2023/5 月报

# 需增缓慢，关注外盘带动

——2023 年 5 月玉米市场展望

2023 年 4 月 26 日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

农产品研究组

李伟　首席分析师

从业/投资咨询证号：

F0283072/Z0010384

何濛　分析师

从业/投资咨询证号：

F3033829/Z0014543

电话：0551-62839067

Email:tzzx@haqh.com

网址：www.haqh.com

华安期货温馨提示：

学期货，明规则

识风险，保权益

## 要点提示：

1. 国内供应重心转移，关注外盘带动影响。
2. 玉米春播如期展开，成本高位支撑期价。
3. 饲料进入增产周期，多元谷物足供压需。
4. 加工企业玉米累库，消费旺季提振行情。

## 市场展望与投资策略：

5月宏观风险冲击和黑海协议不续期预期将引国际粮价先跌再涨，国内玉米需求有弱转增的趋势，国内玉米价格将随外盘和国内需求共振波动。短期国内玉米下游采购谨慎导致消费乏力限制期价上行，猪企虽有节日消费和政策利好提振但难改供强需弱格局，加工业也面临节前备货不佳玉米累库状况，且节后消费会阶段性减弱。展望远期，新季玉米生产成本走高和需求渐好利多期价，随着饲料企业进入增产周期，以及下游淀粉和酒精加工业进入消费旺季，利润向上修复可提振企业消费玉米量，预期5月下旬见效。关注小麦上市期小麦-玉米价差变动，5月玉米价上方压力为加息等宏观经济风险冲击和小麦-玉米价差大幅缩窄趋势。

投资策略：

单边建议——2600附近区间C2307合约逢低买入；

期权建议——择时买入实值看涨期权；

套利建议——多CS2307空C2307合约套利，注意止盈和止损；

风险因素：宏观经济风险冲击；下游需求依旧疲弱不及预期

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

一、行情回顾.....1
二、供需分析.....1
2.1 供应方面.....1
2.1.1 国内供应重心转移，关注外盘带动影响.....1
2.1.2 玉米春播如期展开，成本高位支撑期价.....2
2.2 需求方面.....3
2.2.1 饲料进入增产周期，多元谷物足供压需.....3
2.2.2 加工企业玉米累库，消费旺季提振行情.....4
3.1 套利分析.....6
3.1.1 玉米基差趋势走弱，历史波动率处高位.....6
3.1.2 品种套利：做多主力合约淀粉-玉米价差.....7
三、市场展望与投资策略.....7
免责声明.....8

## 图表目录

图表 1 ：DCE 玉米主力期价先涨再跌（元/吨）.....1
图表 2 ：CBOT 玉米主力期价先涨再跌（美元/蒲式耳）.....1
图表 3 ：国内玉米主产区售粮进度.....2
图表 4 ：进口玉米利润（元/吨）.....2
图表 5 ：4 月玉米供需报告（百万吨）.....2
图表 6 ：国内春玉米播种情况.....3
图表 7 ：WTI 原油现货价（美元/桶）.....3
图表 8 ：商品猪和能繁母猪存栏量（万头）.....3
图表 9 ：猪自养利润（元/头）.....3
图表 10 ：国内样本饲料企业玉米库存可用天数（天）.....4
图表 11 ：饲料生产量当月值（万吨）.....4
图表 12 ：玉米及其替代谷物价差（元/吨）.....4
图表 13 ：中国玉米主要深加工企业库存（万吨）.....5
图表 14 ：加工企业玉米消费量（万吨）.....5
图表 15 ：中国果葡糖浆开机率（%）.....5
图表 16 ：白砂糖-玉米淀粉糖价差走阔（元/吨）.....5
图表 17 ：玉米酒精加工企业玉米消耗量（万吨）.....6
图表 18 ：山东玉米淀粉企业加工利润（元/吨）.....6
图表 19 ：玉米基差（元/吨）.....6
图表 20 ：C2307 合约历史波动率（1M）.....6
图表 21 ：C2307-CS2307 价差（元/吨）.....7

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用 未构成任何投资建议。

## 一、行情回顾

4 月国内玉米期货价先涨再跌，主要原因包括：一、因下游需求恢复不及预期，支撑玉米期价反弹动力不足；二、4 月下旬美联储鹰派言论引发加息预期和俄乌黑海协议恢复增供，导致全球粮价下挫，进口玉米利润增加，国内玉米价格跟跌。

