

农产品团队

作者：侯芝芳
从业资格证号：F3042058
投资咨询证号：Z0014216
联系方式：010-68578922

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2024年11月30日星期六



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

摘要

玉米期价2024年整体呈现重心下移走势，节奏为“震荡-下跌-震荡”。1-6月份玉米市场整体局面为，利空兑现相对充分，期价的下跌动能减弱，同时市场又出现一些利多情绪扰动，比如春节所带来的购销节奏错配、生猪养殖利润修复、外盘价格回升、基层农户售粮尾声的季节性支撑等，不过这些利多扰动并没有转化为持续利多推动，期价表现震荡整理。7-9月，玉米市场在消费支撑不足以及小麦替代预期增加的影响下，再度转为宽松预期，叠加进口玉米以及定向稻谷拍卖消息、外盘价格回落以及国内新季预期偏乐观，期价表现出明显的回落走势。10-11月，随着新季玉米的收获，产量预期波动幅度下降，不过消费端表现一般，市场进入利空不足，利多有限的局面中，期价表现为区间震荡。展望2025年，玉米市场大背景依然是产业链利润传导不畅所形成的价格压制，也就是说，玉米市场整体偏空局面，还不能算完全扭转，只不过2025年新的市场风险点，可能会造成短期趋势波动，这些风险点包括全球玉米产区天气、国内玉米产区天气以及消费市场的阶段性变化等。基于风险点不出现超预期变化的情况下，玉米价格整体预期延续震荡寻底的走势，波动节奏预期先抑后扬，玉米2501合约波动区间预期2100-2300，玉米2503合约的波动区间预期2050-2250。操作方面对于2501和2503合约建议以逢高做空思路为主，上游贸易企业关注区间上沿的卖保机会。

玉米淀粉期价2024年呈现重心下移的走势，波动趋势与成本玉米期价基本一致，节奏为“震荡-下跌-震荡”。1-6月期价窄幅波动，成本端玉米价格窄幅波动，同时自身供需面相对稳定，市场主要围绕利润良好所带来的供应增量与价格回落所带来的需求增量之间博弈，现货端未表现出明显的分歧，整体价格跟随原料玉米窄幅波动。7-9月期价小幅下跌，原料玉米价格震荡回落，给淀粉市场带来一定压力，同时需求相对淡季，进一步压制价格预期，玉米淀粉期价呈现震荡偏弱波动。10-11月期价震荡整理，原料玉米价格进入窄幅波动，此时玉米淀粉加工企业利润收敛，增加了企业的挺价情绪，淀粉期价表现为震荡整理。展望2025年，玉米淀粉市场继续围绕成本与利润的平衡波动，利润修复所带来的增量预期大于产品价格下移所带来的需求增量，2025年全国玉米淀粉市场预期延续略宽松的态势。玉米淀粉2501合约的运行区间预期为2500-2650，玉米淀粉2503合约的运行区间预期为2480-2680。操作方面，建议对于玉米淀粉2501合约和玉米淀粉2503合约维持逢高做空思路，上游贸易企业关注区间上沿的卖保机会。

玉米：保“成本”还是保“利润” 期价反转时机仍未到

-2024年玉米及玉米淀粉市场回顾与2025年展望

| | |
|--|----|
| 第一部分玉米市场长期走势与2024年行情回顾 | 4 |
| 一、长期历史回顾..... | 4 |
| 二、2024年期货行情总结 | 5 |
| 三、2024年现货行情总结 | 6 |
| 四、期货成交与持仓情况 | 6 |
| 第二部分玉米淀粉长期走势与2024年行情回顾 | 7 |
| 一、长期历史回顾..... | 7 |
| 二、2024年期货行情总结 | 8 |
| 三、2024年现货行情总结 | 8 |
| 四、期货成交与持仓情况 | 9 |
| 第三部分玉米市场基本面分析 | 10 |
| 一、供应市场分析..... | 10 |
| （一）本年度延续高产局面 粮源释放节奏为后期关注重点 | 10 |
| （二）新季种植面积预期变化有限 转基因商业化提振玉米单产 | 11 |
| （三）进口量预期收敛 量端压力将有所下降..... | 12 |
| 二、需求市场分析..... | 13 |
| （一）养殖产业困局延续VS其他谷物替代预期下降 饲用消费边际驱动仍然趋弱 | 13 |
| （二）工业消费总量预期继续稳定 利润波动构成边际变化 | 16 |
| 三、供需平衡表分析 | 17 |
| 第四部分玉米淀粉市场基本面 | 18 |
| 一、供应市场分析-利润修复预期下产量同比增长..... | 18 |
| 二、需求市场分析-性价比提升预期下需求量同比增长..... | 18 |
| 三、供需平衡表分析 | 19 |
| 第五部分套利机会分析..... | 19 |
| 一、跨品种套利 | 20 |
| 二、玉米跨期套利..... | 20 |
| 第六部分季节性分析与展望..... | 21 |
| 一、玉米指数价格季节性分析 | 21 |
| 二、玉米淀粉指数价格季节性分析 | 21 |
| 三、玉米市场观点总结及操作建议 | 22 |
| 四、玉米淀粉市场观点总结及操作建议 | 22 |
| 第七部分期权市场分析与操作策略 | 23 |
| 一、玉米期权市场情况..... | 23 |
| 二、期权操作策略..... | 24 |
| 三、玉米淀粉期权市场情况..... | 24 |
| 四、玉米淀粉期权操作策略..... | 25 |
| 第八部分相关股票涨跌幅 | 25 |

图目录

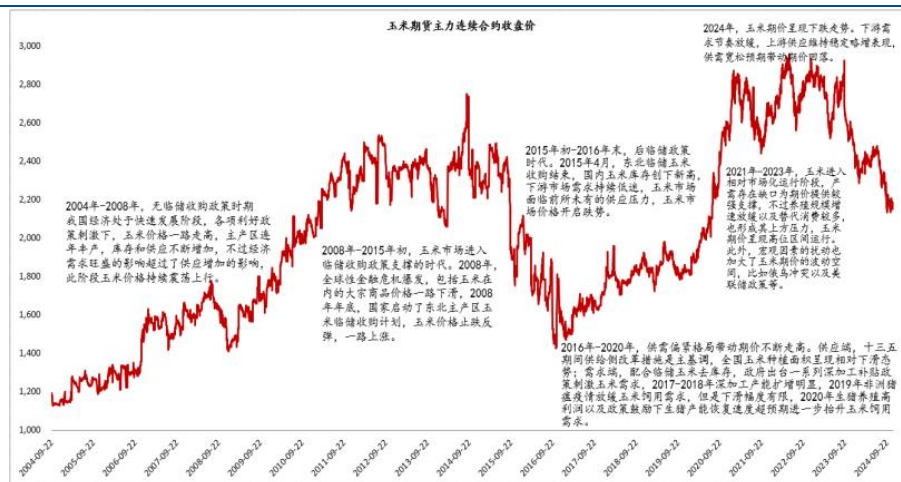
| | |
|-----------------------------|----|
| 图1: 玉米期货行情长期回顾..... | 4 |
| 图2: 2024年玉米期货主连行情回顾..... | 5 |
| 图3: 全国玉米现货均价..... | 6 |
| 图4: 现货价:玉米(国标二等):辽宁:大连..... | 6 |
| 图5: 玉米期货累计成交额..... | 7 |
| 图6: 玉米期货累计成交量..... | 7 |
| 图7: 玉米期货月末持仓量..... | 7 |
| 图8: 玉米淀粉期货长期走势..... | 7 |
| 图9: 2024年玉米淀粉期货行情..... | 8 |
| 图12: 现货价:玉米淀粉:地区均价..... | 9 |
| 图13: 现货价:玉米淀粉:吉林长春..... | 9 |
| 图12: 现货价:玉米淀粉:地区均价..... | 9 |
| 图13: 现货价:玉米淀粉:吉林长春..... | 9 |
| 图14: 玉米淀粉期货成交额..... | 10 |
| 图15: 玉米淀粉期货累计成交量..... | 10 |
| 图16: 玉米淀粉期货月末持仓量..... | 10 |
| 图17: 国内玉米产量..... | 11 |
| 图18: 基层玉米售粮进度..... | 11 |
| 图19: 黑龙江哈尔滨大豆/玉米..... | 12 |
| 图20: 玉米种植面积..... | 12 |
| 图21: 玉米:进口数量:当月值..... | 13 |
| 图22: 能繁母猪存栏量..... | 14 |
| 图23: 生猪累计出栏量..... | 14 |
| 图24: 家禽存栏量..... | 14 |
| 图25: 家禽出栏量..... | 14 |
| 图26: 各个机构对于玉米饲用消费预估..... | 14 |
| 图27: 全国饲料产量累计值..... | 14 |
| 图28: 养殖利润:自繁自养生猪..... | 15 |
| 图29: 养殖利润:外购仔猪..... | 15 |
| 图30: 养殖利润:白羽肉鸡..... | 15 |
| 图31: 养殖利润:817肉杂鸡..... | 15 |
| 图32: 养殖利润:肉鸭..... | 15 |
| 图33: 养殖利润:蛋鸡..... | 15 |
| 图34: 玉米小麦价差..... | 16 |
| 图35: 其他谷物进口量..... | 16 |
| 图36: 全国深加工企业玉米消耗量..... | 17 |
| 图37: 木薯干进口量..... | 17 |
| 图38: 加工利润:玉米淀粉:吉林地区..... | 17 |
| 图39: 加工利润:玉米淀粉:山东地区..... | 17 |
| 图40: 加工利润:玉米酒精:黑龙江地区..... | 17 |
| 图41: 加工利润:玉米酒精:山东地区..... | 17 |
| 图42: 玉米供需平衡表..... | 18 |
| 图43: 玉米淀粉产量..... | 18 |
| 图44: 玉米淀粉提货量..... | 19 |
| 图45: 玉米淀粉供需平衡表..... | 19 |
| 图46: 5月玉米淀粉-玉米..... | 20 |
| 图47: 9月玉米淀粉-玉米..... | 20 |
| 图48: 玉米5-3..... | 20 |
| 图49: 玉米7-5..... | 20 |

| | |
|----------------------------|----|
| 图50: 玉米期货指数季节性分析 | 21 |
| 图51: 玉米淀粉指数季节性分析 | 21 |
| 图52: 玉米主连日K线图 | 22 |
| 图53: 玉米淀粉主连日K线图 | 23 |
| 图54: 玉米期权成交量 | 23 |
| 图55: 玉米期权持仓量 | 23 |
| 图56: 60天历史波动率 | 24 |
| 图57: 加权隐含波动率 | 24 |
| 图58: 玉米淀粉收盘价与期权成交持仓量 | 24 |
| 图59: 玉米淀粉期权认沽认购比率 | 24 |
| 图60: 历史波动率 | 25 |
| 图61: 隐含波动率与历史波动率 | 25 |
| 图62: 玉米相关行业股票涨跌情况 | 25 |

第一部分玉米市场长期走势与2024年行情回顾

一、长期历史回顾

图1：玉米期货行情长期回顾



资料来源：wind，方正中期研究院

2004年9月22日，玉米期货品种在大连商品交易所上市，开启了玉米期货在我国的风雨历程。玉米期货一直是我国农产品期货的主要品种，其价格行情反映了我国玉米现货的供需行情及现货市场的政策变迁，具有较强的借鉴和参考价值。在玉米期货运行的14年中，我们将玉米期货走势分为五个阶段：

第一个阶段，2004年-2008年，无临储收购政策时期。在实施临储收购政策前，我国经济处于快速发展阶段，各行各业迅速发展，各项经济指标一路走高，物价持续上涨，中央及各地方政府给与各部门经济强大的政策支持。农业方面，2004年5月23日，国务院下发《关于进一步深化粮食流通体制改革的意见》，提出“开放收购市场，直接补贴粮农，转化企业机制，维护市场秩序，加强宏观调控”的思路，初步构成了我国现行的粮食（包括玉米）政策框架体系。2006年，中央政府决定取消农业税，极大提高了农户的生产积极性。在各项利好的刺激下，玉米价格一路走高，主产区连年丰产，库存和供应不断增加，不过，在经济需求较为旺盛的时期，玉米市场供需矛盾并不凸显。此阶段玉米价格持续震荡上行，不断创出历史新高，国内玉米市场行情与国外市场行情存在较大的相关性。

