

兴证期货·研发中心

2018年9月13日 星期四

农产品研究团队

李国强

从业资格编号: F0292230

投资咨询编号: Z0012887

程然

从业资格编号: F3034063

黄维

从业资格编号: F3015232

联系人

程然

021-68982740

chengran@xzfutures.com

内容提要

目前淀粉企业开机率和淀粉库存相对处于低位,下游淀粉消费需求较好,后期淀粉库存可能低位运行,利多淀粉价格。玉米后期供应总体较为宽松,玉米下游饲料需求疲软,深加工需求尚可,后期玉米价格可能比淀粉价格上涨的幅度小或者下跌的幅度大,玉米淀粉和玉米价差或将扩大。

上半年玉米淀粉和玉米 1901 价差总体呈上行趋势,8月有所缩小,截至9月13日价差为455,后期价差可能扩大至470-510区间,但是目前价差处于高位,上行空间较小,当价差收缩至330-370区间时可以考虑尝试空玉米、多淀粉策略,卖出C1901合约,买入CS1901合约,此时价差扩大空间较大,当价差扩大至460-480区间时可以平仓离场。

风险提示

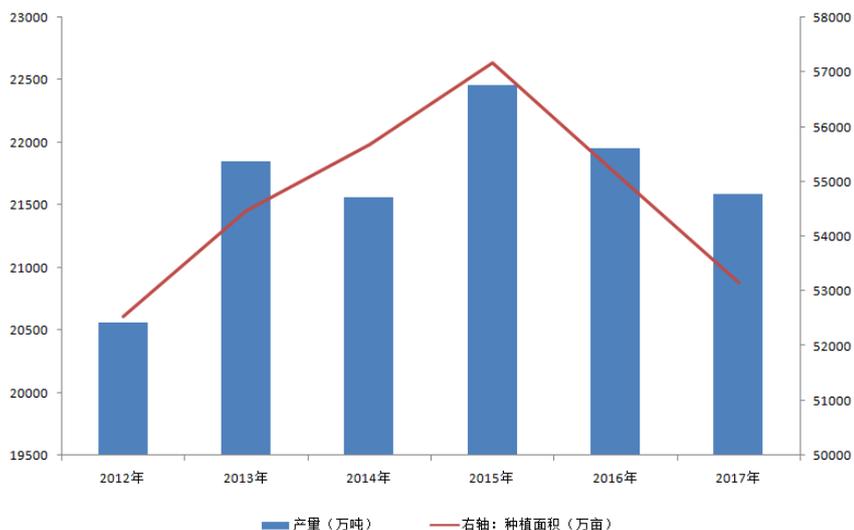
- (1) 新玉米大幅减产,减产幅度超过预期。
- (2) 环保力度减弱,淀粉企业开机率大幅回升。

1. 玉米基本面分析

1.1 预计新作玉米产量下滑

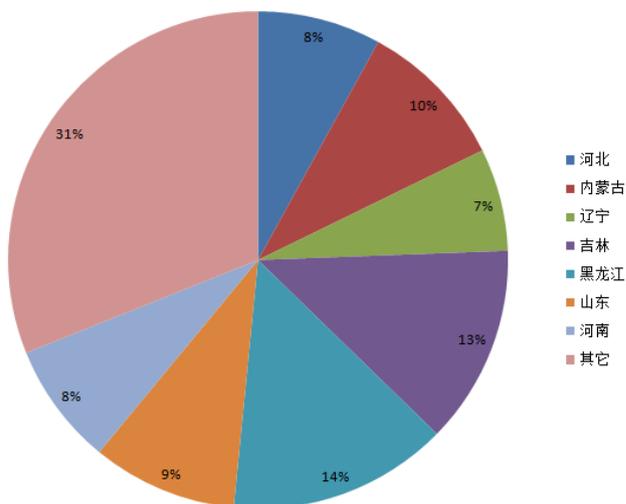
我国玉米种植主要分布于东三省、内蒙古、山东、河北、河南，其中黑龙江地区玉米和大豆的种植面积变化较大，而其它地区玉米种植面积近几年相对稳定。去年新玉米上市后玉米价格持续上涨，玉米种植收益远高于大豆种植收益，以至于今年农户种植玉米的意愿强于种植大豆，玉米种植面积反弹。2018年4月底国家下发通知要求调整大豆种植面积，黑龙江玉米种植者补贴不高于100元/吨，大豆种植者补贴超过200元/亩，轮作补贴150元/亩，但是据大商所春季大豆玉米种植考察反馈，补贴政策的倾斜并未导致农户大量改种大豆，一方面因为补贴政策出台时间较晚，大部分农户已经播种，未播种农户也已经购买好种子、化肥等种植所需材料，改种大豆成本较高；另一方面获得轮作补贴要求较高，大部分农户很难获得轮作补贴。预计今年黑龙江玉米种植面积比去年增加10%-20%左右。

图 1：国内玉米产量与种植面积



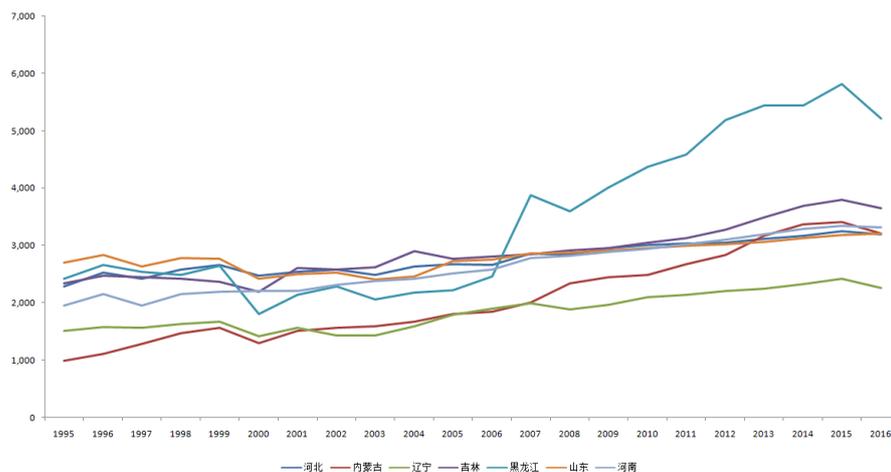
数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

图 2：玉米产量省份占比



数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

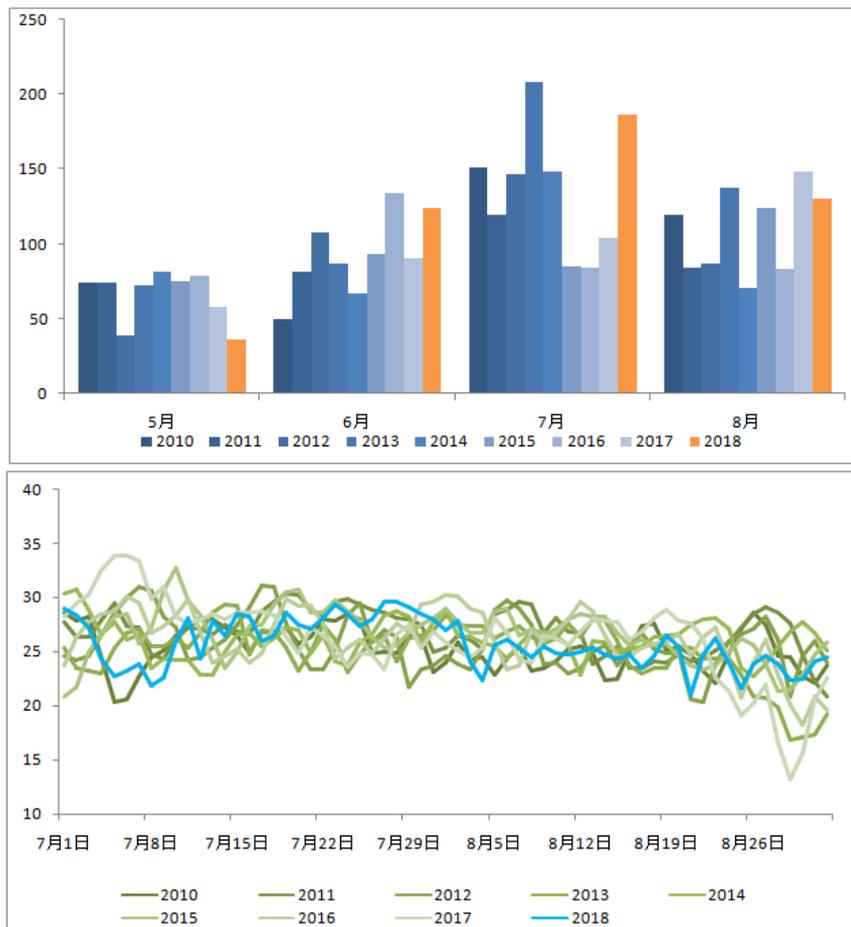
图 3：玉米主产省份播种面积（千公顷）



数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

根据 Earth System Research Laboratory(ESRL)的天气数据，我们比较玉米主产省份近八年 5 月至 8 月的月累积降水以及对玉米生长较为关键的 7 月至 9 月的日最高温度。结果发现黑龙江今年 5 月略微干旱，但是 6 月至 8 月的月累积降水情况较好，和历史同期相比降水丰沛。温度方面，今年黑龙江 7 月至 9 月的日最高温度和历史同期相比适中，无明显极端温度。总体来看今年黑龙江天气条件较好，预计今年黑龙江玉米单产好于去年，结合今年黑龙江玉米种植面积预估比去年增加 10%-20%左右，今年黑龙江新作玉米产量可能比去年提高 10%-20%（280-560 万吨）。

