



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780号

研究员：柳瑜萍
期货从业资格号 F0308127
期货投资咨询从业证书号
Z0012251
助理研究员：谢程琪
期货从业资格号 F03117498

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号



利空情绪逐步释放 期价有望止跌回稳

摘 要

国际市场而言，尽管美国玉米单产和产量下调，但总产量仍处于同期较高水平，且随着收割的持续推进，国际市场供应压力加大，继续压制玉米市场价格。使得进口玉米价格优势持续向好，贸易导向下，国内价格有向国际价格靠拢的倾向。国内方面，11月仍是国内玉米大量上市时期，阶段性供应较为充裕，且养殖利润持续不佳，饲企和贸易商建库意愿较低，需求面支撑不足，整体仍将处于供强需弱的状态。不过，随着现货价格的下跌，部分地区已跌破成本位，种植端惜售，叠加需求端逢低建库需求，以及政策面可能迎来利好支撑，限制玉米价格继续下跌空间。总的来看，阶段性供应压力较大，基本面相对偏弱，继续牵制期价表现。不过，随着低迷情绪逐步释放，期价有望止跌回稳。

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，尽管淀粉需求良好，且企业库存偏紧，但在玉米上量以及利润向好的驱动下，企业开机率也同步提升，供应压力同步增强。前期的利好支撑有所减弱，淀粉有望跟随玉米窄幅震荡。

目 录

一、2023年10月玉米类市场行情回顾.....	2
1、2023年10月玉米市场行情回顾.....	2
2、2023年10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、短期进口压力有限，长期有望增加.....	错误！未定义书签。
3、小麦替代优势不在.....	5
4、饲用刚需前景堪忧.....	5
5、深加工刚需采购仍存.....	7
6、国际价格优势明显.....	8
7、政策面可能利好.....	9
三、玉米淀粉基本面影响因素分析.....	10
1、玉米市场不佳，成本支撑有限.....	10
2、产出压力加大.....	10
3、替代需求增量抵消出口缩减.....	11
四、玉米和淀粉价差分析.....	12
五、玉米期权方面.....	13
1、流动性分析.....	13
2、波动率方面.....	15
六、2023年11月玉米和淀粉市场展望及期货策略建议.....	16
免责声明.....	16

一、2023 年 10 月玉米类市场行情回顾

1、2023 年 10 月玉米市场行情回顾

2023 年 10 月玉米表现为震荡下跌。主要是随着美玉米收割推进，供应压力增加，美玉米价格持续承压，整体维持低位震荡，进口成本仍大幅低于国内市场，持续拖累国内市场氛围。且国内新季玉米大量上市，市场供应量大幅增加，而下游养殖利润不佳饲养企业对新粮后市存看空预期，采购意向普遍不高，整体以随采随用为主。供强需弱格局下，打压玉米价格明显回落，期价同步下跌。

玉米 2401 合约日 K 线图



数据来源：博易大师

2、2023 年 10 月玉米淀粉市场行情回顾

2023 年 10 月玉米淀粉偏弱震荡。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。不过对于淀粉自身而言，市场提货走货速度良好，企业库存持续下行。且由于副产品价格持续下跌，企业挺价主产品心态较为明显，淀粉现货价格近期相对坚挺。使得淀粉期价表现较玉米市场略强，整体呈现偏弱震荡。

玉米淀粉 2401 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

新季玉米产量情况来看，农业农村部表示，全国大部分主产区天气好于常年，东北地区初霜偏晚，热量条件较好，有利于玉米成熟、收获，2023/24 年度平均玉米单产超出此前预期。故而，本月将单产预测值继续上调至 6570 公斤/公顷，预计总产量为 28823 万吨，较上年度增 1103 万吨。同时，从各机构调研的数据来看，国内玉米产量较上年度有所增加，市场基本达成共识。

从收获进度及价格表现来看，农业农村部最新农情调度显示，全国秋粮已收获 77%，其中，大豆收获接近尾声，玉米收获近八成，中稻过八成。今年玉米产量增加，当前东北产区基层潮粮供应压力仍较为庞大，贸易商收购态度仍保持谨慎，整体仍未出现规模收购补库，普遍随收随走或按需收购，贸易商现阶段压价收购、节约成本的情况较多，黑龙江省内部分地区基层贸易商潮粮收购价较当地 2022 年同期下跌 300-400 元/吨。华北地区新季玉米收割收尾，由于今年气候条件较好，丰产相对明显。新粮普遍水分偏高，且受新粮上量增加影响，玉米价格持续走低，多数贸易商建库较为谨慎，以随收随走为主。部分饲料企业少量采购新季玉米，深加工企业多无建库意向，按需采购。截止 10 月 25 日，东北三省及内蒙重点深加工企业玉米主流收购均价 2358 元/吨，华北黄淮重点企业玉米主流收购均价 2728 元/吨。不过，随着玉米价格持续下跌，市场价格与基层种植户心理预期相距

