

中期关注玉米低多机会 ——策略跟踪系列1

中信期货研究所 农业组

日期：2025年02月

程也

从业资格号： F03087739

投资咨询号： Z0019480

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作参考之用，不构成对任何人的投资建议。
我司不会因为关注、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。

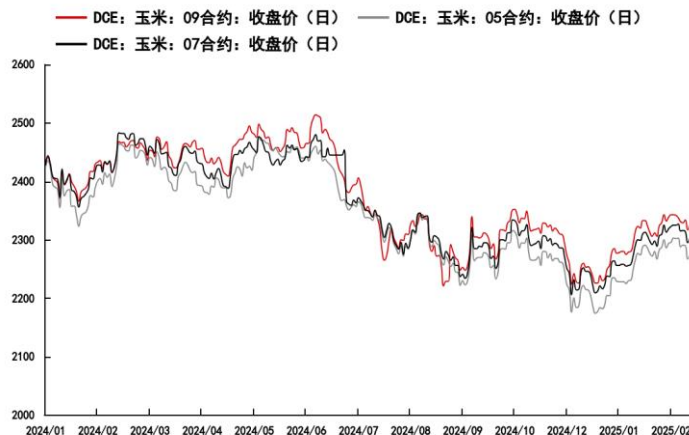
近期市场回顾

- 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24日，东北主产区锦州港入库价回升至2130元/吨，期货也从前低2150元/吨左右反弹至2300元/吨。

玉米现货价格走势（元/吨）



DCE玉米合约价格走势（元/吨）



资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

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作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。

长周期驱动逻辑：供需趋紧，库存去化

- 24/25从年度格局看，根据市场调研反馈东北华北存在减产预期，全国减产幅度500-1000万吨；同时谷物进口管控以及进口利润萎缩导致进口量预计显著下降；国产小麦由于价差偏高，缺乏替代驱动，供给端收缩趋势相对明确。
- 需求端，饲料需求以及深加工需求同比增长概率较大；另外储备增储预期仍存，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。

中国玉米供需平衡表（百万吨/%）

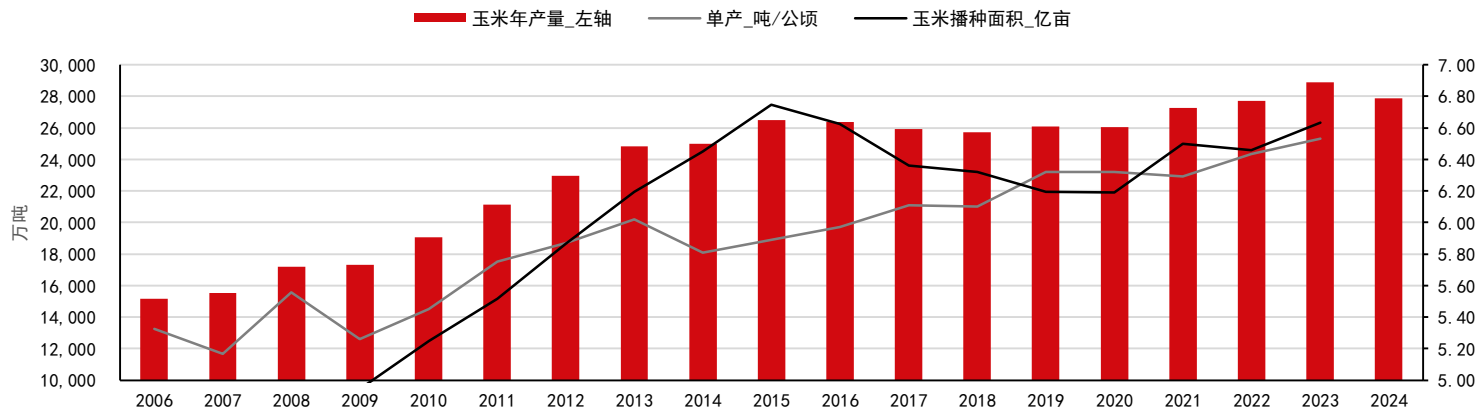
	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	24/25	23/24	24/25	24/25
					预测	预测1	预测2	同比	预测1	预测2
									同比	同比
产量	216	207	235	230	255.0	250	247	25	-5	-8
进口	9	30	22	19	23	15	11	5	-8	-12
新增供给	224	237	257	249	278	265	258	29	-13	-20
饲用等消费	193	172	183	188	187	196	193	-1	9	6
工业等消费	79	77	77	73	83	84	84	10	1	1
国内总消费	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

数据来源：Wind，卓创资讯，中信期货研究所

国产玉米：产量高位下滑

- 2024年产量方面，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。
- 根据调研，东北面积-30万公顷，对应-250万吨；单产影响-180万吨；辽宁-200万吨。东北-630万吨；华北-200；新疆+200；总计约-600万吨。

