



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司  
投资咨询业务资格  
证监许可【2011】1780号

研究员：许方莉  
期货从业资格号 F3073708  
期货投资咨询从业证书号  
Z0017638  
助理研究员：谢程琪  
期货从业资格号 F03117498

联系电话：0595-86778969  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

 研究服务



## 政策支撑预期减弱 期价维持偏弱震荡

### 摘 要

国际市场而言，全球玉米产量维持历史高位，期末库存预期回升至五年最高位，市场供需格局明显转松。且 USDA 报告前，市场预估美国 2024 年玉米种植面积为 9177.6 万英亩，高于 USDA 2024 年展望论坛上预估的 9100 万英亩，且季度库存较上年同期增加，国际玉米市场仍然承压。使得进口玉米价格优势持续向好，贸易导向下，国内市场买船积极性提升，潜在供应压力较高。国内方面，目前总体售粮接近八成，农户手里的剩余粮源有限，持粮主体转移至中间贸易环节，后期政策面的利好措施有望减弱，市场博弈将更多体现在自身供需方面。然而终端养殖利润并未有明显改善，产能仍有下降预期，需求端支撑不足，对国内玉米价格仍有所牵制。同时，性价比优势良好的进口谷物依然是饲企的首选，对国内玉米存在较高的替代效应，继续挤占饲料中玉米添加比例。另外，新季玉米种植成本下滑，对旧作价格同样不利。故而，从供需大方向考虑，玉米市场整体还是供给大于需求，玉米有望维持偏弱震荡为主。

淀粉受原料玉米价格影响较大，基本呈正相关性，玉米淀粉的价格走势随玉米而波动。就其自身基本面而言，在玉米供应充裕以及利润向好的驱动下，企业开机率保持高位，供应压力持续较高。同时，需求淡季，下游采购积极性较为有限，淀粉走势有望较玉米相对偏弱。

## 目 录

一、2024年3月玉米类市场行情回顾.....	2
1、2024年3月玉米市场行情回顾.....	2
2、2024年3月玉米淀粉市场行情回顾.....	2
二、玉米基本面影响因素分析.....	3
1、种植成本预期下滑.....	3
2、进口端压力较大.....	4
3、替代大多体现在进口谷物.....	5
4、饲用需求前景仍不明朗.....	6
5、深加工消费有所放缓.....	7
6、国际市场压力难改.....	8
7、政策影响逐步降低.....	9
三、玉米淀粉基本面影响因素分析.....	10
1、玉米稳中略降，成本端支撑有限.....	10
2、产出压力增加.....	10
3、消费淡季淀粉需求有限.....	11
四、玉米和淀粉价差分析.....	12
五、玉米期权方面.....	13
1、流动性分析.....	13
2、波动率方面.....	15
六、2024年4月玉米和淀粉市场展望及期货策略建议.....	16
免责声明.....	16

## 一、2024年3月玉米类市场行情回顾

### 1、2024年3月玉米市场行情回顾

2024年3月玉米表现为震荡下跌。主要是本月是年后农户集中上量期，阶段性供应较为充裕，叠加进口玉米及其它谷物价格优势良好，买船积极性较高，进口谷物大量到港，增加国内市场供应，供应端整体压力持续较高。不过，国储增储政策持续进行，继续支撑市场价格，使得玉米现货市场价格窄幅偏弱震荡，期货盘面也呈现震荡下跌状态，跌幅相对不大。

玉米 2405 合约日 K 线图



数据来源：博易大师

### 2、2024年3月玉米淀粉市场行情回顾

2024年3月玉米淀粉震荡下跌。淀粉受原料玉米价格影响较大，基本呈正相关性，玉米淀粉的价格走势随玉米而波动。不过对于淀粉自身而言，在压榨利润向好提振下，企业开机率仍处于同期高位，供应端压力仍存。且市场签单走货环比放缓，行业库存压力有所增加，在库存压力下，本月淀粉走势略弱于玉米，整体表现为震荡下跌。

玉米淀粉 2405 合约日 K 线图



数据来源：博易大师

## 二、玉米基本面影响因素分析

### 1、种植成本预期下滑

旧作市场而言，3月是年后农户集中上量期，截至3月21日，据Mysteel玉米团队统计，全国13个省份农户售粮进度74%，较去年同期偏慢9%。全国7个主产省份农户售粮进度为71%，较去年同期偏慢10%。由于玉米价格持续不佳，农户售粮进度落后于去年同期。不过，到本月底总体售粮将接近八成，农户手里的剩余粮源有限，持粮主体转移至中间贸易环节，后期市场博弈将更多体现在自身供需方面。

新作市场来看，自玉米上市起，价格连续下滑。而作为农场主而言，由于去年地租上涨明显，整体种植成本上扬，根据Mysteel农产品调研情况，东北地区2023/2024年新赛季玉米种植成本1233-1569元/亩，较上一年度增加66-185元/亩。从而使得多地有地租的种植户出现了亏损的情况。在去年种植亏损的情况下，今年地租将大概率下滑，整体下滑幅度预期在10%-30%左右，使得新赛季玉米的种植成本下滑，成本端支撑减弱。

