

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：王迎

电话：021-58777763

邮箱：wangying@qhfc.com.net

从业资格号：F3036198

玉米研究员：马浩

电话：021-58777763

邮箱：mahao@qhfc.com.net

从业资格号：F3037391

投资咨询：Z0013090

玉米：关注低位偏多机会

内容摘要

周度复盘：国庆假期当周美玉米价格延续震荡走势，消息面一个是 USDA 季度库存报告低于预期利好、另一个是美玉米周度销售数据不及预期利空。这两条消息在某种程度上也契合了美玉米供需双减的基本面逻辑。

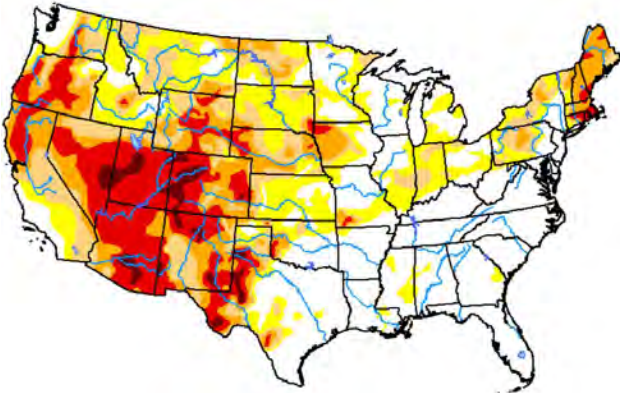
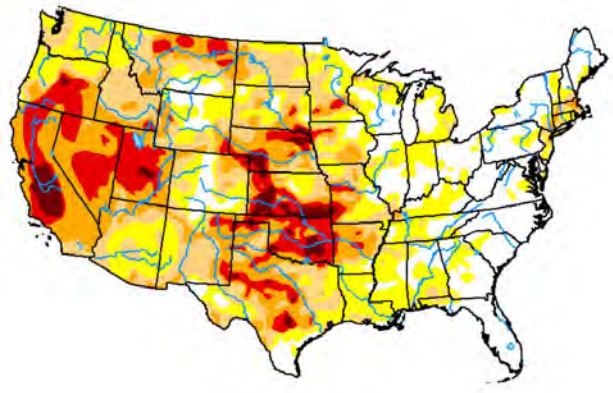
主要观点：1) 全球玉米基本面供需难见明显宽松。欧美玉米减产格局下，美玉米价格下方空间有限。尽管南美目前丰产预期较强，但阿根廷玉米产区偏干，目前播种进度明显偏慢，若当前干旱状态持续不见改善，则产量增幅预期有向下修复的可能。2) 谷物市场最大的扰动仍是俄乌冲突，价格波动对其形势“草木皆兵”。首先是导致乌克兰新作玉米减产，其次是市场对黑海出口前景的担忧并未解除，这当中也包括因能源制裁引发的替代燃料乙醇消费前景和成本逻辑，玉米价格对俄乌冲突仍有较强敏感性。3) 国内减产预期+进口下降，玉米供应总体偏紧，消费端四季度应有一轮补库周期，或由此带动玉米价格出现翘尾行情。

周内观点：考虑到海外央行紧缩周期未结束，宏观层面压力仍在，但就玉米本身基本面情况看，产量的支撑也较为明显。在此背景下，关注偏多配的安全边际。

【正文内容】

目前玉米市场新陈交替，基本面多空交织。供给端，美国、欧盟及中国进入收割期，预示着北半球减产预期驱动持续性下降。需求端，以欧美为代表的央行货币紧缩格局持续压制商品向上动能，特别是在南美玉米出口进入传统旺季预期下，美元走强进一步削弱美玉米出口优势，供需双降预期下，上周美玉米盘面延续了9月的震荡走势。

