

# 不经一番寒彻骨，怎得梅花扑鼻香

投资观点： 短期震荡偏弱，中长期看多

报告日期 2024-12-23

玉米 (C)

年度报告

分析师：杨璐琳

从业资格证号：F3042528

投资咨询证号：Z0015194

助理分析师：黄向岚

从业资格证号：F03110419

2024 年对于内外盘玉米来说无疑是寒意逼人的一年。对于外盘玉米来说，即便 24/25 年度美玉米播种面积有所缩减，但生长期良好的气候条件，依旧孕育了丰收的憧憬，为美玉米盘面带来了下行压力。随着美玉米价格跌至低位，较高的性价比及对特朗普新政的忧虑，激发了美玉米出口销售的勃勃生机，为盘面注入反弹动力。展望 2025 年，全球和主要出口国玉米库存比预期下降，或为外盘玉米带来了一定的反弹基础，北半球产量已尘埃落定，需关注南美天气的变量影响。本年度中国进口政策的风云变幻，预期让 2025 年内外盘玉米的联动纽带渐显松弛。

对于内盘玉米来说，供给端，24/25 年度产区天气炒作的不断证伪，上半年进口谷物的集中到港压力，新季玉米上市期的抛压，南北港库存的累积重压，共同构成了供给端的沉重压力；需求端，生猪存栏的结构性减少，深加工下游消费的被动，年底生猪旺季不旺的黯淡预期，以及几乎笼罩全年的下游渠道的悲观情绪，供需的错配让玉米市场在熊市的泥潭中越陷越深。展望 2025 年，熊市的道路短期仍未见终点，尽管 24/25 年度玉米产情预期略减，但年前玉米卖压仍存，渠道的悲观心态未有改观，下游需求承接力度不足，短期新季玉米上量压力驱动定价，近月盘面不具备大幅反弹条件，市场的目光投向农户售粮进度变化、储备增储力度等，玉米盘面的顺畅上行，还需看到贸易端及下游积极补库。中长期来看，2025 年玉米市场的反弹或仍可期待，年度级别的产需缺口由进口替代补充向国内储备替代补充过渡，预期明年上半年高点取决于储备玉米、饲用稻谷拍卖节奏和小麦价格。

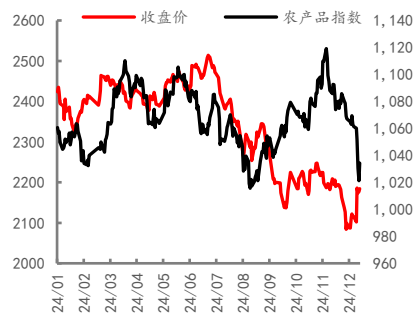
## ● 投资建议

短期新季玉米上量压力驱动定价，盘面不具备大幅反弹条件，维持偏弱震荡；中长期交易供需趋紧，上半年反弹高度取决于储备玉米、饲用稻谷拍卖节奏和小麦价格。

## ● 风险提示

天气、政策

## 农产品指数与玉米期货价格走势



数据来源：Wind

## 往期相关报告

1. 熊市漫漫，饲料原料弱势寻底

2024. 12. 05

2. 盘面上涨动力不足，关注新粮毒素情况 2024. 11. 29

3. 期现背离，关注玉米套利机会 2024. 10. 25

2024 年，玉米期货市场依旧未能摆脱熊市的阴霾。这一年，我们目睹了供需矛盾的加剧和市场信心的崩塌。站在 2024 年的终点，本文旨在复盘今年玉米期货市场的关键点，深入剖析行情走势背后的供需逻辑。同时，我们将展望 2025 年，探讨熊市是否有望迎来转机，以及供需基本面将如何演绎。

## 一、2024 年行情回顾

### 1. 2024 年 CBOT 玉米行情回顾

回顾 2024 年 CBOT 美玉米走势，主要分为四个阶段。

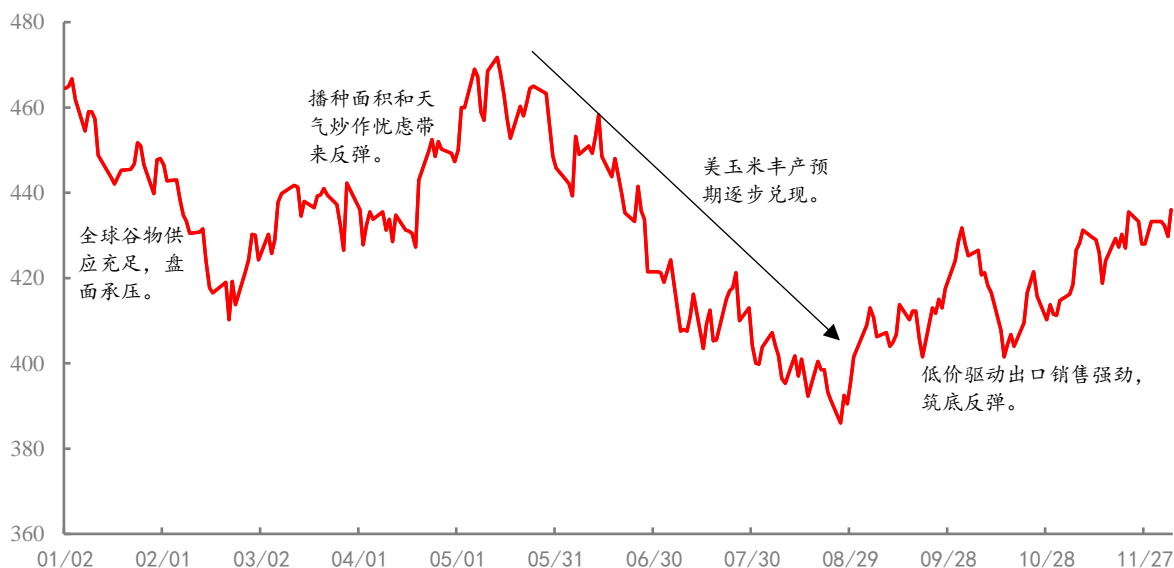
第一阶段（2024 年 1 月-2 月下旬），全球谷物供应宽松，盘面承压弱势下行。

第二阶段（2024 年 2 月下旬-5 月中旬），美玉米种植面积调减预期和播种进度偏慢助推盘面反弹。较高的豆玉米比价和上一年度较差的种植收益带来了本年度美玉米种植面积的调减预期。随着美玉米进入播种季，4 月下旬到 5 月上旬美产区潮湿的天气导致播种进度同比偏慢。

第三阶段（2024 年 5 月中旬-8 月下旬），本阶段主导行情下跌的主要因素是美玉米丰产预期的逐步兑现。随着生长进度的推进，美产区整体气候条件良好，局部地区偏差的墒情也得到了改善，即便本年度种植面积有所调减，但高单产预期下美盘承压。

第四阶段（2024 年 8 月下旬至今），本阶段主导行情反弹的主要因素是美玉米出口需求的好转。随着美玉米基本定产，高性价比优势驱动美玉米出口销售强劲，带动美玉米震荡反弹。

图表 1、2024 年 CBOT 美玉米主力收盘价走势（美分/蒲式耳）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

## 2. 2024年DCE玉米行情回顾

回顾 2024 年内盘玉米走势，依然延续了熊市下跌行情，可细分为六个阶段。

第一阶段（2024 年 1 月-1 月下旬），旧作售粮压力叠加南港进口谷物的高供应压力，玉米承压下行。

第二阶段（2024 年 1 月下旬-5 月底），本阶段玉米市场对政策的敏感度增强。储备增储，进口玉米拍卖暂缓，限制保税区进口玉米量，糙米拍卖限定消化时间等政策变化带来了市场情绪的一再转向，盘面整体维持震荡运行。

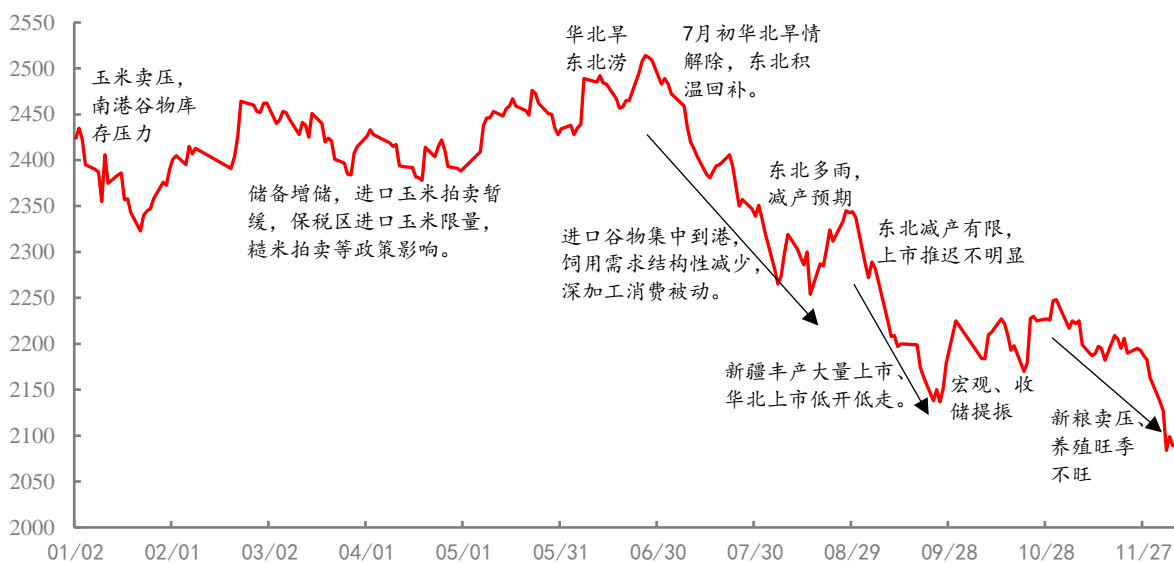
第三阶段（2024 年 5 月底至 9 月初），本阶段主要体现了新季玉米的产量预期和供需的结构性错配。从新季玉米的生长情况来看，5 月底 6 月初华北偏旱东北偏涝的墒情，8 月下旬东北多雨带来的涝害担忧，后皆因“天气证伪”，减产不及预期，盘面回吐天气升水。从供需角度来看，进口谷物集中到港，南港谷物库存高企，政策上国家拍卖进口玉米，下游饲料原料需求结构性减少同时渠道备货心态谨慎，深加工消费被动，供需结构性错配，盘面重心下移。

第四阶段（2024 年 9 月初至 9 月下旬），本阶段华北玉米陆续上市低开低走，新疆玉米丰产大量上市，低价带来了情绪冲击。

第五阶段（2024 年 9 月下旬至 10 月底），本阶段以震荡走势为主，宏观情绪带动期货先行而后回落，收储传闻带动期货预期下行，而后新粮上量压力大而回落。

第六阶段（2024 年 10 月底至今），本阶段仍处于新季玉米集中上市期，农户抛压大，但渠道悲观，12 月养殖旺季不旺，需求承接不足，玉米弱势下行。12 月 5 日，中储粮发布增储公告，提振市场信心，但收储政策未放宽质量标准，玉米盘面短暂反弹后回落。

图表 2、2024 年 DCE 玉米主力收盘价走势（元/吨）

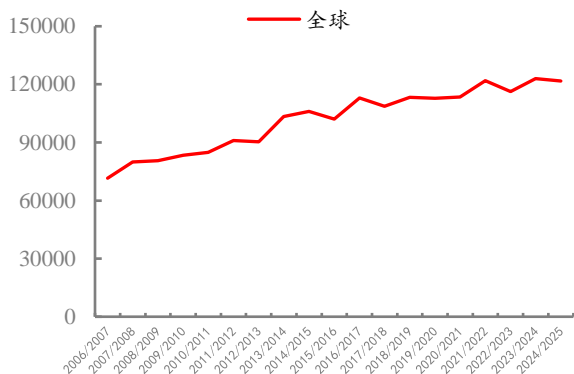


资料来源：Wind、国贸期货研究院

## 二、全球玉米库消比回落

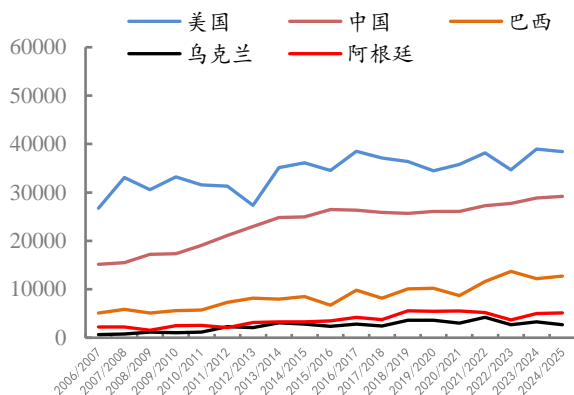
根据美国农业部的最新数据, 2024/25 年度全球玉米收获面积预估值为 20272 万公顷, 同比减少 255 万公顷; 全球玉米产量预估值为 12.18 亿吨, 同比减少 1174 万吨, 仍维持在历年高位水平。其中, 美国、中国、巴西是全球玉米产量居于前三位的国家。美国、巴西、阿根廷和乌克兰是全球主要的玉米出口国。由于国内消费和出口需求的强劲, 全球玉米库消比预估为 20.85%, 同比下降 1.49%。对于 2024/25 年度, 北半球产量已尘埃落定, 目前市场的目光将投向南半球玉米种植季的天气变化及美玉米的出口情况, 预期 2024/25 年度全球玉米维持去库趋势。

图表 3、全球玉米产量 (万吨)



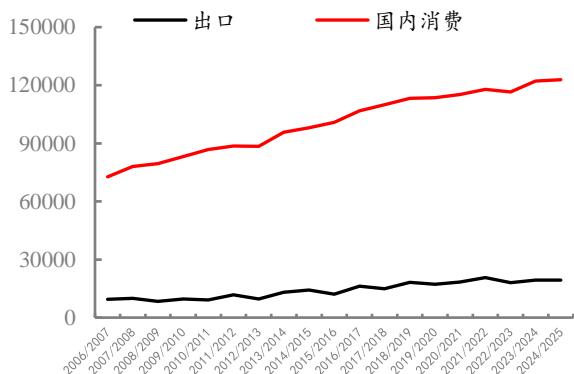
资料来源: USDA、国贸期货研究院

图表 4、各国玉米产量 (万吨)



