

从“先破后立”到周期回归

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

玉米: 看跌

报告日期:

2023 年 12 月 18 日

★ 周期何在?

近三年玉米价格都在高位震荡,产业链的利润也长期集中在上游环节,周期性规律似乎不显。高价格刺激农户扩面积的规律并未失效,只是产量的增加以及释放,先后被政策、天气、市场情绪等因素暂时后延。但周期终将轮回,23/24 年或正是长周期拐点的开始。

★ “先破”

在卖压兑现阶段市场交易的不是本年度的平衡表本身,而是周期对产业链利润的再分配。增产显著的共识下,农户销售较积极,贸易商通过不建库、只周转,来倒逼农户让利,从而导致当季的刚需无法承接全年的产量,阶段性供需过度宽松。价格底部基本上由市场情绪决定,而非种植成本。从历史波幅和进口利润的角度看,玉米期货向下跌破 2400 元/吨后,预计跌速将有所放缓,但上涨仍需终端企业和贸易商的建库需求来驱动。

★ “后立”

在价格下跌充分后,下游建库终将启动,部分具备存粮条件的农户也可由供给方转变为“社会库存”这一角色,从而驱动价格开始上涨。下游囤库心态的转变,预计深加工企业领先,饲企跟随,贸易商的投机需求或为最末。5-6 月价格中枢相比 1-3 月预计提升, 7-8 月或将出现年度价格高点(旧作库存消耗叠加生猪均重上可能的利多),根据替代平价关系初步预计或在 2650-2850 元/吨之间。

★ 成本中枢的周期回归

市场交易的重点逐渐转向 24/25 年新玉米的时点,目前预计或在 9 月。2024 年产情目前预测的难度较大,若地租能回到 2022 年的水平,即使单产下降 0-5%,成本中枢也可下降 120-220 元/吨,若新一年玉米供需未明显转紧,则价格预计将下行,开启玉米种植链利润水平回归的长周期。

★ 投资建议

单边: 03 建议保持偏空思路; 05、07 可短空长多,且 07 上方空间相对更大; 目前预计 9 月后可回归做空思路,但变数较大。

套利: 前期可关注 3-5、3-7 反套,后期可关注 5-9、7-9 正套。

★ 风险提示

基层购销心态; 天气; 政策调控; 压栏及饲料需求超预期; 地租下降不及预期等。

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

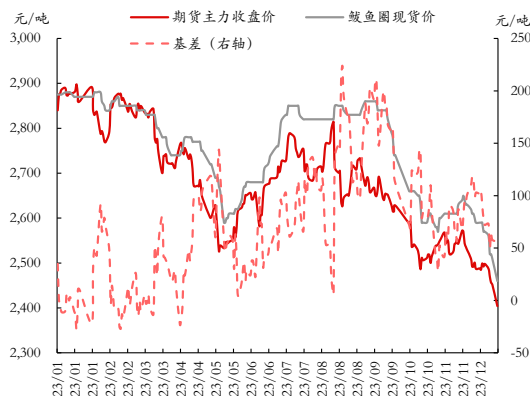
联系人 杨云兰

从业资格号: F03107631

Tel: 8621-63325888-4192

Email: yunlan.yang@orientfutures.com

主力合约行情走势图(玉米)



相关报告

玉米预计先抑后扬,远月或已打压过度_20230928 (季度)

高点难回当初,关注供应节奏_20230630 (半年度)

2023 小麦夏收调研: 饲用替代总量预期下调, 关注供应压力节奏_20230618 (调研)

2023 东北玉米春播调研: 面积预计增长, 成本或需重估_20230507 (调研)

玉米定价体系的重构与演化_20220316 (深度)

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、市场回顾.....	4
1.1、周期何在?	4
1.2、共识与分歧	6
2、23/24 集中售粮期定价核心：售粮压力与囤库需求.....	7
2.1、增产既定，“成本”非底.....	7
2.2、24Q1 季节性供应压力仍在，而“刚需”或将转向平淡	8
(1) 集中售粮期与巴西进口玉米到港高峰预计将持续至 24Q1	8
(2) 24Q1 存栏对饲料的支撑预计减弱，深加工需求亦受春节影响.....	10
2.3、从远端预期看贸易商近端囤库需求	12
(1) 远端预期.....	12
(2) 贸易商安全囤库点位与建库时机.....	12
2.4、终端企业库存亦有较大向上弹性	13
3、远期尚未揭牌的变数.....	14
3.1、2024 年小麦产情：正常单产下，小麦或将短暂出现饲用的价格优势.....	15
3.2、国际玉米市场：潜在利多能否兑现并传导至国内?	16
(1) 高价差+小缺口之下，利多比利空更易传导至国内	16
(2) 未来的变量中，利多因素弹性或更大	17
3.3、需求：24H2，生猪均重和饲料增量是否值得期待?	17
3.4、政策性变量：调控子弹较充足，拍卖可因变制宜.....	17
3.5、2024 年新玉米成本及产量	18
(1) 成本中枢下移可能性高	18
(2) 面积有一定小幅下降的可能.....	19
4、23/24 供需平衡表定调	19
5、价格展望及投资建议.....	21
6、风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 长周期看, 近三年玉米价格均保持高位震荡	4
图表 2: 玉米种植成本上涨, 地租贡献最大	5
图表 3: 玉米种植环节利润分配	5
图表 4: 近年玉米南北贸易以亏损为主	5
图表 5: 2021 年以来, 生猪养殖亏损时长大于盈利	5
图表 6: 近年玉米淀粉企业盈利呈周期性波动	6
图表 7: 近年玉米乙醇企业亏损时长大于盈利	6
图表 8: 2023 年玉米各月合约走势	6
图表 9: 玉米月间价差走势	6
图表 10: 2023 年玉米产量 (12 月预估)	7
图表 11: 东北玉米基层售粮进度	9
图表 12: 华北玉米基层售粮进度	9
图表 13: 巴西玉米出口与中国进口到港节奏	10
图表 14: 2023 年南港外贸玉米库存与巴西到港节奏一致	10
图表 15: 通常巴西玉米出口在 1 月仍然较高	10
图表 16: 当前巴西玉米出口进度较慢, 出口旺季或延长	10
图表 17: 生猪存栏趋势粗估 (根据三方能繁数据)	11
图表 18: 生猪存栏趋势粗估 (根据官方能繁数据)	11
图表 19: 深加工玉米消费量季节性走势	11
图表 20: 木薯淀粉-玉米淀粉价差开始回落	11
图表 21: 不同小麦、豆粕价格趋势下, 玉米价格理论顶部估值	12
图表 22: 贸易商囤库点位与持粮成本	13
图表 23: 近三年深加工企业玉米库存揭示其囤粮需求	14
图表 24: 饲料企业玉米库存天数 (分地区)	14
图表 25: 中国谷物月度进口量 (除玉米)	14
图表 26: 当前大麦具备一定替代玉米的理论价格优势	14
图表 27: 2024 年玉米市场定价核心因素	15
图表 28: 正常单产假设下 24/25 年小麦平衡表的初步预测	15
图表 29: 2023 年 6 月起内外盘玉米显著背离	16
图表 30: 当前进口玉米理论利润处于较高水平	16
图表 31: 2023 年中储粮进口玉米储备拍卖情况	18
图表 32: 进口玉米储备库存估算	18
图表 33: 中国能量饲料原料总量 (2023 年 12 月预测)	20
图表 34: 中国玉米供需平衡表 (2023 年 12 月预测)	20

1、市场回顾

1.1、周期何在？

自玉米步入市场化时代以来，其价格的周期性规律似乎不显。2020 年在国储见底、缺口预期等因素的推动下，玉米期现价格一路攀升，随后在高位持续震荡了 3 年之久；并且 20/21、21/22、22/23 这三个年度，其供需格局也保持着存在产需缺口、而替代品基本能够弥补的状态。

高价格和高相对收益刺激农户扩面积的规律并未失效，只是产量的增加以及释放先后被政策、天气、市场情绪等因素暂时后延。2022 年“扩豆”政策阻碍了玉米面积的上调，同时东北内涝引发单产下降，全年供需趋紧；俄乌冲突又助推了投机者的看涨囤货情绪，故核心替代品小麦当年虽然丰产，但其库存的释放延后；2023 年 6 月，麦收区又遇强降雨，再次减产。此外，在价格上涨的过程中，种植成本亦水涨船高，支撑价格中枢保持高位。

