

热点报告-玉米

春播变数翻牌，影响几何？

走势评级：

玉米：震荡

报告日期：

2024 年 5 月 8 日

★ 市场调研陆续进行，春播变数翻牌

东北玉米进入春播阶段，此前市场对面积与成本的预期在方向性上得到了验证，但幅度大小却不尽相同。主因对不同的积温带和不同规模的农户而言，大豆、玉米的相对种植收益存在差异，而传统的调研受限于样本量大小以及能接触到的样本类型，结果通常有偏。

★ 面积的再评估

因积温带北移，东北玉米适播区扩大，且当前大豆玉米比价约 2.1 左右，明显低于当前玉米改种大豆的理论临界值（2.4-2.6），加上水田与旱田的改种并不灵活，故今年东北玉米面积降幅总体不大。但因大户享受的大豆补贴更多（如粮豆轮作补贴、大豆玉米间套作补贴等），其玉米面积降幅大于散户。以散户样本为主的某田间调研显示黑龙江降幅约 3%-5%，针对大户的某线调研显示黑龙江、吉林降幅约 5%-8%，根据地区和土地集约化程度综合来看，预计东北玉米面积降幅约为 3% 左右；华北地区的市场调研数据较少，但退林还耕的趋势还在持续，全国玉米面积降幅预计更小，初步预计或为 1% 左右。

★ 成本评估

根据某调研团的反馈，今年地租成本总体上如期下降，平均降幅预计 20% 左右，位于此前预期区间（10%-30%）的中间水平，其它种植成本基本稳定，化肥略降。按单产同比持平略减计，折干种植成本同比预计约下降 200 元/吨，集港成本预计约 2200 元/吨。

★ 结论及投资建议

面积降幅与预期相比为中性甚至偏空，这将更加有利于成本降幅的向下传导。与 23/24 年售粮期由增产与情绪主导的下跌相比，24/25 年的下跌预期同比或将更明确，新陈和多空转换的时点或将同比有提前，旧作估值修复的时间和空间预计都将被压缩。

当前新旧年度合约的正套行情逐渐启动，主因旧作玉米季节性回暖预期与新季成本支撑线下移的逻辑逐渐兑现，因新季合约估值明显高于预估的成本，旧作也尚未完成估值修复，故正套仍有较大空间，预计 7-11、9-1 月差有望达到去年的水平，继续推荐。

★ 风险提示

天气；小麦产情；政策调控等。

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

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

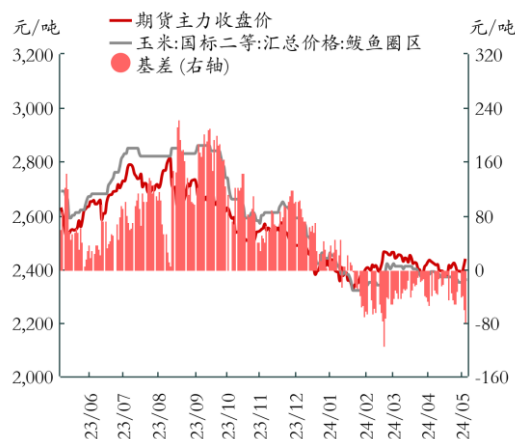
杨云兰 高级分析师（农产品）

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

Q2 替代供应接踵而至，Q3 不宜过度乐观_20240329（季度）

从“先破后立”到周期回归_20231218（年度）

能量原料的替代格局与平价关系_20240315（深度）

玉米定价体系的重构与演化_20230316（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、市场调研陆续进行，春播变数翻牌.....	4
2、面积评估	4
2.1、玉米面积的主要影响因素	4
2.2、市场调研数据的再评估	6
3、成本评估	7
4、结论及投资建议.....	7
5、风险提示	8