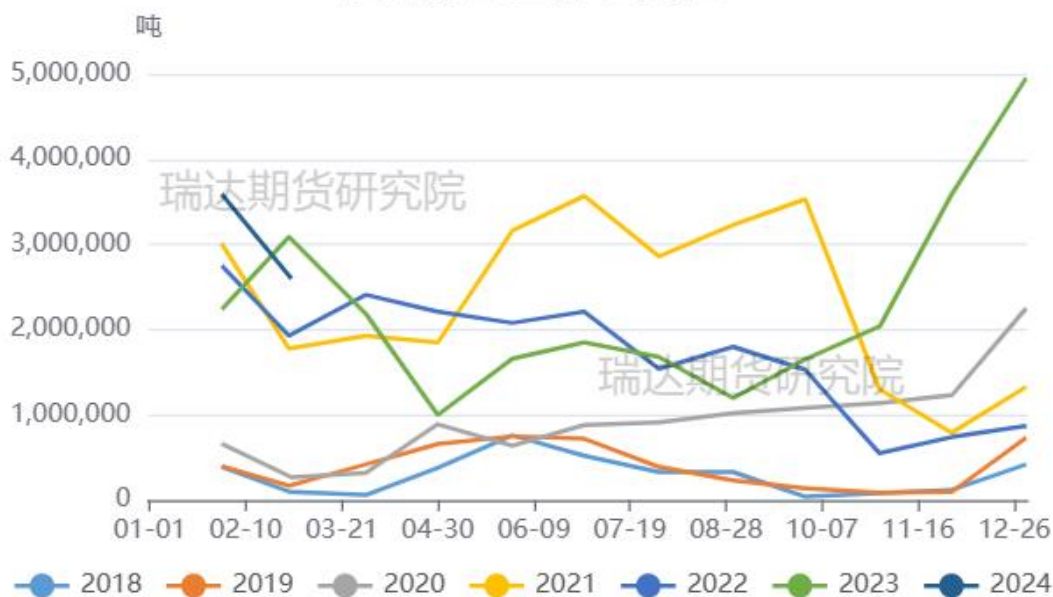
省份	2024/3/21	2024/3/14	变化	2023/3/23	同比
黑龙江	83%	79%	4%	91%	-8%
吉林	68%	64%	4%	70%	-2%
辽宁	81%	75%	6%	86%	-5%
内蒙古	73%	68%	5%	88%	-15%
河北	55%	51%	4%	70%	-15%
山东	65%	61%	4%	76%	-11%
河南	67%	66%	1%	81%	-14%
安徽	62%	60%	2%	80%	-18%
山西	88%	86%	2%	91%	-3%
陕西	85%	82%	3%	95%	-10%
甘肃	85%	80%	5%	88%	-3%
宁夏	78%	65%	13%	99%	-21%
新疆	99%	99%	0%	99%	0%
总进度1	74%	70%	4%	83%	-9%
东北	76%	72%	4%	84%	-8%
华北	63%	60%	3%	76%	-13%
西北	90%	87%	3%	94%	-4%
总进度2	71%	67%	4%	81%	-10%

数据来源: Mysteel

## 2、进口端压力较大

进口玉米方面，2023/24 年度全球玉米产量来到历史最高位，期末库存也回升至五年来最高，年度供需状况较上年度明显改善，国际价格优势凸显，贸易导向下，玉米进口增量明显。中国海关公布的数据显示，2024 年 2 月玉米进口总量为 260.16 万吨，较上年同期 308.61 万吨减少 48.45 万吨，同比减少 15.70%，较上月同期 359.11 万吨环比减少 98.95 万吨。2024 年 1-2 月玉米进口总量为 619.27 万吨，较上年同期累计进口总量的 532.89 万吨，增加 86.37 万吨，同比增加 16.21%。今年前 2 个月进口到港继续维持较高水平，表明在进口利润持续良好导向下，采购积极性较高，来自进口端的压力仍然较大。

