



## 关注做缩淀粉-玉米价差机会

### 内容提要

十月份国内大宗商品受政策影响出现较大回落，国内农产品一度受利空氛围拖累出现回调，但农产品板块由于相对估值偏低表现较为抗跌，玉米及淀粉指数在10月份出现较大反弹。截止10月29日，连盘玉米主力合约收盘2627元/吨，月度涨4.25%，15价差-41元/吨，59价差-12元/吨，玉米月间价差稳定。淀粉受华北限电影响波动较为剧烈，01玉米-淀粉盘面价差-506元/吨，月度跌8.35%。玉米现货全月低开高走，截止10月末，锦州港平仓价2600元/吨，环比上月涨120元/吨，华北2700元/吨，环比涨100元/吨，南方港口2790元/吨，环比涨100元/吨，期货带动现货反弹，玉米远近月基差走弱。展望四季度我们认为国内玉米可能延续筑底反弹，但近月合约受制于农民集中卖货，上方高度也十分有限，而淀粉由于限电缓解，开机有望继续回升，表现或将显著弱于玉米。具体逻辑如下：

**1、养殖利润反弹带动玉米需求回暖，终端有望开启补库。**十月份国内养殖板块有所回暖，主要生猪价格强势反弹，蛋禽及肉禽跟随，养殖利润环比三季度改善较为显著。玉米饲用需求预期回暖，在此基础上终端饲料企业有望在11月份新作上市之际开启补库备货。深加工当前需求整体较为稳定，当前加工利润较为可观，四季度在华北限电缓解后，开机有望进一步回升，叠加当前整体原料及成品库存不高，在东北烘干玉米上市后，也有望开始集中补库，因此国内玉米目前虽然处在供给旺季，但终端需求亦不悲观，收获季节性压力可能不大，在供需双强的背景下，玉米现货下方有支撑。

**2、本年度国内玉米整体丰产确认，但不改明年存在供需缺口格局。**本年度新作虽有增产大概率仍然无法满足国内的产需缺口。中国新作播种面积约4300万公顷，增幅7.5%，单产恢复性增长共带动产量同比增加约2620万吨，这尚不足以应对国内每年4500万吨左右的产需缺口。基于需求稳中略增的中性预估，明年我国玉米可能仍然存在2000万吨左右的产需缺口。此外，临储陈化小麦和水稻的库存也在快速下降，尤其小麦库存目前只剩大约4800万吨，当前小麦投放力度减弱。远期平衡表供需偏紧，产需缺口尚未解决，国内预期远期看涨预期仍未证伪。

**3、美玉米库消比持续低位回升，明年全球范围内的增产预期较高。**USDA10月供需报

请务必仔细阅读正文之后的声明

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格  
湘证监机构字[2017]1号

刘文波

· 从业资格编号 F3070864  
· 投资咨询编号 Z0015179

联系人：宋从志

· 从业资格编号 F3076601  
· 邮箱：songcongzh@jinxinqh.com



告显示美玉米旧作库存上升至 12.36 亿蒲（上月 11.87 亿蒲）。2021/2022 新作物季度美玉米单产上调至 176.5 蒲式耳/英亩，但出口上调 2500 万蒲超出市场预期，乙醇消费未做调整维持 52 亿蒲式耳，最终美玉米新作结转库存上升至 15.01 亿蒲式耳，新作库消比 10.16%（9 月 9.56%，去年同期 14.87%），对比旧作库消比 7.95%，美玉米库消比连续两个月反弹，但仍处在低位。当前美玉米整体需求环境环比走强，尤其原油大幅走高，带动乙醇消费转好，为美玉米消费带来较大利好，当然整体高价下出口未来也可能成为美盘的潜在利空。此外，USDA 报告预期下一作物年度全球玉米产量预计增加 7000 万吨以上，可能会给外盘造成较大压力。

**4、淀粉四季度供需转为宽松，价格或将承压。**10 月份淀粉受华北限电等影响，开机负荷受限导致供给不足，叠加下游恐慌性补库，淀粉期现货价格大幅走高，带动盘面淀粉对玉米价差持续扩大。不过展望四季度，我们认为淀粉价格或将显著弱于玉米，主要逻辑在于：第一，华北玉米集中上市，供给能力恢复，华北对东北玉米价差逐步收窄，带动淀粉相对生产成本有望环比下降；第二，国家对煤电调控力度增大，华北限电或有缓解，淀粉全行业开机符合有望回升，此外煤炭价格下跌，带动淀粉固定生产成本下降；第三，10 月份受限电影响，下游恐慌性集中补库可能提前透支四季度需求，进入 11 月份淀粉行业库存可能逐步走高。

综上所述，目前玉米供应端缺乏利多题材，国内整体谷物供应充足，但内外盘玉米短期需求端豆油显著改善，国内受养殖利润，国外原油拉动玉米燃料乙醇端的消费，目前都对谷物板块形成较大支撑。国内边际上小麦投放趋弱，小麦价格持续走高，使得玉米在饲料消费端的性价比逐步回升，因此行业有望开启新一轮补库周期，带动期现货出现反弹。但整体阶段性供给宽松的局面也将限制近月的反弹高度。淀粉由于供给和需求的双重因素，叠加固定加工成本跟随电价回落，预期表现会弱于玉米。操作上，近月玉米谨慎逢回调买入为主，重点关注买玉米抛淀粉做缩盘面价差的套利机会。

