

### 玉米、淀粉：贸易成本与产能收缩博弈 期价预期继续震荡偏强

#### -玉米、淀粉 1 季度行情回顾与 2 季度展望

##### 摘要：

作者：饲料养殖组 侯芝芳

执业编号：F3042058(从业) Z0014216(投资咨询)

联系方式：010-68578922/houzhifang@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2022年3月27日星期日

**玉米：**主力 5 月合约 1 季度呈现震荡上行走势。产区售粮推进缓慢，叠加养殖需求同比回升，为玉米期价偏强运行提供较强支撑，同时又有春节所形成阶段性供需错配以及俄乌事件的接力影响，玉米期价持续走高并刷新高点。展望 2 季度市场，面临新旧作交替影响，既有贸易成本与产能收缩的博弈，又有新作种植面积下滑兑现，在需求端不出现大面积非理性淘汰的情况下，我们基于与去年同期的对比来看，认为今年供需两端支撑力量都比较强，玉米 09 合约倾向于震荡偏强波动，操作方面依然建议关注逢低做多机会。

**淀粉：**主力 5 月合约 1 季度呈现震荡上行走势。成本端大幅上扬，叠加春节期间阶段性供需错配，给了上游涨价向下传导的时间，同时俄乌局势打破了市场原有节奏，加剧了利润收敛对淀粉市场的传导，即使淀粉企业累库的背景下，依然没能压制住期价的上扬，1 季度淀粉 05 合约在 3050-3500 区间运行。展望 2 季度市场，玉米淀粉市场面临上游收缩与下游收缩的比拼，而原料玉米养殖需求变化则会影响到其上游收缩力度，养殖需求表现良好的话，很有可能会导致其上游收缩力度大于下游收缩力度，整体价格预期震荡上行，反之，其价格将震荡下行。基于当前的市场情况来看，2 季度养殖需求预期呈现冲高回落态势，玉米淀粉期价预期跟随呈现先扬后抑的波动，操作方面建议以区间思路对待。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

## 目录

第一部分 行情回顾 .....	3
一、期货行情回顾 .....	3
二、现货行情回顾 .....	4
第二部分 基本面分析 .....	5
一、玉米市场基本面 .....	5
1、供给市场分析 .....	5
2、需求市场分析 .....	10
3、玉米市场供需平衡表 .....	12
二、淀粉市场基本面 .....	13
1、淀粉市场供应情况 .....	13
2、淀粉市场需求情况 .....	14
3、淀粉行业供需平衡表 .....	15
第三部分 玉米期权市场分析 .....	15
一、玉米期权市场情况 .....	15
二、期权操作策略 .....	17
第四部分 套利机会分析 .....	18
一、跨品种套利 .....	18
二、玉米跨期套利 .....	18
第五部分 观点总结与操作策略 .....	19
一、玉米指数价格季节性分析 .....	19
二、玉米淀粉指数价格季节性分析 .....	20
三、玉米市场观点总结以及操作建议 .....	21
四、玉米淀粉市场观点总结以及操作建议 .....	22
第六部分 相关股票涨跌幅 .....	23

## 第一部分 行情回顾

### 一、期货行情回顾

玉米：主力5月合约一季度呈现震荡上行走势。产区售粮推进缓慢，叠加养殖需求同比回升，为玉米期价偏强运行提供较强支撑，此外春节期间上游销售中断，下游备货以及补库所形成的供需错配进一步加强了市场支撑，带动玉米向上突破，虽然节后再市场回归之后，情绪有转弱迹象，但是俄乌事件的爆发，打破市场原有的节奏，俄乌作为全球重要谷物出口国，两国争端必然会对谷物贸易造成影响，两国形势持续恶化的过程中，市场对于全球谷物贸易的担忧加剧，带动外盘谷物价格大幅拉涨的同时，也对国内价格形成了明显提振，此外，乌克兰是我国进口谷物的重要来源国，进一步加重了外围市场的影响，3月份玉米05合约运行区间再度上一个平台，一季度玉米05合约的运行区间再2650-2950元/吨的区间。



图 玉米 05 合约日 K 线图

资料来源：wind 方正中期研究院整理

淀粉：主力 5 月合约一季度呈现震荡上行走势。淀粉市场影响因素主要围绕成本和需求两个方面，春节期间阶段性购销停滞给现货市场带来了一定的支撑，上游涨价向下传导的同时，也纠正着市场预期变化，1 月份淀粉期价呈现强势波动，节后随着市场逐步恢复正常，企业大幅累库对市场压力也有所增加，2 月期价明显表现出上升动力不足的情况，但是下旬俄乌事件打破了市场原有节奏，成本端大幅拉涨，加剧了利润收敛对淀粉市场的传导，淀粉企业累库的背景下，依然没能压制住期价的上扬，一季度淀粉 05 合约在 3050-3500 区间运行。



图 玉米淀粉 05 合约日 K 线图

资料来源：wind 方正中期研究院整理

## 二、现货行情回顾

1 季度国内玉米现货价格呈现明显上涨态势，其中北方涨幅略大于南方。汇易网信息显示，截至 3 月底，锦州新粮集港报价 2750-2770 元/吨，较年初上涨 150 元/吨；广东蛇口新粮散船报价 2870-2890 元/吨，较年初上涨 90 元/吨；广东蛇口集装箱一级玉米报价 2900-2940 元/吨，较年初上涨 80 元/吨；吉林深加工主流收购 2550-2660 元/吨，较年初上涨 150 元/吨；山东地区收购价 2850-2980 元/吨，较年初上涨 200 元/吨。截至 3 月底，全国玉米均价为 2797 元/吨，较年初的 2698 元/吨上涨 99 元/吨。

1 季度玉米淀粉价格跟随玉米上涨。截至 3 月底，全国玉米淀粉均价为 3334 元/吨，较年初的 3170 元/吨上涨 164 元/吨。成本端玉米的上升，带动了玉米淀粉现货价格的上升。截至月底，黑龙江青冈的报价为 3280 元/吨，较年初的 3100 元/吨上涨 180 元/吨，吉林长春的报价为 3300 元/吨，较年初的 3150 元/吨上涨 150 元/吨，河北宁晋的报价为 3420 元/吨，较年初的 3220 元/吨上涨 200 元/吨，山东诸城的报价为 3420 元/吨，较年初的 3280 元/吨上涨 140 元/吨。