进口数量:玉米:当月值

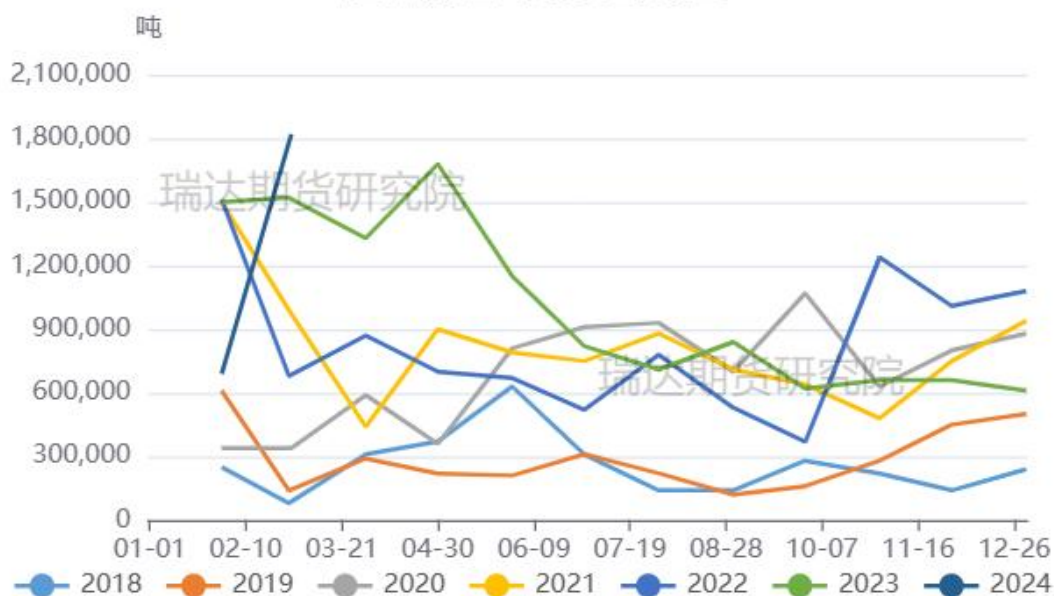


数据来源：海关总署

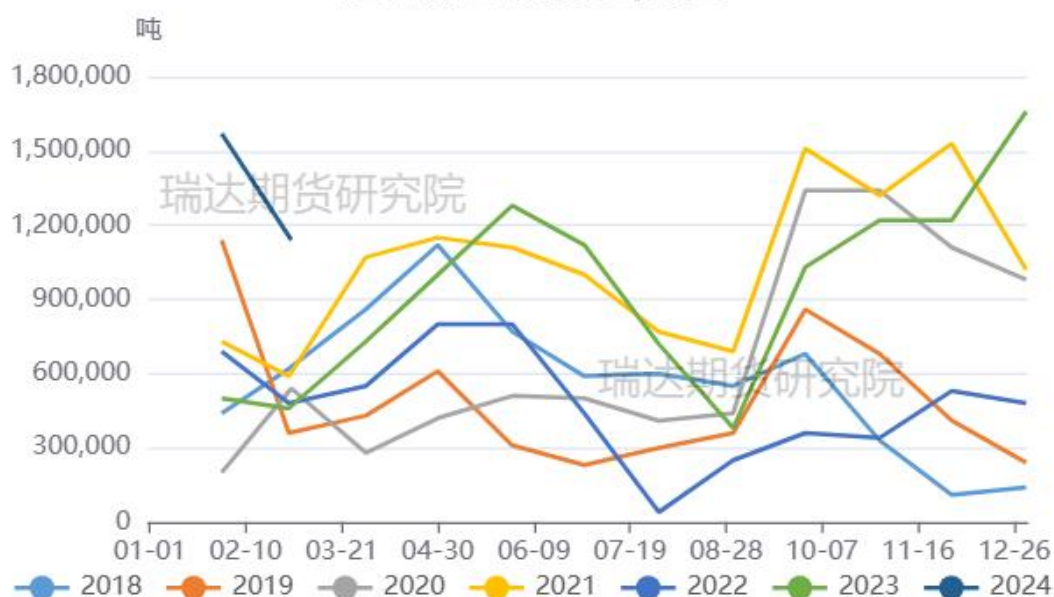
### 3、替代大多体现在进口谷物

自玉米上市以来，市场价格持续走低，尽管年后因增储政策的提振，市场出现小幅的回升，但在阶段性供应压力下，回升幅度较为有限。使得国内小麦价格持续高于玉米。截至2024-03-26，现货价:均价:小麦报2756.67元/吨，现货价:玉米:均价报2454.71元/吨，小麦-玉米价差报301.96元/吨。国内小麦仍不具备饲用替代优势。不过，国际谷物供应充裕且价格优势明显，国内进口量明显增加。中国海关总署公布的数据显示，中国2月进口大麦114万吨，同比大增146.7%；1-2月累计进口大麦271万吨，同比增加182.6%。中国2月进口高粱106万吨，同比大增774.2%；1-2月累计进口高粱161万吨，同比增加393.6%。中国2月小麦进口量为182万吨，同比增加19.2%。在进口谷物比价优势良好的情况下，国内进口增量有望持续加大，在饲料中的替代效应也更多的反应在进口谷物上。

**进口数量:小麦:当月值**



进口数量:大麦:当月值



数据来源：海关总署

#### 4、饲用需求前景仍不明朗

从饲料总产量情况来看，国家统计局公布的数据显示，2024年1-2月中国饲料产量为4502.3万吨，较上年同期下滑2.1%，创2021年以来同期最低。另外，据中国饲料工业协会测算，2024年1-2月，全国工业饲料产量4437万吨，同比下降3.6%。主要配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产品出厂价格环比、同比呈下降趋势。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为41.1%，配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比为12.8%，同比分别下降1.5和1.4个百分点。饲料总产量的下滑意味着下游需求的减弱，也进一步表明此阶段养殖端产能较往年同期有所下降。同时由于养殖利润不佳，企业仍倾向于用更具比价优势的其它谷物去替代玉米，从而使得配合料中玉米用量占比下滑。

对于饲用占比最高的生猪产业而言，年后需求转入季节性淡季，消费端支撑欠佳，尽管现阶段二次育肥和压栏惜售的情绪，限制短期的供应水平，市场推涨情绪偏强，行业养殖利润有所回升，但总体回升幅度不大，仍处于盈亏平衡的附近徘徊。截至2024-03-22，养殖利润：自繁自养生猪报-104.83元/头，养殖利润：外购仔猪报89.44元/头。另外，为更好适应生猪稳产保供工作的新情况新要求，近日，农业农村部印发《生猪产能调控实施方案(2024年修订)》。此次《方案》修订，在坚持现行工作思路、总体要求和“三抓两保”任务基本不变的基础上，将全国能繁母猪正常保有量目标从4100万头调整为3900万头。而官方数据显示，2月底能繁母猪存栏4042万头，处于正常绿色区间上限。表明市场供应仍然较为充裕，后期大幅扩产的可能性较低，牵制饲料产量增幅，玉米总需求量同步受限。

