



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



政策入市调控市场 期价有望止跌企稳

摘 要

国际市场而言，全球玉米产量和期末库存均再度上调，市场供需格局继续转松。且南美玉米产量降幅或不及预期，国际市场供应压力加大，继续压制玉米市场价格。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，同时价格有向国际价格靠拢的倾向。国内方面，东北地区由于收储价格与市场贸易粮价格相差不大，且受年前变现需求，以及年后天气转暖后粮源难储存等诸多因素影响，供应压力持续较高。而国内持续下跌的行情以及养殖利润持续不佳，使得贸易商和用粮企业进一步看空市场，总需求面支撑不足，供强需弱的格局难有实质性转变。不过，饲用替代需求的回归，叠加前期价格大幅下跌后，中储粮也积极入市增储，拉动贸易商积极入市收购，限制后期继续下跌空间。总的来看，阶段性供应压力仍存，基本面相对偏弱，继续牵制期价表现。不过，政策入市调控，期价跌幅或将有限。

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，在玉米上量以及利润向好的驱动下，企业开机率保持高位，供应压力同步增强。不过，淀粉下游需求良好，整体供需矛盾不大，淀粉走势有望随玉米区间波动。

目 录

| | |
|--------------------------------|----|
| 一、2024年1月玉米类市场行情回顾..... | 2 |
| 1、2024年1月玉米市场行情回顾..... | 2 |
| 2、2024年1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、市场有效供应相对宽松..... | 3 |
| 2、进口潜在压力仍存..... | 4 |
| 3、替代需求回归..... | 5 |
| 4、饲用刚需前景堪忧..... | 6 |
| 5、深加工刚需采购向好..... | 6 |
| 6、国际市场潜在利空..... | 7 |
| 7、增储拉动贸易收购..... | 9 |
| 三、玉米淀粉基本面影响因素分析..... | 9 |
| 1、玉米连续下跌，成本支撑不足..... | 9 |
| 2、产出压力增加..... | 10 |
| 3、下游消费同比好转..... | 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2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 1 月玉米类市场行情回顾

1、2024 年 1 月玉米市场行情回顾

2024 年 1 月玉米表现为继续震荡下跌。主要是巴西迎来有利降雨，南美玉米减产或不及预期，全球玉米供需形势继续改善。美国 and 全球玉米库存均继续增加，国际玉米市场价格持续承压下滑。国际玉米价格优势凸显，进口端潜在供应压力较大，国际市场影响整体偏空。国内方面，东北地区由于收储价格与市场贸易粮价格相差不大，且受年前变现需求，以及年后天气转暖后粮源难储存等诸多因素影响，供应压力持续较高。而国内持续下跌的行情以及养殖利润持续不佳，使得贸易商和用粮企业进一步看空市场，下游企业备货积极性偏低，供强需弱格局下，打压玉米期现价格同步下滑。

玉米 2405 合约日 K 线图



数据来源：博易大师

2、2024 年 1 月玉米淀粉市场行情回顾

2024 年 1 月玉米淀粉维持区间震荡。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，受到春节前玉米淀粉下游需求持续良好的影响，签单与提货表现良好，现货价格表现坚挺，提振期货市场走势，本月淀粉走势强于玉米，整体表现为区间震荡。

玉米淀粉 2403 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、市场有效供应相对宽松

从国内玉米产量及上市情况来看，根据国家统计局公告，2023年，中国玉米播种面积44219千公顷，比上年增加1149千公顷，增长2.7%；单位面积产量每公顷6532公斤，比上年增加96公斤，增幅1.5%；总产量28884万吨，比上年增加1164万吨，增幅4.2%，创历史新高。今年产量增加已经是不争的事实。同时，随着春节临近，基层种植户仍有售粮需求，市场有效供应相对宽松，截至1月25日，据Mysteel玉米团队统计，全国13个省份农户售粮进度51%，较去年同期减少1%。全国7个主产省份农户售粮进度为47%，较去年同期减少1%，今年售粮进度较上年同期基本相当。对于2月来说，时间横跨春节假期，节前和节后市场供需将有所放缓，不过，市场供过于求的格局依然存在，对市场价格仍将有所压制。

