

## 策略报告

## 供需预期转宽松，成本下降，价格重心下移

2022 年 12 月 15 日

## 玉米 2023 年度投资策略

DCE 玉米周 K 走势图 (单位: 元/吨)



资料来源: 文华财经, 招商期货

研究员: 马幼元

0755-88377240

[mayouyuan@cmschina.com.cn](mailto:mayouyuan@cmschina.com.cn)

投资咨询号: Z0018356

2022 年前期受俄乌冲突及天气炒作影响国内外玉米期价大幅走强。后期随着全球经济衰退炒作、俄乌冲突缓解, 美玉米库消比回升, 国内外玉米期价再度回落。展望 2023 年, 全球玉米供需预期转宽松, 种植成本下降, 价格重心下移。国内产需缺口扩大, 补缺口的路径更多由内转外, 价格重心将跟随外盘下移。

#### □ 美玉米种植利润丰厚带动远期产量预期回升, 供需预期转宽松, 价格重心下移。

美玉米出口和工业消费仍有下调可能, 本年度库消比仍有上调可能。而目前玉米种植利润丰厚, 下年度美玉米产量有望明显增长, 如果仅考虑产量端的变化, 下年度库销比预计明显回升。而以美玉米在全球玉米市场中的份额来看, 全球玉米市场库销比也有望回升, 全球供需预期有望逐步转宽松。从往年美玉米库消比和农场平均价关系来看, 库消比和农场价格成负相关, 那么随着库消比的回升, 美玉米农场平均价将下行。也即随着美玉米远端供需预期转宽松, 美玉米价格重心将下移。

随着原油价格下跌和俄乌冲突缓解, 后期种植成本有望下降。随着欧美经济转差, 需求下滑, 全球疫情形势逐步好转, 港口周转加快, 运费有望逐步下降, 这也将带动国际贸易成本下降, 谷物进口国进口成本下降。

#### □ 国内产需缺口扩大, 补缺口由内转外。跟随国际玉米价格重心下移。

新年度需求增加将带动产需缺口扩大。但考虑到补缺口将逐步由内转外, 从临储玉米拍卖到国产小麦水稻拍卖, 国内谷物库存已经降至低位, 依靠进口来补缺口的路径依赖将逐步增强, 预计进口补充也能够满足国内自身需求。而全球玉米供需格局将转宽松, 种植成本及国际运费将逐步下移, 加上人民币有望逐步升值, 国际进口玉米价格下降将带动国内玉米价格下降。

#### □ 行情展望: 22/23 年度因为产量变化不大而需求有所增加, 产需缺口略有扩大。补缺口的路径更多由内转外, 外盘谷物供需及价格变化对国内价格的影响会越来越大。国内玉米价格将根据自身阶段性供需松紧的变化围绕进口成本上下波动, 同时国内替代谷物价格、种植成本及贸易成本也对期价产生影响, 预计本年度国内玉米期价有望在 2600-2900 元/吨之间高位震荡。

#### □ 风险提示: 地缘冲突, 异常天气。

## 正文目录

一、	2022 年玉米走势回顾.....	6
二、	全球谷物供需 .....	7
(一)	种植利润丰厚带动美玉米远期产量预期回升 .....	7
(二)	美玉米出口及工业需求预计下滑 .....	10
(三)	美玉米远端供需预期转宽松，价格重心下移 .....	13
(四)	种植成本有望下移，国际物流成本下降 .....	14
三、	国内供需情况 .....	15
(一)	国内替代品供应 .....	15
(二)	饲料需求先抑后扬 .....	19
(三)	深加工玉米需求维持稳定 .....	23
(四)	国内产需缺口扩大，补缺口由内转外 .....	24
四、	区域格局及目前市场状态 .....	26
五、	未来市场展望 .....	28

## 图表目录

图 1: CBOT 玉米周 K 走势图 (单位: 美分/蒲式耳)	7
图 2: DCE 玉米周 K 走势图 (单位: 元/吨)	7
图 3: CBOT 小麦周 K 走势图 (单位: 美分/蒲式耳)	7
图 4: CBOT 玉米净多仓-期价 (单位: 美分/蒲式耳)	7
图 5: 全球各类谷物产量及占比 (千吨, %)	8
图 6: 国际玉米小麦价格 (美元/蒲式耳)	8
图 7: 全球玉米库销比 (%)	8
图 8: 全球除中国外玉米库销比 (%)	8
图 9: 全球高粱库销比 (%)	8
图 10: 全球高粱库销比 (%)	8
图 11: 全球各地玉米产量及占比 (千吨, %)	9
图 12: 全球各地玉米出口及占比 (千吨, %)	9
图 13: 美玉米库存消费比 (%)	9
图 14: 巴西玉米库存消费比 (%)	9
图 15: 阿根廷玉米库存消费比 (%)	9
图 16: 乌克兰玉米库存消费比 (%)	9
图 17: 美玉米大豆净利润 (美元/英亩)	10
图 18: 美玉米种植面积 (百万蒲式耳)	10
图 19: 美国玉米月度出口 (千吨)	11
图 20: 巴西玉米月度出口 (千吨)	11
图 21: 阿根廷玉米月度出口 (千吨)	11
图 22: 乌克兰玉米月度出口 (千吨)	11
图 23: 美玉米本年度净销售 (万吨)	11
图 24: 当前市场年度美玉米对中国净销售 (万吨)	11
图 25: 美玉米出口检验量 (万吨)	12
图 26: 美玉米周度出口装船 (万吨)	12
图 27: 美国汽油日需求量(千桶)	12
图 28: 美国乙醇生产利润 (美元/加仑)	12
图 29: 美国燃料乙醇日产量(千桶)	13
图 30: 美国燃料乙醇期末库存(百万桶)	13
图 31: 美玉米库消比 VS 农场平均价	14
图 32: 美玉米种植成本变化 (单位: 美元/英亩)	15
图 33: 美豆种植成本变化 (单位: 美元/英亩)	15
图 34: 全球干散货船港口拥堵指数	15

图 35: 美湾-中国北方粮食运费 (美元/吨)	15
图 36: 玉米及替代品进口 (单位: 万吨)	16
图 37: 玉米及替代品进口 (单位: 万吨)	16
图 38: CBOT 及 DCE 玉米走势 (单位: 美分/蒲、元/吨)	16
图 39: 美玉米进口利润 (单位: 元/吨)	16
图 40: 2021/22 年度玉米分国别进口占比 (单位: %)	17
图 41: 玉米分国别进口 (单位: 万吨)	17
图 42: 高粱分国别进口 (单位: 万吨)	17
图 43: 大麦分国别进口 (单位: 万吨)	17
图 44: 历年小麦拍卖成交情况 (单位: 万吨)	18
图 45: 2022 年小麦拍卖情况 (单位: 万吨)	18
图 46: 国产小麦供需 (单位: 万吨)	18
图 47: 山东小麦进厂价(元/吨)	18
图 48: 小麦-玉米价差 (单位: 元/吨)	18
图 49: 小麦分月进口量 (单位: 万吨)	18
图 50: 定向稻谷拍卖成交 (单位: 万吨)	19
图 51: 稻谷和大米月度进口量 (单位: 万吨)	19
图 52: 能繁母猪存栏 (单位: 万头)	20
图 53: 生猪存栏 (单位: 万头)	20
图 54: 全国商品猪月度出栏量 (单位: 头)	20
图 55: 生猪定点屠宰企业屠宰量 (单位: 万头)	20
图 56: 22 个省市仔猪周度平均价(单位: 元/公斤)	20
图 57: 22 个省市生猪平均价(元/公斤)	20
图 58: 自繁自养养殖利润(单位: 元/头)	21
图 59: 外购仔猪养殖利润(单位: 元/头)	21
图 60: 蛋鸡在产存栏 (单位: 亿只)	22
图 61: 蛋鸡存栏预估单位: (单位: 亿只)	22
图 62: 鸡蛋棚前批发价(单位: 元/公斤)	22
图 63: 蛋鸡养殖预期盈利 (单位: 元/只)	22
图 64: 白羽肉鸡父母代在产存栏数(单位: 万羽)	22
图 65: 肉鸡养殖预期盈利 (单位: 元/只)	22
图 66: 饲料产量季节性 (单位: 万吨)	23
图 67: 玉米深加工企业玉米周度消耗量 (单位: 万吨)	23
图 68: 氨基酸企业玉米周度消耗量 (单位: 万吨)	23
图 69: 玉米淀粉企业玉米周度消耗量 (单位: 万吨)	24

图 70: 玉米酒精企业玉米周度消耗量 (单位: 万吨))	24
图 71: 玉米播种面积 (单位: 千公顷)	25
图 72: 玉米单产 (单位: 吨/公顷)	25
图 73: 玉米产量 (单位: 万吨)	25
图 74: 国内年度产需缺口 (单位: 千吨)	25
图 75: 北方港口玉米库存 (单位: 万吨)	26
图 76: 广东内外贸玉米库存 (单位: 万吨)	26
图 77: 广东港内贸玉米出货量 (单位: 万吨)	27
图 78: 广东港内贸玉米出货占比(单位: %)	27
图 79: 深加工企业玉米库存 (单位: 万吨)	27
图 80: 锦州港玉米平仓价(单位: 元/吨)	27
图 81: 广东玉米现货价(单位: 元/吨)	27
图 82: 玉米 05 合约基差(单位: 元/吨)	27
图 83: 玉米 59 价差(单位: 元/吨)	28
图 84: 玉米淀粉-玉米 05 合约价差(单位: 元/吨)	28

## 表目录

表 1: 美玉米供需平衡表 (百万英亩、蒲式耳、百万蒲式耳)	13
表 2: 国内玉米供需 (万吨)	25

## 一、2022 年玉米走势回顾

2022 年国内玉米价格走势主要受几个主要的事件影响。第一个事件是发生在 2 月 24 日的俄乌冲突，俄乌冲突使得国内主力合约价格创出 3046 元/吨的历史新高。俄罗斯和乌克兰分别为第一和第三大小麦出口国，占全球小麦出口的 29%，两国玉米出口占全球玉米出口的 19%，其中国内自乌克兰进口的玉米占国内进口总量的 30%，自美国进口玉米占比 70%。俄乌作为重要的谷物出口国，市场担心军事行动影响谷物运输，使得两国出口受限制，那么国际贸易流紧张，贸易商将寻找替代品，这利好美国谷物出口，同时战事也影响了乌克兰新作种植，导致新作产量下降，以上使得 CBOT 小麦及玉米大幅走高，外盘谷物价格走高也导致国内进口成本走高，带动国内期现货走高。俄乌冲突从供需的直接传导上对国内影响有限。不过美麦和美玉米走高，将使得国内进口小麦及玉米成本明显走高，同时市场看涨情绪也带动国内小麦及玉米现货走高，俄乌冲突通过影响进口谷物成本及市场情绪，带动国内玉米期价走高。

第二个事件则是美玉米种植进度炒作。4 月份外盘玉米主要炒作低温高湿天气导致播种进度偏慢，美玉米走高带动国内期价走高。而到 5 月份，前面两个事件逐步迎来转机，随着天气好转，美玉米种植进度明显加快，与此同时，俄乌冲突带来的不利影响也在逐步往好的方面发展，一方面为了缓解部分区域出现的粮食危机，欧美国家以及俄罗斯均有意向协助乌克兰出口粮食，出口增加将平抑市场价格；另一方面乌克兰谷物种植面积也高于市场预期，俄罗斯小麦产量高于市场预期。因此前期由于俄乌冲突及美玉米播种进度偏慢带来的期价升水，也因此得到部分修复，国内跟随走低。

第三个重要的事件则是衰退预期的炒作，随着欧美通胀的高居不下，美联储加息超预期，美元指数持续走强，市场担心经济进入衰退，宏观风险使得大宗商品整体回落，农产品也整体回落。期间，美玉米主产区天气炒作也落空，加速了期价回落。之所以炒作衰退能让期价大幅回落，我们认为供需面支持力不足也是一个潜在因素。从供需面来看，美玉米期价运行到 2012 年的高位区间，我们认为主要是疫情和地缘冲突给出了较高的情绪升水，种植成本的大幅抬升也有一定助力。而从美玉米及小麦出口明显低于去年同期来看，其实际供需并不紧张，也并没有因为俄乌谷物出口受限大幅受益，说明全球谷物供应并没有达到市场价格所反映的紧张程度，因此美玉米期价相对高估。经过这波回落美玉米也回调到 1 月初的位置，基本打掉了俄乌冲突及美玉米种植进度炒作带来的涨幅，国内跟随外盘回落。

最后就是受播种延迟及全球各地干旱高温天气影响，主要产区谷物及美玉米产量下调，美玉米供需进一步转紧，美玉米期价走高。但黑海协议延期及美国自身谷物出口较差，美玉米在 11 月率先回落。而国内因为疫情导致物流不畅，农户种植成本偏高惜售情绪浓厚，上量偏慢，国内玉米期价在 11 月分阶段性强于国外。不过随着巴西逐步进口且进口成本明显低于国内，美玉米期价回落给出进口利润，国内新玉米上量逐步增加，期价开始对标进口成本持续回落。



图 1: CBOT 玉米周 K 走势图 (单位: 美分/蒲式耳)



资料来源: 文华财经,招商期货

图 2: DCE 玉米周 K 走势图 (单位: 元/吨)



资料来源: 文华财经,招商期货

图 3: CBOT 小麦周 K 走势图 (单位: 美分/蒲式耳)