## 操作建议

连盘玉米逢低做多为主，套利买玉米抛淀粉

## 风险提示

国家储备政策、能耗双控、冬奥会环保督察、中美关系



## 一、主产国玉米供需平衡表

图 1. 国内玉米平衡表

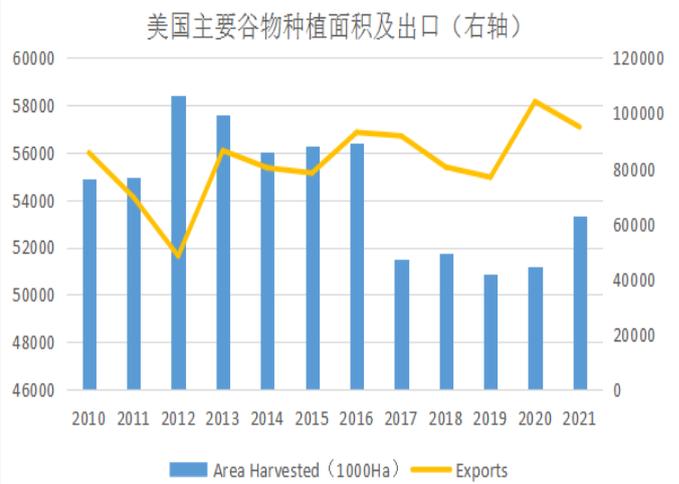
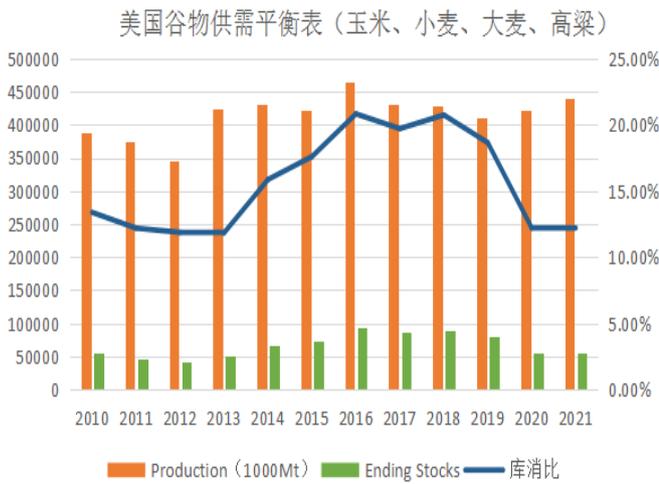
	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022
初期库存	1600	1700	3367	6239.5	3978.5	6977.5	5515.5
面积	5176	4400	3865	4100	4100	4000	4300
单产	5.9	5.95	5.9	5.7	5.6	5.58	5.8
产量	30540	26180	22803.5	23370	22960	22320	24940
政策净投放	-8469	3740	10000	2100	7000	0	0
政策收购	12542	2000	0	0	0	0	0
政策拍卖	4073	5740	10000	2100	7000	0	0
进口量	317	246	280	500	500	2500	2000
总供给	23888	29366	31883.5	25970	30460	24820	26940
总需求	23788	27699	29011	28231	27461	26282	26661
种用	1440	1380	1350	1370	1400	1350	1400
食用	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800
工业需求	5500	6200	6700	7200	7400	7200	7400
饲用需求	15048	18319	19161	17861	16861	15932	16061
	#VALUE!	22%	5%	-7%	-6%	-6%	1%
亏库	-1500	800	1200	0	0		
产需差	6752	-1519	-6207.5	-4861	-4501	-3962	-1721
渠道期末库存	1700	3367	6239.5	3978.5	6977.5	5515.5	5794.5
渠道库消比	7.15%	12.16%	21.51%	14.09%	25.41%	20.99%	21.73%
国家临储剩余量	23720	17958	7947	5755.6	0	0	0
全部库存量	25420	21325	14186.5	9734.1	6977.5	5515.5	5794.5
库消比	106.86%	76.99%	48.90%	34.48%	25.41%	20.99%	21.73%

图 2. 美玉米供需平衡表

2021/2022	2021/2022	2021/2022	2021/2022	2021/2022	2021/2022	2021/2022	2021/2022
	5月10日 (收割率91.6%)	6月10日 (收割率91.6%)	6月30日 (收割率91.6%)	7月10日 (收割率91.6%)	8月12日 (收割率91.6%)	9月10日 (收割率91.6%)	10月13日 (收割率91.6%)
播种	91.1	91.1	92.7	92.7	92.7	93.3	93.3
收割	83.5	83.5	84.9	84.5	84.5	85.1	85.1
单产	179.5	179.5	179.5	179.5	174.6	176.3	176.5
期初库存	1257	1107	1107	1082	1117	1187	1236
产量	14988.25	14988.25	15239.55	15167.75	14753.7	15003.13	15020.15
进口	25	25	25	25	25	25	25
总供给	16270.25	16120.25	16371.55	16274.75	15895.7	16215.13	16281.15
饲料及残余	5700	5700	5700	5725	5625	5700	5650
食种工用	6615	6615	6615	6615	6625	6625	6630
酒精	5200	5200	5200	5200	5200	5200	5200
国内使用	12315	12315	12315	12340	12250	12325	12280
出口	2450	2450	2450	2500	2400	2475	2500
总需求	14765	14765	14765	14840	14650	14800	14780
期末库存	1507	1357	1606.55	1434.75	1245.7	1415.13	1501.15
库消比	10.21%	9.19%	10.88%	9.67%	8.50%	9.56%	10.16%

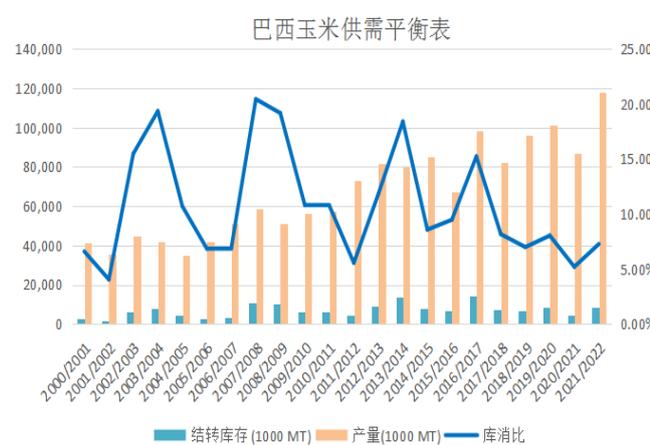
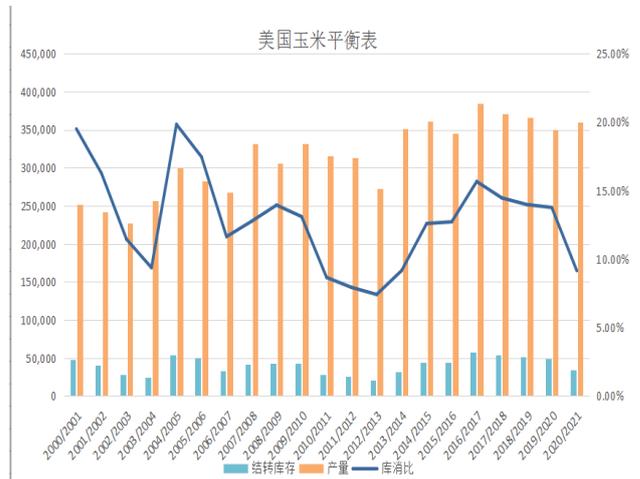
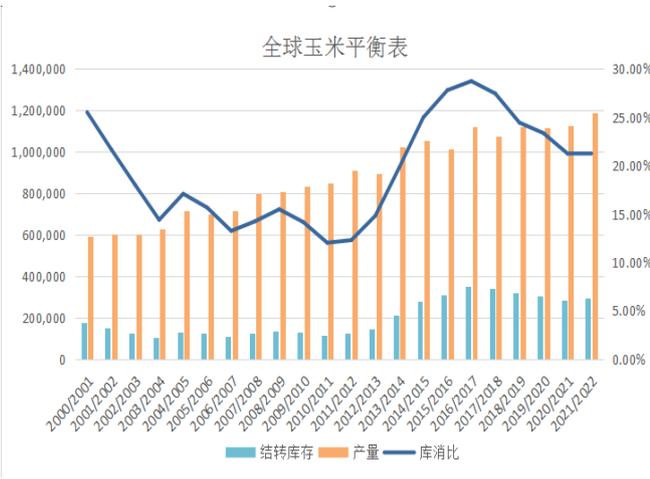
数据来源：USDA、优财研究院