### 生猪养殖利润



数据来源: wind 瑞达研究院

### 5、深加工消费有所放缓

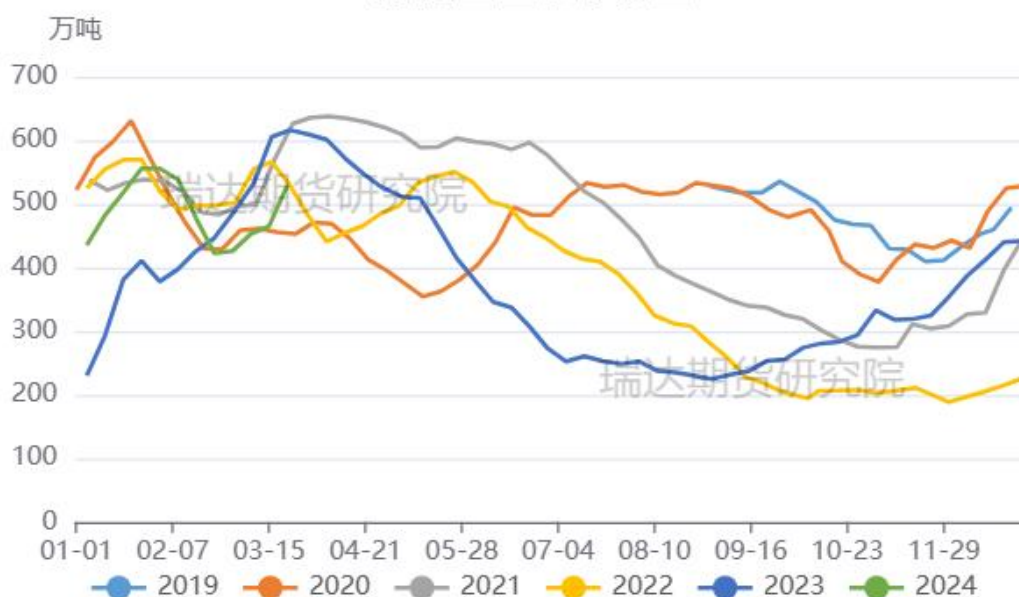
据 Mysteel 农产品调研显示,2024 年 3 月 14 日至 3 月 20 日,全国 149 家主要玉米深加工企业共消耗玉米 139.54 万吨,环比上周减少 0.42 万吨。本月玉米深加工消费量较上月有所回升,也好于去年同期。主要是淀粉企业加工利润良好,且原料玉米供应充裕的支撑,玉米淀粉行业开机率较往年同期相对偏高,支撑玉米消费量。从深加工企业玉米库存来看,由于下游淀粉企业开机率维持高位,整体消费良好,企业建库积极性提升,玉米库存也明显回升。据 Mysteel 农产品调研显示,截至 3 月 20 日,全国 12 个地区,96 家主要玉米加工企业玉米库存总量 529.4 万吨,增幅 13.75%。从历年深加工玉米消费情况来看,4 月整体消费量较 3 月会略有回降,来自深加工方面的需求支撑有限。

### 深加工玉米消费量





### 深加工玉米库存量



数据来源: Mysteel 农产品 瑞达研究院

## 6、国际市场压力难改

从全球玉米供需情况看,美国农业部(以下简称USDA)3月报告显示,全球2023/24年度玉米产量预估为12.3024亿吨,2月预估为12.3257亿吨。全球2023/24年度玉米期末库存预估为3.1963亿吨,2月预估为3.2206亿吨。尽管本月继续下调全球玉米产量以及期末库存量,但调整幅度有限,纵向对比来看,本年度全球玉米产量仍处于历史最高位,期末库存也继续维持五年来最高。现阶段市场焦点仍在南美以及新季美玉米的种植上。南美方面,布宜诺斯艾利斯谷物交易所(BAGE)称,截至3月20日当周,由于阿根廷农业区出现暴雨,导致玉米收获步伐放缓。2023/24年度阿根廷玉米收获进度为3.7%,仅仅比一周前推进0.5%。随着收割的推进,阿根廷玉米产量调整幅度或将不大。咨询机构Safra & Mercado的调查显示,截至3月22日,巴西2023/24年度第二季玉米播种面积达到预期面积1462.1万公顷的97.3%。巴西二茬玉米种植基本结束,后期关注焦点转向天气及其对作物生长的影响。USDA报告前,市场预估美国2024年玉米种植面积为9177.6万英亩,高于USDA 2024年展望论坛上预估的9100万英亩,在正常的产量水平下,国际市场供应端持续承压。

从进口价格来看,截止3月26日,船期3月至8月期间,美湾港口玉米进口到岸完税价均在2130元/吨附近,巴西港口6-10月进口玉米到岸完税价更具优势,进口价格在1900元/吨附近,国际市场价格优势较好。贸易导向下,利好国内市场进口积极性,潜在供应压力难改。

年度	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	年度差额
期初库存	32268.4	30952.7	29294.4	31064.5	30162	-902.5
产量	112318.4	112877	121597	115753.1	123024.1	7271
进口	16768.7	18474.9	18444.7	17257.9	18948.3	1690.4
总供应量	161355.5	162304.6	169336.1	164075.5	172134.4	8058.9
出口	17239.4	18272.8	20638.5	18018.7	20226.6	2207.9
饲料消费	71694.2	72559.9	74328.4	72957.8	76161.6	3203.8
食品, 种用, 工业消费	41686.5	42177.5	43304.7	42937	43783.6	846.6
总需求	130620.1	133010.2	138271.6	133913.5	140171.8	6258.3
期末库存	30735.4	29294.4	31064.5	30162	31962.6	1800.6

### 美湾港口

交货月	到岸完税价	广东港口	理论进口利润	CBOT玉米	港口基差	FOB	CNF
2024年3月	2101.38	2450.00	348.62	4.82	0.54	191.54	251.54
2024年4月	2104.51	2450.00	345.49	4.33	0.55	191.93	251.93
2024年5月	2113.91	2450.00	336.09	4.33	0.58	193.11	253.11
2024年6月	2134.27	2450.00	315.73	4.45	0.52	195.67	255.67
2024年7月	2143.66	2450.00	306.34	4.45	0.55	196.85	256.85
2024年8月	2153.84	2450.00	296.16	4.54	0.49	198.13	258.13

注: 美湾港口运费为60美元/吨

### 巴西港口

交货月	到岸完税价	广东港口	理论进口利润	CBOT玉米	港口基差	FOB	CNF
2024年6月	1884.98	2450.00	565.02	4.45	0.70	178.84	224.34
2024年7月	1884.98	2450.00	565.02	4.45	0.68	178.84	224.34
2024年8月	1928.05	2450.00	521.95	4.54	0.56	184.25	229.75
2024年9月	1928.05	2450.00	521.95	4.54	0.56	184.25	229.75
2024年10月	1928.05	2450.00	521.95	4.68	0.62	184.25	229.75

注: 巴西港口运费为45.5美元/吨

数据来源: USDA Mysteel

## 7、政策影响逐步降低

从增储政策的影响来看, 从年前1月中下旬第一次提出增储, 到年后第二次2月中下旬提出提高增储规模, 市场对于前两次的反响相对较好, 市场也是表现出回暖的倾向, 期现市场价格均有所上升。然而本月第三次提出继续增加增储规模, 政策持续推进, 但市场反应却明显降温, 期现市场不涨反而小幅回降。其实从增储的数量上来看, 总量较为有限, 更多的是拉动贸易商和下游企业积极入市收购, 使市场呈现良好的流通。随着农户余粮逐步减少, 持粮主体由农户转移至中间贸易端, 调控政策导向逐渐由保证基层售粮过渡到保