甚远，部分种植户开始放缓或延迟售粮，挺价销售情绪逐渐回升。整体来看，短期市场仍表现出供过于求的状况。

中国玉米供需平衡表

	2021/22	2022/23 (10月估计)	2023/24 (9月预测)	2023/24 (10月预测)
<i>千公顷 (1000 hectares)</i>				
播种面积	43324	43070	43870	43870
收获面积	43324	43070	43870	43870
<i>公斤/公顷 (kg per hectare)</i>				
单产	6291	6436	6495	6570
<i>万吨 (10000 tons)</i>				
产量	27255	27720	28494	28823
进口	2189	1850	1750	1750
消费	28770	29051	29500	29500
食用消费	965	980	991	991
饲用消费	18600	18800	19100	19100
工业消费	8000	8100	8238	8238
种子用量	195	191	193	193
损耗及其它	1010	980	978	978
出口	0	1	1	1
结余变化	674	518	743	1072
<i>元/吨 (yuan per ton)</i>				
国内玉米产区批发均价	2641	2744	2400-2600	2400-2600
进口玉米到岸税后均价	2876	2682	2400-2600	2400-2600

注释：玉米市场年度为当年10月至下年9月。

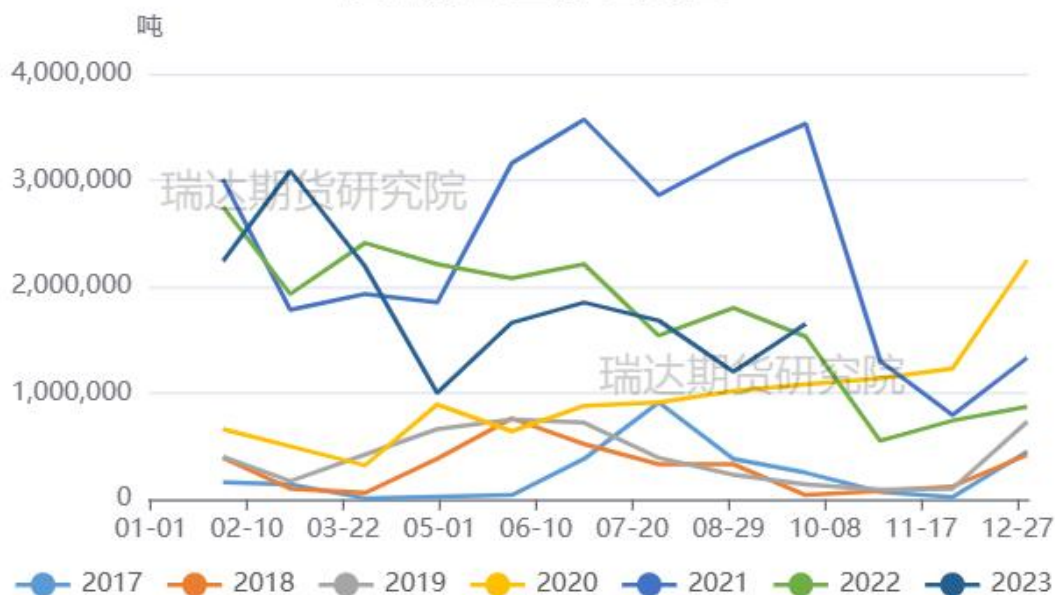
数据来源：农业农村部

2、短期进口压力有限，长期有望增加

进口玉米方面，中国海关公布的数据显示，2023年9月玉米进口总量为164.65万吨，较上年同期153.40万吨增加11.26万吨，同比增加7.34%，较上月同期119.84万吨环比增加44.81万吨。2023年1-9月玉米进口总量为1655.57万吨，较上年同期累计进口总量的1846.27万吨，减少190.69万吨，同比减少10.33%。9月玉米月度进口量较上月有所增加，主要是巴西玉米价格优势较好，前期采购大量到港。据监测显示，10-12月进口到港预估分别为70万吨、65万吨、100万吨，四季度进口压力明显减弱。不过，10月23日中

国大宗商品进口商代表团在衣阿华州举行的签字仪式上签署了购买数十亿美元农产品的协议。尽管这些交易以“框架合同”的形式签署，但仍代表我国大量采购的意愿，且在进口优势明显情况下，后期我国进口玉米采购量有望回升。