**图表 1：DCE 玉米主力期价先涨再跌（元/吨）**




**图表 2：CBOT 玉米主力期价先涨再跌（美元/蒲式耳）**




数据来源：文华财经；华安期货研究所

## 二、供需分析

当前玉米市场主要关注两个因素：一是外盘粮价波动对国内玉米价格影响；二是替代谷物压制需求与终端市场回暖提振消费程度间的博弈判断。以下就玉米市场主要影响因素进行分析。

### 2.1 供应方面

#### 2.1.1 国内供应重心转移，关注外盘带动影响

**玉米供应主要关注外盘粮价行情。**当前国内基层售粮进度超 9 成，售压渐无，玉米供应主要转至中间贸易商手中，将在青黄不接期阶段性消化，在供应端，进口粮价逐渐成为影响国内玉米价格波动主要因素。

据美国农业部公布的玉米供需报告，4 月环比下调全球玉米产量 302 万吨，主因是阿根廷持续高温预期该国晚播玉米减产，进一步加紧全球玉米供应减少趋势。**宏观经济风险冲击和乌克兰黑海出口协议不续期造成国际粮价波动。**从宏观经济风险冲击来看，4 月美国多项经济数据均弱于预期（比如首次申请失业救济人数、费城联储 4 月制造业指数和成屋销售不佳等），引发市场对经济衰退将至的恐慌，又有美联储鹰派言论支持 5 月持续加息，导致粮价和石油价格等国际大宗商品价格大幅下挫，进口利润增加，利空国内玉米价格。5 月 2-3 日美联储召开议息会议，

仅供投资者内部内容不构成任何

市场多预期再持续加息 50 个基点，若 5 月加息兑现，进口利空将持续一段时间。从黑海出口协议续期来看，由于该协议履行情况并未实现俄罗斯出口粮食和化肥权益，俄表示 5 月 18 日后将不再续约，此举将减少国际玉米供应。总体来看，随着加息预期利空落地，紧接着黑海出口协议不续期影响，**国际粮价或面临先空后多波动，此阶段国内玉米价格将受外盘带动随之变化。**

**图表 3：国内玉米主产区售粮进度**

| 省份 | 本期 | 上期 | 变化 | 去年同期 | 同比 |
|---|---|---|---|---|---|
| 黑龙江 | 96% | 95% | 1% | 94% | 2% |
| 吉林 | 80% | 77% | 3% | 80% | 0% |
| 辽宁 | 95% | 93% | 2% | 89% | 6% |
| 内蒙古 | 97% | 96% | 1% | 94% | 3% |
| 河北 | 81% | 78% | 3% | 81% | 0% |
| 山东 | 86% | 83% | 3% | 84% | 2% |
| 河南 | 90% | 89% | 1% | 89% | 1% |
| 安徽 | 89% | 88% | 1% | - | - |
| 山西 | 98% | 97% | 1% | - | - |
| 陕西 | 99% | 99% | 0% | - | - |
| 甘肃 | 99% | 99% | 0% | - | - |
| 宁夏 | 99% | 99% | 0% | - | - |
| 新疆 | 99% | 99% | 0% | - | - |
| 总进度1 | 91% | 89% | 2% | - | - |
| 东北 | 92% | 90% | 2% | 87% | 5% |
| 华北 | 86% | 84% | 2% | 81% | 5% |
| 西北 | 99% | 98% | 1% | - | - |
| 总进度2 | 90% | 88% | 2% | 85% | 5% |

**图表 4：进口玉米利润（元/吨）**

美湾港口

| 交货月 | 到岸完税价 | 广东港口 | 理论进口利润 | CBOT玉米 | 港口基差 | FOB | CNF |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2023年5月 | 2713.12 | 2790.00 | 76.88 | 6.47 | 0.86 | 288.39 | 342.39 |
| 2023年6月 | 2653.77 | 2790.00 | 136.23 | 6.08 | 1.05 | 280.61 | 334.61 |
| 2023年7月 | 2617.72 | 2790.00 | 172.28 | 6.08 | 0.93 | 275.89 | 329.89 |
| 2023年8月 | 2590.67 | 2790.00 | 199.33 | 5.52 | 1.40 | 272.34 | 326.34 |
| 2023年9月 | 2506.54 | 2790.00 | 283.46 | 5.52 | 1.12 | 261.32 | 315.32 |
| 2023年10月 | 2511.05 | 2790.00 | 278.95 | 5.48 | 1.17 | 261.91 | 315.91 |