第二个阶段，2008年-2015年初，玉米市场进入临储收购政策支撑的时代。2008年，全球性金融危机爆发，中国经济受到波及，在以投资为支撑的经济增长模式下，产能过剩的危机逐步显现，大宗商品价格一路下滑，国家停止了玉米国储拍卖，但仍无法阻止玉米价格的下跌趋势。2008年年底，国家启动了东北主产区玉米临储收购计划，首期收购量达4000万吨，同时，在2009年4万亿经济刺激计划的带动下，玉米价格止跌反弹，一路上涨，2011年玉米指数创下2400元/吨的历史新高。2011年后，我国宏观经济发展再次出现放缓迹象，大宗商品市场进入熊市，多数商品价格承压下行。但是，玉米价格在临储政策支持下获得支撑，玉米指数在2000元/吨以上的区域维持高位震荡。在此阶段，玉米市场显著受到临储收购政策的支撑，在供给面宽松、需求面逐步低迷的情况下，价格依然维持在高位，关内关外玉米价格市场出现倒挂现象，政策面成为影响玉米市场行情的主要因素，而从2012年以后，国内玉米市场与国外玉米市场逐步出现分化，连玉米与美玉米相关性降低。

第三个阶段，2015年初-2016年末，后临储政策时代。2015年4月，2014/2015年度东北临储玉米收购结束，国内玉米库存创下新高，下游市场需求持续低迷，玉米市场面临前所未有的供应压力，玉米市场价格跌势开启。11月份临储收购启动后，玉米期货指数出现小幅反弹，此阶段，政策定价逐步向市场妥协，东北+港口的定价体系逐步被市场弱化，市场定价的比重将逐步上升，政策对玉米价格的支撑有效性将进一步弱化。2016年3月底，国家发改委宣布，我国从今年起将取消东北临储玉米收购政策，开始施行“价格市场化，价补分离”新机制，

玉米市场供需矛盾尖锐，玉米指数从2015年初的2500元/吨跌至2016年9月末的1400元/吨，跌幅达44%，玉米价格回落至2008年的水平。

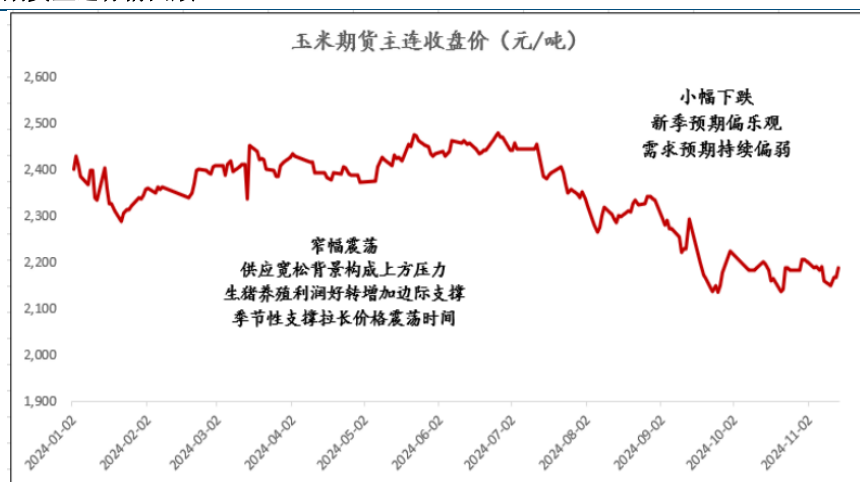
第四个阶段，2016年-2020年，供需偏紧格局带动期价不断走高。供应端，十三五期间供给侧改革措施是主基调，全国玉米种植面积呈现相对下滑态势；需求端，配合临储玉米去库存，政府出台一系列深加工补贴政策刺激玉米需求，2017-2018年深加工产能扩增明显，2019年非洲猪瘟疫情放缓玉米饲用需求，但是下滑幅度有限，2020年生猪养殖高利润以及政策鼓励下生猪产能恢复速度超预期进一步抬升玉米饲用需求。

第五个阶段，2021年-2023年，玉米进入市场化运行阶段，产需存在缺口为期价提供较强支撑，不过养殖规模增速放缓以及替代消费较多，也构成其上方压力，玉米期价呈现高位区间运行。此外，宏观因素扰动也加大了玉米期价的波动空间，比如俄乌冲突与美联储政策等。

第六个阶段，2024年，下游需求增速放缓，前期支撑被打破。年度玉米市场处于供应宽松预期当中，年度产量丰产兑现，构成市场第一重压力，之后需求端表现一般，使得宽松预期的压力进一步扩大，同时下一年度全球玉米产量和国内玉米产量预期偏乐观，期价弱势进一步扩大，并且打破了2021年以来形成的支撑。

二、2024年期货行情总结

图2：2024年玉米期货主连行情回顾



资料来源：wind，方正中期研究院

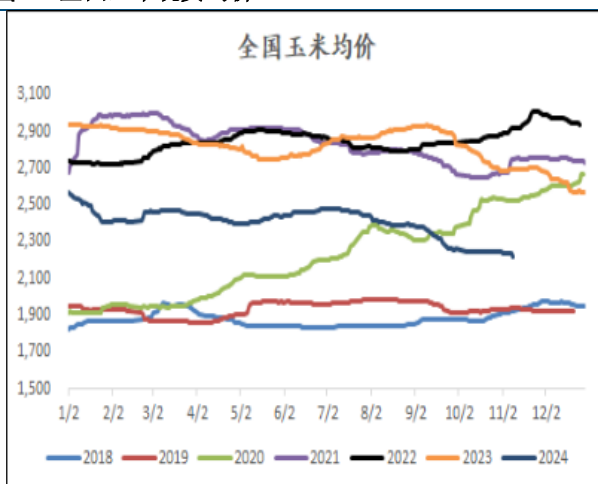
玉米主连期价2024年走势分为三段，第一段是1月-6月的窄幅震荡，第二段是7月-9月的下跌，第三段是10月-11月的窄幅震荡，年末期价运行区间，相比年初有明显的下移。1-6月份玉米市场变化比较平和，期价表现为震荡整理，具体来看，2023年四季度期价已经对本年度供应宽松局面有所反映，进入2024年，利空已经兑现相对充分，阶段性节奏干扰对市场的影响增强，春节所带来的购销停滞对1-2月价格形成明显支撑，3月份开始，上下游的博弈再度增强，生猪养殖利润修复叠加外盘价格表现偏强，提振国内利多情绪，使得市场对于阶段性售粮压力的影响归于平缓，期价延续有支撑的表现，随着农户余粮销售进入尾声，季节性支撑有所增强，使得期价在5-6月份延续了有支撑的表现。7-9月份，玉米市场再度转向宽松预期，期价下破前期支撑，期间的影响因素主要有五个方面，一是消费支撑不足，下游表现一般，二是小麦价格影响，价差收敛，小麦的替代作用增强，三是进口玉米以及定向稻谷拍卖消息的干扰，四是全球产量预期偏乐观，外盘期价回落明显，五是国内玉米产区天气表现良好，产量预期同样乐观，多重因素压制下，玉米期价走出了一波流畅的下跌走势。10-11月，随着新季玉米的收获，全球玉米产量以及国内玉米产量兑现呈现收敛态势，USDA报告下修全球玉米产量以及期末库存，外盘期价低位有所回升，国内市场来看，部分区域减产，同样收敛国内产量预期，削弱了宽松预期的压制，不过消费端表现仍然一般，下游利润改善不足，市场持续支撑有限，期价的回升力度也比较有限，市场进入利空不足，利多有限的局面中，期价表现为区间内反复震荡。

三、2024年现货行情总结

2024年玉米现货价格呈现波折下跌的走势，年末的运行区间较年初有明显的下移。中国汇易网的数据显示，截至11月中旬，吉林长春二等玉米现货价格2120元/吨，较年初的2450元/吨下跌13.47%，黑龙江哈尔滨玉米现货价格2140元/吨，较年初的2380元/吨下降10.08%，辽宁大连玉米现货价格2160元/吨，较年初的2450元/吨下降11.84%；山东青岛二等玉米现货价格2350元/吨，较年初的2640元/吨下降10.98%，河北石家庄玉米现货价格2030元/吨，较年初的2520元/吨下降19.4%，河南南阳玉米现货价格2240元/吨，较年初的2610元/吨下降14.18%；广东蛇口玉米现货价格2280元/吨，较年初的2560元/吨下降10.94%。

全国玉米现货均价全年走势可以分为三段，第一段是1月-5月中旬的下跌，第二段是5月下旬-8月的上涨，第三段是9月-11月的下跌。第一段下跌主要反映的是季节性供应宽松预期，基层农户集中售粮构成了阶段性供应压力，下游端来看，需求的持续支撑不足，下游利润表现一般，对信心的推动有限，下游备货积极性一般，市场处于阶段性宽松氛围中，期间虽有利多消息的扰动，但是并未转化为持续利多，整体价格延续弱势波动。第二段上涨主要以季节性支撑为主，随着基层农户售粮压力的释放，市场转向供需预期收紧的影响，同时生猪养殖利润修复小幅改善消费预期，增加了市场的信心支撑，现货价格表现为震荡回升，不过由于下游消费信心恢复力度有限，叠加其他干扰，比如小麦替代影响以及外盘玉米价格偏弱波动的影响等，现货价格上升幅度也比较有限。第三段下跌主要受到四方因素影响，一是需求表现一般形成的余粮压力，二是小麦玉米价差所形成的替代影响，三是新季预期乐观所带来的边际影响，四是外盘价格回落明显，期间利多因子有限，现货价格呈现震荡下跌走势。

图3：全国玉米现货均价



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图4：现货价：玉米(国标二等):辽宁:大连

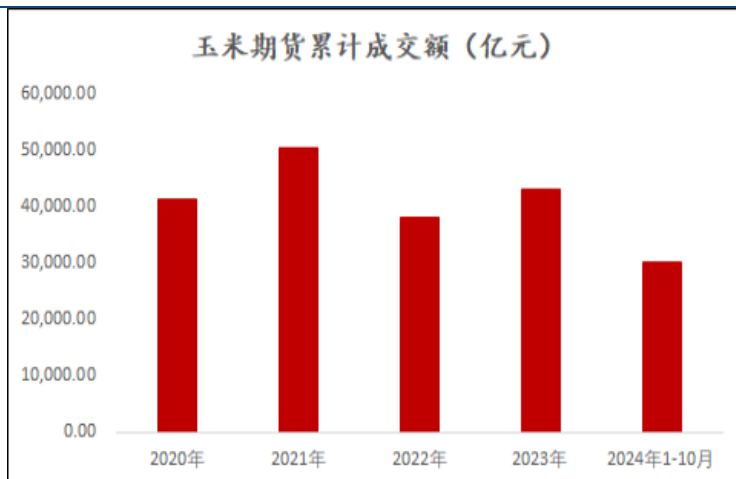


资料来源：同花顺，方正中期研究院

四、期货成交与持仓情况

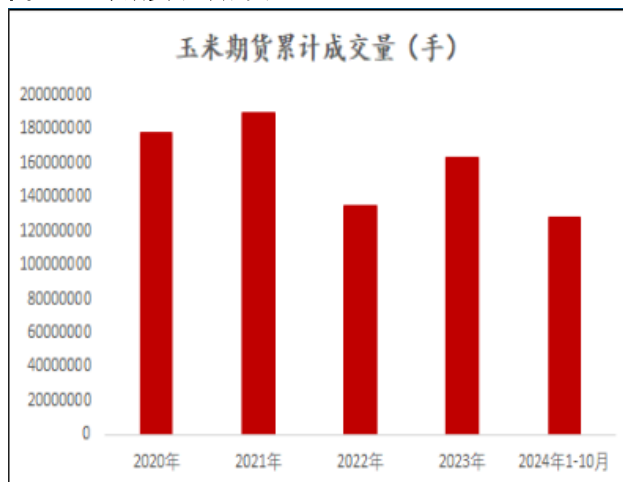
2024年玉米期货成交量以及成交额小幅下跌。根据大商所的数据来看，2024年1-10月玉米期货累计成交量为127425982手，同比下降6.35%，2024年1-10月玉米期货累计成交额为33029亿元，同比下降17.6%。持仓角度来看，2024年整体持仓量波动相对稳定，截至10月末，玉米期货持仓量为1481964手，略高于2023年同期的1402207手。

