

## 年度报告-玉米

## 价格中枢上移，关注波段机会



走势评级：玉米：震荡  
报告日期：2022 年 12 月 18 日

## ★ 定价体系简述和市场回顾

产需缺口之下，替代品供应成关键，玉米定价因子逐渐多元化。国内替代品主要约束价格顶部，进口替代品则对底部影响更大。在地缘冲突与国际价格震荡、饲用稻谷定向拍卖、以及国产玉米有效供应变动的的影响下，2022 年玉米价格走出了一条明显的“N”字型震荡趋势，1-4 月构建预期，5-7 月预期破灭，8-10 月超跌反弹，11-12 月逐渐企稳。

## ★ 22/23 年度：预估平产，而需求预增，产需缺口扩大

产量端，玉米种植面积在 2022 年的“扩豆”政策影响下有所下降，单产则呈现恢复性增长，产量预计同比基本持平。需求端，22/23 年度畜禽养殖存栏量预计同比增长，生猪养殖预计以盈利为主，能量饲料的总需求预计同比增加；深加工行业终端需求不佳，但玉米用量占比不高，影响较饲料而言更小。

## ★ 替代品供应能力减弱

美国干旱叠加地缘政治影响，国际粮价预计高位震荡，进口利润修复空间或有限，玉米、高粱、大麦等进口量同比预减；国产小麦价格相对玉米暂无优势，新年度或以在玉米价格上方运行为主，预计在 6 月新麦上市之前替代量难成规模，之后或有扰动；政策调控预计主要约束价格过度上涨，除陈化稻谷外，此前国企的进口玉米储备仍是备用子弹，但总投放量或不会过度打压价格。

## ★ 市场展望与投资建议

22/23 年度，价格预计震荡偏强。成本抬升，底部支撑力强，但此前主力合约的高点预计也难以突破，全年预计宽幅震荡。阶段性趋势上，目前预计可能呈“W”形。目前玉米有效供应不足，卖压预计 3 月左右释放，届时价格或仍有回落空间；4-6 月价格中枢回归，叠加天气行情，预计走势偏强；6-9 月新麦、巴西玉米等替代品扰动，预计价格震荡回落；10-12 月，新年度开启，结存量预计偏低叠加惜售期，价格或有回升。从需求节奏看，上半年春节淡季结束后，饲用需求或随存栏量增加而增长，但下半年的不确定性将增大。建议全年总体以逢低做多思路为主，并结合阶段性走势与估值进行波段操作。

## ★ 风险提示

天气；替代品储备的超预期投放；宏观金融市场风险等。

方慧玲 资深分析师(软商品)

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

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

前言：市场化时代玉米定价体系简述.....	6
1、2022 年回顾：强预期的构建与破灭、超跌后的纠偏.....	6
2、产量：同比或基本持平.....	7
2.1、种植面积：东北“稳粮扩豆”任务重，华北西南增长，全国略降.....	7
2.2、产量：东北局部减产，华北恢复性增长.....	9
2.3、阶段性有效供应：当前有效供应偏低，3 月或为卖压释放时点.....	9
2.4、23/24 年度产量预期：面积预计变动不大，天气仍将加剧价格波动.....	11
3、需求：饲用强而深加工弱.....	12
3.1、饲用需求：存栏量预计增长，能量饲料需求预期增加.....	12
(1) 生猪.....	12
(2) 白羽鸡.....	14
3.1、深加工需求：产能惯性增加而开工率下降.....	14
4、替代品供给.....	16
4.1、进口玉米.....	16
4.1.1、南美产量未定，国际价格仍需“看天”.....	17
(1) 美国：22/23 减产已成定局，23/24 产量预期仍有疑云.....	17
(2) 南美：未来国际价格走向的核心影响因素.....	19
(3) 乌克兰：黑海协议顺利续签，影响逐渐减小.....	19
4.1.2、进口利润修复预计有限.....	20
4.2、进口杂粮.....	21
(1) 高粱.....	22
(2) 大麦.....	23
4.3、国产小麦：旧作价格暂无优势，新麦上量后或有扰动.....	24
4.4、政策调控：陈稻拍卖+进口储备仍可限制过度上涨.....	26
5、价格预测.....	26
5.1、主趋势：宽幅震荡，中枢上移.....	26
5.2、阶段性趋势与估值.....	28
(1) 阶段性趋势：目前预计可能呈“W”型.....	28

(2) 估值.....	28
6、投资建议.....	28
7、风险提示.....	29

## 图表目录

图表 1 : 国内玉米期现价格表现.....	7
图表 2 : 国内外玉米活跃合约价格走势.....	7
图表 3 : 2022 年全国大豆和油料扩种目标.....	8
图表 4 : 2022 年全国玉米大豆带状复合种植目标.....	8
图表 5 : 2022 年玉米播种面积调减而单产增加.....	9
图表 6 : 2022 年玉米产量预估同比微增 0.9%.....	9
图表 7 : 东北地区玉米种植成本抬升.....	10
图表 8 : 东北产区历年玉米售粮进度走势.....	10
图表 9 : 东北产区玉米种植成本拆分.....	10
图表 10 : 北方四港库存水平不高.....	11
图表 11 : 南方六港库存水平持续走低.....	11
图表 12 : 主要深加工企业玉米库存水平处历史低位.....	11
图表 13 : 南北贸易理论利润测算.....	11
图表 14 : 大豆玉米价格比持续降低.....	12
图表 15 : 大豆玉米种植补贴走势.....	12
图表 16 : 21/22 玉米市场年度对应的生猪利润走势.....	13
图表 17 : 21/22 玉米市场年度对应的生猪存栏前高后低.....	13
图表 18 : 全国工业饲料产量主要养殖品种走势.....	13
图表 19 : 全国工业配合饲料产量 7 月开始环比增长.....	13
图表 20 : 全国白羽肉鸡祖代引种更新量走势.....	14
图表 21 : 白羽鸡祖代更新量海外品种占比普遍下降.....	14
图表 22 : 玉米淀粉产能增加而开工率下降.....	15
图表 23 : 与历史同期相比, 淀粉厂淀粉库存较高.....	15
图表 24 : 与历史同期相比, 玉米淀粉企业开工率较低.....	15
图表 25 : 主要玉米淀粉企业盈利走势.....	15
图表 26 : 玉米替代品分类 (根据现阶段在玉米市场影响力的强弱分类) .....	16
图表 27 : 2020 年以来我国玉米进口来源国变化.....	17
图表 28 : 21/22 年度全球玉米主要出口国.....	17
图表 29 : 美国玉米种植成本中化肥占比高于大豆.....	18
图表 30 : 近两年美玉米种植成本大幅上涨.....	18
图表 31 : CBOT 大豆玉米价格比走势.....	18
图表 32 : 国际氮肥价格持续高位震荡.....	18
图表 33 : 美国玉米供需平衡表.....	19

图表 34 : 全球玉米供需平衡表.....	20
图表 35 : 美玉米种植成本对应的进口到岸完税价底部估算.....	20
图表 36 : 美玉米理论进口利润走势.....	21
图表 37 : 2022 年初以来我国月度玉米进口量呈下滑趋势.....	21
图表 38 : 2022 年以来美玉米到岸完税价走势.....	21
图表 39 : 预计我国新年度进口玉米量下降.....	21
图表 40 : 我国高粱进口来源以美国为主.....	22
图表 41 : 美高粱与玉米价格比.....	22
图表 42 : 我国高粱月度进口量 5 月起波动下行.....	22
图表 43 : 22/23 年度高粱进口量预计同比下降.....	22
图表 44 : USDA 美国高粱供需平衡表.....	23
图表 45 : 我国大麦进口来源分散.....	23
图表 46 : 进口大麦玉米价格比.....	23
图表 47 : 2022 我国大麦月度进口量同比下降.....	24
图表 48 : 22/23 年度大麦进口量预计同比略降.....	24
图表 49 : 2020 年起小麦市场价与托市收购价背离.....	25
图表 50 : 小麦历年托市收购量及年末临储库存量.....	25
图表 51 : 小麦玉米价差走势.....	25
图表 52 : 22/23 年度预计小麦替代量同比增幅较小.....	25
图表 53 : 中国小麦供需平衡表.....	25
图表 54 : 2022 年饲用稻谷拍卖情况.....	26
图表 55 : 22/23 年度饲用稻谷投放量预计明显下降.....	26
图表 56 : 中国玉米供需平衡表.....	27
图表 57 : 能量饲料替代品供给 (折算后) 预计减少.....	27

## 前言：市场化时代玉米定价体系简述

自 2016 年玉米市场化改革以来，玉米种植面积呈现出长期下调趋势，但饲用和深加工需求在玉米去库存时期却明显增长，使得产需缺口自 17/18 年度开始便持续存在，在 20/21 年度临储库存耗尽之后，各类替代品逐步进入玉米的定价体系，成为占比不大但影响较为重要的变量，决定玉米向上或向下的空间。目前主要的替代品包括进口玉米、进口杂粮，以及国产小麦、国产陈化稻谷等。

22/23 年度，预计国内替代品主要约束价格顶部，进口替代品对底部影响更大。小麦主要作为口粮使用，其价格已回归至玉米之上，只有在玉米过度上涨之后才具备替代优势，因此主要限制玉米价格向上的空间。陈化稻谷及进入临时储备部分进口玉米，则是强政策性的变量，理论上也主要限制玉米价格的顶部，但也不排除阶段性大量投放的可能。流入市场部分的进口玉米，是连盘与美盘玉米联动的纽带，由于是众多替代品中成本最低的一类，因此主要影响玉米价格的底部。不过在新年度国际玉米价格易涨难跌的背景下，进口利润后续的修复空间预计有限。此外，宏观动荡也加剧了风险资产价格的波动风险，但既有产需缺口和有限的替代品供应，决定了成本仍是强力的底部支撑线。

玉米具备季产年销、以供给为主要定价驱动力的特点，因此，本报告在新年度产需缺口变动的分析之后，将对主要的替代品的量进行逐一探讨，并结合市场有效供应和需求可能的变化节奏，给出阶段性趋势和估值的判断。

## 1、2022 年回顾：强预期的构建与破灭、超跌后的纠偏

1 月-4 月，是市场持续构建强预期的阶段，期货价格一路上行。俄乌冲突爆发之后，过去占据全球玉米出口量 10% 左右的乌克兰，其粮食生产和出口都受到了威胁，在粮食危机的担忧下，国际玉米价格大涨。20/21 年度以来，进口玉米增长明显，占当年新增供给的比例近 10%，因此国内玉米价格也同步上涨。3 月国内饲用稻谷定向拍卖开启，对期货价格的上行空间形成一定限制。4 月 7 日之后，定向稻谷投放暂停，市场预计在经过上一年度的大量拍卖后，陈化稻谷库存量可能面临不足，后期投放量有限，玉米期价的压制暂时解除，于 4 月底到达历史性的顶点，主力合约突破了 3000 元/吨。

