



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华研究院

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1290号

边舒扬

投资咨询证号:

Z0012647

下游亏损压力 玉米难有起色

摘要

2023 年一季度玉米、玉米淀粉期货市场呈现区间震荡走势，玉米波动区间大致处于 2700-2900，玉米淀粉波动区间大致处于 2950-3100。整体来看，一季度玉米供应整体宽松，下游亏损背景下，整体保持低库存运行，这使得玉米在前期强势震荡后在 3 月出现了一波消费负反馈回落，淀粉走势跟随玉米，但米粉价差每次重新走扩后重新收缩。

展望二季度，我们认为玉米以当前的售粮进度和较低的下库存看，似乎整体下跌空间相对有限，且养殖端存栏量依旧偏高，下游消费仍存较大的刚性需求，对期价起到托底作用。深加工仍处于亏损阶段，二季度消费有望复苏，但需求回升幅度或有限。替代谷物供应压力增加，小麦市场供应转向宽松，对玉米价格形成抑制效应。因此综合看，玉米产业链在二季度仍有一定的下落空间。

策略建议：择机逢高沽空操作为宜。

风险点：陈小麦库存及释放情况；巴西玉米进口节奏；国内经济复苏情况。

投资有风险 入市需谨慎

 南华期货
NANHUA FUTURES

南华研究院2023年第二季度策略展望

2023/4/8-4/9

扫描下方二维码
扫码预约直播

扫描下方二维码
南华期货APP

扫描下方二维码
扫码获取报告全文

水方之处
待云起

目录

第 1 章	行情回顾及策略建议	4
第 2 章	国际玉米市场现状分析.....	5
2.1.	美玉米旧作减产 新作面积增加.....	6
2.1.1.	单产和消费双双下降 库销比水平较低.....	6
2.1.2.	新作面积和产量有望增加.....	7
2.1.3.	美玉米出口乏力.....	8
2.2.	乌克兰黑海扰动缓解 玉米出口略有恢复.....	8
2.3.	巴西出口增加 阿根廷产量下降.....	9
第 3 章	国内玉米市场分析.....	11
3.1.	当季售粮节奏放缓 收购意愿较低.....	12
3.2.	下游采购消极 港口库存偏低.....	12
3.3.	定向稻谷拍卖落地 小麦替代效应显现.....	13
3.4.	一季度进口激增 巴西玉米成进口新星.....	14
3.5.	二季度存栏增加 或阶段性支撑饲料消费.....	15
3.6.	深加工需求低迷 市场等待转折.....	16
3.7.	米粉价差波动剧烈 二季度仍有机会.....	17
第 4 章	行情展望.....	18
	免责声明.....	19

图表目录

图 1.1: 大连玉米&淀粉走势图 (元/吨)	5
图 1.2: 玉米&淀粉走势图 (美分/蒲式耳)	5
图 2.1: 全球玉米产量和消费量 (百万吨)	5
图 2.2: 全球玉米库存&库销比 (百万吨, %)	5
表 2.1: 全球玉米供需平衡表 (百万吨)	6
图 2.1.1.1: 美玉米产量和消费量 (百万吨)	6
图 2.1.1.2: 美玉米库存&库销比 (百万吨, %)	6
表 2.1.1.1: 美国玉米供需平衡表 (百万吨)	7
表 2.1.2.1: 美玉米历史供需格局变化	7
图 2.1.3.1: 美玉米出口变化 (吨)	8
图 2.2.1: 乌克兰产量和消费量 (百万吨)	9
图 2.2.2: 乌克兰库存&库销比 (百万吨, %)	9
表 2.2.1: 乌克兰供需平衡表 (百万吨)	9
表 2.3.1: 巴西供需平衡表 (百万吨)	10
图 2.3.2: 巴西产量和消费量 (百万吨)	10
图 2.3.3: 巴西库存&库销比 (百万吨, %)	10
表 2.3.2: 阿根廷供需平衡表 (百万吨)	11
表 3.1: 中国玉米供需平衡表	11
图 3.1.1: 全国及东北售粮进度	12
图 3.2.2: 北方港口库存和下海量变化 (万吨)	13
图 3.2.3: 广东港内外贸库存和下海量变化 (万吨)	13
表 3.3.1: 历年陈稻定向情况 (万吨)	14
图 3.4.1: 玉米季节性进口变化 (万吨)	14
图 3.4.2: 中国进口玉米国家变化 (万吨)	14
图 3.5.1: 出栏量 (头) &出栏均重与出栏均价走势图	15
图 3.5.2: 生猪养殖利润与产能&饲料企业库存天数	16
图 3.6.1: 深加工企业玉米库存&消费 (万吨)	16
图 3.6.2: 玉米淀粉产量&利润 (万吨, 元/吨)	16
图 3.6.3: 主要企业淀粉库存 (万吨)	17
图 3.6.4: 淀粉开机率 (%)	17
图 3.7.1: 米粉价差变化	18

第1章 行情回顾及策略建议

2023 年一季度玉米、玉米淀粉期货市场呈现区间震荡走势，玉米波动区间大致处于 2700-2900 元/吨，玉米淀粉波动区间大致处于 2950-3100 元/吨。整体来看，一季度玉米供应整体宽松，下游亏损背景下，整体保持低库存运行，这使得玉米在前期强势震荡后在 3 月出现了一波消费负反馈回落，淀粉走势跟随玉米，但米粉价差每次重新走扩后重新收缩。

第一阶段（12 月底-1 月中旬）。元旦至春节前下游刚性备货需求增加，玉米价格震荡上行。受增储传闻影响，加上玉米渠道库存处于低位，贸易商建立一部分库存留在节后出货。玉米淀粉价格触底反弹，节前生产企业挺价心理明显增强，且停机导致供应减量较为明显，淀粉价格呈震荡上行走势。

第二阶段（1 月底-2 月上旬）。玉米呈现震荡下跌态势，周内定向稻谷拍卖消息传出，市场看空氛围浓厚，且主产区贸易商出货积极，而终端采购需求意愿不高。销区到港多为具有价格优势的进口玉米，内贸玉米渠道库存偏低，贸易商报价不断下调。玉米淀粉节后下游需求恢复不及预期，节前订单仍未消耗完毕，企业复工后市场供过于求，且玉米原料价格偏弱，拉低市场价格，淀粉价格出现回落。

第三阶段（2 月中旬）。玉米呈现上涨态势，东北产区售粮节奏放缓，市场收购主体增加，基层挺价情绪明显。港口到货小幅下降，贸易商收购积极性有所上升。玉米淀粉原料价格相对稳定，副产品价格仍在下行，淀粉企业回归亏损状态，挺价主产品意愿较强，淀粉价格小幅回升。

第四阶段（2 月下旬-3 月中旬）。玉米呈现区间震荡态势。售粮进入尾期，较为积极，但贸易商建库意愿一般。销区市场需求偏弱，饲料企业多数维持观望。消息面有饲用稻谷拍卖预计 3 月重启，市场心态偏空。玉米淀粉主要以民用市场带动为主，同时贸易商进行了集中补货，企业端经营利润进一步收窄，积极挺价主产品，淀粉价格稳中有升。

第五阶段（3 月下旬）。玉米价格呈现宽幅下跌态势。东北地区市场气氛偏空，贸易商收购心态谨慎。销区市场需求疲软，港口走货不佳。用粮企业以消化库存为主。小麦与玉米价差不断缩窄，替代效应逐渐明显，叠加定向饲用稻谷拍卖落地，市场连续阴跌。玉米淀粉受原料影响以及自身成交清淡，价格开始回落。下游企业执行前期订单，另有低价货源流出，市场供应压力显现。悲观情绪导致出粮积极，深加工到货量维持高位，前期挺价心态转弱。