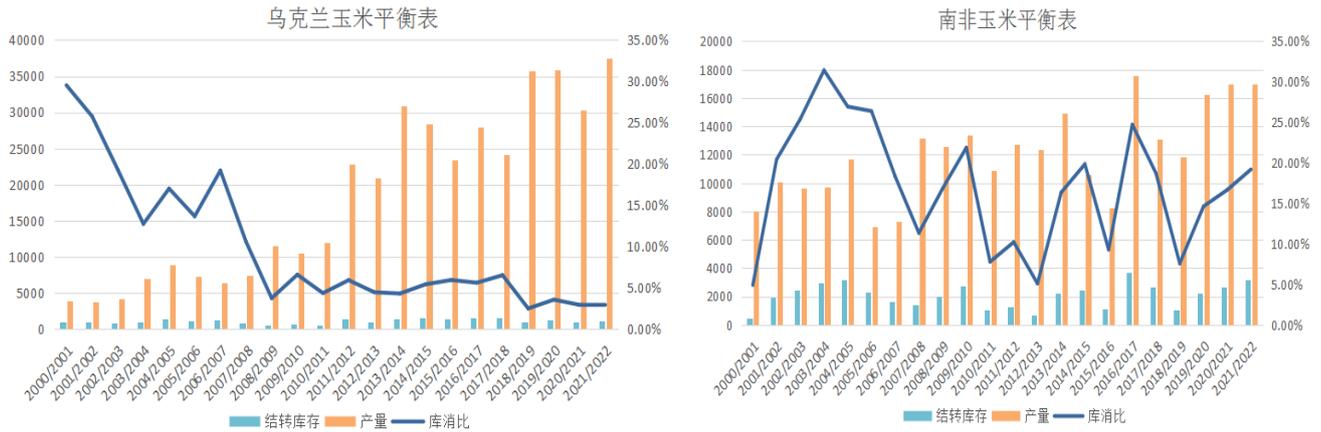
图 3. 美国主要谷物供需情况



数据来源：USDA、优财研究院

图 4. 国际玉米供需情况



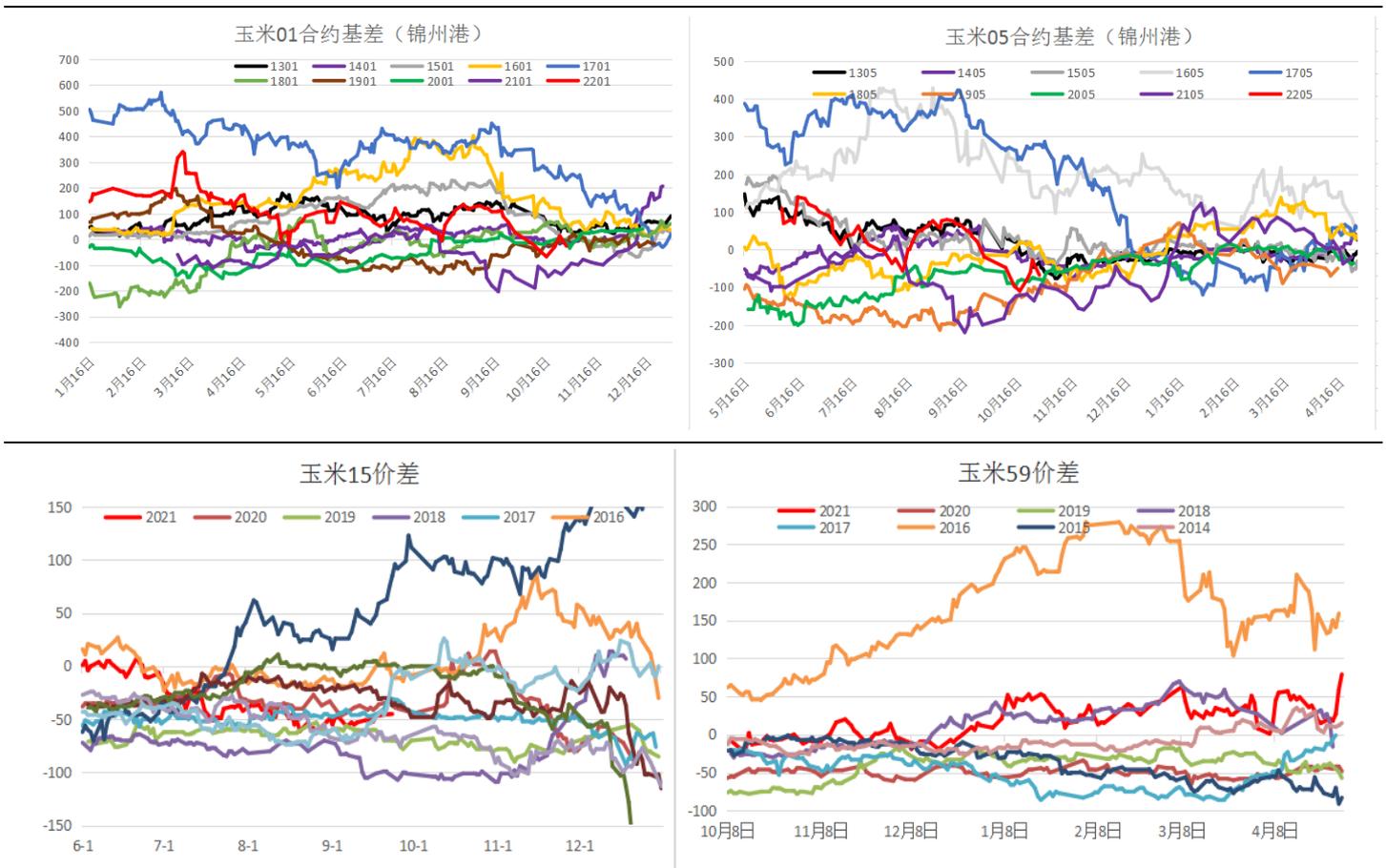


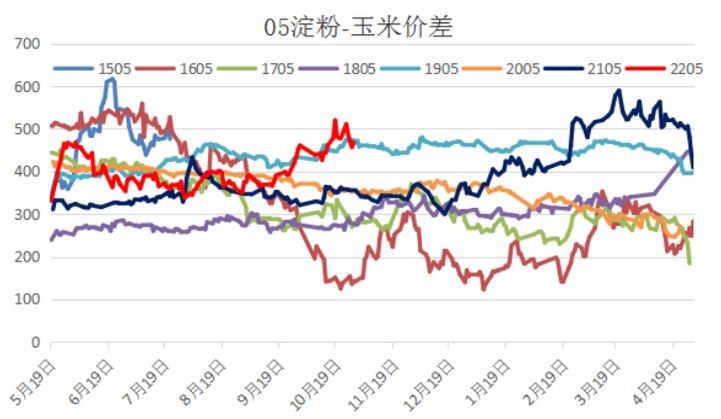
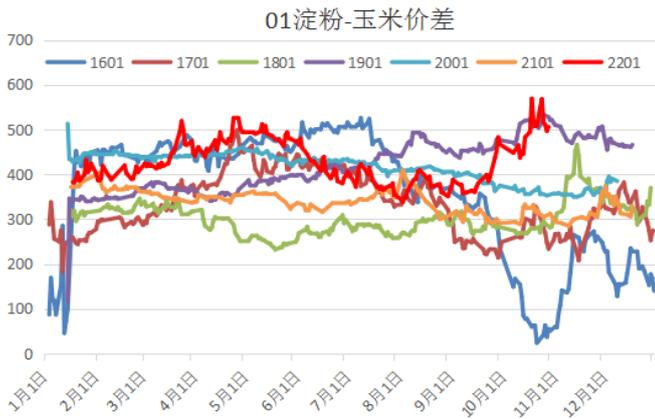
数据来源：USDA、优财研究院

