



玉米：天气主导预期

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

农产品研究员：王迎

邮箱：wangying@qhfc.com.net

从业资格：F3036198

投资咨询：Z0019226

内容摘要

供需动态：

- 1) 美国玉米：新作优良率连续下调，旧作出口依旧偏差
- 2) 南美玉米：前期收割进度偏慢，7月进入收获旺季
- 3) 国内玉米：环节库存继续去化，下游行业利润仍承压

主要观点：

展望7月，从产业定价角度，内外盘的定价可能存在一定分化。外盘方面，美玉米更多是巴西收割上市和自身产区天气定价，巴西玉米丰产预期下，其出口节点对美玉米仅有时间维度上的支撑，而进入厄尔尼诺现象下美玉米产区未来天气，才是真正决定美玉米价格波动的空间溢价之锚。

价格方面，前期的替代基调围绕玉米-小麦价差走扩程度，目前二者价差水平对玉米价格的利空程度上有限。在此基础上，本月我们重点关注南北港口库存的变化，如果环节库存仍被动去化，玉米接下来现货定价会从需求比价逻辑向自身真实供需转移，特别是盘面价格，按继续去库逻辑推演，盘面多头有潜在挤仓风险。但在此交割逻辑之前，投机并不建议追多，一个是巴西玉米上市预期对价格不利，再一个美国短期天气预报升水回吐，所以月内多单逢高暂以减持为主。未来北半球玉米正式进入“天气市”，产区温度和降水预报影响价格预期。价差方面，1) 考虑到现货基差逻辑以及盘面的风险偏好，玉米月间9-1价差正套可考虑逢高减持。2) 下半年需求回暖预期仍在，9月淀粉-玉米价差月内容幅震荡，持续关注9月淀粉-玉米价差回调后走扩的机会。

除上述内外盘基本面外，本月需留意政策和地缘局势的超预期变化。国内玉米去库基本面坚挺的背后是实质性供应的减少，所以价格进一步上行的过程伴随着补充性政策的调控，如小麦和陈化水稻的抛储，虽然听着是滞后价格波动的逻辑，但价格上陈化水稻的抛储大概率会因玉米价格的上张触发。再就是以俄乌冲突引发的地缘局势的不稳定性再次出现，这是除天气外更难预判的影响因子，一旦战争混乱度再次回归，以小麦和能源为代表的俄罗斯本土资源品的供应稳定性或下降。