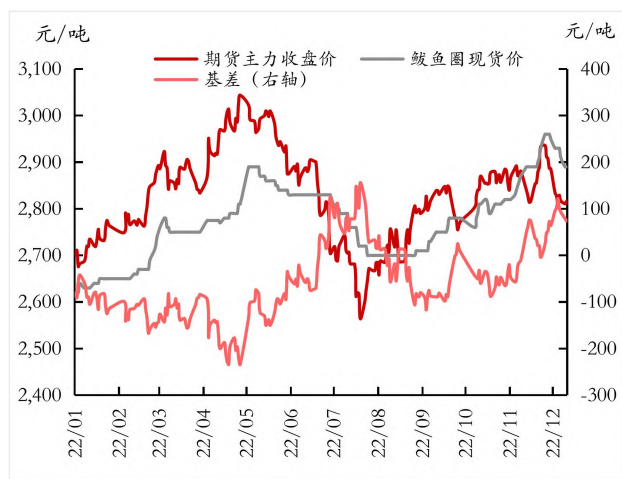
5 月-7 月，是市场预期破灭的阶段，叠加宏观向下的影响，期货跌破了种植成本线。5 月 19 日，饲用稻谷拍卖重启，且周度投放量从原来的 100 万吨翻至 200 万吨，超出市场预期，加上美联储加息的影响，宏观与产业基本面共振之下，玉米期价开始下跌，于 7 月跌至种植成本线以下。

8 月-9 月，超跌后盘面开始反弹，加上 6-7 月东北内涝可能导致新季玉米减产的预期开始释放，玉米期价再度进入上行通道，后因减产程度略不及此前预期，有所回调。

10 月-12 月，期货价格企稳，呈现窄幅震荡之势。由于上一年度结转库存不高，农户在高种植成本之下延续惜售心态，玉米阶段性有效供应不足，使得现货出现年末翘尾行情，

后续的卖压释放预期，使得12月以来主力合约以贴水运行为主。

图表1：国内玉米期现价格表现



资料来源：MyAgrie

图表2：国内外玉米活跃合约价格走势



资料来源：MyAgrie

## 2、产量：同比或基本持平

### 2.1、种植面积：东北“稳粮扩豆”任务重，华北西南增长，全国略降

2022年，中央一号文件明确提出了“大力实施大豆和油料产能提升工程”，全国大豆和油料播种面积要增加2200万亩以上，占上一年玉米种植面积的3.4%。其中农垦需带头扩种1460万亩以上，在各省份的任务的分解中，东北几个省份作为玉米主产区，“扩豆”任务相对最重，黑龙江尤甚，为1000万亩以上。据了解，全国2200万亩的扩产任务可能已超额完成。国家粮油信息中心的数据显示，2022年东北地区玉米种植面积为1742万公顷，同比下降2.43%。其它地区大豆扩种的任务指标相对较轻，主要受到过去两年玉米价格上涨、种植收益较高的刺激，种植面积同比略有提升。华北黄淮地区种植面积1501.9万公顷，同比增长0.3%，西南等其它地区种植面积1061.1万公顷，同比增长1.1%。综合影响之下，全国种植面积总计4205万公顷，同比下降0.6%。

此外，2022也开启了玉米大豆带状复合种植的大面积推广，全国16个省份的复合种植面积要达到1500万亩以上，根据“十四五”全国种植业发展规划，到2025年大豆玉米带状复合种植面积要达到5000万亩，占今年玉米种植面积的7.7%。由于玉米与大豆的种植周期重合程度较高，在耕地有限的情况下，带状复合种植预计是未来解决争地问题的重要手段。它发源于四川，是在划分出大豆种植面积的同时，加大玉米的种植密度，以实现在玉米不减产的情况下，多收一茬大豆的目标。但在实际情况中，如果玉米种植过密，单产可能反而会减少，这在不同地区情况差异较大，在与四川地理条件差异较大的地区，玉米的产量仍会受到挤压。全国农技中心表示，2022年全国基本实现了“玉米不减产多收一茬豆”的目标，2023年这项技术还要在16个省份继续推广，但这或与复

合种植的任务指标主要分配在四川等西南地区有关。未来复合种植或为“稳粮扩豆”的重要手段之一，但随着推广面积的扩大，在短期技术进步有限的情况下，预计仍然会对玉米的种植面积和产量造成一定的影响。

图表 3：2022 年全国大豆和油料扩种目标

分类	地区	扩种目标（万亩）	占比
全国		2200	100%
分性质	农垦	1460	66%
	其它	740	34%
分地区	黑龙江	1000	45%
	内蒙	430	20%
	吉林	85	4%
	江苏	80	4%
	河南	100	5%
	山东	150	7%
	辽宁	10	0%
	其它	345	16%

资料来源：根据新闻整理、东证衍生品研究院

图表 4：2022 年全国玉米大豆带状复合种植目标

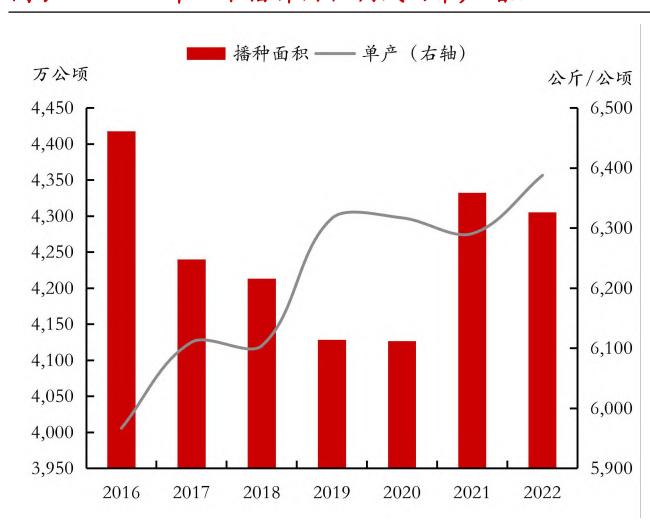
序号	地区	种植目标（万亩）	占比
	全国	1500	100%
1	四川	310	21%
2	内蒙	160	11%
3	山东	150	10%
4	贵州	110	7%
5	河北	102	7%
6	河南	100	7%
7	湖南	100	7%
8	山西	82	5%
9	陕西	80	5%
10	宁夏	80	5%
11	江苏	60	4%
12	安徽	60	4%
13	云南	50	3%
14	广西	20	1%
15	重庆	20	1%
16	甘肃	20	1%

资料来源：根据新闻整理、东证衍生品研究院

## 2.2、产量：东北局部减产，华北恢复性增长

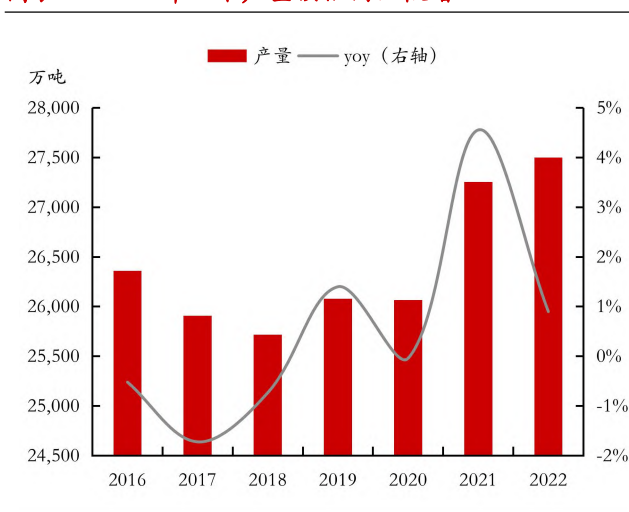
2021 年河南等地受洪涝灾害的影响较大，华北黄淮地区的单产出现明显下滑，2022 年已基本恢复至 2020 年水平。尽管东北地区 2022 年 6-7 月出现了内涝，局部地区减产较为严重，但对整体影响相对有限。农业农村部以及国家粮油信息中心的数据显示，在面积下降而单产恢复性增长的影响下，2022 年全国玉米产量预估为 2.75 亿吨，同比微增 0.9%。第三方机构的调研数据普遍认为，玉米产量略有下滑。尽管市场对产量的变动幅度的认知略有差异，但可以明确的是，今年并非一个产量有明显增长的年份，产量预估同比基本持平，甚至有可能略有缩减。但包括玉米替代品在内的总需求，却存在较为明确的增长预期。

图表 5：2022 年玉米播种面积调减而单产增加



资料来源：农业农村部、东证衍生品研究院

图表 6：2022 年玉米产量预估同比微增 0.9%

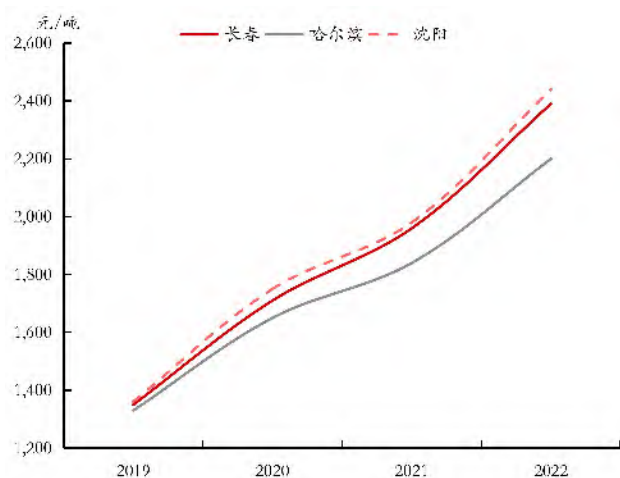


资料来源：农业农村部、东证衍生品研究院

## 2.3、阶段性有效供应：当前有效供应偏低，3 月或为卖压释放时点

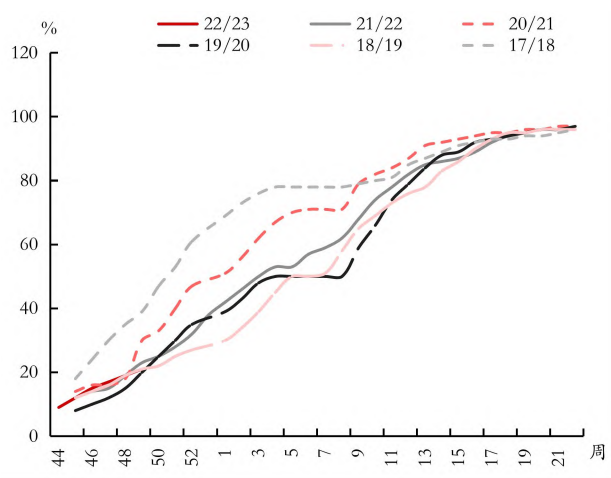
玉米于每年 10 月左右开始陆续收获，于次年 4 月基本完成从农户到下游的库存转移，在此期间因旧粮结转库存通常有限，玉米以供给端定价为主。22/23 年度，在种植成本抬升、农户惜售心态增强，以及疫情多点散发、运输通道受阻等多方面的影响下，东北主产区售粮进度偏缓。据钢联数据统计，22/23 年度地租、化肥等成本涨幅明显，使得东北产区玉米种植成本同比增长近 17%，达到 2300-2400 元/吨，折算为北港贸易商的平仓价为 2500-2600 元/吨。截至 12 月 9 日，东北产区售粮进度为 21%，比过去 5 年的均值慢 5.6 个百分点。