## 二、基本面数据

### 1. 基差环比大幅走弱，远近月期价对现货转为小幅升水

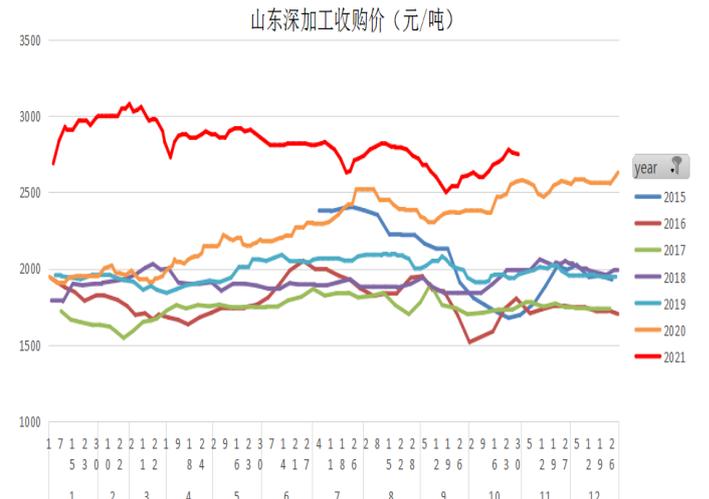
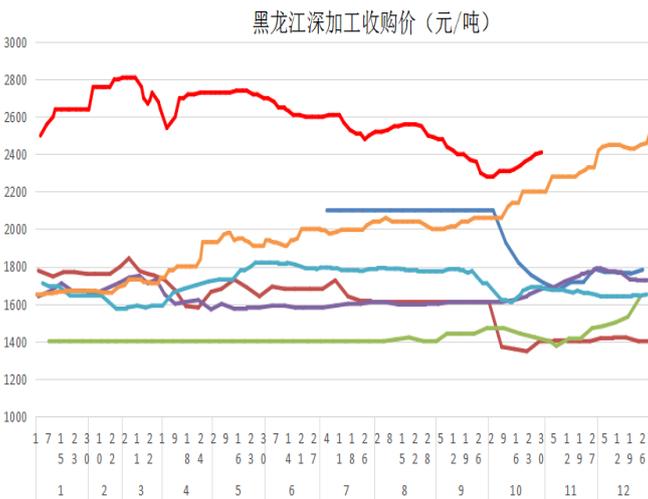
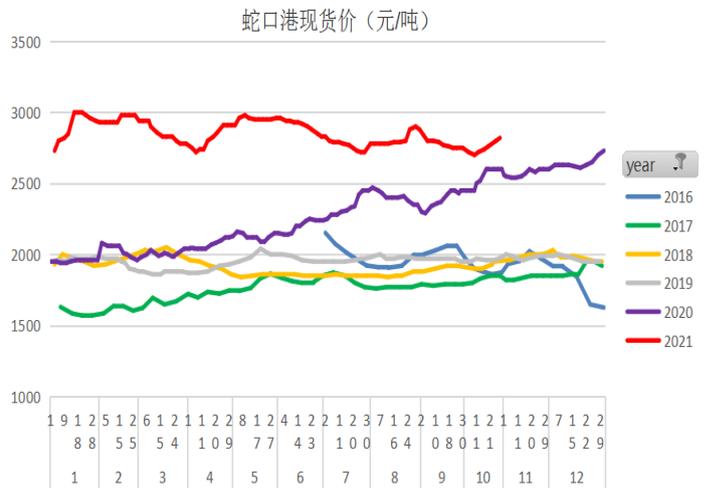
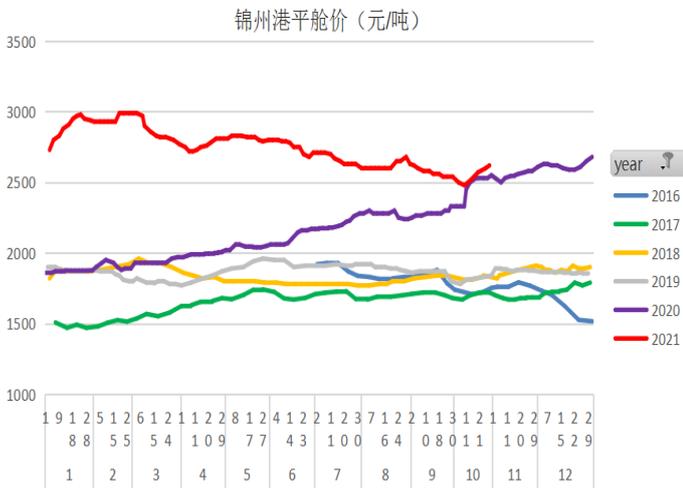
图 8. 玉米 1/5/9 合约基差及月间价差

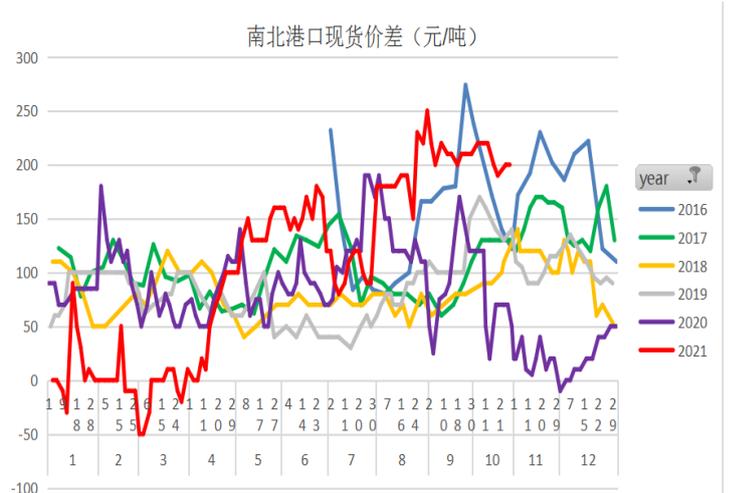
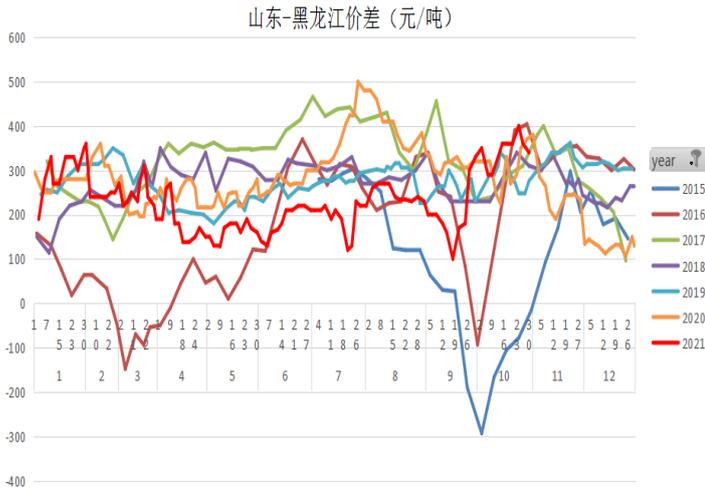