图表 1：长周期看，近三年玉米价格均保持高位震荡



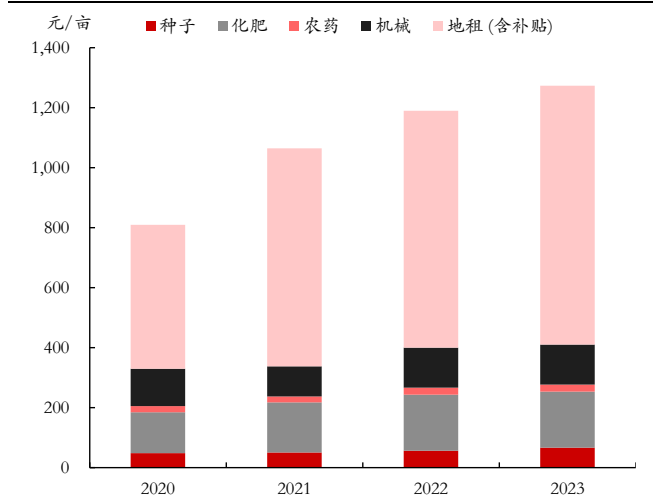
资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

不仅价格水平长期高位震荡，产业链的利润也长期集中在上游环节。在各项种植成本中，地租涨幅最大，出租土地也因此成为近年玉米产业链盈利最稳定且相对丰厚的一环。包地种植本身的盈利在 2021 年达到高点后逐渐式微，玉米贸易商更是因囤货而连续 3 年亏损，养殖行业亦以亏损和尝试去产能为主旋律，深加工行业中的淀粉、乙醇企业也均呈

现微利和周期波动的特征。

但周期终将轮回，23/24 年或正是长周期拐点的开始。2023 年新季玉米大幅增产，长期亏损的下游也开始试图向上游索取利润，种植户身处产业链自下而上的首个盈利环节，不具备囤库条件的农户势必要对下游作出一定让利，更上游的地租预计也将因包地积极性减弱而下调，玉米整体的成本支撑线将逐步回归。

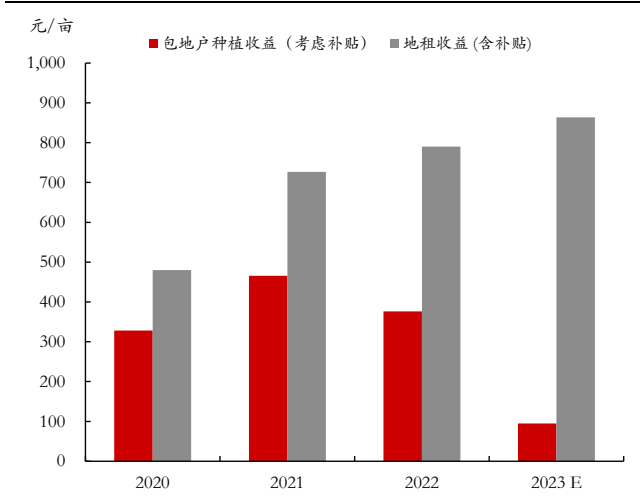
图表 2：玉米种植成本上涨，地租贡献最大



注：以上为黑龙江地区成本数据

资料来源：调研、东证衍生品研究院

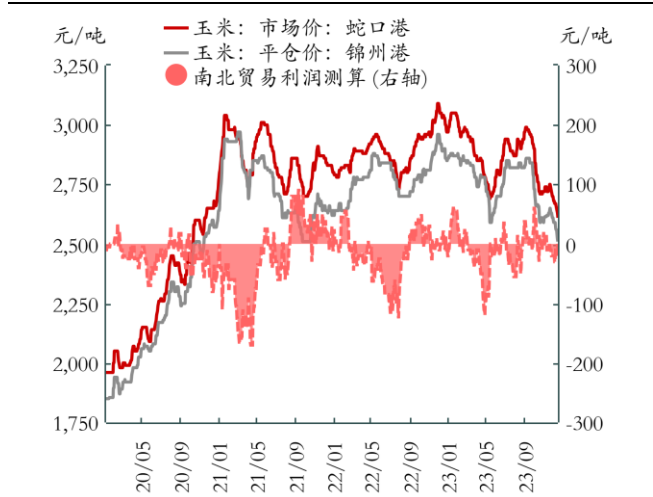
图表 3：玉米种植环节利润分配



注：售粮期销售价格取黑龙江地区 11 月-次年 3 月均价；2023 年的均价计算，数据截止本报告撰写日。

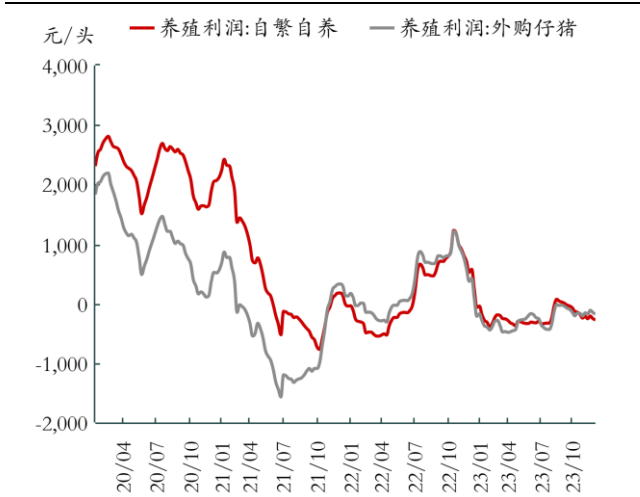
资料来源：调研、东证衍生品研究院

图表 4：近年玉米南北贸易以亏损为主



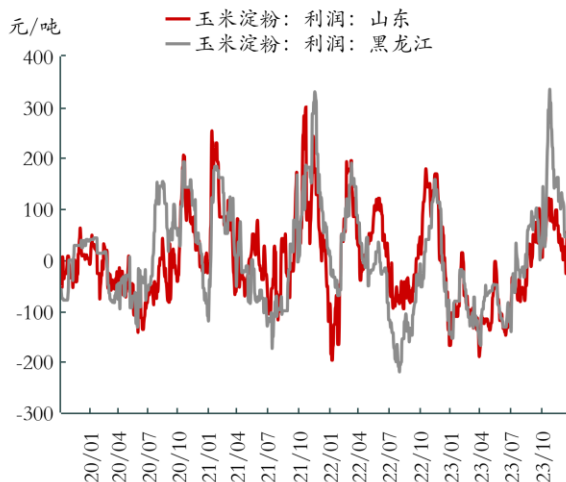
资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 5：2021 年以来，生猪养殖亏损时长大于盈利