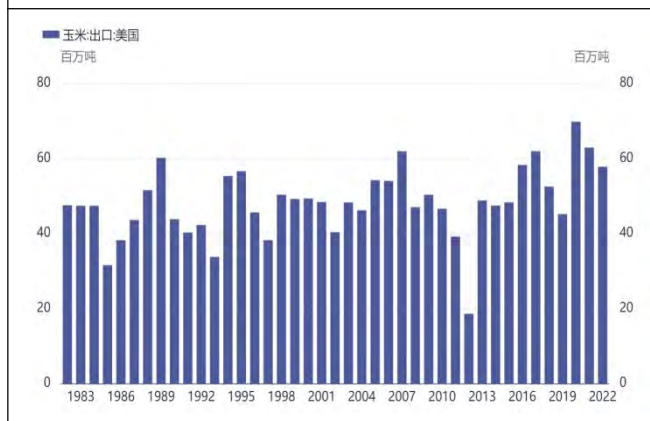
1. 北半球-美玉米：1) 预计 10 月 USDA 美玉米报告供需双降。产量方面：天气视角下，NOAA 显示今年美国中部干旱程度加剧（图 1&图 2），玉米主产区 D1 级别以上干旱比例更大，9 月 USDA 将 2022/23 年美玉米单产预估环比下调至 172.5 蒲式尔/英亩，2020/2021 年美玉米单产 171.4 蒲式尔/英亩（图 3），对比玉米主产区干旱程度情况，美玉米单产或有下调可能。需求端，美玉米的下游结构主要集中在国内饲用消费、工业乙醇消费和出口贸易上，与饲用刚需消费相比，美玉米燃料乙醇加工和出口的需求弹性更大一点。近期汽油需求旺季结束以及美元走强背景下，美玉米出口及乙醇加工消费均有所下降（图 5&图 6）。库存方面，9 月 30 日 USDA 玉米季度库存低于市场预期。数据显示，美国 9 月 1 日当季玉米库存为 13.77 亿蒲式耳，去年同期 12.35 亿蒲式耳，同比增幅 11.5%，低于市场平均预估的 15.12 亿蒲式耳。**2) 作物生长进度及天气：美玉米收割进度偏慢。**USDA 最新报告显示，截至 10 月 2 日当周，美国玉米收割率为 20%，低于市场预期，亦慢于去年同期及五年平均水平（产业数据监测—图 5）。NOAA 气候预报显示（产业数据监测—图 7&图 8），未来 2 周玉米中部产区偏干，利于玉米收割，中东部地区降雨导致低温，不利于作物收割。

<p>图 1：2020 年 10 月 6 日美国干旱情况</p>	<p>图 2：2022 年 10 月 4 日美国干旱情况</p>
	
<p>资料来源：NOAA</p>	<p>资料来源：NOAA</p>
<p>图 3：9 月 USDA 美国玉米供需报告</p>	<p>图 4：USDA 谷物季度库存报告</p>

	2020/21	2021/22 Est.	2022/23 Proj.	2022/23 Proj.
			Aug	Sep
CORN				
		<i>Million Acres</i>		
Area Planted	90.7	93.4	89.8	88.6
Area Harvested	82.3	85.4	81.8	80.8
		<i>Bushels</i>		
Yield per Harvested Acre	171.4	177.0	175.4	172.5
		<i>Million Bushels</i>		
Beginning Stocks	1,919	1,235	1,530	1,525
Production	14,111	15,115	14,359	13,944
Imports	24	25	25	25
Supply, Total	16,055	16,375	15,913	15,494
Feed and Residual	5,603	5,600	5,325	5,225
Food, Seed & Industrial 2/	6,471	6,775	6,823	6,775
Ethanol & by-products 3/	5,033	5,330	5,375	5,325
Domestic, Total	12,074	12,375	12,150	12,000
Exports	2,747	2,475	2,375	2,275
Use, Total	14,821	14,850	14,525	14,275
Ending Stocks	1,235	1,525	1,388	1,219
Avg. Farm Price (\$/bu) 4/	4.53	5.95	6.65	6.75

资料来源: USDA

图 5: 美玉米出口



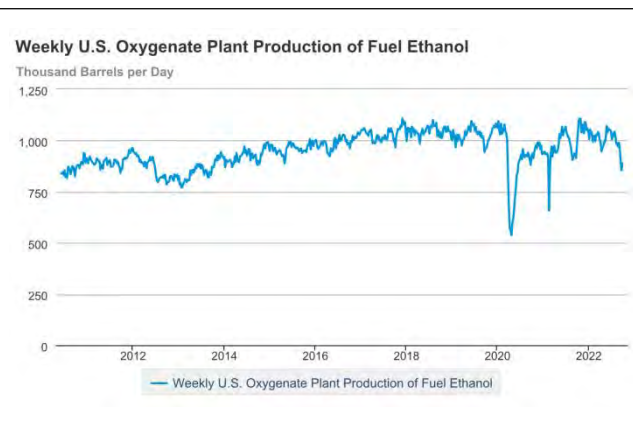
数据来源: ifind

USDA Quarterly Stocks (billion bushels)