中国玉米生产情况



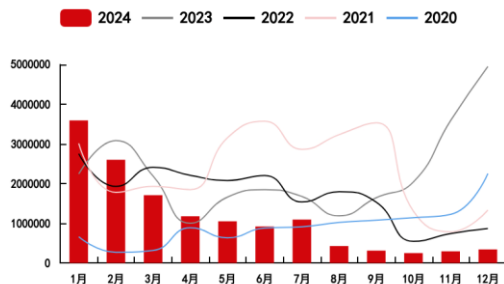
资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

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作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。

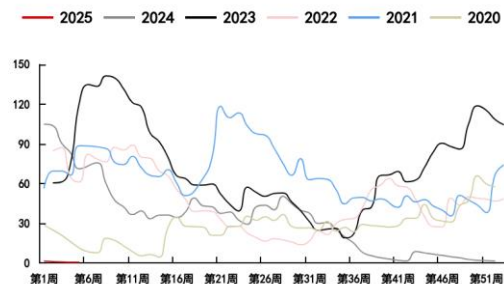
进口玉米：政策管控+利润过低，24/25进口同比下降

- 进口利润方面，目前美玉米进口至南方市场利润约5.76元/吨，无法吸引保税区进口。
- 进口政策层面，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，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，促使需求回归国产玉米。

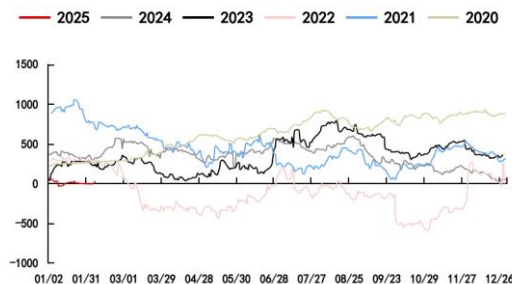
中国玉米进口数量（吨）



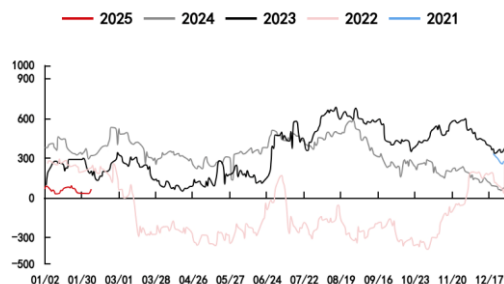
广东港外贸玉米库存（万吨）



美湾玉米进口利润（元/吨）



美西玉米进口利润（元/吨）

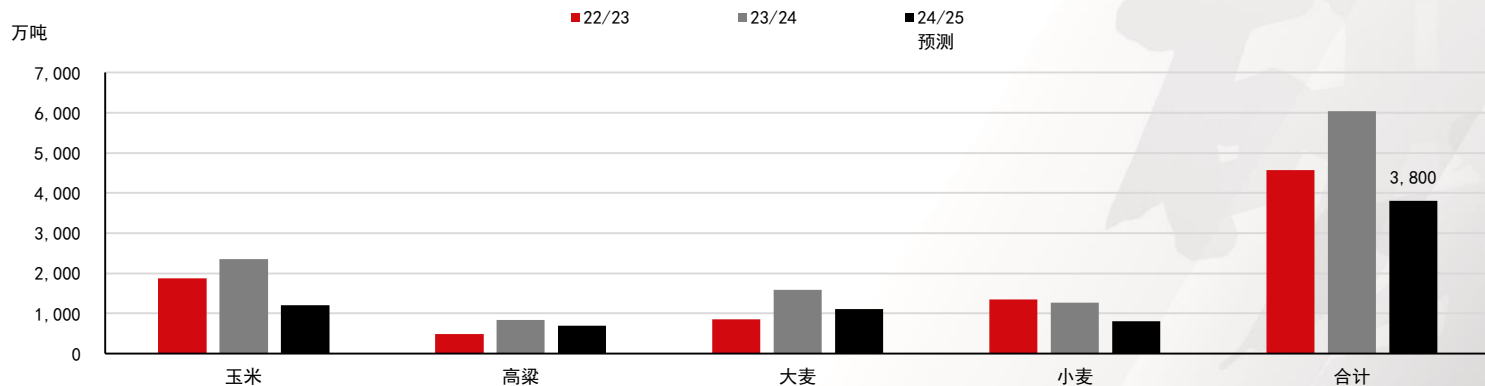


资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

进口玉米：政策管控+利润过低，24/25进口同比下降

- 主要谷物（包含玉米，小麦，大麦，高粱，碎米，木薯干等）进口量：2024年一季度进口量达到1969万吨，二季度1559万吨，三季度为967万吨，四季度预计为300-400万吨；2024年全年进口量预计4800-4900万吨。
- 23/24年度进口量为6037万吨，24/25年度进口量预计在3800万吨左右，同比可能下降约2200万吨。