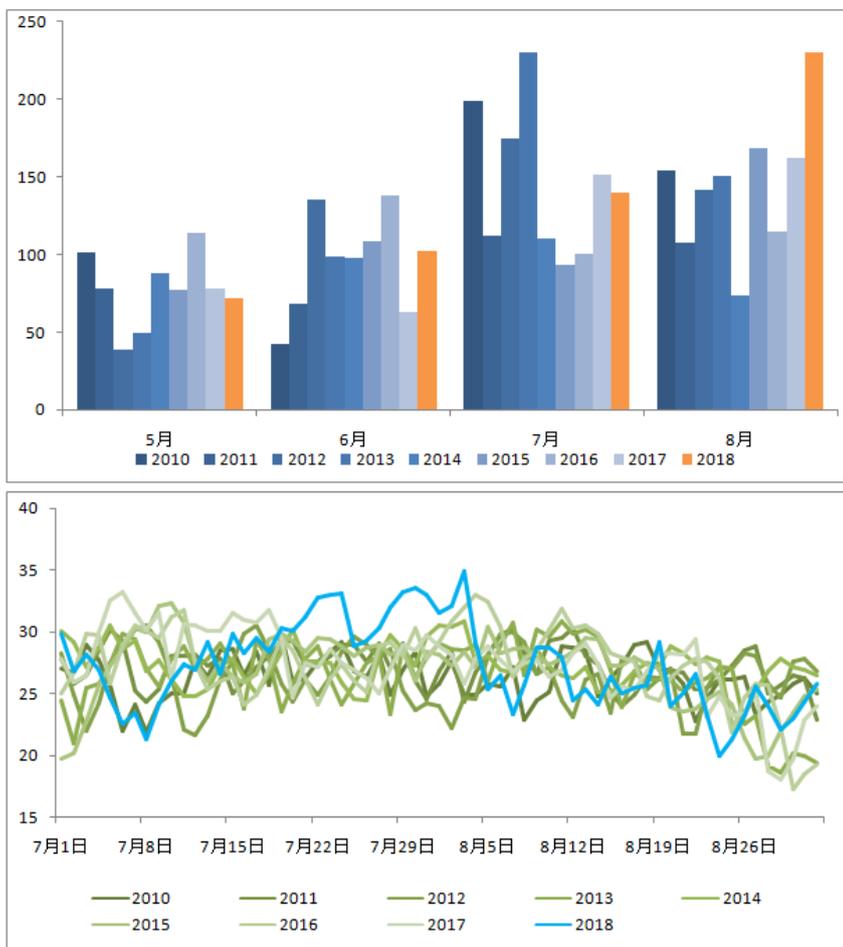
图 4：黑龙江月累积降水（毫米）和日最高温度（摄氏度）



数据来源：ESRL，兴证期货研发部

吉林今年 6 月至 8 月的月累积降水情况相比历史同期适中，8 月受台风、强降雨影响，降水高于历史同期，洪涝对于玉米生长不利。温度方面吉林今年 7 月中旬至 8 月上旬日最高温度明显高于历史同期，天气炎热对于玉米授粉不利，今天吉林天气情况总体较差。预计今年吉林玉米可能面临减产。

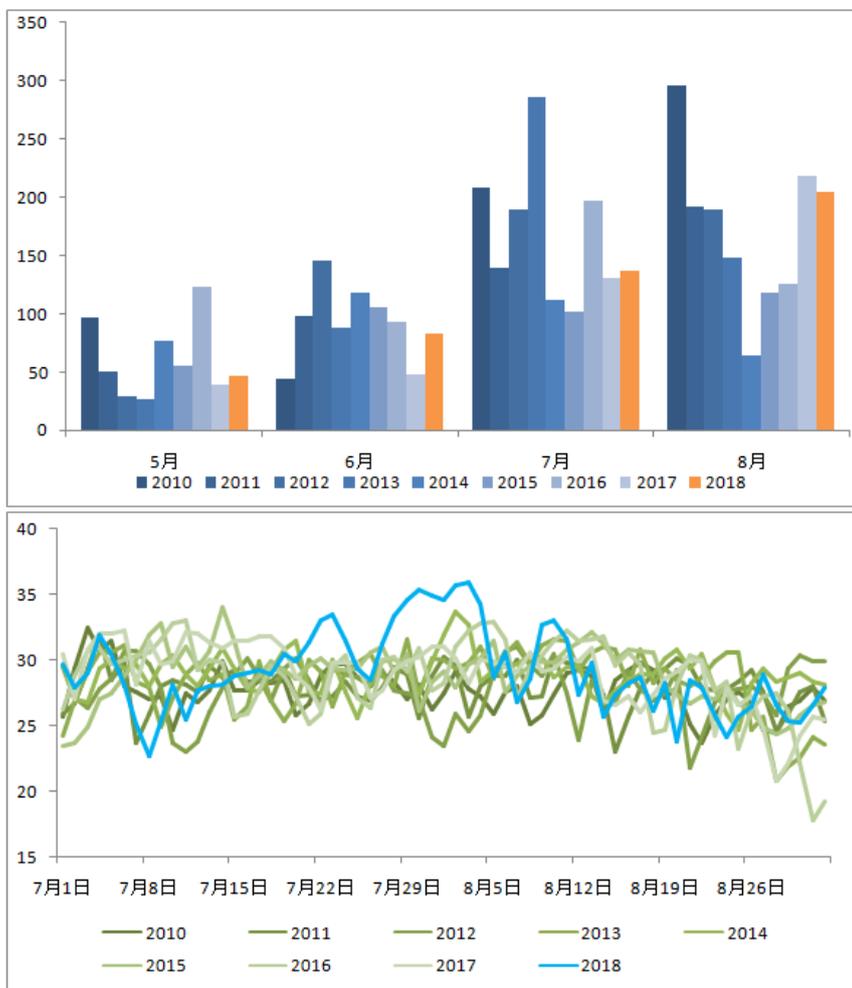
图 5：吉林月累积降水（毫米）和日最高温度温度（摄氏度）



数据来源：ESRL，兴证期货研发部

辽宁今年 5 月、7 月降水相对历史同期较为干旱，6 月、8 月降水情况适中。温度方面，辽宁今年 7 月下旬至 8 月上旬日最高温度明显高于历史同期，天气炎热对于玉米授粉不利，今天辽宁天气情况总体较差。预计今年辽宁玉米可能面临减产。

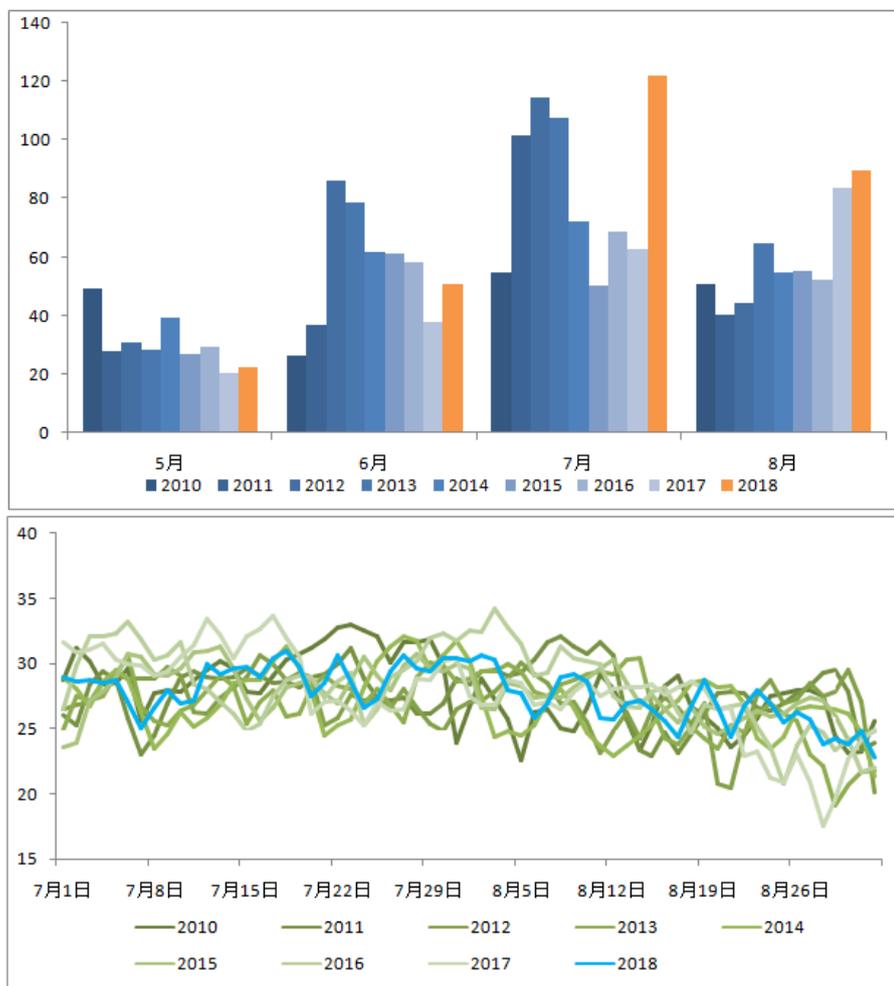
图 6：辽宁月累积降水（毫米）和日最高温度（摄氏度）



数据来源：ESRL，兴证期货研发部

内蒙古今年5月、6月降水相比历史同期适中，7月、8月降水高于历史同期，降水丰沛。温度方面，今年内蒙古7月至9月的日最高温度和历史同期相比适中，无明显极端温度。总体来看今年内蒙古天气条件较好，预计今年内蒙古玉米产量和去年持平或高于去年。