进口数量:玉米:当月值



数据来源：海关总署 中国粮油商务网

3、小麦替代优势不在

目前国内新季玉米正在不断上量，受丰产预期和水分偏大影响，市场基本以压价为主，价格持续下跌。小麦市场来看，本月持粮主体心态转变，最低收购价小麦拍卖迟迟未启动，且中俄之间巨大的农产品进出口协议，市场多认为麦价缺乏大涨行情，其涨幅预计和仓储利息相差无几，因此积极出售小麦，流通粮源增加。同时，制粉企业适当压价，面粉、麸皮的终端消费较为疲软，成本倒挂明显，叠加今年仓储普遍较高，害怕重演去年高开低走走势，陆续使用低价存货，对于小麦保持按需补货，采购量下降。使得后半月小麦价格自高位略有回降，本月价格整体变化相对较小。不过，在玉米价格大幅下跌情形下，二者价差明显扩大。截至10月25日，小麦现货平均价报3023.33元/吨，玉米现货平均价报2710.27元/吨，小麦-玉米价差为313.06元/吨。小麦饲料替代优势全无，且随着玉米价格降至低位，芽麦饲料替代优势也逐步减弱，饲料企业消耗前期库存为主，新增采购降温，市场购销中心明显转向玉米。



数据来源: wind

4、饲用刚需前景堪忧

据中国饲料工业协会数据显示, 2023 年 9 月, 全国工业饲料产量 2818 万吨, 环比下降 1.4%, 同比下降 3.0%。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为 24.1%, 同比下降 7.9 个百分点。由于养殖利润不佳, 企业不仅降低饲料中玉米的用量占比, 而且下游采购积极性较差, 使得饲料产量也同步降低。同时, 现阶段养殖企业利润并无明显改善。生猪市场来看, 国家统计局数据显示, 三季度末, 全国生猪存栏 44229 万头, 同比减少 166 万头, 下降 0.4%; 环比增加 711 万头, 增长 1.6%。能繁母猪存栏量为 4240 万头, 比 4100 万头正常保有量高出 3.4%, 1-9 月累计去化 3.42%。由于在继一二季度行业持续亏损后, 市场给予三季度猪价的反弹较高的期望, 然而事实并未如愿, 由于供应面的充裕, 市场价格涨幅远低于市场预期, 且节后需求下滑明显, 猪价也再度下跌, 行业再度进入亏损局面。截至 2023-10-20, 养殖利润: 自繁自养生猪报 -147.41 元/头, 养殖利润: 外购仔猪报 -163.41 元/头。资金压力下, 生猪产能将继续处于去化阶段, 玉米需求总量减少预期增强。

