



玉米：最大的问题在库存上

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.net

从业资格：F3036198

投资咨询：Z0019226

内容摘要

供需动态：

- 1) 美国玉米：美玉米产区降水改善，优良率低位回升
- 2) 南美玉米：巴西二茬玉米收割出口加速，但仍慢于往年同期
- 3) 国内玉米：陈化稻谷定向开拍，玉米库存延续去化

主要观点：

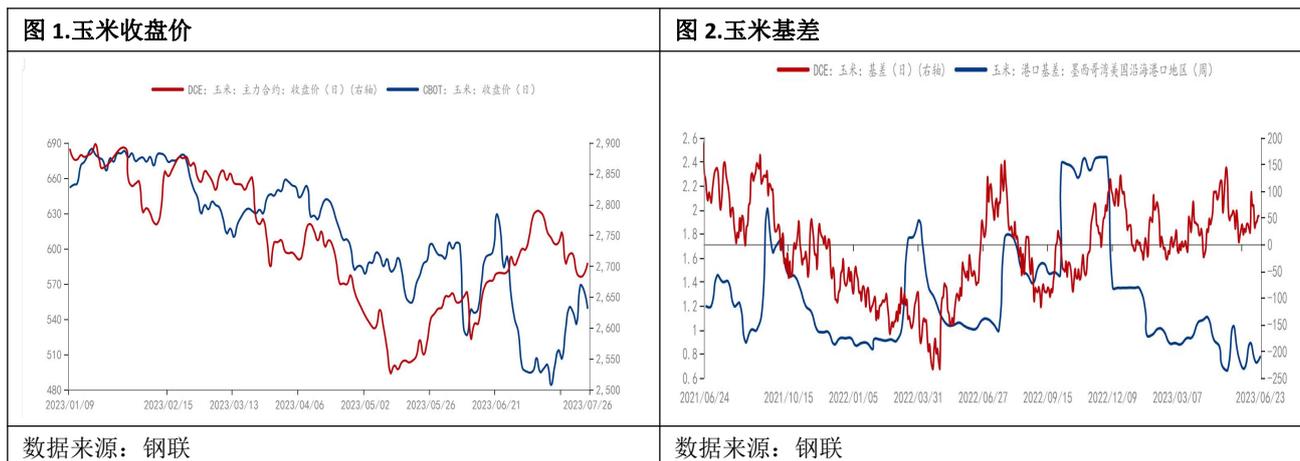
展望8月，新作最重要的定价因素仍然是天气，旧作聚焦供给预期。首先，8月内外盘的联动性主要看巴西是否能成为国内市场的有效供给，然则继续分化的概率较大。其次，我们对陈化水稻定向拍卖对玉米价格的影响总体不悲观，一个是绝对价格角度，近月玉米合约基差100+元/吨，糙米底价成交完全集港成本2700元/吨，即盘面合约价格一定程度上已经走到糙米的估值区间，一旦糙米溢价成交，则盘面有走强的可能，如果流拍，玉米将走向补库逻辑。另外，虽然目前小麦玉米价差已在120+元/吨，小麦饲用饲用优势突出，但深加工玉米库存仍偏低，按照内贸环节库存月均去化节奏推演，北港玉米库存月未有逼近100万吨大关的可能。

价格方面，因对陈化水稻定向对玉米价格的影响不悲观，近月09合约下方空间有限。但基本面因子暂时也没出现较为明显的上行驱动，所以我们建议关注陈化水稻成交情况以及深加工补库节奏，如果淀粉库存去化，深加工补库或继续支撑价格重心。

除此之外，本月需留意政策和地缘局势的超预期变化。7月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，价格又上行风险；反之，如果双方和谈，则谷物价格大概率承压。