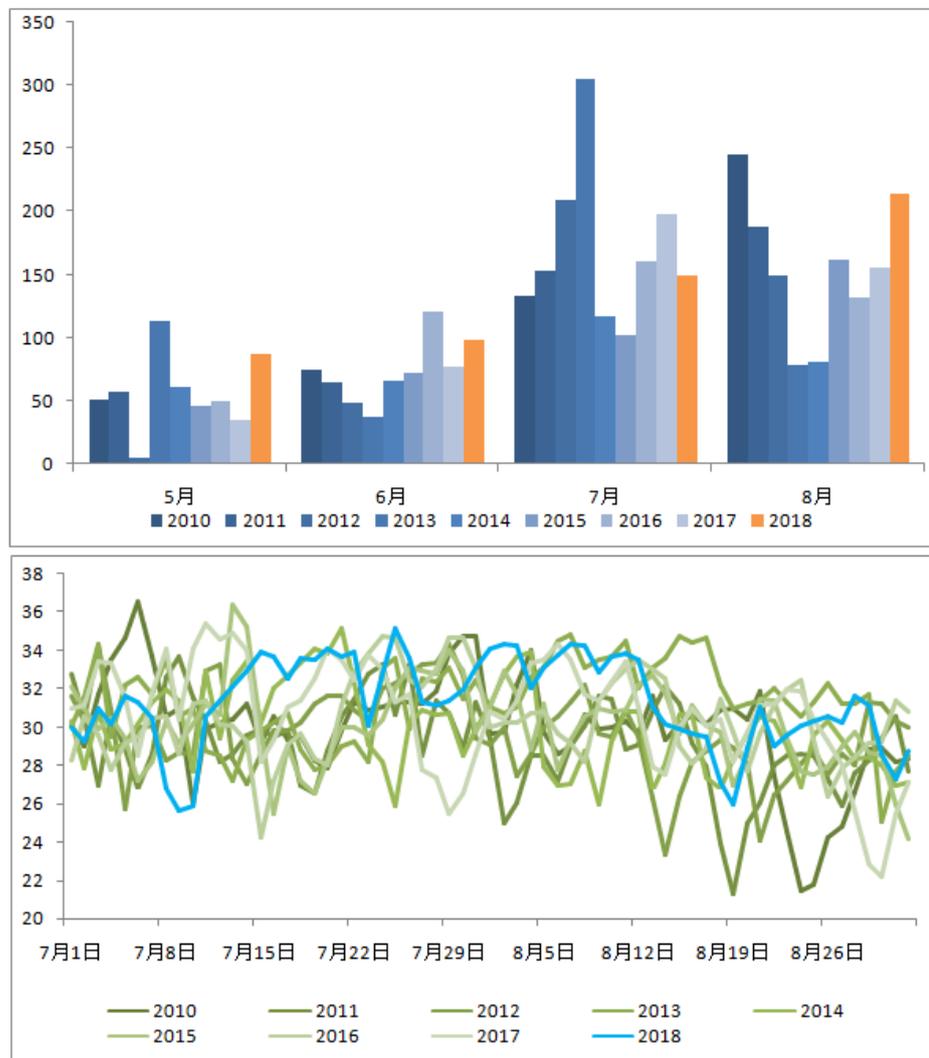
图 7：内蒙古月累积降水（毫米）和日最高温度（摄氏度）



数据来源：ESRL，兴证期货研发部

山东今年 5 月至 7 月的降水情况相比历史同期较好，8 月受强降雨影响降水较多，部分地区发生洪涝灾害。温度方面，山东今年 7 月中旬至 8 月中旬日最高温度处于历史高位，天气炎热对于玉米授粉不利，今天山东天气情况总体较差。预计今年山东玉米可能面临减产。

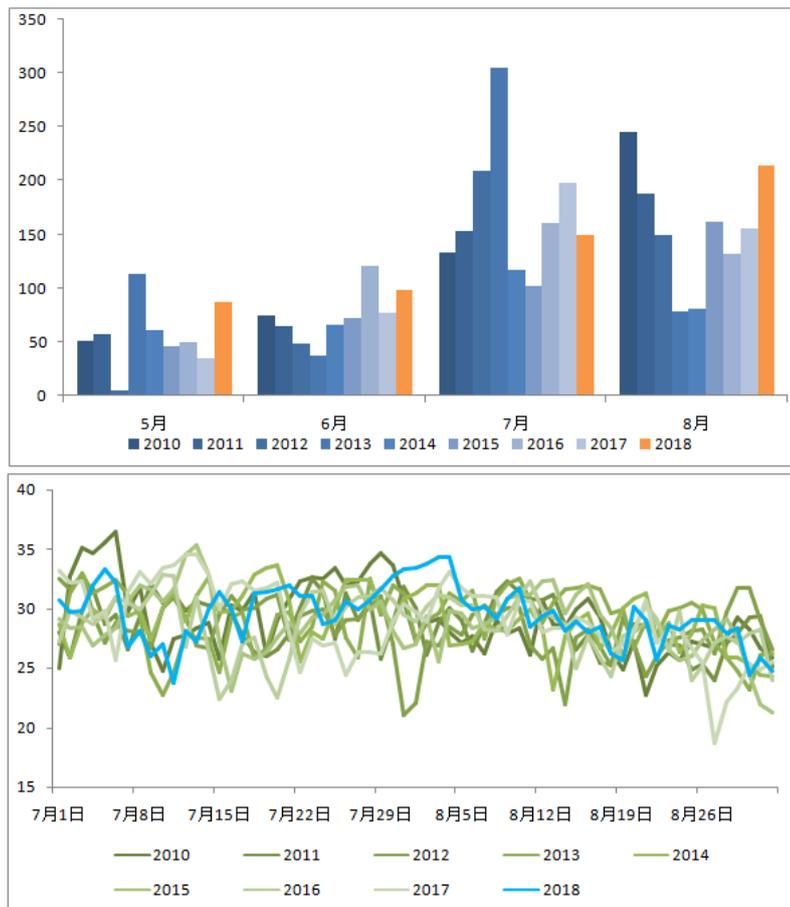
图 8：山东月累积降水（毫米）和日最高温度（摄氏度）



数据来源：ESRL，兴证期货研发部

河北今年 5 月至 7 月的月累积降水情况相比历史同期适中，8 月降水较多，降水情况总体较好。温度方面，河北今年 7 月至 9 月日最高温度总体较为适中，但是 7 月末 8 月初这一段时间天气较为炎热，日最高温度处于历史高位，对于玉米授粉有一些不利影响，今天河北天气情况总体比去年略差。预计今年河北玉米可能略有减产。

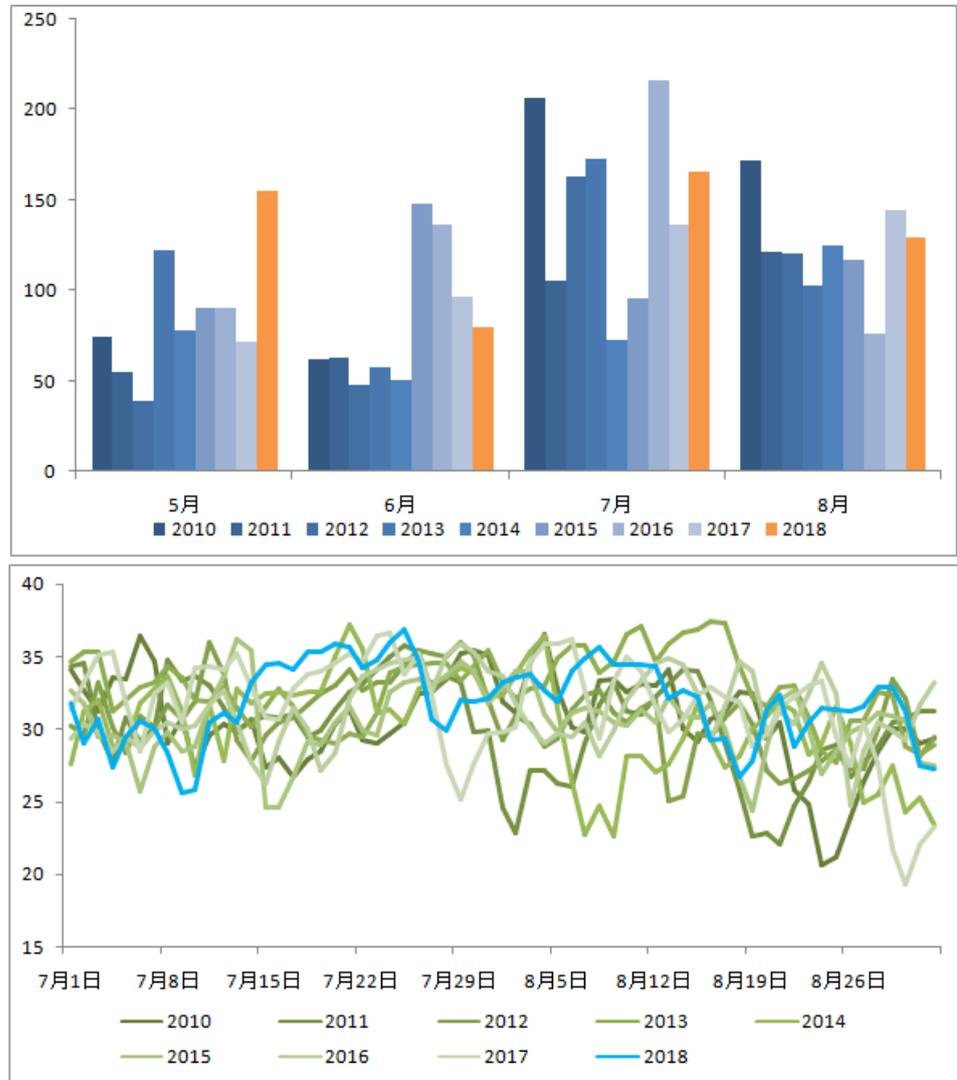
图 9：河北月累积降水（毫米）和日最高温度温度（摄氏度）



数据来源：ESRL，兴证期货研发部

河南今年 5 月降水超出历史同期，6 月至 8 月降水情况相比历史同期适中，降水情况总体较好。温度方面，河南今年 7 月下旬和 8 月中旬这两段时间天气较为炎热，日最高温度处于历史偏高位置，对于玉米授粉有一些不利影响，今天河南天气情况总体比去年略差。预计今年河南玉米可能略有减产。

