前市场会否转而担心节后仍有余粮压力。

二、图表与数据

（一）行情回顾

图表 1：玉米 2305 合约走势



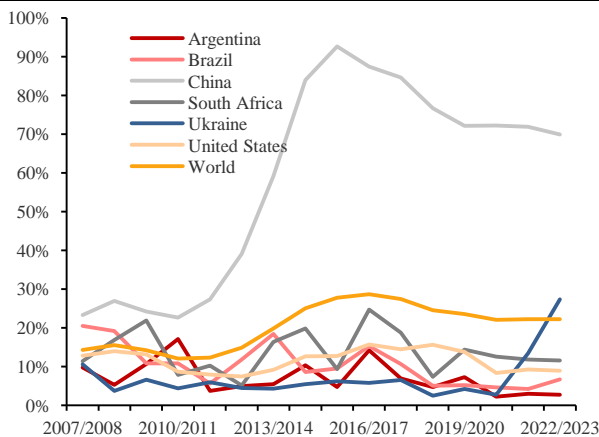
图表 2：淀粉 2305 合约走势



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：全球库存继续小幅下调

项目	19/20年度		20/21年度		21/22年度		22/23年度	
	11月预估	12月预估	11月预估	12月预估	11月预估	12月预估	11月预估	12月预估
Corn, World Total								
期初库存	322560	307407	292803	292535	-268	307677	307093	-584
产量	1123144	1129203	1217463	1216866	-597	1168385	1161864	-6521
进口量	167665	184935	183921	183900	-21	177604	176424	-1180
出口量	172386	182703	201834	202508	674	182740	181634	-1106
饲用消费	716579	723983	751945	751284	-661	740334	735254	-5080
FSI消费量	416997	422324	432731	432416	-315	429833	430089	256
总消费量	1133576	1146307	1184676	1183700	-976	1170167	1165343	-4824
期末库存	307407	292535	307677	307093	-584	300759	298404	-2355
库销比	23.54%	22.01%	22.19%	22.15%	-0.04%	22.23%	22.15%	-0.08%

数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 5: 美玉米新作期末库存小幅上调

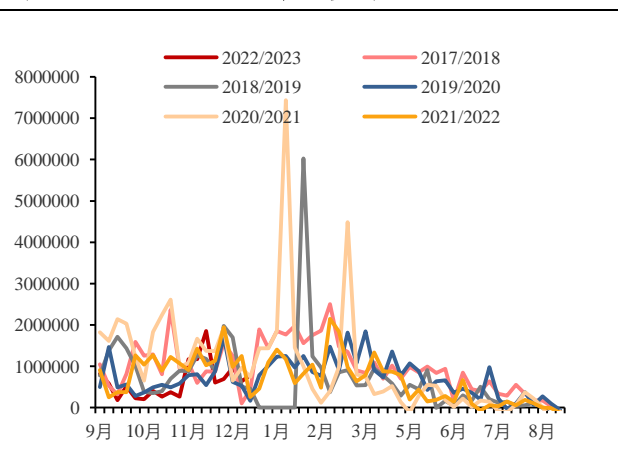
项目	19/20年度		20/21年度			21/22年度			22/23年度		
	11月预估	12月预估	11月预估	12月预估	预估变动	11月预估	12月预估	预估变动	11月预估	12月预估	预估变动
Corn, United States											
期初库存	56410	48757	31358	31358	0	34975	34975	0			
产量	345962	358447	382893	382893	0	353836	353836	0			
进口量	1064	616	615	615	0	1270	1270	0			
出口量	45175	69776	62776	62776	0	54613	52707	-1906			
饲用消费	149830	142300	145214	145214	0	134626	134626	0			
FSI消费量	159674	164386	171901	171901	0	170822	170823	1			
总消费量	309504	306686	317115	317115	0	305448	305449	1			
期末库存	48757	31358	34975	34975	0	30020	31925	1905			
库销比	13.75%	8.33%	9.21%	9.21%	0.00%	8.34%	8.91%	0.58%			

