

玉米、淀粉：行到水穷处 坐看云起时

-玉米、淀粉市场一季度行情回顾与二季度展望

摘要：

作者：饲料养殖研究中心 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：2023年4月9日星期日

玉米：主力 7 月合约一季度呈现先扬后抑的走势。春节所带来的阶段性供需错配给 1 月玉米市场带来了比较大的支撑，市场利空有限，期价呈现震荡上行走势。春节过后，上游售粮节奏加快，同时市场又有定向稻谷拍卖消息的影响，价格有一定程度转弱，2 月期价重心微幅下移，3 月份外盘价格以及小麦价格回落，加重利空影响，期价重心回落比较明显。展望二季度，进口端以及替代谷物端的利空，随着价格的下滑逐步消化，实际利空影响兑现不及预期的话，很可能会带动预期的修正，此外贸易商粮源释放节奏放缓以及养殖端季节性改善预期奠定二季度市场的主要支撑。玉米期价二季度波动预期呈现震荡上行波动，玉米 07 合约运行区间预期在 2630-2880。操作方面，建议关注低位区间波段做多机会。

淀粉：主力 05 月合约一季度呈现震荡下行的走势。新增产能投产以及需求端偏弱的宽松矛盾未出现明显的缓解，对期价形成明显的压制。成本端玉米价格支撑对淀粉价格起到了一定的缓冲作用，但是仍然难以有效改变自身的弱势影响，下跌行情中淀粉期价的跌势明显要陡于玉米期价。展望二季度，市场面临供需双降的情况，持续负利润以及玉米粮源逐步收敛的情况下，企业的挺价意愿预期也将逐步增强，叠加成本端玉米价格存在支撑的情况下，玉米淀粉期价或呈现区间内震荡偏强波动。对于淀粉 07 合约整体维持震荡偏强预期，运行区间预期在 2900-3150。操作方面，建议关注低位区间波段做多机会。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

一、市场行情回顾	3
(一) 期货行情回顾	3
(二) 现货行情回顾	4
(三) 期货成交持仓情况	6
二、基本面分析	7
(一) 玉米市场基本面	7
1、供给市场分析	7
2、需求市场分析	10
3、玉米市场供需平衡表	14
(二) 淀粉市场基本面	15
1、淀粉市场供应情况	15
2、淀粉市场需求情况	16
3、淀粉行业供需平衡表	17
三、玉米期权市场分析	17
(一) 玉米期权市场情况	17
(二) 期权操作策略	19
四、套利机会分析	20
(一) 跨品种套利	20
(二) 玉米跨期套利	21
五、观点总结与操作策略	22
(一) 玉米指数价格季节性分析	22
(二) 玉米淀粉指数价格季节性分析	23
(三) 玉米市场观点总结以及操作建议	24
(四) 玉米淀粉市场观点总结以及操作建议	25
六、相关股票涨跌幅	26

一、市场行情回顾

（一）期货行情回顾

玉米：主力 7 月合约一季度呈现先扬后抑的走势。具体来看，1-2 月表现为高位偏强震荡，3 月表现为明显回落，整体重心明显下移。今年春节早于往年，上游的销售节奏慢于往年，同时下游备货时间跟随提前，阶段性供需错配给 1 月玉米市场带来了比较大的支撑，现货价格的相对强势也增强了远月期价的利多预期，同时外盘玉米价格在北半球减产以及南美天气干扰的影响下，呈现高位震荡走势，市场利空有限，期价跟随现货情绪偏强震荡。2 月份开始，市场情绪出现一定变化，上游售粮节奏加快，同时市场又有定向稻谷拍卖消息的影响，价格预期有一定程度转弱，2 月上旬价格高位回落，不过消息面并未及时兑现，同时大型收粮主体采购给市场带来一定的支撑，2 月中下旬期价表现为震荡偏强波动。3 月份来看，市场预期呈现逐步转弱的变化，有外盘玉米价格回落的滞后影响，还有小麦价格回落所带来的边际影响。外盘价格回落带动进口利润修复，进一步体现为进口采购增量，不过由于进口端总体占比有限，收敛了施压力度，下旬小麦价格的回落进一步放大消费端疲弱的影响，期价重心回落比较明显。



图 玉米 07 合约日 K 线图

资料来源：同花顺 方正中期研究院整理

淀粉：主力 05 月合约一季度呈现震荡下行的走势。具体来看，1 月下旬和 3 月下旬的跌势比较明显，整体波动重心较去年年底变化不明显，一季度区间低点未打破去年的低点。玉米淀粉现货端来看，新增产能投产继续增加供应端压力，需求端仍然受到明显挤压，市场的供需宽松矛盾未出现明显的缓解，对期价形成明显的压制。成本端玉米价格支撑对淀粉价格起到了一定的缓冲作用，不过淀粉市场需求弱势的负反馈施压下，期价弱势表现仍然比较明显，尤其是在下跌行情中，成本端玉米价格与淀粉价格共振回落的时候，淀粉期价的跌势明显要陡于玉米期价。淀粉 05 合约一季度在 2910-3200 区间波动。



图 玉米淀粉 05 合约日 K 线图

资料来源：同花顺 方正中期研究院整理

（二）现货行情回顾

一季度国内玉米现货价格呈现震荡偏弱波动。钢联农产品信息显示，东北市场来看，基层玉米上量，叠加下游消费疲弱的影响，价格呈现相对回落态势，截止 3 月底，锦州港二等玉米市场价格为 2760 元/吨，较 1 月初的 2860 元/吨下跌 100 元/吨，黑龙江地区二等玉米市场平均价格为 2613 元/吨，较 1 月初的 2667

元/吨下跌 54 元/吨。华北市场来看，需求表现疲弱，小麦价格回落加重供需宽松预期，价格表现为大幅回落，截至 3 月底，山东地区二等玉米价格为 2760 元/吨，较 1 月初的 2847 元/吨下跌 87 元/吨。华南市场来看，养殖消费疲弱与小麦价格回落的影响比较明显，价格同样表现为明显回落，截至 3 月底，广东蛇口港二等玉米平均价格为 2870 元/吨，较 1 月初的 2990 元/吨下跌 120 元/吨。

一季度玉米淀粉价格呈现窄幅震荡走势。成本端玉米回落明显、整体价格面临压力，不过企业加工利润持续亏损限制其下行幅度，现货价格整体表现为窄幅区间波动。截至 3 月底，全国玉米淀粉均价为 3078 元/吨，较 1 月初的 3058 元/吨下跌 20 元/吨；黑龙江青冈的报价为 2980 元/吨，较 1 月初的 2960 元/吨上涨 20 元/吨，吉林长春的报价为 3050 元/吨，较 1 月初的 3000 元/吨上涨 50 元/吨，河北宁晋的报价为 3100 元/吨，较 1 月初的 3140 元/吨下跌 40 元/吨，山东诸城的报价为 3160 元/吨，较 1 月初的 3140 元/吨上涨 20 元/吨。