图 10：河南月累积降水（毫米）和日最高温度（摄氏度）



数据来源：ESRL，兴证期货研发部

根据天气情况来看，预计今年黑龙江新作玉米单产可能好于去年，产量可能比去年至少提高 10%-20%左右（280-560 万吨）；内蒙古玉米产量可能和去年持平或高于去年；吉林、辽宁、山东玉米可能面临减产；河北、河南玉米产量可能略低于去年。总体而言，今年全国玉米产量或将低于去年，但是减产幅度可能并不是很大。

1.2 临储玉米供给宽松

2018 年 4 月 12 日正式启动 2018 年国家临储玉米竞价销售，截至 8 月 31 日总计成交临储玉米 7100 万吨，临储玉米库存还剩余 1.08 亿吨左右，剩余库存以 2015 年产玉米为主。今年临储玉米投放力度大，拍卖成交情况较好，成交率和成交溢价较高，目前临储玉米出库进度 70%左右，还有约

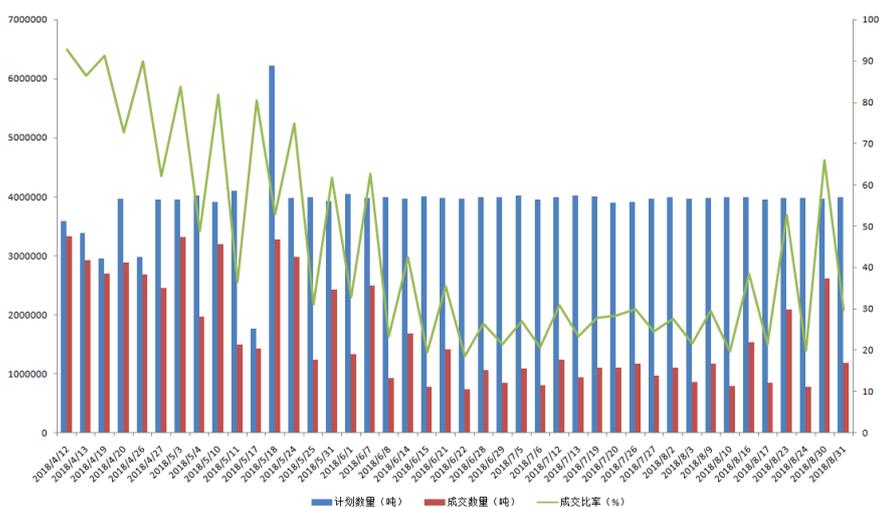
2000 万吨的已成交拍卖玉米未出库，后期临储拍卖玉米供应较为宽松。

表 1: 临储玉米收购量与拍卖量统计

年份	临储玉米收购量 (当年 11 月-次年 5 月 31 日)	临储玉米拍卖量 (当年年度)	定向销售	临储库存
2007	600	38.56		561.44
2008	3570	300.29		3831.15
2009	60.9	1350.1	576	1965.95
2010	992	2735.92	60	162.03
2011	126.9	360.33		-71.4
2012	3083.2			3011.8
2013	6919	2597		7333.8
2014	8329	2583.82	153	12925.98
2015	12543	570.65		24898.33
2016	2800	3151.82	921.09	23625.42
2017		5740		17885.42
2018		7528		10357.42
合计	39024	26956.49	1710.09	10357.42

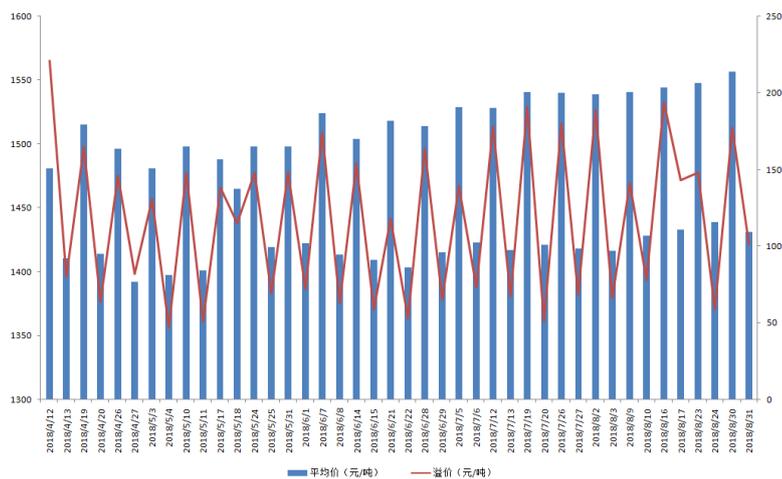
数据来源：兴证期货研发部

图 11: 2018 年临储玉米成交量



数据来源：国家粮食交易中心，兴证期货研发部

图 12: 2018 年临储玉米成交均价

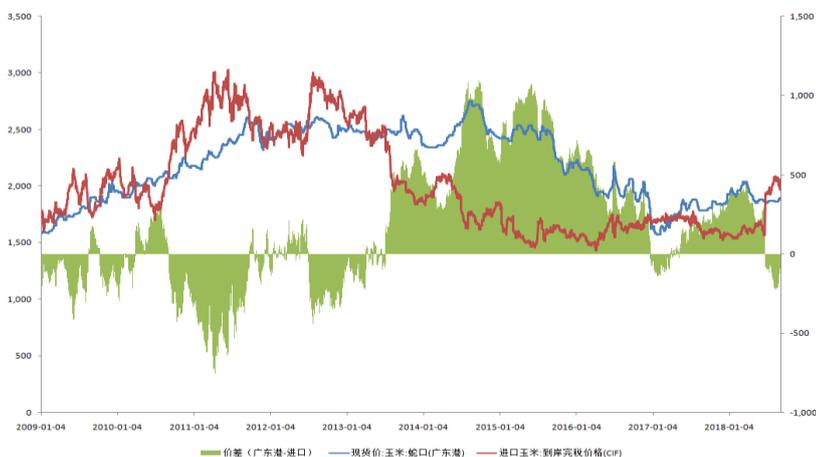


数据来源：国家粮食交易中心，兴证期货研发部

1.3 进口玉米供应减少

以美国进口玉米为例，2018 年 1 月至 3 月底，国内玉米价格呈上涨趋势，美国进口玉米价格较为平稳，国内玉米与美国进口玉米价差扩大，价差基本处于 340-450 元/吨的区间范围内，美国进口玉米具有价格优势，1-4 月美国进口玉米量同比增加 63 万吨，增幅 203%。4 月开始国内玉米价格下跌，美国进口玉米价格上涨，二者价差从 4 月初的 400 元/吨下滑至 5 月初的 180 元/吨，价差大幅缩小。6 月下旬后，美国进口玉米成本反超国内，价差基本处于-200 至-100 元/吨区间范围内，美国进口玉米价格优势全无。由于现在对美国进口玉米加征 25% 的关税，导致价格超过国内玉米，而乌克兰等国的进口玉米没有 25% 的关税，相对仍有进口优势，但是我国每年玉米进口配额 720 万吨左右，全国进口量一般只有 500 万吨左右，进口玉米总体影响较小。

图 13: 国内玉米与美国进口玉米价差（元/吨）含 25% 关税



数据来源：WIND，兴证期货研发部

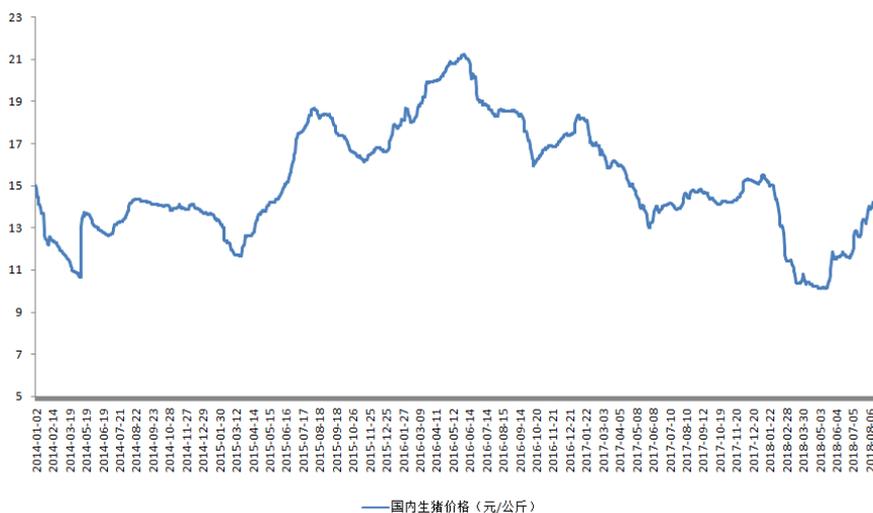
1.4 玉米饲料消费

1.4.1 猪饲料消费疲软

今年上半年生猪价格大幅下跌，从年初的 15 元/公斤附近一路暴跌至 5 月底的 10 元/公斤左右。随着生猪价格的明显下跌，生猪养殖利润也大幅降低，从年初每头盈利接近 400 元到 5 月每头亏损 200 元左右，上半年生猪养殖效益总体不佳，导致今年生猪养殖户的补栏积极性较差。从生猪大周期来看，预计一直到 2019 年下半年生猪价格都将处于大周期的底部区间。

