

## 跌跌不休，何处是底？



走势评级：

玉米：看跌

报告日期：

2023 年 5 月 14 日

方慧玲 首席分析师(农产品)

从业资格号：F3039861

投资咨询号：Z0010565

Tel: 8621-63325888-2737

Email: huiling.fang@orientfutures.com

联系人 杨云兰

从业资格号：F03107631

Tel: 8621-63325888-4192

Email: yunlan.yang@orientfutures.com

### ★ 热点事件

自 4 月下旬玉米主力向下跌破贸易商收粮成本线后，07、09 和合约均顺畅下跌，目前已跌至 2500 元/吨附近，跌幅约 7%。当前玉米期价仍受小麦打压，小麦均价已跌破 2700 元/吨，而零星上市的新麦价格最低已至 2500 元/吨，麦价难言见底，玉米跌跌不休。

### ★ 从供应面寻底

1) **小麦价格底**：2340-2500 元/吨。通过对比小麦本轮和上一轮饲用替代量的多少，可初步判断小麦价格回归上轮替代前的程度。上轮饲用替代量估计值为 4500 万吨左右，与小麦被动流向饲用后的供应增量相当。本轮需要由饲用领域消化的小麦预计不低于 4500 万吨。因社会去库意愿强、建库意愿低，轮换粮难以实质吸纳过剩供给，过剩小麦绝大部分需要由饲用消化。草根调研显示旧作库存结转约 2200 万吨，而新麦产量预增，扣除食用量后预计将大于上年结转。因此小麦或将至少降至 2020 年 10 月大量饲用替代前 2500 元/吨左右的水平，**极端情况**为 2023 年托市价 2340 元/吨。

2) **进口玉米成本**：受 USDA 5 月供需报告偏空影响，巴西玉米远月到岸成本已降至 2300 元/吨左右。美国新作面积预增，天气上，市场预计拉尼娜将结束。巴西 22/23 年创纪录的丰产预期兑现可能性也较高。预计未来进口玉米成本上涨空间小、难度大。

3) **新季种植成本**：东北平均或为 2300-2400 元/吨。此前我们的春播调研显示黑龙江集港成本约为 2550 元/吨（未考虑自有土地，可能略偏高），而吉林、辽宁的成本更低，为 2300 元/吨左右。

### ★ 行情展望及投资建议

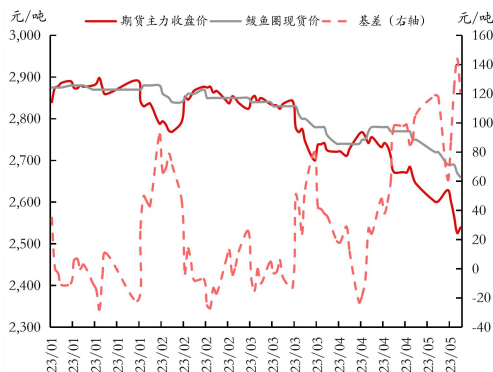
6 月新麦上市前，小麦价格预计仍处下跌通道，底部预计 2340-2500 元/吨；玉米期价预计以跟随为主，**底部高于小麦**（小麦需给出饲用替代优势），下方空间有不确定性，**建议观望为主**。

新麦上市后，或迎来小麦利空出尽，可关注 C2311、C2401 多单布局机会，2300 元/吨左右预计安全边际较高。

### ★ 风险提示

天气；社会库存抛售腾库压力；政策调控的不确定性。

主力合约行情走势图（玉米）



**重要事项：**本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。  
**有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。**

## 目录

1、热点事件：玉米主力跌跌不休，远月合约初试反弹.....	4
2、从供应面寻底.....	4
2.1、小麦：底部或在 2340-2500 元/吨之间.....	4
(1) 上一轮小麦饲用替代量估计为 4500 万吨，与被动流向饲用后的供应增量相当.....	5
(2) 不考虑囤库因素，本轮需要由饲用领域消化的小麦预计不低于 4500 万吨.....	5
(3) 小麦价格或将至少降至 20/21 年度大量饲用替代之前（2500 元/吨左右）.....	6
2.2、进口玉米成本：未来易降难升，远月巴西玉米进口成本已降至 2300 元/吨左右.....	6
2.3、新季玉米种植成本：东北平均或为 2300-2400 元/吨.....	7
3、行情展望及投资建议.....	7
4、风险提示.....	7