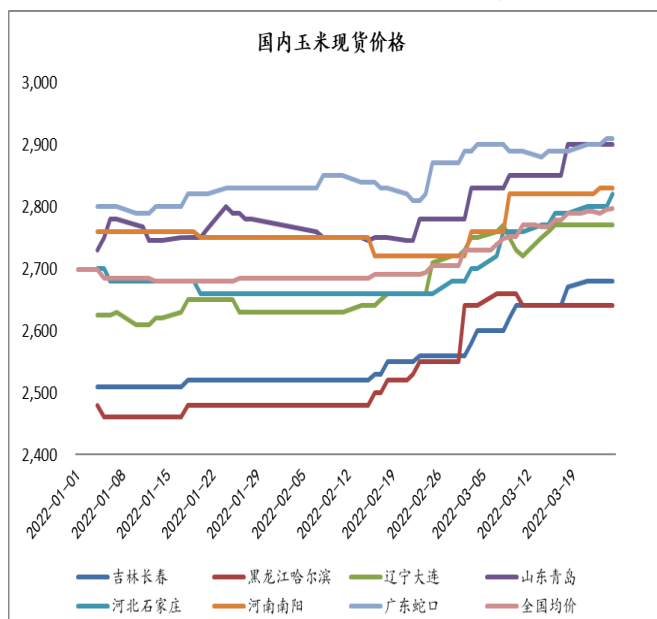


图 全国主要地区玉米现货价格（元/吨）  
资料来源：同花顺，方正中期研究院

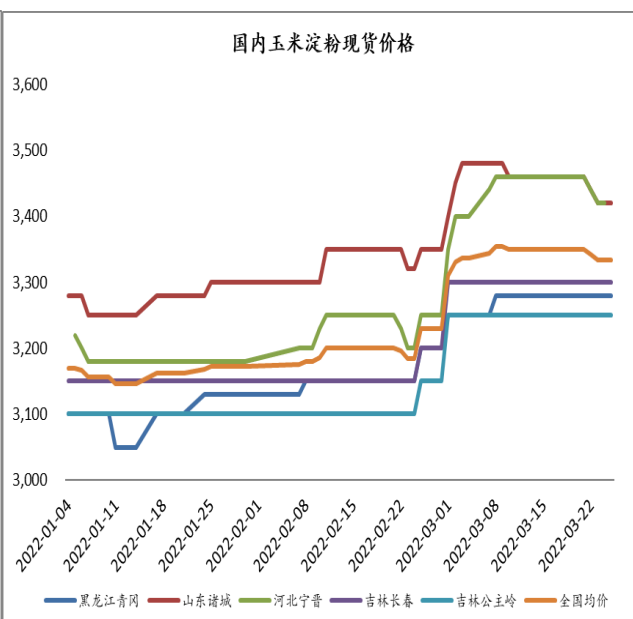


图 全国主要地区玉米淀粉出厂报价（元/吨）  
资料来源：同花顺，方正中期研究院

## 第二部分 基本面分析

### 一、玉米市场基本面

#### 1、供给市场分析

##### (1) 玉米供应群体转向贸易商

二季度市场余粮将向贸易商集中，意味着供应端的支撑将有所增强。目前基层农户售粮接近尾声，剩余粮源将逐步转向贸易商。我的农产品网信息显示，截至 3 月 24 日，全国玉米主要产区售粮进度为 80%，较去年同期偏慢 9%。分地区来看，吉林以及华北地区较为落后，黑龙江省的售粮进度为 90%，去年同期为 93%，吉林省的售粮进度为 69%，去年同期为 85%，辽宁省的售粮进度为 86%，去年同期为 92%，内蒙古售粮进度为 87%，去年同期为 92%；河北省售粮进度为 69%，去年同期为 85%，山东省的售粮进度为 73%，去年同期为 86%，河南省的售粮进度为 79%，去年同期为 91%。参照以往规律来看，基层粮源的销售尾声



一般在4月份，也就意味着二季度粮源的供应主体主要是贸易商，那么也就是说贸易成本对市场的支撑增强，在消费不出现超预期下滑的情况下，价格向下伸缩的空间缩小。

省份	本期	上期	产量 (万吨)	已售数量 (万吨)	去年同期进度
黑龙江	90%	86%	4481	4033	93%
吉林	69%	66%	3554	2452	85%
辽宁	86%	82%	1937	1666	92%
内蒙古	87%	82%	2785	2423	92%
河北	69%	66%	1795	1239	85%
山东	73%	72%	2387	1743	86%
河南	79%	76%	2040	1612	91%
全国	80%	76%	18979	15167	89%

图 产区玉米售粮进度

资料来源：钢联农产品网

## (2) 深加工企业库存处于中位水平

深加工企业玉米库存处于中位水平。去年玉米价格后期超预期下滑，给今年市场心态带来较大影响，今年价格虽然持续上升，但是下游囤货积极性并不是很高，深加工企业库存增幅仍然较为平缓。根据钢联农产品的数据显示，今年深加工库存一直处于近三年同期低位水平，截至3月底，深加工企业库存量为529.5万吨，小幅低于2020年以及2021年同期，那么也就是说这种情况下，深加工企业库存弹性下降，一旦价格出现剧烈变化，企业补库需求很有可能会助推价格的上扬。

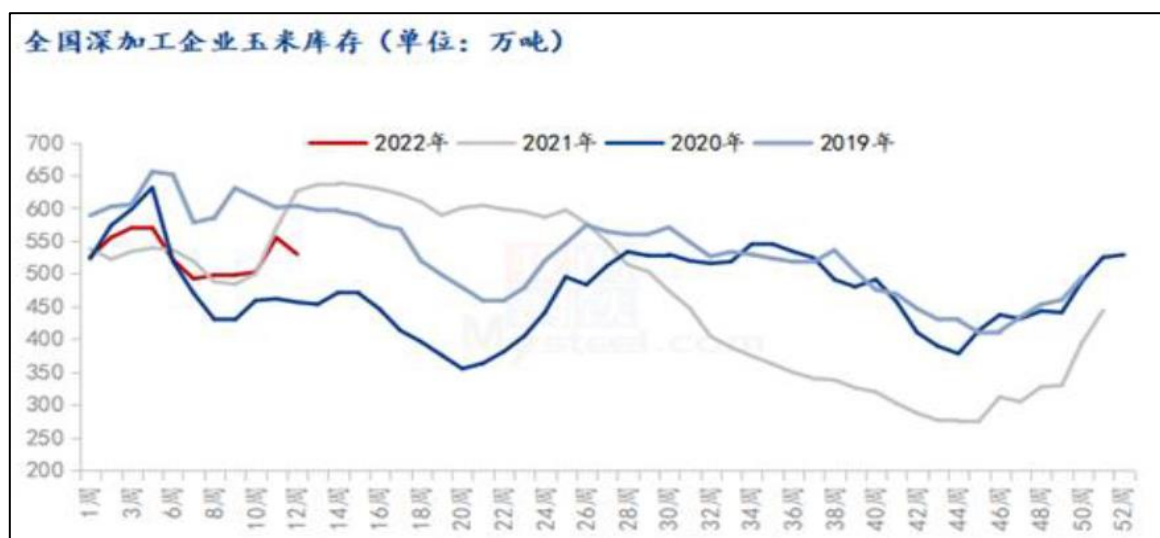


图 深加工企业玉米库存

资料来源：钢联农产品网

### （3）新季玉米种植面积预期稳定略减

政策端对于玉米市场定调依然是以稳为主。一号文件中与玉米供应端直接相关的主要是三点，一是扩种大豆，二是稳定玉米生产者补贴，三是实现玉米完全成本保险和种植收入保险主产省产粮大县全覆盖，这三点最终对市场的影响可能会落到玉米种植面积变化，考虑大豆扩种的紧迫性以及国内耕地的有限性，玉米种植面积预期呈现稳定略减，也就是说新季玉米产量增长主要依赖单产，天气波动对供应预期的影响增强。

### （4）进口玉米到港量同比下滑

俄乌事件扰动以及进口利润同比下滑明显的情况下，预计二季度进口量难以有效回升。海关总署数据显示，2022 年 1-2 月国内玉米进口累计 468 万吨，同比下降 11 万吨。从进口采购合同角度，也能初步印证进口量回升幅度不大的预期，我国玉米进口来源国主要是美国和乌克兰，俄乌事件影响下，乌克兰物流任然面临较大的困难，因此乌克兰玉米进口兑现的难度增加，美国市场来看，进口利润收缩的背景下也比较难助力进口量的增长，USDA 周报显示，截至 3 月 17 日当周，本年度美玉米对中国的累计出口销售量为 1214 万吨，基本维持年初水平，并未有明显的增量，低于去年同期的 2325 万吨，本年度美玉米对中国的累计装船量为 636 万吨。二季度进口玉米采购量能否增长，依然取决于中美贸易关系以及进口利润窗口两个方面，如果俄乌局势不能恢复常态的情况下，其对国际谷物价格的支撑也将延续，尤其在其春播有效时间窗口内不出现重大改善的情况下，那么国际谷物价格预期将延续偏强波动，也就是说进口玉米成本与国内价格难出现错位，那么相应的进口利润窗口或延续收窄态势，国内进口量预期难以明显增长。