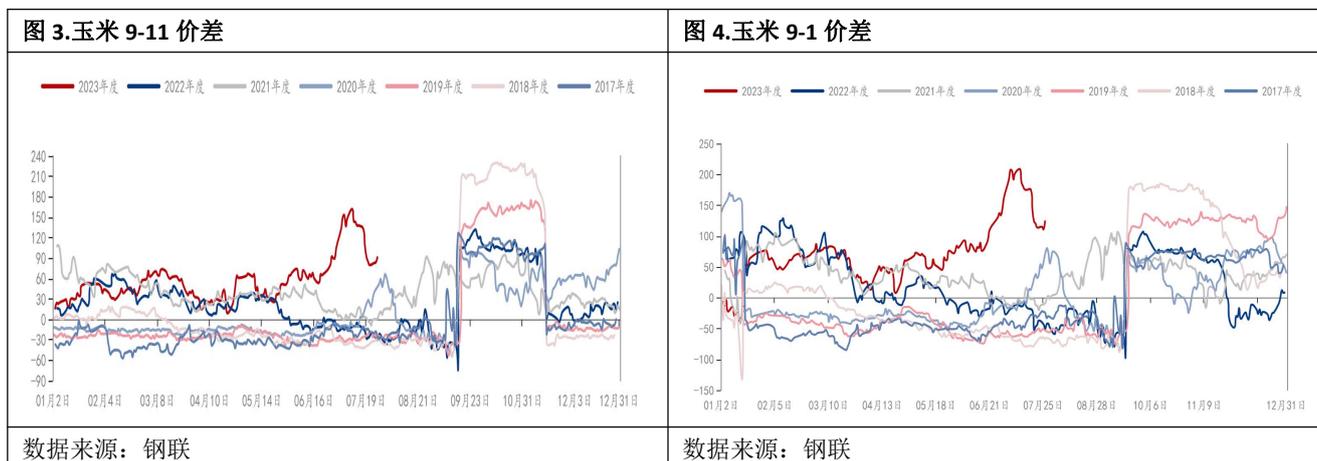
一. 行情回顾

7月内外盘玉米延续了分化走势，呈现出外强内弱特征。美玉米月内交易逻辑围绕天气和俄乌冲突，6月的干旱导致USDA在7月报告中下调了美玉米单产，给了美玉米低位企稳的基础调减，17号俄罗斯退出粮食协议以及冲突的升级，在7月下旬天气再次高温少雨的氛围里又推了一把，美玉米价格一改6月的颓势，价格月内低位反弹为主。相较美玉米的战争和天气题材，国内玉米本月基本面总体变化不大，与美玉米联动性再次走弱，内盘行情受资金出场影响更明显，在绝对价格方面，2800的盘面压力对标小麦现货价的顶，小麦季节性淡季导致2800上方空间受限。价格方面，截至7月26日收盘，美玉米累计涨幅约13%，连盘玉米累计跌幅3%。基差方面，7月26日，连盘玉米收盘价2705元/吨，基差113元/吨，基差走势偏强；美玉米收盘价549美分/蒲式尔，美湾玉米基差（周度）0.77美分/蒲式尔，基差走势偏弱。



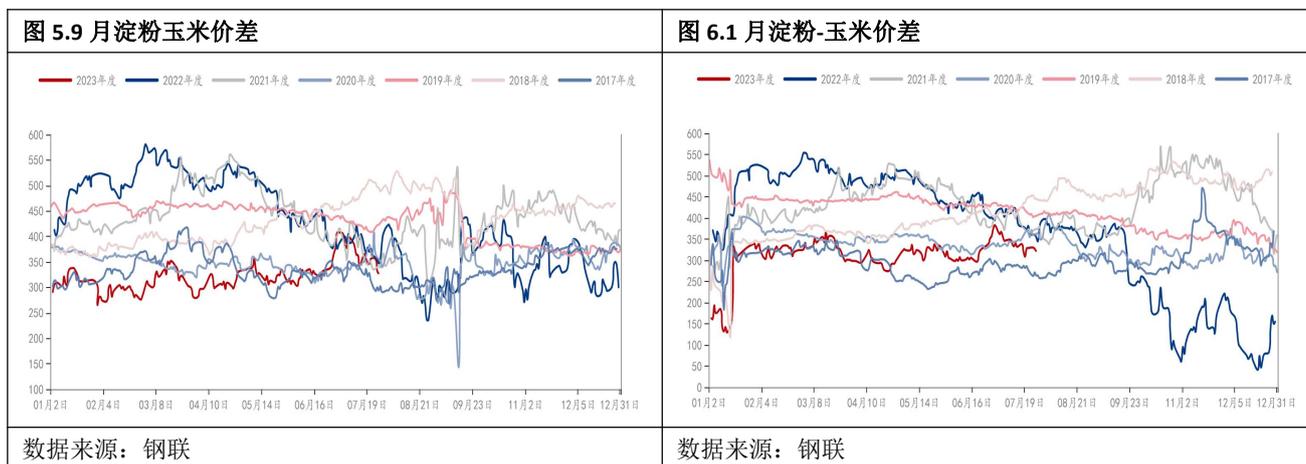
1) 月间价差下修，正套结构没变

7月26日，玉米9-11价差走缩至113元/吨，月初最高走至162元/吨；9-1价差走扩至125元/吨，月初最高走至209元/吨；作为对比，6月26日，9-11玉米价差79元/吨，9-1玉米价差130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 09 合约为代表的淀粉-玉米价差从月初最高 398 元/吨下跌至 327 元/吨，01 合约淀粉-玉米价差最新价差 383 元/吨，跌至 321 元/吨，淀粉-玉米价差总体震荡下行为主。



