

青黄不接依旧 然长期颜色未改

——2024 年玉米半年报

研究员：许晓燕

邮 箱：xuxy@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85238905

从 业 资 格 号：F0255539

投资咨询资格号：Z0002333

报告时间：2024/06/27

观点概述

对于 2023/24 年度陈玉米来说，短期供需面边际是在好转的：供应端持粮主体惜售情绪较浓；需求端，饲用需求边际好转，深加工有旺季预期，补库需求持续存在，东北深加工原料库存偏紧；替代品来看，短期处于利空出尽的状态，小麦价格触底回升。中期上涨行情的关键仍在于最终“青黄不接”能不能兑现，暂以季节性上涨看待，但要谨防预期落空。

对于 2024/25 新市场年度来说，国内玉米产量预计继续增加，供需仍处宽松格局，1 月合约是新季玉米集中上市的主力合约，出现季节性下跌过程的概率很高。同时从估值端去看，新玉米种植成本有望明显下降，同时倒挂过大的内外价差也有修复需求，目前 C2501 价格高估。

风险关注

小麦替代规模；政策粮拍卖量价；新季玉米生长形势及天气炒作；宏观影响

一、行情回顾

图 1 连盘黄玉米加权日度走势



数据来源：博易大师、国海良时期货研究所

- 去年 10 月份开始，随着 2023/24 年度新季玉米的集中上市，玉米价格开始下跌。玉米丰产的同时，供需宽松格局下，收购主体迟迟没有大规模入市收购，使得玉米价格跌速较快，跌幅较大。
- 1 月 11 号，中储粮发布了在东北等玉米主产区增加玉米储备收购的计划，是自 2016 年玉米取消最低收购价保护后，7 年时间里首次发布增储计划。消息公布之后，盘面快速反弹。
- 中储粮首批增储落地的价格随行就市，质量要求较高，收购量有限，力度不及市场预期，玉米价格重回下跌并创出新低。
- 春节过后，中储粮在继续公布增储计划的同时，带动头部集团开始入市，玉米价格迎来真正的大幅反弹。
- 但政策只能托底，国产玉米自身供应增加，需求疲弱的问题仍未能解决，3-5 月玉米期价维持 2400-2500 区间震荡态势。

二、基本面分析

（一）2023/24 陈玉米的“青黄不接”能否兑现

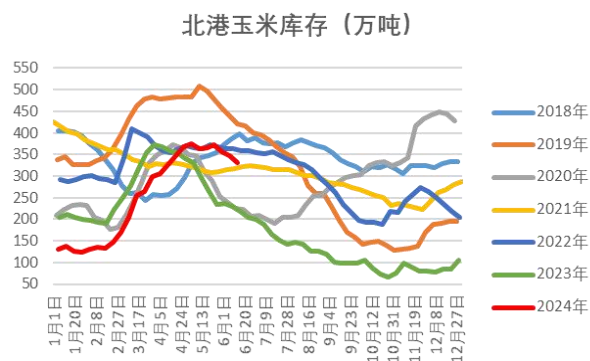
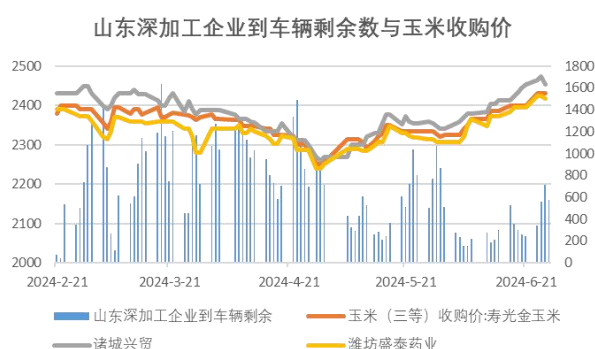
1. 陈玉米进入余粮消耗期 库存同比高位

5 月中旬东北地区农户售粮进度已完成 95%，华北地区因为增产及弱需求，收粮进度较慢，但截至 5 月底也已超过 9 成，农户端售粮基本结束。从数据上看，北方港口集港回落至低位水平，而山东企业