展望二季度，我们认为玉米以当前的售粮进度和较低的下游库存看，似乎整体下跌空间相对有限，且养殖端存栏量依旧偏高，下游消费仍存较大的刚性需求，对期价起到托底作用。深加工仍处于亏损阶段，二季度消费有望复苏，但需求回升幅度或有限。替代谷物供应压力增加，小麦市场供应转向宽松，对玉米价格形成抑制效应。因此综合看，玉米产业链在二季度仍有一定的下落空间。

策略建议：择机逢高沽空操作为宜。

图 1.1：大连玉米&淀粉走势图（元/吨）

图 1.2：玉米&淀粉走势图（美分/蒲式耳）



资料来源：大商所 CBOT 南华研究

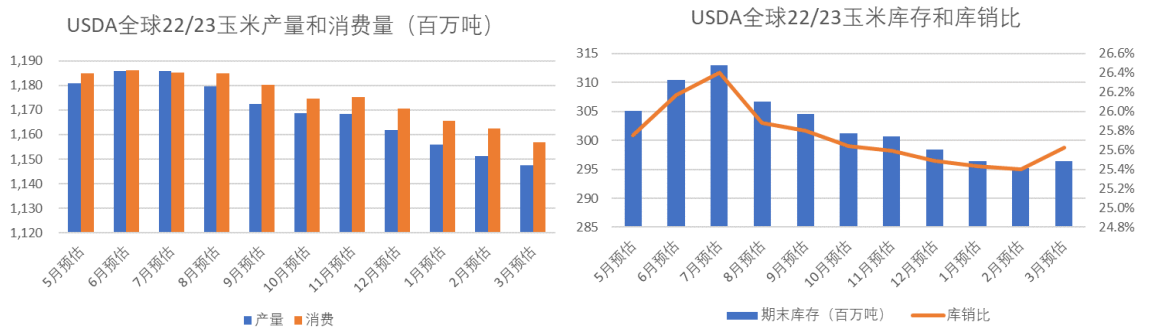
第2章 国际玉米市场现状分析

22/23 全球玉米一季度预估产量相比 21/22 年度有明显减少，受供应影响，整体的贸易量同样出现明显下降。具体表现为，美国、欧盟、乌克兰、阿根廷、俄罗斯、加拿大产量下降，而中国、巴西、墨西哥产量增加，但整体产量下降，全球玉米供需缺口扩大。根据 USDA3 月供需报告预估看，22/23 年度全球玉米产量 11.48 亿吨，同比减少 5.6%，消费 11.57 亿吨，同比减少 3.9%，期末库存为 3 亿吨，同比下降 3%，库存消费比 25.6%，同比持平。3 月的数据是对前期库销比预估偏低的一次修正。

综合看，22/23 年度全球玉米供应较上一年更为收紧，因南北半球供应的阶段不同，导致美玉米走势呈现前紧后松的局面。而对于 23/24 年度看，美玉米种植面积或有明显增长，在不考虑天气因素的情况下，或对美玉米造成供应压力。

图 2.1：全球玉米产量和消费量（百万吨）

图 2.2：全球玉米库存&库销比（百万吨，%）



资料来源：USDA 南华研究

表 2.1：全球玉米供需平衡表（百万吨）

USDA全球玉米供需平衡表									
	22/23	22/23	22/23	22/23	21/22	20/21	19/20	18/19	17/18
	3月预估	2月预估	1月预估	5月预估					
期初库存	305.69	306.28	305.95	309.39	292.83	307.41	322.41	340.97	351.96
产量	1147.52	1,151.36	1,155.93	1,180.72	1,216.03	1,129.39	1,120.13	1,124.92	1,080.09
进口	174.48	177.00	175.45	176.84	184.48	184.94	167.66	164.42	149.93
出口	174.71	181.07	178.17	182.70	205.73	182.70	172.25	181.71	148.24
贸易量	349.19	358.07	353.62	359.54	390.21	367.64	339.91	346.13	298.17
总供给	1,627.69	1,634.64	1,637.33	1,666.95	1,693.34	1,621.74	1,610.20	1,630.31	1,581.98
消费	1156.75	1,162.37	1,165.47	1,184.97	1,203.16	1,143.97	1,136.17	1,144.82	1,090.45
饲用消费	726.98	740.33	732.95	746.62	749.43	723.88	716.03	703.88	672.36
期末库存	296.46	295.28	296.42	305.13	305.69	292.83	306.37	321.07	341.60

资料来源：USDA 南华研究

2.1. 美玉米旧作减产 新作面积增加

2.1.1. 单产和消费双双下降 库销比水平较低

美国 22/23 年度玉米产量下降至 3 年来最低水平，因西部玉米产区受到高温干旱影响，但仍大于消费量。据 USDA3 月供需报告数据看，22/23 年度美玉米单产为 173.30 蒲式耳/英亩，较去年同期减少 3.4 蒲式耳/英亩，产量预估为 3.49 亿吨，同比减少 8.9%。和历次预估数据对比，从单产来看，要比 10 月最极端的 171.9 蒲式耳/英亩更好，但远低于期初预估的 177 蒲式耳/英亩，且为近三年以来最低，产量看，3 月数据为 22/23 年度预估产量最低值，远低于期初预估的 3.67 亿吨，同样为近三年最低水平。美玉米 22/23 年度的消费出现了下滑。22/23 年度美国玉米国内消费 3.04 亿吨，同比下降 4.1%，期末库存为 3408 万吨，同比下降 2.6%，库销比维持在 11.21% 的低位水平，低于 10 年均值的 12%。

图 2.1.1.1：美玉米产量和消费量（百万吨）

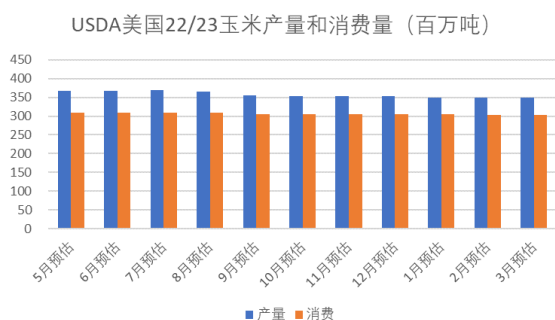
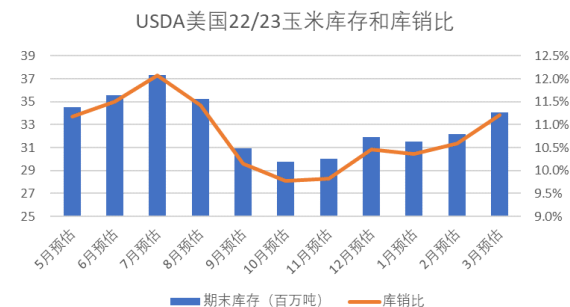


图 2.1.1.2：美玉米库存&库销比（百万吨，%）



资料来源：USDA 南华研究

表 2.1.1.1: 美国玉米供需平衡表 (百万吨)