生猪养殖利润

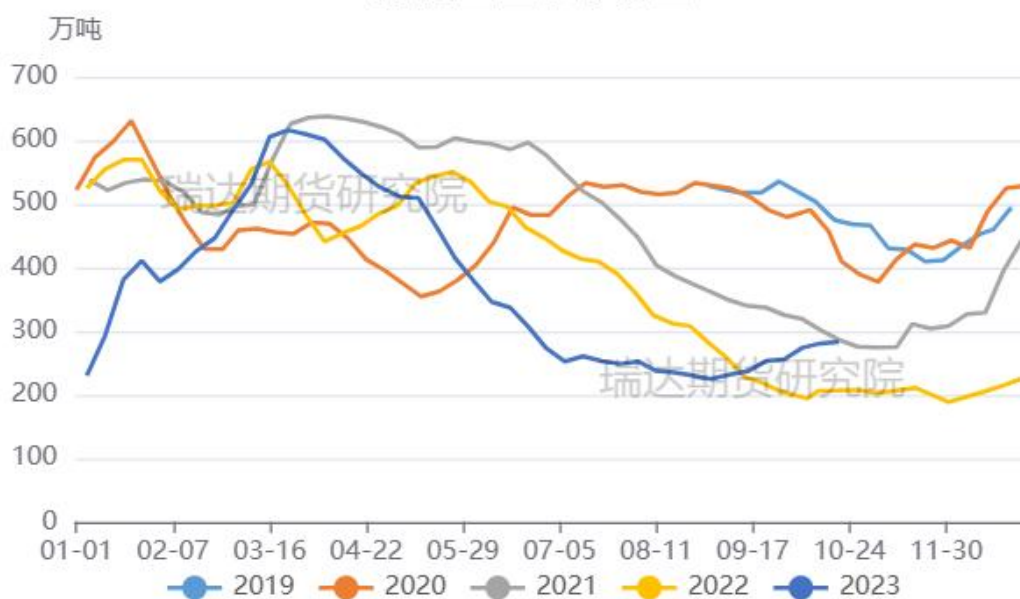


数据来源: wind 瑞达研究院

5、深加工刚需采购仍存

据 Mysteel 农产品统计, 2023 年 43 周 (10 月 19 日-10 月 25 日), 全国 149 家主要玉米深加工企业共消费玉米 133.73 万吨, 较前一周增加 7.62 万吨, 玉米淀粉、淀粉糖、酒精及氨基酸行业用量均有增加。主要节后企业陆续恢复生产, 整体开工率回升。另外, 淀粉企业因利润持续较好, 以及下游提货速度较快, 开机率回升幅度较大, 玉米消费同步增加。从深加工企业玉米库存来看, 根据 Mysteel 玉米团队对全国 12 个地区, 96 家主要玉米深加工厂家的最新调查数据显示, 2023 年第 42 周, 截止 10 月 18 日加工企业玉米库存总量 283.6 万吨, 较上周增加 0.93%。随着新季玉米上量增加, 且下游消费整体略有好转, 深加工企业对玉米采购积极性有所回暖, 库存水平也有所提升。从历年消费情况来看, 四季度是全年消费旺季, 对玉米需求有所提升, 在企业库存相对偏低情况下, 刚需采购仍存。

深加工玉米库存量



深加工玉米消费量



数据来源: Mysteel 农产品 瑞达研究院

6、国际市场价格优势明显

从全球玉米供需情况看，美国农业部（以下简称 USDA）10 月报告显示，全球 2023/24 年度玉米产量预估为 12.1447 亿吨，9 月预估为 12.1429 亿吨。期末库存预估为 3.124 亿吨，9 月预估为 3.1399 亿吨。全球玉米产量小幅调降，主要是美国玉米单产和产量下调。不过，总产量仍处于同期较高水平，且随着收割的持续推进，国际市场供应压力加大，压制玉米市场价格。巴西玉米出口旺季基本结束，现阶段市场焦点基本转向美玉米的出口销售上。截止 10 月 25 日，11 月-次年 4 月，美国玉米进口到岸完税价区间为【2345, 2390】，

明显低于国内广东港口价格，国际市场价格优势较好。另外，美国农业部发布的每周作物生长报告中称，截至 2023 年 10 月 22 日当周，美国玉米收割率为 59%，一如市场预期的 59%，前一周为 45%，去年同期为 59%，五年均值为 54%。随着收割进程的推进，季节性收割压力加大，继续压制玉米市场价格。且国际价格明显低于国内玉米市场价格，贸易导向下，国内价格有向国际价格靠拢的倾向。

玉米 (百万吨)		2023/24 10月预估	2023/24 9月预估	2023/24 调整幅度	2022/23 10月预估	2021/22
阿根廷	产量	55	54	1	34	49.5
	出口	41	40.5	0.5	23	34.69
巴西	产量	129	129	0	137	116
	出口	55	55	0	57	48.28
南非	产量	16.8	16.8	0	17.1	16.14
	出口	3.4	3.4	0	3.8	3.65
乌克兰	产量	28	28	0	27	42.13
	出口	19.5	19.5	0	27	26.98
中国	产量	277	277	0	277.2	272.55
	进口	23	23	0	18.5	21.88
全球 (不包括中国)	产量	937.47	937.29	0.18	877.79	946.16
	期末库存	110.6	112.19	-1.59	92.31	101.4
全球	产量	1214.47	1214.29	0.18	1154.99	1218.71
	期末库存	312.4	313.99	-1.59	298.13	310.54

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11月	2348.66	2710.00	361.34	4.84	0.83	223.23	279.48
2023年12月	2345.49	2710.00	364.51	4.84	0.82	222.83	279.08
2024年1月	2361.33	2710.00	348.67	4.98	0.73	224.80	281.05
2024年2月	2361.33	2710.00	348.67	4.98	0.73	224.80	281.05
2024年3月	2361.33	2710.00	348.67	4.98	0.73	224.80	281.05
2024年4月	2386.67	2710.00	323.33	5.06	0.73	227.95	284.20

注：美湾港口运费为56.25美元/吨

数据来源：USDA

8、政策面可能会迎来利好

10月23日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，介绍2023年前三季度农业农村经济运行情况。农业农村部市场与信息化司负责人刘涵表示，目前秋粮陆续丰收上市，逐步进入购销旺季，据国家粮食和物资储备局调度，今年秋粮旺季收购量预计在2亿吨左右，保持在较高水平。我们将积极配合有关部门，推动各地和有关企业抓紧组织市场

