



金融投资专业理财

玉米上方压力凸显 期价有望偏弱震荡

摘要

市场给予巴西玉米丰产预期较强，且拉尼娜气候结束，美玉米新季产量有望提升，国际玉米价格承压，进口成本逐月走低，利润同步打开。在利润导向下，国内贸易商采购积极性增强，远期进口量可预见性增加。国内方面，持粮主体由农户过度至中间贸易环节，政策导向也将逐渐由保证基层售粮过渡到保供稳价阶段，市场博弈状况显著增加。同时，小麦价格回落，饲用替代优势再度回归，且饲用稻谷拍卖开启，成交价格优势明显，同步削弱玉米需求量。另外，生猪养殖利润持续亏损，能繁母猪存栏连续两个月下降，远期产能存下降风险，玉米需求端支撑力度减弱。供应端压力仍存，而需求端消费量存减弱预期，玉米市场上方压力相对较大，期价有望维持偏弱震荡。

淀粉受原料玉米价格影响较大，基本呈正相关性，玉米淀粉的价格走势随玉米而波动。就其自身基本面而言，加工企业亏损加深，企业产能有望降低，且副产品价格低迷，主产物存挺价预期，淀粉价格下跌幅度有限。不过，在玉米行情不佳情况下，淀粉也难有好的表现。总体而言，淀粉有望随玉米偏弱震荡。

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
王翠冰
投资咨询证号：
Z0015587

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



目 录

一、2023年3月玉米类市场行情回顾.....	2
1、2023年3月玉米市场行情回顾.....	2
2、2023年3月玉米淀粉市场行情回顾.....	2
二、玉米基本面影响因素分析.....	3
1、我国玉米供需形势.....	3
2、利润快速修复，玉米进口有望加大.....	4
3、稻谷投放开启，供应压力增加.....	5
4、小麦替代有望重启.....	6
5、饲料需求情况.....	6
6、深加工需求情况.....	8
三、玉米淀粉基本面影响因素分析.....	9
1、原料成本支撑情况.....	9
2、加工利润、开机率及库存情况.....	9
3、出口情况分析.....	10
四、玉米和淀粉价差分析.....	11
五、玉米期权方面.....	12
1、流动性分析.....	12
2、波动率方面.....	14
六、2023年4月玉米和淀粉市场展望及期货策略建议.....	15
免责声明.....	16

一、2023 年 3 月玉米类市场行情回顾

1、2023 年 3 月玉米市场行情回顾

2023 年 3 月玉米走势表现为窄幅震荡后破位下跌。国内市场政策导向和成本支撑下，中上旬国内市场走势明显好于外盘，整体表现为窄幅震荡。不过，美国银行暴雷，叠加美联储继续加息，宏观氛围大幅转弱。同时，进口成本大幅降低，国内买船积极性大增。小麦价格下挫，二者价差再度缩小，小麦饲用替代有望重启，多重因素共同作用下，下旬国内玉米破位下跌。

玉米 2305 合约日 K 线图



数据来源：博易大师

2、2023 年 3 月玉米淀粉市场行情回顾

2023 年 3 月玉米淀粉走势表现为小幅回涨后破位下跌。淀粉受原料玉米价格影响较大，基本呈正相关性，玉米淀粉的价格走势随玉米而波动。对于淀粉自身而言，副产品价格持续下行，玉米淀粉企业生产利润亏损，挺价意愿较强，现货价格表现较为坚挺。故而上中旬玉米市场窄幅震荡时期，淀粉表现略强于玉米，整体表现为小幅回涨趋势。不过，后期在宏观氛围走弱以及玉米大跌拖累下，淀粉随盘下跌。整体来看，淀粉本月走势略强于玉米。

玉米淀粉 2305 合约日 K 线图



数据来源：博易大师

二、玉米基本面影响因素分析

1、我国玉米供需形势

气温回暖存储难度加大，叠加农户春耕前变现需求增加，3月是年后农户集中售粮高峰期，供应压力相对较大，收购价格持续偏弱。截至3月30日，据Mysteel玉米团队统计，全国7个主产省份农户售粮进度为84%，较上期增加3%，较去年同期增加2%。全国13个省份农户售粮进度86%，较上期增加3%。主产区售粮进度明显加快，且终端消费不振，饲料企业以被动补库策略为主，拖累玉米价格弱势运行。后期来看，基层余粮不足两成，持粮主体基本转移至中间贸易环节。国内政策调控导向也将逐渐由保证基层售粮过渡到保供稳价阶段。在市场不出现剧烈偏离的背景下，市场调控力度将明显减弱，基本以市场经济为主，市场博弈状况将会显著增强。