数据来源: USDA 广州期货研究中心

图表 6: 乌克兰玉米库存小幅下调

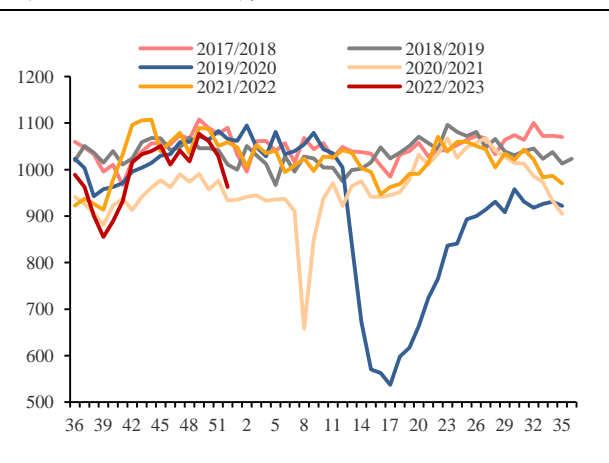
项目	19/20年度		20/21年度			21/22年度			22/23年度		
	11月预估	12月预估	11月预估	12月预估	预估变动	11月预估	12月预估	预估变动	11月预估	12月预估	预估变动
Corn, Ukraine											
期初库存	891	1478	832	832	0	4573	5093	520			
产量	35887	30297	42126	42126	0	31500	27000	-4500			
进口量	29	21	15	15	0	0	0	0			
出口量	28929	23864	27000	26980	-20	15500	17500	2000			
饲用消费	5200	5900	10200	9700	-500	9500	6500	-3000			
FSI消费量	1200	1200	1200	1200	0	1200	1200	0			
总消费量	6400	7100	11400	10900	-500	10700	7700	-3000			
期末库存	1478	832	4573	5093	520	9873	6893	-2980			
库销比	4.18%	2.69%	11.91%	13.45%	1.54%	37.68%	27.35%	-10.33%			