资料来源: 文华财经,招商期货

图 4: CBOT 玉米净多仓-期价 (单位: 美分/蒲式耳)



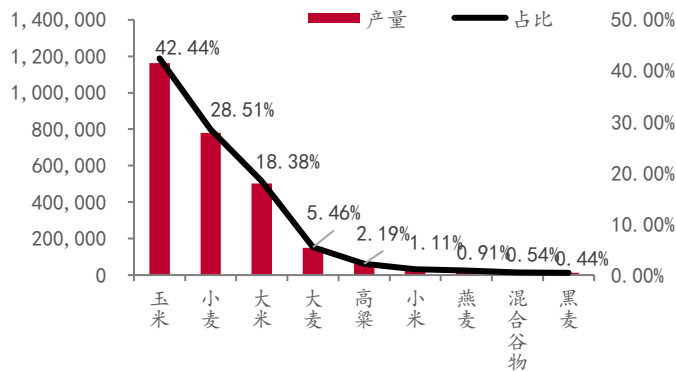
资料来源: WIND,招商期货

## 二、全球谷物供需

### (一) 种植利润丰厚带动美玉米远期产量预期回升

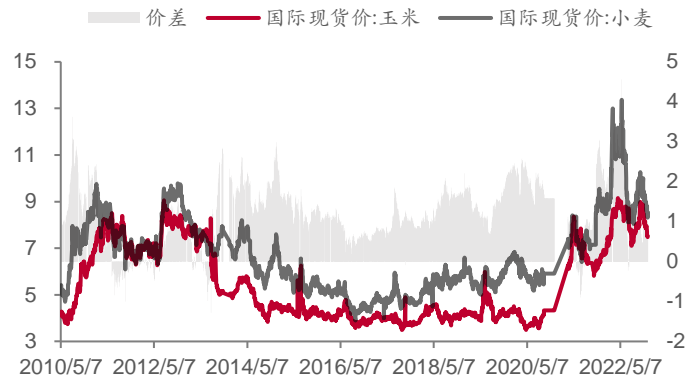
近几年来,随着玉米价格的大幅上涨,传统的食用谷物小麦、稻谷等流入饲用市场的量有所增加,玉米价格变化牵动着全球谷物价格的变化。2022/23 年度估计全球谷物产量为 27.37 亿吨,其中玉米产量为 11.62 亿吨,占比 42.44%,小麦 7.8 亿吨,占比 28.5%,大米 5 亿吨,占比 18.3%,大麦 1.5 亿吨,占比 5.46%,高粱 0.6 亿吨,占比 2.2%。从产量占比来看,全球谷物定价看玉米。其中玉米饲用占比超 6 成,小麦饲用占比约 2 成,大麦饲用占比约 7 成。饲用谷物更是以玉米为主,其次是大麦、高粱等谷物,食用谷物小麦、水稻等价格长期高于玉米、只有在少数玉米涨价较快的阶段出现较大量替代。而就全球主要饲用谷物供需格局来看,全球除中国外玉米库销比近年低位,不过已经有回升态势,12 月美国农业部报告显示,全球除中国 2022/23 年度玉米产量预估为 8.88 亿吨,11 月预估为 8.94 亿吨,同比下降 653 万;全球除中国 2022/23 年度玉米期末库存预估为 0.92 亿吨,11 月预估为 0.94 亿吨,同比下降 235 万吨。全球大麦及全球高粱库销比均处于近年来低位,全球饲用谷物总体供需形势异常严峻,供需紧张导致谷物价格涨至历史高位。

图 5：全球各类谷物产量及占比（千吨，%）



资料来源：USDA、招商期货

图 6：国际玉米小麦价格（美元/蒲式耳）



资料来源：商务部、招商期货

图 7：全球玉米库销比 (%)



资料来源：USDA、招商期货

图 8：全球除中国外玉米库销比 (%)



资料来源：USDA、招商期货

图 9：全球高粱库销比 (%)



资料来源：USDA、招商期货

图 10：全球大麦库销比 (%)

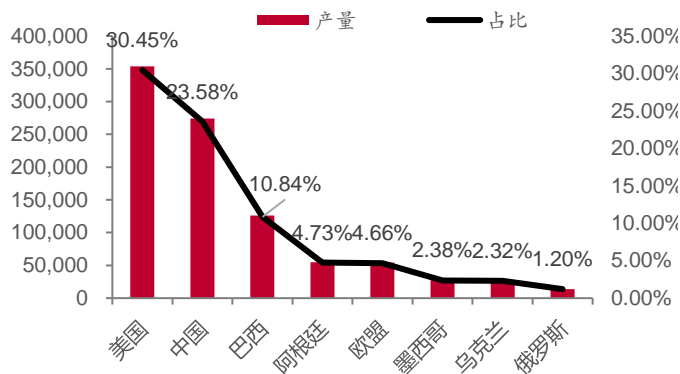


资料来源：USDA、招商期货

全球谷物定价看玉米，而全球玉米定价又要看美玉米。美玉米占据全球玉米总产量的 30%，也占据全球出口市场的 30%，加上美国 CBOT 市场又是国际玉米价格的风向标，美玉米价格走势对全球玉米价格走势起着至关重要的影响。从主要主产国来看，除乌克兰因为俄乌冲突库存累积，导致本年度库销比脉冲式增长外，其它主要主产国玉米库销比都是处于历史低位。

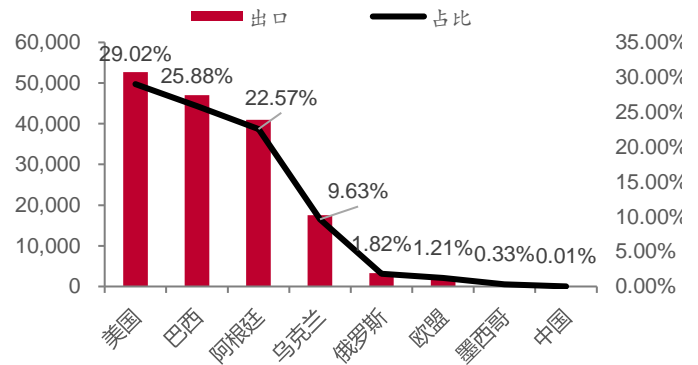


图 11：全球各地玉米产量及占比（千吨，%）



资料来源：USDA,招商期货

图 12：全球各地玉米出口及占比（千吨，%）



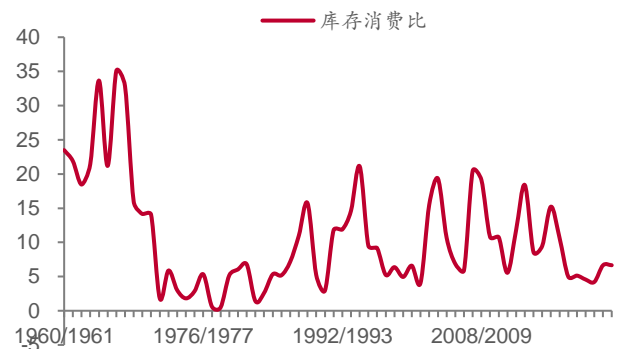
资料来源：USDA,招商期货

图 13：美玉米库存消费比 (%)



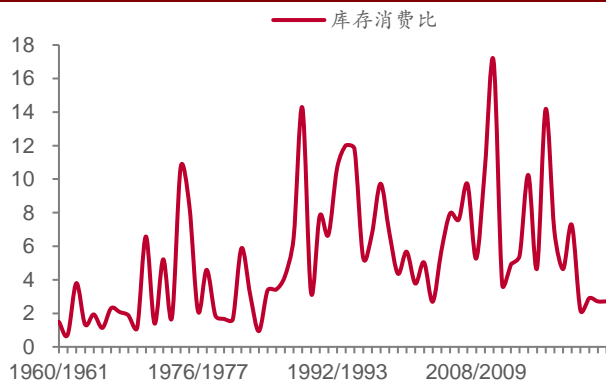
资料来源：USDA,招商期货

图 14：巴西玉米库存消费比 (%)



资料来源：USDA,招商期货

图 15：阿根廷玉米库存消费比 (%)



资料来源：USDA,招商期货

图 16：乌克兰玉米库存消费比 (%)

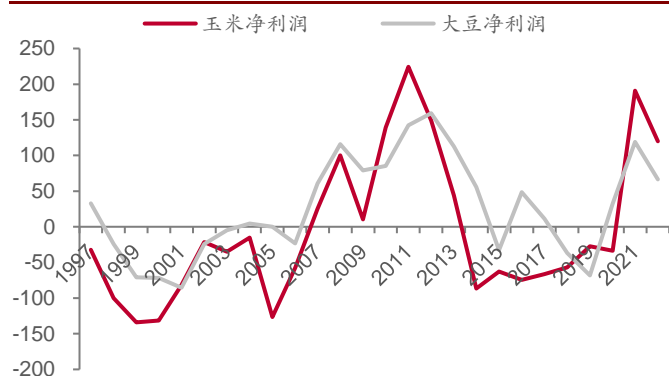


资料来源：USDA,招商期货

预计 2022 年美玉米种植收益为 120 美元/英亩,较 2021 年下降 81 美元/英亩。2021 及 2022 年美玉米种植收益处于近几年高位,且玉米种植收益高于美豆。虽然 2022 年美玉米种植利润好于大豆,但种植面积下降并低于大豆,主要由于俄乌冲突导致肥料价格上涨,供应紧张,播种前农户倾向于选择种植生产成本更低的大豆,且播种期间降雨较多影响播种,玉米弃种面积大幅增加。展望下年度,种植利润丰厚,有望刺激玉米种

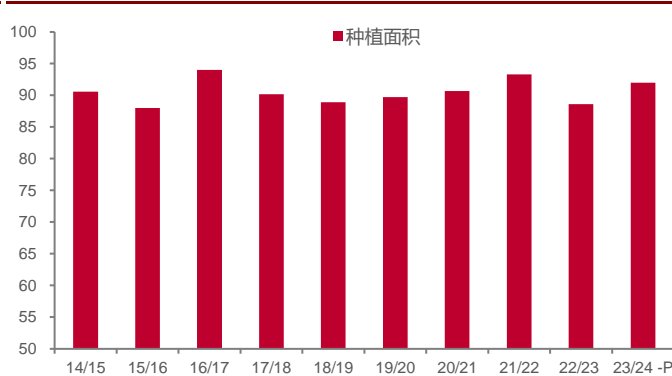
植面积增加，将带动玉米供应增加。而从美国农业部预测也印证了这一点，美国农业部预计 2023/24 年度农户将播种 9200 万英亩玉米，高于 2022/23 年度的 8860 万英亩；玉米产量将达到 152.65 亿蒲（3.877 亿吨），平均单产为每英亩 181.5 蒲，总产量将较 2022 年的 3.538 亿吨增加 9.58%，增量 3390 万吨。美玉米产量的明显回升将有望带动库销比回升，而以美玉米在全球玉米市场中的份额来看，全球玉米市场库销比也有望回升，全球供需预期有望逐步转宽松。

图 17：美玉米大豆净利润（美元/英亩）



资料来源：USDA,招商期货

图 18：美玉米种植面积（百万蒲式耳）

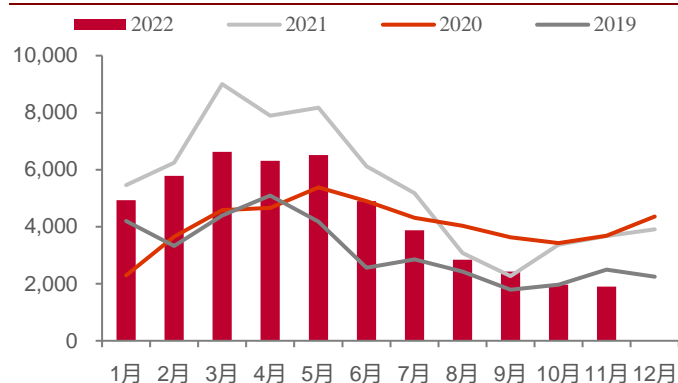


资料来源：USDA,招商期货

## （二）美玉米出口及工业需求预计下滑

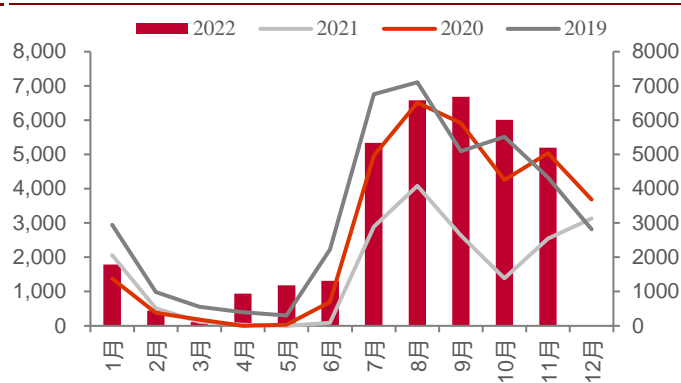
美玉米作为分析全球玉米供需的最重要的一环，弄清后期美玉米供需变化便显得尤为重要。前面我们已经提到，美玉米产量有望在下年度明显回升。而就需求端来说，我们认为未来美玉米需求有下滑可能。首先从出口来看，美玉米今年出口量下滑超 2 成，主要因为价格高，主要进口国进口减少。而相应的价格低廉的巴西出口则大幅增加，目前来看出口量已较去年翻倍有余。乌克兰受俄乌冲突影响，今年出口也下降了约 25%。巴西从美乌出口减少中大幅受益，随着国内增加自巴西玉米进口，预计巴西玉米出口量仍有可能维持高位，目前市场预测国内进口巴西玉米有望达 500 万吨。巴西抢占美玉米市场、乌克兰受益于黑海协议出口恢复性增长，美玉米出口市场受到较大冲击。从 USDA 高频数据来看，本年度截至目前，美玉米累计检验量 634 万吨，同比减少 32.39%。出口装船 667.34 万吨，同比减少 36.75%。当前市场年度全销售 814 万吨，同比减少 38%。USDA12 月供需报告也将出口预测下调了 0.75 亿蒲式耳，出口下滑将逐步在 USDA 报告中体现。

