

大江东去，水涨船高

预计明年，玉米将呈现高位震荡态势，并伴随着趋势性上行。

海外市场整体呈现供需紧平衡的态势，黑海谷物市场由于交付因素或成为为区域性市场。南美的扩种，更多作为俄乌全球化受限后的补充。此外，极端天气造成的减产将降低供应端的结转库存，平衡趋紧促使全球谷物价格或呈现高位运行的态势。

国内市场面临21年小麦拍储，22年稻谷拍储之后的局面，替代谷物的减少，从结构上存在加剧供需紧平衡的风险，除了储备外，进口谷物及替代品的到货节奏将对期现价起到指导性作用，海外市场和国内市场的联动性或在明年进一步增强。

种植端，由于区域性减产以及种植者的惜售，春节前新粮供应呈偏紧运行的状态。春节后销售进度或开始逐渐加快，预计明年第一季度现货价格或震荡偏弱但存在支撑。而本年度由于种粮收益主要留存在种植端，或刺激玉米种植面积增加。

进口端，巴西进口到货不断兑现，或抑制国内玉米上缘。替代谷物如高粱小麦在种植季存在减产的情形，进口结构将继续调整，预计明年对于碎米、木薯的进口存在增量，但进口价格中枢恐因为供应偏紧而上移。

需求方面，能繁母猪存栏水平在第二季度的改善，生猪存栏或在明年第一季度见底，带来一个稳中有增的需求预期，下游消费或边际改善。蛋禽养殖端呈现了存栏增长的局面，对于饲料的需求也将呈现乐观预期。深加工正在经历需求偏弱的局面，这种情况或随着明年需求边际改善而缓解，支撑第一季度的淀粉价格。贸易端对高价的担忧导致了渠道库存偏低，售粮进度虽然偏慢，但贸易主体的刚性收购或为玉米价格托底。

综合上述判断，我们认为明年玉米价格或呈现震荡上行的趋势。春节前供给的受限以及双节备货都将提升现货的估值区间，进入三月随着天气转暖，新粮销售速度加快，进口船期的到货或使得价格或出现回落，届时市场下游补库将为市场价格带来阶段性反弹。第三季度，市场或增加对海外市场种植情况的关注，如果明年春夏的天气并没有如今年显著影响单产情况，预计市场对于远月合约的估值将低位运行。第四季度面临新粮上市，对收益的需求以及农资价格的上浮，种植成本将支撑价格底部。

风险因素：防疫政策，宏观预期，国际形势，贸易环境，天气

请参阅最后一页的重要声明

2022 年玉米年度报告

田亚雄 首席研究员
期货投资咨询从业证书号：Z0012209

汤选澎
期货从业资格号：F3084589

发布日期： 2022 年 12 月 29 日

研究销售（上海）

魏鑫

021-50600233

17623597610（手机/微信）

weixinqh@csc.com.cn

汤选澎

021-50600105

18511926221（手机/微信）

tangxuanpeng@csc.com.cn

中信建投期货研究发展部

上海研发中心

地址：浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦

北塔 22 楼 2203 室（邮编：200120）

电话：(021) 50600233

重庆研发中心

地址：重庆市渝中区中山三路 131 号希尔顿

商务中心 27 楼、30 楼（邮编：400015）

电话：(023) 81157271

[HTTP://WWW.CFC108.COM](http://www.cfc108.com)

目 录

一、回顾 2022：大背景下水涨船高，小环境中震荡反弹	2
二、反思 2022：水可载舟，亦可覆舟	5
三、展望 2023：紧平衡下，进口补缺	7
（一）全球市场：天气+突发事件，谷物供需整体结构性收缩	7
（二）国内市场：进口将成为阶段性调节缺口的关键	11
四、聚焦 2023：玉米链交易关键	13
（一）供应：售粮进度——浮浮沉沉还是一泻千里	13
（二）进口：进口结构继续多元化，美玉米仍是主流	16
（三）进口：巴西的进口的注意事项	19
（四）进口：俄乌冲突后黑海地区的进口可能	21
（五）供应：种植成本的预期以及种植意向的推演	25
（六）饲用：存栏渐次增加，饲用需求将稳步增长	27
（七）深加工：低迷环境下的艰难求生	29
（八）国产替代：小麦优势暂不明显，政策性拍卖仍将调节市场阶段性缺口	31
五、操作策略及建议	32
六、可能的风险点	33
后记 2022 投研感悟	33
（一）研究框架对研究体系的支撑	33
（二）无论相关性如何，交易应回归标的物本身——以淀粉为例	34
（三）产业结构：大江东去，浮沉中继续升级	36
（四）期货市场：结构化交易机会的出现	39



一、回顾 2022：大背景下水涨船高，小环境中震荡反弹

2022 年玉米大起大落。基本面的收紧，黑海的地缘冲突，以及宏观对于大宗商品的热炒，盘面价格节节攀升，再一次突破 3000 大关；当市场从过热的疯狂转向到对衰退的恐惧时，基本面的弱势，进口条件的预期改善形成一股向下的合力，将盘面价格拉回到接近 2500 点。随着全球市场对于种植生长情况的担忧，干旱下的减产预期又一次让玉米“起死回生”，而国内在新季开启时伴随着有限并延迟的供应，需求的恢复也让玉米重回 2800 点以上，形成了当前的震荡局面。

由于本轮上行周期是源于 2020 年，所以将 20 年 5 月-12 月的行情列于阶段 1-3 供参考。

o 1-5 月：本年度玉米在售粮节奏平稳的情况下，借由宏观**市场对于原材料的看涨预期和突发事件对农产品供应链的打断**等环节因素驱动，形成了上半年的价格上行。

o 6-7 月：与此同时，上行过程中现货端形成的一致性看涨预期与基本面的被动累库形成了背离。随着宏观对于加息带来的衰退预期，流动性潮水退去。基本面的宽松压低了现货的估值区间，期货对现货的升水结构也给出卖出套期保值的空间，盘面在多头的下行和空头的压力之下大幅下挫。

o 8-9 月：流动性的退潮使得玉米重新回归到对于基本面的交易上，海外市场由于进口占供应端的比例逐步扩大也被纳入影响交易的变量中。国内外分别遭遇了干旱和涝灾，潜在减产预期不断兑现的过程中，下游需求的逐步恢复也支撑了价格上行的合理性。

o 10 月：减产更多是区域性的，但是影响的是上市的节奏，原本从 9 月下旬开始售粮的地区由于涝灾导致的减产和土壤过墒上市进度缓慢；“扩大豆，稳玉米”的政策下大豆的种植面积增加也压缩了尤其是早熟品种的种植面积。用粮企业对于备货的需求也促使市场价格的高开高走。贸易企业也在跟随策略下逐渐开展新粮的收购。

o 11 月：本年度由于成本的上移，叠加补贴的不及预期，农民对于自己的粮食产生了一定的高价预期乃至惜售情绪。另一方面，进入 11 月，新粮的上市在高气温环境的影响下迟迟不满足收割条件，封控也限制了物流的发运，造成了惜售的客观成因。上市供应量紧张让市场价格居高不下，用粮企业也只能通过高价来维持生产，而贸易企业也通过快收购快流通的模式规避高价敞口带来的风险。

o 12 月：随着新粮库存的逐步建立，下游企业的需求难见起色，养殖端，尤其在养殖利润下移的环境下，需求端并未给予更好的接纳能力，此前压栏的出清降低了养殖需求中高性价比的一环。除此以外，深加工在高价和主被动惜售之下库存低位运行，即使如此，下游需求并没有出现紧缺，反而成品端呈现了累库的情况，这进一步抑制了市场对于年前备货的预期。玉米主要的两个需求侧的萎靡削弱了玉米价格的支撑。价格震荡偏弱运行。

回顾：玉米 2022



数据来源：USDA, Reuters, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

请参阅文末重要声明



阶段	对应时间	走势	回顾
阶段一	2021.9-2021.12	2429-2738	价格深跌至成本线之后，市场买盘情绪增加，限产和能源价格上行也促进了价格的进一步攀升。9月的强降雨使得华北部分地区减产或绝收，东北产区土壤过墒收割延迟，打乱了市场的备货节奏，迫使下游涨价备货。十一月东北的强降雪加剧了新粮上市的延迟，叠加土壤过墒，使得粮食上市节奏被进一步拖慢，且出现霉变和毒素的概率增加。在前期低质量粮释放后，农民售粮进度受到主动和被动的惜售的影响，到货量走低，刺激了下游涨价收购。
阶段二	2022.1-2022.2	2702-2782	延续元旦后春节前备货的态势，随着东北粮食销售至6成，粮源转移到贸易商手中，饲料企业和深加工企业春节前备货支持，改善了此前价格下行的趋势。部分贸易商在春节后开始继续提价收购，进一步支撑了现货价格。1月下旬不断传出俄乌冲突的前兆，作为全球主要的粮油主产区，宏观供应结构的可能变化引发更多投资者担忧也从宏观层次支撑盘面价格，使得年后备货下降—价格下行的趋势被打断。
阶段三	2022.3-2022.5	2782-3018	俄乌冲突爆发，作为玉米的主要进口来源，港口和物流的破坏影响了乌克兰粮油的实际出口，且由于战争触发了免责条款，诸多贸易商需要用其他内贸或者其他产地来弥补合同，这一点快速拉动了国内价格，给贸易主体待价而沽的信心。此外，作为全球粮油供应链的主要上游单元，黑海地区发生的冲突不仅影响了中国及亚洲市场，供给短缺是全球性的，地中海地区、欧洲和非州都面临粮食短缺，叠加冲突过程中由和谈—交战引发的事件驱动，拉动了海外粮食价格。此外由于俄乌冲突引发的油价上行，也间接带动了燃料乙醇市场的热度，作为1/3国内需求为乙醇加工的美国亦收到油价上涨的带动，燃料乙醇价格上行也带动玉米价格水涨船高。海外市场价格高涨推升了进口玉米成本，进而从外循环的角度支撑了国内玉米的期现价格。
阶段四	2022.6-2022.7	3018-2548	海外市场对于宏观市场加息衍生出流动性担忧，叠加汇率的上行使得美国玉米成为了全球最高价，增加了其他国家在其他谷物的替代，抑制了美玉米的出口驱动，进而降低了市场对于市场的需求预期。国内市场由于此前过高的价格带来了提货不畅和库存累积，而巴西玉米输华协议的落地也增加了远期的供应，进一步削弱了玉米价格底部。养殖利润的恶化，生猪大规模出栏压缩了需求基础。基差贸易商的卖出套期保值加剧了盘面估值的下挫。
阶段五	2022.8-2022.9	2548-2755	随着黑海四方粮食运输协议的达成，海外盘面估值回归冲突前低点，造成了国内外的共振效应。国内盘面估值对现货深度贴水后，市场对于22-23年度新作产情展开交易，东北部分地区的涝灾，黄淮和华中地区的干旱都加剧了市场对于产量的担忧。海外市场由于美国7月中旬关键授粉期的干旱对玉米单产造成了不可逆的影响，USDA也相应下调了对于美玉米产量的估计，重新推升了CBOT盘面上行。
阶段六	2022.10-2022.10	2755-2887	国内产量随着各个市场主体的调研结果公布逐步得到落实，产地新粮上市由于辽吉早熟区域部分减产而延迟，黑龙江早熟品种的减少也导致了东北地区深加工企业对生产用粮的担忧，叠加本年度地租和农资化肥成本的提升，开秤价格较前一年上涨160元/吨以上，进一步推升了新粮估值到本市场年度最高点，不过由于产地价格过高与港口倒挂，贸易流通不畅导致市场在来到2900元/吨后出现了一定的回落。
阶段七	2022.11-2022.11	2887-2944	进入新粮上市的阶段，由于疫情引发的封控措施，叠加天气条件不满足脱粒，新粮上市节奏存在客观条件上的放缓；种植成本的提升也加剧了种植者对新粮价格的预期，产生惜售情绪。深加工和饲用企业为了满足加工需求开始提升收购价格。下游养殖端的利润修复也加剧了养殖户压栏，支撑下游饲用消费。深加工由于库存始终无法累积而开始逐步涨价收购。导致了价格来到本市场年度新高。
阶段八	2022.12-2022.12	2944-2800	市场主体收购面临价格居高不下，面临贸易利润长期倒挂，深加工企业和饲用企业在满足安全库存后开始阶段性下调价格。供应端随着物流条件放开，叠加天气降温利于脱粒，新粮销售逐步恢复，价格顺势下行。养殖端面临猪价持续下降养殖利润萎缩的境地；而深加工在原料短缺的背景下需求依旧偏弱，年前备货不及预期也让市场价格下行。当前新粮上市暂未出现踩踏出货的情况，在上游种植者和中下游贸易/用粮主体间的博弈背景下，价格或震荡运行。

来源：中信建投期货整理

请参阅文末重要声明

二、反思 2022：水可载舟，亦可覆舟

2022 年年初是一个从超预期到超预期的过程：起初多么坚挺，后面就多么脆弱。只因为从开始的不相信到后来的坚信。忽略了原有基本面的因素也造成了 5 月后期看空的不坚定。

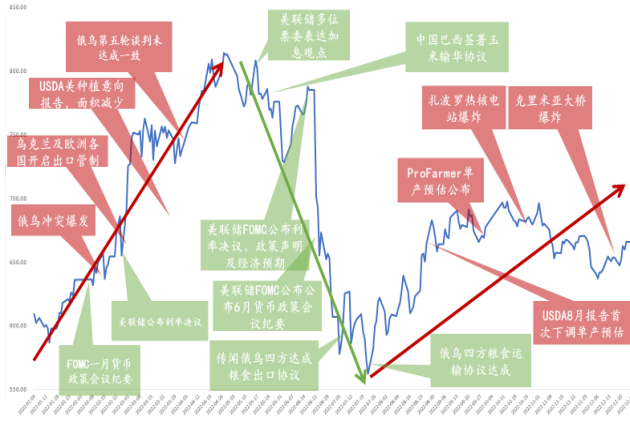
起初我们是可以从基本面的角度看到上涨的驱动，不过这种驱动更多来自于海外市场的影响。1 月新粮的售粮进度持续，仍伴随着一定的惜售，基本上也可以看到港口与深加工的逐步累库，从这一点来说，基本面的驱动并不是很强。

但是随着俄乌冲突的爆发，黑海的海运航道受到交战环境和制裁效应的多重影响，作为全球谷物供应链的重要产地，黑海地区谷物外运受阻进一步延迟了海外进口国的交期，阶段性的供应短缺加剧了对内贸玉米的需求，使得价格开始跟随海外趋势而上行。盘面也受到整体宏观对大宗商品的过热交易而水涨船高。除此以外，美玉米种植条件受到湿冷环境的影响而进一步放大了市场对于供应短缺的担忧，也带动了盘面的上行。这种上涨趋势打破了市场对价格的预期，即使在当时港口和深加工仍处在累库的阶段，仍不能阻拦盘面的继续上涨。超过 2800 预期的高位后，市场对于后期价格的观点也开始逐渐转多。

而进入 5 月之后，随着对于宏观加息的消息喧嚣尘上，市场对流动性收紧的担忧也同步增加，美元走强，高价抑制了海外对谷物的需求预期，与此同时，俄乌的冲突也进入到了相持阶段，即使此前谈判未达成一致，但至少在粮食发运的物流条件上并未见到进一步恶化。在美联储主要票委的偏鹰观点以及 FOMC 利率声明的公布，加息靴子落地。伴随着宏观的环境变化，中国也在乌克兰到货异常的环境下与巴西签订了玉米输华协议，这一协议也进一步加剧了玉米全球基本面的偏空预期。基本上，当宏观因素与全球基本面都边际利空时，累库的现实也逐渐被市场观察到，同时此前对现货升水的盘面也让基差来到了高位，对于现货持有方，也出现了套保的机会。多重因素作用下，盘面开启快速下行。此前的一致性预期也变成了压死骆驼的稻草。忽略的宏观预期退场的影响使得我们在当时仍认为下方有贸易成本作为底部支撑，但情绪和预期的转折