注：美湾港口运费为54美元/吨

美西港口

| 交货月 | 到岸完税价 | 广东港口 | 理论进口利润 | CBOT玉米 | 港口基差 | FOB | CNF |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2023年5月 | 2703.41 | 2790.00 | 86.59 | 6.47 | 1.45 | 311.61 | 341.11 |
| 2023年6月 | 2671.11 | 2790.00 | 118.89 | 6.08 | 1.73 | 307.38 | 336.88 |
| 2023年7月 | 2626.04 | 2790.00 | 163.96 | 6.08 | 1.58 | 301.48 | 330.98 |
| 2023年8月 | 2592.99 | 2790.00 | 197.01 | 5.52 | 2.03 | 297.15 | 326.65 |
| 2023年9月 | 2517.87 | 2790.00 | 272.13 | 5.52 | 1.78 | 287.30 | 316.80 |
| 2023年10月 | 2507.35 | 2790.00 | 282.65 | 5.48 | 1.78 | 285.92 | 315.42 |

注：美西港口运费为29.5美元/吨

巴西港口

| 交货月 | 到岸完税价 | 广东港口 | 理论进口利润 | CBOT玉米 | 港口基差 | FOB | CNF |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2023年7月 | 2413.00 | 2790.00 | 377.00 | 6.08 | 0.49 | 258.56 | 303.06 |
| 2023年8月 | 2373.94 | 2790.00 | 416.06 | 5.52 | 0.92 | 253.44 | 297.94 |
| 2023年9月 | 2373.94 | 2790.00 | 416.06 | 5.52 | 0.92 | 253.44 | 297.94 |
| 2023年11月 | 2432.53 | 2790.00 | 357.47 | 5.48 | 1.15 | 261.12 | 305.62 |
| 2023年12月 | 2432.53 | 2790.00 | 357.47 | 5.48 | 1.15 | 261.12 | 305.62 |

