

## 远月继续破位下行，玉米被带崩了？

前言：最近大宗商品集体下跌，很多品种在估值相对较低的情况下继续加速下跌，行情对于普通投资者来说极难交易。总体来说就是低的不见底，高的打不动。而错过这波下跌行情初始阶段的投资者，当前追空下不去手，可能随时面临老空头的止盈反弹，空估值相对较高的品种又被反复震荡止损，交易体感极差。

那么造成当前整个商品结构分化的原因是什么呢？笔者从交易的角度分析，基本面差的品种市场都已达成共识，空头控盘没对手，多头自己踩踏出货，行情下跌极其流畅。那些高位震荡盘桓的品种也并非基本面有多亮眼的表现，更多的是和其他品种或者相关联品种来比，在品种特性上具备多配条件对冲宏观不确定风险。而这种逻辑再被投机资金强化，使得各品种走势强弱远比基本面的相对强弱更加分化，让笔者有一种从商品市场跨度到大A感觉，低估值的股票多头不断割肉新低，资金只能抱团炒妖股做龙头。

回到商品，这一轮下跌农产品作为主力先锋，很多品种不断走出新低，玉米也未能幸免。在USDA8月报告公布后，即使数据有所利多，但远月再次破位下行，走出四年新低。那么玉米基本面真的这么差吗？

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

Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富



# 目录

## 章节

北半球玉米供需情况 .....	1
国内玉米供需情况 .....	2
预期推演 .....	3

## 目录

### 图表

图 1：美玉米 8 月平衡表 .....	1
图 2：乌克兰玉米 8 月平衡表 .....	2
图 3：国内玉米 8 月供需平衡表 .....	3

## 北半球玉米供需情况

### 美玉米供需平衡表

本次美国农业部在供需报告中下调了玉米播种面积预估，预计玉米种植面积为9070万英亩，7月预估为9150万英亩。同时由于本年度作物优良率较高，单产由7月181蒲式耳/英亩上调至183.1蒲式耳/英亩，为历史最高单产。美国农业部预测24/25年度美国玉米产量为3.85亿吨，高于7月份的预估，这也将是有史以来第三大玉米产量。同时由于玉米价格较低刺激出口，24/25年度玉米出口预估上调至5842万吨，玉米期末库存下调至5265万吨，环比7月下跌61万吨。

报告公布后CBOT玉米价格从390.5美分/蒲式耳上涨至402.5美分/蒲式耳，表现出美玉米对较高优良率造成的丰产预期已经交易的较为充分，但种植面积预估下滑，超出市场预测，市场对前期过度悲观的预期有所修正。

图 1: 美玉米 8 月平衡表

美国玉米供需平衡表（百万吨）							
	24/25 8月预测	24/25 7月预测	24/25 6月预测	24/25 5月预测	23/24 8月预估	23/24 7月预估	23/24 6月预估
期初库存	47.42	47.67	51.35	51.35	34.54	34.54	34.54
产量	384.73	383.54	377.44	377.44	389.68	389.68	389.68
单产	183.1	181	181	181	177.3	177.3	177.3
进口	0.63	0.63	0.63	0.63	0.76	0.76	0.63
总供给	432.78	431.84	429.42	429.42	424.98	424.98	424.85
饲用消费	147.95	147.95	146.05	146.05	146.68	146.68	144.78
消费	321.69	322.07	320.16	320.16	320.42	320.80	318.90
出口	58.42	56.51	55.88	55.88	57.15	56.51	54.61
贸易量	59.05	57.14	56.51	56.51	57.91	57.27	55.24
期末库存	52.65	53.26	53.39	53.39	47.42	47.67	51.35
库销比	16.37%	16.54%	16.68%	16.68%	14.80%	14.86%	16.10%

资料来源：USDA、南华研究

### 乌克兰玉米供需平衡表

本次报告对乌克兰玉米供需情况有所修正，对于23/24年度产量上调至3250万吨，同时出口量上调至2950万吨，期末库存升至156万吨。对于24/25年度产量下调至2720万吨，出口下调至2400万吨，预计新季库存升至73万吨，环比7月增加5万吨，同比下降83万吨。

**图 2：乌克兰玉米 8 月平衡表**

USDA乌克兰玉米供需平衡表（百万吨）							
	24/25 8月预测	24/25 7月预测	24/25 6月预测	24/25 5月预测	23/24 8月预估	23/24 7月预估	23/24 6月预估
期初库存	1.56	1.51	2.91	2.91	2.8	2.8	2.8
产量	27.2	27.7	27.7	27	32.5	31	31
进口	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
总供给	28.78	29.23	30.63	29.93	35.32	33.82	33.82
饲用消费	3.1	3.1	3.5	3.5	3.3	3.3	3.9
消费	4.05	4.05	4.45	4.45	4.25	4.3	4.9
出口	24	24.5	24.5	24	29.5	28	26
贸易量	24.02	24.52	24.52	24.02	29.52	28.02	26.02
期末库存	0.73	0.68	1.48	1.48	1.56	1.51	2.91
库销比	18.02%	16.79%	33.26%	33.26%	36.71%	35.12%	59.39%