USDA美国玉米供需平衡表									
	22/23	22/23	22/23	22/23	21/22	20/21	19/20	18/19	17/18
	3月预估	2月预估	1月预估	5月预估					
期初库存	34.98	34.98	38.73	36.57	31.36	48.76	56.41	54.37	58.24
产量	348.75	348.75	348.75	367.28	382.89	358.45	345.96	364.26	371.10
进口	1.27	1.27	1.27	0.64	0.62	0.62	1.06	0.71	0.92
出口	46.99	48.90	48.90	60.96	62.78	69.78	45.13	52.48	61.92
贸易量	48.26	50.17	50.17	61.60	63.40	70.40	46.19	53.19	62.84
总供给	338.01	336.10	339.85	343.53	352.09	338.05	358.30	366.86	368.34
消费	303.93	303.93	304.56	309.01	317.12	306.69	309.55	310.45	313.98
饲用消费	133.99	133.99	133.99	135.90	142.25	142.43	149.87	137.91	134.73
期末库存	34.08	32.17	31.54	34.54	34.98	31.36	48.76	56.41	54.37

资料来源: USDA 南华研究

2.1.2. 新作面积和产量有望增加

根据 2 月末的农业展望论坛数据, 预计 23/24 年度美国玉米新季种植面积预计为 9100 万英亩, 较 22/23 年 8860 万英亩增加 2.7%, 预计产量为 150.85 亿蒲, 较 22/23 年 137.26 亿蒲增加 9.9%, 此增幅主要得益于单产提升, 美玉米新季单产预估 181.5 蒲式耳/英亩, 较 22/23 年 173.3 蒲式耳/英亩增加 4.7%。在中性天气展望下, 美玉米产量预计增至历史第二高水平, 仅次于 16/17 年度的产量记录, 但最终播种面积与产量仍受未来大豆/玉米比价、天气等多方面的影响。

表 2.1.2.1: 美玉米历史供需格局变化

WASDE美国玉米历史供需格局				
	20/21	21/22	22/23 1	22/23 2
种植面积(百万英亩)	91	93	89	91
收获面积	82	85	79	83
单产(蒲式耳/英亩)	171	177	173	182
产量(百万蒲式耳)	14,111	15,074	13,730	15,085
期初库存	1,919	1,235	1,377	1,267
进口	24	24	50	25
供应	16,055	16,333	15,157	16,377
饲料消费	5,607	5,718	5,275	5,600
乙醇消费	5,028	5,326	5,250	5,250
食用、种用和工业消费	6,467	6,766	6,690	6,690
国内总消费	12,074	12,484	11,965	12,290
出口	2,747	2,471	1,925	2,200
总消费	14,821	14,956	13,890	14,490
期末库存	1,235	1,377	1,136	1,887
库销比(%)	8	9	9	13

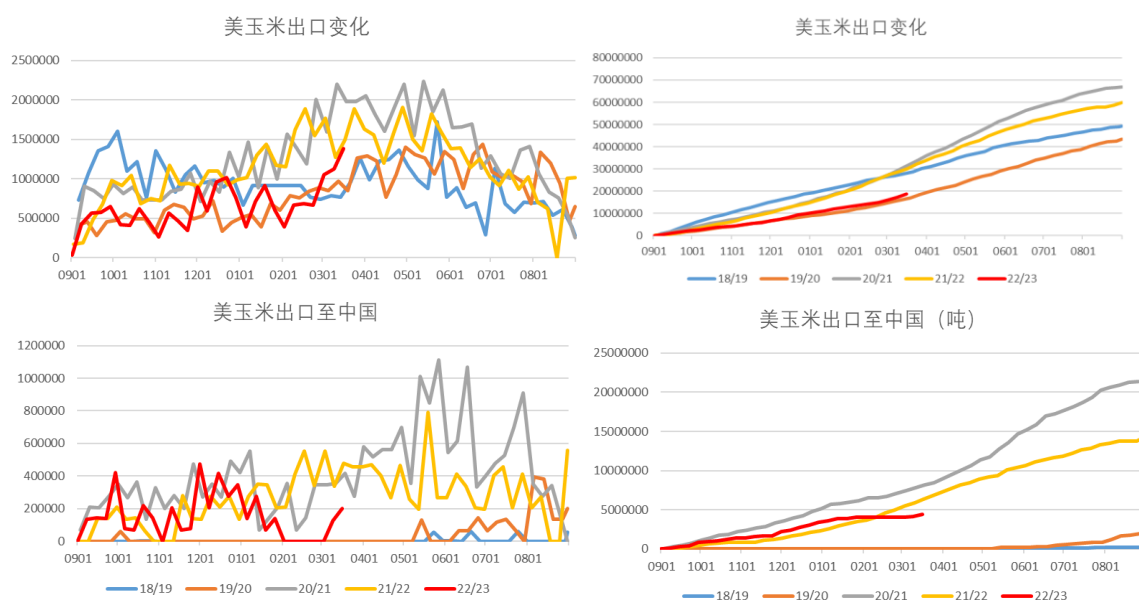
资料来源: WASDE 南华研究

2.1.3. 美玉米出口乏力

美玉米 22/23 年度的出口量出现严重下滑，3 月预估仅有 4699 万吨，同比下降 25.6%。而具体的出口数据方面，本年度截至 3 月 16 日，22/23 年度美玉米累计出口检验量为 1858.69 万吨，远低于去年同期的 3020.79 万吨，处于近年中低位。而累计出口至中国的检验量仅为 438.7 万吨，同比下降 31.04%。目前来看，美国农业部网站消息，3 月中国买家连续购入八次美玉米，但仍慢于去年同期销售节奏。

以下三个因素是导致美玉米出口持续低迷的关键：其一，作为第一大进口国的中国缩减了美玉米的进口，转而进口到港性价比更高的巴西玉米，挤占了美玉米市场份额；其二，第二大买家墨西哥禁止购买美国的转基因玉米作为食用，仅可作饲料和工业用途；其三，密西西比河水位下降等因素，导致装船数量和船运吨位下降，运输成本上升，严重影响运输进度。

图 2.1.3.1：美玉米出口变化（吨）



资料来源：USDA 南华研究

2.2. 乌克兰黑海扰动缓解 玉米出口略有恢复

乌克兰受俄乌战争影响导致 22/23 年度产量大幅下滑，USDA 3 月报告显示，预计乌克兰产量为 2700 万吨，同比下降 35.9%，玉米出口预期 2350 万吨，同比下降 13%。期末库存 239 万吨，同比下降 63.5%，国内消费 620 万吨，同比下降 53%，虽然消费量有降低，但库存下降幅度更大，库存消费比 38.55%，较同期下降了 11.07%。

2023 年 3 月 20 日乌克兰与俄罗斯签订的“黑海谷物出口协议”到期后又再次延期 60 天。乌克兰农业部数据显示，截至 3 月 15 日，乌克兰 22/23 年度出口谷物 3628.6 万

吨，较上年同期减少 19.1%。其中玉米一季度出口量为 77.97 万吨，累计出口量 2129.7 万吨，去年同期为 2034.8 万吨，同比上升 4.7%。

图 2.2.1: 乌克兰产量和消费量 (百万吨)