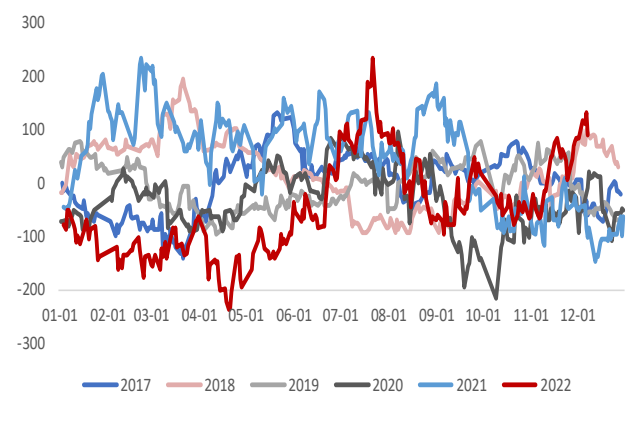
对于盘面的影响更为剧烈。

不同层面因素对于盘面的作用:CBOT美玉米



数据来源: USDA, Reuters, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

玉米基差: 锦州



数据来源: USDA, Reuters, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

在这其中, 我们有以下两点反思。第一点本年度影响玉米的因素已经从传统的国内基本面和政策面交易逐渐转为对于海外市场基本面乃至宏观因素的交易。后者也让玉米获得了更利于上涨的流动性。忽略其他层面的影响将会改变市场预期, 进而影响对于上涨驱动的判断, 从而出现否定看涨到坚定看涨的思路转变, 这种思路持有到 5 月面临的结果可能是盘面上的亏损。

第二点本年度对于交易的敞口控制显得尤为重要。对于基差交易者, 可以在 5 月的时候看到基差回归的现象, 但是有多少人会选择控制仓位, 并抵抗住波动较大的基差风险我们表示存疑, 尤其是对于小型的贸易企业, 这种套保模式反而加剧了其流动性的风险, 或者说基差带来的稳定波动是相对的, 关键在于对于自身风险敞口的控制。基差也不是万能的。

不万能的背后是市场交易层次发生了变化, 或者说交易主体的多元化使得观察市场的角度也不一致, 寻找变量做出决策的机制也不相同, 不再单纯是以往产业, 期现机构和散户之间的交锋, 其他交易主体也带着自身对于商品板块或者对某一品种的理解, 在市场上寻找自己的机会。此外, 不同人所持有的流动性不同, 决策对于板块的影响也不尽相同。

这种交易维度间的差异就像是人摸大象: 一方面, 客观来说, 人, 受到精力, 资源和渠道的约束, 不可能面面俱到交易所有层次和频段, 客观限制了看清市场的全貌; 另一方面, 主观上, 不同交易者经历不同也无法短期快速掌握其他层面或者对当前市场归因的时候更倾向于从擅长的角度而非其他维度, 观

请参阅文末重要声明

念和决策机制的惯性也导致了部分市场一致性预期的形成。这种一致性预期在 22 年 6 月之后将带来一定的损失。

所以坚持自己的交易逻辑也会有自己的收益空间，赚取认知内的钱。就好像上半年如果可以坚持做多基差，那么在远月也可以看到期现回归的曙光。但从现实考虑，这么做而言，交易者的操作就显得尤为重要：如果交易者的资金成本，仓位控制并不能很好的补充保证金，覆盖盘面带来的大幅波动，那么就意味着坚持到力竭也可能会倒在黎明前。所以头寸的管理要和交易逻辑相匹配，避免出现看对了但不赚钱的结局。

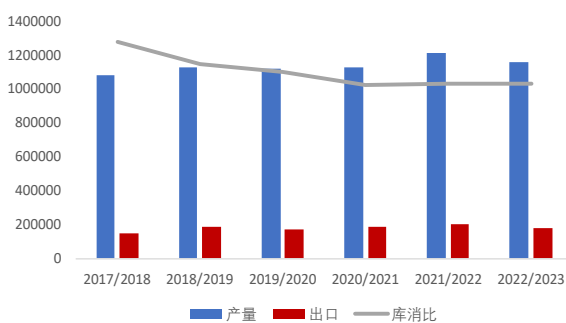
三、展望 2023：紧平衡下，进口补缺

估计逻辑的变化，影响因素的升级和轮动，都让玉米影响因素变得微小但显著，进入 2023 年，随着玉米成本的提升，下游需求的迷雾重重，都预示着玉米的高价微利时代缓缓到来。全球由于 22-23 年度供应量受到干旱天气的影响而逐步收紧，这种收紧不仅出现在玉米，还出现在高粱、小麦等品种上。各国普遍性对疫情的降级处理以及相应的开放政策也将改善上一年度需求的低迷。这意味着平衡趋紧将成为大概率事件。

（一）全球市场：天气+突发事件，谷物供需整体结构性收缩

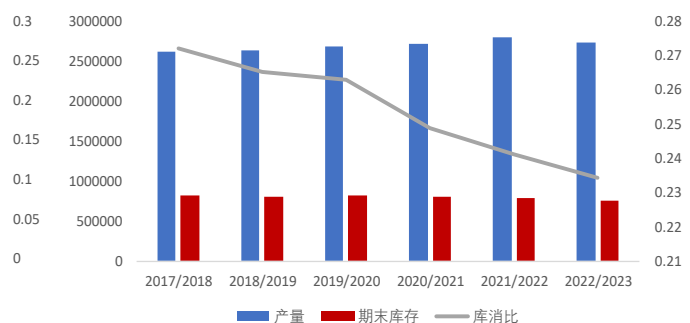
22-23 市场年度来看，全球玉米平衡表仍将面临平衡收紧的态势，天气的影响以及突发事件都导致了全球产量的下行。

玉米平衡表：全球（千吨）



数据来源：USDA, Reuters, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

谷物平衡表：全球（千吨）

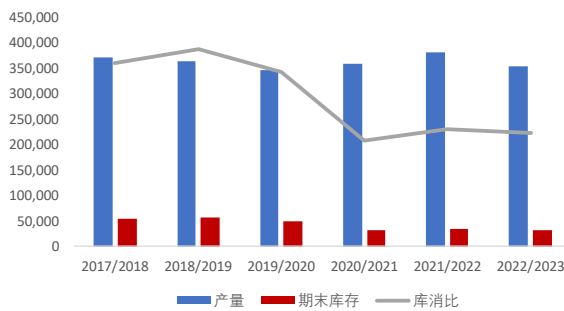


数据来源：USDA, Reuters, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

请参阅文末重要声明

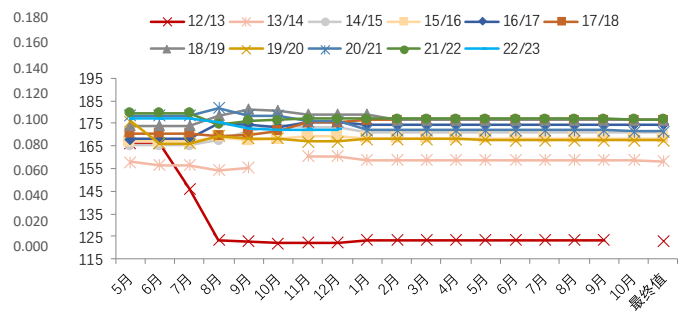
由于拉尼娜效应带来的极端天气，造成了此前北美播种季的土壤过墒，此后又在7月中旬美玉米的关键授粉期带来了极端的高温，给玉米带地区在内的玉米单产造成了不可逆的影响，授粉不良带来了近年来较低的单产。虽然我们同样看到 USDA 调减了需求端的预期，但是同比来看，美玉米的平衡表正处于收缩过程中。这种收缩一方面降低的新一年度玉米的可供应量，另一方面也是对结转库存的消耗，降低了平衡表的厚度。

玉米平衡表:美国 (千吨)



数据来源: USDA, Reuters, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

USDA 美玉米单产预估 (蒲/英亩)

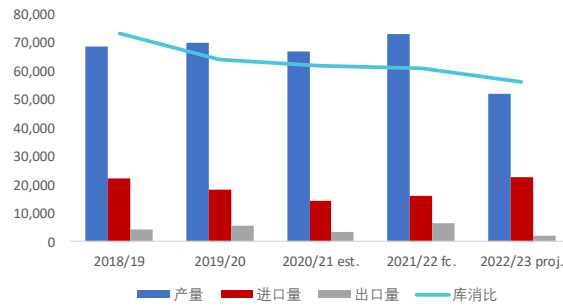


数据来源: USDA, Reuters, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

高温影响的不止是美国的单产情况。欧洲也遭遇了严重的干旱，法国、罗马尼亚、西班牙等国作为欧洲玉米主产国受灾明显，产量减幅超过 10%，根据欧盟委员会预测的结果，分别减产 360 万至 1100 万不等。作为传统的净进口地区，22-23 市场年度欧盟预计玉米进口量将来到 2300 万吨，出口量降至 200 万吨，两个数字在上一市场年度分别为 1600 万吨和 650 万吨。进出口之间的此消彼长意味着欧洲对于海外市场的需求也同步增加。

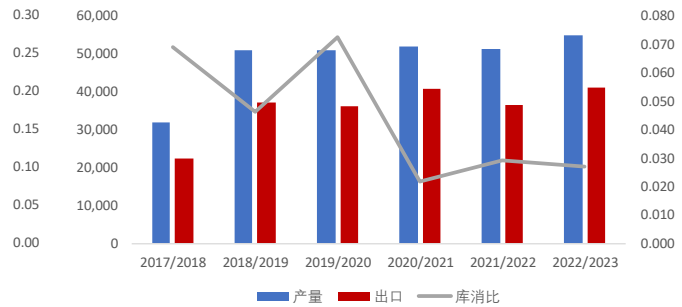
干旱也严重影响了阿根廷地区的玉米产量。根据阿根廷布宜诺斯艾利斯交易所的预测显示，当前玉米生长情况好/中/差的比例为 15:59:26，去年同期该比例为 76:23:1。虽然根据 USDA 的预测值来看，阿根廷 22-23 产季的产量仍为 5500 万吨，但是该数值并未将干旱的情况考虑其中，这也将为明年这个南美主产国的供应画上一个问号。

玉米平衡表：欧盟27国（千吨）



数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

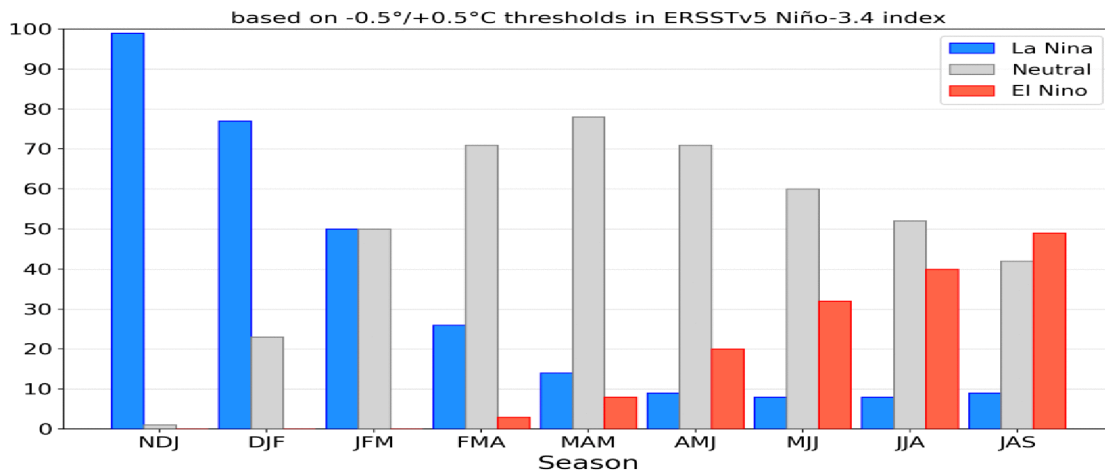
USDA并未针对干旱的情况下调阿根廷玉米产量（千吨）



数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

根据 NOAA 发布的报告显示，拉尼娜现象在 22 年 12 月到 23 年 2 月仍有 70% 以上的概率存在，而 23 年 1 月-3 月拉尼娜效应将趋于中性，极端天气的影响或得到减弱。明年 7-9 月将进入厄尔尼诺中性状态。无论明年状况如何，此前高温造成的减产势必将影响 22-23 市场年度的玉米总供应水平。

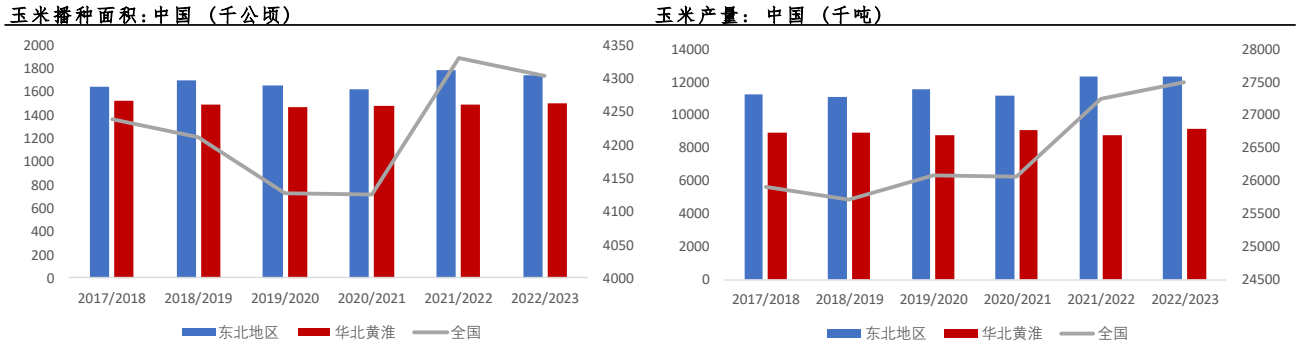
拉尼娜现象发生可能性 (%)：NOAA



数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

除了海外市场供应的整体减少外，本年度华中和西南地区也遭遇一定程度的干旱，致使 22-23 新粮上市初期部分华北黄淮地区粮食向该地区流动。东北地区，尤其是辽宁西北部及吉林南部地区，在本年度也遭遇了过度降雨而形成的涝灾，部分地区出现减产和绝收的情况。虽然说超预期的降雨也改善了黑吉西部传统灌溉区的水分，但是涝灾更多影响的是正常的上市节奏：按以往的规

律而言，十一前后辽宁的新粮将开始上市，但是过墒的土壤既造成了区域性的减产，又降低了收获效率，导致上市时间偏晚。错落的上市区域性调减了国内供应水平。

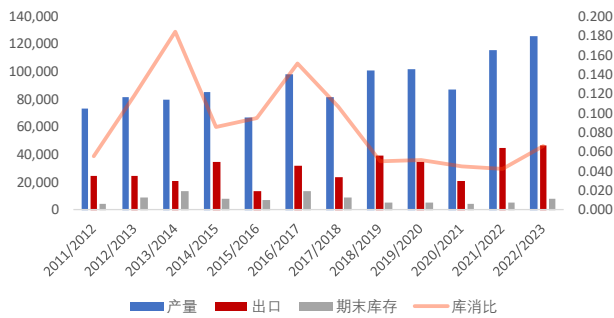


数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

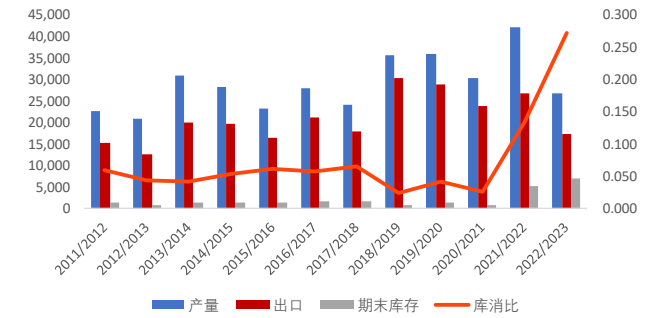
数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

作为主要出口国，我们看到由于俄乌冲突的影响，乌克兰传统小麦区域成为了交战地带，产量将呈现下滑趋势。与此同时，本年度化肥价格的上涨，以及海运通道的延迟，本年度玉米也处于减产的状态下。乌克兰农业部在 12 月初的发布会提到，由于氮肥成本高，加上当前作物收获较晚，无法为下季播种精心准备耕地，明年乌克兰农户将减少玉米种植面积，同时将提高葵花籽和大豆的种植面积。这也使得全球主要产区供应水平面临继续下降的风险中。