省份	本期	上期	变化	去年同期	同比
黑龙江	94%	91%	3%	92%	2%
吉林	73%	70%	3%	72%	1%
辽宁	89%	86%	3%	81%	8%
内蒙古	92%	88%	4%	91%	1%
河北	73%	70%	3%	70%	3%
山东	78%	76%	2%	74%	4%
河南	85%	81%	4%	81%	4%
安徽	83%	80%	3%	-	-
山西	93%	91%	2%	-	-
陕西	97%	95%	2%	-	-
甘肃	92%	88%	4%	-	-
宁夏	99%	99%	0%	-	-
新疆	99%	99%	0%	-	-
总进度1	86%	83%	3%	-	-
东北	87%	84%	3%	85%	2%
华北	79%	76%	3%	75%	4%
西北	96%	94%	2%	-	-
总进度2	84%	81%	3%	82%	2%

数据来源: Mysteel

2、利润快速修复，玉米进口有望加大

进口玉米方面，中国海关公布的数据显示，2023年2月玉米进口总量为309.00万吨，较上年同期的193.00万吨增加了116.00万吨，增加60.10%。较上月同期的224.00万吨增加85.00万吨。2023年1-2月玉米累计进口总量为533.00万吨，较上年同期累计进口总量的468.00万吨，增加65.00万吨，增加了13.89%。从月度进口量来看，去年四季度是我国和美国玉米同步收割上市阶段，且进口利润表现欠佳，基本处于盈亏平衡状态，所以进口量大幅降低。不过从今年前2个月的进口到港情况以及近期美国农业部报告的数据来看，我国连续4日买入美国玉米，14日买入61.2万吨，15日买入66.7万吨，16日买入64.1万吨，17日又买入19.1万吨。本月第三周的4个交易日里累计买入211.1万吨美国玉米，均为2022/23市场年度交货。同时，近期仍有零星的大幅购买记录被披露。后期而言，随着国际玉米价格大幅下跌，进口利润同步打开。据Mysteel数据显示，截止3月28日，美湾港口5-9月到港完税价基本在2570-2720元/吨，进口利润均位于150-300元/吨，且远期买船利润逐月增加，大幅提升国内市场买船积极性。同时，对于下半年大量上市的巴西玉米而言，7-12月进口到港完税成本预估价在2430-2490元/吨。不但大幅低于国内市场港口价，相较于美玉米进口成本也更具优势，进一步增添贸易商增加买船的可能性，远期供应压力增加。

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4月	2740.33	2870.00	129.67	6.48	1.06	296.95	348.45
2023年5月	2722.43	2870.00	147.57	6.48	1.00	294.59	346.09
2023年6月	2682.15	2870.00	187.85	6.30	1.05	289.27	340.77
2023年7月	2682.15	2870.00	187.85	6.30	1.05	289.27	340.77
2023年8月	2529.26	2870.00	340.74	5.79	1.05	269.09	320.59
2023年9月	2568.05	2870.00	301.95	5.79	1.18	274.21	325.71