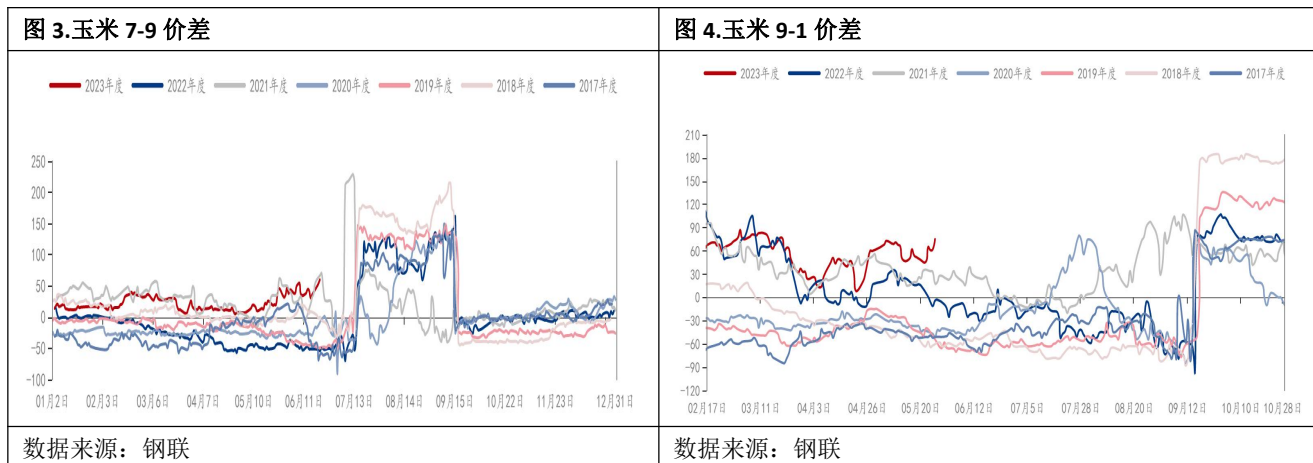
一. 月度复盘

受宏观和天气因素提振，内外盘玉米价格震荡上行。从价格走势上看，前三周的反弹基本符合我们在5月报告中的想法，即《破局才有机会》，但与此同时，外盘玉米反弹的强度超出了我们的预期。具体来看，6月前两周，美玉米产区高温少雨，优良率下调，外盘玉米远月合约企稳反弹；6月第三周，美联储议息会议落地，国内宏观政策密集释放利好，市场风险偏好回升，而产业端新一周优良率的再次大幅下调，全面触发外盘CBOT农产品价格的上涨，当周美玉米价格上涨12.68%，创近一年以来最高周涨幅。同期，国内玉米现货价格坚挺，产业逻辑仍围绕有限的供应，下游深加工企业纷纷提价补库，玉米价格走势偏强，前三周价格涨幅达3.94%。基差方面，6月21日，连盘玉米收盘价2688元/吨，基差52元/吨；6月23日，美玉米收盘价584美分/蒲式尔，美湾玉米基差（周度）0.78美分/蒲式尔，基差环比变化都不大。



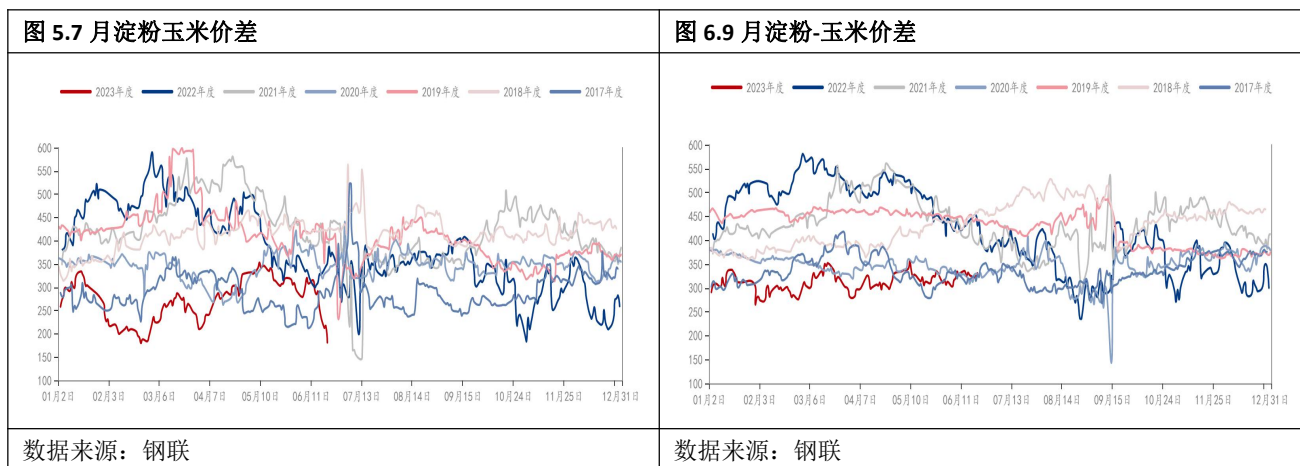
1) 现货偏强，玉米月间走出正套结构

受库存被动去化影响，玉米现货价格表现坚挺，带动玉米跨期正套上涨。6月21日，玉米7-9价差大幅走扩至61元/吨，9-1价差走扩至111元/吨；作为对比，5月22日，7-9玉米价差919元/吨，9-1玉米价差76元/吨。



2) 淀粉-玉米价差继续回落

因原料玉米价格走强，以及企业开机率的回升，月内淀粉-玉米价差走势分化。以 07 合约为代表的淀粉-玉米价差下跌至 180 元/吨，较 6 月初低点 280 元/吨下跌 100 元/吨；而相比于交割月合约淀粉的接货压力，09 合约淀粉-玉米价差走势相对平稳，最新价差 332 元/吨，月内上下波动幅度均有限。