图表 7：东北地区玉米种植成本抬升



资料来源：MyAgric

图表 8：东北产区历年玉米售粮进度走势



资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

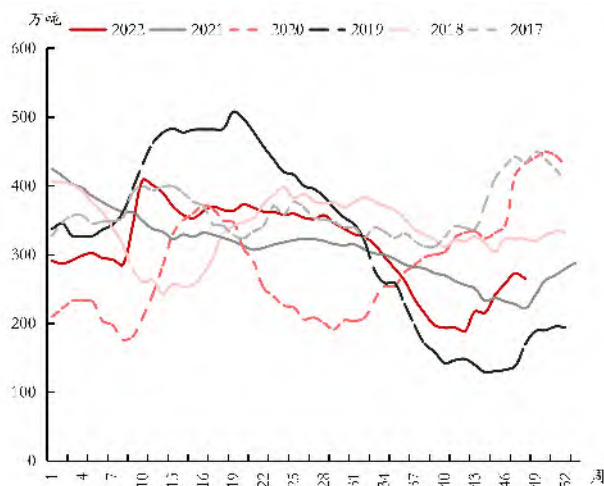
图表 9：东北产区玉米种植成本拆分

单位	项目	2021/22	2022/23	同比
元/亩	租地	730	880	21%
	种子	50	52	4%
	农药	20	20	0%
	化肥	155	195	26%
	机械	100	110	10%
	水电	5	5	0%
	人工	10	10	0%
	总成本	1070	1272	19%
吨/亩	折干单产	0.54	0.54	0%
元/吨	种植成本	1981	2356	19%
	折北港平仓价	2181	2556	17%

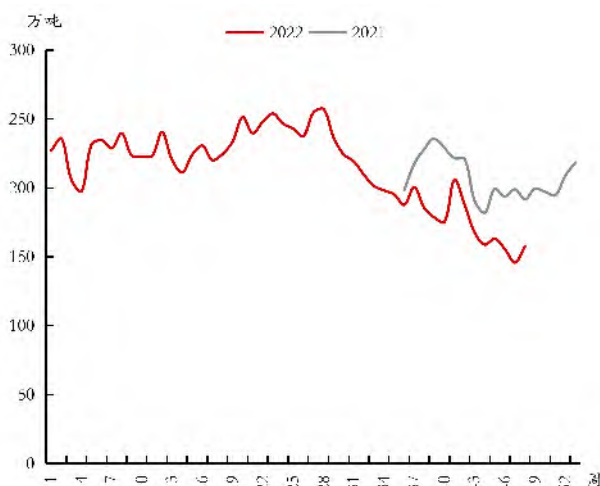
资料来源：MyAgric

阶段性的供需错配使得现货价格强势运行，但在高价之下，下游贸易商及终端企业补库态度相对谨慎，下游库存均处于较低水平，产销区价格以倒挂为主，贸易商走货量较低。作为玉米的主产区，东北每年的销售季有近60%的玉米须流向南方销区，供全年使用，故后续的集中销售将对产区价格造成较大回落压力。进入12月后，东北地区销售节奏明显加快，使得现货价格有所回落，但春节前下游的备货需求预计对价格仍有支撑，加上农户储粮方式的转变，真正的售粮高峰预计在3月左右来临，春节前或有阶段性小高峰。

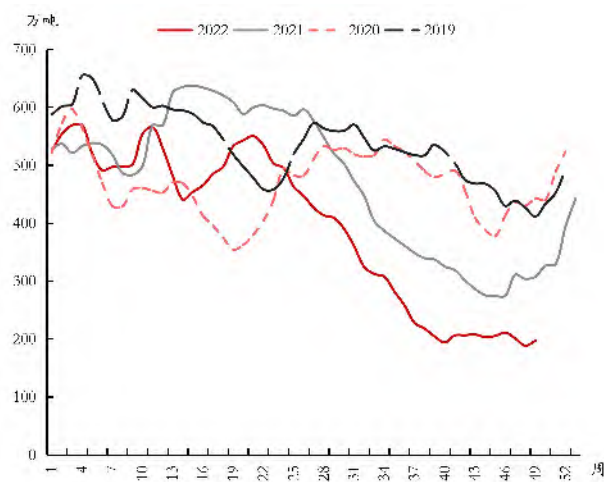
农户将玉米收获后常以两种方式储存，一种是“地趴粮”（即将玉米堆放在地上），因水分较高，易霉变，通常会在春节前后将玉米集中销售；另一种是“栈子粮”（即搭建多层结构，将玉米分层储存），通风性更好，理论上能够自然风干，因资金需求和农忙时节开始等原因，通常会在春耕前销售完毕。今年东北地区在政策的支持下改变了储粮方式，原来的“地趴粮”基本转换为了“栈子粮”，潮粮储存不便的问题得到解决，为农户的惜售行为提供了客观条件的支持。

**图表 10：北方四港库存水平不高**


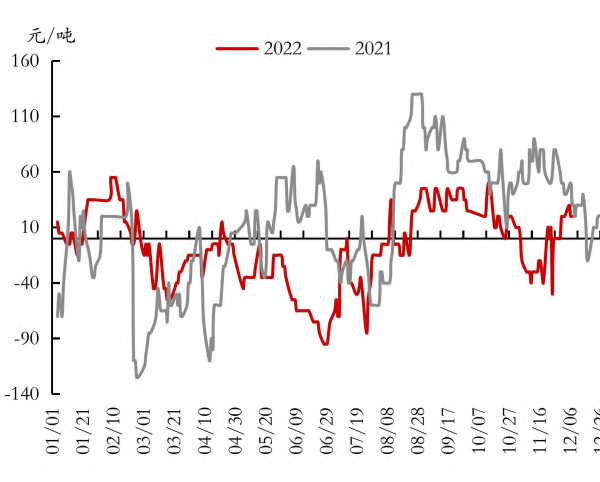
资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

**图表 11：南方六港库存水平持续走低**


资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

**图表 12：主要深加工企业玉米库存水平处历史低位**


资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

**图表 13：南北贸易理论利润测算**


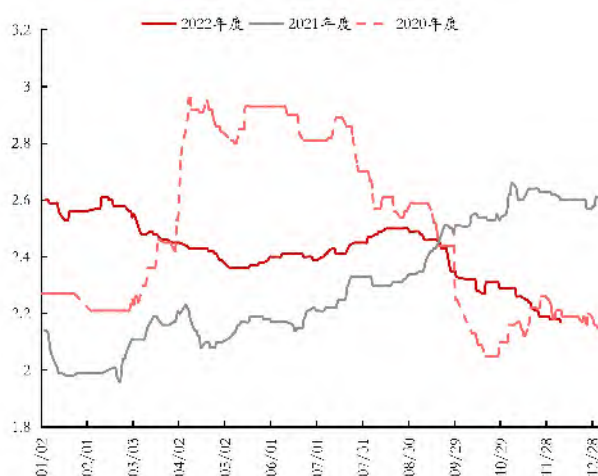
资料来源：Wind、东证衍生品研究院

## 2.4、23/24 年度产量预期：面积预计变动不大，天气仍将加剧价格波动

作为季产年销的农产品，尽管国内 22/23 年度的玉米产量已成定局，但随着新的种植生长季来临，新的产量预期通常也是市场交易的重点。种植面积同时受政策与种植收益影响，2023 年，预计“扩豆”的政策基调不会改变，局部指标任务较重的地区的玉米面积或仍持续调减。但玉米种植收益高于大豆，将刺激其它地区的农户种植玉米的积极性。自今年进入农户的销售季以来，玉米的阶段性供需错配使得产区现货价格持续上涨，而大豆的现货价格已经从高位回落，大豆与玉米的价格比持续下跌，明显低于去年同期。综合政策与市场的合力来看，2023 年面积调整幅度可能仍然不大，新的产量将主要受单产影响，核心因素是种植生长期的天气。

2022 年 6 月，《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》发布，市场对 2023 年开启转基因玉米的种植，有一定的预期，但参考国际上的情况，转基因种子的使用对单产的提升相对有限，规模化生产以及精细化管理能力对单产的影响更为核心，加上推广初期的渗透率或不高，转基因种子的使用对单产影响暂时不大，核心因素仍是天气。不过，由于不利天气对最终产量的影响有较强不确定性，其影响范围和程度的确定依赖于较大深度和广度的调研，容易出现阶段性炒作行情。预计 2023 年生长期前期，市场仍将计入一定的天气风险升水。

图表 14：大豆玉米价格比持续降低



资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

图表 15：大豆玉米种植补贴走势



资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

### 3、需求：饲用强而深加工弱

#### 3.1、饲用需求：存栏量预计增长，能量饲料需求预期增加

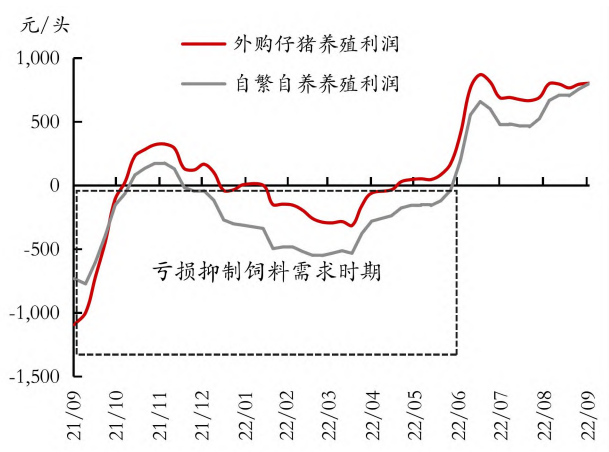
##### (1) 生猪

能量饲料是玉米最主要的需求，占比稳定在 60%以上，其中猪料占 40%以上，肉禽料占 30%左右，蛋禽料约占 10%，因猪肉在肉类替代关系中占据主导，禽周期常跟随猪周期波动，故猪料是能量饲料需求量最核心的影响因素。猪料需求量同时受到存栏量和利润