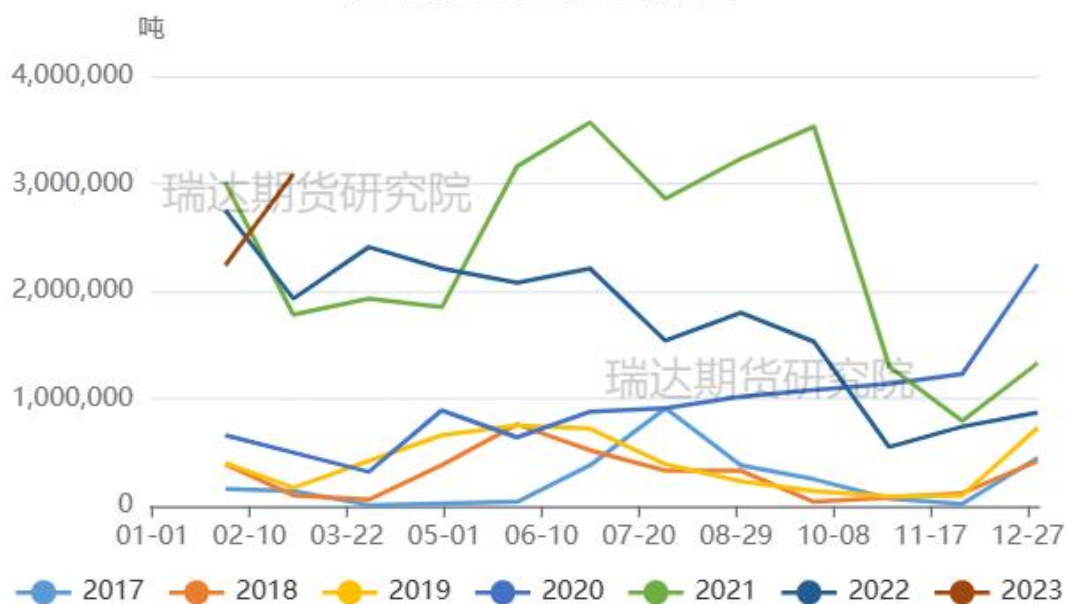
注：美湾港口运费为51.5美元/吨

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	2488.47	2870.00	381.53	6.30	0.75	277.46	315.21
2023年8月	2383.31	2870.00	486.69	5.79	0.91	263.58	301.33
2023年9月	2383.31	2870.00	486.69	5.79	0.91	263.58	301.33
2023年11月	2428.80	2870.00	441.20	5.70	1.15	269.59	307.34
2023年12月	2428.80	2870.00	441.20	5.70	1.15	269.59	307.34

注：巴西港口运费为44美元/吨

进口数量:玉米:当月值



数据来源：海关总署

3、稻谷投放开启，供应压力增加

此前据市场消息，2023年饲用稻谷拍卖自3月份启动，拍卖底价较上一年度持平，拍卖总量1800万吨，包括1500万吨2018年水稻，其中黑龙江1300万吨，关内200万吨，另外还有300万吨2019年不宜存放的稻谷投放。不过，国家为保障农民收益，确保基层余粮顺利出售，将定向稻谷拍卖延期至月底，较上一年推后20天，3月28日，市场关注热

度较高的最低收购价稻谷拍卖正式开启，国储投放早籼稻、中晚籼稻及粳稻各投放 30 万吨，共计 906699 吨，较去年投放量减半。投放年份为 2018-2020 年粮源，年份相对较早，由此可见陈粮去库存情势依旧严峻。并且从成交价来看，最高成交价均低于 2600 元/吨，定向稻谷饲用优势明显。虽然单从投放总量来看，今年定向稻谷投放量较前两年明显减少。统计数据显示，2020 年国内定向稻谷拍卖量为 1500 万吨，成交量为 922 万吨；2021 年国内定向稻谷拍卖量为 5200 万吨，成交量为 1612 万吨；2022 年国内定向稻谷拍卖量为 4385 万吨，成交量为 2888 万吨。但稻谷价格明显低于玉米市场价，总量上对玉米市场也存在显著的补充，对整个玉米市场的利空压力仍然存在。

4、小麦替代有望重启

我国制粉企业产能过剩，虽然疫情管控全面放开，但市场需求复苏缓慢，终端市场以消耗前期库存为主，购销活动清淡。制粉企业开工率较低，小麦消耗十分有限，且年前原粮备库充足，前期库存还未消化，企业大量补库意愿不强，年后随用随收为主。叠加市场粮源供应相对充足，使得小麦价格走弱。截至 3 月 29 日，小麦现货平均价报 3009.44 元/吨，玉米现货平均价报 2850.00 元/吨，小麦-玉米价差收缩至 159.44 元/吨。二者价差再度回归到 200 元/吨以内，小麦替代优势再度显现，部分地区饲料养殖企业已经有开始挂牌收购小麦。据 Mysteel 团队了解以及市场相关反馈来看，现在小麦的社会余量大约还剩产量的 2-3 成，比去年偏多，且 2022/23 年度预估现货市场可能会有 1000 万吨左右小麦剩余，进而削弱玉米需求量。