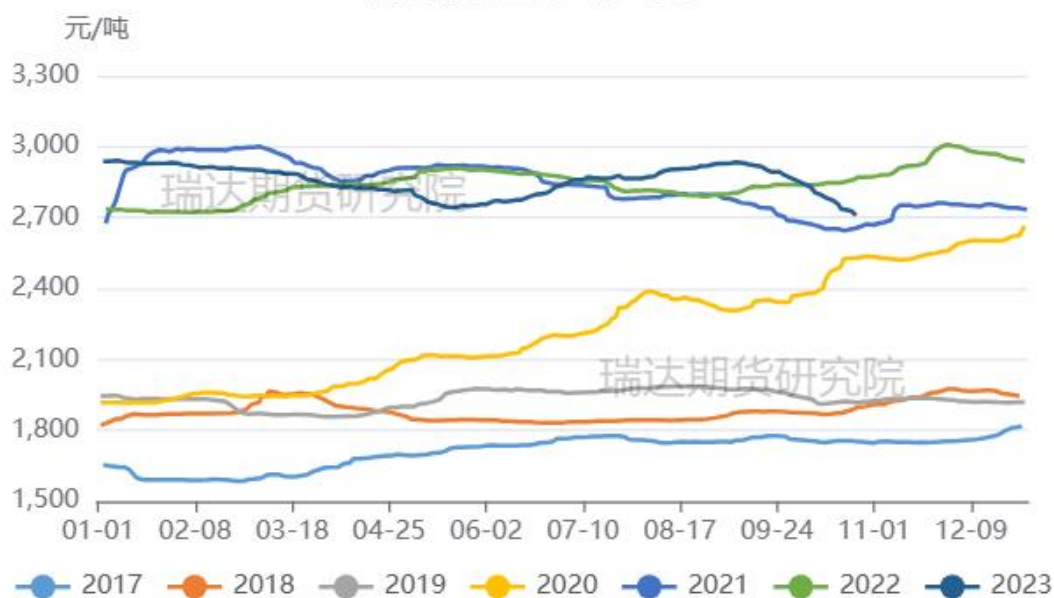
化收购，认真做好政策性收购，优化农民的售粮服务，扎实做好保供稳价工作。玉米产量增加较多，但消费处于较高水平，供需仍存在一定缺口，价格大幅回落的可能性不大。我国一直把保障农民种粮收益、增加农民收入放在中心位置，在随着玉米价格持续下跌，部分地区已跌破成本线，政策面可能会迎来利好，对玉米市场价格有所支撑。

三、玉米淀粉基本面影响因素分析

1、玉米市场欠佳，成本支撑有限

国内主产区气温偏高，新粮难保管，基层种植卖粮积极性偏高，玉米上量明显宽松，且新玉米增产的预期明朗，市场看跌情绪下，深加工以及贸易商建库意愿不高，压价情绪不减，使得国内玉米价格不断走低，成本支撑明显下滑。根据 wind 数据显示，截止 10 月 25 日，玉米现货平均价为 2710.27 元/吨，较上月同期下滑约 183 元/吨。11 月仍是国内玉米集中收获上市期，阶段性供应仍较为充裕，且下游养殖企业利润持续不佳，采购积极性较差，基本以随采随用为主，需求支撑不强。整体来看，玉米市场仍将处于供强需弱阶段。不过，饲企及深加工企业玉米库存相对偏低，随着玉米价格跌破成本线后，种植端惜售，叠加需求端存在逢低建库需求，或将限制玉米价格下跌空间，来自成本端的影响略有减弱。

