

【建投观察】玉米：飞雪迎春到

发布日期：2025 年 2 月 11 日

作者：魏鑫

期货交易咨询从业信息

Z0014814

联系人：汤选澎

期货从业信息：

F3084589

邮箱：tangxuanpeng@csc.com.cn

我们不能证伪全部隐忧，但是短中期市场春暖花开是不争的事实。

一、乐观的起因——宏观、中观与微观共振

乐观的基础主要是源于市场在宏观不确定性下给到的利多环境；调节收购相关消息和落地收紧了区域供应；微观结构下整体市场的积极意愿并不利空。

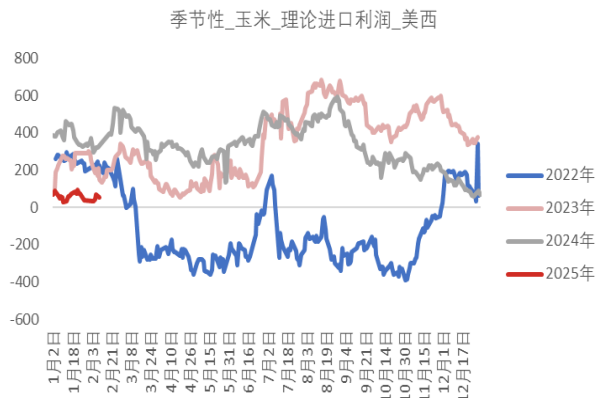
宏观的不确定性造就了整体供应收紧的局面，从微观的进口利润来看，当前美玉米出口强筋，内需以及燃料乙醇出口走强支撑美盘继续触底反弹，当前美玉米进口来到 100 元附近不及前两年。虽然从政策上，美国新一届政府在公开场合中表达出希望中美贸易协定继续执行的意向，并希望通过关税工具来达到目的，但是近两年的玉米进口来看，进口来源的多元化一直是保障国家粮食安全的主要战略之一，考虑到当前在高端技术领域的突破，预计双方在未来协定上的博弈将会继续。

图 1：近期美国新一届政府要员关于农贸政策的表达

| 时间 | 发言人 | 内容 | 备注 |
|------------|---------------|--|---|
| 2024/9/24 | 特朗普 | 在 摇摆州宾夕法尼亚举行竞选集会 时谈到中美农业贸易问题，称当选后第一件事就是致电中方领导人，要求 履行中美早些年达成的贸易协议 | 对摇摆及红州的承诺将成为任期内的主要目标 |
| 2024/11/23 | 特朗普 | 提名前特朗普政府政策顾问布鲁克·罗林斯担任农业部长，在声明中表示，布鲁克致力于 支持美国农民、捍卫美国粮食自给以及恢复依赖农业的美国小城镇 | 标志新一届政府继续将延续农业上的自主自强 |
| 2025/1/16 | 贝森特 (美国财长) | 应该从 三个方面考虑关税 ，首先，关税可以 纠正不公平贸易行为 ，无论是针对某个行业还是某个国家；第二，关税也可以用来为 联邦预算筹集收入 ；第三，关税可以作为一种 谈判工具 ，无论是为了应对非法移民和芬太尼危机（或其他） 中国四年来一直没有履行其农产品采购承诺。如果我的任命获得确认，下周 我将开始敦促他们恢复采购 ，之后我将与特朗普总统商讨是否需要制定 弥补条款 。 | 关税属于表象，是为了完成制造业回流、贸易平衡和定向议题解决的工具箱 当选后整体内阁继续农业贸易的促进 |
| 2025/1/27 | 特朗普 | 对外国生产的“计算机芯片、半导体和药品征收关税，以将 生产转移回美国 ”，政府本可以通过威胁征收关税而不是给予 补贴来让企业回流美国 | |
| 2025/2/7 | 贝森特 (美国财长) | 特朗普的关税计划主要是为了将制造业带回美国，还特别提到医疗用品和造船业是重点关注行业，称特朗普 针对不同的关税采取不同的策略 ，指出特朗普近期对哥伦比亚、墨西哥和加拿大等国发出的关税威胁，旨在确保这些政府在移民等非贸易问题上采取行动，这些行动的目的不是为了增加收入，而是 推动在这些目标国家出现一些变化 。总体而言，关税的重点是 帮助美国重建关键领域的制造业 ，这应该会增加企业收入，并最终导致关税收入本身的下降 | 进一步阐述当前关税策略的目的 |

