



玉米：破局才有空间

板块 玉米前海期货有限公司
投资咨询业务资格

投资研究中心

玉米研究员：涂迪

电话：021-58777763

邮箱：tudi@qhfc.com

从业资格：F3066269

投资咨询：Z0014790

内容摘要

供需动态：

- 1) 美国玉米：月度出口较差，新作播种较快
- 2) 南美玉米：巴西产情良好，阿根廷产量未进一步下调；
- 3) 国内玉米：内贸库存持续去化，下游亏损边际好转。

主要观点：

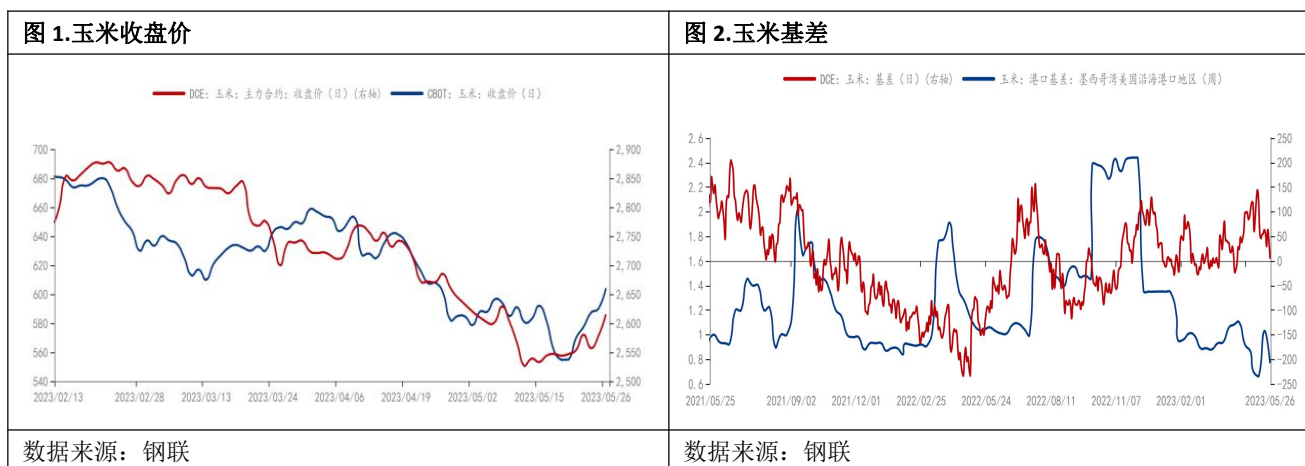
展望6月，重点关注供应端的压力表现，一个是国内小麦上市对内贸玉米价格的影响，另一个是巴西玉米上市压力。外盘方面，我们认为巴西玉米上市初期对美玉米价格不友好，价格上方应有压力表现。国内方面，受阶段性降水影响，小麦上市产质量在未来一到两周变数较大，从当前小麦和玉米价差水平看，目前二者的价差水平还未达到有绝对替代和反替代的水平，需要价差进一步拉大才能实现小麦对玉米饲用的充分替代。

价格方面，因产区对玉米不认跌，销区对小麦又不看涨，导致二者价差月内跟的比较紧。展望未来，我们发现目前对于供应结构来说，小麦的供应结构显然不及玉米，目前玉米产销环节库存均降至近年同期低位，而陈麦的高库存和新麦的临近上市意味着小麦的供应更为充裕，所玉米-小麦价差我们认为将继续走扩，直至现货端小麦对玉米饲用形成大量替代。价差方面，1) 玉米月间价差正套还有一定空间可关注，但随着换月需求的临近，正套或有获利平仓需求，但月间建议仍以逢低正套为主。2) 淀粉-玉米价差随着利润的好转有所回调，但下半年需求旺季预期仍在，9月淀粉-玉米价差关注回调后走扩的机会。

此外，我们也想强调，从总量、利润水平和需求预期等层面，不管是玉米还是小麦都未出现明确利好，所以暂时维持谷物板块价格进入下行周期的观点，但阶段性矛盾小麦的供应压力或先兑现，推动二者价差走扩，这也将成为未来小麦进入饲料的导火索。同时，我们认为政策对小麦阶段性底部的影响也很大，所以也要关注政策收抛储对小麦价格的影响。