的影响，二者的方向通常相反。当生猪养殖处于亏损状态，养殖企业通常以成本管理为主，饲料需求量会受到明显抑制；当养殖有适当的利润，存栏量的影响则占主导。

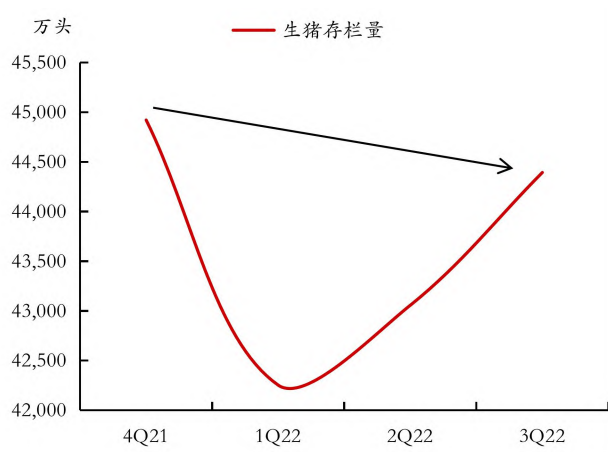
21/22 年度，生猪养殖的利润经历了从深度亏损向周期顶点的跨越，存栏量大体呈现前高后低的趋势；22/23 年度，根据能繁母猪存栏量预测，走势或与上一年度正好相反，存栏量预计将逐渐增加，利润预计将波动下降，但出现 2021 年 9 月及 1Q22 时期深度亏损情况的可能性较小，因此不大可能出现饲料需求因亏损而受到抑制的情况。不过，进入 23 年下半年，猪料需求的不确定性将有所增大，一是由于 7、8 月份是传统的猪肉消费淡季，价格大幅波动的风险增大；二是随着天气炎热，猪的采食率可能会受到一定的抑制。总体而言，生猪养殖对能量饲料的总需求预计将大于上一年度，并且呈现随时间增加的趋势。

图表 16: 21/22 玉米市场年度对应的生猪利润走势



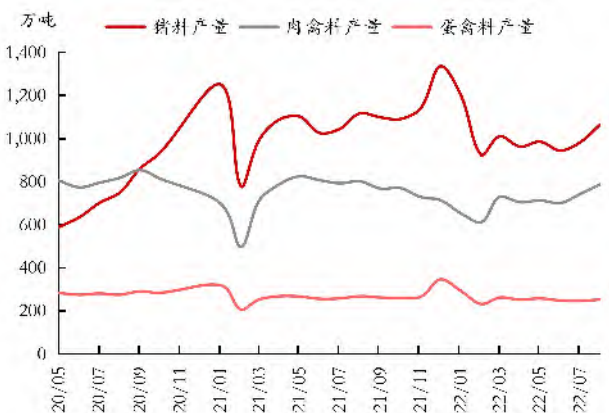
资料来源: Wind、东证衍生品研究院

图表 17: 21/22 玉米市场年度对应的生猪存栏前高后低



资料来源: Wind、东证衍生品研究院

图表 18: 全国工业饲料产量主要养殖品种走势



资料来源: Wind

图表 19: 全国工业配合饲料产量 7 月开始环比增长



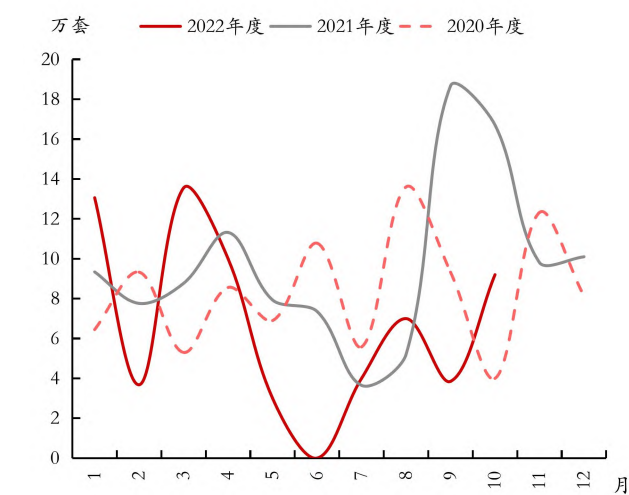
资料来源: Wind

## (2) 白羽鸡

由于禽料的生产加工毛利率与猪料相比更低，商品化率更高，因此**禽料需求量对养殖的利润的敏感性与生猪相比较小，存栏量是更具有决定性的因素**。理论上，从祖代种鸡引入到第一只商品代肉鸡的出栏，大约需要14个月，若有延迟淘汰、强制换羽以延后生产，则上限可达2.7年；由于祖代、父母代种鸡大约需要9个月的时间达到生产的高峰，故**祖代种鸡更新量的变动传导至商品代肉鸡的出栏量，大约需要1年半左右的时间**。

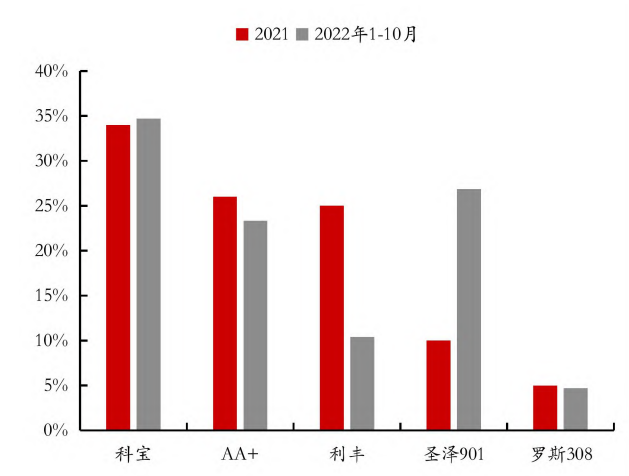
钢联数据显示，祖代种鸡更新量在2021年9月显著增长，随后持续保持相对较高水平，直到2022年4月因受海外禽流感而下跌，5-7月海外引种中断，以国内自繁更新为主。根据理论上的传导时长推算，**在2023年10月之前，白羽鸡存栏量预计都将保持相对较高的水平**，若考虑到市场上存在后续将缺乏种鸡的预期，存栏量减少的时点可能会进一步延后。故**2023年白羽肉鸡存栏量总体上预计将保持较高水平，对肉禽料需求量保持高位有一定的支撑**。

图表 20：全国白羽肉鸡祖代引种更新量走势



资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

图表 21：白羽鸡祖代更新量海外品种占比普遍下降



资料来源：MyAgric

### 3.1、深加工需求：产能惯性增加而开工率下降

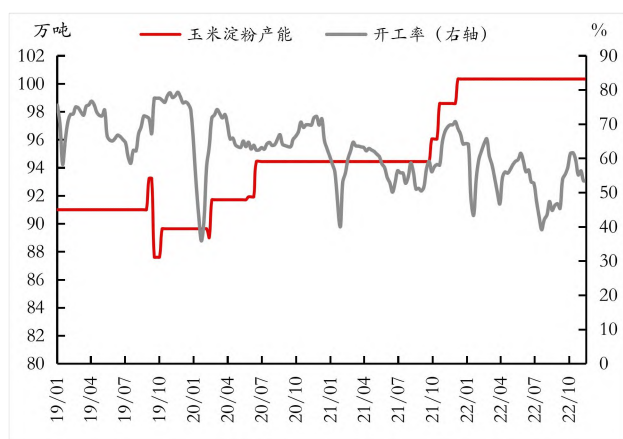
深加工消费以玉米淀粉为主，占比稳定在50%以上。自玉米市场化改革以来，在临储去库时期深加工补贴政策的激励下，淀粉产能持续增长。近两年，受消费者减糖趋势的影响，加上玉米价格上涨对淀粉部分需求的挤出，以及近两年疫情对消费的负面影响，淀粉的需求持续弱势，库存水平较高，行业开工率较低。

今年9月以来，胚芽粕、蛋白粉等淀粉的副产品，作为主要蛋白饲料原料的替代品，在豆粕价格的带动下呈现上行趋势，为淀粉企业带来了较高的盈利，支撑了行业开工率和玉米深加工消费量的回升，后续随着豆粕现货价格逐渐回归正常水平，副产品盈利回落，开工率也将逐渐回归低位。因此，**预计22/23年度行业开工率水平同比将有所下降，但**

在产能有所增加的情况下，深加工需求量的降幅或不大。且玉米的深加工消费量占比约30%，对需求的影响不及饲料。

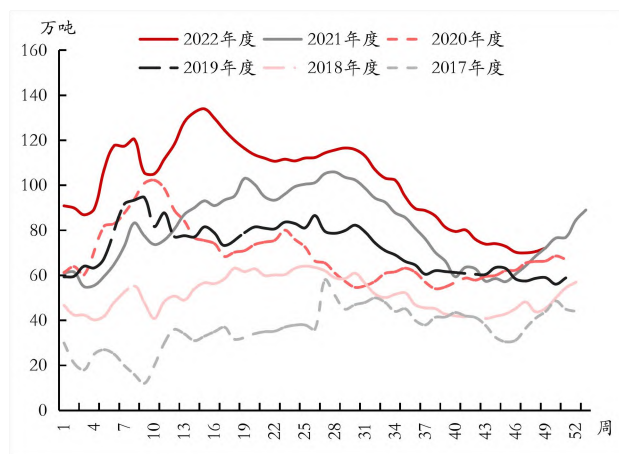
从时间节奏上看，抛开常规的季节性因素，玉米的深加工耗用量或呈现前高后低的趋势。由于胚芽粕等副产品的价格回落至低点需要一定的时间，当前淀粉企业整体盈利仍为正，开机率短期降幅或不大，而后期淀粉的去库压力将推动开机率明显下降。不过，防疫政策已有所调整，深加工需求后期有随消费回暖可能，但政策对终端消费的影响仍待观察。

图表 22：玉米淀粉产能增加而开工率下降



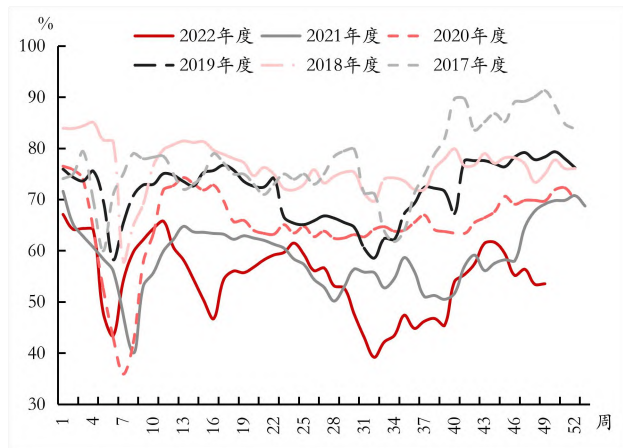
资料来源：MyAgric

图表 23：与历史同期相比，淀粉厂淀粉库存较高



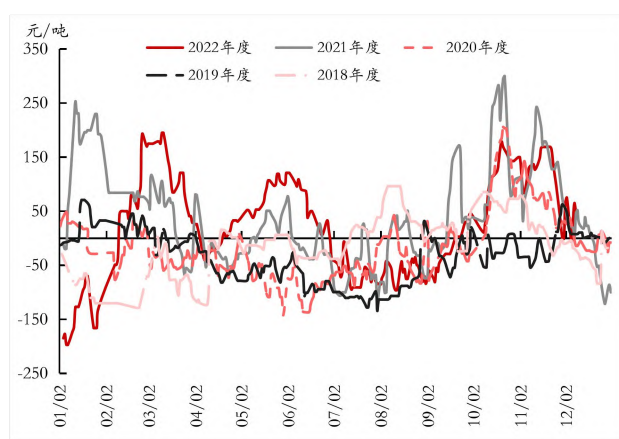
资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