## 图表目录

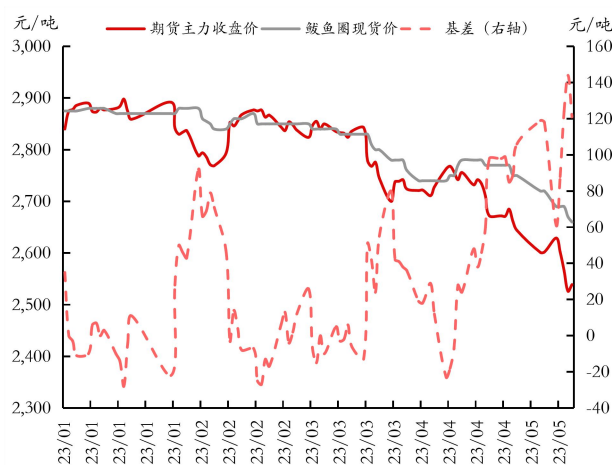
图表 1：玉米期现价格表现.....	4
图表 2：玉米 9-1 价差走势.....	4
图表 3：20/21 年度因小麦大量流向饲用而增加的供应量估计.....	5
图表 4：22/23 年度小麦需要由饲用领域消化的过剩供应量预估.....	5
图表 5：小麦及玉米价格走势.....	6
图表 6：食用小麦供需曲线与均衡价格示意图.....	6
图表 7：23/24 美玉米供应量的上调幅度超出市场预期.....	7

## 1、热点事件：玉米主力跌跌不休，远月合约初试反弹

自4月下旬玉米主力向下跌破贸易商收粮成本线后，07、09和合约均顺畅下跌，目前已跌至2500元/吨附近，跌幅约7%，同时，基差被动走强，远月贴水迅速加深，01合约最低达2376元/吨。我们曾在2023玉米春播调研报告中指出，07、09合约承压难涨，触底反弹更可能发生在23/24年度对应的合约上。5月12日，市场也初步演绎了这一现象，11、01、03合约日涨幅1%左右，同时也带动了07、09合约跌幅放缓。

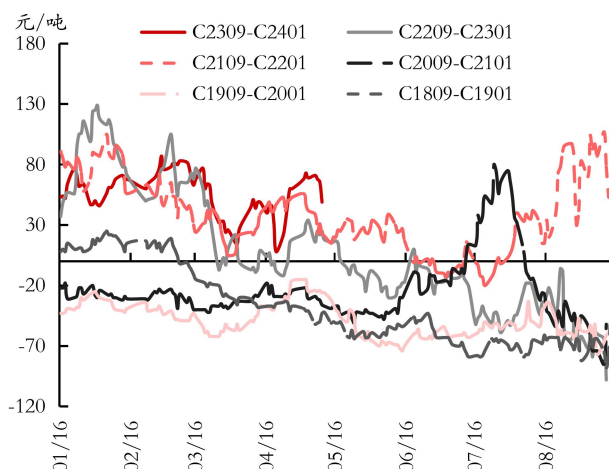
当前玉米期价主要受到小麦的打压。小麦于4月末重启加速下跌通道，于5月中旬进入麦米价差倒挂状态，当前，小麦均价已跌破2700元/吨，而零星上市的新麦价格最低已至2500元/吨，麦价难言见底，玉米跌跌不休。本报告将尝试给出一个判断小麦价格泡沫完全挤出后的均衡价的方法，即在刚性的小麦食用需求假设下，通过对比本轮小麦和上一轮饲用替代量的多少，判断价格回归替代前的程度，并综合进口玉米成本、新季种植成本，尝试从供应面的角度为玉米重新明确底部估值。

图表1：玉米期现价格表现



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表2：玉米9-1价差走势



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

## 2、从供应面寻底

当前玉米期货的定价核心在于小麦，7月后预计巴西进口玉米的影响力将有所提升，10月左右新玉米收获，新季成本的影响将加强。

### 2.1、小麦：底部或在2340-2500元/吨之间

小麦价格的极端情况为2023年托市价2340元/吨。托市收购一般为6-9月，正值新麦上市后的农户售粮期，基本与小麦供应压力预计最大的时间段对应，期间一旦低于此价格，

托市收购将启动，直至价格回归至托市价之上。但小麦价格能否达到这一极端底部尚不确定，取决于过剩小麦的数量。

### (1) 上一轮小麦饲用替代量估计为 4500 万吨，与被动流向饲用后的供应增量相当

在小麦相比玉米无价格优势的年份，也有少量小麦进入饲用领域，主要集中在小麦产区。而在麦米价差倒挂的年份，小麦将开启全国性的大规模的饲用替代。上一轮大量饲用替代是 2020 年 10 月-2021 年 10 月，驱动力来自于玉米价格大涨，当年小麦的饲用替代增量，可认为与临储小麦的拍卖增量以及进口小麦增量之和相当。临储小麦拍卖及市场上流通小麦，其饲用量均难以统计，但由于食用需求较为刚性，从食用领域流向饲用的小麦，需要额外的供应来补足，因产量既定，相应的增量主要来源于小麦临储拍卖和进口。