图表 7: 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 8: 美玉米乙醇产量环比大幅回落



(三) 国内供需

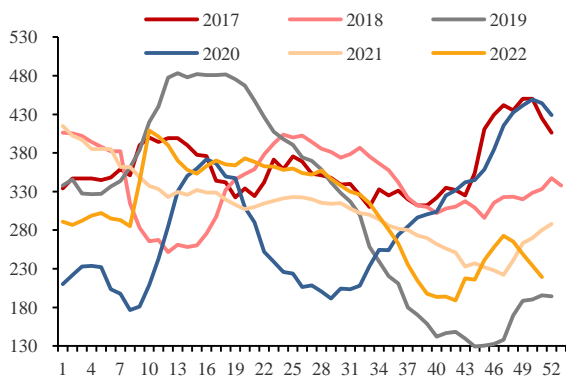
图表 9：国内玉米供需平衡表

单位：百万吨

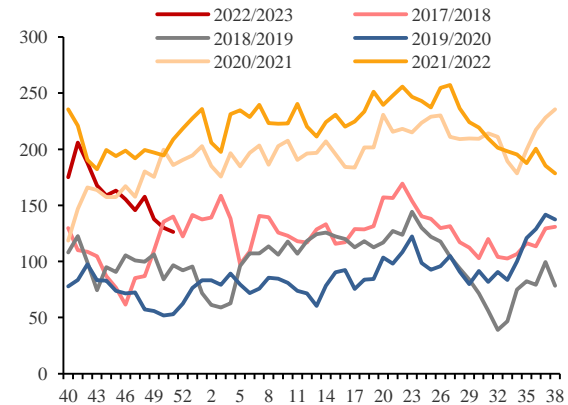
项目	中国玉米供需平衡表-产需缺口版									
	年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
期初库存	100.9	178.4	260.7	250.0	195.0	146.9	94.4	101.1	103.8	103.8
产量	249.8	265.0	216.0	196.0	201.0	196.0	191.0	216.0	216.0	216.0
饲用需求	133.0	137.0	169.5	185.0	174.9	182.0	205.0	190.0	195.0	195.0
FSI需求	63.0	64.0	74.0	83.0	86.0	85.0	88.0	85.0	85.0	85.0
总需求	196.0	201.0	243.5	268.0	260.9	267.0	293.0	275.0	280.0	280.0
产需缺口	53.8	64.0	-27.5	-72.0	-59.9	-71.0	-102.0	-59.0	-64.0	-64.0
玉米	5.3	3.2	2.5	3.5	4.5	7.6	29.6	12.0	10.0	10.0
大麦	8.6	5.9	8.1	8.1	5.2	6.0	12.1	8.0	11.0	11.0
高粱	9.1	8.3	5.2	4.4	0.7	3.7	8.7	11.0	5.0	5.0
小麦	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	43.0	15.0	10.0	10.0
陈化水稻							25.0	25.0	20.0	20.0
折玉米	23.7	18.3	16.7	17.0	11.8	18.5	108.7	61.7	47.7	47.7
期末库存	178.4	260.7	250.0	195.0	146.9	94.4	101.1	103.8	87.4	87.4
其中：储备库存	162.1	251.5	214.0	114.0	92.0	15.0	23.0	33.0	28.0	28.0
社会库存	16.3	9.2	36.0	81.0	54.9	79.4	78.1	70.8	59.4	59.4