二. 基本面动态

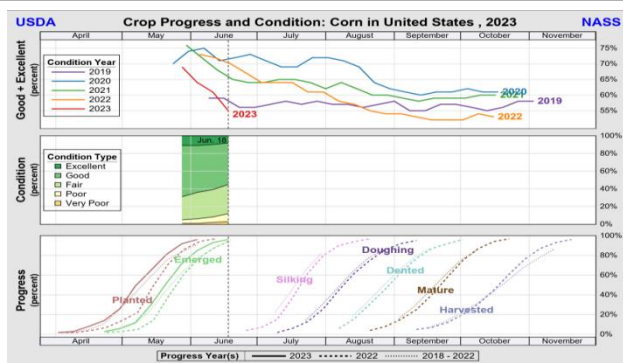
1) 旧作出口依旧偏差，新作优良率连续下滑

6 月美玉米出口再显颓势，虽然没有再次出现中国的订单取消，但是除中国外的主要买家如墨西哥、日本等国的采购意愿也明显有了观望情绪。6 月 15 日的前三周时间里，22/23 年度美玉米合计销售了约 48 万吨，22/23 年度美玉米累计销售 3865 万吨，较去年同期 6034 万吨下降 36%，目前的出口节奏较 USDA 预期仍有差距。

新作天气升水前置，美玉米优良率连续三周下调。美玉米 18 号优良率是 55%，一周前 61%，去年同期 70%，环比和同比都不及同期，且与 5 月末最初 69% 的优良率相比，目前优良率已经累计减少 14%，下调幅度近 2 成。近一个月产区的高温少雨，导致新作玉米前期的丰产逻辑出现松动，所以价格表现上，美盘玉米价格在第三周走出了自去年年中以来单周最大涨幅。

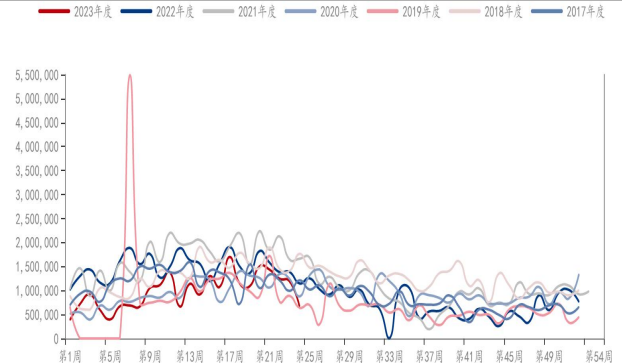
美国气象预报显示，未来两周美国大部分玉米产区会降水良好，北部和南部温度普遍偏高，总体天气条件较 6 月上旬有明显改善，未来需关注进入厄尔尼诺现象后，美国产区的降水和天气变化。