图表目录

图表 1：国内玉米面积波动主要来源于东北地区	5
图表 2：东北玉米面积波动主要来源于黑龙江	5
图表 3：大豆玉米比价的理论临界值	5
图表 4：近年国内大豆玉米比价波动区间	6
图表 5：东北玉米面积降幅预估	6
图表 6：黑龙江玉米种植成本预估	7
图表 7：7-11 月差季节性走势	8
图表 8：9-1 月差季节性走势	8

1、市场调研陆续进行，春播变数翻牌

在 23/24 年东北包地种植户亏损空前的背景下，市场普遍预期 2024 年玉米面积将因改种其它作物而有所减少，同时地租成本也将明显下降。4 月末-5 月初，东北玉米进入春播阶段，各大调研团陆续出发，我们也能看到市场上的调研报告相继而至，此前市场预期的方向性得到了验证，但幅度大小却不尽相同。

主要原因在于，对不同的积温带、不同规模的农户来说，相对种植收益存在差异。而传统的调研受限于样本量大小以及能接触到的样本类型，结果通常有偏，且通常会以定性感受为基准进行后期修正。本报告将考虑规模化种植程度与积温带的差异，结合市场上的调研结果，对 2024 年新玉米面积变动进行再评估，分析面积与成本变动对玉米价格的影响。

2、面积评估

2.1、玉米面积的主要影响因素

(1) 积温带对改种的约束

我国大豆和玉米是存在争地关系，国内玉米由于历史上的临储政策与长期存在的进口壁垒，价格较高，大豆则受进口的冲击，价格较低，因此国内大豆种植收益长期普遍不如玉米，种植结构基本以玉米为主，只有当**土地较差**，或者**纬度较高、积温较低**，导致玉米正常产出偏低时，**才会种植大豆**，或者在大豆玉米比价、补贴小范围变动时考虑改种大豆。原因主要在于，大豆比玉米更耐凉，生长需要的活动积温比玉米低。（积温通常是指一年中温度在作物能正常生长的阈值之上的总和，当积温不足，作物的生长期通常会延长、单产通常也会降低。）

近年来，农户对种植大豆、玉米经济效益存在疑虑的地区，主要存在于我国**第三积温带以北（即黑龙江地区）**，故国内玉米面积波动主要来源于东北地区，更确切地说，主要来源于黑龙江省，因此，**分地区对面积进行加权估计是必要的**。此外，受全球变暖影响，近几十年来我国积温带持续缓慢北移，导致在近些年的大豆玉米比价之下，迫于积温而改种大豆的土地的占比正缓慢减少。

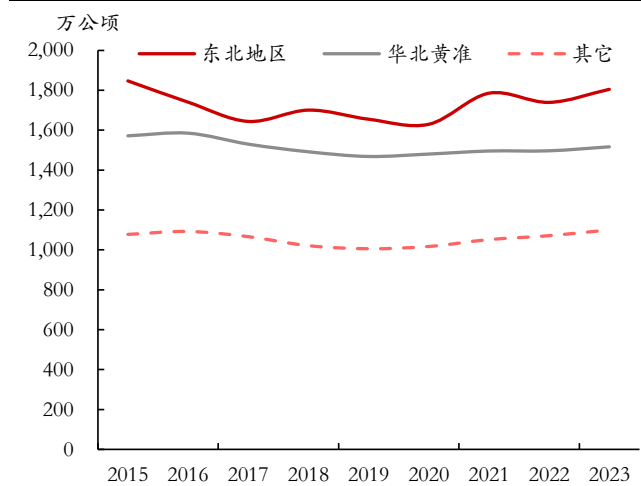
(2) 改种意愿在种植规模上的差异

近年的调研结果普遍显示，**大户响应国家政策、种植大豆的意愿相对更强**，主要是**大户能享受的政策补贴更多**，除了大豆种植补贴外，还包括粮豆轮作补贴、大豆玉米间套作补贴等。目前东北地区散户仍占大多数，其中黑龙江耕地规模化程度较高，吉林、辽宁较低，这也黑龙江玉米面积波动相对较大的另一个次要的原因。