注：巴西港口运费为46美元/吨

数据来源：我的农产品网；华安期货研究所

**图表 5：4 月玉米供需报告（百万吨）**

| 国家 | | 期初库存 | 产量 | 进口 | 国内饲用消费 | 国内总消费 | 出口 | 期末库存 | 总供应 | 总需求 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 全球 | 21/2022 4月 | 307.42 | 1129.42 | 184.86 | 723.87 | 1144.01 | 182.7 | 292.83 | 1621.7 | 1326.71 |
| | 22/2023 3月 | 305.69 | 1147.52 | 174.48 | 726.98 | 1156.75 | 174.71 | 296.46 | 1627.69 | 1331.46 |
| | 22/2023 4月 | 306.91 | 1144.5 | 173.97 | 726.94 | 1156.06 | 173.79 | 295.35 | 1625.38 | 1329.85 |
| 4月环比变化 | | 1.22 | -3.02 | -0.51 | -0.04 | -0.69 | -0.92 | -1.11 | -2.31 | -1.61 |
| 4月同比变化 | | -0.51 | 15.08 | -10.89 | 3.07 | 12.05 | -8.91 | 2.52 | 3.68 | 3.14 |
| 美国 | 21/2022 4月 | 48.76 | 358.45 | 0.62 | 142.43 | 306.69 | 69.78 | 31.36 | 407.83 | 376.47 |
| | 22/2023 3月 | 34.98 | 348.75 | 1.27 | 133.99 | 303.93 | 46.99 | 34.08 | 385 | 350.92 |
| | 22/2023 4月 | 34.98 | 348.75 | 1.02 | 133.99 | 303.67 | 46.99 | 34.08 | 384.75 | 350.66 |
| 4月环比变化 | | 0 | 0 | -0.25 | 0 | -0.26 | 0 | 0 | -0.25 | -0.26 |
| 4月同比变化 | | -13.78 | -9.7 | 0.4 | -8.44 | -3.02 | -22.79 | 2.72 | -23.08 | -25.81 |
| 巴西 | 21/2022 4月 | 5.33 | 87 | 2.85 | 59.5 | 70 | 21.02 | 4.15 | 95.18 | 91.02 |
| | 22/2023 3月 | 3.75 | 125 | 1.3 | 61.5 | 73 | 50 | 7.05 | 130.05 | 123 |
| | 22/2023 4月 | 3.97 | 125 | 1.3 | 61.5 | 73 | 50 | 7.27 | 130.27 | 123 |
| 4月环比变化 | | 0.22 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.22 | 0.22 | 0 |
| 4月同比变化 | | -1.36 | 38 | -1.55 | 2 | 3 | 28.98 | 3.12 | 35.09 | 31.98 |
| 乌克兰 | 21/2022 4月 | 1.48 | 30.3 | 0.02 | 5.9 | 7.1 | 23.86 | 0.83 | 31.8 | 30.96 |
| | 22/2023 3月 | 5.09 | 27 | 0 | 5 | 6.2 | 23.5 | 2.39 | 32.09 | 29.7 |
| | 22/2023 4月 | 6.09 | 27 | 0 | 5 | 6.2 | 25.5 | 1.39 | 33.09 | 31.7 |
| 4月环比变化 | | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | -1 | 1 | 2 |
| 4月同比变化 | | 4.61 | -3.3 | -0.02 | -0.9 | -0.9 | 1.64 | 0.56 | 1.29 | 0.74 |
| 中国 | 21/2022 4月 | 200.53 | 260.67 | 29.51 | 203 | 285 | 0 | 205.7 | 490.71 | 285 |
| | 22/2023 3月 | 209.14 | 277.2 | 18 | 216 | 297 | 0.02 | 207.32 | 504.34 | 297.02 |
| | 22/2023 4月 | 209.14 | 277.2 | 18 | 216 | 297 | 0.02 | 207.32 | 504.34 | 297.02 |
| 4月环比变化 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4月同比变化 | | 8.61 | 16.53 | -11.51 | 13 | 12 | 0.02 | 1.62 | 13.63 | 12.02 |

数据来源：美国农业部官网；华安期货研究所

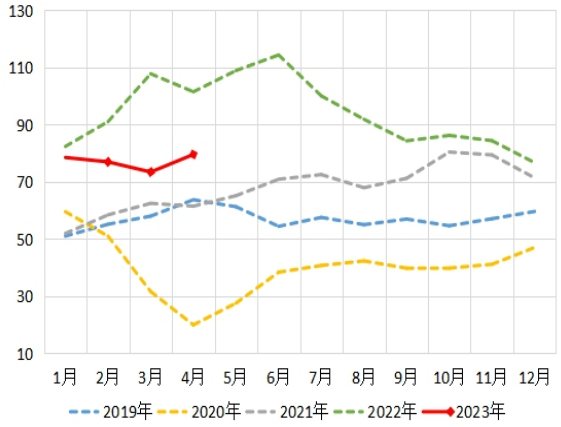
### 2.1.2 玉米春播如期展开，成本高位支撑期价

**国内地租成本同比增加和能源价格高企支撑远期玉米价格。**种植成本影响远期玉米定价标准。根据全国农产品成本收益资料显示，国内玉米生产成本中比重前三项为人工（约 41%）、地租（约 23%）和能源支撑（化肥、机械作业和农药占比约 27%），近些年由于务农人数减少和国内耕地有限，前两项成本同比上涨，而俄乌冲突持续前景不明一定程度抬升玉米种植成本，整体支撑远期玉米价格。