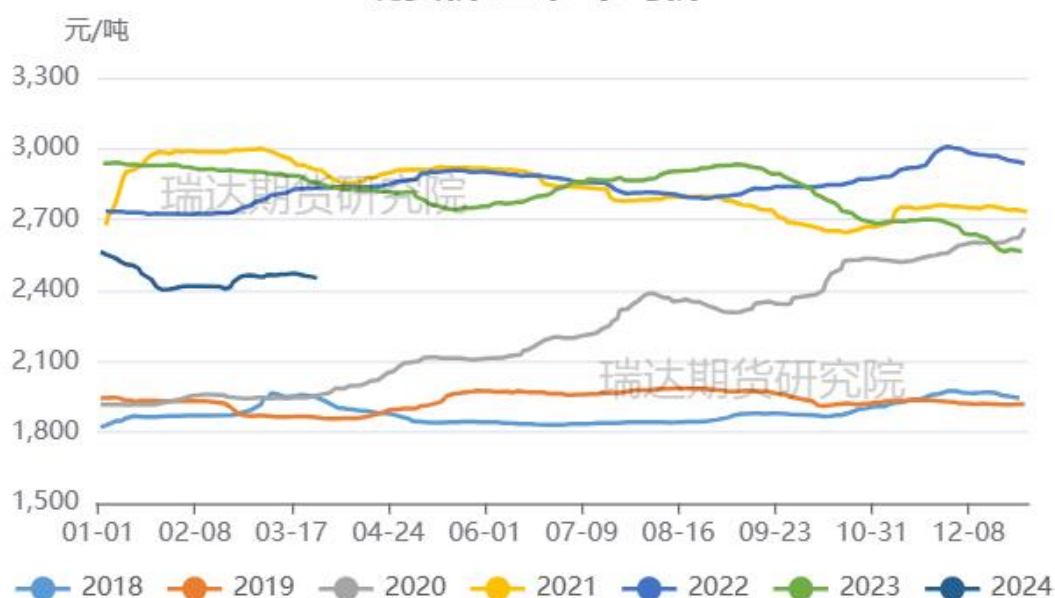
供稳价，让玉米价格在合理区间运行。二三季度此期间国家重点关注的是涨幅不能超出预期范围。所以来自政策端利好可持续性不强，市场底部支撑减弱。

### 三、玉米淀粉基本面影响因素分析

#### 1、玉米稳中略降，成本端支撑有限

尽管增储政策持续推进，但集中上量期，市场阶段性供应较为充裕，叠加进口谷物到港量明显提升，继续增加国内市场供应，使得市场对后市乐观的预期逐步减弱，现货价格也表现出稳中略降。根据 wind 数据显示，截止 3 月 27 日，玉米现货平均价为 2452.94 元/吨，较月初下跌约 7 元/吨。后期来看，随着 3 月集中上量结束，农户余粮相对较少，持粮主体转移至中间贸易环节，市场更倾向于自身供需面的博弈。不过，终端养殖利润并未有明显改善，对国内玉米消费仍难有支撑，且后期政策性导向也将逐步减弱。整体来看，玉米市场供需仍然难言乐观，现货价格或更多的表现为窄幅震荡，成本端支撑较为有限。