近年东北地区规模化程度总体呈提升趋势，**分种植规模对面积进行加权估计的必要性也**

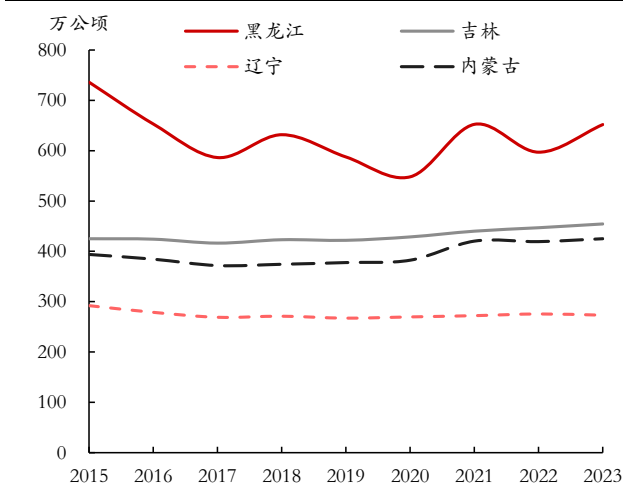
在提升。市场上传统的田间草根调研，样本类型以散户为主，当样本量较小时，个别的大户样本将导致结果出现很大的偏误，但若完全忽略大户样本，又将低估面积的波动幅度。机构线上调研的样本则以大户为主，容易高估面积的变化。将二者的调研情况综合评估，误差或相对更小。

图表 1：国内玉米面积波动主要来源于东北地区



注：图中的东北地区包括东三省及内蒙
资料来源：统计局、东证衍生品研究院

图表 2：东北玉米面积波动主要来源于黑龙江



资料来源：统计局、东证衍生品研究院

(3) 大豆玉米比价的理论临界值

令玉米和大豆的理论相对收益相等，可推算出大豆玉米比价的理论临界值。如下表所示，成本方面，根据调研情况，地租均按同比下降 20%估计，除地租外，大豆种植成本按 4000 元/公顷左右估计，玉米按 6000 元/公顷左右估计；补贴方面，2023 年黑龙江大豆种植补贴 366 元/亩，玉米种植补贴 14 元/亩，在长期的“扩豆”政策下，2024 年二者差距可能会进一步拉大，假设大豆补贴保持不变，玉米补贴忽略不计；单产按近年正常值估计。

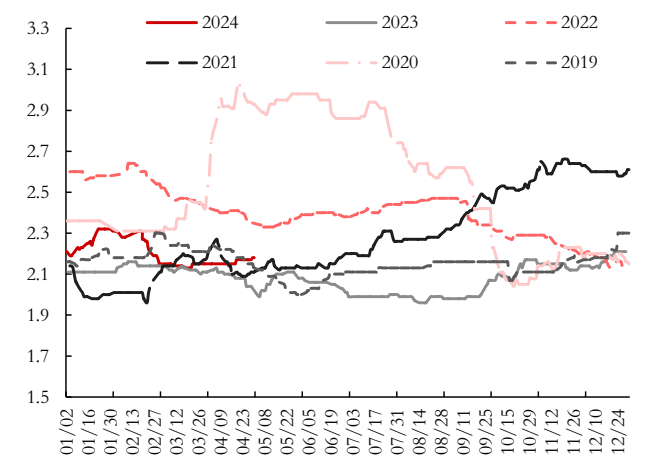
当玉米价格在 2100-2400 元/吨区间时，对应的大豆玉米比价的临界值为 2.4-2.59，而本年度秋收及春播阶段，大豆玉米比价的波动区间在 2.0-2.3，大豆收益仍然不及玉米。

图表 3：大豆玉米比价的理论临界值

	玉米	大豆
种植成本（元/公顷）	16460	14625
补贴预估（元/公顷）	0	5490
考虑补贴后的成本（元/公顷）	16460	9135
折干单产（吨/公顷）	9	2.3
玉米价格（元/吨）	2100-2400	
大豆玉米比价临界值	2.39-2.58	