进口谷物进口预测



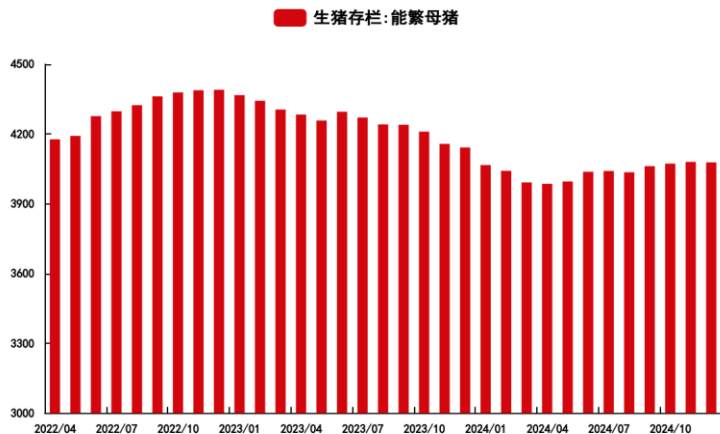
资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

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作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。

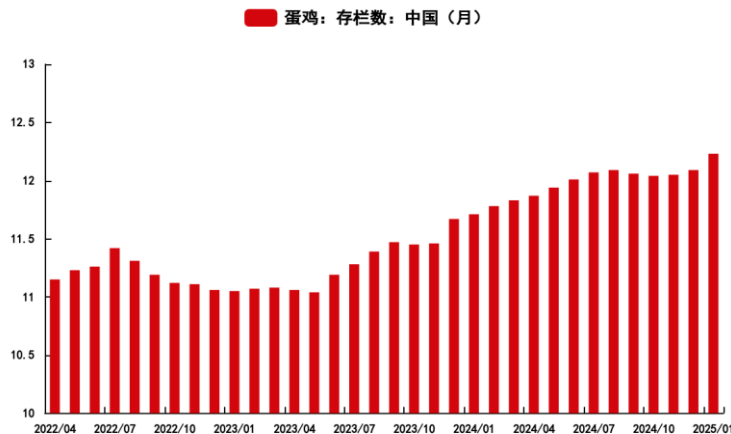
饲用消费：养殖产能恢复，支撑饲料需求

- 生猪方面，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，累计补栏2.36%。
- 禽料方面，蛋禽养殖利润处于历史同期高位，二季度补栏逐渐兑现为后期的在产产能，对于蛋禽料需求带来增长基础，25年1月同比+4.5%。
- 肉鸡方面，去年引种增加，目前在产父母代存栏持续增长，近期养殖利润有所改善，预计对饲料需求有一定支撑。

能繁母猪样本产能



蛋鸡存栏

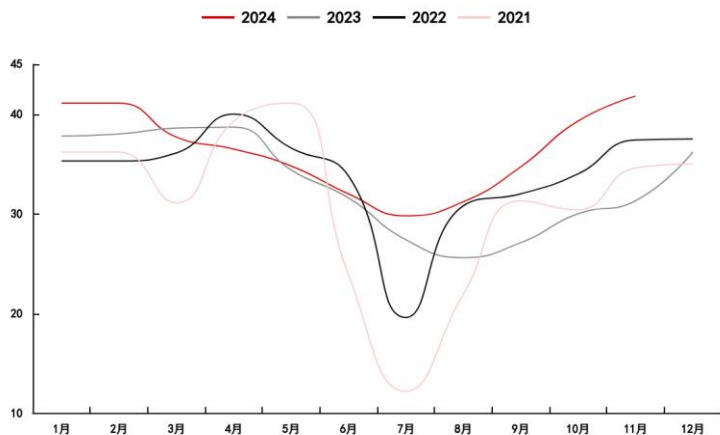


数据来源：Wind，卓创资讯，中信期货研究所

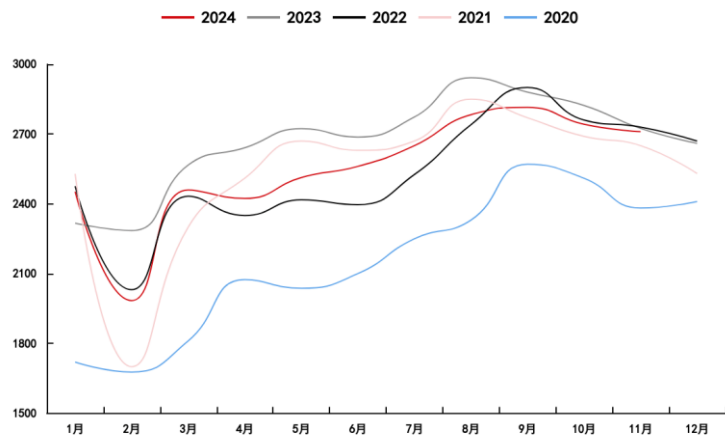
饲用消费：玉米添比增加，支撑饲料需求

- 根据饲料协会公布的饲料月度产量看2024年1-11月总饲料产量达到28093万吨，累计同比变化-4.3219%；总体折算成配合料后同比大约-4.0%。11月总产量达2710万吨，环比变化-1.167%，同比变化-0.514%。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。