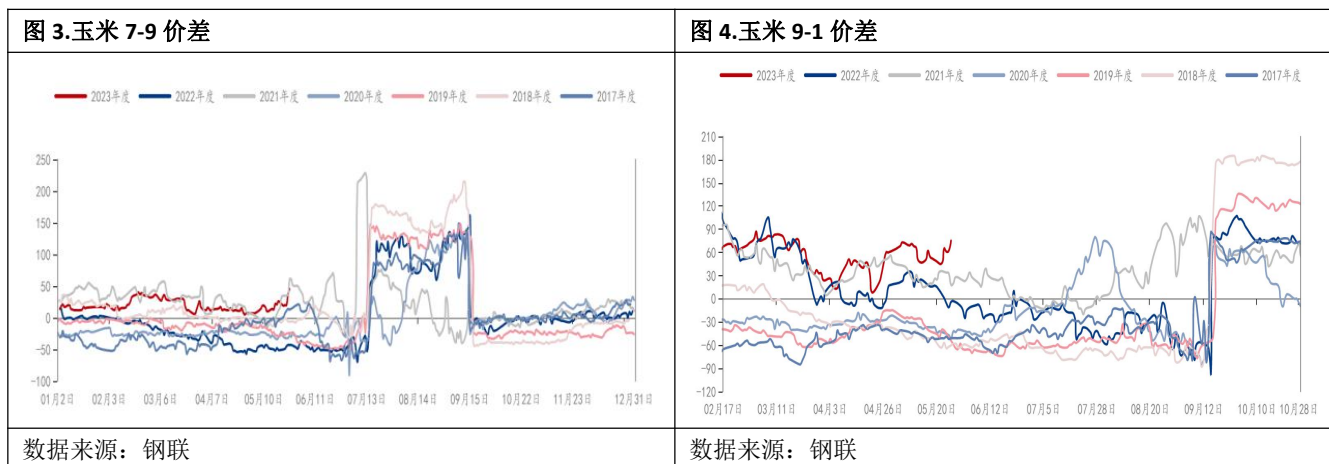
一. 月度复盘

在 USDA 供需报告和天气影响下，内外盘玉米价格走出了宽幅震荡的行情。5 月上旬，内外盘玉米震荡下跌，美玉米交易旧作需求疲软和新作产情向好预期，国内玉米则受小麦下跌行情的影响较大。5 月下旬，美玉米价格因担心干燥天气反弹，国内玉米价格则受现货库存去化得到一定支撑，目前价格均已收复至月初水平。截至 5 月 26 日，美玉米收盘价 604 美分/蒲式尔，连盘玉米收盘价 2615 元/吨。基差方面，美玉米基差小幅上涨，国内玉米基差震荡下行，截至上周，玉米基差回落至 4 元/吨，美湾玉米基差（周度）0.77 美分/蒲式尔。



1) 7-9 价差震荡上涨，9-1 价差宽幅震荡

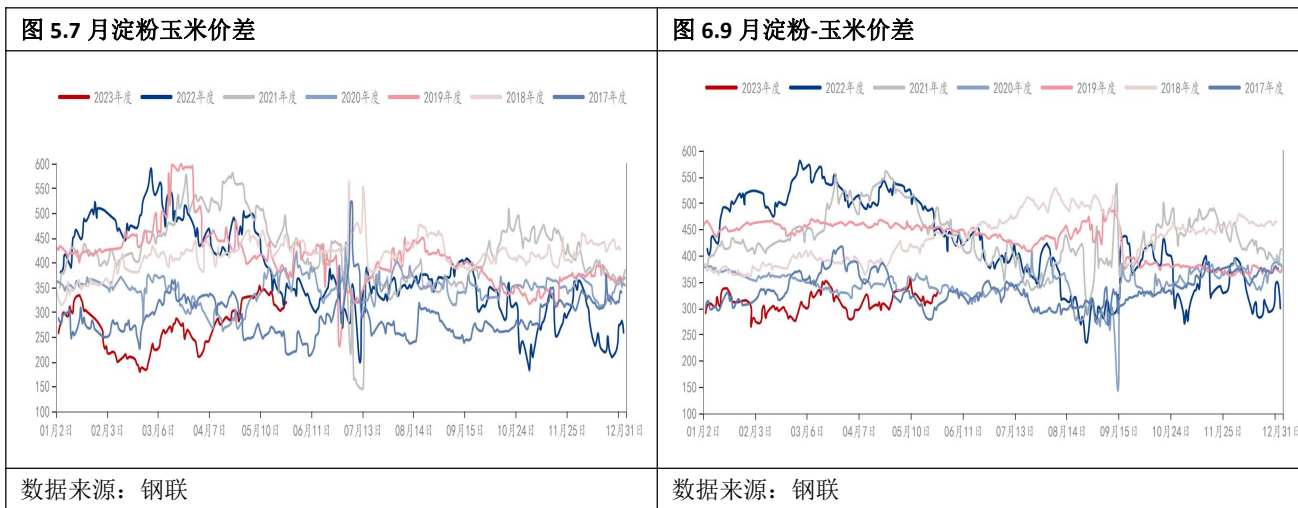
7 月企稳反弹带动近月价差走强，远月多空交织价差震荡。5 月 4 日，玉米 7-9 价差 4 元/吨，9-1 价差 68 元/吨；作为对比，5 月 26 日，7-9 价差上涨至 46 元/吨，9-1 价差 76 元/吨。其中 9-1 价差先是跟随近月震荡下跌至 46 元/吨，后又跟随近月反弹至 76 元/吨。



