

余粮上市收尾，玉米前路何方？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

新季玉米增产叠加进口压力下，玉米期现货春节前经历了下跌探底过程，春节后，由于主产区持续雨雪天气干扰上量，储备政策传达保护农民售粮倾向，玉米期货反弹后震荡运行。一季度后余粮上市收尾，粮源结构性转移，未来市场有哪些新的供需关键点，价格节奏如何？本文对此进行分析展望。

摘要：

23/24 年度国内外玉米供应结构化宽松，美玉米累库显著，南美玉米增产趋势明朗化。国内玉米产量统计局公布同比增长 1164 万吨，玉米上市期，伴随进口谷物大量到港，价格开启下跌趋势，期货主力最大跌幅 400 元/吨，现货跌幅 600-700 元/吨，低迷气氛延续到春节前夕。春节后由于主产区持续雨雪天气干扰上量，储备政策传达保护农民售粮倾向，玉米期货反弹后震荡运行。

从市场的节奏看，一季度余粮逐渐完成向商业渠道转移，商业库存达到年内高点，供应大于需求的格局。随着各类储备展开收购，进口玉米拍卖暂缓，进口量后期趋减，市场情绪有好转趋势，价格下行空间有限，建议用量企业把握低位采购机会。

二季度供需格局边际改善，仍因余粮和进口谷物库存，以及小麦替代预期呈现供大于需的格局，玉米将在上涨有阻力，下跌有支撑的局势下窄幅震荡。

三季度预计商业库存去化效果体现，关注前期储备收购体量，以及各环节商业库存同比变化程度，新季玉米长势情况等，价格有望在综合因素影响下抬升，但是新季成本下移会限制价格上升幅度。

另外供需两侧仍有一些不确定性干扰供需预期，例如国产玉米产量增幅验证，商业储备收购和轮出的节奏，小麦品质和产量波动，以及进口玉米拍卖，生猪产能去化程度，新季种植成本下调等，注意预期差带来的供需节奏调整风险。

策略建议：玉米期货二季度波动区间 2300-2500 元/吨。

基差：以锦州地区为例，建议-150~-100 左右买入，-50~0 元/吨平出。

玉米和玉米淀粉价差做缩，建议区间-500~-400 元/吨。

风险提示：天气风险，需求不及预期，政策风险，宏观风险等。

农业组研究团队

研究员：
李兴彪
从业资格号：F3048193
投资咨询号：Z0015543

李青
从业资格号：F3056728
投资咨询号：Z0014122

刘高超
从业资格号：F3011329
投资咨询号：Z0012689

王聪颖
从业资格号：F0254714
投资咨询号：Z0002180

吴静雯
从业资格号：F3083970
投资咨询号：Z0016293

李艺华
从业资格号：F03086449
投资咨询号：Z0019380

程也
从业资格号：F03087739
投资咨询号：Z0019480

目 录

摘要:	1
一、 23/24 年度以来市场行情回顾	4
二、 国际玉米市场分析及展望	5
(一) 全球谷物供需呈宽松趋势	5
(二) 美国玉米: 库存累积明显, 短期缺乏底部突破驱动	6
(三) 乌克兰玉米: 旧作出口边际递减, 新季产量出口预期收缩	7
(四) 南美玉米: 巴西出口进入尾声, 二茬种植基本完成	7
三、 国内玉米市场分析及展望	9
(一) 政策方面: 多措施并举稳定粮食产量	9
(二) 余粮上市收尾, 二季度市场供应充裕	10
(三) 替代品: 陈化稻谷加速出库, 冲击有限	10
(四) 进口: 到港量下滑趋势, 跟踪新增采购	12
(五) 贸易: 库存相对偏低, 建库意愿中性	13
(六) 需求端饲料消费: 产能去化缓慢, 需求不宜过度低估	14
(七) 深加工消费: 利润支撑, 需求预计同比增长	15
(八) 玉米供需平衡表趋势	16
四、 玉米类商品策略分析和建议	17
(一) 价格波动节奏预测分析	17
(二) 玉米基差走势分析	18
(三) 玉米淀粉价差走势分析	20
免责声明	21