配合饲料中玉米添比（%）



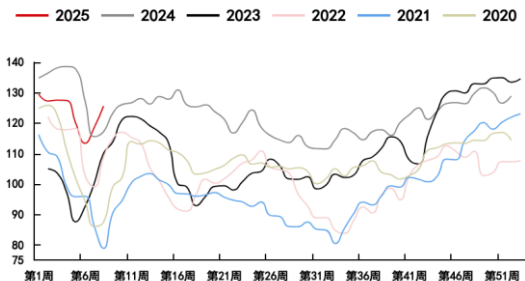
全国工业饲料产量（万吨）



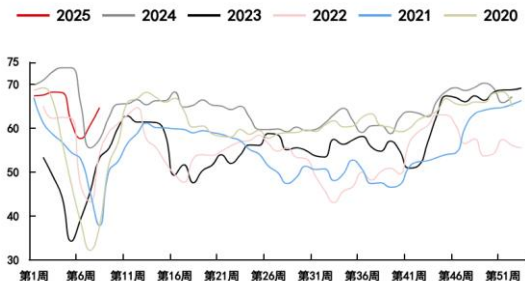
数据来源：Wind，卓创资讯，中信期货研究所

深加工消费：高位运行，增速预期放缓

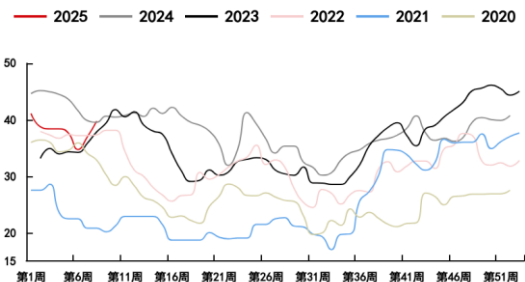
主要深加工企业玉米消费量（万吨）



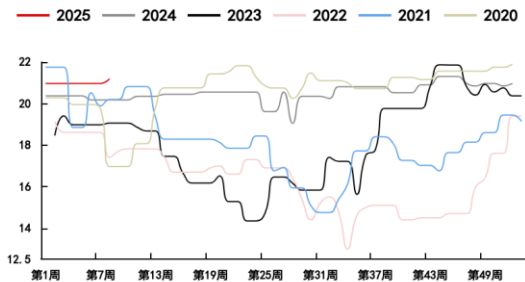
玉米淀粉企业玉米消费量（万吨）



酒精企业玉米消费量（万吨）



氨基酸企业玉米消费量（万吨）



- 深加工消费整体高位运行。近期虽然出现小幅下滑，但利润仍存，中短期预计负反馈难以形成。
- 目前，深加工企业玉米消费量、开工率维持同期最高水平，下游客户也反馈淀粉消费良好。
- 2025年02月21日，主要深加工企业玉米消费量为125.66万吨，周环比上涨5.91%。

数据来源：Wind，卓创资讯，中信期货研究所

库存去化格局下，关注中期低多机会

- 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。基于此，我们建议投资者可以持续关注中期玉米低多机会。
- 何时布局？压力位在哪里？

中国玉米供需平衡表

	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24 预测	24/25 预测1	24/25 预测2	23/24 同比	24/25 预测1 同比	24/25 预测2 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

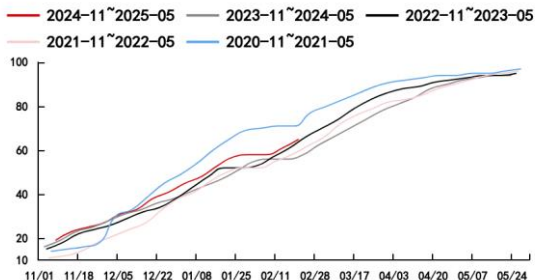
资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

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作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。

