

中期关注玉米低多机会

——玉米策略跟踪 1

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

此篇为玉米策略跟踪系列第 1 篇，把握现货走势，推导交易逻辑。敬请关注。

摘要：

短周期，关注基本面边际变化：农户端，售粮进度偏快，后续压力偏小；贸易端，贸易商建中长期库存，港口库存现去化苗头；用粮端，春节期间终端消化库存为主，随着现货市场购销恢复，后续仍存在一定补库需求。

长周期，关注供需平衡表趋势：国产减量+进口收缩，供给端收缩趋势相对明确；饲用需求同比增加，深加工暂未造成明显拖累，需求端同比增长概率较大。因此预计期末库存同比去化概率较大，去化幅度仍需观察验证。

策略建议：基于上述基本面的变化，以及盘面的估值水平，我们建议投资者可以持续关注中期玉米低多机会。当前盘面估值偏高，追高存在风险；同时，节奏上存在短期回调的可能，我们可以视作低多入场的机会看待。

低多策略的顶在哪里？我们认为，低多策略面临的第一个顶，或来自于小麦替代的压力。这背后的逻辑在于，24/25 年度国内玉米存在产需缺口，只有打开其他替代的窗口，才可以解决此问题。而供应端的相互替代的核心驱动来源于价差的吸引力。经国务院批准，国家继续在小麦主产区实行最低收购价政策，2025 年和 2026 年生产的小麦（三等）最低收购价 2380 元/吨，二等 2420 元/吨。那么，最低收购价扣掉合理价差，则为玉米现货价格的第一个顶，约为 2290 元/吨。而当前玉米价格处于 2120 元/吨低位水平，现货还有接近 170 元的上涨空间。而反观盘面价格，在前期政策的持续刺激下，盘面已经给出较高升水，主力 05 合约也触碰到了 2290 元/吨。基于此，当下盘面估值中性，不宜追多，建议主力回调至 2200-2250 元/吨区间后，再关注 05、07 合约逢低做多的入场机会。

风险因素：小麦冲击、政策放松、贸易商囤货积极性低、宏观扰动等。

农业组研究团队

研究员：

刘高超

从业资格号：F3011329

投资咨询号：Z0012689

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

吴静雯

从业资格号：F3083970

投资咨询号：Z0016293

李艺华

从业资格号：F3086449

投资咨询号：Z0019380

程也

从业资格号：F03087739

投资咨询号：Z0019480

周重廷

从业资格号：F03093821

投资咨询号：Z0020578

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目 录

| | |
|----------------------------------|----|
| 摘要： | 1 |
| 一、 近期市场回顾 | 4 |
| 二、 玉米基本面边际变化 | 4 |
| （一） 上游：售粮进度偏快，后续压力偏小 | 4 |
| （二） 流通：贸易商建中长期库存，港口库存现去化苗头 | 6 |
| （三） 下游：库存中性，真实需求有待考证 | 7 |
| 三、 长周期驱动逻辑：供需趋紧，库存去化 | 9 |
| 四、 策略建议：关注低多机会 | 12 |

图表目录

| | |
|--------------------------|----|
| 图表 1: 玉米现货价格走势（元/吨） | 4 |
| 图表 2: DCE 玉米合约价格走势（元/吨） | 4 |
| 图表 3: 国内玉米售粮进度-东北 | 5 |
| 图表 4: 国内玉米售粮进度-华北 | 5 |
| 图表 5: 国内玉米售粮进度-黑龙江 | 5 |
| 图表 6: 国内玉米售粮进度-吉林 | 5 |
| 图表 7: 国内玉米售粮进度-内蒙古 | 6 |
| 图表 8: 国内玉米售粮进度-山东 | 6 |
| 图表 9: 北港玉米库存（万吨） | 7 |
| 图表 10: 广东港内贸玉米库存（万吨） | 7 |
| 图表 11: 全国饲料企业玉米库存（天） | 8 |
| 图表 12: 华南饲料企业玉米库存（天） | 8 |
| 图表 13: 主要玉米淀粉企业玉米消费量（万吨） | 8 |
| 图表 14: 主要玉米淀粉企业开工率（%） | 8 |
| 图表 15: 主要玉米淀粉企业成品库存（万吨） | 8 |
| 图表 16: 主要深加工企业玉米库存（万吨） | 8 |
| 图表 17: 中国玉米进口数量（吨） | 9 |
| 图表 18: 广东港外贸玉米库存（万吨） | 9 |
| 图表 19: 美湾玉米进口利润（元/吨） | 10 |
| 图表 20: 美西玉米进口利润（元/吨） | 10 |
| 图表 21: 能繁母猪存栏（万头） | 10 |
| 图表 22: 配合饲料中玉米添比（%） | 10 |
| 图表 23: 主要深加工企业玉米消费量（万吨） | 11 |
| 图表 24: 玉米淀粉企业玉米消费量（万吨） | 11 |
| 图表 25: 酒精企业玉米消费量（万吨） | 11 |
| 图表 26: 氨基酸企业玉米消费量（万吨） | 11 |
| 图表 27: 山东玉米淀粉企业利润（元/吨） | 12 |
| 图表 28: 山东玉米淀粉-玉米价差（元/吨） | 12 |
| 图表 29: 中国玉米供需平衡表 | 12 |
| 图表 30: 05 合约基差走势（元/吨） | 13 |
| 图表 31: 07 合约基差走势（元/吨） | 13 |
| 图表 32: 豆粕价格走势（元/吨） | 14 |
| 图表 33: 山东:小麦-玉米价差（元/吨） | 14 |