中国玉米供需平衡表

| | 2021/22 | 2022/23 (1月估计) | 2023/24 (12月预测) | 2023/24 (1月预测) |
|-------------------------------|---------|-------------------|--------------------|-------------------|
| <i>千公顷 (1000 hectares)</i> | | | | |
| 播种面积 | 43324 | 43070 | 43870 | 44219 |
| 收获面积 | 43324 | 43070 | 43870 | 44219 |
| <i>公斤/公顷 (kg per hectare)</i> | | | | |
| 单产 | 6291 | 6436 | 6570 | 6532 |
| <i>万吨 (10000 tons)</i> | | | | |
| 产量 | 27255 | 27720 | 28823 | 28884 |
| 进口 | 2189 | 1871 | 1750 | 1750 |
| 消费 | 28770 | 29051 | 29500 | 29500 |
| 食用消费 | 965 | 980 | 991 | 991 |
| 饲用消费 | 18600 | 18800 | 19100 | 19100 |
| 工业消费 | 8000 | 8100 | 8238 | 8238 |
| 种子用量 | 195 | 191 | 193 | 193 |
| 损耗及其它 | 1010 | 980 | 978 | 978 |
| 出口 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 结余变化 | 674 | 539 | 1072 | 1133 |
| <i>元/吨 (yuan per ton)</i> | | | | |
| 国内玉米产区批发均价 | 2641 | 2744 | 2400-2600 | 2400-2600 |
| 进口玉米到岸税后均价 | 2876 | 2682 | 2400-2600 | 2400-2600 |

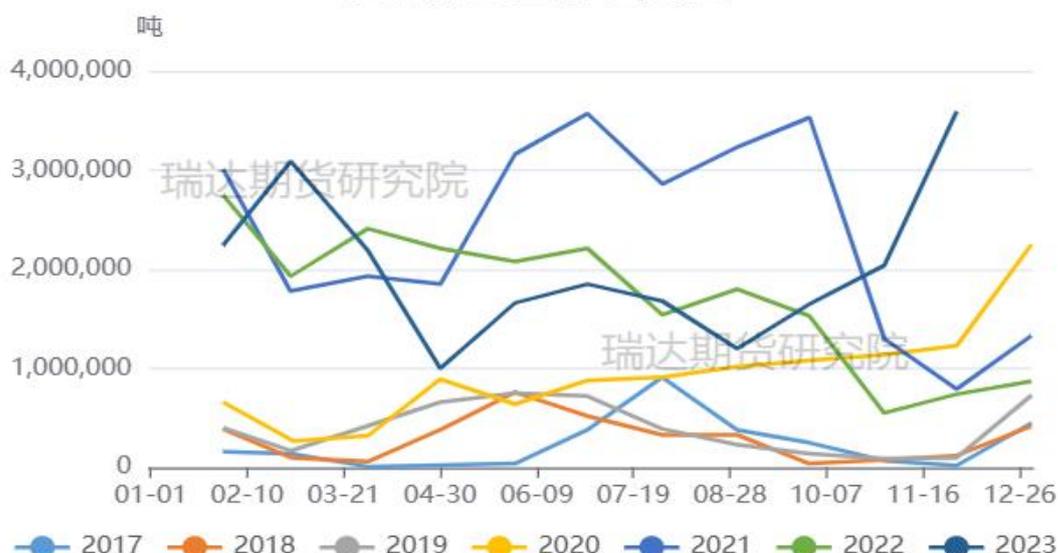
注释：玉米市场年度为当年10月至下年9月。

数据来源：农业农村部

2、进口潜在压力仍存

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，2023年12月玉米进口总量为495.01万吨，较上年同期86.72万吨增加408.29万吨，同比增加470.81%，较上月同期359.09万吨环比增加135.92万吨。2023年1-12月普通玉米累计进口总量为2714万吨，较上年同期累计进口总量的2062万吨，增加652万吨，增加了31.62%。去年最后2个月进口到港放量明显，表明尽管现阶段国内集中上市，阶段性供应充裕，但在进口利润良好导向下，采购积极性向好，来自进口端的潜在压力较大。