图5：玉米期货累计成交额



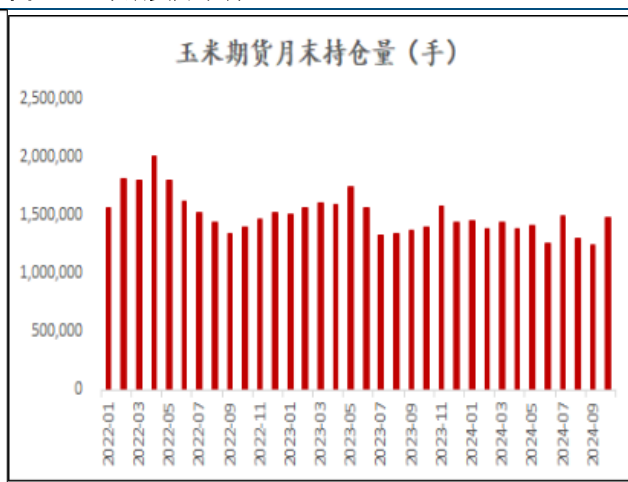
资料来源：大商所，方正中期研究院

图6：玉米期货累计成交量



资料来源：大商所，方正中期研究院

图7：玉米期货月末持仓量



资料来源：大商所，方正中期研究院

第二部分玉米淀粉长期走势与2024年行情回顾

一、长期历史回顾

图8：玉米淀粉期货长期走势



资料来源: wind, 方正中期研究院

由于淀粉是由玉米直接简单加工而成,除加工费等固定成本以外,主要成本变动来自于玉米价格变动。因此淀粉价格走势与玉米价格走势具有较高的相关性。

第一阶段,2014年12月19日淀粉期货在大商所正式挂牌上市。随后的两年间正值玉米后临储政策时代,淀粉期价随玉米期价大幅下跌。2015年4月,东北临储玉米收购结束,国内玉米库存创下新高,下游市场需求持续低迷,玉米市场面临前所未有的供应压力,玉米价格的回落带动淀粉价格大幅下跌。

第二阶段,2016年底至2018年底。国家玉米供给侧政策引导下,玉米市场逐步由供需宽松转向供应偏紧。政府出台一系列深加工补贴政策刺激玉米需求,玉米市场逐步出现产需缺口,玉米价格上涨带动淀粉价格筑底反弹。

第三阶段,2018年下半年-2019年,非洲猪瘟导致玉米市场产需缺口缩小,玉米价格对淀粉价格的向上带动作用变小,再加上淀粉替代品以及高库存的影响,淀粉价格走出宽幅震荡行情。

第四阶段,2020年,原料玉米价格在供应偏紧预期下,大幅上涨,利润驱动带动玉米淀粉期价上涨,同时下游需求表现良好,整体价格呈现相对偏强波动。

第五阶段,2021年-2023年,原料玉米价格高位区间运行,利润驱动带动玉米淀粉期价高位运行,同时下游需求呈现弱稳态势,整体价格呈现高位区间波动。

第六阶段,2024年,原料玉米价格下破支撑,利润推动下玉米淀粉期价跟随回落,同时自身供需缺乏亮点,整体呈现也是下破支撑表现。

二、2024年期货行情总结

图9: 2024年玉米淀粉期货行情



资料来源: wind, 方正中期研究院

玉米淀粉期货主连价格2024年呈现震荡下跌走势,运行重心有一定幅度的下移。整体波动趋势与成本玉米期价基本一致,整体走势分为三段,第一段是1-6月窄幅波动,第二段是7-9月小幅下跌,第三段10月-11月震荡整理。第一段窄幅波动,期间的影响因子主要是两方面,一是成本端玉米价格呈现窄幅波动,二是自身供需面相对稳定,市场主要围绕利润良好所带来的供应增量与价格回落所带来的需求增量之间博弈,现货端未表现出明显的分歧,未形成明显的价格趋势推动因子,整体价格跟随原料玉米窄幅波动。第二段价格下跌,影响因素主要是两个方面,一是原料玉米价格震荡回落,给淀粉市场带来一定压力,二是需求相对淡季,需求表现偏弱进一步压制价格预期,玉米淀粉期价呈现震荡偏弱波动。第三段震荡整理,原料玉米价格进入窄幅波动,玉米淀粉价格整体也跟随进入区间波动,此时玉米淀粉加工企业利润收敛,增加了企业的挺价情绪,淀粉期价表现为震荡整理。

三、2024年现货行情总结

2024年玉米淀粉现货价格跟随玉米价格呈现波折走势。1月-4月，淀粉现货价格呈现相对下跌的走势，主要受到玉米价格回落的影响，同时利润略好对于供应的影响略大于价格下跌对于需求影响，相对累库构成一定压力，玉米淀粉现货价格承压运行；5月-7月，原料玉米季节性供应偏紧支撑影响增强，玉米价格震荡回升，给淀粉市场带来支撑，不过整体消费预期一般，收敛其上升动力，玉米淀粉现货价格呈现缓涨；8月-11月，原料玉米价格再度转弱，对玉米淀粉市场，既构成成本端的压力，也带来利润修复的供应宽松预期，同时下游消费表现一般，玉米淀粉现货价格呈现偏弱都是，跟随玉米跌破平台支撑。

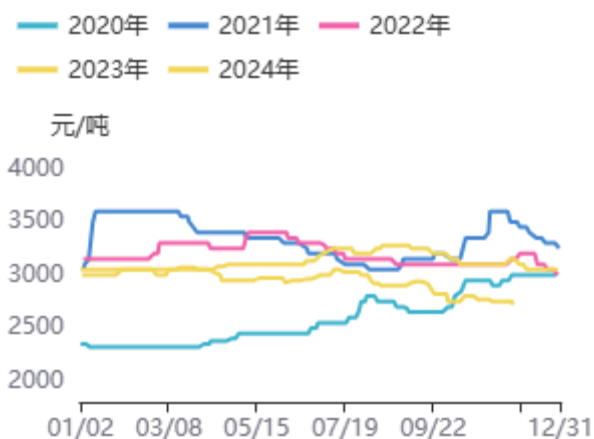
中国汇易网数据显示，截至11月中旬，全国玉米淀粉均价为2840元/吨，较年初的3130元/吨下跌290元/吨；吉林长春地区的玉米淀粉均价为2750元/吨，较年初的3050元/吨下跌300元/吨；山东诸城地区的玉米淀粉均价为2920元/吨，较年初的3250元/吨下跌330元/吨；黑龙江青冈地区玉米淀粉均价为2790元/吨，较年初的3050元/吨下跌260元/吨。

图10：现货价：玉米淀粉：地区均价



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图11：现货价：玉米淀粉：吉林长春



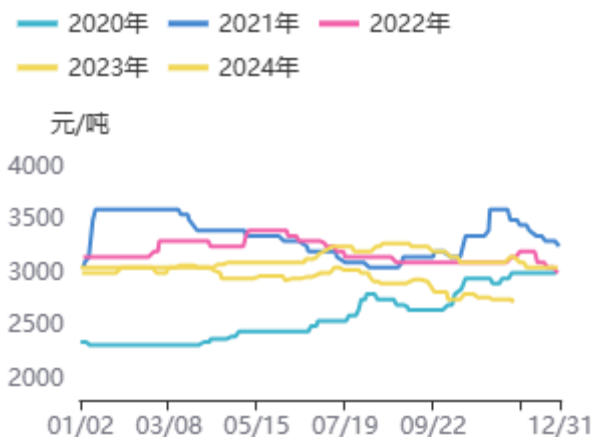
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图12：现货价：玉米淀粉：地区均价



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图13：现货价：玉米淀粉：吉林长春



资料来源：同花顺，方正中期研究院

四、期货成交与持仓情况

2024年玉米淀粉期货成交量以及成交额小幅回落。根据大商所的数据来看，2024年1-10月玉米淀粉期货累计成交量为29915673手，同比下降34.56%，2024年1-10月玉米淀粉期货累计成交额为8339亿元，同比增下降38.79%

。持仓角度来看，2024年持仓量波动延续相对稳定态势，截至10月末，玉米淀粉期货持仓量为203350手，略低于2023年同期的267555手。

图14：玉米淀粉期货成交额



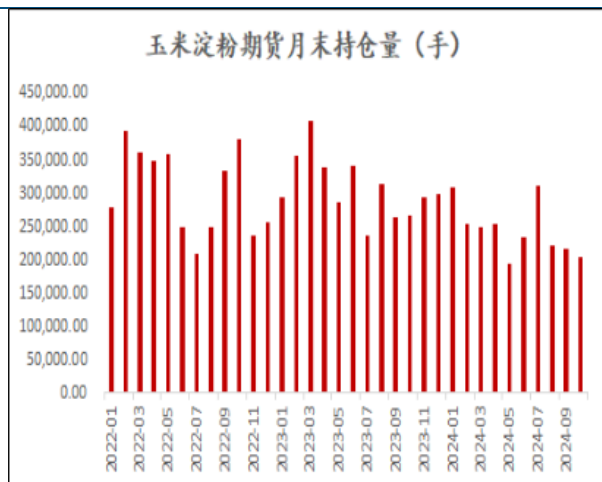
资料来源：大商所，方正中期研究院

图15：玉米淀粉期货累计成交量



资料来源：大商所，方正中期研究院

图16：玉米淀粉期货月末持仓量



资料来源：大商所，方正中期研究院

第三部分玉米市场基本面分析

一、供应市场分析

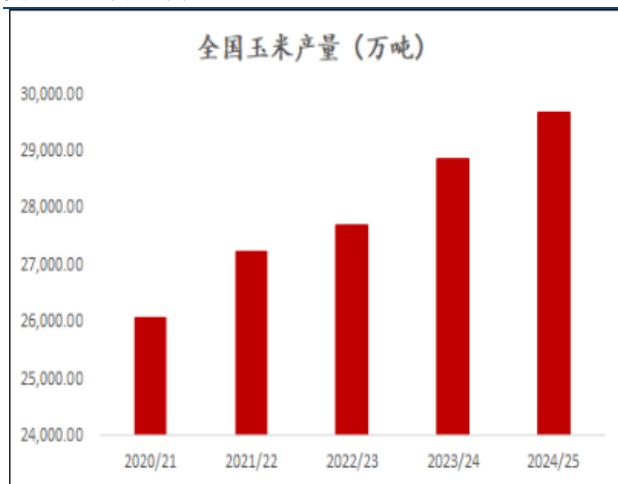
（一）本年度延续高产局面 粮源释放节奏为后期关注重点

本年度产量已定，后期关注点在于粮源流通节奏。今年部分玉米产区出现天气干扰，收获期市场对于总体产量预估表现出一定的分歧，部分机构在收获期下调全国玉米产量预估。钢联农产品的数据来看，收获期玉米产量预估为2.71万吨，相比初始预估值2.83亿吨下调0.12亿吨，相比2023/24年度的预估值2.8亿吨下降0.09亿吨。中国汇易网的数据来看，收获期玉米产量预估为2.8亿吨，相比初始预估值2.9亿吨下调0.1亿吨，相比2023/24年度的预估值2.875亿吨下降0.07亿吨。农业农村部的数据显示，收获期玉米产量预估为2.97亿吨，持平于初始预估值，相比2023/24年度的预估值2.89亿吨增加0.08亿吨。总体来看，收获期产量预估相比初始预估有一定的收敛表现，不过收敛幅度表现比较温和。今年玉米产量依然维持高产表现，产量端影响趋于平和，不过收获期产量预估相比前期有所收敛，收敛部分供应压力，这个影响在本年度后期表现将更加明显。本年度产量落定之后，大的供应基调基本确定，后期市场关注点转向阶段性供应变化，即农户以及贸易粮源的释放节奏。基于以往的规律来看，农户售粮节奏影响的时间段一般在5月份以前，且农户售粮高峰一般在春节前一个月和春节后一个月这两个