作为 22-23 年度的希望，巴西玉米产量预计呈上行趋势一定程度上将缓解全球供应的紧张程度。根据巴西 CONAB 预测的结果限制，预计巴西 22-23 年度玉米产量将来到 1.26 亿吨，其中一茬 2800 万吨，二茬 9600 万吨。较上一年度增加 1.12 亿吨增长 12.5%。虽然南美地区仍有扩张产量的潜力，不过考虑到巴西玉米主要出口港集中在桑托斯和帕拉纳瓜港，且出口窗口期集中在第三季度，在同一发运点运力不变的情况下，销售的集中进一步加剧了贸易格局的集中，这意味着销售窗口期需求阶段性紧张仍然会导致贸易供求的趋于紧张。

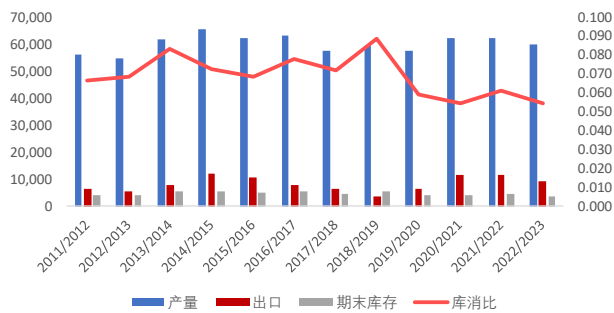
玉米平衡表:巴西 (千吨)


数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

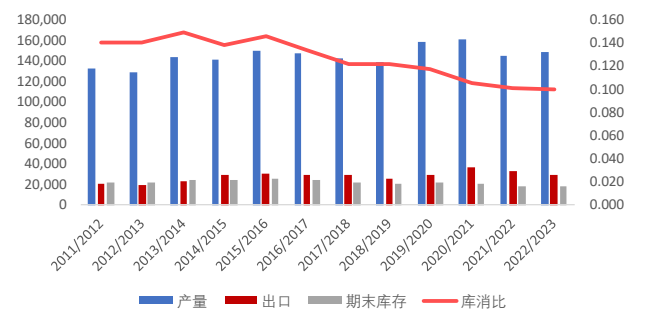
玉米平衡表:乌克兰 (千吨)


数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

除此以外, 其他谷物的平衡表也会出现偏紧的趋势, 这意味着前两年其他谷物对玉米替代的结果是此类作物价格边际一并上行。

高粱平衡表:全球 (千吨)


数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

大麦平衡表:全球 (千吨)


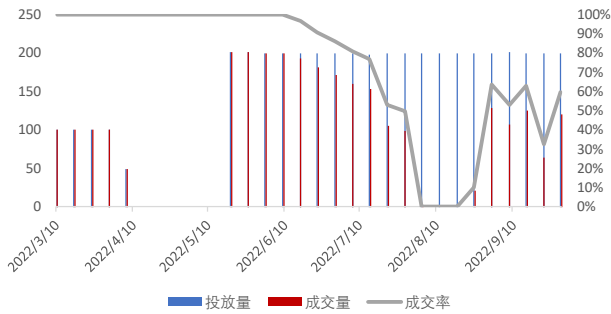
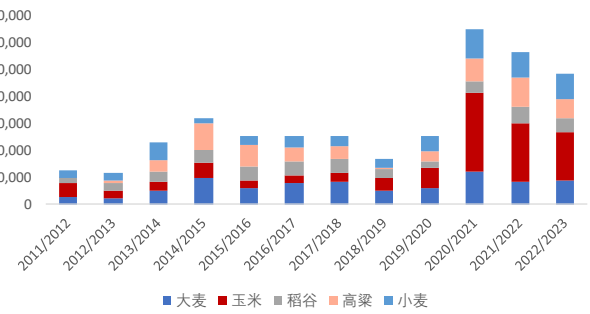
数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

(二) 国内市场: 进口将成为阶段性调节缺口的关键

国内结构上, 库存进一步去化的同时可以看到需求仍然保持稳定增长的态势, 而国内市场面临 21 年小麦拍储, 22 年稻谷拍储之后的整体谷物库存下行的局面, 从本年度已经拍卖掉 2800 万吨的稻谷量来估算, 预计明年将有 1800 万吨的稻谷可用于拍卖。该拍卖量仍能在阶段性缓解部分企业因供应不足形成的缺口, 但是仍需要注意储备持续拍卖或形成类似于 20 年临储玉米“越拍越涨”的局面。

替代谷物的减少, 从结构上存在加剧供需紧平衡的可能。除了储备外, 进口谷物及替代品的到货节奏以及相应的到货价格将对期现价格起到指导性作

用，相应的套保/套利策略意味着海外市场与国内市场的联动性或在明年进一步增强。

定向稻谷拍卖成交情况 (万吨, %)

谷物进口量:中国 (千吨)


数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI188, Wind, CFC

数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI188, Wind, CFC

无论国内外结构如何，有一点需要注意的是，供应减少的平衡表，其逐年递增的紧张程度或被需求低迷而对冲，这种对冲的结果对于平衡表的松紧程度影响不大，但这个过程会导致平衡表的“缩表”。

玉米平衡表: 中国 (千吨)

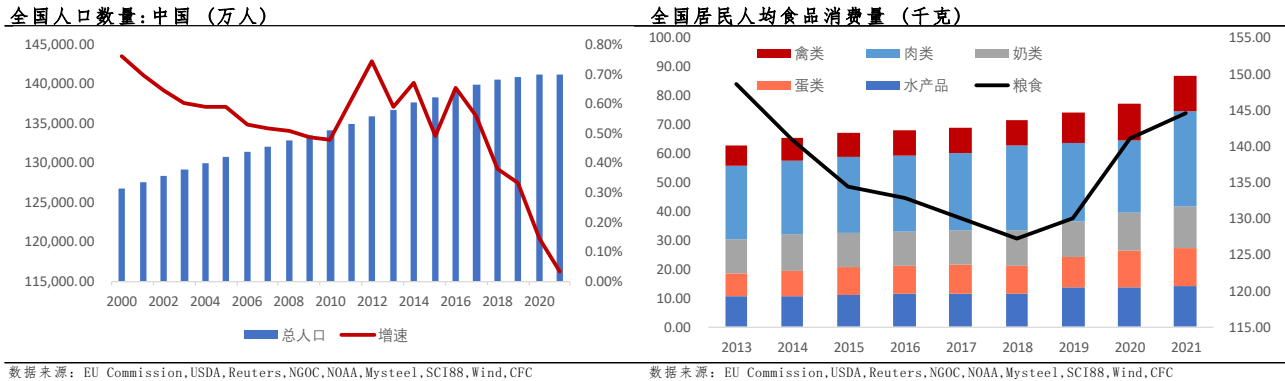
年度	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	YoY%
生产量	259,071	257,174	260,778	260,665	272,550	275,000	1%
进口	3,467	4,483	7,596	29,546	21,886	16,000	-27%
年度供给量	262,540	261,660	268,374	290,211	294,436	291,000	-1%
食用消费	18,620	18,650	18,700	18,800	18,850	18,900	0%
饲料及损耗	185,000	173,900	196,000	178,000	180,000	192,000	7%
工业消费	73,000	80,000	80,000	77,000	77,000	76,000	-1%
种用	1,265	1,259	1,230	1,225	1,280	1,260	-2%
年度国内消费	277,885	273,809	295,930	275,025	277,130	288,160	4%
出口	19	18	11	10	3	10	233%
年度总消费量	277,904	273,827	295,941	275,035	277,133	288,170	4%
年度节余量	-15,364	-12,167	-27,567	15,176	17,303	2,830	-84%

数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI188, Wind, CFC

平衡表的缩小意味着供给价格弹性的削弱和需求价格弹性的增强，换言之，当需求量增加/存在增加预期时或者供应量减少/存在减少预期时，价格上行的幅度会更快速，或者下跌幅度更弱。虽然我们说玉米不是国人最大消费量的主食，但是玉米是饲料中能量的主要来源。而事实上，粮食的需求增加不仅反映了人口基数的增长，我们还看到全球及中国的消费结构正在进化，肉蛋奶类

请参阅文末重要声明

的消费比例正在逐年上升，这种饮食结构随着一代人的增长很难逆向，作为饲料中能量类的主要来源，玉米，伴随着终端对于肉类糖类的需求的增加是很难大幅压降的。



粮食作为一种需求弹性较小的商品，面对着基数增大的需求，意味着缩表期间任何一次需求的上行最终都将通过价格上行来完成平衡，完成一轮“涨价去库存”的过程，这个过程势必要提高农产品的估值区间。事实上我们从 20 年开始也在见证着玉米从 1800 元上涨 2800 元乃至 3000 元的过程，购买平价的提升意味着市场有更好的流动性，相关企业的收入增加，对农业相关投资也将进一步发展。

四、聚焦 2023：玉米链交易关键

（一）供应：售粮进度——浮浮沉沉还是一泻千里

售粮进度偏慢，粮食在种植者手中。虽然抗风险能力不及贸易商，但是种植者的抗逆性要天然强于贸易商，因为种植者除非有还款压力的前提下，销售与否取决于市场的价格水平以及周边邻居的销售情况，且本年度随着粮食整体价格的提升，储粮装具的升级都增强了这种抗逆性。虽然在正常行情中，可以看到“卖跌不卖涨”的集体踩踏，抑或是或是买便宜了之后的拍大腿和抬不起头的情况。但如果价格深度下跌，那么“大不了不卖”或者“不

着急卖”成为种植者的一种选择。

关于此事，我们以20年开始的新粮售粮进度来观察农民的心理。农民也在经历一次粮价的“价格闯关”，这种闯关不仅发于收益，更止于预期。可以看到20-21年度农民售粮进度较快，除了天气不抑制收获，新粮可以按照正常时间表上市以外，出于对陈粮拍卖对新粮价格的抑制，农民售粮进度较快，至12月上旬东北地区平均售粮进度来到四成，而到了元旦达到了六成以上。在当时的状态下，贸易商在产地广建库存，无论新陈，叠加下游需求的拉动，可以看到当时深加工和港口库存均来到高位。当时价格一路上行，但是在1块钱3斤的历史环境中，农民很难想象粮食会变成1斤6毛到7毛，甚至8毛的情况。所以在当时每一个点都是超农民预期的点。

到了21年开始，见证过贸易商高价建库存后大幅亏损，以及9月逼仓的背景下，玉米链上每个主体都见证过了粮价从1800到2800乃至3000，最后又回到2460的波动。这种波动也改变了每个人的对玉米的心理价位。对于粮食的初始持有人，农民对于高价的要求是售粮进度偏慢的同时，价格也在缓慢上行。虽然21年也经历过下游需求走弱价格回落的情况，但是进入22年1月后价格又重新恢复上行。我们在21-22市场年度见到的是农民在接受了玉米也可以来到3000元一吨的情况后对于玉米的价格更为关心，背后是种植收入增加的事实。

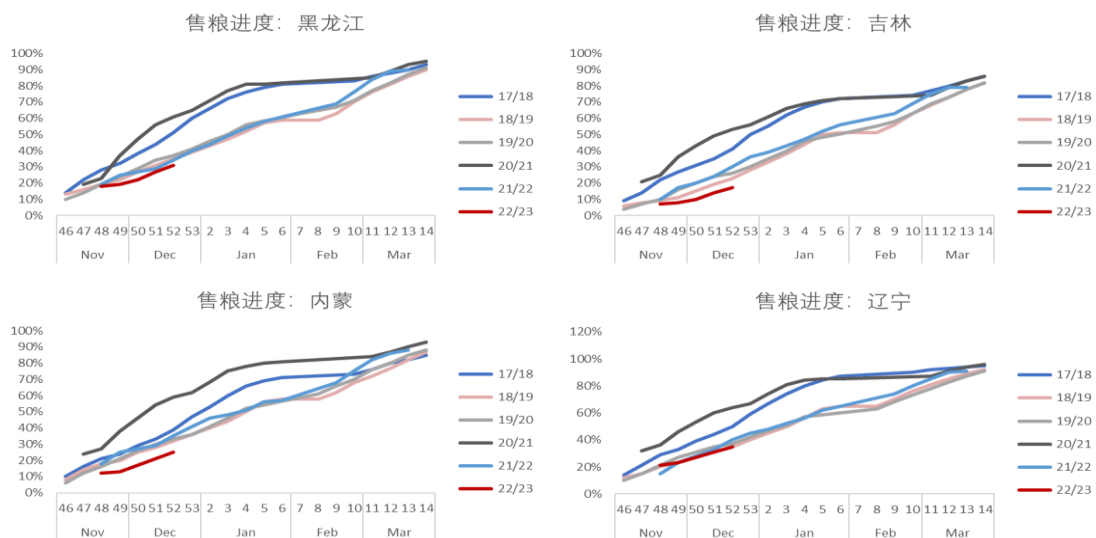
所以来到22-23年度，市场在春节前面临的是20-21年的售粮窗口（40天）和21-22年经历了市场价格大起大落的农民，尤其是在本年度地租和农资上涨30%和补贴从68降至28的情况下，他们对于收入的理解将更为直观。这种事实也反映在了开秤价的大幅上涨中。这里我们还没有提到自媒体发展对于农民售粮知识和售粮观念的教育和影响。换句话说，如果下游仍有基础需求和备货需求，那么渴望卖到高价农民和急需备货的下游企业势必延阻现货的下行速度。

除此以外，本年度购销特征较去年最显著的变化是，农民售粮大多流向终端用粮企业，由于对高价的担忧使得贸易商表现谨慎，本年度渠道库存尚未成规模建立。

从目前的销售情况来看，产地贸易商并未开始建立库存，意味着往年进度和当前销售进度的缺口更多是未流入至渠道的部分。在目前贸易主体仍旧看弱以及用粮企业库存水平的边际充盈的情况下，价格开始低位震荡运行。贸易主体也有动机去在年前控制进度，期待年后售粮进度出现“上量”，这种状态下建仓会获得更好的利润边际。不过反过来我们认为，在下游消费偏弱趋势逐渐平稳后，贸易商开收之时也是此前利空的出尽阶段。

我们不得不承认，在缺粮主体逐渐由用粮企业转到贸易商主体的时候，贸易商的需求弹性相对于用粮企业要大，因为本身不具备生产上的供应刚性，所以对于农民出的高价可以选择抵制，但反过来说，贸易商是需要维持上下游关系，尤其是对于玉米这种同质化商品，友商之间的竞争烈度会更高；如果不收购就不利于销售渠道的维护和整体经营。战术上，我们理解贸易商如果选择收购潮粮进行烘干年后是主要的机会，毕竟开春之后，随着农民手中的粮水分逐渐降低，开塔的烘干成本或进一步降低。但是如果都集中选择年后开收，势必要对冲所谓的农民“上量”，这就会导致所谓的低价效应可能不会那么显著。此外我们还需要考虑到，本年度收购节奏更多掌握在用粮企业手中，无论是对粮食的消化能力还是抗风险能力或大于大部分贸易主体。一旦这部分企业在年后继续开启采购或贸易，竞争烈度或加剧。

低于往年待售部分将成为未来贸易商的必然需求 (%)



数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

请参阅文末重要声明

也就是说传统的卖压概念可能不复存在，需要我们面对的是平稳的节奏；售粮价格上可能会有波动，但是大幅低于预期的销售价格势必引起农民的抵触情绪。农民也渴望借此抓住收入增加的机会。**玉米伴随着上量而大幅跌价可能是一件一厢情愿的事情。**

所以我认为，种植端和中下游的博弈仍将继续，而价格也将来到一个震荡运行的阶段，对于盘面在此前阻力位向下突破后又开始回补，意味着买方意向仍在，价格筑底逐渐获得支撑。

对于盘面，出于当前售粮进度的平稳也让市场对于3月年后低点产生疑问，伴随着上周市场对底部的测试阶段性告一段落，我们认为在当前03合约也将进入逐步筑底后的震荡运行期。后期动态一方面取决于售粮进度的快慢，另一方面取决于各大城市陆续过峰后年前饲料食品端的备货情况。如果没有出现新增的向下驱动，我们将能看到市场的进一步反弹。