图 19: 美国玉米月度出口 (千吨)



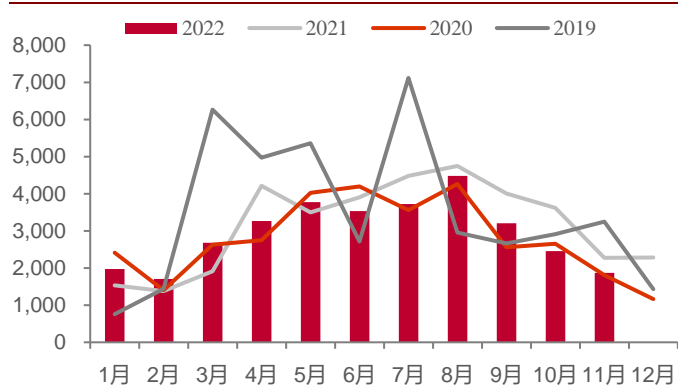
资料来源: USDA,招商期货

图 20: 巴西玉米月度出口 (千吨)



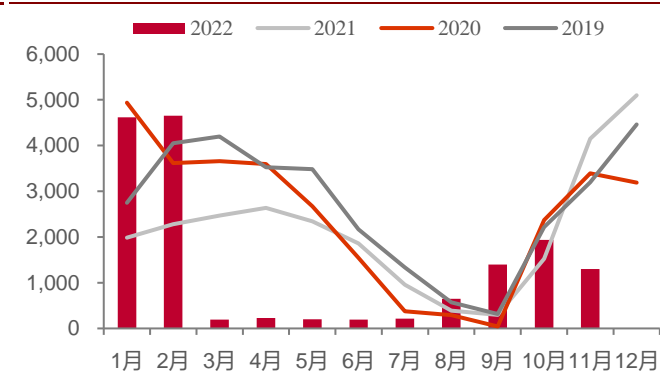
资料来源: USDA,招商期货

图 21: 阿根廷玉米月度出口 (千吨)



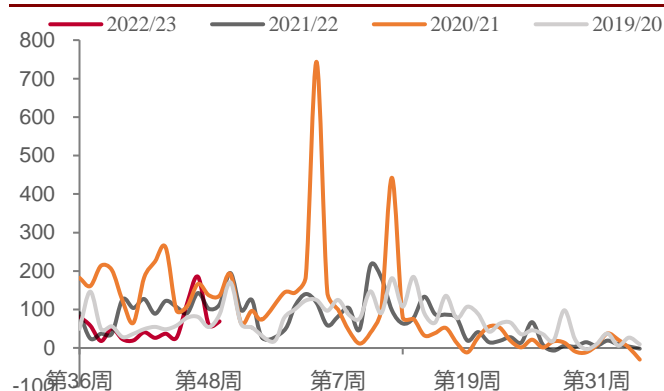
资料来源: USDA,招商期货

图 22: 乌克兰玉米月度出口 (千吨)



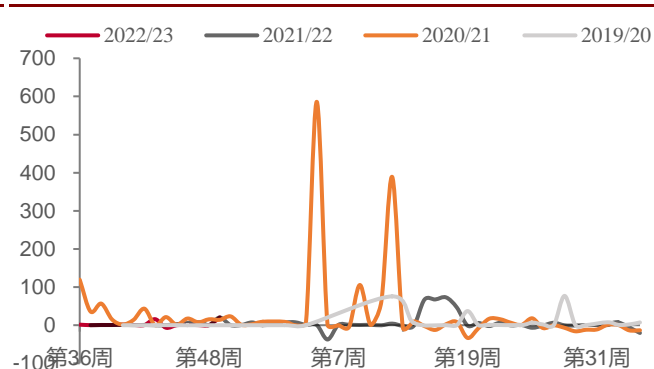
资料来源: USDA,招商期货

图 23: 美玉米本年度净销售 (万吨)



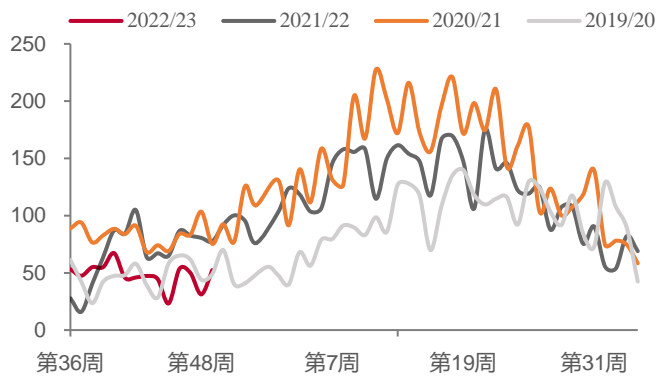
资料来源: USDA,招商期货

图 24: 当前市场年度美玉米对中国净销售 (万吨)



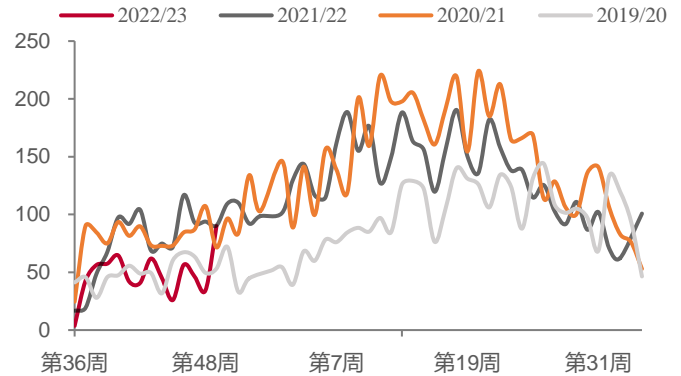
资料来源: USDA,招商期货

图 25: 美玉米出口检验量(万吨)



资料来源: USDA,招商期货

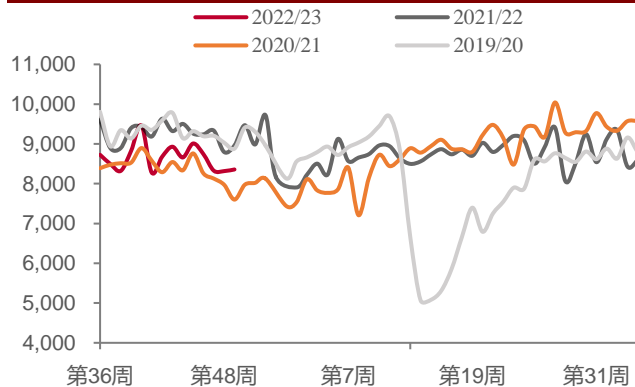
图 26: 美玉米周度出口装船(万吨)



资料来源: USDA,招商期货

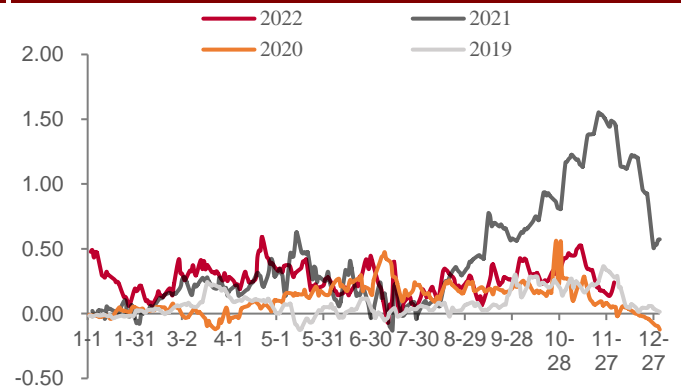
而从美玉米工业需求来说,我们认为也有下调可能。一方面全球经济增速下滑,经济合作与发展组织预计全球经济 2022 年增速为 3.1%, 2023 年放缓至 2.2%, 2024 年增长 2.7%。美国和欧洲经济增长正在急剧放缓,美国经济今年将增长 1.8%, 明年增速将放缓至 0.5%; 欧元区经济今年将增长 3.3%, 明年增速将放缓至 0.5%。美国经济放缓将降低对能源的需求,加上原油价格本身也是持续回落,相应的可能挤占燃料乙醇的需求。目前美国汽油消费已现疲态。长期来看,新能源的需求增加也会减少传统化石能源需求,进而可能减少生物燃料需求。另一方面,美国乙醇生产利润已经降至同期低位,乙醇库存处于同期高位,燃料乙醇消化库存压力也较大。以上因素将导致美玉米工业消费下降。

图 27: 美国汽油日需求量(千桶)



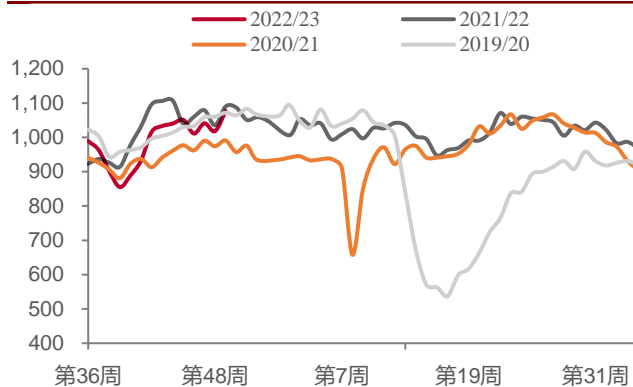
资料来源: EIA,招商期货

图 28: 美国乙醇生产利润(美元/加仑)



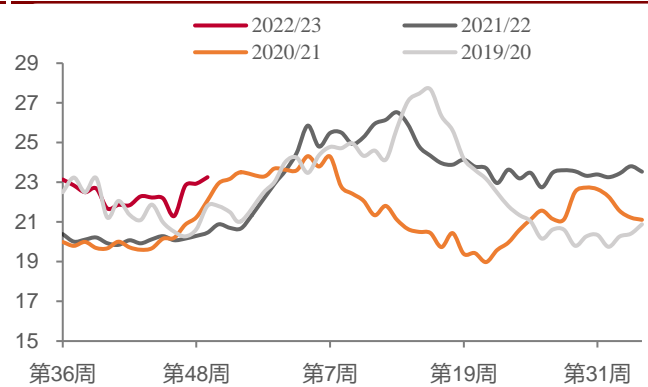
资料来源: EIA,招商期货

图 29：美国燃料乙醇日产量(千桶)



资料来源：EIA,招商期货

图 30：美国燃料乙醇期末库存(百万桶)



资料来源：EIA,招商期货

### (三) 美玉米远端供需预期转宽松，价格重心下移

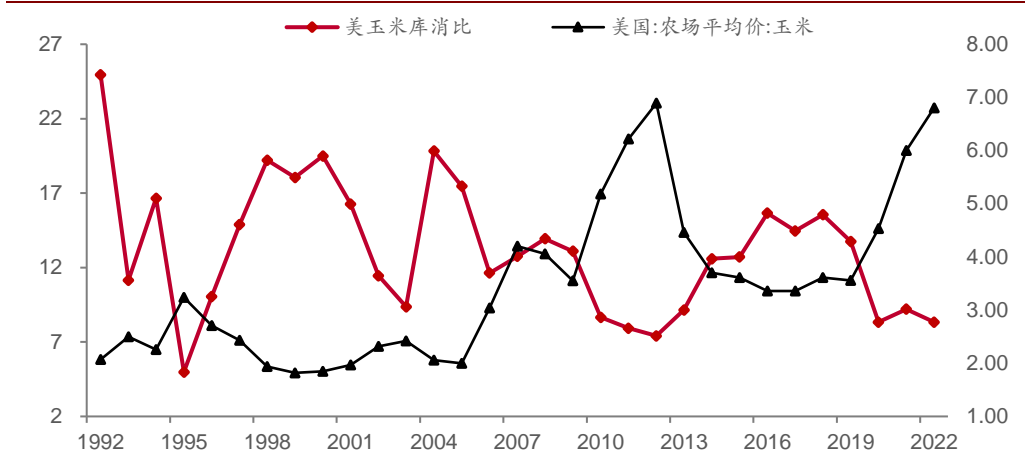
美国农业部 12 月供需报告显示，2022/23 年度美国玉米播种面积预估为 8860 万英亩，收割面积预估为 8080 万英亩，玉米单产预估为 172.3 蒲式耳/英亩，产量预估为 139.3 亿蒲式耳，出口量预估为 20.75 亿蒲式耳，较 11 月谷物下调 0.75 亿蒲式耳。美国 2022/23 年度玉米期末库存预估为 12.57 亿蒲式耳，较 11 月谷物上调 0.75 亿蒲式耳，2022/23 年度库消比从 8.34%回升至 8.91%。从我们前面分析来看，美玉米出口和工业消费仍有下调可能，本年度库消比仍有上调可能。而目前玉米种植利润丰厚，下年度美玉米产量有望明显增长，如果仅考虑产量端的变化，下年度库销比预计明显回升。从往年美玉米库消比和农场平均价关系来看，库消比和农场价格成负相关，那么随着库消比的回升，美玉米农场平均价将下行。也即随着美玉米远端供需预期转宽松，美玉米价格重心将下移，或将向成本线靠拢。