图 7.美玉米优良率



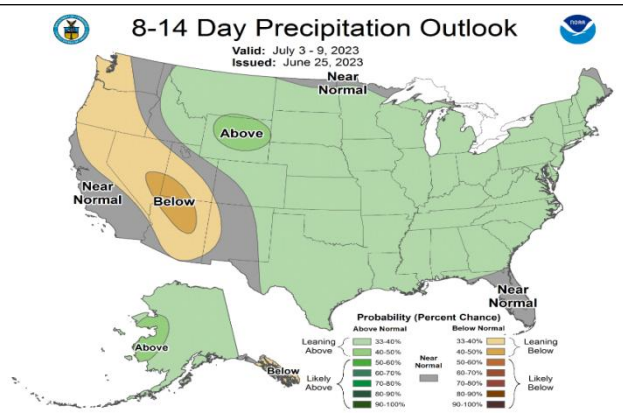
数据来源：钢联

图 8.美玉米出口



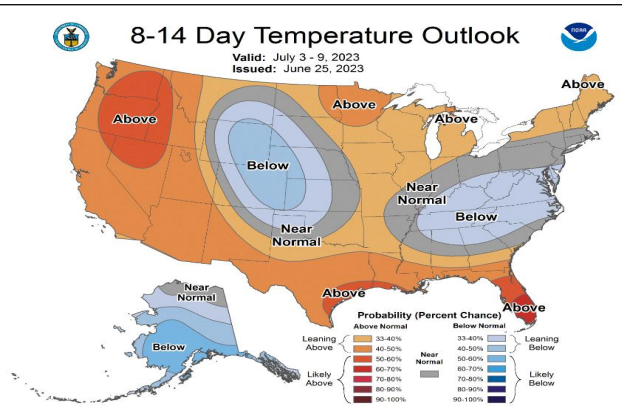
数据来源：GR STATE

图 9.美国未来两周降水预报



数据来源：NOAA

图 10.美国未来两周温度预报



数据来源：NOAA

2) 南美玉米前期收割进度偏慢，7月将进入收获旺季

巴西和阿根廷玉米产量基本定性，在阿根廷玉米产量连续数月被下调后，南美基本面溢价逻辑从产量向上市窗口期转移。虽然前期巴西和阿根廷玉米收割进度偏慢，但随着二茬玉米的陆续收割，三季度巴西玉米上市旺季会迟到但不会缺席。未来产区天气总体有利于田间作业，南美玉米收割进度大概率会加快。

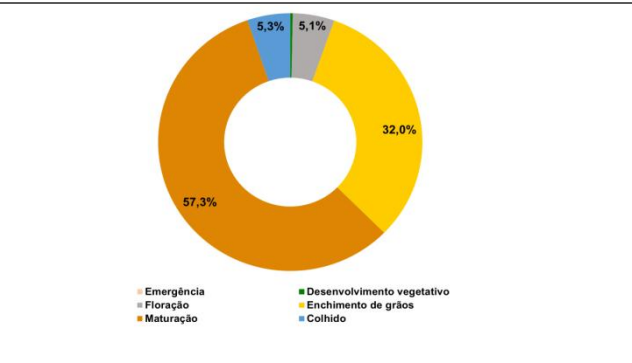
成本端，8月交货巴西玉米理论完税价比美玉米单吨低300元左右，具有较为明显的价格优势，一旦巴西玉米大量收割上市，美玉米出口将进一步下滑。

图 11: 巴西二茬玉米收割进度

Estado	Semana até:		
	2022 18/Jun	2023 10/Jun	2023 17/Jun
Goiás	4.0%	0.0%	0.2%
Piauí	0.0%	0.0%	0.0%
Tocantins	8.0%	0.0%	5.0%
São Paulo	0.0%	0.0%	0.0%
Minas Gerais	0.0%	0.4%	0.5%
Maranhão	5.0%	0.0%	1.0%
Mato Grosso do Sul	1.0%	0.0%	0.0%
Mato Grosso	23.7%	3.7%	10.9%
Paraná	1.0%	0.0%	0.0%
9 estados	11.1%	1.7%	5.3%

