

玉米：暗夜终有破晓时，守得云开见月明

——2023 年玉米及玉米淀粉市场回顾与 2024 年展望

方正中期期货研究院 侯芝芳 Z0014216

➤ 摘要：

○ 玉米期价 2023 年呈现“跌-涨-跌”的走势，年末期价运行区间相比年初有明显的下移。1-5 月中旬的下跌，既有阶段性供需矛盾的影响，比如基层集中售粮压力，也有消息面的干扰，比如定向稻谷拍卖的消息等，还有相对比价关系变化所带来的影响，比如进口玉米价格回落以及与小麦价差的反转，5 月中旬玉米期价再度回到了 2021 年以来的价格平台。5 月下旬-8 月的上涨，既有对前期利空预期的修正，比如小麦价格的回升以及养殖利润的修复，也有季节性支撑因子所带来的提振，比如阶段性供应下滑通过现货价格所带来的情绪提振以及新作的天气干扰等。9 月-12 月的下跌，体现为市场担忧的利空逐步兑现。具体有新季玉米丰产兑现较为顺利，收获期产量预期上调；进口玉米端承压运行，外盘价格持续刷新低点；下游养殖利润修复不及预期，旺季效应没有兑现，整体未摆脱扩损区间，多重压力之下，现货价格快速回落，进一步增加市场利空情绪。整体来看，2023 年玉米期价依然运行在 2021 以来的价格平台之上，但是重心表现为向下靠拢。展望 2024 年，玉米市场年倾向于筑底回升的预期，下半年市场是否会出现有利变化，关注新季玉米产量预期以及跟踪养殖市场是否有周期反转的表现。对于 2405 合约的运行区间暂时维持 2300-2700 区间的判断，考虑春节前后阶段性压力仍然比较明显，因此 05 合约在春节前后倾向于呈现底部震荡走势，随着阶段性压力释放，后期季节性支撑或有所凸显，期价或向区间上沿靠拢。操作方面建议整体以区间思路对待，上游贸易企业关注区间上沿的卖保机会，下游养殖企业关注区间下沿的买保机会。

○ 玉米淀粉期价 2023 年呈现区间震荡走势，运行重心轴线未发生明显变化。整体波动趋势与成本玉米期价基本一致，上半年走势同样分为两段，第一段是 1-5 月中旬震荡偏弱，第二段是 5 月下旬-7 月震荡偏强，第三段 8 月-12 月震荡回落。1-5 月中旬的震荡偏弱，既有成本端玉米价格下跌所带来的压力，又有消费端表现不及预期所形成的拖累，新冠疫情乙类乙管之后，市场对于消费预期是偏乐观的，一季度同比表现稳

定，强化乐观预期，然而 4 月份开始，消费表现不及预期，市场信心出现动摇，同时成本端玉米价格大幅回落，多重因素共同带动下，玉米淀粉期价表现出一定的回落走势。5 月下旬-7 月的震荡偏强，同样受到两方面因素影响，一是成本端玉米期价低位回升；二是行业利润持续亏损的情况下，企业开机积极性明显下降，供应被动下滑，对价格也形成了相对支撑，该阶段的上涨，既有基本面预期的好转，也有前期市场过度看空所带来的情绪修复。8 月-12 月的震荡回落，依然是两个方面因素的影响，一是成本端玉米价格的回落，二是企业利润快速修复之后，企业开工意愿上升与下游消费提振不足所带来的阶段性宽松预期上升，现货价格弱势预期，施压期价，期价呈现震荡回落波动。展望 2024 年，基于利润驱动来看，我们认为供应的增量略大于消费的增量，全国玉米淀粉市场预期呈现略宽松的态势，玉米淀粉期价预期在成本与利润的博弈下或延续区间走势。玉米淀粉 2405 合约的运行区间预期为 2750-3050。操作方面建议整体以区间思路对待，上游贸易企业关注区间上沿的卖保机会，下游养殖企业关注区间下沿的买保机会。

目录

第一部分 玉米市场长期走势与 2023 年行情回顾	4
一、长期历史回顾	4
二、2023 年期货行情总结	6
三、2023 年现货行情总结	7
四、期货成交与持仓情况	8
第二部分 玉米淀粉长期走势与 2023 年行情回顾	9
一、长期历史回顾	9
二、2023 年期货行情总结	10
三、2023 年现货行情总结	11
四、期货成交与持仓情况	12
第三部分 玉米市场基本面分析	13
一、供应市场分析	13
（一）本年度丰产局面已定 粮源释放节奏为关注重点	13
（二）新季种植面积继续稳定预期 转基因商业化提振玉米单产	13
（三）进口端相对压力有待释放 玉米内外价差预期收敛	14
二、需求市场分析	15
（一）饲用消费总量维持高位 养殖困境驱动趋弱	15
（二）工业消费总量维持稳定 利润修复提振预期	19
三、供需平衡表分析	21
第四部分 玉米淀粉市场基本面	23
一、供应市场分析	23
二、需求市场分析	23
三、供需平衡表分析	24
第五部分 套利机会分析	25
一、跨品种套利	25
二、玉米跨期套利	25
第六部分 行业企业线上调研	26
第七部分 季节性分析与展望	27
一、玉米指数价格季节性分析	27
二、玉米淀粉指数价格季节性分析	27
三、玉米市场观点总结及操作建议	28
四、玉米淀粉市场观点总结及操作建议	30
第八部分 玉米期权市场分析与操作策略	30
一、玉米期权市场情况	30
二、期权操作策略	31
第九部分 相关股票涨跌幅	32

第一部分 玉米市场长期走势与 2023 年行情回顾

一、长期历史回顾

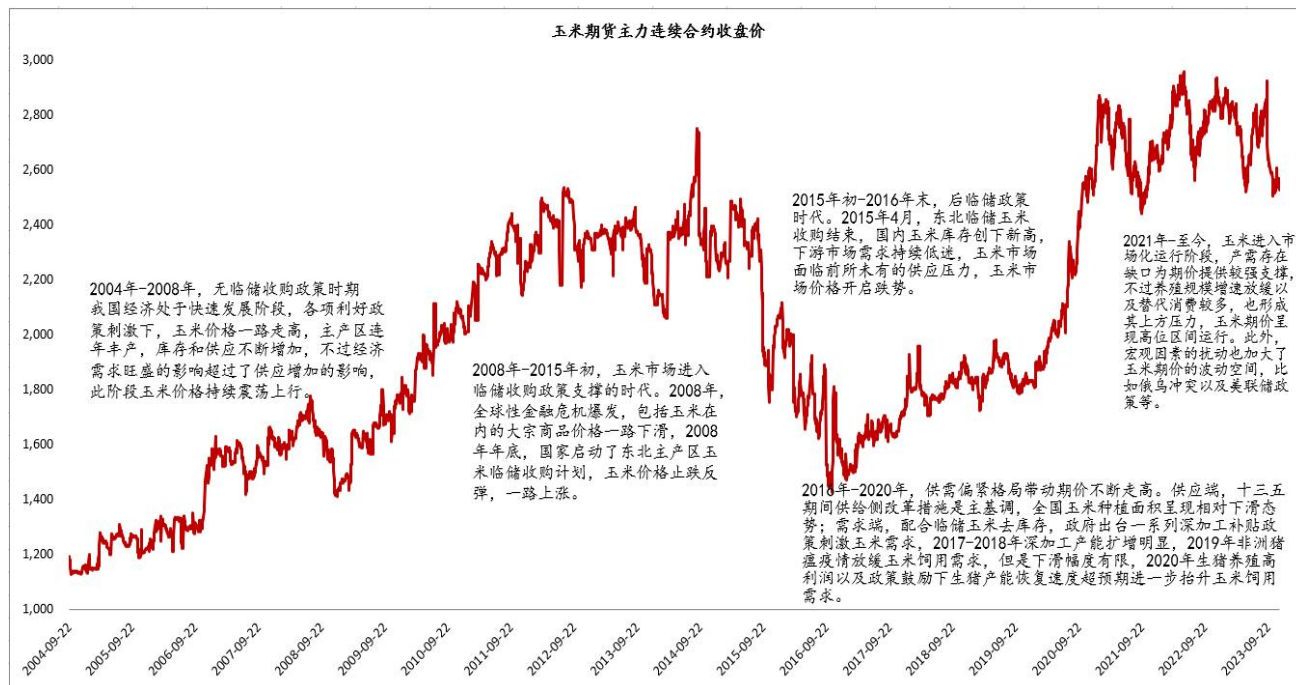


图 1-1 大商所玉米期货行情长期回顾

资料来源：wind，方正中期研究院整理

2004 年 9 月 22 日，玉米期货品种在大连商品交易所上市，开启了玉米期货在我国的风雨历程。玉米期货一直是我国农产品期货的主要品种，其价格行情反映了我国玉米现货的供需行情及现货市场的政策变迁，具有较强的借鉴和参考价值。在玉米期货运行的 14 年中，我们将玉米期货走势分为五个阶段：

第一个阶段，2004 年-2008 年，无临储收购政策时期。在实施临储收购政策前，我国经济处于快速发展阶段，各行各业迅速发展，各项经济指标一路走高，物价持续上涨，中央及各地方政府给与各部门经济强大的政策支持。农业方面，2004 年 5 月 23 日，国务院下发《关于进一步深化粮食流通体制改革的意见》，提出“开放收购市场，直接补贴粮农，转化企业机制，维护市场秩序，加强宏观调控”的思路，初步构成了我国现行的粮食（包括玉米）政策框架体系。2006 年，中央政府决定取消农业税，极大提高了农户的生产积极性。在各项利好的刺激下，玉米价格一路走高，主产区连年丰产，库存和供应不断增加，不过，在经济需求较为旺盛的时期，玉米市场供需矛盾并不凸显。此阶段玉米价格持续震荡上行，不断创出历史新高，国内玉米市场行情与国外市场行情存在较大的相关性。

第二个阶段，2008 年-2015 年初，玉米市场进入临储收购政策支撑的时代。2008 年，全球性金融危机爆发，中国经济受到波及，在以投资为支撑的经济增长模式下，产能过剩的危机逐步显现，大宗商品价格一路下滑，国家停止了玉米国储拍卖，但仍无法阻止玉米价格的下跌趋势。2008 年年底，国家启动了东北主产区玉米临储收购计划，首期收购量达 4000 万吨，同时，在 2009 年 4 万亿经济刺激计划的带动下，玉

米价格止跌反弹，一路上涨，2011 年玉米指数创下 2400 元/吨的历史新高。2011 年后，我国宏观经济发展再次出现放缓迹象，大宗商品市场进入熊市，多数商品价格承压下行。但是，玉米价格在临储政策支持下获得支撑，玉米指数在 2000 元/吨以上的区域维持高位震荡。在此阶段，玉米市场显著受到临储收购政策的支撑，在供给面宽松、需求面逐步低迷的情况下，价格依然维持在高位，关内关外玉米价格市场出现倒挂现象，政策面成为影响玉米市场行情的主要因素，而从 2012 年以后，国内玉米市场与国外玉米市场逐步出现分化，连玉米与美玉米相关性降低。

第三个阶段，2015 年初-2016 年末，后临储政策时代。2015 年 4 月，2014/2015 年度东北临储玉米收购结束，国内玉米库存创下新高，下游市场需求持续低迷，玉米市场面临前所未有的供应压力，玉米市场价格跌势开启。11 月份临储收购启动后，玉米期货指数出现小幅反弹，此阶段，政策定价逐步向市场妥协，东北+港口的定价体系逐步被市场弱化，市场定价的比重将逐步上升，政策对玉米价格的支撑有效性将进一步弱化。2016 年 3 月底，国家发改委宣布，我国从今年起将取消东北临储玉米收购政策，开始施行“价格市场化，价补分离”新机制，玉米市场供需矛盾尖锐，玉米指数从 2015 年初的 2500 元/吨跌至 2016 年 9 月末的 1400 元/吨，跌幅达 44%，玉米价格回落至 2008 年的水平。

第四个阶段，2016 年-2020 年，供需偏紧格局带动期价不断走高。供应端，十三五期间供给侧改革措施是主基调，全国玉米种植面积呈现相对下滑态势；需求端，配合临储玉米去库存，政府出台一系列深加工补贴政策刺激玉米需求，2017-2018 年深加工产能扩增明显，2019 年非洲猪瘟疫情放缓玉米饲用需求，但是下滑幅度有限，2020 年生猪养殖高利润以及政策鼓励下生猪产能恢复速度超预期进一步抬升玉米饲用需求。

第五个阶段，2021 年-至今，玉米进入市场化运行阶段，产需存在缺口为期价提供较强支撑，不过养殖规模增速放缓以及替代消费较多，也构成其上方压力，玉米期价呈现高位区间运行。此外，宏观因素得扰动也加大了玉米期价的波动空间，比如俄乌冲突与美联储政策等。