	USDA Sept 1, 2022	Average Estimate	Range of Estimate	StoneX Estimate ^a	USDA Sept 1, 2021	USDA June 1, 2022
Corn	1.377	1.512	1.420-1.633	1.509	1.235	4.346
Soybeans	0.274	0.242	0.215-0.264	0.244	0.257	0.971
Wheat	1.776	1.776	1.663-1.844	1.819	1.774	0.660

资料来源: Stone X

图 6: 美国燃料乙醇周度生产情况

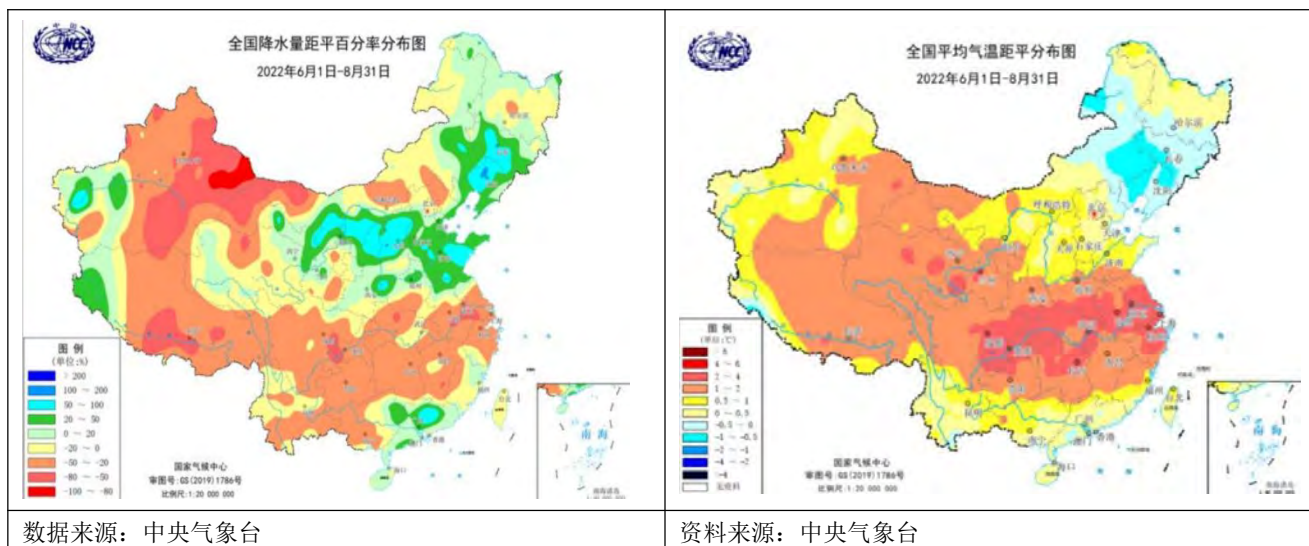


资料来源: EIA

2. 北半球—中国: 供应端: 进口同比明显下降, 产量预计持平略减。进口方面, 海关公布的数据显示(产业数据监测—图 19), 2022 年 1-8 月累计进口总量为 1693 万吨, 去年度同期累计进口总量 2139 万吨, 同比减少 20.9%。产量方面, 基于生长期天气跟踪情况来看, 北涝南旱的天气条件不利于玉米生长灌浆, 大豆扩种背景下, 国内玉米难以见到超预期丰产, 中性预期下我们倾向于接受持平略减, 幅度预估在 500-1000 万吨。需求端: 传统消费旺季临近, 疫情态势决定需求向上修复程度。四季度是养殖和淀粉消费的传统旺季, 按照往年年份, 三季度成品去库结束后, 四季度淀粉深加工开机率将回升(图 14), 企业原料玉米补库需求将增加(图 16); 同样, 蛋白消费的季度环比改善预期也利好养殖行业的饲用玉米消费。目前, 淀粉成品库存仍高于往年同期, 国内疫情对消费的影响仍偏利空, 若国内疫情总体未进一步恶化, 则国内下游玉米消费应有一轮补库周期。