图表目录

图表 1: 玉米主力合约期现货价格走势	4
图表 2: 全球玉米主产国供需平衡表	5
图表 3: 美国玉米出口季节性和销售进度	6
图表 4: 乌克兰玉米产量和出口	7
图表 5: 巴西玉米产量和出口	8
图表 6: 阿根廷玉米产量和出口	9
图表 7: 玉米售粮进度走势	10
图表 8: 小麦玉米价差	11
图表 9: 稻谷和进口玉米拍卖情况	11
图表 10: 中国玉米进口利润	12
图表 11: 中国进口谷物到港量及预测	12
图表 12: 玉米内贸利润及北港散船下海量	13
图表 13: 北港和南港玉米库存	13
图表 14: 能繁母猪样本产能及月度饲料产量	14
图表 15: 蛋鸡和肉毛鸡养殖利润	15
图表 16: 玉米深加工企业利润	15
图表 17: 主要深加工企业玉米消费量和玉米淀粉提货量	16
图表 18: 中国玉米供需平衡表	17
图表 19: 中国玉米期货年度价格	18
图表 20: 锦州, 长春, 潍坊, 蛇口地区玉米基差季节性走势	19
图表 21: 玉米淀粉和玉米价差	20

一、 23/24 年度以来市场行情回顾

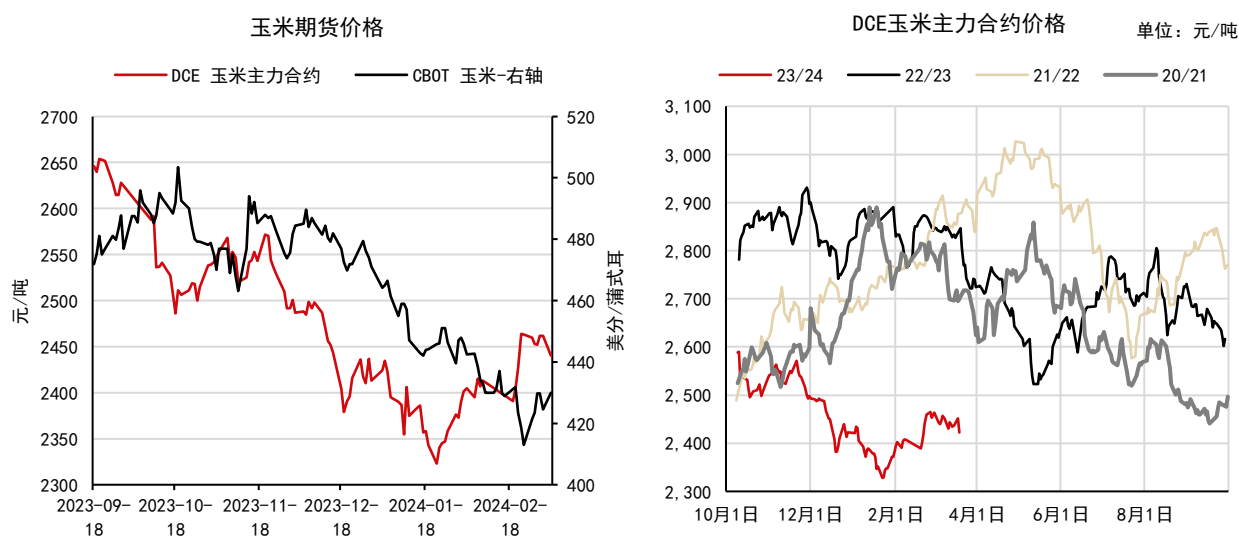
国际市场面临供应宽松压力，23/24 年美国玉米产量达到创历史记录的 3.897 亿吨，南美产量预计从拉尼娜天气影响下逐步恢复，美国农业部论坛展望美国 24/25 年玉米库存呈现显著累积的趋势，美玉米 03 合约从最高 521.5 美分跌破 400 美分，最大跌幅为 127 美分/蒲，奠定了国际市场偏空氛围。

国内方面，玉米增产明确，供应预期压力较大。23/24 年国内玉米产量统计局公布为 2.88 亿吨，同比增长 1164 万吨，产量创历史新高水平，其中种植面积 4422 万公顷，同比+2.7%；单产 6.53 吨/公顷，同比+1.5%。2023 年 9 月份开始早熟品种上市积极，产销区物流顺畅，新季玉米快速补充渠道供应，促使价格下跌较为迅速。截至春节前夕（2024 年 2 月 7 日）期货主力最大跌幅 400 元/吨，锦州和山东地区现货跌幅 600-700 元/吨，低迷气氛延续到春节前夕，主要交易增产，进口集中到港，售粮进度偏慢，终端需求谨慎等因素。