二、2023 年期货行情总结



图 1-2 玉米期货主连收盘价

资料来源：wind，方正中期研究院整理

玉米主连期价 2023 年走势分为三段，第一段是 1 月-5 月中旬的下跌，第二段是 5 下旬-8 月的上涨，第三段是 9 月-12 月的下跌，年末期价运行区间，相比年初有明显的下移。1-5 月中旬的下跌，既有阶段性供需矛盾的影响，比如基层集中售粮压力，也有消息面的干扰，比如定向稻谷拍卖的消息等，还有相对比价关系变化所带来的影响，比如进口玉米价格回落以及与小麦价差的反转，5 月中旬玉米期价再度回到了 2021 年以来的价格平台。5 月下旬-8 月的上涨，既有对前期利空预期的修正，比如小麦价格的回升以及养殖利润的修复，也有季节性支撑因子所带来的提振，比如阶段性供应下滑通过现货价格所带来的情绪提振以及新作的天气干扰等。9 月-12 月的下跌，体现为市场担忧的利空逐步兑现。具体有新季玉米丰产兑现较为顺利，收获期产量预期上调；进口玉米端承压运行，外盘价格持续刷新低点；下游养殖利润修复不及预期，旺季效应没有兑现，整体未摆脱扩损区间，多重压力之下，现货价格快速回落，进一步增加市场利空情绪。整体来看，2023 年玉米期价依然运行在 2021 年以来的价格平台之上，但是重心表现为向下靠拢。

1 月-5 月中旬的下跌可以分为两段，第一段是 1 月-3 月，期价表现为缓跌，跌幅相对较小，第二段是 4 月-5 月中旬，期价跌幅较大，为上半年跌势的主要时间段。期间的贯穿因子主要是下游利润持续处于亏损状态，消费端承接力量不足打压市场信心，使得市场对于利空消息的反映更为流畅。1-3 月处于基层粮源释放期，阶段性压力对现货价格以及期货预期形成比较大的压制，同时这个阶段又有定向稻谷拍卖消息的干扰，期货价格重心小幅下移。4 月-5 月中旬来看，虽然基层售粮压力有所减轻，但是外盘价格在美玉米出口不及预期以及新季面积增加预期的影响下明显回落，使得进口端的扰动加强，同时小麦价格在供应

宽松的压力下快速回落，部分地区与玉米平水，甚至贴水，小麦替代压力大大增加，玉米期价在相对比价的影响呈现快速回落态势。

5月下旬-8月玉米期价呈现上涨走势，季节性供应偏紧以及天气炒作带动市场情绪修正。5月中旬期价一路下跌至近三年低位，利空消息在期价回落过程中逐步消化，此时市场又出现一些积极变化，比如外盘天气炒作升温，美国玉米主产区干旱区域占比持续上升，外盘价格快速回升给国内期价形成了一定预期支撑，同时国内也面临天气干扰，全国高温情况下使得天气不确定性给市场的支撑增强。除此之外，现货端也表现出了积极情绪，具体表现为两个方面，一是小麦主产区河南遭遇强降水，带动小麦价格向上修正，二是生猪价格季节性回升带动利润向上修复，积极预期进一步强化了季节性供应偏紧的支撑，带动期价明显回升。

9月-12月玉米期价呈现快速回落走势，前期市场的担忧并未向利多的方向，反而向利空的方向发展，带动了市场情绪快速回落，期价跟随大幅回落。具体体现在三个方面，一是外盘的天气炒作未兑现，且随着收获的临近，产量预期逐步向丰产预期靠拢；二是国内天气影响也未兑现，虽然8月份有台风扰动，但是并未对产量造成大面积影响，随着收获期的推进，国内产量预期呈现出向上修正的情况；三是下游养殖利润的季节性修复未兑现，虽然8月份下游养殖利润表现出向上修复的苗头，但是这个情况并未得到延续，市场也未等来养殖利润的正区间。利多预期的不断落空，使得收获期现货情绪出现了比较大的坍塌，现货价格在新季上市期，快速回落，现货情绪的回落，再度引发期货市场负反馈，期价整体表现为不断探底的波动。

三、2023 年现货行情总结

2023 年玉米现货价格呈现震荡反复走势，年末的运行区间较年初有明显的下移。中国汇易网的数据显示，截至12月初，吉林长春二等玉米现货价格 2520 元/吨，较年初的 2860 元/吨下跌 11.89%，黑龙江哈尔滨玉米现货价格 2450 元/吨，较年初的 2740 元/吨下降 10.58%，辽宁大连玉米现货价格 2560 元/吨，较年初的 2870 元/吨下降 10.8%；华北地区玉米现货价格较东北地区而言跌幅更大，截至12月初，山东青岛二等玉米现货价格 2670 元/吨，较年初的 3020 元/吨下降 11.59%，河北石家庄玉米现货价格 2550 元/吨，较年初的 2870 元/吨下降 11.15%，河南南阳玉米现货价格 2660 元/吨，较年初的 3000 元/吨下降 11.33%；南方销区的跌幅也比较明显，截至12月初，广东蛇口玉米现货价格 2660 元/吨，较年初的 3000 元/吨下降 11.33%。

全国玉米现货均价全年走势可以分为三段，第一段是1月-5月的下跌，第二段是6月-8月的上涨，第三段是9月-12月的下跌。第一段下跌主要是两方面的因素，前期的下跌主要是受到集中售粮季节性压力的影响，下游利润不佳的情况下，市场忧虑向下，供应压力凸显，带动了现货价格的回落，后期的下跌则是小麦玉米价差收敛所带来消费收敛的影响，替代预期较浓，玉米现货价格进一步回落。第二段上涨主要是受到阶段性供需偏紧的支撑，本身6-8月就是玉米供应收紧的时间段，此时前期的利空因素也有所收敛，比如小麦玉米的价差上升，还有天气的炒作等，带动现货价格的上扬。第三阶段的下跌，则是受到阶段性供应宽松的影响，新粮收获推进顺利，丰产预期较为强烈，此外下游消费延续疲弱态势，有歧视养殖端利

润并未出现预期的修复，阶段性供需宽松矛盾比较突出，现货价格表现为持续回落。整体来看，年末价格为全年价格低点，且低于近两年同期水平。不同地区之间的差异则主要体现在价格波动幅度，整体来看，华北地区以及南方销区玉米价格的波幅要大于东北产区，反映出下游消费支撑较为乏力。

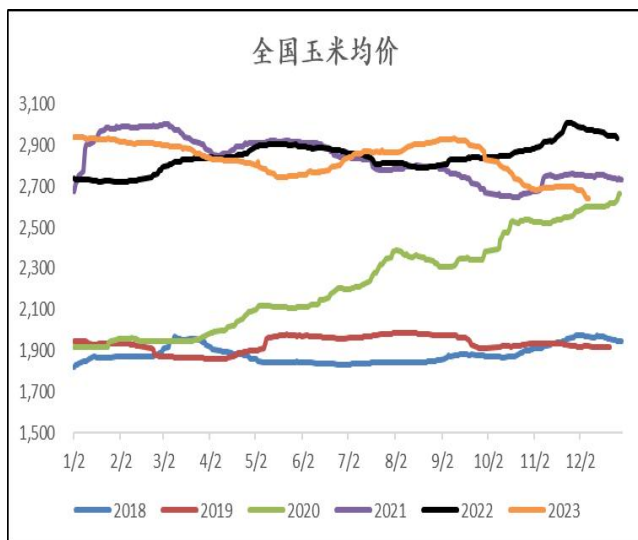


图 1-3 全国玉米均价

资料来源：同花顺，方正中期研究院整理

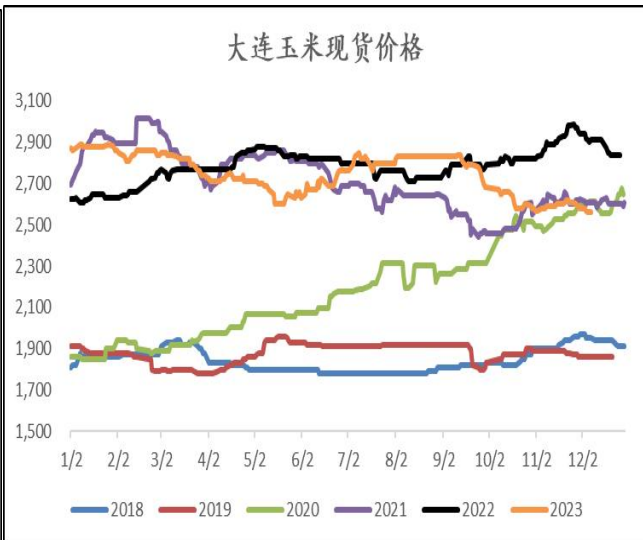


图 1-4 大连玉米现货价格

资料来源：同花顺，方正中期研究院整理

四、期货成交与持仓情况

2023 年玉米期货成交量以及成交额小幅上升。根据大商所的数据来看，2023 年 1-11 月玉米期货累计成交量为 148021422 手，同比增加 20.9%，2023 年 1-11 月玉米期货累计成交额为 39483.38 亿元，同比增加 13.41%。2023 年玉米期价高位回落，表现出趋势向下的波动，资金的吸引力略有上升，整体成交量以及成交额呈现小幅上涨。持仓角度来看，2023 年整体持仓量波动相对稳定，截至 11 月末，玉米期货持仓量为 1,570,590 手，略高于 2022 年同期的 1461533 手。

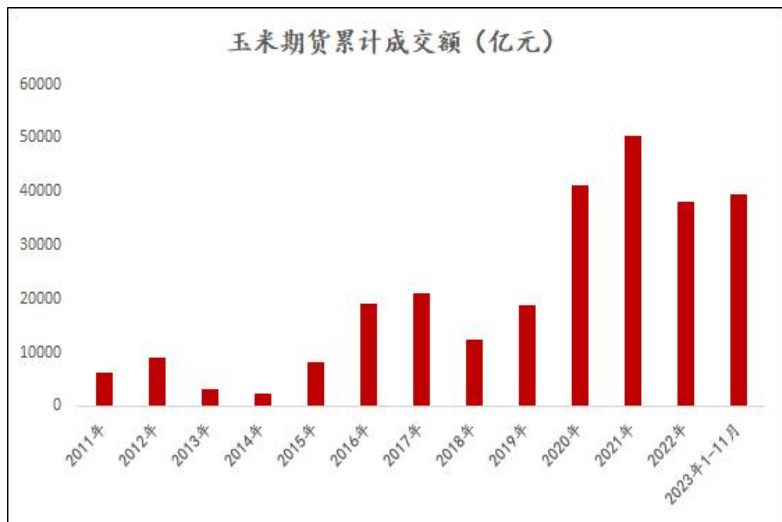


图 1-5 玉米期货累计成交额

资料来源：大商所，方正中期研究院整理

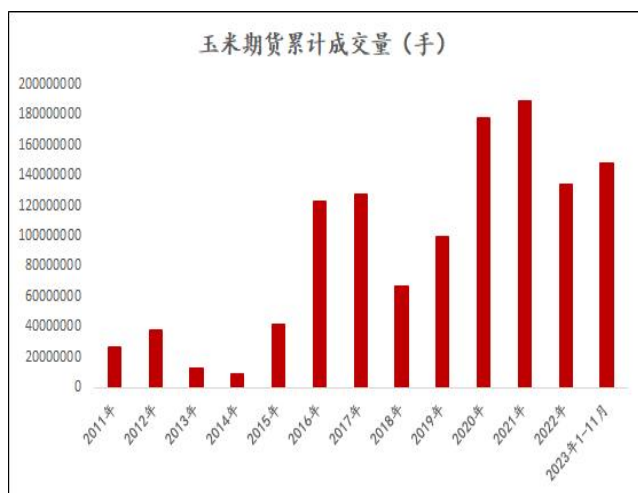


图 1-6 玉米期货累计成交量

资料来源：大商所，方正中期研究院整理

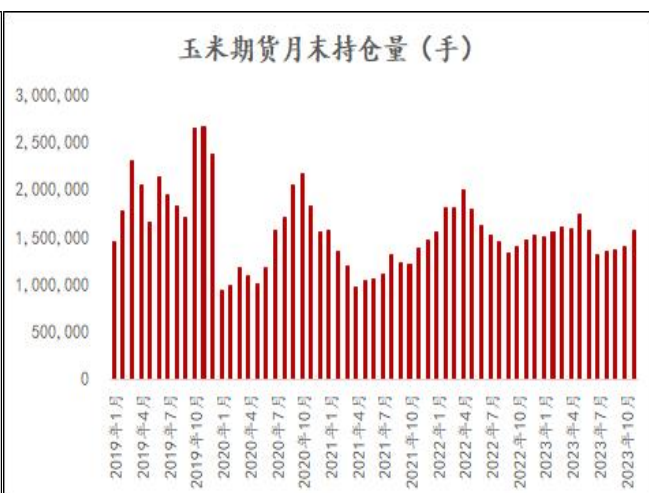


图 1-7 玉米期货月末持仓量

资料来源：大商所，方正中期研究院整理

第二部分 玉米淀粉长期走势与 2023 年行情回顾

一、长期历史回顾



图 2-1 大商所玉米淀粉期货行情长期回顾

资料来源：wind，方正中期研究院整理

由于淀粉是由玉米直接简单加工而成，除加工费等固定成本以外，主要成本变动来自于玉米价格变动。因此淀粉价格走势与玉米价格走势具有较高的相关性。

第一阶段，2014 年 12 月 19 日淀粉期货在大商所正式挂牌上市。随后的两年间正值玉米后临储政策时代，淀粉期价随玉米期价大幅下跌。2015 年 4 月，东北临储玉米收购结束，国内玉米库存创下新高，下游市场需求持续低迷，玉米市场面临前所未有的供应压力，玉米价格的回落带动淀粉价格大幅下跌。