图表 6：国内春玉米播种情况




图表 7：WTI 原油现货价（美元/桶）



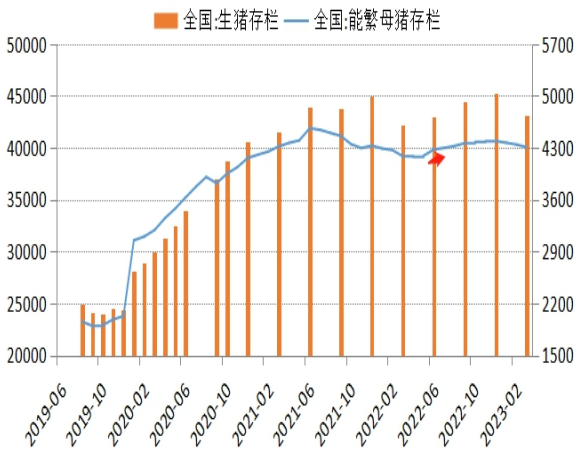

数据来源：中央气象台；同花顺iFinD；华安期货研究所

## 2.2 需求方面

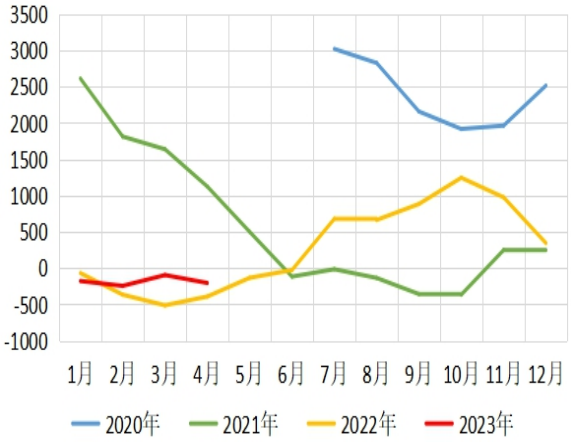
### 2.2.1 饲料进入增产周期，多元谷物足供压需

**饲料进入增产周期。**当前商品猪存栏量居于历史同期高位，根据 10 个月之前能繁母猪存栏量推算，5 月的生猪出栏量增幅缩窄。短期因节日效应和政策稳市信息，提振猪市消费和增加二次育肥，从中长期看，阶段性消费刺激之后仍难缓解猪市供压和亏损格局，猪高存栏对饲料有刚性消费。按照饲料历史生产规律，每逢 3-4 月，饲料企业进入年度低产，之后逐渐增产。当前饲料企业玉米库存跌至近三年历史同期低位，预期 5 月饲料产量增产，利于玉米等饲料原料消费。

图表 8：商品猪和能繁母猪存栏量（万头）

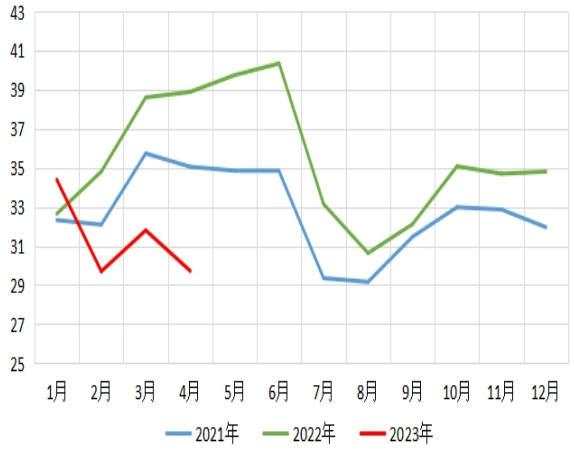



图表 9：猪自养利润（元/头）

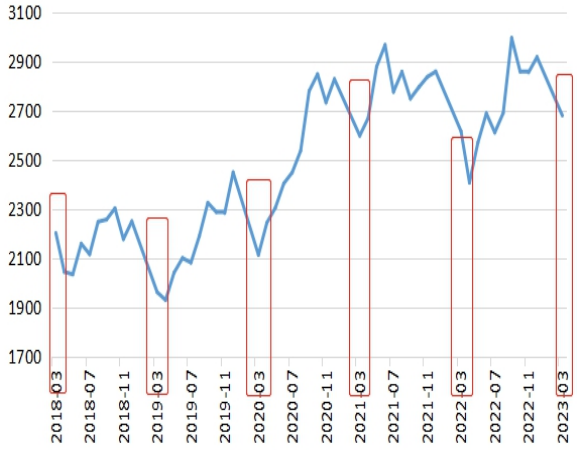



数据来源：钢联数据；华安期货研究所

图表 10：国内样本饲料企业玉米库存可用天数（天）




图表 11：饲料生产量当月值（万吨）




数据来源：我的农产品网，钢联数据；华安期货研究所

**多元替代谷物供应充裕挤占玉米饲用需求。**一是大麦国际市场供应充裕，大麦饲用价格优势突出。二是小麦市场供过于求价跌突出替代机会。国际小麦供过于求，国内陈麦轮出和 5-6 月面临新麦上市，预计开秤价在 2700 元/吨或更低，4 月 26 日小麦-玉米价差缩窄至约 107 元/吨，一般而言，当小麦-玉米价差低于 100 元/吨时，饲料企业会考虑小麦替代玉米饲用，当前玉米饲用优势不稳，由于有收储政策托底小麦支撑麦价，预计对玉米利空时间不会持续过久。三是 5 月低价稻谷延续抛储也将挤占玉米需求，通常稻谷抛储价比玉米价低 100 元/吨左右。饲料企业观望谷物价差行情，择低价采购。