春节后国内市场心态逐渐改善，主要受到储备等利好政策引导，贸易渠道备货意愿改善，以及余粮压力逐步消化等影响，春节假期后至 3 月中旬，玉米期货主力合约价格从 2390 上涨至 2420 元/吨，最高上涨到 2479 元/吨。

节后储备相关政策带动市场情绪显著好转，首先是暂停进口玉米储备邀标拍卖，同时吉林中储粮公布第二批国产玉米收储库点名单，另外发改委召集骨干粮食企业增加商业储备收购规模，倾向推进粮食收购，保护农民顺畅卖粮，相关政策引导下，看到加工企业，贸易企业入市较春节前更加积极，玉米期现价格相应上涨。关注后期收购量价落地情况。

图表 1：玉米主力合约期现货价格走势



资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

二、 国际玉米市场分析展望

全球谷物供应趋向宽松，二季度关注北半球种植进展和天气条件，南美玉米生长状况，预计国际玉米市场炒作题材增加，波动放大。

(一) 全球谷物供需呈宽松趋势

23/24 全球玉米供需在美国农业部 3 月报告中预估库存呈下降趋势，产量环比-233 万吨，主要来自乌克兰，俄罗斯等国的产量下调，进口-33.5 万吨，国内消费+148 万吨，出口环比+145 万吨，期末库存环比-243 万吨，库存比略降至 26.4%。调整后 23/24 年期末结转库存仍同比增加 1800 万吨，整体维持宽松趋势。

图表 2：全球玉米主产国供需平衡表

类 目 国 家		玉米主产国供需平衡表（单位_千吨）					22/23		23/24	
		19/20	20/21	21/22	22/23 Mar	23/24 Mar	环比变化	同比变化	环比变化	同比变化
产 量	阿根廷	51,000	52,000	49,500	36,000	56,000	1,000	-13,500	1,000	20,000
	巴西	102,000	87,000	116,000	137,000	124,000	0	21,000	0	-13,000
	欧盟	66,742	67,440	71,549	52,403	60,100	0	-19,146	0	7,697
	乌克兰	35,887	30,297	42,126	27,000	29,500	0	-15,126	-1,000	2,500
	美国	345,962	358,447	382,893	346,739	389,694	0	-36,154	0	42,955
	全球	1,123,184	1,129,313	1,217,268	1,157,531	1,230,241	1,596	-59,737	-2,329	72,710
进 口	阿根廷	4	5	8	15	15	0	7	0	0
	巴西	1,656	2,848	2,596	1,300	1,200	0	-1,296	0	-100
	欧盟	17,384	14,493	19,738	23,150	22,000	0	3,412	-1,000	-1,150
	乌克兰	29	21	15	21	20	0	6	0	-1
	美国	1,064	616	615	983	635	0	368	0	-348
	全球	167,687	184,751	184,441	172,579	189,483	0	-11,862	-335	16,904
出 口	阿根廷	36,252	40,942	34,692	25,000	42,000	1,000	-9,692	1,000	17,000
	巴西	35,139	21,023	48,278	54,300	52,000	-1,700	6,022	0	-2,300
	欧盟	5,388	3,735	6,025	4,208	4,200	0	-1,817	0	-8
	乌克兰	28,929	23,864	26,980	27,122	24,500	0	142	1,500	-2,622
	美国	45,175	69,775	62,802	42,195	53,342	0	-20,607	0	11,147
	全球	172,394	182,726	206,593	180,187	202,266	-799	-26,406	1,450	22,079
国内消费量	阿根廷	13,500	13,500	14,200	11,700	14,100	0	-2,500	0	2,400
	巴西	68,500	70,000	70,500	76,500	78,500	500	6,000	1,000	2,000
	欧盟	79,000	77,700	81,700	75,500	77,900	0	-6,200	-1,000	2,400
	乌克兰	6,400	7,100	8,400	4,900	5,000	0	-3,500	0	100
	美国	309,504	306,687	317,089	305,951	316,372	0	-11,138	0	10,421
	全球	1,133,807	1,145,746	1,199,700	1,166,560	1,212,240	370	-33,140	1,480	45,680
结转库存	阿根廷	3,619	1,182	1,798	1,113	1,028	0	-685	0	-85
	巴西	5,328	4,153	3,971	11,471	6,171	1,200	7,500	200	-5,300
	欧盟	7,330	7,828	11,390	7,233	7,233	0	-4,157	0	0
	乌克兰	1,478	832	7,593	2,795	2,815	0	-4,798	-2,500	20
	美国	48,757	31358	34,975	34,551	55,166	0	-424	0	20,615
	全球	307,381	292,973	310,340	301,620	319,626	1,371	-8,720	-2,433	18,006
全球库存比		27.1%	25.6%	25.9%	25.9%	26.4%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.5%
主出口国库存比		13.9%	9.5%	12.1%	12.0%	14.7%	0.2%	-0.1%	-0.5%	2.7%
美国库存比		13.7%	8.3%	9.2%	9.9%	14.9%	0.0%	0.7%	0.0%	5.0%