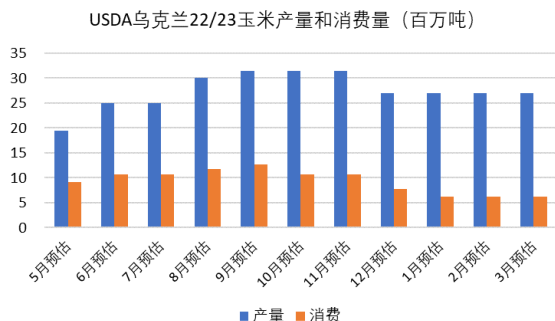
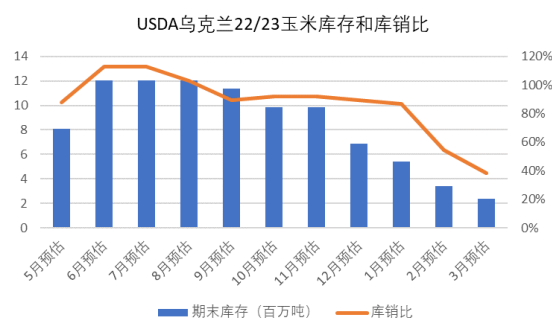


图 2.2.2: 乌克兰库存&库销比 (百万吨, %)



资料来源: USDA 南华研究

表 2.2.1: 乌克兰供需平衡表 (百万吨)

	22/23 3月预估	22/23 2月预估	22/23 1月预估	22/23 5月预估	21/22	20/21	19/20	18/19	17/18
期初库存	5.09	5.09	5.09	6.77	0.83	1.48	0.89	1.57	1.60
产量	27.00	27.00	27.00	19.50	42.13	30.30	35.89	35.81	24.12
进口	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.02	0.03	0.04	0.04
出口	23.50	22.50	20.50	9.00	27.00	23.86	28.93	30.32	18.04
贸易量	23.50	22.50	20.50	9.00	27.02	23.88	28.96	30.36	18.08
总供给	8.59	9.59	11.59	17.27	15.98	7.94	7.88	7.10	7.72
消费	6.20	6.20	6.20	9.20	13.20	7.10	6.40	5.20	6.15
饲用消费	5.00	5.00	5.00	8.00	12.00	5.90	5.20	5.00	4.90
期末库存	2.39	3.39	5.39	8.07	6.55	0.83	1.48	0.89	1.57

资料来源: USDA 南华研究

2.3. 巴西出口增加 阿根廷产量下降

巴西可以说是今年玉米市场的供应的最大希望,丰产预期一定程度上缓解了全球供应紧张的局面。巴西玉米增产受益于种植面积扩大及单产提升,据3月USDA报告显示,22/23年度巴西新年度玉米种植面积预计2270万公顷,同比增4.1%,单产5.51吨/公顷,同比增长3.6%,产量1.25亿吨,同比增加7.76%,出口预计为5000万吨,同比增长3.1%。期末库存705万吨,同比增长88%,国内消费7300万吨,同比上升3.54%,虽然消费量有提升,但库存增长幅度更大,库存消费比9.66%,较同期上升了4.34%。

由于巴西大豆收获延迟导致第二季玉米播种延迟,叠加中西部产区遭遇持续性降雨造成播种进度放缓。巴西农业部数据显示,截至3月18日,一季玉米播种已经完成,收

割进度达到 35%，相比去年同期降低了 6.6%。二季玉米播种 85.1%，相比去年同期降低 9.6%，收割进程还未开始。

表 2.3.1：巴西供需平衡表（百万吨）

USDA巴西玉米供需平衡表									
	22/23	22/23	22/23	22/23	21/22	20/21	19/20	18/19	17/18
	3月预估	2月预估	1月预估	5月预估					
期初库存	3.75	4.25	3.95	4.65	4.15	5.33	5.31	9.32	14.02
产量	125.00	125.00	125.00	126.00	116.00	87.00	102.00	101.00	82.00
进口	1.30	1.30	1.30	1.30	2.60	2.85	1.66	1.66	0.92
出口	50.00	50.00	47.00	47.00	48.50	21.02	35.14	39.66	24.15
贸易量	51.30	51.30	48.30	48.30	51.10	23.87	36.80	41.32	25.07
总供给	80.05	80.55	83.25	84.95	74.25	74.16	73.83	72.32	72.79
消费	73.00	73.00	76.00	77.00	70.50	70.00	68.00	67.00	63.50
饲用消费	61.50	61.50	64.50	65.50	59.50	59.50	58.50	57.00	54.00
期末库存	7.05	7.55	7.25	7.95	3.75	4.15	5.33	5.31	9.28

资料来源：USDA 南华研究

图 2.3.2：巴西产量和消费量（百万吨）

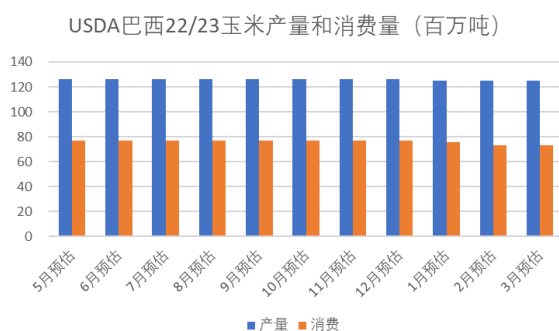
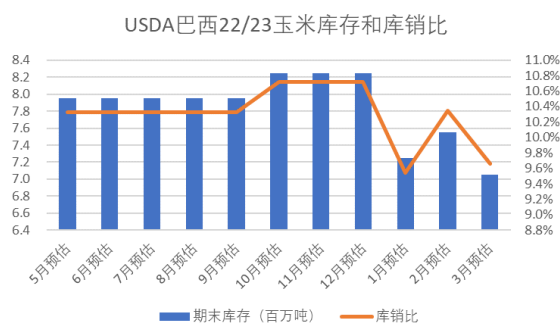


图 2.3.3：巴西库存&库销比（百万吨，%）



资料来源：USDA 南华研究

相比巴西而言，阿根廷却受拉尼娜气候影响，遭遇了 30 年来最严重的干旱，玉米播种遇到巨大挑战。阿根廷早玉米播种时间为每年的 9 月，而晚玉米为 12-1 月，旱情使得其早熟玉米难以播种，不得不在原定种玉米的地区播种了大豆。阿根廷于 2 月中旬完成玉米播种工作，但下旬产区遭遇异常霜冻天气打击产量预期。根据 USDA3 月报告显示，22/23 年度阿根廷新季玉米播种面积下降 5.6%至 670 万公顷，单产下降 14.3%至 5.97 吨/公顷，产量 4000 万吨，同比减少 19.9%。出口预估为 2800 万吨，同比减少 18.6%。期末库存为 149 万吨，与去年持平。

表 2.3.2: 阿根廷供需平衡表 (百万吨)

USDA 阿根廷玉米供需平衡表									
	22/23	22/23	22/23	22/23	21/22	20/21	19/20	18/19	17/18
	3月预估	2月预估	1月预估	5月预估					
期初库存	1.49	1.49	1.49	1.49	1.18	3.62	2.37	2.41	5.27
产量	40.00	47.00	52.00	55.00	49.50	52.00	51.00	51.00	32.00
进口	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01
出口	28.00	35.00	38.00	41.00	34.40	40.94	36.25	37.24	22.47
贸易量	28.01	35.01	38.01	41.01	34.41	40.95	36.25	37.24	22.48
总供给	13.50	13.50	15.50	15.50	16.29	14.69	17.12	16.17	14.81
消费	12.00	12.00	14.00	14.00	14.80	13.50	13.50	13.80	12.40
饲用消费	8.00	8.00	10.00	10.00	10.90	9.50	9.50	9.70	8.50
期末库存	1.49	1.49	1.49	1.49	1.49	1.18	3.62	2.37	2.41