图表 3：20/21 年度因小麦大量流向饲用而增加的供应量估计

单位：万吨	19/20	20/21
临储小麦拍卖量	655	4533
小麦进口量	417	1043
供应增量合计		4504

注：按小麦市场年度（当年 6 月至次年 5 月）统计

资料来源：Wind、东证衍生品研究院

### (2) 不考虑囤库因素，本轮需要由饲用领域消化的小麦预计不低于 4500 万吨

小麦主要有食用、饲用、社会库存、托市收购和地方储备五大去向，其中食用需求低迷，托市收购在价格降至托市价前均不会启动，而地方储备的轮换粮，量级预计相对不大，且仅能影响供需节奏，无法实质性吸纳过剩供给。社会库存方面，受小麦价格春节后大跌影响，囤粮主体预计普遍亏损，此前的小麦价格包含泡沫已基本成为市场共识，当前跌势仍在持续，预计农户、贸易商等建库需求低。因此，过剩小麦预计绝大部分需要由饲用消化。

近期的草根调研显示，基层+渠道 21/22 年度余粮或仍有 16%左右，按当年 1.37 亿吨的小麦产量推算，旧作库存或为 **2200 万吨**左右。新作产量预计同比增长，在食用需求同比持平假设下，扣除食用量后的新小麦过剩量预计将**大于上年结转**，二者之和预计**不低于 4500 万吨**。

图表 4：22/23 年度小麦需要由饲用领域消化的过剩供应量预估

单位：万吨	预估值	备注
上年结转库存	2200 左右	草根调研
本年扣除食用量后数量	大于 2200	本年产量预计同比增长，假设食用量持平（刚性）
合计	不低于 4500 万吨	

注：按小麦市场年度（当年 6 月至次年 5 月）统计；不考虑囤库及地方储备加大实质吸纳能力的情况

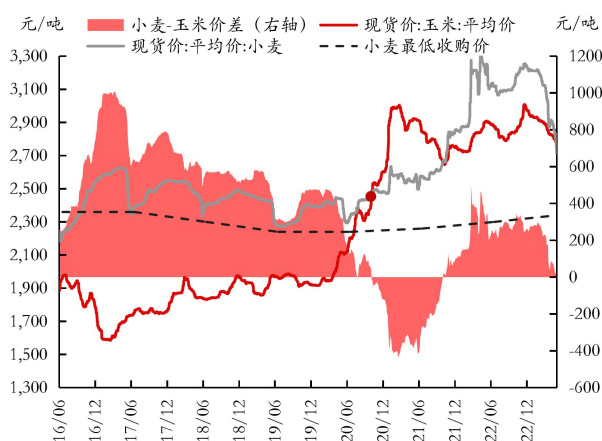
资料来源：草根调研、东证衍生品研究院

此前市场普遍预估的国内 22/23 年玉米产需缺口为 4000-5000 万吨，其中进口玉米弥补 2000 万吨左右、定向稻谷弥补不超过 1800 万吨，外加其余进口谷物。价格下降后饲用需求数量预计将受到刺激而顺势有所增加，因此小麦与进口谷物的数量预计能完全弥补玉米 22/23 年度的产需缺口。

### (3) 小麦价格或将至少降至 20/21 年度大量饲用替代之前 (2500 元/吨左右)

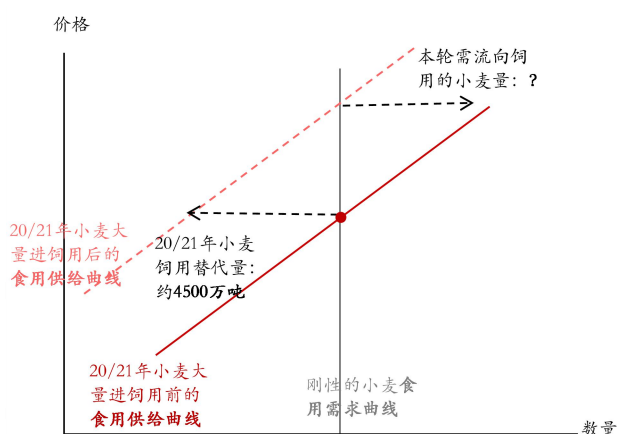
图 6 简单示意了 20/21 年度小麦在玉米拉升下的涨价过程，以及本年度小麦在过剩供应流向饲用领域的降价过程，其中小麦食用需求假设为绝对刚性，故需求曲线为垂直线。根据上面的分析，本轮食用小麦的过剩量预计将不低于上一轮的供应缺口，因此小麦价格或将至少降至上一轮替代前的水平，约为 2500 元/吨（如图 5 所示）。故预计新麦上市后市小麦价格或将在 2340-2500 元/吨之间。不过，若新小麦产量增幅不及预期，或小麦的社会囤粮主体资金压力小从而面对亏损坚定不抛售，或地方储备加大实质吸纳能力，小麦价格则将更为乐观。