数据来源：文华财经、优财研究院

图9. 产销区现货价格及价差

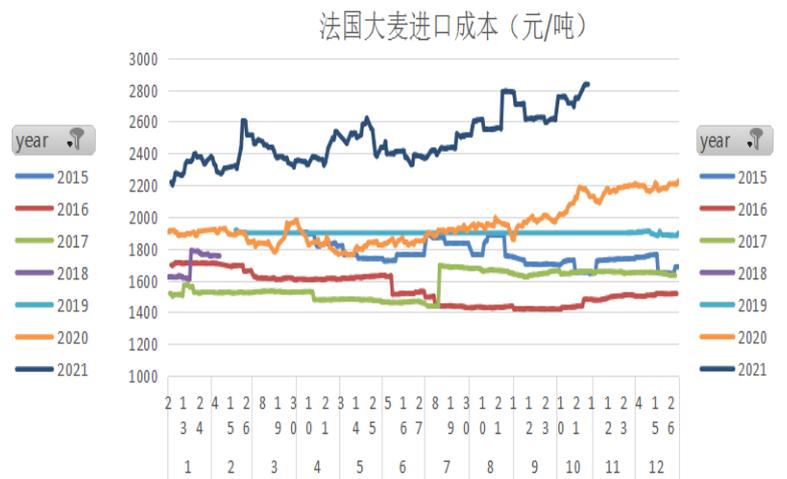
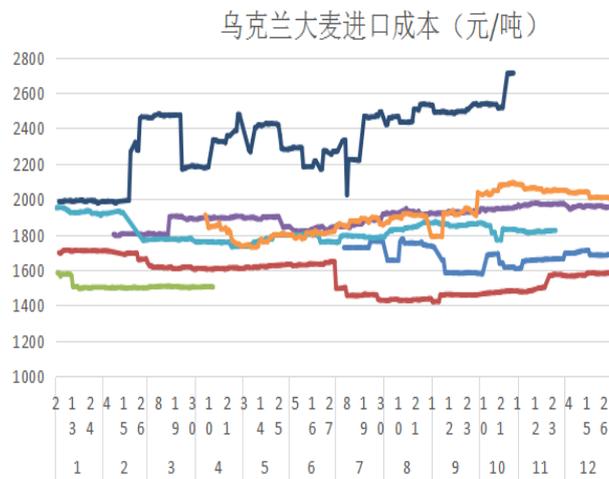
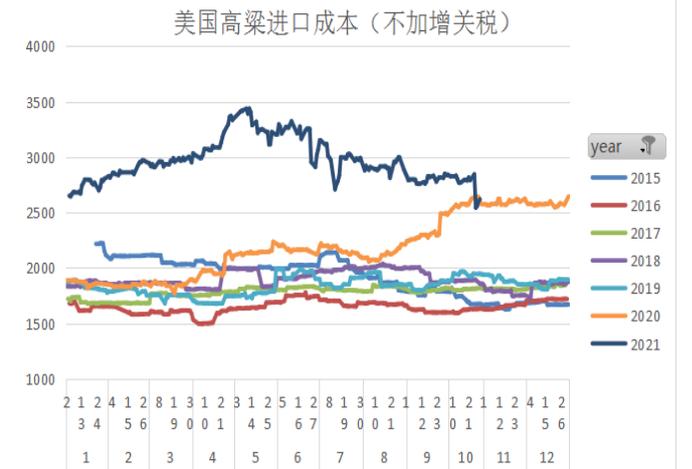
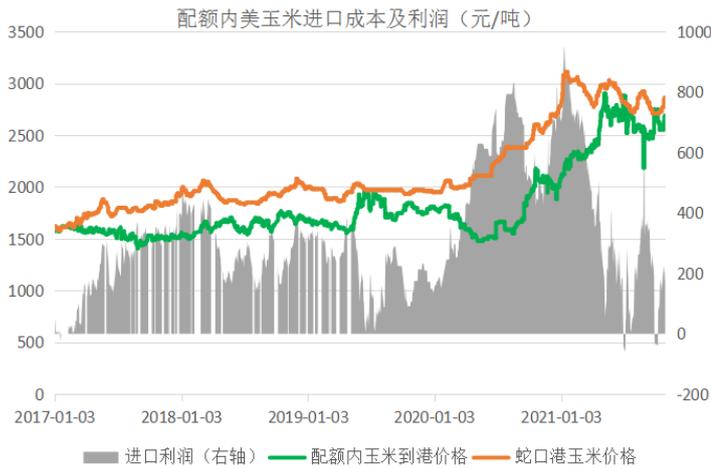