2) 淀粉-玉米价差震荡回落

节日效应退坡，淀粉玉米价差震荡回落。受开机率下降和消费旺季影响，淀粉玉米价差进入 4 月后得到良好修复，随着加工利润的向好修复，企业开机

率回升，包括需求的环比回落，触发玉米-淀粉价差震荡回落。截至当前，07 合约淀粉-玉米价差月内最高点出现在假期开始第一周，最高扩至 353 元/吨，之后震荡回落至 303 元/吨，上周开始小幅反弹，截至 5 月 26 日收盘，淀粉-玉米价差 320 元/吨。同期，09 合约淀粉-玉米价差第一周最高走扩至 356 元/吨，最低调整至 306 元/吨，5 月 26 日收盘至 335 元/吨。

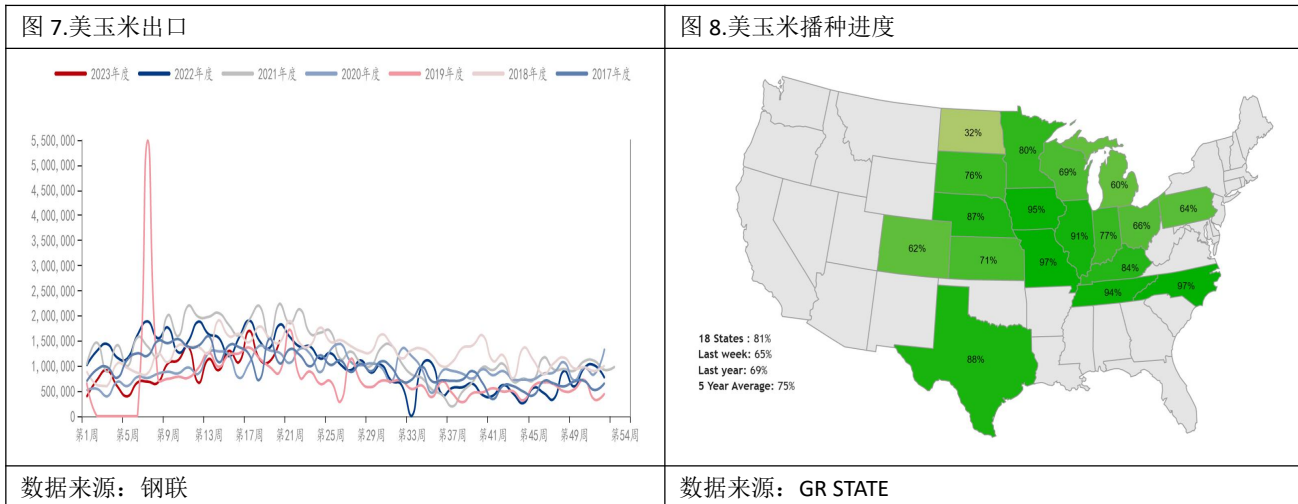


二. 基本面动态

1) 美玉米出口偏弱，新作播种较快

5 月美玉米出口再次转差，中国接连取消美玉米订单，导致三周时间里有两周销售数据出现负值，截至 5 月 18 日当周，22/23 年度玉米三周累计净销售 -15.7 万吨，累计销售 3798 万吨，较去年同期 5907 万吨下降 36%；月内三周，中国两次取消美玉米订单，合计量约达 60 万吨。