深加工到车辆大幅下降，进入6月份之后，到车辆持续处于200-300辆/天的情况，使得企业开始上调收购价格。陈玉米货权转移至贸易商主体，一方面，陈玉米的持有成本不断增加，另一方面，在青黄不接预期下，目前贸易商挺价惜售的心理较强，这也是6月以来玉米现货价格保持坚挺走势的主要原因之一。

图2 山东深加工企业到车辆剩余数（辆）

图3 北方港口玉米库存（万吨）



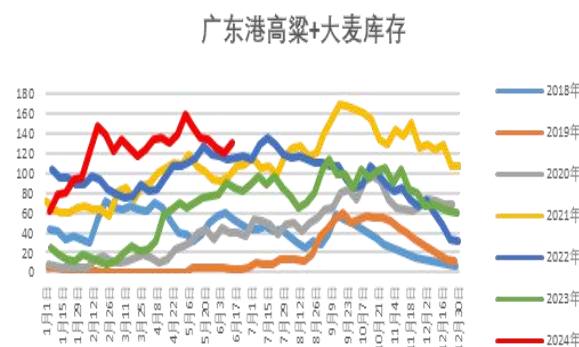
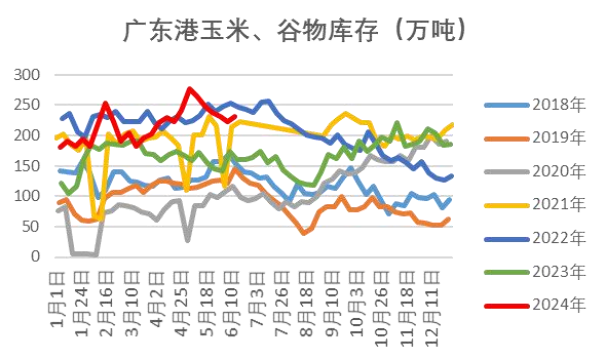
数据来源：Ifind、国海良时期货研究所

数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

在新玉米上市前，国内玉米市场将主要依靠贸易库存供应，而当前整体玉米、谷物库存是处在高位水平的。北港库存高位有所回落后，仍在300万吨以上，大幅高于去年同期，处往年同期高位水平。南港谷物总库存高位，替代品库存高位。后续关注去库情况，若去库进展不快，将降低“青黄不接”发生的概率，或者抑制价格涨幅。

图4 广东港玉米、谷物库存（万吨）

图5 广东港高粱+大麦库存（万吨）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

2. 需求端逐步恢复

(1) 深加工需求先抑后扬

5月份以来，玉米深加工企业开机率较4月份高点水平已有所回落。从季节性上看，因停机检修等原因，8月中旬以前深加工企业开机率仍有季节性走低的过程，但随后将开启持续上行，直至进入年内最旺阶段的过程。另一方面，目前深加工企业加工亏损较为严重，除山东地区淀粉企业大致盈亏平衡

外，东北地区淀粉企业加工亏损扩大，黑龙江淀粉加工利润-136 元/吨，酒精企业加工亏损更大，黑龙江、吉林酒精企业加工利润都在-500 元/吨左右。从加工亏损角度看，今年检修季的停机比例不会低于正常水平。因此深加工企业玉米用量方面现实端驱动向下，但中长期仍有旺季预期。

深加工企业玉米原料库存处中性略偏高水平，但区域分化较大。华北、山东地区深加工企业库存同比高位，供应相对充足，但东北地区企业原料库存偏紧，黑龙江尤为紧张。今年从深加工玉米消耗量来看一直保持着 5% 以上的同比增幅，但黑龙江地区当前玉米原料库存绝对值处正常均值水平，因而从库存可用天数来看，明显偏紧。这加大了结构性行情的可能，同时要注意，相对华北地区，东北地区现货价格对盘面定价的影响程度更大。

