

## 【玉米专题】

# 持粮主体转换阶段，连盘玉米如何演变？

主要内容：

第一部分：现实与推演

第二部分：基层售粮

第三部分：替代与进口

第四部分：库存

第五部分：总结及策略

国联期货研究所 农产品事业部

徐远帆 从业资格证号：F3075697

投资咨询证号：Z0018986

2024年3月5日

期货交易咨询业务资格：证监许可[2011]1773号

## 摘要

从玉米供求关系看，2000年-2006年阶段性供大于求，国内消费能力有限，库存积压，主要通过出口降库存；2007年-2012年供求紧平衡，国内深加工库存释放完毕，部分年份产不足需，进口有所增加；2013年-2016年阶段性供大于求，临储收购大幅增加，库存累积较大；2016年-2020年国有库存去化阶段，缺口逐渐形成；2020年-2022年我国玉米处于牛市周期，新冠疫情与俄乌冲突使得全球农产品供应偏紧，带动国内农产品价格中枢上移；2023年以来随着全球供需格局逐步宽松，国内经过3年增产，玉米供需缺口正在逐步缩小，我国玉米转入熊市周期。

从2023/24市场年度看：本年度新作实现增产，春节前新粮卖压大于春节后，2023年10月-2024年1月巴西进口玉米到港数量较大，2月转入下降预期，另外其它谷物替代的影响逐渐减小，至此可以看出上半个市场年度供给压力比下半个市场年度大。3月开始持粮主体转为贸易商，4月和5月市场并不缺粮，6月开始需求逐渐增加，7月余粮库存通常会进入低位。综合上述信息，以完整的2023/24市场年度看呈现前期供需宽松，后期趋于平衡的状态，考虑到前期北港现货价已跌至2260元/吨，所以结合供需结构笔者认为春节前的低点很有可能就是本年度的价格低点，接下来现货价格难以跌破1月低点，期货盘面也将以区间宽幅震荡为主，区间上沿参考2500元/吨，下沿参考2300元/吨。

从3月盘面交易角度看：1、利多政策消息提振市场情绪，政策引导下春播前大幅回落可能性小；2、产区气温回升，东北地趴粮保管条件变差，另外华北卖压还比较大，卖压有待释放，但考虑到贸易商收购积极性增加，不排除卖压被逐渐对冲弱化的可能。所以以05合约目前的价格有向下调整的可能，但回调空间有限。

风险点：地缘冲突加剧、主产国气候恶化、宏观风险等。

## 一、现实与推演

### 1、大幅反弹的主要原因

1月22日连盘玉米05合约跌至2317元，随后一波反弹涨至2460元。驱动大幅反弹的原因主要来自三个方面：第一，中下游建库，春节前中游贸易商开启建库操作，当北港现货价格跌至2260元/吨左右时，贸易商入市收购建库。大部分贸易商在连续亏损了三年后，今年对于建库存非常谨慎，新粮上市后采用随收随走的模式持续了近半年，节前收购量相对偏低，根据市场反馈，多数维持3000-5000吨的常规库存。另外，春节期间消化部分库存后，节后下游用粮企业有一波刚需囤粮补库。第二，节后产区迎来一波时间较长的降温，潮粮保管条件转好，基层挺价惜售，市场供应节奏放缓。此时用粮企业节后补库，遇到基层挺价，提价成交。第三，节后利多政策接连出台，此前市场消息称取消进口储备玉米定向邀标拍卖、中储粮吉林分公司公布第二批玉米增储库点公布，还将增加第二批2023年国产玉米收储规模、骨干企业增加粮食商业储备规模会议等，起到提振市场情绪的作用。因此，供需两端偏多的基本面叠加一系列利多政策，驱动了当前这轮大幅反弹。

### 2、驱动继续反弹的因素有哪些？

从近期盘面表现看，上周处于横盘整理中，此时盘面等待进一步方向指引。接下来，如果盘面想继续反弹，那么可能会出现利多因素有哪些呢？第一，中下游加大累库力度，目前中游贸易商都在积极囤粮，而下游饲料企业采购力度有限，毕竟下游库存仍处较低水平，后期存在加大累库的意愿；第二，区域余粮逐渐减少，贸易商收购逐渐增加，不排除卖压被对冲弱化的可能，卖压是看空节后的主要原因之一，如果卖压有所减量，那么盘面转入调整的幅度就有限；第三，持粮主体转到贸易商后，涉及仓储成本和资金成本，成本增加后对玉米形成上行预期；第四，利多政策消息继续发酵，玉米价格经过2023年大幅走弱后，本轮反弹前已跌破基层农户的种植成本，这在一定程度上会影响今年农户种植玉米的积极性，所以不排除在春播阶段继续发挥政策引导作用，稳定粮价从而提升农户种植积极性。

### 3、反弹兑现后转入回调的因素有哪些？

第一，3月产区气温趋于回升，基层农户被动去库，售粮节奏加快，卖压有待释放，但恐力度有限；第二，下游饲用需求较低迷，饲料企业整体库存处于较低水平，但依然谨慎采购。饲料企业继续谨慎采购的原因不仅是自身看空后市，关键还是取决于经营利润，我们都知道，养殖行业利润已长时

间压缩，低利润环境下管理层不得不选择低库存、高周转、刚需补库的策略。如果猪价在今年二季度回升，那么下半年养殖利润可能有所修复，这意味着近期刚需补库的节奏仍会持续一段时间。另外，深加工年前开工率长时间保持高位，年后产成品呈现逐渐累库的趋势，那么产成品价格可能就会走弱，从年后深加工利润收窄也能得到印证，所以节后利润下降会影响到深加工收粮补库的数量；第三，目前远期交货月美国玉米和巴西玉米均有较大进口利润，虽然进口配额还是 720 万吨，但在有较大进口利润的情况下，不排除后期进口仍会大量到港，叠加多元化谷物替代发酵，进一步对玉米需求形成冲击。