请务必阅读最后重要事项

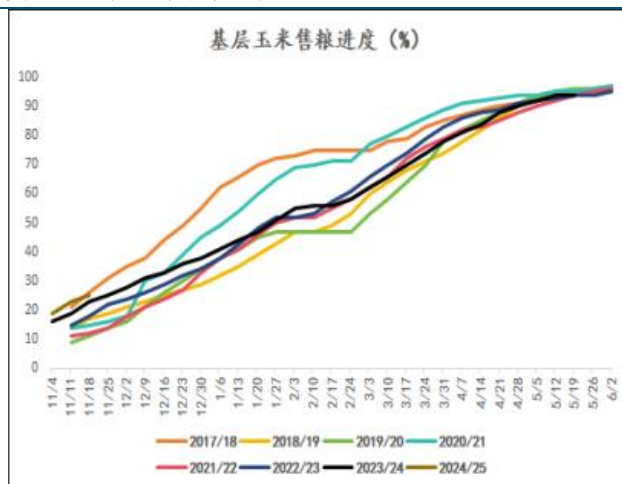
时间段，今年春节早于去年，可能会使得售粮压力略有提前；贸易商售粮节奏影响时间段主要是5月份以后，一般来说，贸易利润预期是主要影响因素，其售粮节奏多数时候呈现先慢后快的表现。综合来看，基于供应节奏预期来看，供应压力预期前高后低，2-3月的压力较为明显。

图17：国内玉米产量



资料来源：农业农村部，方正中期研究院

图18：基层玉米售粮进度

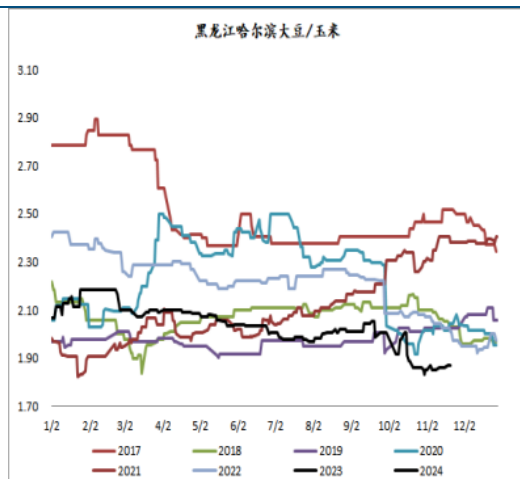


资料来源：钢联农产品，方正中期研究院

（二）新季种植面积预期变化有限 转基因商业化提振玉米单产

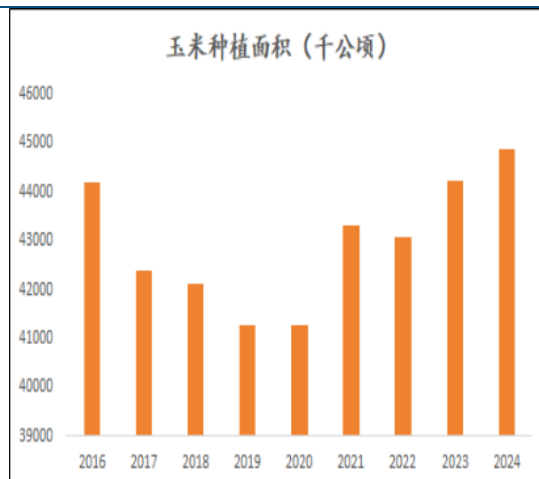
2025年种植面积预期继续维持稳定。玉米种植面积波动来看，主要影响因素两个方面，一是种植习惯，二是种植利润。总体角度来看，目前还看不到太大的因素，可以改变种植习惯，种植习惯依然会构成玉米种植面积的基数支撑，再回到利润角度，虽然说2024年玉米种植收益收缩明显，对于种植面积出现一定扰动，但是与其他作物对比来看，并没有表现出明显的收益差，也就是说，目前市场并未出现有明显比价优势的作物，能够支撑玉米种植面积大幅变化。因此，总体角度来看，基于种植习惯以及种植收益角度，玉米基础面积依然比较难出现大的波动。种植面积的边际变化角度来看，主要是与大豆的局部竞争。关于这个的影响因素，我们认为主要是两个方面，一是相关政策的变化，二是种植收益的变化。政策角度来看，农业农村部的《“十四五”全国种植业发展规划》提到“2025年，大豆玉米带状复合种植面积5000万亩（折合大豆面积2500万亩），力争大豆播种面积达到1.6亿亩，产量达到2300万吨左右”的目标”对大豆种植面积有一定支撑，不过基于2020年以来的政策推动，大豆种植面积已经非常接近目标种植面积，那么也就是说基于政策角度，2025年大豆种植面积的边际变化幅度也将比较温和。种植收益角度来看，以黑龙江地区大豆/玉米比价作为参考指标来看，今年以来依然处于低位区间，意味着从当前大豆与玉米的价格对比来看，玉米的种植吸引力依然比较大，削弱了边际变化的动力。综合来看，目前对于2025年玉米种植面积维持稳定预期。单产角度来看，转基因品种商业化步伐加快，意味着玉米单产趋增的稳定性将有所加强。初步预估来看，2025年玉米产量维持稳定略增的预期，不过天气影响依然不容忽视，玉米生长周期内天气扰动依然是市场关注重点，天气扰动的时间段主要在4-10月份，其中种植面积扰动主要集中在4-5月份。

图19：黑龙江哈尔滨大豆/玉米



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图20：玉米种植面积



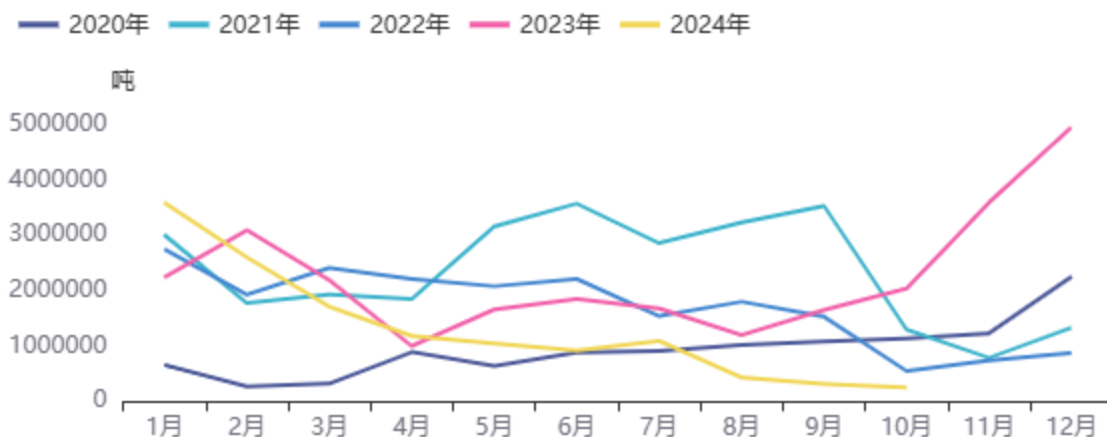
资料来源：农业农村部，方正中期研究院

（三）进口量预期收敛 量端压力将有所下降

玉米进口端关注点主要是两个方面，一是进口玉米量端的影响，二是进口成本端所带来的传导。进口玉米量端来看，主要是两个方面，一是政策，二是市场需求表现。政策角度来看，目前国内玉米进口并未完全放开，这就构成了量端的限制。市场需求角度来看，目前内外玉米价差已经明显收敛，且当下国内依然是相对宽松预期，对进口量需求预期略有下降。当前的市场预估来看，多数机构下调国内玉米进口量预估，USDA已经将国内玉米2024/25年度进口量预估由最初的2300万吨下调至1600万吨，农业农村部对国内玉米2024/25年度进口量预估为1300万吨，相比2023/24年度的预估值2341万吨下降1000万吨。基于当前的市场预估来看，2024/25年度进口量端的压力不大。进口成本端的传导，我们认为主要是受到进口谷物（包括玉米在内）的价格端所带来的影响。进口谷物价格的影响，主要是受到全球谷物供需预期变化的影响，其中影响比较大的，就是外盘玉米价格波动所带来的影响。

对于外盘玉米价格波动预期来看，未来关注点主要是三个方面，一是本年度南美产量兑现情况，二是本年度全球玉米需求的表现，三是下一年度北半球产量预期变化以及兑现情况。本年度市场来看，北半球基本收获结束，整体产量预期相比去年略降，但是依然处于近几年高位区间，反映今年是高产兑现，不过幅度比较温和，反映全球供应的影响来看，上市季压力依然存在，不过后期压力会相对减轻，目前未兑现产量，聚焦于南美。当前巴西玉米处在种植期，市场对于巴西2024/25年度玉米产量的初步预估为增产，咨询机构AgRural公司表示，截至11月14日，巴西中南部的2024/25年度首季玉米播种面积达到预期面积的86%，和去年同期持平。阿根廷玉米同样处在种植期，布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）称，截至11月13日，2024/25年度阿根廷玉米播种进度达到38.6%，市场预估阿根廷种植面积以及产量都是同比下降的态势，当前的预估来看，巴西的产量增幅略大于阿根廷产量减幅，整体维持略增的态势。消费端来看，整体维持弱预期，中国进口量持续下调，进一步收敛消费预期。基于当前的供需情况来看，外盘玉米价格仍然面临压力，不过考虑到北半球产量略减以及南半球天气扰动，这个市场压力后期可能会有所减弱，需要进一步跟踪市场情况。下一年度产量预期来看，目前仍然维持边际变化的预期，当前市场对于美玉米下一年度种植面积维持同比增加的预期，其他国家也基本稳定，因此初步预估来看，下一年度的预期变动幅度较小，关注重点依然是天气波动所带来的产量预期差的影响。基于当前市场情况来看，我们认为外盘玉米或是先抑后扬的波动，重心或有抬升，抬升幅度则是关注南美产量兑现预期差。

图21：玉米:进口数量:当月值



资料来源：同花顺，海关总署，方正中期研究院

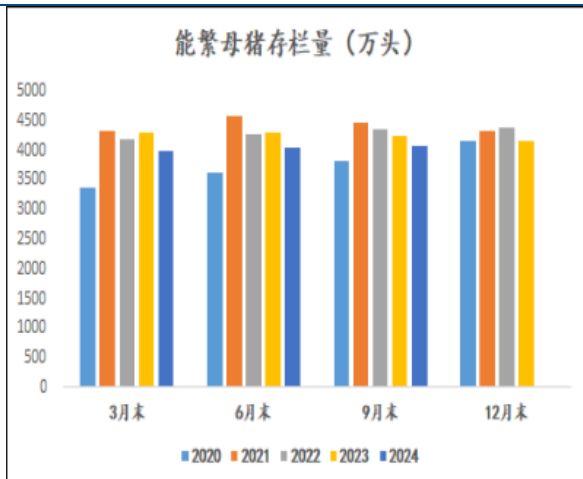
二、需求市场分析

（一）养殖产业困局延续VS其他谷物替代预期下降 饲用消费边际驱动仍然趋弱

玉米饲用消费来看，影响因素主要是两个方面，一是养殖-饲料-原料这个产业传导链所形成的影响，二是其他谷物的替代影响。养殖-饲料-原料这个产业传导链来看，我们认为2024/25年度将是继续深化一年，目前养殖端向下游的传导路径不顺畅，而其自身产业的博弈仍然比较激烈，养殖端对于亏损的耐受力，将使得其向上游传导，进而对饲料原料市场形成量价的压制。替代端影响来看，当前谷物的博弈主要还是性价比，基于进口预期有所收敛的情况下，其他谷物对于玉米的替代呈现收敛态势，对玉米消费的影响偏支撑。参考各个机构的预测数据来看，目前市场对于2024/25年度玉米饲用消费总量维持微增预期，幅度预期在250-700万吨，结合饲料整体预期偏弱的情况，玉米饲用消费增量空间预期主要来自于其他谷物的替代博弈。