图表 24：与历史同期相比，玉米淀粉企业开工率较低



资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

图表 25：主要玉米淀粉企业盈利走势



资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

#### 4、替代品供给

如今参与玉米定价的替代品呈现多元化趋势，根据其现阶段在玉米市场影响力的强弱，大体可分为如下三类，本报告将对核心以及潜在核心替代品逐一进行讨论。

小麦进口政策与玉米相似，在 963.6 万吨的配额内征收 1% 的关税，配额外征收 65% 的关税，但因进口主要为食用品种调剂所需，加上当前小麦面临的国际供需形势也较为紧张，因此预计进口小麦仍将是影响微弱的常规替代品。DDGS 自中美贸易摩擦以来，高额的双边关税使得来自美国的进口量大幅减少，且未有新的来源国作为补充，故其对玉米的影响力基本可以忽略。

高粱、大麦属于杂粮，无进口配额限制，但如果到岸价格有优势则有跻身核心替代品的可能。此外，国有企业额外定向进口的玉米储备也是国家调控价格的备用子弹之一。

截至目前，进口玉米、国产小麦和陈化稻谷已经在玉米期货的定价中展现过较大的影响力。其中国产小麦由于价格相比玉米不一定具备优势，故其饲用量现阶段也主要由市场价格决定。而陈稻因无法进入食用领域，其价格显著低于玉米，故替代量主要取决于国家的拍卖投放量，目前仍是强政策性的变量，主要用于约束玉米价格的过度上涨。

图表 26：玉米替代品分类（根据现阶段在玉米市场影响力的强弱分类）

分类	常规替代品	潜在核心替代品		核心替代品		
备注	影响力微弱	有进入定价体系的潜力		在定价体系中影响力较强		
品目	进口小麦、进口 DDGS	高粱、大麦	进口玉米储备	陈化稻谷	进口玉米	国产小麦
现阶段主要决定因素	国际市场价格	国际市场价格	调控政策	调控政策	国际市场价格	国内价格

资料来源：东证衍生品研究院

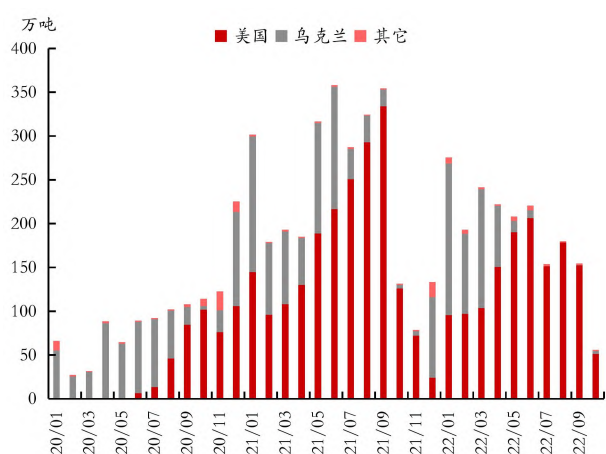
##### 4.1、进口玉米

目前，我国进口玉米中直接流入市场的数量，主要受进口利润驱动。我国玉米进口实施配额管理，在 720 万吨的配额之内，关税为 1%，超出配额的部分，关税为 65%。在 2020 年中美贸易协定签订之前，我国规定进口配额必须自用，并且如果国营企业未能完全使用其配额，也不会再重新分配，因此每年的进口配额从未足额使用。2020 年的中美贸易协定签订之后，我国消除了配额足额使用的政策障碍，国内的供应缺口使得进口量占比提升，国内外玉米期货价格的联动性也增加。协议签订后，国家也委托了国营企业在关税配额之外定向进口美国玉米，放入临时储备以作市场调控所用。

目前，我国的主要进口来源为美国，第二大进口国为乌克兰，但自俄乌冲突爆发以来，乌玉米进口已大幅减少，巴西则成为了较为明确的潜在的补充来源国。它们也是世界玉

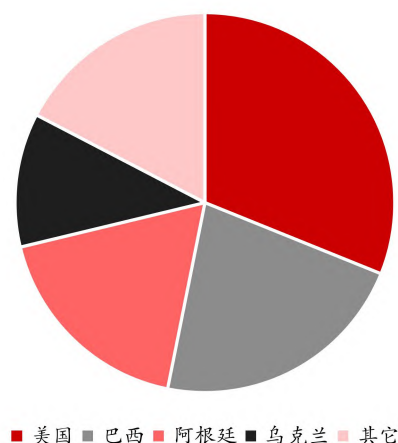
米的主要出口国，对国际玉米价格有决定性作用。历史上，我国来自巴西的玉米在数量上可忽略不计，主要是由于巴西距离较远，运费较高，加上此前通过审批可以进口的巴西转基因玉米品种相对有限，在成本无优势的情况下，企业并无大量采购巴西玉米的动力。当前，乌克兰玉米“缺席”全球市场，美玉米价格较高，巴西玉米成本优势开始显现。据外媒体消息，2022 年 11 月巴西或有 20 万吨玉米运往中国，进口商为国企中粮集团，尽管可能暂不会直接流入市场，但巴西玉米已经在我国进口结构中占据一定份额，待明年下半年巴西二季玉米大量收获，或与美玉米直接竞争，并补充部分缺失的供给。

图表 27：2020 年以来我国玉米进口来源国变化



资料来源：Wind

图表 28：21/22 年度全球玉米主要出口国



资料来源：Wind、东证衍生品研究院

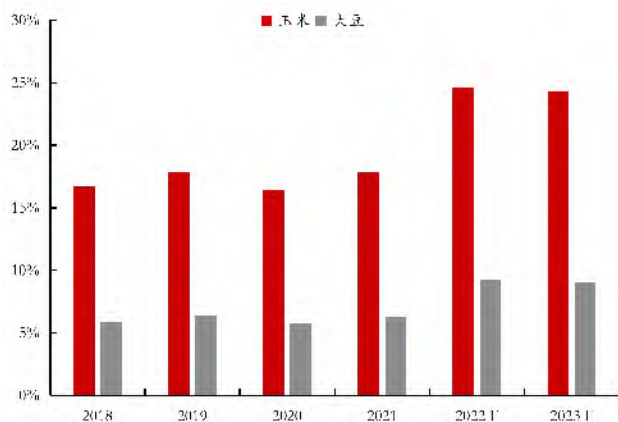
#### 4.1.1、南美产量未定，国际价格仍需“看天”

##### (1) 美国：22/23 减产已成定局，23/24 产量预期仍有疑云

22/23 年度，在化肥成本上涨的影响下，玉米种植面积明显下降。受拉尼娜现象的影响，美国遭遇了严重的干旱，单产明显下滑，并且水位下降也限制了船运能力。12 月 USDA 供需报告显示，美玉米产量预估同比下降 7.6%。不过，禽流感对白羽鸡存栏量的影响预计将减少美国饲料需求，故 22/23 年度美玉米面临的消费同比预计也有一定下滑。12 月 USDA 供需报告预计，美玉米库消比将从上一年度预估的 9.21% 下降至 8.91%，支撑美玉米价格中枢同比上行。

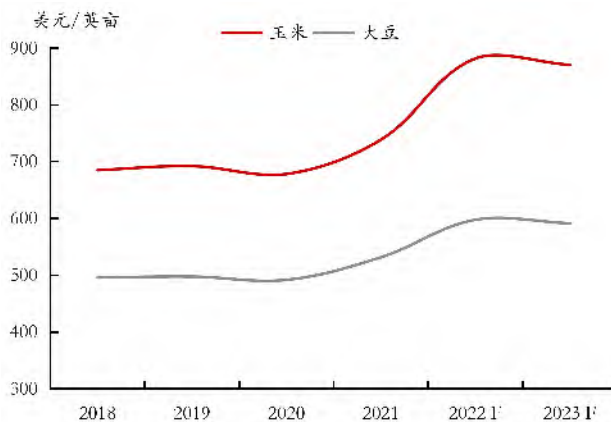
尽管当前玉米价格并不低，但美国 23/24 年度的玉米面积目前也暂无明确的增长预期。美国大豆与玉米也存在争地问题，农民的面积分配与当年种植期的 CBOT 大豆/玉米比价高度相关。尽管当前 CBOT 大豆/玉米比价处于低位，但是，化肥成本在玉米种植成本中占比高达 25%，而在大豆占比不到 10%，当前化肥成本高企对玉米面积也有一定不利影响。

图表 29: 美国玉米种植成本中化肥占比高于大豆



资料来源: USDA、东证衍生品研究院

图表 30: 近两年美玉米种植成本大幅上涨



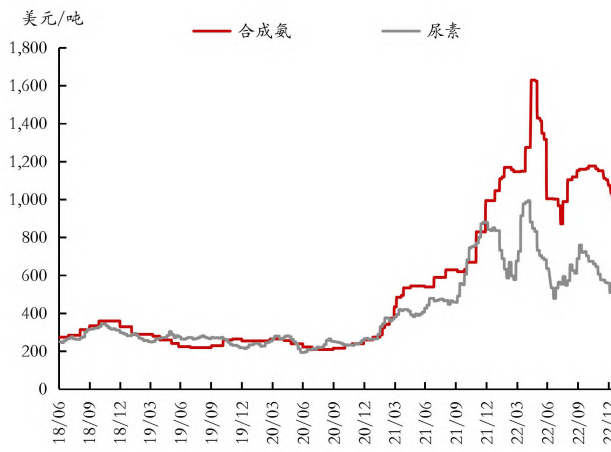
资料来源: USDA、东证衍生品研究院

图表 31: CBOT 大豆玉米价格比走势



资料来源: Wind、东证衍生品研究院

图表 32: 国际氮肥价格持续高位震荡



资料来源: MyAgric

图表 33: 美国玉米供需平衡表

单位	指标	18/19	19/20	20/21	21/22 估计		22/23 预测	
					11 月	12 月	11 月	12 月
百万英亩	种植面积	88.9	89.7	90.7	93.3	93.3	88.6	88.6
	收获面积	81.3	81.3	82.3	85.3	85.3	80.8	80.8
蒲/英亩	单产	176.4	167.5	171.4	176.7	176.7	172.3	172.3
百万蒲	产量	14341	13621	14112	15073	15073	13930	13930
	进口量	28	42	24	24	24	50	50
	新增供给量	14369	13662	14136	15097	15097	13980	13980
	国内消费量	12220	12187	12069	12484	12484	12025	12025
	出口量	2068	1777	2753	2471	2471	2150	2075
	当期消费量	14289	13964	14821	14955	14955	14175	14100
	当期结余量	80.4	-301.3	-685.0	142	142	-195	-120
	期初库存	2140	2221	1920	1235	1235	1377	1377
	期末库存	2221	1920	1235	1377	1377	1182	1257
	库消比	15.54%	13.75%	8.33%	9.21%	9.21%	8.34%	8.91%