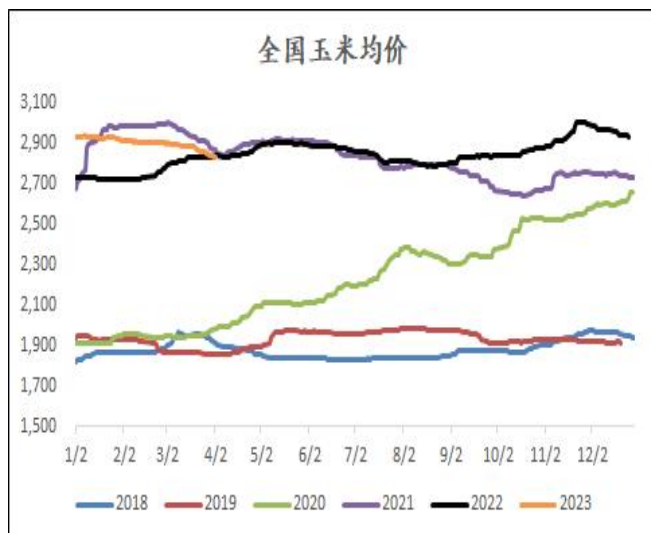


图 全国主要地区玉米现货价格（元/吨）
资料来源：同花顺，方正中期研究院

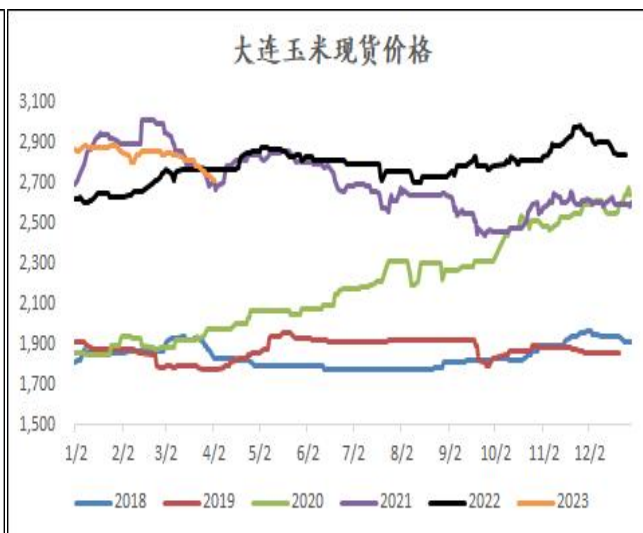


图 全国主要地区玉米淀粉出厂报价（元/吨）
资料来源：同花顺，方正中期研究院

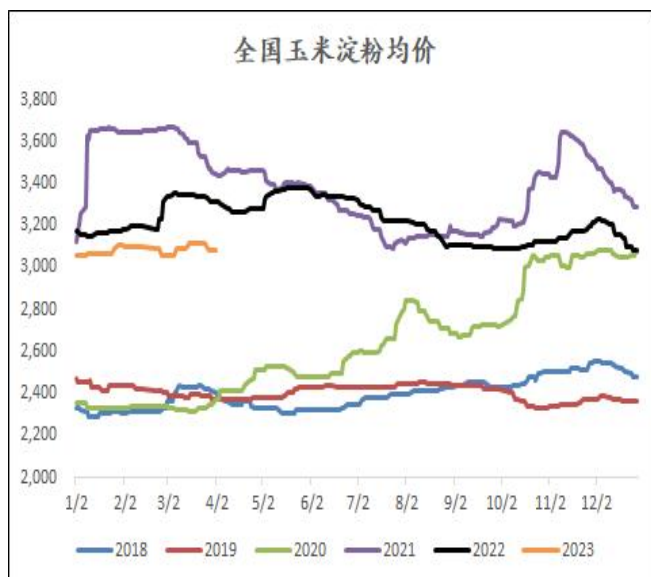


图 全国主要地区玉米现货价格（元/吨）
资料来源：同花顺，方正中期研究院

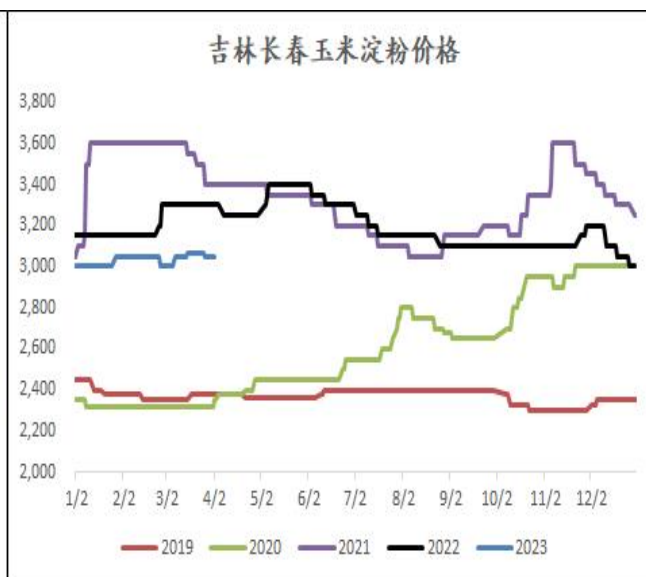


图 全国主要地区玉米淀粉出厂报价（元/吨）
资料来源：同花顺，方正中期研究院

（三）期货成交持仓情况

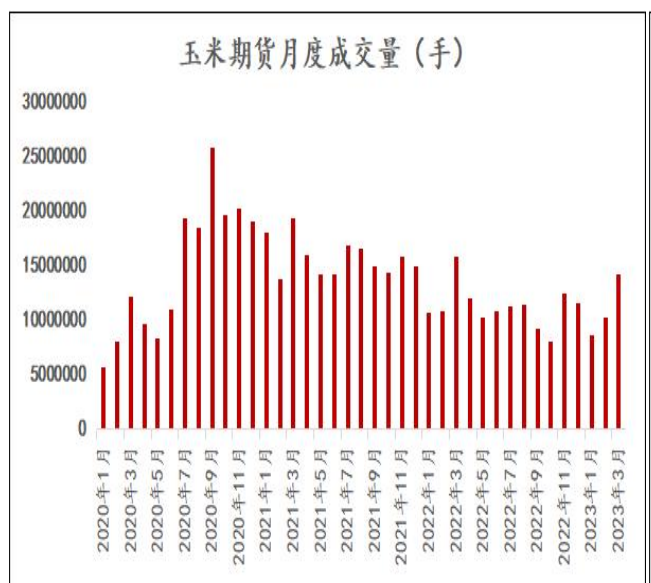


图 玉米期货月度成交量
资料来源：大商所，方正中期研究院

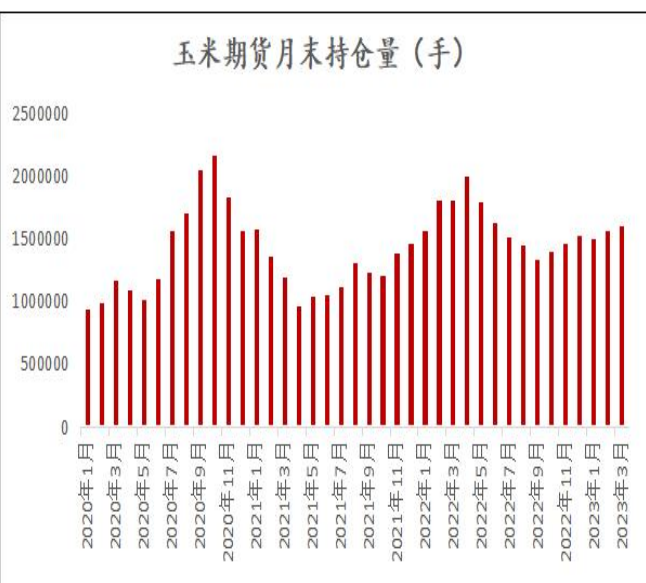


图 玉米期货月末持仓量
资料来源：大商所，方正中期研究院

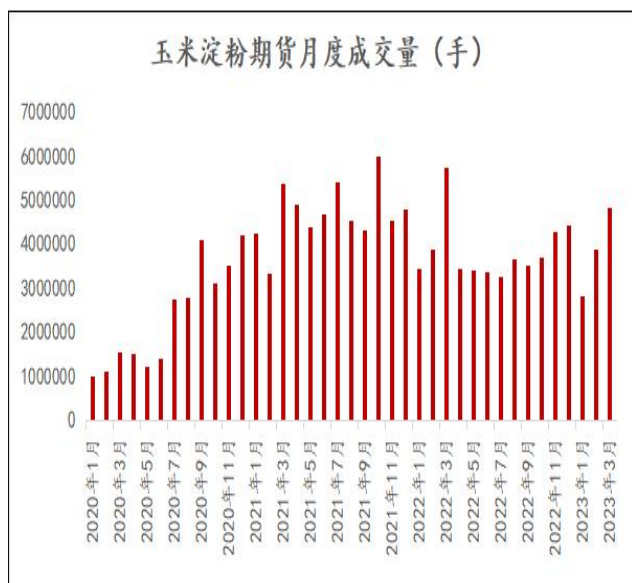


图 玉米淀粉期货月度成交量
资料来源：大商所，方正中期研究院



图 玉米淀粉期货月末持仓量
资料来源：大商所，方正中期研究院

二、基本面分析

(一) 玉米市场基本面

1、供给市场分析

(1) 供粮主体逐步转向贸易商

基层余粮供应进入尾声，粮源主体将转向贸易商。当前玉米现货市场来看，供应端的主要关注点就是粮源的释放节奏。释放节奏的影响因素主要在于两个方面，一是粮源主体，二是时间窗口。粮源主体角度来看，目前处于由基层农户向贸易商切换的阶段，市场处于相对压力减轻的阶段。本年度由于收获推进遇到一定阻碍，同时春节早于往年，使得节前基层农户的粮源释放时间窗口有所缩短，导致基层农户粮源的释放压力集中到了2-3月份。钢联农产品数据来看，3月底东北地区累计售粮进度为87%，相比2月底的68%推进了19%，高于去年同期的17%；3月底华北地区累计售粮进度为79%，相比2月底的66%推进了13%，高于去年同期的11%。截止到现在来看，基层所剩余粮不多，其对市场的影响力进入尾声，其所带来的集中压力也将逐步减轻。时间窗口角度来看，二季度对于贸易商来说，是最为有利的时机，因此，在不出现特别大的利空的情况下，贸易商在这期间的释放节奏预期是一个相对缓慢的态势。