图 7: 玉米生长关键期降水: 南旱北涝

图 8: 玉米生长关键期气温: 北方低南高



3. 南美：巴西和阿根廷一茬玉米开始陆续播种，天气条件较为分化。据巴西 CONAB 公告显示，截至 9 月 17 日，巴西 2022/23 年度第一茬玉米播种进度为 22.7%，去年同期为 24.2%。阿根廷：根据其农业部数据，截至 10 月 6 日，阿根廷的玉米种植率为 13%，较去年同期明显偏慢。但过去的的数据表明，玉米产量不会受到种植延迟的负面影响，无论如何，种植延迟在历史上都不会很大。

图 5：巴西一茬玉米播种进度

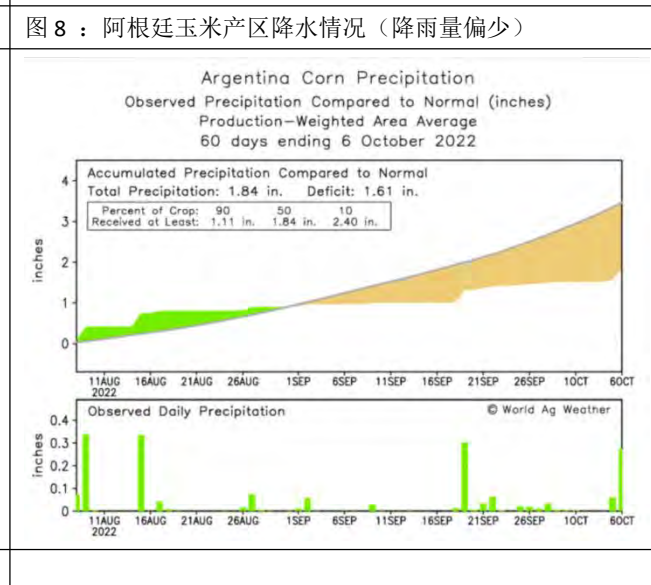
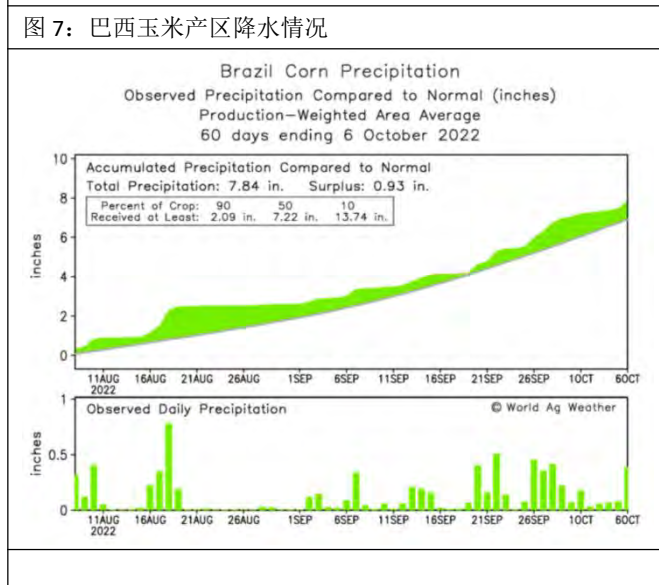
Estado	Semana até:		
	2021	2022	
	2/Oct	25/Sep	1/Oct
Maranhão	-	0.0%	0.0%
Piauí	-	0.0%	0.0%
Bahia	-	0.0%	0.0%
Goiás	-	0.0%	0.0%
Minas Gerais	-	0.0%	1.2%
São Paulo	10.0%	0.0%	1.0%
Paraná	62.0%	47.0%	58.0%
Santa Catarina	66.9%	48.0%	48.0%
Rio Grande do Sul	57.0%	52.0%	62.0%
9 estados	24.2%	19.3%	22.7%

资料来源：Conab

图 6：阿根廷玉米播种进度

DELEGACIÓN	ÁREA A SEMBRAR (Hectáreas)	01/09	08/09	15/09	22/09	29/09	06/10
BUENOS AIRES	22/23	0	0	0	1	3	3
	21/22	0	0	0	2	7	23
CÓRDOBA	22/23	0	0	0	1	11	13
	21/22	0	0	2	8	13	18
ENTRE RÍOS	22/23	4	21	48	64	70	75
	21/22	0	3	27	58	88	92
LA PAMPA	22/23	0	0	0	0	1	9
	21/22	0	0	0	0	0	2
SANTA FE	22/23	1	12	23	24	32	33
	21/22	1	4	25	41	54	58
TOTAL PAÍS	22/23	0	3	5	7	12	13
	21/22	0	1	5	11	17	24