图表 12：玉米及其替代谷物价差（元/吨）



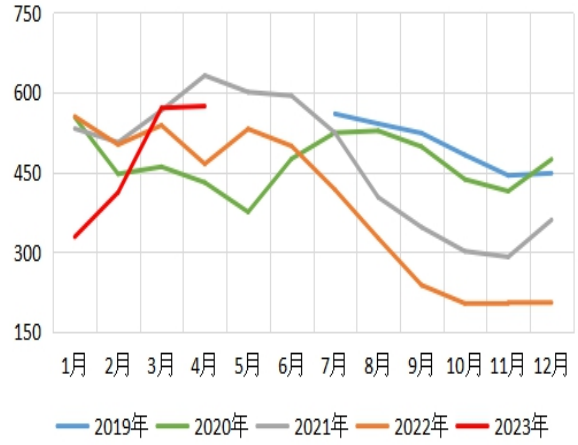

数据来源：同花顺 iFinD；华安期货研究所

### 2.2.2 加工企业玉米累库，消费旺季提振行情

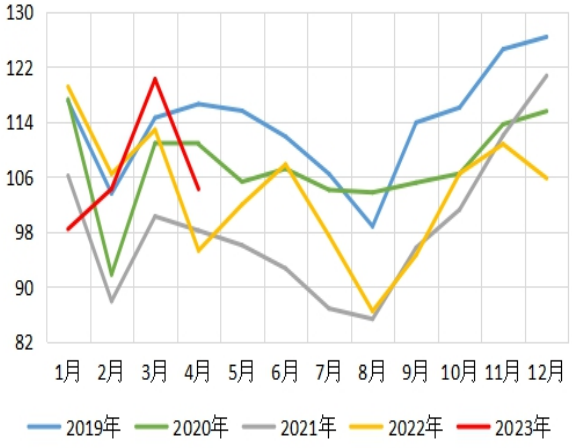
因预期节日提振消费，加工企业积极建库，**但市场消费不及预期，部分企业停机限产，加工企业玉米累库高位。**4 月 21 日当周，全国主要 126 家玉米深加工

企业（含淀粉、酒精及氨基酸企业）共消费玉米 98.96 万吨，环比减少 20.19 万吨。分企业类型看，其中玉米淀粉加工企业共消化 51.7 万吨，环比减少 9.7 万吨；玉米酒精企业共消化 31.01 万吨，环比减少 8.07 万吨；氨基酸企业共消化 16.17 万吨，环比减少 2.51 万吨。