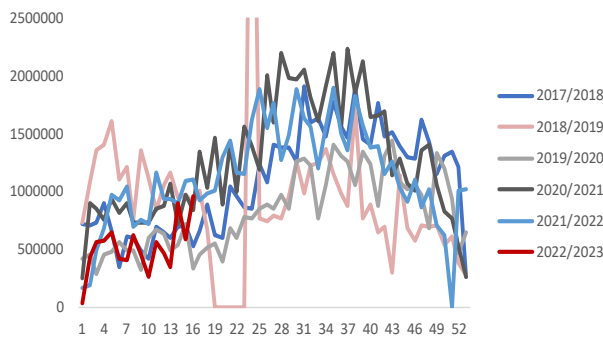
（二）进口：进口结构继续多元化，美玉米仍是主流

较上一市场年度，中国谷物及替代品的进口量在结构上开始逐渐向替代品倾斜。在继续进口此前传统替代品高粱的基础上，国内的采购主体也增加了对木薯干和豌豆等替代品的进口，结果表现为本年度进口的结构上较上一年度更为多元。

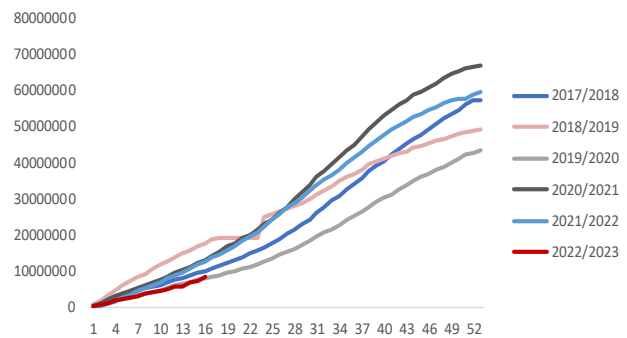
多元的本质来自于进口玉米价格的提升，以及可供应来源的缩减。由于俄乌冲突干旱等原因，可以看到美玉米盘面价格来到了800美分以上的高位，叠加市场也出现强美元的环境下，美玉米的进口成本最高来到了3200元以上的水平，远高于国内玉米的价格，这也让采购主体的饲料企业普遍选择减少买船数量，转向其他谷物。而俄乌冲突从基本面角度，影响的是现货的单据办理和正常发运，且在交战期，贸易合同不可抗力条款的触发也会让采购方吃了哑巴亏，转而寻找其他货源。这也让中国大麦、小麦的进口量较上一市场年度有所下滑。

从进口来源看，美国占进口谷物的主流，无论是玉米，还是高粱都有着较高的比例，对美谷物的依赖度不降反增。从当前进口来源看，我们难以摆脱从美国进口玉米的现实。根据 USDA12 月公布的美玉米平衡表来看，供需的紧张程度较 11 月平衡表稍微缓解，但是从年对年的角度上，美玉米依旧偏紧，低单产造成的供应紧张一定程度上被调减的需求预期所对冲，且美玉米的出口在告别了此前全球最高价的时点后，主要进口国墨西哥表达出对转基因玉米的进口限制，作为美玉米最大的出口国，这也必将影响其出口预期，中国也在考虑削弱一部分进口量到巴西上，虽然近期销售情况有所改善，但是年度年的低迷销售量也抑制了美玉米进一步上涨的动力。

美玉米当周净销售值（吨）



美玉米当周累计销售值（吨）



数据来源：Bloomberg, EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

数据来源：Bloomberg, EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

从其本国需求来看，饲用和工业消费也表现出一定的疲软，根据彭博对美国生猪存栏的调查显示，无论从数量上还是从均重上业内都给出了年对年较低的预期，这也将影响美玉米的整体需求水平进而降低玉米估值。另一方面，美国 EPA 在 22 年末公布了其未来生物能源的换兑义务，燃料乙醇并未获得显著的提升，这也让当时 CBOT 玉米期货价格应声下行。从当前的供需结构来看，美燃料乙醇整体表现偏宽松，油价的下行也让市场调减了乙醇的换兑比例，而从收益情况上来看，当前酒精厂也处在一个亏现金流的状态下，这也抑制了工厂的进一步开机动力。如果明年油价继续保持，预计对燃料乙醇的需求水平也将保持稳定。不过考虑到巴西乌克兰等出口来源仍然面临着供应流的潜在问题，无论是汽运或是码头的罢工，还是冲突水域的物流限制，这都让美玉米成为相对稳定的供应来源地。这意味着美玉米很难做出更深度的下行，或在 625 美分

请参阅文末重要声明

处或者支撑。

22年12月美生猪存栏调查结果

调查项	整体存栏	能繁存栏	商品猪	
调研均值(百万头)	73.308	6.092	67.218	
调研均重(年同比)	-1.50%	-0.50%	-0.016	
USDA前值(百万头)	74.446	6.125	68.321	
调查项	50磅以下	50-119磅	120-179磅	180磅以上
调研均值(百万头)	21.267	18.713	14.182	13.066
调研均重(年同比)	-1.50%	-1.50%	-1.30%	-2.10%
USDA前值(百万头)	21.594	19.005	14.374	13.348

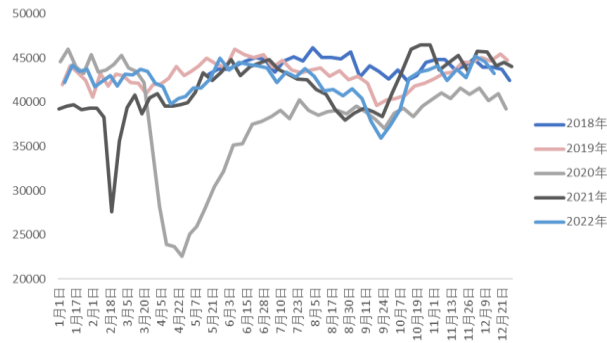
EPA排兑义务预期:路透

法定用量(亿加仑)	2018	2019	2020	2021
高级生物燃料	42.9	49.2	46.3	50.5
总可再生燃料	192.9	199.2	171.3	188.4
生物乙醇	150	150	125	137.9
总量同比(%)	0.1	6.3	-27.9	17.1
法定用量(亿加仑)	2022	2023	2024	2025
高级生物燃料	56.3	58.2	66.2	74.3
总可再生燃料	206.3	208.2	218.7	226.8
生物乙醇	150	150	152.5	152.5
总量同比(%)	17.9	1.9	10.5	8.1

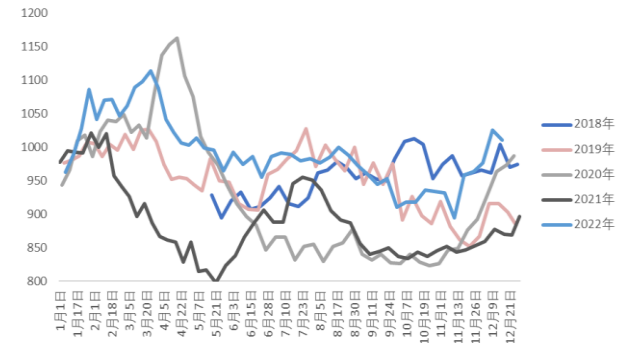
数据来源: Bloomberg, EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

数据来源: Bloomberg, EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

美国:日产量:燃料乙醇(千加仑)



美国:期末库存:燃料乙醇(百万加仑)

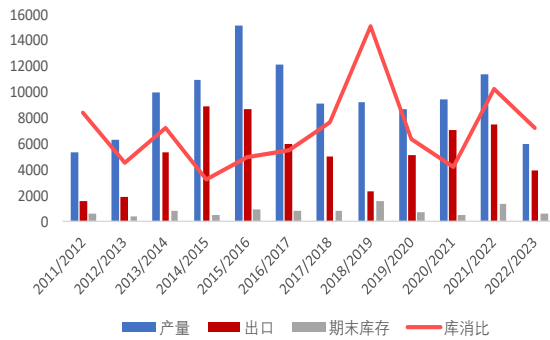


数据来源: Bloomberg, EU Commission, UN, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

数据来源: Bloomberg, EU Commission, UN, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

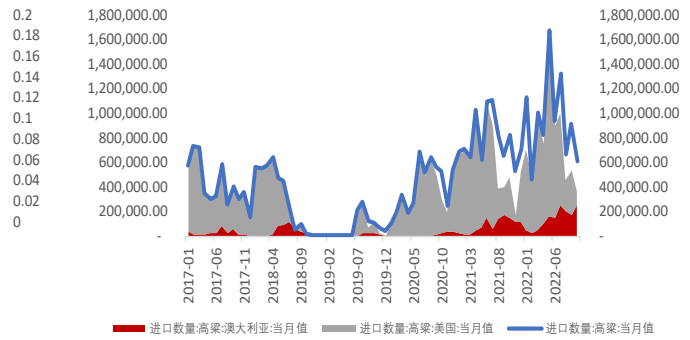
除了玉米,高粱在本年度的进口量也较去年有着明显的增长。不过可以看到的是德克萨斯和堪萨斯州都面临着严重的干旱,极大的影响了高粱的产量,这也让美高粱供应面临收紧的局面,而中国绝大多数高粱进口都是源自于美国,且从属性上,美高粱的单宁更低,较阿根廷高粱有更好的适口性及替代灵活性。潜在的供应偏紧和报价的提升也将抑制明年对于高粱的进口水平。

高粱平衡表：美国（千吨）



数据来源：Bloomberg, EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

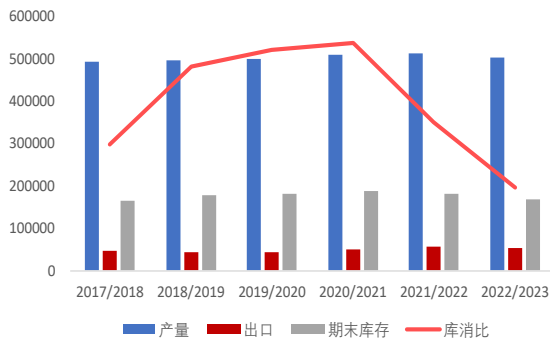
高粱进口量及国别：中国（吨）



数据来源：Bloomberg, EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

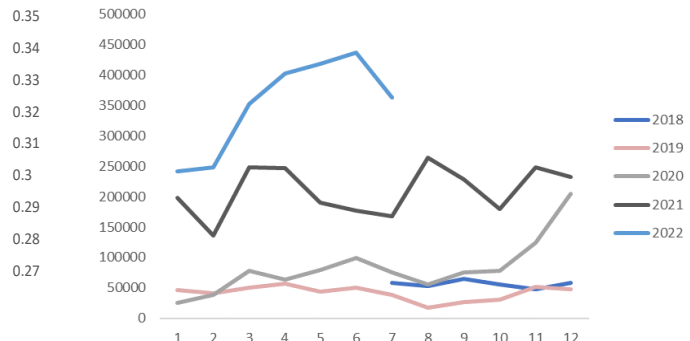
稻谷在本年度的进口水平有着显著提升，虽然印度作为碎米的主要出口国，在22年第三季度出台政策限制出口，但随后又予以放开。不过无论是印度，还是泰国、越南，玉米的供应限制一定程度上刺激了周边国家采用稻谷进行替代。如果明年其他谷物供应仍未缓解，对稻谷的需求也将进一步抬升其估值区间，进而提升进口成本。

稻谷平衡表：全球（千吨）



数据来源：Bloomberg, EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

碎米进口量：中国（吨）



数据来源：Bloomberg, EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

（三）进口：巴西的进口的注意事项

22年5月23日，据商务部发布的“中巴（西）高委会第六次会议成果清单中显示，中国海关总署与巴西农业部签署《巴西玉米输华植物检疫要求议定书》（修订版），标志着巴西玉米在时隔9年之后将重新进入中国市场。在当前粮食危机的背景下，为中国的粮食安全提供了有力的渠道支持。巴西玉米准许进口也扩展了中国的进口来源。同年11月2日，海关总署网站的一份文件显

示，新名单包括 136 家玉米出口商，中外主流粮商均有涉及，这也意味着巴西的玉米的进口即将提上日程。

从巴西的供应上来看，巴西在 11 月出口了创纪录的 600 万吨玉米，使得今年迄今出口量达到 3800 万吨，几乎是 2021 年 2060 万吨的两倍。根据市场咨询机构 Safras 的估计，根据巴西港口的装运时间表，12 月份巴西可能出口 589.9 万吨玉米。目前 14.35 万吨玉米已经装船完毕。这也使得 2022 年 2 月到 12 月期间，巴西玉米出口总量将达到 4147.6 万吨。巴西在玉米出口领域也将成为仅次于美国成为全球主要的玉米出口国。

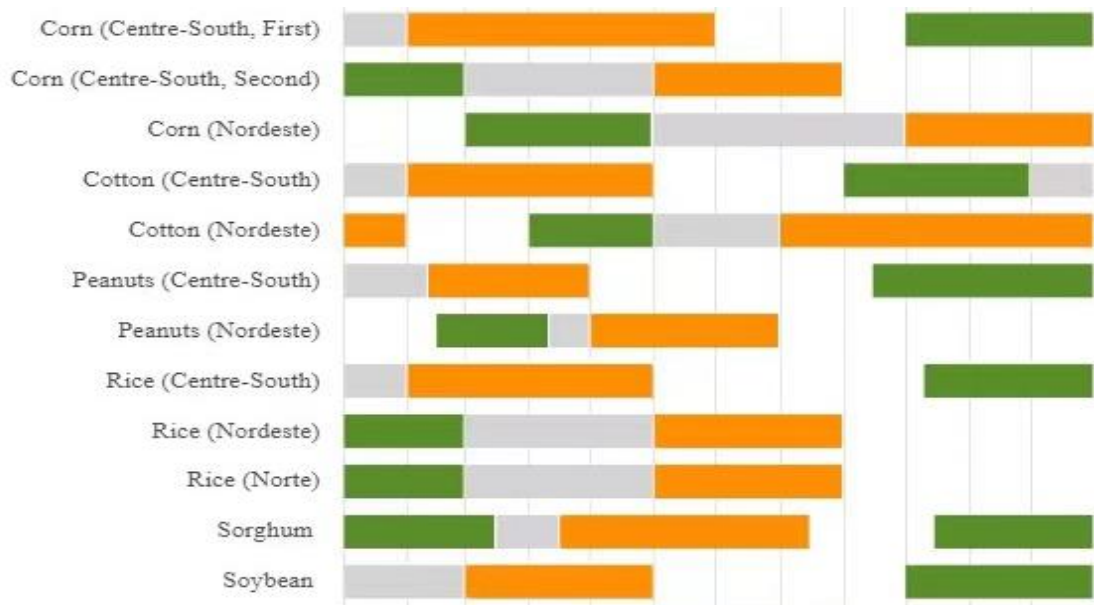
从实际执行的情况来看，已经发往中国的巴西玉米已有 28 万吨，巴西机构预计在当下的窗口期中国的冬季的进口量将来到 100 万吨，报价上，巴西玉米报价也明显低于美国玉米。巴西 12 月份船期理论到岸完税价报 2878 元/吨，低于美玉米 89 元/吨，低于我国内贸玉米 50 元/吨。目前部分贸易主体已经开始报价巴西 7 月的价格，理论到岸价不超过 2700 元/吨，这也吸引了部分卖家询价。不过考虑到当前巴西玉米初步使用，对于转基因品种及其杂草外来生物的情况尚不明朗，这意味着进口企业也会表现出一定的谨慎态度，我们初步预估巴西整体进口量在 200-300 万吨之间。

从生产端来看，巴西一年可以种植两茬玉米，整体年产量一亿吨以上，并且有逐年增加的态势。庞大的玉米种植既为本国的畜牧行业提供了良好的饲用基础，使其也成为了牛肉的主要出口国，21/22 年度巴西年产量为 1.14 亿吨，较此前 1.16 亿吨的产量略有下降，不过也有着近 4000 万吨出口空间，且出口量和产量仍有扩大的趋势。根据巴西国营供销公司 CONAB 的数据来看，预计 2022/23 年度巴西玉米产量为 12694.1 万吨，同比增加 1413.6 万吨，增加 12.5%，这将进一步扩大巴西的出口潜力。