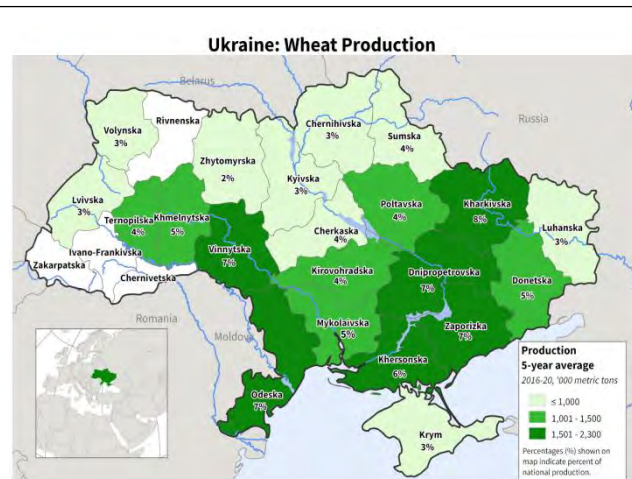
资料来源：AGR



4. 俄乌局势：俄罗斯和乌克兰之间冲突的未来走向仍是市场供应端最大的不确定因素，对谷物市场的影响

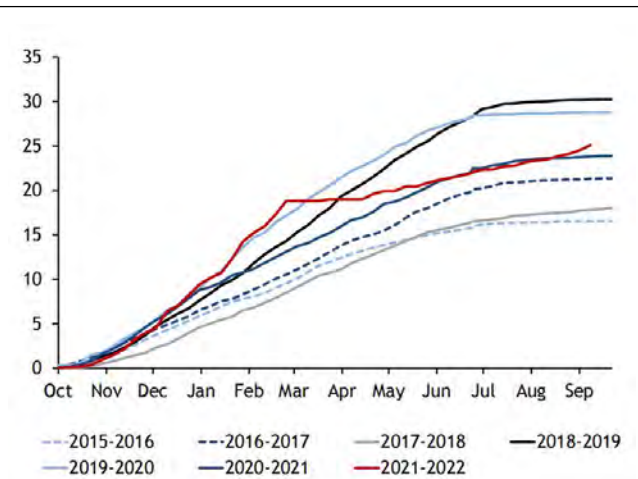
响聚焦以下方面：1) **战争是否进一步升级**：这决定粮食走廊协议 11 月到期后能否继续对黑海乌克兰谷物出口供应搭建稳定氛围；2) **顿巴斯地区公投事件后续**：这影响乌克兰东部四区（合计产量占比近 20%）的小麦出口前景，易连带谷物板块再现粮食危机担忧情绪；3) **欧美 VS 俄罗斯关于能源制裁及反制**：这关系到能源成本重心是否会重新上行，能源需求前景及成本逻辑与玉米乙醇消费关联性较强，影响玉米工业需求预期。

图 7：2021/22 年乌克兰小麦产量分布



资料来源：Conab

图 8：乌克兰玉米出口情况



资料来源：AGR

总的来看，全球玉米基本面供需难见明显宽松。静态总量上看，北半球减产+高成本，玉米价格下方空间有限。尽管南美目前丰产预期较强，但阿根廷玉米产区偏干，目前播种进度明显偏慢，若当前干旱状态持续不见改善，则产量增幅预期有向下修复的可能。市场最大的扰动是俄乌冲突，首先是乌克兰新作玉米减产，另外市场对黑海出口前景的担忧并未解除，包括能源制裁引发的替代燃料乙醇消费的需求前景和成本逻辑，均与玉米价格波动有较强关联性。国内玉米减产预期+进口下降，玉米供应总体偏紧，消费端四季度应有一轮补库周期，或带动玉米出现翘尾行情。由于海外宏观紧缩周期未见明确暂缓迹象，一旦盘面走出大幅升水，节奏上需要注意风险。