进口数量:玉米:当月值



数据来源：海关总署

3、替代需求回归

2023 年来看，饲用替代的大头落在小麦上，然而目前来看，随着新季玉米持续上量以及丰产压制下，玉米供应压力持续较高，叠加饲用需求疲软，市场整体呈现阶段性供过于求的状态，玉米价格高位持续回落。小麦而言，节前面粉旺季不旺，市场购销主体对节后普遍持看空心态；库存多的粮商积极售粮，锁定利润。粉企谨慎收购为主，接连压低采购价格。本月玉米和小麦价格均明显回降，小麦-玉米价差表现相对平稳。截至 2024-01-26，现货价:均价:小麦报 2748.89 元/吨, 现货价:玉米:均价报 2403.73 元/吨, 小麦-玉米价差报 345.16 元/吨。小麦替代优势不在，玉米饲用需求回归，对玉米市场有所利好。

小麦-玉米价差



数据来源: wind

4、饲用刚需前景堪忧

国家统计局数据显示,2023年末,全国生猪存栏43422万头,比上年末减少1833万头,下降4.1%。能繁母猪存栏4142万头,减少248万头,下降5.7%。三四季度以华东、华中为代表的各省非瘟疫病加快了生猪市场的出栏,产能较前期下滑,饲料需求有所减弱。据中国饲料工业协会数据显示,2023年11月,全国工业饲料产量2665万吨,环比下降3.5%,同比下降1.5%。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为31.3%,同比下降5.0个百分点。由于养殖利润不佳,企业不仅降低饲料中玉米的用量占比,而且下游采购积极性较差,使得饲料产量也同步降低。同时,现阶段养殖企业利润并无明显改善。对于饲用占比最高的生猪产业而言,截至2024-01-26,养殖利润:自繁自养生猪报-205.2元/头,养殖利润:外购仔猪报-100.89元/头,需求旺季尚且处于亏损状态,待节后需求惯性回落、消费意愿减弱,生猪养殖亏损幅度有可能进一步加大。行业连续亏损状态下,资金压力持续加大,提升产能去化进程。对玉米总需求较为不利。

生猪养殖利润



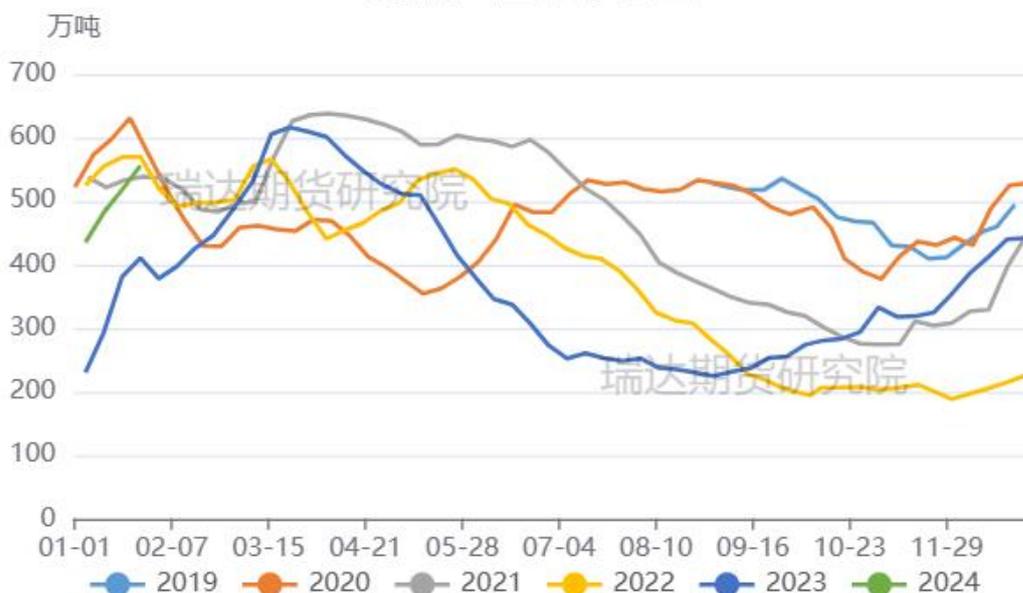
数据来源: wind 瑞达研究院

5、深加工采购短期放缓

据Mysteel农产品调研显示,2024年4周(1月18日-1月24日),全国149家主要玉米深加工企业共消费玉米150.7万吨,环比上周增加0.63万吨。主要是受到春节前玉米淀粉下游需求表现良好和原料玉米供应充裕的支撑,玉米淀粉行业开机持续升高,玉米消