数据来源：广州期货研究中心

图表 10：北方港口库存持续回落

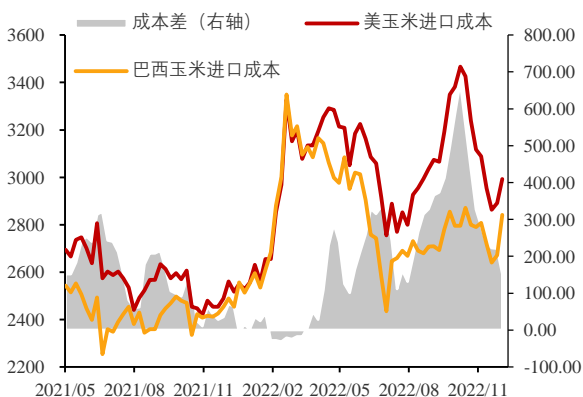


图表 11：南方港口全部谷物库存持续下滑

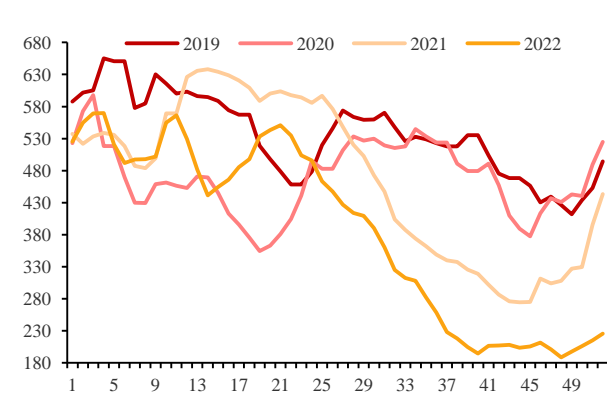


数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

图表 12：美国和巴西玉米到港成本价差大幅收窄

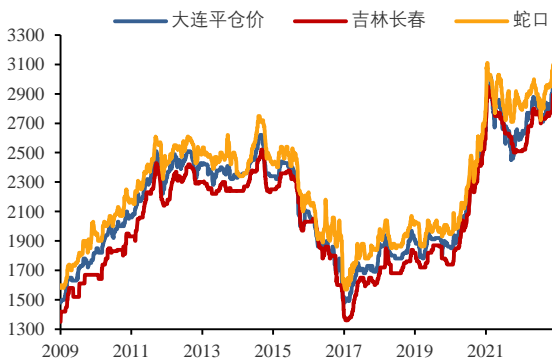


图表 13：深加工企业玉米库存持续低位

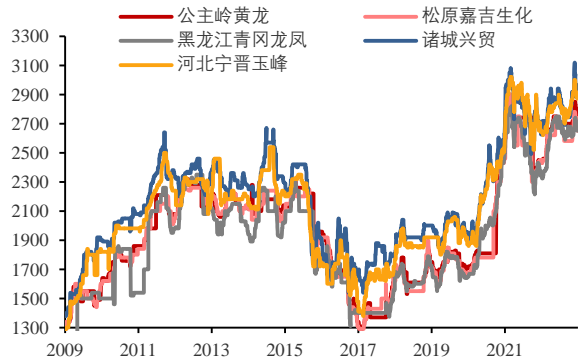


数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

图表 14：玉米现货价格突破冲高回落



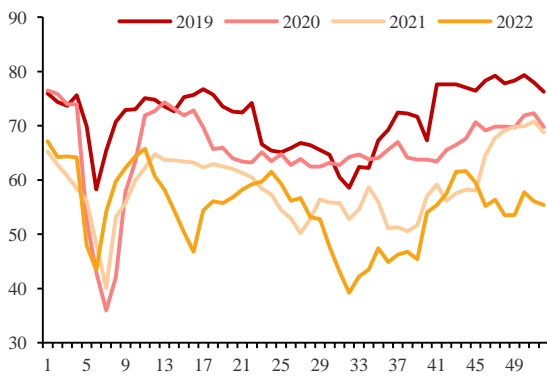
图表 15：深加工企业玉米收购价高位回落



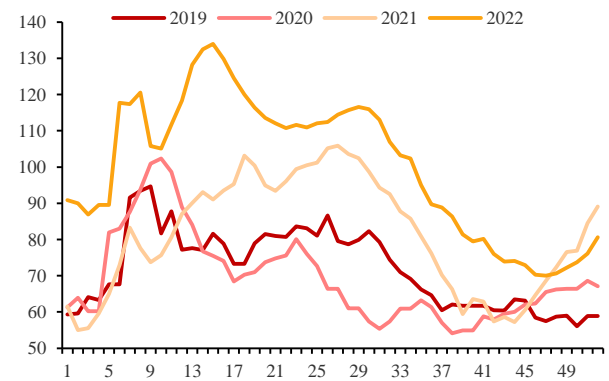
数据来源：同花顺 广州期货研究中心

(四) 淀粉供需