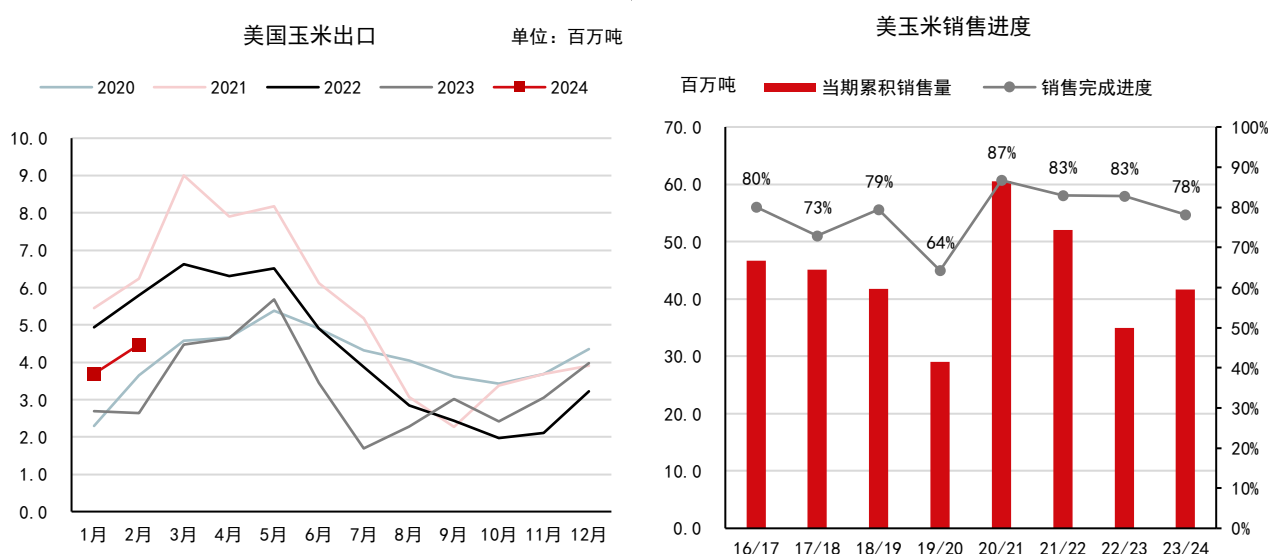
资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

(二) 美国玉米：库存累积明显，短期缺乏底部突破驱动

23/24 年度美玉米出口预期 5334 万吨，截至 3 月 14 日成交 4159.7 万吨，完成进度 78.2%，过去 3 年的平均进度为 84%，落后大约 6 个百分点；主要来自中国的买盘显著落后，同时美国对墨西哥，哥伦比亚等地的出口增加，市场关注中国采购美玉米的兴趣，对出口的完成存有顾虑。

资金方面基于供应压力和累库预期，在美玉米的管理基金净空单达到历史极值 34 万张，促使美玉米跌破 400 美分/蒲。随后在空单回补和逢低买盘的带动下逐渐反弹至 440 美分/蒲附近震荡。截至 3 月 14 日，管理基金净空单仍有 25.6 万张，处于历史偏高水平，反映看空压力仍存。