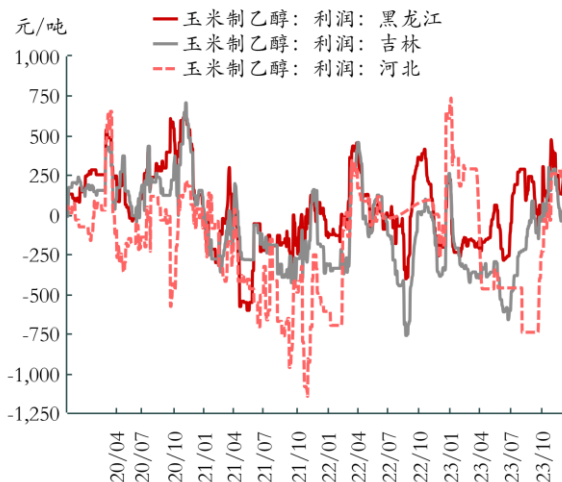
资料来源：Wind、东证衍生品研究院

图表 6：近年玉米淀粉企业盈利呈周期性波动



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 7：近年玉米乙醇企业亏损时长大于盈利

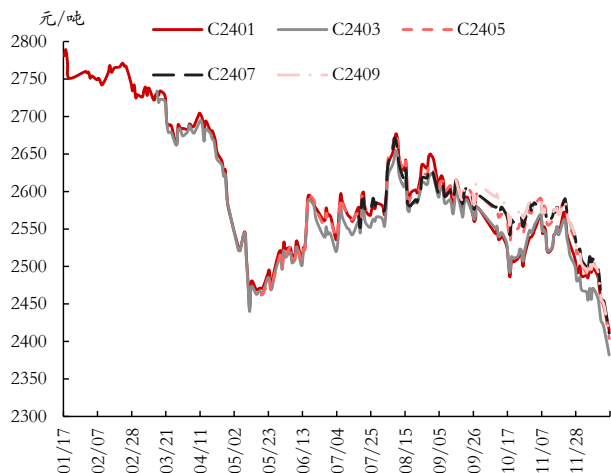


资料来源：Wind、东证衍生品研究院

1.2、共识与分歧

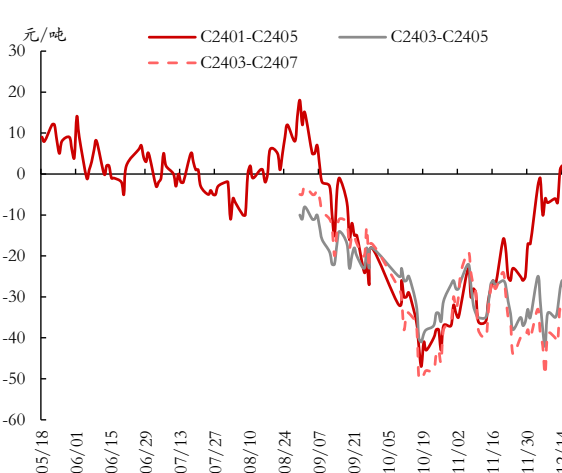
23/24 年度玉米 “高点下移” “先跌后涨” 的观点目前已成为了市场共识，期货市场进入 10 月以来均以下跌为主，11 月的降雪天气虽导致了短暂的反弹，但也很快回到下跌通道；月间价差以 Contango 结构为主，不过由于 01 合约作为近月合约，贴水于现货，更具抗跌性，因此 1-5 月差走势于 10 月下旬起从反套转为正套，“先跌后涨” 的观点转而在 3-5、3-7 月差上体现。反套（或者说先跌后涨）的主要逻辑在于，囤粮企业需要看到利润修复的预期，才会考虑释放囤库需求，而在此之前，当季的刚需难以承接全年的产量供应。

图表 8：2023 年玉米各月合约走势



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 9：玉米月间价差走势



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

当前市场的疑问主要集中在估值上，农户的成本和让利的空间需要在博弈之中得到验证。其次是价格何时将出现明显反弹，只是底部未明，拐点短期暂非关注和交易的重点。

2、23/24 集中售粮期定价核心：售粮压力与囤库需求

2.1、增产既定，“成本”非底

1、产量

2023 年“扩豆”政策虽继续推行，但东北地区大豆和玉米均主要挤压了水稻的面积，华北、西北亦有其它作物改种玉米现象。8 月的台风对黑龙江部分地区的玉米单产的影响虽然略超预期，但辽宁、吉林去年受涝，今年恢复性增产显著，华北、西北单产亦有一定增加。新玉米面积、单产实现双增。

图表 10：2023 年玉米产量（12 月预估）

	20/21	21/22	22/23 E	23/24 F
播种面积（万公顷）	4126	4332	4262	4370
yoy	-0.1%	5.0%	-1.6%	2.5%
东北地区	1629	1785	1700	1765
yoy	-1.5%	9.6%	-4.8%	3.8%
华北黄淮地区	1481	1496	1497	1525
yoy	0.8%	1.0%	0.1%	1.9%
其它地区	1017	1051	1065	1080
yoy	1.1%	3.4%	1.3%	1.4%
单产（公斤/公顷）	6317	6291	6235	6431
东北地区	6848	6917	6670	6860
yoy	-2.3%	1.0%	-3.6%	2.8%
华北黄淮地区	6128	5889	6050	6340
yoy	4.6%	-3.9%	2.7%	4.8%
其它地区	5741	5802	5802	5860
yoy	-1.8%	1.1%	0.0%	1.0%
产量（万吨）	26067	27255	26575	28105
yoy	0.0%	4.6%	-2.5%	5.8%
产量同比变动（万吨）		1188	-680	1530

注：20/21、21/22 年度历史产量来源于国家统计局，近两年同比变动主要以调研情况为基础进行预估。

资料来源：东证衍生品研究院

市场对于今年产量增幅的预估分布在 1000-3000 万吨之间，同比增长 6%-10%，总体呈现“小基数、大增幅，大基数，小增幅”的特征，本就模糊的产量数据，今年分歧更甚。在今年 9 月的秋收调研报告中，我们以统计局的历史产量为基础，给出了新玉米同比增产 1400 万吨的初步结论；现在我们基于近两年的实地调研情况，回溯并下调 2022 年的产量基数，同时也对单产恢复性增长的幅度做出上修，2023 年新玉米同比增产预估为 1500 万吨，仍然靠近市场预期区间下沿。

2、底部估值

既然产量显著增长已达成共识，并且社会囤库意愿大幅减弱，而销售心态总体积极，那么即使是靠近市场预期区间下沿增产幅度，也可造成较大的价格跌幅。截止目前，市场仍未见大量建仓行为，集中售粮期的流通供应必将因此而进一步增加。当前市场普遍认可 2023 年黑龙江包地户种植成本为 2500 元/吨左右，其中地租成本约为其它成本的 2 倍，对于自有地占比 10%以上的农户而言，玉米价格其实很难触及到其真实的亏损线，而我们今年春播调研的情况显示，小规模散户多为纯自有地，相对较大规模的种植户自有地占比也多在 10%以上。因此，大多数农户的惜售情绪预计能够跟随市场动态调整，成本已不再是底。考虑到粮食安全问题以及政策调控能力（目前政策可发力之处较多，如增储、严格保税区玉米进口的监管等），对种植收益提前过度看空并不现实，因此期货对卖压预期难以一次性充分交易完毕，在卖压兑现和产量验证的过程中，期货价格预计将跟随现货销售节奏，呈阶梯式下行。

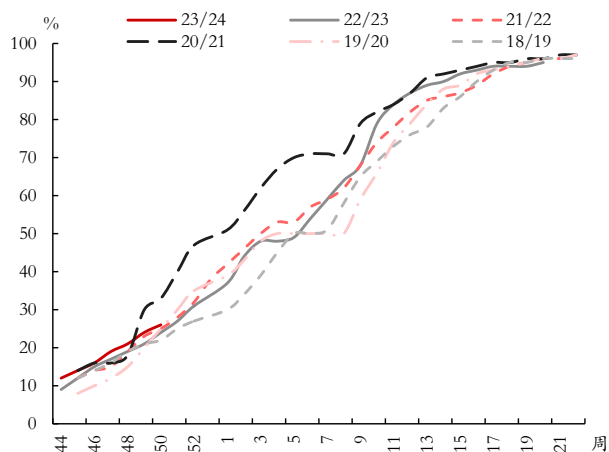
当前玉米的底部基本上由市场情绪决定。从历史波动幅度角度看，自 9 月市场开始交易新玉米增产以来，主力合约已下跌近 300 元/吨，但玉米作为主粮之一波动一直较小，历史上 200-400 元/吨的波动对其而言已经很大，目前已经属于较为极端的情况。从进口利润角度看，当前南港玉米到岸完税价约 2250 元/吨，折北港价格约 2150 元/吨，当前进口利润约 350 元/吨左右，23/24 年度国内仍需要进口玉米弥补供需缺口，需要给出正的进口利润，利润的大幅缩窄预计将对国内玉米下跌产生阻力。玉米期货向下跌破 2400 元/吨后，预计跌速将有所放缓，但上涨仍需要终端企业和贸易商的建仓需求来驱动。

2.2、24Q1 季节性供应压力仍在，而“刚需”或将转向平淡

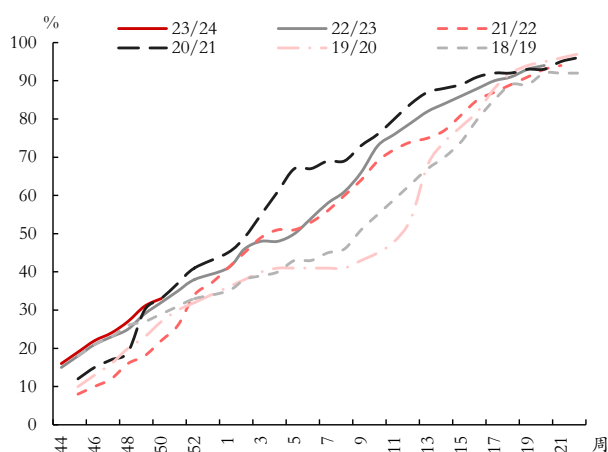
（1）集中售粮期与巴西进口玉米到港高峰预计将持续至 24Q1

国内玉米的集中销售压力通常从 11 月持续至次年 3 月，基层售粮进度曲线中间亦有平缓，主要是春节和阶段性惜售所致。22/23 年度，东北农户虽在政策的鼓励下增加了“栈子粮”“楼子粮”的比例，令玉米能够自然风干从而储存更长时间，但玉米价格 3 月之后急速崩盘，令后期才售粮的农户遭受了明显损失，据悉，部分地区因此出现了转卖“栈子”原材料以回补损失的现象，加上农户对后市预期并不乐观，今年“地趴粮”占比或回归常年水平，东北玉米预计仍将在开春前基本完成粮权转移。