数据来源: wind

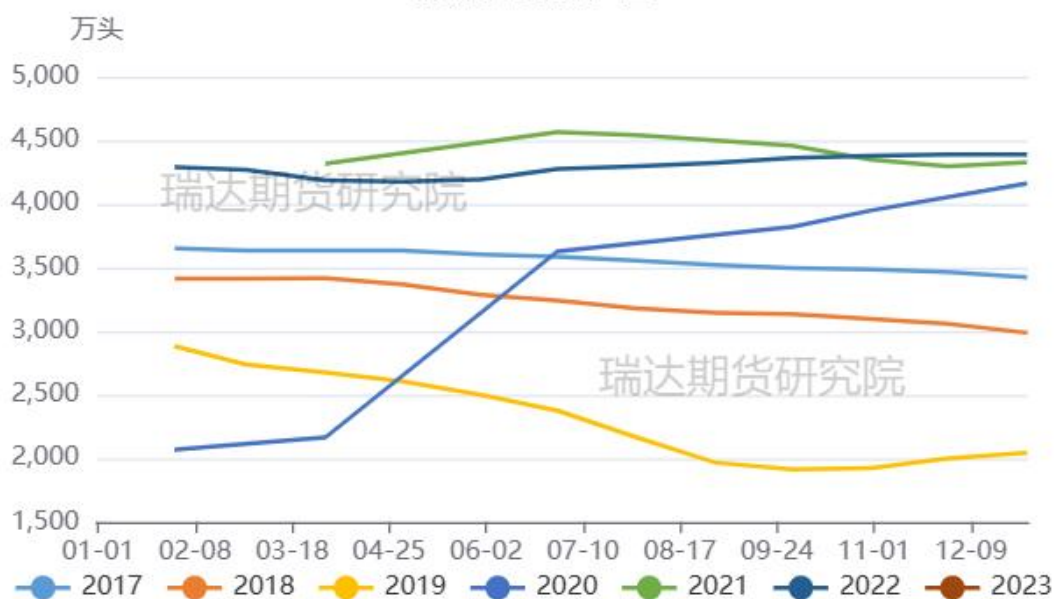
5、饲料需求情况

作为玉米消费的主力军，生猪产能的变化是玉米需求的主要影响因素。中国统计局公布的数据显示，2022年年末生猪存栏 45265 万头，同比增加 343 万头或增幅 0.76%，较三季度末增加 871 万吨或增幅 2.0%。2023 年 2 月末全国能繁殖母猪存栏 4343 万头，环比继续下跌。能繁母猪在经历连续八个月的回升后连续两个月小幅回落，似乎也印证着生猪市场近来的不景气。猪源供应持续相对宽裕，且需求端无明显利好刺激，猪价表现持续低迷，养殖利润持续不佳，据 wind 数据显示，截止 3 月 24 日，自繁自养生猪养殖利润为-259.30 元/头，外购仔猪养殖利润为-472.77 元/头。4 月来看，上半月市场无明显需求刺激点，终端消费仍将处在淡季状态，加之非瘟疫情感染的担忧，二次育肥积极性有限。此外，玉米和豆粕价格下跌，养殖成本支撑减弱，猪肉价格难有好的表现，或将继续保持低位震荡。下半月受到五一节日刺激，短期消费有望增加，不过在供给充裕大背景下，生猪养殖利润恢复预期有限。补栏积极性不佳，生猪远期产能存下降风险，不利于玉米远期需求。

生猪养殖利润



能繁母猪存栏



数据来源: wind 瑞达研究院

6、深加工需求情况

据 Mysteel 农产品统计, 2023 年 13 周 (3 月 23 日-3 月 29 日), 全国 149 家主要玉米深加工企业共消费玉米 129.03 万吨, 较前一周减少 2.38 万吨, 各行业用量均有减少。主要是随着补库结束, 下游市场真实需求并未明显提升, 叠加淀粉企业在当前生产利润深度亏损, 且主副产品跌势难改的背景下, 开机率继续走弱。玉米市场整体消费随之降低。从历史消费情况来看, 上半年深加工消费步入淡季, 玉米需求处于下滑状态, 深加工需求端支撑较弱。