图 6 主要深加工企业周度玉米用量（万吨）

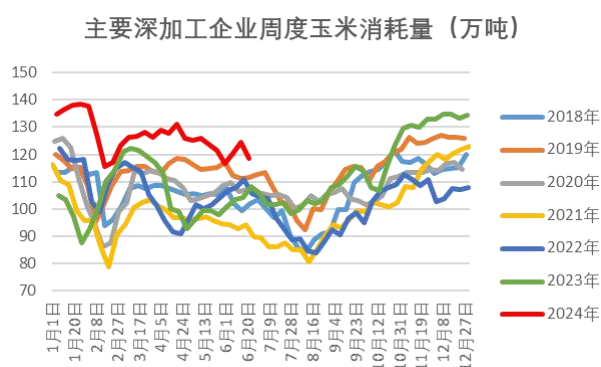
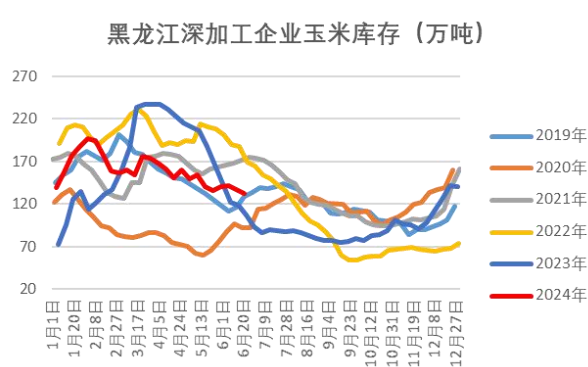


图 7 黑龙江深加工企业玉米库存（万吨）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 8 玉米淀粉企业加工利润（元/吨）

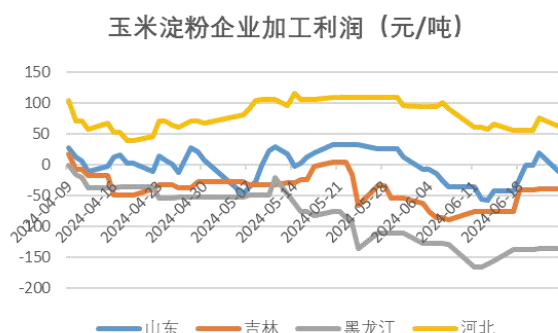
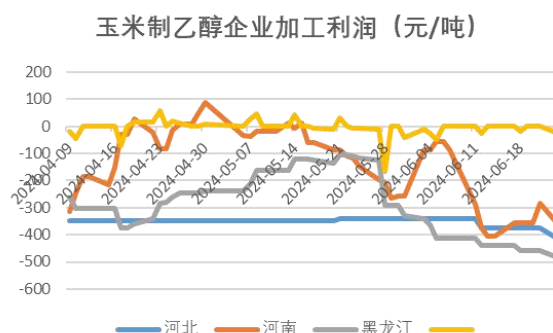


图 9 燃料酒精企业加工利润（元/吨）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

（2）二育入场超预期，饲料需求逐步恢复

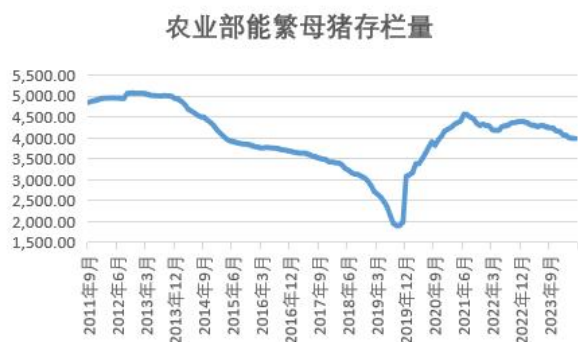
根据能繁母猪存栏数量，结合样本点的生产性能数据推算，自 6 月份开始，生猪存栏量逐月环比增加。出栏体重看，由于市场此前出现二三季度生猪供应阶段性收缩的一致性预期，导致 4 月过后二育群体开始集中入场补栏，且持续性超预期，生猪出栏均重出现逆季节性走高。另外，二育的持续入场造成短期供应收紧，现货价格上涨，带动生猪养殖利润回到正常猪周期的偏高水平。综上，猪料需

求预计将持续恢复。

禽料方面，样本点鸭存栏仍处增加态势，5 月肉鸡、蛋鸡存栏数据继续环比增加。此前一度降至 500 天以下的淘鸡日龄和周度淘汰鸡出栏量数据，随着近期鸡蛋价格的反弹止跌回升。禽料需求方面同样是继续边际好转的格局。