表 1：美玉米供需平衡表（百万英亩、蒲式耳/英亩、百万蒲式耳）

美玉米	19/20	20/21	21/22	22/23 -11	22/23 -12	23/24 -P	增减
种植面积	89.7	90.7	93.3	88.6	88.6	92	3.4
收获面积	81.3	82.3	85.3	80.8	80.8	84.1	3.31
单产	167.5	171.4	176.7	172.3	172.3	172.3	0
期初库存	2221	1919	1235	1377	1377	1257	-120
产量	13620	14111	15074	13930	13930	14492	562
进口	42	24	24	50	50	50	0
总供给	15883	16055	16333	15357	15357	15799	442
饲料消费	5900	5607	5717	5300	5300	5300	0
FSI消费	6286	6467	6767	6725	6725	6725	0
乙醇	4857	5028	5326	5275	5275	5275	0
国内消费	12186	12074	12484	12025	12025	12025	0
出口	1777	2747	2471	2150	2075	2075	0
总消费	13963	14821	14956	14175	14100	14100	0
期末库存	1919	1235	1377	1182	1257	2956	1699
库存消费比	12.95%	8.32%	9.97%	8.34%	8.91%	20.97%	12.05%

资料来源：USDA,招商期货

图 31：美玉米库消比 VS 农场平均价



资料来源：USDA,招商期货

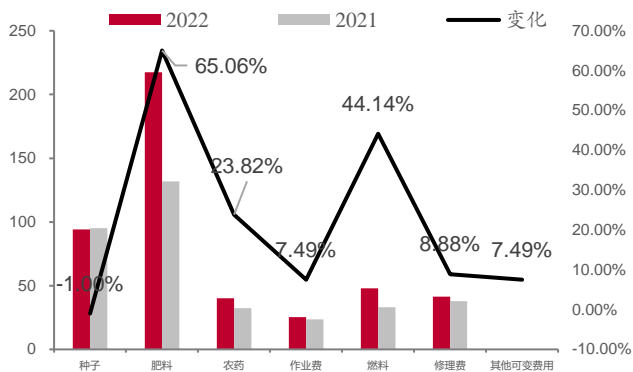
#### (四) 种植成本有望下移，国际物流成本下降

2022 年美玉米总成本高达 881.62 美元/英亩，较 2021 年的 738.71 美元/英亩增加 142.91 美元/英亩，增幅 19.35%，其中肥料成本 217.36 美元/英亩，同比大增 65.06%，燃料电力成本 47.88 美元/英亩，同比增加 44.14%。换算来看，2022 年美玉米总成本约 500 美分/蒲式耳，而近十年美玉米种植成本多在 400 美分/蒲式耳。2022 年美大豆总成本 597.66 美元/英亩，同比增加 12.41%。美玉米和美豆大幅增加，主要是肥料和燃料价格增加，对应的是原油价格上行和俄乌冲突导致肥料价格上涨。随着原油价格下跌和俄乌冲突缓解，后期种植成本有望下降，种植成本对期价的支撑将落在 400-500 美分/蒲式耳之间。

疫情这几年，国际干散货运费大幅上涨，自最低点上涨大约三倍，运费提高导致进口国的进口成本明显增加。运费大幅上涨主要由于，干散货需求好以及港口拥堵（疫情导致缺工以及核酸检测导致靠泊效率变慢）。而随着欧美经济转差，需求下滑，全球疫情形势逐步好转，港口周转加快，运费有望逐步下降，这也将带动国际贸易成本下降，进口国谷物进口成本下降。

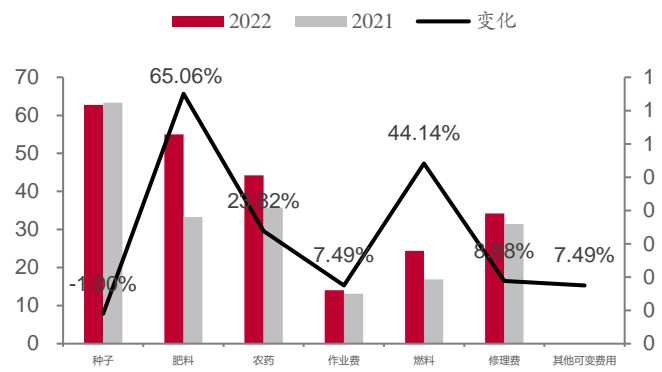


图 32：美玉米种植成本变化（单位：美元/英亩）



资料来源：USDA,招商期货

图 33：美豆种植成本变化（单位：美元/英亩）



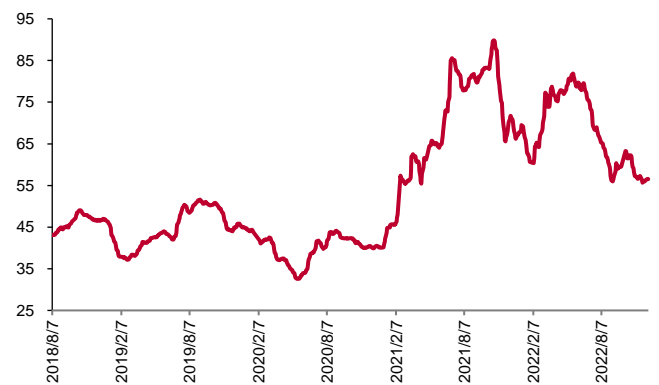
资料来源：USDA,招商期货

图 34：全球干散货船港口拥堵指数



资料来源：WIND,Clarksons,招商期货

图 35：美湾-中国北方粮食运费（美元/吨）



资料来源：彭博,招商期货

### 三、国内供需情况

#### （一）国内替代品供应

##### 1. 内外价差倒挂，进口谷物缩量

截止 2022 年 10 月份,22/23 年度进口谷物累计进口 150 万吨,同比减少 199 万吨,其中大麦和玉米进口明显减少。21/22 年度至今玉米及代替品累计进口达 4136 万吨,同比减少 918 万吨,降幅 18.16%。其中玉米进口 2188 万吨,同比减少 766 万吨,降幅 25.93%,高粱进口 1099 万吨,同比增加 232 万吨,增幅 26.78%,大麦进口 828 万吨,同比减少 377 万吨,降幅 31.29%。其中进口玉米占进口总量的比例达 53%,较 20/21 年度下降 5.5 个百分点。占比较去年有所减少,主要是自乌克兰和美国进口玉米减少。今年大部分时间中美玉米价格大幅倒挂,导致自美国进口玉米量大幅减少。对美国进口 DDGS 继续维持征收双反税,这样 DDGS 进口仍将维持地量。国内玉米进口 7 成来自于美国,3 成来自于乌克兰。高粱主要来自于阿根廷、澳大利亚、美国,高粱进口来源国较为稳定。大麦主要来自于阿根廷、加拿大、法国,之前大麦主要来自欧洲的乌克兰和法国。由于俄乌冲突来自于乌克兰的谷物进口明显减少,美国玉米也由于进口倒挂大

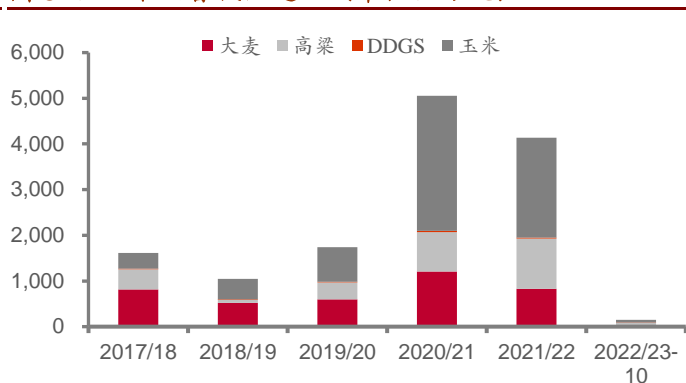
幅减少，因此进口相较于上年度明显减少。随着近几年进口量明显增加，进口替代品特别是美玉米对国内的影响明显加大。随着俄乌局势的缓和，自乌克兰谷物进口的不确定性下降。国内增加俄罗斯小麦及巴西玉米进口，或将分散风险。到年底预计从巴西进口玉米超 100 万吨玉米，本年度预计总计将进口巴西玉米 500 万吨。目前美玉米 2023 年 1 月船期进口成本约为 2900 元/吨左右，南方港口进口利润达 140 元/吨，美玉米进口窗口在近期打开，后期自美国进口玉米有望增加，美玉米 3-5 月船期进口完税价预计在 2816-2862 元/吨，对比来看，巴西和乌克兰玉米报价仍相对美玉米便宜，目前国内盘面远期价格对标美玉米远期进口成本，呈现近高远低的结构。考虑到进口端可挖掘的潜力比较大，美玉米进口成本预计将成为国内价格顶部。

图 36：玉米及替代品进口（单位：万吨）

玉米及替代品进口（万吨）					
	大麦	高粱	DDGS	玉米	总计
2017/18	813.00	443.54	10.28	345.00	1611.82
2018/19	518.00	65.18	14.75	450.00	1047.93
2019/20	597.00	370.89	13.47	759.00	1740.36
2020/21	1205.00	866.89	28.04	2954.00	5053.93
2021/22	828.00	1099.03	21.01	2188.00	4136.04
2022/23-10	34.00	60.71	0.04	55.00	149.75
增减	-98.00	-21.80	-4.12	-75.00	-198.92
增减幅	-0.08	-0.03	-0.15	-0.03	-0.04

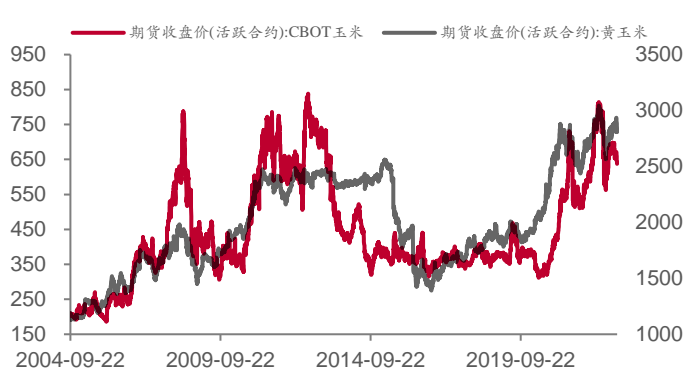
资料来源：海关总署,招商期货

图 37：玉米及替代品进口（单位：万吨）



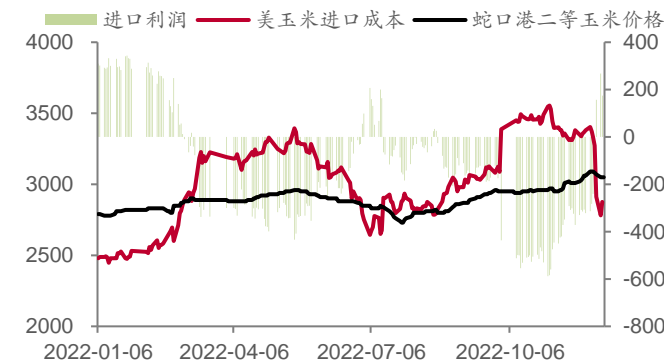
资料来源：海关总署,招商期货

图 38：CBOT 及 DCE 玉米走势（单位：美分/蒲、元/吨）



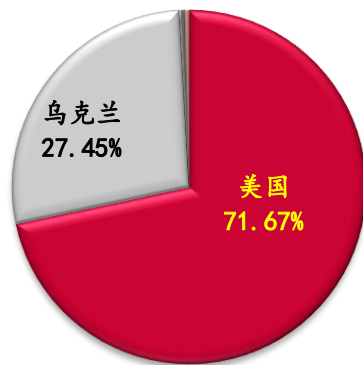
资料来源：WIND,招商期货

图 39：美玉米进口利润（单位：元/吨）



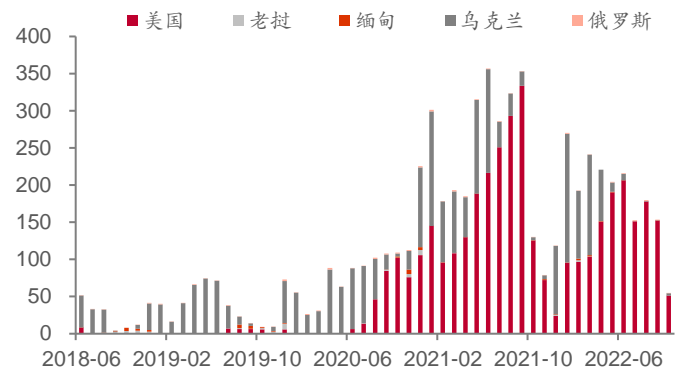
资料来源：钢联数据,招商期货

图 40: 2021/22 年度玉米分国别进口占比 (单位: %)