从出口的窗口期来看，巴西主要分为一茬和二茬玉米。一茬玉米主要收获于 2 月到 6 月，二茬玉米产量占比较高，主要种植于中部马托格罗索地区，一般在 6-8 月开始收获，正值本国新粮销售几近完成后供应青黄不接的时间段，这就意味着在有限的出口窗口期和在有限的出口节点上或存在阶段高峰期，或延迟出口进度。从以往的出口流向来看，巴西玉米主要销往日韩、越南印尼等

亚洲国家，以及埃及西班牙等欧洲国家。随着今年欧洲玉米的减产，巴西玉米也将成为欧洲的主要进口粮源，竞争烈度加强。此外，巴西的国内物流主要依赖汽运，这也使得卡车司机有很强的谈判权，罢工时常存在，巴西港口亦是如此，且运距较美湾和美西较长，为 40-50 天以上。在进口决策的时候上述因素都需要考虑其中，避免影响生产。

巴西玉米种植与收获期：USDA

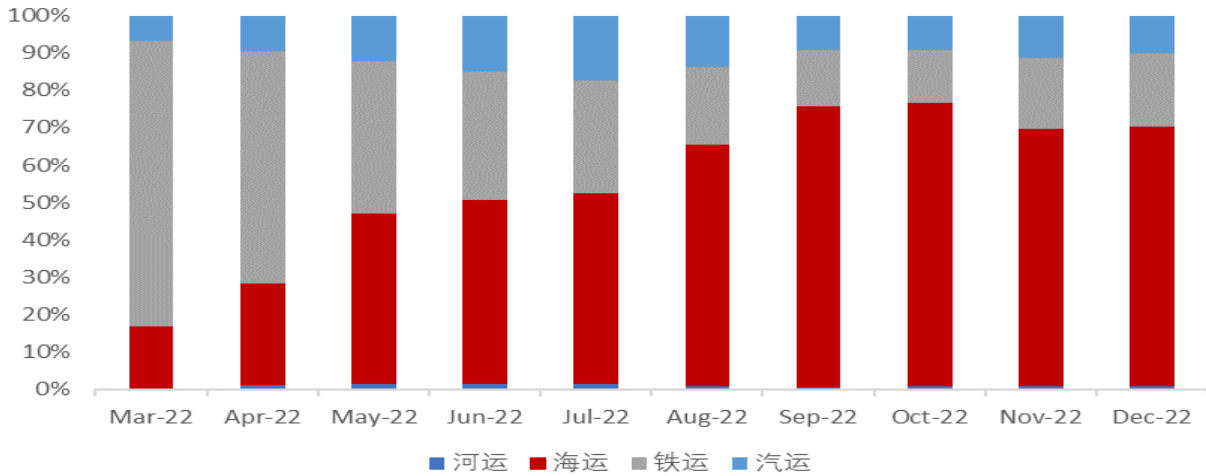


数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

（四）进口：俄乌冲突后黑海地区的进口可能

此前俄乌冲突的态势下，乌玉米难以通过海运完成出口，更多的是通过汽运转驳至多瑙河航道或者通过火运向欧洲运输。自 7 月俄乌四方粮食出口框架协议建立以来，乌克兰的海运谷物出口渐有起色。11 月中旬，俄方也同意了继续续约该协议，为该地区谷物的出口稳定提供了坚实的保障。

冲突初期，乌克兰谷物出口依赖铁-海联运



数据来源：乌农业部, USDA, Reuters, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

从协议的执行情况来看，根据联合国公布的数据显示，自协议执行开始后，有近 933 万吨的谷物和油籽运出切尔诺莫斯克（41%）、敖德萨（27%）和尤日内港（32%）。相较 3 月以来的出口情况相比大为改观。不过由于俄乌冲突仍在持续，作为反制措施的一部分，俄方减少了出口检验班次，导致了出口进度的放缓。

冲突仍在持续，检查上的延迟积压依旧存在

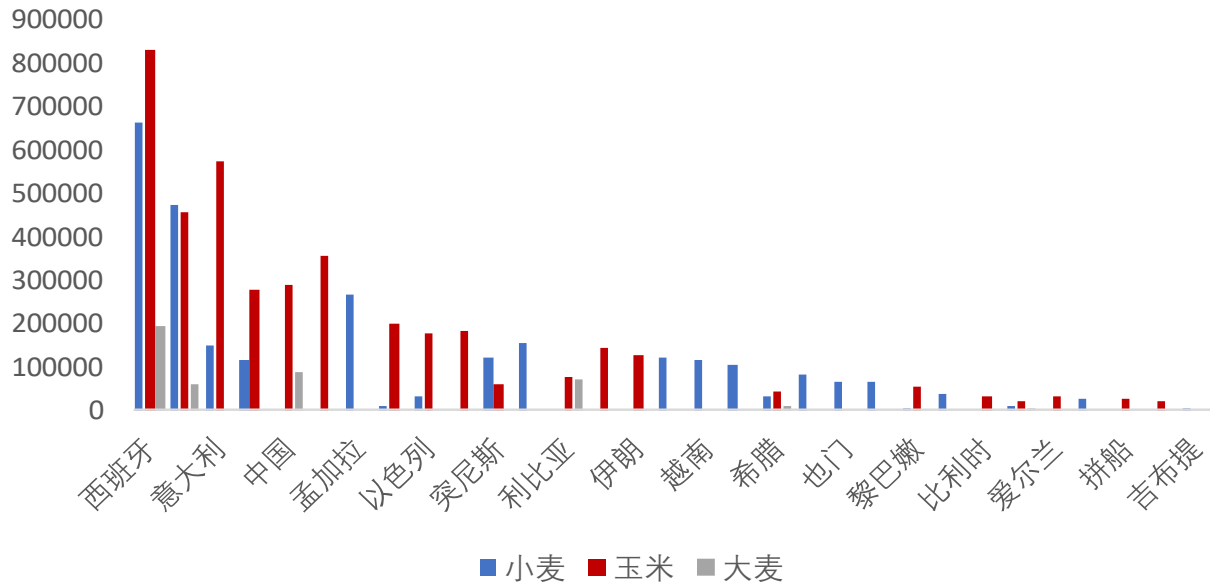
时间	事件
2022/10/29	俄罗斯表示退出协议谈判
2022/10/30	乌克兰表示仍有 218 艘船只滞留，俄罗斯表示不能保证谷物运输船只的安全
2022/10/30	土耳其表示将单方面批准 16 艘船只离港，联合国还同意对 40 艘船只进行检测
2022/10/30	俄罗斯根据一耳其要求，表示对谈判敞开大门
2022/10/31	乌克兰从港口装运 35.4 万吨农产品离港
2022/10/31	俄罗斯表示将继续双边办议，令贸易伙伴在谷物协议下购买谷物
2022/10/31	俄罗斯拒绝发布声明是否继续进行延长谷物协议的谈判
2022/10/31	联合国质疑俄罗斯有关乌克兰在 29 日袭击俄罗斯船只的说法，因此没有理由退出协议谈判。美国还表示俄罗斯一直没有为协议提供足够的检测服务，造成船只积压。联合国还推测俄罗斯正在打算控制通过黑海地区的干散船运输。

来源：CFC 根据新闻整理

目前据乌克兰农业部表示，本年度乌谷物产量已经来到 3090 万吨，其中 450 万吨的玉米正在收获中，根据乌农业部数据显示，截至 26 日，十月份乌出口谷物及粉类共计 349 万吨，其中玉米 163.2 万吨，小麦 158.2 万吨，自 7 月开始以来，乌方谷物及粉类出口达 1218.5 万吨。表现为出口量的快速恢复。

请参阅文末重要声明

黑海出口协议下谷物出口情况（吨）



数据来源：Bloomberg, EU Commission, UN, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

通常情况下，全球每年超过四分之一的小麦和大麦出口、约五分之一的玉米货物和大部分葵花籽油运输都依赖黑海地区。后期北美市场结构亦担忧黑海协议的提前中止意味着农民可能面临小麦和玉米储存空间不足、无处可去的问题。另一个重大风险是，乌克兰农民可能会拒绝种植“卖不掉的”农作物。这将削弱未来谷物平衡表的厚度。前文中乌克兰农业官员的发言也证实了这一点，谷物的供给很可能要在明年被削弱。而从出口流向的限制上，如果继续保持这当前向欧洲为主的出口模式，乌克兰在全球的市场份额或被美国和巴西乃至阿根廷的玉米所占据，这意味着乌克兰或从全球供应源沦为区域供应市场。

不过现在不进口乌克兰玉米主要是由于合同不可抗力的问题，但考虑到乌克兰玉米属于非转基因品种，且从去年进口拍卖的情况来看，乌克兰玉米容重更高可以达到一等，美玉米基本二等，巴西质量类似，这一点来看乌克兰玉米仍有自身优势所在。

当前乌克兰的发运情况对国内市场影响有限。根据海关进口数据，8 月中中国玉米进口量 180 万吨，其中来自美国的有 178 万吨，乌克兰仅有 209 吨。从当前黑海框架协议的发运数据来看，自 7 月协议以来中国购买了约 38 万吨的谷物（玉米 29 万吨，大麦 9 万吨）和 38 万吨的葵粕，仍然是杯水车薪。当前

请参阅文末重要声明



市场贸易主体也在针对乌克兰产区的玉米进行报价，配额内远期约为 2630-2650 元/吨，虽然低价令人青睐，但是报价中也包含了不可抗力条款，意味着一旦黑海地区再起波澜，那么很可能再次出现采购方需要寻求其他货源的窘境。

至于小麦市场，黑海地区仍将维持其市场份额，全球小麦市场由于美国所占份额有限，其他国家的供需态势势必影响美麦盘面，带来相对剧烈的波动。考虑到阿根廷和澳洲在本年度均出现了极端天气带来的减产风险，这些因素都将支撑小麦市场的行情。

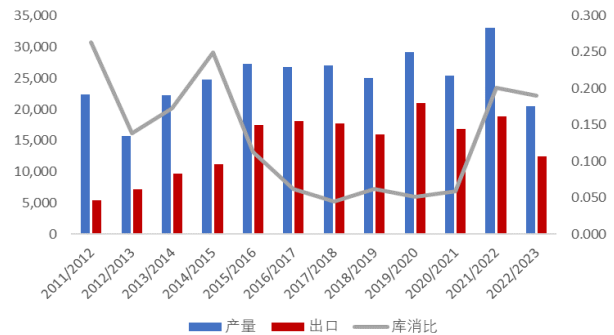
全球小麦主产国均受到一定程度影响

【阿根廷】布宜诺斯艾利斯谷物交易所下调其阿根廷2022/2023年度小麦产量预估至1400万吨。由于季节晚期的霜冻影响，低于此前预估的1520万吨。交易所所在周度作物报告中称，本周周一和周二，布宜诺斯艾利斯中南部和拉潘帕地区出现了新一轮霜冻，而作物仍在生长过程中，这造成了进一步的损失。

【乌克兰】已经播种430万公顷的冬季谷物，相当于预期面积的90%。其中包括360万公顷的冬小麦，相当于预期面积的91%。去年同期乌克兰农户播种了609万公顷冬小麦。由于2月底俄乌冲突爆发，最终小麦收获面积只有460万公顷，产量为1900万吨。乌克兰农户还播种了56.8万公顷冬大麦和7.9万公顷黑麦。

【澳大利亚】小麦种植区主要部分的洪水和过度降雨导致小麦作物大面积受损，而几周前市场还期待今年小麦获得丰产。悉尼艾康商品公司的咨询服务总监奥勒·休伊就表示，就在小麦作物准备收割时候出现了洪水。初步估计，东海岸大约一半小麦（约800万吨）已降至饲料小麦。

小麦平衡表：乌克兰（千吨）



数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

本年度美国和阿根廷由于干旱的影响导致的小麦减产进而引起的小麦出口减量，但是根据 USDA 全球小麦平衡表对需求的刻画可以看出，全球主要进口国的需求量并未明显减少，主要进口区域如北非中东和东南亚，小麦的进口并未减量。而根据本年度 FAO 的报告中也可以看出，全球人口的增长的主要区域就在该地区，对于谷物的需求也呈现增长的趋势。作为主粮之一，这意味着美麦出口的减量必然带来其他国家对缺口的补足。

除了美、阿两国，其他主要出口国表现出潜在的乐观预期。澳大利亚西澳州谷物行业协会（GIAWA）预计 2022 年全州小麦产量将增至 1210 万吨，高于早先预测的 1075 万吨，这对于全年 3300 万吨产量的澳大利亚来说增长显著。虽然俄罗斯出口仍然受到一定程度的出口审核和本国的关税限制，但该国副总理近期表示正在考虑取消出口配额，本年度 2 月 15 日到 6 月 30 日期间的俄谷物出口配额为 1100 万吨，其中小麦出口配额为 800 万吨，根据行业咨询机构 Sovecon 表示，上调俄罗斯今年小麦产量预估至 1 亿吨，高于 8 月预测的 9470 万吨，如果放开出口，也将超过 USDA 报告中的 4200 万吨的出口量。欧盟中虽

请参阅文末重要声明

然法国遭遇严重干旱，软小麦的产量从上月的 3412 万吨下调至 3369 万吨。但是德国和波兰的潜在增产将为欧盟获得更多出口量，也存在减产的预期。

（五）供应：种植成本的预期以及种植意向的推演

从本年度种植收益的角度来看，由于“稳玉米，扩大豆”的政策，大豆的面积扩张不利于其收益水平，即使政策性的收购也无法支撑其价格，玉米种植利润涨超大豆属于确定性事件，玉米种植利润提升带动农户种植意愿增加，**23/24 年度新季玉米种植面积持平或增**。从政策角度来看，短期“稳玉米，扩大豆”的政策或继续执行，以改善油脂油料的结构依存度，玉米在本年度收益较好的情况下，市场化刺激或继续维持种植面积，政策端或在种子化肥农资等间接补贴上下功夫而非直接补贴，有利于玉米-大豆种植结构的维持乃至增加的局面。

各地区大豆扩种目标

省市	2022大豆面积扩种目标	省市	2022大豆面积扩种目标
黑龙江	1000万亩	吉林	80万亩(85.4)
内蒙古	430万亩	陕西	80万亩
四川	310万亩	宁夏	80万亩
山东	150万亩	云南	50万亩
贵州	110万亩	重庆	21万亩
湖南	106万亩	甘肃	20万亩
河北	102万亩	江苏	20万亩扩种+60万亩玉米大豆复合带
河南	100万亩	广西	20万亩
山西	82万亩	安徽	总面积910万亩

来源：CFC根据新闻整理

从现阶段了解到的情况来看，内蒙地区客商包地报价 1000-1200 元/亩，较去年上涨 300-400 元/亩，绥化地区部分包地报价来到了 1200 元/亩，吉林地区包地报价在 12000-15000 元/垧，较去年涨幅 4000-5000 元不等。近日这种涨势随着粮价企稳回落之后有所冷静，部分农户降价包地，降幅 50 元/亩，但是整体来看上涨居多。这意味着明年的种植成本或继续上行，这对于玉米的价格也将提供成本端的支撑。相对而言，我们也考虑到明年在一个正在恢复的经济条件下，粮价的震荡也会让地租的涨幅弱化，给出了较为保守的增长区间。

请参阅文末重要声明

种植成本情景分析

分项	2022	2023:+10	2023:+50	2023:+100	单位
种植总投入	21,600	21,750	22,350	23,100	元/公顷
潮粮总产量	13	13	13	13	吨/公顷
吨成本	1,662	1,673	1,719	1,777	元/吨
农民利润折粮价	231	231	231	231	元/吨
农户潮粮成本	1,892	1,904	1,950	2,008	元/吨
脱粒费	40	40	40	40	元/吨
短运费	40	40	40	40	元/吨
贸易商潮粮成本	1,972	1,984	2,030	2,088	元/吨
按29%、1.2折干	2,370	2,385	2,439	2,509	元/吨
贸易商干粮成本	2,450	2,465	2,519	2,589	元/吨
贸易商利润	50	50	50	50	元/吨
集港运费	100	100	100	100	元/吨
集港成本	2,600	2,615	2,669	2,739	元/吨