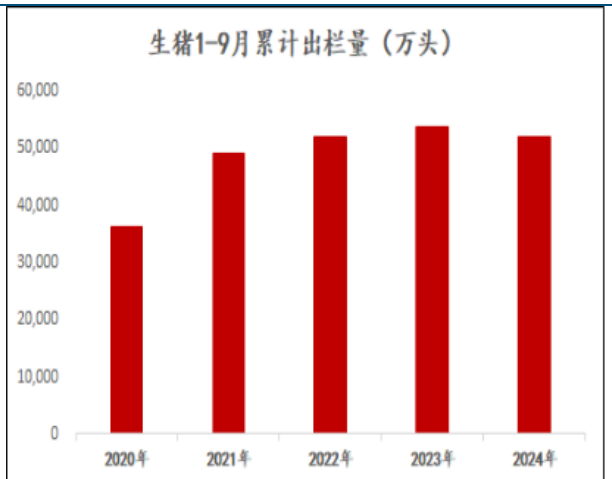
2024年养殖市场继续面临产能高位与下游消费增量不足的矛盾，利润表现一般的情况下，产能与下游产品产量都呈现微缩的态势，不过生猪养殖利润出现阶段性修复以及蛋鸡养殖利润表现较好，收敛了收缩幅度。农业农村部的数据显示，2024年9月末能繁母猪存栏量为4062万头，同比下降4.2%，2024年1-9月生猪出栏量为5.2亿头，同比下降3.15%。国家统计局数据显示，2024年6月末家禽存栏量为63.2亿只，同比基本持平，2024年1-6月家禽出栏量为76亿只，同比增加5.7%。整体来看，无论是基于数据表现，还是产业心态，2024年养殖行业规模都是稳定偏缩的态势。回到养殖对饲料以及原料的影响来看，养殖困境已经持续了近两年的时间，其对上游的传导也在逐步加深，2024年饲料产量呈现微幅下降态势，国家统计局数据显示，1-10月饲料累计产量为2.59亿吨，同比下降0.03%。饲料产量的微降，对于饲用粮的消费预期构成弱影响。当前的市场局面来看，下游消费的改善空间有限，养殖端的困局仍然难以在短期内改善，接下来将继续是产业内卷与向上游传导的局面。那么也就是说饲料端整体仍然是稳中略降的预期，饲用粮的需求总量端呈现收敛预期，相应地，玉米饲用消费增量空间也被压缩。不过需要关注的是，阶段性利润变化可能会对消费节奏形成影响。

图22：能繁母猪存栏量



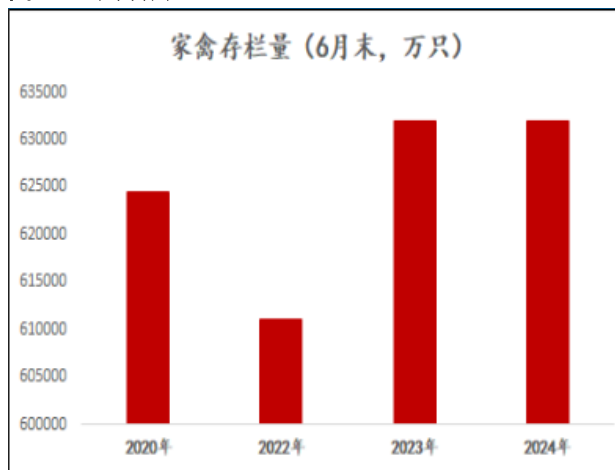
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图23：生猪累计出栏量



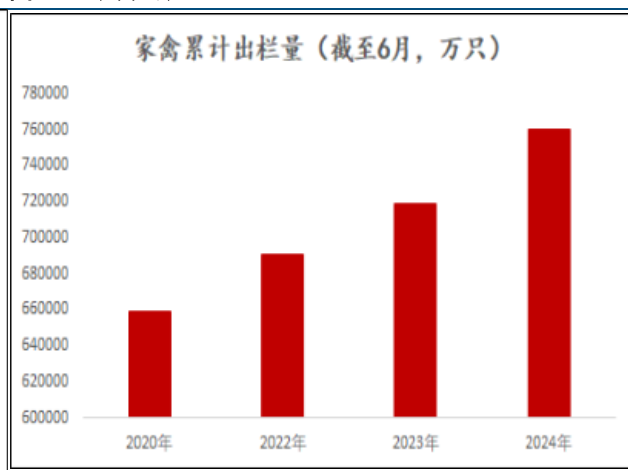
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图24：家禽存栏量



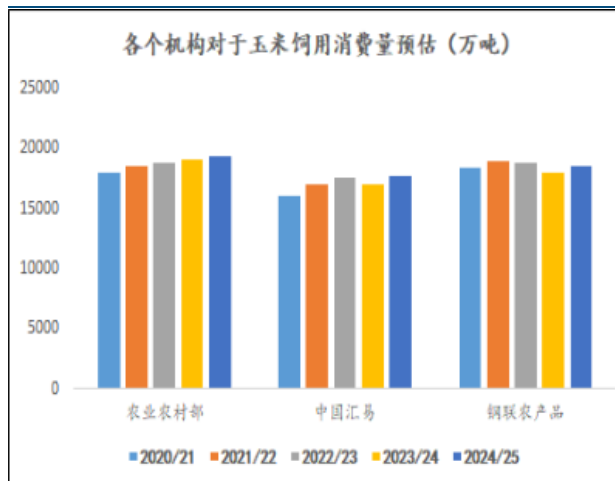
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图25：家禽出栏量



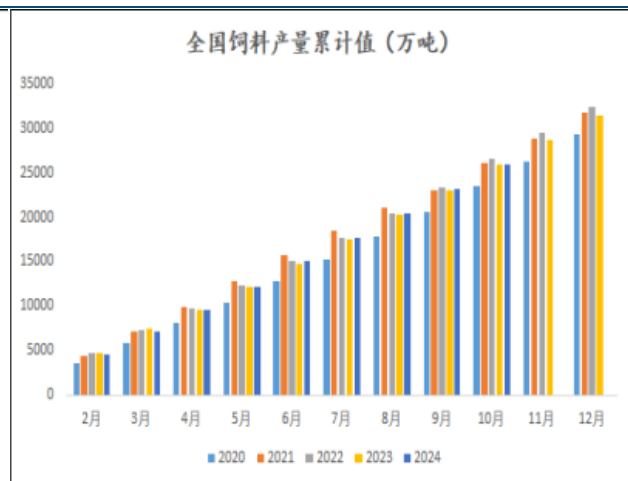
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图26：各个机构对于玉米饲用消费预估



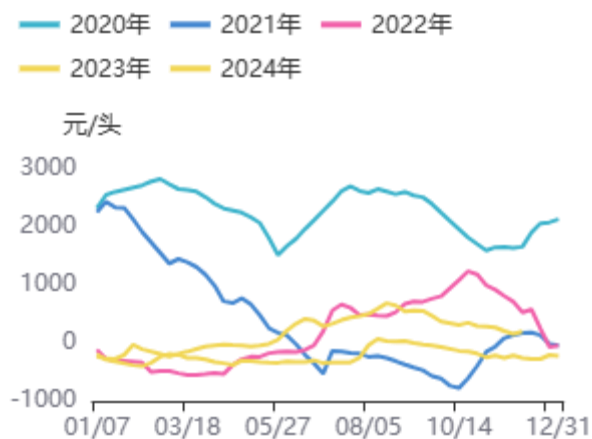
资料来源：农业农村部、中国汇易、钢联、方正中期研究院

图27：全国饲料产量累计值



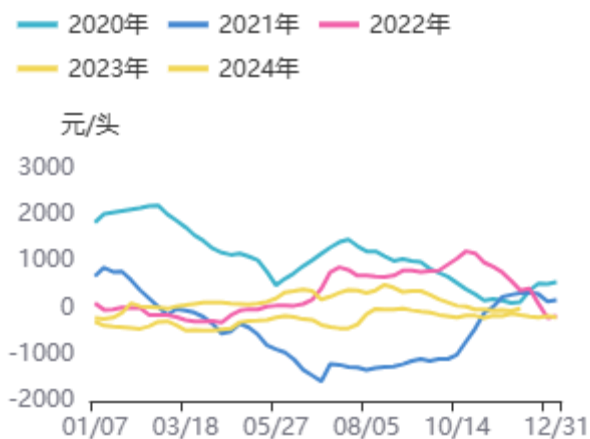
资料来源：国家统计局，方正中期研究院

图28：养殖利润：自繁自养生猪



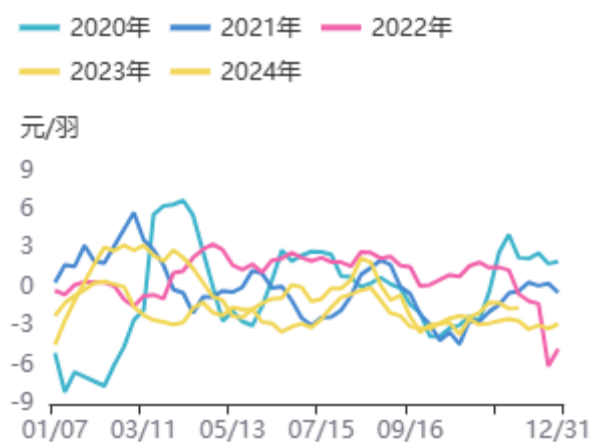
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图29：养殖利润：外购仔猪



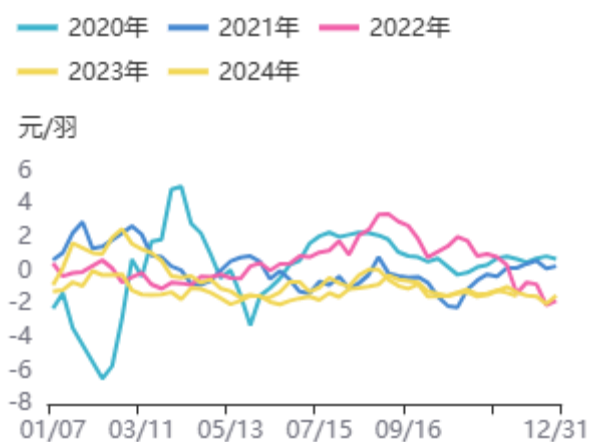
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图30：养殖利润：白羽肉鸡



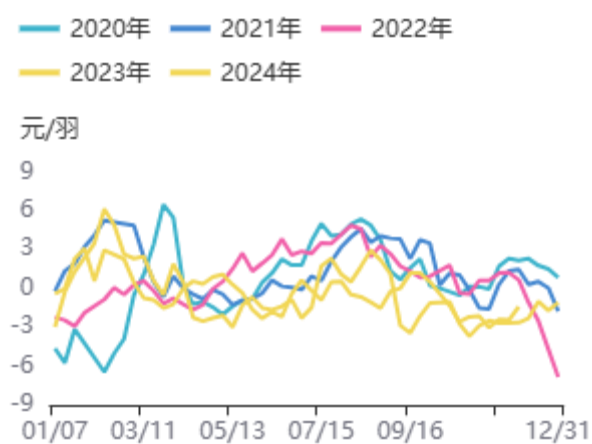
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图31：养殖利润：817肉杂鸡