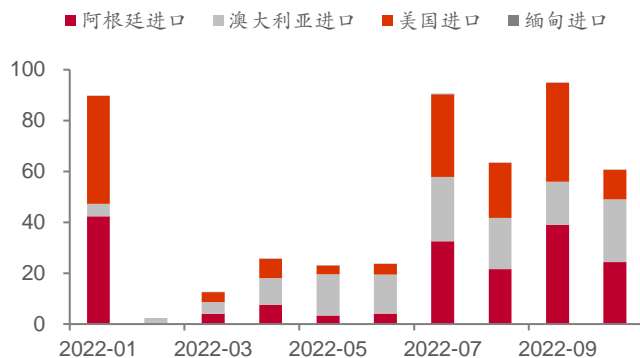
资料来源: 海关总署, 招商期货

图 41: 玉米分国别进口 (单位: 万吨)



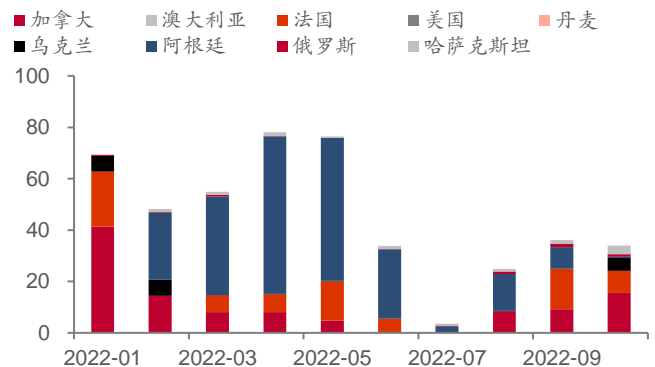
资料来源: 海关总署, 招商期货

图 42: 高粱分国别进口 (单位: 万吨)



资料来源: 海关总署, 招商期货

图 43: 大麦分国别进口 (单位: 万吨)



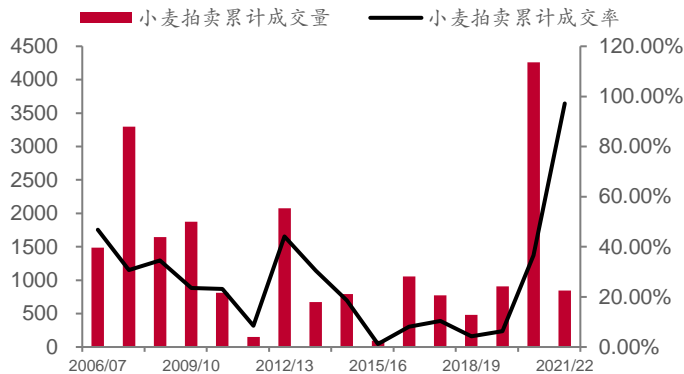
资料来源: 海关总署, 招商期货

## 2. 小麦玉米价差拉大, 饲用替代大幅减量、稻谷拍卖增加

截止目前, 2021/22 拍卖小麦累积成交 814 万吨, 同比减少 3444 万吨, 成交价多在 2700-3000 元/吨, 成交价普遍低于当期小麦市场价。本年度不仅每周拍卖投放量大幅减少, 从去年每周 400 万吨降低至 100 万吨, 再降至 50 万吨。今年不仅仅拍卖投放量大幅减少, 而且对交易资格要求越来越严格, 自 2022 年 1 月 5 号之后, 仅限面粉加工企业参与竞买, 竞买单次不超过 14 天加工能力, 30 天合计不超过 45 天加工能力。一方面明令禁止了饲料养殖企业参与拍卖, 另一方面也限制了面粉企业参与拍卖的量。这导致今年拍卖小麦很少能流入饲用市场。而从国内小麦自身供需来看, 国家粮油信息中心预测。2022/23 年度我国小麦总产量为 13842 万吨, 同比增加 147.4 万吨, 增幅 1.08%。小麦进口量 780 万吨, 同比减少 176 万吨。预计 2022/23 年度国内小麦消费总量 12775 万吨, 比上年度减少 1869 万吨, 降幅 12.8%。因小麦价格明显高于玉米价格, 小麦用于饲料的量大幅减少。其中, 食用消费 9380 万吨, 同比增加 20 万吨; 饲用、种用及工业消费 3395 万吨, 同比减少 1889 万吨。全国小麦供需结余 1846.7 万吨, 比上年度增加 1841 万吨。随着小麦结余量明显增加, 预计 2022/23 年度小麦价格中心将逐步下移。

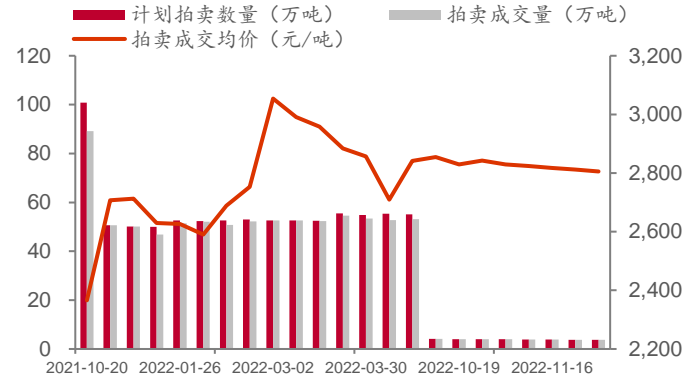
今年定向稻谷拍卖量 4387 万吨,成交约 2878 万吨,较上年度增加 1400 万吨,今年稻谷投放量超出市场预期,成交率 65.6%。5 月份拍卖底价由 1500 元/吨提高至 1600 元/吨,最终糙米这和北港成本在 2650-2750 元/吨左右,总体相对玉米有较高性价比。

图 44: 历年小麦拍卖成交情况 (单位: 万吨)



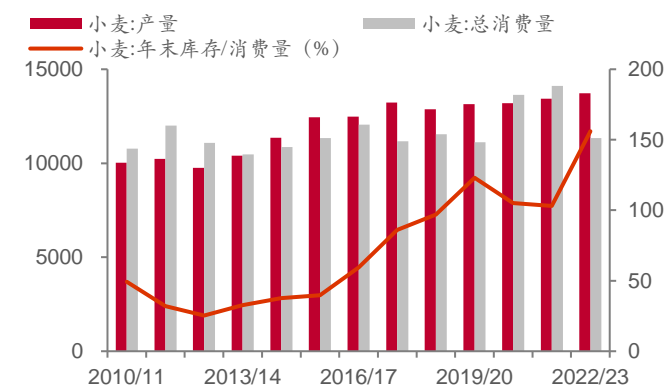
资料来源: 国家粮食交易中心,招商期货

图 45: 2022 年小麦拍卖情况 (单位: 万吨)



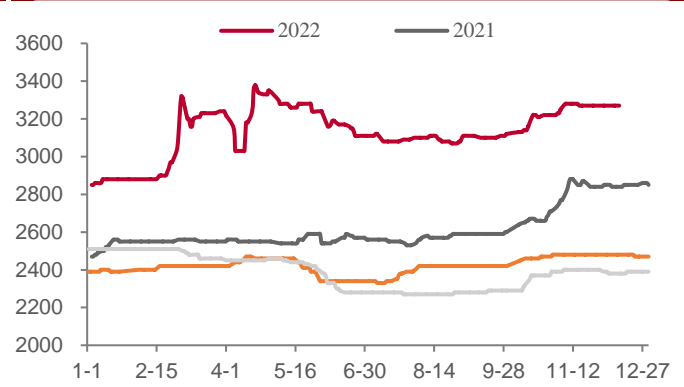
资料来源: 国家粮食交易中心,招商期货

图 46: 国产小麦供需 (单位: 万吨)



资料来源: WIND,招商期货

图 47: 山东小麦进厂价(元/吨)



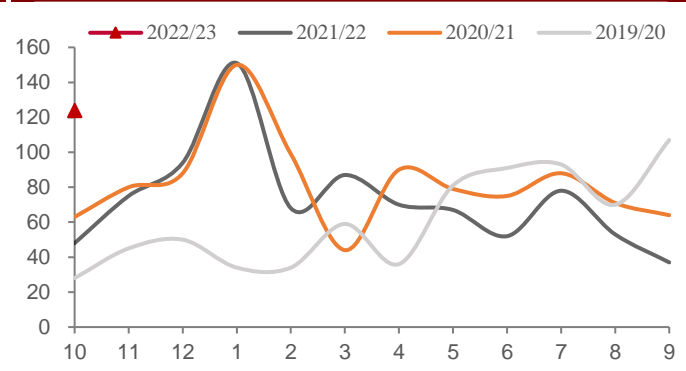
资料来源: WIND,招商期货

图 48: 小麦-玉米价差 (单位: 元/吨)



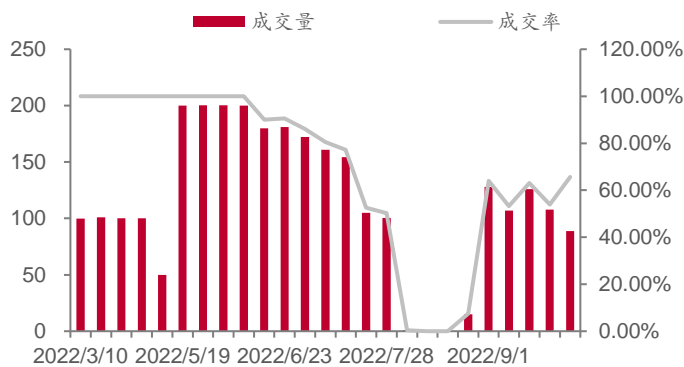
资料来源: WIND,招商期货

图 49: 小麦分月进口量 (单位: 万吨)



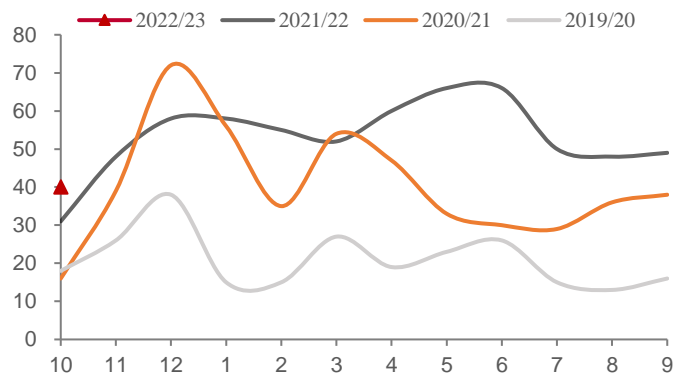
资料来源: 海关总署,招商期货

图 50：定向稻谷拍卖成交（单位：万吨）



资料来源：WIND,招商期货

图 51：稻谷和大米月度进口量（单位：万吨）

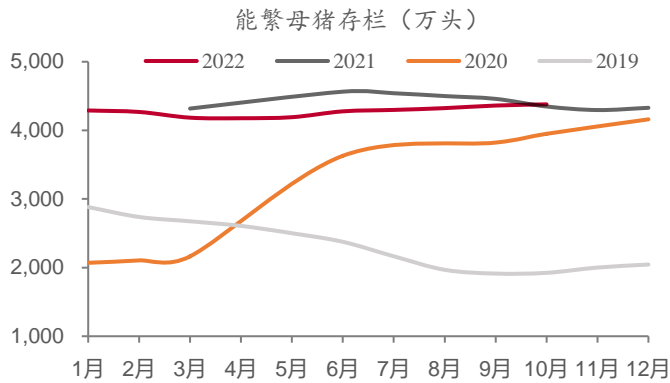


资料来源：海关总署,招商期货

## （二）饲料需求先抑后扬

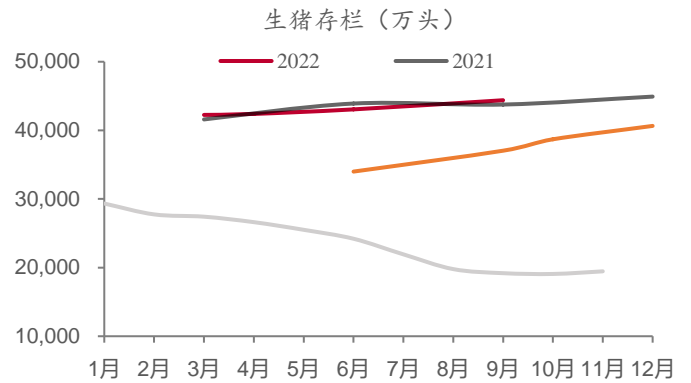
就生猪来说，据农业农村部统计，10 月份全国能繁母猪存栏量 4379 万头，相当于正常保有量的 106.8%，自 5 月份以来，能繁母猪存栏持续回升。据涌益咨询，11 月能繁母猪存栏 115.5 万头，环比减少 0.05%，同比增加 4.51%，能繁母猪此轮回升周期可能在 11 月份结束。能繁母猪自 2021 年 6 月见顶后一路回落至 2022 年 4 月。4 月前后刚好是生猪出栏的高点，对应着新一轮猪周期的价格低点，目前来看猪价确实也是在今年 4 月份见底，2022 年 4 月相当于开启了新一轮猪周期。4 月能繁母猪降至今年低点后便一路回升，对应着明年 2 月份前后是出栏的低点，也即 2 月份会是价格的高点，但由于春节在 1 月份，所以前期预期猪价会在 1 月才见到从本轮猪周期的价格高点。但是从目前的实际情况来看，随着猪价自 10 月高点 28 元/公斤以上快速回落至 18 元/公斤以下，今年 10 月份大概率就已经见到本轮猪周期的价格高点。究其原因，我们认为，市场对标 2021 年下半年非常好的猪肉需求，一致性的预期今年腌腊和冬至消费会非常好，导致压栏生猪和二次育肥都集中到冬至前这段时间出栏，但是今年疫情形势较 2021 年更严重，影响了终端消费，消费不及预期，该出的栏还是得出，集中出栏演变为恐慌出栏，阶段性供强需弱，价格明显下行。回顾 2022 年猪价走势，前四个月延续 2021 年的低迷，猪价一度跌至 12 元/公斤附近，自繁自养养殖利润最低亏损 550 元/头，外购仔猪亏损 310 元/头，生猪养殖利润大幅亏损使得养殖企业减少饲喂量，前 8 个月猪料产量较去年同期明显下降，降幅在 5% 左右。随着猪价在 4 月见底回升，并在 10 月初涨至 28 元/公斤以上，自繁自养和外购仔猪养殖利润最高达 1200 元/头，三季度猪料产量明显回暖，不过随着猪价在 12 月大幅回调，养殖利润预计明显下滑，且大猪集中出栏也将使得年底猪料消费明显下降，且可能使得明年年初猪料需求偏弱，不过明年下半年猪料消费预计回暖，但预计全年猪价振幅预计缩窄，利润空间也相对缩窄，猪料需求可能偏平稳。