现货价:玉米:平均价



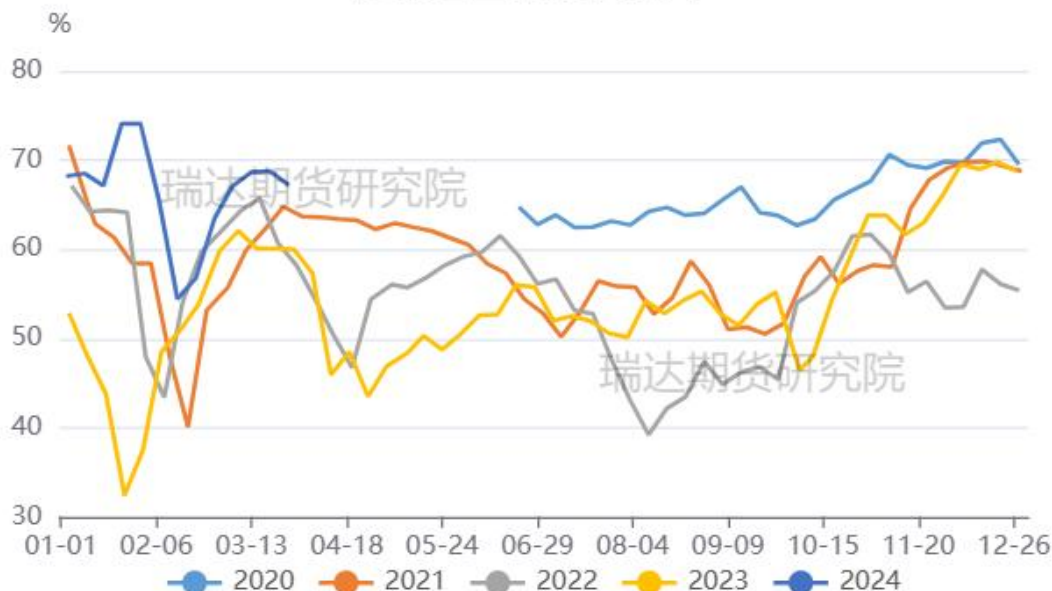
数据来源: wind

#### 2、产出压力增加

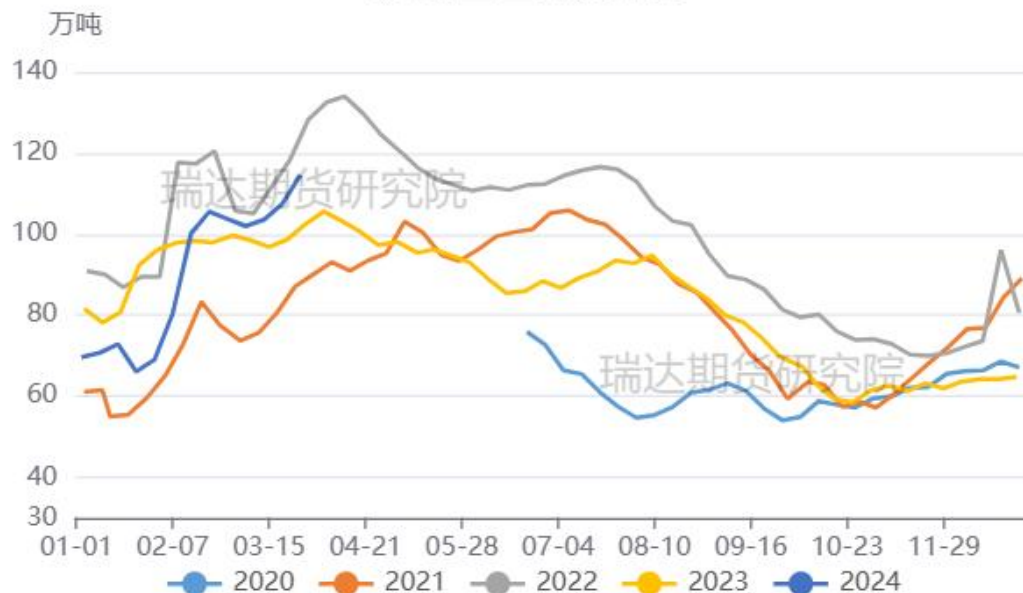
受到生产利润持续向好的推动，玉米淀粉行业开机率继续维持在历年同期最高位。本周（3月21日-3月27日）全国玉米加工总量为65.34万吨，较上周减少1.17万吨；周度全国玉米淀粉产量为33.99万吨，较上周产量减少0.8万吨；周度开机率为67.2%，较上周减少1.58%。尽管本周因个别企业检修，开机率有所回降，但整体供应压力仍然相对偏高。同时，玉米淀粉市场行情偏弱调整，下游行业刚需签单提货为主，采购积极性欠佳，

库存持续累积。截至 3 月 27 日，全国玉米淀粉企业淀粉库存总量 114.6 万吨，较上周增加 7.10 万吨，周增幅 6.60%，月增幅 8.57%；年同比增幅 11.91%。整体库存水平来到同期相对高位，库存压力有所增加。后期而言，原料端供应仍然较为充裕，叠加生产利润持续良好，淀粉开机率仍有望保持高位，产出压力仍然较高。

**淀粉企业周度开机率**



**淀粉企业周度库存**



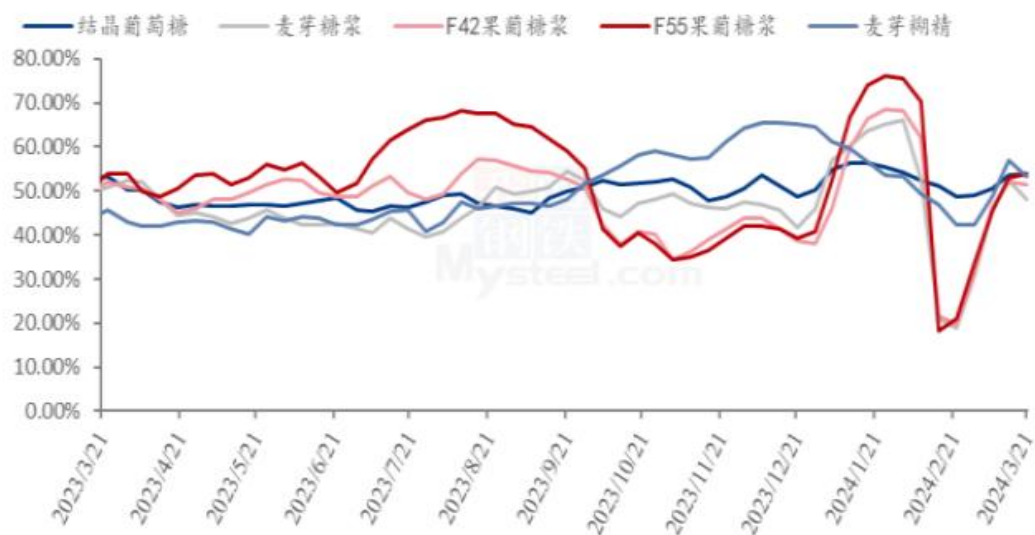
数据来源: Mysteel 农产品

### 3、消费淡季淀粉需求有限

节后食品、饮料、啤酒等均处于消费淡季，淀粉糖市场需求不佳，出货情况一般，企业走货不畅，库存继续增加。截止 3 月 21 日，国内淀粉糖整体库存为 46.44 万吨，环比

上周增加 0.64 万吨。签单压力下，价格以震荡偏弱运行。后期来看，4 月仍处于消费淡季，需求端支撑有限，企业将不得不降低开机率以减少市场供应，以此来稳定价格的继续下跌，对淀粉的需求支撑较为有限。

淀粉糖各产品开工率变化 (%)



数据来源: Mysteel 农产品

#### 四、玉米和淀粉价差分析

截止 3 月 27 日收盘，淀粉和玉米主力 5 合约价差为 447 元/吨，较月初变化小幅下滑，仍处于近年来同期中等水平。主要是本月玉米价格因供应压力较大影响，有所回落。淀粉企业受利润向好驱动，整体开工率相对较高，供应压力增加，企业库存也明显提升，在库存压力下，使得淀粉走势较玉米偏弱。故而，二者价差有所回降。后期而言，4 月农户手中粮源有限，持粮主体转移至贸易环节，政策面的利好支撑有望减弱，市场更倾向于自身基本面的博弈。而需求端支撑仍然不佳，后期玉米现货价格或更多的表现为窄幅震荡，期价也难有突破。在玉米供应充裕以及利润向好的驱动下，淀粉企业开机率有望继续保持高位，来自供应端压力较高，所以淀粉和玉米价差或有回落的倾向。