数据来源：CFC

除此以外，23-24 的补贴情况也影响着农民的种植决策，考虑到今年黑龙江对于玉米种植补贴的大幅削减。相比于去年 68 元一亩的水平，20 元一亩的玉米补贴对农民收入的影响是直观的。根据 20 年国家统计局的数据，可以看到两者面积占比逐渐持平。但是考虑到两者补贴的价差水平约在 200 元/亩的情况下，对于财政支出的提升也一定是显著的，这其中还没有将 160 元每亩的轮换补贴考虑在内。

黑龙江种植者补贴(元/亩,含预测值)

	玉米	大豆
2018年	25	320
2019年	30	255
2020年	38	238
2021年	68	248
2022年	28	248
2023年E	25	245

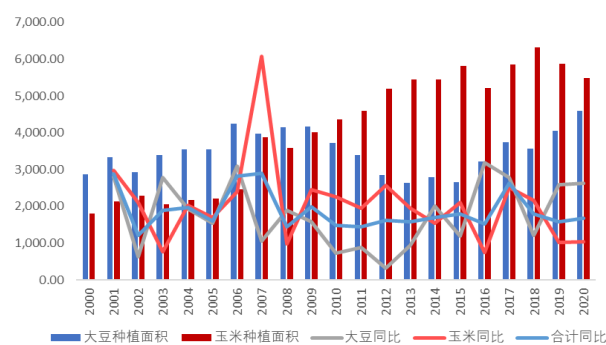
来源：CFC根据新闻整理

如果进一步展开看农业领域的财政支出情况，可以看到国家自 20 年开始农业相关支出开始呈现下行趋势，并且这种情况也发生在黑龙江省内。本年度疫情对经济生活的影响使得各级地区均加大了在防控上的投入，这种支出上的下行趋势也说明即使要补贴，财政角度也是捉襟见肘，这似乎给出了除了刺激

大豆种植以外补贴减少的原因。

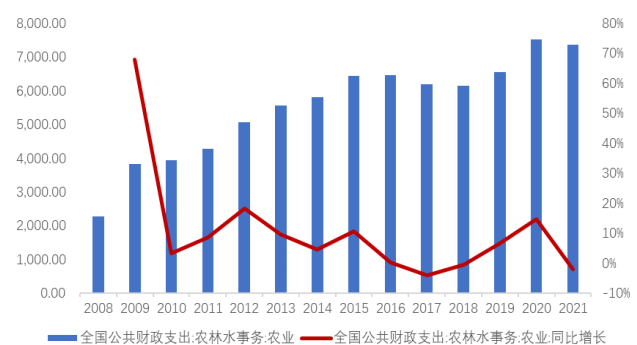
这对于明年的启示就是：1. 财政在此前的封控政策下存在大量资金消耗，相关农业补贴仍有企稳或减少的可能；2. 为了继续执行“扩大豆，稳玉米”的政策，大豆种植面积变化或有限，部分地区可通过“水改旱”继续调整玉米和大豆的面积关系。

大豆与玉米种植面积：黑龙江



数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

全国公共财政支出：农业

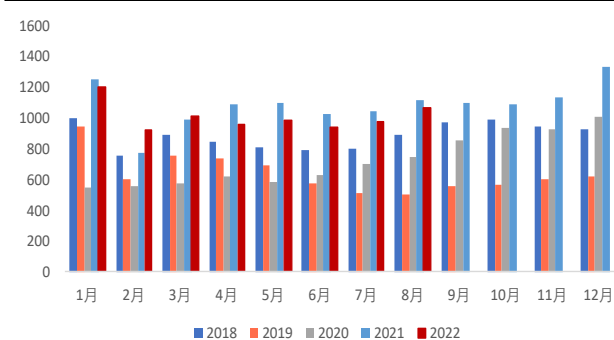


数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

(六) 饲用：存栏渐次增加，饲用需求将稳步增长

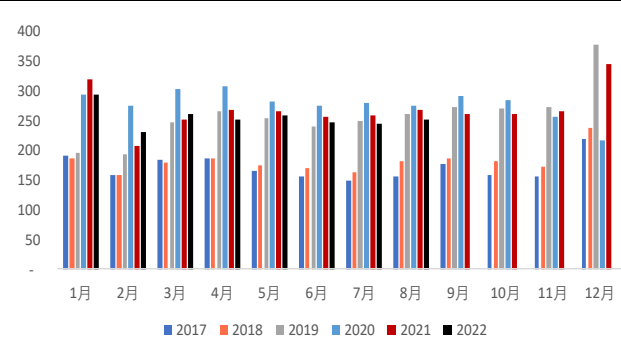
根据饲料工业协会的数据来看，本年度饲料产量同比去年略减，但是全年的饲料产量是呈现上行趋势的，从这一点来说，可以看到生猪和禽类的存量增长，带动了饲料产量的提升和价格的上行。

猪料产量：饲料工业协会 (万吨)



数据来源：中国饲料工业协会, CFC

蛋禽料产量：饲料工业协会 (万吨)

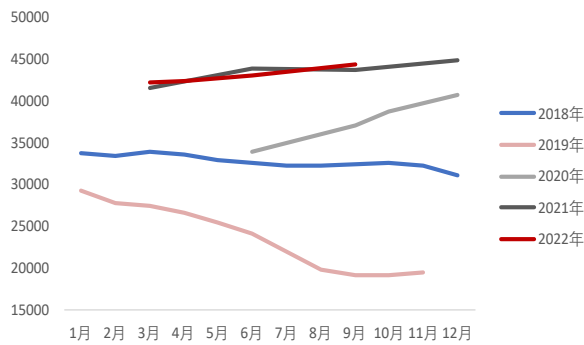


数据来源：中国饲料工业协会, CFC

生猪供应方面，随着 2022 年 5 月能繁母猪存栏环比改善，这意味着十个月后也就是 23 年 3 月生猪的出栏情况将呈现环比增长的趋势。除了量上的增

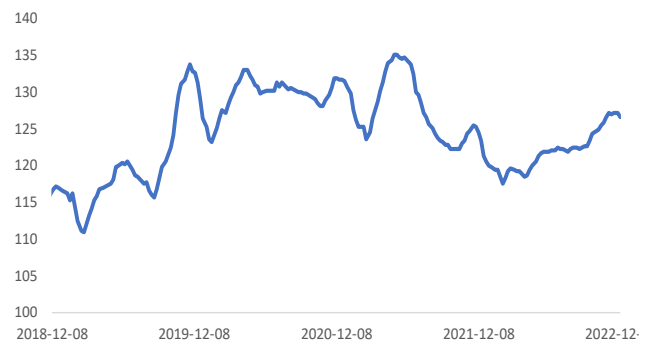
长，生猪养殖利润也激发了养殖群体压栏的行为，而此前持续的盈利状态也强化了养殖户的韧性。虽然在 12 月，养殖利润在猪价的大幅下跌中快速回落，部分养殖户开始出栏，表现为出栏均重的上升。后期随着猪价的企稳回升也将改善恐慌性出栏的情绪。

生猪存栏量 (万头)



数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

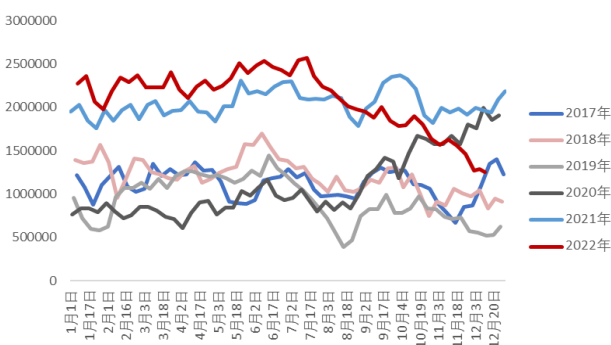
中国生猪周度交易均重 (千克)



数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

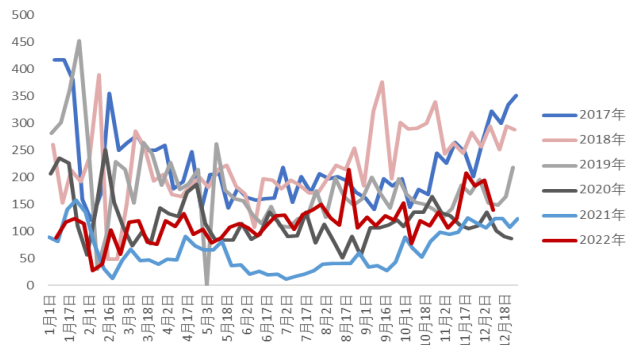
作为侧面观察变量，当前华南地区港口的供需态势一定程度上反应了饲料需求情况，首先可以看到华南的库存处于近三年的低位水平，而从内贸玉米的提货情况来看，虽然近期有所回落，但是同比前两年的提货量存在的一定程度的增长，反映了这个主要饲料销区的需求基数。

广东港口谷物库存 (万吨)



数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

广东港口内贸玉米提货量 (万吨)

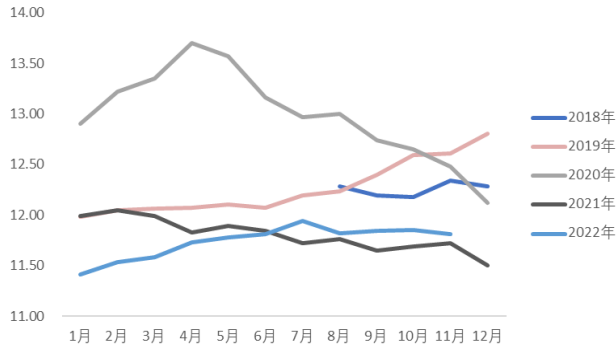


数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

蛋禽领域，可以看到第三季度蛋价的连续上行为养殖户带来了良好的收益水平，这也刺激了补栏的增加以及整体淘汰的放缓。补栏量的增加意味着明年

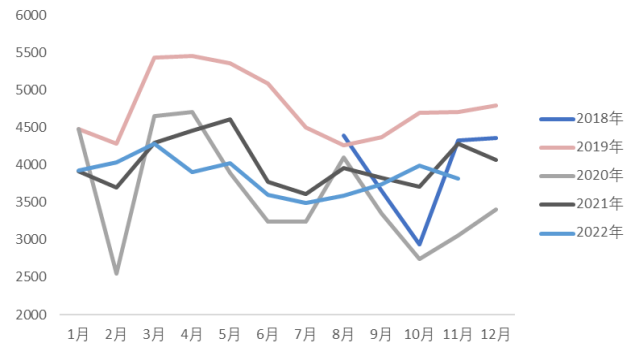
的存栏水平也将迎来提升，这也为蛋禽料乃至玉米的需求提供了良好的支撑。

在产蛋鸡月度存栏（亿羽）



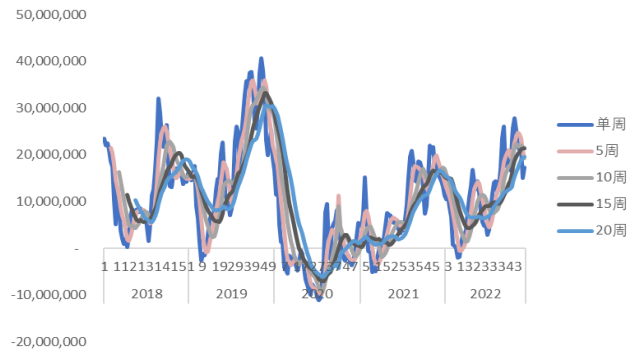
数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

样本企业鸡苗出苗量（万羽）



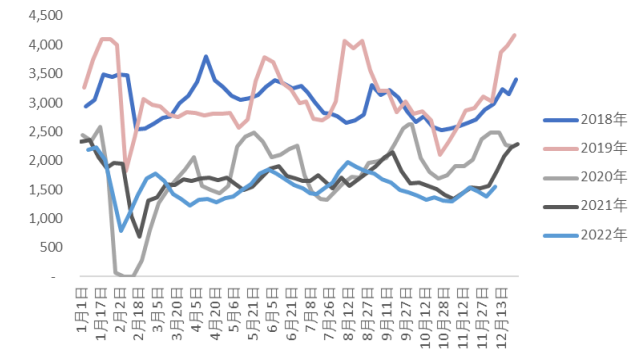
数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

蛋鸡周度养殖收益及移动平均值（元）



数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

淘鸡周度出栏（万羽）



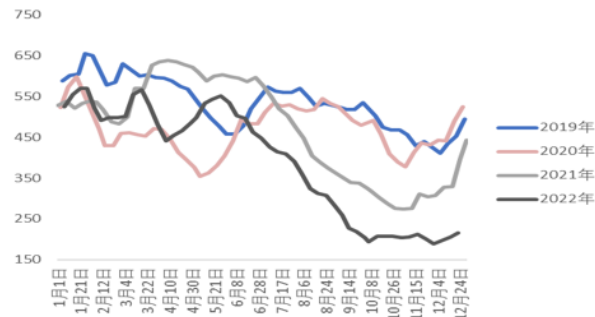
数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

进入 23 年，随着防疫政策的优化，社会出行将迎来缓慢的恢复，虽然不排除新变种的出现以及不同地区进度不同各地将迎来陆续且反复的达峰，但是社会活动的增加以及人们对于感染后的避险意识将阶段性的改善猪和禽蛋的需求，尤其是猪肉和禽蛋作为疫情期间家庭主要储备蛋白类商品，无论是社会活动，还是家庭备货，都会维持两种商品的需求水平。

（七）深加工：低迷环境下的艰难求生

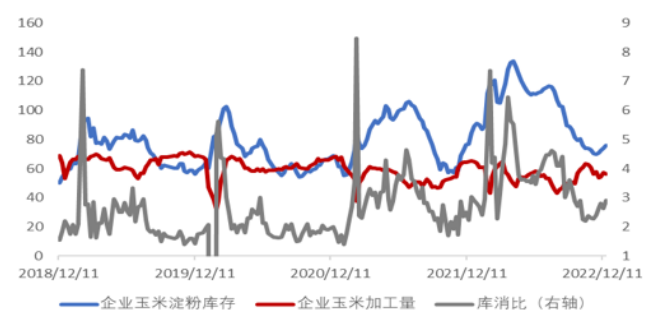
深加工在明年或仍将面临低位运行的状态。淀粉企业一方面当前深加工原材料库存低位，在这种情况下，淀粉下游走货放缓，成品库存累积，部分下游企业已经完成节前备货，在加工利润下移的环境下，暂时没有继续提升开机水平的动机。

样本淀粉加工企业玉米库存 (万吨)



数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

淀粉企业淀粉库存及库消比 (万吨)



数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

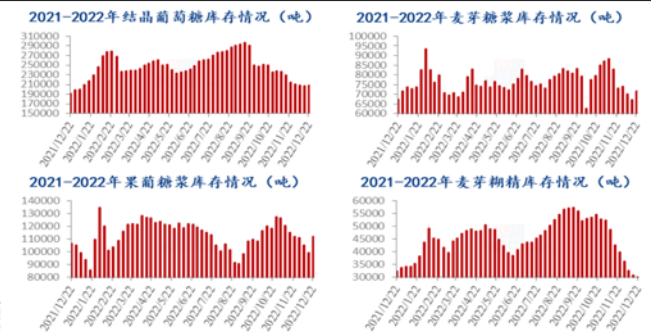
而淀粉的下游产业也表现出一定的疲软态势。无论是用于饮料加工的液体果葡糖浆，还是食品加工使用的糊精和结晶葡萄糖，整体提货水平呈现趋势性向下的情况，库存也开始累积。下游企业对于年前备货的低于期使得备货量减少，提前完成计划后对于淀粉糖的需求也开始下行。

淀粉糖提货情况 (吨)



数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

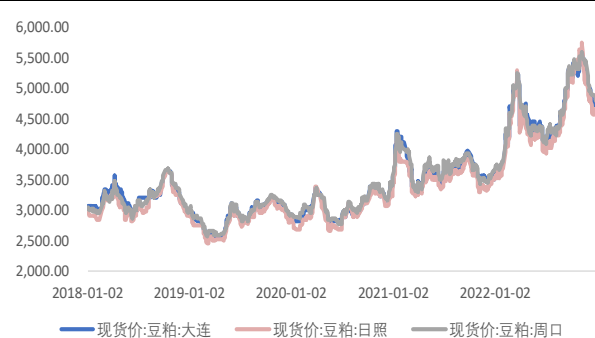
淀粉糖库存情况 (吨)