图 52: 能繁母猪存栏 (单位: 万头)



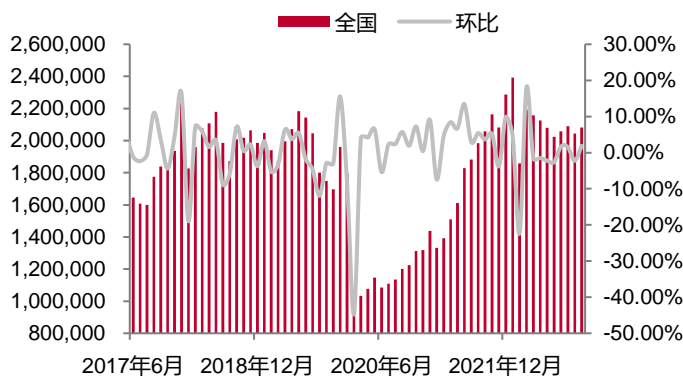
资料来源: 农业农村部,招商期货

图 53: 生猪存栏 (单位: 万头)



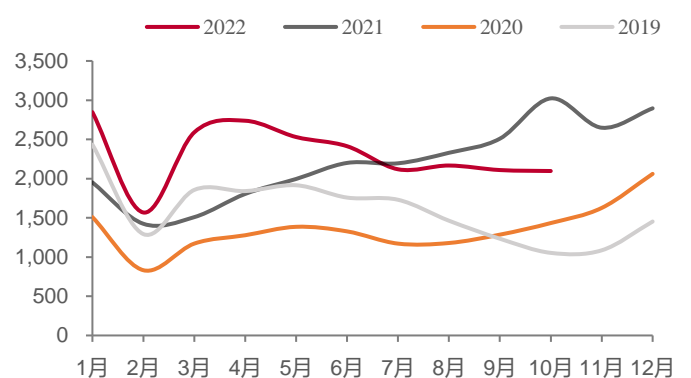
资料来源: 农业农村部,招商期货

图 54: 全国商品猪月度出栏量 (单位: 头)



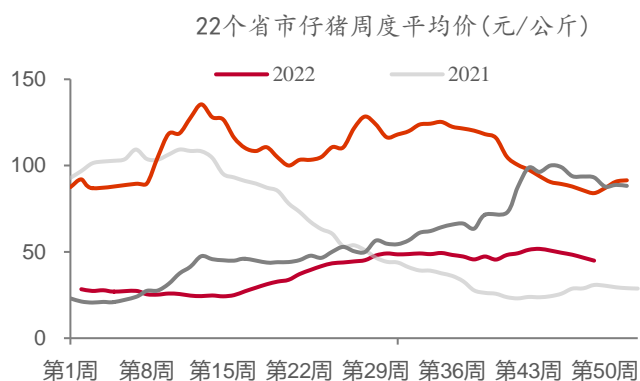
资料来源: 涌益咨询,招商期货

图 55: 生猪定点屠宰企业屠宰量 (单位: 万头)



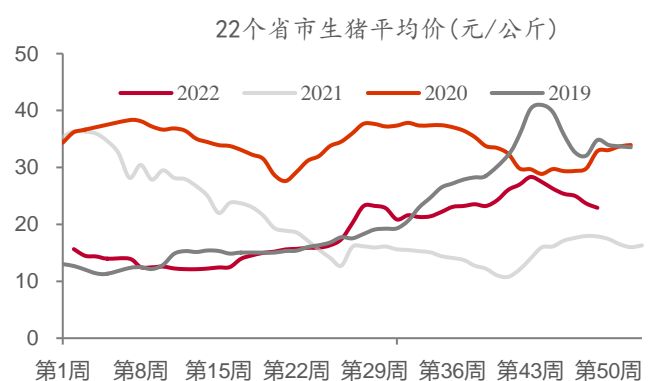
资料来源: 农业农村部,招商期货

图 56: 22 个省市仔猪周度平均价(单位: 元/公斤)



资料来源: 涌益咨询,招商期货

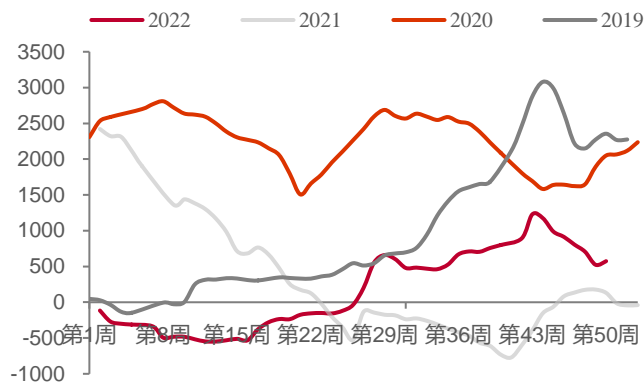
图 57: 22 个省市生猪平均价(元/公斤)



资料来源: 农业农村部,招商期货

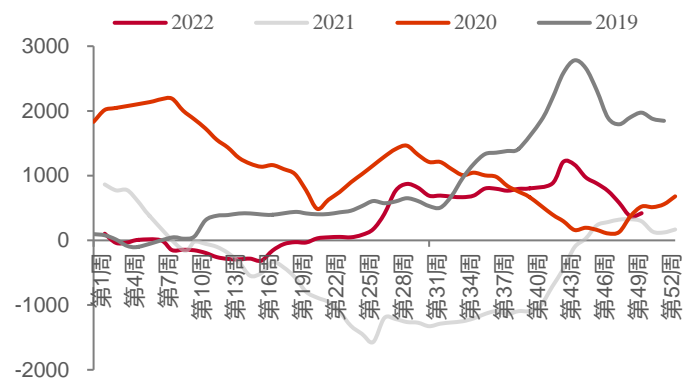


图 58: 自繁自养养殖利润(单位: 元/头)



资料来源: WIND,招商期货

图 59: 外购仔猪养殖利润(单位: 元/头)



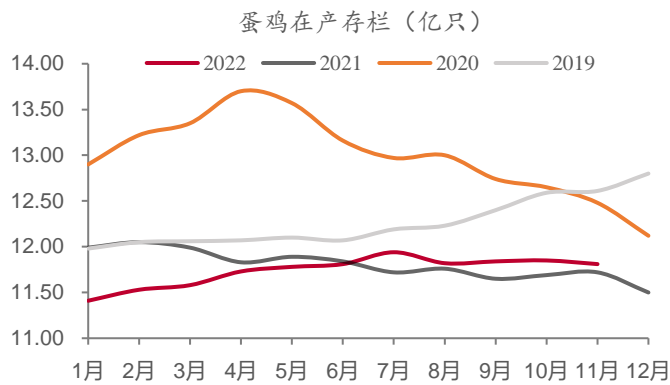
资料来源: WIND,招商期货

就蛋鸡来说,据卓创数据,2022年11月在产蛋鸡存栏11.81亿只,环比-0.34%,同比+0.77%。预计后期蛋鸡存栏持平略降,供应仍处低位。今年蛋鸡存栏处于近年来低位,空栏率处于历史高位,蛋鸡补栏积极性较差,反而延淘情绪浓厚,淘汰鸡日龄持续走高。虽然蛋鸡养殖利润持续走高,也很难激起养殖户的补栏热情,究其原因还是饲料成本过高,而从鸡苗补栏到产蛋高峰需要5个月左右的时间,养殖时间长投入较大,加上未来行情的不确定性,养殖户更倾向于见效快的延淘策略。所以低补栏多延淘使得蛋鸡存栏一直上不来。通过对比蛋价、饲料价格和养殖利润我们可以看到,虽然蛋价创出历史新高,但养殖利润并未创出历史新高,反而低于2019年,主要由于今年蛋鸡饲料成本创出历史新高。我们预计明年饲料成本有望逐步下降,在蛋鸡存栏低位的情况下,蛋价有望维持高位,蛋鸡养殖利润可能继续扩大,这样给出利润的时间拉长,有利于刺激后期养殖户补栏,我们预计明年下半年蛋鸡存栏可能有回复性增长。2023年蛋鸡存栏可能总体高于2022年,蛋鸡料也有望高于2022年。

今年白羽肉鸡父母代在产存栏较去年同期下降,但商品代鸡苗出苗量处于历史高位,对应着白羽肉鸡出栏量也是相对高位,而养殖利润尚可,说明该水平的肉鸡供应能被市场需求有效承接。从后期父母代在产存栏预估来看,后期存栏有望逐步增加,若明年疫情形势好转消费增加,加上饲料成本下降,肉鸡有望继续给出养殖利润,肉鸡料需求有望维持高位。

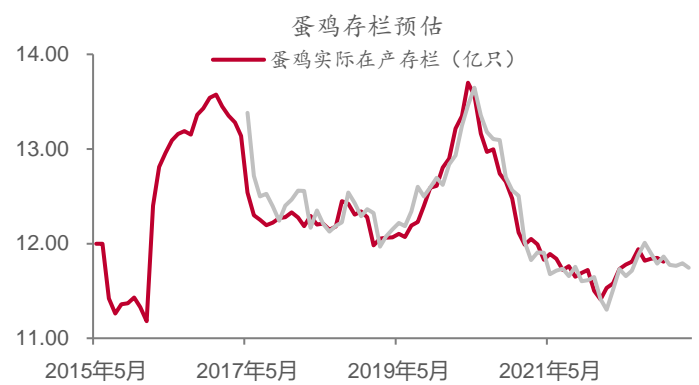
从总体饲料产量来看,据饲料工业协会预估,2022年10月,全国工业饲料产量2672万吨,环比下降5.7%,同比增长0.2%。截止目前,饲料产量累计产量2.43亿吨,同比减少0.44%,产量总体变化不大。不过随着国际玉米及国内小麦价格走高,饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为总体较去年增加,国内玉米用量有望增加。从养殖端来看,明年饲料需求可能稳中略增,玉米需求也有望继续增加。

图 60: 蛋鸡在产存栏 (单位: 亿只)



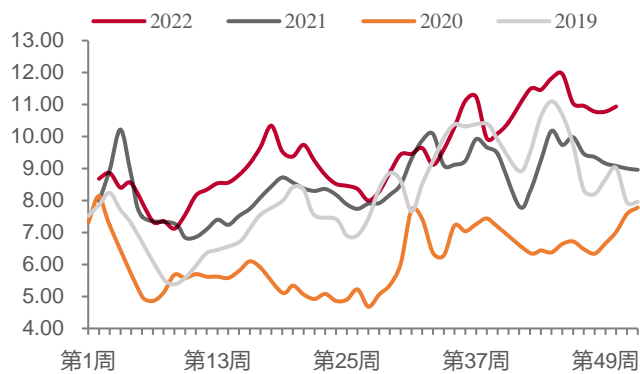
资料来源: 卓创资讯, 招商期货

图 61: 蛋鸡存栏预估单位: (单位: 亿只)



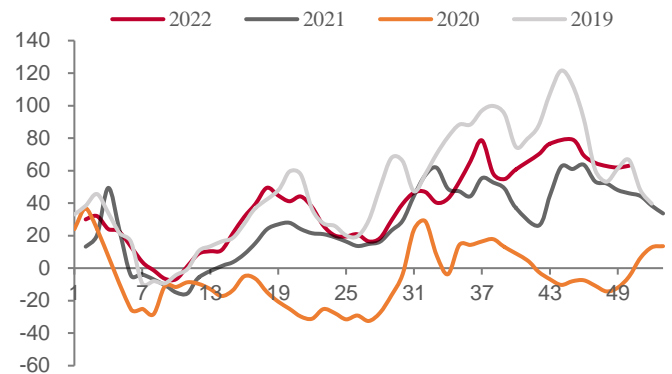
资料来源: 卓创资讯, 招商期货

图 62: 鸡蛋棚前批发价(单位: 元/公斤)



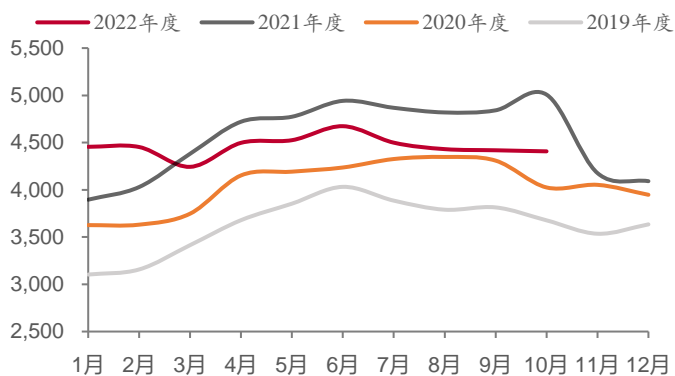
资料来源: WIND, 招商期货

图 63: 蛋鸡养殖预期盈利 (单位: 元/只)