图表 3：美国玉米出口季节性和销售进度



资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

新作方面，2 月份美国农业论坛预测 24/25 年美玉米播种面积 9100 万英亩，同比+360 万英亩，单产预期 181 蒲，同比+3.7 蒲/英亩，整体产量 150 亿蒲，同比-3.02 亿蒲，需求和出口同比预期增加，由于期初库存偏高，期末结转库存预计同比累积 3.6 亿蒲，约 910 余万吨，供需格局更加宽松。但是面积和单产情况仍待明确，目前主产区中西部面临干热天气，土壤墒情偏低，未来关注播种期天气条件和播种进度，播种面积的预期差，管理基金持仓波动等变化。

美国国家气象局气候预测中心（CPC）称，厄尔尼诺可能会在今年春季结束，2024 年 4 月至 6 月期间，厄尔尼诺转为 ENSO 中性的可能性为 83%，夏季（6 月至 8 月）出现拉尼娜的可能性为 62%。厄尔尼诺对气候的影响还在持续，对北半球播种影响值得关注，远期看夏秋季发展的拉尼娜可能对南美带来干旱，威胁产量，带来市场交易题材。

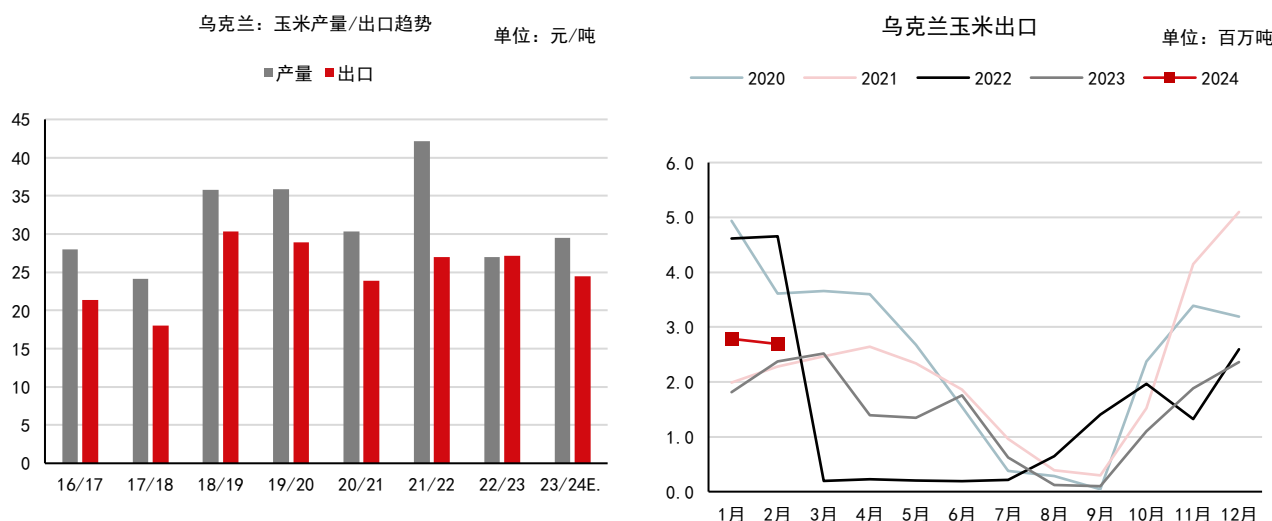
(三) 乌克兰玉米：旧作出口边际递减，新季产量出口预期收缩

美国农业部最新预估 23/24 年乌克兰玉米产量 2950 万吨，同比增加 250 万吨；出口预期 2450 万吨，同比下降 262 万吨；期末库存 282 万吨，同比增加 20 万吨。目前黑海局势仍对乌克兰出口带来不利影响，欧盟国家在本国农民压力出台对乌克兰农产品的进口限制，结合出口季节性预测乌克兰出口将边际递减。

乌克兰农业部称，截至 3 月 21 日，即 2023/24 年度（始于 7 月）乌克兰谷物出口量为 3285.1 万吨，比上年同期的 3581 万吨减少 8.3%。其中出口小麦 1307.2 万吨，高于去年同期的 1228.5 万吨；出口玉米 1760.3 万吨，低于去年同期的 2098.1 万吨；出口 188.9 万吨大麦，低于去年同期的 222.9 万吨。