资料来源：东证衍生品研究院

图表 4：近年国内大豆玉米比价波动区间



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

2.2、市场调研数据的再评估

基于以上理论分析，我们能够形成 2024 年东北玉米面积难以明显下降的大体认知，也能够理解不同调研团的结论的差异：

- 调研团 A 样本以散户为主，为田间访谈模式，黑龙江样本量较大，包含农垦与大户，玉米面积平均降幅约 5%，散户降幅 2%-3%；吉林鲜有玉米改种大豆，有少量玉米改种花生，玉米面积基本持平；内蒙样本量较少，平均面积增幅较大，可参考性低。
- 调研团 B 样本均为大户，为线上调研模式，包含黑龙江、吉林地区，面积降幅 5%-8%，黑龙江降幅大于吉林。

图表 5：东北玉米面积降幅预估

	黑	吉	辽
面积降幅（大户样本）	-8%	-5%	-3%
面积降幅（散户样本）	-3%	0%	-1%
土地集约程度	50%	30%	30%
当地加权平均	-5.4%	-1.5%	-1.5%
面积占比	50%	30%	20%
东北三省加权平均	-3.4%		

注：大户数据来源于调研团 B，散户数据来源于调研团 A；土地集约程度参考近年春播、秋收调研情况预估；辽宁或由于调研未覆盖，或由于样本参考性低，因此主要参考吉林的数据，已用蓝色字体标注。

资料来源：东证衍生品研究院

根据各省面积占比和集约程度综合来看,预计东北三省玉米面积同比下降可能约**3%左右**,不及去年同比增长的幅度大。内蒙玉米产区预计与同纬度的东三省地区情况大体一致。此外,华北地区退林还耕的影响也还在持续,玉米面积预计继续同比略增,只是幅度可能会小于去年,故**全国玉米面积降幅预计更小,初步预计或为1%左右**。

3、成本评估

地租与农户种植收益相关性较高,根据调研团 A 的反馈,今年地租成本总体上如期下降,但单产水平不同的区域,分化也较明显。去年受台风和降雨影响单产受损明显的黑龙江部分区域,地租降幅最大,普遍为 25%-30%,基本上能够达到此前预期的最大降幅;而吉林、辽宁去年同比恢复性增产,大部分地区地租降幅 15%-20%,幅度位于此前预期区间的中等水平,形式上有的地租直接下降,有的是地补由原来的归出租方,改为归包地农户;个别地区因单产和收益尚可,地租不降反增。综合预计地租成本同比下降约 20%。其它种植成本基本稳定,化肥略降。按单产同比持平略减计,折干种植成本同比预计约下降 **200 元/吨**,集港成本预计约 **2200 元/吨** (市场普遍认可去年集港成本 2400 元/吨左右)。

图表 6：黑龙江玉米种植成本预估

单位	项目	2023 E	2024 F
元/公顷	种子	1000	1000
	化肥	2800	2750
	农药	350	350
	机械	2000	2000
	合计(除地租)	6150	6100
	地租(含补贴)	12950	10360
	种植补贴	210	忽略不计
吨/公顷	潮粮单产	10.6	10.2
	折干单产	9.07	8.7
元/吨	折干成本(不计补贴)	2106	1886
	折干成本(考虑补贴)	2083	1886
	集港成本预估	2350-2400	2200 左右