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图32：养殖利润：肉鸭



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图33：养殖利润：蛋鸡



资料来源：同花顺，方正中期研究院

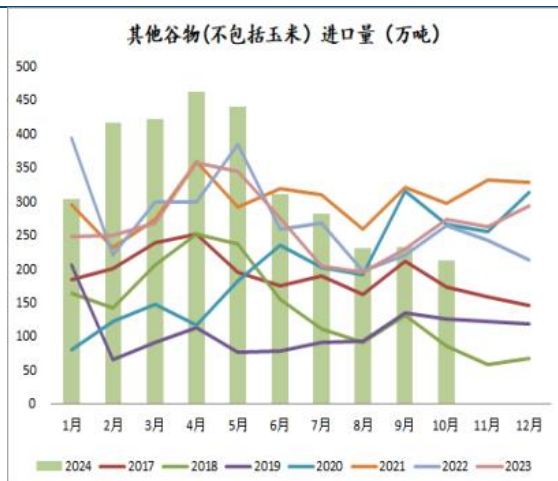
其他谷物的替代预期可能会有所下降。2020年以来，其他谷物对于玉米市场的平衡有着重要的作用，这里其他谷物主要包括小麦、稻谷、进口谷物三个方面。小麦方面来看，主要是玉米小麦价差上升所带来的影响，近几年小麦上市季的替代干扰比较强，基于当前大的市场背景，2025年小麦替代干扰依然存在，需要关注的是阶段性价差波动幅度，所形成替代幅度的影响。稻谷方面来看，主要还是偏政策端影响，2025年仍然需要关注定向稻谷拍卖等消息所带来的扰动。进口谷物方面来看，2024年继续高位区间运行，1-10月其他谷物（小麦、稻谷和大米、大麦、高粱）累计进口量为3302万吨，同比增加661万吨，各品种占比来看，大麦占比38.6%，高粱占比为22.9%，小麦占比为32.77%，其他的占比为5.73%，目前市场情况来看，进口端有收紧预期。当下对于替代的预期是一个收敛预期，包括两个方面，一是小麦、定向稻谷等替代量有限，二是进口谷物端有收紧预期，后续关注这两方面边际变化所带来的影响。

图34：玉米小麦价差



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图35：其他谷物进口量



资料来源：海关总署，方正中期研究院

（二）工业消费总量预期继续稳定 利润波动构成边际变化

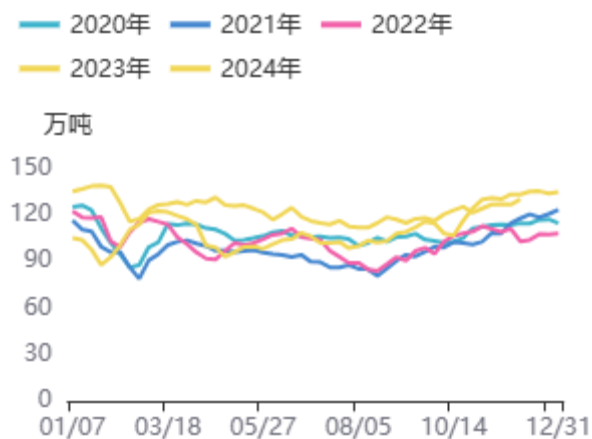
2024/25年度玉米工业消费量继续维持稳中略增预期。玉米深加工消费的影响因素，主要是两个方面，一是产业已经形成的消费基础，二是利润变化所带来的影响。产业已经形成的消费来看，新生增量驱动较弱，更多时候是性价比博弈之后的边际增量。而目前市场环境来看，成本端玉米市场偏压力情况下，给玉米淀粉市场争夺性价比优势提供了一定的支撑，因此对阶段性利润存在向好支撑，进而支撑玉米工业消费总量。

玉米淀粉市场来看，2024年成本端玉米价格震荡偏弱，给玉米淀粉下游产品提供了一定的性价比支撑，玉米淀粉的加工利润表现略好，支撑其玉米消费量，2024年玉米淀粉企业的玉米消费量呈现同比增长态势。钢联农产品数据来看，2024年1-11月玉米淀粉企业平均开机率为63%，高于2023年的53%。2025年预期来看，成本端玉米所处的背景相似，对行业利润有一定支撑，进而支撑其玉米消费量。

玉米酒精市场来看，2024年同样受到成本玉米震荡回落的支撑，利润表现出一定的修复的态势，不过正利润的时间偏短以及空间偏小，玉米酒精行业开机率变化较缓，整体表现来看，全年行业开机率略好去年，但是幅度比较有限。对于2025年的预期来看，成本端玉米偏弱背景，对其利润仍有一定支撑，提振其对于玉米的消费量。

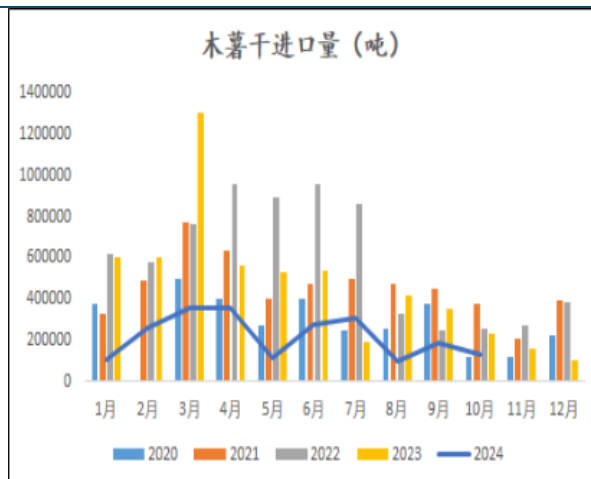
替代品角度来看，2024年木薯进口量略有下滑，1-10月国内木薯干累计进口量为222万吨，同比下降313万吨，降幅为58.49%，进口来源国主要是泰国、越南，进口量下滑主要是受到国内下游消费不佳的影响。2025年来看，大的供需背景延续，木薯进口量或继续稳中略降的态势。

图36：全国深加工企业玉米消耗量



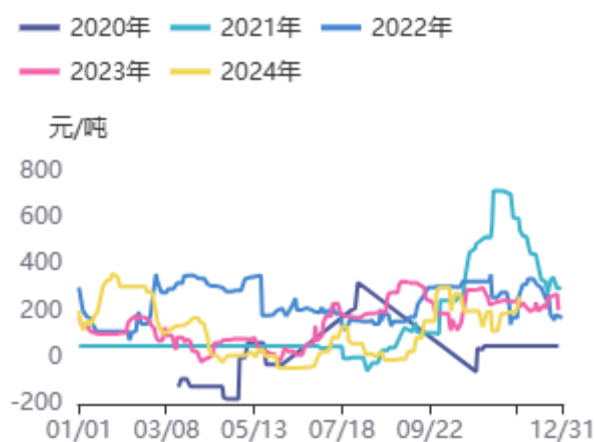
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图37：木薯干进口量



资料来源：海关总署，方正中期研究院

图38：加工利润：玉米淀粉：吉林地区



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图39：加工利润：玉米淀粉：山东地区



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图40：加工利润：玉米酒精：黑龙江地区



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图41：加工利润：玉米酒精：山东地区



资料来源：同花顺，方正中期研究院

三、供需平衡表分析

国内玉米市场来看，2024/25年度继续供需平衡预期。供应方面来看，2024/25年度种植面积预估为4489万公顷，同比增加67万公顷，2024/25年度单产预估为6617公斤/公顷，同比增加85公斤/公顷，种植面积以及单产都

请务必阅读最后重要事项

增加的预期下，最终产量预估同比增加817万吨，2024/25年度进口量预估为1300万吨，同比下降1041万吨，整体供应端呈现同比稳定的态势。需求方面来看，饲用消费以及工业消费都维持稳定略增预期，2024/25年度全国饲料消费量预估为1.935亿吨，同比增加250万吨，2024/25年度全国工业消费量预估为8450万吨，同比增加212万吨，整体需求维持稳定略增预期。整体来看，2024/25年度国内玉米供需延续相对平衡状态。

图42：玉米供需平衡表

| 中国玉米供需平衡表（万吨） | | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|-------|----|
| | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25 | | |
| | 11月预计 | 11月预计 | 10月预计 | 11月预计 | 变动 |
| 播种面积（千公顷） | 43070 | 44219 | 44886 | 44886 | 0 |
| 收获面积（千公顷） | 43070 | 44219 | 44886 | 44886 | 0 |
| 单产（公斤/公顷） | 6436 | 6532 | 6617 | 6617 | 0 |
| 产量 | 27720 | 28884 | 29701 | 29701 | 0 |
| 进口 | 1871 | 2341 | 1300 | 1300 | 0 |
| 消费 | 29051 | 29500 | 29964 | 29964 | 0 |
| 食用消费 | 980 | 991 | 1000 | 1000 | 0 |
| 饲用消费 | 18800 | 19100 | 19350 | 19350 | 0 |
| 工业消费 | 8100 | 8238 | 8450 | 8450 | 0 |
| 种子用量 | 191 | 193 | 196 | 196 | 0 |
| 损耗及其它 | 980 | 978 | 968 | 968 | 0 |
| 出口 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| 结余变化 | 539 | 1724 | 1036 | 1036 | 0 |

备注：玉米市场年度为当年10月至下年9月

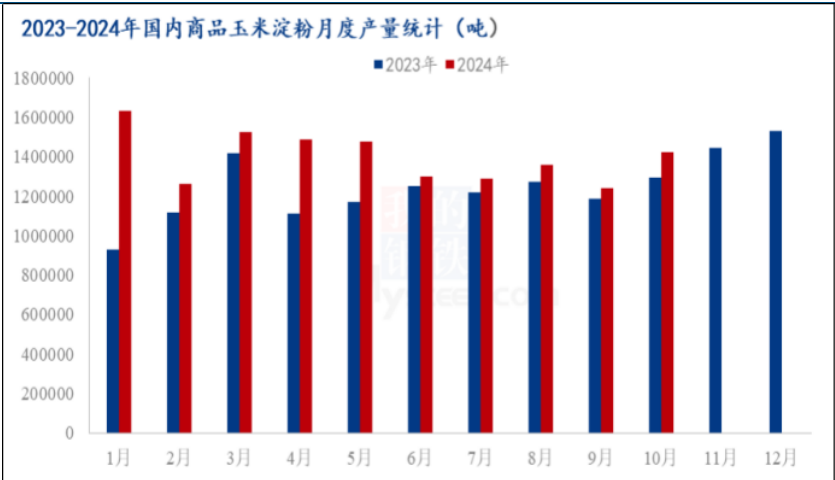
资料来源：农业农村部，方正中期研究院

第四部分玉米淀粉市场基本面

一、供应市场分析-利润修复预期下产量同比增长

2025年玉米淀粉市场大的背景或与2024年相似，玉米淀粉市场或继续面临成本偏弱波动下利润修复，玉米淀粉产量或继续同比增长态势。2024年玉米淀粉市场，成本端玉米偏弱运行，对其行业利润形成了积极效应，年度来看，正利润时间有所拉长，与之对应地，玉米淀粉企业开机率也有所上升。钢联农产品的数据显示，2024年1-11月样本企业玉米淀粉产量预估为1518万吨，同比增加198万吨。后期来看，养殖端弱势对玉米成本所形成的负反馈，依然有利于稳定玉米淀粉企业利润，将继续支撑2025年玉米淀粉产量稳定略增的预期。