二. 基本面动态

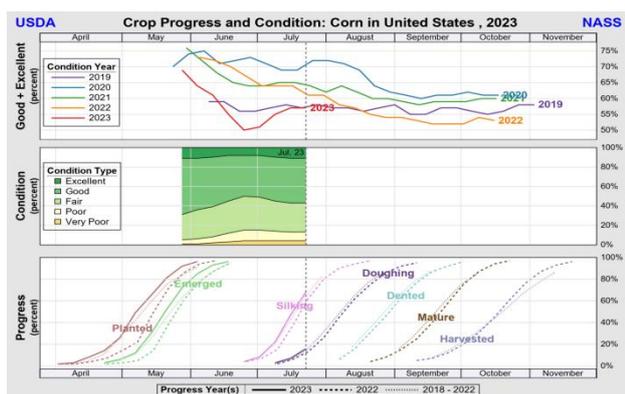
1) 美玉米产区降水改善，优良率低位回升

优良率：得益于主产区降水改善，美玉米优良率月内有所改善。截至 7 月 21 日当周，美国五大湖附近产区如伊利诺伊、爱荷华、印第安纳等州的优良率低位回升，但多数主产州优良率都在 50% 附近；北部北达科他、明尼苏达等产区优良率下滑，主要是月内降水分布不均导致。

出口：美国月内出口环比总体小幅改善，出口端的改善主要体现在新作上，旧作出口总体仍较为平淡，截至 7 月 13 日，美国 22/23 年玉米出口 3975 万吨，较上年同期 6045 万吨减少 2070 万吨，同比减幅达 34%。

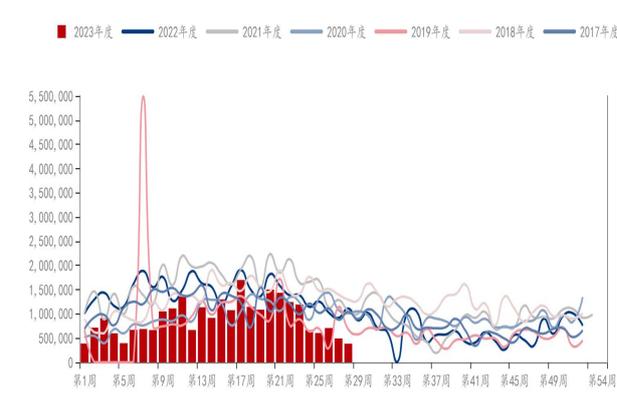
天气：7 月 20 日美国最新预报显示，8 月美玉米产区多数降水正常或高于正常水平，温度预报相对分化，北部地区温度低于均值水平，南部产区温度总体高于均值水平，初步看预报情况，8 月南部的高温需要给与更多关注。