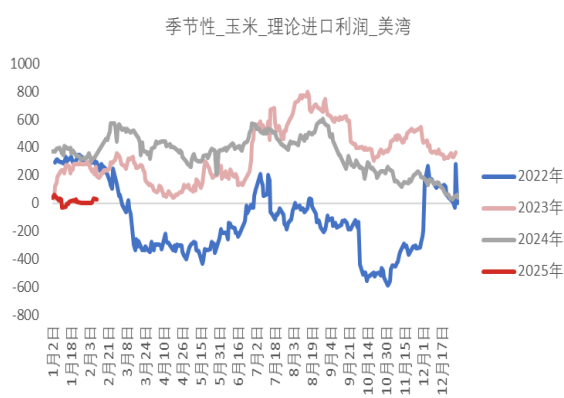
来源：中信建投期货整理

图 2：美西玉米理论进口利润（元/吨）



来源：钢联，中信建投期货整理

图 3：美湾玉米理论进口利润（元/吨）



来源：钢联，中信建投期货整理

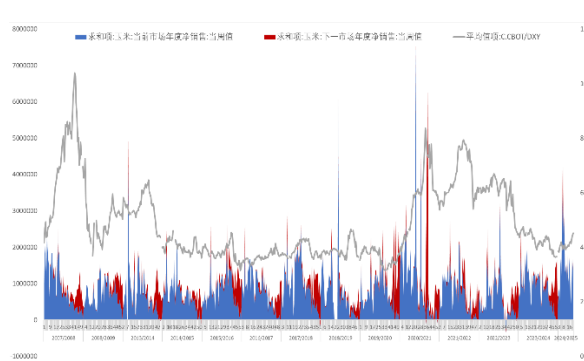
短期美国宏观经济数据也表现利于加息：根据 7 号公布的美国失业率来看，4.1%也高出了市场普遍预期 0.1%。考虑到新任政府对于非法移民的驱赶政策落地，短期将有更多非移劳动退出劳动力市场，如果在后续的调查中，对于非移的采样增加，这将进一步推高失业水平，并迫使雇主提高雇员时薪完成生产和服务，最终实现失业率上升+通胀上行的降息局面，这也将超过当前市场对 3 月美国央行高达 93%的不降息的预期。降息将会推高玉米价格，因为在巴西二茬玉米上市之前，作为主要出口的美玉米将在弱美元的加持下进一步扩大销售，完成涨价去库存。

图 4：美国失业率低于市场预期（%）



来源：BIS，中信建投期货整理

图 5：过往经验表明，弱美元可带来玉米强出口



来源：USDA，中信建投期货整理

巴西二茬玉米也并不能百分百保障未来全球的供应。一方面本年度巴西大豆收获时间偏慢，推迟了二茬玉米的播种进度，在拉尼娜的背景下，很容易在 4-5 月的授粉期遭遇干旱，在后期天气翻牌之前，对于南美市场维持偏紧张的状态。除此之外，上市时间波动在 6-8 月，加上 40 天的船期，到货普遍在四季度，这个时间点容易很国内新粮上市冲突，以何种方式何种时间进入市场更多在于调节政策的作用。

