

热点报告-玉米

芽麦比例增加对玉米的影响解读



走势评级：玉米：震荡
报告日期：2023 年 5 月 29 日

★ 热点事件

近日小麦主产区出现连续阴雨天气，多地小麦已发芽。市场担忧小麦减产的同时，也预期或将有更多芽麦被迫进入饲用领域。

★ 近远月玉米所受影响或将分化

小麦发芽比例增加，对优质食用小麦为确定性利多，但对玉米的影响路径则较为复杂，一方面是芽麦的抛压和饲用比例增加利空近月玉米基本面，另一方面，过度发芽和霉变也将降低小麦饲用价值，加上前期的不利天气，小麦存在减产从而利多远月玉米的可能性。

2018 年 5 月也曾出现出产区小麦遭遇降水而发芽的情况，尽管当时临储库存玉米仍在充分保障供给，且芽麦比例估计不高，玉米价格总体维持震荡趋势，但小麦价格和 C1809 仍然都表现出了先跌后涨的特征，与芽麦上市后抛压的出现与消退相对应。

★ 行情展望及投资建议

新麦上市前，陈麦价格预计将继续上行，玉米短期或也将跟涨。新麦收割完成后，预计将进入发芽小麦集中抛售阶段；若芽麦比例不高，则不改变小麦过剩挤压玉米饲用需求的预期；若芽麦比例较高，则卖压将较大，总体上预计 07、09 合约将下跌；新麦产量确定后，小麦单产下降、芽麦饲用价值的随时间下降的利多，或将在远月合约上显现，叠加原本存在的玉米轮入和政策性收购预期，11、01 合约预计将上涨。

近期玉米的反弹或将给出 07、09 合约做空的空间，同时建议关注小麦定产调研和玉米 11、01 合约的逢低做多机会。此外，玉米淀粉盈利或因小麦淀粉涨价而提振，关注 CS-C 价差做阔机会

★ 风险提示

天气；小麦发芽程度和比例；政策调控的不确定性。

方慧玲 首席分析师(农产品)

从业资格号：F3039861

投资咨询号：Z0010565

Tel: 8621-63325888-2737

Email: huiling.fang@orientfutures.com

联系人 杨云兰

从业资格号：F03107631

Tel: 8621-63325888-4192

Email: yunlan.yang@orientfutures.com

主力合约行情走势图（玉米）



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

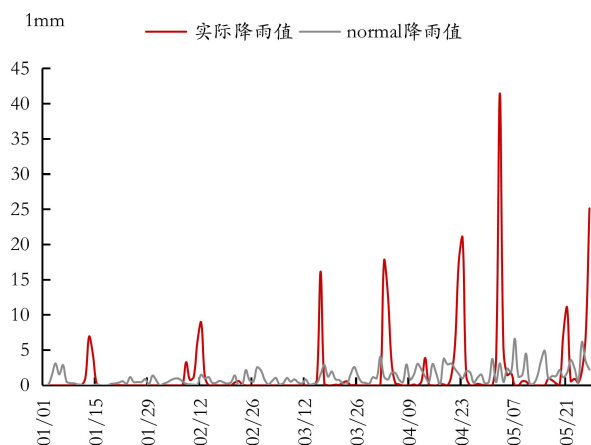
1、热点事件：主产区小麦遇强降水，引发较大范围出芽.....	3
2、近远月玉米所受影响或将分化.....	3
(1) 小麦发芽比例增加，对优质食用小麦为确定性利多。.....	3
(2) 对近月玉米基本面预计利空，远月玉米或存利多可能。.....	3
(3) 若食用小麦缺口较大，玉米淀粉利润后期或将受提振.....	5
3、行情展望及投资建议.....	5
4、风险提示.....	6

1、热点事件：主产区小麦遇强降水，引发较大范围出芽

近日小麦主产区出现连续阴雨天气，小麦收割进度延缓，根据河南省农业农村厅数据，截至 2023 年 5 月 27 日 17 时全省小麦收获进度为 3.97%；同时，新闻中农户也普遍反映出现小麦穗发芽现象。

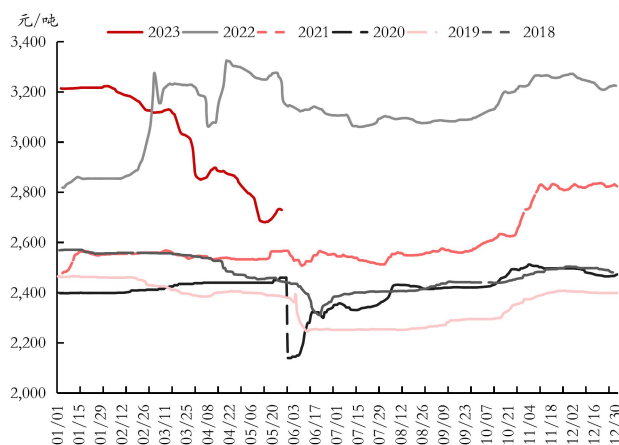
因担忧优质小麦供应不足，近日陈麦价格加速反弹，轮换粮拍卖也呈现出高溢价、高成交态势。当前以小麦价格为核心锚定的玉米，也出现跟涨，主力期价近一周涨幅近 3%。