一、近期市场回顾

自去年 4 季度以来,玉米总体呈现先跌后涨趋势。24/25 年度新季玉米上市,由于今年气温持续偏高,粮质整体不及去年,初期直收直卖粮冲击市场,价格持续下跌。根据 Mysteel 数据,东北主产区锦州港入库价由 10 月中旬 2150 元/吨流畅下跌至 12 月初的 2000 元/吨,累计跌幅达 7%;与此同时,在悲观情绪下,期货受现货拖累,同步下跌。

政策往往是以保护农民的利益为主要目的。12 月份仍然处于农民售粮的集中阶段,在政策频繁发力之下,市场情绪逐步转向,玉米企稳反弹,盘面的阶段性上涨行情也均以政策发出时间为启动时点。截至 2 月 7 日,东北主产区锦州港入库价回升至 2090 元/吨,期货也从前低 2150 元/吨左右反弹至 2286 元/吨。

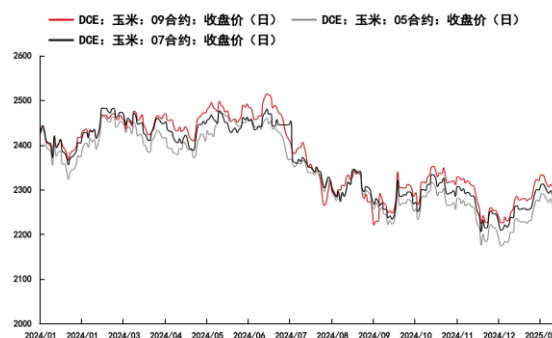
具体来看,12 月 9 日,中储粮发布消息继续增加中储粮增储库点,中储粮增储库点达到了 130 个,看涨情绪开始酝酿;12 月 11 日,市场消息称国家发改委约谈企业,传达对玉米价格调控的指导意见;12 月 18 日,中储粮正式停止进口玉米拍卖,减缓供应压力;12 月 27 日,市场消息称深加工补贴政策,以及春节后增储 1000 万吨的预期。春节期间,2 月 3 日,中储粮公告春节后将在东北三省增加收储库点继续增储,截至目前,中储粮增储库点已经达到了 206 个,情绪再度受到提振。

图表1: 玉米现货价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表2: DCE 玉米合约价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind 中信期货研究所

二、玉米基本面边际变化

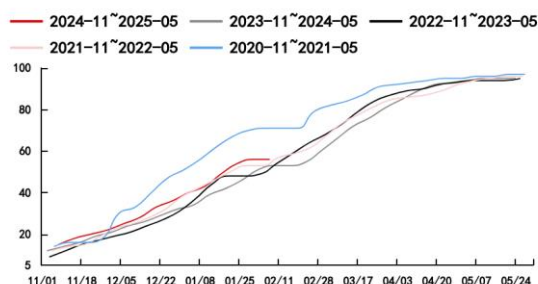
(一) 上游: 售粮进度偏快, 后续压力偏小

自 10 月份起,新季玉米上市,直到来年的 4 月份,都是农户集中售粮的高峰期。去年年底,由于气温持续偏高,且价格持续下跌,农民售粮积极性较高,售粮进度持续快于往年同期。从新粮供应角度,这意味着“供应前置”,从而造

就了弱现实，强预期的情势。即，当下充裕的新粮冲击市场，导致价格流畅下跌，但同时也减轻了后市最后一轮卖压，对价格形成“先跌后涨”的驱动。

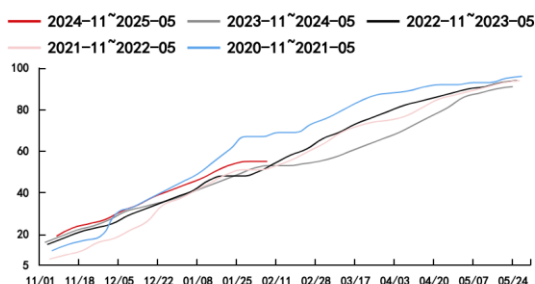
节后回来第一周，根据 Mysteel 数据，全国玉米售粮进度为 58%，同比变化 2 个百分点。分区域来看，山东玉米售粮进度为 54%，同比变化 1 个百分点；黑龙江玉米售粮进度为 58%，同比变化 1 个百分点；吉林玉米售粮进度为 49%，同比变化 8 个百分点；内蒙古玉米售粮进度为 55%，同比变化 4 个百分点。另外，据调研反馈，售粮进度快于咨询方统计，大约已经完成 6~7 成。