资料来源: USDA、Wind、东证衍生品研究院

## (2) 南美: 未来国际价格走向的核心影响因素

**巴西:** 南半球 22/23 年的新作尚处在种植生长期, 其中巴西在 21/22 年度受拉尼娜的负面影响相对较小, 预估单产已经明显修复。新年度, 巴西的种植面积预计在高价格的刺激下将继续增加, 因此市场预期其丰产。据外媒消息, 截至 12 月 9 日, 巴西 2022/23 年度首季种植面积达到预计播种面积的 98%, 去年同期为 97.1%, 过去五年同期为 97.8%。预计巴西首季玉米受拉尼娜现象的影响有限, 但产量占比更大的二季玉米产量仍有一定变数。

**阿根廷:** 阿根廷早播玉米受干旱影响较为严重, 截至 12 月 6 日的一周, 阿根廷 2022/23 年度种植进度为 32.7%, 比一周前高出 7.3%, 但是仍比去年同期低了 5.2%。但其产量也以晚播玉米为主, 相应的天气未有定论, 加上种植分散, 市场预期其新作产量或有一定增幅。总体而言, 2023 年的国际玉米价格对天气的敏感性或仍较高。

## (3) 乌克兰: 黑海协议顺利续签, 影响逐渐减小

乌克兰为全球第四大玉米出口国, 自俄乌冲突之后, 粮食种植受到明显影响, 但出口封锁导致影响更为严重, 大量旧作玉米累库, 故粮食外运通道的畅通与否是市场关注的重点。黑海粮食协议于 7 月 22 日签订, 11 月 19 日到期后顺利续签, 有效期仍为 120 天, 乌克兰粮食的正常外运暂得保障, 对国际粮价的影响预计将逐渐减少。乌克兰农业部的数据显示, 截至 12 月 12 日, 2022/23 年度(始于 7 月)乌克兰玉米出口量已达 1051 万吨, 月均出口量约 230 万吨, 按此数据简单线性外推, 若第二次黑海粮食协议到期后再度顺利续签, 则乌玉米年度出口量或可达 2500 万吨; 若第二次协议不再续签, 则出口量预计为 1800

万吨左右。

#### 4.1.2、进口利润修复预计有限

12月 USDA 供需报告预计，22/23 年度全球主产国减产幅度大于增产幅度，总产量预计同比下滑 5%，期末库存预计同比下滑 3%，供需同比有所收紧。因此，**国际价格预计延续高位宽幅震荡之势，美玉米种植成本应为国际价格的强力底部支撑**。USDA 预估 22/23 年美玉米种植成本约为 5.1 美元/蒲，考虑一定的贸易成本，CBOT 玉米的理论价格底部预计在 600 美分/蒲左右，较为接近 2022 年 7 月宏观与基本面共振之下 CBOT 活跃合约的价格底部 562 美分/蒲，彼时因海运费和汇率较高，玉米理论进口利润在盈亏平衡线附近震荡。

图表 34：全球玉米供需平衡表

单位：百万吨	18/19	19/20	20/21	21/22 E	22/23 F
全球:玉米:期初库存	340.97	322.41	307.41	292.54	307.09
全球:玉米:产量	1124.92	1120.13	1129.20	1216.87	1161.86
全球:玉米:进口	164.42	167.66	184.94	183.90	176.42
全球:玉米:饲料消费	703.88	716.03	723.98	751.28	735.25
全球:玉米:国内消费总计	1144.82	1136.17	1144.08	1202.31	1170.55
全球:玉米:出口	181.71	172.25	182.70	202.51	181.63
全球:玉米:期末库存	321.07	306.37	292.54	307.09	298.40

资料来源：USDA、Wind、东证衍生品研究院

图表 35：美玉米种植成本对应的进口到岸完税价底部估算

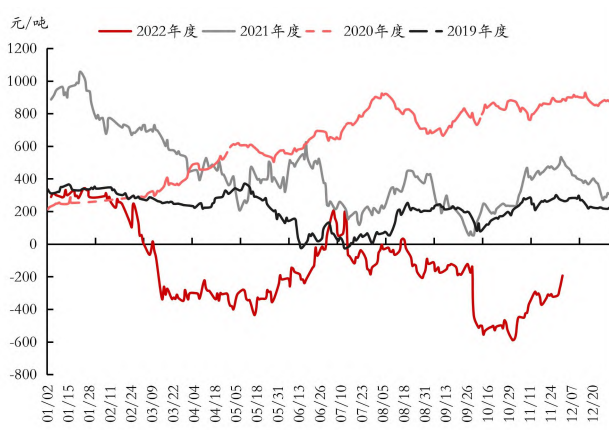
单位	项目	估计值
美元/蒲	种植成本预估	5.1
	期货价格预估	6.1
	港口基差底部支撑线	1
美元/吨	FOB 价预估	277.6
	国际运费近年均值	50
-	国内进口增值税率	9%
	配额内关税	1%
元/美元	人民币汇率预估	6.9
元/吨	其它费用均值	100
	到岸价	2588

资料来源：USDA、东证衍生品研究院

2022 年美玉米进口利润以倒挂为主，进口数量持续下降，在美玉米种植成本对国际价格支撑力较强的背景下，进口利润更进一步的修复，预计将主要依赖于运费的下降和人民

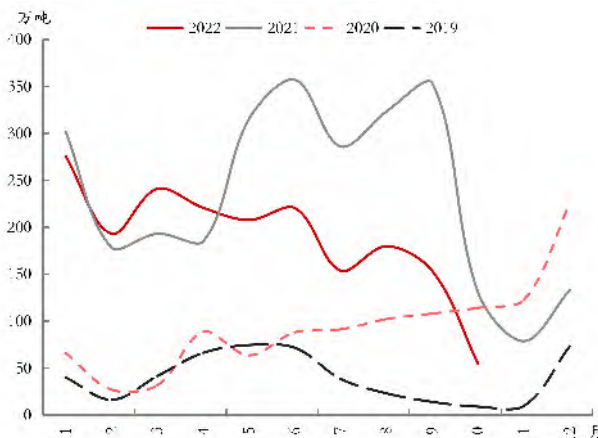
币汇率的改善，空间预计较为有限。若按照近年国际运费均值、近两年港口基差的底部支撑线、6.9 的人民币汇率以及配额内的关税税率估算，进口到岸价的底部约为 2588 元/吨，与国内种植成本折北港平仓价较为接近。总体而言，在国际粮价高位震荡的背景下，预计 22/23 年度玉米的总进口量和直接流入市场的进口量，将同比明显减少。

图表 36：美玉米理论进口利润走势



资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

图表 37：2022 年初以来我国月度玉米进口量呈下滑趋势



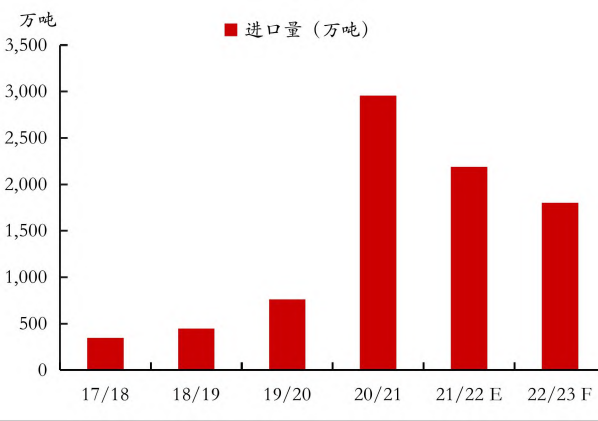
资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

图表 38：2022 年以来美玉米到岸完税价走势



资料来源：MyAgric

图表 39：预计我国新年度进口玉米量下降



资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

## 4.2、进口杂粮

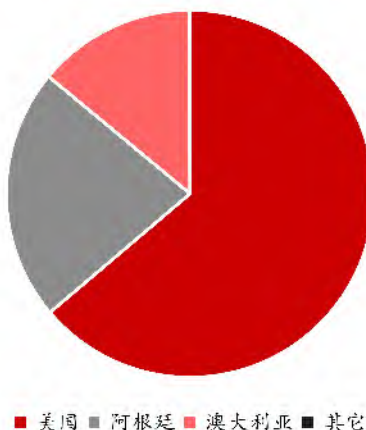
高粱、大麦由于不是主粮，在我国种植面积较小，主要依靠进口，依存度在 80%左右。国产的高粱、大麦因成本较高，且品种上更适合用于酿酒，用于饲料消费的量很少，而进口部分则主要用于饲料，进口部分中，酒用部分保持相对稳定，进口量的变化基本反

映了饲用消耗量的变化。

### (1) 高粱

美国是我国高粱的主要进口来源国，在中美贸易摩擦有所缓和之后，进口量有明显恢复，此后因需求缺口，进口量有所增长。2022 年 5 月以来，美产高粱到港价与玉米的价格比波动上行，性价比下降使得进口高粱呈波动下行趋势。近期广东港的美产高粱现货价格和玉米的比价在 95% 左右，相比 2021 年 90% 左右的低点，位置较高，就绝对数值而言也并不具备显著替代优势，理论上，高粱玉米比价在 87% 左右则替代优势明显。22/23 年度，美国的干旱也严重影响了高粱的单产，12 月 USDA 供需报告预计产量同比下降 47%，国内外需求总量同比下降 36%，库消比下降 3.7 个百分点至 9.1%，因此新年度美高粱价格中枢预计将同比上行，高粱性价比或进一步下降，进口量预计继续下行。

图表 40：我国高粱进口来源以美国为主



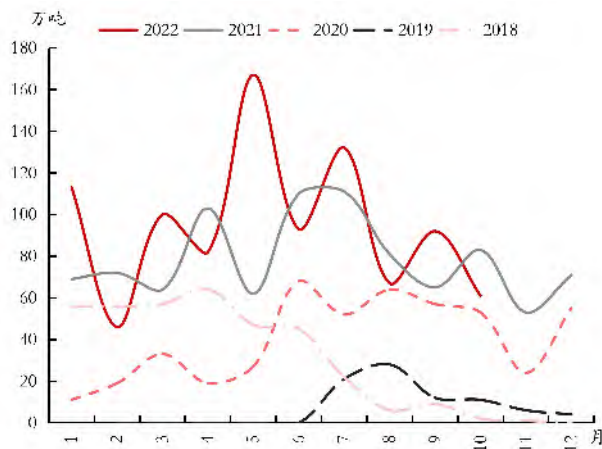
资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

