

玉米市场评估

走出震荡行情的路径

分析师：汤选澎

期货交易咨询从业信息：Z0022049

期货从业资格信息：F3084589

发布日期：2025-05-28

【概述】周-月级别存在回调，月-季级别仍有空间



市场阶段性退火源于：1. 新麦上市的观望态度；2. 下游及其下游需求清淡，主动建库意向偏弱

缺口逻辑仍是后期走强的根本条件，涨幅有待新增驱动/利空出尽，短期矛盾在于新麦表现

新季节成本下行构成新陈正套交易基础

【主要矛盾评估】中期逻辑偏多，留意利空暴露

维度	利多	利空
政经	<ul style="list-style-type: none"> 1. 大国间贸易冲突对内循环的强化（已兑现） 2. 农产品低估值配置逻辑（已兑现） 3. 宏观对未来经济恢复的预期（已兑现） 	<ul style="list-style-type: none"> 1. 中美贸易关系缓和的题材交易（题材性强） 2. 对择机调节的预期回踩（题材性强）
产业链	<ul style="list-style-type: none"> 1. 进口谷物进口限制前置了内贸玉米流通（中期兑现中） 2. 小麦干旱促进了下游补库（已兑现） 3. 小麦饲用替代提振麦价进而提振玉米（待观察） 	<ul style="list-style-type: none"> 1. 产业利润低位运行（中期兑现中） 2. 新麦上市以及后续天气（已兑现） 3. 进口玉米/饲用稻谷拍卖题材（待观察）
供需	<ul style="list-style-type: none"> 1. 涨价将重置成交，进而带来价格的快速波动（阶段性兑现） 2. 现有框架下年度平衡表的偏紧预期（中期兑现中） 	<ul style="list-style-type: none"> 1. 下游库存天数逐渐达到/超过安全水平（兑现中） 2. 贸易情绪犹疑带来的出货（阶段性兑现中）

中长期的假设前提仍然存在，短期市场压力变化仍值得在未来1个月的时间内关注：

1. 宏观因素逐渐计价之后，贸易争端及潜在解决的可能为后期消费预期以及平衡表缺口变化带来变数
2. 粮价逐渐走强过程中，饲用库存天数增加+深加工需求乏力削弱企业主动建库意愿
3. 小麦及下游低迷增强了原料和成品的饲用替代性价比，小麦尚未在饲用领域达到“应用尽用”的程度，小麦顶部效应灵活
4. 渠道在当前期现货震荡运行的情况下，担忧行情重走前两年老路，存在变现去库的可能性，引起隐性库存的去化
5. 天气的题材性相对4月底削弱，旱情对麦价影响部分兑现，未来关注点在于实质产情以及后续购销情况