数据来源：我的农产品网、天下粮仓、优财研究院

## 2、替代谷物对国产玉米价差大幅收窄，华北新作报价已经低于小麦价格

图 10. 美玉米及美国高粱进口成本



数据来源：彭博、Wind、优财研究院

图 11. 国产谷物间价差

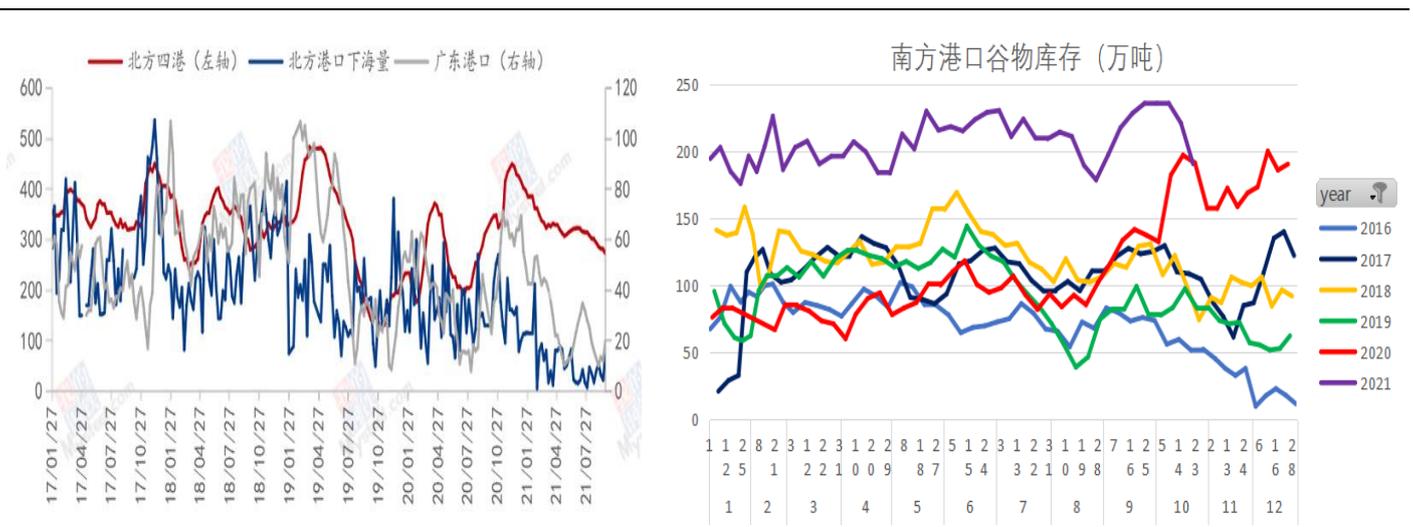


数据来源：国家粮油信息中心、Wind、 优财研究院

### 3、港口谷物总库存高位，但是内贸玉米库存维持低位

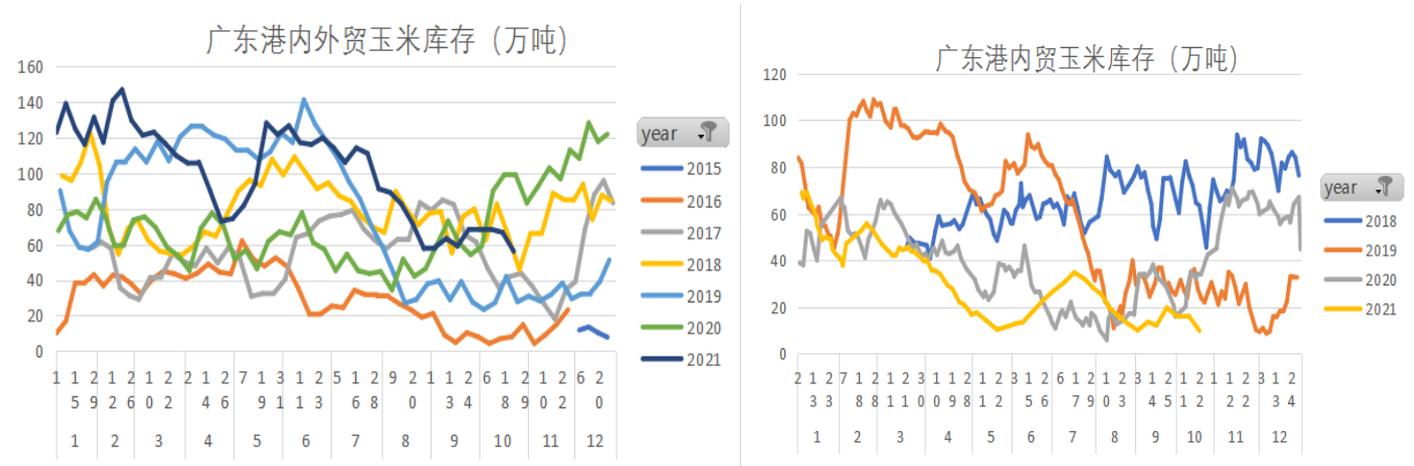
据我的农产品网显示，截止 10 月底，北方四港总库存 251 万吨。广东港口内贸玉米 9.8 万吨，外贸玉米库存 46.2 万吨，全部谷物库存 190.6 万吨，谷物总库存量环比下滑，同比处在历史同期偏高位置。