图 6：拉尼娜（蓝）和厄尔尼诺（红）年份巴西减产

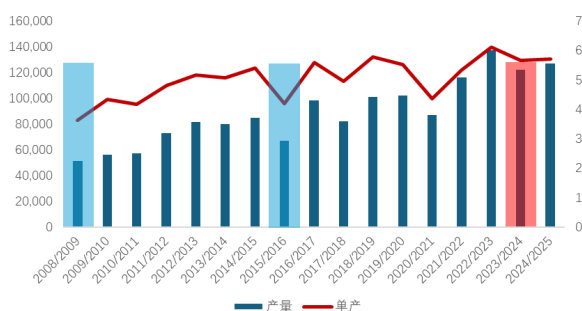
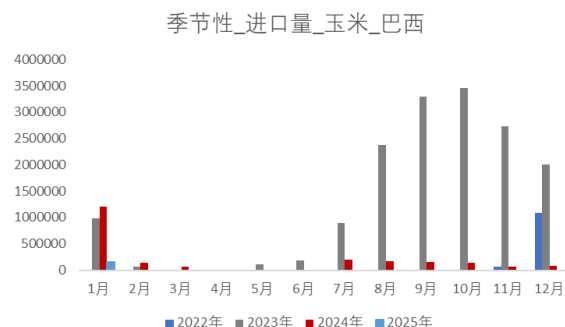


图 7：巴西出口主要集中在三、四季度



来源：CONAB，中信建投期货整理

来源：巴西海关，中信建投期货整理

除了上述因素以外，此前市场对于农产品低估值的配置逻辑、以及玉米进口减少带来的年度平衡表偏紧的逻辑也是当前多头强势的主要原因。

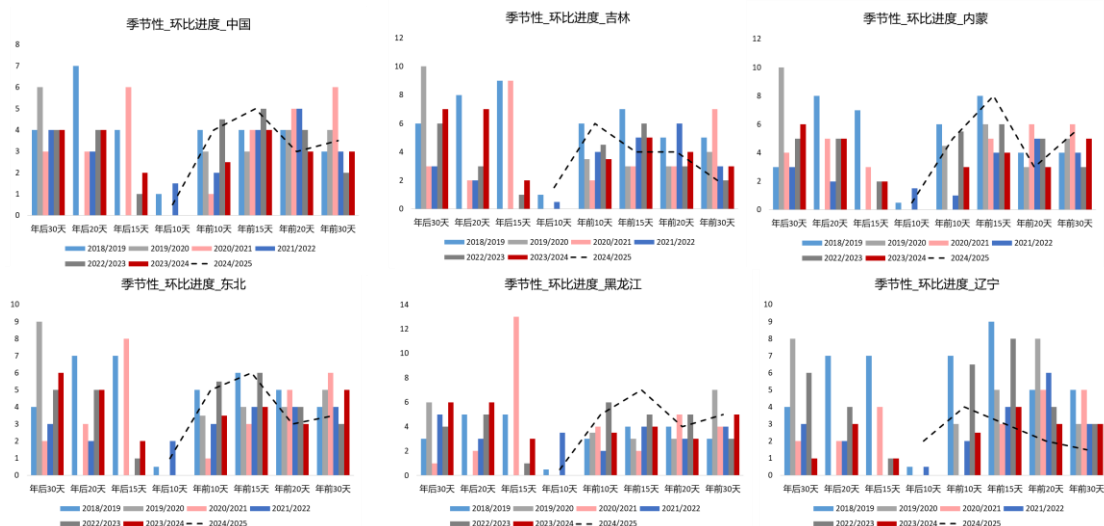
在宏观视角的基础上，本市场年度的供应更多要靠国内玉米来解决，这样看也实现了保供和保障农民售粮的调控目的。当前的中观环境更多靠调节端发力。相比于往年，本市场年度相关机构向公众沟通的频度提升，内容也是逐层释放，实现了对市场主体的预期管理。本市场年度产地贸易商也相对积极向国储送粮，伴随着本市场年度初期价格不断下移的情况下，可以看到东北产地春节前售粮进度同比较快，也存在对价格的进一步支撑。

图 8：调节端在 24-25 市场年度强化了预期管理

| 时间 | 事件 | 主力合约价格变化 |
|------------|---------------------------|-------------|
| 2024年10月上旬 | 东北调节性收购，计划增储1000万吨 | 2105-2225 |
| 2024年11月下旬 | 大型储备国企集中公布增储消息 | 2035止跌反弹 |
| 2024年12月下旬 | 大型储备国企新一轮增储消息公布 | 2160抬升至2240 |
| 2025年1月中旬 | 粮食主管单位召开大型涉粮企业玉米大豆收购工作座谈会 | 2220抬升至2280 |
| 2025年2月3日 | 大型储备国企计划春节后新增一批收储库点 | 节后继续涨至2309 |