在 2020 年之前，集中售粮期的玉米价格通常因卖压而处于阶段性低点，而过去 3 个玉米年度售粮期价格均为阶段性高点，反而较为特殊，主要是一致看涨预期导致了产地深加工企业、贸易商的抢粮。

图表 11: 东北玉米基层售粮进度


资料来源: Myagric、东证衍生品研究院

图表 12: 华北玉米基层售粮进度


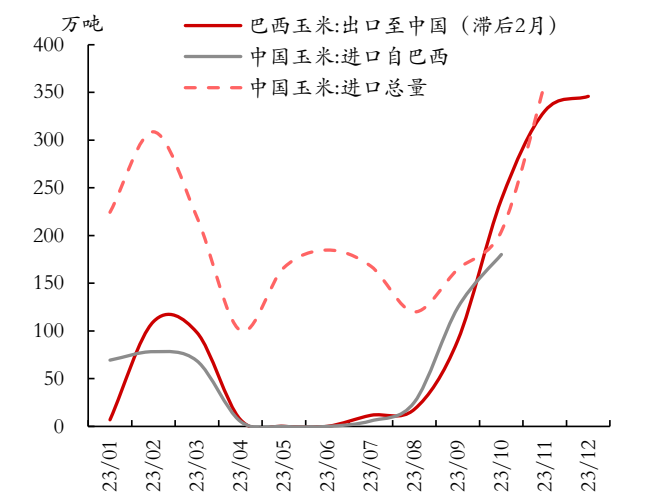
资料来源: Myagric、东证衍生品研究院

2023 年我国新增了巴西玉米这一进口源,以弥补乌克兰玉米的缺失,并且由于巴西玉米 CNF 价格相比美玉米更具优势,加上国内主要国有进口企业在巴西当地的基地优势,我国对美玉米采购明显减少。国内进口玉米到港节奏也因此与巴西玉米出口节奏高度一致。

通常情况下巴西玉米出口将从 7 月(即二季玉米收获后)开始激增,到次年 1 月时仍有相对较高的出口量,而今年巴西的销售和出口进度均明显偏慢,出口旺季或将延长至 2024 年 2 月,对应的中国进口玉米到港压力或将持续至 2024 年 3-4 月。CHS 数据显示,截至 11 月底巴西 22/23 年玉米销售进度仅为 63.01%,为近年同期最低水平,且近年同期多在 70%以上,一方面是二季玉米收割延后,另一方面也是近期巴西种植户亦出现了较明显的惜售行为。根据巴西海关的出口数据,今年 2 月至 10 月,巴西玉米出口总量约 3633 万吨,而 CONAB 预估的 22/23 年度出口量为 5200 万吨,出口进度仅 70%,明显低于近年同期 90%左右的进度。预计 11 月-24 年 1 月,巴西出口量仍将相对较高(预计月均出口量约 500 万吨)。

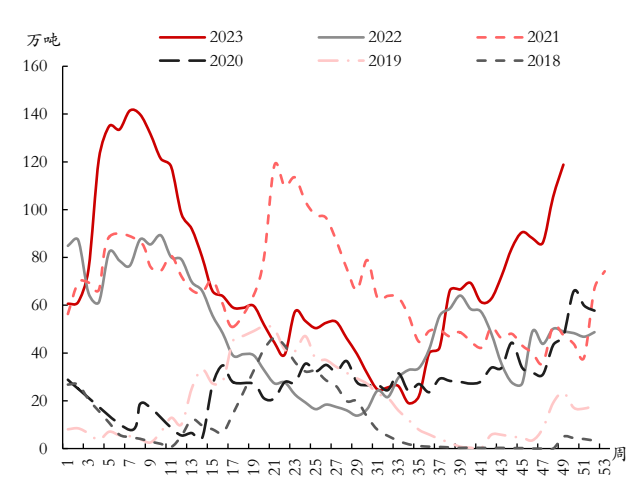
受配额限制,国内 23Q4 的进口玉米预计多数将进入储备库,以进口玉米储备拍卖轮出的形式,为市场贡献供应增量,但进入新的日历年度后,进口玉米预计多数将直接流入市场,造成的压力或相对略大。

图表 13: 巴西玉米出口与中国进口到港节奏



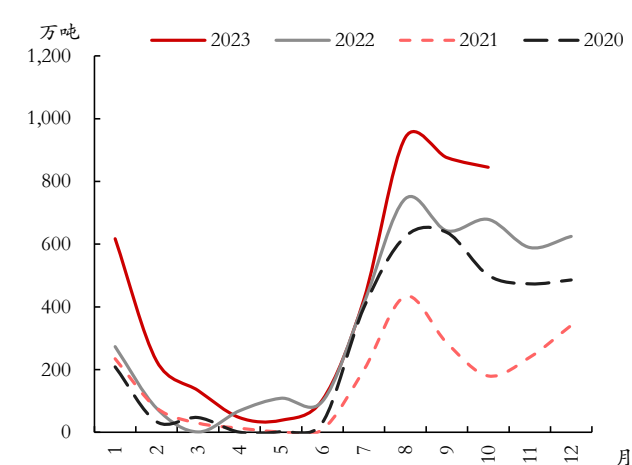
资料来源: 巴西海关、海关总署、东证衍生品研究院

图表 14: 2023 年南港外贸玉米库存与巴西到港节奏一致



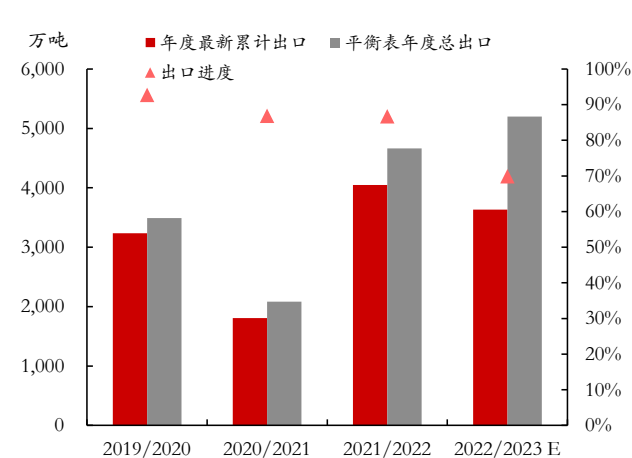
资料来源: Myagric、东证衍生品研究院

图表 15: 通常巴西玉米出口在 1 月仍然较高



资料来源: 巴西海关、东证衍生品研究院

图表 16: 当前巴西玉米出口进度较慢, 出口旺季或延长



注: 最新累计出口截至 23 年 10 月

资料来源: CONAB、巴西海关、东证衍生品研究院

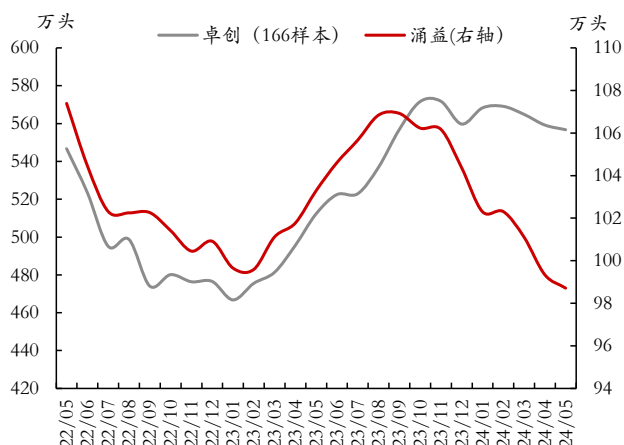
(2) 24Q1 存栏对饲料的支撑预计减弱, 深加工需求亦受春节影响

23Q4 供应端虽有国内集中售粮与进口谷物集中到港的叠加, 下游也无囤库行为, 但“刚性”需求较旺, 亦支撑了现货价格。官方能繁母猪存栏数据和三方数据初步推断的生猪存栏趋势均显示, 四季度的生猪存栏量处于高位, 而明年一季度将环比下降; 当前养殖保持亏损状态, 且春节后又将迎来传统淡季, 盈利端或也较难为能量饲料的需求增添新的支撑。