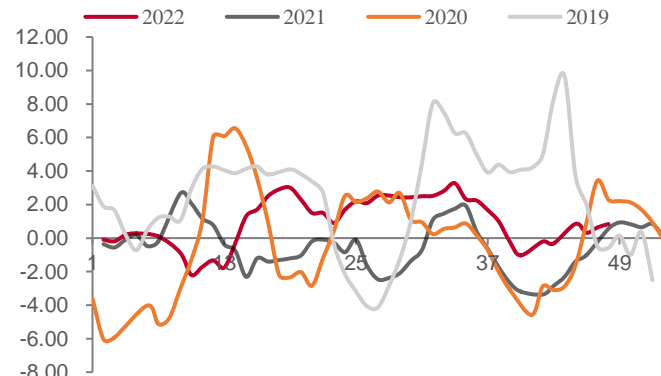
资料来源: 发改委, 招商期货

图 64: 白羽肉鸡父母代在产存栏数(单位: 万羽)



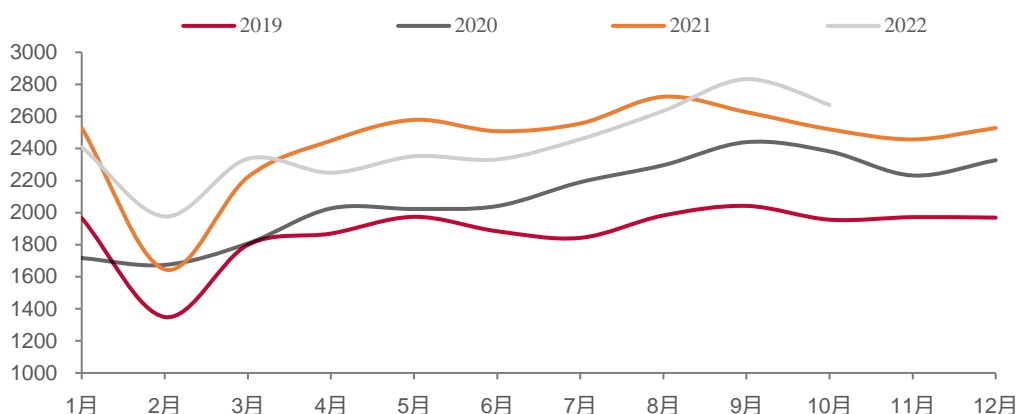
资料来源: 钢联数据, 招商期货

图 65: 肉鸡养殖预期盈利 (单位: 元/只)



资料来源: 发改委, 招商期货

图 66：饲料产量季节性（单位：万吨）

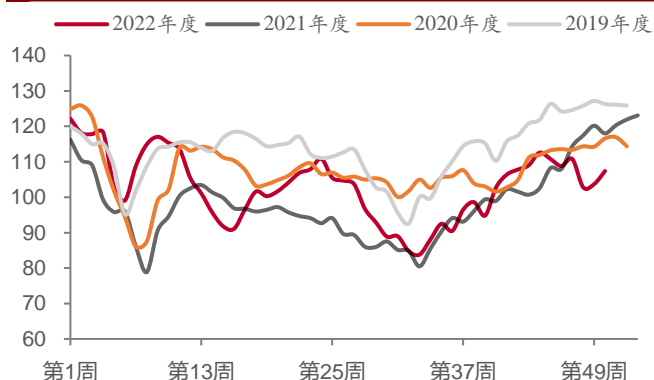


资料来源：中国饲料工业协会，招商期货

### （三）深加工玉米需求维持稳定

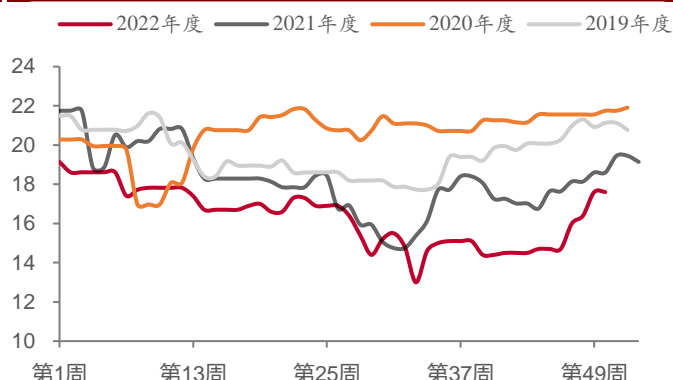
截止目前，预计深加工企业玉米消费量 4885 万吨，同比增加 124 万吨，增幅 2%。其中玉米淀粉企业玉米消耗量 2524 万吨，同比减少 135 万吨，减幅 5%，今年淀粉企业受疫情影响开机偏低，但产能继续增加，使得玉米加工量略增。玉米酒精企业玉米消耗量 1559 万吨，同比增加 349 万吨，增幅 29%，玉米酒精企业因为今年没有了定向水稻做为原料，转为使用玉米原料，导致玉米消耗量明显增加。氨基酸企业玉米消耗量 801 万吨，同比减少 90 万吨，降幅 10%。氨基酸企业由于双碳导致低效产能淘汰，部分停机检修，叠加下游饲用、食用及出口需求减少，氨基酸企业玉米加工量明显下滑。不过从农业农村部及国家粮油信息中心的预测数据来看，2021/22 年度玉米工业消费预计同比持平，2022/23 年度玉米工业消费随着新增产能继续投放及国内经济回升，有望小幅增加。

图 67：玉米深加工企业玉米周度消耗量（单位：万吨）



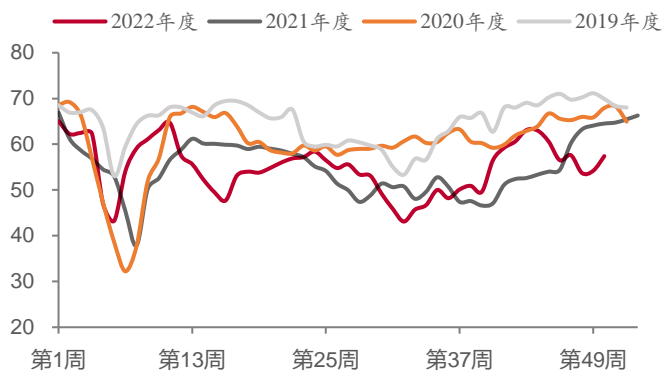
资料来源：钢联数据，招商期货

图 68：氨基酸企业玉米周度消耗量（单位：万吨）



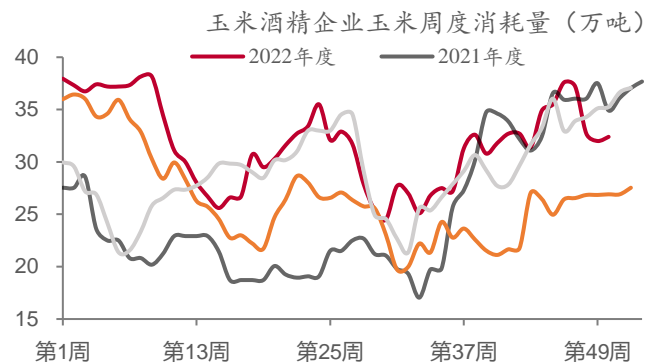
资料来源：钢联数据，招商期货

图 69：玉米淀粉企业玉米周度消耗量（单位：万吨）



资料来源：钢联数据,招商期货

图 70：玉米酒精企业玉米周度消耗量（单位：万吨）

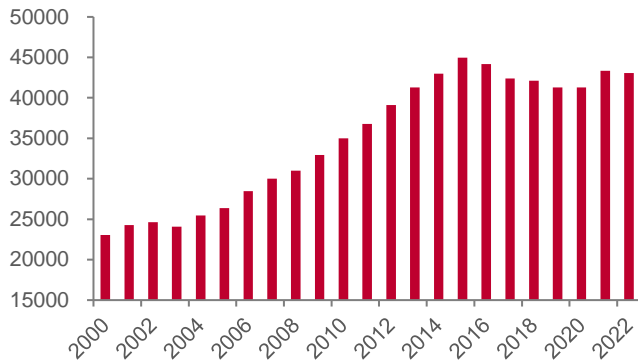


资料来源：钢联数据,招商期货

#### （四）国内产需缺口扩大，补缺口由内转外

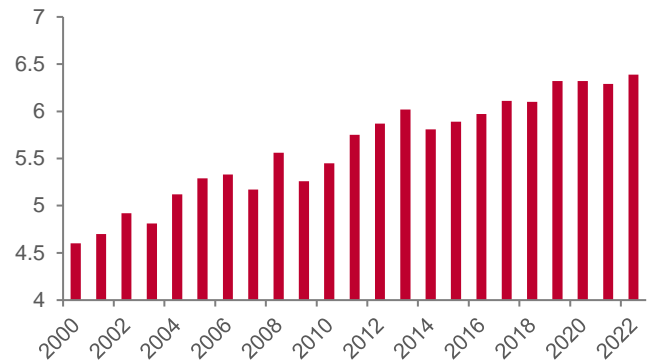
据农业农村部预测，2022/23 年度，中国玉米种植面积 42950 千公顷（6.44 亿亩），较上年度减少 374 千公顷（561 万亩），降幅 0.86%，主要是在“稳口粮、稳玉米，扩大豆、扩油料”的政策导向下，国内大力实施大豆和油料产能提升工程，扩大东北产区大豆面积，并在黄淮海、西北、西南地区推广玉米大豆带状复合种植，玉米种植面积稳中略降。春播期间大部分产区土壤墒情较适宜，加上优良品种和先进适用技术推广应用，以及农田基础设施条件改善等因素，预计玉米单产每公顷 6410 公斤（每亩 427.30 公斤），较上年度增长 1.9%；总产量 2.75 亿吨，同比略增 275 万吨。需求方面，高成本抑制玉米深加工需求增长，但饲用消费稳中有增，预计玉米总消费 2.91 亿吨，较上年度增长 1.0%。进出口方面，国际玉米价格高企将抑制中国玉米进口，预计进口量 1800 万吨，较上年度下降 17.78%。对于国内本年度产量市场也有认为减产 300-1000 万吨左右，主要是考虑东北部分区域内涝导致减产。不过总体来说增减产幅度都不大，产量端可交易的题材有限。新年度产量波动不大需求增加将带动产需缺口扩大。但考虑到补缺口将逐步由内转外，从临储玉米拍卖到国产小麦水稻拍卖，国内谷物库存已经降至低位，依靠进口来补缺口的路径依赖将逐步增强，且进口补充能够满足国内自身需求。而我们前面有提到，全球玉米供需格局将转宽松，种植成本及国际运费将逐步下移，加上人民币有望逐步升值，国际进口玉米价格下降将带动国内玉米价格下降。今年受俄乌冲突影响，肥料价格明显上涨，以新作玉米种植成本折算北港集港成本预计在 2600-2700 元/吨，拍卖稻谷成本预计也在这个区间，拍卖稻谷及国内种植成本对于盘面预计有一定支撑。

图 71：玉米播种面积（单位：千公顷）



资料来源：统计局,招商期货

图 72：玉米单产（单位：吨/公顷）



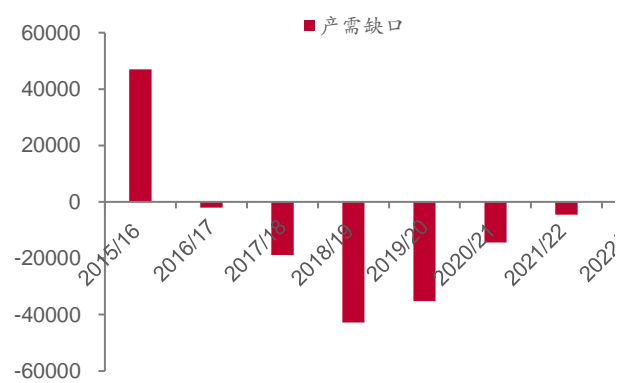
资料来源：统计局,招商期货

图 73：玉米产量（单位：万吨）



资料来源：统计局,招商期货

图 74：国内年度产需缺口（单位：千吨）



资料来源：统计局,招商期货

表 2：国内玉米供需平衡表（单位：万吨）

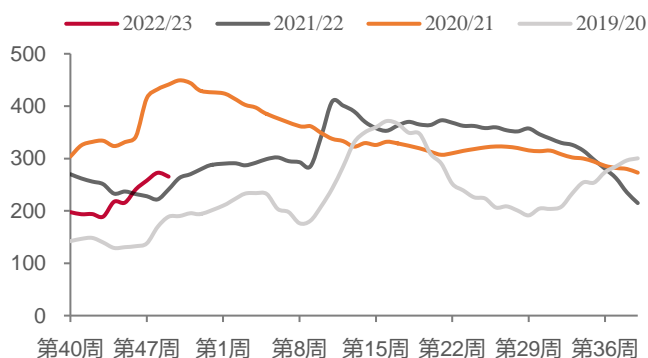
国内玉米供需	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	变化
期初库存	13931	11594	8052	7810	7870	-28
产量	25646	25472	24455	26532	25852	-680
进口	448	760	2956	2188	1800	-300
总供给	40025	37826	35463	36530	35522	-1008
饲料消费	18230	19780	18350	18970	19100	130
工业消费	7891	7700	7100	7300	7000	-300
种用食用及损耗	2308	2293	2201	2388	2327	-61
出口	2	2	2	2	2	0
总消费	28431	29775	27653	28660	28429	-231
年度结余	-2337	-3542	-242	60	-777	-749
期末库存	11594	8052	7810	7870	7093	-777
库存消费比	40.78%	27.04%	28.24%	27.46%	24.95%	-2.51%