数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

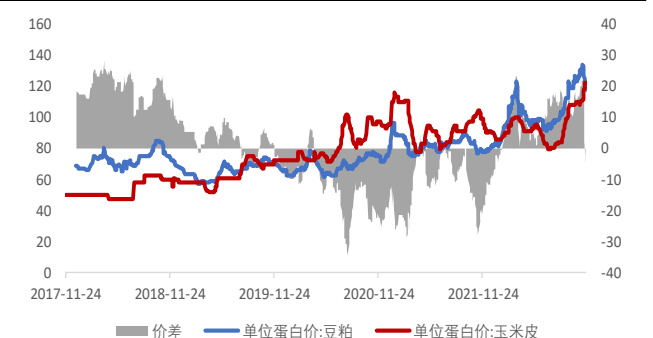
除了下游淀粉糖的低迷，淀粉深加工的副产品也由于豆粕价格的快速回落逐渐失去价格优势，采购方也对玉米皮、胚芽粕的态度逐渐转向观望。副产品需求的抑制削弱了回冲逻辑，进一步限制了工厂进行开机的动机。

国内沿海区域豆粕主流价 (元/吨)



数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

玉米蛋白粉与豆粕比价关系 (元/蛋白)



数据来源: EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SC188, Wind, CFC

请参阅文末重要声明

酒精行业虽然在当前终端需求提升的背景下销量有一定的好转，但是可以看到这种行为存在终端备货的脉冲性，随着酒精相关库存的逐步建立，对于酒精的需求也将从增量变为存量博弈，这也不利于对酒精的需求持续拉动。当然维持酒精厂收益的来源主要是 DDGS，虽然价格上随着玉米价格的回落而下行，但是仍维持一个偏紧的供应环境。

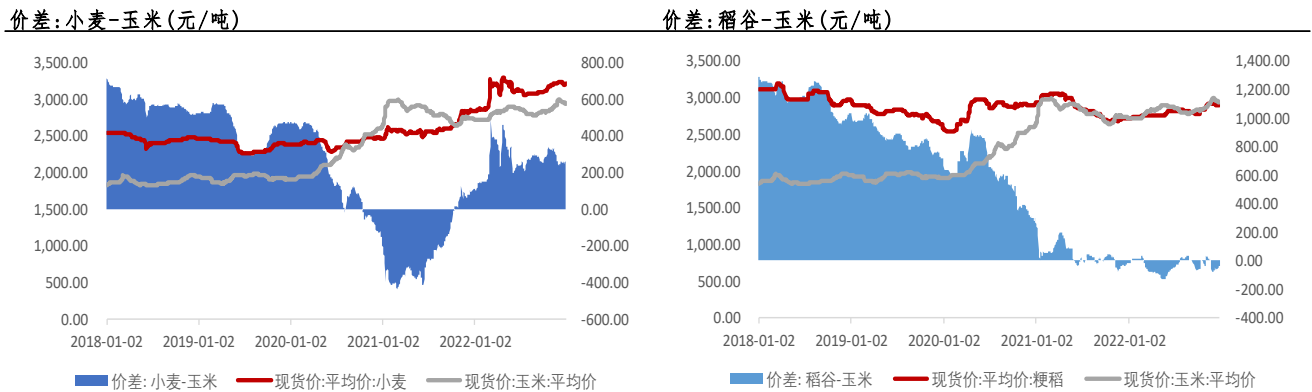
考虑到今年年底低迷的需求态势，预计明年社会活动的增加将带动淀粉及下游产品的需求修复。即使开年后仍保持着季节性淡季的需求弱势，但是开机水平也居于低位运行区间，总体而言，22 年末深加工表现出的是一种极度低迷的环境，明年下游的边际缓解也将改善当前低迷的市场预期和估值区间。

而由于明年淀粉的出口环境仍不明朗，产能过剩的淀粉行业也必将面临激烈的竞争，在当前下游行业需求走弱的情况下，把货卖出去才是硬道理，不止是为了市场份额，也是为了对库存进行高周转的管理。这就意味着下游销售更倾向于稳定的下游客户进行合作，或者针对客户一定量的生产需求下签订框架协议和供货订单以维持需求的稳定，有利于市场份额的维护和应收款项的稳定性。在这种条件下，企业结合期货市场原材料和成品进行套期保值操作将会进一步改善收益环境。

（八）国产替代：小麦优势暂不明显，政策性拍卖仍将调节市场阶段性缺口

考虑到本年度小麦的价格居高不下，在 22 的时候已经退出了对玉米替代的行列。而由于 2022 年面对封控刺激下的终端备货需求，小麦的价格也水涨船高，最高达到了 3200 元/吨的水平。随着近期各地放开后感染数量的增加，粉厂的开工情况也受到了一定的影响，这势必也放缓了收购的进度，抑制了小麦的价格，此前高价囤货的贸易商也面临出货还是坚守的抉择中，不利于麦价的支撑。不过小麦的供需格局如未发生显著的变化，意味着但与小麦间仍存在价差，不能很好的对玉米进行替代，而政策性小麦严禁饲用也基本掐断了这条替代路径。

把视角切换到 2022 年替代最多的定向稻谷，不过需要注意的是，本年度累积投放量 4052 万吨，成交量 2905 万吨，成交率 72%，以黑龙江成交为主，虽然存在出库偏慢的问题，但是对于产地的饲料企业其成为玉米高价时良好的补充。考虑到数量上的减少，可以对市场的影响力度也在相应削弱，但是集中到合适的销区却可以缓解该地区的供应短缺，阶段性调节区域级的产需缺口。



五、操作策略及建议

综合上述判断，我们认为明年玉米价格或呈现震荡上行的趋势。春节前供给的受限以及双节备货都将提升现货的估值区间，进入三月随着天气转暖，新粮销售速度或加快，进口船期的到货或使得价格或出现回落，届时市场下游补库将为市场价格带来阶段性反弹。第三季度，市场或增加对海外市场种植情况的关注，如果明年春夏的天气并没有如今年显著影响单产情况，预计市场对于远月合约的估值将低位运行。第四季度面临新粮上市，对收益的需求以及农资产价格的上浮，种植成本将支撑价格底部。

整体操作思路倾向于逢低做多，需要注意经济恢复过程中的事件驱动带来的快速波动。另外，卖出套保的时间长度或和今年下半年保持一致，均处于时间窗口较短的情况，需要采取更短平快的现货以匹配盘面的上快速变现。此外也可以关注合约间结构机会以及品种间的套利可能。

考虑到本年度远期进口价格接近于 2630-2650 之间，而产地纯成本折算到港价格约为 2600 元，而考虑到供应紧张的环境下，玉米乃至农产品仍将迎来

请参阅文末重要声明

整体较 2022 年的需求修复，也将从宏观的角度为玉米带来一定驱动力和流动性。所以我们设定区间在 2650-3000 之间（极限值 2600 和 3100），整体震荡中枢或围绕在 2750-2850 之间。

六、可能的风险点

- 防疫政策是否会因为新型变种的出现而调整；
- 宏观偏弱的预期是否会进一步压缩终端及产业链的需求或需求预期；
- 国际环境是否会出现品种相关地区的地缘冲突；
- 贸易保护主义进一步升级，从而引起国内相关收储政策的调整或改变；
- 极端天气是否会对作物关键种植期施加不可逆的影响。

后记 2022 投研感悟

（一）研究框架对研究体系的支撑

从个人的2022年的研究体会来看，一个商品研究框架的建立有赖于对于影响该品种量价波动的因子进行原子化的拆分，并根据基本面影响层次的不同，建立结构性的分析框架，用结构来创造“模糊的正确”，并用理论与实体调研交叉验证的方式回避“精确的错误”。

首先，我们认为，一个好的研究框架需要包含以下内容：

- 品种属性：可分为基础属性和社会属性。基础属性包含，物理属性，化学属性和生物属性；社会属性包含商业属性，物流属性，战略属性，政治属性等
- 影响维度：上述属性从哪些环节/层面/周期影响了该品种的价格波动及影响幅度
- 相关因子：影响该品种粮价波动的变量
- 可供观察的指标：相关因子中可以用于前瞻性观测的指标，或者是可供侧面验证的指标

- 前提条件：上述影响因素正常作用的前提条件

至于建立一套完善的框架的作用，我理解是回避“盲人摸象”的主观成因（所掌握的资料资源知识水平有限）和客观约束（人的精力有限），帮助决策者明确主要矛盾和次要矛盾；可以为投资生产采购销售计划提供决策依据和具体策略。

一个好的研究框架，一方面可以增加客户对该品种熟悉程度，或者对现有框架进行查缺补漏。而让客户接受一套框架体系，重要的是研究员自身要将该研究框架作为分析表达的一部分。就像学习驾驶，不能囿于交通规则和简单路面的学习，还需要将书本所学所悟付诸实践，交由市场来验证其有效性，这样一个研究框架会在市场的洗礼中不断更新迭代，从而进一步完善成更好的框架。良好的实绩也可以增强客户对研究框架的好奇心。从表达形式而言，好的框架表达出来应更为利落，主要包含以下几点即可：观点，主要矛盾，论据，结论和相应策略。

（二）无论相关性如何，交易应回归标的物本身——以淀粉为例

这段思考的意义在于不能因为相关因素的强相关性而忽略了该品种基本面本身的供需矛盾，换言之，一个品种在基本面上的主要矛盾更多是源于品种本身而非其他相关品种因子。这一点从对淀粉的理解变得更加清晰。

从基本面的相关性来讲，淀粉的价格由于淀粉深加工企业的门前挂牌并随时根据到货量调整价格的收购方式使其与玉米价格有高度相关性，且延迟较短，淀粉的采购方也会关注玉米的价格，所以玉米价格的涨跌很快投射到淀粉的价格上，表现出较强的相关性，两者价格经常出现同涨同跌的情况。然而从波动上，淀粉的滑点幅度要大于玉米，现货波动在10-100不等。从现货价格本身就创造出高波动的基础，这也使得淀粉期货表现出较玉米更大的波动。

现货上的差异导致玉米和淀粉定价的相关性也会产生差异。我们可以看到由于淀粉产能集中于东北和山东华北地区，虽然都与玉米价格相关，但是区域间的差异也让玉米定价对应的玉米和淀粉定价中对应的玉米正在逐步分

离。

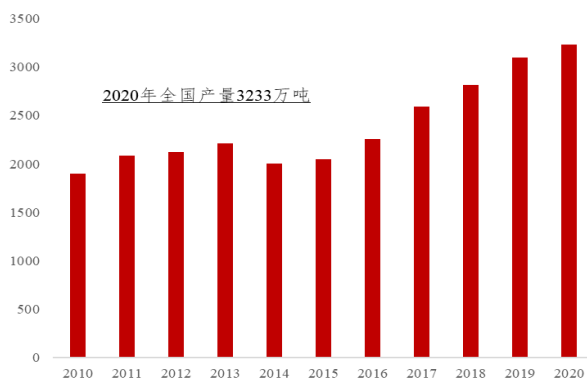
具体来说，由于产地和华北山东地区的深加工企业担心粮源外流/缺货，需要高价收购维持生产，这就导致了产地和山东的玉米价格折算后高于港口价格，形成了产地和港口倒挂的现象。这样的环境下，北港盘面玉米的价格应为市场最低价格的玉米，或者说用玉米盘面的最低价去推算淀粉盘面的最低价可能存在低估的情况，导致底部过低，容易出现踏空。

从底层逻辑来看，淀粉是一种同质化较强的工业品，拥有标准化的生产与加工工艺，质量标准和使用规格，且存在固定的保质期，相较玉米更为标准，指标间的差异不会像玉米一样大，这就控制了不同等级交割品之间质量指标可能产生的巨大差异。这种同质化的属性也体现在交割上。**淀粉不像螺纹钢、白糖等品种对于交割品存在注册品牌的限制，可以在标准品和非标品之间进行转换/交割，存在转让空间，这就与玉米交割上存在着流动性的差异。**

此外，淀粉的保质期不如玉米，每年3、5、7、11月需要集中注销。这使得淀粉有别于仅在3月注销的玉米，多注销期相对有利于买方，多合约交易/交割的时间和空间，从而盘面仓位更均匀，**为多种策略提供发展空间。**

产能分布上，淀粉产能趋于集中，**市场前十主体占据60%以上的市场份额。**同时淀粉产能过剩，下游客户也同为同质化商品加工单位（淀粉糖、造纸等），市场议价能力低，属于price taker型行业。

全国淀粉产量（万吨）



数据来源：中国淀粉工业协会,CFC

全国淀粉加工产能分布（万吨）

省份	产量 (万吨)	占比
山东	1561	48.00%
河北	423	13.00%
黑龙江	325	10.00%
宁夏	228	7.00%
吉林	228	7.00%
陕西	98	3.00%
其他	390	12.00%

数据来源：中国淀粉工业协会,CFC

请参阅文末重要声明

全国前十玉米淀粉加工企业

排名	企业名称	市场份额	淀粉交割库
1	诸城兴贸	13.19%	有
2	金玉米	7.91%	有
3	宁夏伊品	7.05%	无
4	玉峰实业	6.60%	有
5	中粮生物	5.92%	有
6	西王集团	5.18%	无
7	金象生化	4.32%	有
8	鲁洲食品	3.83%	无
9	恒仁工贸	3.40%	无
10	京粮集团	3.30%	有
前十占比		60.70%	70%

来源：全国淀粉工业协会,CFC

作为同质化工业品，市场竞争格局明确后，加工利润—开机率约束决定了商品的供需情况：市场格局垄断，开机率和加工利润强相关；市场格局接近于完全竞争状态，市场份额或者说销售量成为企业的主要驱动，此时开机率和加工利润弱相关，让位于下游需求情况。

同样由于其工业品的属性，淀粉受到宏观经济层面的影响，淀粉下游消费的预期也会反映到市场对于淀粉的预期上，与玉米在一定周期下呈现截然不同的波动，对下游消费的悲观，叠加新粮上市量不足，以及副产品利润回冲对开机率的刺激，使得我们看到了本年度米粉价差来到了倒挂的情况。

而源自于淀粉深加工产物的属性不同，市场针对该品种的交易策略也显得更加灵活，此前由于副产品开机的提升，也存在着空淀粉，多豆粕的跨品种套利机会。加工产物属性的多元化也让这个品种的策略设置更加灵活。

（三）产业结构：大江东去，浮沉中继续升级

产业结构上，贸易企业随着20年到22年大涨行情中价格的起起伏伏，高粮价对于贸易主体的风险承受要求也随之提升，中小型贸易商越发经营困难。大型企业在不断通过期货操作产融结合的方法锁定利润，降低成本，期货、期权等操作产品和策略层出不穷，帮助企业不受价格波动“风雨”的打击；中小型烘干塔也在从贸易商变为服务商，进一步靠近大型企业或成为大型企业的一部分。此前使用第三方资金来赌市场的贸易主体自20年以来的牛

市中经历着大浪淘沙的危机。

近两年以来的价格大幅波动让很多贸易商投机心态日益增强，有的采用了第三方资金来完成收购，期待着收购之后可以通过赚取利润。不过这种方式在今年第二及第三季度面临现货大幅下跌的窘境，有的只能不断通过消耗自身的现金流来完成出库结算，部分的贸易商已经连续两年亏损。无论是对于上有老下有小的长辈，还是独立打拼的中青年，流动性的减少意味着生活的不确定性在增强，危机随时可能到来。

一味赌市场的结果就是，有烘干塔已经出售了塔点，选择退出市场，另一部分有烘干仓储条件的贸易商在以往与大中型贸易商长期合作的过程中建立下良好的信誉，已经变成了大中型企业的合作库。大中型企业通过开始支付30元/吨以上的服务费来为大型企业在当地建立远期库存，贸易商则完成质检，收购，烘干，储存，保管等一系列工作。这样一来大型企业提前对运距较远地区的粮源进行把控，到企业需要时完成出库。这样做可以让双方达成共赢模式：一来大型企业防止粮源被竞争者预订或者截留，当地的贸易商对于该地区的粮食指标有着长期的经验，可以控制粮食的烘干和保管，尤其考虑到黑龙江地区粮食水分大不易脱粒的特点，有长期经验的收购烘干团队将有助于粮食收购的数量和质量的保证，也为大型企业收购提供了稳定的粮源；另一方面这类贸易商也可以继续完成经营，在这个产业集中度不断提升的过程中获得一席之地，仍拥有一定的自主权。