## 二、基层售粮：卖压或被渠道积极建库对冲弱化

2023/24 市场年度是从 2023 年 10 月开始到 2024 年 9 月结束，2024 年春节在 2 月，笔者习惯以春节作为中间节点，从 2023 年 10 月-2024 年 2 月作为上半段，从 2024 年 2 月-9 月作为下半段。上半段是一个基层农户持续收获变现的阶段，该阶段基层卖粮已接近 60%，所以从市场供应量的角度来说，春节前的上半段相比春节后的下半段显得宽松。

今年农户售粮的总量市场预期是比较充足的，这也能解释中游贸易商和下游用粮企业为何迟迟不建库存，收粮主体都在等价格回落后再入市收粮。对于售粮总量，因 2022 年农户玉米种植收益较高，大豆每亩收益远低于玉米，2022 年相差 409 元，所以 2023 年春播时农户的种植意愿仍然倾向于玉米，根据调研反馈，2023 年玉米种植面积稳中有增，预计全国玉米播种面积为 3638 万公顷，较上年增加 148 万公顷，同比增加 4%。关于单产，8 月初东北出现了大范围降雨，主要是在黑龙江和吉林，个别地区出现积水，玉米也有倒伏的情况，所以 8 月份引发了市场对今年新作产量的担忧，而后各种调研团队赴产地调研，得出的结论是大范围降雨没有导致减产的可能，实质影响有待观察。随着新粮收获上市，单产下降的担忧已被证伪，今年玉米种植区整体降水充足，光照和温度均利于玉米生长，全国单产略有提升，预计全国玉米单产 6.64 吨/公顷，同比增加 3.9%。虽然近些年单产有所提高，但目前的单产水平仍然存在一定提升空间，根据中国国家统计局数据，美国玉米单产已达 11 吨/公顷，乌克兰玉米单产达 7.7 吨/公顷，阿根廷达 7.9 吨/公顷。在种植面积和单产均上升后，产量自然出现了明显的增加，根据调研信息汇总，预计全国玉米产量为 24176 万吨，较上年增加 1903 万吨，同比增加 7.87%，所以今年新作上市的整体供应压力要大于上一年度。

**图 1：全国播种面积（千公顷）**

**图 2：全国玉米产量（千吨）**


数据来源：国联期货农产品事业部。相关平衡表产量、消费数据为根据样本数据预估数据，仅供参考。具体数据请以国家统计局、国家粮食与物资储备局等官方数据为准。

售粮进度方面，从 2023 年 10 月开始，东北产区进入新粮收割季，基层农户有卖粮需求，但中下游整体看空后市，所以贸易商采用随收随走，下游用粮企业维持刚需补库的策略。春节后基层农户售粮进入下半程，根据钢联最新数据，截至 2 月 29 日，全国 13 个省份农户售粮进度 62%，较去年同期偏慢 8%。全国 7 个主产省份农户售粮进度为 58%，较去年同期偏慢 9%。其中，东北产区辽宁的售粮进度最快，年前就已售粮近 70%；黑龙江其次，目前售粮约 65%，比去年同期慢约 10%；吉林地趴粮最多，售粮进度在东三省里最慢，目前售粮刚过半，慢于去年同期 5%。华北农户售粮意愿一般，售粮进度刚过半，有一定东北货源补充华北市场。造成今年售粮进度整体偏慢的原因主要有两个方面，一是前期价格回落太多，已跌破大部分地区农户种植成本，所以价格低形成主动惜售；二是收购主体少，贸易商随收随走，饲料企业维持安全库存，这就形成了农户的被动持粮。

**图 3：售粮进度**

省份	2024/2/29	2024/2/22	2023/3/2
黑龙江	66%	60%	74%
吉林	50%	43%	55%
辽宁	71%	68%	74%
内蒙古	58%	53%	72%
河北	46%	45%	59%
山东	55%	54%	65%
河南	63%	62%	71%
东北	60%	55%	68%
华北	55%	54%	66%

数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

基层农户售粮节奏与种植成本有很大关联，此前盘面一度跌破东北农户平均种植成本。在我国玉米成本结构中，人工和地租占比约六成，化肥等能源费用占比近三成。2023年玉米种植成本继续上升，化肥成本略有下降，其它农资成本同比变化不明显，地租上涨是今年成本上升的主要原因。我们以黑龙江为例，根据 Mysteel 的数据，2023/24 年度黑龙江新玉米种植成本 1230-1419 元/亩，推算 2023 年玉米干粮到港成本约 2550-2620 元/吨，高于 2022 年 2500 元/吨左右的成本。黑龙江东部地区的地租水平低于西部地区，所以东部玉米的成本比西部低，且今年东部地区实现增产，西部地区减产。当价格跌破种植成本后，东部农民亏损幅度低于西部地区，所以市场反馈东部的售粮进度快于西部。

对于今年的玉米种植成本，根据市场最新消息，新年度土地流转价格逐渐明朗，黑龙江地租成本较去年下降 100 多元/亩，预计为 750-800 元/亩。假设人工成本、农机成本（种子成本、化肥成本、农药成本、机械成本等）、脱粒费、烘干费、集港运费等同比没有太大变化，推算集港成本约 2100-2200 元/吨，相较前两年的集港成本 2500-2600 元/吨，本年度将大幅下降。农户种植成本下降，将带动下一年度（2024/25 年度）新粮价格中枢有所下移。