图表 41：美高粱与玉米价格比



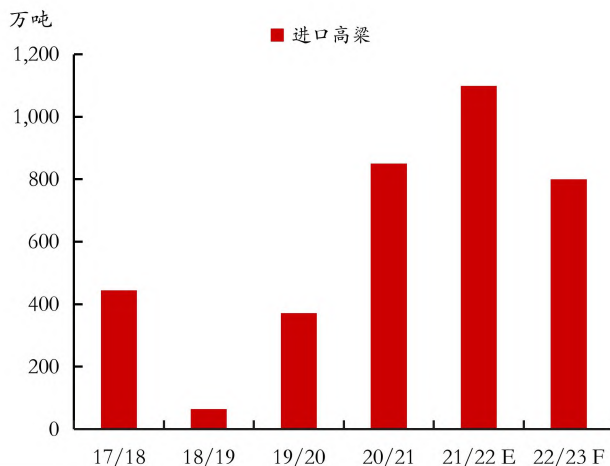
资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

图表 42：我国高粱月度进口量 5 月起波动下行



资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

图表 43：22/23 年度高粱进口量预计同比下降



资料来源：MyAgric、东证衍生品研究院

图表 44: USDA 美国高粱供需平衡表

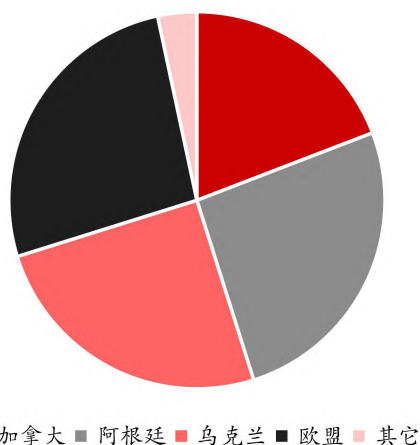
单位: 百万吨	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22 E	22/23 F
产量	11.00	15.16	12.19	9.19	9.27	8.66	9.47	11.38	5.99
进口量	0.00	0.13	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
新增供给量	11.00	15.29	12.24	9.25	9.27	8.66	9.47	11.38	5.99
国内消费量	2.46	6.20	6.27	4.11	6.20	4.37	2.64	3.07	2.79
出口量	8.94	8.64	6.05	5.08	2.36	5.16	7.09	7.47	3.94
当期消费量	11.40	14.83	12.32	9.19	8.56	9.53	9.73	10.54	6.73
当期结余量	-0.41	0.46	-0.08	0.05	0.71	-0.86	-0.25	0.84	-0.74
期初库存	0.86	0.46	0.94	0.84	0.89	1.63	0.76	0.51	1.35
期末库存	0.46	0.91	0.86	0.89	1.60	0.76	0.51	1.35	0.61
库消比	4.0%	6.2%	7.0%	9.7%	18.7%	8.0%	5.2%	12.8%	9.1%

资料来源: USDA、Wind、东证衍生品研究院

## (2) 大麦

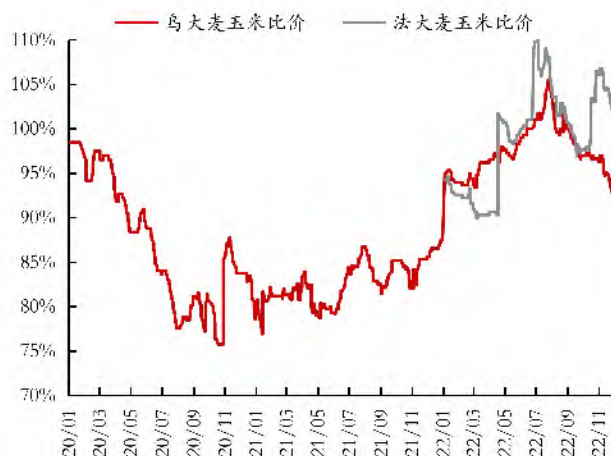
我国大麦进口来源较分散, 主要有乌克兰、欧盟、加拿大、阿根廷, 其中阿根廷的大麦主要用于酿造啤酒。作为能量饲料, 一般认为 1 单位大麦约可替代 0.9 单位的玉米, 从性价比来看, 2022 年进口大麦相对玉米价格上涨, 进口量下降。11 月法国大麦到岸价格过高, 目前已经价格比已超过 100%, 进口价格倒挂严重; 乌克兰大麦自黑海协议签订以来, 与玉米的价格比进入下行通道, 目前接近 90%, 有一定进口利润, 但受到俄乌局势影响, 不确定性较高。总体上, 预计玉米的 22/23 年度全年大麦进口量同比略有下滑。

图表 45: 我国大麦进口来源分散



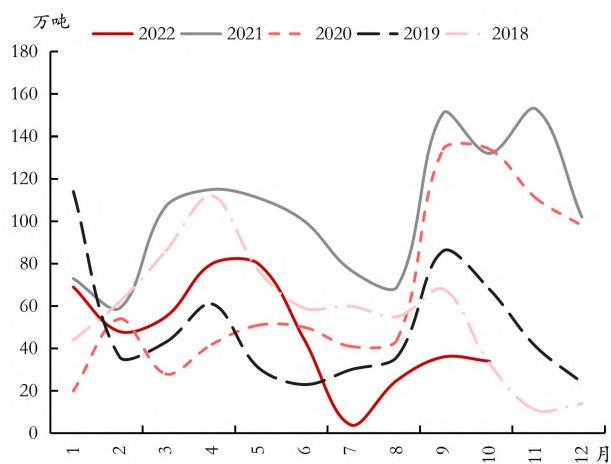
资料来源: MyAgric、东证衍生品研究院

图表 46: 进口大麦玉米价格比



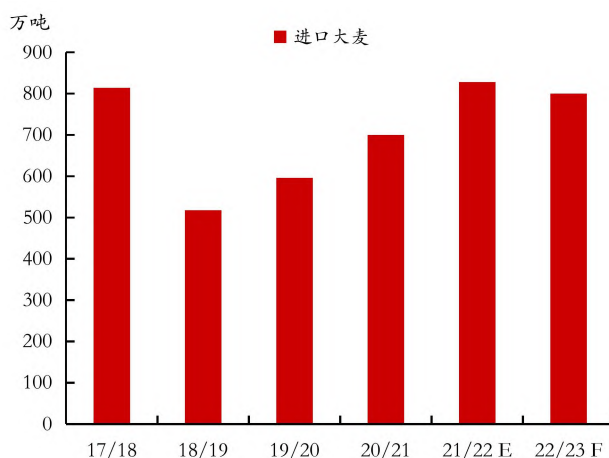
资料来源: MyAgric、东证衍生品研究院

图表 47: 2022 我国大麦月度进口量同比下降



资料来源: MyAgric、东证衍生品研究院

图表 48: 22/23 年度大麦进口量预计同比略降



资料来源: MyAgric、东证衍生品研究院

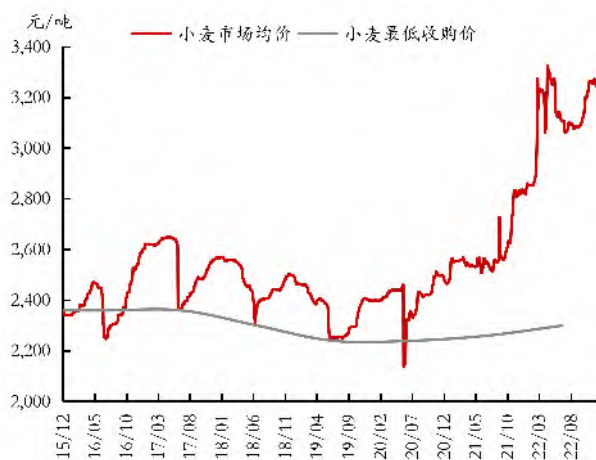
### 4.3、国产小麦：旧作价格暂无优势，新麦上量后或有扰动

小麦、水稻作为主要口粮作物，我国自给率高达 100% 以上，每年有一定的过剩量。20/21 年度，玉米的供给缺口推动其价格上涨，反超小麦价格，小麦开始较大规模地进入饲用替代领域，有效压制了玉米的涨幅，其自身的市场价格也大幅上涨。2021 年 11 月开始，小麦价格回归至玉米价格之上，暂时退出替代视野。

因最低收购价定价过低，小麦托市收购已经连续两年未能成功开启，2023 年政策制定的最低收购价为 2360 元/吨，远低于当前的市场价，预计 2023 托市收购开启难度仍大。经过几年的去库，小麦当前临储库存水平不高，预计接近 4000 万吨，未来临储拍卖量预计较少。新年度，小麦价格或仍以市场化定价为主。近期，小麦均价仍在玉米之上，但价差有缩小之势。

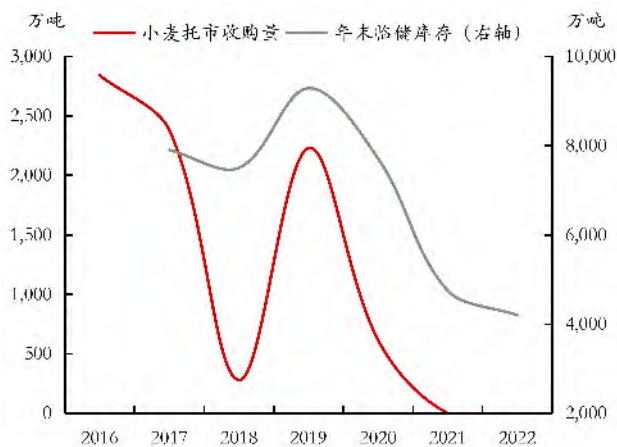
国粮中心三季度的供需报告显示，22/23 年小麦当年结余量预计为 1847 万吨，而 21/22 年度仅为 6 万吨，预计新麦过剩，价格或有下行压力。2023 年 6 月新麦上市之后，小麦可能会具备阶段性的替代优势。20/21 年度，小麦拍卖成交量合计达 4528 万吨，21/22 年度成交量 815 万吨，22/23 年度同比或略有增长，但对比 20/21 年度，能弥补的产需缺口总体上或仍较小。