图43：玉米淀粉产量

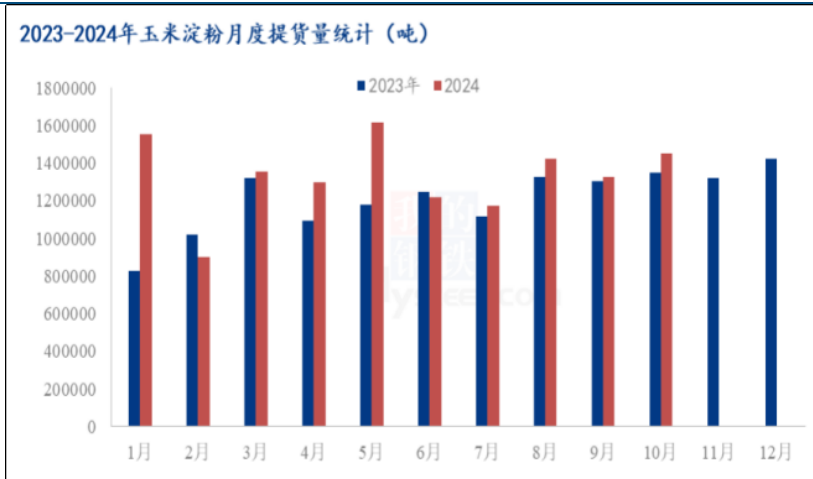


资料来源：钢联农产品，方正中期研究院

二、需求市场分析-性价比提升预期下需求量同比增长

2025年度玉米淀粉消费预期延续稳定略增的态势。2024年玉米淀粉产品的性价比略有提升，玉米淀粉消费量有所增长，根据钢联农产品的数据显示，2024年1-9月玉米淀粉表观消费量为1237万吨，同比增加159万吨。根据玉米淀粉工业协会的信息显示，我国玉米淀粉主要消费领域是淀粉糖、造纸、食品、啤酒等方面，其中淀粉糖的占比为50%。淀粉糖的消费主要用于食品领域，近年来我国肥胖问题日益突出，健康饮食理念中倡导低糖低脂肪，限制了淀粉糖消费的总量增长空间，替代消费端来看，2025年白糖价格继续偏弱预期，或对淀粉糖消费形成一定的制约。整体来看，2025年玉米淀粉下游市场将继续面临性价比争夺，考虑到玉米价格趋弱，对于玉米淀粉下游产品性价比有一定的支撑，因此，暂时对于2025年玉米淀粉消费量维持稳中增加的预期。

图44：玉米淀粉提货量



资料来源：钢联农产品，方正中期研究院

三、供需平衡表分析

2025年全国玉米淀粉预期继续略宽松的态势。我们参照淀粉工业协会的产销数据与钢联农产品的库存数据，粗略形成下面的供需平衡表预估。供应端来看，考虑玉米淀粉行业利润延续相对修复态势，我们对于2025年产量继续维持一定幅度的增长预估。需求端来看，基于成本落价，给玉米淀粉一定让价空间的情况，我们认为玉米淀粉消费量也将有一定幅度的增长，不过从利润驱动来看，我们认为供应的增量略大于消费的增量，2024年全国玉米淀粉预期呈现相略宽松的态势。

图45：玉米淀粉供需平衡表

| 国内淀粉供需平衡表 | | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 |
| | 估计值 | 估计值 | 估计值 | 11月预估 | 11月预估 | 11月预估 |
| 期初库存 | 60 | 60 | 90 | 60 | 61.5 | 73 |
| 产量 | 2618 | 2837 | 2692 | 2712 | 2742 | 2800 |
| 进口量 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 总供给量 | 2678 | 2897 | 2782 | 2772 | 2804 | 2873 |
| 国内消耗量 | 2556 | 2793 | 2700 | 2710 | 2730 | 2780 |
| 出口量 | 62 | 14 | 22 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 总使用量 | 2618 | 2807 | 2722 | 2711 | 2731 | 2781 |
| 期末库存 | 60 | 90 | 60 | 61.5 | 73 | 92.5 |
| 库消比 | 2.29% | 3.21% | 2.20% | 2.27% | 2.67% | 3.33% |

单位：万吨

资料来源：方正中期研究院

第五部分套利机会分析

一、跨品种套利

图46：5月玉米淀粉-玉米



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图47：9月玉米淀粉-玉米



资料来源：同花顺，方正中期研究院

玉米淀粉与玉米价差建议以逢低做多思路为主。历史统计数据来看，玉米淀粉-玉米价差基本在200到600区间波动，目前5月价差和9月价差都处于中高位区间，统计角度来看，继续向上空间有限。基本面角度来看，玉米淀粉与玉米价差主要反映的是玉米淀粉利润预期变化，本年度市场情况来看，养殖端对于玉米价格仍然有压制，继续给与玉米淀粉一定的让价空间，进而提振玉米淀粉企业的加工利润，此外，副产品的贡献率也会干扰玉米淀粉与玉米的价差，因此，基于利润修复的预期，我们认为玉米淀粉和玉米价差倾向于是一个高位运行的预期，因此，基本面角度支撑玉米淀粉与玉米价差的上扬。综合统计角度和基本面角度情况，操作方面我们建议维持玉米淀粉-玉米期价的逢低做多思路。

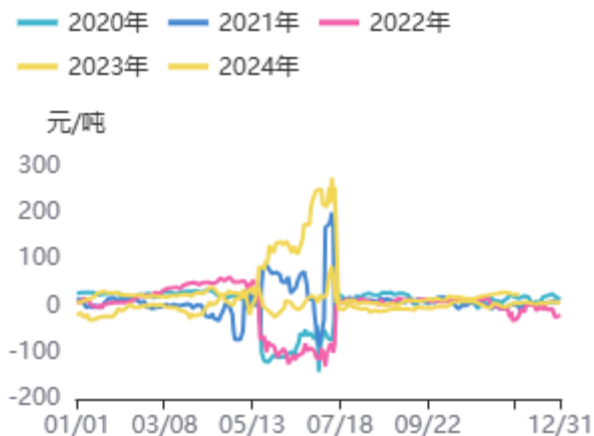
二、玉米跨期套利

玉米月间价差来看，当前基本面情况对3月的施压最强，原因主要是两点，一是3月仍处在基层售粮高峰时间段，二是3月还面临春节后的养殖淡季，供需两端都存在阶段性压力。历史统计数据来看，玉米5-3价差与玉米7-5价差大多数时间在-60-60区间波动，目前5-3价差分别为54，处于区间高位水平，7-5价差是24，处于中高位区间，统计角度来看，继续向上空间有限，向下的概率有所增加。基本面角度来看，3月面临压力预期大于5月，也就是玉米说基本面角度对于5-3价差是一个向上的驱动，5月和7月来说，都处于季节性供应偏紧的时期，干扰点主要在于小麦等其他谷物的替代影响，暂时5月和7月的强弱尚不明朗。整体里看，玉米月间价差建议继续关注玉米5-3价差做多机会。

图48：玉米5-3



图49：玉米7-5



资料来源：同花顺，方正中期研究院

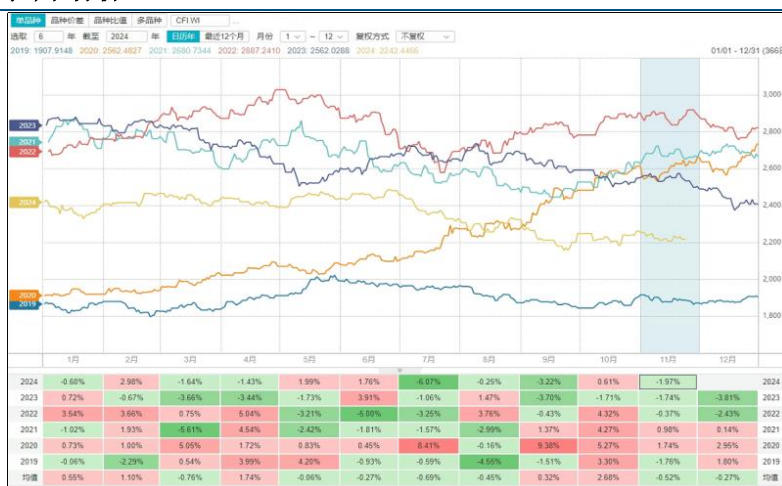
资料来源：同花顺，方正中期研究院

第六部分季节性分析与展望

一、玉米指数价格季节性分析

玉米期货指数季节性图表来看，4月、10月上涨的概率较大，7月下跌的概率比较大。结合玉米自身的特点来看，新季玉米一般9月底-10月初开始上市，新粮上市之初往往会出现惜售情绪，10月价格容易上涨，此外，随着粮源的不断消耗，4月市场粮源以贸易商为主，同时下游消费逐步进入旺季，阶段性供应偏紧状态下，玉米价格也容易上涨。7月份玉米价格下跌主要是受到替代谷物的影响，近两年其他谷物对于玉米替代影响比较大，打破了玉米价格以往的季节性规律，进而出现7月份价格容易下跌的情况。季节性规律只是统计规律，只能作为参考，并不能完全作为操作依据。

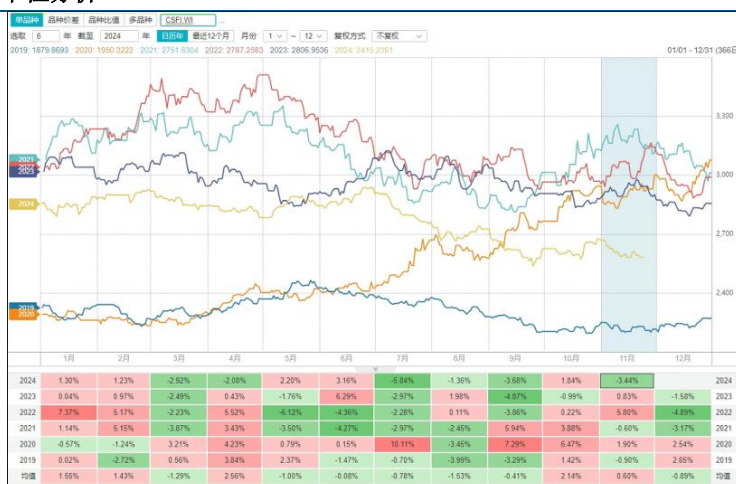
图50：玉米期货指数季节性分析



资料来源：同花顺，方正中期研究院

二、玉米淀粉指数价格季节性分析

图51：玉米淀粉指数季节性分析



资料来源：同花顺，方正中期研究院

玉米淀粉期货指数季节性图表来看，4月和10月上涨的概率较大，7-8月下跌的概率较大。结合玉米淀粉自身的特点来看，一般4月和10月受原料端玉米价格上涨所提振，容易跟随上涨，7-8月淀粉消费处于阶段性偏弱的时期，价格容易下跌。季节性规律只是统计规律，只能作为参考，并不能完全作为操作依据。

三、玉米市场观点总结及操作建议

图52：玉米主连日K线图



资料来源：同花顺，方正中期研究院

供应端，2025年关注点包括三个方面，一是粮源释放节奏以及市场对于总量确认的预期差；二是新季玉米产量预期的变化；三是进口玉米所带来的扰动。当下市场情况来看，玉米收获已经结束，本年度供应总量已经落定，市场的共识是微幅减产，那么也就是说总量预期同比略降，但是降幅有限，对市场整体影响是前压力后支撑，叠加玉米贸易习惯，基层农户粮源释放集中于四季度和一季度，继续强化了先压力后支撑的影响。新季玉米来看，基于种植习惯以及种植收益角度，玉米基础面积预期难有大的变化，面积端波动预期比较温和，天气依然是产量的主导因子。进口玉米端来看，当前政策对于进口有一定收紧预期，叠加国内自身供需缺口有所收敛，进口量端的压力有限，不过外盘价格预期在消费预期偏弱、南半球天气以及北半球天气接力扰动下预期呈现先抑后扬再震荡的走势，对于国内价格影响也是倾向于先压力后支撑。总体来看，供应端多方面指向先压力后支撑。