#### 淀粉和玉米 2405 合约价差走势



数据来源: wind 大商所

## 五、玉米期权方面

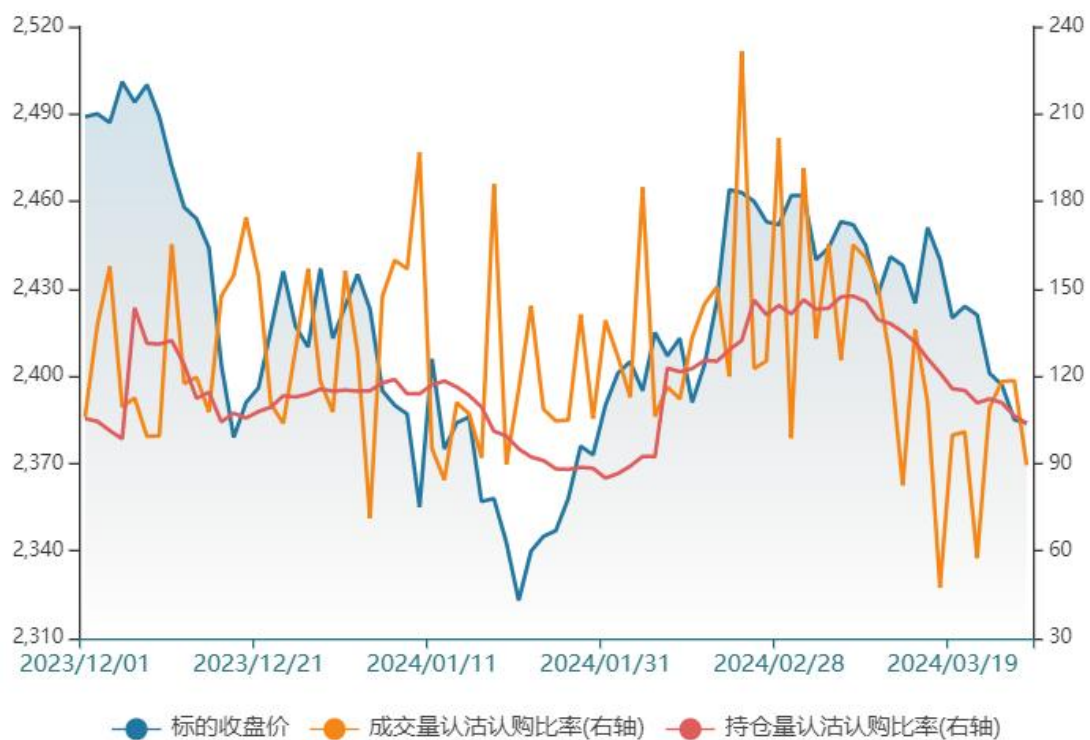
### 1、流动性分析

本月标的品种玉米期货加权价格呈现震荡回落趋势，截止 3 月 27 日收盘，玉米期权最新持仓量 472385 张，成交量 76803 张。本月成交量和持仓量均有所回升，市场交投活跃度有所提升。从成交量和持仓量的认沽认购比率来看，二者均呈现明显的下滑，持仓量认沽认购比从上月末的 146% 附近下跌至目前的 100% 附近。成交量认沽认购比从上月末的 190% 附近下跌至目前的 90% 附近，表明空头氛围处于逐步转弱趋势中，限制市场续跌空间。从平值期权合约的收益率来看，本月平值期权认购收益率大幅下降，认购收益率也表现出小幅回落倾向。在期货价格震荡下跌情况下，认沽收益率不涨反跌，表明市场坚定看跌情绪并不强烈，更多的倾向于震荡调整。