深加工玉米消费量



数据来源: Mysteel 农产品 瑞达研究院

三、玉米淀粉基本面影响因素分析

1、原料成本支撑情况

美国银行暴雷，叠加美联储继续加息，宏观氛围大幅转弱。同时，进口成本大幅降低，国内买船积极性大增。国内方面，农户集中售粮，市场供应相对充裕，且生猪养殖利润不佳，可能减弱后期玉米需求前景。另外，小麦价格下挫，二者价差再度缩小，小麦饲用替代有望重启，多重因素共同作用下，玉米市场价格高位回落。根据 wind 数据显示：截止 3 月 30 日，玉米现货平均价为 2847.92 元/吨，较月初下跌了 55 元/吨，成本支撑力度减弱。

现货价:玉米:平均价



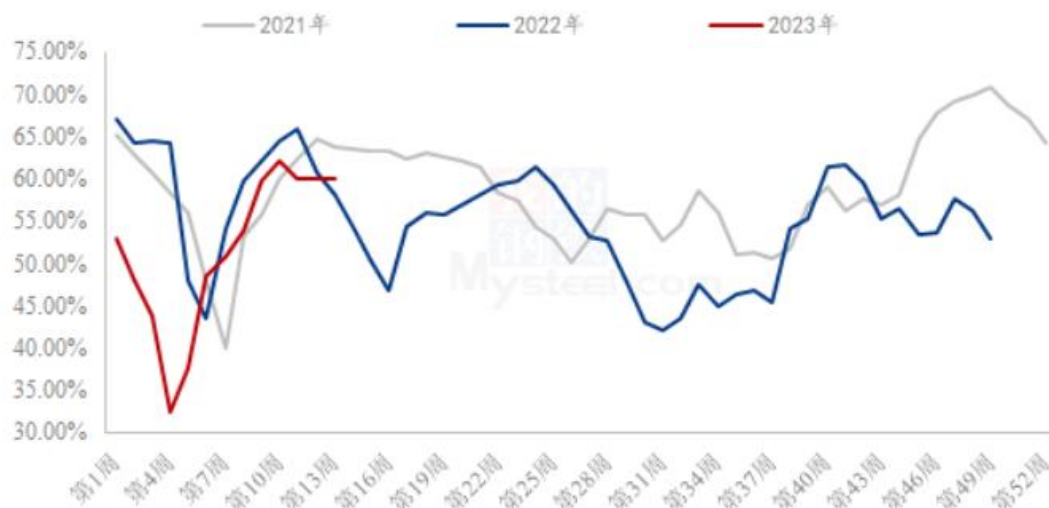
数据来源: wind

2、加工利润、开工率及库存情况

自春节后玉米副产品价格开始持续性回落，3 月跌势持续，其中跌幅较大的品种主要是玉米蛋白粉及玉米胚芽。玉米蛋白粉受豆粕影响较为明显，大豆进口量的大幅增加，令国内豆粕供给处于相对宽松局面，豆粕价格下跌拖累玉米蛋白粉价格持续走弱。玉米胚芽方面，3 月玉米淀粉开工率回升速度较快，胚芽产量增加同时玉米油市场持续偏弱呈现，导致玉米胚芽价格下跌幅度较为明显。且淀粉下游企业如造纸、食品、饲料等多个行业均陷入较大的经营压力，需求端支撑较弱。玉米淀粉市场价格稳中偏弱运行，加工企业亏损程度继续加深。据 Mysteel 农产品调查数据显示，截止 3 月 30 日，国内部分产区玉米淀粉加工利润分别如下：黑龙江-165 元/吨，吉林-154 元/吨，河北-162 元/吨，山东-171 元/

吨。企业加工利润不佳，限制开工积极性。同时，下游拿货明显放缓，企业库存小幅增加，截至3月29日玉米淀粉企业淀粉库存总量102.4万吨，较上周增加3.7万吨，增幅3.75%，月增幅2.71%，年同比降幅20.1%。后期而言，在持续深度亏损状态下，企业开机率继续增加的可能性不大，或将维持往年同期相当水平，产出压力相对平稳。