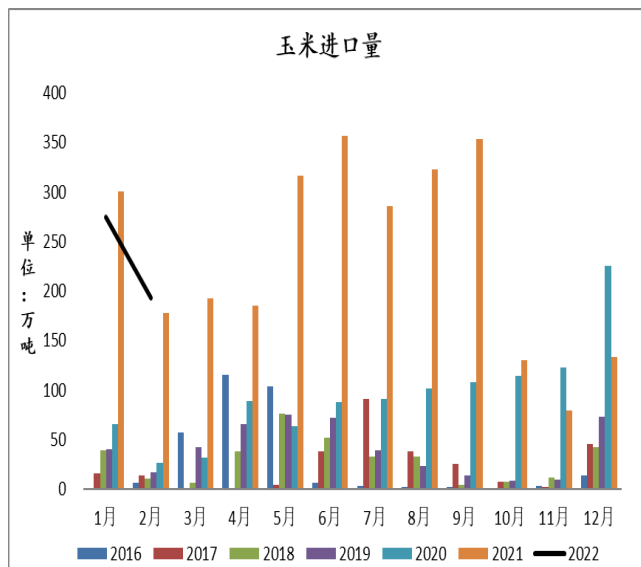


图 玉米月度进口量

资料来源：同花顺，方正中期研究院

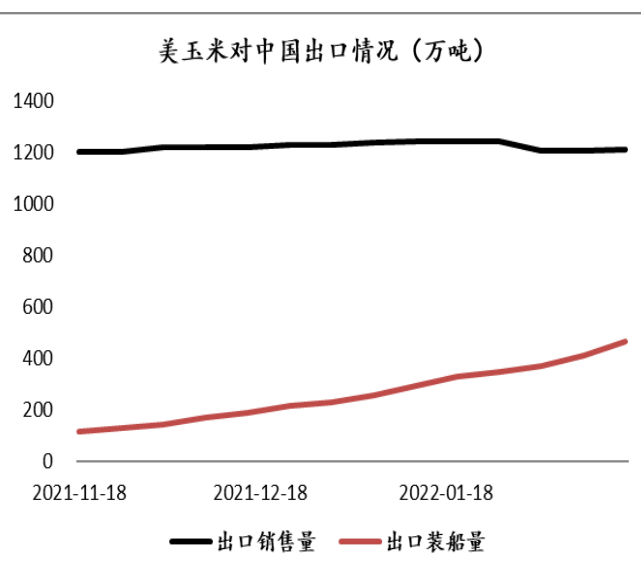


图 美玉米对中国出口情况

资料来源：wind，方正中期研究院

## (5) 美玉米期价或延续偏强震荡

美玉米期价角度来看，我们认为二季度影响因素主要在于四个方面，旧作关注点主要是南美产量兑现情况以及美玉米需求兑现这两个方面，新作关注点则是俄乌事件对乌克兰春播的影响以及美玉米播种面积预期这两个方面。3-5月是巴西二季玉米的主要生长期，天气变化仍然会影响到旧作产量的兑现，此外，俄罗斯与乌克兰局势不缓解的情况下，将继续影响乌克兰玉米出口以及支撑原油价格，进而对美玉米的出口以及燃料乙醇消费形成支撑。新作角度来看，俄乌局势不能在乌克兰春播时间窗口出现重大改善的话，将会影响到乌克兰的春播，进而继续提振国际谷物价格，此外，美玉米也将在4月份拉开新一年度生长序幕，市场普遍预期新一年度美玉米种植面积相对下滑，继续为市场提供相对支撑。

南美产量预期来看，巴西二季玉米不确定性依然会给市场带来干扰。当前市场情况来看，阿根廷玉米以及巴西一季玉米已经进入收获期，由于生长期部分产区降雨偏少，整体产量预期有所下滑。USDA3月报告中预估巴西一季玉米产量为2443万吨，同比下降30万吨，远远低于初始预估2910万吨；USDA3月报告中预估阿根廷玉米产量为5300万吨，较2月预估下调100万吨，同比增加150万吨，随着收获的推进，产量预期的变动幅度预期下降。目前市场主要的不确定性来自于巴西二季玉米，二季玉米产量占总产量的3/4，其生长期在3-5月份，因此期间天气扰动将会对整体产量预期形成较大影响，



USDA3 月报告中对于巴西二季玉米产量预估为 8605 万吨,同比预期增加 2600 万吨,为历史最高水平,同样意味着市场对于天气的容错率下降。

美玉米需求角度来看,俄乌局势的不确定性将继续支撑美玉米出口以及燃料乙醇消费。出口角度来看,俄乌事件持续的情况下,确实对美玉米出口形成了助推,USDA3 月报告中下调了乌克兰玉米出口量 600 万吨,同时上调了美玉米出口量 200 万吨,如果俄乌事件影响时间拉长的话,那么对美玉米出口支撑时间也将拉长。USDA 出口销售周报显示,截至 3 月 17 日,美玉米本年度累计出口销售量为 5302 万吨,销售进度为 83.5%,去年同期为 92.8%,当周累计装船量为 3030 万吨,装船进度为 47.7%,去年同期为 45.7%。燃料乙醇消费角度来看,俄乌局势持续的背景下,将会继续支撑原油价格,原油价格高位将继续提振燃料乙醇消费,USDA3 月报告中对于本年度美玉米燃料乙醇消费预估 53.5 亿蒲式耳,较 2 月预估增加 0.25 亿蒲式耳,同比增加 3.17 亿蒲式耳。

俄乌事件不确定性,增加了乌克兰春播的不确定性。乌克兰是全球重要的谷物出口贸易国,USDA 预估数据显示,2021/22 年度乌克兰谷物(玉米+小麦+大麦)产量为 8520 万吨,在全球的占比为 4%,这三大谷物的出口量为 6350 万吨,在全球的占比为 14.35%,而目前即将进入乌克兰玉米和小麦的播种期,局势不明朗的背景下,市场预期今年乌克兰春季作物播种面积为 700 万公顷,较正常预估的 1500 万公顷减少一半以上。如果局势不能在有效播种时间窗口出现重大改善的话,那么春播面积增长的可能性下降,相应地对国际谷物价格支撑也将拉长。

美玉米播种面积预期下滑或进一步拉长市场利多因素的持续性。美玉米将在 4 月份拉开新一年度生长序幕,4-6 月是主要种植期,这个时间段市场焦点在于种植面积数值的落定,期间有 USDA 会公布多份相关报告,3 月底有种植意愿报告,5-6 月份有供需报告,6 月底有种植面积落定报告,天气对于种植面积预期的影响增强,同时不同报告的兑现也将会加剧外盘期价的波动。目前市场预期来看,USDA2 月展望论坛预估美玉米新季播种面积为 9200 万英亩,同比下滑 130 万英亩,相对下滑的主要支撑因为为全球化肥价格的上涨,由于玉米对化肥依赖度要高于大豆,高成本影响下带动美玉米播种面积下滑,其他机构也纷纷预期美玉米播种面积下滑,二季度将迎来兑现,实际与预期的差异程度,将会修正远月价格预期。

## 2、需求市场分析

### (1) 养殖产能收缩初步显现 其他谷物有效替代空间不足

养殖产能高位相对支撑仍然存在，不过利润持续收缩的影响预期也将逐步显现。参照国家统计局的生猪以及家禽存栏数据来看，今年养殖规模相比去年增长毋庸置疑，国家统计局数据来看，2021年末，全国生猪存栏44922万头，同比增长10.5%，其中能繁殖母猪存栏4329万头，同比增长4.0%，分别达到2017年末的101.7%和96.8%；2021年末全国家禽存栏67.9亿只，同比增长0.1%。同时我们从饲料数据也能得到印证，饲料工业协会公布2022年1-2月饲料累计产量为4385万吨，同比增加210万吨。不过一季度饲料价格的大幅上扬加快了养殖利润收敛速度，很有可能会加剧养殖产能收缩，这个影响我们预期二季度将逐步显现。博亚和讯的数据显示，一季度自繁自养以及外购仔猪养殖利润基本处于亏损态势，且亏损幅度有进一步扩大的倾向，3月底自繁自养生猪养殖利润为-549元/头，外购仔猪养殖利润为-287元/头，亏损幅度较年初有所扩大；一季度肉禽的养殖利润基本也在盈亏平衡线挣扎，3月底养殖利润为-0.85元/羽，817肉杂鸡的养殖利润为-1.06元/只，肉鸭的养殖利润为-1.15元/只，整体养殖利润亏损幅度较年初都有所扩大；蛋鸡由于去产能速度快于其他，养殖利润表现略好，但是也没有摆脱盈亏平衡表摇摆的情况。养殖利润的恶化必然会向养殖产能缩减传导，同时叠加生猪存栏见顶预期，我们认为相对影响在二季度将有所显现。

饲用粮替代角度来看，玉米的相对优势仍在，其他谷物有效替代空间不足。基于饲用粮的角度来看，玉米的主要替代品是小麦、稻谷以及进口谷物这三类，而目前的形势来看，小麦主产区玉米小麦价差基本在-400到-300之间，同时进口谷物价格也在俄乌局势的影响下高位运行，那么也就是说小麦以及进口谷物相对玉米的优势有所下降，那么也就意味着这两类有效替代量有限，也就是说当前玉米的有效替代主要集中在稻谷端。根据中国汇易网的信息来看，3月10日开始定向稻谷拍卖开启，每周投放量100万吨，市场预估总量为2000-2700万吨，如果与去年同期谷物的替代量相比，这个投放总量依然远远低于去年同期替代量，因此我们认为当前替代端对玉米消费的施压较为有限。进口谷物方面来看，俄乌紧张局势对全球谷物市场形成较大扰动，海关总署数据显示，2022年1-2月其他谷物（不包括玉米）累计进口量为613万吨，同比增加88万吨，增量主要来自于1月份，后期来看，俄乌局势不出现重大改善的背景下，进口谷物的相对优势仍然难有明显改善。