费同步增加。从深加工企业玉米库存来看，根据调查数据显示，2024 年第 4 周，截止 1 月 24 日加工企业玉米库存总量 555.8 万吨，较上周增加 7.36%。临近春节，基层售粮节奏有所加快，基层卖粮意愿增强，玉米上量增加，深加工企业厂门到货维持高位，目前深加工企业维持压价收购，库存继续回升。从历年深加工玉米库存及消费情况来看，2 月横跨春节假期，节日前后，市场购销将明显放缓，节前因备货接近尾声，采购将明显放缓，企业基本以消耗自身库存为主。节后由于前期的消耗，存在刚需补库的需求。

深加工玉米库存量



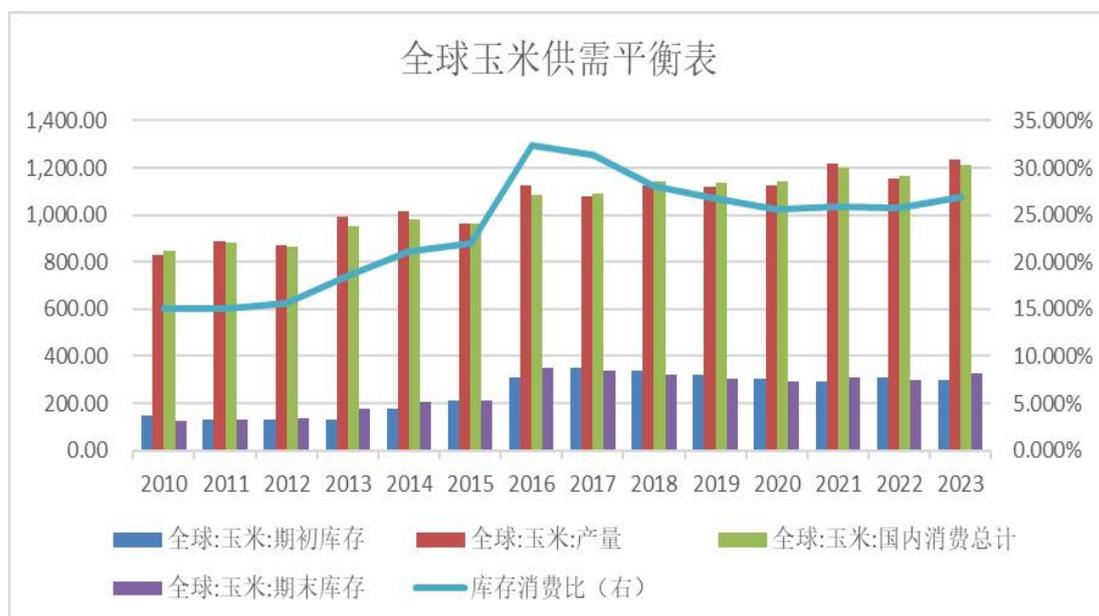
深加工玉米消费量



数据来源：Mysteel 农产品 瑞达研究院

6、国际市场潜在利空

从全球玉米供需情况看，美国农业部（以下简称 USDA）1 月报告显示，全球 2023/24 年度玉米产量预估为 12.3573 亿吨，12 月预估为 12.2207 亿吨。全球 2023/24 年度玉米期末库存预估为 3.2522 亿吨，12 月预估为 3.1522 亿吨。全球玉米产量和期末库存均小幅上调，主要是 USDA 在本次报告中再度上调了美玉米单产和产量。纵向对比来看，本年度全球产量来到历史最高位，期末库存也回升至五年来最高。另外，南美方面，布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）称，截至 1 月 24 日当周，2023/24 年度阿根廷玉米播种面积接近 700 万公顷，2023/24 年度阿根廷玉米产量达到 5650 万吨，高于上周预期的 5500 万吨，也高于上年因干旱而严重减产的 3400 万吨。巴西咨询机构 AgRural 称，截至 1 月 18 日，巴西首季玉米收获进度达到 7.9%，一周前 5.1%，去年同期为 5.9%。2023/24 年度巴西二季玉米播种进度达到预期面积的 4.9%，高于一周前的 0.4%，去年同期为 1%，随着巴西大豆的收割推进，二季玉米种植也快速推进中，干旱影响有限，国际市场供应端持续承压。且从进口价格来看，截止 1 月 26 日，船期 2 月至 7 月期间，美湾港口玉米进口到岸完税价在 2100 元/吨附近，明显低于国内广东港口价格，国际市场价格优势较好。贸易导向下，国内市场进口积极性较好，潜在供应压力增加，价格有向国际价格靠拢的倾向。