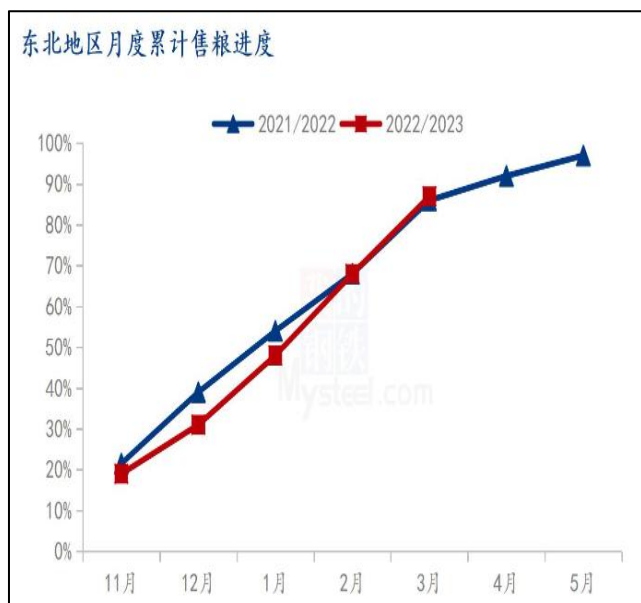


图 东北地区销售进度
资料来源：钢联农产品

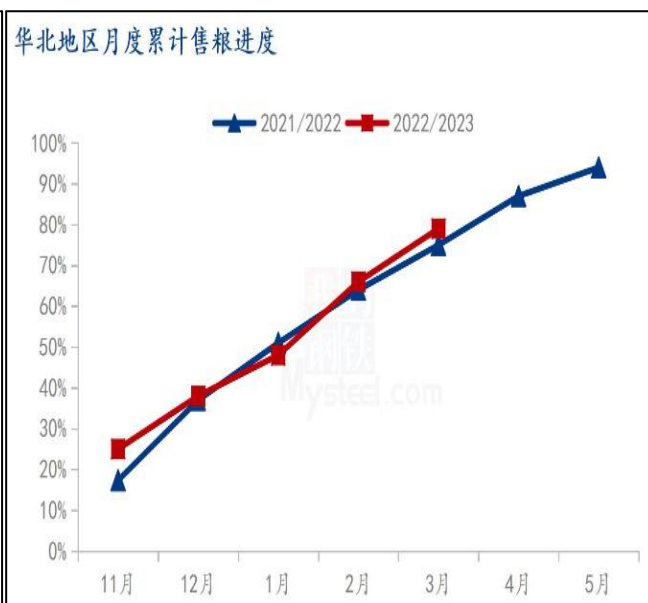


图 华北地区销售进度
资料来源：钢联农产品

(2) 进口玉米市场扰动增强

二季度进口玉米端面临“量”“价”的双重考验。2020年以来随着进口玉米数量的上升，进口玉米市场变化对国内玉米价格的影响力明显增强。本年度来看，整体进口量预期维持高位，进口市场的影响力仍然相对偏强，不过阶段性的节奏存在差异。一季度来看，进口端的影响在3月份体现较为明显，具体体现为进口成本下滑之后利润修复所带来的相对压力，对美玉米采购量有一定幅度的上升。USDA周度销售数据来看，3月23日当周，本年度（2022/23）中国对美玉米累计采购量为751.45万吨，较年初增加了379万吨，增量主要集中在3月份，此外，进口到港情况高于预期，海关总署数据显示1-2月玉米累计进口量为533万吨，同比增加65万吨。二季度来看，进口端的压力或进一步增加，具体体现在两个方面，一是外盘价格面临压力，二是巴西玉米将迎来上市兑现。外盘价格的压力主要体现在两个方面，一是随着南美玉米的逐步兑现，美玉米出口可弥补力度逐步下滑；二是新季美玉米种植面积维持增加预期。外盘价格整体面临较大的压力，国内进口玉米利润依然存在修复预期，目前找不到能够明显扭转局面的因子。此外，今年是巴西玉米进口的开端之年，市场对于巴西玉米进口量预期维持高位，二季度随着巴西二季玉米的逐步上市，巴西玉米进口量也将迎来兑现阶段。整体来看，二季度进口玉米端面临一定的压力。

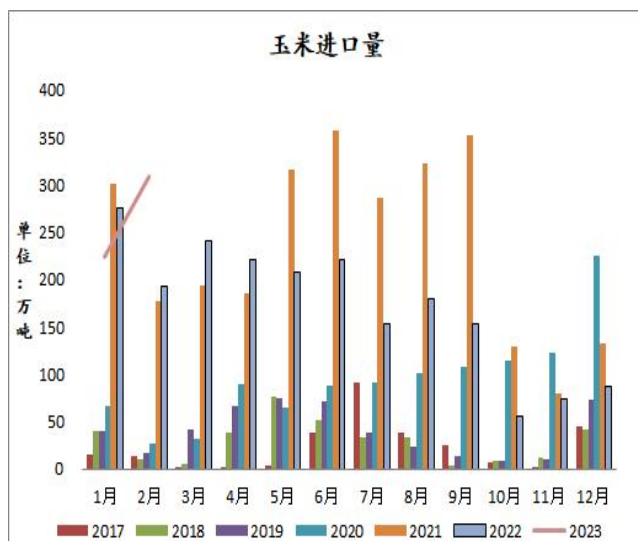


图 玉米月度进口量
资料来源：同花顺，方正中期研究院

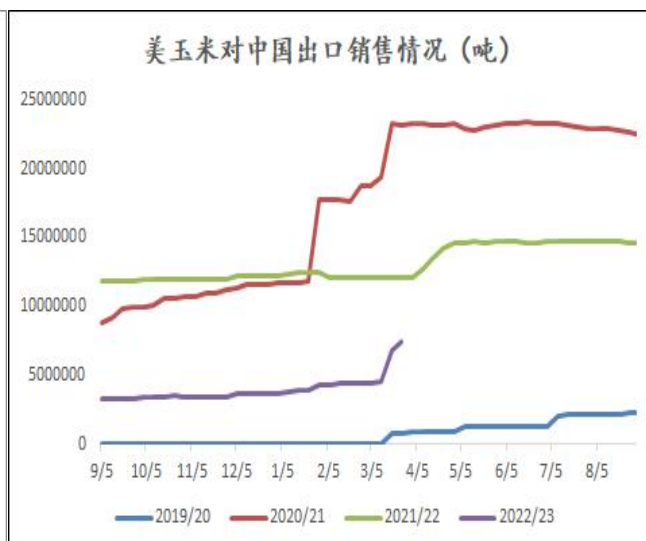


图 美玉米对中国出口情况
资料来源：wind，方正中期研究院

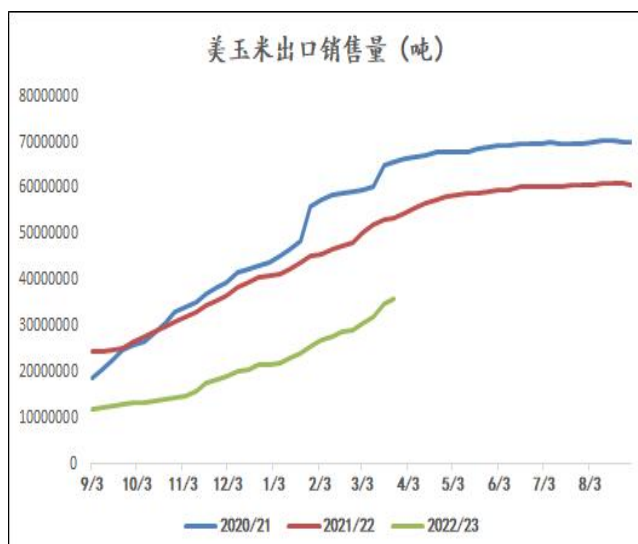


图 美玉米出口销售量
资料来源：wind，方正中期研究院

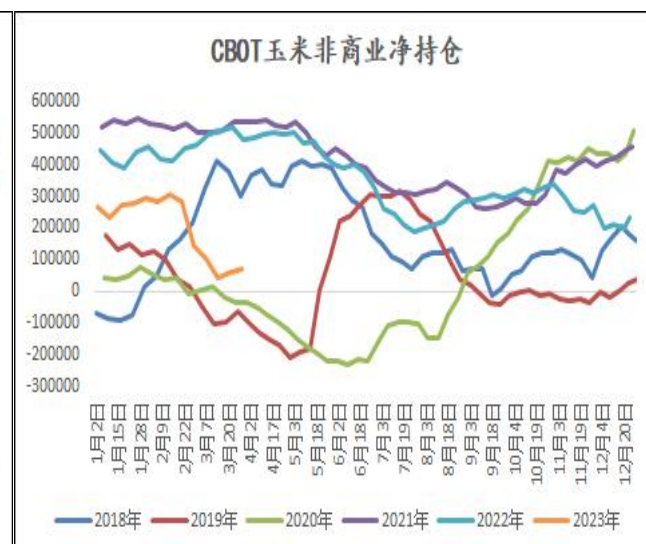


图 CFTC 净多持仓
资料来源：同花顺，方正中期研究院

(3) 深加工企业库存回归高位区间

深加工企业回归高位，收敛了补库对于需求预期的影响。一季度深加工企业以补库为主，原料库存呈现上升态势。钢联农产品的数据显示，3月底，全国加工企业玉米库存总量为446.6万吨，相比1月初的225.5万吨增加221.1万吨，不过仍然比去年同期低168.4万吨，近三年对比来看，处于高位区间。一季度原本就是玉米粮源的释放期，也是下游的重要补库期，整体外围因素干扰有限的情况下，深加工企业表现为稳步补库的情况。二季度预期来看，深加工企业开机率预期延续季节性下滑的态势，企业补库意愿也将呈现稳定趋弱的表现。



图 深加工企业玉米库存

资料来源：钢联农产品网

(4) 新季玉米播种面积迎来兑现

二季度新季玉米进入播种期，天气对于市场预期的干扰力度增强。目前部分南方地区已经开始播种玉米，农业农村部农情调度，截至3月28日，全国已春播粮食6450多万亩，完成意向面积的6.6%，进度同比基本持平，其中，春玉米已播4.8%。随着气温的回升，全国各地将陆续开始播种玉米，市场将进入新作影响的第一轮兑现，即播种面积的兑现。基于当前的政策来看，仍然是向大豆种植倾斜，对玉米种植预期形成比较大的限制。3月22日黑龙江省公布新一年的补贴政策，2023年继续实施玉米、大豆差异化补贴政策，原则上大豆生产者补贴每亩达到350元以上，高于去年的248元/亩，此外，吉林省同样也给出了比较高的大豆补贴政策，2023年桦甸市大豆生产者补贴标准由原来的每亩不高于450元增加到每亩不高于600元。不过从相关种子的调研数据来看，东北玉米种子供应相对紧张，侧面印证玉米种植意愿下滑幅度或有限，在天气波动合理的情况下，玉米播种面积或继续维持稳中略减的情况。

2、需求市场分析

(1) 饲料消费端面临养殖改善与替代压力的博弈

养殖端存在季节性改善预期。生猪市场来看，基于产能的推算，二季度生猪存栏量预期环比有一定改善，同时同比仍表现为微幅增长，那么也就是说基础饲料需求依然是存在的，不过养殖利润的变化将影响新一轮的养殖意愿以及出栏均重，进而会对饲料的边际消费预期形成一定的影响。肉禽市场来看，今年一季度利润表现良好，对养殖意愿有一定幅度的提振，二季度整体维持稳中向好预期。蛋禽市场来看，2022年以来，养殖利润维持向上的波动，对养殖意愿有比较大的支撑，虽然利润增长向产能传导存在滞后影响，但是当前的市场仍处于正向驱动中，今年一季度蛋禽养殖利润虽有一定幅度的收缩，但是仍处于正区间内，其对养殖端继续维持正向支撑，二季度同样维持稳中向好的预期。整体来看，二季度养殖端维持环比改善预期，利润变化或对阶段性节奏形成影响。