新季作物的播种和出口预期：乌克兰农业部发布 2024 年其玉米种植面积预计同比降低 4.45%，从 2023 年的 404.3 万公顷降至 386.3 万公顷，另外春小麦和葵花籽播种面积可能下降，春大麦和大豆种植面积可能增长。乌克兰谷物协会（UGA）预计 2024 年乌克兰的谷物和油籽产量将会降至 7610 万吨，低于 2023 年的 8260 万吨。2024/25 年度（7 月到 6 月）的谷物和油籽出口量可能降至 4370 万吨，比当前年度的预期出口量 5310 万吨减少 17.7%。

图表 4：乌克兰玉米产量和出口



资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

(四) 南美玉米：巴西出口进入尾声，二茬种植基本完成

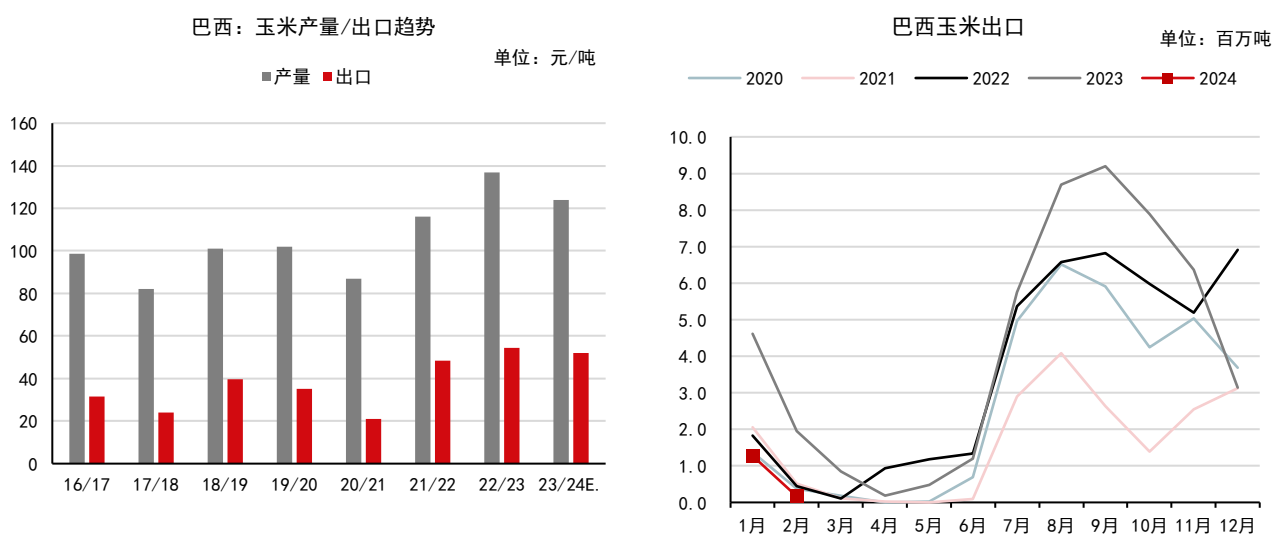
巴西方面，美国农业部维持巴西 23/24 年度玉米产量 1.24 亿吨的预测。巴西国家商品供应公司（CONAB）在 3 月 12 日发布第六次产量预测报告，将 2023/24 年度巴西玉米总产量调低到 1.12753 亿吨，较 2 月份调低了

94 万吨或者 0.8%，比上年减少 1910 万吨或者 14.5%。尽管产量调低，CONAB 维持 2024 年巴西玉米出口预期 3200 万吨不变，这要远低于上年的创纪录出口量 5463 万吨。

出口方面已进入尾声。巴西全国谷物出口商协会（ANEC）表示，2024 年 3 月份巴西玉米出口量预计为 134,430 吨，略低于一周前估计的 146,571 吨，远低于 2 月份的 713,658 吨，也低于去年 3 月份的 780,053 吨。2023 年巴西玉米出口量达到创纪录的 5556 万吨，高于 2022 年的 4470 万吨。2023 年，中国是巴西玉米的头号买家，份额为 31%。