**图 4：2022 年三省一区种植成本**

项目（2022/23）	黑龙江	吉林	内蒙	辽宁
租地和人工（元/亩）	800	900	897	940
种子成本（元/亩）	44	55	62	65
化肥成本（元/亩）	165	240	198	240
农药成本（元/亩）	23	20	23	20
机械成本（元/亩）	135	154	138	154
共计（元/亩）	1167	1369	1318	1419
单产（斤/亩）	1267	1100	1650	1100
生产成本（元/斤）	0.92	1.24	0.80	1.29

数据来源：Mysteel,国联期货农产品事业部

**图 5：2023 年三省一区种植成本**

项目（2023/24）	黑龙江	吉林	内蒙	辽宁
租地和人工（元/亩）	873	1090	987	1100
种子成本（元/亩）	44	55	67	60
化肥成本（元/亩）	158	235	202	235
农药成本（元/亩）	23	20	23	20
机械成本（元/亩）	135	154	140	154
共计（元/亩）	1233	1554	1419	1569
单产（斤/亩）	1340	1400	1650	1440
生产成本（元/斤）	0.92	1.11	0.86	1.09

数据来源：Mysteel,国联期货农产品事业部

### 三、替代与进口：替代影响逐渐减弱，进口预期 2 月下降

#### 1、替代：替代已无优势，玉米在能力饲料中已体现性价比

2023 年年初生猪养殖利润转负，所以养殖行业开始选择性价比更高的谷物，我国饲料企业配方调整的灵活度较高，饲料企业会考虑市场不同谷物的供需情况、不同的价格水平以及各企业库存情况等因素制定。2023 年玉米受到小麦、稻谷、高粱、大麦等多种谷物的竞争，替代影响较大，国内谷物替代呈现多元化格局。根据市场反馈，当下玉米在能量饲料中性价比较高，玉米饲用消费比重有所回升，预计 2024 年玉米饲用需求被替代的影响将大幅减弱。

##### (1) 小麦

回顾过往，2003 年以来，我国小麦产量保持增产势头，最近几年小麦市场供大于求，每年都有结余。虽然 2023 年小麦生产遭遇气候灾害，产量相比 2022 年有所下滑，但整体产量仍居历史高位水平。据国家统计局数据，对全国 25 个夏粮生产省（区、市）的调查，2023 年全国小麦播种面积 23059 千公顷（34589 万亩），比 2022 年增加 97.0 千公顷（145.6 万亩），增长 0.4%；单位面积产量 5834.3 公斤/公顷（389.0 公斤/亩），比 2022 年减少 78.0 公斤/公顷（5.2 公斤/亩），下降 1.3%；产量 13453 万吨（2691 亿斤），比 2022 年减少 122.6 万吨（24.5 亿斤），下降 0.9%。2023 年春节后小麦在供强需弱的格局下快速下跌，3 月底华北很多地区的小麦价格已非常接近玉米价格，跌出替代优势后小麦开始流入饲用市场。笔者于 2023 年 6 月初赴河南小麦产区调研，由于麦收期间遭遇“烂场雨”，小麦品质整体下降。豫北地区，新乡的延津县和安阳的滑县均属全国优质小麦产区，不完善粒较多，豫北芽麦比例在 20%左右；豫南地区，芽麦比例较高，达 50%以上，部分达到 80%以上。根据市场反馈，2023 年全国芽麦数量可能达到 2500 万吨左右，这些芽麦基本都会用作饲料。今年麦收后国内最大猪企已基本弃用玉米改用小麦，据悉南方饲料企业小麦替代比例可能已达 80%。叠加上半年的陈麦流入，所以我们预计 2022/23 年度小麦用于饲料的总量大约在 3300 万吨以上。