图表 5：小麦及玉米价格走势



资料来源：Wind、东证衍生品研究院

图表 6：食用小麦供需曲线与均衡价格示意图



注：按小麦市场年度（当年 6 月至次年 5 月）统计

资料来源：东证衍生品研究院

## 2.2、进口玉米成本：远月巴西成本已降至 2300 元/吨左右，上涨难度大

北半球 23/24 年度玉米已在种植期，美国新作面积同比增长的预期已较为确定，天气方面市场也预计其将从拉尼娜转为厄尔尼诺状态。南北半球巴西二期玉米播种已于 4 月结束，创纪录的丰产预期兑现可能性高，预计未来进口玉米成本上涨空间小、难度大。

近日 USDA 公布的 5 月供需报告，对 23/24 年度美玉米供应量的上调幅度超出了市场预期，引发了 CBOT 玉米远月价格的继续下行和贴水加深。巴西玉米也以 CBOT 玉米价格为基础进行报价，当前远月价格对应的到岸成本已降至 2300 元/吨左右。预计在巴西玉米入华的窗口期（7 月-12 月）其影响力将有所增大。不过，考虑到国内供应的宽松，720



万吨配额之外的进口玉米量有减少可能，对国内玉米价格底部的影响可能将退居次要。

图表 7：23/24 美玉米供应量的上调幅度超出市场预期

单位：亿蒲	路透预期	彭博预期	USDA5 月供需报告	USDA 此前预测值	
期初库存	13.66	13.75	14.17	13.42	4 月供需报告期末库存
产量	151.20	151.40	152.64	150.85	2 月展望论坛
期末库存	20.94	21.05	22.21	-	-

资料来源：USDA、东证衍生品研究院

### 2.3、新季玉米种植成本：东北平均或为 2300-2400 元/吨

此前我们的春播调研数据显示,2023 黑龙江的种植成本线对应的集港成本预计约为 2550 元/吨，其中的自有土地无需地租成本这一因素我们并未纳入考虑，因此该数值有略偏高估的可能。而对东北其余地方的草根调研显示，吉林、辽宁的种植成本低于黑龙江（主要是地租成本更低），集港成本为 2300 元/吨左右。综合判断，东北新季玉米种植成本对玉米价格的底部支撑线或为 2300-2400 元/吨。

进入 11 月，预计新季的种植成本对价格底部的影响权重将加强。出于维护农户种植收益的考虑，在售粮前中期，一次性储备或将继续开启，常规轮入也将进入密集期，价格预计以在种植成本线上方运行为主。上一年度“栈子粮”较多，农户的卖压释放在 3 月左右；本年度的基层卖压预计在 1 月后、3 月前释放，农户可继续沿用“栈子粮”相应的设施，但上一年前高后低的价格走势预计将使农户的囤粮意愿减小。

## 3、行情展望及投资建议

5 月-6 月，小麦价格预计仍在向均衡价回归，仍未达到稳定，玉米期价预计以跟随为主，小麦底部预计在 2340-2500 元/吨，在小麦大量饲用替代期间，玉米价格预计主要在其上方运行。

6 月后新麦上市，或为小麦的利空出尽时点，23/24 年度对应的 11 月、1 月合约预计将迎来触底反弹机会，3 月合约或因卖压释放预期而反弹空间较小；而 22/23 年度对应的合约由于面临着巴西玉米入华窗口期，预计仍难以出现明显上涨。

新麦上市前，我们对玉米期价仍持偏空观点，但单边做空有较大风险，建议观望为主。小麦底预计在 2340-2500 元/吨之间，玉米底部预计高于小麦（小麦需给出饲用替代的价格优势），具体位置视小麦产情、库存及政策而定。

新麦上市后，C2311、C2401 或有抄底时机，2300 元/吨左右布局或有较大安全边际。

## 4、风险提示

天气；社会库存抛售腾库压力；政策调控的不确定性。

### 期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

### 上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。



## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)