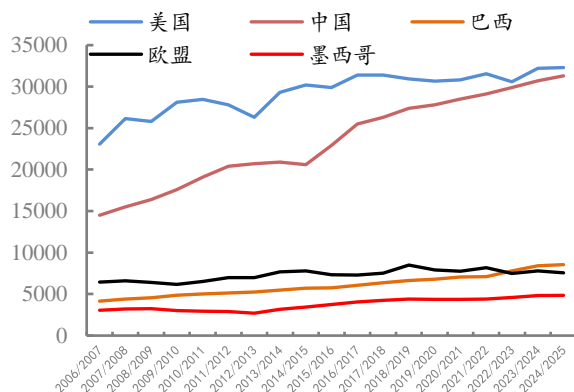
资料来源: USDA、国贸期货研究院

图表 5、全球玉米国内消费量和出口量 (万吨)



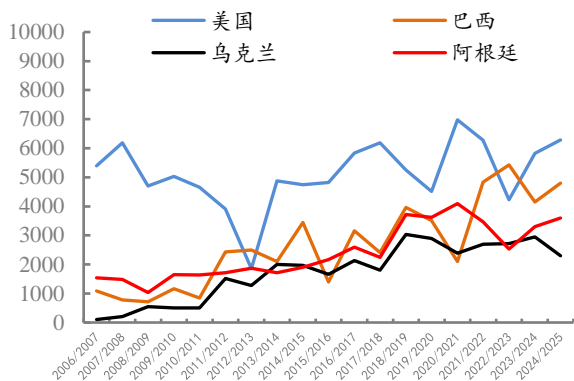
资料来源: USDA、国贸期货研究院

图表 6、各国玉米国内消费量 (万吨)



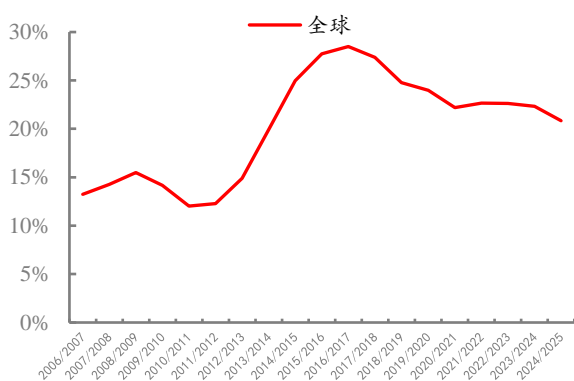
资料来源: USDA、国贸期货研究院

图表 7、各国玉米出口量（万吨）



资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 8、全球玉米库消比（%）



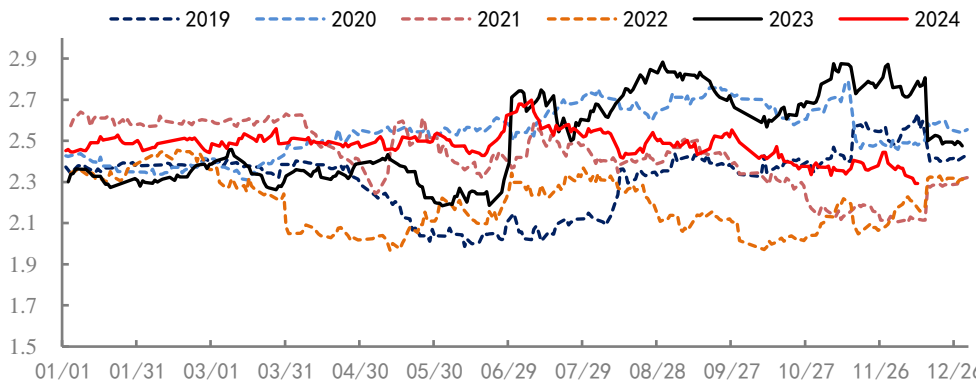
资料来源：USDA、国贸期货研究院

## 1. 美玉米出口好转，库消比下调

基于较高的豆玉米比价,USDA 在 2 月 15 日的年度展望论坛上预测 2024/25 年度美国玉米种植面积为 9100 万英亩,远低于 2023 年的 9460 万英亩,但玉米供应仍显宽松。USDA 在 3 月种植意向报告中继续调低美玉米意向播种面积至 9003.6 万英亩。不过,USDA 在 6 月的种植面积报告中,将新季玉米种植面积重新调高至 9150 万英亩,超过了市场预期,叠加美玉米生长季良好的天气,为美盘带来了下行压力。根据 USDA12 月发布的供需报告,美国 2024/25 年度玉米种植面积预期值为 9070 万英亩,较 6 月的预估值下调了 80 万英亩。展望 2025/26 年度,特朗普上台后对中国加征关税的预期或带来豆玉米比价的较大波动,或对 2025/26 年度的美玉米种植面积带来进一步调整,关注 2025 年美玉米种植面积的预估值。

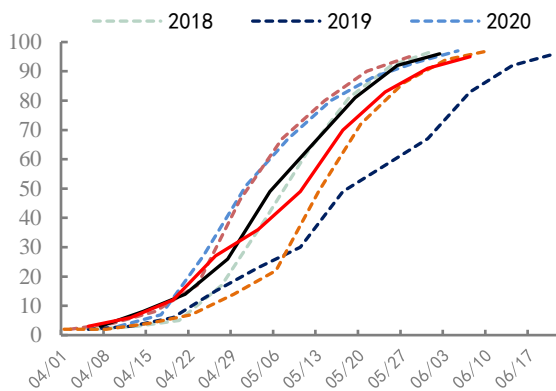
从本年度美玉米的生长情况来看,4 月下旬到 5 月上旬,由于产区的多雨天气,美玉米播种进度同比偏慢。从 6 月初开始,美玉米生长期虽不乏天气扰动,但整体水温条件仍然良好,丰产预期逐步兑现。6 月份,明尼苏达州、南达科他州和爱荷华州部分地区发生洪灾,但影响范围有限;6 月底 7 月初,美玉米东部产区偏干,7 月初飓风“Beryl”带来有利降水,极大改善了东部产区的墒情。最终美玉米优良率保持在 64%,处于历史偏高水平。虽然 2024/25 年度美玉米种植面积有所下调,但由于高单产预期,仍为 6-8 月的美盘带来了下行压力。整体来看,2024/25 年度美玉米库消比预估为 11.44%,较上一年度下调 0.32%。

图表 9、豆玉米比价走势



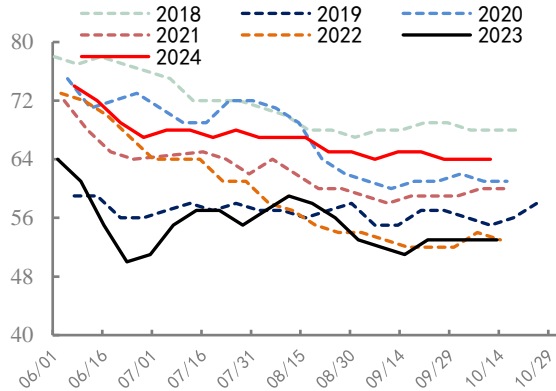
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 10、美玉米种植进度 (%)



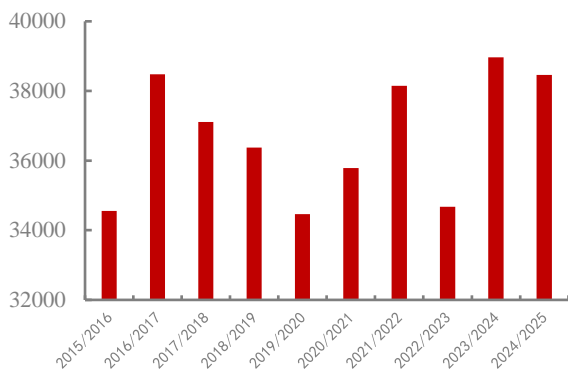
资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 11、美玉米优良率 (%)



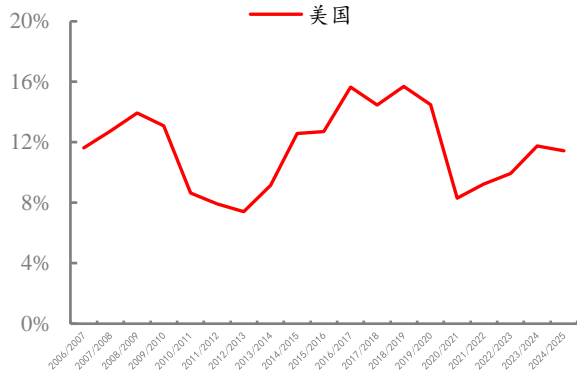
资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 12、美玉米产量 (万吨)



资料来源：USDA、国贸期货研究院

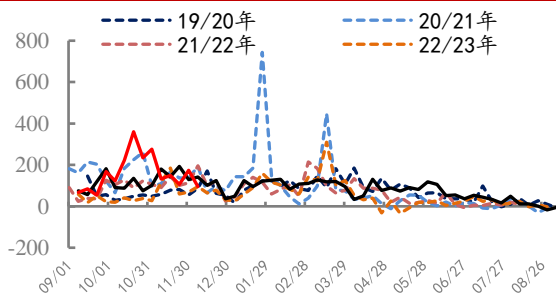
图表 13、美玉米库销比 (%)



资料来源：USDA、国贸期货研究院

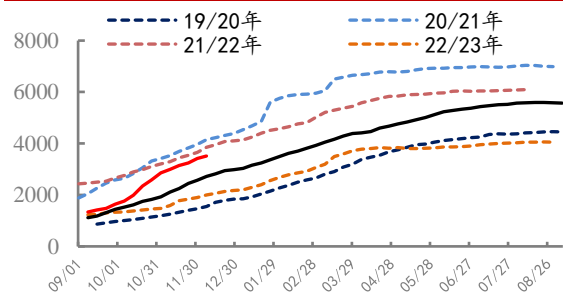
随着美玉米价格降至低位，在国际玉米市场上的性价比优势显现，叠加特朗普新政带来的对未来出口的担忧，本年度美玉米出口销售强劲。根据 USDA，截至 12 月 5 日，2024/25 年度美国玉米累计出口销售量为 3513.81 万吨，同比增长 29.35%，墨西哥、日本仍是美玉米采购的主力军。根据 USDA 预估，2024/25 年度墨西哥玉米进口量预计为 2450 万吨，日本玉米进口量预计为 1550 万吨，预期墨西哥和日本的进口玉米需求仍将支撑美玉米出口。由于进口限制政策和历史偏低的进口利润，本年度美玉米对华出口显著下降，对华出口销售量处于历年低位。

图表 14、美玉米出口净销售量 (万吨)



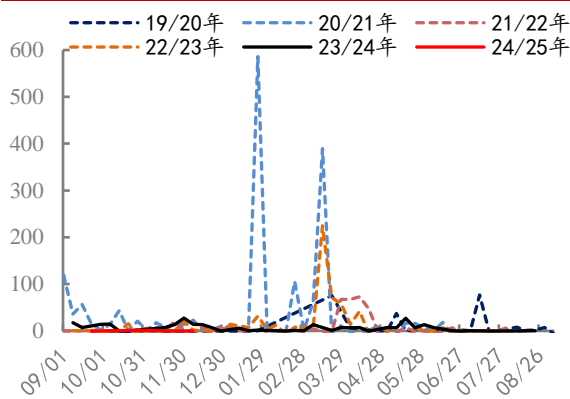
资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 15、美玉米累计出口净销售量 (万吨)



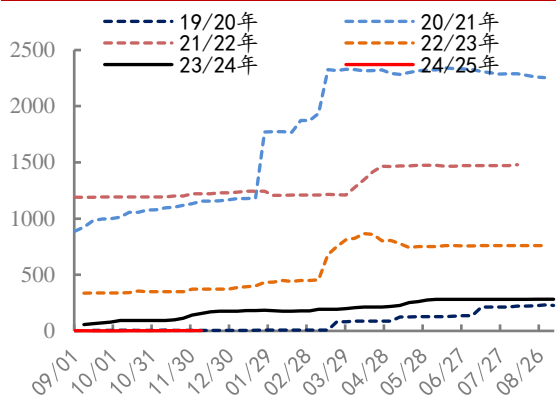
资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 16、美玉米对华出口净销售量（万吨）



资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 17、美玉米累计对华出口净销售量（万吨）



资料来源：USDA、国贸期货研究院

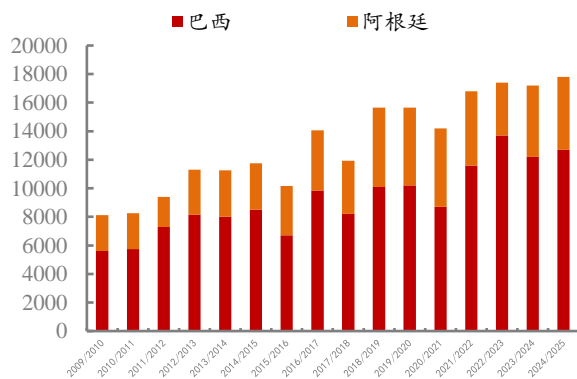
## 2. 南美种植进度同比偏快，库消比下调

根据美国农业部的最新报告，2024/2025 年度巴西玉米产量预计将达到 1.27 亿吨，较上一年度增加 500 万吨；巴西玉米的出口预期为 4800 万吨，同比增加 650 万吨；国内消费预估为 8550 万吨，较上一年度增加 150 万吨，处于历史最高水平。由于需求的强劲，2024/25 年度巴西玉米库消比预期降至 2.13%，为历史最低水平。目前巴西一茬玉米处于播种期，根据 CONAB，截至 12 月 15 日，巴西 24/25 年度玉米播种率为 75.0%，上周公布值为 72.2%，去年同期值 73.5%。由于巴西二茬玉米的产量占比在 75% 以上，因此二茬玉米的种植情况更为重要，二茬玉米将在明年 1-2 月开始播种，生长关键期在 3-5 月，需持续关注南美天气对二茬玉米种植的影响。