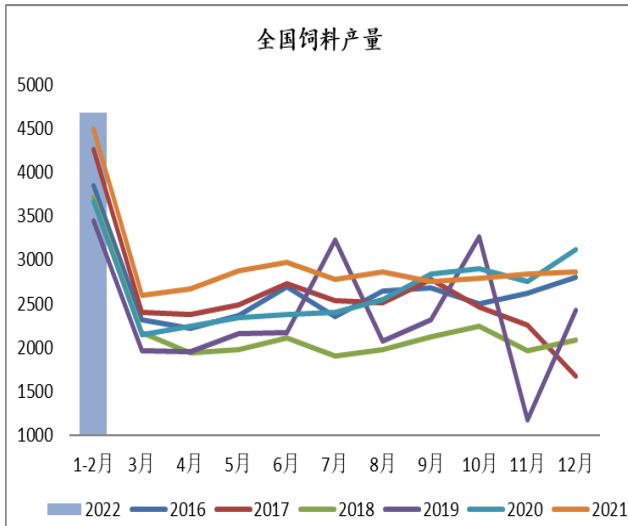


图 全国饲料产量  
数据来源：同花顺，方正中期期货研究院整理

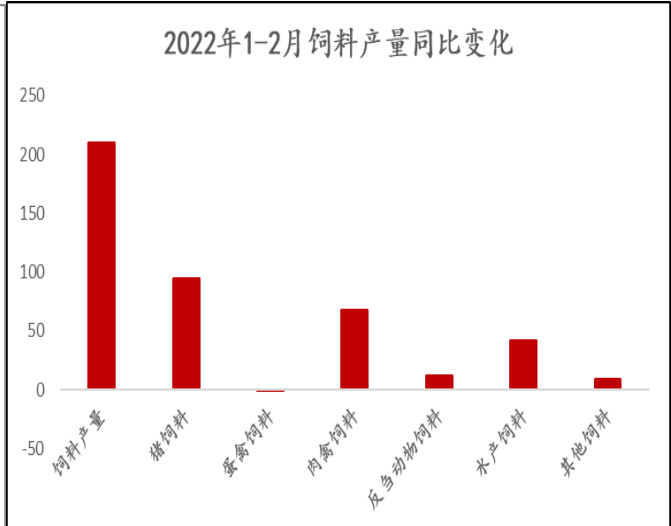


图 饲料产量变化情况  
数据来源：wind，方正中期期货研究院整理

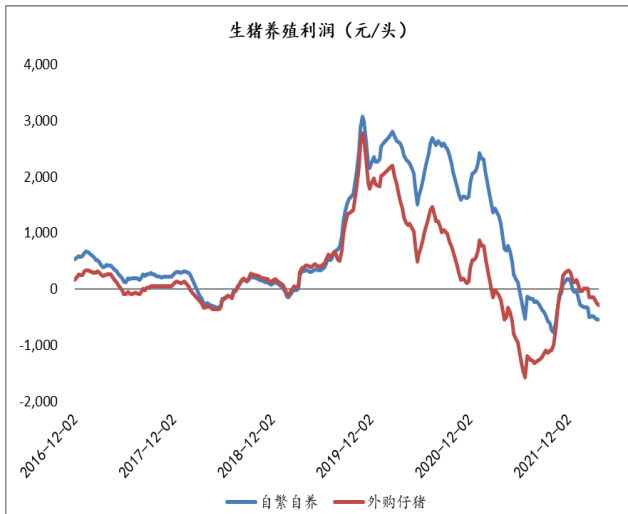


图 生猪养殖利润  
资料来源：同花顺，方正中期研究院

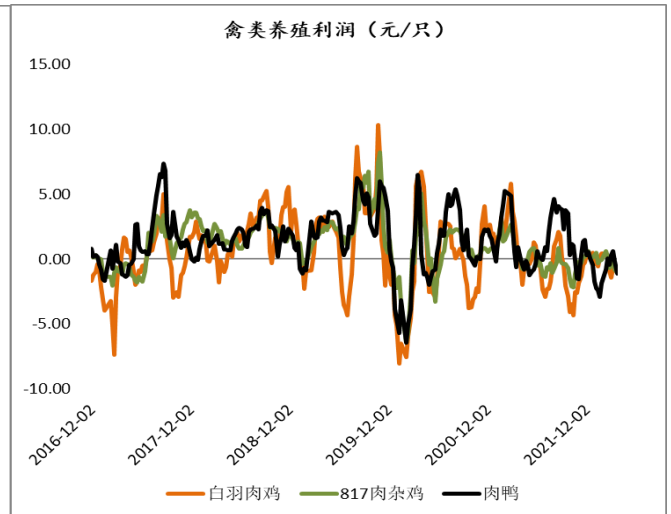


图 禽类养殖利润  
资料来源：同花顺，方正中期研究院

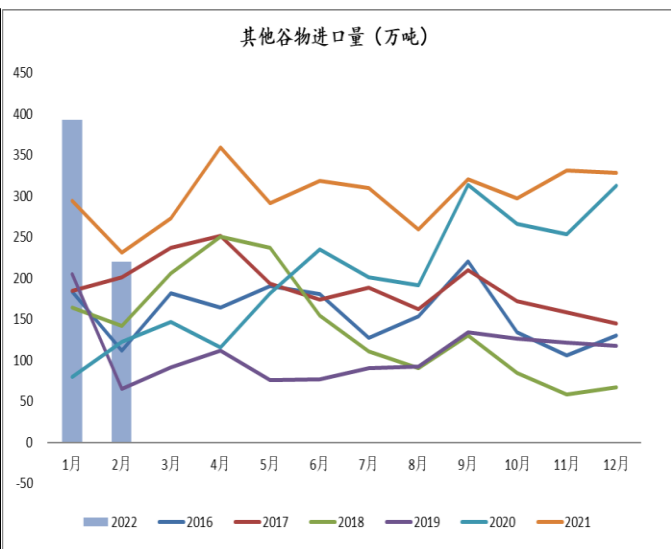
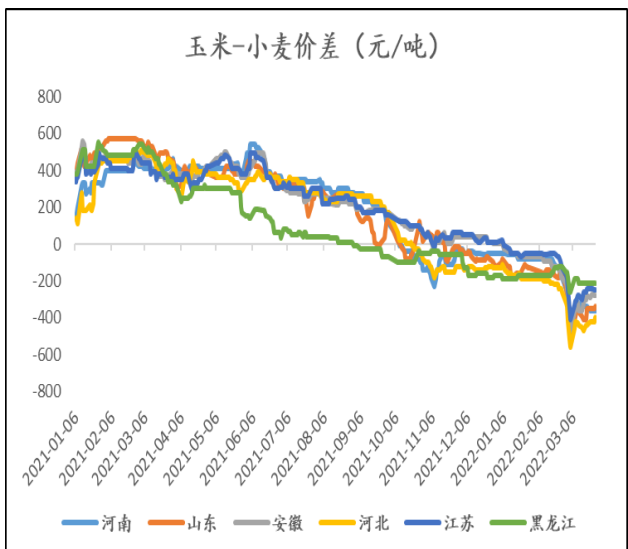


图 山东玉米-小麦价差  
资料来源: wind, 方正中期研究院

图 其他谷物进口量  
资料来源: wind, 方正中期研究院

## (2) 深加工消费预期稳定偏弱

一季度深加工企业开工率维持季节性稳定态势, 3月下旬表现出一定的下滑迹象。一季度在春节假期的影响下, 原料玉米价格上扬向下游玉米淀粉价格的传导相对顺利, 整体利润表现相对稳定, 整体深加工消费量呈现五年同期高位运行。据 Mysteel 农产品统计, 截至3月27日当周, 深加工企业累计消耗量1244万吨, 同比增加173万吨。不过伴随着玉米价格高企以及下游消费疲弱, 深加工消费出现走弱迹象, 我们看到第12周消费量出现明显的下滑, 回到近四年同期低位水平, 参照往年的规律以及当下企业高库存的影响, 二季度深加工消费预期将有所走弱, 整体消费支撑略有下滑。