玉米产业数据跟踪（更新时间 2022 年 10 月 8 日）

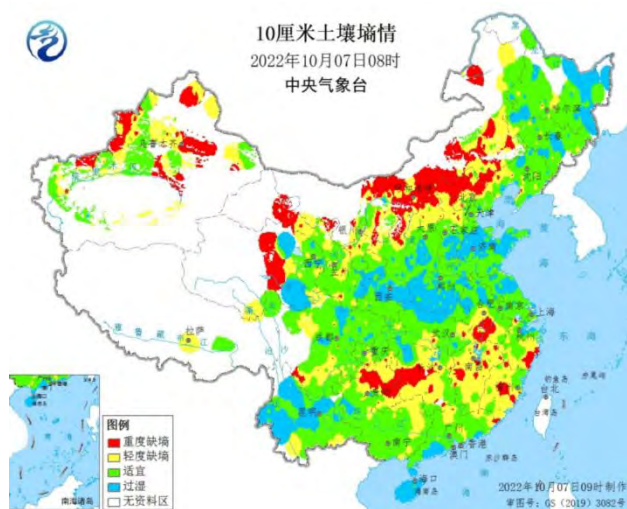
【气象预报】

图 1: 国内春玉米生长进度



数据来源：中央气象台，前海期货

图 3: 10cm 土壤墒情



数据来源：中央气象台，前海期货

图 5: 美玉米生长情况

图 2: 国内夏玉米生长进度



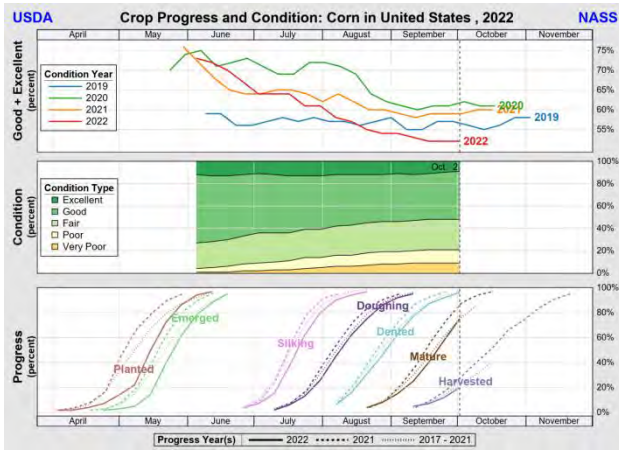
数据来源：中央气象台，前海期货

图 4: 农业气象关注



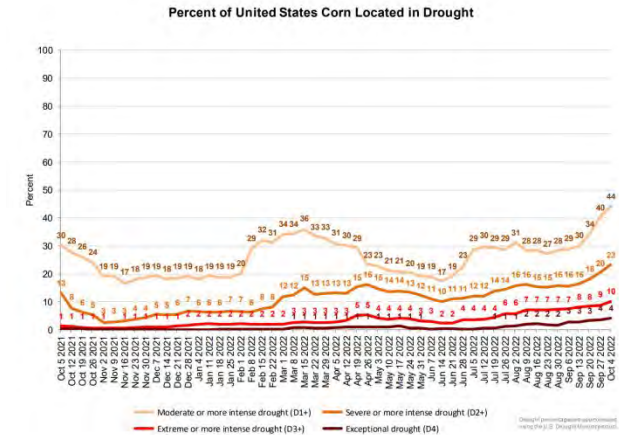
数据来源：中央气象台，前海期货

图 6: 美玉米种植区干旱水平



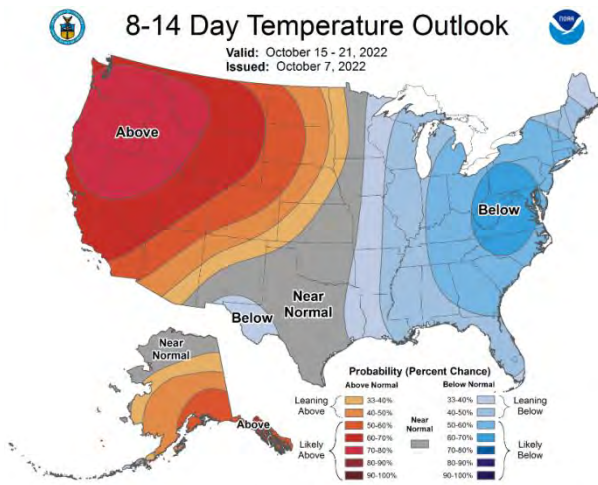
数据来源: USDA, 前海期货

图 7: 美国未来两周气温及降水预报



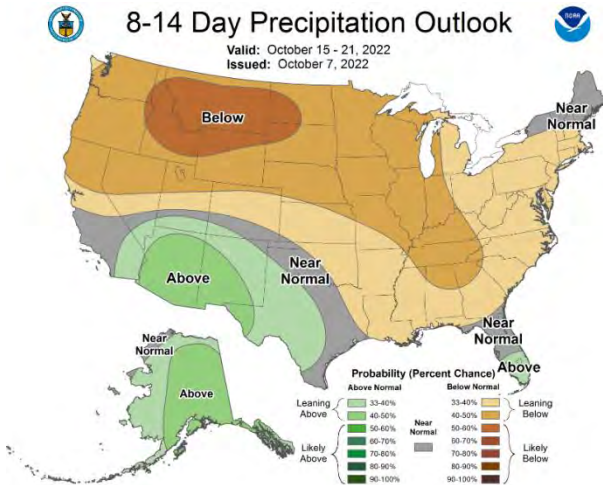