根据 USDA，2024/2025 年度的阿根廷玉米产量预计为 5100 万吨，同比增加 100 万吨，出口预期为 3600 万吨，同比增加 300 万吨。国内消费预估为 1630 万吨，同比增加 105 万吨。2024/25 年度阿根廷玉米库消比预估为 5.34%，较上一年度有所下调，为历史偏低水平。目前阿根廷玉米处于播种期，布宜诺斯艾利斯谷物交易所最新数据显示，截至 12 月 11 日，阿根廷玉米播种进度达 55.6%，上周值 47.8%。

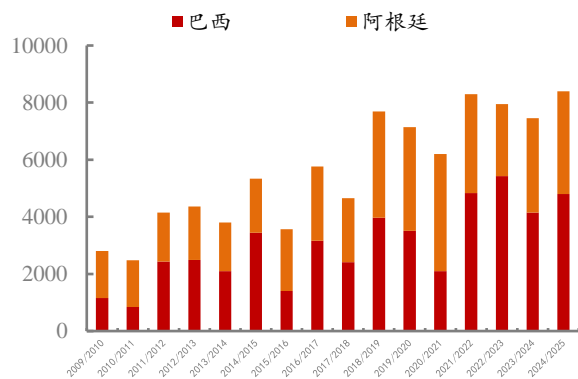
此外，根据美国国家气象预测中心(CPC)的 ENSO 预测，拉尼娜现象在 2024 年 10 月至 12 月形成的可能性为 57%，并可能持续到 2025 年 1 月至 3 月。本年度拉尼娜现象的强度相对较弱，对农作物的影响预期相对有限，但仍需关注南美天气对南美地区玉米产量的后续影响。

图表 18、巴西和阿根廷玉米产量（万吨）



资料来源：USDA、国贸期货研究院

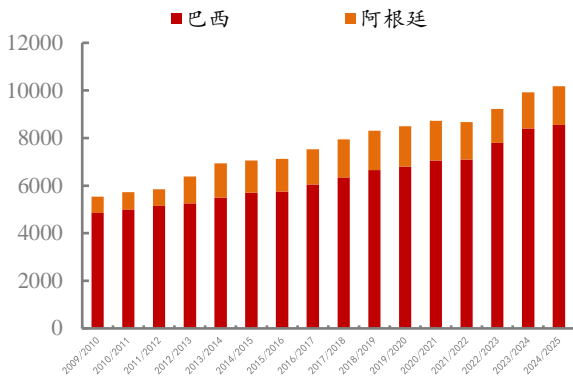
图表 19、巴西和阿根廷玉米出口量（万吨）



资料来源：USDA、国贸期货研究院

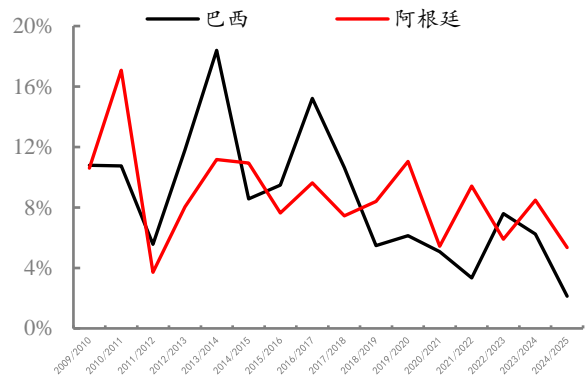


图表 20、巴西和阿根廷玉米国内消费量（万吨）



资料来源：USDA、国贸期货研究院

图表 21、巴西和阿根廷玉米库消比 (%)

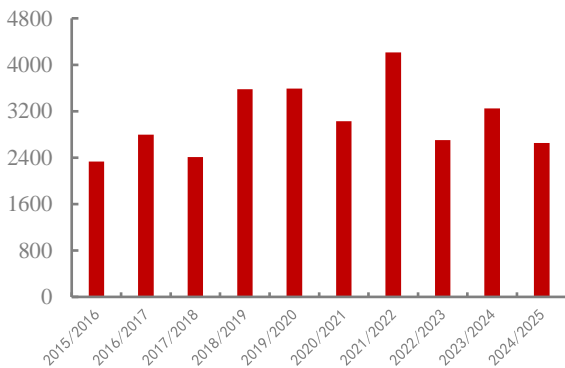


资料来源：USDA、国贸期货研究院

### 3. 乌克兰玉米减产，库消比下调

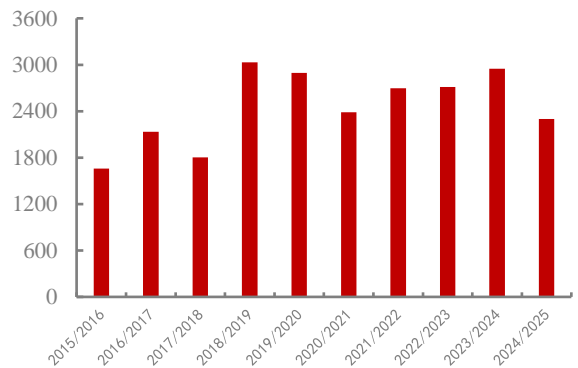
2024/25 年度，高温干燥的天气带来了乌克兰玉米的减产。根据美国农业部的最新预测，乌克兰在 2024/25 年度的玉米产量预计为 2650 万吨，与上一年度相比减少了 600 万吨；2024/25 年度乌克兰玉米的出口量预估为 2300 万吨，较上一年度减少了 649 万吨。2024/25 年度乌克兰玉米期末库存预计将降至 63.7 万吨，库消比下降至 2.32%，处于历史低位，进一步凸显了乌克兰玉米供应趋紧的情况。此外，近期黑海冲突升级也为乌克兰玉米的出口增加了不确定性，需继续关注。展望 2025 年度，乌克兰农业部相关人员表示，由于今年大豆丰收导致价格下跌，而玉米价格相对保持高位，因此 2025 年农户将把大豆种植面积减少 50 万公顷，将玉米播种面积提高 50 万公顷，需继续关注后续豆玉米比价的变化对 2025 年乌克兰玉米播种面积的影响。

图表 22、乌克兰玉米产量（万吨）



资料来源：USDA、国贸期货研究院

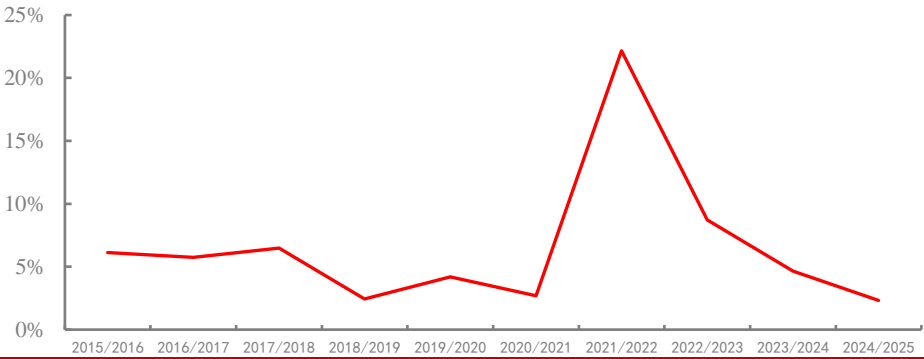
图表 23、乌克兰玉米出口量（万吨）



资料来源：USDA、国贸期货研究院



图表 24、乌克兰玉米库存比



资料来源：USDA、国贸期货研究院

三、国内供应：年度产量略减但短期卖压仍存

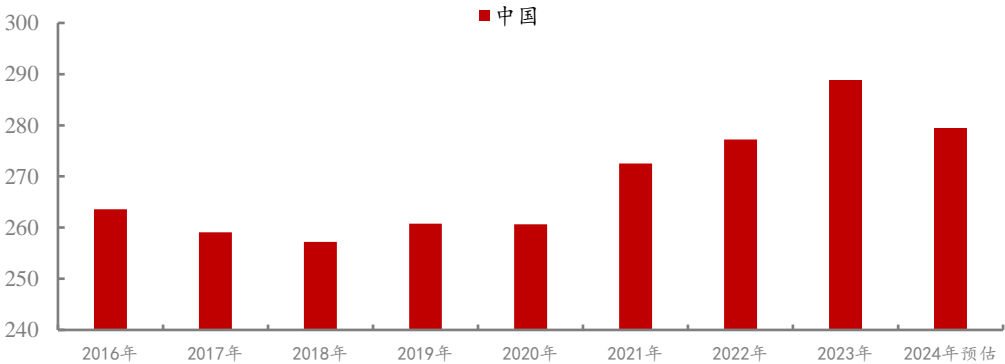
1. 年度产量略减：东北、华北减产，其他地区增产

本年度国内玉米的生长不乏天气扰动，5月底6月初华北偏旱东北偏涝的墒情，8月下旬东北多雨带来的涝害担忧等，一度带来连盘的反弹波动，然而天公作美，华北旱情的解除，东北积温的回补，减产幅度的不及预期，带来盘面在“天气证伪”过程中对于天气升水的回吐。

根据市场调研，2024/25 年度国内玉米产量情况呈现出区域分化的特征，整体来说，东北、华北地区减产，但其他地区增产，全国年度产量较上一年度减幅在 3.2%-3.7%，总减量在 900-1000 万吨。具体来看，东北地区减产约 5%，其中，黑龙江省的减产主要集中在其东部地区，但密植补贴政策实施在一定程度上抵消了东部地区单穗减产的影响，黑龙江中西部地区的玉米长势则相对良好；吉林省的减产情况相对较轻；由于涝害的影响，辽宁省为今年减产的重灾区，减产幅度较大；华北地区的玉米产量同比预计减少约 4%；西北地区则呈现出增产的趋势，其中新疆是主要增量来源。

不过，根据农业农村部 11 月供需平衡表数据，2024/25 年度年玉米产量预估值为 2.97 亿吨，同比增长约 800 万吨，这与市场调研的结果有所差别，最终产量水平仍需时间验证。

图表 25、全国玉米产量历史情况和本年度预估（百万吨）

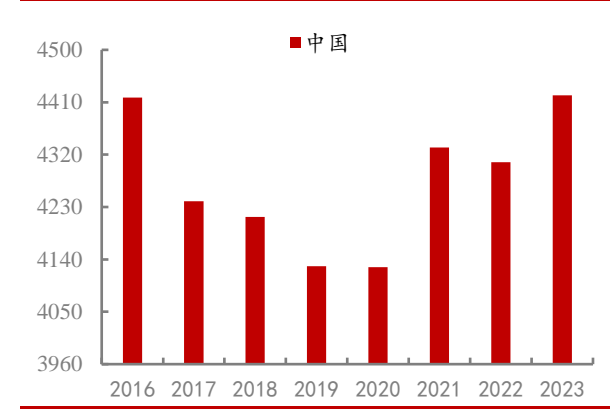


资料来源：统计局、国贸期货研究院

2. 本年度种植成本下滑，2025年预期种植成本进一步下滑

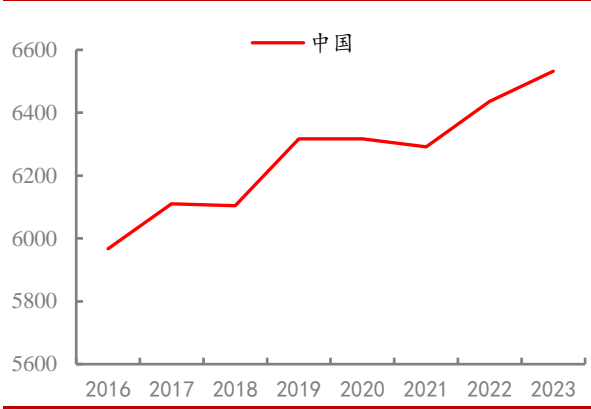
近年来，在国家政策支持、农业科技进步等因素的影响下，我国玉米产业发展势头良好，玉米种植面积和单产水平均实现了显著增长。2024/25 年度玉米种植成本有所下滑，具体来看，种子费用和机械使用费用与往年相比基本保持不变，然而，地租成本和化肥成本相比去年有所下降，地租方面调整差异较大，下调幅度大致在 1000 至 4000 元/公顷之间，地租的下调带动玉米的整体种植成本有所下降，根据黑龙江的数据估算，本年度玉米种植集港成本预估范围为 2130-2290 元/吨。本年度种植成本虽然显著下降，但由于玉米价格的颓势，农户种植收益下降甚至出现亏损，预计 2025 年东北地区地租将下降 100-200 元/亩，假设其他成本变动幅度不大，预期 2025 年东北地区种植折港成本为 1980-2130 元/吨左右。