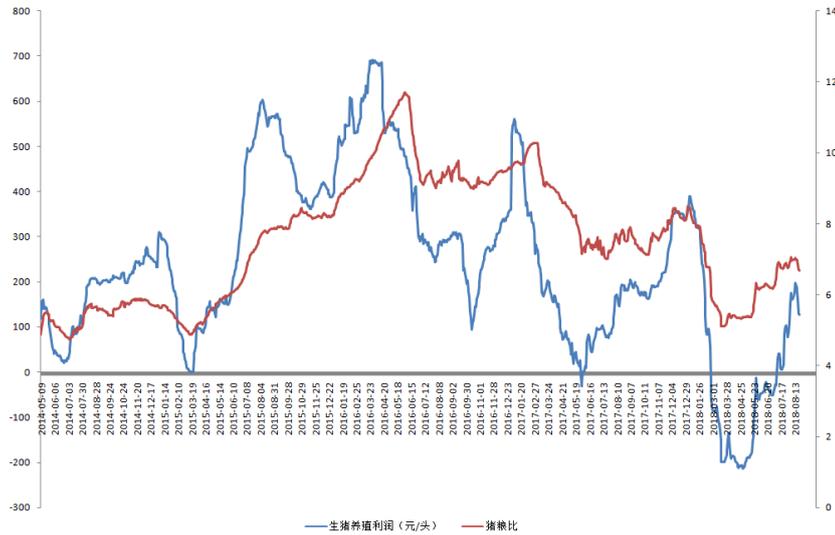
6 月份之后生猪价格和养殖利润有一定的好转，养殖利润也进入盈利区间，但是 8 月 3 日以来，全国多地频繁发现非洲猪瘟，猪瘟疫情造成市场恐慌，生猪出栏增多，在今年补栏积极性本就较弱的情况下，下半年生猪的饲料需求或将进一步减弱。

图 14: 国内生猪价格



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 15: 生猪养殖利润和猪粮比

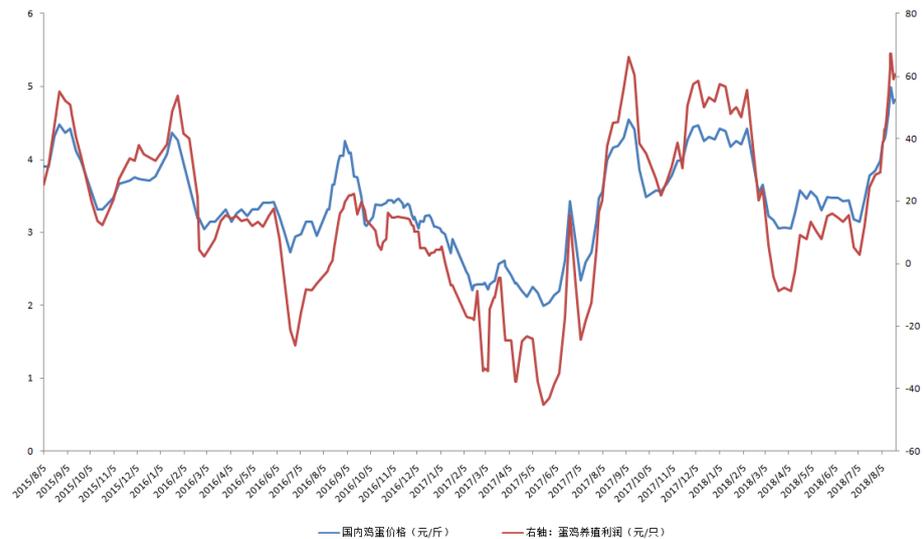


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.4.2 蛋鸡、肉鸡饲料消费较好

今年上半年鸡蛋价格和肉鸡价格呈上涨趋势，蛋鸡和肉鸡的养殖利润随之上升，养殖利润基本保持在盈利状态，利润情况较好。受养殖利润驱动，养殖户的蛋鸡、肉鸡补栏积极性较强，禽蛋饲料的消费需求相应提升。

图 16: 鸡蛋价格和蛋鸡养殖利润



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 17: 白羽鸡价格和肉鸡养殖利润

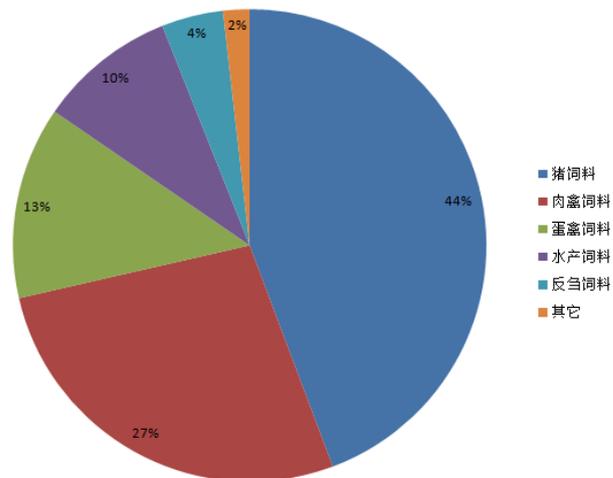


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.4.3 小结

我国饲料产量方面，猪饲料和肉禽蛋禽饲料占比较大，2017 年生猪饲料产量占比 44.3%，肉禽饲料产量占比 27.1%，蛋禽饲料产量占比 13.2%，肉禽、蛋禽饲料产量占比共 40.3%。猪饲料方面，中猪和大猪饲料中使用玉米较多，一般占饲料的 62%-70%左右，而肉蛋禽饲料方面，青年肉鸡和在产蛋鸡饲料中使用玉米相对较少，一般占饲料的 56%-60%左右。总体而言，猪饲料对于玉米的需求比蛋禽饲料多，因此在今年猪饲料需求疲软，肉鸡、蛋鸡饲料需求较好的情况下，预计今年下半年饲料玉米总体需求偏弱。

图 18: 2017 年饲料产量占比



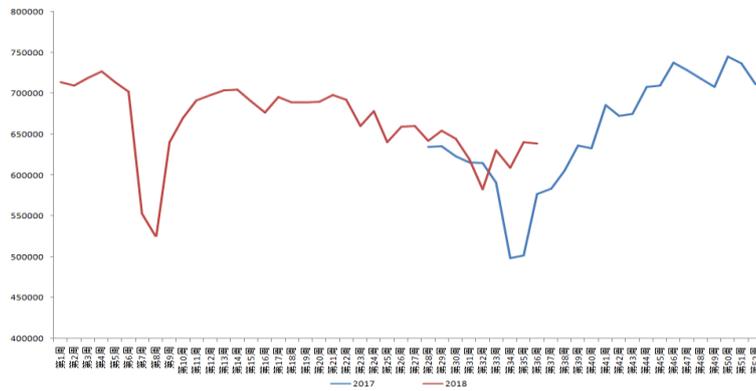
数据来源：兴证期货研发部

1.5 玉米工业消费

1.5.1 玉米淀粉加工量增加

今年上半年玉米淀粉企业加工玉米量处于高位，7至9月加工量总体高于去年同期。玉米淀粉下半年需求一般好于上半年，去年玉米淀粉企业下半年玉米加工量有显著提升，预计今年下半年淀粉企业的玉米加工量有所提升，有利于玉米淀粉企业对于玉米需求量的增加。

图 19：68 家淀粉企业周度玉米加工量（吨）

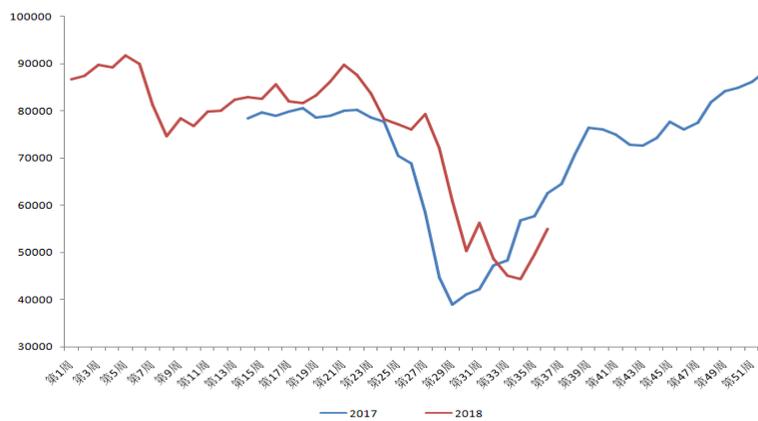


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.5.2 玉米酒精加工量增加

今年上半年玉米酒精企业产出量处于高位，总体高于去年同期。夏季是酒精需求淡季，酒精企业集中检修较多，下半年是酒精需求旺季，夏季检修后酒精企业一般维持满负荷生产，酒精产出量大大提升，预计今年下半年玉米酒精企业的产出量会有所提升，有利于玉米酒精行业对于玉米需求量的增加。

图 20：35 家玉米酒精企业周度产出量（吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.6 结论

新作玉米供应方面，从天气情况来看，今年全国玉米产量可能低于去年，但是减产幅度可能并不是很大，预计全国总产量小幅下调。旧作玉米供应方面，截至今年 8 月 31 日，临储玉米拍卖已成交 7100 万吨，出库率 70% 左右，仍有 2000 万吨拍卖玉米未出库，临储玉米库存还剩余 1 亿吨左右，拍卖玉米供应较为充足。下游消费方面，近两年玉米工业消费有较明显的增量，下半年玉米淀粉及玉米酒精需求量或将增加。玉米饲料消费近两年也处于稳步增长中，但是今年 8 月开始，全国多地频繁发生非洲猪瘟疫情，对于生猪养殖业打击较大，可能导致下半年饲料玉米需求较差。根据供需平衡表 8 月预估，2017/2018 年度玉米产需缺口约 1178 万吨，2018/2019 年度玉米产需缺口约 2910 万吨左右，两个年度产需缺口共 4088 万吨，今年已出库的拍卖玉米约 5000 万吨，足以覆盖 2017/2018 年度和 2018/2019 年度的玉米产需缺口。总体来看，若今年新作玉米没有大幅减产，玉米整体仍将维持供大于求的格局，下半年玉米供需情况总体还是较为宽松。