图 7.美玉米优良率



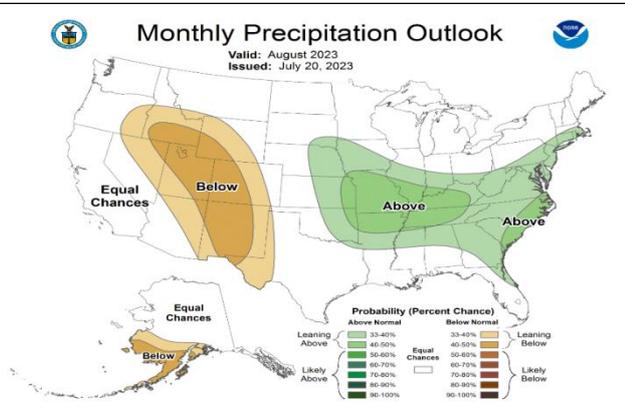
数据来源：钢联

图 8.美玉米出口



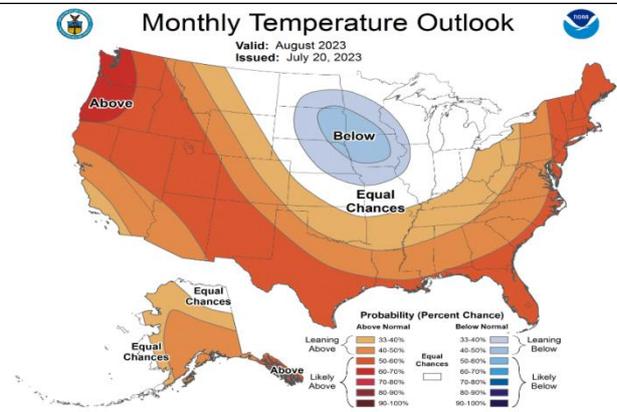
数据来源：GR STATE

图 9.美国 8 月降水预报



数据来源：NOAA

图 10.美国 8 月温度预报



数据来源：NOAA

2) 巴西二茬玉米收割出口加速，但仍慢于往年同期

上市进度：受播种延迟影响，巴西二茬玉米收割上市进度总体偏慢。Conab 数据显示，截至 7 月 22 日，巴西二茬玉米收割进度 47.9%，去年同期 59.6%，同比落后 10 天左右。第 29 周，巴西 Anec 预估，7 月巴西玉米出口 643 万吨，较 6 月 123 万吨增加 520 万吨，较去年同期预估增加 80 万吨。随着收割进度的加快，巴西玉米出口迎来传统旺季。

成本优势：7 月 28 日，8 月交货巴西玉米理论完税价 2250 元/吨，美湾 2350 元/吨，比美玉米单吨低 100 元左右，内贸玉米广东港口 2870 元/吨，巴西玉米报价仍具有明显价格优势。

图 11: 巴西二茬玉米收割进度				图 12: 巴西玉米出口预估		
Estado	Semana até:			Maize		
	2022	2023		2022	2023*	
	23/Jul	16/Jul	22/Jul			
Goiás	60.0%	19.0%	35.0%	January	2.223.556	4.864.268
Piauí	40.0%	28.0%	46.0%	February	523.342	1.939.801
Tocantins	87.0%	60.0%	75.0%	March	107.232	780.053
São Paulo	15.0%	2.0%	2.0%	April	942.063	166.552
Minas Gerais	30.0%	23.0%	30.0%	May	1.090.094	493.526
Maranhão	75.0%	50.0%	52.0%	June	1.503.453	1.230.978
Mato Grosso do Sul	19.0%	7.0%	8.0%	July*	5.629.406	6.433.020
Mato Grosso	90.3%	67.7%	79.5%	August	6.897.373	
Paraná	30.0%	4.0%	6.0%	September	6.847.551	
9 estados	59.6%	39.3%	47.9%	October	6.173.577	
				November	5.467.973	
				December	7.290.756	
				Total of the Year	44.696.374	15.908.199

* 2023: Estimate based on shipment schedule
2022: Full month

资料来源: Conab

资料来源: Conab

3) 陈化稻谷定向开拍, 玉米库存延续去化

7月国内玉米供需基本面总体变化不大, 供应端进口维持偏少节奏, 内贸库存延续去化格局, 外贸到港暂时未对市场形成冲击。但小麦玉米价差倒挂幅度加大, 陈化水稻定向拍卖即将开始, 玉米饲用需求从被动减少到主动下调, 但下游库存月环比变化却稍有分化。具体来看:

库存方面: 截至7月21日, 北方港口玉米库存152万吨, 较上月同期下滑约65万吨; 广东港口谷物和玉米库存165万吨, 较上月同期161万吨持平略增。南北港口(广东港+北四港)内贸玉米库存合计194万吨, 较上月第三周下降约45万吨, 较去年同期减少约135万吨, 减幅达41%。截至第30周, 主要深加工玉米库存248.6周环比下降4.4万吨, 较去年同期391万吨减少约140万吨, 减幅约36%。截至7月28日, 饲料企业玉米平均库存29.12天, 周环比增加0.53天, 增幅1.84%, 较去年同期下跌3.91%。从表观数据上, 我们不难发现南北港口以及深加工企业表观玉米库存都要延续了上月的被动去化结构, 但是对替代品相对较多的饲料企业库存却在低位回升。我们对饲料企业玉米库存增加的理解主要有两个方面, 一个是芽麦毒素稳定性不好, 仔猪仍需要玉米作为饲料原料, 另一方面, 我们认为陈化水稻拍卖的一再延迟也让饲料企业对玉米的采购积极性回暖。

下游利润: 深加工和生猪养殖企业利润本月仍处于亏损区间, 亏损幅度月环比小幅扩大。截至7月28日当周, 外购仔猪养殖利润255元/头, 自繁自养224元/吨。上月同期, 自繁自养头均亏损在223元/头, 外购仔猪亏损有150元/头至212元/头。淀粉深加工企业利润走弱, 从月初盈亏平衡线附近震荡下滑, 从7月28日钢联数据来看, 吉林、河北在盈亏线附近, 黑龙江和山东地