图表3：国内玉米售粮进度-东北



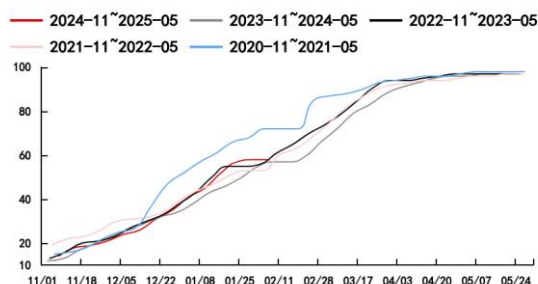
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表4：国内玉米售粮进度-华北



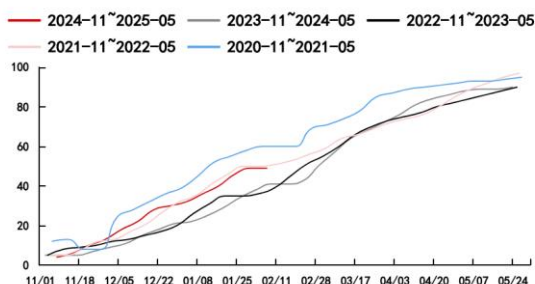
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表5：国内玉米售粮进度-黑龙江



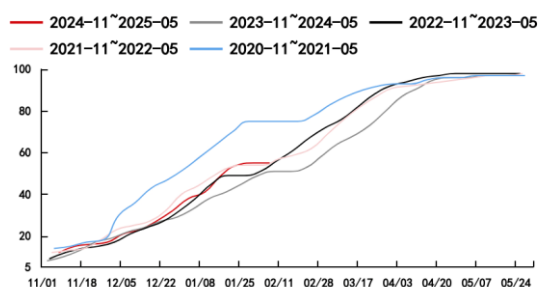
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表6：国内玉米售粮进度-吉林



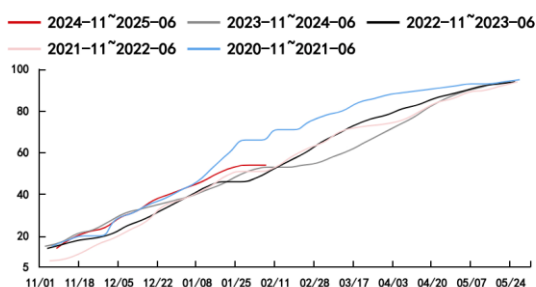
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表7：国内玉米售粮进度-内蒙古



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表8：国内玉米售粮进度-山东



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

（二）流通：贸易商建中长期库存，港口库存现去化苗头

1、渠道贸易商方面，去年年底，贸易商开始零星囤货，建立中长期库存，从而支撑了现货价格。我们认为，该行为来源于以下几个驱动：

- 1) 政策支持。随着政策的不断发力，近期玉米价格逐步走出底部区间，这使得贸易商信心有所好转。买涨不买跌的心态下，囤货行为开始发生。
- 2) 客观条件适宜。随着天气逐步转冷，干粮的比例也逐步增加。
- 3) 偏强预期。今年整体在国内减产+进口管控+饲用需求增加的组合预期下，去库趋势较为明确。市场普遍对后市抱有谨慎乐观预期。

但要注意的是，这是近期的边际利多变化。从总量角度，我们调研感受是，今年渠道贸易商囤货意愿整体偏弱。一方面价格持续下跌，另一方面，该环节连续几年亏损，心态发生较大转变，整体更加理性和谨慎。后续需关注收储政策持续性以及兑现力度，从而推演渠道贸易商环节的囤货意愿变化。

2、港口方面，库存高企，但不属于新增利空，且近期开始出现去库迹象，从而解读为中性或边际利多驱动。

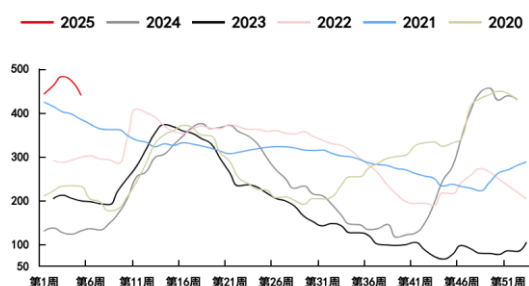
北方四港库存连续两周高位去化，且去化幅度有所加大。据 Mysteel，截至01月31日，北方四港玉米到港量达0.9万吨，下海量达33.7万吨，累库速率为-32.8万吨，北方四港库存为440万吨，周环比下跌6.94%，与近一年均值280.12万吨相比，处于高位水平，与近三年均值252.3万吨相比，处于高位水平。

反观南港，库存节前去库，但近期又出现小幅反弹。据 Mysteel，截至目前，广东港玉米到港量达11.3万吨，出货量达5.6万吨，累库速率为5.7万吨。广东港内贸玉米库存为140.7万吨，周环比上涨4.22%，与近一年均值61.98万吨相

比，处于高位水平，与近三年均值 50.04 万吨相比，处于高位水平。

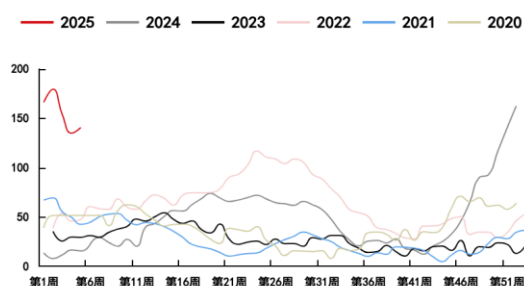
虽然南北港库存均出现去化迹象，但或与下游春节前集中备货有关，且多为合同粮，并不能完全代表当前的需求状态。春节刚过，目前市场购销较为平淡，目前处于有价无量的状态，需持续监测库存去化速度和力度。