图表 16：淀粉行业开机率低于往年同期

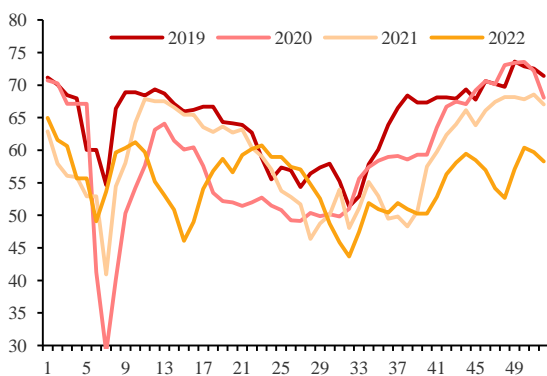


图表 17：淀粉行业库存低位回升

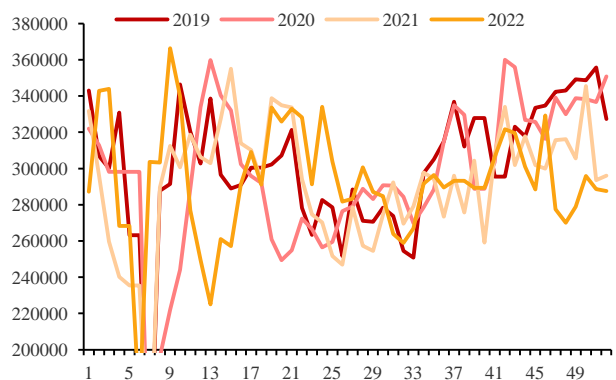


数据来源：我的农产品网 广州期货研究中心

图表 18：淀粉行业开机率同期低位

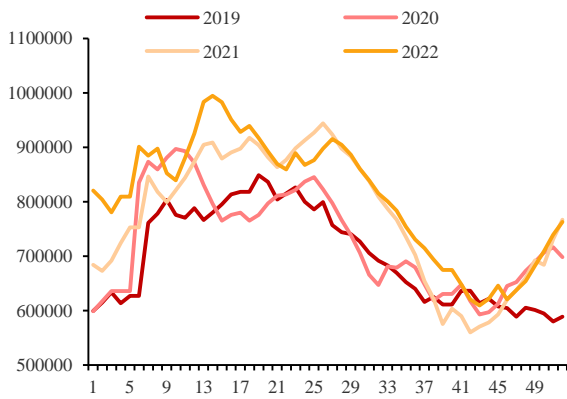


图表 19：淀粉出库量近期受疫情影响



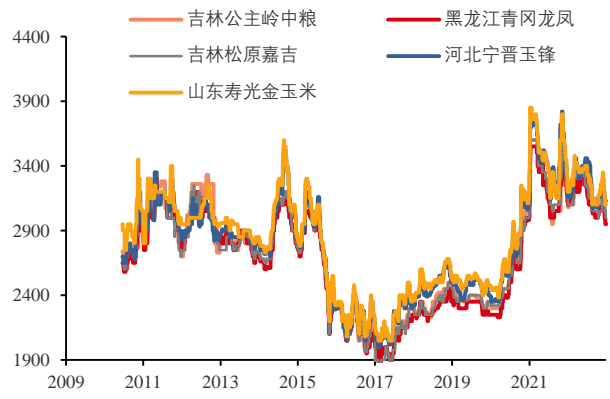
数据来源：卓创资讯 广州期货研究中心

图表 20: 淀粉行业库存持续回升

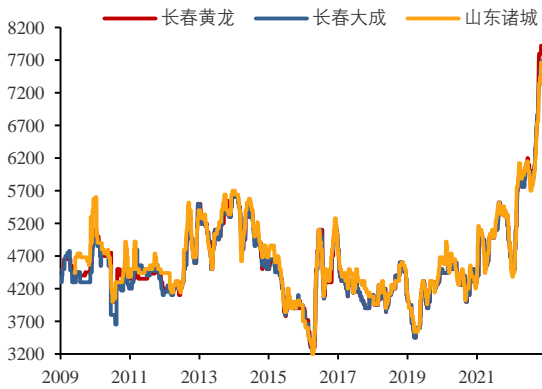


数据来源: 卓创资讯 Wind 广州期货研究中心

图表 21: 玉米淀粉现货价格持续稳中回落

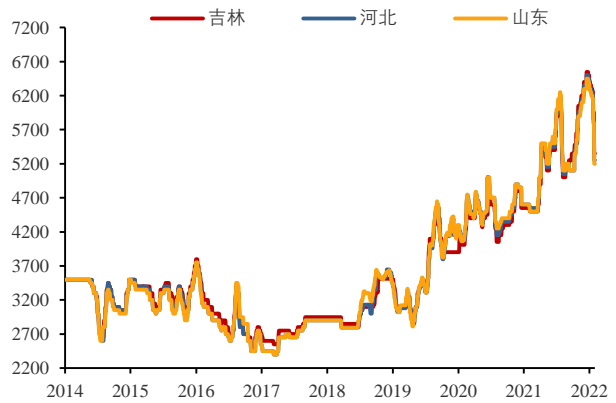


图表 22: 玉米蛋白粉价格大幅回落



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 23: 玉米胚芽价格高位回落