图表 13：中国玉米主要深加工企业库存（万吨）



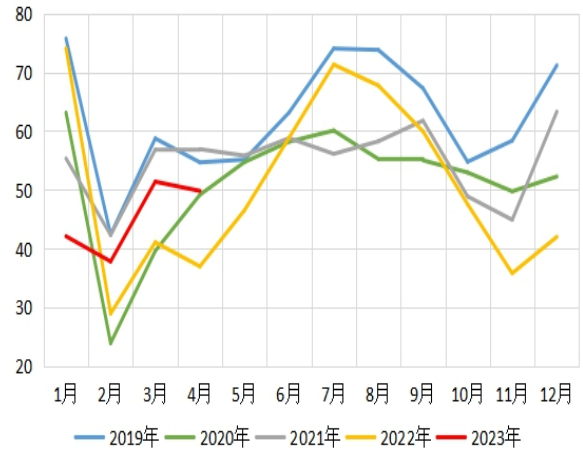

图表 14：加工企业玉米消费量（万吨）



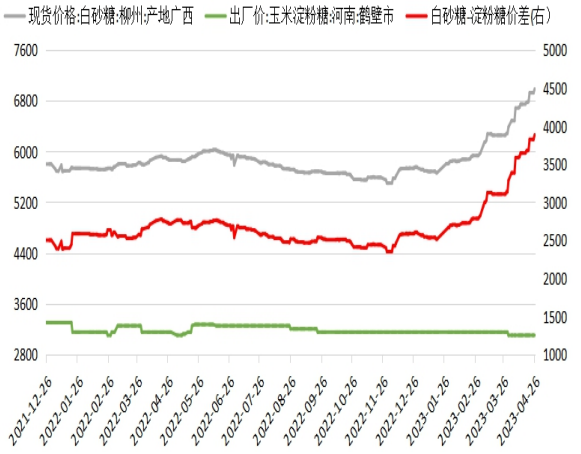

数据来源：钢联数据；华安期货研究所

**玉米淀粉糖和玉米酒精进入消费旺季，可促进玉米消费。**随着天气转热，又有节日促消费，饮料等行业进入季节性消费旺季，果葡糖浆（饮料原料）开机率季节性提升，由于白糖（玉米淀粉糖替代品，主要在饮料业替代占比超七成）因减供担忧导致价格大涨至历史同期高位，利好玉米淀粉糖消费。玉米酒精业因餐饮带动啤酒等消费，预期该行业增销。近期玉米淀粉加工企业利润修复回升，企业为节前备货逐渐结束停机限产策略，利于消耗企业玉米库存。