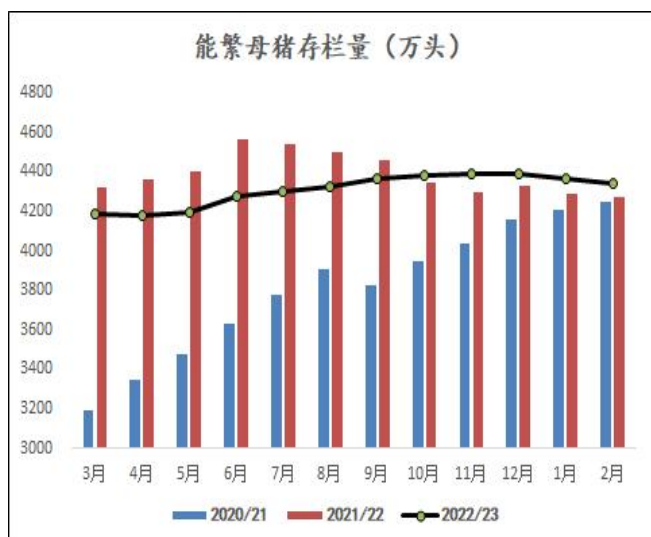


图 能繁母猪存栏量

数据来源：农业农村部，方正中期期货研究院整理

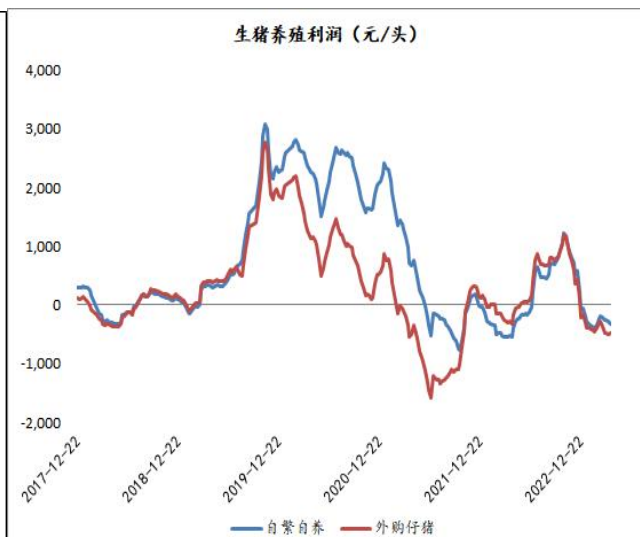


图 生猪养殖利润

数据来源：wind，方正中期期货研究院整理

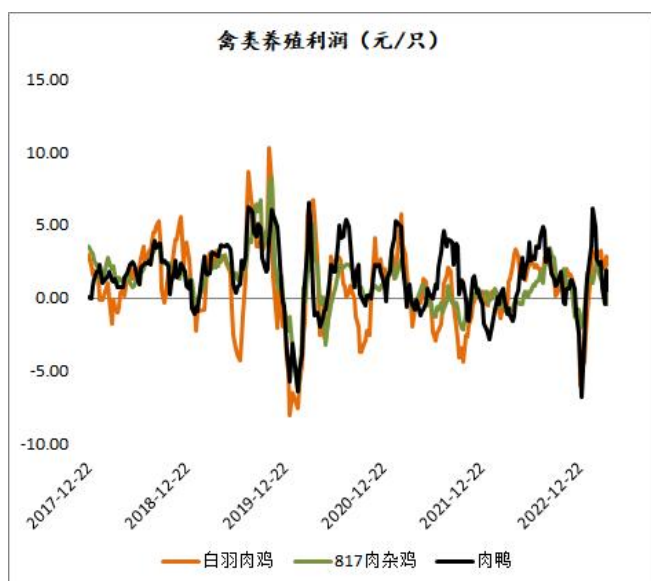


图 禽类养殖利润

数据来源：同花顺，方正中期期货研究院整理



图 蛋鸡养殖利润

数据来源：同花顺，方正中期期货研究院整理

饲料产量或延续季节性回升预期。国家统计局数据显示，2023 年 1-2 月全国饲料产量累计值为 4776.5 万吨，同比增加 97.7 万吨，同比增长 0.3%。基于以往的数据来看，饲料产量年内表现为逐步回升，也就是说二季度的饲料产量要明显高于一季度，这基本与养殖的季节性相吻合。今年市场情况来看，并未出现明显打破季节性规律的因素，因此对于二季度饲料产量继续维持环比改善的预期，与之对应地，玉米饲用消费将面临一定的支撑。

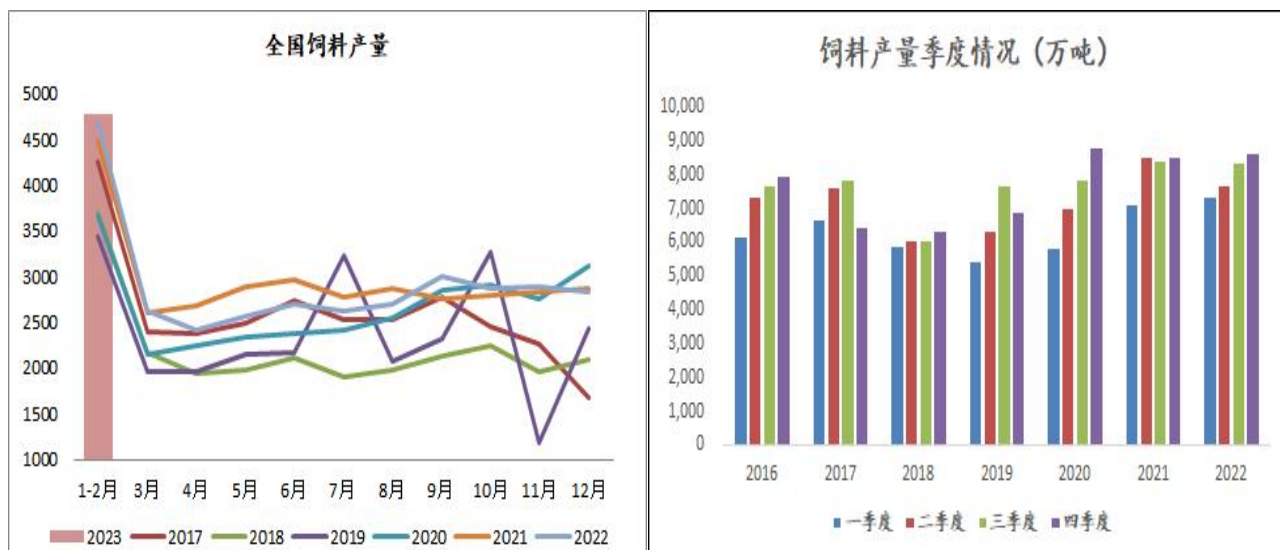


图 全国饲料产量

数据来源：同花顺，方正中期期货研究院整理

图 饲料产量季度情况

数据来源：同花顺，方正中期期货研究院整理

小麦和玉米价差收敛打破季节性替代规律。其他谷物替代一直是近两年玉米消费市场的重要影响因子，今年依然不例外。一季度市场热点主要是两个方面，一是定向稻谷拍卖的消息；二是小麦与玉米价差收敛明显，小麦的替代优势上升。定向稻谷拍卖的消息未迎来说现，收敛了一季度的压力，不过市场普遍预期拍卖落地在二季度，相应地使得压力兑现后移。小麦和玉米价差自 2022 年初开始一直处于高位区间运行，小麦价格就一直是玉米价格天花板的参考，今年 3 月份在下游需求弱勢的传导下，小麦价格快速回落，小麦与玉米价差也快速收敛，打破了小麦和玉米市场原有的平衡，相应地对于玉米替代端的压力也是有所增强的。二季度来看，小麦和定向稻谷的影响预期是延续的，依然是压力逐步兑现的阶段，此外，进口其他谷物的压力依然存在。海关总署数据显示，2023 年 1-2 月进口其他谷物（去除玉米）累计为 498 万吨，同比下降 115 万吨，处于近五年同期的中高位水平。



图 玉米-小麦价差
资料来源：wind，方正中期研究院

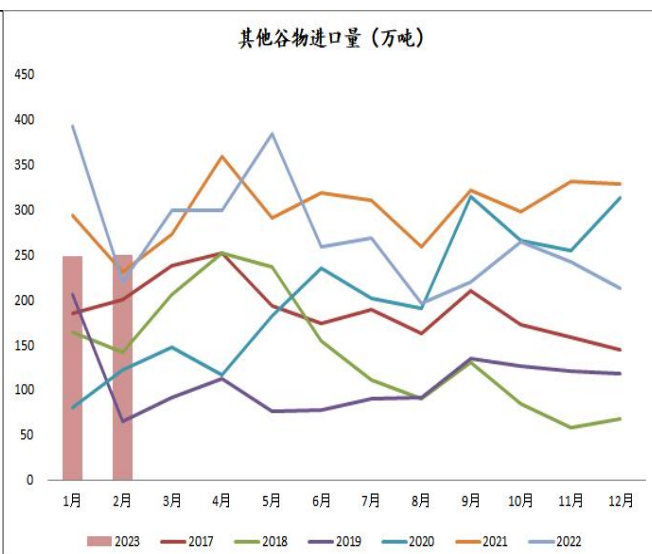


图 其他谷物进口量
资料来源：wind，方正中期研究院

(2) 深加工消费或维持季节性弱势

二季度深加工企业开工率或延续季节性下滑波动。一季度玉米深加工企业的开机率表现为先低后高。下游产品消费一般以及行业持续亏损，较大程度的限制了企业开机的积极性，同时叠加春节假期的影响，1月深加工企业消耗量处于往年同期的低位水平。春节过后，市场呈现向好态势，叠加新增产能的投放，整体开机率回升明显，不过行业利润未出现有效改善，制约了企业开机率的回升力度。钢联农产品数据显示，一季度全国主要玉米深加工企业玉米消费量为1307万吨，同比下降24万吨，高于2021年的1097万吨。基于以往的季节性规律来看，二季度消费量呈现环比下滑的态势，同时目前深加工企业加工利润未看到明显改善，因此目前对于二季度深加工消费维持环比下滑预期，深加工端对玉米的消费支撑表现略偏弱。