图表9：北港玉米库存（万吨）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表10：广东港内贸玉米库存（万吨）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

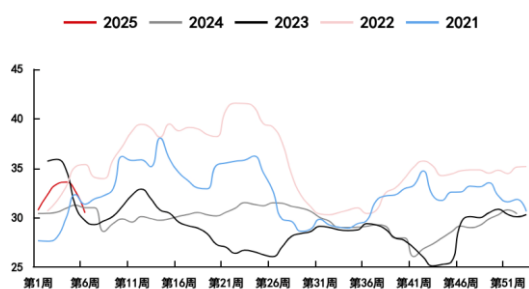
（三）下游：库存中性，真实需求有待考证

1、**饲料企业端**，虽然今年市场一直担忧粮质问题，但低价依旧刺激终端囤货。据调研反馈，去年整体粮质较好，因此，相比之下，显得今年毒素问题很大，或存在放大毒素影响的可能性。据了解，母猪时期以及乳猪时期，对于饲料原材料玉米的质量要求更为苛刻；而育肥料，毒素略超（如 1000-1300 区间），仍然可考虑折价收购。此外，后期贸易商开始采用光选机，色选机在筛选优粮，粮质参差不齐的问题有所缓解。

基于此，即便在粮质偏差的场景下，跌跌不休的玉米价格依旧刺激了饲料企业玉米库存不断抬升。此外，春节前集中备货也让库存持续增加。春节期间，终端消化存量库存为主，节后回来饲料库存小幅下滑，目前处于中性水平，个别区域依旧偏高。根据 Mysteel，华中、华南等地区，其饲料企业玉米库存现同期高位，分别为 42 天、31.4 天。而东北、华东地区，其饲料企业玉米库存同比偏低，分别为 22.13 天、29.17 天，从而拖累全国饲料企业平均库存天数。

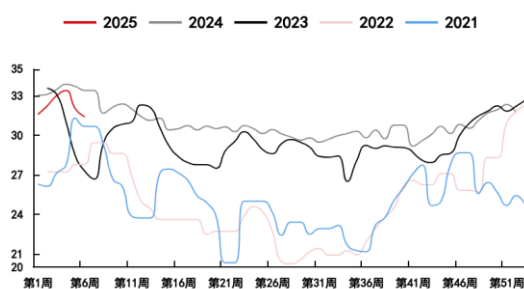
往后看，随着现货市场购销恢复，后续仍存在一定补库需求，短期支撑现货价格。

图表11：全国饲料企业玉米库存（天）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

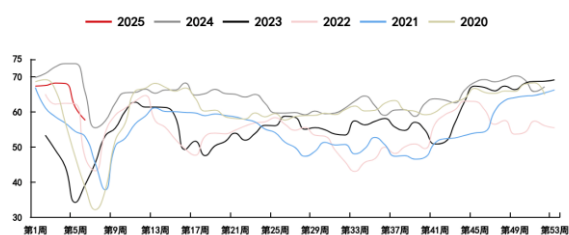
图表12：华南饲料企业玉米库存（天）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

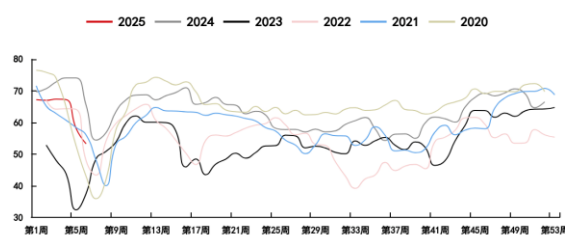
2、深加工企业端，2024 年利润持续向好，高利润+高开机+高库存的组合之下，我们倾向于认为前期处于主动补库的状态。春节后进入季节性淡季，各指标季节性下滑，后续，深加工对于玉米的需求力度持续依赖于深加工环节的利润情况，我们将持续跟踪。

图表13：主要玉米淀粉企业玉米消费量（万吨）



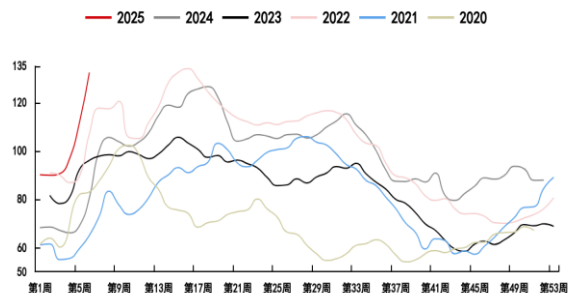
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表14：主要玉米淀粉企业开工率（%）



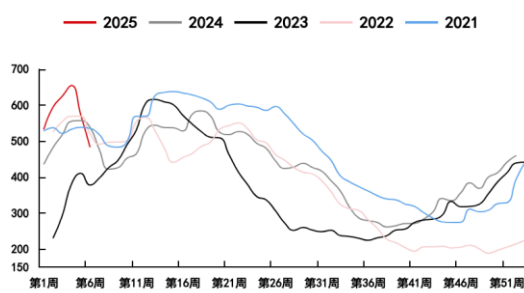
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表15：主要玉米淀粉企业成品库存（万吨）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表16：主要深加工企业玉米库存（万吨）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

