

玉米内强外弱，反弹如何推演？

摘要：本年度 Pro farmer 的田间调研基本符合预期，并未与美国农业部预测数据有较大出入。在调研期间 CBOT 玉米持续下跌，盘面减仓下行，多头放弃抵抗割肉离场，CBOT 玉米延续震荡下行的走势。

与之相反，国内玉米开启了一波凌厉反弹，减产预期导致内强外弱，资金锚外盘空内盘的交易被大幅修正。内外走势劈岔，Pro farmer 调研数据对美玉米的影响，以及由外及内，内盘反弹路径如何行进，我们将在本文进行逐一分析。

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

24/25 年度 Pro farmer 预测数据	1
与之相反的国内玉米新季预期	2
反弹路径推演	3

目录

图表

图 1: Pro farmer 近三年调研情况	1
图 2: Pro farmer 与 USDA 近十年预测数据对比	2
图 3:	3

24/25年度 Pro farmer 预测数据

Pro Farmer 自 1993 年以来一直在开展中西部作物之旅。早期的调研区域集中在伊利诺伊州、印第安纳州、爱荷华州、明尼苏达州和俄亥俄州，1998 年增加了内布拉斯加州和南达科他州。组成调研的七个州加起来约占美国玉米和大豆产量的 70%。

本次 Pro farmer 调研对美国玉米、大豆单产及产量做出如下预测：

1. 预计 2024 年美国玉米单产为 181.1 蒲式耳/英亩，低于 USDA 8 月月报预期的 183.1 蒲式耳/英亩，但高于 2023 年作物巡查的 172 蒲式耳/英亩。
2. 预计 2024 年美国玉米产量为 149.79 亿蒲式耳，低于 USDA 8 月月报预期的 151.47 亿蒲式耳，但高于 2023 年作物巡查的 149.6 亿蒲式耳。
3. 预计 2024 年美国大豆单产为 54.9 蒲式耳/英亩，高于 USDA 8 月月报预期的 53.2 蒲式耳/英亩，高于 2023 年作物巡查的 49.7 蒲式耳/英亩。
4. 预计 2024 年美国大豆产量为 47.4 亿蒲式耳，高于 USDA 8 月月报预期的 45.89 亿蒲式耳，高于 2023 年作物巡查的 41.1 亿蒲式耳。

图 1: Pro farmer 近三年调研情况

2024年Pro Farmer美国中西部田间实地考察数据									
时间	地点	玉米				大豆			
		单产 (英亩/蒲式耳)		三年均值		结荚量 (英尺/个)		三年均值	
8月21日	俄亥俄州	183.29	183.94	174.17	180.4667	1229.93	1252.93	1131.64	1204.833
	南达科他州	156.51	157.42	118.45	144.1267	1025.89	1013	871.4	970.0967
8月22日	内布拉斯加州	173.25	167.22	158.53	166.3333	1172.48	1160.02	1063.72	1132.073
	印第安纳州	187.54	180.89	177.85	182.0933	1409.02	1309.96	1165.97	1294.983
8月23日	爱荷华州	192.79	182.8	183.81	186.4667	1366.22	1190.41	1174.43	1243.687
	伊利诺伊州	204.14	193.72	190.71	196.19	1419.11	1270.61	1249.7	1313.14
8月24日	明尼苏达州	164.9	181.34	190.39	178.8767	1036.59	984.39	1100.75	1040.577
汇总	玉米	单产 (英亩/蒲式耳)	产量 (亿蒲式耳)	单产 (英亩/蒲式耳)	产量 (亿蒲式耳)	Pro Farmer 预测美国玉米单产为181.1蒲式耳/英亩，产量为149.79亿蒲式耳，去年预测单产为172蒲式耳/英亩，产量为149.6亿蒲式耳。美国农业部2024/25市场年度的玉米产量为151.47亿蒲式耳，单产为183.1蒲式耳/英亩。			
	大豆	单产 (英亩/蒲式耳)	产量 (亿蒲式耳)	单产 (英亩/蒲式耳)	产量 (亿蒲式耳)	24/25年度美玉米种植期物候整体良好，仅北部前期降雨略多，整体物候为近几年最佳，最近一周公布优良率为67%，接近五年同期最优。			
Pro2024		181.1	149.79	54.9	47.4				
美农2024		183.1	151.47	53.2	45.89				

资料来源：Pro farmer、南华研究

具体到各州来看，俄亥俄州 60%的地区略有干旱，但影响不大；南达科他州和明尼苏达州受降雨洪涝影响，单产有所下降，尤其以明尼苏达州影响较为严重。种植期间的创纪录降雨量对明尼苏达州的作物造成了严重打击，当地玉米看起来并不乐观，似乎已经失去了生长的动力。除以上三州外，印第安纳州、内布拉斯加州、伊利诺伊州、爱荷华州作物生长状况良好，而伊利诺伊州和爱荷华州整体产量占比接近 30%。