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, 3 月份农业农村部对于平衡表数据未做任何调整, 整体延续供需收紧的态势。供应方面来看, 农业农村部对于 2022/23 年度产量预估为 2.75 亿吨, 同比增长 1%, 对于进口量预估继续维持 1800 万吨, 同比下降 389 万吨, 年度总供应量为 2.93 亿吨, 同比下降 113 万吨, 当前市场已经进入供应后期, 供应端的相对变化主要在于进口量预估, 3 月份进口采购量有一定幅度增加, 但是整体仍属于进口总量预期范围内, 因此进口量预估继续持平于 2 月预估水平。需求方面来看, 整体预期稳定, 全国 2022/23 年度饲料消费量预估为 1.88 亿吨, 同比增加 200 万吨, 全国 2022/23 年度工业消费量预估为 8100 万吨, 同比增加 100 万吨, 3 月份虽然下游利润表现不佳, 整体需求维持弱预期, 但是考虑消费是一个缓变量, 3 月市场情况尚不足以影响整体需求预估, 所以继续维持稳定。整体来看, 2022/23 年度国内玉米延续降库存预期, 继续维持供应收紧预期。

中国玉米供需平衡表（万吨）					
	2020/21	2021/22	2022/23		
		3月预计	2月预估	3月预估	变动
播种面积（千公顷）	41264	43324	43070	43070	0
收获面积（千公顷）	41264	43324	43070	43070	0
单产（公斤/公顷）	6317	6291	6436	6436	0
产量	26066	27255	27720	27720	0
进口	2956	2956	1800	1800	0
消费	28216	28770	29051	29051	0
食用消费	955	965	980	980	0
饲用消费	18000	18600	18800	18800	0
工业消费	8000	8000	8100	8100	0
种子用量	187	195	191	191	0
损耗及其它	1074	1010	980	980	0
出口	0	0	1	1	0
结余变化	806	1441	468	468	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

二季度淀粉企业开机率预期呈现季节性下滑态势。一季度受到春节假期的影响，玉米淀粉企业开机率呈现先降后升的态势，开机率的回升主要是受到了新增产能投放的影响，不过行业加工利润持续亏损对开机率的影响仍然比较明显，春节前开机率明显低于近三年同期，春节后表现出较大幅度的回升，但是并未超过近三年同期水平。钢联农产品数据显示，一季度全国主要玉米淀粉生产企业玉米淀粉总产量为 346.24 万吨，低于 2022 年四季度的 381.68 万吨，低于去年同期的 390.86 万吨。下游产品消费一般以及企业加工利润仍然不佳，给上游开工带来了明显的压力。二季度来看，行业利润仍然看不到明显起色的情况下，企业开机率或延续季节性的逐步下滑波动，淀粉产量预期继续呈现相对下滑波动。

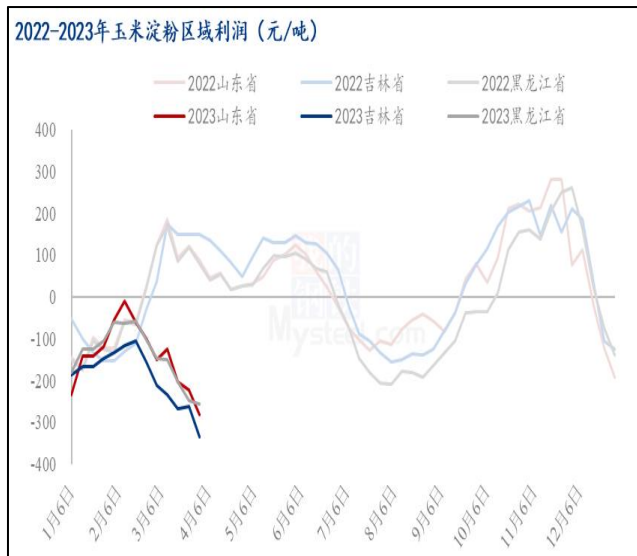


图 玉米淀粉区域利润
资料来源：我的农产品网



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

二季度下游消费或延续稳定偏弱态势。一季度，玉米淀粉消费表现一般，1月份的表现最为明显，不过1月份受到了春节的影响，2、3月份有一定程度的弥补，企业的累库速度相比往年明显变缓。钢联农产品数据来看，2-3月玉米淀粉提货量持续处于同比增加的态势。节后提货量上升，收敛了库存的累积速度，我们看到一季度企业库存累积主要体现在3月底，钢联农产品数据显示，3月底玉米淀粉企业淀粉库存总量102.4万吨，环比增加2.71%，同比下降20.1%。二季度来看，下游消费持续推动力仍然有限，整体预期延续稳中偏弱表现。

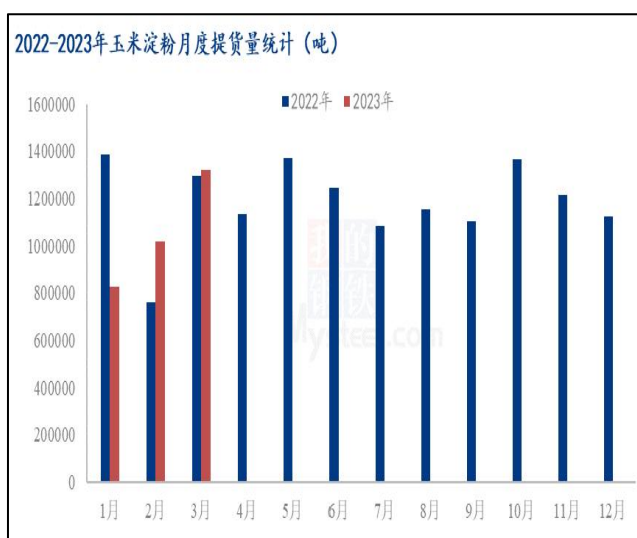


图 玉米淀粉消费量
资料来源：我的农产品网

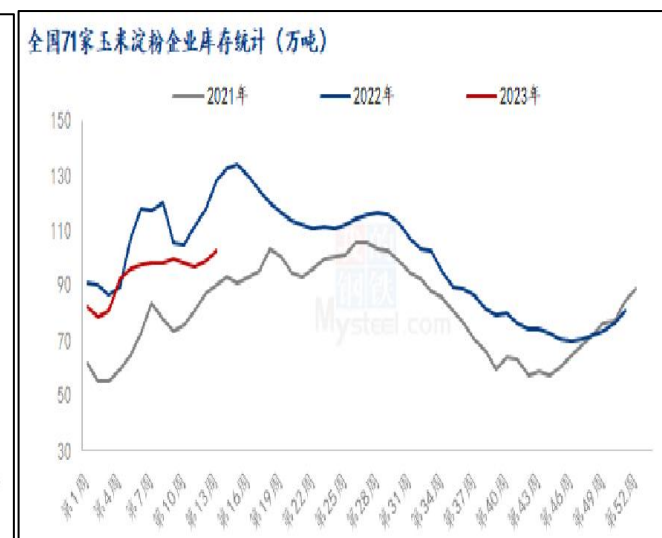


图 玉米淀粉库存
资料来源：我的农产品网

3、淀粉行业供需平衡表

3 月份对于 2023 年玉米淀粉供需预期未做任何调整,虽然 3 月市场延续一些有利变化,比如企业库存水平增幅较缓以及提货量同比增加,但是我们认为当前因素尚不能完全改变长周期的预估,因此对整体供需数据维持供需双降的预期。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,考虑 2023 年利润情况仍然不佳,我们对于 2023 年产量维持与 2022 年持平略减的预估。需求端来看,玉米淀粉市场下游内生驱动力仍然不足,对于消费维持相对下降的预估。整体来看,2023 年玉米淀粉市场继续面临成本与消费的博弈,市场供需仍然维持双降的预期。

国内淀粉供需平衡表				
	2020年	2021年	2022年	2023年
	估计值	估计值	估计值	2月预估
期初库存	60	60	90	60
产量	2618	2837	2692	2680
进口量	0	0	0	0
总供给量	2678	2897	2782	2740
国内消耗量	2556	2793	2700	2650
出口量	62	14	22	20
总使用量	2618	2807	2722	2670
期末库存	60	90	60	70
库消比	2.29%	3.21%	2.20%	2.62%
单位:万吨				

数据来源:方正中期期货研究院

三、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微幅增长。一季度玉米期权合约日均成交量为 98958 张,高于 2022 年四季度的 94995 张,一季度期权合约日均持仓量为 377726 张,高于 2022 年四季度的 341689 张,3 月底玉米期权合约成交持仓比 35.85%,期权成交量认沽认购比 192.43%,持仓量认沽认购比 94.33%。