现货价:玉米:平均价



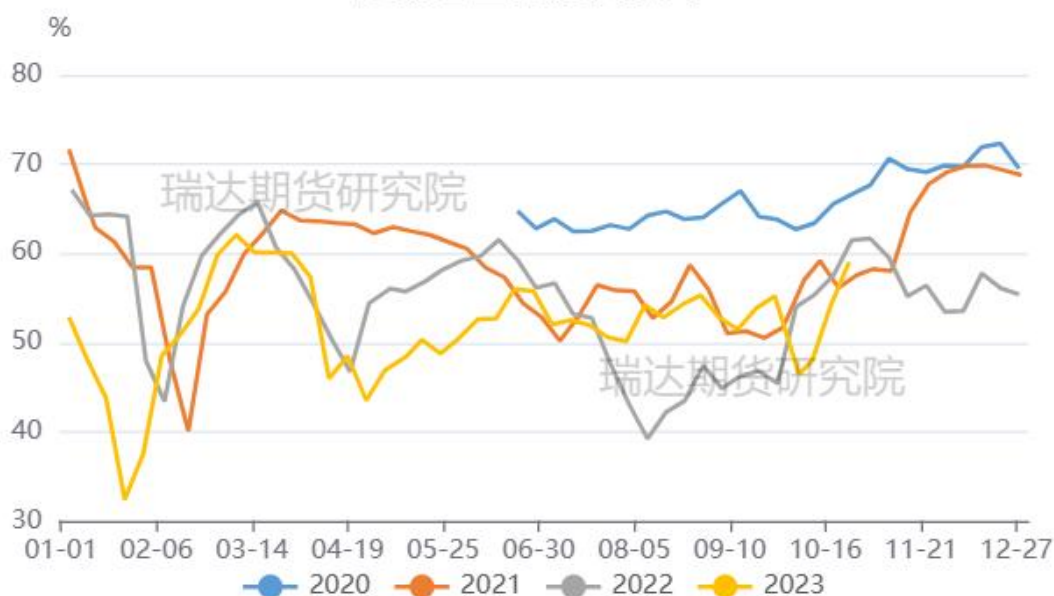
数据来源: wind

2、产出压力加大

受到生产利润好转的推动，加上新季玉米上市阶段原料供应充裕，玉米淀粉行业开机率持续回升，华北与东北地区供应端增量明显。第 42 周（10 月 19 日-10 月 25 日）全国玉

米加工总量为 63.03 万吨，较上周升高 6.26 万吨；周度全国玉米淀粉产量为 31.7 万吨，较上周产量升高 2.64 万吨；周度开机率为 59.04%，较上周升高 4.92%，供应压力明显提升。不过，受市场提货走货速度良好，企业库存持续回降。截至 10 月 18 日，全国玉米淀粉企业淀粉库存总量 59.4 万吨，较上周减少 3.7 万吨，降幅 5.79%，月降幅 20.34%，年同比降幅 26%，库存压力继续下降。随着新季玉米上量增加，原料供应充裕，叠加生产利润持续良好，淀粉开机率有望继续回升，产出压力继续加大。

淀粉企业周度开机率



淀粉企业周度库存

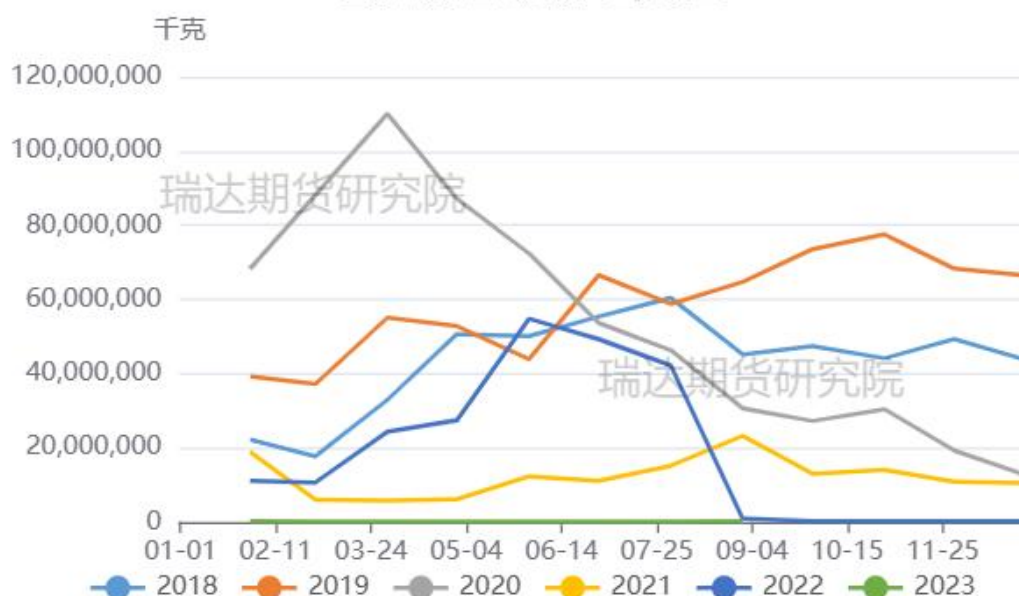


数据来源: Mysteel 农产品

3、替代需求增量抵消出口缩减

2022年8月开始国内商品玉米淀粉受到相关政策的影响，出口方面逐渐缩量，截止到2023年9月，玉米淀粉月度出口量仍然维持低量水平。截至2023年1-9月国内玉米淀粉出口累计1639吨，较去年同期减少219324.334吨，降幅99.26%。出口基本处于停滞状态。不过，随着木薯淀粉和玉米淀粉价差逐步拉开，自2季度开始两者价差扩大至1000元/吨以上，9月价差更是达到1400元/吨的历史高位，下游造纸行业、箱板/瓦楞纸行业等陆续采用玉米淀粉替代木薯淀粉。据Mysteel淀粉团队调研数据，木薯淀粉自4月开始在工业领域添加比例逐渐下降，8、9月降低至历史低点，2023年木薯淀粉在工业领域板块用量预计减少60-70万吨。所以，玉米淀粉作为替代品的相关需求增量完全可以抵消出口缩减的部分。