资料来源：钢联数据,招商期货

## 四、区域格局及目前市场状态

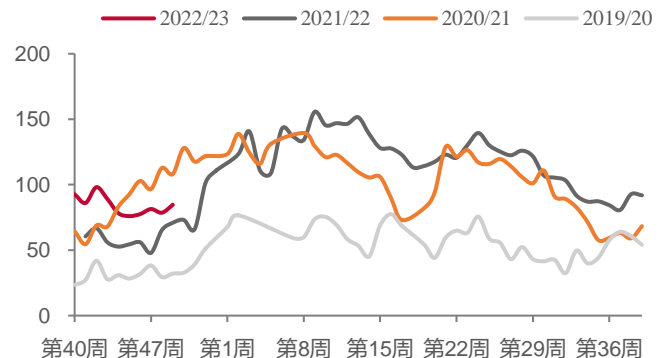
目前随着上量增加，北方港口库存开始增加，预计从现在到明年 3-4 月份都是下游建立库存的时候。当前东北售粮节奏偏慢，农户惜售情绪浓厚，年前售粮压力不大，预计更多卖压会积累到年后，而随着生猪年前集中出栏后，饲料需求转弱，且后期进口端对国内的压力可能增加，年后国内价格可能偏弱运行。由于高粱大麦进口量下降，国产玉米使用量上升，南港内外贸库存高于去年同期，随着国内增加自巴西的玉米进口，玉米内外贸库存有望维持高位。由于国产谷物替代品库存较低，今年饲料企业总体玉米库存都高于去年，随着近期物流逐渐缓解，产区出货价格回落，下游饲料企业接货意向下降，市场主流对春节后玉米市场看空，春节前企业备货力度减弱。今年深加工玉米库存总体自 5 月之后一直下降，主要由于二季度吉林、上海疫情形势严峻，当地深加工企业开机下降，淀粉消费低迷，加工利润亏损严重，玉米淀粉企业库存大幅累积，淀粉开机下降，玉米消耗变慢，可用天数变长，企业以消耗库存为主补库意愿不强。目前，深加工产成品需求偏弱的现状仍然难有明显改观，年前年后各地疫情可能迎来一波高峰期，需求也难言好转，低库存的状态可能维持到明年年初，届时在观察疫情发展及下游需求恢复的情况。现货预计到明年 3-4 月份都是偏弱运行，一方面受制于售粮压力，另外就是进口成本下降带动国内价格走弱。目前期货已经反应了当前的进口成本，现货还有回落预期，因此 2305 基差预计将走弱。后期随着新粮卖压消化，下游需求逐步回暖，二三季度现货价格有望见底回升。淀粉玉米价差方面，伴随着豆粕现货价格回落，淀粉副产品利润走弱，淀粉开机反季节下降，淀粉再次回归反应国产玉米成本的逻辑，而玉米期价将加入更多进口成本的预期，因此淀粉玉米价差有望回归合理加工成本附近，及 350-400 元/吨之间，可以关注淀粉玉米价差做扩的机会。

图 75：北方港口玉米库存（单位：万吨）



资料来源：钢联数据,招商期货

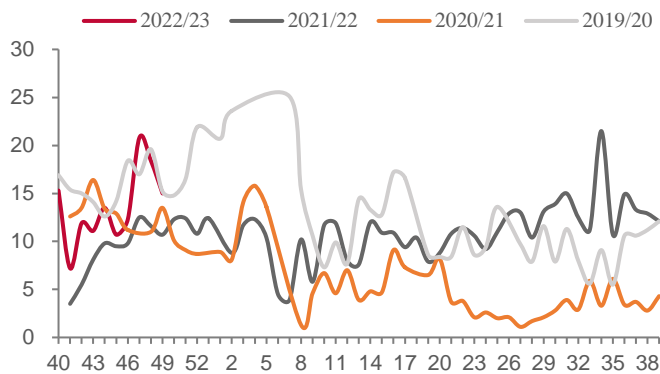
图 76：广东内外贸玉米库存（单位：万吨）



资料来源：钢联数据,招商期货

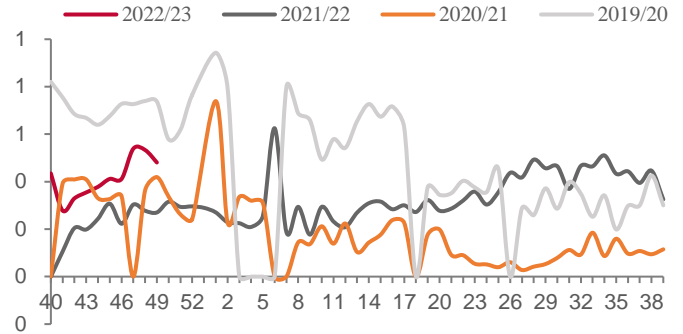


图 77: 广东港内贸玉米出货量 (单位: 万吨)



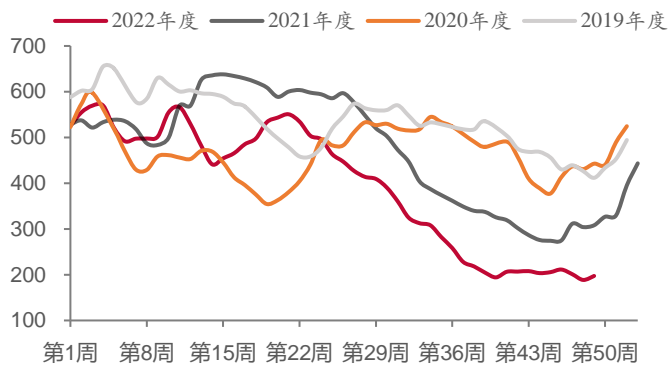
资料来源: 钢联数据,招商期货

图 78: 广东港内贸玉米出货占比(单位: %)



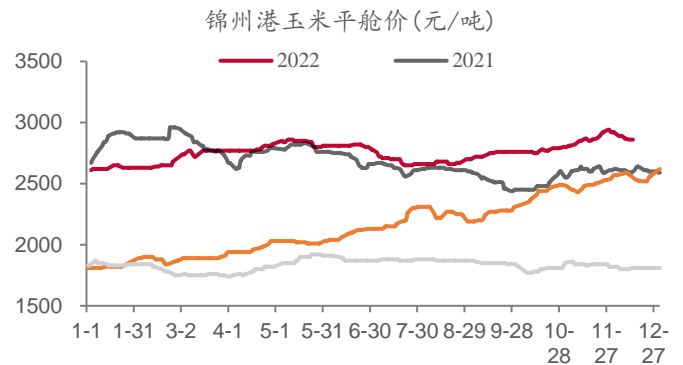
资料来源: 钢联数据,招商期货

图 79: 深加工企业玉米库存 (单位: 万吨)



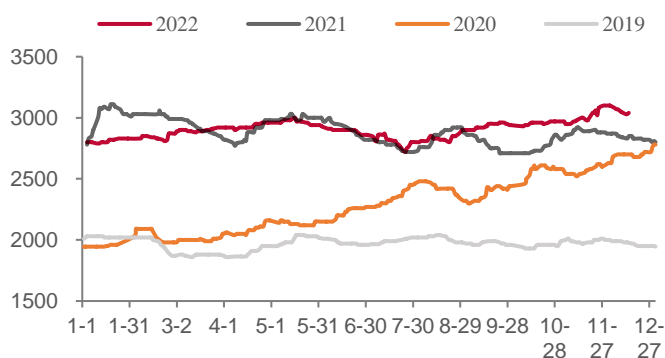
资料来源: WIND,招商期货

图 80: 锦州港玉米平仓价(单位: 元/吨)



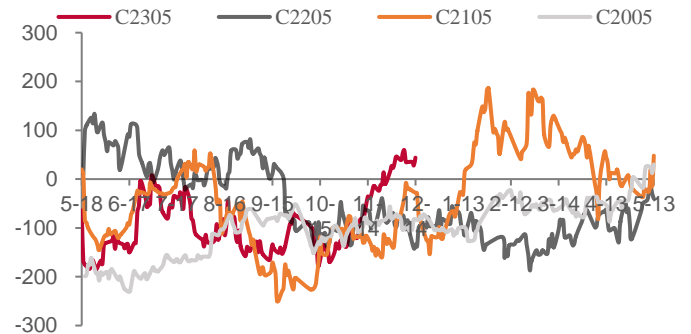
资料来源: WIND,招商期货

图 81: 广东玉米现货价(单位: 元/吨)



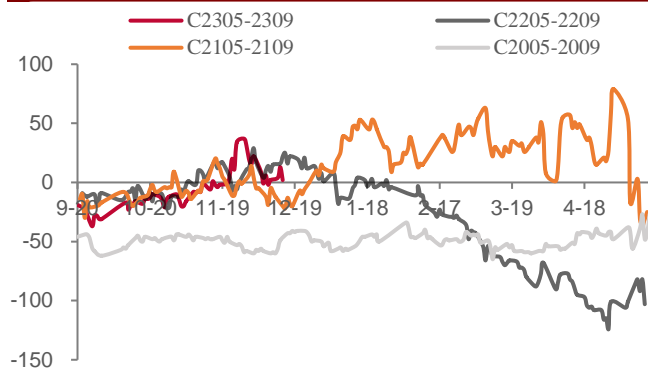
资料来源: WIND,招商期货

图 82: 玉米 05 合约基差(单位: 元/吨)



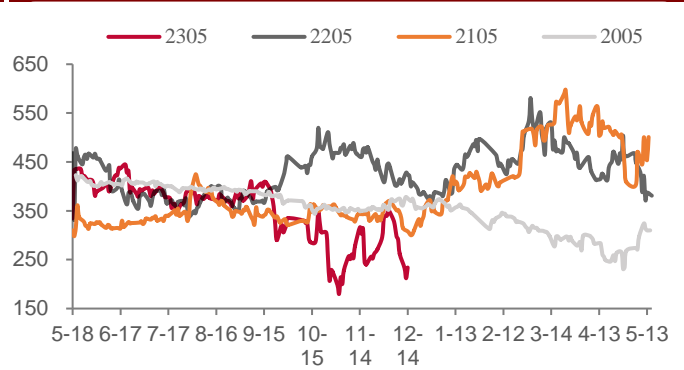
资料来源: WIND,招商期货

图 83: 玉米 59 价差(单位: 元/吨)



资料来源: WIND,招商期货

图 84: 玉米淀粉-玉米 05 合约价差(单位: 元/吨)



资料来源: WIND,招商期货

## 五、未来市场展望

从全球谷物市场来看，因为美玉米体量最大且 CBOT 玉米价格是全球谷物定价的风向标。所以美玉米市场供需的变化决定着全球谷物价格的走势。本年度美玉米出口市场受巴西等国竞争，出口下降、而工业及饲用消费又有可能受经济衰退影响下滑，因此总体需求下降可能使得本年度供需预期逐步转松。展望下年度，美玉米受益于较高的种植收益，玉米产量有望大幅增加，而种植成本伴随着原油及肥料价格下跌有望明显下降，下年度价格下行压力更大。参考美玉米种植成本，我们认为明年美玉米期价预计在 500-700 美分/蒲式耳之间运行。美玉米产量的回升也将带动全球谷物供需格局转宽松。随着全球疫情形势逐步好转，国际运费下降又将降低进口国的进口成本。

就国内来说，本年度因为产量基本稳定而需求有所增加，供需缺口略有扩大。随着国内临储玉米基本售罄，国产小麦及稻谷经过近两年拍卖明显减少，补缺口的路径更多由内转外，外盘谷物供需及价格变化对国内价格的影响会越来越大。国内玉米价格将根据自身阶段性供需松紧的变化围绕进口成本上下波动，同时国内替代谷物价格、种植成本及贸易成本也对期价影响较大。拍卖稻谷及种植成本相对较低，起到一定底部支撑，进口玉米及国产小麦供应潜力较大，它们的增量将是补缺的主力，因此会是玉米价格的压力位，预计本年度国内期价有望在 2600-2900 元/吨之间高位震荡。随着国内玉米价格涨至高于国际，盘面更多受价格更低的进口成本影响，淀粉生产成本由国产玉米现货价格决定，豆粕价格回落降低淀粉副产品利润降低淀粉开机，淀粉玉米价差有望修复至合理加工成本附近。

风险点：地缘冲突影响供应及贸易流、异常天气导致减产。

## 研究员简介

**马幼元：**招商期货研究所饲料养殖研究员，中国农业大学农学硕士。从业至今一直从事饲料养殖产业链研究及投资策略开发，多次组织产业链深度调研，在业内权威期刊发表多篇文章，对饲料养殖产业链投研有独到见解。拥有期货从业人员资格（证书编号：F03106620）及投资咨询资格（证书编号：Z0018356）。

## 重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。