资料来源：USDA、南华研究

总体来看，北半球玉米产量稳中有增，美大豆玉米比价有所回落，CBOT 玉米价格波动与估值维持相对合理的状态。

## 国内玉米供需情况

国内8月玉米供需平衡表较5-7月数据变化不大，仅对种用消费小幅下调，年度结余相应上调至274.5万吨，环比7月上调5.5万吨，同比去年年度结转大幅降低。主要是由于预测进口量大幅缩减，去年预估进口2300万吨，今年进口预测仅为900万吨。在进口大幅缩减的情况下，产量继续保持上升，总供给有所下降。当前美玉米进口利润上升至450元/吨左右，若进口利润继续上行，后期进口量上调的概率较大。若新季产量和预期相符，国内供应宽松的情况将会得以延续。

对于24/25季度的国内玉米种植情况，我们在之前的调研报告中详细的对产区种植情况进行了介绍，叠加生长期天气状况，总体来看产区生长状况相对平稳。不过今年产区东部降水较多，从盘面观察尚未有所交易，对于后期单产的影响可能还存在一定的风险，产量需要进一步观察。

当前盘面对新季利空因素交易的较为充分，对远月的新季合约都有提前定价，虽然天气炒作窗口越来越短，但新季定产前还存在一个月左右的生长期，不排除会像美玉米存在修复性交易的机会。

同时我们观察到下游养殖利润保持高位上行的趋势，但饲料厂原料采购始终维持刚性，未有明显的补库动作，若养殖利润持续保持高位，需求端可能会有一定起色。

**图 3：国内玉米 8 月供需平衡表**

国家粮油中心玉米供需平衡表 (单位: 千吨, 吨/公顷, 千公顷)								
	20/21	21/22	22/23	24/25	24/25	24/25	24/25	23/24
				5月预测	6月预测	7月预测	8月预测	8月预估
播种面积	41264	43324	43070	44400	44400	44400	44400	44219
东北	16291	17854	17392	18100	18100	18100	18100	18050
华北黄淮	14808	14960	14970	15244	15244	15244	15244	15169
单产	6.317	6.291	6.436	6.577	6.577	6.577	6.577	6.532
东北	6.848	6.917	7.103	7.249	7.249	7.249	7.249	7.206
华北黄淮	6.128	5.889	6.104	6.226	6.226	6.226	6.226	6.183
产量	260665	272551	277203	292000	292000	292000	292000	288842
东北	111566	123502	123539	131207	131207	131207	131207	130062
华北黄淮	90749	88105	91378	94914	94914	94914	94914	93786
进口	29546	21886	18712	9000	9000	9000	9000	23000
新增供给	290211	294437	295915	301000	301000	301000	301000	311842
食用消费	18800	18850	18900	19000	19000	19000	19000	18890
饲用消费	178000	180000	195000	200000	200000	200000	200000	192000
工业消费	77000	77000	75000	78000	78000	78000	78000	78000
种用消费	1225	1280	1260	1300	1300	1300	1245	1240
国内消费	275025	277130	290160	298300	298300	298300	298245	290130
出口量	10	3	8	10	10	10	10	10
总消费	275035	277133	290168	298310	298310	298310	298255	290140
年度结余	15176	17304	5747	2690	2690	2690	2745	21702

资料来源：国粮中心、南华研究

## 预期推演

本次USDA报告对美玉米种植面积进行超预期的调整，CBOT玉米低位反弹。而DCE玉米的表现更多的是移仓换月，09合约低位反弹成交放量，近远月月差呈现正套走势，空头移仓远月，新季合约继续突破下行。

在国内天气状况不如海外天气的情况下，国内玉米对标CBOT玉米走势略显生硬，若后期产量有超预期的调整，叠加养殖利润高位，饲料厂存在补库预期，不排除期现联动的修复性行情。

总体来说，如前言里所讲，在宏观氛围不佳的情况下，商品整体呈现下跌趋势，很多品种交易预期提前达成一致，空头控盘，多头割肉踩踏。若想要扭转预期，需要有超预期的情况发生，否则每一次反弹，多头力量都不可能持久，反倒让空头有了新的入场机会，直到投机资金大幅流出，盘面进入长时间的底部震荡格局。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我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。另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、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。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

---

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](http://www.nanhua.net)  
股票简称： 南华期货  
股票代码： 603093

---