图 深加工企业玉米消耗情况  
资料来源: 我的农产品网

## 3、玉米市场供需平衡表

国内玉米市场来看, 农业农村部3月报告对供需平衡表未做任何调整。供应方面来看, 2021/22年度玉米已经落定, 相对变化有限, 农业农村部3月对于全国产量预估继续维持2.726亿吨, 同比增加1590万吨, 进口方面2021/22年度利润预期要低于2020/21年度, 因此2021/22年度进口量预估为2000万吨, 同比下降956万吨, 年度总供应量为2.926亿吨, 同比增加232万吨。需求方面来



看，3月市场预期变化有限，农业农村部3月报告对于全国饲料消费量维持1.86亿吨的预估，同比增加600万吨，2月预估对全国工业消费量维持8000万吨的预估，同比持平。整体来看，2021/22年度国内玉米消费量的增长幅度略大于供应端的增长幅度，2021/22年度结余量为483万吨，同比下降324万吨。

中国玉米供需平衡表（万吨）					
	2019/20	2020/21	2021/22		
		3月预估	2月预估	3月预估	变动
播种面积（千公顷）	41284	41264	43324	43324	0
收获面积（千公顷）	41284	41264	43324	43324	0
单产（公斤/公顷）	6316	6317	6291	6291	0
产量	26077	26066	27255	27255	0
进口	760	2956	2000	2000	0
消费	27830	28216	28770	28770	0
食用消费	943	955	965	965	0
饲用消费	17400	18000	18600	18600	0
工业消费	8200	8000	8000	8000	0
种子用量	187	187	195	195	0
损耗及其它	1100	1074	1010	1010	0
出口	1	0	2	2	0
结余变化	-994	806	483	483	0

备注：玉米市场年度为当年10月至下年9月

资料来源：农业农村部，方正中期研究院

## 二、淀粉市场基本面

### 1、淀粉市场供应情况

一季度淀粉开机率处于往年同期偏低水平。一季度在低利润、春节假期以及冬奥会的影响下，淀粉企业开机率呈现低位运行，年后利润虽然有所修复，开机率出现季节性回升，但是回升力度较为一般。钢联农产品数据显示，今年以来玉米淀粉开机率基本在60%-70%的区间，为近五年同期较低值。3月份利润有一定幅度修复，对二季度企业开机率有一定支撑，但是考虑利润持续性可能有限，叠加季节性下滑的影响，整体二季度开机率预期呈现相对下滑态势。



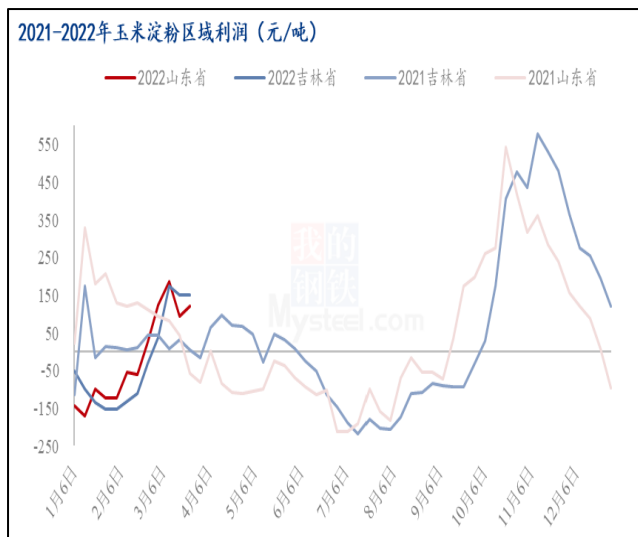


图 玉米淀粉区域利润  
资料来源：我的农产品网

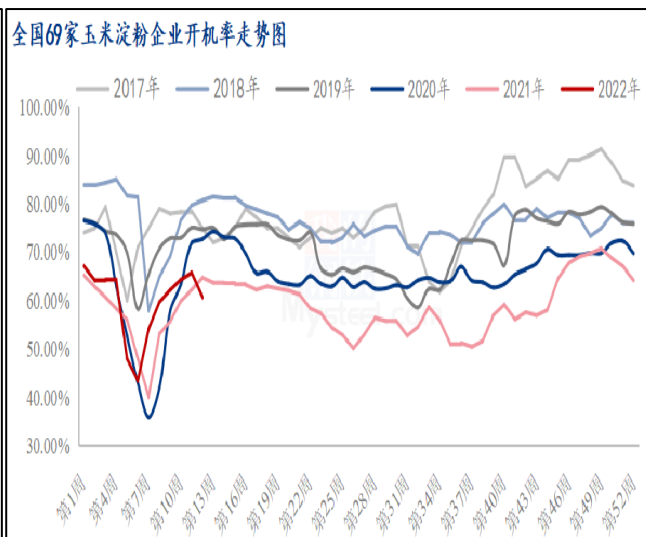


图 玉米淀粉企业开机率  
资料来源：我的农产品网

## 2、淀粉市场需求情况

一季度下游消费呈现偏弱表现，库存处于五年同期高位。一季度受春节假期以及疫情的影响，玉米淀粉下游的提货量表现不稳定，企业淀粉库存呈现相对走高的态势，目前来看，下游消费端实际推动力量仍然有限，因此，预计二季度下游内核消费驱动力仍然不足，整体消费依然维持弱预期。钢联农产品数据显示，截至3月23日，玉米淀粉企业淀粉库存总量118.3万吨，较上周增加6.6万吨，增幅5.91%，月环比降幅1.83%；年同比增幅35.98%。

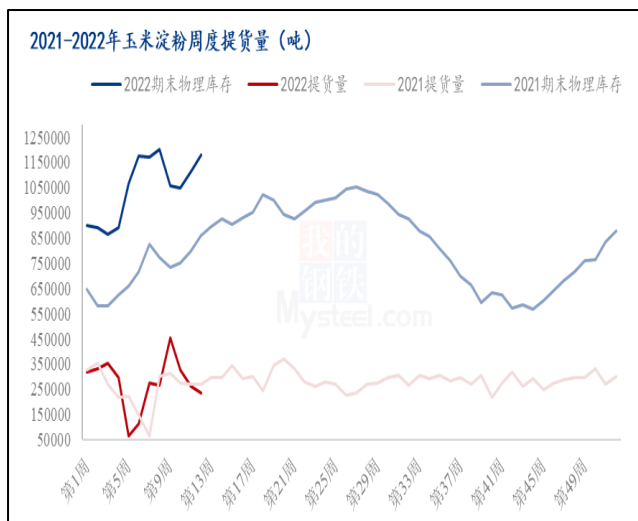


图 玉米淀粉消费量  
资料来源：淀粉工业协会



图 玉米淀粉库存  
资料来源：我的农产品网

### 3、淀粉行业供需平衡表

2022 年玉米淀粉供需预期延续平稳态势。我们参照淀粉工业协会的产销数据与钢联农产品的库存数据，粗略形成下面的供需平衡表预估。供应端来看，国内玉米淀粉供应主要依赖自产，近几年进口量仍然不足 1 万吨，考虑 2022 年一季度利润相对良好，因为我们对于 2022 年国内玉米淀粉产量维持与 2021 年持平的预估。需求端来看，玉米淀粉市场整体缺乏新的消费刺激，当前的市场消费倾向于相对刚性消费，考虑玉米淀粉价格高位运行的背景，其消费整体维持平稳的预估。整体来看，玉米淀粉市场继续面临成本与消费的博弈，市场供需预期延续平稳态势。

