



淀粉-玉米价差季节性分析（下）

板块 玉米

前海期货有限公司
投资咨询业务资格

投资研究中心

农产品研究员：王迎

邮箱：wangying@qhfc.net

从业资格：F3036198

投资咨询：Z0019226

内容摘要

1. 玉米淀粉价格波动特征具有一定季节性：一般一季度和四季度是淀粉消费旺季，价格震荡上行的概率大；旺季结束后的二三季度玉米淀粉价格震荡下行的概率大。

2. 淀粉-玉米价差传统利润视角下多跟随终端消费淡旺季强弱波动，但淀粉玉米价差走势也有出现反季节性的时候，主要是淀粉副产品价格高企导致淀粉累库，淀粉加工利润回归方式超出常规逻辑。

需要注意的是，尽管淀粉价格以及粉米价差波动具有季节性特征，但随着俄乌冲突的爆发，极端天气的扰动，基本面熵增导致范式研究框架打脸的概率也在同步增加，所以知晓历史走势特征的同时，更要关注具体基本面的特殊性，防止出现经验主义。

玉米价格的季节性波动特征决定了玉米淀粉也具有一定的季节性波动规律。传统范式研究框架下，淀粉-玉米价差代表深加工企业利润走向，所以从淡旺季的角度，从波动率的角度玉米淀粉和粉米价差都会有季节性的韵脚。

一. 玉米淀粉价格波动季节性特征

1. 玉米价格波动季节性

玉米是较为典型一季供全年的农产品，价格波动具有明显季节性特征，主要影响因子和基本面传导逻辑，请参阅9月玉米专题报告《玉米价格季节性波动特征分析》。总体来看，一季度玉米现货市场购销相对清淡，价格影响因子主要在南美生长期天气；二季度北半球天气转暖，玉米进入春播期，种植面积会定调未来产量变化程度；三季度是北半球美国和中国玉米生长关键期，价格受天气扰动波动较大，价格往往“易涨难跌”；四季度是收割上市季，阶段性供应较为充足，价格往往先抑后扬。

图 3：连盘玉米收盘价

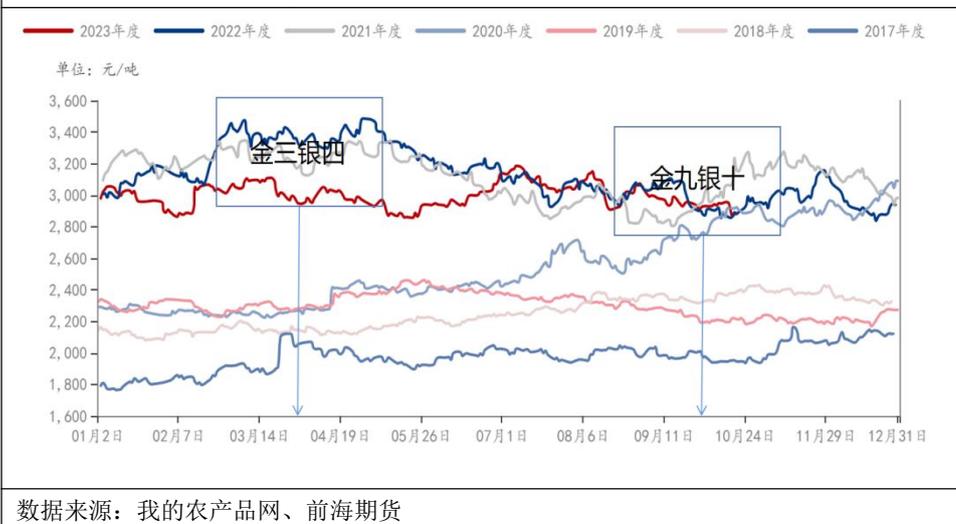


2. 玉米淀粉价格波动特征

玉米淀粉是玉米下游产成品，其价格水平受原料玉米成本影响较大。回顾连盘玉米淀粉价格历年波动发现，其价格波动特征与玉米有一定相似的，一般在二季度和三季度波动比较大，一季度和四季度相对平稳，波动率特征的底层逻辑是受玉米生长周期影响，每年二三季度玉米进入新作播种和生长期。此外，淀粉作为消费品，其淡旺季特征也较为明确，每年春初和秋初是玉米淀粉的需求旺季，即传统的“金三银四”和“金九银十”提振三月和九月现货基差。全年来看，玉米淀粉价格重心一般在二三季度震荡下移，一季度和四季度价格多