表 2：玉米供需平衡表

项目/年度	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
单位：万吨						
期初库存	6900.7	11206	17333.75	23313.75	25314.45	24336.45
产量	21800	21567	22748	21172	20372	20600
进口量	327.6	552	317.42	246.4	250	300
供应总量	29028.3	33325	40399.17	44732.15	45986.45	45236.45
饲料消耗	12100	9950	10400	11650	12500	13600
工业消耗	4350	4650	5300	6300	7600	8500
出口量	2.3	1.25	0.42	7.7	10	10
需求总量	17822.3	15991.25	17085.42	19417.7	21550	23510
期末库存	11206	17333.75	23313.75	25314.45	24386.45	21726.45

玉米市场年度为 10 月至次年 9 月

数据来源：兴证期货研发部

2. 玉米淀粉基本面分析

2.1 淀粉企业开机率处于低位

今年春节后淀粉企业开机率快速回升至 70% 以上，3 月至 5 月全国开机率基本保持在 75% 左右的高位。6 月受青岛峰会的影响，山东地区开机率略有下降，7、8 月山东、河北地区部分淀粉企业进行夏季停机检修，且由于山东用电紧张，限电限产，导致山东、河北地区淀粉企业开机率明显

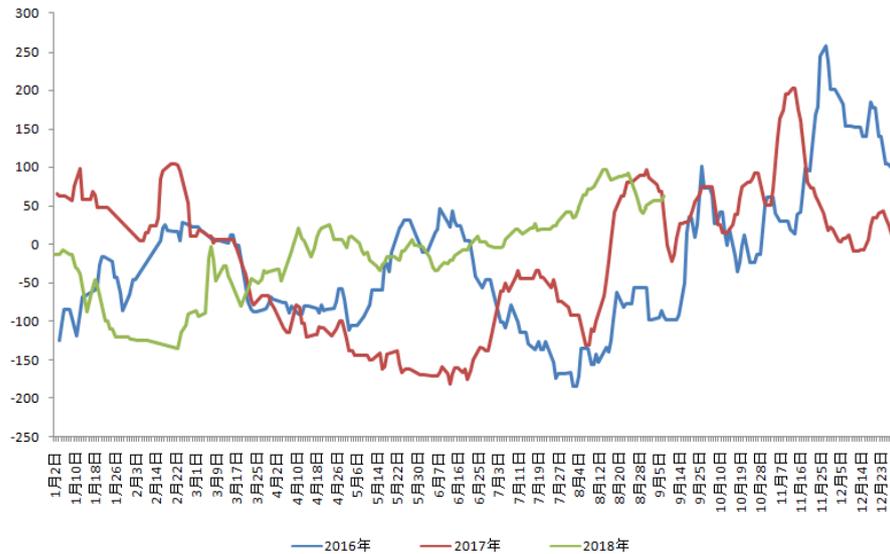
下降，虽然东北地区开机率仍保持高位，但是全国开机率还是处于下降趋势，8月末山东限电限产结束，但是山东、河北仍有部分淀粉企业处于检修中，开机率仍处于70%以下。加工利润会对淀粉企业的开机率产生一定影响，现阶段玉米淀粉加工利润较高，随着9月部分淀粉企业停机检修的结束，开机率将有所恢复，但是今年下半年环保政策趋于严格，或将导致山东、河北地区淀粉企业开机率受到影响，压制后期淀粉企业开机率。

图 21：68 家淀粉企业周度开机率 (%)



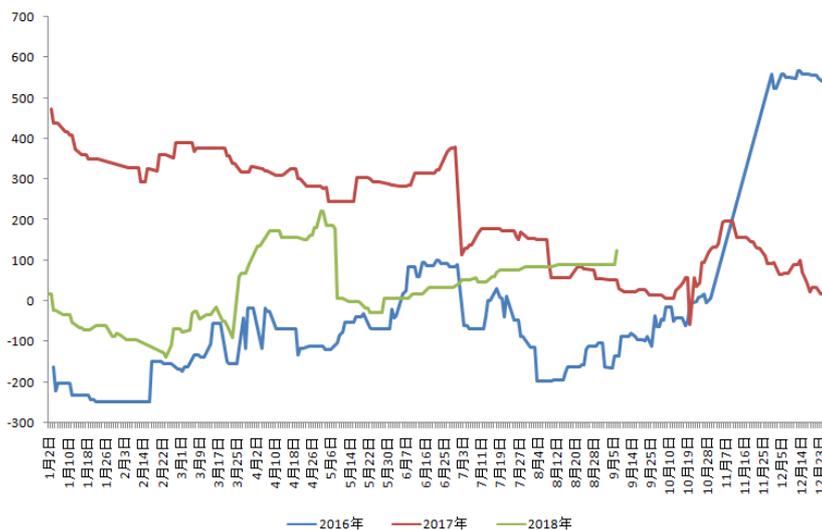
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 22：山东玉米淀粉加工利润 (元/吨)



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 23：黑龙江玉米淀粉加工利润（元/吨）



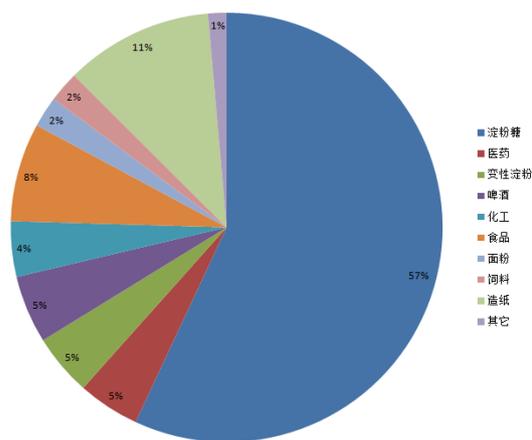
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.2 玉米淀粉消费较好

玉米淀粉消费主要集中在淀粉糖，其次是造纸行业，2017 年淀粉糖、造纸行业对于玉米淀粉的需求增加，导致玉米淀粉消费量明显提升。2018 年上半年玉米淀粉在淀粉糖中的消费基本维持 2017 年的同等水平，而玉米淀粉在造纸中的消费量继续大幅提升，总体而言，今年上半年玉米淀粉的消费总量仍有较明显的提升，消费情况较好。

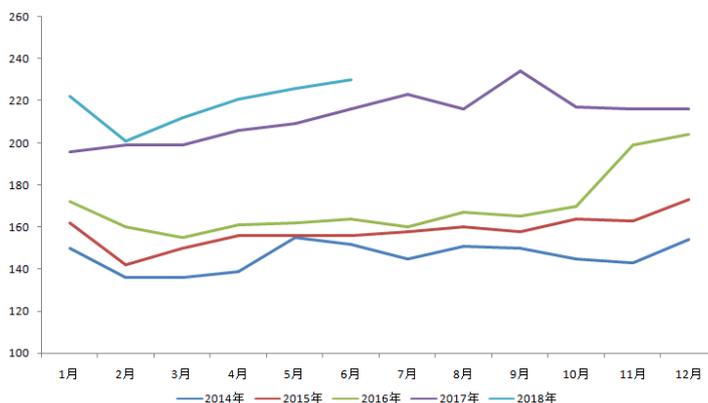
比较近四年的玉米淀粉消费趋势，玉米淀粉下半年的消费量总体略好于上半年，9、10 月由于有中秋国庆双节带动，玉米淀粉消费量也较好，预计今年下半年玉米淀粉的消费量总体也会继续保持稳步增长的趋势。

图 24：2017 年玉米淀粉消费构成



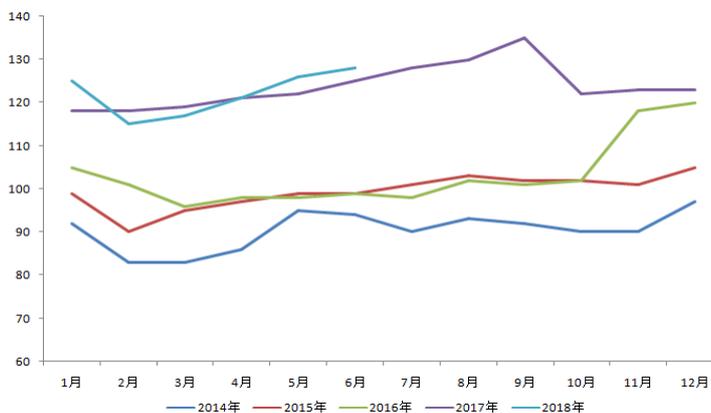
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 25: 玉米淀粉消费总量 (万吨)



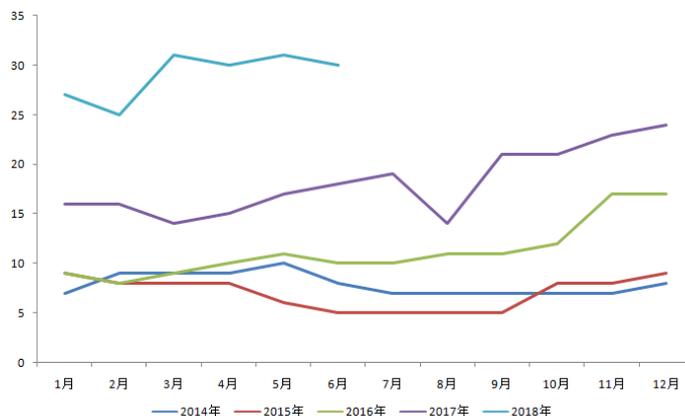
数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 26: 玉米淀粉在淀粉糖中消费量 (万吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 27: 玉米淀粉在造纸中消费量 (万吨)