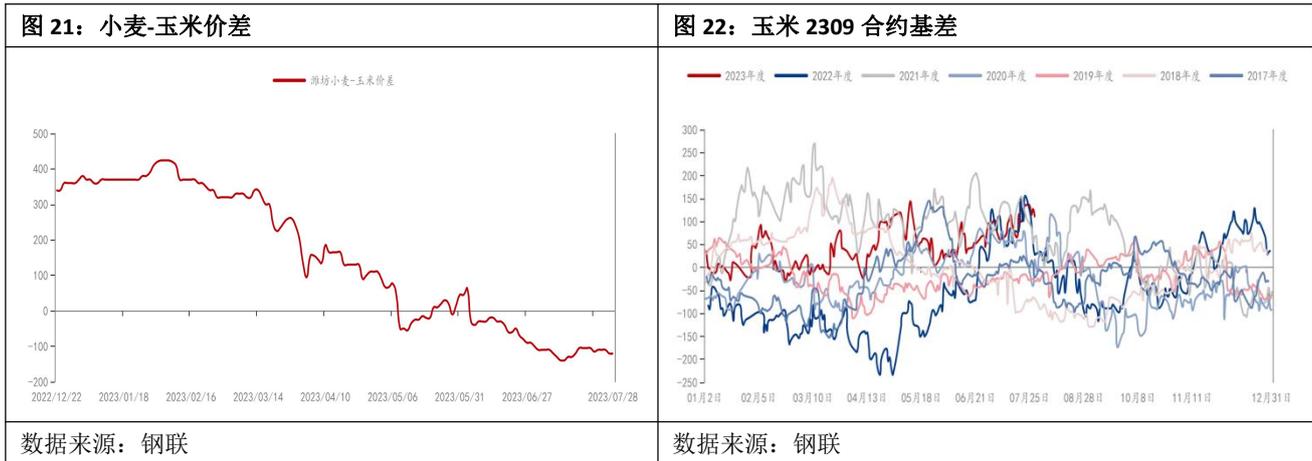
区理论加工利润亏损，玉米淀粉深加工企业利润月内震荡下滑为主。

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

三. 行情展望

7 月内外盘基本面总体出现一些新的因素, 包括 7 月 USDA 报告对美玉米单产的下调、俄乌冲突升价担忧、美玉米产区月内上下旬降水的分化、以及国内陈化水稻定向拍卖的落地, 当然还有国内外宏观因素的扰动, 但总体玉米价格受基本面供应预期因素影响更大。美玉米方面, 价格在低位受单产下调和俄乌冲突升价担忧影响反弹, 但在良好降水和出口疲软的预期下, 反弹高度明显受限。国内玉米本月延续了与美玉米的分化走势, 这在近三年的数据样本中并不

多见，主要是今年市场年度，国内对美玉米的进口较前两年少，导致进口份额下降，外盘对内盘的影响有所下降。更重要的是，国内从三月份开始，受小麦价格下跌和集中售粮影响，上下游环节玉米库存开始进入主动库存去化模式，时至今日，在经历了将近 4 个月的主动去库后，国内玉米最新库存水平多数触及近年低点，而在芽麦具有较大替代优势的情况下，饲料企业玉米库存月内在低位仍有明显回升，包括山东深加工企业的玉米挂牌收购价仍稳中有升。所以，尽管我们看到月内小麦-玉米价差明显倒挂，但玉米的基差仍旧较为坚挺。



展望 8 月，新作最重要的定价因素仍然是天气，旧作聚焦供给预期。首先，8 月内外盘的联动性主要看巴西是否能成为国内市场的有效供给，然则继续分化的概率较大。其次，我们对陈化水稻定向拍卖对玉米价格的影响总体不悲观，一个是绝对价格角度，近月玉米合约基差 100+元/吨，糙米底价成交完全集港成本 2700 元/吨，即盘面合约价格一定程度上已经走到糙米的估值区间，一旦糙米溢价成交，则盘面有走强的可能，如果流拍，玉米将走向补库逻辑。另外，虽然目前小麦玉米价差已在 120+元/吨，小麦饲用饲用优势突出，但深加工玉米库存仍偏低，按照内贸环节库存月均去化节奏推演，北港玉米库存月末有逼近 100 万吨大关的可能。

价格方面，因对陈化水稻定向对玉米价格的影响不悲观，近月 09 合约下方空间有限。但基本面因子暂时也没出现较为明显的上行驱动，所以我们建议关注陈化水稻成交情况以及深加工补库节奏，如果淀粉库存去化，深加工补库或继续支撑价格重心。

除此之外，本月需留意政策和地缘局势的超预期变化。7 月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，价格又上行风险；反之，如果双方和谈，则谷物价格大概率承压。

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>