图表 1：2023 年河南地区降雨量趋势



资料来源：REFINITIV、东证衍生品研究院

图表 2：全国小麦均价近期反弹



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

2、近远月玉米所受影响或将分化

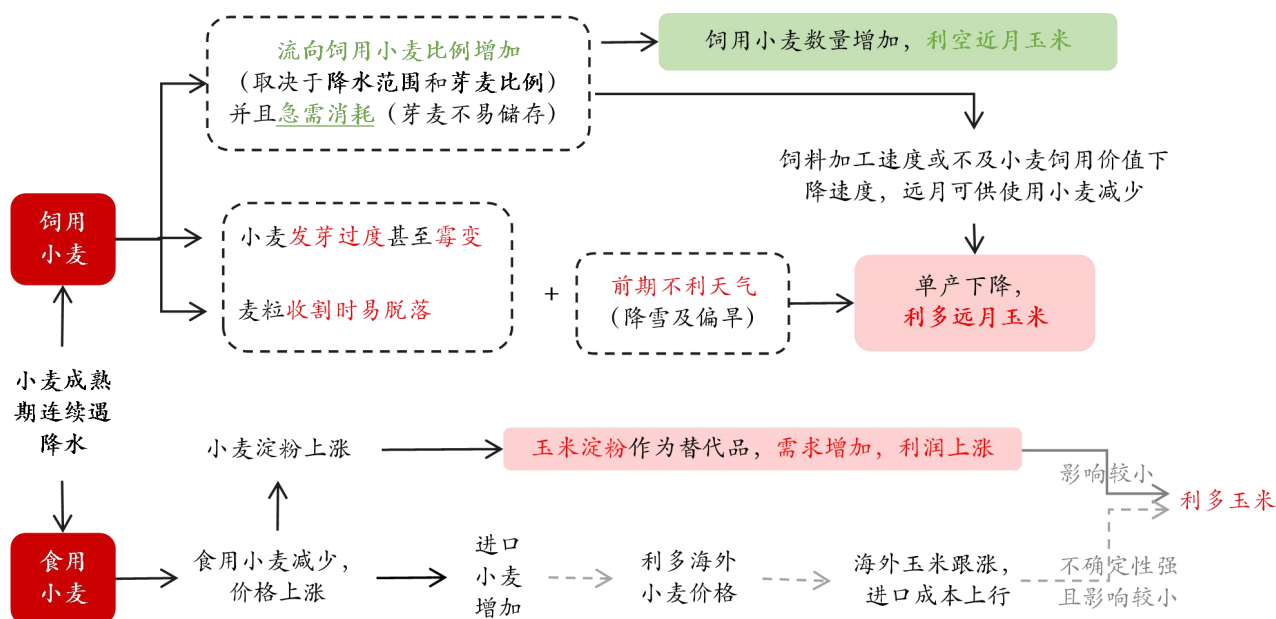
(1) 小麦发芽比例增加，对优质食用小麦为确定性利多。

芽麦加工制作面粉时，只能以很小的比例与正常小麦混合使用，一般不超过 10%。原因是发芽小麦内部的 α -淀粉酶活性显著提升，将使淀粉过量糊化，从而降低其胶体性质，无法阻止气体逸出，最终导致面粉不起发、口感显著降低。本次降水将导致优质小麦供应减少，对陈小麦与优质新麦的影响均为确定性利多，而食用小麦的缺口或将由更多的储备和进口来弥补。

(2) 对近月玉米基本面预计利空，远月玉米或存利多可能。

本次事件对玉米的影响路径较为复杂，如图 3 所示。

图表 3：小麦发芽比例增加，对玉米的影响路径



注：黑色实线表示影响路径，灰色实线代表影响较小，灰色虚线代表影响较小同时不确定性强

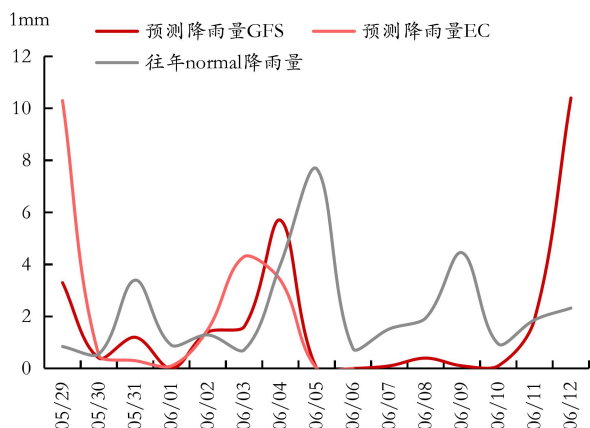
资料来源：东证衍生品研究院

泡水后初步发芽的小麦的饲用价值并不会受到负面影响，相反，酶的活性提升后使部分多糖预水解，在适口性、消化率上还有一定优势，故芽麦率增加将使流向饲用的小麦占比提升。若小麦发芽程度过高，籽粒中的能量将会被逐渐消耗，若是发生了霉变，饲用价值将进一步下降，添加比例也将受限。