全国71家玉米淀粉企业开机率走势图



全国71家玉米淀粉企业库存统计（万吨）

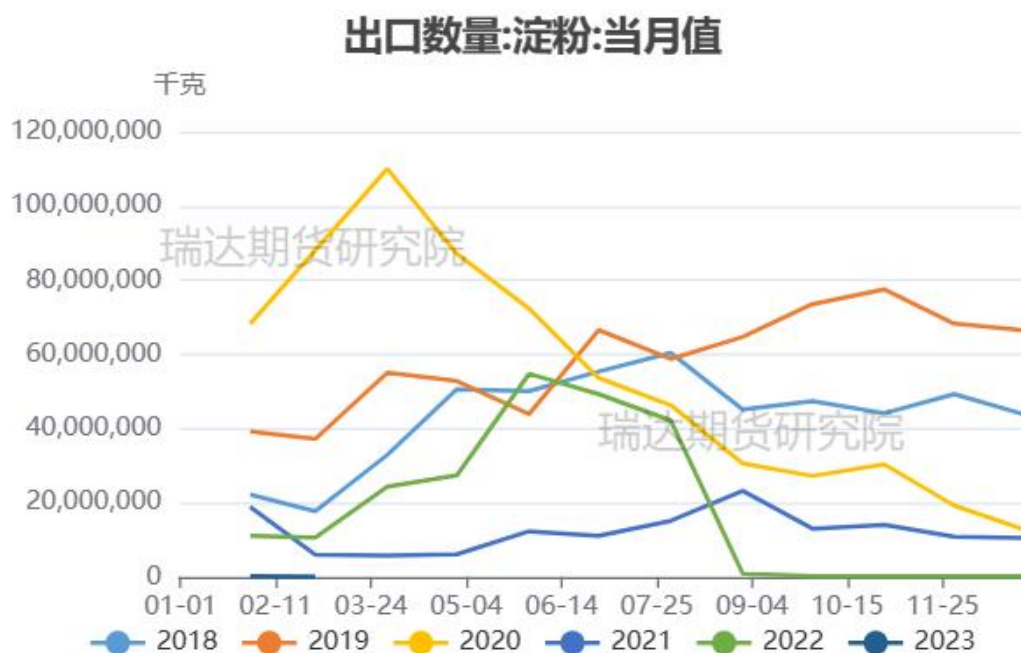


数据来源：Mysteel 农产品

3、出口情况分析

据中国海关数据显示，2023年2月玉米淀粉出口总量为123.04吨，较上年同期10623.16吨减少10500.11吨，同比减少98.84%，较上月同期289.95吨环比减少166.90吨。2023年1-2月玉米淀粉出口总量为412.99吨，较上年同期累计出口总量的21732.60吨，减少21319.61吨，同比减少98.10%。因受公共卫生事件影响，淀粉出口继续维持低位。短期来看，出口恢复的可能性较低，淀粉出口仍将受到限制。不过，淀粉年度出口量占全年总产量比值较小，约为2%左右，故而对淀粉市场整体影响较为有限，淀粉需求的多

寡仍需重点关注下游消费的影响。



数据来源: 海关总署

四、玉米和淀粉价差分析

截止 3 月 30 日收盘, 淀粉和玉米主力 05 合约价差为 206 元/吨, 呈现先涨后跌走势, 仍处于五年同期最低水平。主要是中上旬玉米价格相对坚挺, 而淀粉企业副产品价格持续下跌, 利润亏损严重, 工厂积极挺价主产品, 淀粉现货价格略有走强, 提振期货市场走势使得二者价差小幅回升。但随着宏观氛围及基本面诸多利空因素影响下, 下旬玉米破位下跌, 成本支撑减弱, 叠加淀粉下游新签订单并不乐观, 淀粉现货价格回落, 期价随之走弱, 二者价差再度走低, 持续处于同期最低位。4 月国内玉米持粮主体转至中间环节, 在采购成本支撑和进口量增加以及饲用稻谷拍卖的作用下, 市场博弈加剧, 玉米价格下跌幅度预期有限。而淀粉在加工利润持续亏损状况下, 限产和检修状况提升, 供应端压力有望减弱。不过需求端也并未有明显改善, 淀粉和玉米价差有望维持偏低水平。