相对而言，缺乏烘干或者仓储条件的小型贸易商可以做的选择有限。一些开始了扩大经营范围，从稻谷到大豆，都有这些他们在社交媒体活跃的身影。另一部分贸易商也变成大中型贸易商或者烘干塔的基层收购团队的成员。利用其在某一定区域的影响力来进行粮食的收购，也是对于当前工作的继续。对于他们来说，基层工作的经验给他们带来了经验的独特性和不可复制性，背靠大企业，收购时的信任程度和议价能力得到提升的同时，还可以获得更稳定的工资以及“五险一金”的待遇，这也成为了一种维持经营的选择。

无论是采用何种模式，其实都可以看到，粮价在上行，但利润在下行的

过程，“微利时代”下，无论是大型企业还是中小型企业都面对着改进或者转型的命题。想要在市场竞争中完成作答，无论采用何种方法，一动不动就意味着最终的退出，就像在库里堆存的玉米，发热结顶发烧变黑，最终重新参与生态的循环。

除了贸易企业，实际用粮企业也在今年面临原材料成本提升的背景下，提升配方灵活度的要求。

大型饲料企业均形成了一套成熟的配方替代技术，可以在小麦、稻谷、和玉米间进行灵活调整，并根据价格水平市场采用高粱和大麦替代。对于部分养殖企业，稻谷在能量类比例可以达到80%甚至100%，而对于部分企业未雨绸缪的灵活策略，可以采取在价差水平未达到价差之内就可以开始调整。

除了能量类的替代，饲料养殖企业也在蛋白类原料上进行替代。考虑到东北产地豆粕价格已经来到5000元以上，企业也开始选择采用杂粕——菜粕、葵粕、棉籽粕、米糠粕等粕类尽可能降低豆粕的用量。除此以外，企业还采用了玉米深加工的上述副产品进行替代，最近销售之好已经达到一周一车难求的状态。

上述情况意味着，23年如果粮价仍维持在高位运行的区间内，那么这种频繁且灵活的替代仍将继续，谷物、副产品之间的比价关系也将作为玉米/淀粉价格的先导指标

深加工企业在20年的时候存在着出口需求拉动后的市场走好，但随着海外复工，相关淀粉的直接替代以及木薯马铃薯淀粉的间接替代，淀粉的出口逐渐萎缩，增加的产能面临出口转内销的局面，竞争烈度增加。深加工企业在伴随着21年产能继续扩张的背景下进入2022，单从淀粉来看，出口情况依旧没有得到改善；以出货量来观察，整体需求是偏弱的情况。想要缓解这种局面，一方面在于下游对于价格传导的接受程度，另一方面在于消费的恢复情况。即使我们对明年的消费抱有不确定性，那么至少可以确定的事情是企业对于降本增效的需求会更加强烈，作为可以稳定成本和收入的工具之一，企业对于套期保值重视和参与程度将会进一步加深。另一方面，在产能继续过剩的环境下，预计各家深加工将面临更激烈的竞争。产业客户的入场或为

市场进一步增加流动性。

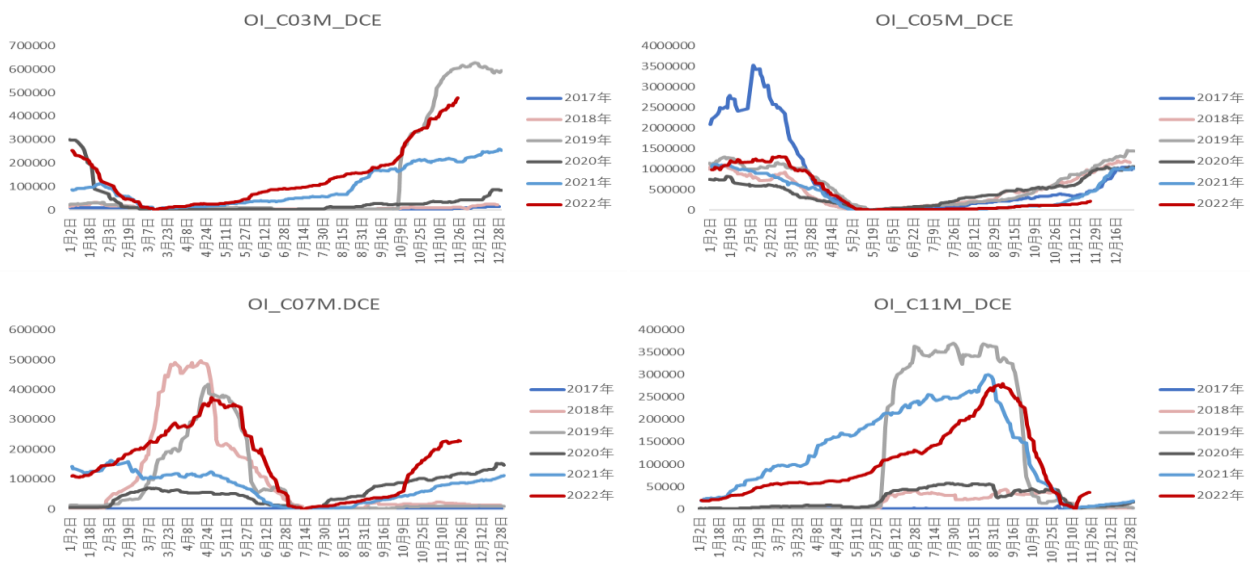
除了淀粉本身，豆粕价格的上行也让深加工蛋白类副产品有更好的价格优势，从而走入更多饲料企业的视线。本年度蛋白类成本的提升是产业共识，无论是豆粕的减量计划，还是“扩大豆，稳玉米”的产业规划，抑或是节粮降损的新需求，都会让市场提高蛋白类副产品的使用场景。这意味着未来深加工在淀粉不好的情况下可以针对副产品的收益下功夫，从而改善利润水平。蛋白相关也意味着淀粉期货相关的交易策略可以进一步复杂化，企业也可以有更好的参与角度。

（四）期货市场：结构化交易机会的出现

除了现货市场的结构变化，期货市场的交易者也在日趋成熟。

合约持仓分布不似以往集中在所谓主力合约，而是根据实际情况来安排期货仓位。这种安排一方面源自于整体盘面流动性的提升，让所谓非主力合约也有交易空间。另一方面源于市场对于市场的研判需要贴近现货市场，进口的不断提升意味着部分贸易商可以对远期进口头寸进行套保。根据到货情况、生产计划来有针对性的在盘面操作也将进一步加强玉米基差市场存在类似于油粕类市场的有效性，而非现货价格与基差差值的简单计算。

非主力合约持仓水平逐年增长（手）



数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

请参阅文末重要声明

现状是：玉米市场仍旧是期货与现货之间存在一定的分层，市场联动性弱。究其原因，**其一是，交易主体无法从产区采购开始形成严格的套保体系**，市场从产地开始报基差销售的情况鲜有。

其二是，种植主体少了解，难接受。一方面是市场交易主体对基差应用少，含期货的交易模式对交易者资金要求相对较高，中小型企业无法承担，存在基差违约风险（无法补充保证金/不能在规定期点价/拒绝执行）。另一方面，玉米现货贸易利润空间薄，且费用参差不齐，且市场没有公允的交易平台，基差中现货价格上下10-20元的差异可能就是赚钱和亏钱的差异。

上述的差异的结果就是，从成本到终端，不同主体在其间产生的费用差异甚大，报价差异会导致市场报基差亏损，最后变成了基差是通过现货报价折算过去，基差沦为形式。

其三，缺乏公开市场信息也不利于历史规律的整理和分析：一旦数据源改变，对基差的度量就会失准，历史指导意义也不存在，最终沦为一边看现货情况，一边看期货情况。具体来说，不同数据源，不同交货方式、质量指标，同一价格，这就导致后期基差统计意义失真。

上述理由都限制了基差在玉米上的发挥，不过随着交易主体的内卷，未来这个市场也将出现转机：

一方面来自于产业的整合度在不断提高，对产业链的控制力逐渐增强，既能上达田间地头，中间费用较为连续和明确，基差可以从头开始，有效性增强。便于记录和后续分析，有利于投研体系的建立

另一方面粮价的上行在盘面给出流动性空间，波动增强使得套保机会涌现，促进更多投机主体加入，为市场注入流动性，给产业套保留出更多的机会。

除此以外，期货法的出台为企业提供了行为的法律依据，避免因为套保过程中产生期货的上的亏损而视为“资产流失”的违法违纪行为，促进多元主体操作期货的积极性。

本年度交易逻辑上也呈现了不同以往的轮动：玉米不再像20年之前受限于国内贸易市场和储备政策，海外市场、宏观环境对于玉米的影响也在与日

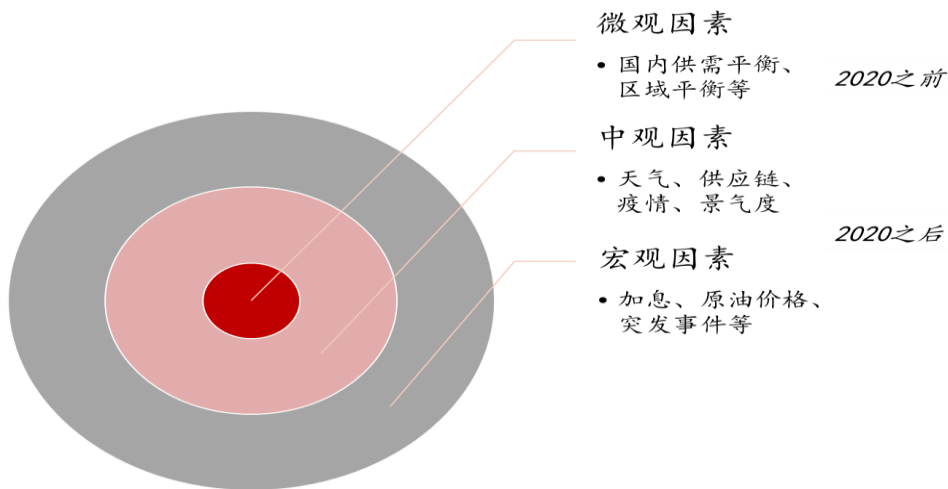
俱增。

20年之前市场环境现货信息相对封闭，数据体系仍有完善空间，导致了对于市场预期的判断依赖于对产业的熟稔。缺乏现货渠道的消息来源将会极大限制对于估值的判断从而无法在期货上进行有效的实践。

20年之后，玉米盘面逐渐受到海外市场与宏观市场的影响，无论是加息带来的衰退预期，还是海外进口的船期，都影响了市场的脉动，这对于投研体系的构建提出了更高的要求。

这一点在22年尤为明显，俄乌冲突从宏观角度，是对全球产业链的打断，从基本面来看是短期谷物供应的短缺和合同的解除，从未来的发展上看，无论巴西能否弥补乌克兰带来的缺口，都可以看到市场面对全球化正在逐渐收缩的环境中势必对未来的产业政策和行业发展带来影响，避险的情绪短期带来储备，长期带来区域市场对供应链的延长控制和自立自强。

玉米的交易逻辑在不同维度间进行轮动



数据来源：EU Commission, USDA, Reuters, NGOC, NOAA, Mysteel, SCI88, Wind, CFC

预计未来虽然需求面临加息衰退后的下移，但是考虑到粮食本身的需求弹性较小的属性，玉米乃至谷物将会以“供应短缺--价格上行--替代--替代价格上行--反替代”的轮动继续推高整体进口成本，这将为未来国内谷物盘面的估值提供顶或底。售粮进度偏慢，粮食在种植者手中。虽然抗风险能力不及贸易商，但是种植者的抗逆性要天然强于贸易商，因为种植者除非有还款压力的前提下，销售与否取决于市场的价格水平以及周边邻居的销售情

请参阅文末重要声明



况，且本年度随着粮食整体价格的提升，储粮装具的升级都增强了这种抗逆性。虽然在正常行情中，可以看到“卖跌不卖涨”的集体踩踏，抑或是或是买便宜了之后的拍大腿和抬不起头的情况。但如果价格深度下跌，那么“大不卖了不卖”或者“不着急卖”成为种植者的一种选择。



研究服务

研究销售（上海）

魏鑫 021-50600233 weixinqh@csc.com.cn

汤选澎 021-50600105 tangxuanpeng@csc.com.cn

中信建投期货 研究发展部

重庆

重庆市渝中区中山三路 131 号希尔顿商务中心 27
楼、30 楼（邮编：400015）
电话：(023) 023-81157271

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北
塔 22 楼 2203 室（邮编：200120）
电话：(021) 50600233



联系我们

中信建投期货总部	重庆市渝中区中山三路 131 号希尔顿商务中心 27 楼、30 楼	电话: 023-86769605
上海分公司	地址: 中国(上海)自由贸易试验区浦电路 490 号, 世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元	电话: 021-68765927
济南分公司	地址: 济南市历下区添源大街 150 号中信广场 A 座六层 611、613 室	电话: 0531-85180636
湖南分公司	地址: 长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路 112 号滨江金融中心 C 座 2127、2128 室	电话: 0731-82681681
大连分公司	地址: 大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901 号房间	电话: 0411-84806336
河南分公司	地址: 郑州市未来路 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房, 未来公寓 1306、1506、1806 房	电话: 0371-65612397
河北分公司	地址: 廊坊市广阳区吉祥小区 20-11 号门市一至三层、20-1-12 号门市第三层	电话: 0316-2326908
深圳分公司	地址: 深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 111	电话: 0755-33378759
杭州分公司	地址: 浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场 3 幢 702 室	电话: 0571-87380613
宁波分公司	地址: 浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融中心 F 座 1809 室	电话: 0574-89071681
西安分公司	地址: 陕西省西安市高新区科技路 38 号林凯国际大厦十九层 1905、1906、1907 室	电话: 029-85725585
重庆渝北分公司	地址: 重庆市渝北区龙山街道新南路 439 号中国华融现代广场 3 幢 19-1/2 号	电话: 023-67380500
上海浦东分公司	地址: 中国(上海)自由贸易试验区浦东南路 528 号 2202 室	电话: 021-68597013
四川分公司	地址: 成都市武侯区科华北路 62 号力宝大厦南楼 1801、1802、1803 室	电话: 028-62818710
重庆分公司	地址: 重庆市渝中区中山三路 107 号上站大楼平街名义层 11-A4-A6	电话: 023-61361140
海南分公司	地址: 海南省海口市龙华区滨海大道 77 号中环国际广场 10 层 1002 号	电话: 0898-68538536
北京朝阳门北大街营业部	地址: 北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室	电话: 010-85282866
南昌营业部	地址: 江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室	电话: 0791-82082702
广州东风中路营业部	地址: 广州市越秀区东风中路 410 号第 16 层自编 1605C、1605B、1606 房	电话: 020-28325286
漳州营业部	地址: 福建省漳州市龙文区九龙江大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号	电话: 0596-6161601
合肥营业部	地址: 安徽省合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室	电话: 0551-2889767
上海徐汇营业部	地址: 上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室	电话: 021-64040178
湖北分公司	地址: 武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼楼/单元 36 层 3601 号 02-03 室	电话: 027-59909521
南京营业部	地址: 南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座	电话: 025-86951881
北京北三环西路营业部	地址: 北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912	电话: 010-82129971
太原营业部	地址: 山西省太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室	电话: 0351-8366898
广州黄埔大道营业部	地址: 广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406	电话: 020-22922102
北京国贸营业部	地址: 北京市朝阳区光华路 8 号 17 幢一层 A113 房间	电话: 010-85951101
福州营业部	地址: 福建省福州市台江区宁化街道振武路 70 号(原江滨西大道北侧)福晟·钱隆广场 18 层 01 商务办公	电话: 0591-83625596
方顿物产(重庆)有限公司	地址: 重庆市渝中区中山三路 131 号希尔顿商务中心 2603 室	电话: 023-86769662

请参阅文末重要声明

重要声明

本报告观点和信息仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。中信建投不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则投资者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请投资者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告中资料意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布的内容并非投资决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。投资者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

请参阅文末重要声明