深加工对玉米的消耗量亦处历史同期高位, 增量主要来自于淀粉和淀粉糖, 一是淀粉糖对糖的替代, 二是玉米淀粉对木薯淀粉的替代。其中木薯淀粉在明年一季度或将夺回部

分被替代的份额，主要是由于东南亚木薯进入收获期，鲜薯供应不断改善，木薯淀粉 FOB 价呈现回落趋势，国内木薯淀粉与玉米淀粉的价差也开始下降。此外，因春节效应，一季度深加工开工也处于淡季。刚需转弱之后，价格上行的驱动力将更加依赖于囤库需求。

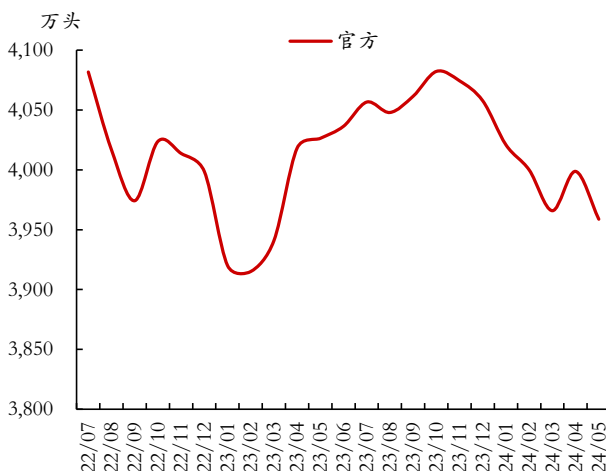
图表 17: 生猪存栏趋势粗估 (根据三方能繁数据)



注：以上数据为 10 个月前能繁母猪存栏量与当期成活率之积，存栏趋势的变动未考虑 MSY、配种率等因素的影响。

资料来源：卓创、涌益、东证衍生品研究院

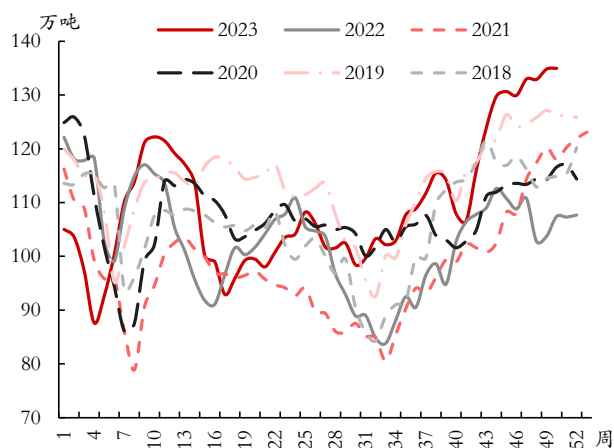
图表 18: 生猪存栏趋势粗估 (根据官方能繁数据)



注：以上数据为 10 个月前能繁母猪存栏量与当期成活率之积，存栏趋势的变动未考虑 MSY、配种率等因素的影响。

资料来源：农业部、统计局、东证衍生品研究院

图表 19: 深加工玉米消费量季节性走势



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 20: 木薯淀粉-玉米淀粉价差开始回落



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

2.3、从远端预期看贸易商近端囤库需求

下游建库的行为的主要影响因素，一是其远端预期给出的相对的安全建库点位，二是价格见底信号的释放。

(1) 远端预期

1、价格高点：出现在 6-8 月的可能性更大。

虽然 5 月季节性卖压预计结束，但饲用需求或仍较平淡，进入下半年后或生猪或将迎来盈利好转甚至压栏和二育，均重上对饲料需求有利多支撑，并且 6-8 月更加临近市场年度末，随着库存的消耗，贸易商挺价相对更为容易。而 8-9 月市场或将逐渐转向交易新一年的玉米供给，目前变数尚较大，对贸易商而言投机风险更大，且届时贸易商也将为新玉米腾库，对当前的囤库行为指导性不高。

2、顶部估值

小麦价格通常被市场作为玉米价格顶部的参考，2024 年小麦仍是以市场化定价为主的一年，其最低收购价虽小幅提升 20 元/吨（调至 2360 元/吨），但依然显著低于当前的价格中枢 3000 元/吨左右。新季冬小麦面积持稳略增，若单产回归常年，则 2024 年 6 月新麦上市预计将驱动价格下行，不过 22/23 年库存结转偏紧，下行空间预计不大，总体上，小麦价格震荡或小幅下跌的可能性较高。当豆粕价格下跌时，小麦替代玉米的价格优势也将缩小，玉米的理论高点也可以更高，由于全球大豆供需趋松，目前预计国内豆粕现货价在 23/24 年同样是震荡或下跌的概率更大。综合考虑，**预计 2024 年玉米价格理论高点预计在 2650-2850 元/吨之间。**

图表 21：不同小麦、豆粕价格趋势下，玉米价格理论顶部估值

小麦价格 豆粕价格		当前	下跌	上涨
		2970	2870	3040
当前	3950	2762	2641	2847
下跌	3500	2858	2736	2942
上涨	4100	2730	2609	2815

注：可能性相对较高的情景，对应的玉米价格理论高点，已突出显示；小麦、玉米的替代平价关系主要考虑了能量和蛋白的粗平衡；豆粕下跌情景的价格的设置主要参考了国内 05、07 合约近期的价格。

资料来源：东证衍生品研究院

(2) 贸易商安全囤库点位与建库时机

贸易商持粮成本主要是资金利息与仓储费，通常单吨成本为 20 元/月，其过去 3 年的亏损就主要由囤货造成。根据前文关于玉米价格高点的分析，若在 24 年 3 月建库、持粮至 6 月以后销售，则现货建库点位在 **2550 元/吨** 以上时风险或较大。预计集中售粮期玉米价格明显高于此价格的难度较大，当囤库风险提升，贸易商囤库需求又将转弱。当前北港现货价格已然跌破 1 月对应的安全性较高的建库点位，但囤库需求的释放仍在等待时机，主

要是贸易商普遍预期春节后气温回升之时尚有一轮卖压释放，基于“买涨不买跌”的普遍心理，建库需求的释放预计将发生在农户惜售心态再度被触发、给出现货价格见底信号之后。当前贸易商内贸玉米库存处于历史低点，具备很大的向上弹性。

图表 22：贸易商囤库点位与持粮成本

建库月份	2024 年 1 月			2024 年 3 月		
销售月份	2024 年 6 月	2024 年 7 月	2024 年 8 月	2024 年 6 月	2024 年 7 月	2024 年 8 月
持仓月数	5	6	7	3	4	5
建库点位（元/吨）	2500	2500	2500	2550	2550	2550
资金利息	6.0%					
单日仓储成本（元）	0.2					
每月囤货成本增加额（元/吨）	19					
售粮时贸易商成本（元/吨）	2594	2612	2631	2607	2625	2644

资料来源：东证衍生品研究院

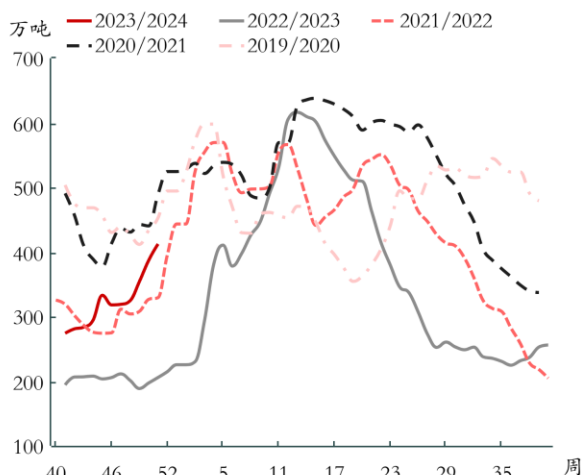
2.4、终端企业库存亦有较大向上弹性

深加工企业过去三个玉米年度的库存曲线呈“钟型”，表明其存在明显的囤粮行为，主要是由于其地处产区，粮源回流存在一定困难，为保证其全年开机的刚需，囤粮更为必要。当前深加工企业已经进入了补库周期，库存水平处于历史同期中等水平，高于去年同期（去年同期玉米价格高，终端接受度低），未来补库节奏预计还有加速的空间。从全年的总需求看，淀粉糖因对白糖的替代，其需求在 23Q4 实现同比提升后，预计具备持续性，深加工总需求预计好于去年。