图表 26、中国玉米种植面积变化（万公顷）



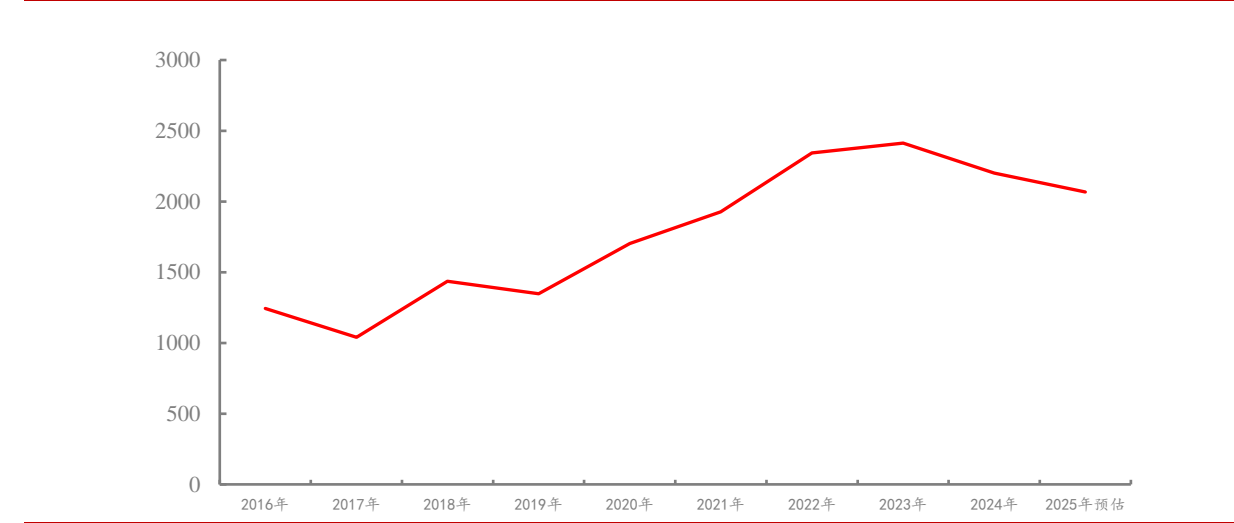
资料来源：统计局、国贸期货研究院

图表 27、中国历年玉米单产变化（千克/公顷）



资料来源：统计局、国贸期货研究院

图表 28、东北平均种植成本情况及 2025 年预估（元/吨）

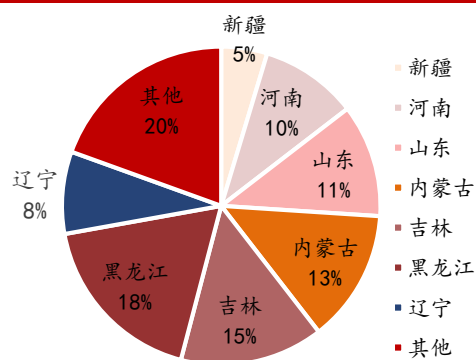


资料来源：钢联、国贸期货研究院

### 3. 新疆玉米性价比凸显，供应潜力较大

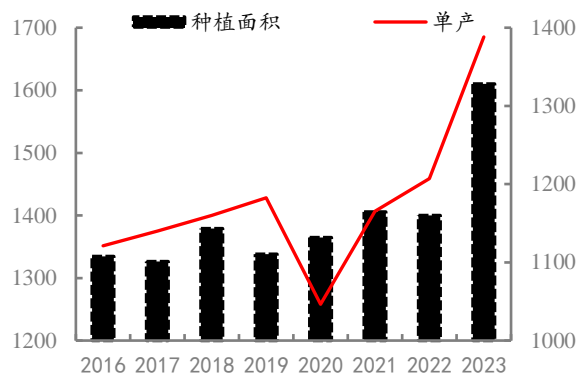
2024/25 年度，新疆地区的玉米迎来了丰收，预计总产量将超过 1600 万吨，接近于辽宁省的玉米产量水平。传统上，黑龙江和内蒙古的粮食是西南地区的主要补充来源，而新疆玉米作为新的补充力量，在物理距离上具有明显的优势，同时，由于较低的种植成本和运输成本，新疆玉米在价格上具有极大的竞争优势，在今年新季玉米上市初期也对市场价格带来了冲击。目前，新疆外流的运力相对有限，然而，预计在明年的春季，随着煤炭发运进入淡季，运力的相对宽松将为新疆玉米的运输提供便利。考虑到新疆的增产潜力和价格优势，预期下一年度新疆玉米仍将成为不可忽视的供应增量。

图表 29、2023 年全国玉米主产区产量分布（万吨）



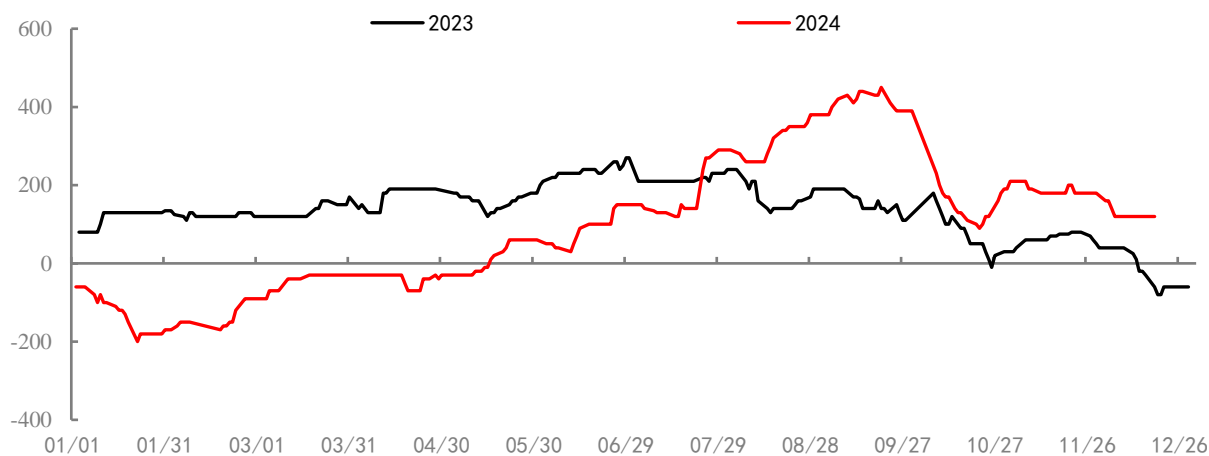
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 30、新疆种植面积（左轴，万公顷）和单产（右轴，斤/亩）



资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 31、黑龙江哈尔滨-新疆塔城玉米价差（元/吨）

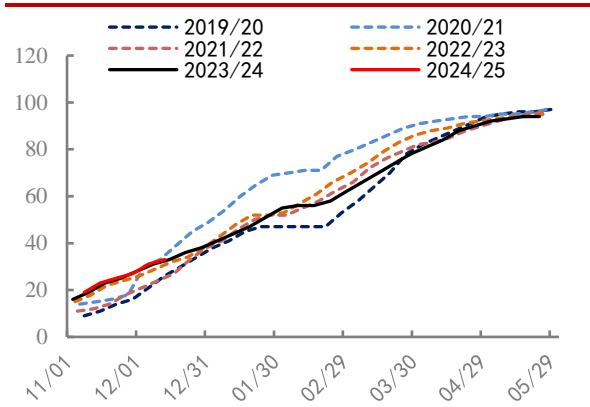


资料来源：钢联、国贸期货研究院

#### 4. 短期供应旺季，年前卖压仍存

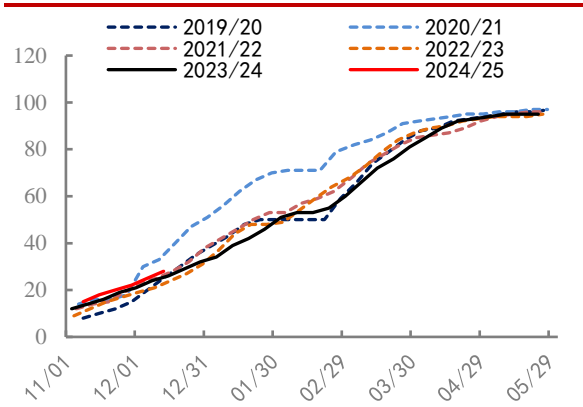
虽然 2024/25 年度整体玉米产量预期略减，但目前仍处于新季玉米上量期，由于今年气温偏高，部分玉米毒素含量高，农户售粮意愿强，从北港玉米到港量和山东深加工晨间到车量来看，今年新季玉米上市期农户的抛压可见一斑，同时由于今年玉米较为流畅的下跌行情，渠道心态悲观，贸易渠道维持谨慎建库，终端渠道虽有利润，但备货维持谨慎，下游需求承接力度不足，预期年前卖压仍存，建议关注农户售粮进度变化。

图表 32、全国售粮进度 (%)



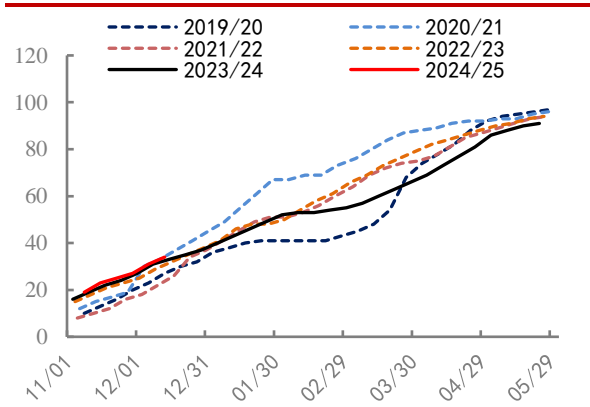
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 33、东北地区售粮进度 (%)



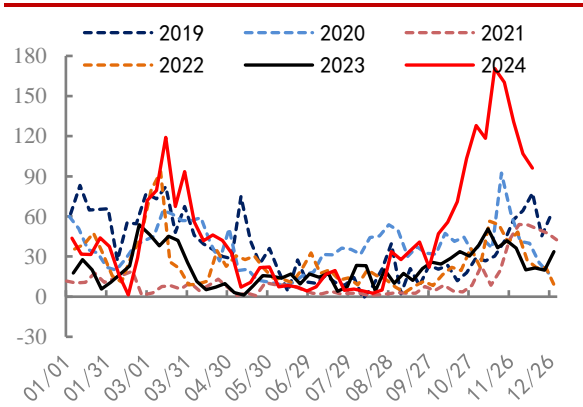
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 34、华北地区售粮进度 (%)



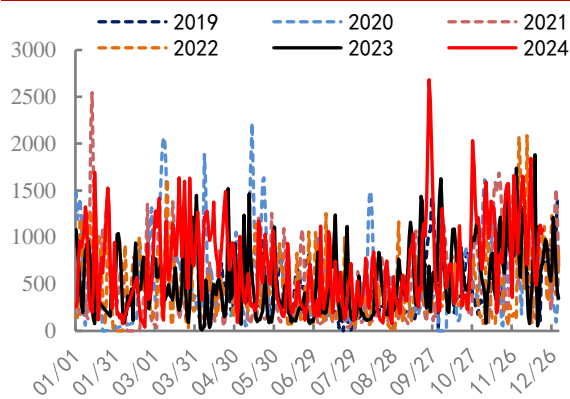
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 35、北方四港玉米到港量 (万吨)



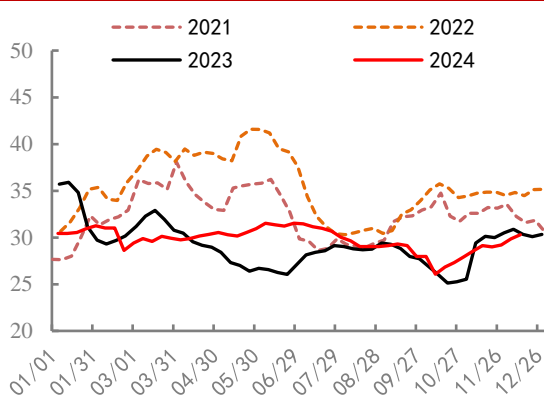
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 36、山东深加工晨间剩余车辆数



资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 37、饲料企业库存天数（天）



资料来源：钢联、国贸期货研究院

## 四、国内进口格局演变

### 1. 上半年进口集中到港，南港谷物库存压力大

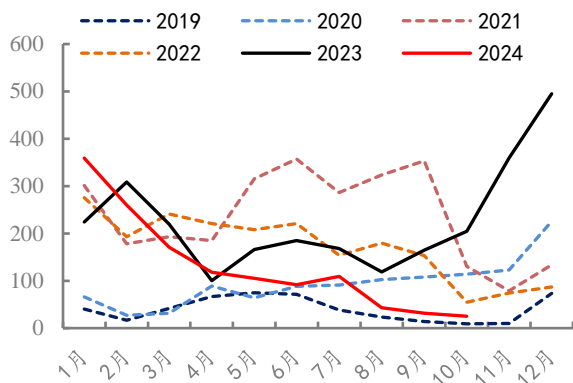
2024年上半年，由于前期外盘谷物价格大幅下跌带来较好的进口利润，进口玉米及替代谷物（大麦、高粱等）集中到港，南港谷物库存累积至历史同期偏高水平，压制对内贸玉米的需求。2024年1-7月，根据海关总署数据，国内进口谷物到港量为2707.21万吨，同比去年增加488.17万吨。

### 2. 下半年进口政策管控，24/25年度进口预期缩量

随着2020年玉米临储库存基本去化完成，国内玉米产需缺口由进口谷物和国产替代谷物补充。今年国内进口谷物政策发生了显著变化，进口谷物对产需缺口的补充作用预期大幅减弱。2024年4月，国内开始限制保税区进口玉米量；2024年8月，国内有关部门会议再度明确控制玉米，高粱，大麦的进口规模。2024年8-10月，根据海关总署数据，我国进口谷物总量约636.92万吨，同比下降279.23万吨，谷物进口量显著下降，同时今年国产小麦替代性价比低，促使需求回归国产玉米。

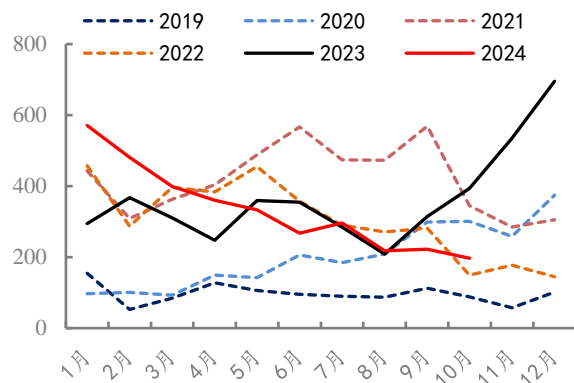
进口利润方面，目前美玉米进口至南方市场利润约111.6元/吨，处于同期偏低水平，无法吸引保税区进口。进口利润短期预期难以增长，叠加政策管控，预计24/25年度进口谷物将同比大幅缩量。根据国家粮油信息中心数据，预计2024/25年度，我国进口玉米、大麦、高粱进口量同比减少2383万吨，其中三品种同比分别减少1647万吨、602万吨、134万吨。