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2月 | 2106.63 | 2440.00 | 333.37 | 4.52 | 0.74 | 206.99 | 254.27 |
| 2024年3月 | 2072.45 | 2440.00 | 367.55 | 4.52 | 0.63 | 202.66 | 249.94 |
| 2024年4月 | 2092.65 | 2440.00 | 347.35 | 4.61 | 0.60 | 205.22 | 252.50 |
| 2024年5月 | 2105.08 | 2440.00 | 334.92 | 4.61 | 0.64 | 206.79 | 254.07 |
| 2024年6月 | 2089.54 | 2440.00 | 350.46 | 4.61 | 0.59 | 204.82 | 252.10 |
| 2024年7月 | 2101.97 | 2440.00 | 338.03 | 4.61 | 0.63 | 206.40 | 253.68 |

注：美湾港口运费为47.28美元/吨

数据来源：USDA Mysteel

7、增储拉动贸易收购

中储粮集团公司1月11日公告，按照有关部门工作安排，中储粮集团公司及所属相关企业将于近日在东北等玉米主产区增加2023年产国产玉米收储规模，具体收购库点等相关信息及时通过所在地媒体向社会公布。在随后的时间里，中储粮各地区分公司陆续发布了增储点以及收购规模及价格。通过已发布的各收储库公告显示，2023年产国产玉米，国标三等以上，收购价格大概率在以下区间：一等2260-2280元/吨，二等2240-2260元/吨，三等2220-2240元/吨。收储规模在0.5万吨-7.2万吨不等。

从收储本身来看，这是自2016年以来我国取消最低收购价格保护政策以后，实行市场化收购和生产者补贴的新机制以来，首次出现大规模增加收储的消息。这也从侧面反映出新粮上市以来，随着玉米价格的持续下跌，已经引起了有关部门的高度关注。然而，从近期中储粮各地区分公司发布的公告细节来看，收储数量和价格都明显低于市场预期，收购价更是表现出一种随行就市的状态。表明现阶段中储粮增储的消息，想要表达的观点更多的是一种引导，意在拉动贸易商积极入市收购，解决农户卖粮难的问题。

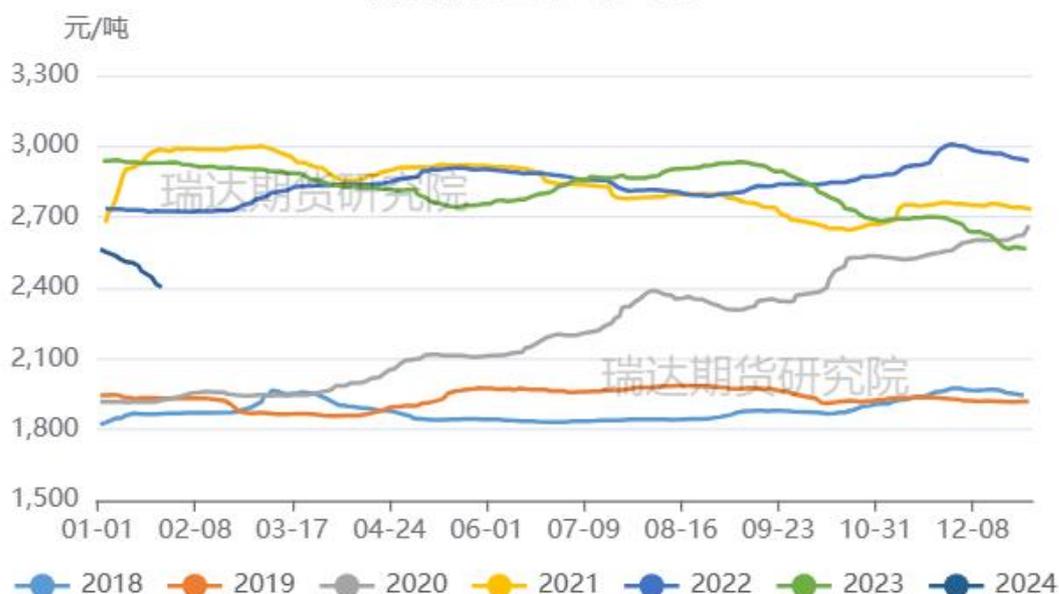
三、玉米淀粉基本面影响因素分析

1、玉米连续下跌，成本支撑不足

由于收储价格与市场贸易粮价格相差不大，且受年前变现需求，以及年后天气转暖后粮源难储存等诸多因素影响，临近春节基层种植户仍有售粮需求，市场有效供应相对宽松，下游企业节前备货陆续结束，饲企和深加工企业承接有限，打压价格持续走低。根据wind数据显示，截止1月26日，玉米现货平均价为2403.73元/吨，较月初下跌约160元/吨，