大纲：五月价格运行归因以及后期观察路径

五月价格运行 归因以及后期 观察路径

第一阶段：四月底-五月中

C07：2280-2389

第二阶段：五月中-五月底

C07：2389-2307

新麦上量后的观察路径

路径逻辑

第一阶段：四月底-五月中

C07：2280-2389

第一阶段：四月底-五月中

归因1：蛋白-小麦-玉米联动

归因2：港口去库共振

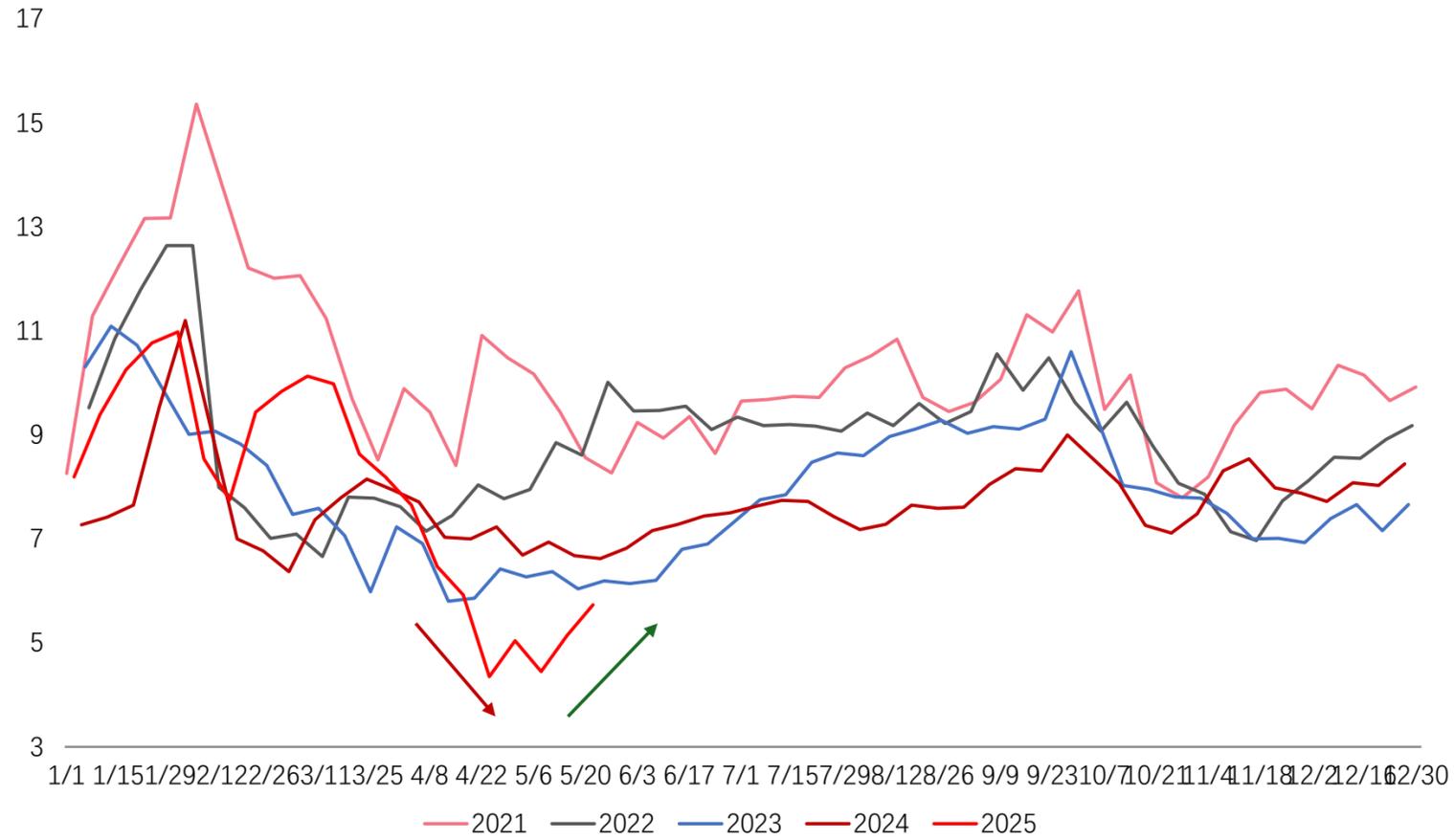
归因1：蛋白-小麦-玉米联动

豆粕价格上行+饲企库存偏低带动小麦以及普粉价格上行

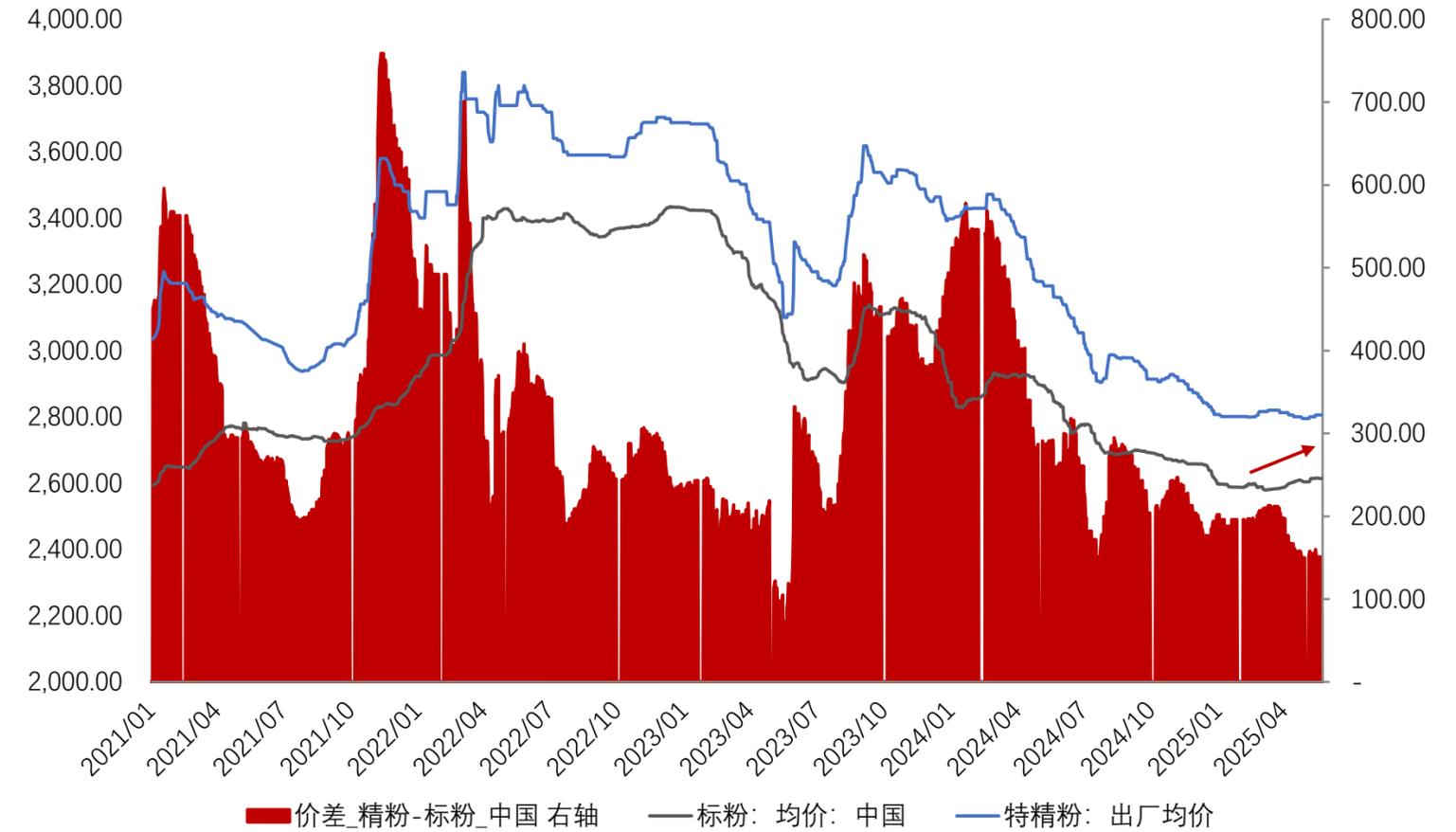
小麦价格上涨刺激华北玉米性价比提升，越涨越不卖，涨价促收，东北-华北顺价

顺价迫使东北工厂涨价反外流，港口低到货+盘面正反馈刺激
报价螺旋上涨

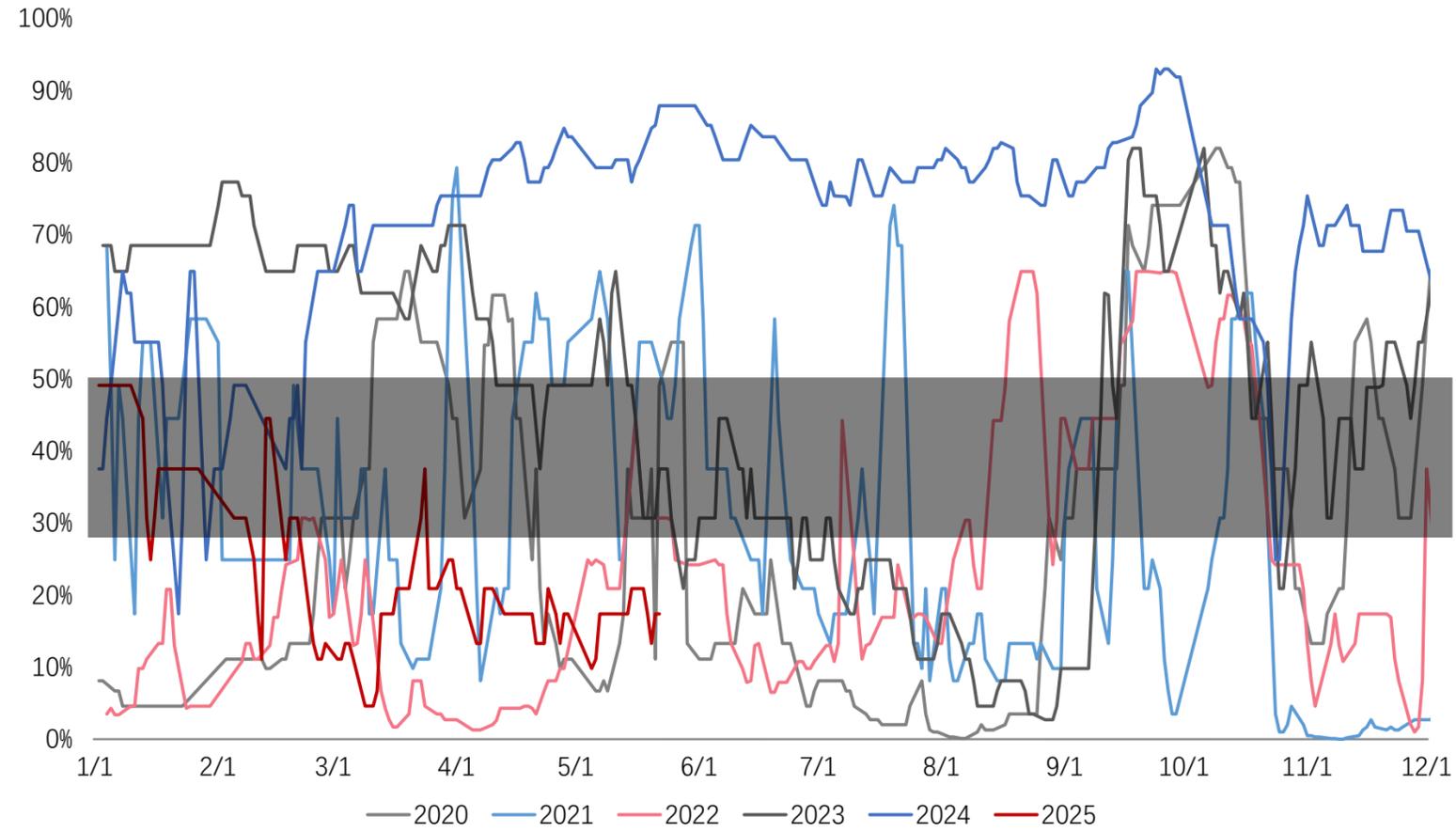
饲料_库存天数_豆粕_中国



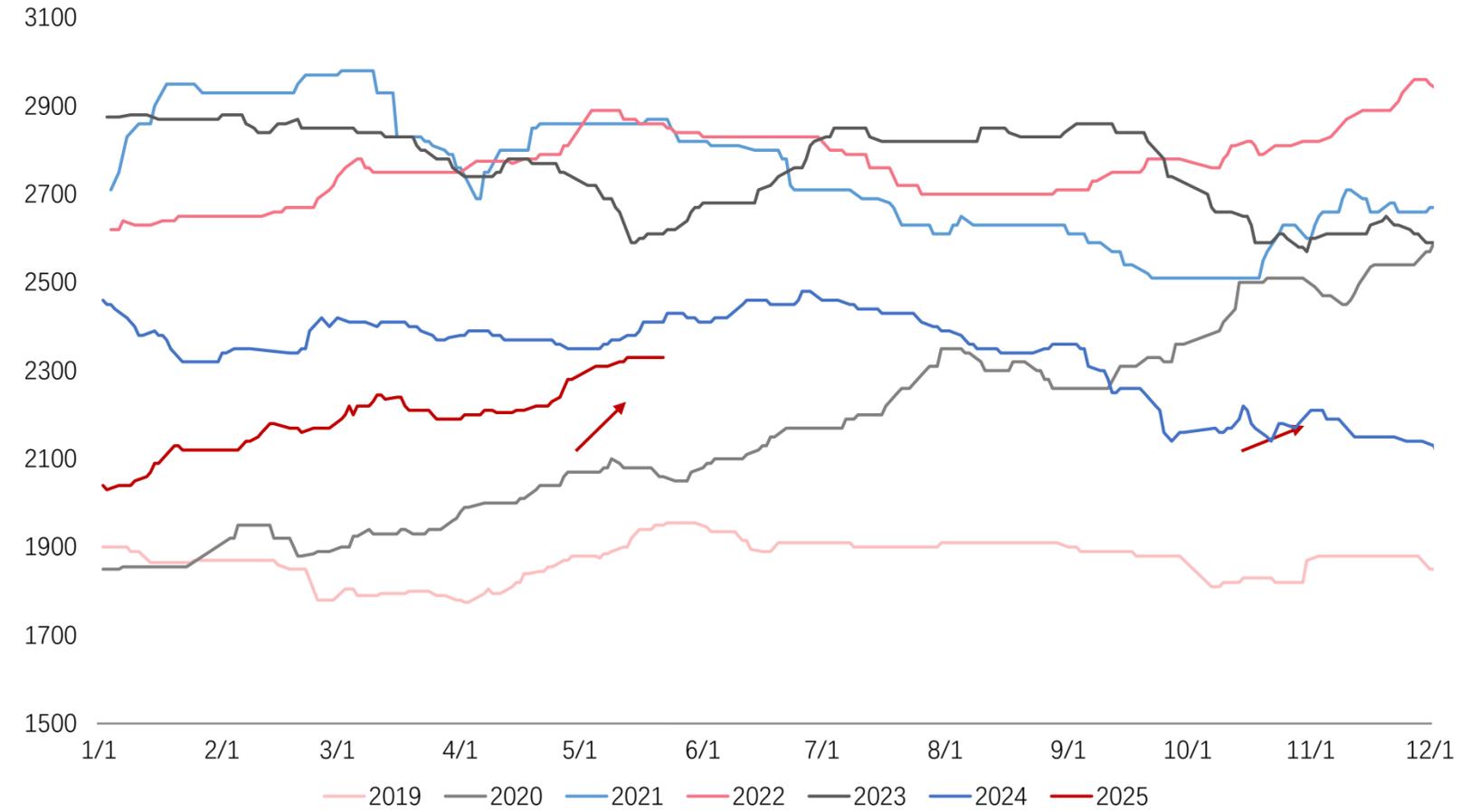