图 12. 南北港口玉米库存



数据来源：天下粮仓、我的农产品网、广东玉米数据网、 优财研究院

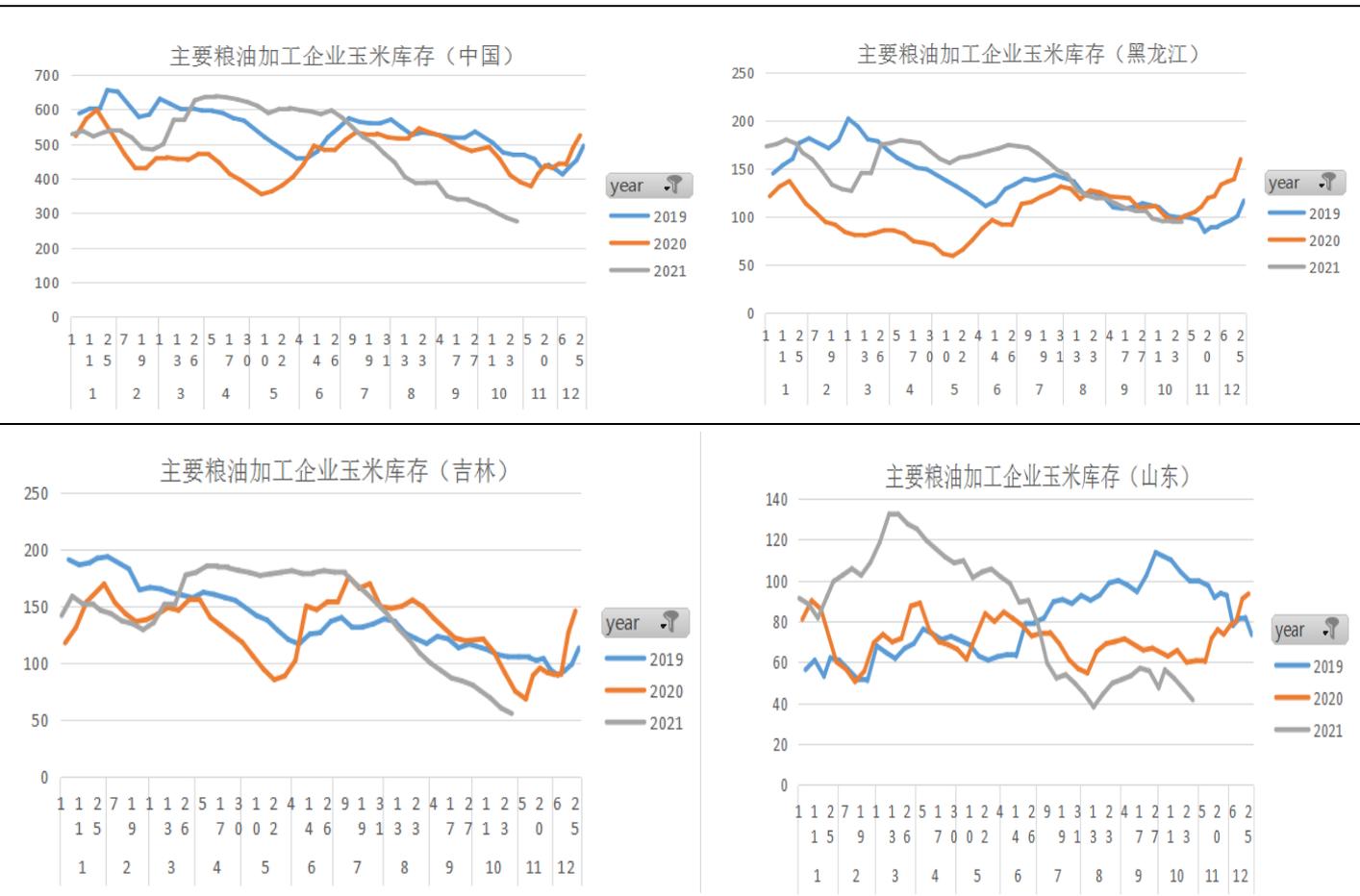
图 13. 广东港玉米库存



数据来源：广东玉米数据网、优财研究院

4、全国深加工企业玉米库存同比偏低，华北环比小幅回升

图 14. 深加工企业玉米库存

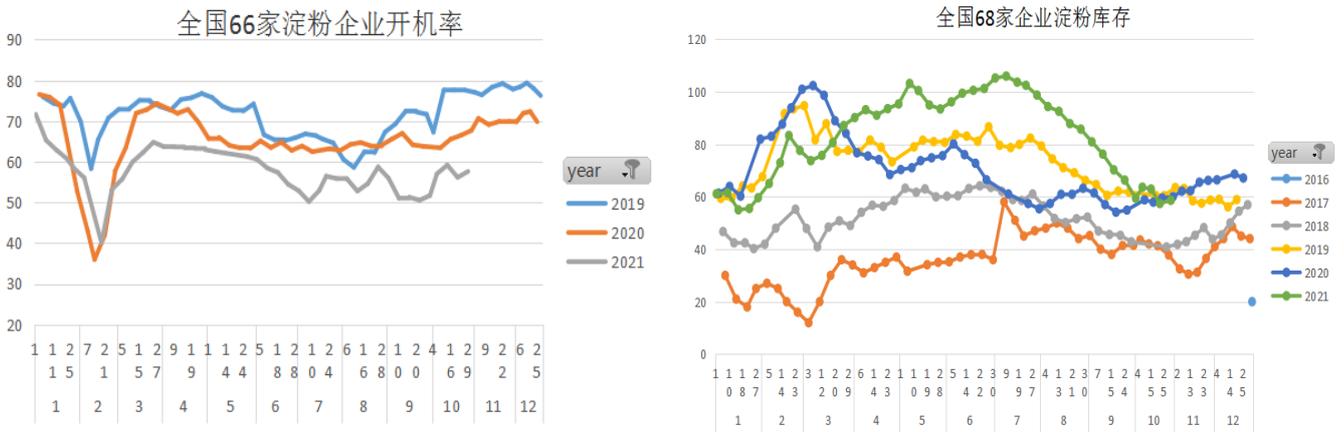


数据来源：我的农产品网、优财研究院

### 5、玉米下游利润环比大幅改善，生猪养殖亏损缓解

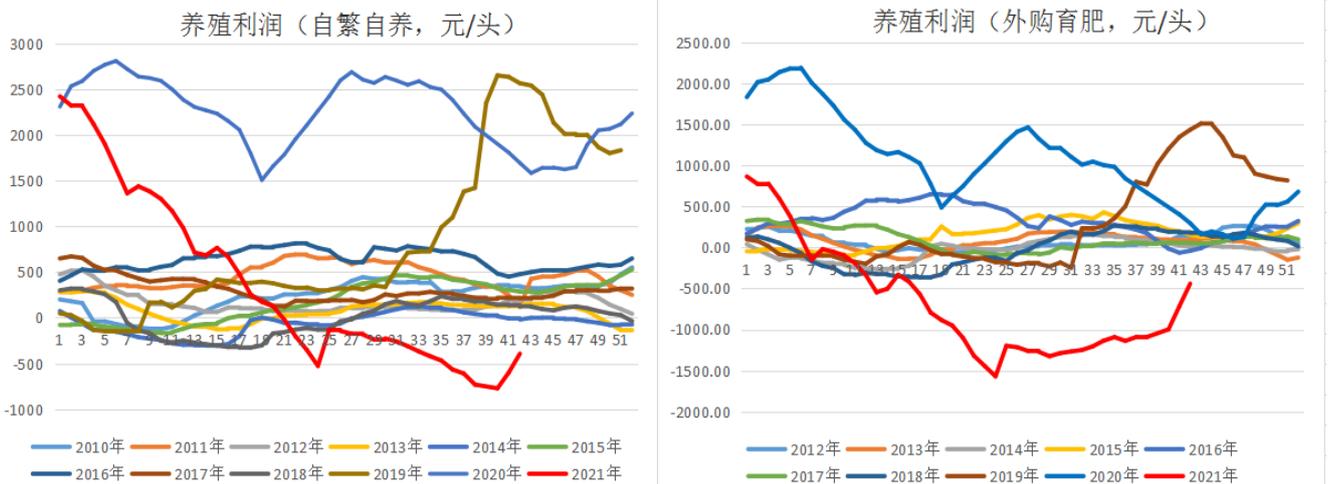
据我的农产品网数据显示，截止10月底，淀粉行业开机率止跌回升，全国66家平均开机率57.58%，去年同期67.68%。养殖端，猪价持续反弹，养殖亏损减轻。蛋禽整体利润维持高位，肉禽盈亏平衡附近徘徊，蛋鸡利润61.28元/羽，毛鸡利润-2.63元/羽，生猪养殖利润跟随猪价持续低迷，生猪外购仔猪养殖利润-442元/头，自繁自养-393元/头。

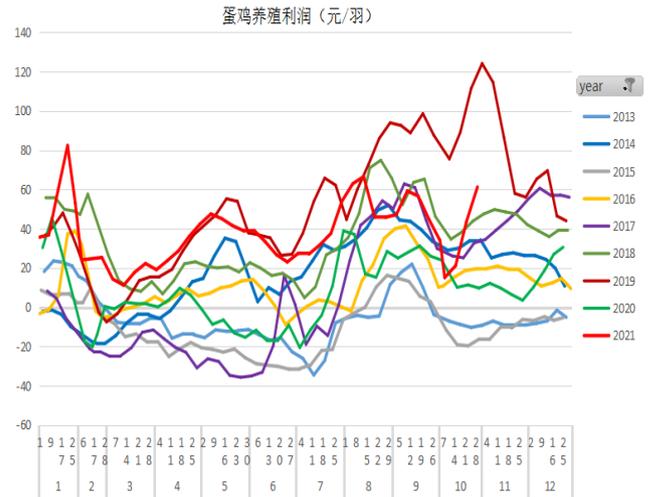
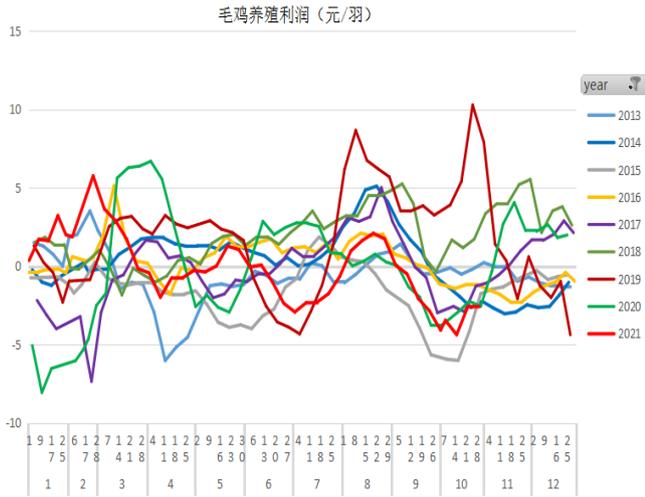
图 15. 淀粉开机率及加工利润