图表 38、中国分月进口玉米量（万吨）



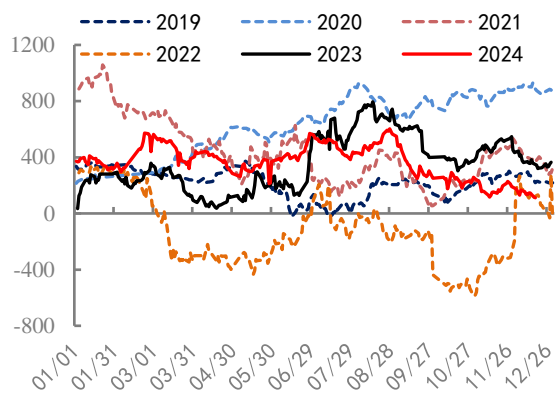
资料来源：海关总署、国贸期货研究院

图表 39、中国分月谷物进口量（万吨）



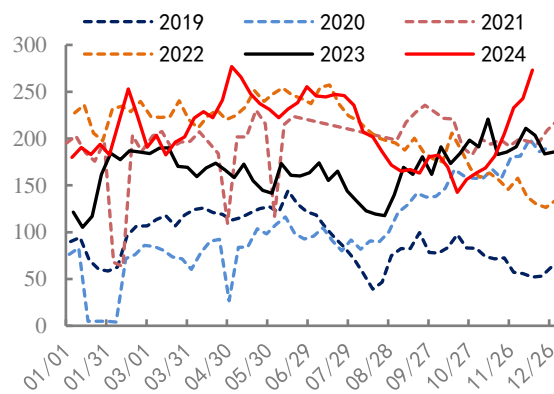
资料来源：海关总署、国贸期货研究院

图表 40、美湾玉米理论进口利润（元/吨）



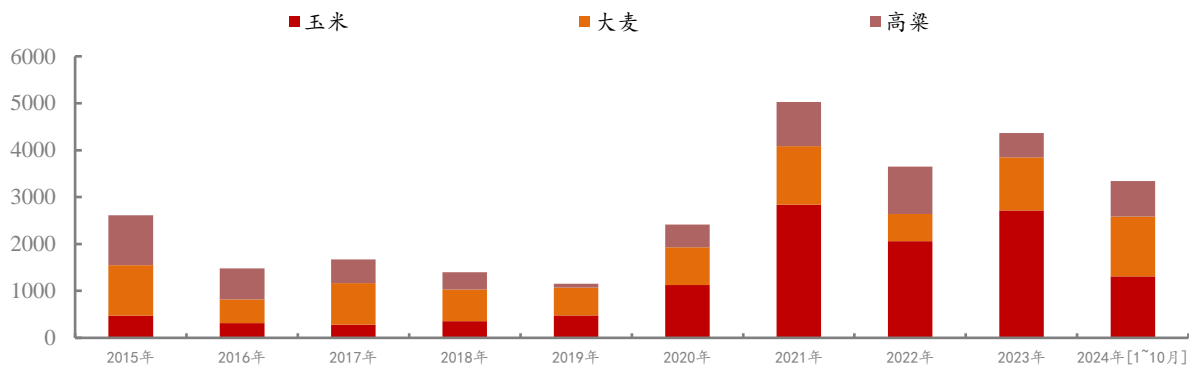
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 41、南港谷物库存（万吨）



资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 42、中国主要进口谷物量按年度统计（万吨）

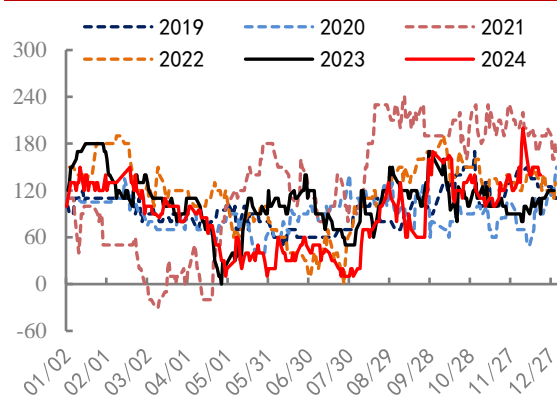


资料来源：海关总署、国贸期货研究院

## 五、南北贸易增长，弥补进口缩量

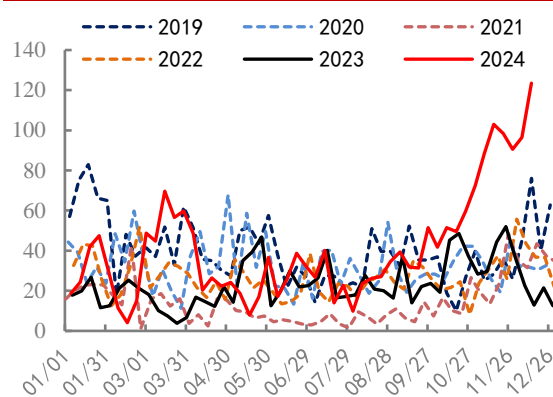
2024 年 8-9 月，由于进口谷物到港减少和国产旧作玉米库存的持续消化，南港谷物库存呈现出加速下降的态势。但随着新季玉米上市后，内贸玉米性价比和配方添比的回归，北粮南运的贸易利润得到修复，南港内贸玉米到货量大量增加，南港谷物库存重回高位，根据南港未来预期到货量预期，南港仍有继续累库风险。

图表 43、蛇口港-锦州港价差（元/吨）



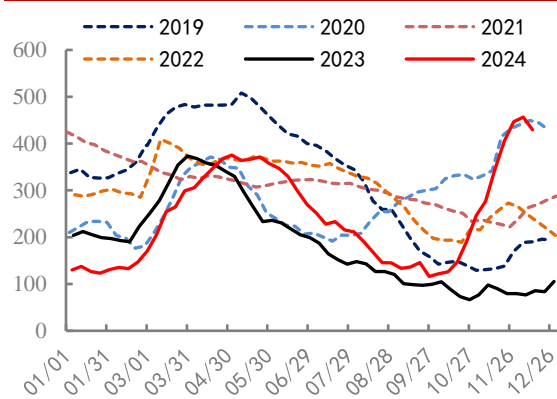
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 44、北方四港玉米下海量（万吨）



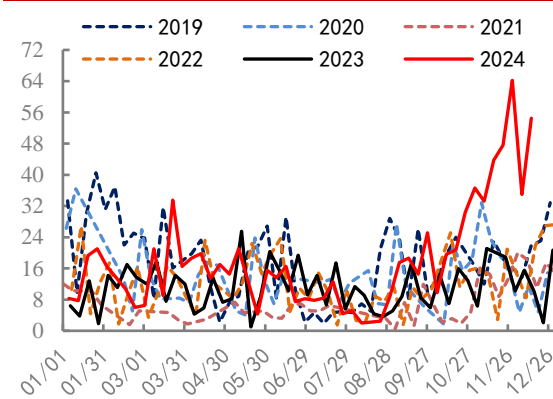
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 45、北方四港玉米库存（万吨）



资料来源：钢联、国贸期货研究院

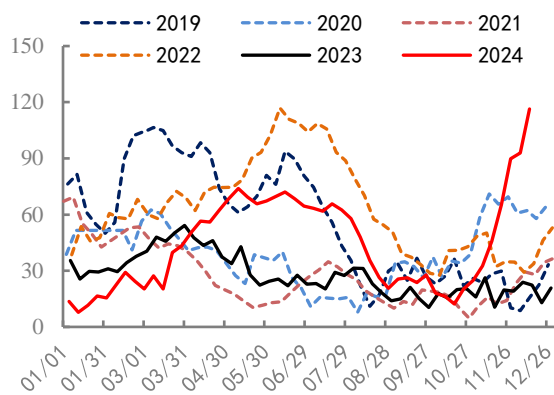
图表 46、南港内贸玉米到货量（万吨）



资料来源：钢联、国贸期货研究院

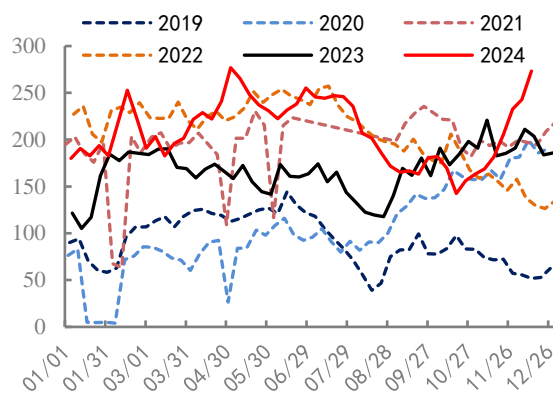


图表 47、南港内贸玉米库存（万吨）



资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 48、南港谷物库存（万吨）



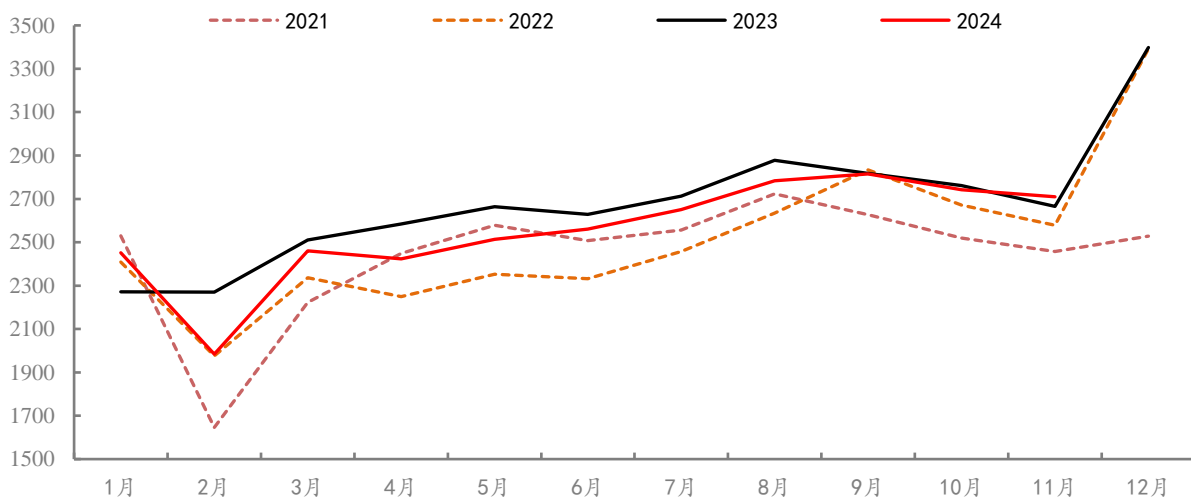
资料来源：钢联、国贸期货研究院

## 六、2024年需求承接力度不足，2025年预期需求稳步增长

### 1. 2025年饲料产量预期稳定增长

2024年以来，生猪产能去化效果逐渐显现，叠加其他养殖板块亏损，整体饲料产量较去年呈现下降的态势。根据中国饲料工业协会数据，2024年1-11月饲料产量达到28093万吨，同比减少672万吨。展望2025年，生猪养殖产能预期恢复，禽料养殖利润改善同时存栏居于高位，预计2025年的饲料产量稳步增长。同时由于进口谷物替代规模缩减，小麦尚不具备饲用价值，预期玉米饲用占比仍维持高位，玉米饲用需求得到支撑。

图表 49、饲料月度产量（万吨）



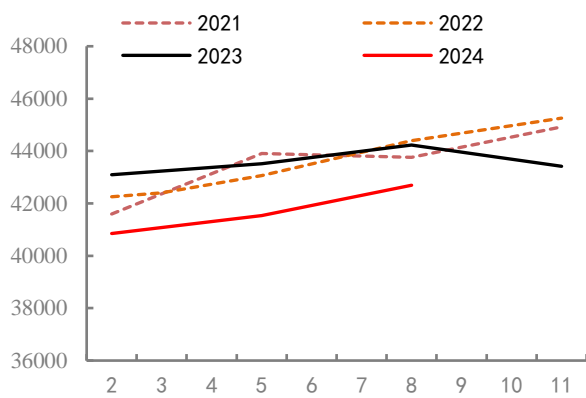
资料来源：中国饲料工业协会、国贸期货研究院

### 1.1. 2025 年生猪产能预期恢复，短期旺季不旺利空需求

2023 年猪价长期处于成本线以下，亏损导致养殖端主动进行产能去化。及至 2023 年四季度，随着多地出现规模猪病，产能被动加速去化，综合奠定了 2024 年供应偏紧的基调，生猪饲用需求结构性减少。根据农业农村部数据，2024 年 5-10 月份能繁母猪存栏量环比逐渐回升，10 月显示能繁母猪存栏 4073 万头，环比增加 0.3%，相当于正常保有量的 104.4%，2025 年生猪产能预期逐步恢复。

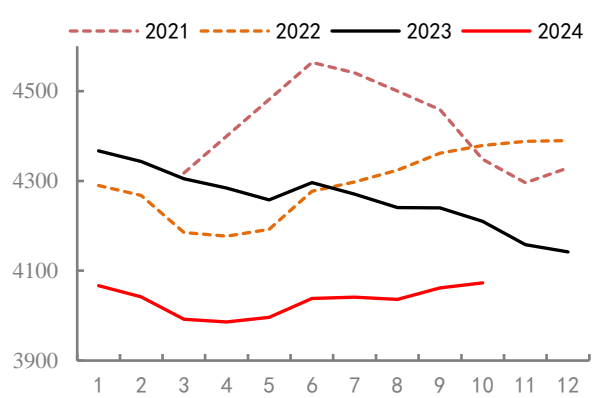
短期来看，旺季不旺的矛盾依然突出，市场对旺季的需求持悲观态度，散户和集团场纷纷加快出栏，导致市场供应充足。屠宰企业持续采取降价采购策略，对生猪价格构成显著压力。生猪期货价格提前下跌，使得养殖企业对春季的现货价格预期更为悲观，预期生猪价格趋向养殖现金成本，养殖利润的缩窄使得养殖企业对饲料原料的采购变得更加谨慎。