图 6：玉米和小麦现货价对比（元/吨）

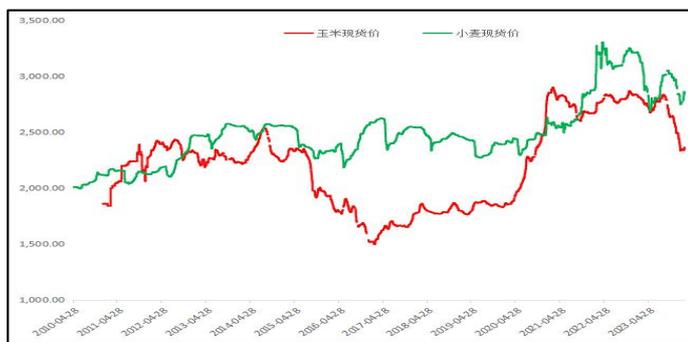


图 7：小麦产量（万吨）

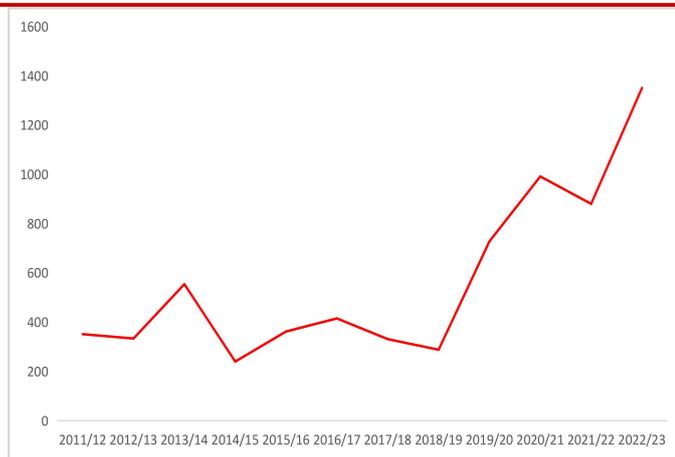


数据来源：生意社，国联期货农产品事业部

数据来源：国家统计局，国联期货农产品事业部

展望 2024 年小麦市场，供给方面，首先看产量，根据市场调研信息，虽然冬麦播种期及越冬期出现冷暖天气转换快以及适期晚播的情况，但 2023 年冬小麦播种面积整体仍然稳定，且播种质量好于去年，所以如果后期生长过程期间没有天气影响的话，2024 年小麦产量能有恢复性增长。市场预计 2023/24 年度小麦播种面积将稳定在 2.33 亿公顷左右，由此预计小麦总产量约 1.38 亿吨；其次看进口，自 2020 年新冠疫情爆发以来，我国为稳定粮食安全，大量增加小麦进口数量，2022/23 年度已是连续第四个市场年度增加小麦进口，并且已经达到 1210 万吨的历史最大进口量。根据海关总署的最新数据，截至 2023 年 12 月，2023/24 年度小麦进口量达 193 万吨，相比去年同期 333 万吨大幅下降 42%，所以由此可以判断 2023/24 年度我国小麦进口数量或将有所下降，市场预计降幅不会太大，因为要缓解饲料加工对主要口粮品种的消耗，所以我国依旧会保持对玉米及饲料替代品的大量进口。

图 8：小麦进口数量（万吨）



数据来源：海关总署，国联期货农产品事业部

图 9：国标三等小麦价格（元/吨）



数据来源：国家统计局，国联期货农产品事业部

需求方面，首先我国小麦主要用于制粉，2023 年面粉消费旺季不旺，面粉加工企业对小麦的需求不强，节后面粉销售进入淡季。2023 年的中央经济工作会议，对于扩大国内需求、提振各型消费、增加城乡收入等方面均提出明确要求，如果 2024 年宏观经济以温和复苏收尾，那么 2024 年制粉消费可能将保持稳定增加的趋势。根据市场信息，预计 2024 年制粉消费量为 8700 万吨，同比增加 300 万吨；其次是小麦饲用方面，小麦作为三大主粮之一，历史上大部分时间都是用作口粮，被大量作为饲料的年份并不多。小麦在饲料中的使用量要看具体饲料品种，蛋鸡饲料基本上不用小麦，肉鸡饲料小麦用量很少，肉鸭饲料可以大量使用，水产饲料亦可以大量使用小麦，猪饲料中除乳猪料、母猪料不能完全使用，中大猪料可以完全使用。当小麦减去玉米的价差在 200 元/吨以内时，小麦就可以在饲料端替代玉米。截至 3 月 4 日，全国小麦均价约 2800 元/吨，玉米均价约 2360 元/吨，小麦玉米价差约 440 元/吨，仅从价差角度看，目前小麦无法流入饲用领域。随着玉米及豆粕价格一路走跌，小

麦饲用空间已基本萎缩，预计 2024 年小麦的饲用消费量为 1500 万吨，同比减少约 1800 万吨；最后是小麦工业消费和种用量，预计 2024 年小麦的工业消费将会达到正常水平 1000 万吨左右，种用量也因播种面积持稳而保持在 600 万吨左右。综上所述，预计 2024 年我国小麦消费总量为 11700 万吨，较 2023 年减少约 1700 万吨。

价格方面，首先是托市价格，2024 年继续执行 2023 年 9 月公布的小麦最低收购价格 1.18 元/斤，小麦最低收购价已经连续四年上调，根据中央一号文件抓好粮食和重要农产品生产的主导精神，预计今年公布的 2025 年小麦最低收购价格不会低于 1.18 元/斤。

图 10：历年小麦最低收购价

时间	进口数量（元/斤）
2023 年 9 月	1.18
2022 年 9 月	1.17
2021 年 10 月	1.15
2020 年 10 月	1.13
2019 年 10 月	1.12
2018 年 11 月	1.12
2017 年 10 月	1.15
2016 年 10 月	1.18

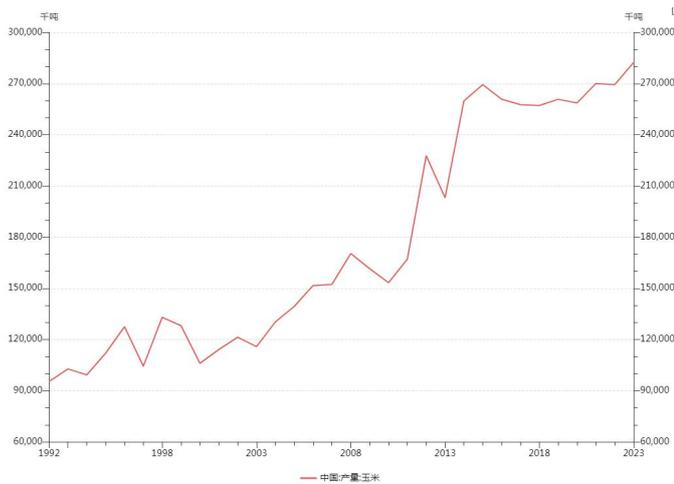
数据来源：国家发改委，国联期货农产品事业部

其次是现货价格，2023 年 10 月小麦快速下跌，从当时的 3100-3200 元/吨下跌至 2024 年 1 月底的 2700 元/吨，跌幅约 400 元/吨。本年度小麦和玉米价格联动性强，1 月底玉米价格反弹，小麦也出现明显回升。目前距离新粮上市还有 3 个月的时间，地方各级及中储粮政策性储备小麦在这期间会加快投放，所以中长期看小麦市场供应都比较宽松，叠加需求同比下降，预计 2023/24 年度小麦价格反弹高度有限。