数据来源: USDA, 前海期货

图 8: 美国未来两周气温及降水预报



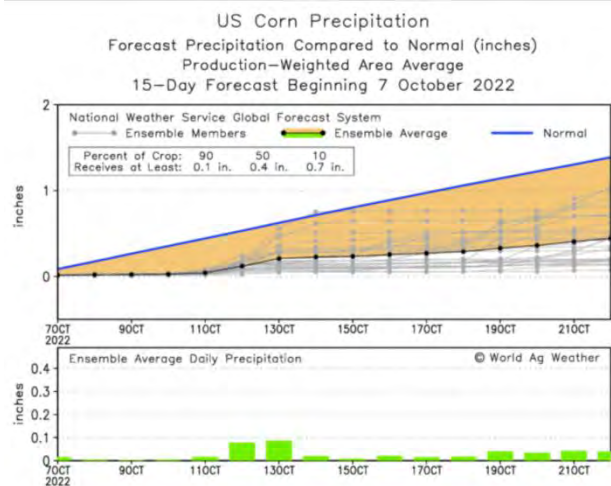
资料来源: NOAA, 前海期货

图 9: 美玉米主产区降水预报



资料来源: NOAA, 前海期货

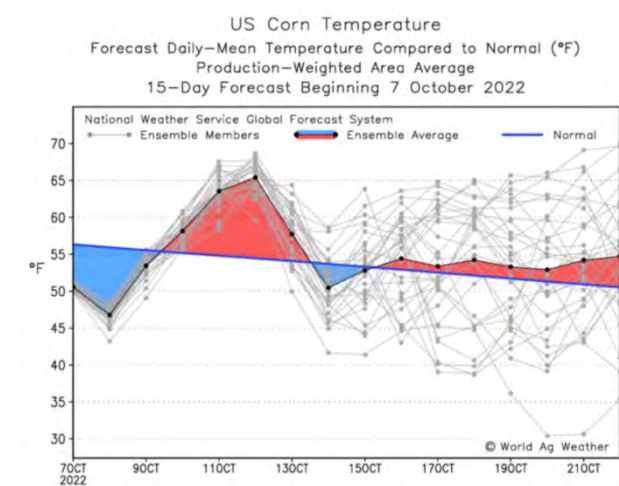
图 10: 美玉米主产区温度预报



数据来源: Ag weather, 前海期货

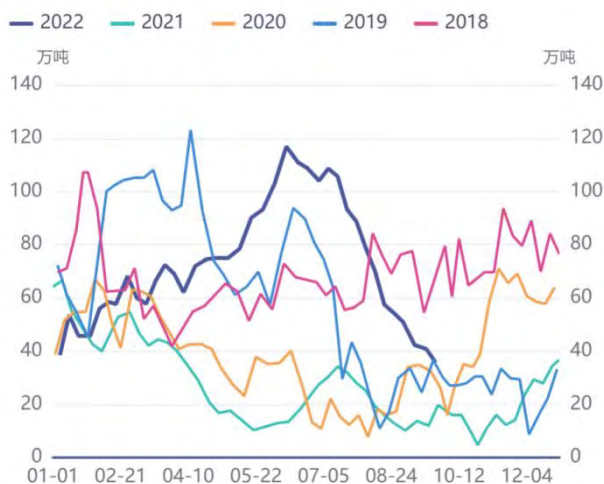
【产业数据】

图 11: 南方港口玉米库存



数据来源: Ag weather, 前海期货

图 12: 北方港口库存



数据来源: ifind, 前海期货

图 13: 淀粉企业成品库存



数据来源: ifind, 前海期货

图 14: 全国 69 家玉米淀粉企业开机率



数据来源: 我的农产品网, 前海期货

图 15: 饲料企业玉米库存 (截至 9 月 29 日)