出口数量:淀粉:当月值



数据来源: 海关总署

四、玉米和淀粉价差分析

截止10月25日收盘，淀粉和玉米主力1合约价差为352元/吨，较上月末略有回升，处于近年来中等水平。主要是本月玉米价格继续下跌，但淀粉需求端走货较好，市场挺价情绪较浓，价格跌幅相对较小。故而，二者价差有所回升。对于11月而言，玉米基本面支撑较差，现货价格有望维持偏弱调整，期价也难有好的表现，或将窄幅震荡。尽管淀粉需求良好，但在玉米上量以及利润向好的驱动下，企业开机率也同步提升，供应压力同步增强，所以淀粉和玉米价差继续走扩空间有限，或保持区间震荡。

淀粉和玉米 2401 合约价差走势



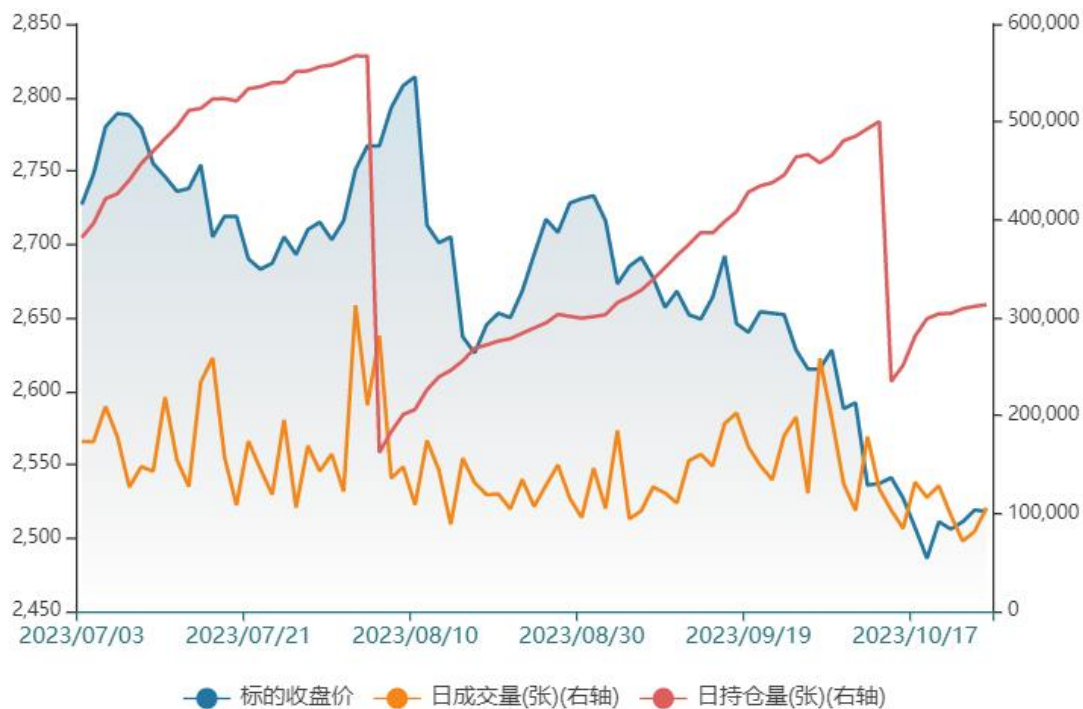
数据来源: wind 大商所

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震荡走弱趋势，截止10月25日收盘，玉米期权最新持仓量313147张，成交量105727张。持仓量和日成交量均有所回降，主要是基本面偏弱，主力合约期价震荡走弱，但期价降至成本位附近，市场继续看跌预期减弱，故而参与度下降。从成交量和持仓量的认沽认购比率来看，持仓认沽认购比从上月末的100%附近上升至目前的124%，且后半月波动不大。成交量认沽认购比基本围绕100%上下波动，表明目前仍然是空头氛围占优，但跌势放缓，短期有望趋于震荡。从平值期权合约的收益率来看，本月平值期权认购收益率和认沽收益率均下跌，在期价震荡下跌情况下，认购和认沽收益率均下降，并且降幅基本相当，表明市场并没有明显看空，更多倾向于震荡。