标粉：均价：中国 + 特精粉：出厂均价 + 价差_精粉-标粉_中国



分位数_玉米_价差_哈尔滨-潍坊



玉米_平仓价_鲅鱼圈



注：黑色部分为中性区域，黑色以下顺价，黑色以上倒挂

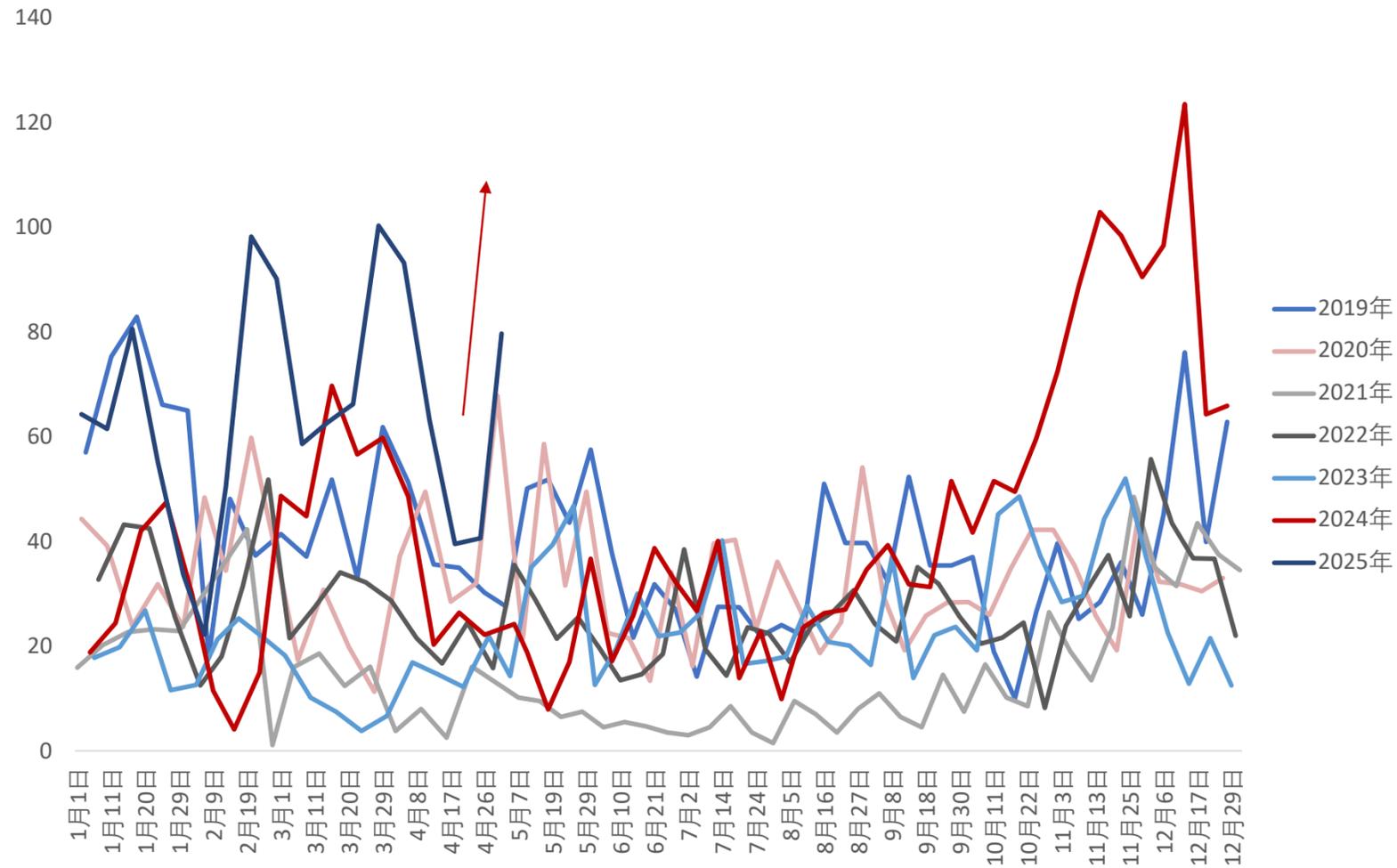
归因2：港口去库共振

临近月末交货，下海量提升

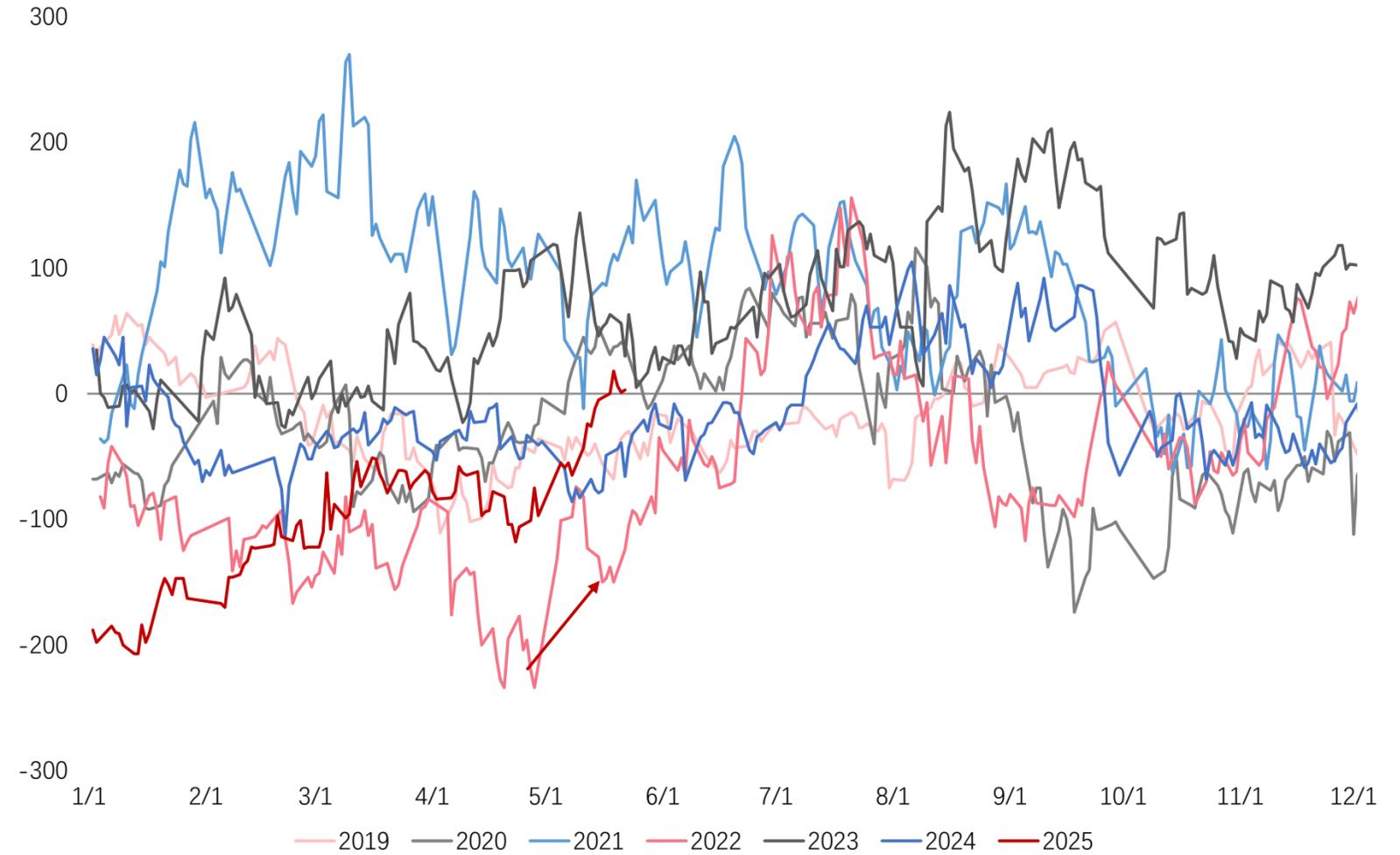
即期成交改善

期现价格共振上行

季节性:下海量:玉米:北4港



玉米_基差_FOB_鲛鱼圈_C.DCE



第二阶段：五月中-五月底

C07：2389-2307

第二阶段：五月中-五月底

归因1：小麦减产不及预期

归因2：补库阶段完成后成交缩量

归因1：小麦减产不及预期

新麦产量：-3%~-7% VS >-10%

新麦开秤价平水/略高于最低保护价

粉企收购价格下行

中国小麦供需平衡表

单位：千公顷、吨/公顷、千吨

年度 1/	2023/24	2024/25	2025/26
		5月预估	5月预测
播种面积	23,628	23,587	23,683
冬小麦	22,543	22,549	22,650
春小麦	1,085	1,038	1,033
单位产量	5.781	5.940	5.950
冬小麦	5.845	6.003	6.013
春小麦	4.447	4.554	4.583
产量	136,590	140,099	140,920
冬小麦	131,766	135,372	136,186
春小麦	4,824	4,727	4,735
生产量	136,590	140,099	140,920
进口量	13,010	5,000	5,500
新增供给	149,600	145,099	146,420
制粉消费	92,000	90,500	89,000
其中面粉	69,000	67,875	66,750
其中次粉	4,600	4,525	4,450
其中麸皮	18,400	18,100	17,800
饲用、种用及工业消费	44,100	39,500	43,200
年度国内消费	136,100	130,000	132,200
出口量 2/	20	20	20
年度总消费	136,120	130,020	132,220
年度结余量 3/	13,480	15,079	14,200