跌幅明显。2月横跨春节假日，节日氛围带动下，市场购销相对趋缓。不过，年前玉米售粮进度在五成左右，后期卖压仍然较大，且生猪以及肉禽在年前将大规模集中出栏，年后的玉米饲用需求很难出现明显的增量预期，持续对国内玉米价格形成压制。整体来看，玉米市场仍将处于供强需弱阶段，成本端支撑不足。

现货价:玉米:平均价



数据来源: wind

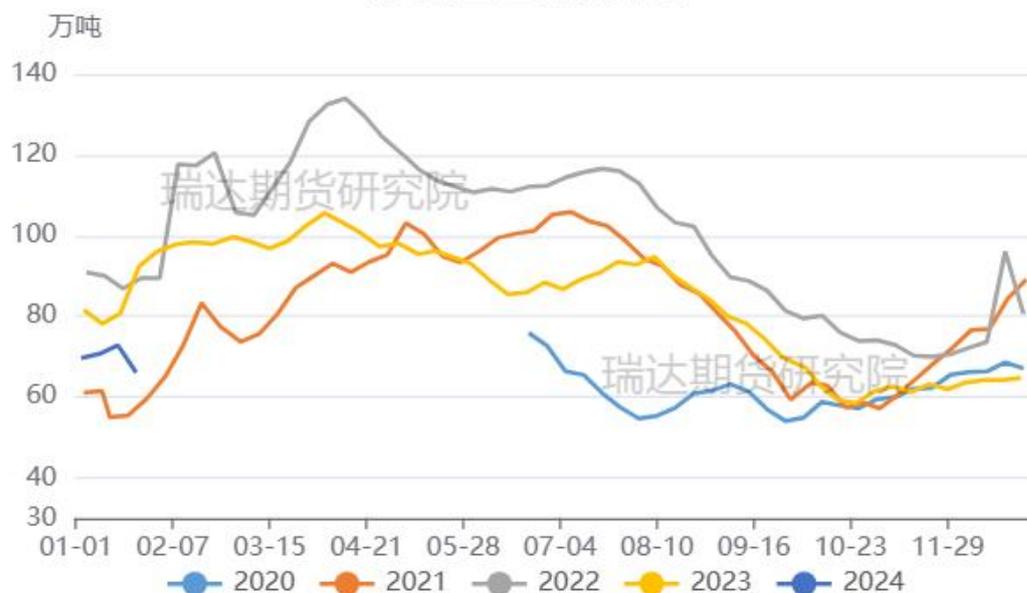
2、产出压力增加

受到生产利润持续向好的推动，加上受到春节前玉米淀粉下游需求表现良好与原料玉米供应充裕的支撑，玉米淀粉行业开机继续升高。本周（1月18日-1月24日）全国玉米加工总量为73.75万吨，较上周升高0.92万吨；周度全国玉米淀粉产量为37.49万吨，较上周产量升高0.63万吨；周度开机率为74.11%，较上周升高1.25%。供应压力来到近年来最高位。不过，受春节备货提振，企业提货量表现良好，个别品牌与厂家淀粉货源紧张，玉米淀粉行业库存相对平稳。截至1月24日，全国玉米淀粉企业淀粉库存总量66.1万吨，较上周下降1.1万吨，周降幅1.56%，月降幅3.85%；年同比降幅28.35%。整体处于同期偏低水平，库存压力不大。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、下游消费同比好转