图表 49: 2020 年起小麦市场价与托市收购价背离



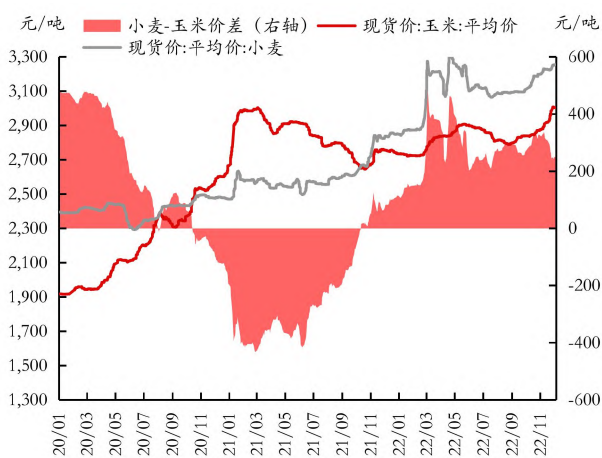
资料来源: MyAgric、东证衍生品研究院

图表 50: 小麦历年托市收购量及年末临储库存量



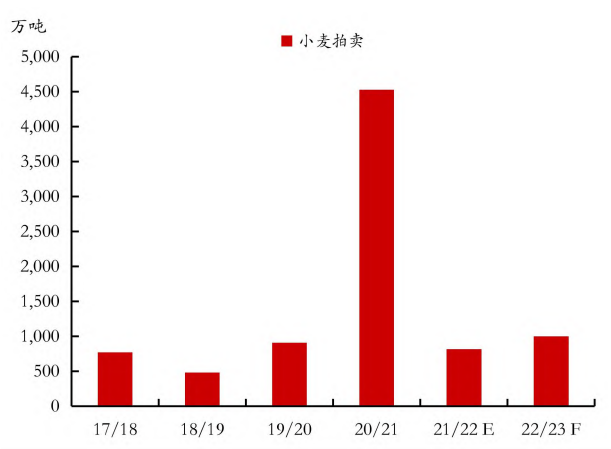
资料来源: MyAgric、东证衍生品研究院

图表 51: 小麦玉米价差走势



资料来源: Wind、东证衍生品研究院

图表 52: 22/23 年度预计小麦替代量同比增幅较小



资料来源: Wind、东证衍生品研究院

图表 53: 中国小麦供需平衡表

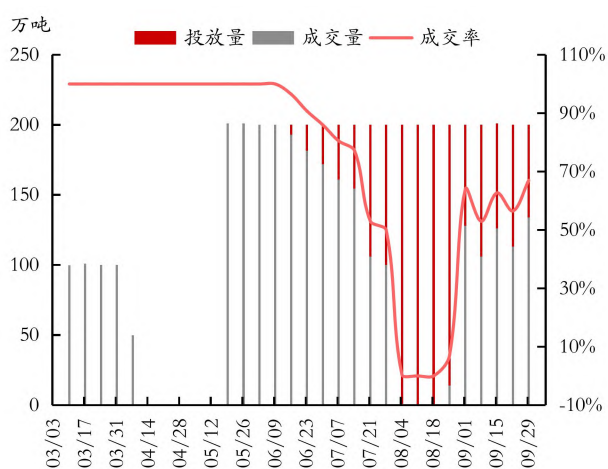
单位: 万吨	20/21	21/22 E	22/23 F
产量	13425	13695	13842
进口量	1043	956	780
国内消费量	14747	14644	12775
出口量	0.1	0.3	0.3
年度结余	-279	6	1847

资料来源: 国家粮油信息中心、东证衍生品研究院

#### 4.4、政策调控：陈稻拍卖+进口储备仍可限制过度上涨

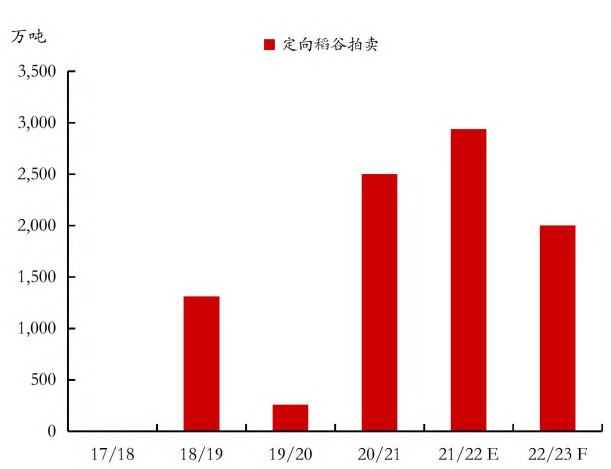
在小麦退出大规模饲用替代领域期间，陈化稻谷接过了替代玉米的接力棒。2022 年 5 月起，为应对粮食安全担忧，定向稻谷周度投放量翻倍，直至 9 月新玉米上市后暂停，21/22 年度，定向拍卖成交近 3000 万吨。经过几年的消耗，陈稻库存或逐渐见底，而每年新增的陈化稻谷一般低于 1000 万吨，新年度可调用的陈稻数量预计将明显减少。不过，玉米临储库存耗尽后，配额外的定向进口玉米成为了政策端调控价格的储备源，根据海关总署的数据推算，2021-2022 年超出进口配额的玉米共有 3000 万吨左右，从中储粮公开的信息看，拍卖量并不多。因此，我们预计政策对价格的调控能力或超过市场预期。

图表 54：2022 年饲用稻谷拍卖情况



资料来源：根据新闻整理、东证衍生品研究院

图表 55：22/23 年度饲用稻谷投放量预计明显下降



资料来源：国家粮油信息中心、东证衍生品研究院

## 5、价格预测

### 5.1、主趋势：宽幅震荡，中枢上移

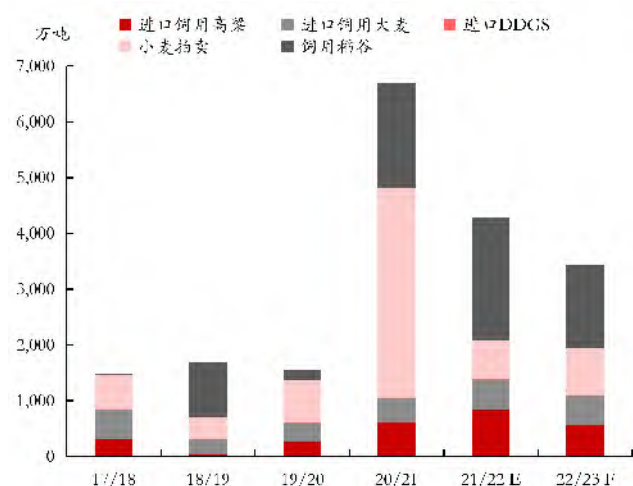
综上，22/23 年度产量基本持平，而总需求预增，使得全年产需缺口预计同比扩大；进口玉米、杂粮和国产小麦等替代品的供应能力下降，故全年供需同比偏紧，年度结余量同比预计明显降低。但政策对价格预计仍有较充分的宏观调控能力，尽管饲用陈化稻谷存量或不足，但进口玉米的储备尚可使用，仍可逢高抑制价格。总的来看，22/23 年度玉米价格预计将震荡偏强运行。

图表 56: 中国玉米供需平衡表

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22 E	22/23 F
播种面积 (万公顷)	4239.9	4213	4128	4126	4332	4305
东北地区	1643.5	1700.4	1654.6	1629.1	1785.4	1742
华北黄淮地区	1530.4	1492.0	1468.6	1480.7	1497.1	1501.9
其它地区	1066.0	1020.5	1005.3	1016.5	1049.9	1061.1
单产 (公斤/公顷)	6110	6104	6316	6317.2	6291	6388
东北地区	6839	6554	7006	6848	6917	6997
华北黄淮地区	5833	5975	5993	6128	5883	6116
其它地区	5385	5544	5654	5741	5808	5622
产量 (万吨)	25907.1	25717.4	26077.7	26067.3	27255.1	27500.3
东北地区	11239.9	11144.8	11591.9	11156.6	12350.2	12350.2
华北黄淮地区	8926.8	8914.6	8801.8	9074.9	8806.9	9185.1
其它地区	5740.3	5658.1	5684.0	5835.8	6098.0	5965.0
进口量 (万吨)	346.7	448.3	759.6	2956	2189	1800
当年新增供给	26254	26166	26837	29023	29444	29300
当年总消费量 (万吨)	27790	27383	27794	27504	27909	28807
食用消费	1862	1865	1870	1880	1880	1880
饲用消费	18500	17390	17800	17800	18200	19200
工业消费	7300	8000	8000	7700	7700	7600
种用消费	126.5	125.9	123	122.5	128	126
出口量	1.9	1.8	1.1	1	1	1
年度结余 (万吨)	-1536.6	-1217.0	-956.8	1519.8	1534.7	493.3

资料来源: 国家统计局、农业农村部、海关总署、国家粮油信息中心、东证衍生品研究院

图表 57: 能量饲料替代品供给 (折算后) 预计减少



资料来源: MyAgric、Wind、东证衍生品研究院

## 5.2、阶段性趋势与估值

### (1) 阶段性趋势：目前预计可能呈“W”型

1-4月，基层售粮进度所决定的市场有效供应，预计仍是定价的核心所在，同时外盘价格波动也有一定影响。售粮高峰来临之前现货价格预计高位震荡，01合约当前贴水程度较高，未来预计有所上行以收基差。3月左右预计真正的售粮高峰将来临，03合约预计在全年中枢价格之下运行为主。

4-6月，期货价格预计偏强运行。一是由于卖压结束，价格有回归中枢的动力；二是生猪养殖的春节淡季结束，饲用需求预计将随着存栏量增长而增加；另外，也正值国内23/24年度和南美二季玉米的生长季，天气将加剧期货价格波动，市场或计入一定的天气风险升水。

6-9月，预计价格震荡回落。一方面是6月国产小麦迎来上市期，根据粮油中心的预测，小麦当年结存量将明显增加，因此价格有望下降，或对玉米形成一定的替代量；另一方面，南美也迎来收获期，巴西玉米预计也将迎来大量入华的时间窗口。

10-12月，迎来23/24年度，预计价格将有一定程度的回升。主要是由于22/23预计结存偏少，而新粮收获需要时间，且农户一般情况下也存在惜售期。

不过，进入下半年，生猪养殖的不确定性相对更强，饲料需求或有变数；另外，南美天气对产量影响的不确定性也较大。

### (2) 估值

玉米价格底部主要受国内种植成本和进口成本的支撑。22/23年度，种植成本折北港平舱价预计在2550-2600元/吨，供需缺口之下该底部支撑力强。按美玉米种植成本和一定的汇率、运费假设，测算的进口到岸价底部，略高于国内的成本线，但也接近2600元/吨。综合判断，新年度玉米价格底部约为2600元/吨左右。

顶部约束预计主要取决于国产小麦的替代量以及政策对价格的调控力度。当前小麦的价格在3200元/吨左右震荡，未来供给的增加，有望回落至3000元/吨左右，预计仍以在玉米价格上方震荡为主。2022年5月是市场对俄乌冲突影响的预期达到历史性高度的时点，主力合约也达到了历史性高点3046元/吨，而随着黑海协议的签订和续签，其影响已经逐渐减小。此外，5月也是饲用稻谷拍卖重启并且加大投放的时点，彼时的价格在一定程度上反映了宏观调控方案对玉米价格最高点的阈值。综合前期的价格走势以及小麦价格判断，预计玉米价格难以突破前期的高点，顶部或在3000元/吨左右。

综合来看，玉米的中枢价格预计约为2850元/吨，与今年10月进入新的市场年度以来的主力合约价格的震荡中枢较为接近。

## 6、投资建议

22/23年度，震荡偏强预计是玉米全年的主要趋势。但阶段性售粮压力对玉米价格的影响

较大，当前主力合约价格略低于全年的中枢水平，卖压释放时可能仍有回落空间。短期建议待卖压释放，长期建议以逢低做多为主要思路，并结合阶段性走势以及顶部和底部的估值，进行波段操作。

## 7、风险提示

天气；替代品储备的超预期投放；宏观金融市场风险等。

### 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，注册资本金 38 亿元人民币，员工逾 800 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、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。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 36 家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 149 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

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)