## （2）稻谷

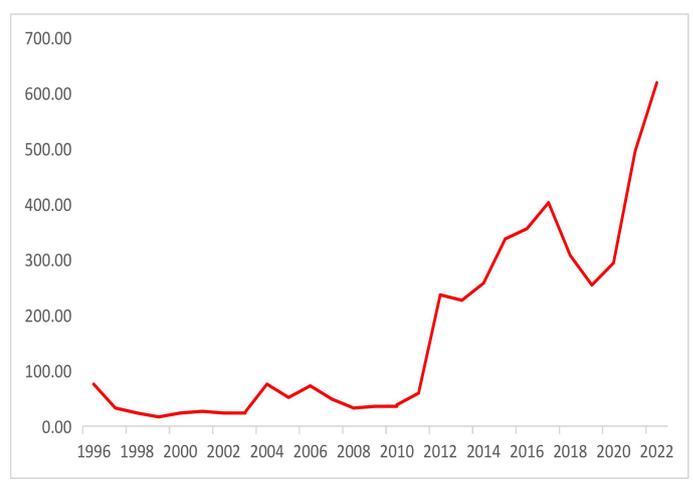
政策性粮食定向销售是国家粮食宏观调控的重要手段，在政策性粮食库存中，稻谷库存最高，据统计，2020/21 年饲用稻谷投放 6700 万吨累计成交 2500 万吨，2021/22 年投放 4388 万吨累计成交 2900 万吨左右。2022/23 年投放数量 1650 万吨，一共成交 1478 万吨，总成交率 89.5%。稻谷基本来自国产，是我国重要口粮之一，稻谷在饲料粮中的替代量约 10%，为避免稻谷大量进入饲用领域，近三年我国加大了稻谷进口量。我们预计 2023/24 年饲料粮消费结构中稻谷使用量达 2200 万吨。

图 11：稻谷产量（千吨）



数据来源：汇易网、国联期货农产品事业部

图 12：稻谷进口数量（万吨）

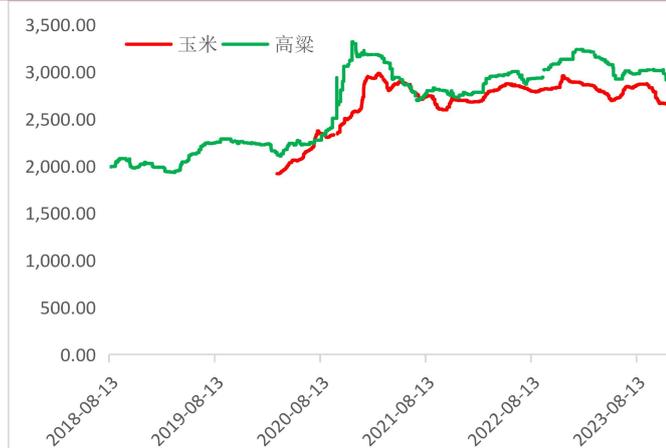


数据来源：国家粮食交易中心、国联期货农产品事业部

### （3）高粱和大麦

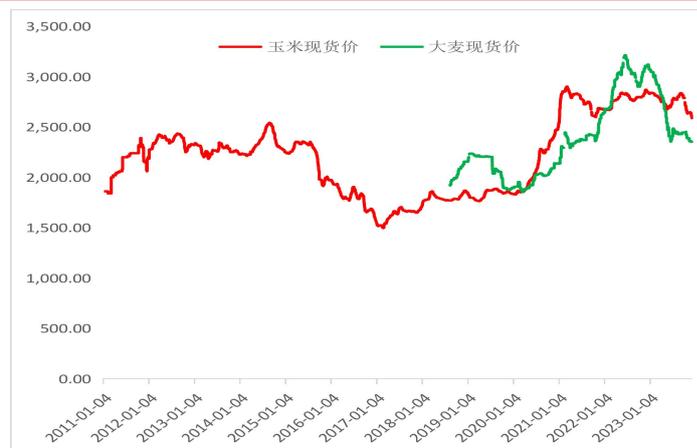
我国 2023 年 1-12 月大麦累计进口总量为 1132 万吨，较上年同期的 528 万吨增加了 96.93%；进口高粱总量为 521.64 万吨，较上年同期累计进口总量的 991.81 万吨减少 47.95%。大麦因进口成本下降得以增加进口，并非是对外依存度高。高粱进口量同比大降，一方面是因为美国干旱影响下高粱产量和可供出口量大幅收缩，而其正是我国最主要的高粱出口国，二是相对于大麦，高粱的进口成本仍维持较高位置，仍高于国内玉米价格，替代性价比不强，最后就是需求原因，高粱主要用于酿酒，2023 年我国白酒消费处于下行周期，所以对高粱的需求表现一般。在 2023/24 年度我国饲料粮消费中，预计高粱能够使用约 700 万吨，大麦能够使用约 950 万吨，替代力均较上一年度有所增加。