三、长周期驱动逻辑：供需趋紧，库存去化

价格短期节奏的波动看基本面边际变化，价格中长期趋势看供需平衡表的方向。根据中信期货平衡表，24/25 年度格局看，供需趋紧，库存去化趋势相对明确。分项来看：

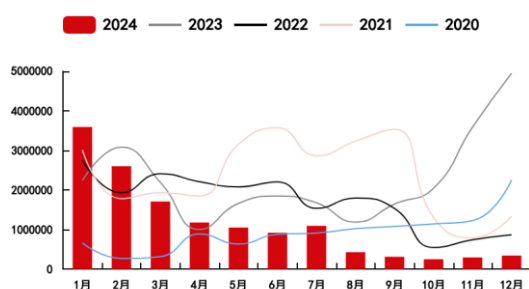
国产玉米方面，24/25 年度预计呈现高位下滑趋势。

2024 年新季玉米总体产量受到面积下降，以及单产受到东北东部阴雨寡照积温不足，河南局部的雨水涝渍影响呈现一定程度下滑，总体玉米产量和品质下滑的概率较大，目前市场预估下降 500-1000 万吨左右。售粮节奏方面，目前已经进程过半，后续售粮压力逐步递减，交易重心或转移至“总量下滑”上来。

进口玉米方面，24/25 年度进口玉米预计同比大幅下降。主要来自政策和利润两方面的驱动。

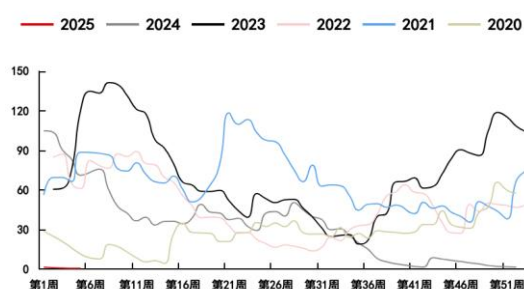
- 1) 政策。2024 年进口限制经历了层层加码的调控，三季度进口量已经显著下滑。2024 年初限制国营配额发放，同时停止储备进口的采购，以及间接限制保税区进口，8 月份的会议再度明确控制玉米，高粱，大麦的进口规模。目前进口量快速收缩后，广东港口进口玉米库存显著下降。根据 Mysteel，目前，广东港内贸玉米库存仅 6000 吨。
- 2) 进口利润。由于国内玉米价格前期持续下跌，进口利润持续压缩，不足以吸引保税区进口。目前美西玉米进口至南方市场利润理论值约 5.76 元/吨，基本平水。美湾进口玉米至南方市场利润理论值约 31 元/吨，亦远不能支撑进口的打开。

图表17：中国玉米进口数量（吨）



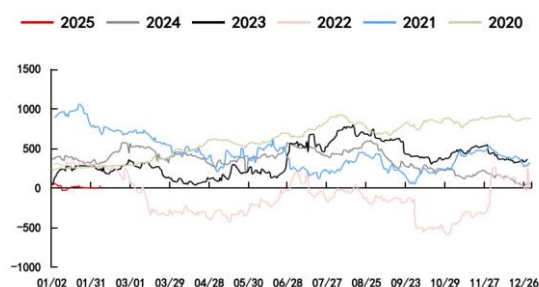
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表18：广东港外贸玉米库存（万吨）



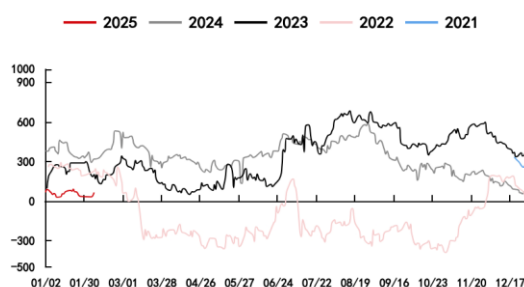
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表19：美湾玉米进口利润（元/吨）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表20：美西玉米进口利润（元/吨）