归因2：补库阶段完成后成交缩量

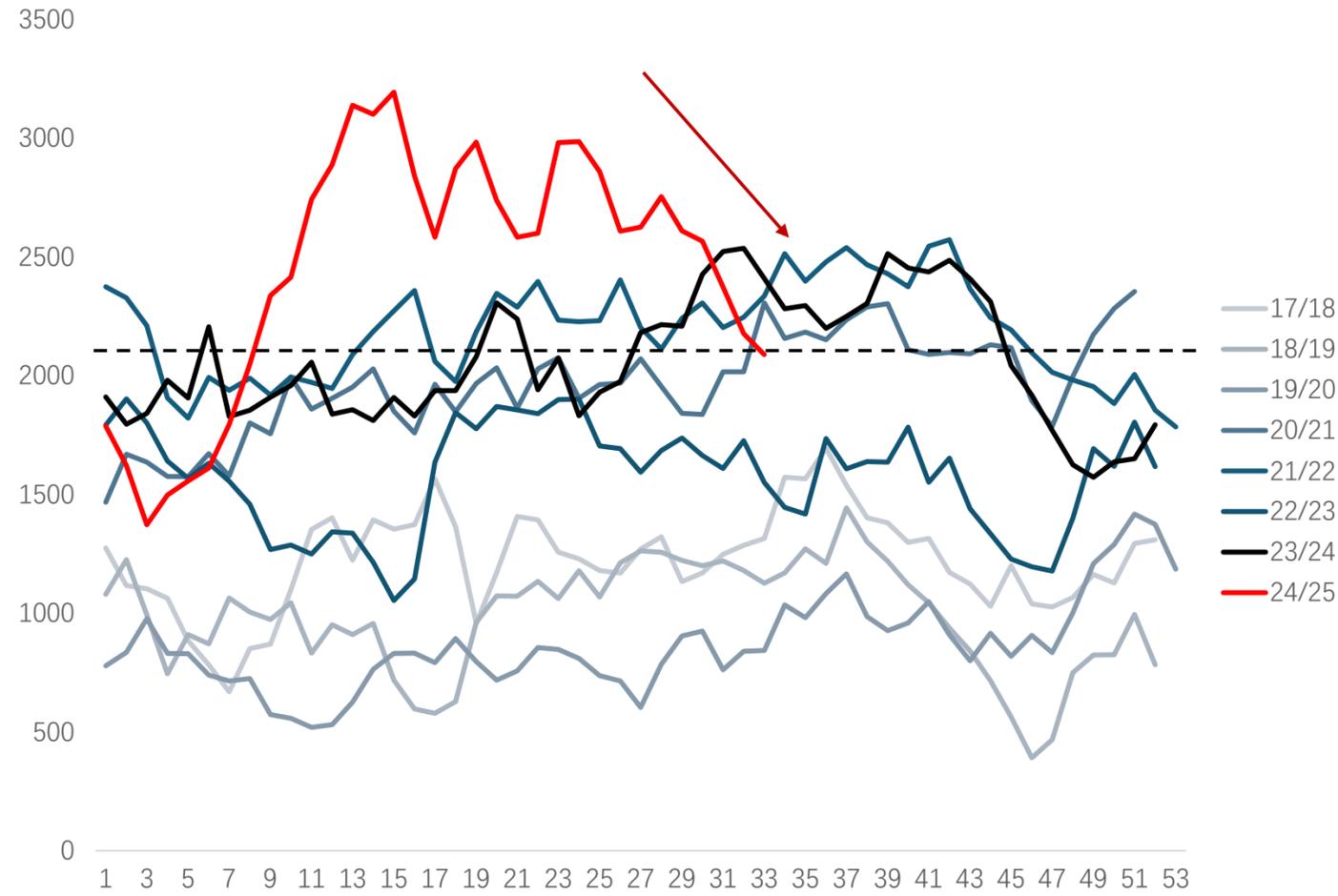
下海量阶段性下移

因为降雨缘故港口装卸放缓

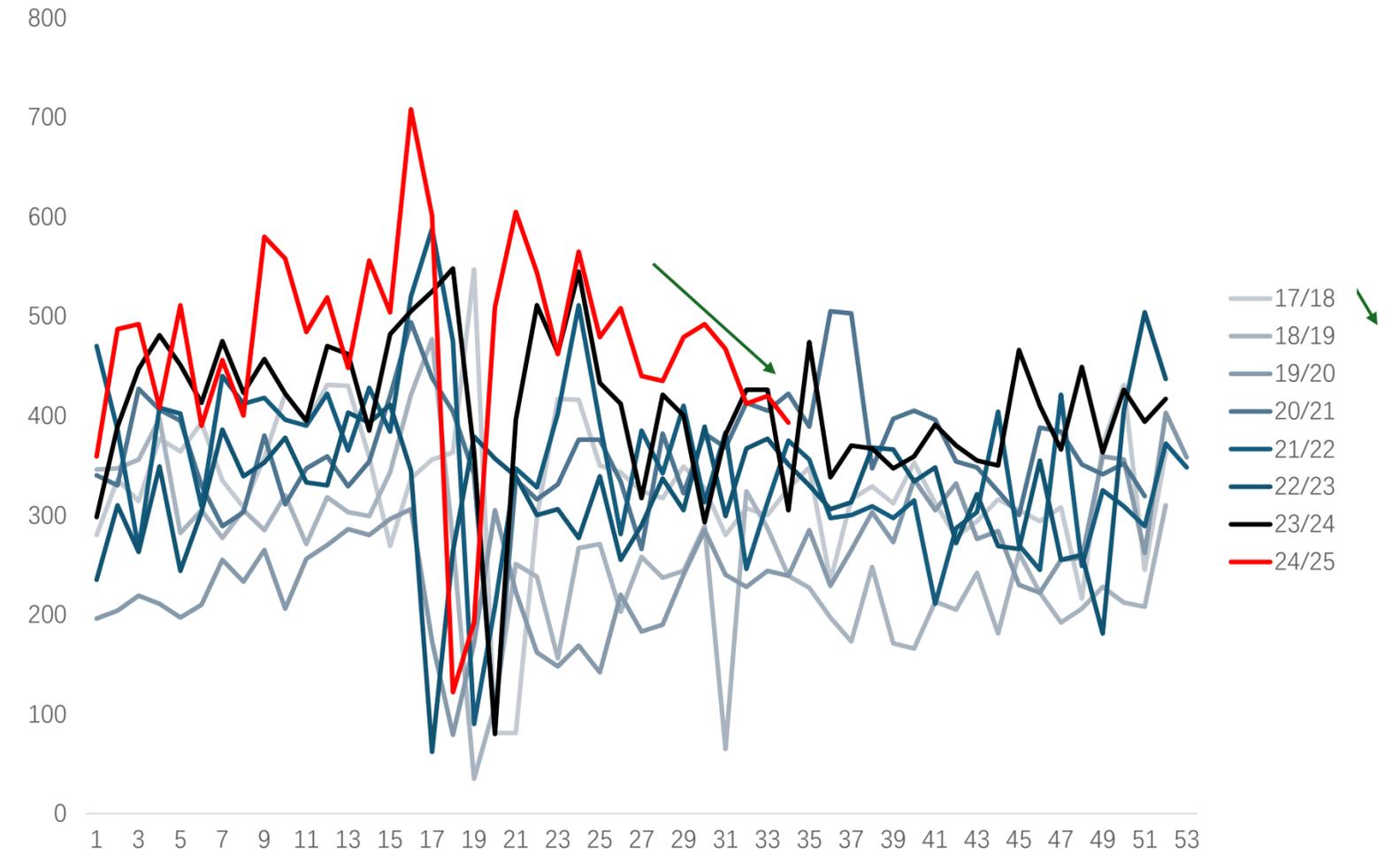