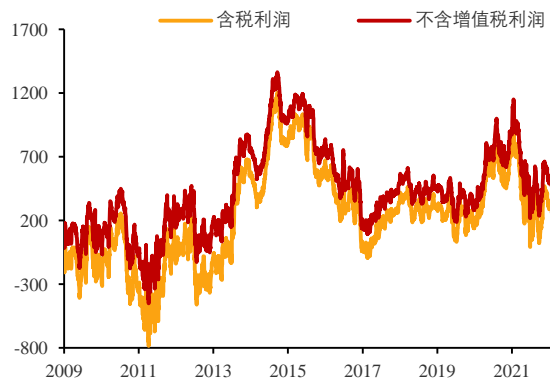
(五) 成本利润

图表 24: 美玉米近月进口成本显著回落

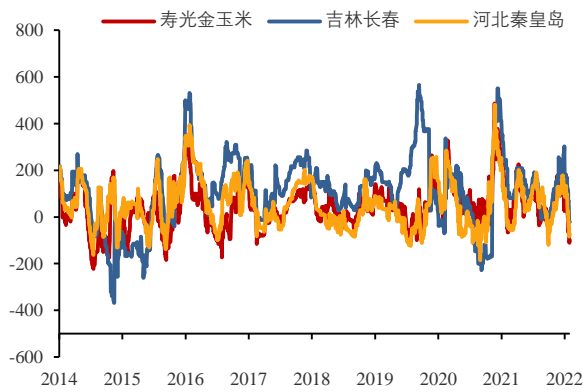


数据来源: 美国谷物协会 Wind 广州期货研究中心

图表 25: 美玉米进口到港利润显著改善

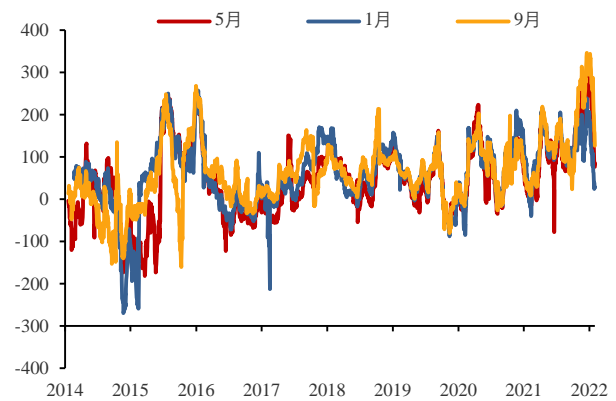


图表 26: 淀粉现货生产出现亏损



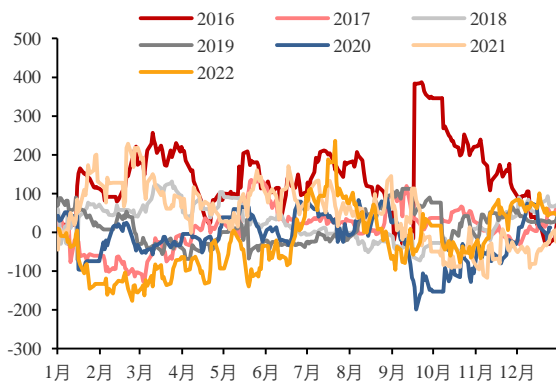
数据来源: 广州期货研究中心

图表 27: 淀粉盘面生产利润大幅下降



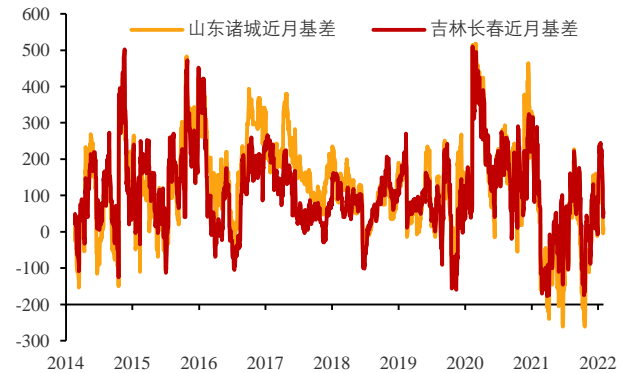
(六) 价差表现

图表 28: 玉米近月基差震荡运行

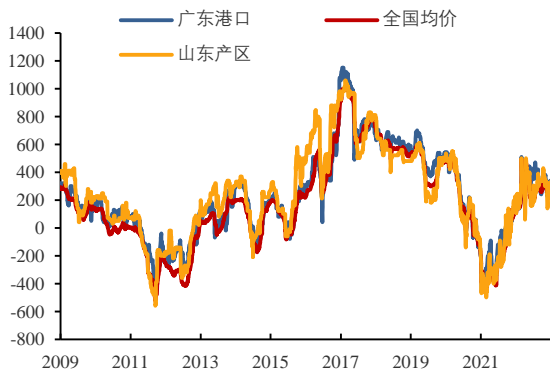


数据来源: Wind 文华财经 广州期货研究中心

图表 29: 淀粉近月基差冲高回落

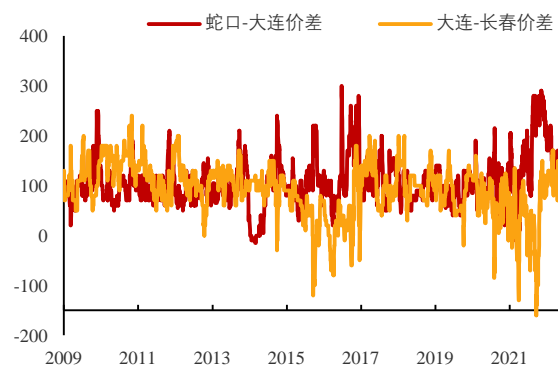


图表 30: 小麦-玉米价差不支持小麦饲用替代