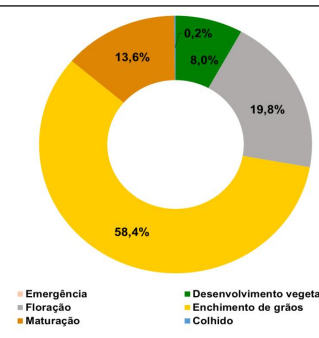
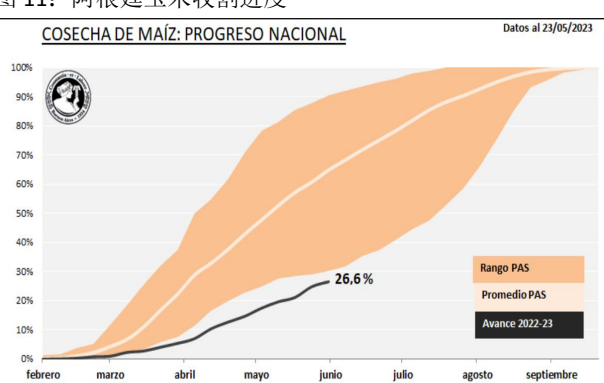
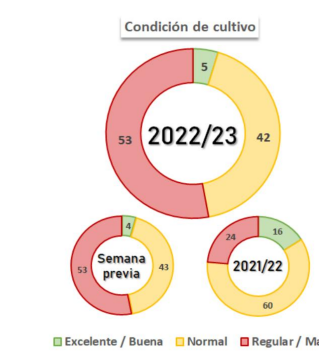
美国新作玉米播种进度较快，截至 5 月 21 日，美国玉米播种进度为 81%，一周前 65%，去年同期 69%，五年同期均值 75%。玉米出苗率达到 52%，上周 30%，去年同期 35%，五年同期均值 45%。



2) 巴西玉米长势总体良好，阿根廷产量未进一步下调

目前巴西一茬玉米收割进度已近八成，二茬玉米也有半数以上进入灌浆和乳熟期，生长至今天气条件总体良好，东北部分产区降水有阶段性不均的情况，但目前看对产量的影响较为有限，巴西玉米丰产或是大概率事件。

年初至 4 月，因主要产区高温少雨，阿根廷玉米产量持续下调。5 月美国农业部和布宜诺斯艾利斯谷物交易所暂时未作进一步调整，暂时将产量预期维持在 3600 万吨水平。另，受大豆收割挤兑影响，阿根廷玉米收割进度较往年同期偏慢，截至 5 月 23 日，阿根廷玉米收割进度仅为 26.6%，月内优良率环比看总体变化不大，但差苗比例比去年同期高于将近 30%，后期的单产水平仍存在较多不确定性。

图 9：巴西玉米收割进度				图 10：巴西二茬玉米生长周期	
Estado	Semana até:				
	2022	2023			
	21/May	14/May	20/May		
Maranhão	30.0%	20.0%	25.0%		
Piauí	45.0%	20.0%	30.0%		
Bahia	70.0%	68.0%	71.0%		
Goiás	98.0%	45.0%	50.0%		
Minas Gerais	100.0%	93.0%	97.0%		
São Paulo	100.0%	100.0%	100.0%		
Paraná	100.0%	93.0%	96.0%		
Santa Catarina	100.0%	87.0%	100.0%		
Rio Grande do Sul	89.0%	87.0%	90.0%		
9 estados	83.7%	72.4%	77.2%		
资料来源：Conab				资料来源：Conab	
图 11：阿根廷玉米收割进度				图 12：阿根廷玉米优良率	
					
资料来源：BAGE				资料来源：BAGE	

3) 内贸玉米库存去化，下游亏损有所好转

受小麦饲用替代影响，玉米产业环节库存主动去化，截至 5 月 26 日，北方港口玉米库存 265 万吨，南方港口谷物和玉米库存 155 万吨，分别较前两年同期低 50-100 万吨左右。下游饲料企业和深加工玉米库存 5 月以来下降的较快，主要是小麦对玉米有一定替代，饲料企业玉米采购下降；同期，淀粉加工利润回升，深加工企业玉米消耗量有所增加。

下游淀粉深加工和养殖利润仍处于亏损区间，但较前期均有不同程度改善，钢联数据显示，近4周总体看下来，自繁自养头均亏损在200（±20）元/头，外购仔猪亏损幅度小幅收窄，截至5月26日，淀粉深加工企业，自繁自养和外购仔猪养殖头均亏损分别为223元/头和311元/头，亏损幅度分别较前一周收敛7元/头和59元/头。