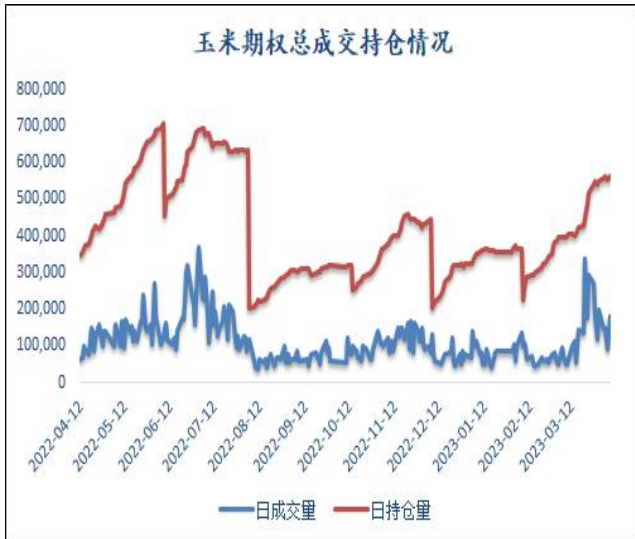


图 玉米期权成交量、持仓量

数据来源: wind, 方正中期期货研究院整理

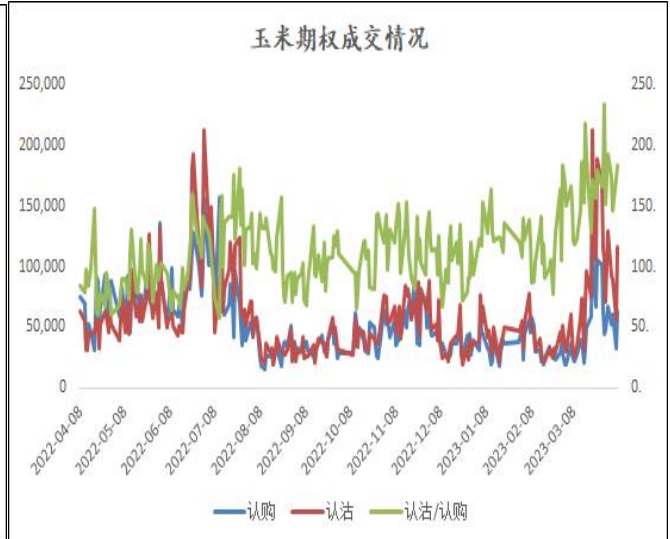


图 玉米期权成交量

数据来源: wind, 方正中期期货研究院整理



图 玉米期权持仓量

数据来源: wind, 方正中期期货研究院整理

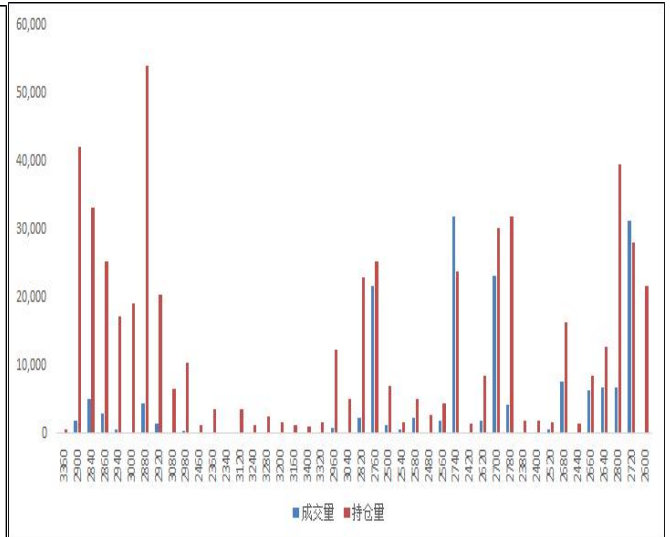


图 玉米期权各执行价成交量及持仓量

数据来源: wind, 方正中期期货研究院整理

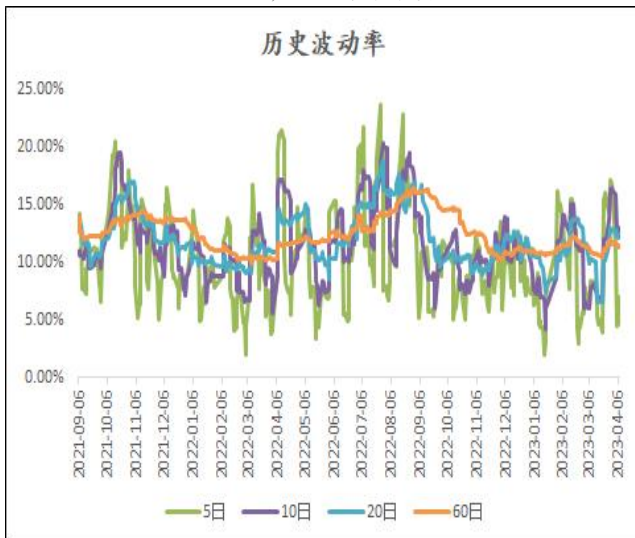


图 玉米期权历史波动率

数据来源: wind, 方正中期期货研究院整理

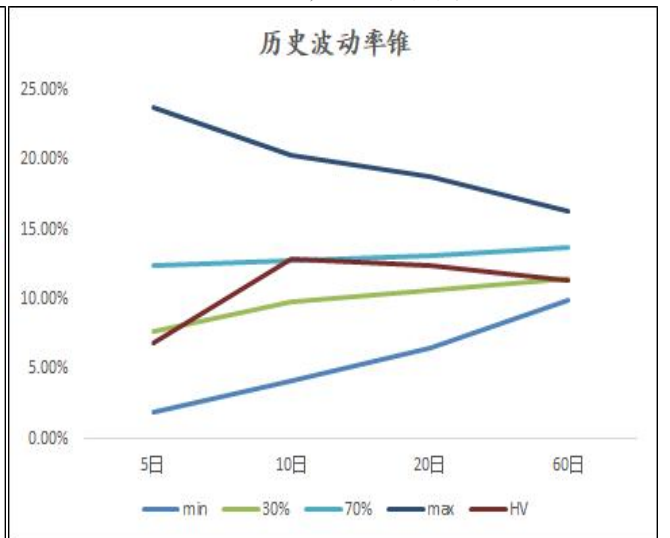


图 玉米期权历史波动率锥

数据来源: wind, 方正中期期货研究院整理



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

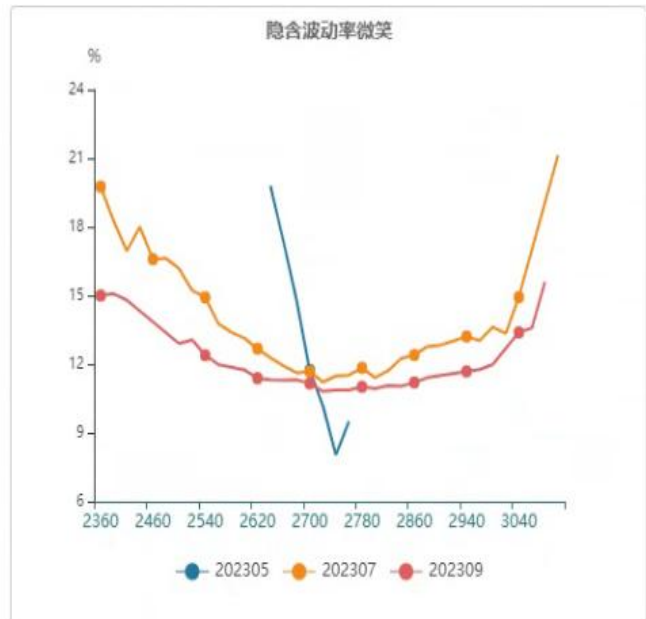


图 玉米期权隐含波动率微笑曲线

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，对于玉米 2307 合约维持 2630-2880 区间内震荡偏强的判断，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 2307 合约价格处于区间低位，建议可以考虑卖出虚值看涨收取权利金以弥补收入损失。

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 2307 合约价格处于区间低位，建议可以考虑买入平值看涨期权锁定成本或者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 2307 合约运行区间预期在 2630-2880 区间，因此建议可以考虑卖出 C2307-C-2860 与 C2301-P-2640 的宽跨式组合策略。

删除	分析	买卖	名称	手数	价格类型	价格	买价	卖价	IV	Delta	Gamma	Vega	Theta	合约乘数
×		卖	玉米期权C2307-P-2640	1	买价	15.5	15.5	26.0	12.00%	-0.2125	0.0022	3.2224	-0.4855	10
×		卖	玉米期权C2307-C-2860	1	买价	12.0	12.0	14.0	11.83%	0.1959	0.0021	3.0717	-0.4558	10
<div> <div>田 加入标的</div> <div>田 加入组合管理</div> </div> <div> <div>田 保存策略</div> <div>最大收益: 275.00 最大亏损: -∞ 区间最大收益: 275.00 区间最大亏损: -4,181.00</div> <div>总Delta: 0.1048 总Gamma: -0.0427 总Vega: -61.4763 总Theta: 9.3887</div> </div>														