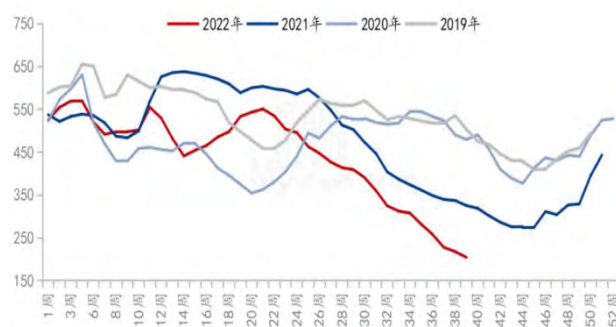
数据来源: 我的农产品网, 前海期货

图 16: 深加工企业玉米库存

地区	本周	上周	去年同期	周环比	较去年同比
东北	39.13	39.13	35.00	0.00%	11.79%
华北	27.22	27.22	20.62	0.00%	32.02%
华中	40.67	40.67	33.67	0.00%	20.79%
华南	26.17	24.50	26.00	6.80%	0.64%
西南	40.17	38.50	42.27	4.33%	-4.97%
华东	37.25	33.67	40.00	10.64%	-6.88%
全国	35.10	33.95	32.93	3.40%	6.60%

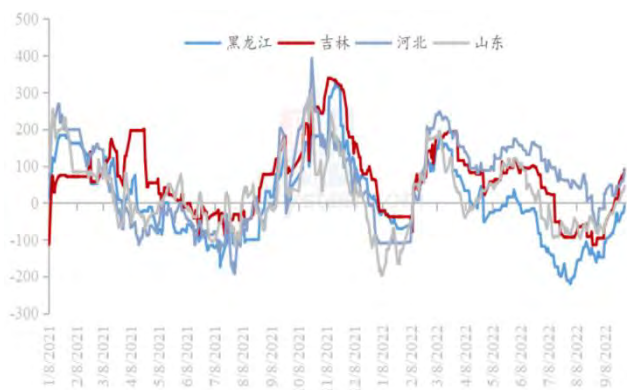
数据来源: 我的农产品网, 前海期货

图 17: 玉米淀粉深加工利润



数据来源: 我的农产品网, 前海期货

图 18: 生猪养殖利润



数据来源：我的农产品网，前海期货

图 19：中国玉米月度进口量



数据来源：ifind，前海期货

【价格价差】

图 21：南方蛇口港玉米现货价格



数据来源：ifind，前海期货

图 23：玉米主力合约基差



数据来源：ifind，前海期货

图 20：美玉出口当前年度未装船量



数据来源：ifind，前海期货

图 22：北方鲅鱼圈港玉米价格



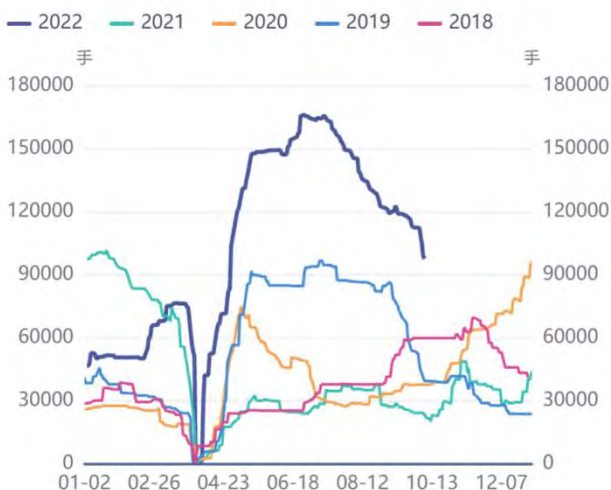
数据来源：ifind，前海期货

图 24：淀粉-玉米价差



数据来源: ifind, 前海期货

图 27: DCE 玉米仓单注册量



数据来源: ifind, 前海期货

图 29: CBOT 玉米非商业净持仓



数据来源: ifind, 前海期货



数据来源: ifind, 前海期货

图 28: DCE 玉米主力合约持仓



数据来源: ifind, 前海期货

图 30: CBOT 玉米商业净持仓



数据来源: ifind, 前海期货

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, 因根据请务必阅读最后重要声明

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>