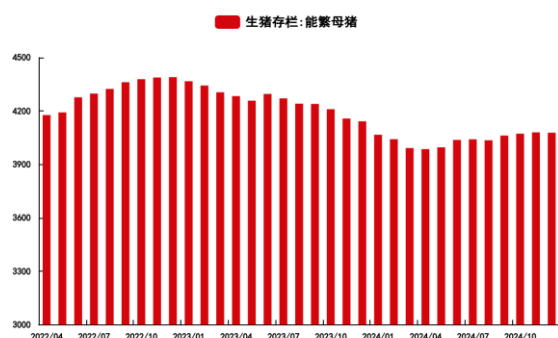


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

饲用需求方面，24/25 年度需求同比增加趋势亦相对明确，这主要来自存栏总量和添比两方面的贡献。

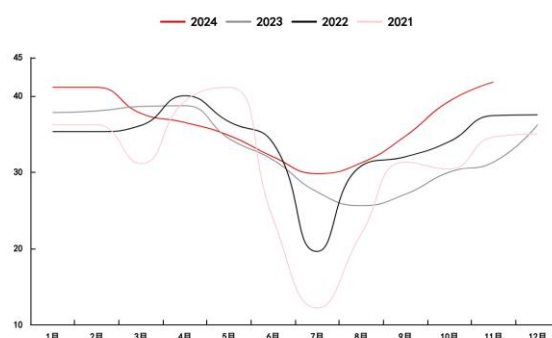
- 1) 存栏增加。根据农业农村部数据，2024 年 5-12 月份能繁母猪存栏量环比逐渐回升。12 月显示能繁母猪存栏 4078 万头，较 4 月份累计补栏 2.18%，相当于正常保有量的 105% 左右。养殖利润方面，育肥和卖仔猪仍有利润，补栏周期尚未进入尾声。截至 1 月 24 日当周，全国自繁自养利润为 134.32 元/头，较上周变化 -14.62%；全国外购仔猪育肥利润为 -28.52 元/头，较上周变化 34.66%。
- 2) 添比增加。连续下滑的玉米价格使得下游养殖配合饲料中的玉米添比持续上行，这导致单位存栏下的养殖对于玉米的需求量进一步增加。根据饲料业协会，从生猪产能恢复以及猪价自 3 月份反弹后，生猪养殖利润修复，猪料需求在 6-9 月份呈现环比持续上升趋势；而玉米用量考虑目前小麦和进口谷物替代规模缩减，需求回归，11 月份样本企业玉米添加比例为 41.8%，环比增加 2.5 个百分点，同比增加 10.5 个百分点，未来添加比例有望进一步提升，玉米饲用消费需求得到支撑。

图表21：能繁母猪存栏（万头）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表22：配合饲料中玉米添比（%）



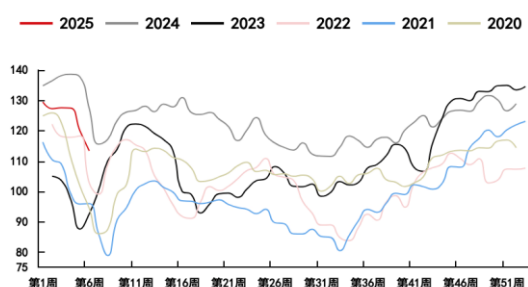
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

工业需求方面，深加工利润虽呈现回落，但尚未形成明确的负反馈，24/25 年度需求或基本持平。

2025 年，深加工消费延续了去年高位运行的趋势，春节后出现季节性下滑，但绝对值仍偏高位。目前利润尚好，中短期预计负反馈难以形成。节后，玉米淀粉企业利润再度回升。据 Mysteel，截至目前，山东淀粉企业加工利润为 40 元/吨，环比变化 14 元/吨，环比 53.85%。

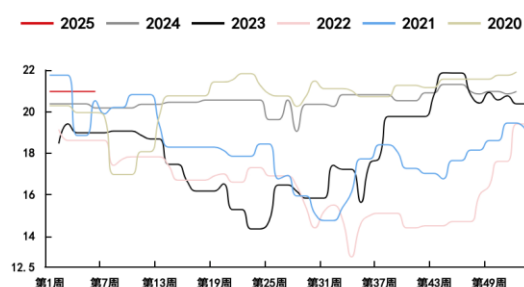
据 Mysteel，山东玉米淀粉-玉米价差为 630 元/吨，与近三年均值 508.34 元/吨相比，处于高位水平。玉米淀粉-玉米价差依旧高位，亦侧面印证利润尚存，暂未呈现负反馈。若后续看到价差明显收窄，或预示着“高利润驱动主动补库”的阶段即将过去，随着后续价格走低，利润空间不断被压缩，预计将呈现“提货量走低-被动累库-开工率下滑-深加工玉米需求增速放缓”的循环。但目前价差表现良好，24/25 年度需求或基本持平。

图表23：主要深加工企业玉米消费量（万吨）



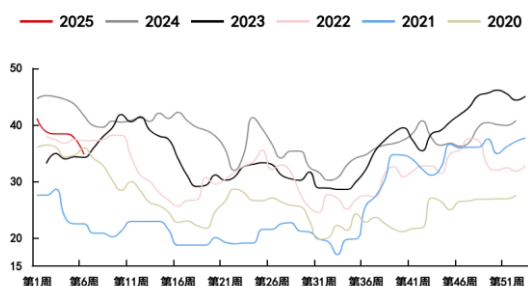
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表24：玉米淀粉企业玉米消费量（万吨）



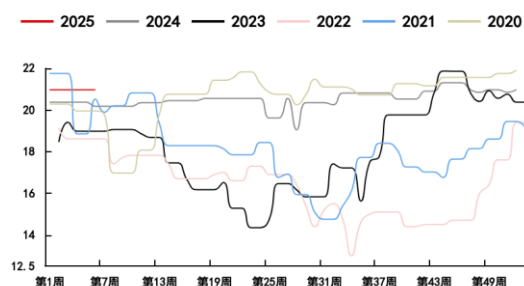
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表25：酒精企业玉米消费量（万吨）