来源：中信建投期货整理

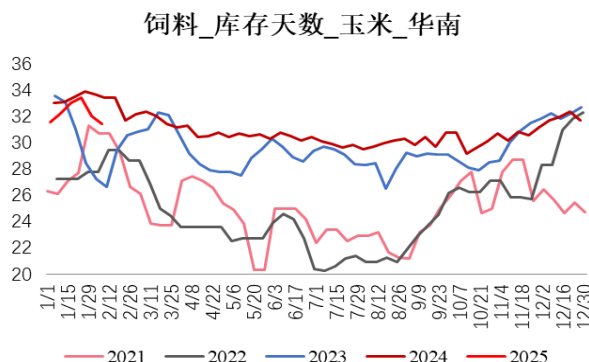
图 9：东北今年售粮进度较快



来源：钢联，中信建投期货整理

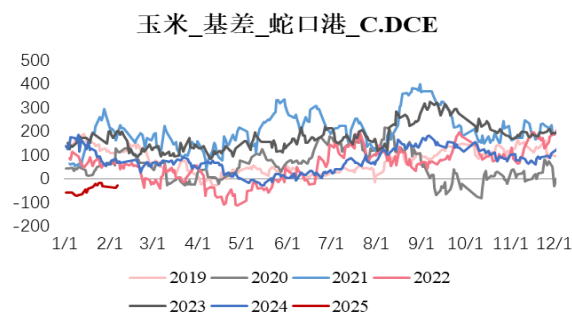
微观层面可以看到东北由于上市初期的粮质问题，上游种植端并未明显惜售意向，中下游对此的态度更为乐观，低价激励了中下游主体的补库动作，所以可以看到 9-10 月的下游补库，也能看到 12-1 月初渠道和终端库存不断高企的现象。从思路上看，上市初期空间价差打开，低价收购现货可以赚取利润，后期价格预期上行之后，盘面套保利润也已经出现，对于贸易商来说涨价不是一件坏事。而对于终端企业来说，原料库存均接近安全水平，如果贸易商在当前的环境下进行套保很可能出现基差亏损的情况，对于部分考虑基差采购的终端企业来说，低基差也可以帮助锁定远期成本，或者即使涨价刚补采购也维持同业平均成本，所以对于下游而言，涨价也不亏。

图 10：销区节后库存天数高于去年节后



来源：钢联，中信建投期货整理

图 11：销区基差处于相对低位



来源：钢联，中信建投期货整理

不过仍需要注意供需端的一些问题，这也是本年度我们强调节奏的关键。

二、隐忧的暗线——信心和基本面回望

是不是说在当前一片大好的环境下没有潜在风险，我们仍需要回到微观进行观察。

首先值得注意的是售粮进度，机构的整体数据说明部分省份存在销售加快的情况，我们也通过基层调研剖析快的区域和快的原因，华北以及黄淮地区可以看到的是，售粮进度的快慢和该地区减产程度以及粮食质量有一定关联。对于本市场年度减产比较严重的地区，例如豫南及部分豫东区域，单产减幅达到一半或者 2/3 的产区，农民普遍没有惜售情绪，进度较快。还有一些产量减产在 1/3 以内的地区，因为该区域临近终端工厂，叠加粮食水分偏大不易保管的区域，售粮进度也会较往年偏快一些，比喻冀中南和鲁西北一带。惜售的地区呈现了如下特点，一个是单产减幅不严重，10%以内，或者是调研样本存在差异（农民与粮点口径偏差较大），这样的区域多出现以简易仓储设备囤货粮的情况，仓储形式不一，有的以棒子形式存于楼子中，有的脱粒晒干（14 个水以内）后存于容器内。而这些囤粮基层主体对于价格要求较高，落价区间销售意愿不大，普遍希望收购价可以来到 1 块以上，以这样的成本送到周边工厂，成本至少增加 100 元/吨，从目前山东深加工的整体收购价格来看，目前勉强达到部分基层售粮主体的价格预期。综合来看，当前进度并没有出现远超预期的过快情况。