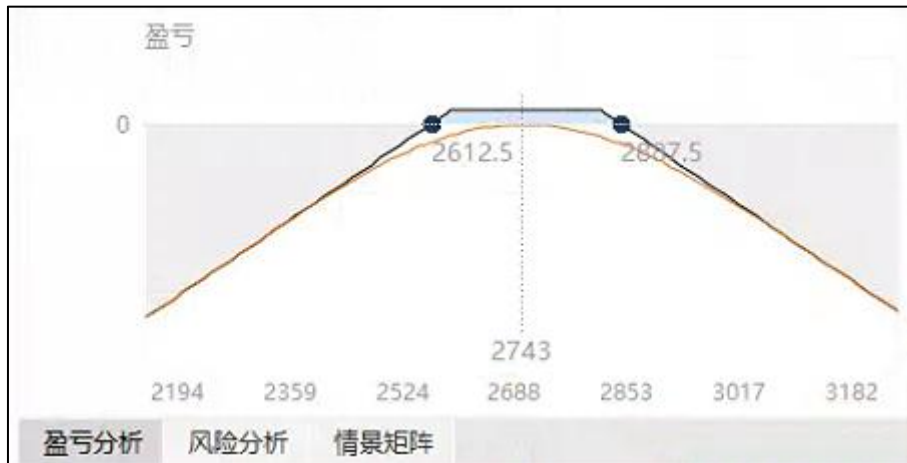


图 宽跨式组合策略盈亏图
资料来源：wind 方正中期期货研究院

四、套利机会分析

（一）跨品种套利

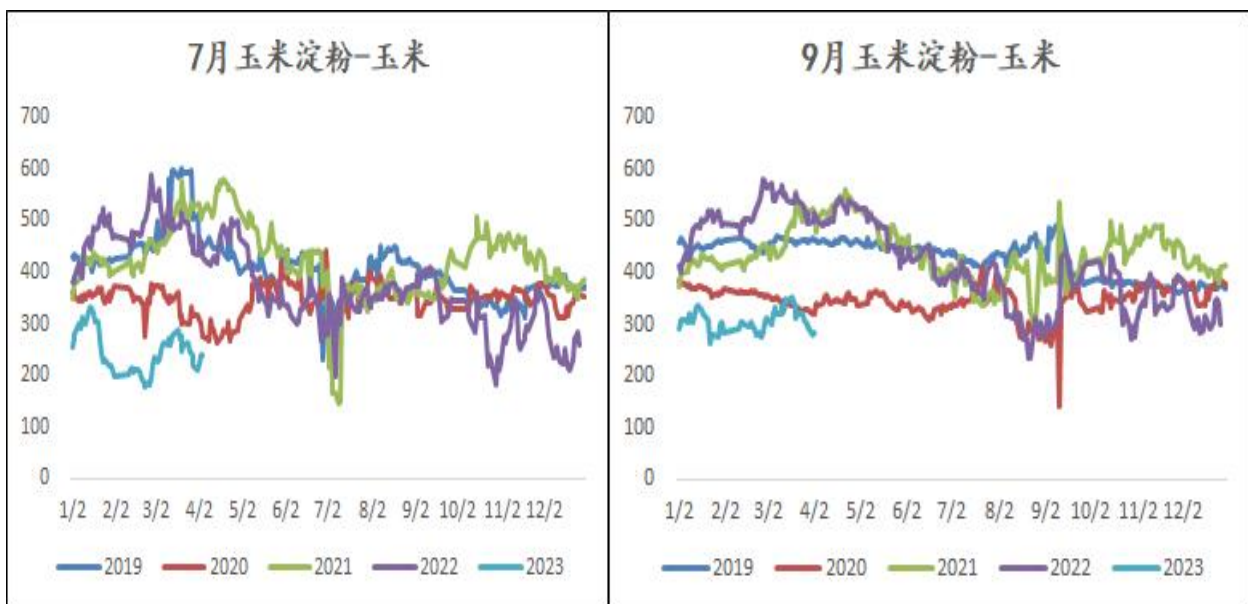


图 7月合约淀粉-玉米价格
资料来源：方正中期期货研究院

图 9月合约淀粉-玉米价格
资料来源：方正中期期货研究院

淀粉与玉米价差建议关注波段做多机会。统计数据角度来看，淀粉-玉米月价差基本在 200 到 600 区间波动，目前 7 月合约以及 9 月合约价差分别为 241、297，处于低位区间，统计角度来看，价差继续下行的空间不大。基本面角度来看，当前淀粉消费端压力仍在，企业加工利润仍然面临比较大的压制，不过持续负利润以及玉米粮源逐步收敛的情况下，企业的挺价意愿预期也将逐步增强，基

本面角度利润继续下滑的空间或有限，不过上行的动能略有不足。因此操作方面建议关注价差的波段做多机会。

（二）玉米跨期套利

玉米月间价差建议关注 7-9 的做空机会以及 9-11 的做多机会。历史统计数据来看，玉米 7-9 价差大多数时间在-100-50 区间波动，最新的价差为 11，处于中高位水平，统计角度来看，价差继续向上的空间不大，玉米 9-11 价差大多数时间在-50-100 区间波动，最新的价差为 15，处于中位水平，价差驱动不明显。供应端来看，9 月玉米市场处于供应最为低迷的时期，7 月的余粮水平要高于 9 月，11 月则是新粮上市的时间段，因此供应端对于 9 月的支撑最强。需求端来看，7 月、9 月、11 月都是养殖的高峰时间段，相对来说，替代谷物影响对 7 月的冲击可能会大一点，因此消费端对 9 月和 11 月支撑要强于 7 月。总体来看，供需两端对于 9 月的支撑，因此 7-9 价差建议关注做空机会，9-11 价差建议关注做多机会。