第二阶段，2016 年底至 2018 年底。国家玉米供给侧政策引导下，玉米市场逐步由供需宽松转向供应偏紧。政府出台一系列深加工补贴政策刺激玉米需求，玉米市场逐步出现产需缺口，玉米价格上涨带动淀粉价格筑底反弹。

第三阶段，2018 年下半年-2019 年，非洲猪瘟导致玉米市场产需缺口缩小，玉米价格对淀粉价格的向上带动作用变小，再加上淀粉替代品以及高库存的影响，淀粉价格走出宽幅震荡行情。

第四阶段，2020 年，原料玉米价格在供应偏紧预期下，大幅上涨，利润驱动带动玉米淀粉期价上涨，同时下游需求表现良好，整体价格呈现相对偏强波动。

第五阶段，2021 年-至今，原料玉米价格高位运行，利润驱动带动玉米淀粉期价高位运行，同时下游需求呈现弱稳态势，整体价格呈现高位区间波动。

二、2023 年期货行情总结



图 2-2 玉米淀粉主连收盘价

资料来源：wind，方正中期研究院整理

玉米淀粉期货主连价格 2023 年呈现区间震荡走势，运行重心轴线未发生明显变化。整体波动趋势与成本玉米期价基本一致，上半年走势同样分为两段，第一段是 1-5 月中旬震荡偏弱，第二段是 5 月下旬-7 月震荡偏强，第三段 8 月-12 月震荡回落。1-5 月中旬的震荡偏弱，既有成本端玉米价格下跌所带来的压力，又

有消费端表现不及预期所形成的拖累，新冠疫情乙类乙管之后，市场对于消费预期是偏乐观的，一季度同比表现稳定，强化乐观预期，然而 4 月份开始，消费表现不及预期，市场信心出现动摇，同时成本端玉米价格大幅回落，多重因素共同带动下，玉米淀粉期价表现出一定的回落走势。5 月下旬-7 月的震荡偏强，同样受到两方面因素影响，一是成本端玉米期价低位回升；二是行业利润持续亏损的情况下，企业开机积极性明显下降，供应被动下滑，对价格也形成了相对支撑，该阶段的上涨，既有基本面预期的好转，也有前期市场过度看空所带来的情绪修复。8 月-12 月的震荡回落，依然是两个方面因素的影响，一是成本端玉米价格的回落，二是企业利润快速修复之后，企业开工意愿上升与下游消费提振不足所带来的阶段性宽松预期上升，现货价格弱势预期，施压期价，期价呈现震荡回落波动。

三、2023 年现货行情总结

2023 年玉米淀粉现货价格整体呈现先扬后抑的走势。1 月-5 月份，淀粉现货价格表现较为平稳，并没有跟随玉米价格回落，主要是加工企业利润持续处于亏损区间，企业挺价意愿比较强，所以淀粉价格对于成本端利空并没有表现跟随；6 月-8 月份，原料玉米供应偏紧叠加价格回升，进一步提振玉米淀粉利多情绪，玉米淀粉现货价格跟随上涨；9 月-12 月份，原料玉米价格快速回落，使得淀粉企业加工利润快速修复，同时淀粉下游消费并没有特别亮眼的表现，供应宽松预期上升，叠加成本玉米的持续回落，玉米淀粉现货价格呈现流畅回落走势。

中国汇易网的数据显示，截至 12 月初，全国玉米淀粉均价为 3130 元/吨，较年初的 3058 元/吨上涨 2.35%。分地区来看，黑龙江青冈的报价为 3050 元/吨，较年初的 2960 元/吨上涨 3.04%，吉林长春的报价为 3050 元/吨，较年初的 3000 元/吨上涨 1.67%，河北宁晋的报价为 3200 元/吨，较年初的 3140 元/吨上涨 1.91%，山东诸城的报价为 3250 元/吨，较年初的 3140 元/吨上涨 3.5%。

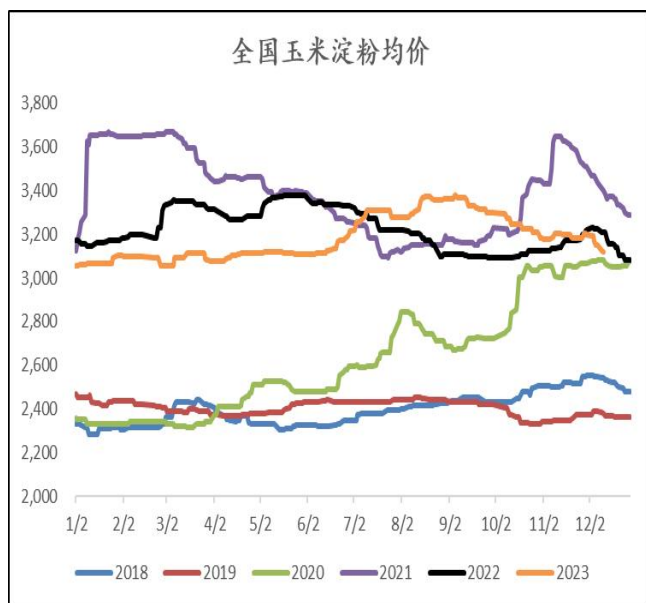


图 2-3 全国玉米淀粉均价

资料来源：同花顺，方正中期研究院整理

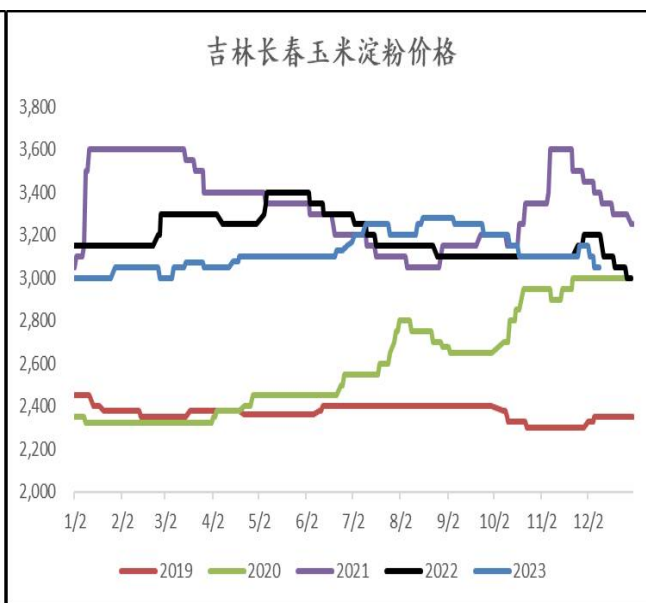


图 2-4 吉林长春玉米淀粉现货价格

资料来源：同花顺，方正中期研究院整理

四、期货成交与持仓情况

2023 年玉米淀粉期货成交量以及成交额小幅上升。根据大商所的数据来看，2023 年 1-11 月玉米淀粉期货累计成交量为 50,308,426 手，同比增加 20.41%，2023 年 1-11 月玉米淀粉期货累计成交额为 14,968.76 亿元，同比增加 12.82%。持仓角度来看，2023 年持仓量波动延续相对稳定态势，截至 11 月末，玉米淀粉期货持仓量为 293273 手，略高于 2022 年同期的 237586 手。



图 2-5 玉米淀粉期货累计成交额

资料来源：大商所，方正中期研究院整理



图 2-6 玉米淀粉期货累计成交量

资料来源：大商所，方正中期研究院整理

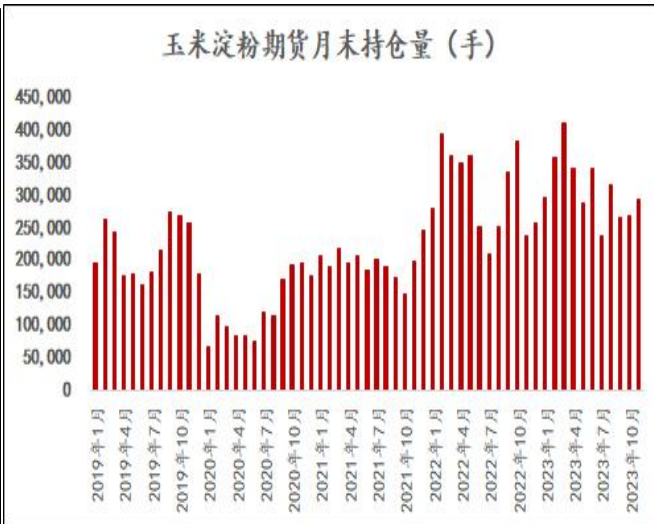


图 2-7 玉米淀粉期货月末持仓量

资料来源：大商所，方正中期研究院整理

第三部分 玉米市场基本面分析

一、供应市场分析

（一）本年度丰产局面已定 粮源释放节奏为关注重点

本年度产量已定，后期关注点在于市场流通节奏。丰产已经是市场的共识，进入收获期之后，多数机构上调了国内玉米的产量预估。农业农村部在 9 月报告和 10 月报告中连续上调产量预估，最新的产量预估为 2.88 亿吨，相比初始预估值 2.82 亿吨上调 0.06 亿吨，相比去年预估值 2.77 亿吨上调 0.11 亿吨。中国汇易网最新的产量预估为 2.82 亿吨，相比去年预估值 2.69 亿吨增加 0.13 亿吨。钢联农产品最新的产量预估为 2.8 亿吨，相比去年的预估值 2.59 亿吨增加 0.21 亿吨。整体来看，主流机构对于本年度玉米产量预估都是增产的方向，区别主要在于增产幅度，幅度变化区间在 0.11 亿吨-0.21 亿吨。基于当前市场预估来看，丰产预期构成玉米市场总量压力，不过丰产幅度有限收敛其对市场的施压程度。产量的落定，意味着本年度大的供应预期落定，后期市场关注点转向阶段性供应变化，即农户以及贸易粮源的释放节奏。基于以往的规律来看，农户售粮节奏影响的时间段一般在 5 月份以前，且农户售粮高峰一般在春节前一个月和春节后一个月这两个时间段，今年春节晚于去年，可能会使得春节前的压力有所增加；贸易商售粮节奏影响时间段主要是 5 月份以后，一般来说，贸易利润预期是主要影响因素，其售粮节奏多数时候呈现先慢后快的表现。综合来看，本年度依然会延续往年的季节性变化规律，供应压力预期前高后低，2-3 月的压力较为明显。

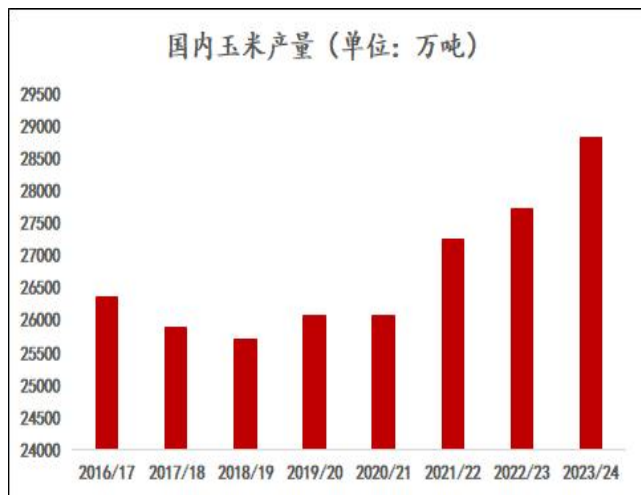


图 3-1：国内玉米产量

数据来源：农业农村部、方正中期研究院整理

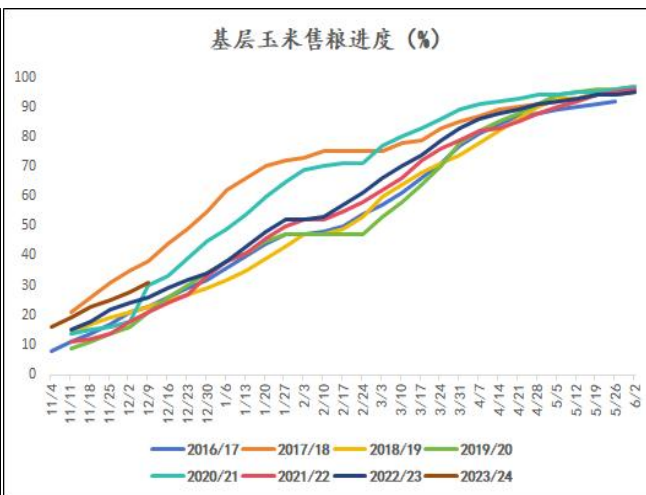


图 3-2：基层玉米售粮进度

数据来源：农业农村部、方正中期研究院整理

（二）新季种植面积继续稳定预期 转基因商业化提振玉米单产

2024 年种植面积预期继续稳定。影响因素依然围绕两个方面，一是与竞争作物的收益比价，二是相关政策。玉米的竞争作物主要是大豆，以黑龙江地区大豆/玉米比价作为参考指标来看，今年以来持续处于低位区间，意味着从当前大豆与玉米的价格对比来看，玉米的种植吸引力比较大，这个构成玉米种植面积稳