图 13：玉米和高粱现货价对比（元/吨）



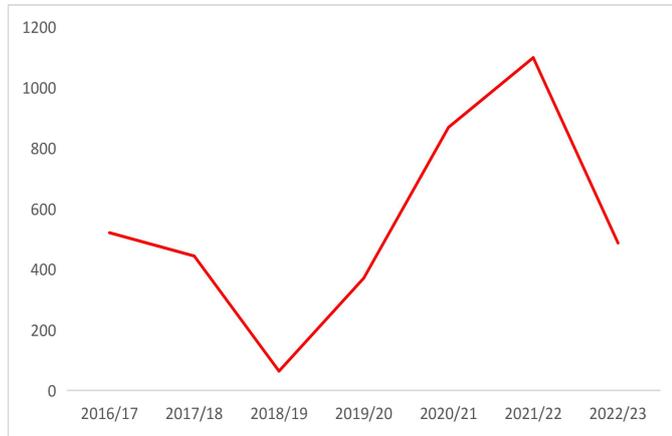
数据来源：生意社，国联期货农产品事业部

图 14：玉米和大麦现货价对比（元/吨）



数据来源：生意社，国联期货农产品事业部

图 15: 高粱进口数量 (吨)



数据来源: 生意社, 国联期货农产品事业部

图 16: 大麦进口量 (吨)



数据来源: 海关总署, 国联期货农产品事业部

## 2、玉米进口: 在海外粮食价格下调时填补我国缺口

2023 年我国玉米进口量再度增加, 共计 2714 万吨, 同比增加 31.6%, 远远超出 720 万的进口配额限制。其中, 巴西成为我国玉米最大进口国, 全年累计进口巴西玉米 1281 万吨, 占比达 47%, 进口美国玉米占比明显下降, 为 26.3%, 乌克兰达 20.4%, 从这三个国家进口的玉米量已占总进口量的九成多。2023 年上半年累计进口巴西玉米 221.5 万吨, 上半年巴西进口量偏低, 主要是因为中国买家在等待 2023 年 6 月收获上市的巴西二季玉米, 二季玉米丰产后供应大增, 价格优势明显, 巴西玉米出口旺季通常在 7-11 月, 下半年进口巴西玉米达 1059.5 万吨。根据 mysteel 数据, 截至 3 月 4 日, 巴西玉米 2024 年 7 月到岸完税价约 2035.8 元/吨 (进口配额内征收 1% 的关税), 理论进口利润约 494.2 元/吨, 美国玉米同交货月的理论进口利润约 518.8 元/吨。2023 年玉米进口大增的主要原因是海外玉米价格更为便宜, 进口利润较好, 叠加此前我国玉米还留有缺口, 用海外低价弥补我国的缺口。

图 17: 进口玉米数量 (万吨)

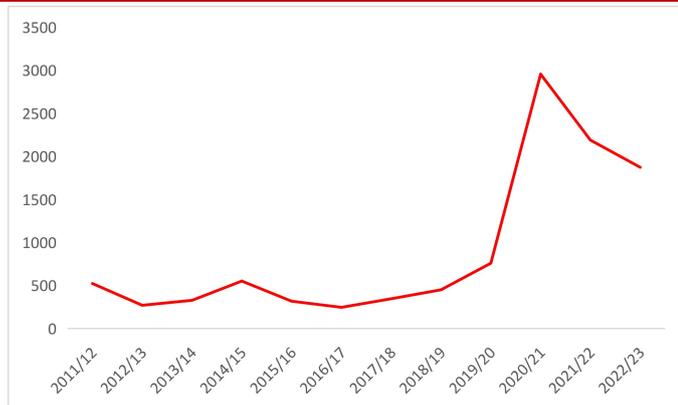
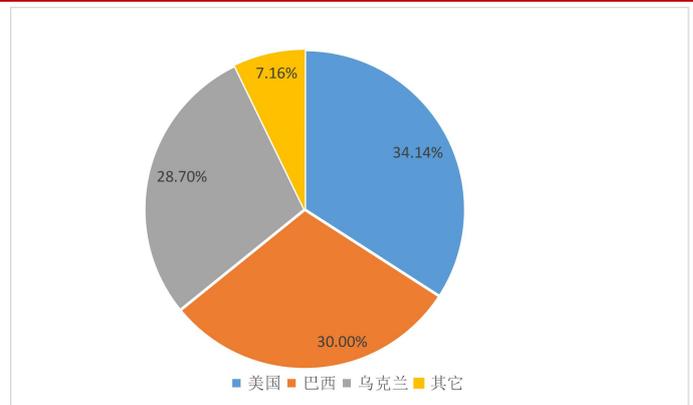


图 18: 我国玉米进口国结构 (%)



虽然目前远期交货月美国玉米和巴西玉米均有较大进口利润，但预计新年度玉米进口量总体保持稳中略降的态势，原因有二：一是进口玉米通常用作饲料，今年饲用需求可能表现一般；二是我国玉米供需缺口已得到有效填补，在进口量连续三年稳定在 2000 万吨以上后，再大幅增加的概率较小。以 2023/24 市场年度看，2023 年 10 月-2024 年 1 月巴西进口玉米到港数量较大，2024 年 2 月出现下降预期，所以整体上呈现春节前到港多，春节后到港逐渐下降的趋势。

我国玉米进口的结构已然优化，从只有美国和乌克兰，到如今巴西成为最大进口国，美国和乌克兰分别位列二三位，再有俄罗斯、南非、保加利亚、缅甸等供应为辅的局面，不仅让我国玉米进口来源国的选择增加，也可以与我国的自产玉米形成季节性互补，让国内玉米稳定供应得到有效保障。

图 19：近两年玉米进口数量和金额

时间	进口数量（万吨）	进口金额（百万美元）
2022 年 10 月	55	234.6
11 月	74	307.7
12 月	87	307.6
2023 年 1-2 月	533	1945.9
3 月	219	787.7
4 月	100	340.9
5 月	166	561.8
6 月	185	630.1
7 月	168	571.3
8 月	120	394.6
9 月	165	544
10 月	204	658
11 月	359	1079
12 月	495	1500