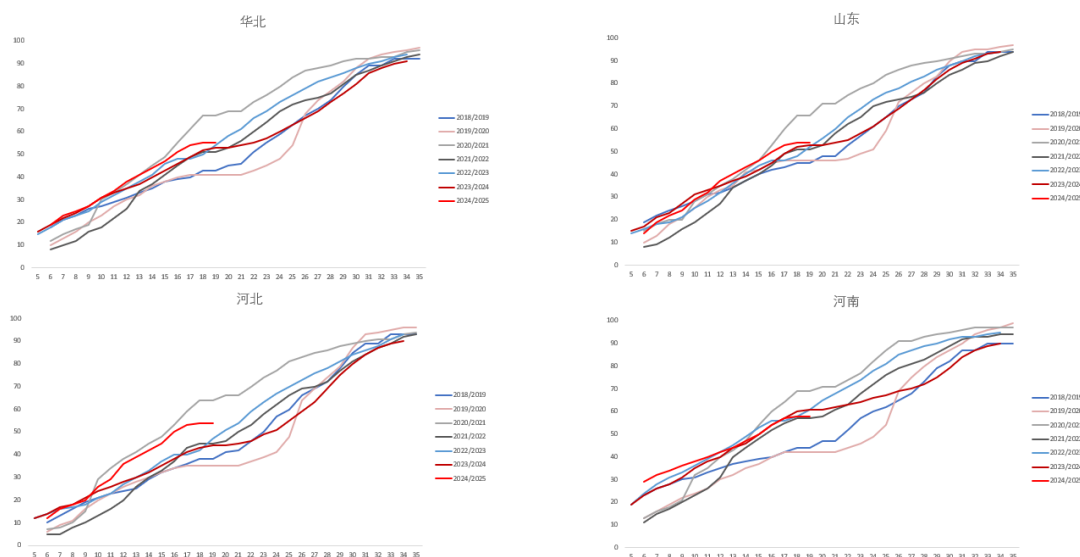
在当前的成品供需相对中性的现状下，企业对玉米的需求表现为相对宽松：从原料使用天数来看，全国表现为略高于同期，超过物流受限的 21 年和复苏预期的 22 年，分区域来看，东北小幅宽松，河北山东高于近 4 年同期。考虑到东北自 23 年开始建库节奏相对偏慢，我们认为当前的天数兑现了一部分工厂主动建库的预期。本周开始，东北整体降温，理论上降温也将降低保管难度，改变东北工厂主动建库的意向。

图 12：华北售粮进度快慢有别

| 市 | 定性 | 占各省产量占比 | 平均差值 | 速度差值 |
|----|----|---------|------|------|
| JD | 快 | 11% | 26% | 8.6% |
| JT | 快 | 11% | | |
| JE | 中 | 11% | | |
| YE | 快 | 6.50% | 7% | 5.3% |
| YH | 快 | 3.20% | | |
| YB | 中 | 4.70% | | |
| YR | 快 | 12.20% | | |
| YJ | 快 | 4% | | |
| YN | 中 | 11.40% | | |
| YK | 慢 | 4% | | |
| YA | 慢 | 3.40% | | |
| YP | 慢 | 14.10% | 33% | 8% |
| YQ | 中 | 11.30% | | |
| LN | 快 | 13.2% | | |
| LP | 快 | 10.1% | | |