震荡上移。

图 3：连盘玉米淀粉收盘价



二. 淀粉-玉米价差波动季节性特征

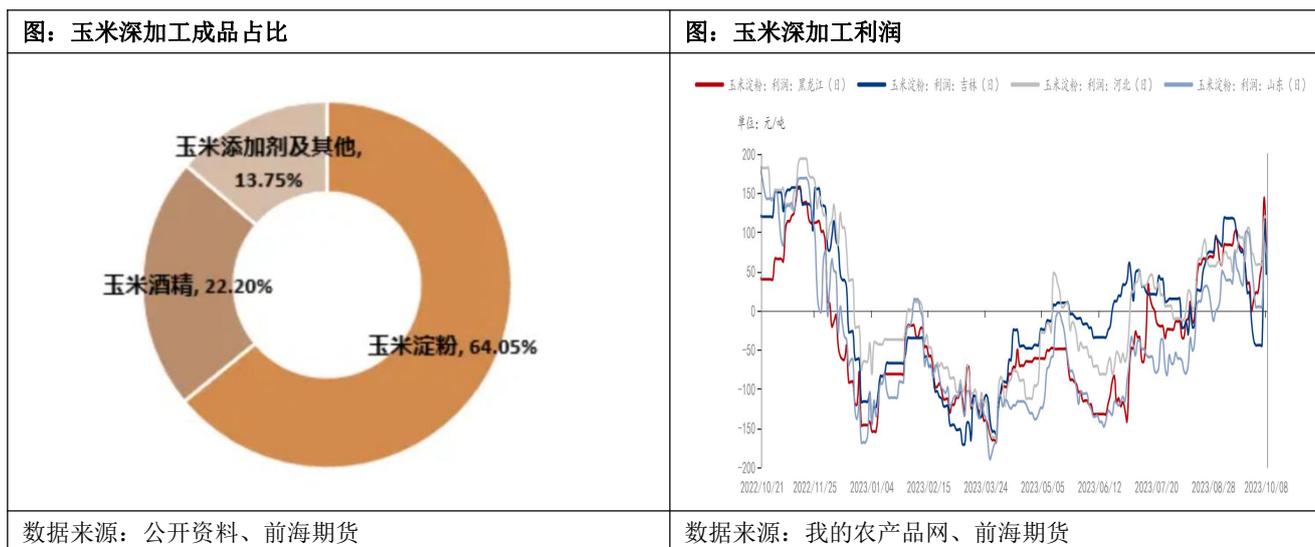
淀粉-玉米价差的走势逻辑判断传统研究框架是比较原料和成品的供需矛盾，基差走势等情况。从供需矛盾来说，淀粉作为下游加工产成品，供给端的溢价能力弱于原料玉米，天气或物流等因素对原料玉米的价格的相关性更直接。同时，玉米作为第一大能量谷物，其饲用量占比更大，所以需求端角度，淀粉的消费一般小于与玉米的消费矛盾，同时多数时候淀粉的库存水平处于主动去库的状态，所以需求端的淡旺季虽然会提振玉米淀粉价格表现，但是消费旺季一过，淀粉再次转弱的概率大。对应到粉米价差波动节奏上，一般一季度淀粉玉米价差震荡上行，二季度和三季度淀粉-玉米价差走势偏弱，四季度初多数时候粉米价差会进入季节性筑底阶段，后随着双节的到来，价格在四季度中旬会有一波季节性反弹。

图 3：淀粉-玉米价差



淀粉-玉米价差的走势除了受供需基本面和淡旺季影响外，最近几年库存结构对价差的影响也很大，这里提到的库存结构不是即期库存结构，而是强调深加工副产品像玉米油、玉米蛋白、玉米纤维和玉米胚芽等副产品的需求对加工利润贡献率的角度对淀粉的库存预期变化。从产成品占比角度，淀粉占玉米深加工成品结构 65%左右，其他像玉米酒精、玉米蛋白粉、玉米胚芽油等副产品占比相对较小，所以淀粉价格对玉米深加工利润贡献最大，也既是淀粉价格的走势预期会对粉米价差产生直接影响，这是范式框架下粉米价差利润率研究逻辑。但 2021 和 2022 年以及近年上半年蛋白和油脂价格的大幅上涨，几次都打破了传统粉米价差逻辑框架，即副产品利润贡献率对粉米价差走出负反馈。

副产品利润贡献对粉米价差的传导逻辑的前提是蛋白或油脂价格大幅上涨，一旦产成品占比较小的终端产品如玉米蛋白粉、玉米油等产品的价格高，且已经高到可以覆盖深加工成本时（一般来讲，这种情况出现的概率非常小），玉米淀粉将在玉米油或玉米蛋白利润好的时候被动累库，这种状态下，虽然深加工利润向好，但策略上淀粉-玉米价差不能按照深加工利润逻辑分析做扩，反而要空配粉米价差。总体来看，粉米价差的分析逻辑视深加工利润结构而定，如果深加工副产品价格处于正常波动区间或涨幅有限，则粉米价差分析逻辑可视深加工利润预期变化进行配置；反之，如果，市场油脂或蛋白类供给减少，玉米深加工的副产品价格大幅上涨，则粉米价差的配置逻辑不能用利润视角分型分析。



三. 结论

1. 玉米淀粉价格波动特征具有一定季节性：一般一季度和四季度是淀粉消费旺季，价格震荡上行的概率大；旺季结束后的二三季度玉米淀粉价格震荡下行的概率大。

2. 淀粉-玉米价差传统利润视角下多跟随终端消费淡旺季强弱波动，但淀粉玉米价差走势也有出现反季节性的时候，主要是淀粉副产品价格高企导致淀粉累库，淀粉加工利润回归方式超出常规逻辑。

需要注意的是，尽管淀粉价格以及粉米价差波动具有季节性特征，但随着俄乌冲突的爆发，极端天气的扰动，基本面熵增导致范式研究框架打脸的概率也在同步增加，所以知晓历史走势特征的同时，更要关注具体基本面的特殊性，防止出现经验主义。

免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfco.net>