成交缩量价格稳定

第二阶段：五月中-五月底

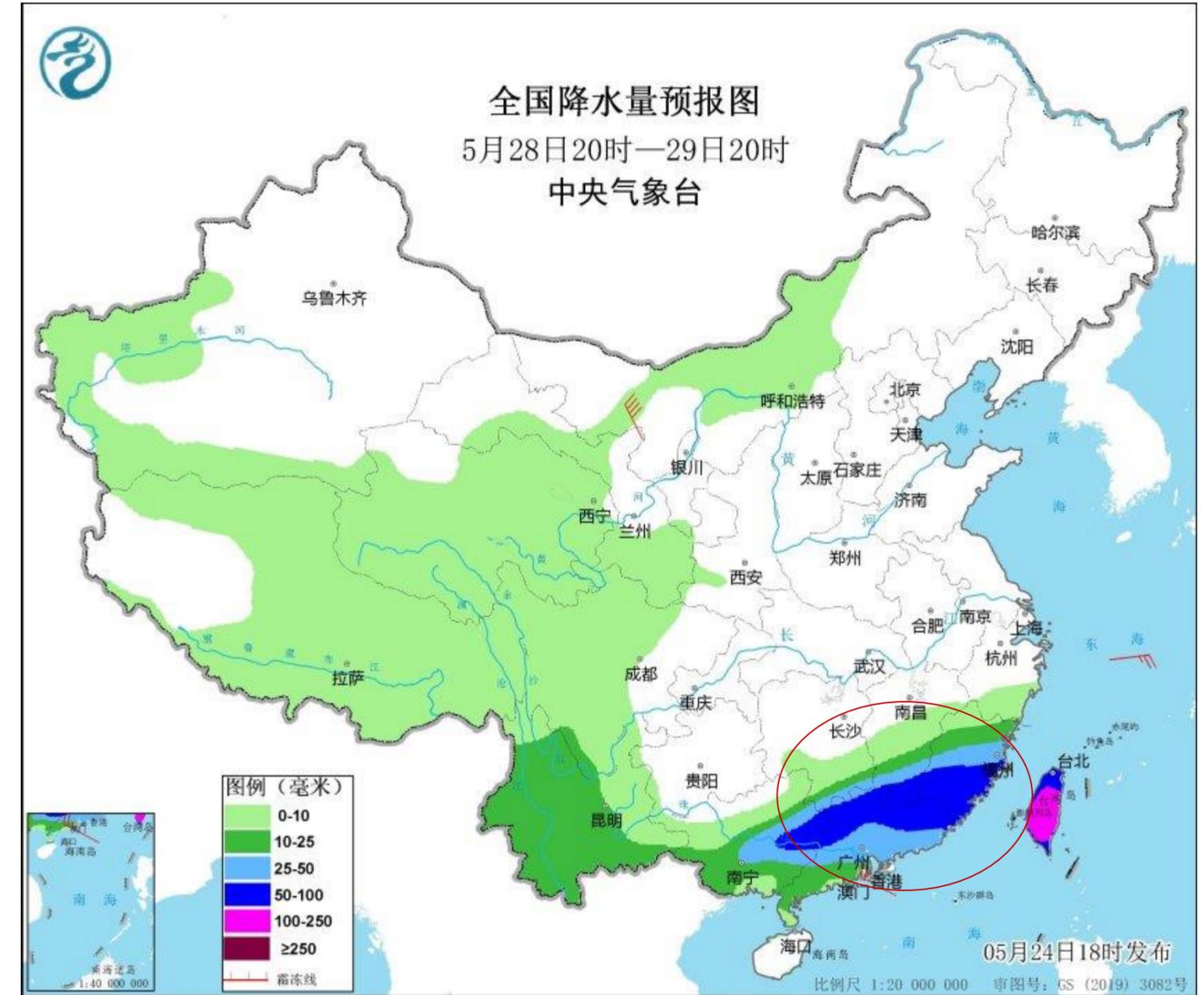
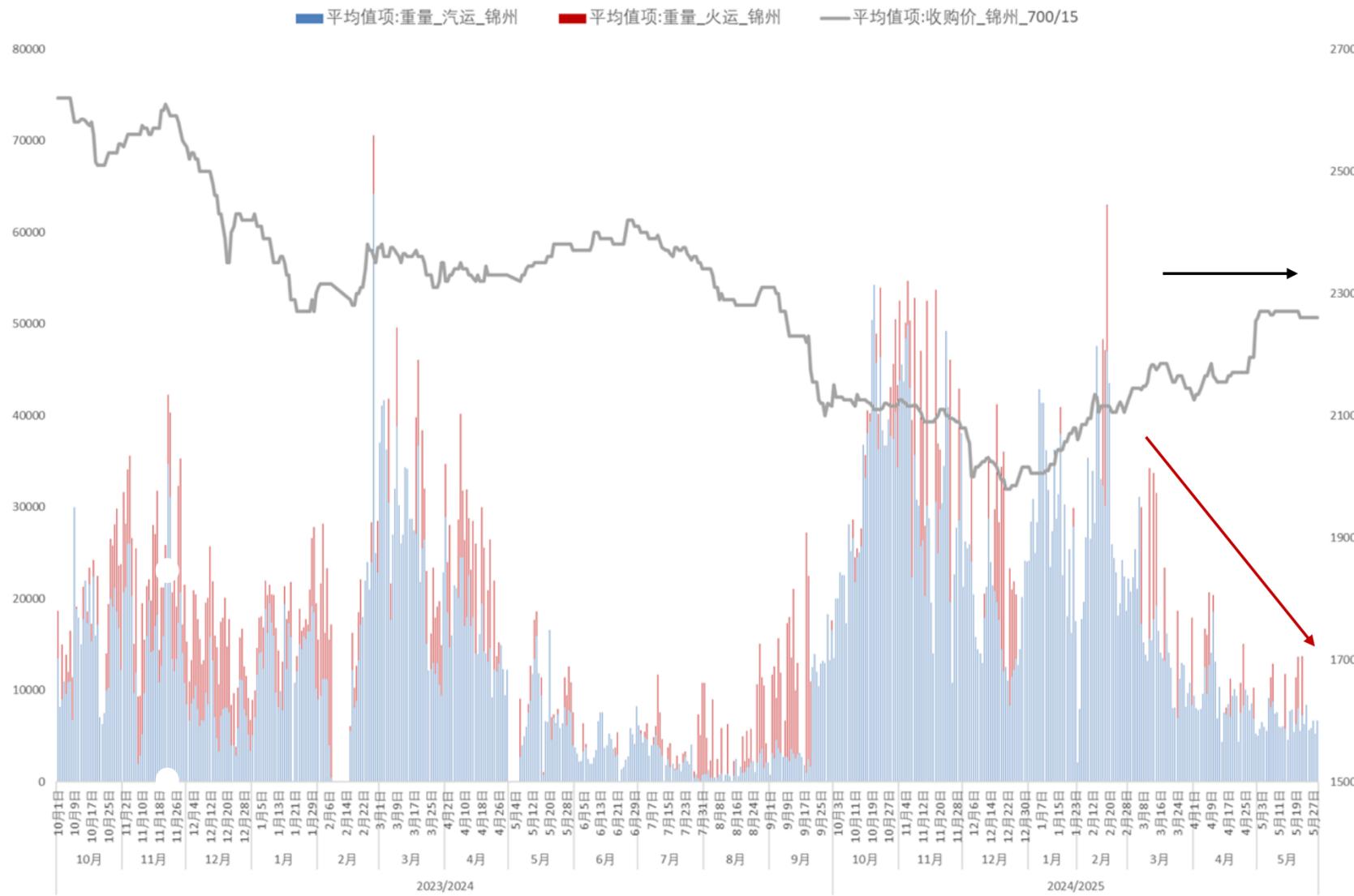
季节性_库存_谷物_广东港口 (千吨)