淀粉和玉米主力 05 合约价差走势



数据来源: wind 大商所

五、玉米期权方面

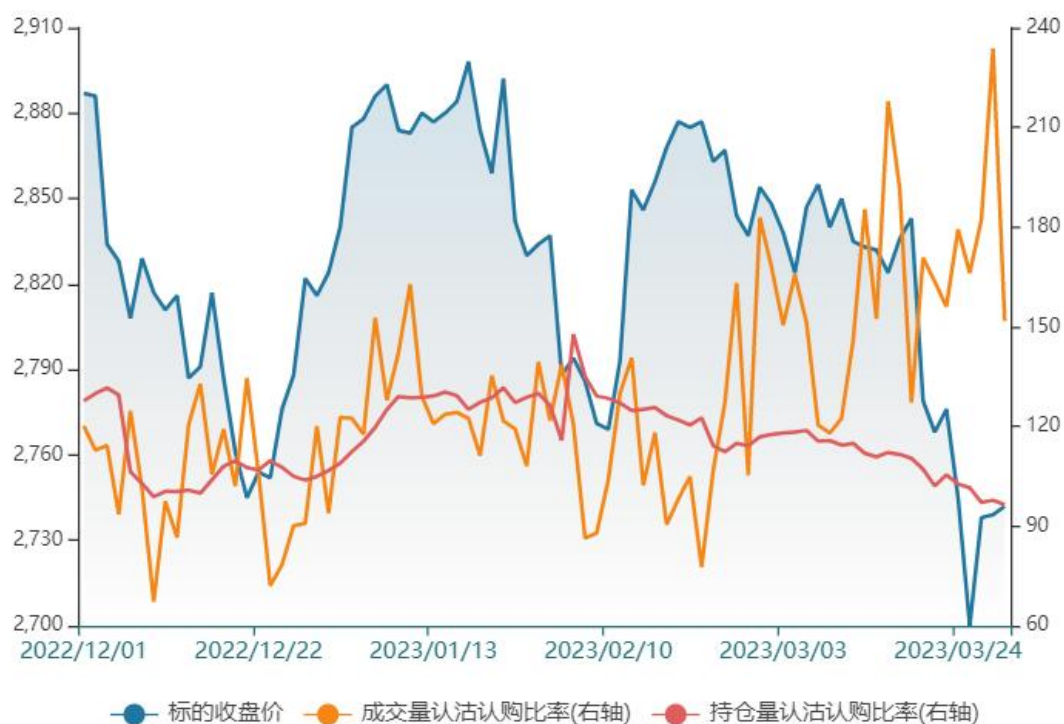
1、流动性分析

本月标的品种玉米期货加权价格呈现窄幅震荡后破位下跌格局，截止 3 月 30 日收盘，玉米期权最新持仓量 540257 张，成交量 117623 张。成交量和持仓量较上月同期明显上升，市场参与情绪明显增加。从成交量和持仓量的认沽认购比率来看，持仓量认沽认购比呈现震荡回落状态，成交量认沽认购比震荡走高，表明前期认沽头寸有平仓迹象，继续下跌情绪有所减弱。从平值期权合约的收益率来看，本月平值期权认购收益率持续下跌，表明市场空头氛围占优。而平值认沽收益率中上旬震荡下跌，下旬时先涨后跌。主要是中上旬玉米处于震荡行情，市场波动率低，时间损耗影响下，认沽和认购收益率均下跌。而下旬玉米市场破位下跌，市场波动率增加，认沽收益率也同步上涨，然而大幅下跌后，市场续跌情绪明显降低，认沽收益率也再度回降。