资料来源: USDA 南华研究

第3章 国内玉米市场分析

22/23 年度一季度我国玉米供应整体偏松, 但需求相对乏力。根据国家粮油中心数据, 22/23 年度我国产量达到 2.77 亿吨, 同比增长 1.7%, 但是进口可能仅为 2000 万吨, 考虑到生猪存栏的增加, 饲料消费可能因此增长的背景下, 我国玉米期末库存或将趋于偏紧格局。而一号文件指出, 23/24 年度扎实推进大豆玉米带状复合种植, 实施玉米单产提升工程, 完善玉米大豆生产者补贴。从各地公布的大豆玉米补贴方案看, 整体倾向鼓励大豆种植。不过, 对比棉花等其他作物而言, 玉米的比价优势更明显, 因此最终玉米种植面积或会维持稳定。

表 3.1: 中国玉米供需平衡表

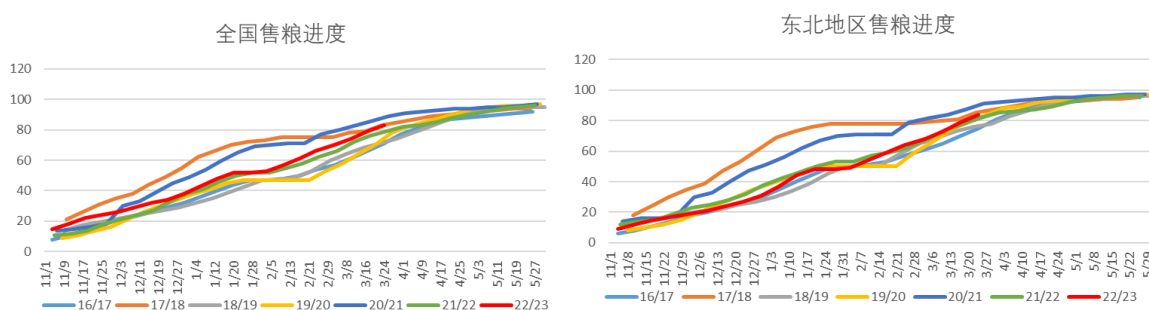
国家粮油中心玉米供需平衡表 (单位: 千吨, 吨/公顷, 千公顷)									
	20/21	21/22	21/22	21/22	21/22	22/23	22/23	22/23	22/23
	7月预测	1月预测	2月预测	3月预测	7月预测	1月预测	2月预测	3月预测	
播种面积	41264	43324	43324	43324	43324	43050	43070	43070	43070
东北	16291	17854	17854	17854	17854	17400	17440	17440	17440
华北黄淮	14808	14971	14960	14960	14960	15024	15019	15019	15019
单产	6317	6291	6.291	6.291	6.291	6381	6.436	6.436	6.436
东北	6848	6917	6.917	6.917	6.917	7018	7.079	7.079	7.079
华北黄淮	6128	5883	5.889	5.889	5.889	6052	6.156	6.156	6.156
产量	260665	272550	272551	272551	272551	275000	277203	277203	277203
东北	111566	123502	123502	123502	123502	122112	123451	123451	123451
华北黄淮	90749	88069	88105	88105	88105	90925	92459	92459	92459
进口	29546	20000	21886	21886	21886	18000	20000	20000	20000
新增供给	290211	293550	294437	294437	294437	293000	297203	297203	297203
食用消费	18800	18850	18850	18850	18850	18900	18900	18900	18900
饲用消费	178000	182000	180000	180000	180000	192000	192000	195000	195000
工业消费	77000	77000	77000	77000	77000	78000	77000	77000	77000
种用消费	1225	1280	1280	1280	1280	1260	1260	1260	1260
国内消费	275025	279130	277130	277130	277130	290160	289160	292160	292160
出口量	10	10	3	3	3	10	10	10	10
总消费	275035	279140	277133	277133	277133	290170	289170	292170	292170
年度结余	15176	13410	17304	17304	17304	2830	8033	5033	5033

资料来源: 国家粮油信息中心 南华研究

3.1. 当季售粮节奏放缓 收购意愿较低

1 月份经历元旦和春节两个假期，买卖双方皆有收售需求，供需大致持衡，农户售粮节奏不快，另外部分地区因单产下降，农户有惜售情况，本月农户以满足资金需求卖粮为主，市场贸易收购主体只在春节前少量备货等待节后下游补库。2 月售粮速度开始加快，农户并无集中售粮情况，供应压力宽松，基层粮源逐渐见底，粮权转移至贸易商环节，贸易商售粮窗口期较长，报价较为坚定，受成本支撑，产区主流倾向挺价。3 月粮点出货积极，基层地趴粮见底，市场上量节奏逐渐放缓。用粮企业整体维持压价收购，市场收购主体仍然谨慎，收购建库意愿较低，主要以消化库存为主。根据我的农产品网数据显示，截至 3 月 24 日，全国主要产区售粮进度为 83%，高于去年同期的 79%，东北地区也为 84%，高于去年同期的 82%，黑龙江售粮进度为 91%，高于去年同期的 90%。