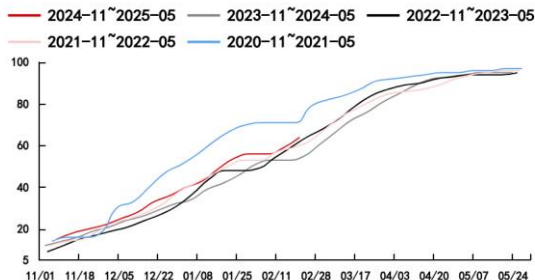
农户端，售粮进度偏快，后续压力偏小。集中售粮时期接近尾声，弱现实→强预期



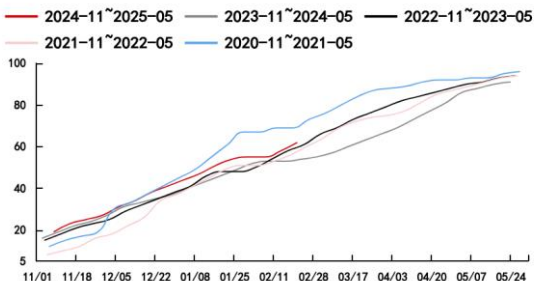
国内玉米售粮进度-全国



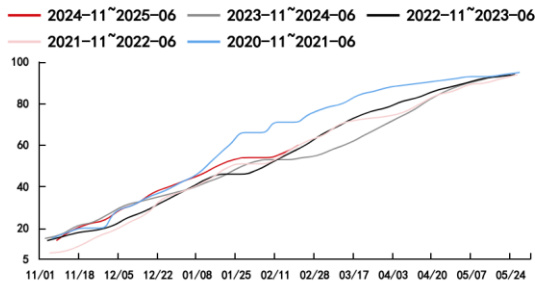
国内玉米售粮进度-东北（45%）



国内玉米售粮进度-华北（30%）



国内玉米售粮进度-山东（9%）

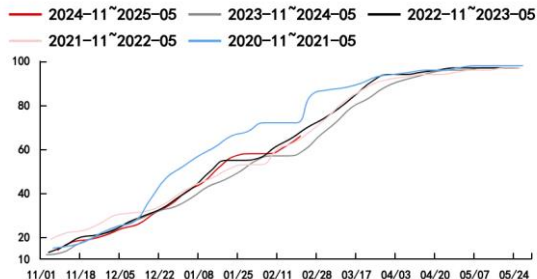


- 根据钢联数据，全国玉米售粮进度为65%，环比变化4个百分点，同比变化7个百分点。
- 根据钢联数据，山东玉米售粮进度为60%，环比变化4个百分点，同比变化6个百分点。
- 据调研反馈，售粮进度快于咨询方统计，关注最后一轮卖压实际冲击。

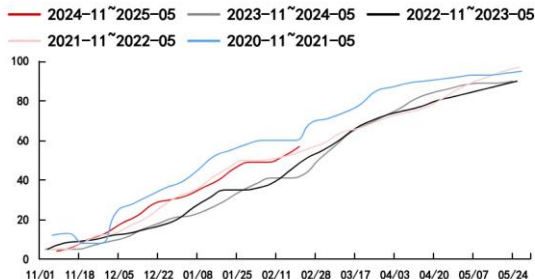
数据来源：Wind，卓创资讯，中信期货研究所

农户端，售粮进度偏快，后续压力偏小。集中售粮时期接近尾声，弱现实→强预期

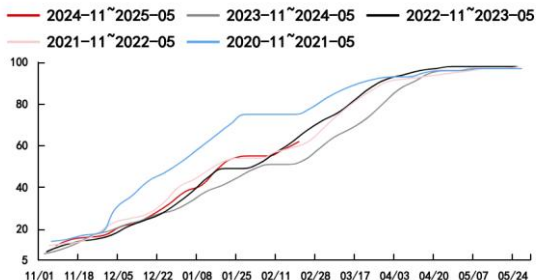
国内玉米售粮进度-黑龙江 (15%)



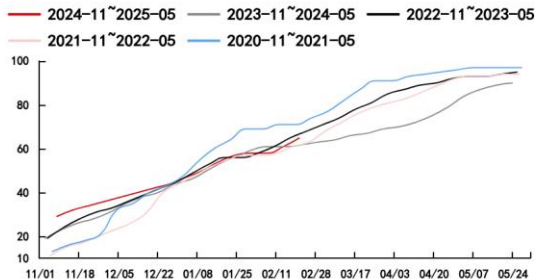
国内玉米售粮进度-吉林 (13%)



国内玉米售粮进度-内蒙古 (12%)



国内玉米售粮进度-河南 (8%)



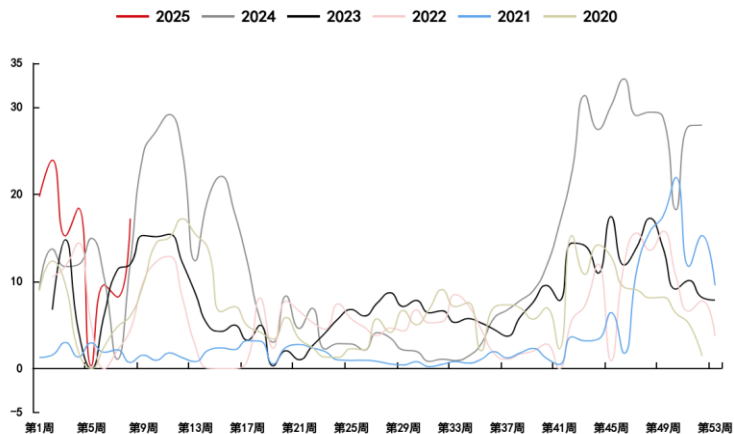
- 根据钢联数据，黑龙江玉米售粮进度为66%，环比变化5个百分点，同比变化6个百分点。
- 根据钢联数据，吉林玉米售粮进度为57%，环比变化5个百分点，同比变化14个百分点。
- 根据钢联数据，内蒙古玉米售粮进度为62%，环比变化4个百分点，同比变化9个百分点。
- 根据钢联数据，河南玉米售粮进度为65%，环比变化4个百分点，同比变化3个百分点。
- 考虑地趴粮主要集中在黑龙江，售粮进度中性为主，后续压力不低。