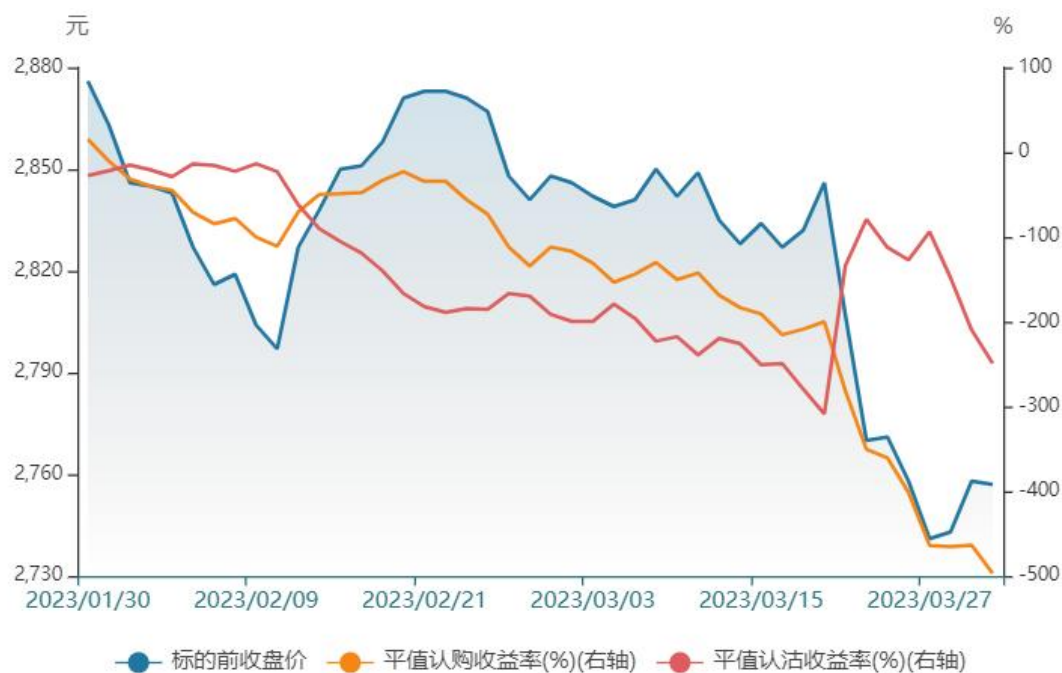
玉米期权成交量及持仓情况



玉米期权成交量及持仓量认沽认购比率



平值认购和认沽收益率走势



数据来源: wind

2、波动率方面

玉米主力 2307 合约期权隐含波动率震荡上涨,截止 3 月 30 日,玉米 2307 合约平值期权隐含波动率为 11.73%,较月初隐含波动率 8.86%上升 2.87%,略低于 20 日、40 日历史波动率,与 60 日历史波动率水平相当。主要是玉米期货主力提前移仓换月,期权 05 合约也面临到期,且市场在宏观及基本面诸多利空因素共同作用下,期价破位下跌,波动率也明显走高。目前 07 合约现阶段玉米平值期权价格相对适中,期权估值也处于合理区间内。



数据来源: wind

六、2023 年 4 月玉米和淀粉市场展望及期货策略建议

玉米市场展望：市场给予巴西玉米丰产预期较强，且拉尼娜气候结束，美玉米新季产量有望提升，国际玉米价格承压，进口成本逐月走低，利润同步打开。在利润导向下，国内贸易商采购积极性增强，远期进口量可预见性增加。国内方面，持粮主体由农户过度至中间贸易环节，政策导向也将逐渐由保证基层售粮过渡到保供稳价阶段，市场博弈状况显著增加。同时，小麦价格回落，饲用替代优势再度回归，且饲用稻谷拍卖开启，成交价格优势明显，同步削弱玉米需求量。另外，生猪养殖利润持续亏损，能繁母猪存栏止升转降，远期产能存下降风险，玉米需求端支撑力度减弱。供应端压力仍存，而需求端消费量存减弱预期，玉米市场上方压力相对较大，期价有望维持偏弱震荡。

淀粉市场展望：淀粉受原料玉米价格影响较大，基本呈正相关性，玉米淀粉的价格走势随玉米而波动。就其自身基本面而言，加工企业亏损加深，企业产能有望降低，且副产品价格低迷，主产物存挺价预期，淀粉价格下跌幅度有限。不过，在玉米行情不佳情况下，淀粉也难有好的表现。总体而言，淀粉有望随玉米偏弱震荡。

操作建议：

1、投机策略

建议玉米 2307 合约在 2800 元/吨下方偏空交易，止盈 2650 元/吨，止损 2850 元/吨。

建议玉米淀粉 2307 合约在 3050 元/吨偏空交易，止盈 2850 元/吨，止损 3100 元/吨。

2、套利交易

CS2307-C2307 价差处于同期最低位，可尝试在价差 200 元/吨附近做多价差，止损价差为 150 元/吨，止盈价差为 300 元/吨。

3、套期保值

建议贸易企业 4 月可于 2800 元/吨少量卖出玉米 2307 合约对现有库存套保，止损参考 2850 元/吨。

4、期权操作

4 月玉米或将偏弱震荡，可尝试卖出 C2307-C-2800。

对于投资这来说，同时应关注外部市场的变化。若有异常或特别的最新影响期价的基

本面或消息面变化，则应及时注意调整投资策略，以适应市场的新变化。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。