图表 50、生猪存栏数（万头）



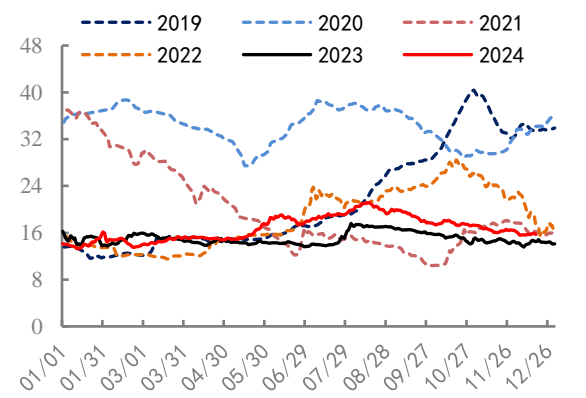
资料来源：农业农村部、国贸期货研究院

图表 51、能繁母猪存栏数（万头）



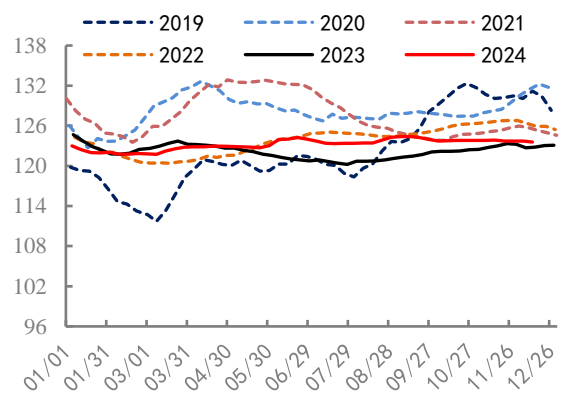
资料来源：农业农村部、国贸期货研究院

图表 52、商品猪出栏均价（元/千克）



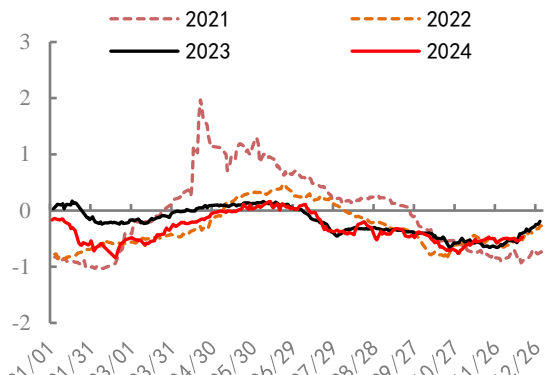
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 53、商品猪出栏均重（千克）



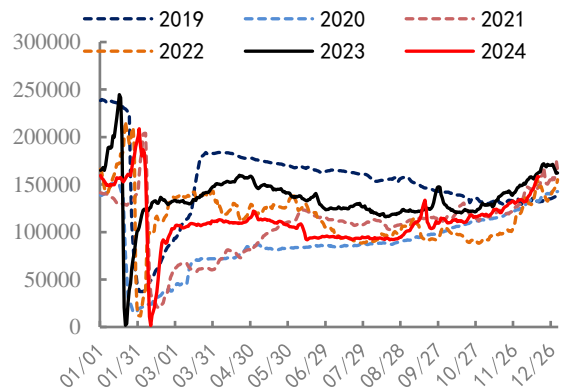
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 54、商品猪标肥价差（元/千克）



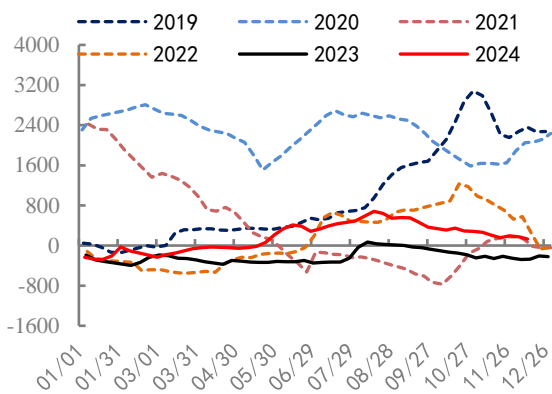
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 55、商品猪日屠宰量（千克）



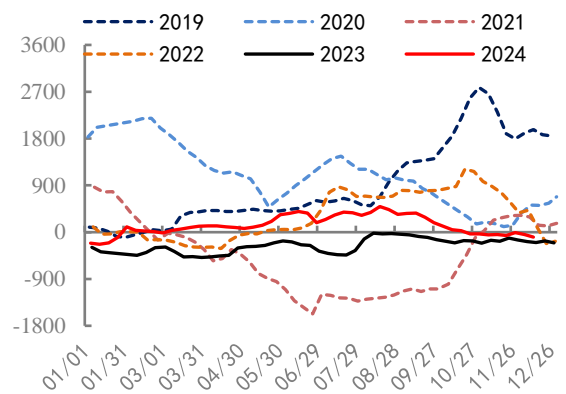
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 56、生猪养殖利润：自繁自养（元/头）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 57、生猪养殖利润：外购仔猪（元/头）

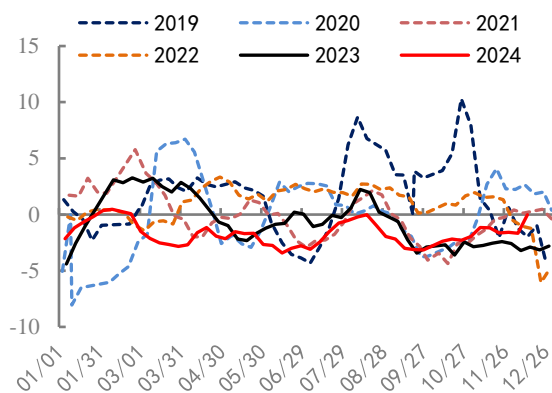


资料来源：Wind、国贸期货研究院

## 1.2. 禽类养殖利润改善，高存栏支撑饲料需求

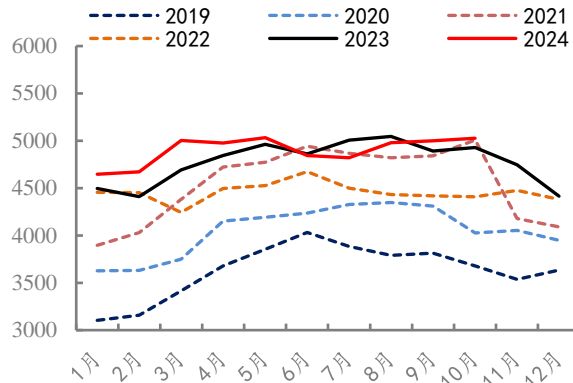
肉禽方面，近期养殖利润有所改善，由于去年引种增加，目前在产父母代存栏维持持续增长态势，目前处于历史同期高位，预计对饲料需求有一定支撑。蛋禽方面，养殖利润处于历史同期高位，二季度补栏逐渐兑现为后期的在产产能，对于蛋禽料需求带来增长基础。

图表 58、毛鸡养殖利润（元/只）



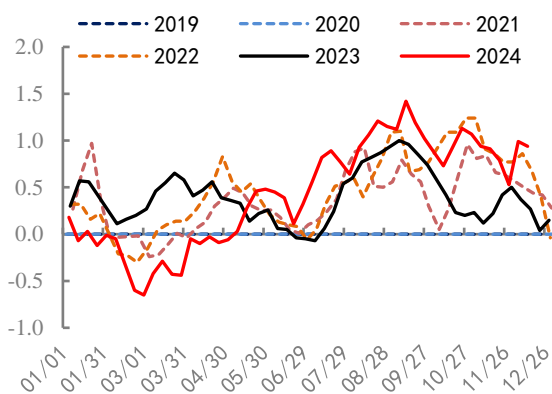
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 59、父母代在产存栏数（万套）



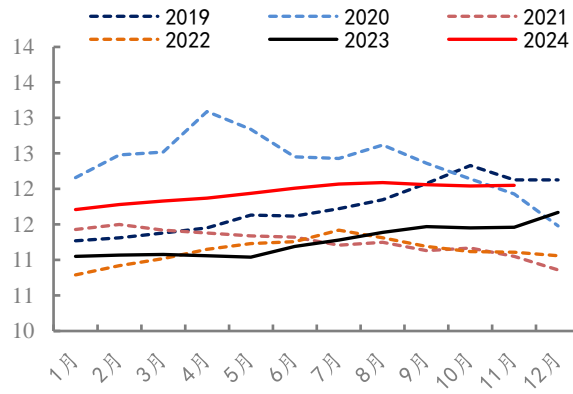
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 60、蛋鸡养殖利润（元/只）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 61、蛋鸡存栏数（亿只）

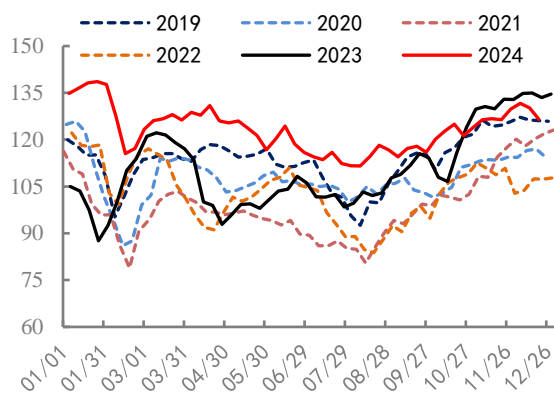


资料来源：钢联、国贸期货研究院

## 2. 深加工下游消费被动，预期需求增量有限

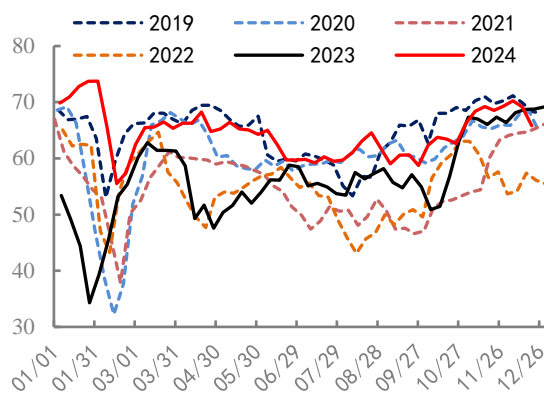
2024 年，由于玉米原料低价带来的高性价比，深加工玉米消费量维持高位，但具体来看，深加工下游消费较为被动，并无显著的内生增长动力，对高库存的消化力度不足，预期 2025 年深加工消费增量有限。

图表 62、主要深加工企业玉米消费量（万吨）



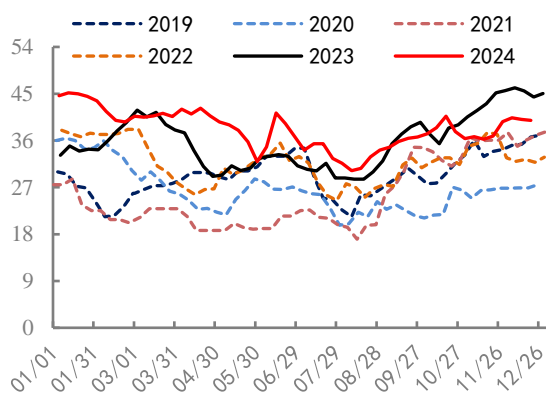
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 63、主要玉米淀粉加工企业玉米消费量（万吨）



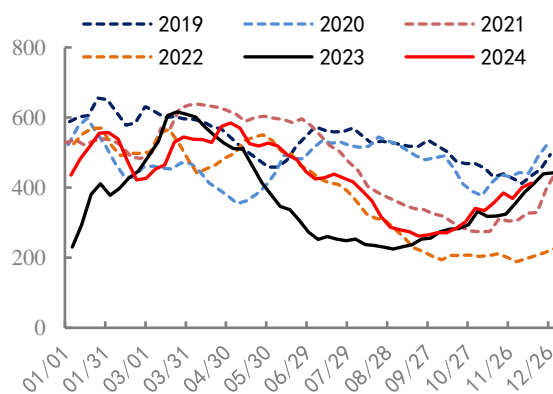
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 64、主要酒精加工企业玉米消费量（万吨）



资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 65、深加工玉米库存（万吨）

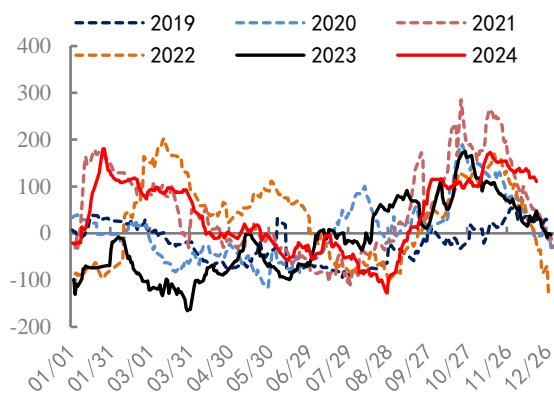


资料来源：钢联、国贸期货研究院

## 2.1. 淀粉下游消费疲弱，库存高企

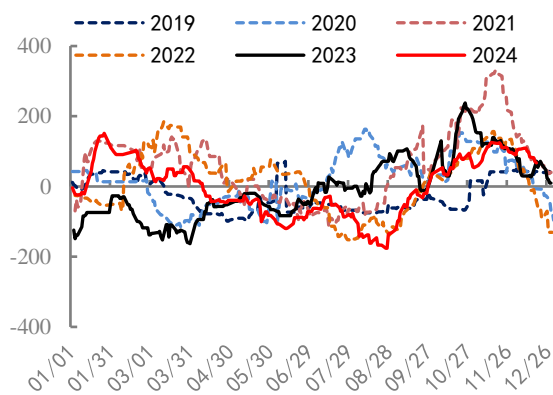
除了 2024 年 6-8 月国内蛋白价格大跌从而导致加工利润大幅下滑外，2024 年淀粉加工利润基本维持较好盈利，淀粉库存明显积累。但本年度淀粉下游消费较为疲弱，对淀粉高库存的去化力度较为有限。从全年的表现来看，本年度部分日期玉米淀粉提货量的增量，主要是在旺季下，华北玉米淀粉体现出的高性价比优势所带来的集中补库效应，整体提货量相较于往年并未有显著提高。