数据来源：Wind，卓创资讯，中信期货研究所

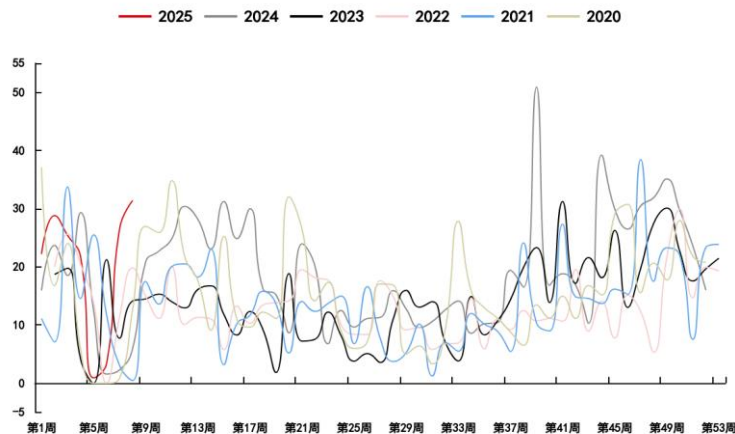
农户端，售粮进度偏快，后续压力偏小。集中售粮时期接近尾声，弱现实→强预期

- 节后，锦州港玉米集港量和华北深加工企业门前到车候车回归高位，主要在于升温存粮有难度。本周，主产区有大幅升温预期，潮粮或在3月10日之前兑现最后一轮卖压，短期供应有阶段性增长压力。
- 调研反馈：1) 黑龙江西部齐齐哈尔周边、吉林松原周边：农户在卖粮，天气暖了雪一化都是冰，存不住。当地大型贸易企业，今年几乎都是以订代采，只有1万多吨的敞口，不着急卖。2) 哈尔滨周边：老百姓正常卖，估计还有10-15天粮就卖的差不多了，还剩一点在砖面上的粮还能囤一段时间。3) 黑龙江北部孙吴、黑河：这俩地区温度暖的慢，农户惜售，贸易商也惜售。4) 黑龙江东部鸡西、密山、吉林洮南：当地基本没粮了，可能就剩几千吨。5) 秦皇岛某家大型贸易企业：年前收粮，年后没收，现在囤粮不着急卖。

锦州港玉米集港量（周度/万吨）



山东深加工企业玉米晨间等待量（周度/万吨）



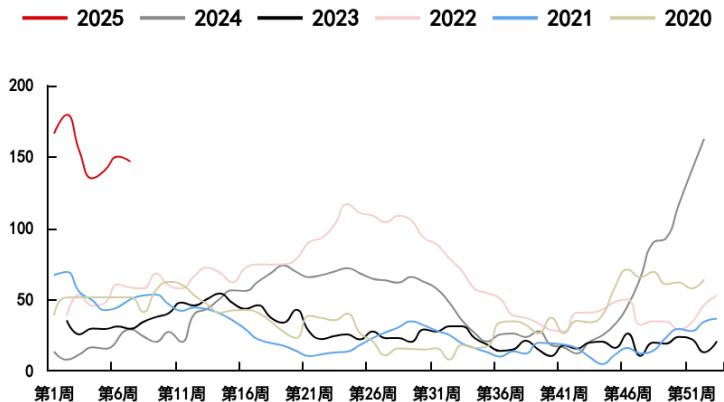
数据来源：Wind，卓创资讯，中信期货研究所

贸易端，贸易商建中长期库存，港口库存现去化苗头，弱现实→强预期

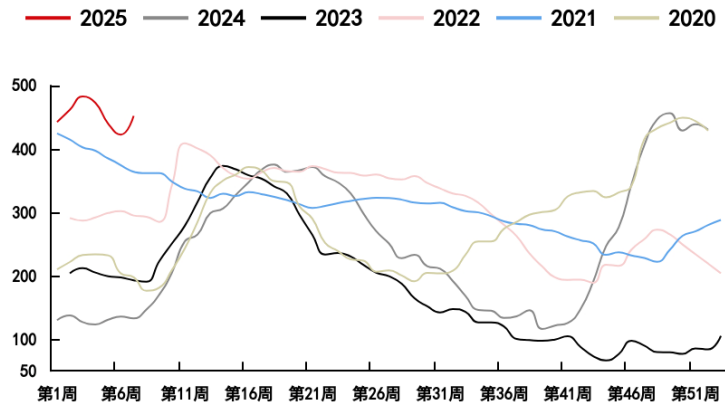


- 在前期收储政策提振下，目前渠道贸易商开始囤货，且以自有粮为主，这验证了市场心态向积极方向的转变。
- 据Mysteel，截至目前，北方四港玉米到港量达79.8万吨，下海量达50.3万吨，累库速率为29.5万吨，北方四港库存高位震荡。广东港玉米到港量达28.5万吨，出货量达32万吨，累库速率为-3.5万吨。下游终端购销逐步恢复，港口库存现去化苗头，持续关注消化情况。