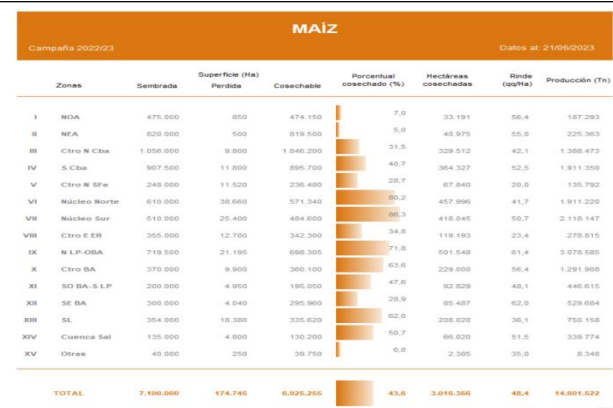
资料来源：Conab

图 12: 巴西二茬玉米生长周期



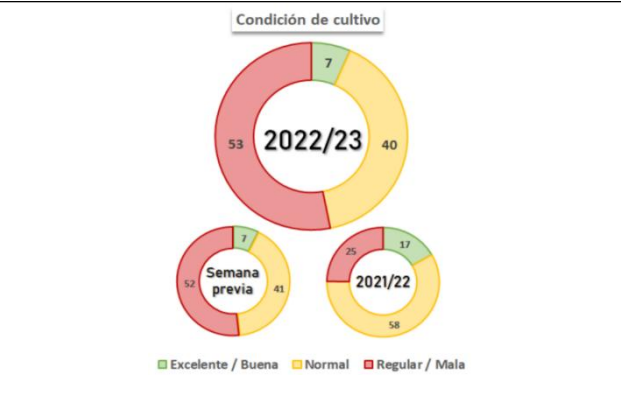
资料来源：Conab

图 13: 阿根廷玉米收割进度



资料来源: BAGE

图 14: 阿根廷玉米优良率



资料来源: BAGE

3) 玉米库存继续去化, 下游行业利润仍承压

国内前期芽麦对玉米的利空被不断下滑的环节库存稀释, 随着玉米产业环节库存的被动去化, 玉米定价从替代逻辑回归自身供需。目前, 上下游玉米库存均处于历史偏低水平, 这在近几年的供需格局中并不多见, 除了前期进口玉米节奏偏慢之外, 也引发了市场对国内玉米供需缺口的重新思考。具体来看, 截至 6 月 21 日, 北方港口玉米库存 217 万吨, 较上月同期下滑约 50 万吨; 南方港口谷物和玉米库存 161 万吨, 较上月同期小幅增加约 15 万吨。南北港口 (广东港+北四港) 内贸玉米库存合计 239 万吨, 较上月第三周下降约 70 万吨, 较去年同期减少约 230 万吨, 减幅达 49%。更值得重视的是, 表观数据上港口库存的明显去化, 并未对应下游行业库存的增加, 即内贸玉米的供需矛盾正在逐步叠加, 一旦集港不及预期, 那么以玉米深加工为代表的企业将出现原料供应紧缺的风险, 届时价格的问题会演变成实质性供应矛盾。

下游利润水平环比变化不大, 淀粉深加工和养殖利润仍处于亏损区间。本月最新数据显示, 自繁自养头均亏损在 223 元/头, 外购仔猪亏损倒是有所收窄, 亏损环比收窄有 150 元/头至 212 元/头。另一方面, 淀粉深加工企业利润区域间较为分化, 黑龙江、河北和山东地区理论加工利润仍亏损, 且较上月同期未得到改善, 而吉林地区玉米淀粉加工利润小幅转正。

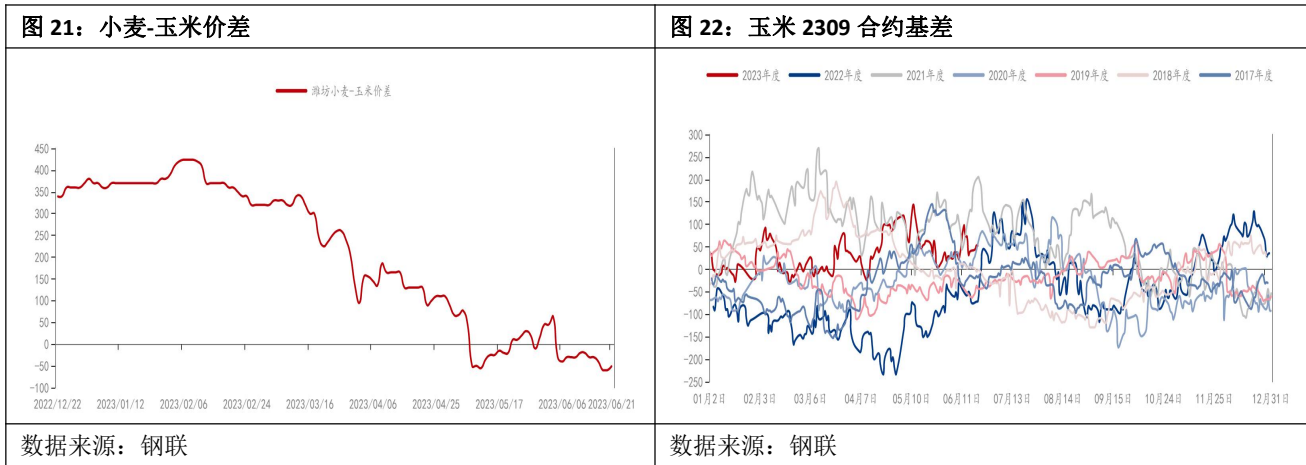
<p>图 15: 北方港口玉米库存</p>	<p>图 16: 南方港口玉米库存</p>
<p>数据来源: 钢联</p>	<p>数据来源: 钢联</p>
<p>图 17: 深加工企业玉米库存</p>	<p>图 18: 饲料企业玉米库存</p>
<p>数据来源: 钢联</p>	<p>数据来源: 钢联</p>
<p>图 19: 深加工企业玉米淀粉加工利润</p>	<p>图 20: 生猪养殖利润</p>
<p>数据来源: 钢联</p>	<p>数据来源: 钢联</p>