来源：中信建投期货基层调研

图 13：华北售粮进度仍未超预期



来源：钢联，中信建投期货整理

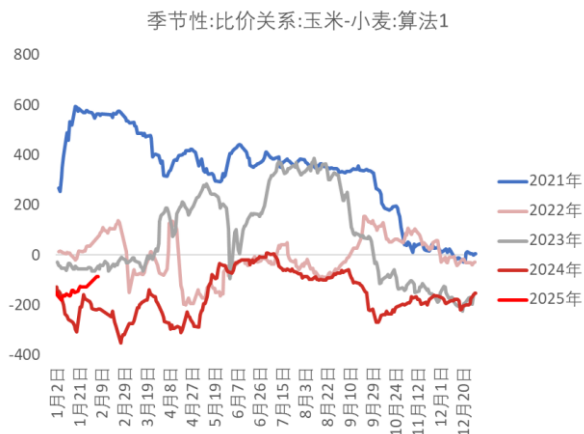
东北方面，售粮进度因为粮质原因和减产原因销售过快，但也需要考虑产地隐性库存问题。这一点和产地调节收购有一定关联，因为渠道原因，分布在东北产区的烘干塔或者粮贸商无法通过发运到港口/销区产地变现，所以销售至储备库属于一个相对稳健的空间套利选择，而考虑到本年度收购标准兼顾了毒素指标，这对于今年的东北玉米来说也属于优中选优的状态，掐尖效应下，仍有部分粮不能入库但也适合流通，这样的环境也带来了潜在产地库存的增长，并未完全外流至产区外，也就是说，不光在港口存在显性库存，产地也存在隐性库存的情况。

最后综合我们对本年度的产量估计，本年度减产幅度有限的情况下，余粮并未出现显著的下滑态势，至少没有达到恐慌性缺粮的程度，更多是低价效应+“越涨越不卖”的正反馈机制作用。

另外从当前的市场环境下，并没有出现一货难求的情况，至少从港口去库情况来看，仍处于震荡水平。销区价格表现为跟涨，但是提货量在节前仍属于高位震荡，节后也并没有显著的放量迹象。在这种情况下，贸易主体更多寄希望于盘面的支撑以及下游刚需补库的动作，相对被动的状态，叠加丰厚的交割利润预期，也是当前多空博弈激烈的主要原因。

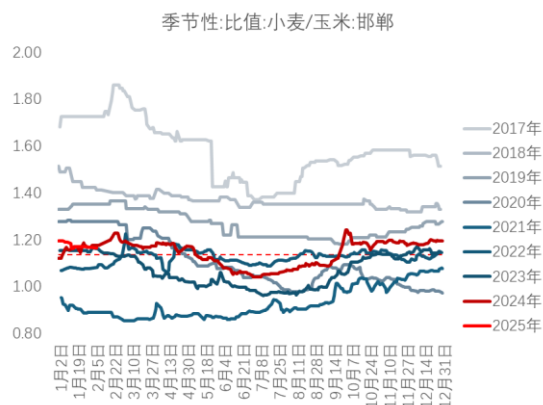
中长期来看，涨幅还受到未来小麦供应的影响，尤其是在华北降雪过后，至少降低了一定程度的减产预期。从供需角度来看，稳定的供应+减少的制粉需求和饲用需求，小麦需要一个继续被消费的契机。

图 14：小麦性价比因豆粕价格上涨而提升



来源：钢联，中信建投期货整理

图 15：华北小麦/玉米比价关系也接近于替代区间



来源：钢联，中信建投期货整理

在这种多空交织的环境下，我们需要建立一种机制厘清上述矛盾的主次关系。

三、如何辨析当下牛熊——信息流的作用机制

我们认为当前市场的强势是基于宏观+中观+微观形成的共振作用，而利空因素仍集中于中微观，所以在逻辑没有被证伪之前，我们很难给出盘面转头向下的结论。从我们的研究框架出发，影响玉米盘面的因素如果按照宏观-中观-微观进行排布，可以看到市场交易主线仍在于宏观有低估值的配置价值以及潜在的通胀逻辑，中观上本年度平衡表因为需求继续增加和进口控制导致供需收紧，有利于价格支撑；微观上虽然目前渠道高库存和替代谷物的压力存在，但是目前低估值环境给到中下游相对乐观的购销情绪，回踩的程度侧面反映出短期不能证伪宏观和中观的利多趋势。