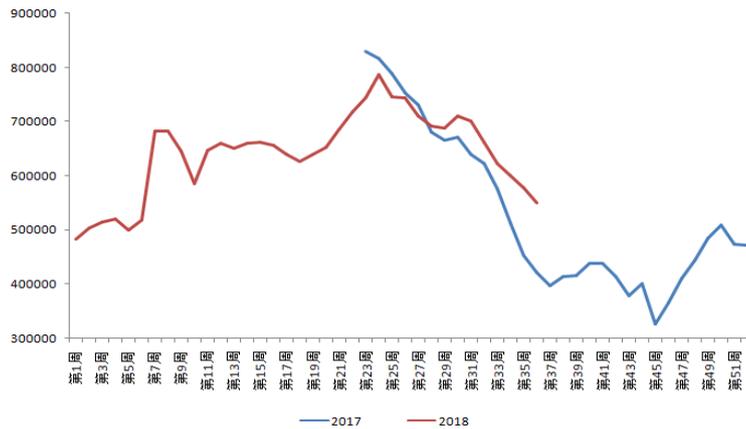


数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

2.3 玉米淀粉库存下降

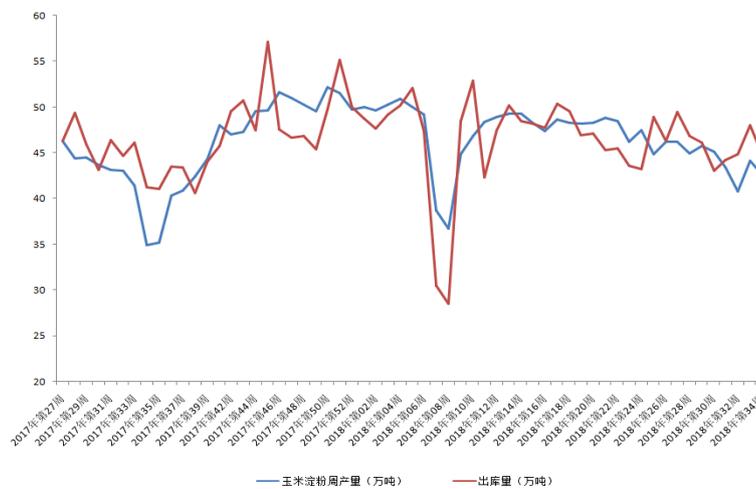
2018 年上半年淀粉库存整体呈上升趋势，7 月开始由于山东、河北地区部分淀粉企业进行夏季停机检修，且由于山东用电紧张，限电限产，导致山东、河北地区淀粉企业开机率明显下降，8 月全国开机率降至 70% 以下。虽然 8 月末山东限电限产结束，但是山东、河北仍有部分淀粉企业处于检修中，开机率仍处于 70% 以下，淀粉企业正在执行前期低价订单较多，淀粉走货较快，出库量超过产量，库存继续下降。下半年淀粉消费一般好于上半年，17 年下半年库存下降明显，库存处于低位，今年 9 月后，环保政策或将限制开机率回升，且受淀粉消费带动，淀粉库存或将低位运行。

图 28: 64 家淀粉企业周度库存 (吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 29: 68 家淀粉企业周度淀粉产量与出库量



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

2.4 供需小结

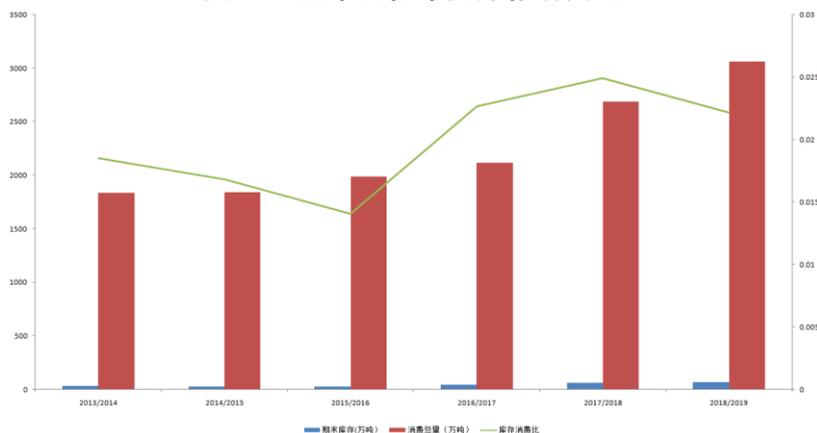
据天下粮仓玉米淀粉年度供需平衡表显示，2018/2019 年度玉米淀粉国内消费量及出口量较上年度明显增加，消费增幅大于产量增幅，库存消费比止升下降。今年 7、8 月份以来，山东、河北玉米淀粉企业夏季集中检修较多，周度淀粉产量呈下滑趋势，而淀粉消费情况较高，出库量明显高于产量。下半年淀粉下游企业采购需求较强，淀粉消费量可能继续维持利好格局。今年下半年环保政策趋于严格，或将导致淀粉企业开机率受到影响，淀粉库存可能低位运行。

表 3：玉米淀粉年度供需平衡表

项目/年度	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
单位：万吨						
期初库存	38	34	31	28	48	63
产量	1830	1839	1984	2135	2708	3070
进口量	2	2	1	1	0	0
供应总量	1870	1875	2016	2164	2756	3133
国内消耗	1829	1840	1976	2091	2660	3025
出口量	7	4	12	25	29	40
需求总量	1836	1844	1988	2116	2689	3065
期末库存	34	31	28	48	67	68
玉米淀粉市场年度为 10 月至次年 9 月						

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 30：玉米淀粉年度库存消费比



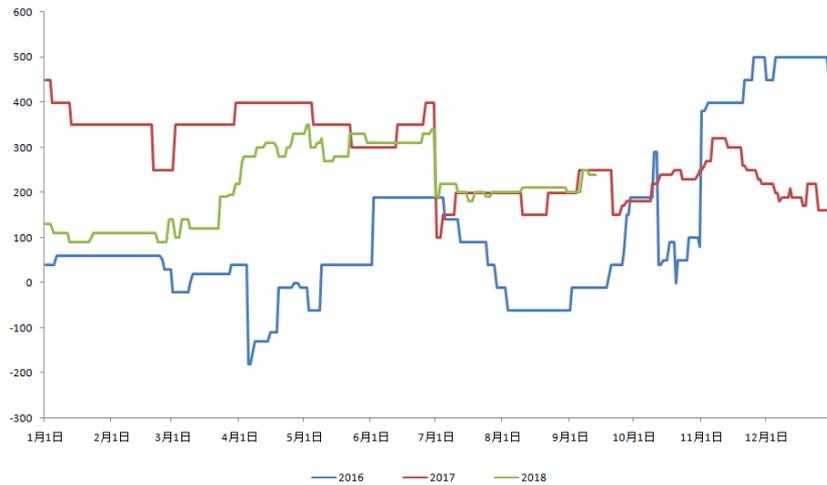
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.5 淀粉现货与成本价差

东北地区玉米淀粉加工费用按 500 元/吨计算，近年黑龙江绥化地区玉米淀粉现货价格与成本（玉米价格+加工费）的价差基本在-200 元/吨-300 元/吨之间，近两年下半年的价差总体高于上半年。今年 6 月下旬开始，黑

龙江淀粉现货价格上涨，而玉米价格较为稳定，导致黑龙江绥化淀粉价差明显提升，加工利润从 160 元/吨左右上涨至 200 元/吨左右，截至 8 月底黑龙江绥化淀粉价差为 200 元/吨。

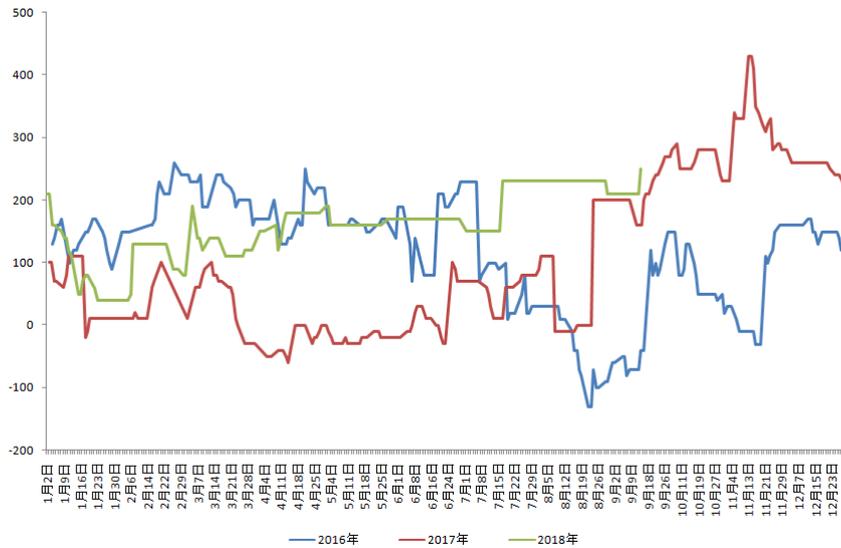
图 31：黑龙江绥化淀粉现货与成本价差（元/吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