图 3.1.1：全国及东北售粮进度

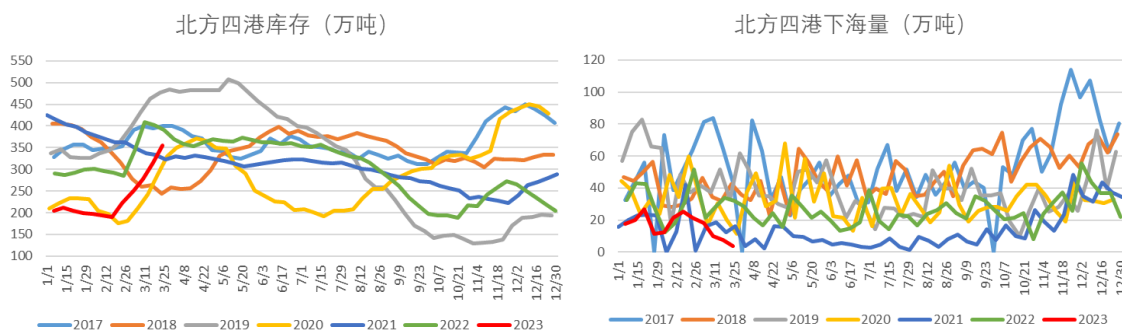


资料来源：我的农产品网 南华研究

3.2. 下游采购消极 港口库存偏低

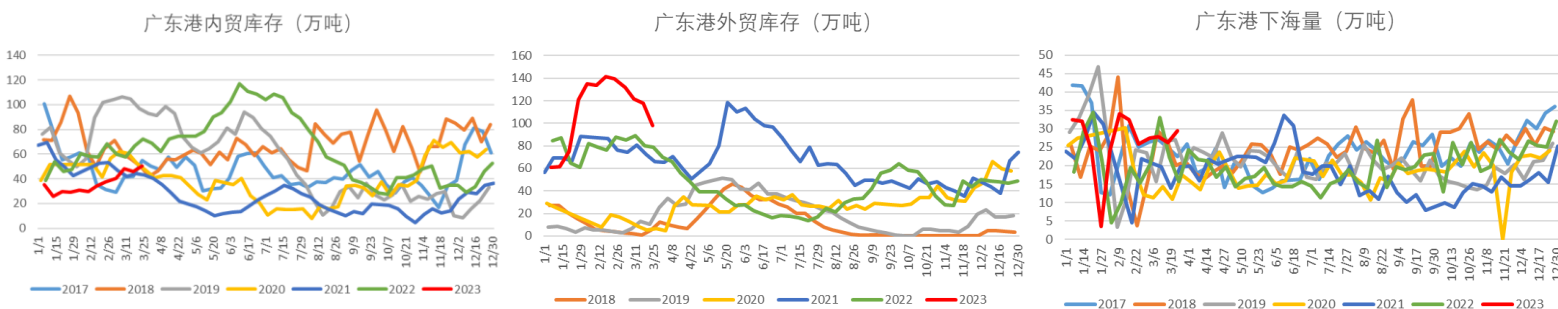
从贸易流向看，一季度前期整体的港口库存水平同比偏低，主要是因为下游持续亏损导致需求萎靡，建库意愿低。一季度前期北方四港的库存偏低，在春节后季节性攀升，但仍处于历史较低水平，下海量同比持续低位且有明显下行趋势，说明下游需求疲软，采购意愿不佳。南方销区由于进口玉米具有价格优势，一季度外贸玉米大幅采购，持续挤压内贸玉米市场，外贸库存 2 月达到峰值。深加工企业利润亏损，采购需求较低，导致内贸库存处于历年低位。3 月国内玉米价格下跌幅度加大，累库情况得到缓解。我的农产品网数据显示，截至 3 月 24 日，北方四港库存 354.5 万吨，同比减少 35.5 万吨，广东港内贸库存 50.3 万吨，同比下降 30.52%，外贸库存 98.2 万吨，同比上升 24.15%。伴随着二季度新粮集中供应增多，预计北港库存将逐步提升，南北港口贸易将逐步顺价，下游企业补库完成后，价格或将先扬后抑。

图 3.2.2: 北方港口库存和下海量变化 (万吨)



资料来源: 我的农产品网 南华研究

图 3.2.3: 广东港内外贸库存和下海量变化 (万吨)



资料来源: 我的农产品网 南华研究

3.3. 定向稻谷拍卖落地 小麦替代效应显现

2023年首次最低收购价稻谷拍卖将于3月28日启动,今年国储稻谷拍卖姗姗来迟,比上年晚了三周左右的时间。本年陈稻定向投放量预计为1800万吨水平,包括1500万吨2018年水稻,其中黑龙江1300万吨,关内200万吨,另外还有300万吨2019年不宜存放的稻谷投放。投放总量同比下降1088万吨。2022年饲用稻谷拍卖投放量为4385万吨,实际成交2888万吨。

整体来看,今年最低收购价稻谷投放呈现以下特点:一是与去年类似,有策略地先投放存储年份较长的陈稻,2021年和2022年产稻谷尚未进入拍卖市场,待市场消化一部分存储年份较长的陈稻后,再将存储年份较短的陈稻推向市场;二是缩量投放,今年单次投放量仅有90万吨,与去年相比锐减50%;三是拍卖底价保持不变,与近期各地方储备稻谷的拍卖成交价相比,最低收购价稻谷的定价有一定的价格优势,预计将对促进成交率起到一定的提振作用。

除了陈稻拍卖风险点外,新陈小麦的替代效应更具压力。春节过后,市场余粮轮转、国储小麦投放等供应充足,小麦跌幅超越玉米跌幅,2月以来二者价差不断缩小,小麦

性价比逐渐突出，部分饲料厂有进货小麦饲用替代情况出现。5月底新麦将上市，产量有望稳增，短期市场难以消化陈麦，预计替代效应会很大程度抑制玉米反弹力度。

表 3.3.1: 历年陈稻定向情况 (万吨)

历年陈稻定向情况					
	拍卖企业	底价	投放	成交	成交率
2020/8/7-2020/12/30	8家国企	1,300	1,500	922	61.5%
2021/3/31-2021/10/21	10家国企	1,500	5,200	1,612	31.0%
2022/3/10-2022/9/29	12家国企	1,500	4,385	2,888	66.0%
预计2023年5月		预计投放1800万吨			

资料来源: Wind 南华研究

3.4. 一季度进口激增 巴西玉米成进口新星

2023 年一季度玉米进口整体处于同期较高水平，主要来源国美国进口量仍保持高位，乌克兰的进口有所下降。截至 2023 年一季度，我国进口玉米 533 万吨，同比上升 11.2%。我们预计 2023 年巴西进口量将空前提升，挤占美国和乌克兰的进口量会有所减少，在与巴西玉米的预售订单中，我国订购量已超 10%。

图 3.4.1: 玉米季节性进口变化 (万吨)

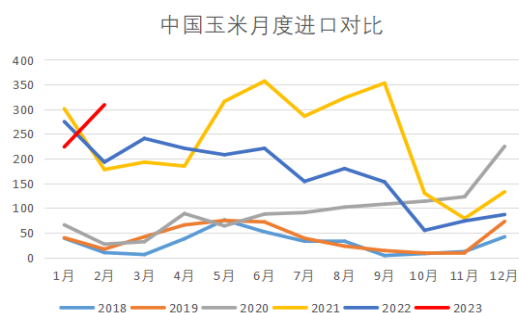
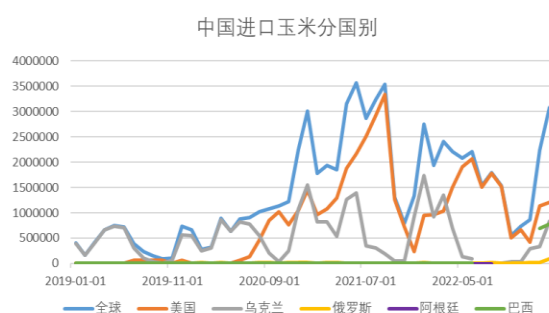


图 3.4.2: 中国进口玉米国家变化 (万吨)



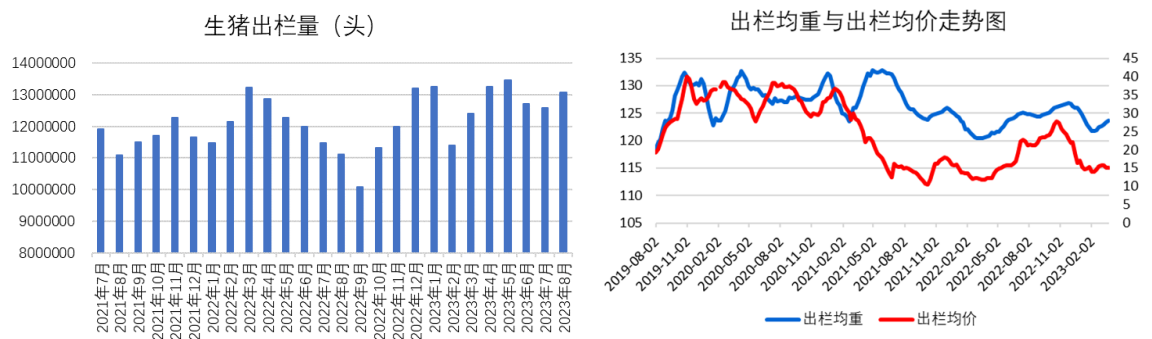
资料来源: 海关总署 南华研究

乌克兰危机爆发后，我国玉米进口对单一渠道依赖加重，2022 年 5 月，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协定书》，为巴西玉米输华铺平了道路。根据嘉利高数据公布，巴西今年可能向中国出口约 500 万吨玉米，占向全球玉米出口总量的 10%，比 2022 年巴西对中国的玉米出口高出 194%，由于巴西玉米相较于美玉米具有价格优势，其出口期主要集中在 7-11 月，预计三季度我国进口巴西玉米的数量较多。