数据来源：海关总署，国联期货农产品事业部

## 四、库存：部分渠道库存已超去年同期

### 1、农户库存

根据市场反馈，东北基层农户整体大约还有三成多的余粮库存，其中两成余粮是纯粒和簏子粮，还有大约一成多是地趴粮。3 月产区气温回升，地趴粮储存难度加大，地趴粮将加速上量，但以目前的市场情况看，在市场情绪被连续的利多政策提振后，3 月基层出现恐慌卖粮的概率较低。

## 2、贸易商库存

本年度贸易商正式开始建仓囤粮的时间是在1月下旬,1月下旬锦州港主流报价已跌至2260-2280元/吨,这个价格吸引到大型企业入市收购,贸易商也有建仓需求,于是节前有部分贸易商开始囤粮。此前贸易商普遍认为今年粮多,看空后市,在连续亏损3年的情况下今年特别谨慎,越跌越不敢买,所以长时间处于少建或者不建库存的状态。节后东北地区各大主体纷纷入市收粮,贸易商收粮积极,推动价格持续上涨,长时间低水平的渠道库存得以迅速累积,根据市场反馈,小部分地区渠道库存已经超越去年同期,大部分贸易商库存可能比往年同期低一些,没有低太多,贸易库存大约已有新粮总量的20%左右。所以目前看,渠道库存处于中间偏低的水平,春节后上量的粮大约有80%被贸易商收走,另外20%流入深加工。

## 3、港口库存

春节期间北港走货基本停滞,节后气温下降,基层农户有惜售情绪,叠加利多消息频频出台,而港口贸易商收粮建仓意向提升,提价收粮,集港量提升,北港库存持续增加,北港成本上升,带动南港涨价。3月气温逐步回升,基层上量加速,接下来预计北港库存将继续提升。南港内贸库存受到南方养殖利润的影响较大,目前南方饲料企业仍然维持刚需补库,贸易商收粮谨慎,近期内内贸库存有所减少。

图 20：北方四港玉米库存（万吨）



数据来源：wind，国联期货农产品事业部

图 21：广东内贸玉米库存（万吨）



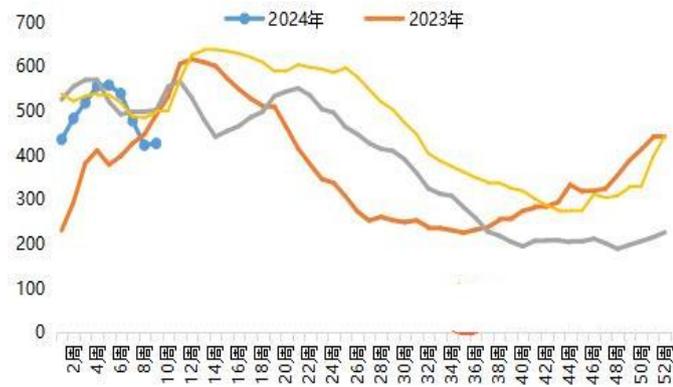
数据来源：wind，国联期货农产品事业部

## 4、深加工玉米库存

节前深加工需求韧性强,可以从高企的开工率得到印证。所以在经过春节假期的消耗后,节后深加工有收购需求,基层上量积极性下降,深加工提价收粮,深加工库存在节后有所回升。东北深加工

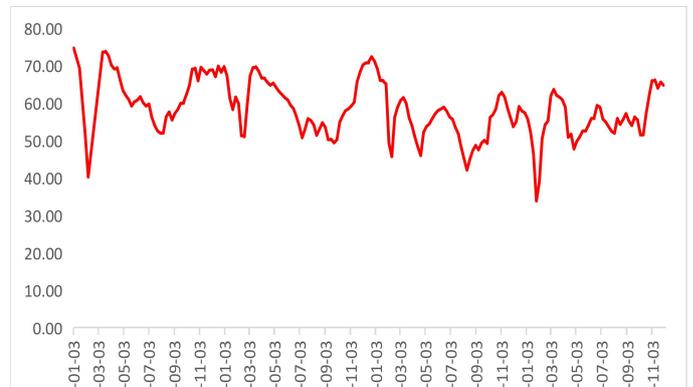
企业积极收粮，根据市场反馈，如果持续以目前的收购力度入市收粮一个月，达到近几年同期水平，那么深加工库存就可以维持到7月。

图 22：北方四港玉米库存（万吨）



数据来源：wind，国联期货农产品事业部

图 23：玉米淀粉开机率（%）



数据来源：wind，国联期货农产品事业部

## 5、饲料端玉米库存

中间渠道和深加工库存从1月下旬以来均发生了较大变化，库存水平持续上升，而饲料端库存没有明显变化，目前饲料端仍然采用刚需补库的策略。经过春节期间的消耗，饲料企业节后有少量补库需求，平均库存天数维持在28-33天左右。笔者预计本年度饲料企业的玉米库存可能仍然以低库存运行为主，原因有二，一是与生猪产能有关，从2023年1月起，能繁母猪存栏量均处于缓慢下降中，从能繁母猪存栏量可以推算10个月后育肥猪出栏的大概情况，生猪整体产能去化的趋势将延续至2024年，所以预计2024年猪饲料需求会随之下降；二是与养猪行业经营利润有关，养殖行业利润已长时间压缩，低利润环境下管理层不得不选择低库存、高周转、刚需补库的策略，如果猪价在今年二季度回升，那么下半年养殖利润可能有所修复，这意味着本年度剩余的时间会维持刚需补库的节奏。