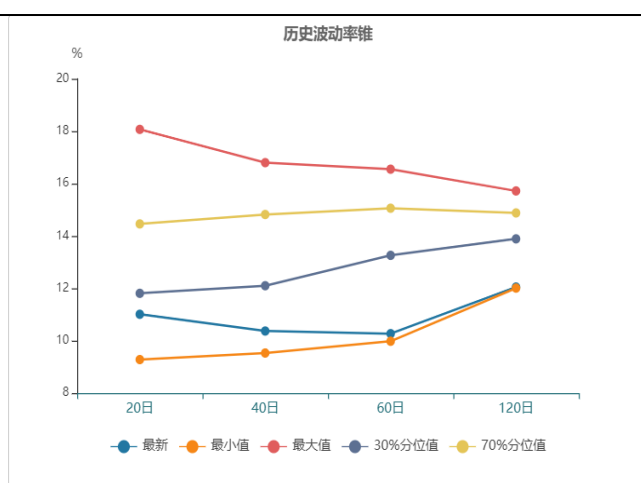
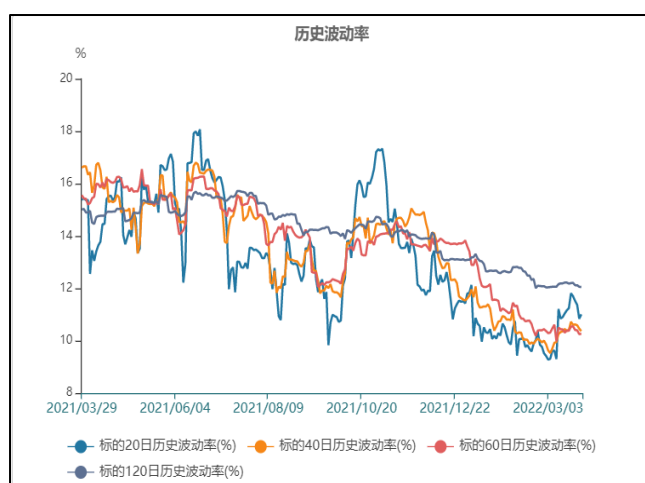
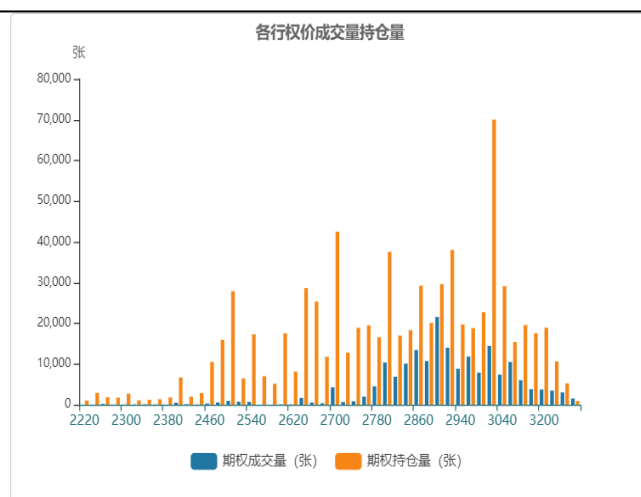
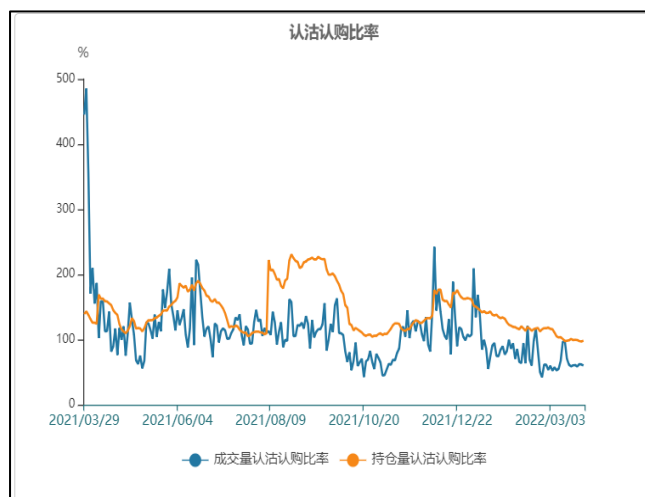
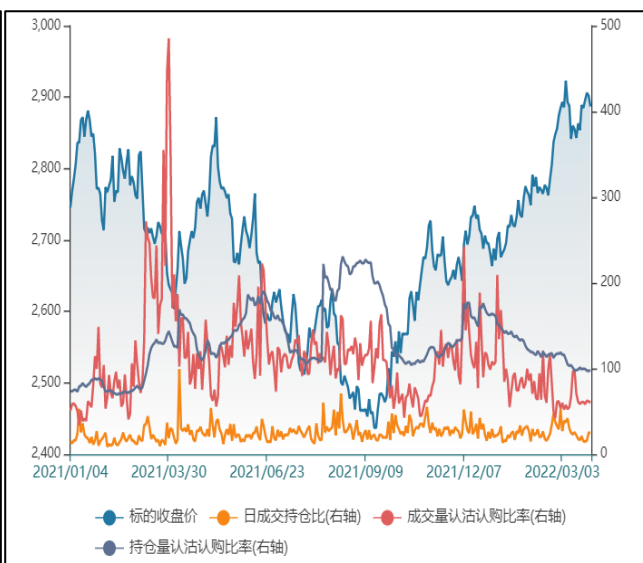
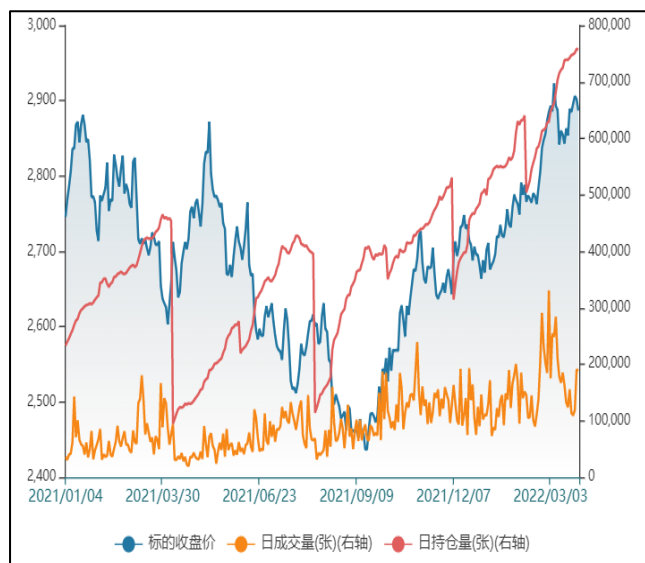
国内淀粉供需平衡表				
	18/19年	19/20年	20/21年	21/22年
	估计值	估计值	3月预估	3月预估
期初库存	60	60	60	59
产量	2796	2618	2839	2840
进口量	0	0	0	0
总供给量	2856	2678	2899	2899
国内消耗量	2725	2556	2700	2700
出口量	71	62	140	140
总使用量	2796	2618	2840	2840
期末库存	60	60	59	59
库消比	2.15%	2.29%	2.08%	2.08%
注：玉米淀粉市场年度为10月至次年9月（单位：万吨）				

数据来源：方正中期期货研究院

## 第三部分 玉米期权市场分析

### 一、玉米期权市场情况

一季度玉米期权市场成交持仓有所上升。一季度玉米期权合约日均成交量为 157921 张，高于 2021 年四季度的 131728 张，一季度期权合约日均持仓量为 618468 张，高于四季度的 434650 张，3 月 25 日玉米期权合约成交持仓比 24.96，期权成交量认沽认购比 60.12，持仓量认沽认购比 98.3。



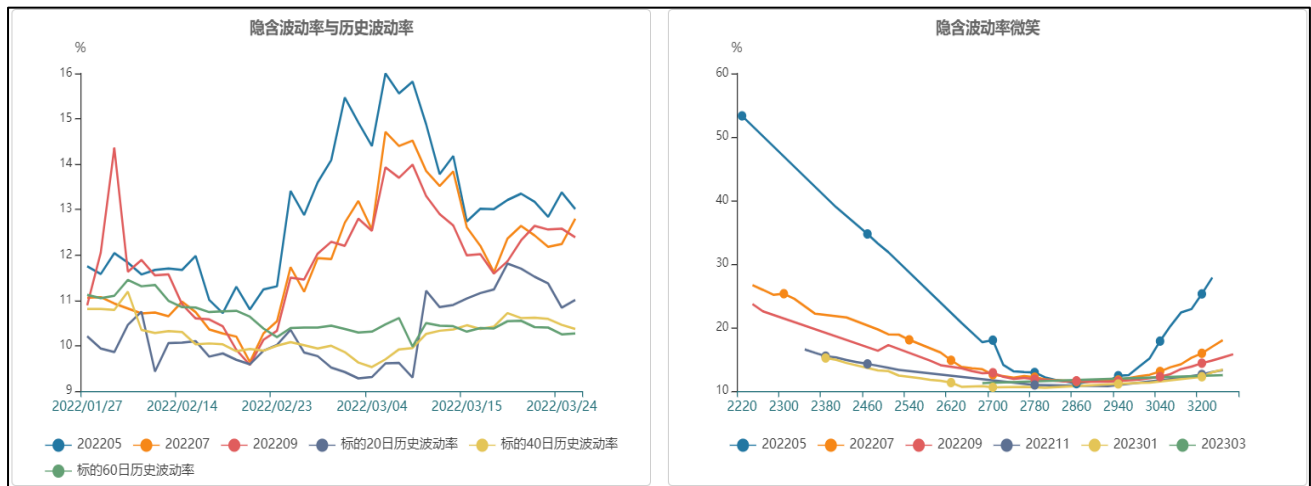


图 玉米各期限期权隐含波动率

数据来源：wind，方正中期期货研究院整理

图 玉米期权隐含波动率微笑曲线

数据来源：wind，方正中期期货研究院整理

## 二、期权操作策略

基于前面的基本面因素分析，基于前面的基本面因素分析，对于玉米 2209 合约维持震荡偏强的判断，整体预期在 2800-3200 区间波动，期权操作策略建议如下：

1、对于上游企业来说，主要担心玉米价格下跌影响收益，考虑玉米 2205 合约处于高位区间，建议考虑买入浅虚值看跌期权以锁定收益，或者也可以卖出虚值看涨期权收取权利金以弥补贬值损失，也可以根据自身情况调整看跌期权。