季节性_走货_谷物_广东港口 (千吨)



第二阶段：五月中-五月底



华南降雨既带来装卸放缓，也带来短期港口提价

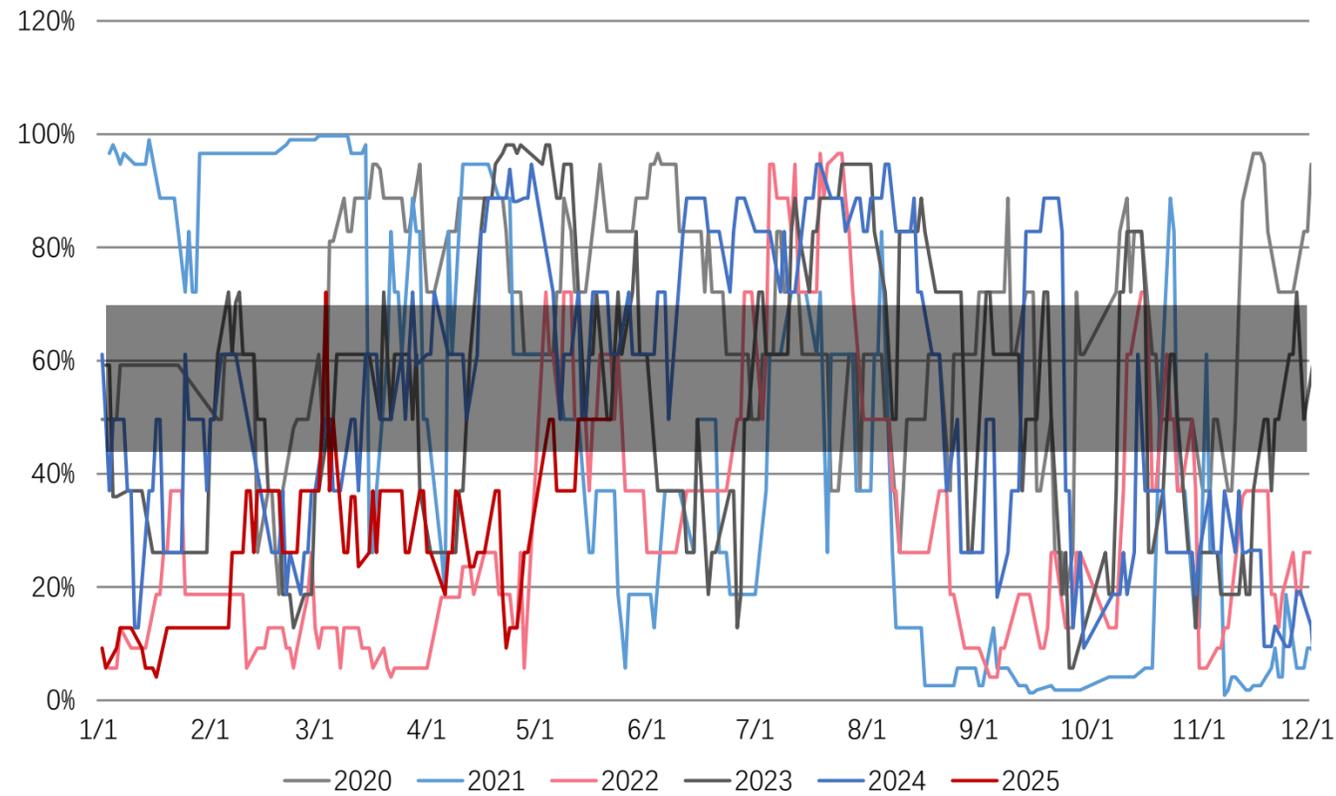
未来一个月的路径逻辑

未来一个月的路径逻辑

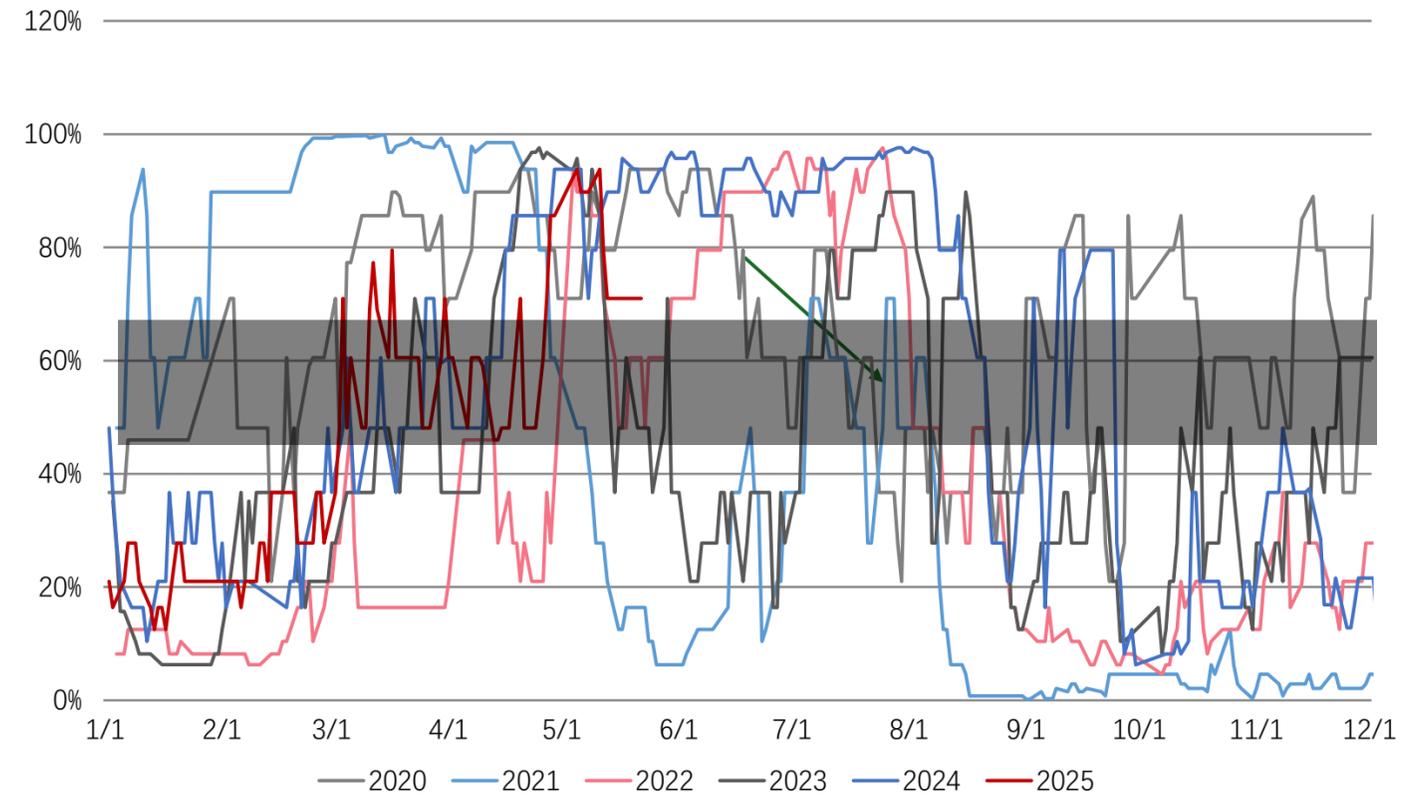
理论路径：南港去库价格上涨甚至顺价--带动小麦到华南增加--华北小麦流出
价格支撑上涨--东北-华北顺价打开-产地和北港共振价格上行