定的核心。政策角度来看，农业农村部印发的《“十四五”全国种植业发展规划》给出了“2025 年，大豆玉米带状复合种植面积 5000 万亩（折合大豆面积 2500 万亩），力争大豆播种面积达到 1.6 亿亩，产量达到 2300 万吨左右”的目标，2023 年全国大豆种植面积预估为 1044.3 万公顷（1.56 亿亩），那么也就说 2024 年政策端对于大豆种植依然有倾斜，会对玉米种植预期形成一定影响，但是结合大豆面积增量以及玉米现实情况来看，这个政策影响力度预期较为温和。综合来看，玉米价格的相对优势仍在，不过政策端对大豆种植面积依然有倾斜，限制玉米种植面积的增幅，目前对于 2024 年玉米种植面积维持稳定预期。单产角度来看，转基因品种商业化步伐加快，意味着玉米单产趋增的稳定性将有所加强。2023 年中央一号文件提到了“加快玉米大豆生物育种产业化步伐，有序扩大试点范围”，意味着转基因品种商业化步伐将有所加快，根据目前农业农村部的公示信息来看，目前已经批准 57 个转基因玉米品种，2020 年以来中国此前已经累计批准了 20 个品种的国产转基因玉米（均在有效期内），2023 年批准了 37 个转基因玉米品种。初步预估来看，2024 年玉米产量维持稳定略增的预期，不过天气影响依然不容忽视，玉米生长周期内天气扰动依然是市场关注重点，天气扰动的时间段主要在 4-10 月份，其中种植面积扰动主要集中在 4-5 月份。

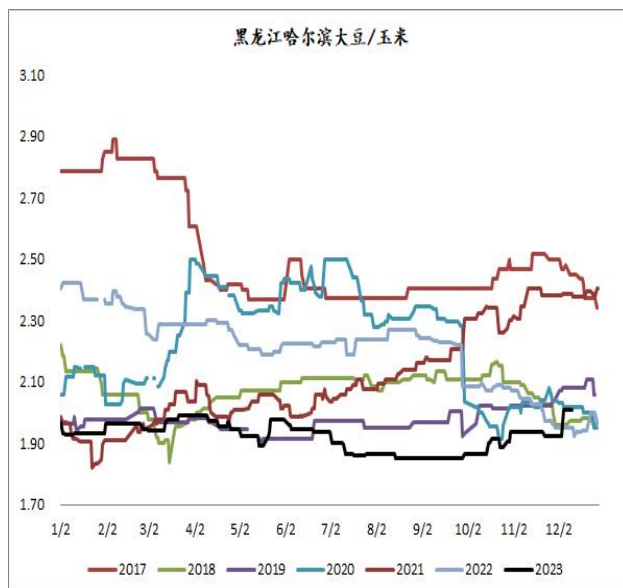


图 3-3：哈尔滨大豆/玉米

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

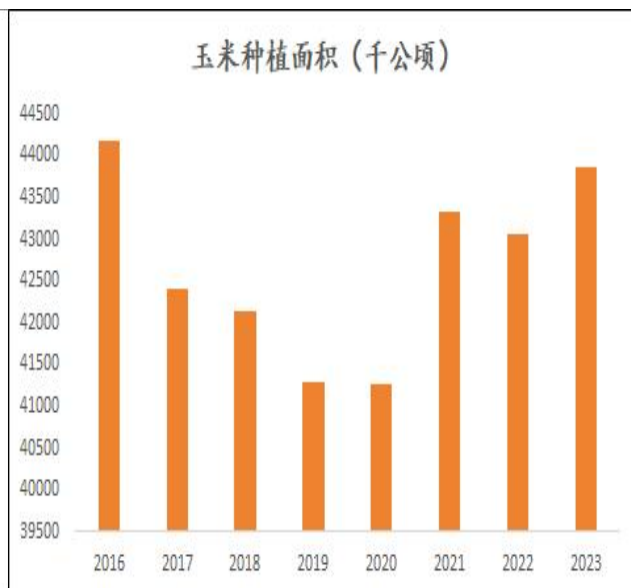


图 3-4：玉米种植面积

数据来源：农业农村部、方正中期研究院整理

（三）进口端相对压力有待释放 玉米内外价差预期收敛

进口端的相对压力主要体现在两个方面，一是进口玉米存在一定的余量，二是未来到港量预期较高。2020 年以来，玉米进口量维持高位运行，持续表现为超出配额的情况，合理预期来看，部分进口玉米流入储备库，参照中储粮进口玉米投放情况来看，2021 年 6 月以来中储粮累计投放进口玉米 1539 万吨，成交 560 万吨，进口玉米的预期余量超过 1000 万吨。此外，中美贸易关系缓和以及进口玉米利润尚可，依然支撑当前玉米进口增量预期。海关总署数据来看，2023 年 1-11 月进口玉米累计为 2219 万吨，同比增加 244 万吨，前期进口量有所下降，9-11 月呈现同环比上升态势，同比增量主要来自于 9-11 月。前期进口量下降的原因，主要有两个方面，一是进口利润收缩，二是今年进口玉米采购的主力主要是巴西玉米，巴西玉米

订单对限量主要集中在下半年。未来的到港量预期来看，整体维持历史同期高位水平，根据第三方机构的预期数据来看，12月进口玉米到货量预估为280万吨，2024年1-3月的到港量预估分别为270万吨、240万吨和240万吨。基于进口量的情况来看，其对国内玉米依然构成相对压力。

此外，需要关注的是，对于后期内外价差，我们维持收敛预期，进口量预期内外价差的收敛呈现下滑态势。内外价差来看，我们认为外盘筑底上升的时间可能会早于国内。全球玉米市场来看，季节性供应压力仍然比较明显，不过随着北半球收获的结束，边际影响有所下降，市场焦点转向南美天气以及消费预期的变化，国际玉米低价使得南美农户的种植意愿下降，同时天气扰动较为突出，全球玉米的供需环境存在边际好转预期。全球玉米供应压力包括两个部分，一是北半球今年收获的产量压力，二是南半球今年（即上一年度）的库存压力。USDA 预估数据来看，今年北半球产量再度回到历史高位水平，2023/24 年度北半球前四大主产国累计产量为7.55亿吨，同比增加4960万吨，仅略低于2021/22年度。南半球市场来看，今年产量创了历史新高，USDA 预估2022/23年度南半球两大主产国累计产量为1.71亿吨，同比增加550万吨，那么也就意味着南美供应余量处于相对高位。需求端来看，全球玉米饲用消费的占比接近2/3，工业消费的占比接近1/3，当前市场预期，两端消费的提振因素有限，整体维持平稳预期，不过需要注意的是，随着南美产量的增长，南美与北美的出口贸易竞争越来越激烈，将会加剧当下价格压力。后期来看，全球玉米市场存在好转预期，包括两个方面，一是季节性供应压力有所好转，南美的产量规模远远低于北半球的产量规模；二是南美产量有下修预期，近期市场机构普遍预期南美玉米种植意愿有所下滑，同时巴西大豆推进缓慢或影响二季玉米的种植。整体来看，全球玉米供需好转预期将收敛期价的进一步下行空间。

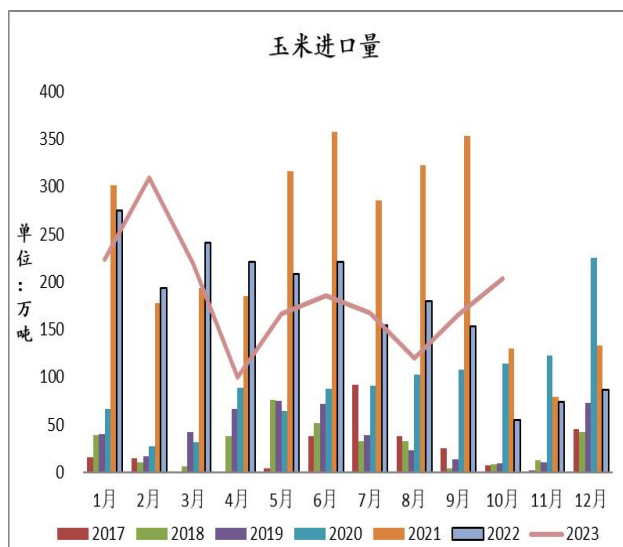


图 3-5：玉米进口量

数据来源：海关总署、方正中期研究院整理

	美国	乌克兰	巴西	缅甸	保加利亚	南非	其他
1-2月	235	117.68	147.68				32.5
3月	49.49	90.93	68.6				5.21
4月	5.31	81.62	5.2				8.11
5月	56.84	86.58				10.81	12.01
6月	122.73	56.7			4.78		
7月	87.17	55.04	5.77		19.68		0.17
8月	45.07	32.74	25.4		13.85		2.78
9月	19.35	12.17	124.61	5.13			3.38
10月	13.96	0.68	180.07	6.04			3.68

图 3-6：2023 年玉米进口来源国情况

数据来源：海关总署、方正中期研究院整理

二、需求市场分析

（一）饲用消费总量维持高位 养殖困境驱动趋弱

玉米饲用消费静态预估来看，整体维持高位区间。各个机构对于2023/24年度玉米饲用消费量基本都维持同比略增的预估，对比农业农村部、中国汇易网、钢联农产品的数据来看，钢联农产品对于2023/24

年度消费增幅最为乐观，增幅预估在 1000 万吨，农业农村部 and 钢联农产品的增幅预估都在 300 万吨左右，对于玉米饲用消费静态预估量都维持高位区间。对于这个预估数据来看，我们认为主要反映的是基数支撑，即对下游养殖所需玉米的总量预估，并不能反映贸易渠道所带来的消费变化，本年度消费状态来看，下游养殖端持续负利润的情况下，对玉米贸易形成了比较大的考验，因此对于 2023/24 年度玉米贸易消费维持收敛预期，这个预期收敛可能会在一定程度上抵消基于总量预估所形成的增量的影响。2023/24 年度玉米饲用消费的关注点依然围绕两个方面，一是养殖市场变化，二是其他谷物的替代情况。养殖市场来看，2024 年市场处在降产能与负利润的博弈当中，那也就是说对于玉米消费来说，无论是降产能还是负利润，都看不到明显的向上驱动，因此消费信心仍然延续偏弱的态势，不过值得关注的是明年养殖市场将再度出现周期反转的讨论，下半年度养殖旺季是否会出现一些其他变化，依然值得关注。其他谷物的替代角度来看，整体依然维持多元化的情况，不过近几年随着超期稻谷库存的不断下降，稻谷端替代动力有所下滑，同时小麦与进口谷物的持续增量也有所不足，因此替代端来看，我们认为替代端并不构成大的压力，仍然以阶段性扰动为主。

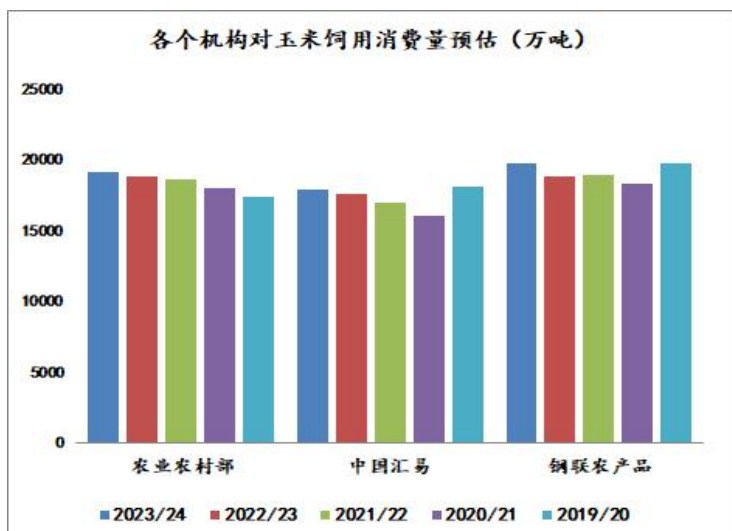


图 3-7 各个机构对玉米饲用消费的预估

资料来源：农业农村部，钢联农产品、中国汇易网，方正中期研究院整理

养殖市场目前主要的困境是养殖产能高位与养殖利润持续亏损。今年以来，养殖市场最明显的特点就是利润不佳，无论是生猪养殖利润还是禽类养殖利润，都呈现相对亏损的态势，其中生猪养殖利润基本全年都在零轴下方，肉禽养殖利润在零轴下方的时间长于往年，蛋禽养殖利润处在零轴上方，但是利润运行区间也比往年明显收缩，利润不佳收敛养殖信心。不过基于市场博弈心态，上游都不愿意降产能，2023 年上游产能收缩并不明显，参照国家统计局的数据来看，10 月全国能繁母猪存栏量预估为 4210 万吨，同比下降 3.9%，依然是近五年高位水平，6 月全国家禽存栏量预估 63.2 亿只，为近五年最高水平。整体来看，当前养殖市场依然处于下行周期中的底部博弈的环节中，从目前的市场情况来看，2024 年这种底部博弈将延续，且从历史来看，这种困境的改变，主要通过产能下降来实现的，只有产能收缩到一定程度，才能带来周期的反转，那么也就是说 2024 年养殖市场关注的重点依然是产能收缩变化。基于当前养殖市场的情况来