三. 行情展望

如果说 5 月份的 USDA 报告给足了全球新作玉米产量上修预期, 那么 6 月份的玉米价格表现无疑是对前期乐观预期的纠偏。从产业端来看, 旧作内外玉米市场总体变化不大, 不论是美玉米的出口颓势还是国内玉米库存去化, 都延续了上月的市场基调。但比旧作存量逻辑更重要的是, 本月宏观和天气因素都出现了明显利好, 触发 CBOT 包括美玉米在内的农产品价格强势上涨。

与美玉米修正预期不同, 国内玉米定价仍围绕现实供需。替代品角度, 小麦-玉米价差走势如期“破局”, 从本月初的+60 元/吨下跌至-50 元/吨; 库存

角度，钢联内贸玉米表现库存仍在去化，南北港口以下游行业库存水平较上月明显走低，国内玉米的定价已经从替代品的比价逻辑再次向自身产需缺口转移，如果北港玉米库存下破 200 万吨关口，玉米价格具有较大的上行风险。



展望 7 月，从产业定价角度，内外盘的定价可能存在一定分化。外盘方面，美玉米更多是巴西收割上市和自身产区天气定价，巴西玉米丰产预期下，其出口节点对美玉米仅有时间维度上的支撑，而进入厄尔尼诺现象下美玉米产区未来天气，才是真正决定美玉米价格波动的空间溢价之锚。

价格方面，前期的替代基调围绕玉米-小麦价差走扩程度，目前二者价差水平对玉米价格的利空程度上有限。在此基础上，本月我们重点关注南北港口库存的变化，如果环节库存仍被动去化，玉米接下来现货定价会从需求比价逻辑向自身真实供需转移，特别是盘面价格，按继续去库逻辑推演，盘面多头有潜在挤仓风险。但在此交割逻辑之前，投机并不建议追多，一个是巴西玉米上市预期对价格不利，再一个美国短期天气预报升水回吐，所以月内多单逢高暂以减持为主。未来北半球玉米正式进入“天气市”，产区温度和降水预报影响价格预期。价差方面，1) 考虑到现货基差逻辑以及盘面的风险偏好，玉米月间 9-1 价差正套可考虑逢高减持。2) 下半年需求回暖预期仍在，9 月淀粉-玉米价差月内窄幅震荡，持续关注 9 月淀粉-玉米价差回调后走扩的机会。

除上述内外盘基本面外，本月需留意政策和地缘局势的超预期变化。国内玉米去库基本面坚挺的背后是实质性供应的减少，所以价格进一步上行的过程伴随着补充性政策的调控，如小麦和陈化水稻的抛储，虽然听着是滞后价格波动的逻辑，但价格上陈化水稻的抛储大概率会因玉米价格的上张触发。再就是以俄乌冲突引发的地缘局势的不稳定性再次出现，这是除天气外更难预判的影响因子，一旦战争混乱度再次回归，以小麦和能源为代表的俄罗斯本土资源品的供应稳定性或下降。

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.qhfco.net>