2、对于下游企业来说，主要担心玉米价格上涨影响成本，而玉米 2205 合约价格处于高位区间，建议考虑卖出虚值看跌期权收取权利金以弥补成本增加。

3、对于投机者来说，由于预期玉米 2209 合约在 2800-3200 高位区间运行，因此建议可以考虑回调买入平值看涨期权，也可以考虑卖出宽跨式策略。

## 第四部分 套利机会分析

### 一、跨品种套利



图 9 月合约淀粉-玉米价格

资料来源：方正中期期货研究院

淀粉与玉米 9 月价差建议关注高位做空机会。统计数据角度来看，淀粉-玉米 5 月价差基本在 200 到 600 区间波动，目前价差为 539，处于区间上沿，统计角度来看，价差下行的概率较大。基本面角度来看，对玉米市场来说，9 月供应端处于余粮供应尾声，需求端面临产能与利润的博弈，基于需求端的分歧，我们认为 9 月玉米期价大概率会呈现高位区间震荡，价差角度来看，淀粉本身消费端亮点不足，暂时也不具备持续高利润的条件，因此消费持续疲弱的背景下，价差二季度也很有可能向下修正。

### 二、玉米跨期套利

玉米 9-1 价差暂时建议关注逢低做多机会。历史统计数据来看，玉米 9-1 价差大多数时间在 -100-200 区间波动，最新的价差为 40，处于居中的位置，统计角度来看，价差驱动不明显。基本面角度，供应端 9 月支撑强于 1 月，玉米新作上市一般在 10 月份，9 月处于旧作供应尾期，1 月正处于新粮集中供应期，因此 9 月供应支撑强于 1 月；需求端 9 月支撑预期强于 1 月，主要还是基于利润亏损向产能缩减的传导周期，产能缩减对远月的影响要强于近月，因此倾向于认为 9 月需求端支撑强于 1 月。整体来看你，9 月支撑因素大于 1 月，玉米 9-1 价差预



期还是会向上寻找平衡，因此操作方面建议关注逢低做多机会，期间风险点就是新季玉米产区天气波动。

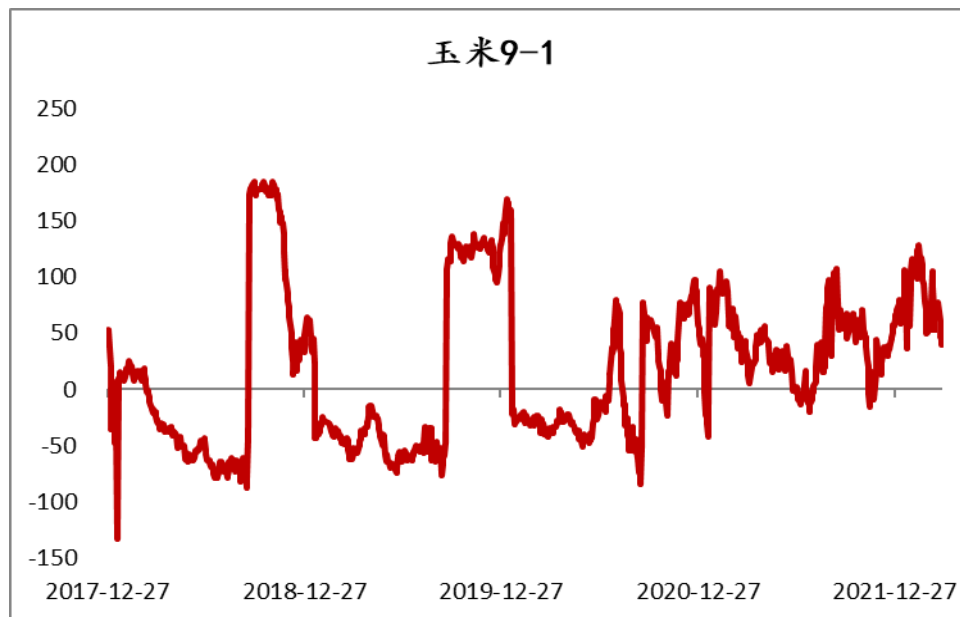


图 玉米 9-1 合约价差

资料来源：方正中期期货研究院

## 第五部分 观点总结与操作策略

### 一、玉米指数价格季节性分析

玉米期货指数季节性图表来看，5月、10月上涨的概率较大，1月下跌的概率较大。结合玉米自身的特点来看，新季玉米一般9月底-10月初开始上市，新粮上市之初往往会出现惜售情绪，10月价格容易上涨，不过随着新粮供应的逐步增加，阶段性供应压力逐步显现，1月价格容易下跌，随着新粮玉米的不断消耗，5月市场进入青黄不接时期，阶段性供应偏紧状态下，玉米价格容易上涨。季节性规律只是统计规律，只能作为参考，并不能完全作为操作依据。