3.5. 二季度存栏增加 或阶段性支撑饲料消费

我国玉米的消费结构中，当前饲用消费占比约为 65%，因此饲料消费结构的变化会对玉米需求造成较大的影响。从生猪供应来看，二季度生猪整体供应量仍旧宽松且持续性较强。依据农业农村部口径，去年能繁母猪环比增加趋势持续到 2022 年 12 月，同时叠加目前 PSY 指标基本已经恢复到疫情前水平，因此对应到十个月后的产能，生猪供应量在今年 10 月前将持续增加。截至 2 月份，全国能繁母猪存栏量为 4343 万头，同比增长 1.7%，比 4100 万头的正常保有量多 243 万头，相当于正常产能调控目标的 105.9%。虽然生猪养殖户目前有所亏损，但是随着饲料价格的下跌，亏损窄幅收缩，并且叠加去年获利所存的现金流基本能承受目前亏损，因此不会主动大幅淘汰母猪，生猪存栏增加趋势将延续，对玉米价格有一定支撑。

图 3.5.1：出栏量（头）&出栏均重与出栏均价走势图

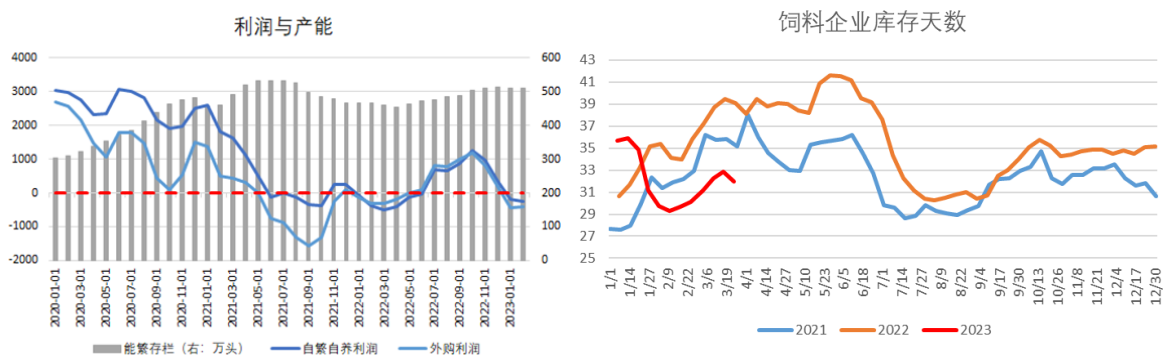


资料来源：涌益咨询 我的农产品网 南华研究

从生猪体重来看，目前处于体重去化阶段，但降重速度较慢，二育时不时干扰体重去化，如果价格持续下跌，跌至 13-14 元/公斤附近，新一轮二次育肥将重新入场，但是在此之前体重去化是利润亏损扩大背景之下的大趋势，预估体重去化阶段将持续到今年 6-7 月，重新回归 120kg。

从饲料企业的库存看，截至 3 月 24 日，企业库存天数为 31.94 天，虽然前期开始季节性回升，但是当周数据开始回落，整体同比大幅下降 18.27%。持续亏损令企业采购积极性偏低，不愿意屯库，保持低库存水平。

图 3.5.2： 生猪养殖利润与产能&饲料企业库存天数



资料来源：涌益咨询 我的农产品网 南华研究

3.6. 深加工需求低迷 市场等待转折

今年疫情防控政策调整后，终端消费有所改善，国内淀粉产能有增加，深加工的玉米消费略有恢复，不过在 2 月达到峰值后开始回落。春节后是传统的消费淡季，淀粉类深加工企业受到产品和副产品需求疲软影响，导致利润亏损较为严重。酒精、副产品价格受到豆粕价格下跌的拖拽，对加工利润的贡献减弱，目前走货缓慢。由于亏损较重，加工企业减缓原料采购，淀粉销售亦放缓，主动做高库存动力不足。目前市场预计 3 月到 4 月初用冷冻的潮粮库存，到 5 月中旬消耗干粮库，6-9 月根据市场余粮情况再采购。

淀粉行业 1 月恰逢春节停机，产量下降明显而元宵节前下游企业存刚性补库需求，供需格局向好，企业提价挺价积极性提高。2 月玉米淀粉市场出现一波反弹，米粉价差在该阶段也出现了一波扩大，也令企业采购意向明显增加。3 月上游企业挺价心态较强，淀粉厂采购意愿开始降低，不过此时企业原料库存累积已经达到高峰。钢联数据显示，截至 3 月 31 日，样本企业玉米淀粉企业当周玉米消费量为 61.3 万吨，同比增长 10.15%，深加工玉米库存达到 616.2 万吨，同比增加 16.37%，当周全国主要企业淀粉产量为 32.2 万吨，同比增长 11.74%。当前深加工企业整体原料库存水平偏高，在消费出现季节性拐点的时候，原料库存尚未开始回落，不利于后续玉米的消化。