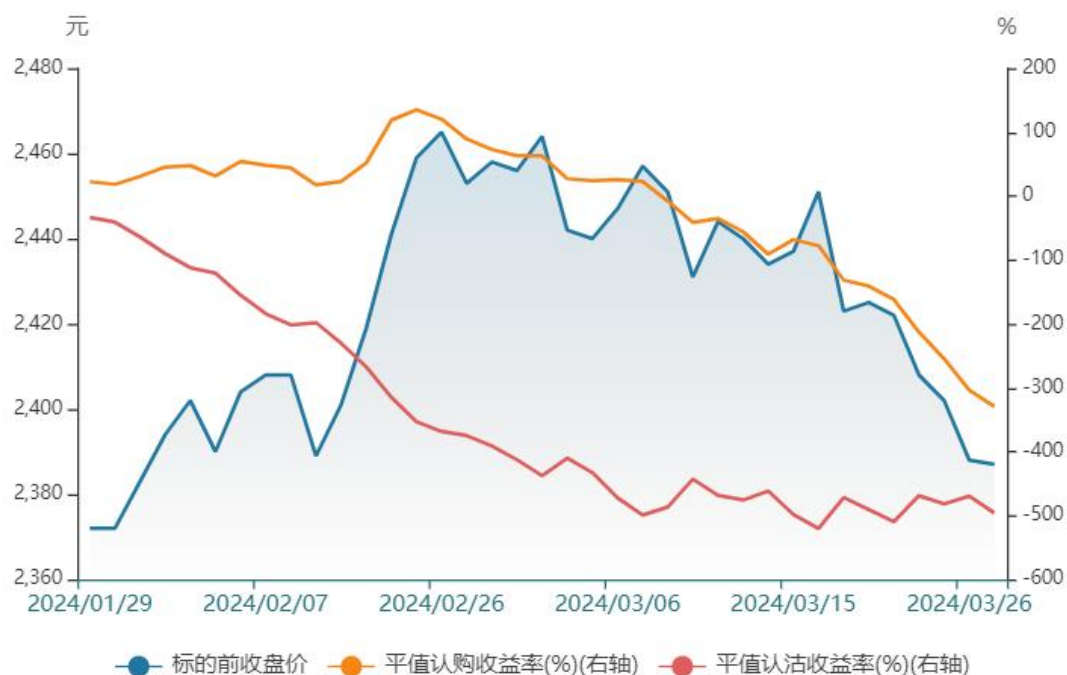
### 玉米期权成交量及持仓情况



玉米期权成交量及持仓量认沽认购比率



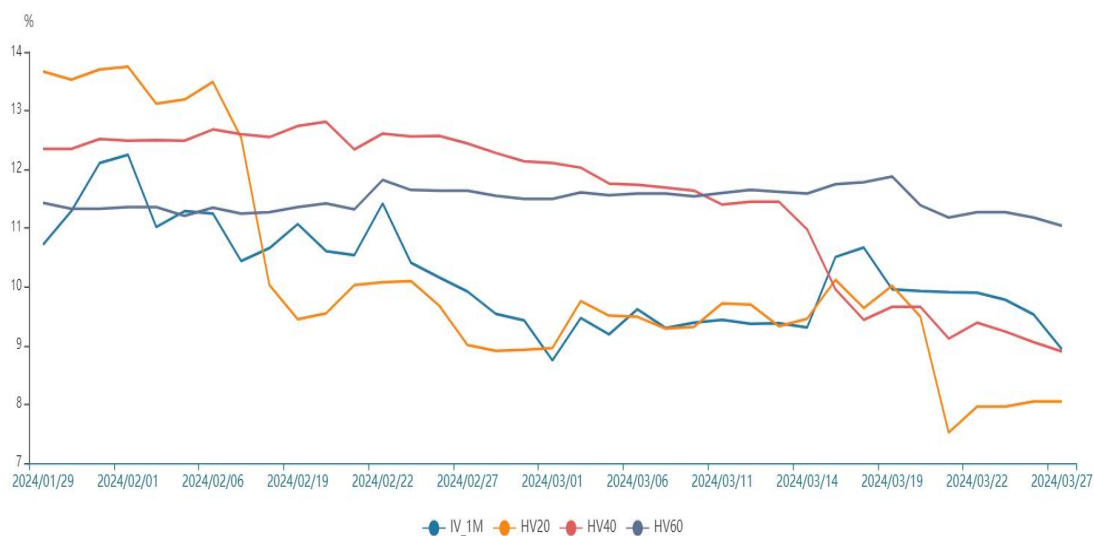
平值认购和认沽收益率走势



数据来源: wind

## 2、波动率方面

玉米主力 2405 合约期权隐含波动率震荡下滑, 截止 3 月 27 日, 玉米 2405 合约平值期权隐含波动率为 8.94%, 较上月末隐含波动率 9.43% 小幅下降了 0.49%, 处于 20 日、40 日、60 日历史波动率中等水平。主要是来自政策端的支撑持续存在, 但是市场自身基本面又相对偏弱。二者博弈下虽然期货价格呈现出震荡下跌, 但来自政策端的不确定性又持续存在, 从而使得市场坚定做空情绪仍然不够强烈, 波动率也有所下滑。后期政策面指导因素逐步减弱, 市场将更倾向于依靠自身供需情况波动, 波动率有望低位回升。



数据来源: wind



## 六、2024 年 4 月玉米和淀粉市场展望及期货策略建议

**玉米市场展望：**国际市场而言，全球玉米产量维持历史高位，期末库存预期回升至五年最高位，市场供需格局明显转松。且 USDA 报告前，市场预估美国 2024 年玉米种植面积为 9177.6 万英亩，高于 USDA 2024 年展望论坛上预估的 9100 万英亩，且季度库存较上年同期增加，国际玉米市场仍然承压。使得进口玉米价格优势持续向好，贸易导向下，国内市场买船积极性提升，潜在供应压力增加。国内方面，目前总体售粮接近八成，农户手里的剩余粮源有限，持粮主体转移至中间贸易环节，后期政策面的利好措施有望减弱，市场博弈将更多体现在自身供需方面。然而终端养殖利润并未有明显改善，产能仍有下降预期，需求端支撑不足，对国内玉米价格仍有所牵制。同时，性价比优势良好的进口谷物依然是饲企的首选，对国内玉米存在较高的替代效应，继续挤占饲料中玉米添加比例。另外，新季玉米种植成本下滑，对旧作价格同样不利。故而，从供需大方向考虑，玉米市场整体还是供给大于需求，玉米有望维持偏弱震荡为主。

**淀粉市场展望：**淀粉受原料玉米价格影响较大，基本呈正相关性，玉米淀粉的价格走势随玉米而波动。就其自身基本面而言，在玉米供应充裕以及利润向好的驱动下，企业开机率保持高位，供应压力持续较高。同时，需求淡季，下游采购积极性较为有限，淀粉走势有望较玉米相对偏弱。

### 操作建议：

#### 1、投机策略

本月主力合约移仓换月，故建议交易次主力合约

建议玉米 2409 合约在 2500 元/吨下方偏空交易，止损 2550 元/吨。

建议玉米淀粉 2407 合约在 2880 元/吨下方偏空交易，止损 2930 元/吨。

#### 2、套利交易

暂且观望。

#### 3、套期保值

建议贸易企业 4 月可于 2500 元/吨卖出玉米 2409 合约锁定卖出价格，止损参考 2550 元/吨。

#### 4、期权操作

4 月玉米或将趋于偏弱震荡，在波动率相对较高时，可尝试卖出 C2409-C-2500。

对于投资这来说，同时应关注外部市场的变化。若有异常或特别的最新影响期价的基本面或消息面变化，则应及时注意调整投资策略，以适应市场的新变化。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。