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



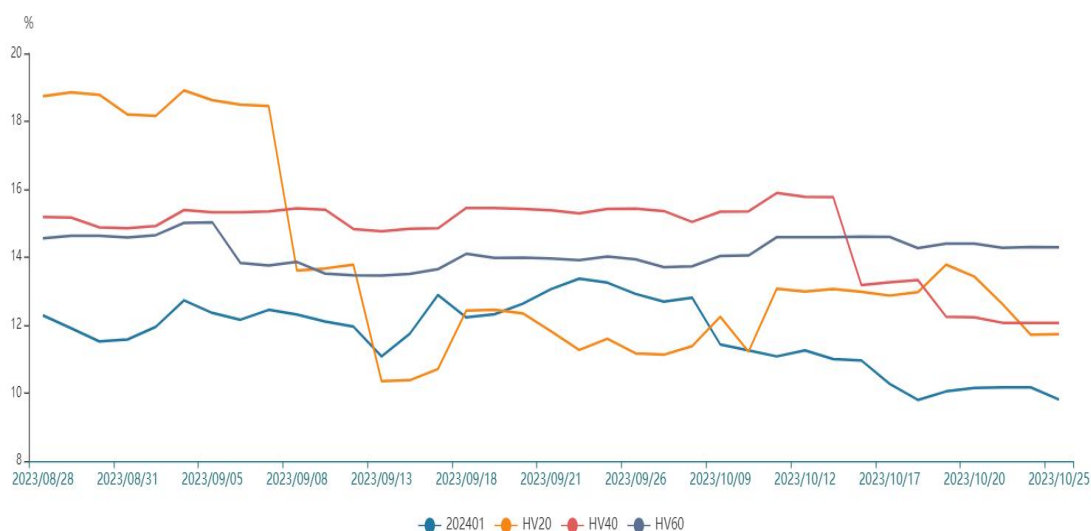
平值认购和认沽收益率走势



数据来源: wind

2、波动率方面

玉米主力 2401 合约期权隐含波动率震荡下跌, 截止 10 月 25 日, 玉米 2401 合约平值期权隐含波动率为 9.81%, 较月初隐含波动率 11.43% 下降了 1.62%, 明显低于 20 日、40 日、60 日历史波动率水平。主要是玉米上量压力逐步加大, 但下游需求无明显改善, 基本面整体偏弱, 期价也震荡走低, 但期价现已跌破部分地区种植成本位, 资金做空意愿明显减弱, 市场参与度降低, 波动率整体同步回降。在无明显利好刺激下, 波动率有望维持低位。



数据来源: wind

六、2023 年 11 月玉米和淀粉市场展望及期货策略建议

玉米市场展望: 国际市场而言, 尽管美国玉米单产和产量下调, 但总产量仍处于同期较高水平, 且随着收割的持续推进, 国际市场供应压力加大, 继续压制玉米市场价格。使得进口玉米价格优势持续向好, 贸易导向下, 国内价格有向国际价格靠拢的倾向。国内方面, 11 月仍是国内玉米大量上市时期, 阶段性供应较为充裕, 且养殖利润持续不佳, 饲企和贸易商建库意愿较低, 需求面支撑不足, 整体仍将处于供强需弱的状态。不过, 随着现货价格的下跌, 部分地区已跌破成本位, 种植端惜售, 叠加需求端逢低建库需求, 以及政策面可能迎来利好支撑, 限制玉米价格继续下跌空间。总的来看, 阶段性供应压力较大, 基本面相对偏弱, 继续牵制期价表现。不过, 随着低迷情绪逐步释放, 期价有望止跌回稳。

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, 尽管淀粉需求良好, 且企业库存偏紧, 但在玉米上量以及利润向好的驱动下, 企业开机率也同步提升, 供应压力同步增强。前期的利好支撑有所减弱, 淀粉有望跟随玉米窄幅震荡。

操作建议:

1、投机策略

建议玉米 2401 合约在 2470-2620 元/吨区间内交易, 止损上下各 50 元/吨。

建议玉米淀粉 2401 合约在 2800-3000 元/吨区间内交易, 止损上下各 50 元/吨。

2、套利交易

暂且观望。

3、套期保值

建议贸易企业 11 月可于 2470 元/吨少量买入玉米 2401 合约建立虚拟库存, 止损参考 2420 元/吨。

4、期权操作

11 月玉米或将趋于震荡, 可尝试卖出 C2401-C-2550 同时卖出 C2401-P-2550。

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。