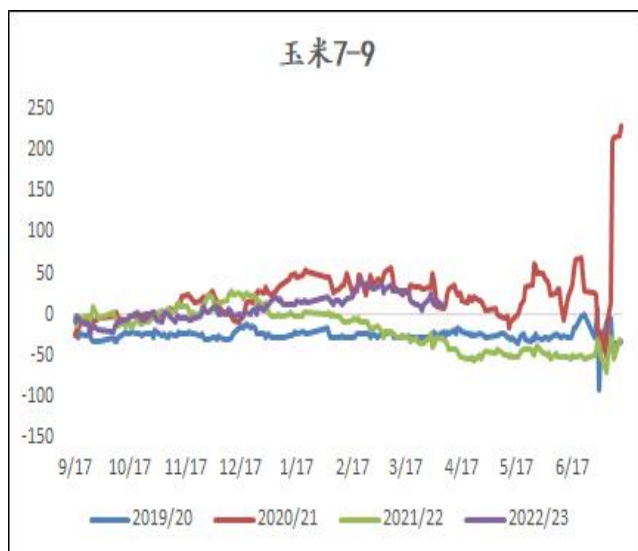


图 玉米 7-9 合约价差
资料来源：方正中期期货研究院

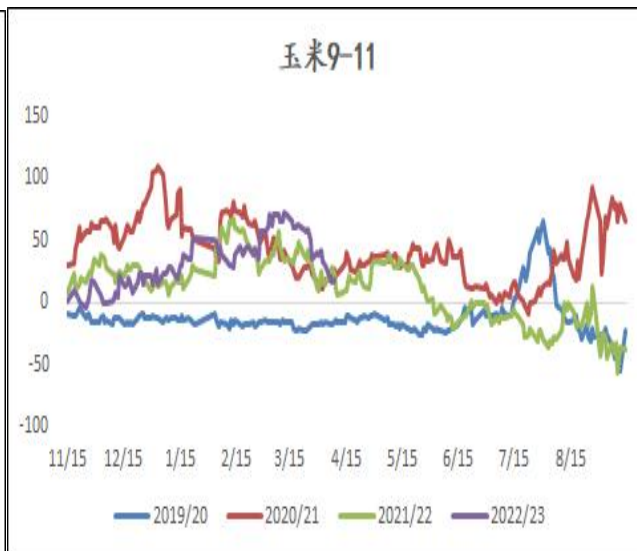


图 玉米 9-11 合约价差
资料来源：方正中期期货研究院

五、观点总结与操作策略

(一) 玉米指数价格季节性分析

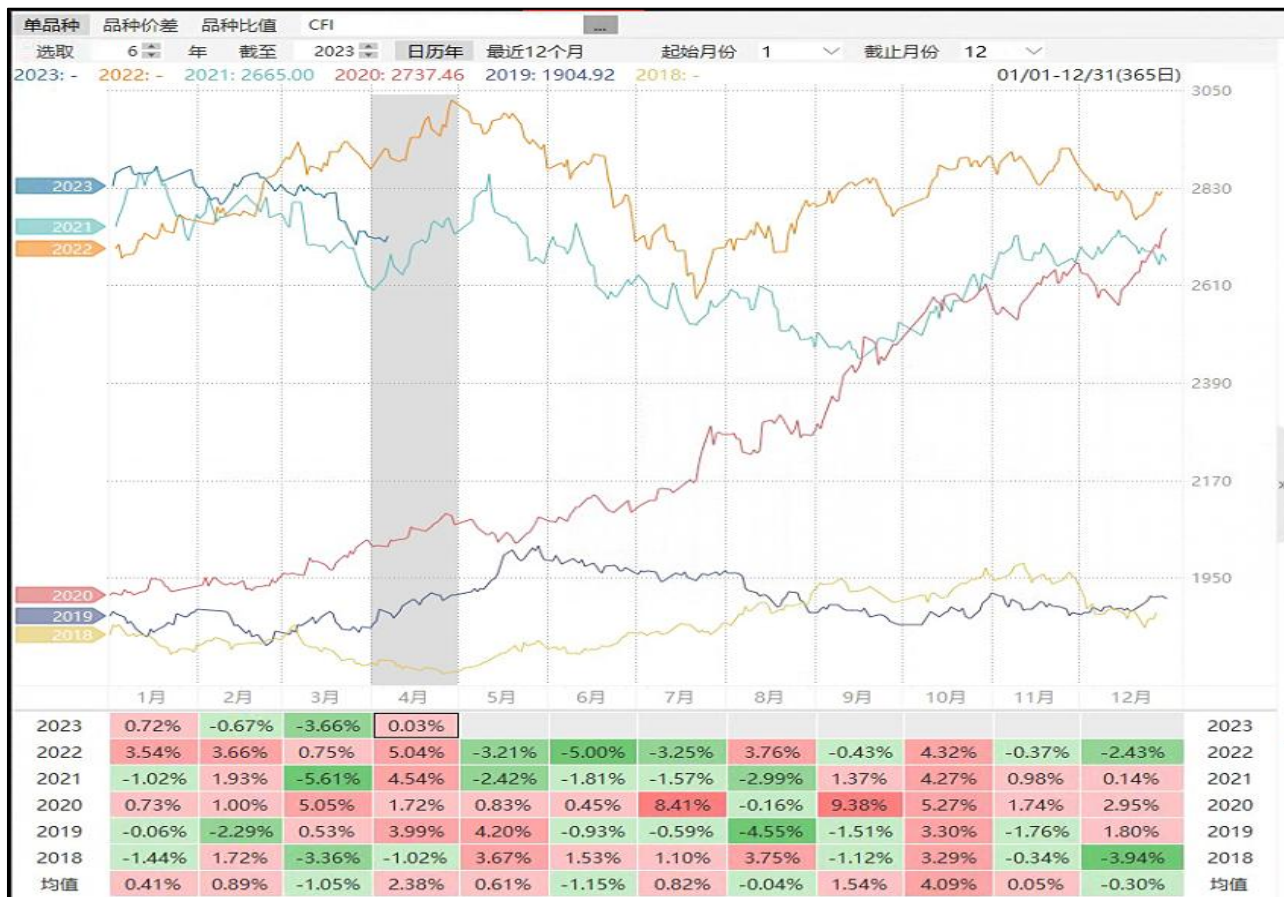


图 玉米指数价格涨跌变化

资料来源: wind 方正中期期货研究院

玉米期货指数季节性图表来看，4月、10月上涨的概率较大，6月下跌的概率比较大。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，此外，随着粮源的不断消耗，4月市场粮源以贸易商为主，同时下游消费逐步进入旺季，阶段性供应偏紧状态下，玉米价格也容易上涨。6月份玉米价格下跌主要是受到替代谷物的影响，近两年其他谷物对于玉米替代影响比较大，打破了玉米价格以往的季节性规律，进而出现6月份价格容易下跌的情况。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。

(二) 玉米淀粉指数价格季节性分析

玉米淀粉期货指数季节性图表来看，4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。

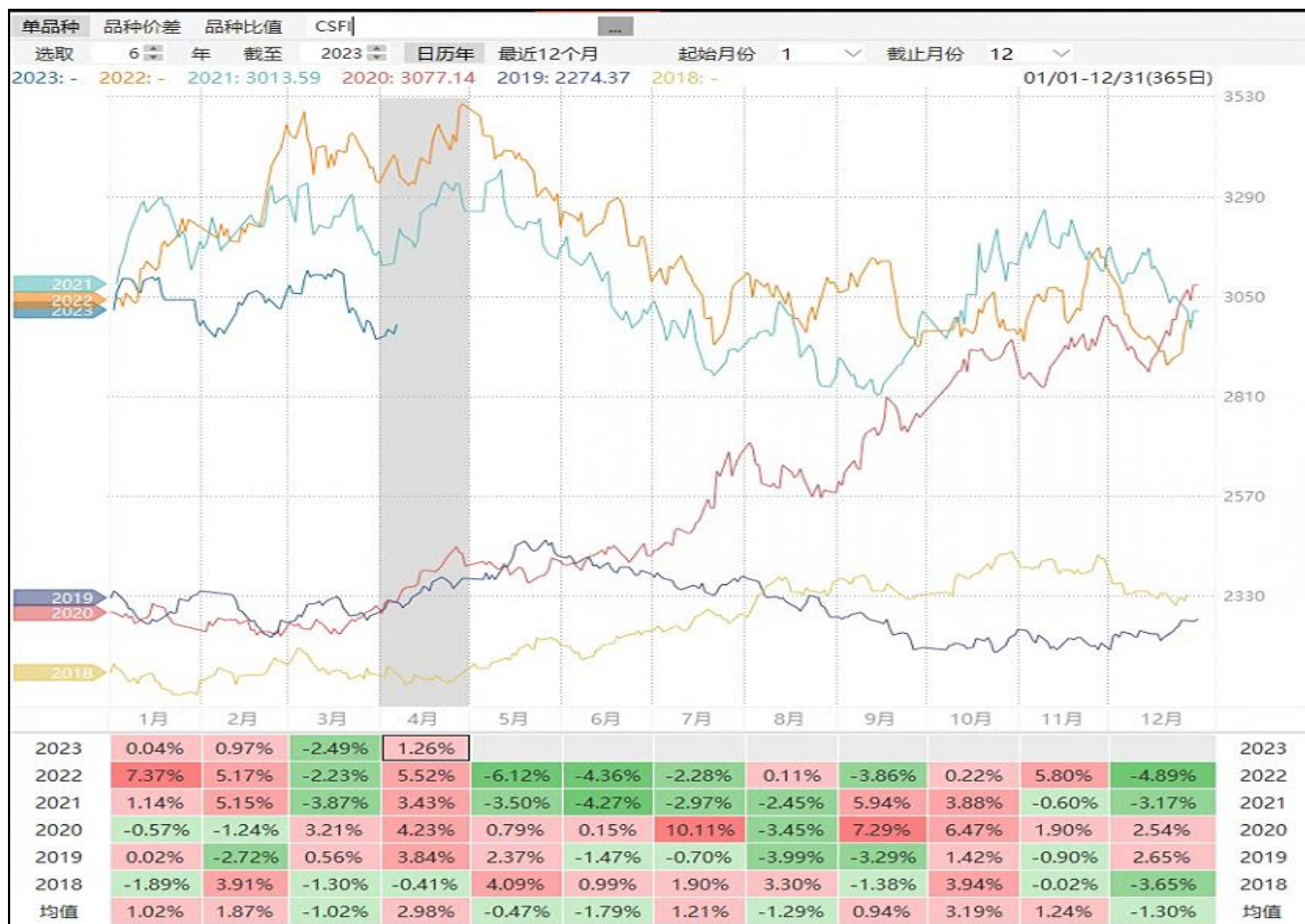


图 玉米淀粉指数价格涨跌变化
资料来源：wind 方正中期期货研究院

（三）玉米市场观点总结以及操作建议



图 玉米 07 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，二季度市场关注点主要围绕是三个方面，一是旧季粮源的释放节奏；二是进口市场变化；三是新季玉米市场的情况。旧季粮源释放节奏来看，二季度粮源主体将转向贸易商，时间窗口对其有利的情况下，其粮源释放节奏预期平缓态势。进口市场变化来看，二季度面临“量”和“价”的双重考验，旧季美玉米出口可弥补空间收窄，同时新作美玉米扩产预期下，外盘期价面临压力，国内进口端还面临巴西进口打开的影响。新季玉米市场情况来看，种植面积存在一定的分歧，种植意愿角度来看，调研数据反馈种子供应紧张意味着面积降幅有限，不过大豆补贴力度加大依然制约面积增幅，整体维持稳中略降的预期。整体来看，二季度供应端多空参半，贸易商粮源释放节奏放缓以及天气不确定性给市场带来支撑，但是进口端又给市场带来压力。

需求端来看，二季度市场关注点主要围绕三个方面，一是养殖端季节性改善力度；二是其他谷物的替代兑现情况；三是深加工消费季节性变化。养殖端季节性改善力度来看，生猪养殖利润变化是边际影响的锚点，其对饲用消费端备货节奏有着比较大的影响。其他谷物的替代情况来看，关注小麦的替代空间以及定向

稻谷的拍卖兑现情况，该兑现过程可能会打破以往季节性规律。深加工消费情况来看，主要关注季节性的收敛速度，消费支撑呈现逐步下滑的表现。整体来看，二季度消费端的支撑主要是养殖端的季节性改善预期，其他谷物替代以及深加工消费趋弱收敛养殖端的支撑，关注兑现节奏的情况。

综合来看，玉米市场利空主要来自于进口端以及替代谷物端，随着价格的下滑，利空影响逐步消化，二季度利空影响兑现不及预期的话，很可能会带动预期的修正，此外贸易商粮源释放节奏放缓以及养殖端季节性改善预期奠定二季度市场的主要支撑。因此对于玉米期价二季度波动预期呈现震荡上行波动，玉米 07 合约运行区间预期在 2630-2880，玉米 09 合约的波动区间预期在 2640-2840。操作方面，建议上游企业可以考虑卖出虚值看涨期权收取权利金以弥补收入损失；建议下游企业关注低位买保机会；建议投资者关注逢低波段做多机会。

（四）玉米淀粉市场观点总结以及操作建议



图 玉米淀粉 07 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，行业利润仍然看不到明显起色的情况下，企业开机率或延续季节性的逐步下滑波动，淀粉产量预期继续呈现相对下滑波动。

需求端来看，消费内生驱动力仍然不足，叠加季节性消费淡季施压，整体消费延续稳中偏弱预期。

综合来看，淀粉市场二季度面临供需双降的情况，持续负利润以及玉米粮源逐步收敛的情况下，企业的挺价意愿预期也将逐步增强，叠加成本端玉米价格存在支撑的情况下，玉米淀粉期价或呈现区间内震荡偏强波动。对于淀粉 07 合约整体维持震荡偏强预期，运行区间预期在 2900-3150，淀粉 09 合约的运行区间预期 2900-3200。操作方面建议下游企业关注低位的买保机会；投资者建议关注波段做多机会。

六、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	49.43	-0.32%	4.19%
000876.SZ	新希望	饲料养殖	14.1	6.09%	11.02%
000639.SZ	正邦科技	饲料养殖	3.36	-3.45%	-19.42%
002311.SZ	海大集团	饲料养殖	56.99	-10.34%	-7.06%
000639.SZ	西王食品	玉米深加工	5.13	-5.18%	10.56%
002299.SZ	圣农发展	肉鸡养殖	24.66	-3.60%	5.79%
000998.SZ	隆平高科	种业运营	16.2	-6.63%	1.89%
截至日期:				2023-04-07	

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	010-85881295
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	010-85881228
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一路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	上海市浦东新区长柳路58号证大立方大厦604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样年喜年中心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二段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
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
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
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
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	陕西省西安市高新区太白南路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
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
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责任公司	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。