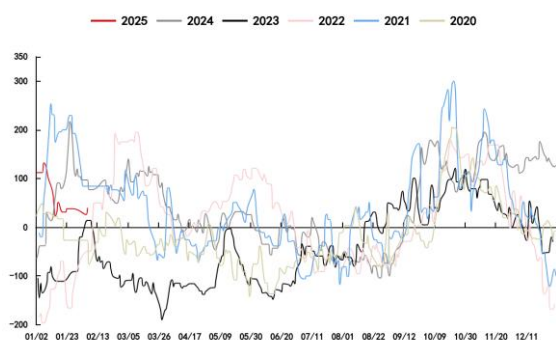
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表26：氨基酸企业玉米消费量（万吨）



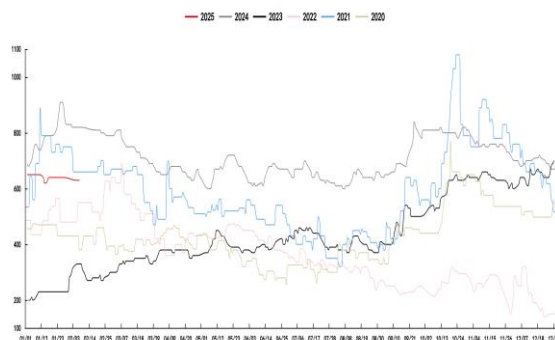
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表27：山东玉米淀粉企业利润（元/吨）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表28：山东玉米淀粉-玉米价差（元/吨）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

综合来看，国产减量+进口收缩，供给端收缩趋势相对明确；饲用需求同比增加，深加工暂未造成明显拖累，需求端同比增长概率较大。因此预计期末库存同比去化概率较大，去化幅度仍需观察验证。在不考虑贸易商影响供应节奏，以及替代冲击的理论情况下，产需缺口或在7-8月显现。

图表29：中国玉米供需平衡表

| | 19/20 | 20/21 | 21/22 | 22/23 | 23/24 | 24/25 | 24/25 | 23/24 | 24/25 | 24/25 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 预测 | 预测1 | 预测2 | 同比 | 预测1 | 预测2 |
| | | | | | | | | | 同比 | 同比 |
| 产量 | 216 | 207 | 235 | 230 | 255.0 | 250 | 247 | 25 | -5 | -8 |
| 进口 | 9 | 30 | 22 | 19 | 23 | 15 | 11 | 5 | -8 | -12 |
| 新增供给 | 224 | 237 | 257 | 249 | 278 | 265 | 258 | 29 | -13 | -20 |
| 饲用等消费 | 193 | 172 | 183 | 188 | 187 | 196 | 193 | -1 | 9 | 6 |
| 工业等消费 | 79 | 77 | 77 | 73 | 83 | 84 | 84 | 10 | 1 | 1 |
| 国内总消费 | 272 | 249 | 261 | 261 | 270 | 280 | 277 | 9 | 10 | 7 |
| 结转库存 | 95 | 82 | 78 | 66 | 74 | 59 | 55 | 8 | -15 | -19 |
| 总库存/使用比 | 35% | 33% | 30% | 25% | 27% | 21% | 20% | 0.02 | -0.06 | -0.08 |
| 商业库消比 | 24% | 21% | 18% | 12% | 13% | 7% | 5% | 0.01 | -0.06 | -0.07 |
| 储备库消比 | 11% | 12% | 12% | 12% | 16% | 14% | 14% | 0.04 | -0.02 | -0.02 |

资料来源：Wind 中信期货研究所

四、策略建议：关注低多机会

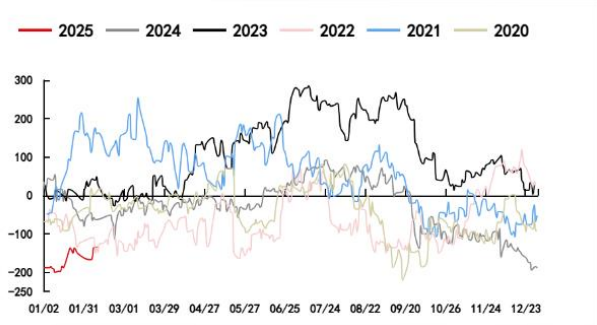
基于上述基本面的变化，以及盘面的估值水平，我们建议投资者可以持续关注中期玉米低多机会。当前盘面估值偏高，追高存在风险；同时，节奏上存在短期回调的可能，我们可以视作低多入场的机会看待。