在主产州种植情况良好的情况下，美玉米单产及产量预期都达到历史新高。虽然 Pro farmer 预测数据较美国农业部预测数据偏低，但回顾 Pro farmer 近十年预测数据与美国农业部 8 月预测数据，Pro farmer 预测数据普遍低于美国农业部预测数据。本次 Pro farmer 对美玉米 24/25 年度预测数据同样创历史新高，美玉米增产的格局并未受到影响。

图 2：Pro farmer 与 USDA 近十年预测数据对比

	Pro farmer 预测数据	USDA 8月 预测数据	USDA 终值 数据	Pro farmer 与 USDA 8月 数据对比	Pro farmer 与 USDA 终值 对比
2014	169.3	167.4	171	1.00%	-1.00%
2015	164.3	168.8	168.4	-3.00%	-2.00%
2016	170.2	175.1	174.6	-3.00%	-3.00%
2017	169.5	169.5	176.6	0.00%	-4.00%
2018	177.3	178.4	176.4	-1.00%	1.00%
2019	163.3	169.5	167.5	-4.00%	-3.00%
2020	177.5	181.8	171.4	-2.00%	4.00%
2021	177	174.6	176.7	1.00%	0.00%
2022	168.1	175.4	173.3	-4.00%	-3.00%
2023	172	175.1	177.3	-2.00%	-3.00%
2024	181.1	183.1		-1.00%	

资料来源：USDA、Pro farmer、南华研究

从盘面来看，CBOT 玉米减仓下行，走出近四年新低。在调研期间，随着调研报告每日更新，盘面持续下行，多头最后的希望破灭，放弃抵抗割肉离场。

当前来看，新季美玉米种植期已所剩无几，重大自然灾害发生的概率加速衰减，即使有自然灾害可能多以雹灾、风灾为主，多影响局部区域，难有大范围的影响。可以说美玉米最后的靴子也已落地，丰产基本板上钉钉。由外及内，我国 24/25 季度进口预期依旧保持宽松。

与之相反的国内玉米新季预期

回到国内玉米，近期大连玉米开启一波凌厉的反弹，以主力C2411合约为例，基本修复了自7月下旬震荡下跌的跌幅。我们在7月17号的文章《飞流直下三千尺，疑是玉米落九天》、8月15号的文章《远月继续破位下行，玉米被带崩了？》中分别剖析了本轮玉米下跌的起因，以及在后续行情中基本面、技术面、资金面所交易的下跌逻辑，并且在行情反弹的转折点精准的提出了空头未考虑的基本面因素，以及后期反弹交易的逻辑推演。

本轮反弹恰恰印证了笔者对于前期国内天气状况的担忧，而表现最强的C2411合约由于离新粮上市时间较近，新玉米仓单注册时间窗口较短，当前阴雨寡照的天气如若持续，新季玉米存在推迟上市的可能，给C2411合约带来了一定的交割风险。因此单产不及预期，产量下调的风险逻辑带动盘面大幅反弹，月差则叠加C2411的交割问题呈现正套走势。

图 3:

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。

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。

反弹路径推演

当前反弹高度基本上已将自7月中旬的震荡下跌行情完全修复，触摸到了年初1月份，资金对23/24季度玉米博弈的共识低点。在此价位之上对于当季玉米的估值将逐步偏高，对于新季玉米叠加减产预期，估值相对当季玉米则略有溢价的空间。不过由于海外丰产进口预期宽松，23/24季度供增需弱的大格局或导致本年度结转库存偏高。以及新季玉米种植成本下移，在下游需求量萎缩的环境下，从种植利润的角度，估值存在一定的下杀空间。

综合基本面供需因素考量，对于C2411合约2300—2350以上的空间，我们认为可能存在阶段性的合理估值。例如下游行业由于本年度玉米跌跌不休，始终保持较低库存，而近期盘面上涨，当前养殖利润又维持高位，可能引发用粮企业集中补库，来锁定养殖利润。在这种背景下2350—2450估值存在支撑，但2450以上的反转行情，偏高的估值则难以持续，除非国内外新季玉米出现超预期大幅减产。而从长周期角度，新季玉米的价格重心可能还是难逃下行命运。

从技术面上来看，当前C2411合约已反弹到60日均线附近，受均线压制，上行阻力加大，抄底资金存在获利了结的可能。盘面在此价位继续上行，须有上述基本面逻辑发酵，估值获得阶段性支撑，驱使多头资金涌入，盘面增仓上行，否则回落后中短期区间震荡走势概率偏大。

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
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