图表 66、玉米淀粉利润（元/吨）



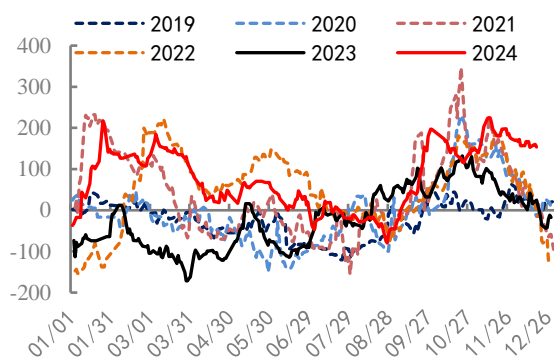
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 67、玉米淀粉利润（元/吨）-东北地区



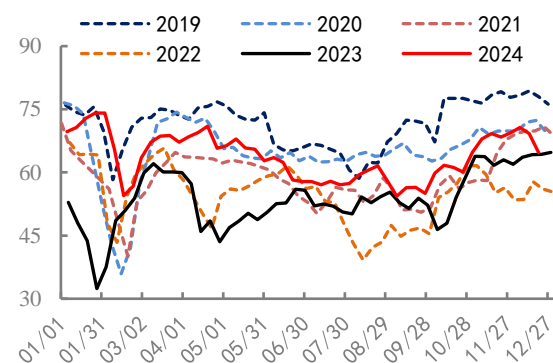
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 68、玉米淀粉利润（元/吨）-华北地区



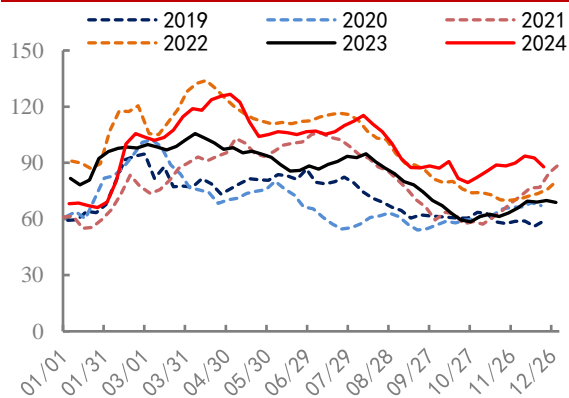
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 69、玉米淀粉企业开机率（%）



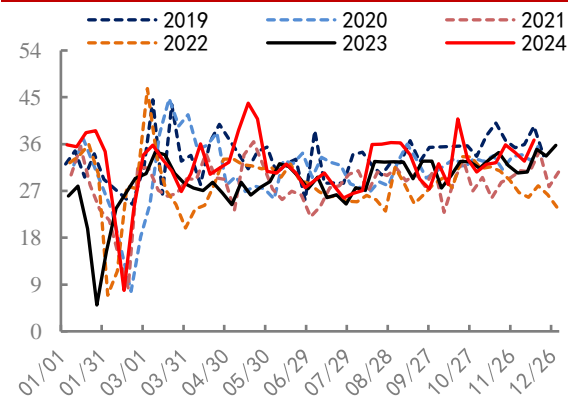
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 70、玉米淀粉企业库存（万吨）



资料来源：钢联、国贸期货研究院

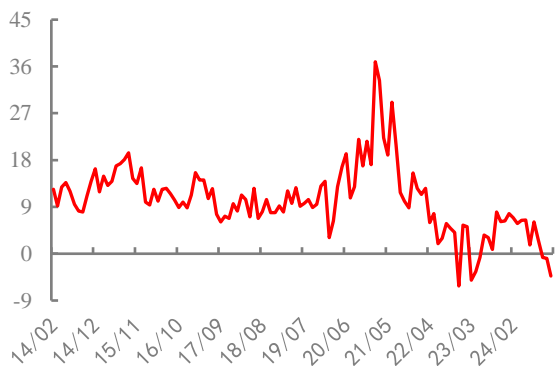
图表 71、玉米淀粉企业提货量（万吨）



资料来源：钢联、国贸期货研究院

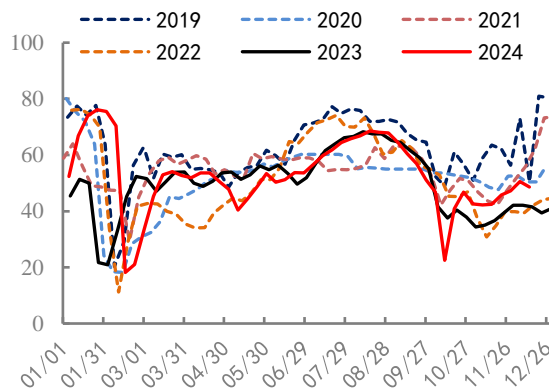
从具体的下游表现来看，玉米淀粉下游产品中淀粉糖用量最大，占比达 50% 左右，因此淀粉糖的需求是淀粉下游需求的主要驱动因素。淀粉糖主要用途是饮料和食品，夏季是传统饮料旺季，本年度淀粉糖需求旺季不旺，F55 果葡糖浆开机率处于同比低位。根据国家统计局数据，可以发现近年饮料社会零售额的平均同比增速明显低于疫情前，尽管今年有国际赛事提振需求，但饮料整体表现较差。

图表 72、饮料类社会零售额同比增速 (%)



资料来源：Wind、国贸期货研究院

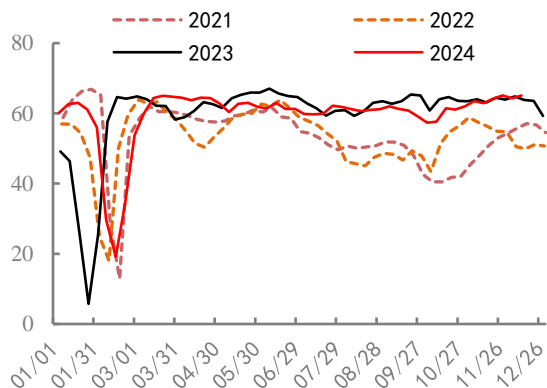
图表 73、F55 果葡糖浆开机率 (%)



资料来源：钢联、国贸期货研究院

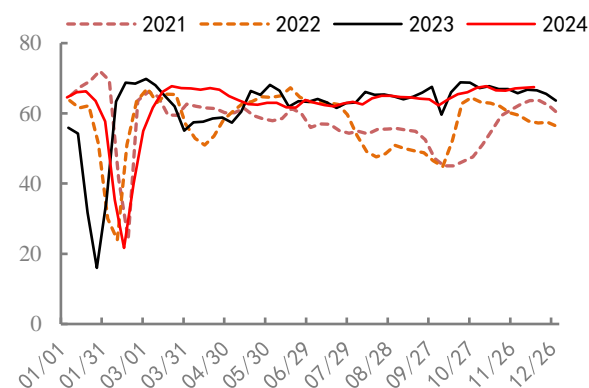
造纸需求占淀粉需求的比例达 12% 左右，每吨箱板纸、瓦楞纸对应的原料中，淀粉用量大概占比 5%-8%（月度淀粉用量约 20-35 万吨）。与历史同期相比，今年瓦楞纸和箱板纸的产量有所增加，符合造纸需求稳步增长的趋势。从利润来看，箱板纸和瓦楞纸的利润长年处于较高水平，但今年 8-10 月整体造纸利润呈现下滑趋势，处于历史同期低位。

图表 74、瓦楞纸开机率 (%)



资料来源：Wind、国贸期货研究院

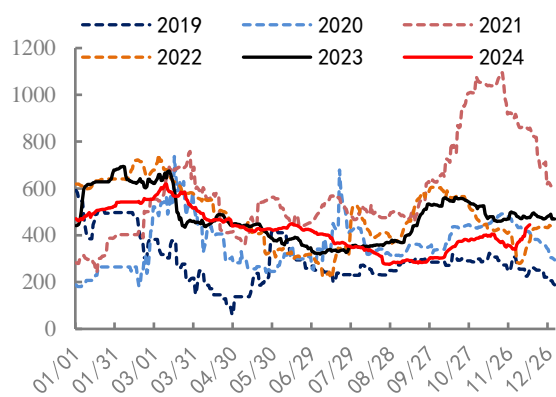
图表 75、箱板纸开机率 (%)



资料来源：钢联、国贸期货研究院

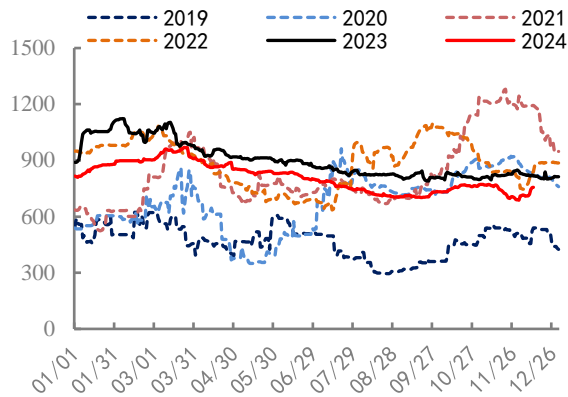


图表 76、瓦楞纸生产毛利 (%)



资料来源：Wind、国贸期货研究院

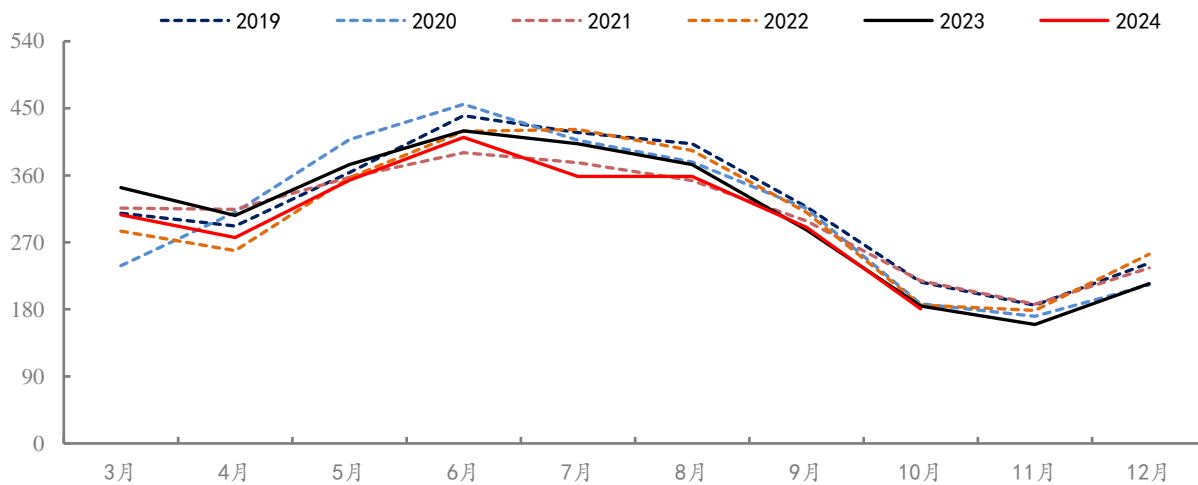
图表 77、箱板纸生产毛利 (%)



资料来源：钢联、国贸期货研究院

啤酒需求占淀粉需求的比例为 6% 左右，尽管有欧洲杯等赛事，但今年啤酒消费仍显清淡，2024 年第二季度啤酒产量为 1040.9 万吨，同比下降 5.4%；同时根据各大啤酒厂商反映，二季度消费量普遍下降 3%-5%，主要因为去年的高基数以及恶劣的天气。

图表 78、中国啤酒分月产量 (万吨)



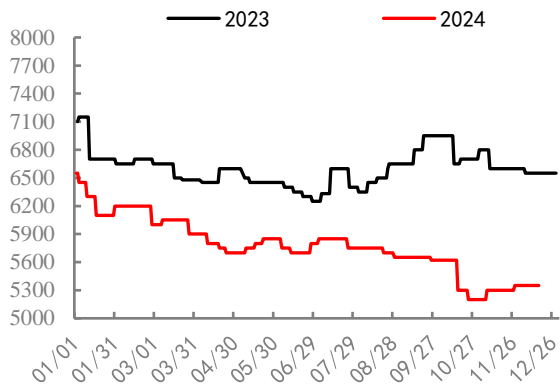
资料来源：Wind、国贸期货研究院

## 2.2. 酒精行业延续亏损态势

2024 年第一季度国内乙醇市场弱势下行，期间内虽穿插春节假期，但下游市场需求恢复不及预期；二季度市场国内乙醇价格呈现区间震荡走势；下半年虽逢金九银十，但需求表现欠佳，国内乙醇市场延续弱势，酒精行业延续亏

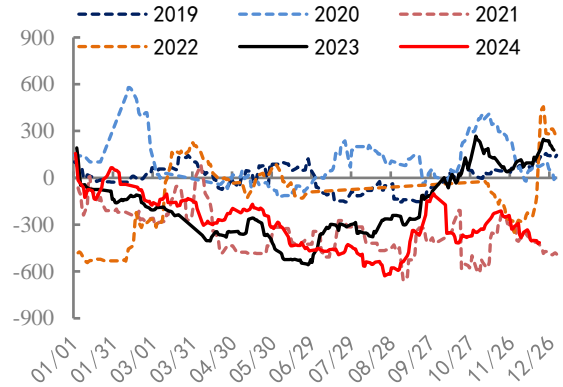
损态势。

图表 79、河南玉米酒精价格（元/吨）



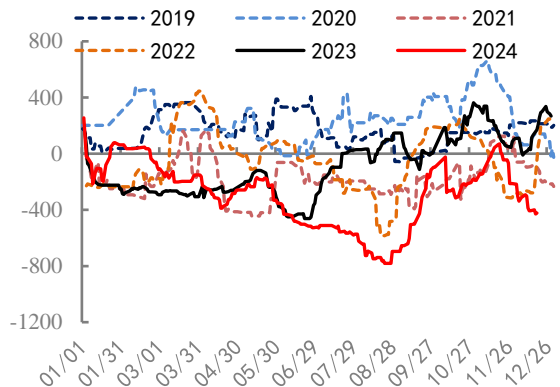
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 80、酒精加工利润（元/吨）