饲料企业方面，华南地区、西南地区有进口玉米和其它谷物到港的供应，对内贸玉米需求相对较弱，明年 Q2 玉米到港高峰过后预计有一定增强；华中、华北、东北地区的饲料企业玉米库存则均处于低位，预计还有 1-2 倍提升空间。饲企因更多位于销区，对原料紧缺的焦虑感或弱于深加工企业，但有刚需存在，加上去年饲企因低库策略而被迫接受贸易商的挺价的经验，囤库的必要性仍较高。近期低库存地区的饲企虽暂无实质补库行为，但也在观望和考虑，预计价格阶段性企稳后将开启试探性补库，且后期弹性也较大。从全年的总需求看，因生猪产能去化，能量饲料需求预计同比略减或持平。

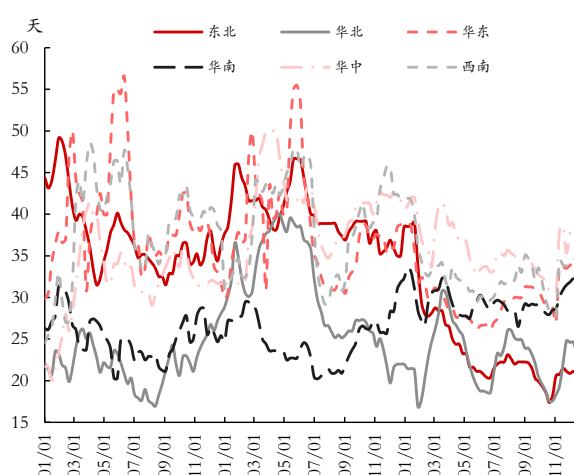
下游囤库心态的转变，预计深加工企业领先，饲企跟随，贸易商的投机需求或为最末。

图表 23：近三年深加工企业玉米库存揭示其囤粮需求



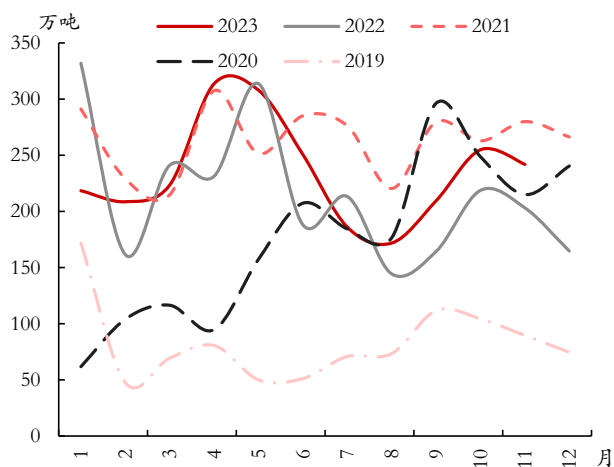
资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 24：饲料企业玉米库存天数（分地区）



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 25：中国谷物月度进口量（除玉米）



注：包含小麦、大麦、高粱

资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 26：当前大麦具备一定替代玉米的理论价格优势



资料来源：东证衍生品研究院

3、远期尚未揭牌的变数

2024 年 1-4 月定价的核心首先仍为卖压的兑现，随后转向建库需求的释放。5 月粮权转移后，国内供应端将新增 2024 年小麦产情、2024 年新玉米面积及成本预期的变量，国际玉米市场也将迎来美玉米 2024 年天气炒作阶段以及巴西二季玉米产量兑现阶段，玉米进口利润或将出现波动。7-8 月，市场交易的核心因素预计转向需求和库存结转，此阶段可能出现玉米价格全年的高点，因此也可能引发相应的政策粮拍卖。6-8 月也是国内玉米的天气市，不过国内市场对天气炒作的热情相对不高。9 月中下旬之后，24/25 年度玉米产情与成本变动预计将主导市场的波动。

图表 27：2024 年玉米市场定价核心因素



资料来源：东证衍生品研究院

3.1、2024 年小麦产情：正常单产下，小麦或将短暂出现饲用的价格优势

2023 年 6 月小麦上市后供需由过剩转为偏紧，主要是由于麦收期的强降雨天气带来的减产，若非如此，面积受 2022 年的高价刺激而增长，再叠加正常单产，普麦价格将难以迅速反转。当前新一季冬小麦已基本播种完毕，进入了越冬期，根据钢联调研情况，**冬小麦面积同比持稳**，虽然 2023 小麦价格和种植收益经历了大幅波动，但可替代种植的品种也受限。若单产修复至正常水平，则仍然需要小麦短暂打开饲用的价格优势，方能消化。

图表 28：正常单产假设下 24/25 年小麦平衡表的初步预测

单位		20/21	21/22	22/23 E	23/24 F	24/25（正常单产下）
万公顷	播种面积	2338	2357	2352	2354	2354
公斤/公顷	单产	5.74	5.81	5.85	5.55	5.63
	产量	13425	13694	13768	13068	13262
	进口量	1043	952	1060	900	964
万吨	食用消费	9180	9360	9380	9340	9340
	饲用消费	4760	3240	1500	4057	2000
	正常饲用量	1000	1200	1000	900	1200
	额外饲用量	3760	2040	500	3157	800
	其它消费	1747	1784	1695	1710	1735
	出口量	2	2	2	2	2
	当年结余	-1220	261	2251	-1141	1149

注：22/23 年度产量同比变动主要以调研情况为基础进行预估；历史产量、食用量等参考粮油中心数据。

资料来源：东证衍生品研究院

图表 26 给出了小麦 24/25 年的平衡表初步预测，核心假设为单产正常、小麦食用需求稳定、因达不到食用标准而进入饲用的小麦规模与常年相近。不过，由于天气难以预测，2023 年市场提前交易的丰产预期就未能兑现，因此市场预计将于 2024 年 5 月左右开始交易新一季小麦产情对玉米的影响。

3.2、国际玉米市场：潜在利多能否兑现并传导至国内？

(1) 高价差+小缺口之下，利多比利空更易传导至国内

传导路径 1：进口玉米——国内玉米

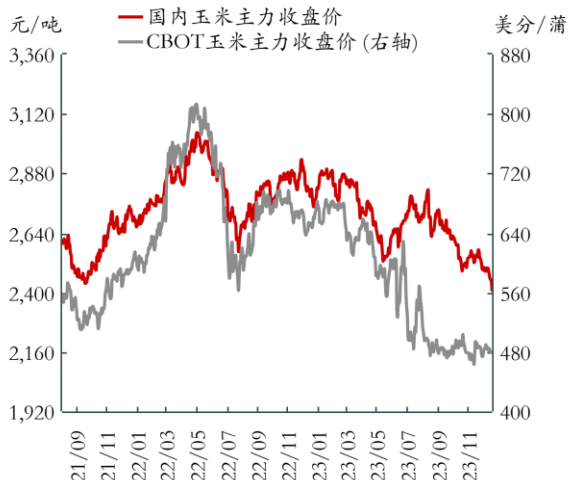
在 2024 年的商业化进口额度消耗完毕后，内外价差即使在当前已经较高的水平上进一步扩大，预计也无法显著影响直接流入国内市场的进口玉米量，主要是商业化进口预期已经拉满（配额既定，保税加工增量有限），而国企的进口玉米量预计多数将进入储备库，尤其是在国内自身缺口不大的情况下。

事实上，从 23 年 6 月开始内外盘玉米联动性就开始大幅减弱，原因就在于进口配额逐渐消耗之后商业化进口减少，而国企的配额外进口份额坚定地瞄准处于出口淡季的巴西玉米，导致进口利润与流向市场的进口量之间的相关性大幅减弱。