再加上今年3-4月河南等地的降雪以及雪后偏旱的天气，今年小麦单产预计将明显下降，此前的丰产预期或需下调，并且不排除产量下降的可能。此外，发芽小麦不易储存，需要尽快消耗，饲料加工速度或不及小麦饲用价值下降速度，可能导致远月可供使用的小麦减少。草根调研显示，河南地区出芽率已达30%-50%，天气预报显示，未来一周河南、江苏仍有1-2天的较强降水，预计芽麦范围和占比将较大，因此，本次降水事件预计将利空玉米近月基本面，对远月玉米存在利多可能，主要取决于最终的定产调研。

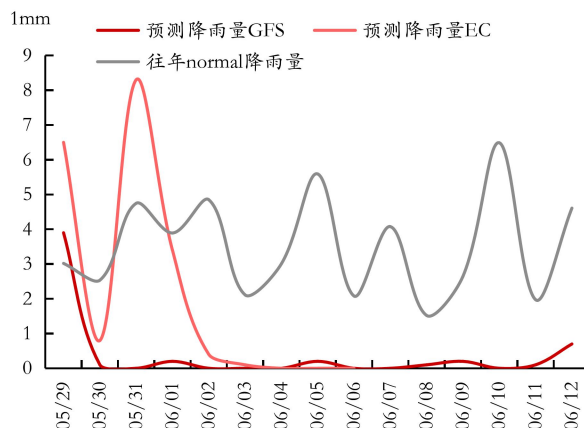
回顾历史，2018年5月也曾出现出产区小麦遭遇降水而发芽的情况，如图2所示，小麦价格在6月因芽麦上市抛售而跳跃性下跌，不过芽麦比例并不高，并未造成食用小麦的显著短缺，故此小麦价格逐渐回归正常。玉米主力合约C1809也表现出一定先跌后涨的特征（在6月上旬震荡下行，6月中下旬震荡上行）。不过当时供需格局与当前差异较大，临储库存玉米仍在充分保障供给，且市场对芽麦总量的估计值也较小，玉米的震荡趋势未发生改变。

图表 4: 河南降雨量预测



资料来源: REFINITIV、东证衍生品研究院

图表 5: 江苏降雨量预测



资料来源: REFINITIV、东证衍生品研究院

(3) 若食用小麦缺口较大, 玉米淀粉利润后期或将受提振

小麦淀粉以小麦面粉为主要原料, 与玉米淀粉之间互为替代品。后期食用小麦供应若缺口较显著, 或也将带动玉米淀粉的需求增加, 而玉米淀粉价格在大趋势上跟随玉米波动, 对原料玉米的反向影响相对较小 (因耗用玉米量的比例相对较低, 约 16.5%)。

此外, 进口小麦采购需求上涨带动国际小麦价格上行的可能性不大, 国际谷物价格所受的影响因素较多, 而且我国历史上进口小麦占全球出口量比例较低, 进口量的多少一取决于小麦最终产情, 二取决于政策。从国际小麦到国际玉米再到国内玉米的传导路径, 影响则更小、不确定性因素也更多。

3、行情展望及投资建议

在新小麦上市前, 陈麦价格预计将继续上行, 玉米饲用受小麦挤压的情况预计略有缓和, 短期或也将跟涨。现阶段玉米各月合约的震荡上行, 除了受灾的情绪影响外, 预计主要也是受此逻辑驱动。

新小麦收割完成后, 预计将进入发芽小麦的抛售阶段, 时间上预计较为集中、抛压较大; 数量上, 有可能超过此前预计的需要由饲用消化的小麦量。总体上预计 07、09 合约将下跌。

新麦产量确定后, 小麦单产下降、芽麦饲用价值的随时间下降的利多, 或将逐渐在远月合约上显现, 而新季玉米收获后, 原本也存在的玉米轮入的利多和政策性收购的预期, 11、01 合约预计将上行。

近期玉米 07、09 合约的上涨或将给出做空的空间，同时建议关注小麦定产调研情况和玉米 11、01 合约后期的逢低做多机会。此外，后期食用小麦缺口若较大，玉米淀粉利润将小麦淀粉而提振，届时建议关注淀粉-玉米价差的做阔机会。

4、风险提示

天气；小麦发芽程度和比例；政策调控的不确定性。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com