山东地区玉米淀粉加工费用按 350 元/吨计算，近年山东滨州地区玉米淀粉现货价格与成本（玉米价格+加工费）的价差基本在-130 元/吨 430 元/吨之间，近两年下半年的价差总体高于上半年。今年 3 月下旬开始，山东淀粉现货价格上涨，而玉米价格较为稳定，导致山东滨州淀粉价差明显提升，加工利润从 110 元/吨左右上涨至 210 元/吨左右，截至 8 月底山东滨州淀粉价差为 210 元/吨。

图 32：山东滨州淀粉现货与成本价差（元/吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

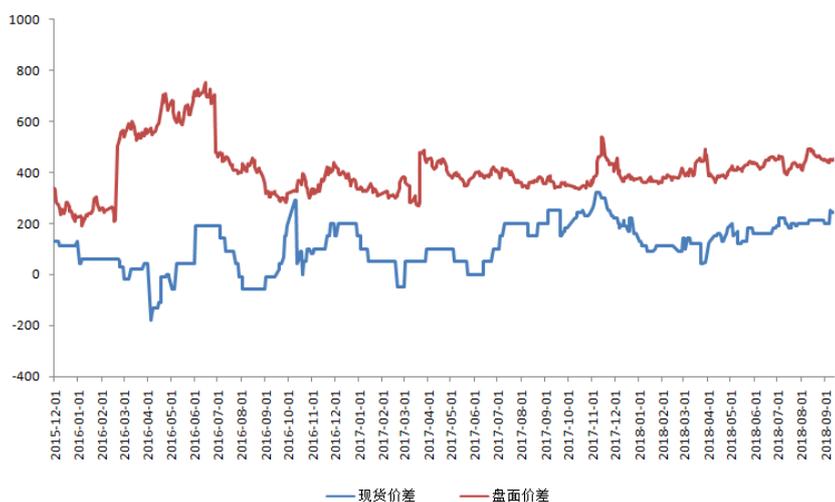
从东北和山东地区近两年玉米淀粉现货价格与成本（玉米价格+加工

费)的价差的运行规律来看,下半年的价差总体高于上半年,今年下半年环保政策趋于严格,或将导致淀粉企业开机率受到影响,目前淀粉企业开机率和库存相对处于低位,下游淀粉消费需求较好,后期淀粉库存可能低位运行,利多淀粉价格,而玉米后期供应总体较为宽松,玉米淀粉现货价格与成本价差可能继续扩大。

2.6 淀粉现货价差与盘面价差

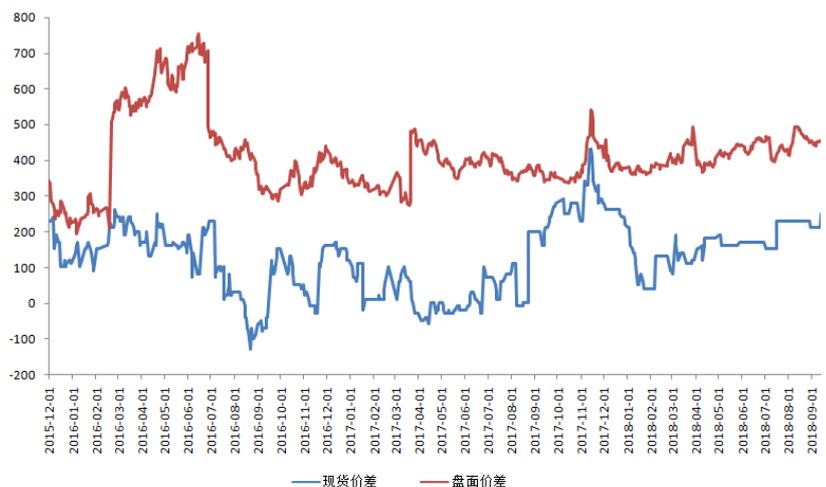
分别比较黑龙江绥化、山东滨州地区的玉米淀粉现货与成本(玉米价格+加工费)价差和淀粉、玉米的盘面价差,现货价差和盘面价差的运行趋势总体较为一致,后期盘面价差可能跟随现货价差继续扩大。

图 33: 黑龙江绥化现货价差与盘面价差 (元/吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 34: 山东滨州现货价差与盘面价差 (元/吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

2.7 玉米淀粉基差与盘面加工利润

黑龙江淀粉价格基本为全国最低价，是淀粉期货交割市场的定价基础，黑龙江玉米淀粉交割厂库于 2018 年 8 月 1 日起升贴水从 0 元/吨调整为-70 元/吨，比较基差和盘面价差时淀粉历史期价加上 70。今年上半年玉米淀粉基差总体呈走弱趋势，随着现货价格的上涨，期货价格也随之拉升，截至 8 月底，基差基本为-60 左右。

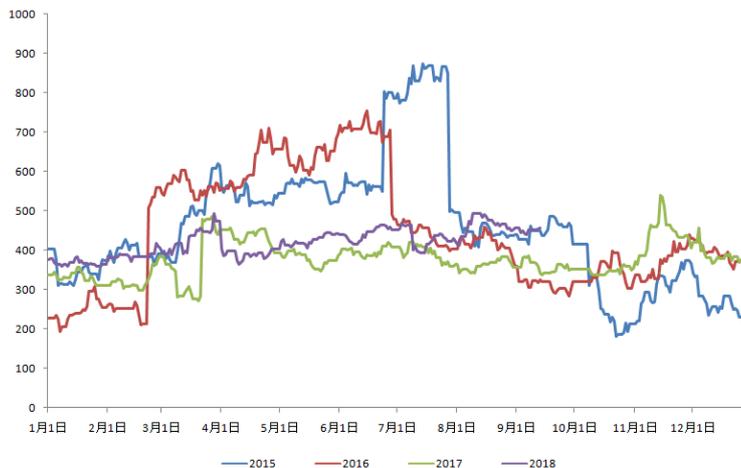
2015 年至今，玉米淀粉与玉米的盘面价差基本在 180-880 之间，今年上半年玉米淀粉与玉米的盘面价差总体处于扩大趋势，截至 9 月 13 日，盘面价差 455。后期淀粉企业开机率及库存可能低位运行，且受下游消费需求带动，淀粉价格或将继续保持偏强态势，淀粉与玉米价差可能继续扩大，根据历史盘面价差趋势，后期价差可能扩大至 470-510 区间。

图 35: 玉米淀粉基差



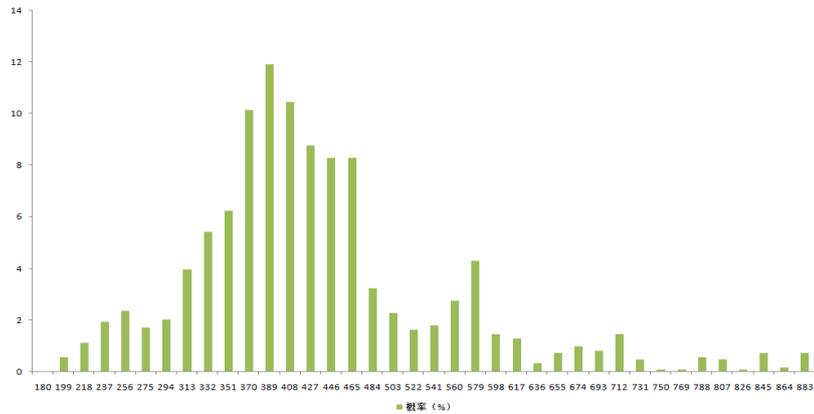
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 36: 玉米淀粉与玉米盘面价差（历史价差折算后）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 37：玉米淀粉与玉米盘面价差概率分布直方图



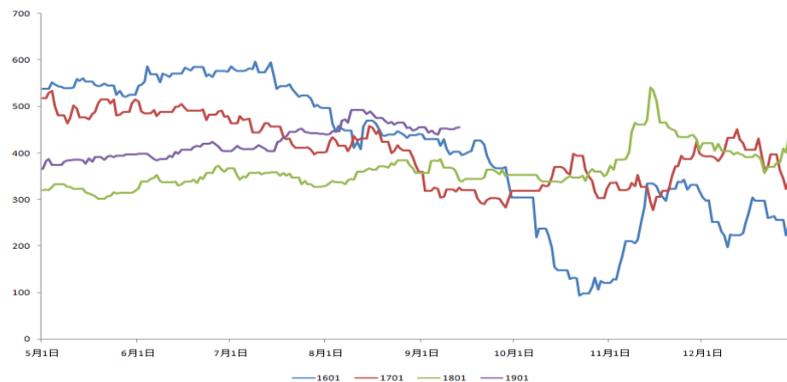
数据来源：WIND，兴证期货研发部

2.8 结论

目前淀粉企业开机率和淀粉库存相对处于低位，下游淀粉消费需求较好，后期淀粉库存可能低位运行，利多淀粉价格。玉米后期供应总体较为宽松，玉米下游饲料需求疲软，深加工需求尚可，后期玉米价格可能比淀粉价格上涨的幅度小或者下跌的幅度大，玉米淀粉和玉米价差可能继续扩大。

作为参考,对比历史上 5-12 月份玉米淀粉与玉米的 1 月合约价差,1601 价差 94-584, 9 月之后价差缩小; 1701 价差 284-534, 9 月之后价差缩小; 1801 价差 302-541, 11 月之后价差扩大; 1901 价差上半年总体呈上行趋势, 8 月有所缩小, 截至 9 月 13 日价差为 455, 后期价差可能扩大至 470-510 区间, 但是目前价差处于高位, 上行空间较小, 当价差收缩至 330-370 区间时可以考虑尝试空玉米、多淀粉策略, 卖出 C1901 合约, 买入 CS1901 合约, 此时价差扩大空间较大, 当价差扩大至 460-480 区间时可以平仓离场。

图 38：玉米淀粉与玉米 1 月合约价差（历史价差折算后）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。