传导路径 2：国际玉米——国际杂粮——国内玉米

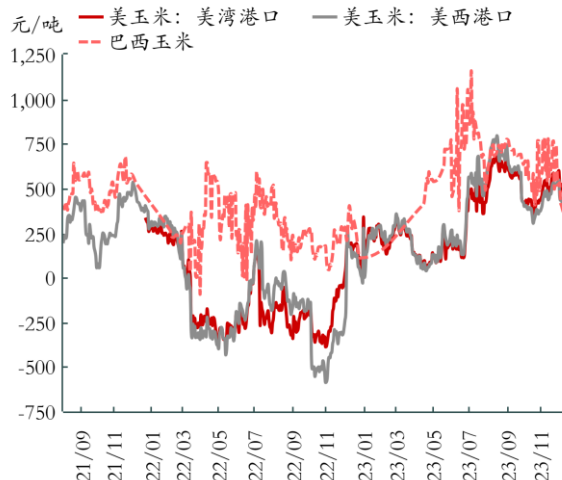
高粱、大麦等无配额限制的进口谷物，虽也与国际玉米价格存在较高相关性，但目前二者在国内饲料中的理论添加上限均较低，在玉米定价体系中相对边缘化，且相对能值也仅为玉米的 90% 左右，对玉米的替代价格弹性需打折扣。故国际玉米市场的利空要经杂粮传导至国内，预计需要更显著的跌幅。不过，若进口利润出现大幅缩窄，则商业化玉米进口的速度和规模将不及预期，若政策不增加进口储备的拍卖，则利多将比利空因素更易传导至国内。

图表 29：2023 年 6 月起内外盘玉米显著背离



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 30：当前进口玉米理论利润处于较高水平



资料来源：Myagric、Bloomberg、东证衍生品研究院

(2) 未来的变量中，利多因素弹性或更大

自 9 月 23/24 年度美玉米增产成为定局之后，CBOT 玉米便持续在美玉米种植成本线附近震荡，不过美盘交易的重点已从美玉米产量转向美玉米需求以及南美产量，2024 年 2 月之后还将新增 24/25 年美玉米面积和单产预期等变量。

这些尚未翻牌的变量中，**利空因素**主要在于美玉米出口不及预期，不过，12 月的 USDA 供需报告基于最新的出口销售情况和船期，已将 23/24 年的出口量预测值上调 0.25 亿蒲至 21 亿蒲，目前的出口情况仍较为乐观，未来或也以边际调整为主。此外，亦有美国中西部全年销售 E15 乙醇汽油的计划继续推迟、2 月大豆收获前巴西旧作玉米的因腾仓而产生的卖压等利空，但此前市场已有一定预期，CBOT 价格预计不会大幅突破前低。

利多因素主要在于 23/24 年巴西二季玉米产量可能出现较大幅度下调。受厄尔尼诺气候影响，巴西持续呈现南涝、中北部干旱的天气，大豆和一季玉米播种进度同比均偏慢，在大豆收获之后进行播种的二季玉米，面临着错过理想播种窗口期而减产的风险，且播种面积或也将因较低的种植收益和较高的减产风险而下降。巴西最大的玉米主产区马托格罗索州的大豆因播种较早，收获也较早，目前预计该地二季玉米的播种延迟可能性不高；第二大主产区南里奥格兰德州降雨过多，其一季玉米产量亦有受损可能性；米纳斯吉拉斯和戈亚斯州则有较大延播的风险。此外，当前大豆玉米比价正处高位，美玉米 24/25 年的面积也有一定利多可能。不过这些利多能否兑现，兑现的程度如何，仍需观察 24 年 2 月巴西二季玉米的实际播种情况、CBOT 大豆玉米比价以及 USDA 的新玉米面积预测。

3.3、需求：24H2，生猪均重和饲料增量是否值得期待？

近年生猪存栏对能量饲料总需求的支撑总体上保持较强状态，主要是生猪行业资金实力增强、产能去化速度总体较慢。相应的，盈利和均重对猪料需求量的影响的波动就显得更大，主要是标准体重以上，猪料转化效率下降。2023 年国庆之后，亏损与猪病令生猪行业开启了主动+被动“双驱动”的去产能，生猪市场也对 24H2 的猪价和盈利预期更乐观，当前期货远月存在不错的盘面养殖盈利。**若 24Q3 生猪行业再现压栏情况，则将有助于玉米库存结转的降低，和“青黄不接”时期贸易商的挺价**，23/24 玉米年度的能量饲料需求或也将同比基本持平（行业均重的增加与存栏的减少基本对冲）。

3.4、政策性变量：调控子弹较充足，拍卖可因变制宜

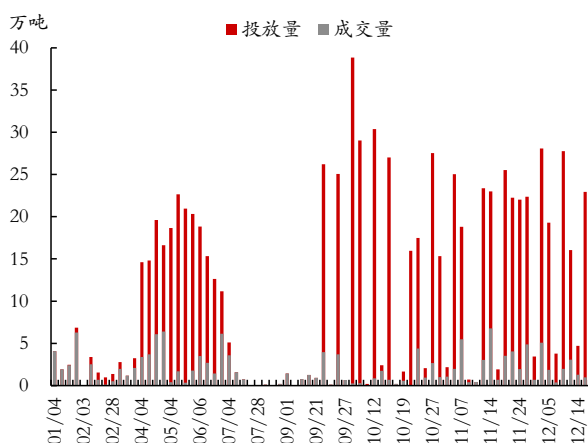
定向稻谷和进口玉米储备是当前政策主要的供应源，二者预计合约 **3000 万吨**，明显大于本年度的产需缺口（考虑进口谷物增量、国产谷物替代结转之后的缺口）。若有额外利多（如饲用需求超预期、进口利润大幅缩窄等），政策性拍卖预计能充分弥补。

定向稻谷：2023 年 9 月 26 日之后，国储稻谷拍卖暂停投放，截至目前，可被转为定向稻谷的 2019 年产的稻谷库存，仍有 1500 万吨左右，考虑 2023 年国内稻谷减产、拍卖需要

更多向食用稻谷倾斜之后，可动用量预计为**数百至一千万吨**。

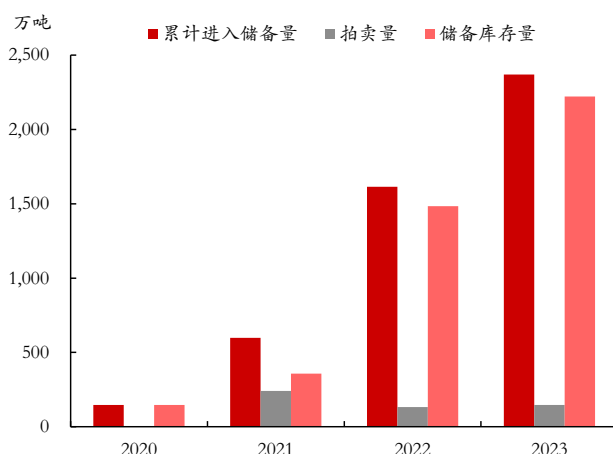
进口玉米储备：根据海关进口数据和中储粮网公开拍卖数据粗略估算，截至目前进口玉米储备库存约 2200 万吨，其中以 2022、2023 年的进口为主，2024 年或继续增加；今年 9 月起中储粮新增了一批进口玉米拍卖，平均 3-4 天一次，单次投放量平均约 25 万吨，成交率明显低于以往，据悉为年份更远的进口储备轮出，市场多预期总规模或为数百万吨，剔除预期之内的轮出量后，可拍卖量预计仍有接近 **2000 万吨**。

图表 31：2023 年中储粮进口玉米储备拍卖情况



资料来源：中储粮网、东证衍生品研究院

图表 32：进口玉米储备库存估算



资料来源：海关总署、中储粮网、东证衍生品研究院

3.5、2024 年新玉米成本及产量

(1) 成本中枢下移可能性高

地租存下调预期：23/24 年，玉米包地户出现阶段性亏损，大豆收益亦不佳，但租地收益却近乎十倍于包地种植收益均值，因此预计 2024 年地租市场大概率将供需逆转，其实 2023 年已有相关苗头，春播调研期间便有农户反映若种植收益再降，明年将考虑将自有地转租。目前市场对 2024 年的地租成本普遍存有关下调预期，亦存少量政策对地租（亦代表农户利益）间接托底的担忧。

单产或也更难下降：12 月 7 日农业农村部公告，37 个转基因玉米品种和 14 个转基因大豆品种正式审定通过，预计 2024 年或开始合法商业化种植。虽然单产最大的风险仍在天气上，目前的转基因玉米既不能直接增产，也无提升天气方面的抗逆性的作用，但预计也能减小因病虫草害而减产的可能性和程度。华北相比东北温度更高，虫害更为常见，近年因田间管理提升，基本无严重减产情况出现，但 2022 年也因虫害而受到一定单产损失。