从饲料企业原料补库需求来看，一方面当前库存水平高于去年同期，并不算低，另外还是充足的替代品格局，因此预计主动加大补库力度的可能性不高，随用随采为主。

图 10 农业部能繁母猪存栏量（万头）



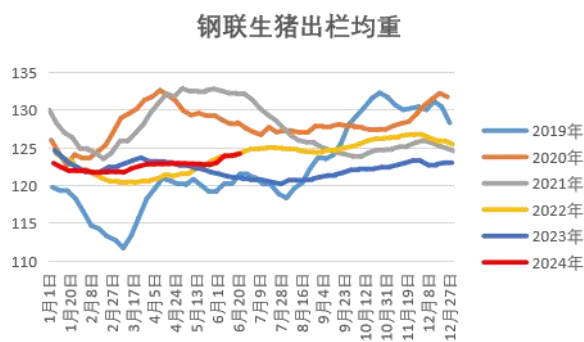
数据来源：农业部、国海良时期货研究所

图 11 生猪月度存栏量变化预测



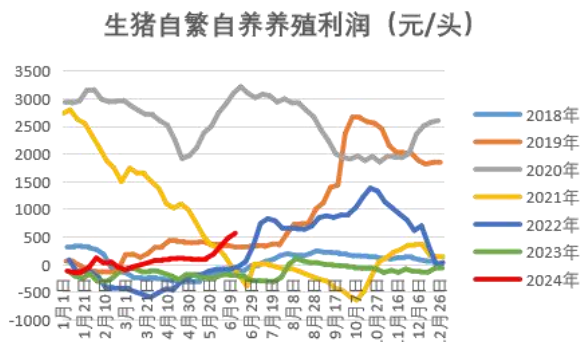
数据来源：涌益咨询、农业部、国海良时期货研究所

图 12 样本点生猪出栏均重（公斤/头）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 13 生猪自繁自养养殖利润（元/头）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

3. 替代品压力短期边际好转，后期仍大

(1) 国产新季小麦

今年新季小麦质量、产量优于去年。河南小麦产量稳中略增，预计总产量在 3750 万吨左右，增幅 4%。新小麦上市以来，价格持续下跌，直至中储粮增储落地后，市场购销信心得以提振。中储粮各地直属库持续增储以及基层挺价惜售情绪影响下，小麦价格逐步止跌企稳，局部开始反弹上涨。但整体来看，新小麦粮源充足，需求持续低迷，只能靠政策收储托底，而没有上行驱动。预计华北地区小麦价格围绕政策收储 1.2-1.25 元/斤左右的水平底部震荡为主。

因此，短期来看，小麦利空对玉米的负面影响边际好转，但中期仍需要继续跟踪替代规模，是影响陈玉米“青黄不接”能否兑现的重要变量之一。

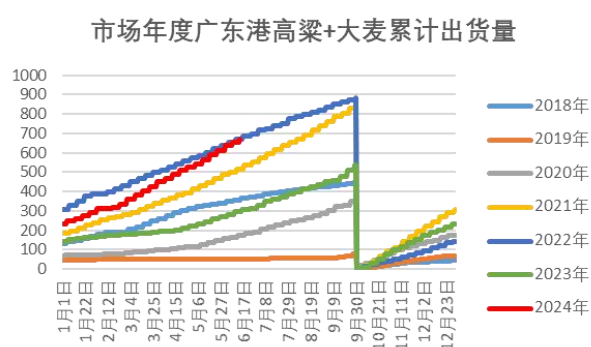
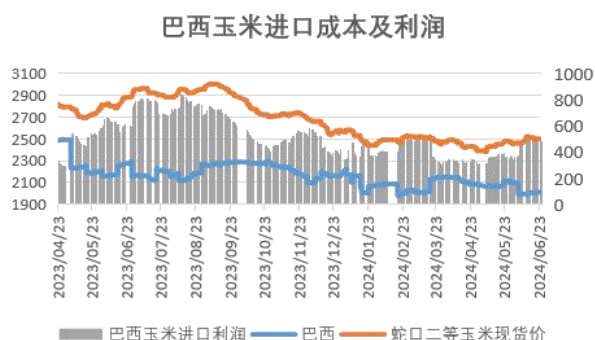
(2) 进口玉米及替代品