新季作物方面：巴西咨询机构 AgRural 称，截至 3 月 14 日，巴西首季玉米收获进度达到 68%，一周前 57%，去年同期为 51%。巴西二季玉米播种工作即将结束：截至 3 月 14 日，2023/24 年度巴西中南部的二季玉米播种进度达到预期面积的 97%，高于一周前的 93%，去年同期为 91%。随着主要产区的播种工作逐步完成，市场关注 3 月份的干燥炎热天气带来的产量威胁，特别是在帕拉纳州以及南马托格罗索的南部。

图表 5：巴西玉米产量和出口



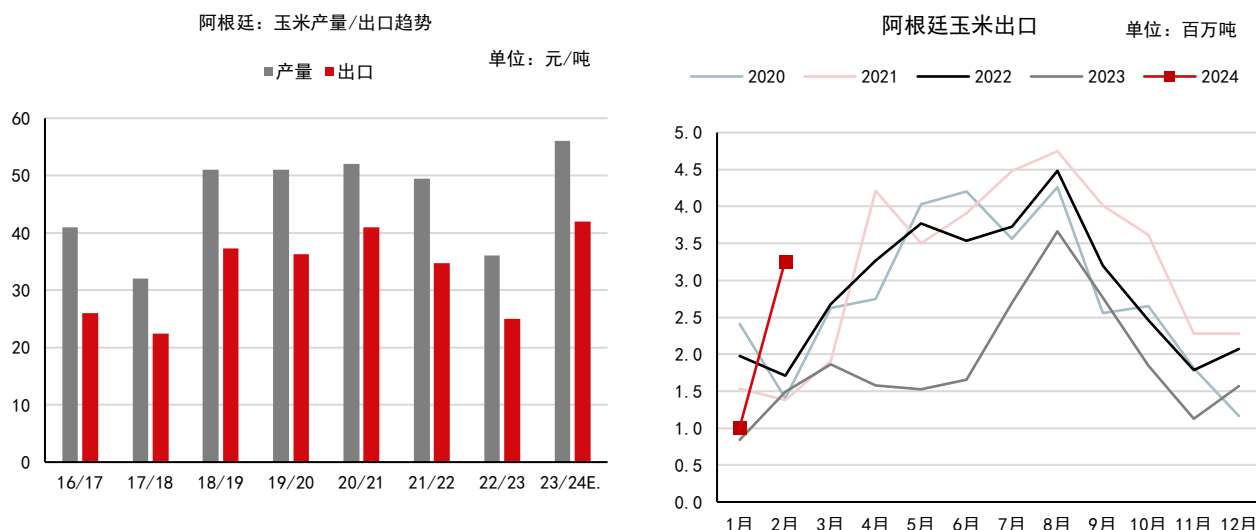
资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

阿根廷方面：美国农业部对 23/24 年度阿根廷玉米产量最新预测 5600 万吨，同比+2000 万吨。23/24 出口预期 4200 万吨，同比增加 1700 万吨。阿根廷农业部报告显示，上周阿根廷的新季玉米销售步伐加快。截至 3 月 13 日，阿根廷农户销售了 1,337 万吨 2023/24 年度玉米，比一周前高出 67 万吨。去年同期预售量为 852 万吨。

新季作物方面：阿根廷玉米大部分处于抽丝阶段，近期多个产区迎来偏多降雨，对当地玉米单产和品质可能存在一定影响。阿根廷本地谷物交易所

和气象专家 3 月 20 日称，主要农业区出现新一轮暴雨，可能对大豆和玉米作物“造成严重损害”，并可能削弱产量。

图表 6：阿根廷玉米产量和出口



资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

三、 国内玉米市场分析及展望

（一） 政策方面：多措施并举稳定粮食产量

中国玉米供需趋势始终与宏观政策调控紧密关联，一方面每年中央一号文件，中央农村工作会议等及时明确粮食产业发展方向和具体目标，另一方面玉米主产省的储备政策，补贴政策，农作物轮作计划等对玉米市场带来预期影响。

2024 年 2 月 6 日一号文件对于粮食产业发展强调稳定粮食播种面积，把粮食增产的重心放到大面积提高单产上，确保粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上。实施粮食单产提升工程。巩固大豆扩种成果，支持发展高油高产品种。适当提高小麦最低收购价，合理确定稻谷最低收购价。同时明确继续实施耕地地力保护补贴和玉米大豆生产者补贴、稻谷补贴政策。