2020-2023 年，地租年均复合增速高达 120%，增幅较小的年份也在 10% 左右，若 2024 年地租下降 15%（降至 1.1 万元/公顷附近，回归 2022 年水平），其余种植成本持稳，即使单产下降 0-5%，成本中枢也可下降 **120-220 元/吨**。

(2) 面积有一定小幅下降的可能

2023 年国内主要粮食作物中，预计仅水稻的种植收益较好，2024 年水田或有夺回被旱田挤占的面积的可能。根据钢联数据，大豆按正常单产（300 斤/亩）计，考虑补贴后包地户的种植收益预计仅 70 元/亩左右；玉米补贴较少且价格持续探底，已经出现阶段性亏损；而水稻价格处于较高水平，种植收益预计可达 900 元/亩左右。不过改种也受到地形等外部客观因素制约，且华北、西北地区，非粮作物改种粮食的趋势或仍持续，面积变化的不确定性较强。

4、23/24 供需平衡表定调

1、周期定调

从总需求看，能量饲料原料的需求量预计同比略减或持平，主因存栏同比下降而利润暂无过高的预期，乐观预期下，存栏的下降或能与盈利和均重的阶段性提升对冲。深加工需求自 23H2 后因淀粉糖对糖的替代而增加，目前按同比略增预计。

从供应结构看，23/24 年度国内小麦替代及稻谷结转量减少，其份额被玉米自身产量、流入市场的进口玉米量以及其它进口谷物基本补足，同时，亦有较为充足的政策粮可应对缺口超预期的情况，其中以进口玉米储备为主，加上可供定向拍卖的新增陈稻，可灵活投放、因变制宜。

从年度结余量的变动方向看，23/24 年玉米供需的确同比趋松，但在悲观预期下也并未过度宽松化，在乐观预期下或仍可较为接近去年的结余水平。只是平衡表的库存水平并非一定对应特定的价格水平，市场预期和议价能力都将影响博弈结果。当前价格难言见底，本质上是周期对产业链利润再分配的过程，农户在悲观预期下积极销售，贸易商通过不建仓、只周转，来倒逼农户让利，从而导致当季的刚需无法承接全年的产量，阶段性供需过度宽松。当库存逐渐消耗，市场交易重点回归库存结转时，价格预计将明显上涨（相比售粮期低点而言），且不排除贸易商再度重现 23 年 7-8 月，借终端企业库存低位之机，短期惜售挺价的可能性。不过 24/25 年的成本中枢或会有较大下跌，当市场年度末临近，新一年供需的定价权重将增加。

图表 33：中国能量饲料原料总量（2023 年 12 月预测）

单位：万吨	20/21	21/22	22/23 E	23/24 F		
				中性	悲观	乐观
进口饲用高粱	644	868	483	772	772	772
进口饲用大麦	360	925	477	675	675	567
进口 DDGS	20	21	7	20	20	20
进口饲用小麦	573	430	970	611	611	611
国产小麦饲用量	4471	1730	3201	1746	2328	1552
饲用稻谷实际消化量	957	1717	1578	1149	609	909
进口玉米市场消化量	1996	1492	1086	1656	1706	1656
饲用木薯干	93	345	282	282	282	282
饲用替代总量	9113	7528	8084	6911	7003	6369
饲用替代总量同比增减		-1586	556	-1173	-1081	-1715
能量谷物总需求	26913	26028	26984	26511	26503	26969
yoy		-3.3%	3.7%	-1.8%	-1.8%	-0.1%

注：进口高粱、大麦、小麦的食用量已剔除；能值折算系数参考理论替代方案和营养价值表设置。

资料来源：东证衍生品研究院

图表 34：中国玉米供需平衡表（2023 年 12 月预测）

单位：万吨	20/21	21/22	22/23 E	23/24 F		
				中性	悲观	乐观
产量	26067	27255	26575	28105	28408	28105
进口量	2956	2189	1871	1820	1870	1820
食用消费	1880	1880	1880	1880	1880	1880
饲用消费	17800	18500	18900	19600	19500	20600
工业消费	7700	7700	7500	7600	7600	7600
种用消费	123	128	126	127	127	127
出口	1	1	1	1	1	1
调节性储备净增加	0	0	400	400	400	400
进口玉米储备净增加	889	436.6	665	164	164	164
市场结余	630.8	798.1	-1026.0	153.2	605.8	-846.8

资料来源：东证衍生品研究院

2、平衡表调整及预测说明

相比过去的报告，本次报告中的玉米平衡表结构作了较大优化调整，由于储备量逐渐增加，我们将调节性、一次性储备，以及进口玉米储备从市场结余量中拆分了出来。此外，近两年的产量，也根据实际参与的定产调研情况进行了调整。

不同情景下的核心假设如下：

- **中性：**玉米增产 1500 万吨，1200 万吨 2024 年新麦进入饲用（正常 1000 万吨），下半年后有一定稻谷拍卖成交（900 万吨），能量需求同比略减。
- **悲观：**玉米增产约 2000 万吨，1600 万吨过剩新麦额外进入饲用，无需定向稻谷拍卖，能量需求同比略减。
- **乐观：**玉米增产约 1500 万吨产量，新麦饲用量正常，下半年后有少量稻谷拍卖成交（500 万吨），能量需求同比基本持平。

正文未提及的其余假设及依据：

- **高粱：**美高粱平衡表趋松，国内进口饲用量同比增加。
- **大麦：**虽然全球平衡表趋紧，但澳麦“双反”解禁，对中国的出口有增量。
- **进口玉米：**总量拆分为配额量、保税加工量、进口转储量分别进行预测，其中配额量日历年度 720 万吨不变，且因内外价差较大，预计主要在 2024 年上半年消耗完毕；保税加工量预计有一定增加；进口转储量不直接流入市场，但储备轮出量增加，因此市场消化量同比增加。

5、价格展望及投资建议

2024 年 1-3 月，玉米期现价格预计将在逐轮卖压下呈现阶梯式下跌，主因“刚需”转弱，贸易商尚未开始大量建仓。此阶段底部基本上由市场情绪决定，从历史波幅和进口利润的角度看，玉米期货向下跌破 2400 元/吨后，预计跌速将有所放缓。

价格的止跌取决于农户坚定惜售的心理线何时触及，这将给予下游收粮企业价格见底、可以建库存的信号，从而驱动价格上涨，目前预计上涨时点或在 4-5 月，主因最后一轮卖压预计最晚在 3 月开春时出现。建库存阶段的价格或将在 2550 元/吨附近上行受阻，否则贸易商囤库风险将提升，其囤库需求又将转弱。

5-6 月，市场交易的重点预计已回归 23/24 年平衡表本向，且供应端有新的变量，包括新麦产情、新玉米面积和成本、国际玉米价格等因素，此时的价格中枢相比 1-3 月预计提升，但饲用需求仍受低存栏压制，价格预计涨幅有限。

7-8 月，玉米旧作库存逐渐消耗，阶段性供需偏紧，加上生猪盈利、均重和猪料需求可能迎来亮点，玉米或将出现年度价格高点，只是可能出现的政策粮拍卖也将限制其上方空间，根据小麦、豆粕替代平价关系以及二者均大概率震荡或下跌的趋势，预计玉米价格高点在 2650-2850 元/吨之间。

市场交易的重点逐渐转向 24/25 年新玉米的时点，目前预计或在 9 月。2024 年产情目前预测的难度较大，若地租能够如期回到 2022 年的水平，在单产下降 5% 以内的情况下，成本中枢预计将下降 120-220 元/吨，若新一年玉米供需未明显转紧，则价格预计将下行，开启玉米种植链利润水平回归的长周期。

单边策略上，建议对 03 合约保持偏空思路，不建议轻易做多；05、07 合约前期预计也将以下跌为主，后期预计将迎来反弹，其中 07 上方空间或相对更大，可短空长多；2024 年产量和成本的变数较大，目前预计 9 月及之后可回归做空思路。

套利策略上，建议前期关注 3-5、3-7 反套机会，后期关注 5-9、7-9 正套机会。

6、风险提示

基层购销心态；天气；政策调控；压栏及饲料需求超预期；地租下降不及预期等。

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。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

Email：research@orientfutures.com