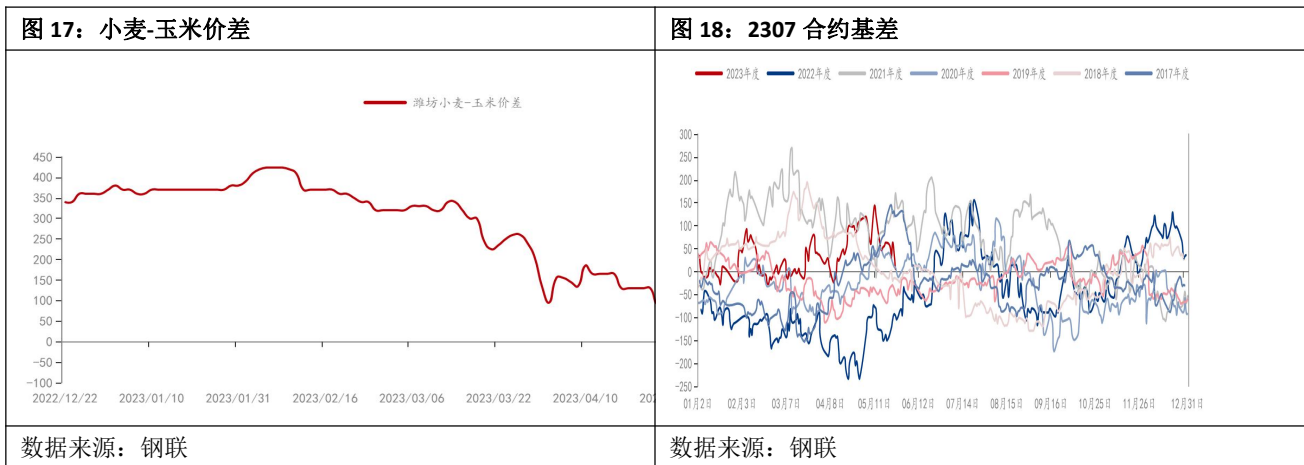
<p>图 13: 北方港口玉米库存</p>	<p>图 14: 南方港口玉米库存</p>
<p>数据来源：钢联</p>	<p>数据来源：钢联</p>
<p>图: 深加工企业玉米库存</p>	<p>图: 饲料企业玉米库存</p>
<p>数据来源：钢联</p>	<p>数据来源：钢联</p>
<p>图 15: 深加工企业玉米淀粉加工利润</p>	<p>图 16: 生猪养殖利润</p>
<p>数据来源：钢联</p>	<p>数据来源：钢联</p>

三. 行情展望

5月，影响内外盘玉米价格波动最重要的事件当属USDA供需报告。本次报

告 USDA 全面上调新作产量预估，不仅 23/24 年美玉米结转库存上调，南美玉米产量也稳中有增，特别是阿根廷未来新作的恢复性增产预期，对全球玉米结转库存将有明显改善。因本次报告中给出了较为乐观的供应预期，导致内外盘玉米价格重心下移。

除了新作供应趋增的预期外，美玉米旧作的出口疲软也同时被计价，价格在报告公布前后表现疲软。同期国内玉米仍锚定小麦定价，因前期陈麦的流畅下跌导致玉米小麦价差一度倒挂，小麦饲用性价比开始优于玉米，饲用企业补库带动陈麦价格淡季不淡，玉米价格低位企稳。



展望 6 月，重点关注供应端的压力表现，一个是国内小麦上市对内贸玉米价格的影响，另一个是巴西玉米上市压力。外盘方面，我们认为巴西玉米上市初期对美玉米价格不友好，价格上方应有压力表现。国内方面，受阶段性降水影响，小麦上市产质量在未来一到两周变数较大，从当前小麦和玉米价差水平看，目前二者的价差水平还未达到有绝对替代和反替代的水平，需要价差进一步拉大才能实现小麦对玉米饲用的充分替代。

价格方面，因产区对玉米不认跌，销区对小麦又不看涨，导致二者价差月内跟的比较紧。展望未来，我们发现目前对于供应结构来说，小麦的供应结构显然不及玉米，目前玉米产销环节库存均降至近年同期低位，而陈麦的高库存和新麦的临近上市意味着小麦的供应更为充裕，所玉米-小麦价差我们认为将继续走扩，直至现货端小麦对玉米饲用形成大量替代。价差方面，1) 玉米月间价差正套还有一定空间可关注，但随着换月需求的临近，正套或有获利平仓需求，但月间建议仍以逢低正套为主。2) 淀粉-玉米价差随着利润的好转有所回调，但下半年需求旺季预期仍在，9 月淀粉-玉米价差关注回调后走扩的机会。

此外，我们也想强调，从总量、利润水平和需求预期等层面，不管是玉米还是小麦都未出现明确利好，所以暂时维持谷物板块价格进入下行周期的观

点，但阶段性矛盾小麦的供应压力或先兑现，推动二者价差走扩，这也将成为未来小麦进入饲料的导火索。同时，我们认为政策对小麦阶段性底部的影响也很大，所以也要关注政策收抛储对小麦价格的影响。

免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfc.com>