在提高单产方面可以看到，我国农业育种主管部门新通过了 27 个转基因玉米和 3 个转基因大豆品种的初审，加上去年 11 月通过的转基因品种，截至目前我国已经累计有 64 个转基因玉米品种和 17 个转基因大豆品种。从公布品种的信息来看，单产最高的转基因玉米可达每亩 876 公斤，将显著推进单产提升趋势。转基因玉米试种面积也逐年增加。

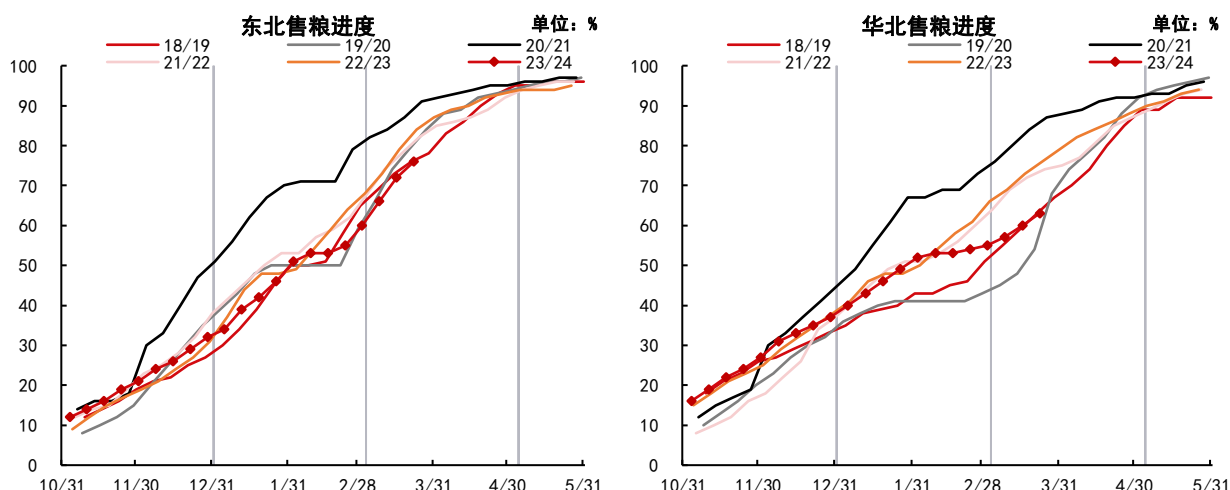
2024 年新季玉米种植情况，从目前的信息看预计播种面积可能呈现稳定或小幅下降趋势，种植成本也会出现一定程度的下降。黑龙江省 2024 年拟

实施耕地轮作试点任务 2600 万亩以上，同比增加 1700 万亩，主要采取四种轮作方式，其中第一，三，四种均可能促使玉米面积轮换至大豆或其他经济作物。东北地区种植成本大概率下降，去除农垦集团土地租金维持稳定外，其余地区调研样本普遍反馈地租下降 1000-3000 元/公顷，预计新季玉米成本下调 100-200 元/吨左右。

(二) 余粮上市收尾，二季度市场供应充裕

余粮销售进入尾声，整体偏慢。根据上海钢联统计，截至 3 月 22 日全国玉米售粮进度 74%，同比偏慢 9 个百分点，东北地区为 76%，同比偏慢 8 个百分点，华北地区为 63%，同比高偏慢 13 个百分点。3 月份预计售粮进度达到 80% 左右，市场供应充裕，供大于需的格局未变，但是粮源完成从农户转移到贸易，储备，加工企业的库存中。

图表 7：玉米售粮进度走势



资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

(三) 替代品：陈化稻谷加速出库，冲击有限

春节后随着物流恢复，面粉企业库存回补后，小麦价格呈现下跌趋势，主要是贸易端出货意愿加强，小麦储备连续释放库存，而下游制粉企业采购谨慎，市场情绪偏悲观。

从小麦的年度供需格局看，23/24 总体产量下滑，优质小麦比例偏低，芽麦流入饲用渠道的比例预计 3000-3500 万吨左右，整体年度供需基本平衡，余粮逐步消化，压力小于 22/23 年，预计短期小麦玉米价差维持 300 元/吨左右，目前新季小麦储备轮换收购价格约在 2700 元/吨，对应基层收购价约在 2600 元/吨。5-7 月份需关注新小麦上市对玉米饲用需求的冲击。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/368011022040006050>