看，我们认为 2024 年养殖市场依然面临降产能和负利润的困局，那么对于能量饲料来说，整体消费倾向仍然偏弱，至少上半年来看，养殖端困境将延续，因此上半年饲用消费端对于玉米的驱动仍然比较弱。

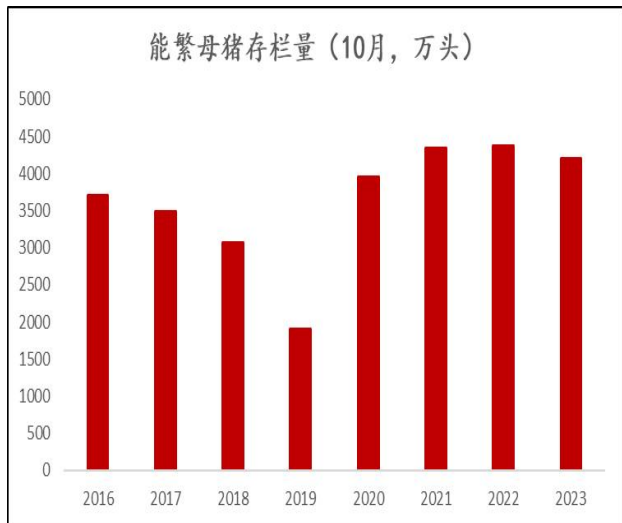


图 3-8：10 月能繁母猪存栏量

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

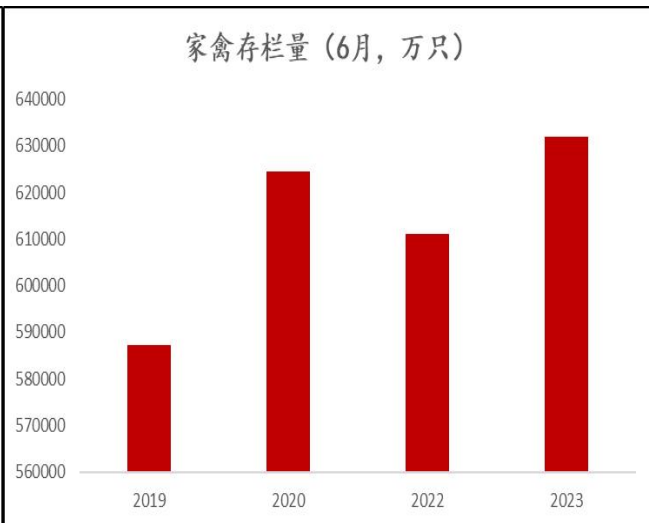


图 3-9：6 月家禽存栏量

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

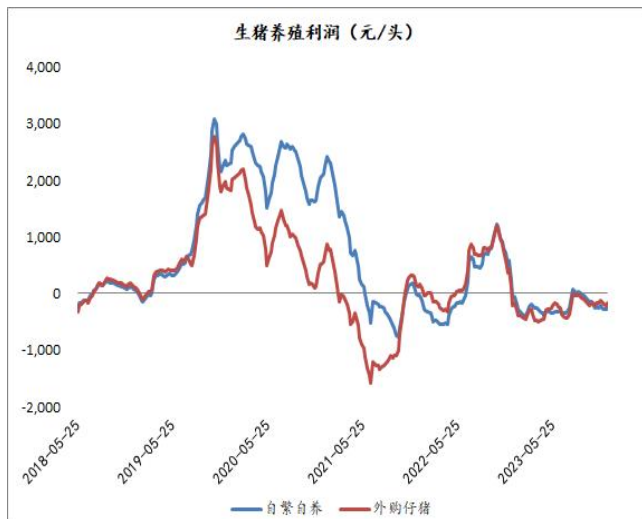


图 3-10：生猪养殖利润

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

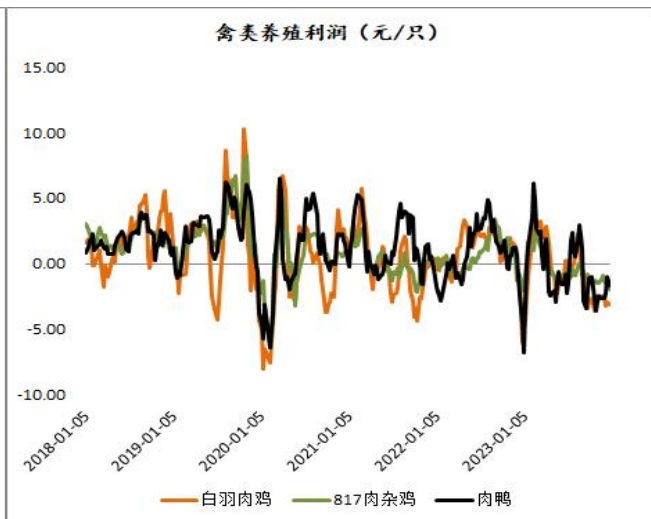


图 3-11：禽类养殖利润

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

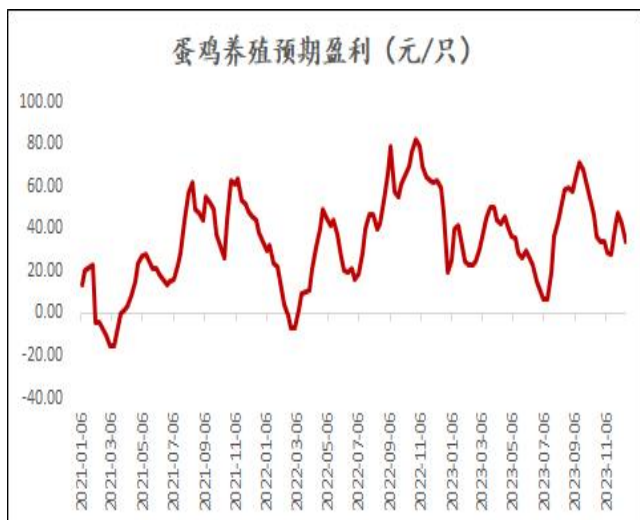


图 3-12: 蛋鸡养殖预期盈利

数据来源: 同花顺、方正中期研究院整理

其他谷物的替代影响以阶段性为主。2020 年以来, 其他谷物对于玉米市场的平衡有着重要的作用, 这里其他谷物主要包括小麦、稻谷、进口谷物三个方面。小麦方面来看, 2020 年以来, 其对玉米替代比较明显, 关注点主要围绕两个方面, 一是临储小麦的替代, 二是玉米小麦价差上升所带来的替代, 临储小麦角度来看, 目前余量已经不多, 其对玉米替代压力也比较有限, 价差角度来看, 今年二季度玉米小麦价差大幅回升, 小麦的性价比明显提升, 其对玉米的替代量明显增加, 此外, 还有芽麦所形成的扰动, 不过目前玉米小麦价差已经再度回到历史低位区间, 小麦的替代优势大幅下降, 其对玉米的替代影响有所下降, 对于 2024 年来看, 仍然以阶段性扰动为主, 基于今年产量同比略降的情况来看, 我们认为 2024 年价差再度上升的难度较大, 目前预期的替代影响有限, 继续关注下一季小麦收获前后出现的市场变化。稻谷方面来看, 2020 年以来, 定向稻谷对于玉米的替代也比较明显, 近四年定向稻谷每年都有一定投放量, 相应的, 定向稻谷的库存也是下滑态势, 因此其对 2024 年玉米替代也或有限。进口谷物方面来看, 2021 以来, 持续处于高位区间, 2023 年 1-11 月其他谷物 (小麦、稻谷和大米、大麦、高粱) 累计进口量为 2843 万吨, 同比略降 155 万吨, 主要是受到国际贸易以及主产国产量的制约, 对于 2024 年来看, 我们认为国际贸易以及主产国产量制约的影响依然存在, 因此我们觉得 2024 年进口其他谷物的增量空间依然比较有限, 那么也就是说其对玉米的相对压力有限。整体来看, 我们认为 2024 年其他谷物对玉米的替代压力比较有限。



图 3-13: 玉米小麦价差

数据来源：同花顺、方正中期研究院整理

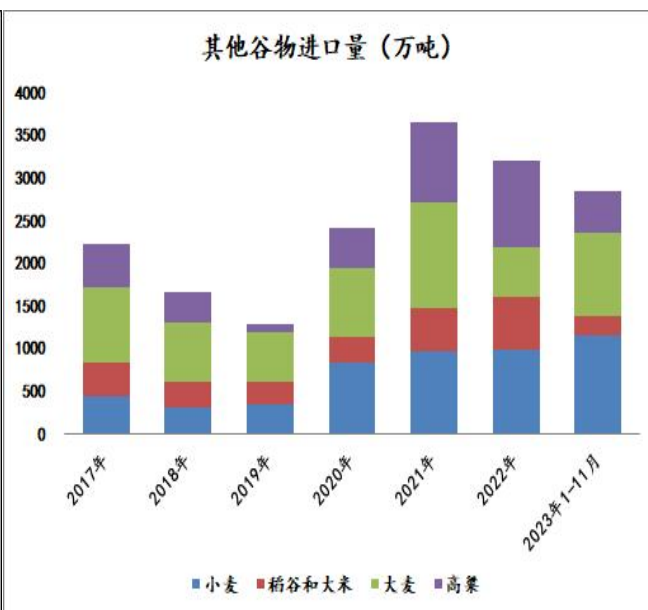


图 3-14: 其他谷物进口量

数据来源：海关总署、方正中期研究院整理

定向稻谷拍卖情况		
	拍卖量	成交量
2020 年	1500	922
2021 年	5200	1612
2022 年	4385	2888
2023 年	1601	1428

图 3-15: 定向稻谷拍卖情况

数据来源：公开资料、方正中期研究院整理

(二) 工业消费总量维持稳定 利润修复提振预期

2023/23 年度玉米工业消费维持稳中略增预期。玉米深加工市场来看，整体依然是产能过剩的情况，不过今年相对变化，主要是玉米价格的快速下滑，使得企业利润有一定修复，提振阶段性开机预期，我们看到目前多数机构上调玉米工业消费预期，基本都维持稳中略增的预期，目前来看，企业加工利润依然积极维持，对玉米的工业消费延续乐观预期。

玉米淀粉市场来看，2023 年消费表现稳定，不过下半年成本端的快速回落使得利润表现出明显的修复，全年整体利润水平呈现前低后高的态势，上半年山东地区亏损比较严重，下半年山东地区以及吉林地区都有明显的恢复，整体利润区间相比上半年上移比较明显，下半年行业开机水平明显上升，11 月份开机率上升至 60% 的水平。目前的情况来看，主产区都处于正利润区间，整体开工率预期延续相对高位水平。2024

年玉米淀粉市场来看，成本面临压力与消费边际好转预期延续，利润边际好转预期或延续，对玉米消费构成相对支撑，不过需要关注其季节性变化规律，一般来说，年中为淡季，年初和年末为旺季，因此一季度其对玉米消费的支撑相对增强。

玉米酒精市场来看，2023 年消费同样表现一般，同样是下半年成本端的快速回落使得利润出现明显的修复，全年整体利润水平呈现前低后高的情况，上半年玉米酒精企业的利润呈现亏损扩大态势，企业开工积极性不佳，下半年企业利润受到成本端的影响，表现出明显的修复，10 月份开始，主产区都处于正利润态势，相应的，全国玉米酒精企业在 10 月份以后有明显的回升。目前主产区的加工利润仍处于盈利区间，将继续提振企业开机的积极性，对于 2024 年，我们认为玉米酒精企业同样有好转预期，成本面临压力与消费边际好转将继续支撑利润的修复，整体对玉米消费构成积极支撑。季节性规律来看，与淀粉一致，上半年开机率逐步下降，下半年开机率逐步回升，同样意味着一季度对玉米消费支撑较强。

替代品角度来看，2023 年木薯进口量略有下滑，1-11 月国内木薯干累计进口量为 551 万吨，同比下降 122 万吨，降幅为 18.14%，进口来源国主要是泰国、越南，进口量下滑主要是受到国内下游消费不佳的影响。2024 年来看，主产国木薯产量高位与国内消费一般的博弈降延续，木薯进口量或继续稳中略降的态势。



