

飞流直下三千尺，疑是玉米落九天

前言：7月以来玉米经历了一轮十连阴的下跌，主力09合约从2024年的最高点2520点急转直下，直接冲击到合约前低2350点附近，而远月11合约和01合约趋势性转跌更早，均已走出合约新低。9-11月差先扬后抑，远月合约带动近月合约走出补跌行情，当前月差和7月初保持持平。而这突如其来的行情，也打了很多交易者一个措手不及，很多投资者在主力跌破2450、2400点之后，都来咨询玉米下跌的缘由，以及能否抄底，因此我们今天就来聊聊本轮玉米大跌的起因及后市推演。

南华研究院
边舒扬

投资咨询证号：Z0012647

戴鸿绪

期货从业证号：F03089307

请务必阅读正文之后的免责条款部分



目录

章节

1. 突如其来的十连阴	1
2. USDA7月报告数据情况	2
3. 预期展望及推演	4

目录

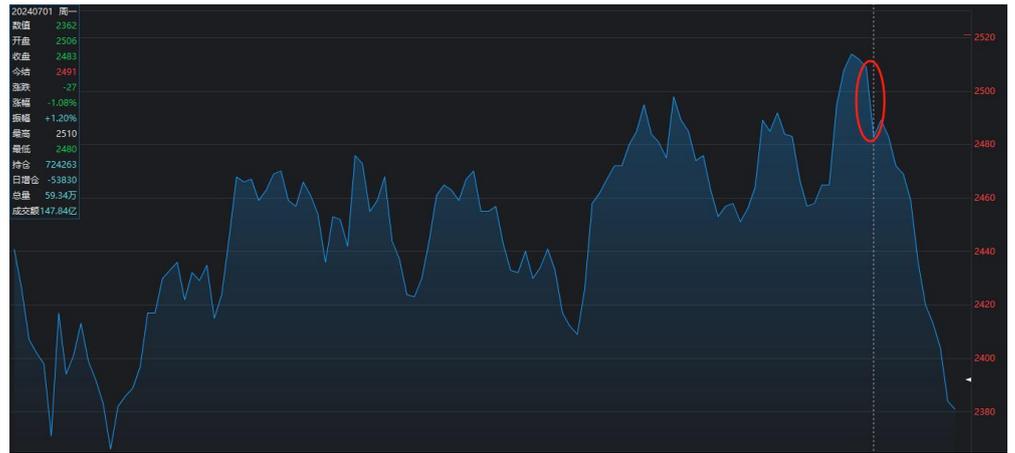
图表

图 1：玉米主力合约走势	1
图 2：玉米主力合约持仓量	1
图 3：玉米基差情况	2
图 4：美国玉米供需平衡表	3

1. 突如其来的十连阴

首先我们来看看下图红圈标记的7月1日大阴线，也就是我们这一轮期价下跌的始作俑者。6月28日美国农业部公布季度面积和库存报告之后，美玉米种植面积超预期增长，USDA预计美国2024年玉米种植面积为9147.5万英亩，市场预期为9035.3万英亩，美玉米短时间下跌幅度较大，以致国内周一开盘就快速下跌。

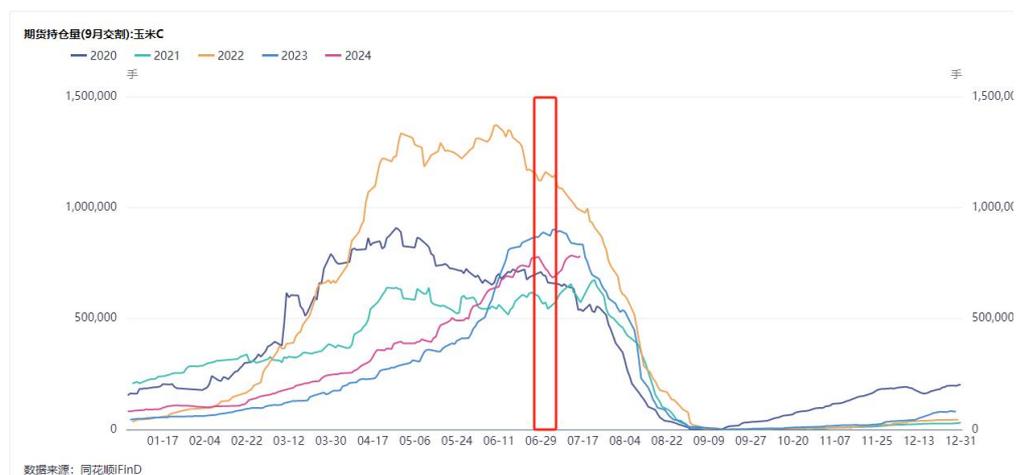
图 1: 玉米主力合约走势



资料来源：同花顺期货通、南华研究

同时我们观察到大连玉米主力合约在前期震荡上行的过程中，已出现小级别的超买状态，盘面存在获利了结的可能。在7月1日当周，09合约的持仓量出现大幅回落，多头获利了解，形成阶段性踩踏，导致主力合约上涨趋势结束，远月合约有破位态势。