资料来源：草根调研、东证衍生品研究院

4、结论及投资建议

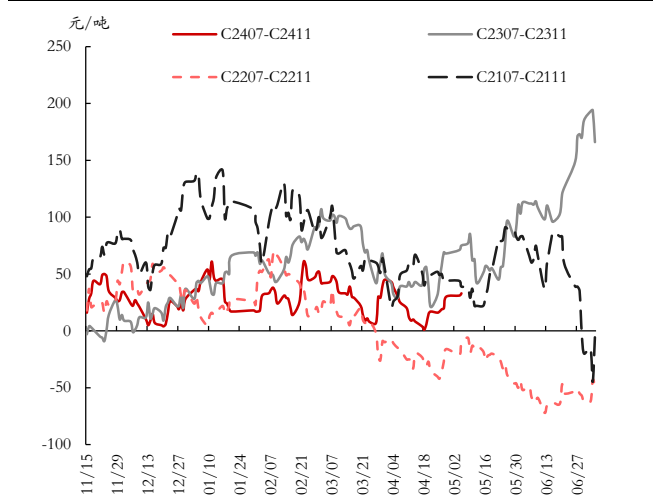
正如 3 月的季度报告所分析的,东北玉米面积降幅即使按较大的 5%计,24/25 年供需预计也不会明显转紧,目前东北面积降幅预计约 3%,这将更加有利于成本降幅的向下传导。

此前我们预计地租降幅或为 10%-30%，市场调研结果显示平均降幅在 20%左右，处于中间水平。从产业链利润分配的角度看，当前地租相比过去三年而言或仍然偏高，今年的降幅并不充分；基于国内外能量原料供应长周期趋松的观点，预计下一年中下游将继续维持谨慎建库的态度。预计 24 年包地户利润仍将欠佳，以促进来年地租进一步回归。综上，我们继续维持长线看空的观点，**24/25 年农户售粮期（10 月-次年 3 月）玉米价格预计仍以贴近成本线运行为主**；与 23/24 年售粮期由增产与情绪主导的下跌下比，**24/25 年成本下降给出的指引相对更为明确**，基于市场的学习效应，2024 年从交易旧作库存转向交易新季下跌的时点或将同比有所提前，且待粮惜售心态也将削弱，**旧作估值修复的时间和空间预计都将被压缩**。

套利策略上，当前，旧作玉米季节性回暖预期与新季成本支撑线下移的逻辑逐渐兑现，新旧年度合约的正套行情逐渐启动。当前，11、01 合约与初步预估的 2200 元/吨成本中枢相比，明显偏高估；07、09 合约也因小麦替代尚未翻篇、进口储备投放时点与量级仍未明朗，而难以突破原先的震荡区间，正套仍有较大空间，预计 7-11、9-1 月差有望达到去年 100-200 元/吨的水平，继续推荐，不过，7 月合约或将受到进口储备玉米拍卖的干扰，9-1 正套的风险收益比或相对更好。

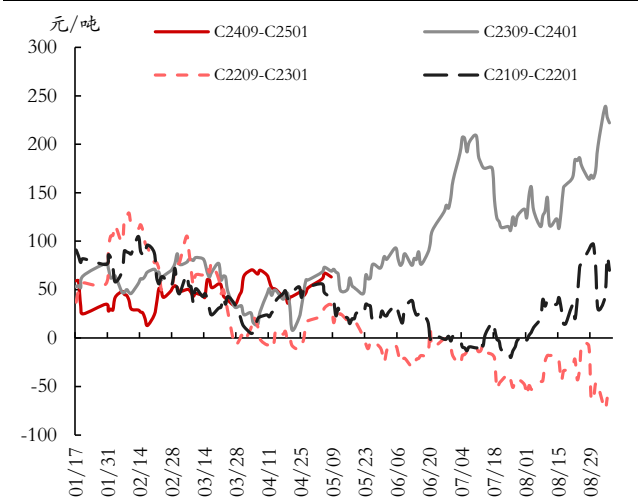
单边策略上，继续推荐 07、09 中线的逢低做多机会，但 09 合约需注意多空转换时机，11 月及其之后的合约可关注**长线沽空**机会，但启动时机预计将在旧作玉米季节性回暖之后。

图表 7：7-11 月差季节性走势



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

图表 8：9-1 月差季节性走势



资料来源：Myagric、东证衍生品研究院

5、风险提示

天气；小麦产情；政策调控等。

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