图 3-16: 全国玉米深加工消费量

数据来源：钢联农产品、方正中期研究院整理

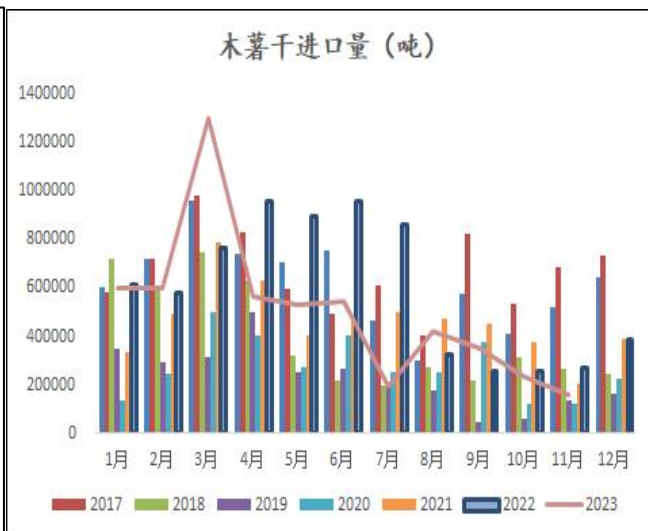


图 3-17: 木薯进口量

数据来源：海关总署、方正中期研究院整理



图 3-18: 吉林地区玉米淀粉加工利润
数据来源: 同花顺、方正中期研究院整理



图 3-19: 山东地区玉米淀粉加工利润
数据来源: 同花顺、方正中期研究院整理



图 3-20: 黑龙江地区玉米酒精企业加工利润
数据来源: 同花顺、方正中期研究院整理



图 3-21: 山东地区玉米酒精企业加工利润
数据来源: 同花顺、方正中期研究院整理

三、供需平衡表分析

国内玉米市场来看,2023/24 年度呈现供需宽松预期。供应方面来看,2023/24 年度种植面积预估为 4387 万公顷,同比增加 80 万公顷,2023/24 年度单产预估为 6570 公斤/公顷,同比增加 134 公斤/公顷,种植面积以及单产都增加的预期下,最终产量预估同比增加 1103 万吨,2023/24 年度进口量预估为 1750 万吨,同比下降 121 万吨,整体供应端维持稳定略增的预期。需求方面来看,饲用消费以及工业消费都维持稳定略增预期,2023/24 年度全国饲料消费量预估为 1.91 亿吨,同比增加 200 万吨,2023/24 年度全国工业消费量预估为 8238 万吨,同比增加 138 万吨,整体需求维持稳定略增预期。整体来看,2023/24 年度国内玉米供需相对稳定,不过产量增幅预期略大于需求增幅,2023/24 年度国内玉米预期略宽松,宽松幅度也较为有限。

表 3-1 中国玉米供需平衡表

中国玉米供需平衡表（万吨）					
	2021/22	2022/23	2023/24		
	12月预计	12月预计	11月预计	12月预计	变动
播种面积（千公顷）	43324	43070	43870	43870	0
收获面积（千公顷）	43324	43070	43870	43870	0
单产（公斤/公顷）	6291	6436	6570	6570	0
产量	27255	27720	28823	28823	0
进口	2189	1871	1750	1750	0
消费	28770	29051	29500	29500	0
食用消费	965	980	991	991	0
饲用消费	18600	18800	19100	19100	0
工业消费	8000	8100	8238	8238	0
种子用量	195	191	193	193	0
损耗及其它	1010	980	978	978	0
出口	0	1	1	1	0
结余变化	674	539	1072	1072	0
备注：玉米市场年度为当年10月至下年9月					

资料来源：农业农村部，方正中期研究院

第四部分 玉米淀粉市场基本面

一、供应市场分析

2024 年玉米淀粉企业利润预期延续恢复态势，整体产量预期稳中略增。玉米淀粉市场来看，2023 年下半年市场出现一定的利好，尤其是新季玉米收获以来，成本端的快速回落，使得企业加工利润明显修复，山东地区又上半年的亏损转为盈利，利润的修复对于企业开机意愿起到了很好的提振作用，下半年玉米淀粉产量呈现同比增长的态势。钢联农产品的数据显示，2023 年 1-11 月样本企业玉米淀粉产量预估为 1341.18 万吨，同比增加 10.41 万吨，下半年的增幅比较明显。后期来看，养殖端弱势对玉米成本所形成的负反馈，依然有利于稳定玉米淀粉企业利润，那么也就是说 2024 年玉米淀粉产量预期稳定略增。

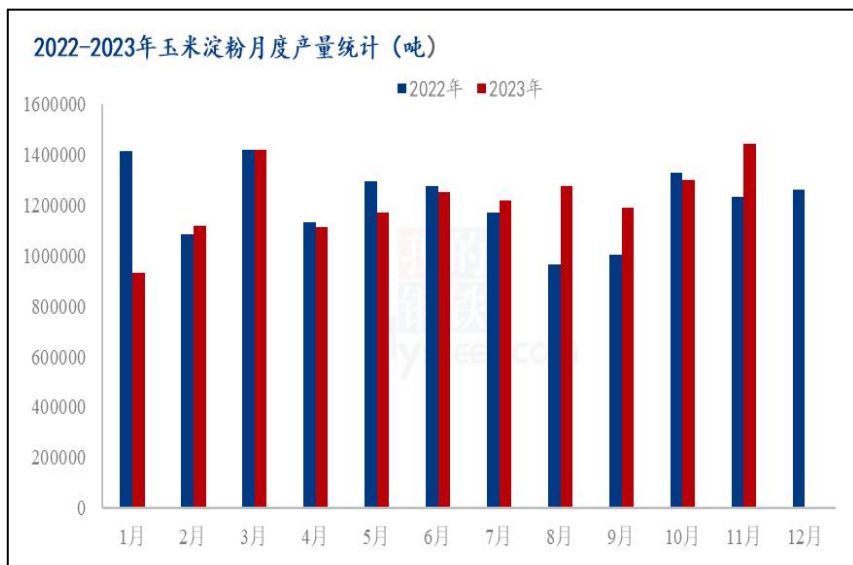


图 4-1 玉米淀粉产量

资料来源：钢联农产品

二、需求市场分析

2024 年度玉米淀粉消费预期维持稳定。根据玉米淀粉工业协会的信息显示，我国玉米淀粉主要消费领域是淀粉糖、造纸、食品、啤酒等方面，其中淀粉糖的占比为 50%。淀粉糖的消费主要用于食品领域，近年来我国肥胖问题日益突出，健康饮食理念中倡导低糖低脂肪，限制了淀粉糖消费的总量增长空间，替代消费端来看，2024 年白糖价格预期高位回落，或对淀粉糖消费形成一定的制约。整体来看，成本端玉米面临压力的情况下，也就意味着玉米淀粉下游存在一定的价格弹性，对玉米淀粉消费构成相对支撑，不过白糖价格回落，同样会牵制玉米淀粉消费与价格。整体来看，2024 年玉米淀粉消费预期呈现稳中略增的态势。

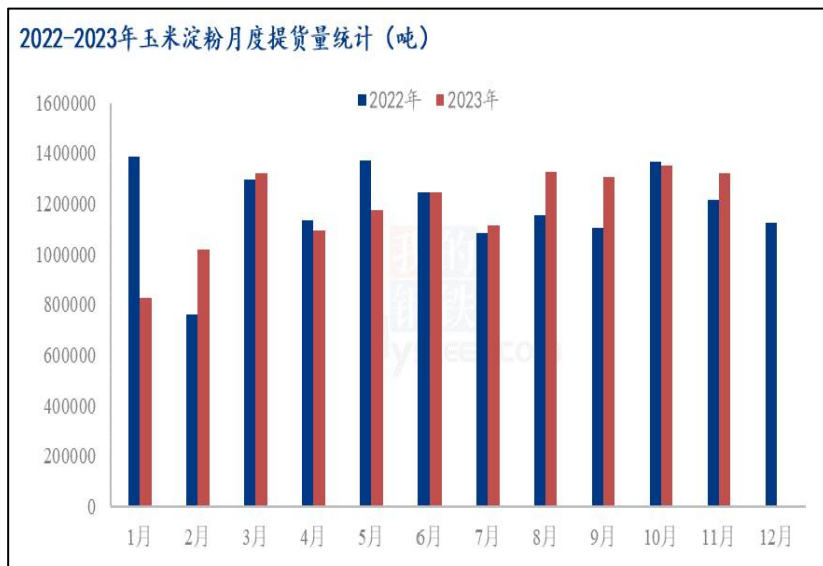


图 4-2 玉米淀粉提货量

资料来源：钢联农产品

三、供需平衡表分析

2024 年全国玉米淀粉预期呈现略宽松的态势。我们参照淀粉工业协会的产销数据与钢联农产品的库存数据，粗略形成下面的供需平衡表预估。供应端来看，考虑玉米淀粉企业加工利润有一定程度的修复，且持续时间或超预期，我们对于 2024 年产量预估维持一定幅度的上调。需求端来看，基于成本落价，给玉米淀粉一定让价空间的情况，我们认为玉米淀粉消费量也将有一定幅度的增长，不过从利润驱动来看，我们认为供应的增量略大于消费的增量，2024 年全国玉米淀粉预期呈现相略宽松的态势。

表 3-1 中国玉米淀粉供需平衡表

国内淀粉供需平衡表					
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	估计值	估计值	估计值	12月预估	12月预估
期初库存	60	60	90	60	61.5
产量	2618	2837	2692	2712	2742
进口量	0	0	0	0	0
总供给量	2678	2897	2782	2772	2804
国内消耗量	2556	2793	2700	2710	2730
出口量	62	14	22	0.5	0.5
总使用量	2618	2807	2722	2711	2731
期末库存	60	90	60	61.5	73
库消比	2.29%	3.21%	2.20%	2.27%	2.67%

单位：万吨

数据来源：方正中期期货研究院

第五部分 套利机会分析

一、跨品种套利

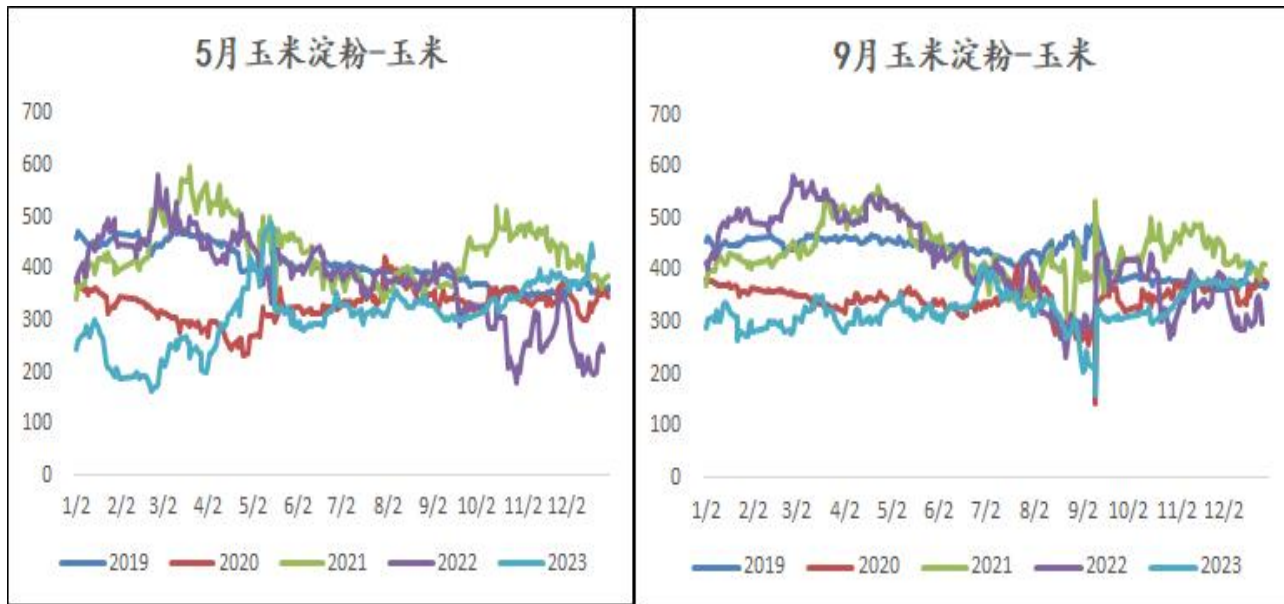


图 5-1 5 月合约淀粉-玉米价格

资料来源：方正中期期货研究院

图 5-2 9 月合约淀粉-玉米价格

资料来源：方正中期期货研究院

玉米淀粉与玉米价差建议以逢低做多思路为主。历史统计数据来看，玉米淀粉-玉米价差基本在 200 到 600 区间波动，目前 5 月价差和 9 月价差都处于中高位区间，统计角度不支撑持续向上。基本面角度来看，玉米淀粉与玉米价差主要反映的是玉米淀粉利润预期变化，本年度市场情况来看，养殖端对于玉米的负反馈，使得玉米淀粉让价空间上升，进而提振玉米淀粉企业的加工利润，因此，基于利润修复的预期，我们认为玉米淀粉和玉米价差倾向于是一个震荡上行的情况，因此，基本面角度支撑玉米淀粉与玉米价差的上扬。综合统计角度和基本面角度情况，操作方面我们建议维持玉米淀粉-玉米期价的逢低做多思路。