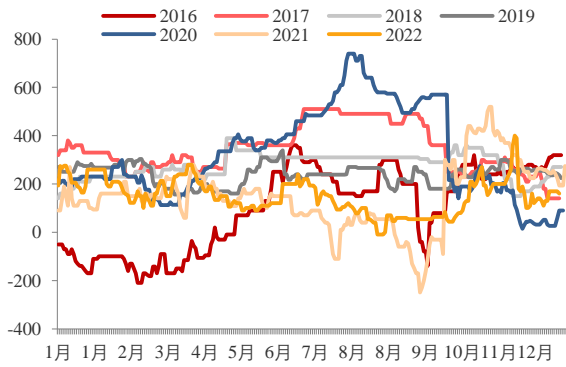


数据来源: Wind 广州期货研究中心

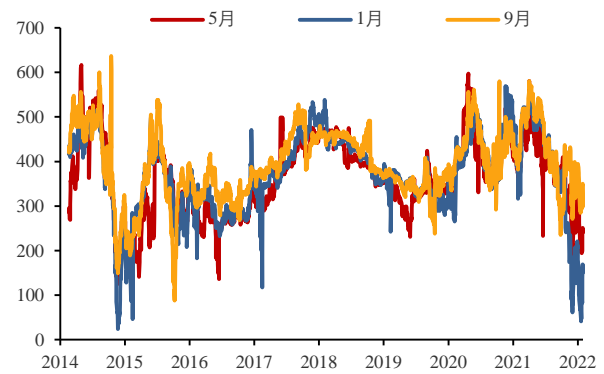
图表 31: 北港-产区玉米价差回落



图表 32: 华北-东北玉米价差回落至低位



图表 33: 淀粉-玉米价差大幅波动



数据来源: Wind 广州期货研究中心

三、近期市场动态

✓ 12月USDA供需报告将美玉出口需求下调7500万蒲，对应期末库存上调至12.57亿蒲。在全球方面，12月USDA供需报告将乌克兰旧作库存小幅上调52万吨，同时将新作产量下调450万吨，出口上调200万吨，饲残用量下调300万吨，期末库存下调298万吨。其他主产国调整不大，将全球期末库存小幅下调236万吨至2.9840亿吨。

俄罗斯

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资本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	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	