需求端，2025年关注点围绕两个方面，一是养殖市场边际变化，二是深加工市场的边际变化。饲用消费来看，预期继续围绕两个方面，一是养殖产业链负反馈的加深，二是替代端预期有所收敛，目前养殖端产能高位与下游消费产品不足的困境并没有改变，2025年养殖市场将继续面临成本与利润的考验，将继续对玉米形成量价的压制，不过进口谷物端预期收紧，将会收敛养殖端所带来的压力。深加工市场来看，近两年收获期玉米价格的大幅回落，带动了深加工利润的修复，对其消费量形成支撑，2025年市场背景与2024年比较相似，关注点主要在于边际变化所形成的预期差。整体来看，消费端突出的点比较有限，养殖产业利润不佳所形成的压制，预期大于进口谷物收紧以及深加工消费的边际好转，后期关注养殖市场是否有新的破局因素出现。

整体来看，玉米市场大背景依然是产业链利润传导不畅所形成的价格压制，也就是说，玉米市场整体偏空局面，还不能算完全扭转，只不过2025年新的市场风险点，可能会造成短期趋势波动，这些风险点包括全球玉米产区天气、国内玉米产区天气以及消费市场的阶段性变化等。基于风险点不出现超预期变化的情况下，玉米价格整体预期延续震荡寻底的走势，波动节奏预期先抑后扬，玉米2501合约波动区间预期2100-2300，玉米2503合约的波动区间预期2050-2250。操作方面对于2501和2503合约建议以逢高做空思路为主，上游贸易企业关注区间上沿的卖保机会。

四、玉米淀粉市场观点总结及操作建议

图53：玉米淀粉主连日K线图



资料来源：同花顺，方正中期研究院

供应端，2025年玉米淀粉市场或继续面临成本偏弱波动下利润修复，整体产量或继续同比增长态势。2024年成本端玉米偏弱运行，对其行业利润形成了积极效应，玉米淀粉产量有一定幅度的增长。2025年预期来看，养殖端弱势对玉米成本所形成的负反馈，依然有利于稳定玉米淀粉企业利润，将继续支撑玉米淀粉产量稳定略增的预期。

需求端，2025年度玉米淀粉消费预期延续稳定略增的态势。2025年玉米淀粉下游市场将继续面临性价比争夺，考虑到玉米价格趋弱，对于玉米淀粉下游产品性价比有一定的支撑，不过白糖价格也是下跌预期，收敛替代影响，暂时对于2025年玉米淀粉消费量维持稳中增加的预期。

整体来看，2025年玉米淀粉市场利润修复所带来的增量预期大于产品价格下移所带来的需求增量，2025年全国玉米淀粉市场预期延续略宽松的态势，玉米淀粉期价预期继续围绕成本与利润的平衡波动。玉米淀粉2501合约的运行区间预期为2500-2650，玉米淀粉2503合约的运行区间预期为2480-2680。操作方面，建议对于玉米淀粉2501合约和玉米淀粉2503合约维持逢高做空思路，上游贸易企业关注区间上沿的卖保机会。

第七部分期权市场分析与操作策略

一、玉米期权市场情况

图54：玉米期权成交量



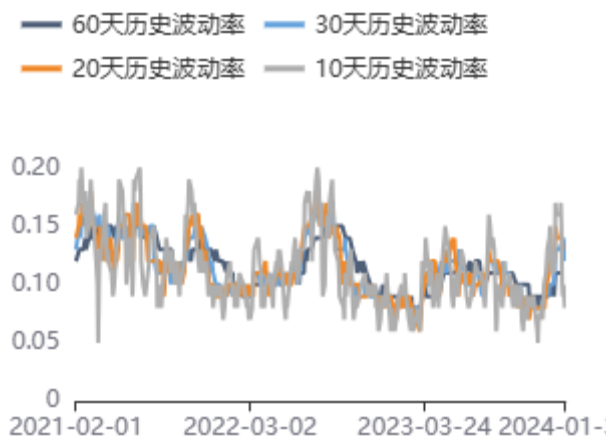
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图55：玉米期权持仓量



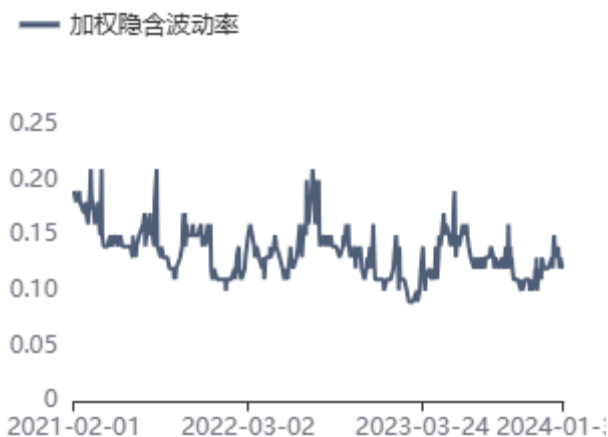
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图56：60天历史波动率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图57：加权隐含波动率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

二、期权操作策略

基于前面的基本面因素分析，对于玉米2503合约维持2050-2250区间波动的判断，期权操作策略建议如下：

- 1、对于上游企业来说，主要担心玉米价格下跌影响收益，考虑玉米2503合约当前价格靠近区间中位水平，建议可以考虑卖出虚值看涨收取权利金来弥补收益下滑。
- 2、对于下游企业来说，主要担心玉米价格上涨影响成本，考虑玉米2503合约当前价格靠近区间中位水平，建议考虑卖出虚值看跌期权收取权利金弥补成本上涨。
- 3、对于投机者来说，基于玉米2503合约在2050-2250区间波动的预期来看，建议可以考虑卖出宽跨式组合策略。

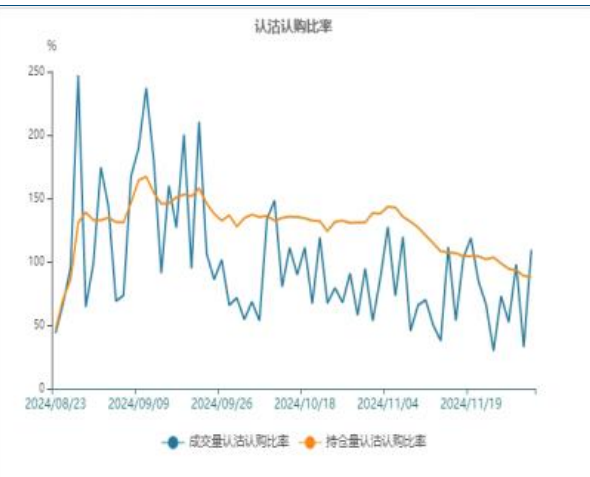
三、玉米淀粉期权市场情况

图58：玉米淀粉收盘价与期权成交持仓量



资料来源：wind，方正中期研究院

图59：玉米淀粉期权认沽认购比率



资料来源：wind，方正中期研究院

图60：历史波动率



资料来源：wind，方正中期研究院

图61：隐含波动率与历史波动率



资料来源：wind，方正中期研究院

四、玉米淀粉期权操作策略

基于前面的基本面因素分析，对于玉米淀粉2503合约维持2480-2680区间波动的判断，期权操作策略建议如下：

- 1、对于上游企业来说，主要担心玉米价格下跌影响收益，考虑玉米淀粉2503合约当前价格靠近区间中位水平，建议可以考虑卖出虚值看涨收取权利金来弥补收益下滑。
- 2、对于下游企业来说，主要担心玉米价格上涨影响成本，考虑玉米淀粉2503合约当前价格靠近区间中位水平，建议考虑卖出虚值看跌期权收取权利金弥补成本上涨。
- 3、对于投机者来说，基于玉米淀粉2503合约在2480-2680区间波动的预期来看，建议可以考虑卖出宽跨式组合策略。

第八部分相关股票涨跌幅

图62：玉米相关行业股票涨跌情况

| 证券代码 | 证券名称 | 相关产品 | 2024/1/2 | 2024/11/29 | 涨跌幅 |
|-----------|------|-------|----------|------------|---------|
| 002714.SZ | 牧原股份 | 饲料养殖 | 41.50 | 40.73 | -1.86% |
| 000876.SZ | 新希望 | 饲料养殖 | 9.36 | 9.53 | 1.82% |
| 000639.SZ | 正邦科技 | 饲料养殖 | 4.49 | 4.15 | -7.57% |
| 002311.SZ | 海大集团 | 饲料养殖 | 44.55 | 46.40 | 4.15% |
| 000639.SZ | 西王食品 | 玉米深加工 | 4.49 | 4.15 | -7.57% |
| 002299.SZ | 圣农发展 | 肉鸡养殖 | 17.17 | 14.00 | -18.46% |
| 000998.SZ | 隆平高科 | 种业运营 | 14.15 | 11.09 | -21.63% |

资料来源：同花顺，方正中期研究院

联系我们

| 分支机构 | 地址 | 联系电话 |
|----------------|--|---------------|
| 总部业务平台 | | |
| 资产管理部 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层 | 010-85881312 |
| 期货研究院 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层 | 010-85881111 |
| 交易咨询部 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层 | 010-85881108 |
| 业务发展部 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层 | 010-85881295 |
| 机构业务部 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层 | 010-85881228 |
| 总部业务部 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层 | 010-85881292 |
| 分支机构信息 | | |
| 北京分公司 | 北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层 | 010-68578910 |
| 北京石景山分公司 | 北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室 | 010-82868098 |
| 北京朝阳分公司 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层 | 010-85881205 |
| 北京望京分公司 | 北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室 | 010-82868050 |
| 河北分公司 | 河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室 | 0315-5396860 |
| 保定分公司 | 河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室 | 0312-3012600 |
| 南京分公司 | 江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444 | 025-85530971 |
| 苏州分公司 | 江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦716室 | 0512-65105067 |
| 上海分公司 | 上海市浦东新区长柳路58号604室 | 021-50588186 |
| 常州分公司 | 江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼 | 0519-86811208 |
| 湖北分公司 | 湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号 | 027-87267728 |
| 湖南第一分公司 | 湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室 | 0731-84313486 |
| 湖南第二分公司 | 湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房 | 0731-84312376 |
| 湖南第三分公司 | 湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层 | 0731-84319733 |
| 深圳分公司 | 广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室 | 0755-82521068 |
| 广东分公司 | 广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室 | 020-38783861 |
| 山东分公司 | 山东省青岛市崂山区香岭路1号4号楼1706户 | 0532-85706107 |
| 天津营业部 | 天津市和平区大沽北路2号经津塔写字楼2909室 | 022-58308206 |
| 天津滨海新区营业部 | 天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元 | 022-65634672 |
| 包头营业部 | 内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107 | 0472-5210527 |
| 邯郸营业部 | 河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间 | 0310-2053696 |
| 太原营业部 | 山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层 | 0351-7889626 |
| 西安营业部 | 西安市高新区唐延南路东侧逸翠园二期(i都会)6幢10101 | 029-81870836 |
| 上海自贸试验区分公司 | 上海市浦东新区南泉北路429号1502D室 | 021-68401347 |
| 上海南洋泾路营业部 | 上海市浦东新区南洋泾路555号1106室 | 021-50581277 |
| 上海世纪大道营业部 | 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室 | 021-58861627 |
| 宁波营业部 | 浙江省宁波市鄞州区杨帆路71号扬帆广场2栋西单元5-1 | 0574-87096853 |
| 杭州营业部 | 浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室 | 0571-86690056 |
| 南京洪武路营业部 | 江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室 | 025-58065918 |
| 苏州东吴北路营业部 | 江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室 | 0512-65161340 |
| 扬州营业部 | 江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼 | 0514-82990210 |
| 南昌营业部 | 江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420 | 0791-83881001 |
| 岳阳营业部 | 湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号 | 0730-8831589 |
| 株洲营业部 | 湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号(优托邦第3号写字楼第7层C-704号) | 0731-28102771 |
| 郴州营业部 | 湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼 | 0735-2812007 |
| 常德营业部 | 湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼 | 0736-7319919 |
| 风险管理子公司 | | |
| 上海际丰投资管理有限责任公司 | 上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区4号楼1105 | 021-20778818 |
| 上海际丰投资管理有限责任公司 | 北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层 | 010-85881188 |

重要事项

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。