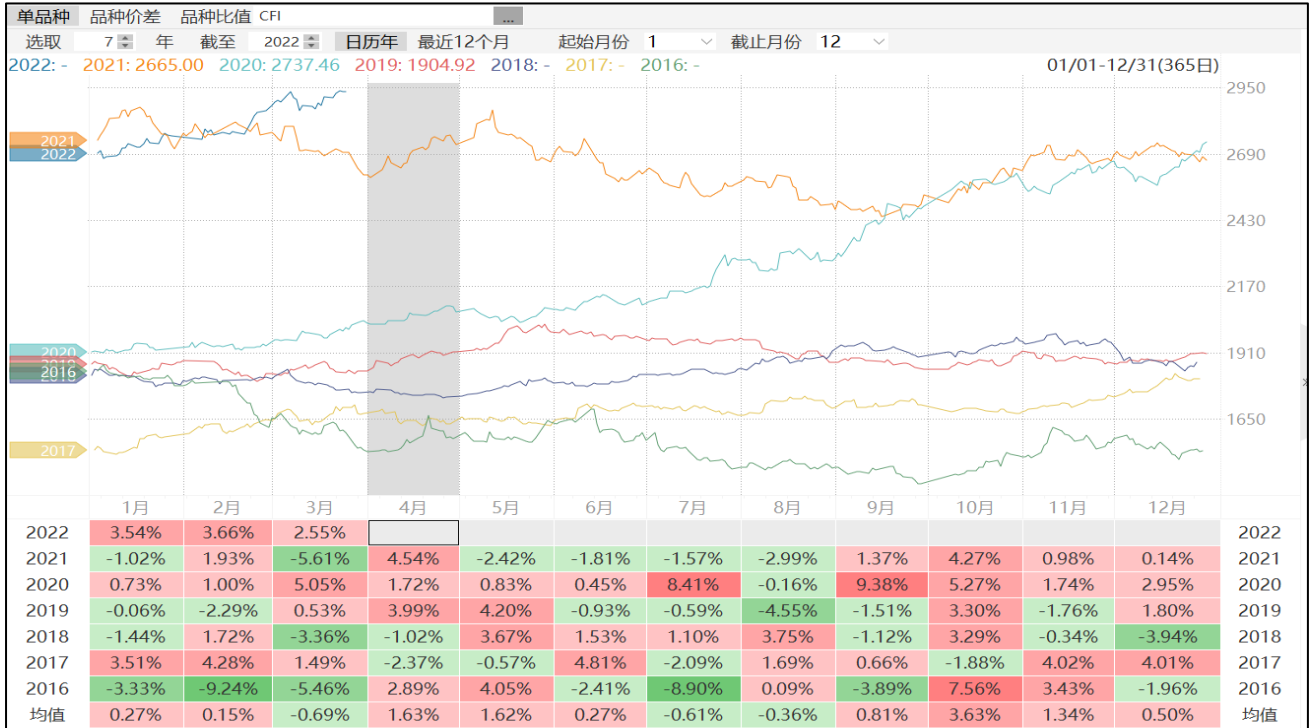


图 玉米指数价格涨跌变化

资料来源: wind 方正中期期货研究院

## 二、玉米淀粉指数价格季节性分析

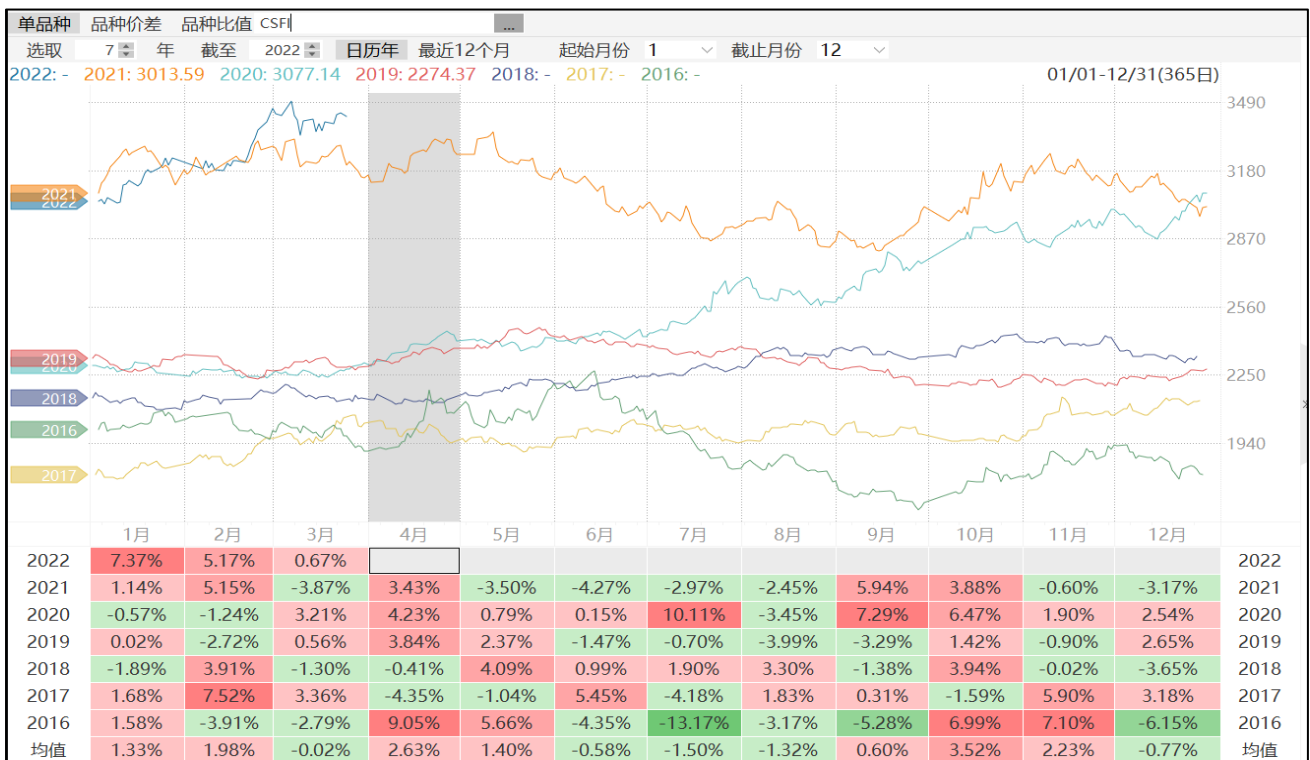


图 玉米淀粉指数价格涨跌变化

资料来源: wind 方正中期期货研究院

玉米淀粉期货指数季节性图表来看，5月和10月上涨的概率较大，7-8月下跌的概率较大。结合玉米淀粉自身的特点来看，一般5月和10月受原料端玉米价格上涨所提振，容易跟随上涨，7-8月淀粉消费处于阶段性偏弱的时期，价格容易下跌。季节性规律只是统计规律，只能作为参考，并不能完全作为操作依据。

### 三、玉米市场观点总结以及操作建议



图 玉米09合约日K线图

资料来源: wind 方正中期期货研究院

供应端，二季度关注点在三个方面，一是余粮的释放节奏；二是进口量兑现情况；三是新季玉米播种面积。余粮释放节奏来看，二季度供应主体将转向贸易商，贸易成本对市场的支撑增强，在消费不出现超预期下滑的情况下，价格向下伸缩的空间缩小；进口量情况来看，进口成本存在较强利多支撑，二季度预期难以出现明显的回落，相应的进口利润也或难以出现明显的好转，因此进口端更多还是前期订单的兑现，新增量预期有限；新季玉米播种面积来看，政策端扩大豆的影响下，稳定略减同样为市场提供支撑。综合来看，供应端增量有限，市场博弈点增加，倾向于强支撑预期。

需求端，二季度关注点继续围绕三个方面，一是养殖产能的变化；二是其他谷物的替代；三是深加工消费情况。养殖产能角度来看，一季度养殖利润有所恶

化，叠加能繁母猪存栏量的推算，我们认为二季度利润下滑的负效应将逐步体现，不过整体高位支撑仍在；其他谷物替代角度来看，小麦以及进口谷物相对优势仍然不佳，同时俄乌局势干扰下，优势恢复的难度也有所加大，当前市场替代的主力是定向稻谷，不过定向稻谷初步释放量预期相对有限，有效替代弥补空间不足；深加工消费来看，下游消费不佳使得上游消费支撑较弱，二季度预期延续稳定偏弱波动。整体来看，基于当前养殖规模以及有效替代空间来看，我们仍然认为二季度需求端的支撑较强。

综合来看，二季度玉米市场面临新旧作交替影响，既有贸易成本与产能收缩的博弈，又有新作种植面积下滑兑现，在需求端不出现大面积非理性淘汰的情况下，我们基于与去年同期的对比来看，认为今年供需两端支撑力量都比较强，玉米 09 合约倾向于震荡偏强波动，运行区间预期在 2800-3200，操作方面依然建议关注逢低做多机会。

#### 四、玉米淀粉市场观点总结以及操作建议



图 玉米淀粉 09 合约日 K 线图

资料来源：wind 方正中期期货研究院

供应端来看，二季度原料玉米供应呈现逐步下滑态势，淀粉企业则继续面临高成本与低利润博弈，整体开机率预期延续低位运行，暂时看不到明显的提振因子。

需求端来看，价格持续高位以及疫情的干扰下，需求端仍然难以看到明显回升，库存持续居高不下的负反馈也将逐步显现；

综合来看，玉米淀粉市场面临上游收缩与下游收缩的比拼，而原料玉米养殖需求变化则会影响到其上游收缩力度，养殖需求表现良好的话，很有可能会导致其上游收缩力度大于下游收缩力度，整体价格预期震荡上行，反之，其价格将震荡下行。基于当前的市场情况来看，二季度养殖需求预期呈现冲高回落态势，玉米淀粉期价预期跟随呈现先扬后抑的波动，运行区间预期在 3300-3700，操作方面建议以区间思路对待。

## 第六部分 相关股票涨跌幅

表 相关股票涨跌幅

证券代码	证券简称	相关产业	最新收盘价	月涨跌	年涨跌幅
002714.SZ	牧原股份	饲料养殖	54.95	-9.34%	-4.93%
000876.SZ	新希望	饲料养殖	16.26	-3.84%	0.37%
000639.SZ	正邦科技	饲料养殖	7.22	-1.90%	-29.35%
002311.SZ	海大集团	饲料养殖	56.29	-15.14%	-24.95%
000639.SZ	西王食品	玉米深加工	5.46	14.23%	5.00%
002299.SZ	圣农发展	肉鸡养殖	19.58	-2.20%	-18.79%
000998.SZ	隆平高科	种业运营	19.43	1.15%	-19.04%
截至日期:				2022-03-25	

资料来源：方正中期期货研究院



联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881273
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881224
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花祥年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限 任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

## 重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。