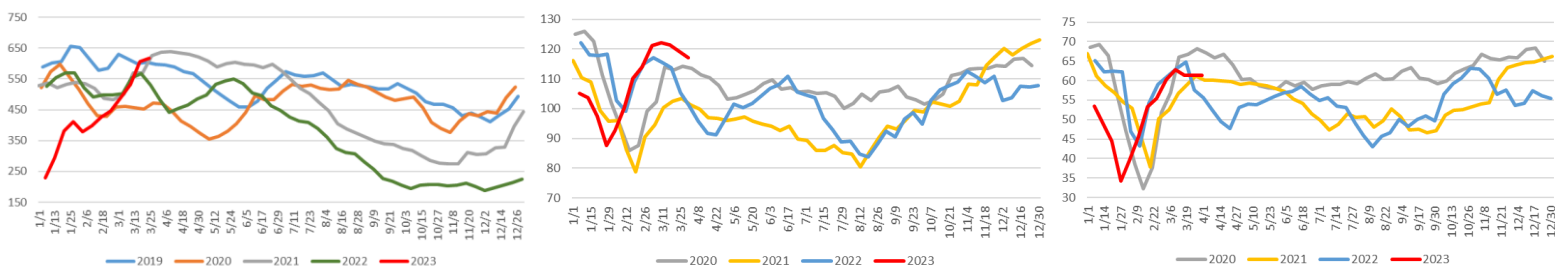
图 3.6.1： 深加工企业玉米库存&消费（万吨）

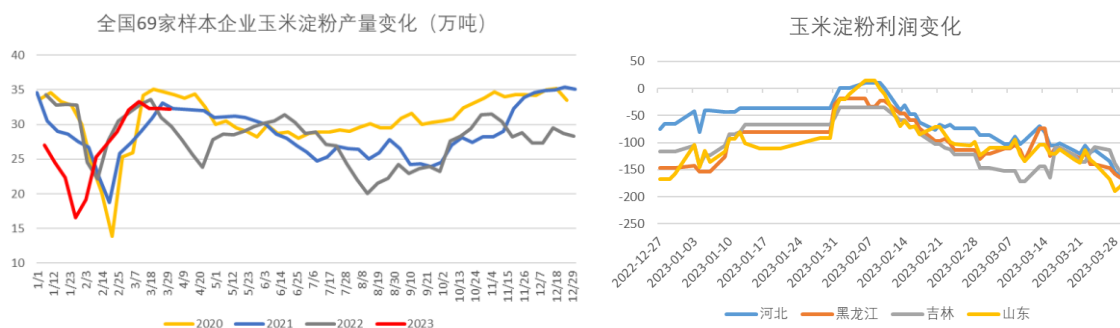
图 3.6.2： 玉米淀粉产量&利润（万吨，元/吨）

主要深加工企业玉米库存（万吨）

主要深加工企业玉米消费量（万吨）

玉米淀粉企业玉米消费量（万吨）



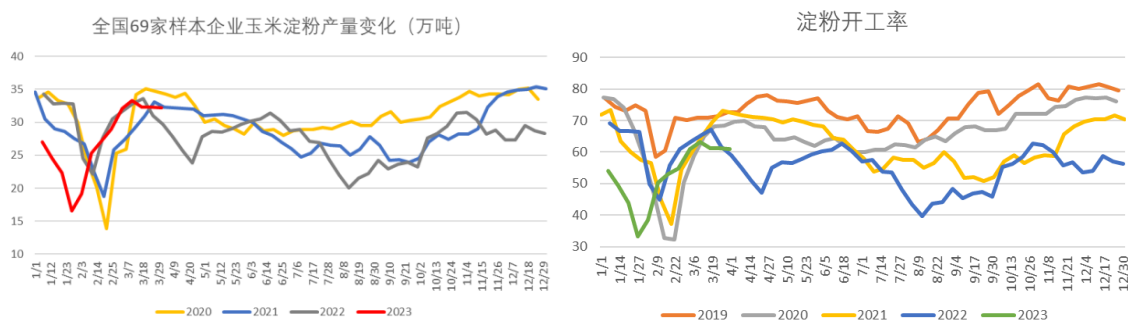


资料来源：我的农产品网 南华研究

淀粉行业 1 月春节期间停机停产，库存处于季节性累库状态，厂家主要以消耗库存为主。2 月企业陆续开工，恢复水平较快，库存季节性增长。3 月消费依旧疲软，市场成交清淡，企业走货速度有所放缓，截至 3 月 31 日，全国主要企业淀粉库存为 102.4 万吨，同比降低 20.1%，玉米淀粉企业开工率达到 61.01%，同比增加 1.89 个百分点，但低于大多数年份同期水平。

图 3.6.3：主要企业淀粉库存（万吨）

图 3.6.4：淀粉开机率（%）



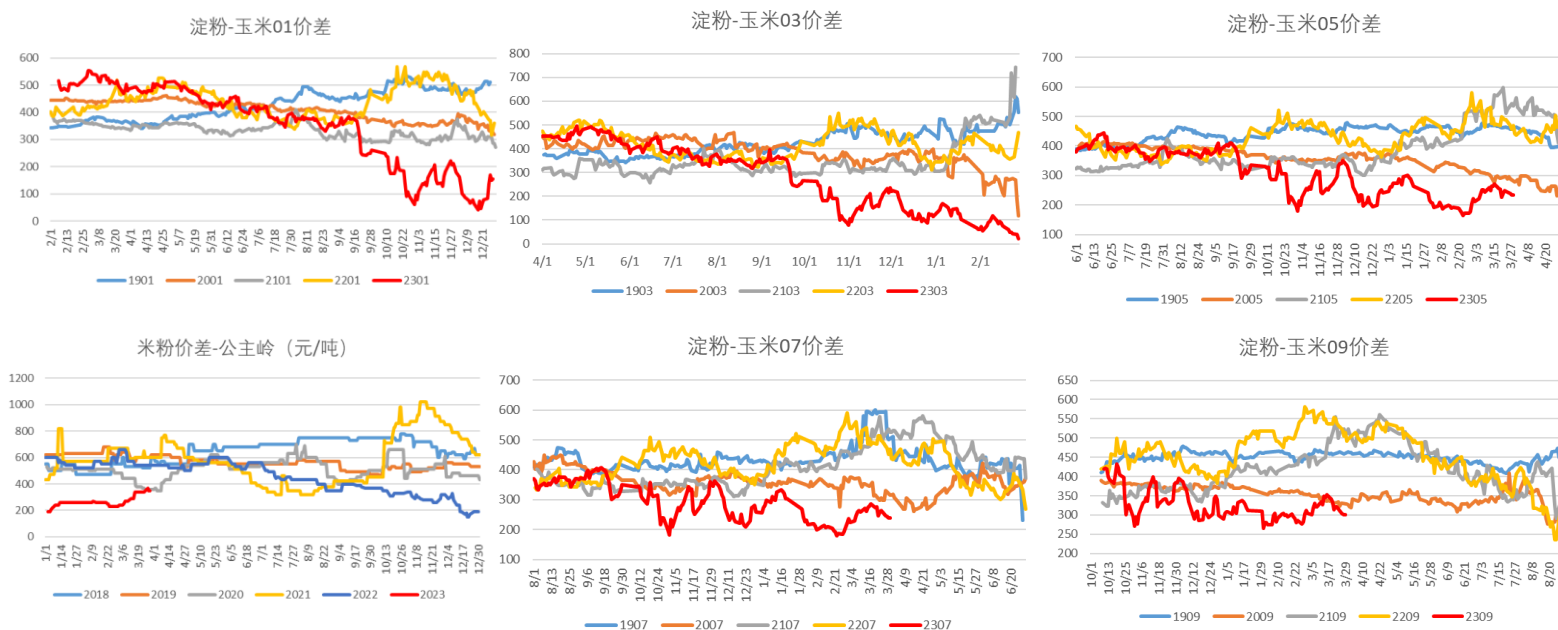
资料来源：我的农产品网 南华研究

3.7. 米粉价差波动剧烈 二季度仍有机会

一季度以来淀粉与玉米的价差即米粉价差波动剧烈，一度缩小至历史最低水平，受 1 月元旦春节假期影响，淀粉供应大幅下降，需求持续低迷的情况下，现货价差走势明显弱于玉米。通过往年数据看，我国每年玉米淀粉节后会有季节性反弹，消费需求的恢复带动企业产能恢复，但今年一季度恢复不及预期，导致近月价差波动剧烈，远月价差有持续扩大趋势。

盘面上可以看到，03 合约价差收缩是非常明显的，玉米与淀粉的价差最终收缩至几乎平水，后续的合约基本上在 200-300 点区间运动，但仍处于历史极低水平。二季度市场仍会博弈深加工企业利润，因此，米粉价差也是我们关注的重点。

图 3.7.1：米粉价差变化



资料来源：郑商所 我的农产品网 南华研究

第4章 行情展望

2023 年一季度玉米、玉米淀粉期货市场呈现区间震荡走势，玉米波动区间大致处于 2700-2900，玉米淀粉波动区间大致处于 2950-3100。整体来看，一季度玉米供应整体宽松，下游亏损背景下，整体保持低库存运行，这使得玉米在前期强势震荡后在 3 月出现了一波消费负反馈回落，淀粉走势跟随玉米，但米粉价差每次重新走扩后重新收缩。

展望二季度，我们认为玉米以当前的售粮进度和较低的下游库存看，似乎整体下跌空间相对有限，且养殖端存栏量依旧偏高，下游消费仍存较大的刚性需求，对期价起到托底作用。深加工仍处于亏损阶段，二季度消费有望复苏，但需求回升幅度或有限。替代谷物供应压力增加，小麦市场供应转向宽松，对玉米价格形成抑制效应。因此综合看，玉米产业链在二季度仍有一定的下落空间。

策略建议：择机逢高沽空操作为宜。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或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意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点