海关总署公布的最新月度统计数据显示，2024 年 5 月份玉米进口量为 105 万吨，低于 4 月份的 118 万吨，同比减少 36.8%。今年头 5 个月的进口总量为 1013 万吨，同比减少 0.5%。5 月份大麦进口量为 161 万吨，和 4 月份持平，同比增长 26.4%。1-5 月的进口总量为 766 万吨，同比增长 93.0%。5 月份高粱进口量为 67 万吨，低于 4 月份的 81 万吨，同比增长 2.4%。1-5 月的进口总量为 365 万吨，同比增长 122.4%。截至目前，2023/24 市场年度玉米累计进口量已经超过上一年度全年水平，而大麦累积进口量同比翻倍。当前南方港口高粱、大麦库存虽高位有所回落，但已然是同比新高水平。

而从进口替代价格来看，随着美盘玉米价格的回落，进口玉米到港成本再度回落，玉米进口利润重新扩至 400+元/吨水平，巴西玉米进口利润 480 元/吨。进口大麦到港成本同样持续保持着相对南港玉米的低价优势。

图 14 巴西玉米进口成本（元/吨）

图 15 市场年度广东港高粱+大麦累计出货（万吨）



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

(3) 政策粮拍卖

进口玉米拍卖已经重启，考虑到超期进口储备玉米轮换的问题，需要提防进口玉米拍卖量的进一步扩大，尤其在现货价格走强之时。

另外要关注稻谷拍卖的时间和底价变化。有市场预期稻谷拍卖将在 7 月中下旬重启，同时底价有较大幅度下调的可能。

4. 小结

三季度是传统的青黄不接时期，在持粮主体惜售及需求端边际好转的情况下，暂以季节性走强判断。但也要看到当前显性库存高位，替代品充足的不利因素，谨防预期落空的可能，或者抑制上涨行情的力度与幅度。

后续重点关注贸易去库速度，小麦替代量的累积变化，提防政策粮拍卖利空超预期的可能性，以及持粮主体的心理变化。

（二）2024/25 新玉米供需延续宽松格局

1. 美玉米库销比继续维持宽松格局

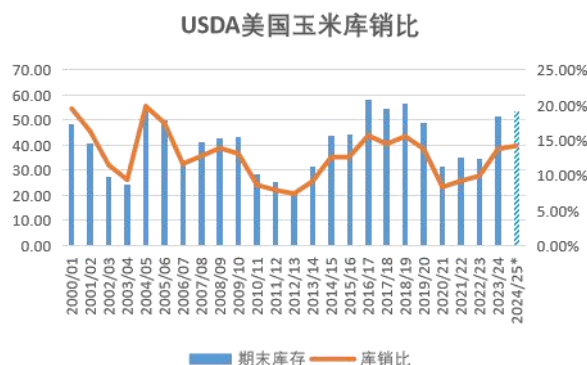
美国农业部 6 月供需报告预估，2024/25 年度美玉米库销比继续环比升高。其中需要注意的分项数据是单产、出口量的预估。6 月报告给出的依旧是趋势单产，显著高于前两年的最终单产，因此是存在下修可能的。出口方面，2023/24 年度美玉米出口有较好表现，而新年度巴西、阿根廷、乌克兰等主产国玉米出口数量目前都是同比调减的，那么美玉米出口有没有进一步上调的可能？