二、玉米跨期套利

玉米月间价差来看，当前基本面情况对 3 月的施压最强，原因主要是两点，一是 3 月仍处在基层售粮高峰时间段，二是 3 月还面临春节后的养殖淡季，供需两端都存在阶段性压力。历史统计数据来看，玉米 3-5 价差与玉米 5-9 价差大多数时间在 -60-60 区间波动，目前价差分别为 -11 和 -15，处于中下区间，统计角度驱动不明显。基本面角度来看，3 月面临压力预期大于 5 月，也就是玉米说基本面角度对于 3-5 价差是一个向下的驱动，5 月和 9 月来说，目前对于 9 月的季节性供需偏紧支撑延续的，即 9 月既是供应尾声，也是养殖的旺季，因此目前基本面角度支撑玉米 5-9 价差向下的预期，不过需要关注的就是生猪产能收缩对养殖市场的变化。整体里看，玉米月间价差建议关注玉米 3-5 价差和玉米 5-9 价差的做空机会。

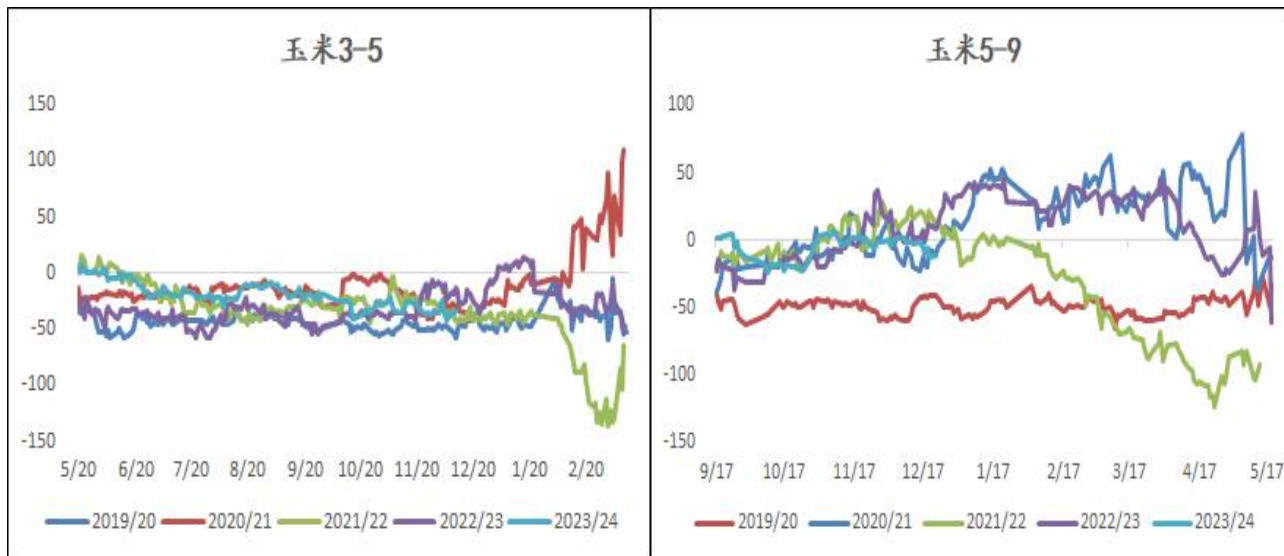


图 5-3 玉米 3-5 合约价差
资料来源：方正中期期货研究院

图 5-4 玉米 5-9 合约价差
资料来源：方正中期期货研究院

第六部分 行业企业线上调研

东北某贸易商：下游消费表现不佳，今年备货情绪普遍不高，当前依然是玉米的集中供应期，现货端压力仍在，短期或有情绪修复，但是下游的持续推动仍然不足，对于期价维持短期底部震荡的预期。

某深加工企业：整体来看，深加工消费好于预期，对玉米市场构成相对支撑，尤其一季度，不过产区集中销售预期以及下游养殖弱势的影响延续，因此深加工支撑尚不足以支撑玉米期价持续上冲，短期期价或有冲高，但是这个幅度仍然或有限。

南方某养殖企业：养殖利润不佳向玉米消费传导延续，整体消费信心偏弱，同时对于南方市场来看，今年进口谷物量相对增加，当前谷物供应较为充裕，短期对东北玉米的依赖性略有下降，也就是说产区价格仍然承压。期货市场来看，2024 年市场仍然以养殖为主导，养殖困境延续的情况下，期价或难有明显的上升表现。

第七部分 季节性分析与展望

一、玉米指数价格季节性分析

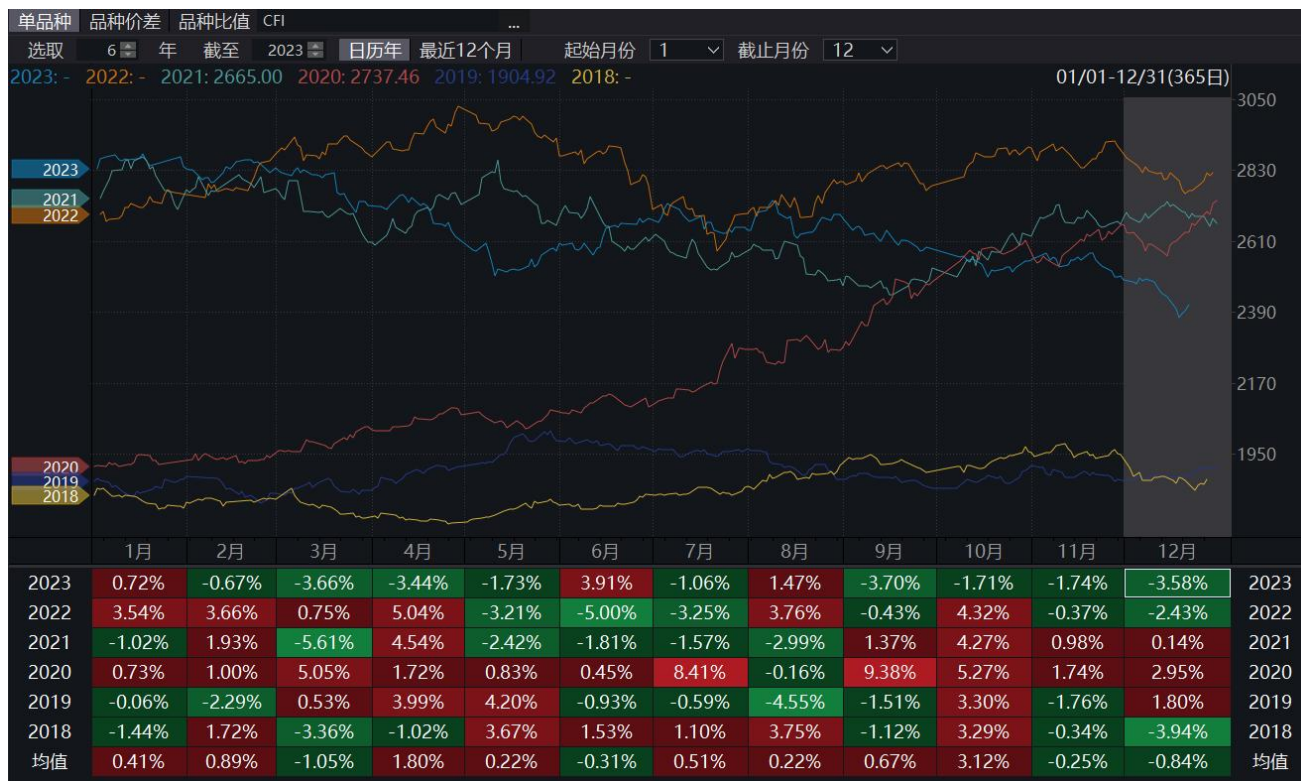


图 7-1 玉米指数价格涨跌变化

资料来源：wind 方正中期期货研究院

玉米期货指数季节性图表来看，4 月、10 月上涨的概率较大，7 月下跌的概率比较大。结合玉米自身的特点来看，新季玉米一般 9 月底-10 月初开始上市，新粮上市之初往往会出现惜售情绪，10 月价格容易上涨，此外，随着粮源的不断消耗，4 月市场粮源以贸易商为主，同时下游消费逐步进入旺季，阶段性供应偏紧状态下，玉米价格也容易上涨。7 月份玉米价格下跌主要是受到替代谷物的影响，近两年其他谷物对于玉米替代影响比较大，打破了玉米价格以往的季节性规律，进而出现 7 月份价格容易下跌的情况。季节性规律只是统计规律，只能作为参考，并不能完全作为操作依据。

二、玉米淀粉指数价格季节性分析

玉米淀粉期货指数季节性图表来看，4 月和 10 月上涨的概率较大，7-8 月下跌的概率较大。结合玉米淀粉自身的特点来看，一般 4 月和 10 月受原料端玉米价格上涨所提振，容易跟随上涨，7-8 月淀粉消费处于阶段性偏弱的时期，价格容易下跌。季节性规律只是统计规律，只能作为参考，并不能完全作为操作依据。

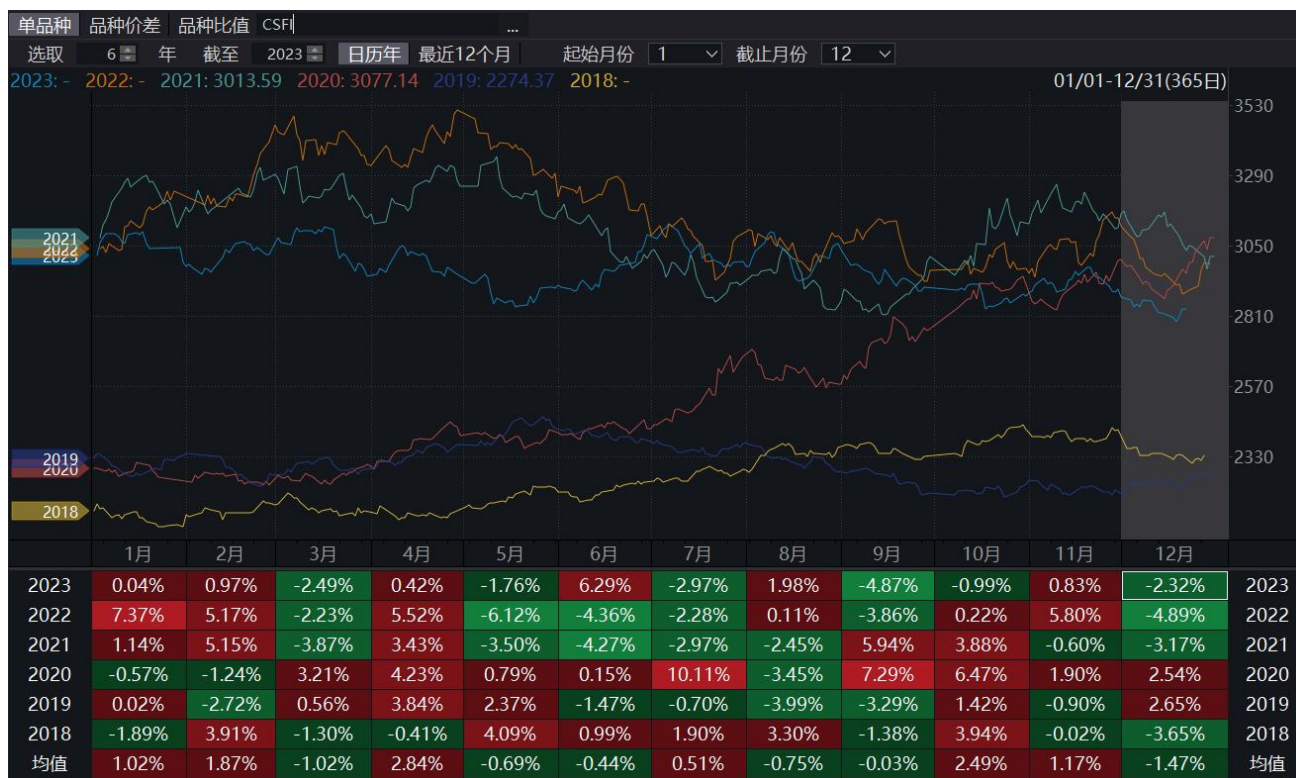


图 7-2 玉米淀粉指数价格涨跌变化

资料来源: wind 方正中期期货研究院

三、玉米市场观点总结及操作建议



图 7-3 玉米 05 合约日 K 线图

资料来源: wind 方正中期期货研究院

供应端，2024 年关注点包括三个方面，一是旧季玉米供应如何向市场传导；二是新季玉米种植面积以及产量预期如何变化；三是进口玉米量价怎么变化以及带来什么样的扰动。旧季玉米来看，目前市场基本认可同比增产，不过幅度相对有限，也就是总量存在压力，但是施压程度有限，后期关注重点为售粮节奏，结合农户售粮季节性规律以及春节时间点来看，春节前后的阶段性压力比较明显。新季玉米来看，东北地区大豆玉米比价仍然对玉米有利，玉米种植面积预期延续稳定态势，转基因玉米种子商业化有利于提振玉米单产，新季产量初期预估维持乐观预期。进口玉米端来看，当前进口玉米价格优势仍存，或继续提振进口预期，同时巴西产量水平有利于国内进口量得增长，数量端存在相对压力，不过对于新季市场来看，内外盘走势或有所分化，外盘大豆玉米比价与国内大豆玉米比价呈现反向走势，外盘价格或早于国内价格见底，内外盘价差收窄将收敛远端压力。整体来看，季节性规律延续，近端压力大于远端。