## 五、总结及策略

### 1、总结

从玉米供求关系看，2000年-2006年阶段性供大于求，国内消费能力有限，库存积压，主要通过出口降库存；2007年-2012年供求紧平衡，国内深加工库存释放完毕，部分年份产不足需，进口有所增加；2013年-2016年阶段性供大于求，临储收购大幅增加，库存累积较大；2016年-2020年国有库存去化阶段，缺口逐渐形成；2020年-2022年我国玉米处于牛市周期，新冠疫情与俄乌冲突使得全球农产品供应偏紧，带动国内农产品价格中枢上移；2023年以来随着全球供需格局逐步宽松，国内经过3年增产，玉米供需缺口正在逐步缩小，我国玉米转入熊市周期。

从 2023/24 市场年度看：本年度新作实现增产，春节前新粮卖压大于春节后，2023 年 10 月-2024 年 1 月巴西进口玉米到港数量较大，2 月转入下降预期，另外其它谷物替代的影响逐渐减小，至此可以看出上半个市场年度供给压力比下半个市场年度大。3 月开始持粮主体转为贸易商，4 月和 5 月市场并不缺粮，6 月开始需求逐渐增加，7 月余粮库存通常会进入低位。综合上述信息，以完整的 2023/24 市场年度看呈现前期供需宽松，后期趋于平衡的状态，考虑到前期北港现货价已跌至 2260 元/吨，所以结合供需结构笔者认为春节前的低点很有可能就是本年度的价格低点，接下来现货价格难以跌破 1 月低点，期货盘面也将以区间宽幅震荡为主，区间上沿参考 2500 元/吨，下沿参考 2300 元/吨。

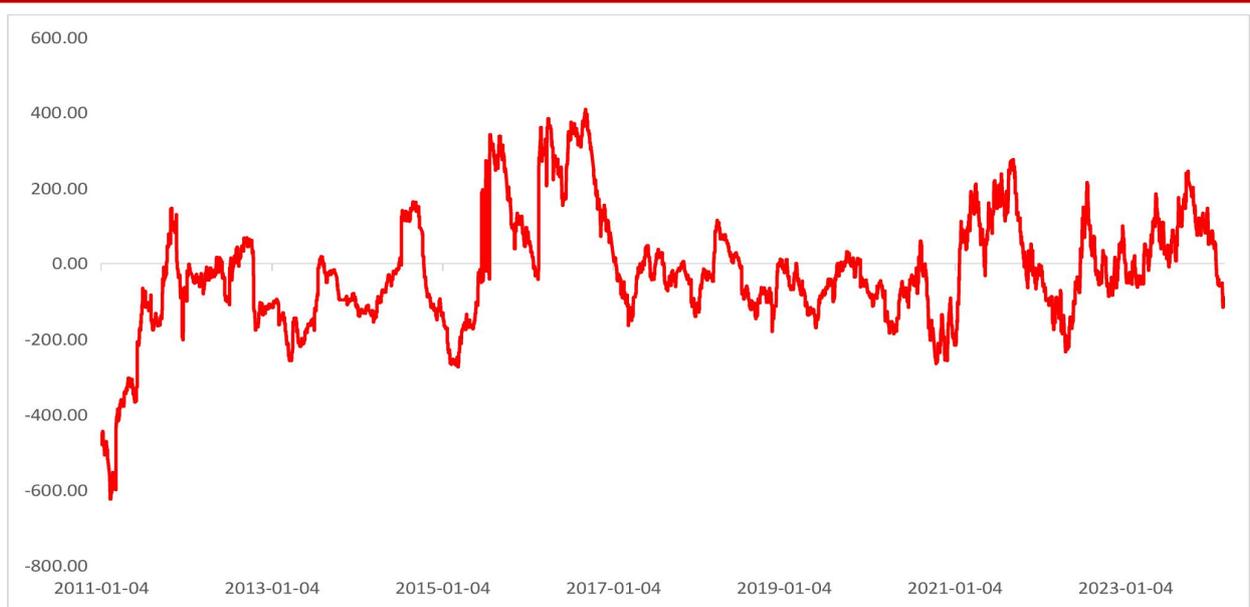
从 3 月盘面交易角度看：1、利多政策消息提振市场情绪，盘面重心有一轮上移，政策引导下春播前大幅回落可能性小；2、产区气温回升，东北地趴粮保管条件变差，另外华北卖压还比较大，卖压有待释放，但考虑到贸易商收购积极性增加，不排除卖压被逐渐对冲弱化的可能。所以以 05 合约目前的价格有向下调整的可能，但回调空间有限。

## 2、投资策略

对于单边投资者：基于以上观点，且 2 月下旬短时间内涨幅过大，我们认为连盘或有短空的机会，此前布局的空单可继续持有，目前市场情绪变化较大，注意仓位控制。

对于已建库存的中游贸易商：目前基差已由之前的-150 回升至-100，期现套利盈利空间有所收窄，不排除基差继续走扩的可能，可尝试在盘面布局空单，进入交割月后，从第一个交易日至最后交易日前一交易日闭市前均可申请滚动交割。

图 24：玉米基差



数据来源：国联期货农产品事业部

对于下游用粮企业：可继续维持刚需补库的策略，如果 3 月现货出现一定回调后可逐步入市增加库存，以规避卖压消化后贸易商惜售所致的价格风险。另外，增加库存的同时逐步进行卖出套保的操作以规避远期库存风险，短期仓位不宜过大。

风险点：地缘冲突加剧、主产国气候恶化、宏观风险等。



国联期货微信公众号

## 免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

**期市有风险 投资需谨慎**