数据来源：我的农产品网、天下粮仓、 优财研究院

图 16. 养殖利润

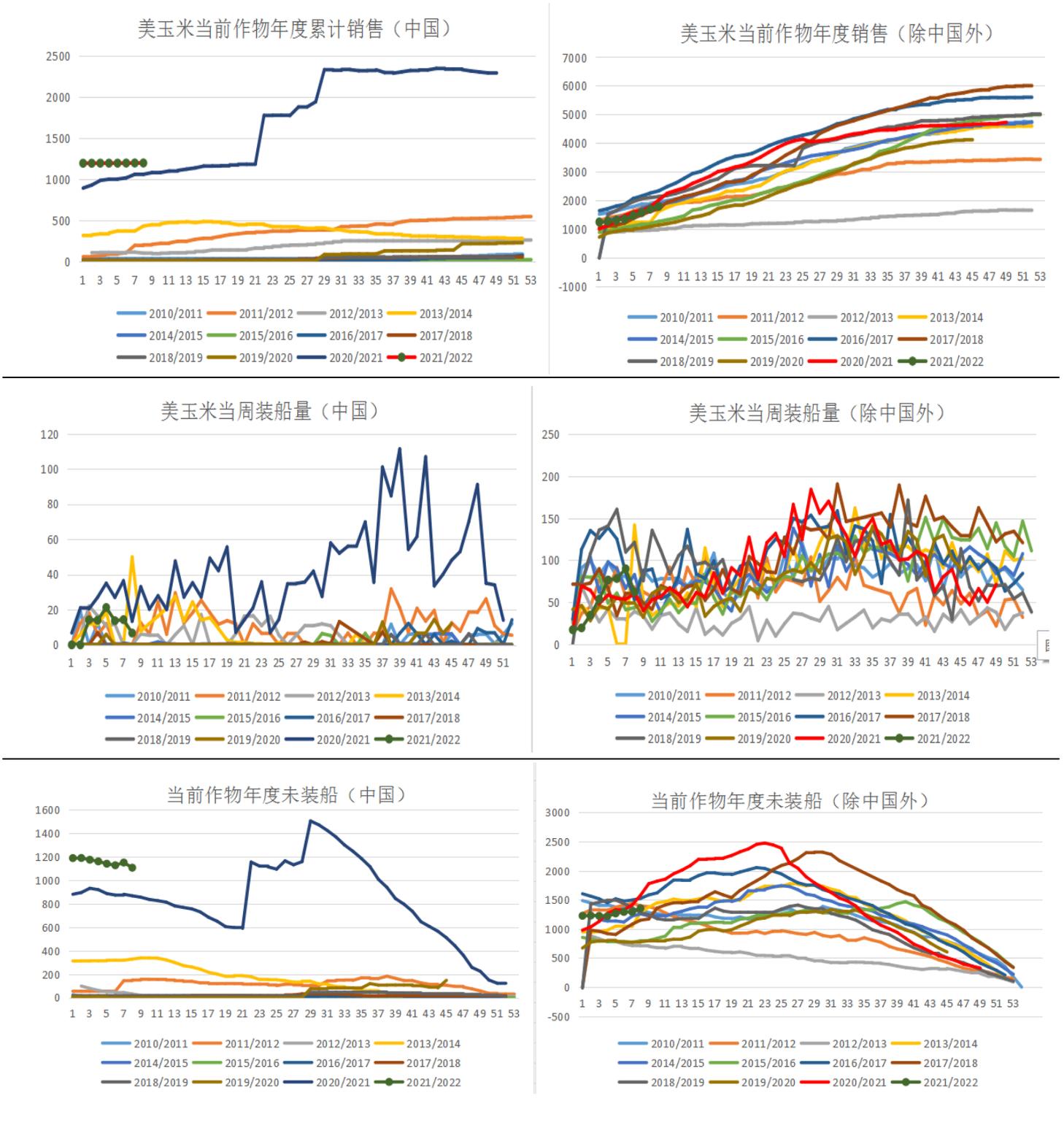




数据来源: Wind、博亚和讯、 优财研究院

### 6、美玉米出口进度落后去年同期

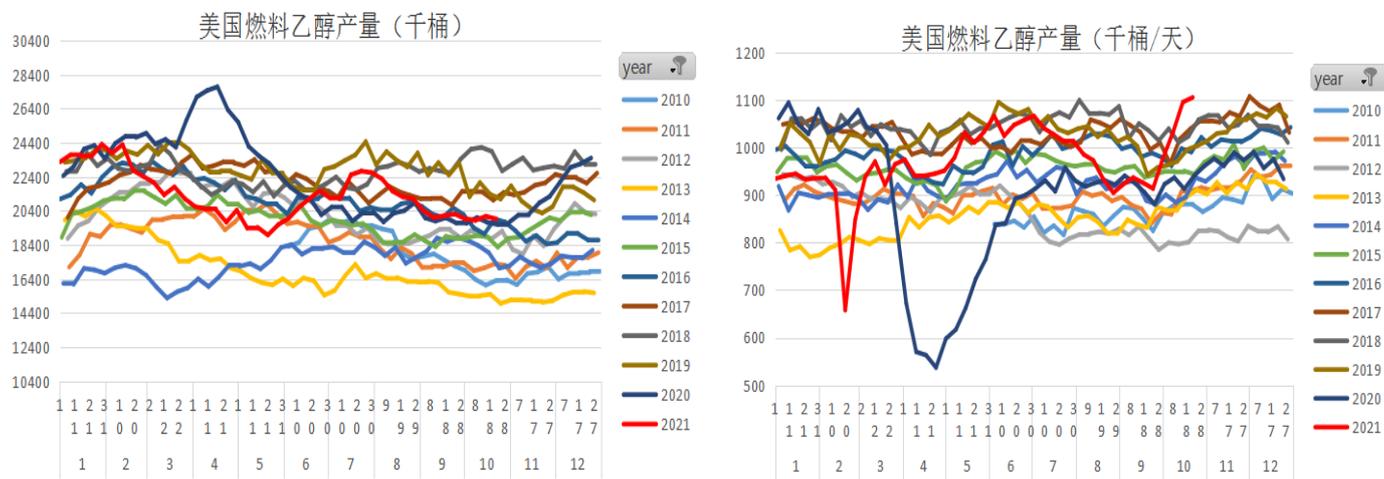
图 17. 美玉米出口情况 (万吨)



数据来源: USDA、优财研究院

## 7、美国燃料乙醇消费受原油拉动大幅走高

图 18. 美国燃料乙醇产量及库存



数据来源：EIA、 优财研究院

## 五、总结及展望

目前国内大宗商品受政策调控影响，出现凌厉下跌，但农产品由于相对估值偏低，且部分品种参考外盘定价表现较为抗跌。玉米系国内基本面来看，短期中下游存在新一轮补库需求，玉米下游利润好转后，终端消费短期预计有所好转。此外边际上谷物价格高位及海运费高位令玉米的替代边际大幅抬升，国产玉米使用性价比回升。新作上市前后，中下游存在继续抛货去库存的可能性。但中期来看，国内国内供需还在趋紧，远期产区缺口预期尚未证伪，尤其是处在国内整体谷物库存趋于下降的背景下，国内玉米期价可能还未见顶。操作上，近期由于上游库存积压叠加新作上市预期较强单边观望，等待回调机会中期我们建议逢低买入远月玉米期货或看涨期权，淀粉端由于供需基本面均弱于玉米，四季度淀粉-玉米价差大概率走弱，择机入场买玉米抛淀粉套利操作。

## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>