当然，美玉米库销比下调，并不意味着转紧张，新年度美玉米依旧延续供需宽松格局，预计围绕成本线低位震荡为主。

表 1 USDA 美玉米供需平衡表

图 16 USDA 美玉米库销比

USDA 美国玉米供需平衡表 2024-06									
	2022/23	2023/24			2024/25			年度变化	
播种面积	882	94.6	94.6		90	90		-4.6	
收获面积	78.7	86.5	86.5		82.1	82.1		-4.4	
单产	173.4	177.3	177.3		181	181		3.7	
期初库存	34.98	34.55	34.55		51.36	51.36		16.81	
产量	346.74	389.69	389.69		377.46	377.46		-12.23	
进口	0.98	0.64	0.64		0.64	0.64			
总供应	347.72	390.33	390.33		378.1	378.1		-12.23	
饲料消费	139.36	144.79	144.79		146.06	146.06		1.27	
国内消费总计	305.95	318.91	318.91		320.18	320.18		1.27	
出口	42.2	54.61	54.61		55.88	55.88		1.27	
总使用量	348.15	373.52	373.52		376.06	376.06		2.54	
期末库存	34.55	51.36	51.36		53.39	53.39		2.03	
库销比	9.92	13.75	13.75		14.20	14.20		0.45	
农场价格	美元/蒲	6.54	4.65	4.65	4.4	4.4		-0.25	



数据来源：USDA、国海良时期货研究所

数据来源：USDA、国海良时期货研究所

2. 国内新季玉米持增产预期

根据农业农村部 6 月供需报告预估，2024/25 年度新玉米播种面积继续小幅增加至 44886 千公顷，单产继续提升至 6617 公斤/公顷，产量预计 2.97 亿吨，同比继续增长 2.83%。国内玉米年度缺口进一步缩小，对内外替代品需求下降。若国产玉米对替代品价差不能回到合理区间，使得类似今年大量进口低价玉米、大麦的情况再现，新年度国内玉米供应压力仍大。

三、估值分析

（一）2024/25 新季玉米种植成本大幅下降

新季种植成本显著下降，从播种期调研数据看，黑龙江平均降 2000 元/公顷，吉林平均降 3000 元/公顷。东北地区按单产 9 吨/公顷计算，新玉米种植成本至少下降 222 元/吨，即折合连盘交割成本 2250 元/吨。

按照 2021 年（国内玉米供需最为紧缺的年份）的利润水平测算，黑吉辽平均收益 130 元/亩，单产 9 吨/公顷计算，平均利润 217 元/吨。2400 元/吨以上的 C2501 合约价格，意味着超过 150 元/吨的种植利润。而新年度国内玉米供需格局必然不会是紧缺的，因此从种植利润角度看，目前的 C2501 合约

估值过高。

表 2 东北玉米种植利润（元/亩）

序号	指标名称	农业成本收益情况:玉米... 玉米:种植利润:黑龙江	农业成本收益情况:玉米... 玉米:种植利润:辽宁	农业成本收益情况:玉米... 玉米:种植利润:吉林	农业成本收益情况:玉米... 玉米:种植利润:内蒙古
	频率 单位 指标ID 时间区间	年 元/亩 S018009110 20111231 : 20211231	年 元/亩 S018009109 20111231 : 20211231	年 元/亩 S018009104 20111231 : 20211231	年 元/亩 S018009115 20111231 : 20211231
1	2021	109.01	249.04	29.37	558.71
2	2020	41.17	-15.90	179.03	462.43
3	2019	-143.23	-97.72	-127.36	143.95
4	2018	-113.23	-248.89	-221.91	140.55
5	2017	-166.53	-82.76	-29.99	-3.44
6	2016	-378.56	-329.03	-398.22	-154.87
7	2015	-24.12	-222.84	-181.99	112.98
8	2014	203.30	53.00	-23.29	376.69
9	2013	150.79	161.13	66.58	316.24
10	2012	227.36	267.94	160.06	344.31
11	2011	275.57	266.04	229.97	382.89