理论路径基础：缺口背景下，产地余粮减少

分位数_玉米_价差_鲑鱼圈-南通



分位数_玉米_价差_鲑鱼圈-蛇口



当前华中、西南替代比例达能量总量3成，部分料型可以实现全替代

顺价一方面意味着西南在小麦充分使用之后对玉米的刚需

另一方面意味着玉米的阶段性缩量

持续顺价意味着供应的缺乏

华南逻辑与之类似：如果当前港口谷物需要小麦来弥补，意味着北港

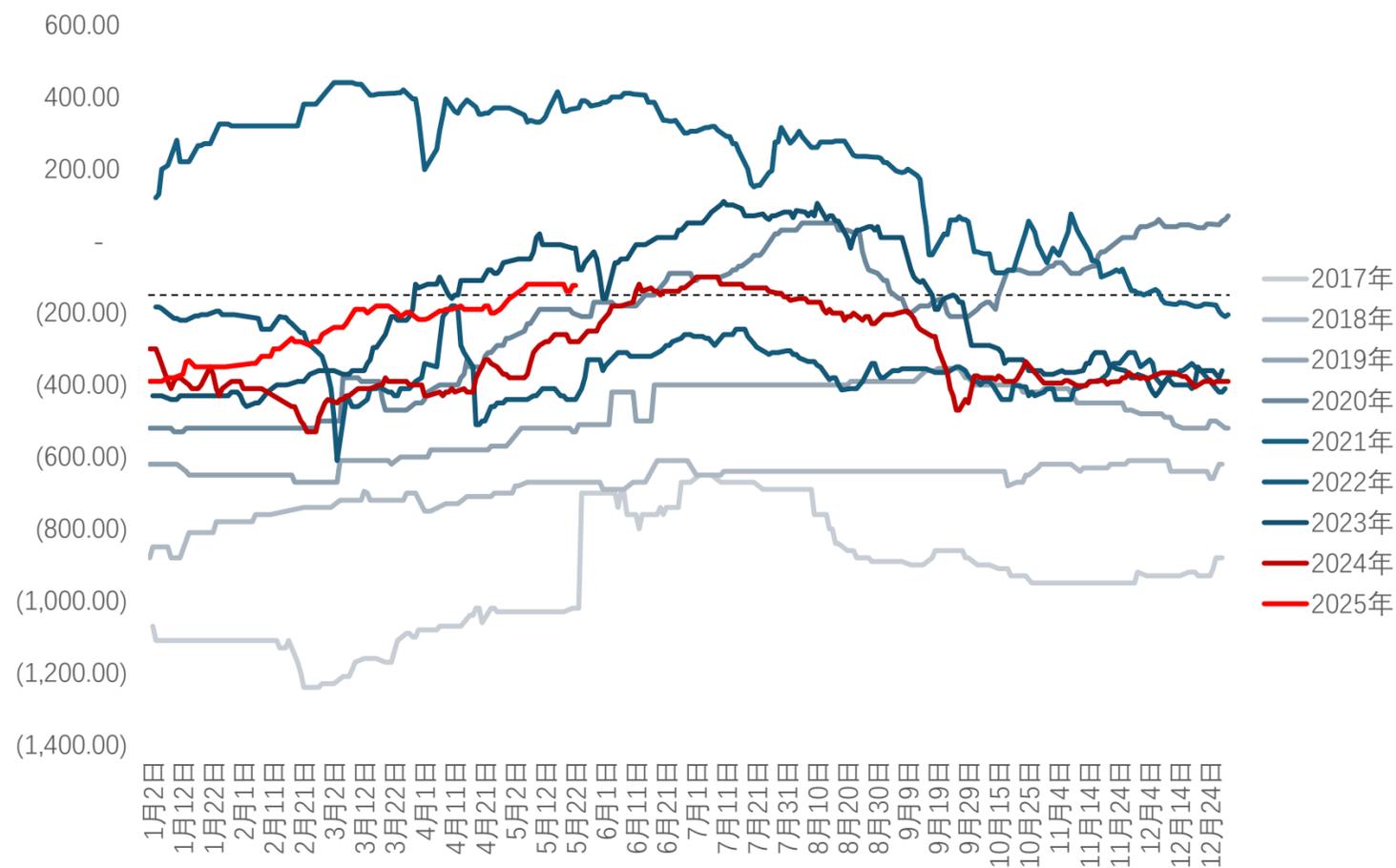
阶段性缩量，持续顺价/小幅倒挂意味着北方供应持续减少

未来一个月的路径逻辑

阻碍路径：新麦价格下行--东北-华北价差缩窄--东北-华南倒挂加深

阻碍路径基础：下游心态观望+贸易心态犹疑

季节性:价差:玉米-小麦:邯郸

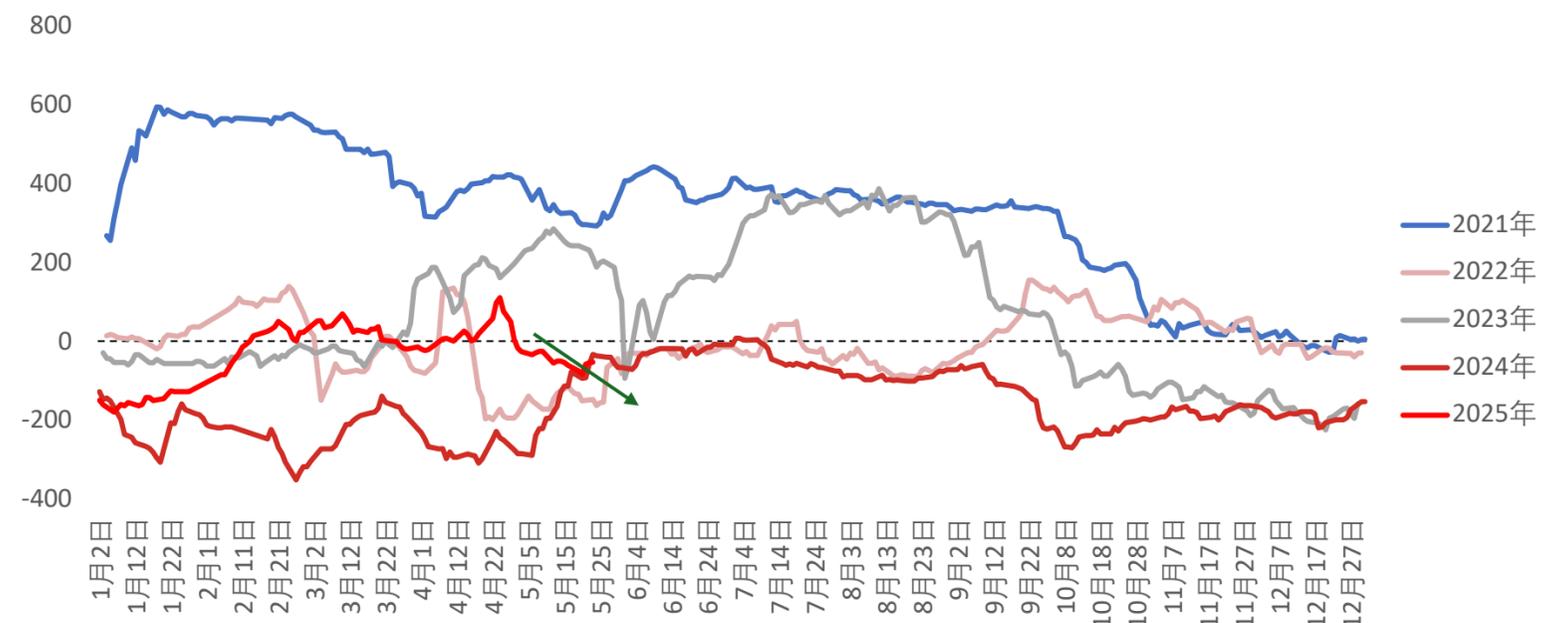


如果华北玉米小麦价差不能拉开, 意味着华北短期不缺货

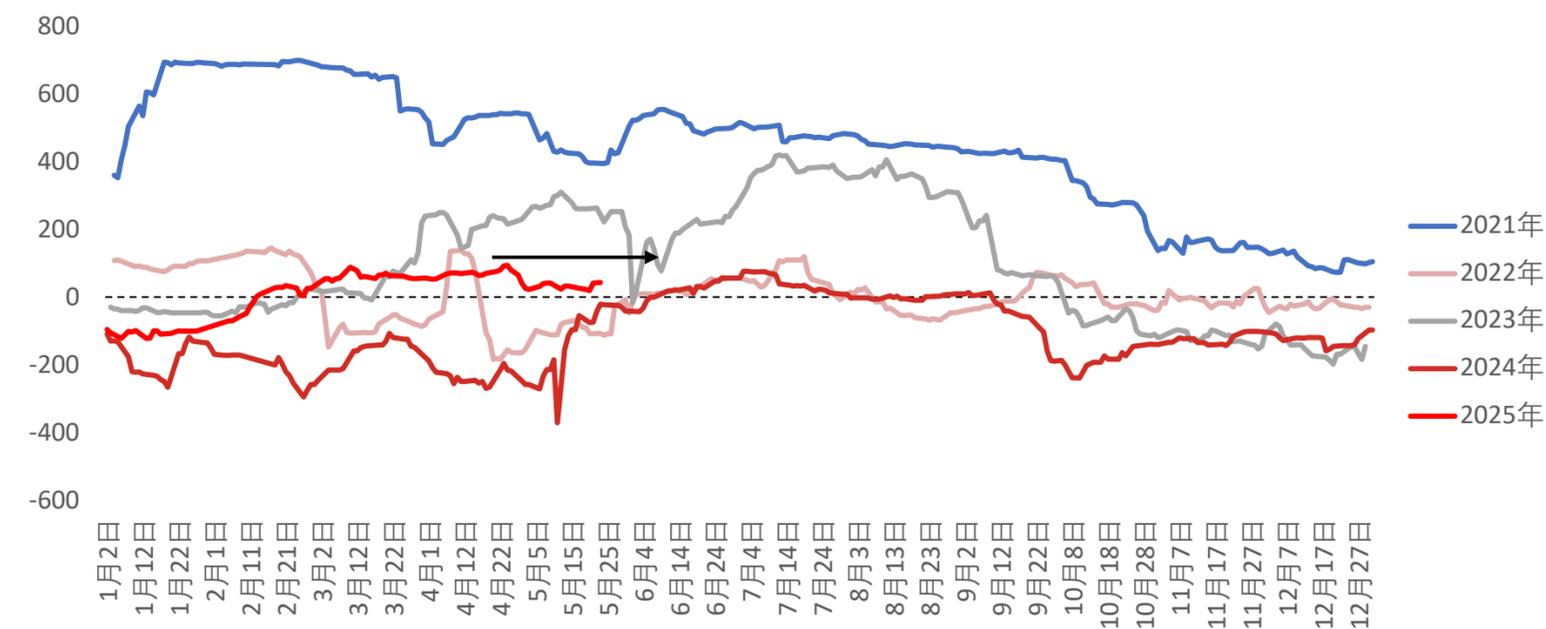
新麦上市, 供应量增加, 价格或呈下行趋势, 变成对玉米价格的制约

不缺货的原因既有可能是当地仍有余粮, 也可能是东北贸易商出货

季节性:比价关系:玉米-小麦:算法1:蛋白+能量平价



季节性:比价关系:玉米-小麦:算法2:能量平价



新麦上量后的观察路径

新麦上量后 的观察路径

观察路径1：小麦-玉米价差

观察路径2：东北-华北玉米
价差+华北到货

观察路径3：东北-华南玉米
价差+南北港库存变化

【小结】市场评估

月-季度缺口逻辑不变。新麦上市成为未来1个月主要影响因素，需要留意供应上量带来的影响

小麦价格+情绪转弱是否会带来东北贸易商的动作变形

情绪松动带来的出货会短期证伪缺口，带来采购的继续观望

小结

主要矛盾在于：1. 下游是否到了交易玉米刚需补库甚至主动建库的时机；2. 贸易商此刻会追求套保赔率策略还是单边胜率策略

核心观察变量：1. 下游提货节奏随库存天数增加而发生的变化；2. 产地供应价格弹性是否进一步强化；3. 小麦和面粉价格的斜率；4. 调节措施公布后的情绪回踩幅度

策略

1. 单边观察玉米现货对应主力合约在整数位关口附近的阻力情况，留意止损幅度和仓位控制，维持做多建议

2. 价差方面可以考虑9-1、7-1正套策略，逻辑在于：1. 缺货预期交易；2. 新作成本下移

3. 考虑到本年度米粉价差逻辑趋向于原料短缺背景下消费品的价格弹性，利润不佳已经被price in，后期伴随玉米和淀粉的去库，预计米粉价差存在提前计价夏日旺季的走扩可能

风险

宏观利空（政经态势变化）出现导致资金大幅离场，形成期现市场越跌越卖的局面

风险提示：期市有风险 入市须谨慎



重要声明：

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及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不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

谢谢！请指正 |

欢迎扫码关注官方微信号



中信建投期货研究



CFC大宗商品策略

中信建投期货·研究发展部

重庆/上海

www.cfc108.com