需求端，2024 年关注点继续围绕两个方面，一是饲用消费的市场变化，二是工业消费的市场变化。饲用消费来看，虽然静态预估量仍然维持增长预期，但是产业链不畅的情况下，贸易消费预期偏弱将削弱消费支撑。2024 年养殖端依然面临高产能与负利润的困境，而这种困境转变的主要途径就是降产能，因此 2024 年养殖市场主基调要么降产能，要么负利润，这两种情况，都将抑制能量饲料消费预期，进而抑制玉米消费预期，不过其他谷物可替代空间有限收敛养殖所带来的弱影响。工业消费来看，2023 年下半年玉米价格的快速下滑，使得企业加工利润出现明显的修复，提振深加工企业开机预期，2024 年来看，我们认为养殖端的弱影响施压成本端玉米的同时，也给玉米深加工带来一定的让价空间，有利于稳定加工企业的利润，提振稳定深加工企业对于玉米的消费预期，也就是说玉米工业消费以支撑为主。整体来看，饲用消费受到养殖困境博弈的影响，预期延续弱姿态，工业消费受到利润表现良好的支撑，预期呈现有支撑的表现，不过饲用消费消费端的弱势占主导，关注养殖端在 2024 年是否会出现周期反转的有利变化。

基于当前预期来看，玉米市场 2024 年倾向于呈现筑底回升的预期，下半年市场是否会出现有利变化，关注新季玉米产量预期以及跟踪养殖市场是否有周期反转的表现。对于 2405 合约的运行区间暂时维持 2300-2700 区间的判断，考虑春节前后阶段性压力仍然比较明显，因此 05 合约在春节前后倾向于呈现底部震荡走势，随着阶段性压力释放，后期季节性支撑或有所凸显，期价或向区间上沿靠拢。操作方面建议整体以区间思路对待，上游贸易企业关注区间上沿的卖保机会，下游养殖企业关注区间下沿的买保机会。

四、玉米淀粉市场观点总结及操作建议



图 7-4 玉米淀粉 05 合约日 K 线图

资料来源：wind 方正中期期货研究院

供应端，2024 年玉米淀粉企业利润预期延续恢复态势，整体产量预期稳中略增。2023 年下半年成本端玉米的快速回落，使得企业加工利润明显修复，主产区全面回到正利润区间。2024 年来看，养殖端弱势对玉米成本所形成的负反馈，依然有利于稳定玉米淀粉企业利润，那么也就是说 2024 年玉米淀粉产量预期稳定略增。

需求端，2024 年度玉米淀粉消费预期维持稳定。成本端玉米面临压力的情况下，也就意味着玉米淀粉下游存在一定的价格弹性，对玉米淀粉消费构成相对支撑，不过白糖价格回落，同样会牵制玉米淀粉消费与价格。整体来看，2024 年玉米淀粉消费预期呈现稳中略增的态势。

整体来看，基于利润驱动来看，我们认为供应的增量略大于消费的增量，2024 年全国玉米淀粉市场预期呈现略宽松的态势，玉米淀粉期价预期在成本与利润的博弈下或延续区间走势。2405 合约的运行区间预期为 2750-3050。操作方面建议整体以区间思路对待，上游贸易企业关注区间上沿的卖保机会，下游养殖企业关注区间下沿的买保机会。

第八部分 玉米期权市场分析与操作策略

一、玉米期权市场情况

2023 年玉米期货期权成交量相比 2022 年有所上升。根据大商所的数据来看，2023 年 1-11 月玉米期货期权的累计成交量为 31447852 手，高于 2022 年同期的 28745781 手，2023 年 11 月底玉米期货期权的持仓量为 391001 手，略高于 2021 年同期的 316973 手。

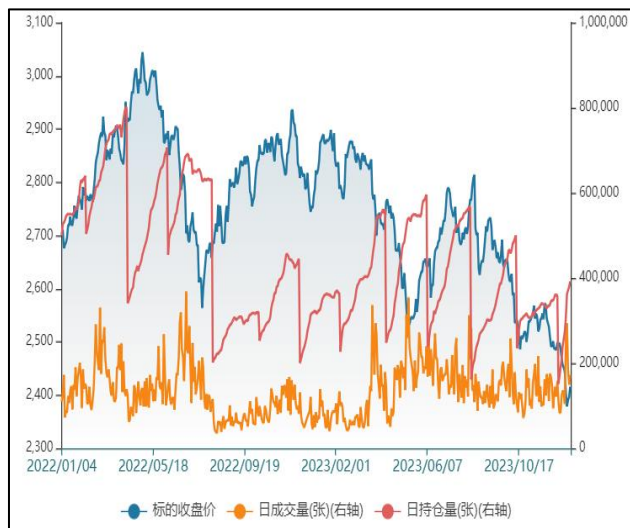


图 8-1 玉米期权成交持仓情况

资料来源：wind、方正中期期货研究院

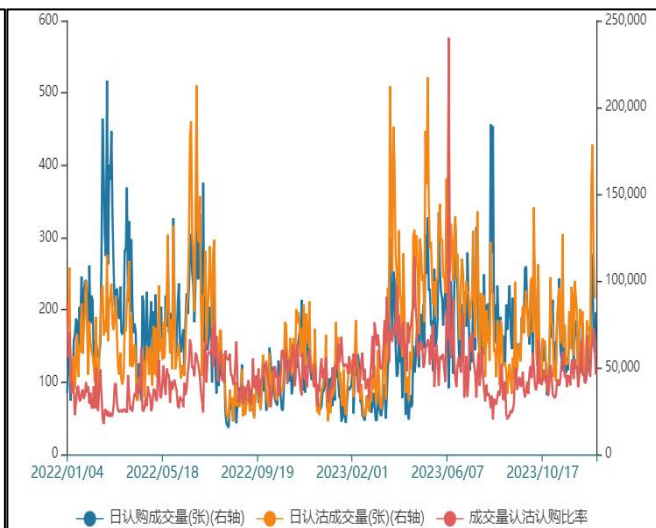


图 8-2 玉米期权成交情况

资料来源：wind、方正中期期货研究院

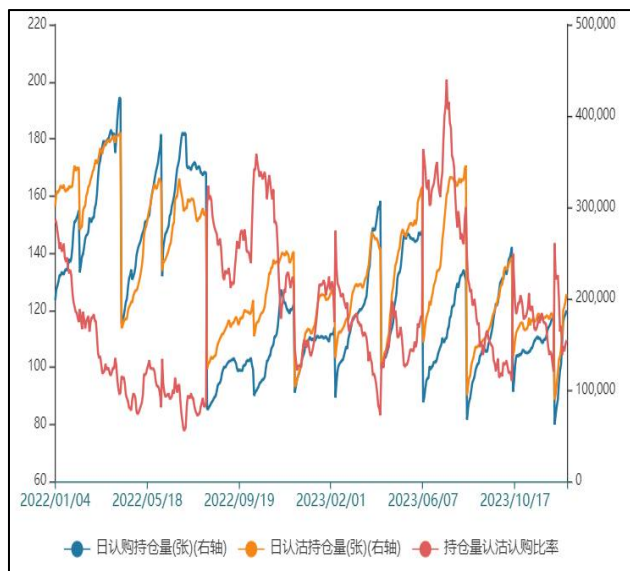


图 8-3 玉米期权持仓情况

资料来源：wind、方正中期期货研究院

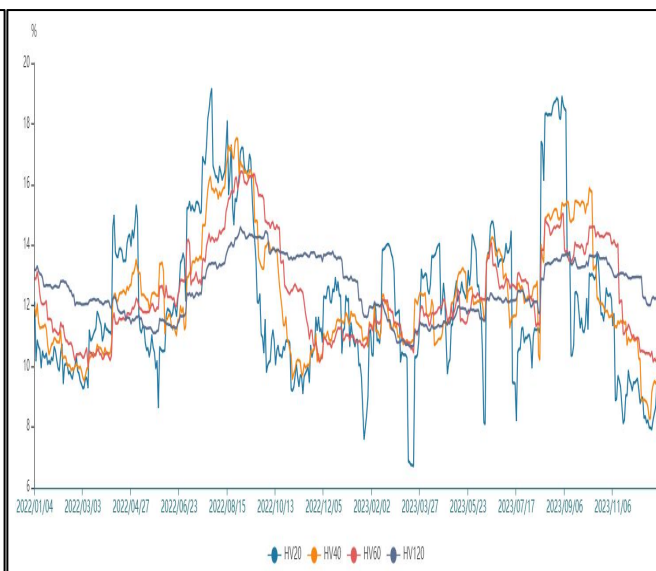


图 8-4 玉米期权历史波动率

资料来源：wind、方正中期期货研究院

二、期权操作策略

基于前面的基本面因素分析，对于玉米 2405 合约维持 2300-2700 区间波动的判断，期权操作策略建议如下：

1、对于上游企业来说，主要担心玉米价格下跌影响收益，考虑玉米 2405 合约当前价格靠近区间下沿，建议可以考虑卖出虚值看涨收取权利金来弥补收益下滑。

2、对于下游企业来说，主要担心玉米价格上涨影响成本，考虑玉米 2405 合约当前价格靠近区间下沿，建议考虑买入平值看涨期权来锁定采购成本。

3、对于投机者来说，基于玉米 2405 合约在 2300-2700 区间波动的预期来看，建议可以考虑卖出宽跨式组合策略。

第九部分 相关股票涨跌幅

表 9-1 玉米行业相关股票涨跌幅

证券代码	证券简称	相关产业	最新收盘价	月涨跌	年涨跌幅
002714.SZ	牧原股份	饲料养殖	39.51	3.65%	-18.84%
000876.SZ	新希望	饲料养殖	9.03	-10.77%	-28.90%
000639.SZ	正邦科技	饲料养殖	2.7	-1.46%	-35.25%
002311.SZ	海大集团	饲料养殖	40.8	-11.59%	-33.46%
000639.SZ	西王食品	玉米深加工	4.49	-0.44%	-3.23%
002299.SZ	圣农发展	肉鸡养殖	16.68	-8.55%	-28.44%
000998.SZ	隆平高科	种业运营	14.19	-14.26%	-10.75%
截至日期:				2023-12-21	

数据来源: wind、方正中期期货研究院

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-85881117
交易咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510、511 室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼 19 层 2201 室	010-85881061
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街 6 号院 3 号楼 8 层 908 室	010-62681567
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路 1 号紫东国际创业园西区 E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 716 室	0512-65162576
上海分公司	中国（上海）自由贸易区长柳路 56-62（双）号 5-6（04）室	021-50588179
常州分公司	常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸大厦 3201、3202 室	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际 F 座 2309 号	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦东塔 26 层 2618-2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 1606、2304、2305、2306 房	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路 128 号卓越城一期 2 号楼 806B 室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07, 35 层 08, 35 层 09	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 6 号楼 1002 户	0532-82020088
天津营业部	天津市和平区小白楼街道大沽北路 2 号 2609	022-23041257
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B8 座 1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心 T6 塔楼 13 层 1305 房间	0310-3053688
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海自贸试验区分公司	中国（上海）自由贸易试验区上南泉北路 429 号 2801 室	021-58991278
上海南洋泾路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路 555 号 1105、1106 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 11 层 07 单元	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号 17-6、17-7、17-8	0574-87096833

杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心 1 幢 1801 室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路 359 号福鑫大厦 1803、1804 室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路 299 号吴中大厦 9 层 902B、903 室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道 1177 号绿地国际博览城 4 号楼 1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路 599 号神农太阳城商业外圈 703 号 (优托邦第 3 号写字楼第 7 层 C-704 号)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 (19 层 1902 号)	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区商城路 506 号新梅联合广场 B 座 6 层	021-20778818

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料,方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证,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,报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价,投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关,方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失,敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布,如引用、转载、刊发,须注明出处为方正中期期货有限公司。