数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

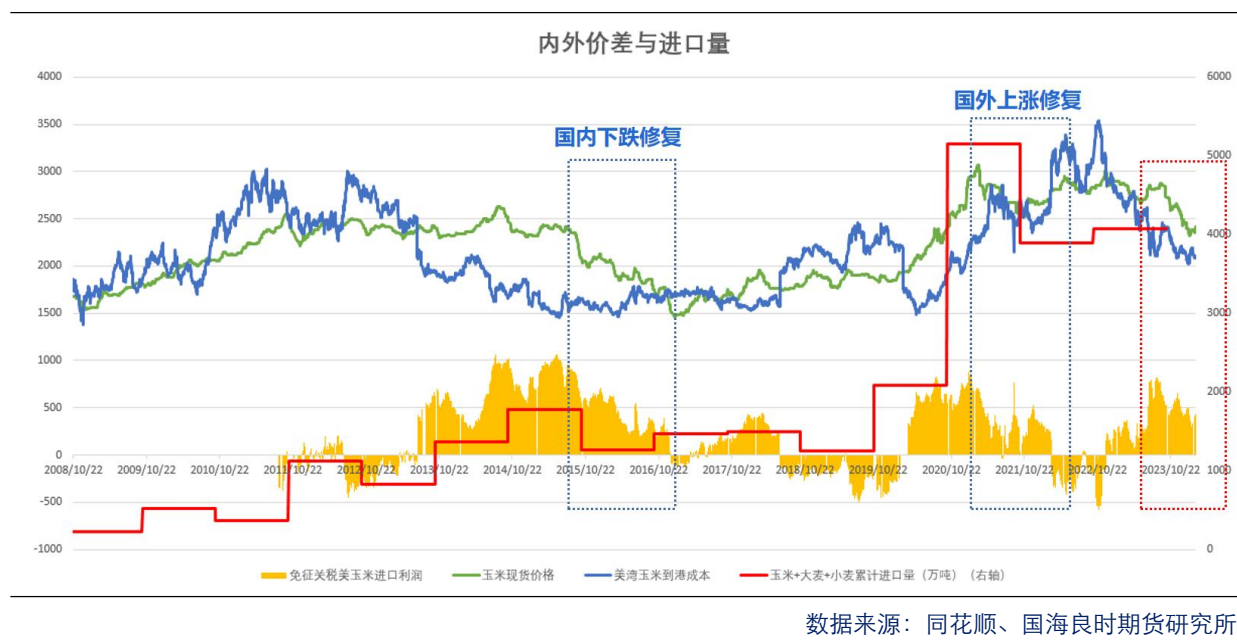
（二）从内外价差看

从长期角度看，过大的内外价差最后都会回归修复：当内外价差持续过大时，进口量大幅增加，于国内供应增加而利空价格，于国外需求增加而利多价格。

在 2015-2016 年的内外价差回归行情中，国际供需持续宽松使得国际粮价持续低位徘徊，最终通过国内玉米价格补跌回落完成修复。在 2020-2021 年的回归行情中，国内供应紧缺加大进口补充，带动国际玉米供需趋紧，从而通过外盘价格上涨来完成修复。

目前，持续的内外价差过大再次出现，在全球供应持续宽松的背景下，预计通过国内价格补跌完成修复的可能性更高。

图 17 玉米内外价差走势与进口量变化



四、总结与策略建议

对于 2023/24 年度陈玉米来说，短期供需面边际是在好转的：供应端持粮主体惜售情绪较浓；需求端，饲用需求边际好转，深加工有旺季预期，补库需求持续存在，东北深加工原料库存偏紧；替代品来看，短期处于利空出尽的状态，小麦价格触底回升。中期上涨行情的关键仍在于最终“青黄不接”能不能兑现，暂以季节性上涨看待，但要重点跟踪几方面变化：小麦饲用替代规模，政策性拍卖会不会有超预期的利空（尤其在现货涨起来之后），新季玉米的生长形势，贸易主体持粮心态的变化。策略上，尝试短多 C2409，或关注 9-1 正套。

对于 2024/25 新市场年度来说，国内玉米产量预计继续增加，供需仍处宽松格局，1 月合约是新季玉米集中上市的主力合约，出现季节性下跌过程的概率很高。同时从估值端去看，新玉米种植成本有望明显下降，同时倒挂过大的内外价差也有修复需求，目前 C2501 价格高估。策略上，关注受 9 月合约带动冲高后的做空机会，尤其对于产业客户来说，逢高卖保，及时锁定种植、贸易利润，或者规避库存贬值风险。

风险关注：小麦替代规模；政策粮拍卖量价；新季玉米生长形势及天气炒作；宏观影响。

【免责声明】

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原本文意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。