广东港内贸库存（万吨）



北港库存（万吨）



资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

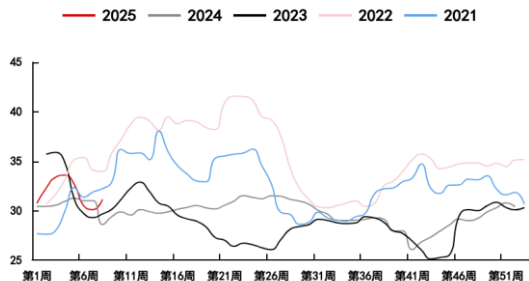
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



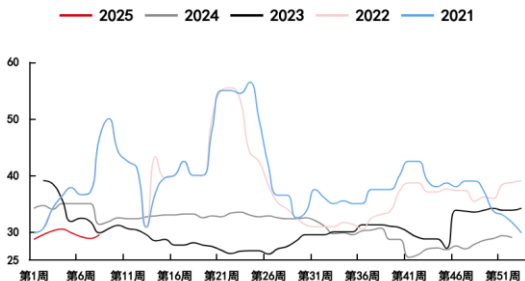
饲用端，春节期间终端消化库存为主，后续仍存在一定补库需求，弱现实→强预期



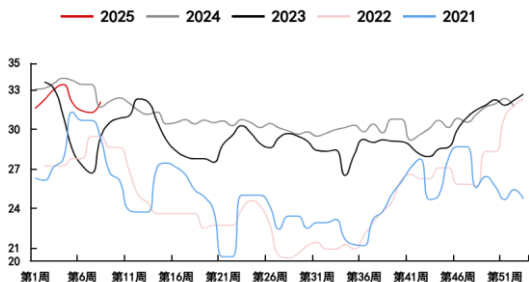
全国饲料企业玉米库存（天）



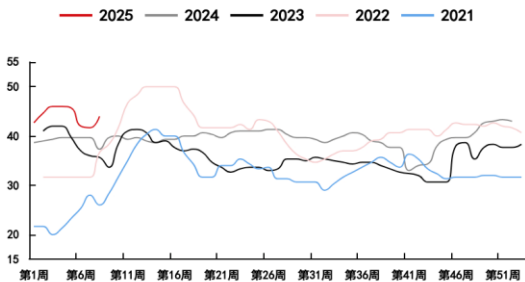
华东地区饲料企业玉米库存（天）



华南地区饲料企业玉米库存（天）



华中地区饲料企业玉米库存（天）



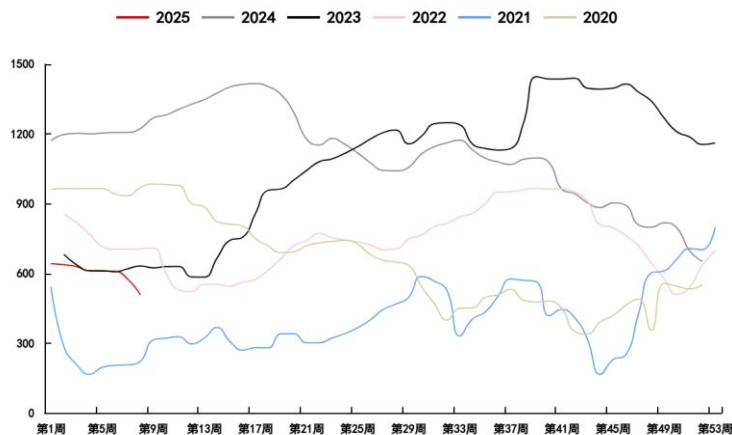
- 根据Mysteel统计，华中、华南等地区，其饲料企业玉米库存分别为44天、32.1天。
- 而东北、华东地区，其饲料企业玉米库存同比偏低，分别为22.88天、29.5天，从而拖累全国饲料企业平均库存天数。

数据来源：Wind，卓创资讯，中信期货研究所

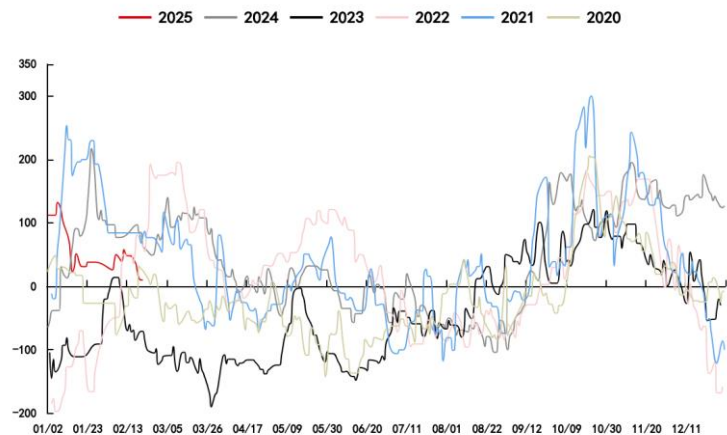
工业端：利润收缩，价差收窄，关注后续变化持续性

- 2024年深加工消费向好的原因，也是近期要注意的边际变化：
- 1) **利润空间**。去年深加工随着玉米价格下跌，整体开工利润快速改善。据Mysteel，截至目前，山东淀粉企业加工利润为10元/吨，环比变化0元/吨，环比0%。
- 2) **替代需求**。前期价差持续处于区间相对高位，支撑玉米淀粉消费需求体量扩大。11月份木薯淀粉相对集中上市压低价格，目前木薯淀粉和玉米淀粉价差在509元/吨，后续关注价差进一步收窄的情况。