图 16：短期基本面利空难以证伪其他层面的利多

| 维度 | 利多 | 利空 |
|----|---|--|
| 宏观 | 1. 宏观不确定性和通胀预期 2. 农产品低估值配置逻辑 3. 现有框架下年度平衡表的偏紧预期 | 1. 中美贸易协议在农产品领域的落地 |
| 中观 | 1. 保障农民卖粮的窗口期 2. 进口谷物进口限制 3. 调节端的预期管理 | 1. 产业相比利润更重视现金流 2. 进口玉米/饲用稻谷的拍卖 3. 进口放开 4. 小麦饲用 |
| 微观 | 1. 渠道主体逢低抄底的心理和行动 2. 刚需补库，市场一起涨价也不亏 | 1. 渠道显性+隐性库存的累积 2. 下游库存天数处于安全水平 3. “越涨越不卖”形成的隐性库存 |

来源：中信建投期货整理

四、可能的策略评估

考虑到调节端仍有预期管理的可能性和发布时间的不确定性，无法把控小节奏下，价差策略优于单边策略。

3-5 正套策略利于短期的落地，一方面是低基差环境下，交割利润的丰厚利于空头加注远月套保，另一方面不断累积的仓单隐含了强制注销合约上交割库容的问题。

长期看，目前在无法证伪平衡表紧张的长期逻辑下，只要售粮进度继续加快，后续供应将进一步面临不足的局面，尤其考虑到 5-6 月小麦上市的调控窗口期，利多将会进一步利好 contango 结构在远端走牛。

关于 05 合约，兼具了最大流动性和最大套保盘的属性，多空博弈下，双方的博弈也将维持高强度的局面，震荡将成为该合约的主要交易重点，针对关键压力/支撑位的期货/期权交易将成为在高烈度博弈下的稳健操作，例如 2260-2270 附近形成阻力以及 2300-2310 形成的基本面+技术关键压力位。

淀粉需要考虑到短期豆粕价格上涨对于副产品的利好，短期现金流的回收将进一步提升企业的开机意愿，米粉价差建议关注宽幅走扩当下之后的走缩空间，走缩的基本面线索在于后续淀粉走货下降、订单比例提升，以及淀粉糖的高开机+低利润。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话: 023-86769605

上海分公司

地址: 中国(上海)自由贸易试验区浦电路490号, 世纪大道1589号8楼08-11单元

电话: 021-58301589

济南分公司

地址: 济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话: 0531-85180636

湖南分公司

地址: 长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路112号滨江金融中心C座2127、2128室

电话: 0731-82681681

大连分公司

地址: 大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话: 0411-84806336

河南分公司

地址: 郑州市未来路69号未来大厦2205、2211、1910房, 未来公寓1306、1506、1806房

电话: 0371-65612397

河北分公司

地址: 廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话: 0316-2326908

深圳分公司

地址: 深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话: 0755-33378759

杭州分公司

地址: 浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话: 0571-87380613

宁波分公司

地址: 浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话: 0574-89071681

西安分公司

地址: 陕西省西安市高新区科技路38号林凯国际大厦十九层1905、1906、1907室

电话: 029-85725585

重庆渝北分公司

地址: 重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话: 023-67380500

上海浦东分公司

地址: 中国(上海)自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话: 021-68597013

四川分公司

地址: 成都市武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1801、1802、1803室

电话: 028-62818710

重庆分公司

地址: 重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话: 023-61361140

海南分公司

地址: 海南省海口市龙华区滨海大道77号中环国际广场10层1002号

电话: 0898-68538536

苏州分公司

地址: 苏州市相城区高铁新城南天成路55号相融大厦5层501-1

电话: 0512-65093771

北京朝阳门北大街营业部

地址: 北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话: 010-85282866

江西分公司

地址: 江西省南昌市红谷滩区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼4801A室、4802室

电话: 0791-82082701

广州东风中路营业部

地址: 广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话: 020-28325286

漳州营业部

地址: 福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话: 0596-6161601

安徽分公司

地址: 安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话: 0551-2889767

上海徐汇营业部

地址: 上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话: 021-64040178

湖北分公司

地址: 武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼栋/单元36层3601号02-03室

电话: 027-59909521

南京分公司

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

广州分公司

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间

电话：010-85951101

福州营业部

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公

电话：0591-83625596

方顿物产（重庆）有限公司

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室

电话：023-86769662

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内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com