图 2: 玉米主力合约持仓量



资料来源：ifind、南华研究

再从基差情况我们可以看出，一月过后盘面一直升水现货，尤其是五月开始，

交易逻辑逐步从当季转为新季。天气扰动以及新季国内外玉米种植面积下降，给予盘面升水预期，带动现货价格逐渐上涨，基差收敛，而这种升水预期就是推动前期期价上涨的主逻辑之一。

图 3：玉米基差情况



资料来源：同花顺期货通、南华研究

但是如果有经常阅读我们周报以及其他文章的朋友们应该知道，我们始终把当季基本面依旧宽松的逻辑放在首要位置，虽然从去年四季度到今年一季度供增需弱的大逻辑已经交易的比较充分，但是该逻辑依旧是我们基本面研究员所说的大格局、大方向，是贯穿作物年度的交易逻辑。在供增需弱的大格局下，而新季减产仅存在预期当中的时候，基差就如上图，在现货快速向期货收敛之后就可能达到行情的阶段性高点。例如今年的三月底四月初，以及本次大跌开始的六月底七月初。

只不过这次十连阴确实超出了业内的普遍预期，本次下跌主要是国内天气扰动有所兑现；国外减产逻辑超预期修复；基差收敛至较小区间；以及农产品板块以豆类菜粕为首的趋势性下跌，带动板块整体趋势走弱；交易情绪低迷等一系列因素共振导致技术面破位，和基本面不能说毫无关系，但只能说影响有限，更多的是由情绪放大了基本面因素，推动资金主导的下跌。

2. USDA7月报告数据情况

回过头来，我们再来看看引发此次下跌的美玉米情况。根据USDA7月供需报告，美国24/25年度玉米种植面积预期9150万英亩，市场预期为9035.3万英亩，2月展望论坛预测面积为9000万英亩；单产预期181蒲式耳/英亩不变。期初库存下降至4767万吨，产量预测3.83亿吨，6月产量预测3.77亿吨。

同时消费增加至3.22亿吨，出口增加至5651万吨。期末库存下降至5326万吨。综合来看，美玉米24/25供需格局的预期，实际上相较23/24季度是有所收紧的，主要问题还是在23/24季度的结转库存是否能像美国农业部预测的一样大幅下降。如

果美玉米出口维持在当前状况，或者新季单产不及预期，美玉米供需格局相对去年可能会略有收紧。

那么盘面由美国农业部预测报告引发的下跌，真的能在后续交易中作为主逻辑吗？对此，我们对玉米新季的供需格局还是要打一个问号。

图 4：美国玉米供需平衡表

美国玉米供需平衡表（百万吨）						
	24/25 7月预测	24/25 6月预测	24/25 5月预测	23/24 7月预估	23/24 6月预估	23/24 5月预估
期初库存	47.67	51.35	51.35	34.54	34.54	34.54
产量	383.54	377.44	377.44	389.68	389.68	389.68
单产	181	181	181	177.3	177.3	177.3
进口	0.63	0.63	0.63	0.76	0.63	0.63
总供给	431.84	429.42	429.42	424.98	424.85	424.85
饲用消费	147.95	146.05	146.05	146.68	144.78	144.78
消费	322.07	320.16	320.16	320.80	318.90	318.90
出口	56.51	55.88	55.88	56.51	54.61	54.61
贸易量	57.14	56.51	56.51	57.27	55.24	55.24
期末库存	53.26	53.39	53.39	47.67	51.35	51.35
库销比	16.54%	16.68%	16.68%	14.86%	16.10%	16.10%

资料来源：USDA、南华研究

3. 预期展望及推演

当前主力合约已经冲击前低位置，远月合约破位新低，玉米整体走势依旧偏弱。十连阴之后，基差已经由负转正，近远月合约结构变成 back 结构，利于远月中长期吃贴水。

且天气扰动始终贯穿作物生长期，今年强对流天气频发，我国降雨量远高于历史同期水平。随着副热带高压逐渐西升北抬，雨带也由华南、西南向黄淮流域挺进。而到了8、9月份，降雨可能会转至东北区域，主产区是否会遭遇极端天气状况，我们尚不能做出有效预测。

同时北美天气也需要我们抱有谨慎的态度，虽然今年美国土壤墒情良好，美玉米优良率处于五年同期偏高位置，但由于地理结构问题，美国的极端天气主要体现在风灾上。每年8至10月是美国飓风的活跃期，而今年6月美国就生成了5级飓风“贝丽尔”是极为罕见的，为1851年记录以来历史同期最强飓风，也是今年迄今为止的全球“风王”。

因此新季整体农产品宽松预期的主流逻辑，我们不可否认。如果后期无极端天气影响，落地概率也相对较高。但天气这种不确定性较高的风险因子，作为利多因素依旧值得我们持续跟踪，本次资金抢跑推动远月对新季提前定价的时间节点，我们值得抱有怀疑态度。如果资金持续推动，后期不排除利空充分兑现，或者产量不及预期的反弹 or 反转行情。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093