木薯淀粉-玉米淀粉价差（元/吨）



山东玉米淀粉企业利润（元/吨）



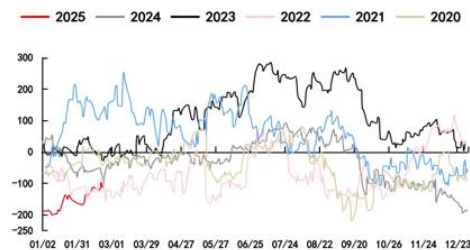
数据来源：Wind，卓创资讯，中信期货研究所

策略建议：关注低多机会

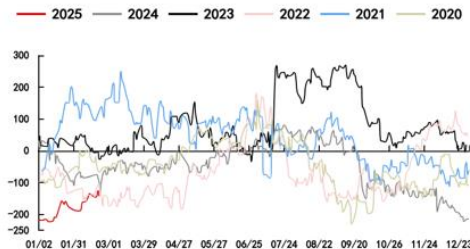
- ◆ 基于上述基本面的变化，我们建议投资者可以持续关注中期玉米低多机会。
- ◆ 当前盘面估值偏高，追高存在风险；同时，节奏上存在短期回调的可能，我们可以视作低多入场的机会看待。

- 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。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，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。

玉米05合约基差走势



玉米07合约基差走势



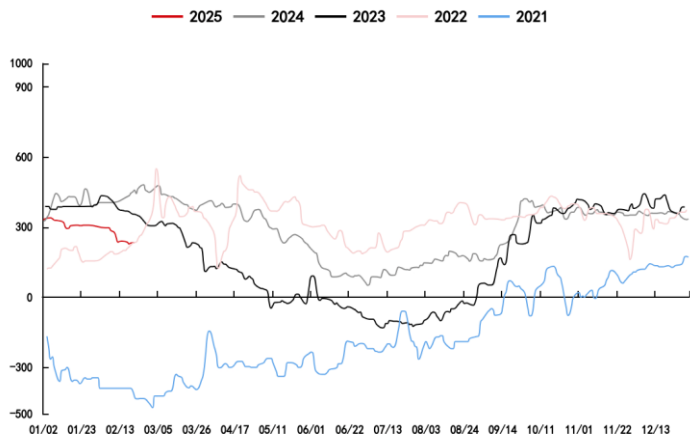
资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

策略建议：低多策略的压力位在哪里？

◆ 我们认为，低多策略面临的第一个压力位，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，则需要打开其他替代的窗口，去缓解结转库存的去化。

- 根据Mysteel，目前山东小麦价格为2434元/吨，山东潍坊玉米价格为2210元/吨，价差224元/吨。暂无大规模替代。

山东:小麦-玉米价差



山东豆粕价格走势（元/吨）



资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

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作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。

策略建议：低多策略的压力位在哪里？



◆ 供应替代的核心驱动来源于价差的吸引力。和小麦之间的相对估值，成为了玉米价格短期的锚。

- 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 $2380-130=2250$ 元/吨。
- 以山东潍坊（小麦主产区）为例，当前深加工玉米收购价约2210元/吨，理论上，饲用玉米收购价略高深加工（我们按2220~2230计）
- 1）若随着小麦上市，小麦价格下滑至2380元/吨，则玉米还有接近20~30元/吨的上涨空间；
- 2）若小麦价格坚挺（静态2434元/吨计），则玉米还有84~94元/吨的上涨空间。
- 当两者价差进入合理区间后，重点关注小麦替代范围、替代量级、陈麦腾库压力、新麦上市冲击、以及政策持续性和力度等。
- 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合约也曾触碰到了2300元/吨。基于此，当下盘面估值中性偏高，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。

◆ 风险因素：宏观扰动、小麦冲击、供应超预期等。

资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

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作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。



【中信期货研究】邀您体验高质量投研！



业务功能全覆盖

平台横跨研究服务、路演会议、行情资讯、资产管理、场外衍生品、业务办理等模块。



全面覆盖商品、权益、
固收市场，满足机构
客户查询、订阅研报
的研究服务需求



聚合路演直播，为客
户提供查看、订阅、
报名、参会以及回放
的全链路场景



多维度丰富的投研报告/路演集结于此，
助您及时掌握市场深度走向，不落当下
的每一次深度观点碰撞。金牌团队集体
亮相，为您推送专业的市场声音。



PC端入口

<https://inst.citicsf.com>



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。
- 中信期货有限公司



致谢



中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

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室、14层

上海地址：

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场3号
楼23层