图表 15：中国果葡糖浆开机率（%）

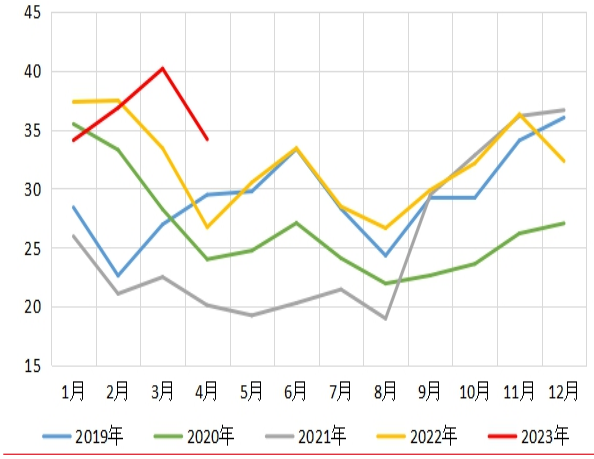



图表 16：白砂糖-玉米淀粉糖价差走阔（元/吨）

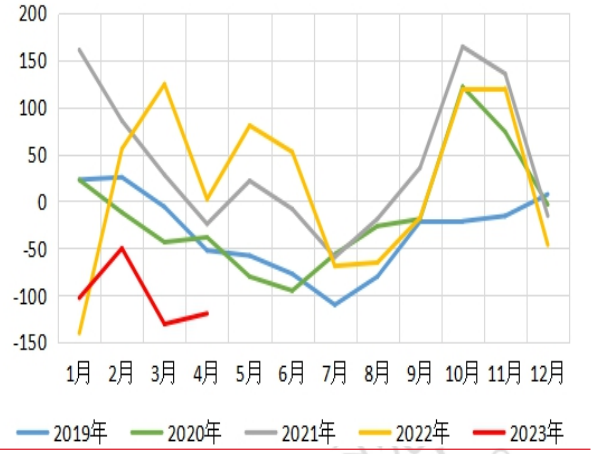



数据来源：钢联数据；同花顺 iFinD；华安期货研究所

图表 17：玉米酒精加工企业玉米消耗量（万吨）




图表 18：山东玉米淀粉企业加工利润（元/吨）



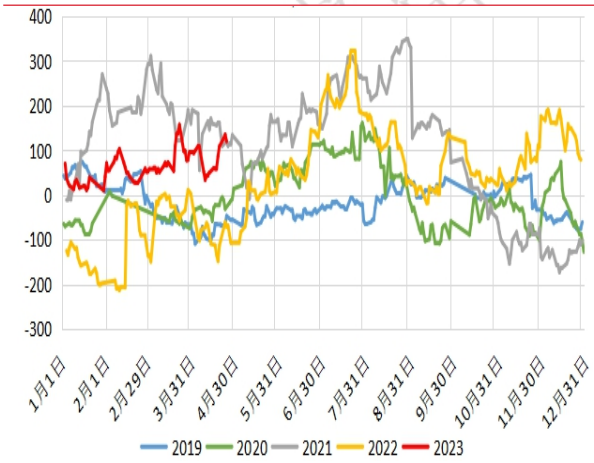

数据来源：钢联数据；华安期货研究所

## 3.1 套利分析

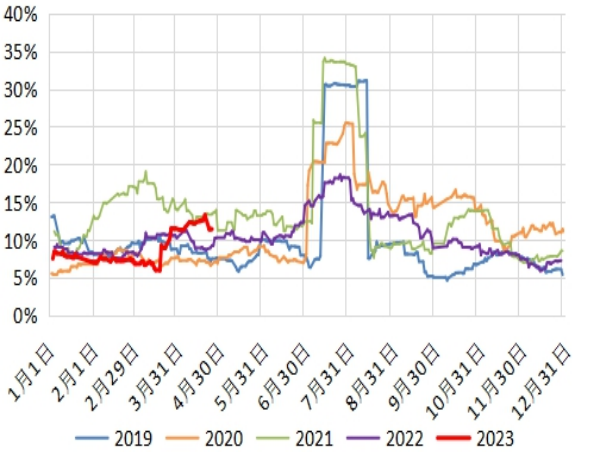
### 3.1.1 玉米基差趋势走弱，历史波动率处高位

基差方面，截至 4 月 26 日，现货（玉米基准地北良港玉米平仓价）与主力 07 合约基差为 120 元/吨，较月初走强了 55 元/吨，处于历史同期偏高位，终端需求恢复利多期价，基差有回落预期，相关企业可考虑买入套期保值。波动率方面，截至 4 月 26 日，主力 07 合约 1 个月历史波动率上升至 11.64%，较月初走强了 0.31%，处于近五年同期偏高水平，场外期权隐含波动率报价在 12.03%，节日效应提振，波动率仍有走高预期，建议持有看涨期权。

图表 19：玉米基差（元/吨）




图表 20：C2307 合约历史波动率（1M）




数据来源：同花顺 iFinD；华安期货研究所

### 3.1.2 品种套利：做多主力合约淀粉-玉米价差

建议做多 CS2307-C2307 套利，目标区间 350-400 元/吨，止损区间 230-270 元/吨。参与逻辑：（1）淀粉上面临着挺蛋白价和挺淀粉价之间的选择。去年豆粕价格大涨带动淀粉副产品蛋白价格上涨，淀粉厂挺蛋白打压淀粉价格；今年以来，受豆粕价格下跌影响，副产品蛋白价格跟跌，淀粉厂挺玉米淀粉价修复加工利润的意愿高。（2）白糖价创近年来新高，提振淀粉价格。在饮料消费中，玉米淀粉糖是白糖的主要替代品。当前二者价差处于高位，饮料厂使用淀粉糖替代意愿高。随着气温回升，饮料生产将迎来旺季，下游积极备货带动淀粉消费增加。

**图表 21：C2307-CS2307 价差（元/吨）**




数据来源：文华财经；华安期货研究所

## 三、市场展望与投资策略

5 月宏观风险冲击和黑海协议不续期预期将引国际粮价先跌再涨，国内玉米需求有弱转增的趋势，国内玉米价格将随外盘和国内需求共振波动。短期国内玉米下游采购谨慎导致消费乏力限制期价上行，猪企虽有节日消费和政策利好提振但难改供强需弱格局，加工业也面临节前备货不佳玉米累库状况，且节后消费会阶段性减弱。展望远期，新季玉米生产成本走高和需求渐好利多期价，随着饲料企业进入增产周期，以及下游淀粉和酒精加工业进入消费旺季，利润向上修复可提振企业消费玉米量，预期 5 月下旬见效。关注小麦上市期小麦-玉米价差变动，5 月玉米价上方压力为加息等宏观经济风险冲击和小麦-玉米价差大幅缩窄趋势。

投资策略：

单边建议——2600 附近区间 C2307 合约逢低买入；

期权建议——择时买入实值看涨期权；

套利建议——多 CS2307 空 C2307 合约套利，注意止盈和止损；

风险因素：宏观经济风险冲击；下游需求依旧疲弱不及预期

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们

华安期货有限责任公司

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心超高层写字楼 40、41 层

电话：400-882-0628、62839752

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。