短期回调的基础，主要在于政策利好效应弱化+最后一轮卖压+盘面高升水状

态，若驱动如期出现，玉米价格或面临小幅回调。

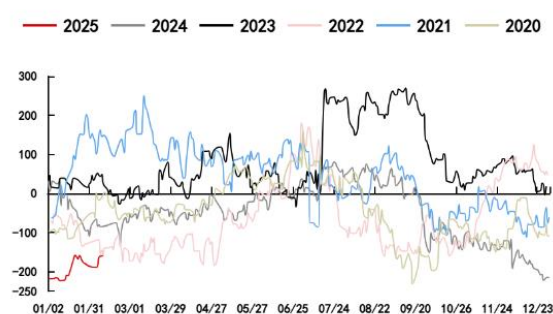
- 1) **政策利好效应弱化。**近期频频出台的利好政策，贸易商也开始出现建立中长期库存的行为。需要注意的是，政策更多保护的是农户的利益，所以往往集中在售粮高峰收储。目前，售粮进度已过半，随着进度接近尾声，再出利好政策的可能性将变低。
- 2) **卖压风险。**从季节性角度，每年最后一轮卖压往往在 3 月前后出现，这主要在于天气即将回暖，农户需要在气温回升之前将粮卖出，因此会出现一波相对集中的卖粮。但今年由于售粮进度偏快，所以最后一轮卖压风险可能中性偏弱。
- 3) **基差风险。**目前盘面处于高升水状态，已经计价了后市去库预期以及近期频频出台的利好政策。后续盘面若想进一步上冲，则需要现货端配合，如政策持续发力、政策力度持续偏强、现货价格流畅上涨等。复盘基差来看，目前各玉米合约基差都处于历史低位，从基差回归的角度，盘面上冲动能将边际递减。此外，3 月面临仓单集中注销的利空驱动，有助于基差回归。

图表30：05 合约基差走势（元/吨）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表31：07 合约基差走势（元/吨）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

低多策略的顶在哪里？我们认为，低多策略面临的第一个顶，或来自于小麦替代的压力。这背后的逻辑在于，24/25 年度国内玉米存在产需缺口，只有打开其他替代的窗口，才可以解决此问题。而供应端的相互替代的核心驱动来源于价差吸引力。

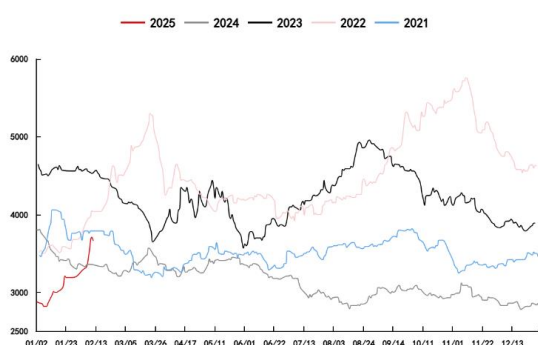
山东小麦和玉米的合理价差区间大概在 110-150 元/吨，这主要在于小麦的蛋白含量高于玉米，因此，蛋白差的价值决定了合理价差的区间。目前来看，随着豆粕价格中枢的不断上移，合理价差或接近于区间上限，我们倾向于认为当下的合理价差在 130-150 元/吨。根据 Mysteel，山东小麦-玉米价差仍在偏高，目前山东小麦价格为 2397 元/吨，山东玉米价格为 2120 元/吨，价差维持在 277 元

/吨，小麦替代窗口尚未打开。为解决产需缺口问题，山东小麦-玉米价差需要不断收窄，直至小麦替代窗口的打开。

综上，和小麦之间的相对估值，成为了玉米价格短期的锚。从小麦基本面来看，小麦年度供需结余量预计为 1553 万吨，同比+356 万吨，整体供应格局宽松。此外，据了解，今年陈麦库存偏多，整个二季度，在陈麦和新麦交替上市的冲击下，小麦下行压力偏大。经国务院批准，国家继续在小麦主产区实行最低收购价政策，2025 年和 2026 年生产的小麦（三等）最低收购价 2380 元/吨，二等 2420 元/吨。那么，最低收购价扣掉合理价差，则为玉米现货价格的第一个顶，即 $2420 - 130 = 2290$ 元/吨。而当前玉米价格处于 2120 元/吨低位水平，现货还有接近 170 元的上涨空间。

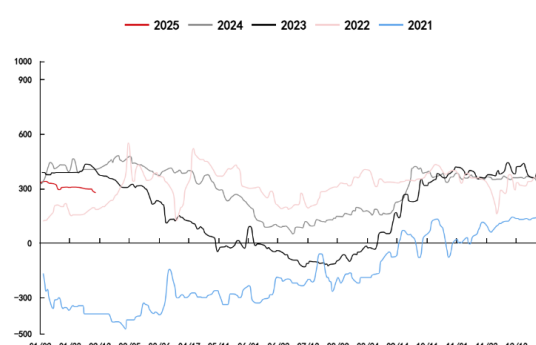
而反观盘面价格，在前期政策的持续刺激下，盘面已经给出较高升水，主力 05 合约也触碰到了 2290 元/吨。基于此，当下盘面估值中性，不宜直接追多，建议主力回调至 2200-2250 元/吨区间后，再关注 05、07 合约逢低做多的入场机会。

图表32：豆粕价格走势（元/吨）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表33：山东：小麦-玉米价差（元/吨）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

需要注意的是，以上只是我们基于静态基本面和后续判断得出的观点和策略建议。后续做多最大的风险依旧来自于小麦的冲击和政策的放松。1) 若后续小麦冲击超出预期，市场价格是否存在跌破最低收购价的可能，从而拉低玉米相对估值的锚？2) 若进入 4 月份，再无新增利多政策提振市场，是否贸易商囤货意愿再度降低，市场信心再度回归悲观？

后续，我们将持续跟踪市场，反馈最新动态，欢迎持续关注。

风险因素：关注小麦冲击、政策放松、贸易商囤货积极性低、宏观扰动等风险。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>