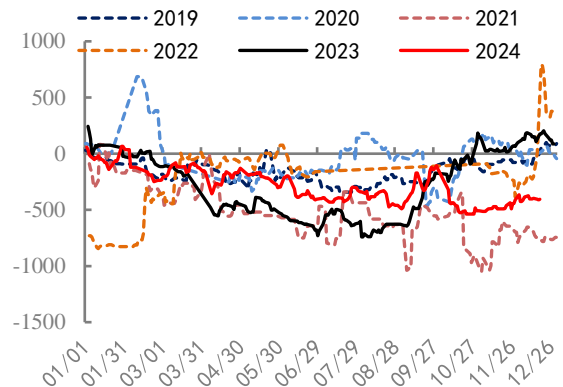
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 81、酒精加工利润-东北地区（元/吨）



资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 82、酒精加工利润-华北地区（元/吨）



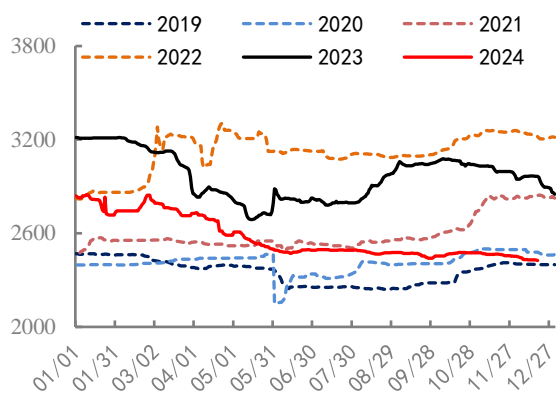
资料来源：钢联、国贸期货研究院

## 七、豆粕价格低迷，小麦替代优势不明显

小麦和玉米的替代公式为： $20\text{kg 小麦} + 0.09\text{kg 98\%赖氨酸} + 0.05\text{kg 苏氨酸} + 0.54\text{kg 豆油} = 16.5\text{kg 玉米} + 3.5\text{kg 豆粕}$ 。使用小麦替代玉米，可以节省豆粕的使用量，但因为今年豆粕在高到港压力和全球丰产预期下价格低迷，造成小麦的替代优势不明显，拖累小麦用量。虽然近期小麦下游面粉企业的开机率处于近年低位，面粉表观需求预估下降，但储备介入，小麦价格有所企稳，预期短期小麦仍不具备替代价值。

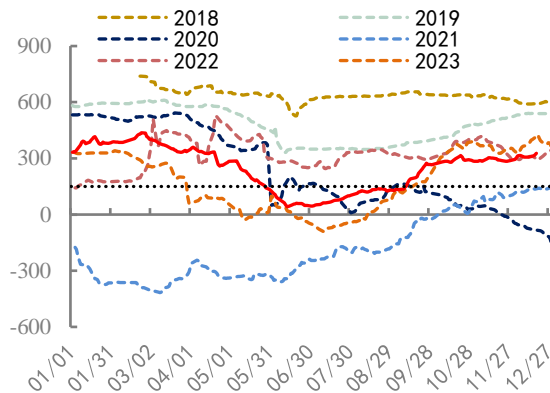
展望 2025 年度，南美丰产逐步转为现实，贴水承压，进口成本下降预期压制豆粕价格，豆粕端对小麦的替代优势助力预期不明显。若 2025 年小麦要大量介入饲用，玉米价格需向小麦价格靠拢，需持续关注小麦收储力度，若储备量够大，或可部分抵消 2025 年小麦轮换的压力，此外需关注明年 3-5 月产区的天气对小麦种植的影响。

图表 83、河南小麦价格走势（元/吨）



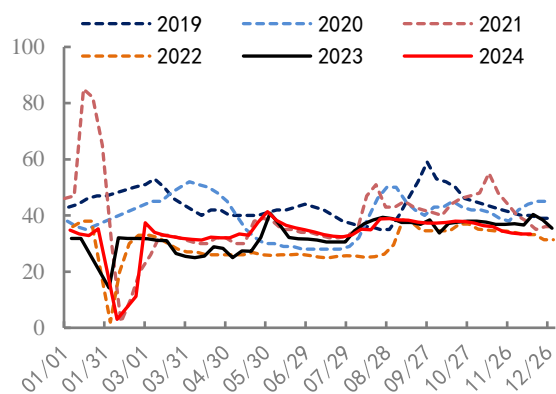
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 84、麦五价差走势-全国均价（元/吨）



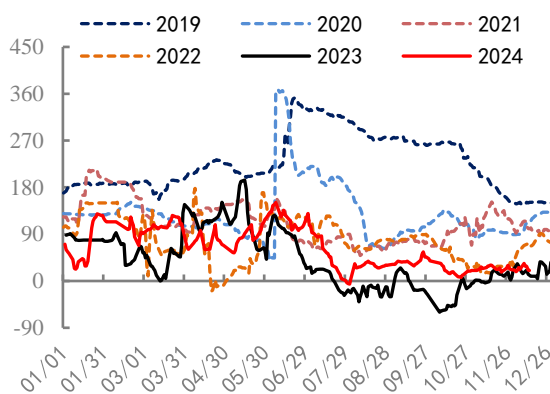
资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 85、面粉企业开工率（%）



资料来源：钢联、国贸期货研究院

图表 86、面粉企业加工利润（元/吨）



资料来源：钢联、国贸期货研究院

## 八、关注政策变化

### 1.1. 关注储备增储力度

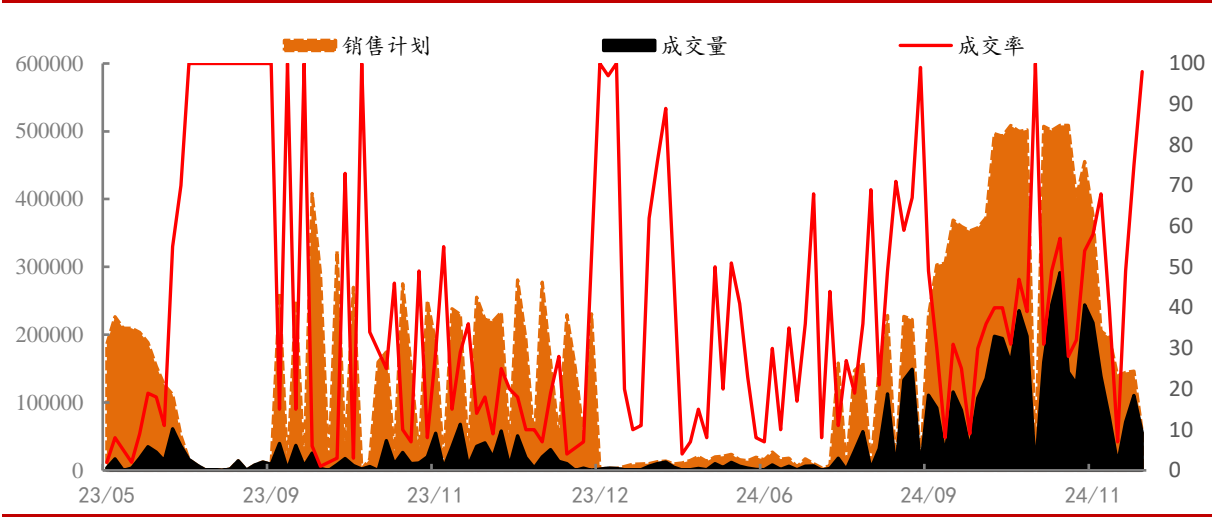
2024 年 12 月 5 日，中储粮发布增储公告，短期提振了市场情绪。但本年度国内玉米主产区高毒素的差等粮供应压力较大，考虑到储备粮的收购标准较为严格，仅限于优质粮部分，于市场的主流粮而言，仍起不到明显提振作用，盘面也在短暂反弹后重回弱势，关注收储后续的落地情况，包括质量标准，实际收购量级等。

### 1.2. 进口玉米拍卖库存仍充足

中储粮进口玉米拍卖自 2023 年 5 月开拍至今已成交 528.42 万吨玉米，本年度 9 月后进口玉米拍卖投放量明显

增加，有效弥补进口玉米减少的量。12 月 18 日，中储粮发布公告称停止进口玉米轮出销售，但截至目前，进口玉米储备库存约有 3619 万吨余量，预期 2025 年的政策保有灵活性较大。

图表 87、进口玉米拍卖情况（吨）



资料来源：钢联、国贸期货研究院

1.3. 糙米拍卖仍为变数，底价不降优势不在

饲用稻谷投放规模、起拍价和启动时间也是 2025 年的重要关注点。目前玉米价格较低，饲用稻谷拍卖的成交需要拍卖底价的下调。假设 2025 年糙米拍卖底价下调至 1540 元/吨（二等价），集港成本估计为 2270 元/吨；假设糙米拍卖底价维持在 1740 元/吨（二等价），集港成本估计为 2485 元/吨。

表 88、糙米成本计算（元/吨）

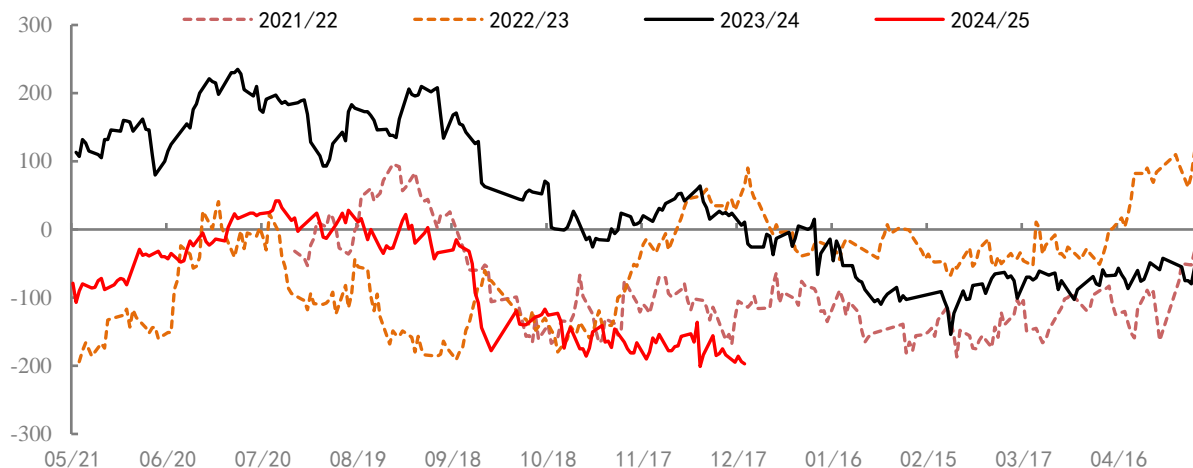
项目	价格（元/吨）-下调底价	价格（元/吨）-未下调底价
底价	1540	1740
溢价	0	0
出库费	30	30
升贴水	60	60
短途运费	50	50
陈稻谷成本	1680	1880
糙米成本（按出糙率 79%）	2127	2380
玉米价格	1950	1950
加工费用	100	100
稻壳收益	42	42
理论产品成本	2150	2365
售方利润	0	0
集港成本	2270	2485

资料来源：国贸期货研究院

## 九、期现背离，关注玉米期现套利机会

当前市场仍处于新粮上市期，现货反应卖压和下游较疲弱的承接力度。年度结构预计供减需增，市场对后市价格存在利好预期，另外期货端受到宏观、政策预期的影响较大，因此期现价差拉大，建议产业客户持续关注基差低位时的期现套利机会。

图表 89、DCE 玉米 05 合约基差（锦州港）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

## 十、总结

2024 年对于内外盘玉米来说无疑是寒意逼人的一年。对于外盘玉米来说，即便 24/25 年度美玉米播种面积有所缩减，但生长期良好的气候条件，依旧孕育了丰收的憧憬，为美玉米盘面带来了下行压力。随着美玉米价格跌至低位，较高的性价比及对特朗普新政的忧虑，激发了美玉米出口销售的勃勃生机，为盘面注入反弹动力。展望 2025 年，全球和主要出口国玉米库存比预期下降，或为外盘玉米带来了一定的反弹基础，北半球产量已尘埃落定，需关注南美天气的变量影响。本年度中国进口政策的风云变幻，预期让 2025 年内外盘玉米的联动纽带渐显松弛。

对于内盘玉米来说，供给端，24/25 年度产区天气炒作的不断证伪，上半年进口谷物的集中到港压力，新季玉米上市期的抛压，南北港库存的累积重压，共同构成了供给端的沉重压力；需求端，生猪存栏的结构性减少，深加工下游消费的被动，年底生猪旺季不旺的黯淡预期，以及几乎笼罩全年的下游渠道的悲观情绪，供需的错配让玉米市场在熊市的泥潭中越陷越深。展望 2025 年，熊市的道路短期仍未见终点，尽管 24/25 年度玉米产情预期略减，但年前玉米卖压仍存，渠道的悲观心态未有改观，下游需求承接力度不足，短期新季玉米上量压力驱动定价，近月盘面不具备大幅反弹条件，市场的目光投向农户售粮进度变化、储备增储力度等，玉米盘面的顺畅上行，还需看到贸易端及下游积极补库。中长期来看，2025 年玉米市场的反弹或仍可期待，年度级别的产需缺口由进口替代补充向国内储备替代补充过渡，预期明年上半年高点取决于储备玉米、饲用稻谷拍卖节奏和小麦价格。

## 附:品种观点评价体系

观点评级	短期 (1 个月以内)	中期 (1-3 个月)	长期 (3 个月以上)
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	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%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

## 重要声明

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源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意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

## 免责声明

国贸期货有限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【2012】31号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也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。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

## 风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

**期市有风险，投资需谨慎**