根据 Mysteel 农产品调研数据来看, 2024 年 1 月淀粉糖对于原料玉米淀粉消费量为 32.85 万吨, 同比 2023 年 1 月 17.03 万吨年, 增加 15.8 万吨, 增幅 92.78%, 需求强劲带动玉米淀粉自身走货与消费。特别时果葡萄糖浆, 因消费旺季, 市场需求情况较好, 厂家积极生产, 本月开工率增幅相对明显。瓦楞纸/箱板纸方面, 瓦楞纸产能利用率处于近两年来的中高位水平, 较近两年最低点+55.4 个百分点, 较近两年最高点-5.9 个百分点。箱板纸产能利用率也处于近两年来的中高位水平, 较近两年最高点-8.6 个百分点, 较近两年最

低点+39.5个百分点。二者的产能利用率均处于相对偏高位置，对于玉米淀粉的消费形成利多支撑，同时木薯淀粉价格高企，在瓦楞纸与箱板纸的应用中难有较好表现，主要体现为刚需使用，玉米淀粉替代木薯淀粉的在造纸行业中的应用增加。整体来看，下游消费好转，对淀粉市场支撑表现尚佳。

淀粉糖各产品开工率变化 (%)



2023-2024年瓦楞纸与箱板纸周度开机走势 (%)



数据来源: Mysteel 农产品

四、玉米和淀粉价差分析

截止1月29日收盘，淀粉和玉米主力5合约价差为529元/吨，较月初明显回升，处于近年来最高水平。主要是本月玉米价格持续下跌，而年前备货提振，淀粉需求端走货较好，淀粉价格表现相对坚挺，使得淀粉走势较玉米偏强。故而，二者价差有所回升。后期

而言，玉米基本面难以出现有利的支撑，现货价格有望维持震荡或者偏弱调整，期价也难有好的表现，或将低位窄幅震荡。在玉米上量以及利润向好的驱动下，淀粉企业开机率有望进一步提升，供应压力同步增强，所以淀粉和玉米价差继续走扩空间有限，或保持高位震荡。

淀粉和玉米 2405 合约价差走势



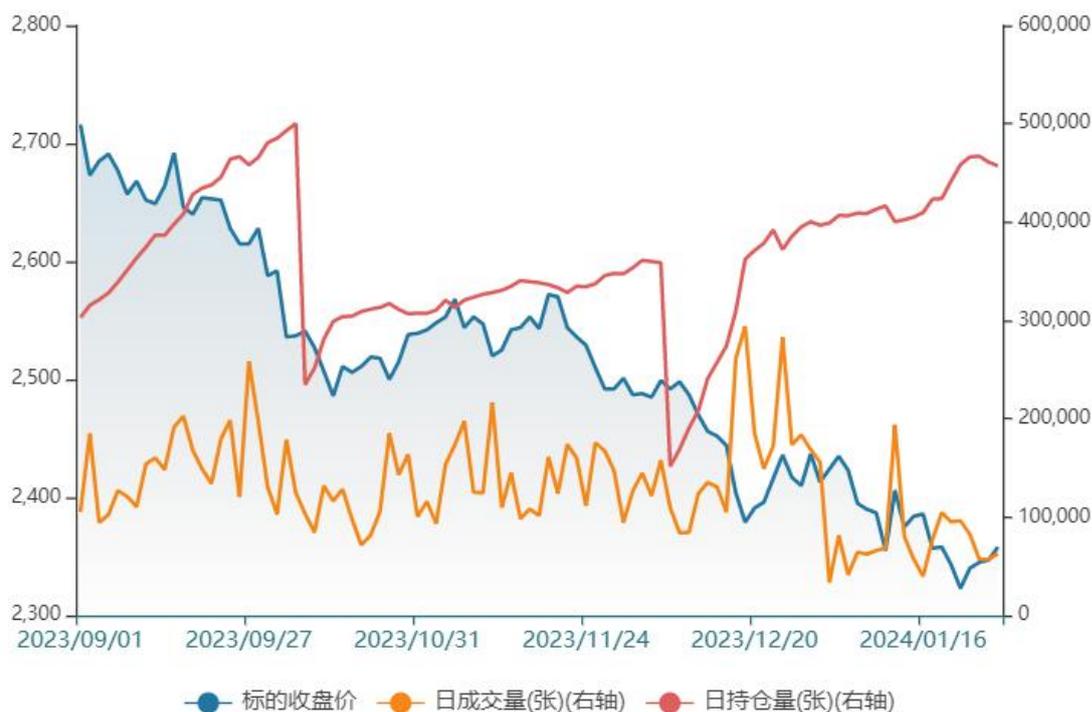
数据来源：wind 大商所

五、玉米期权方面

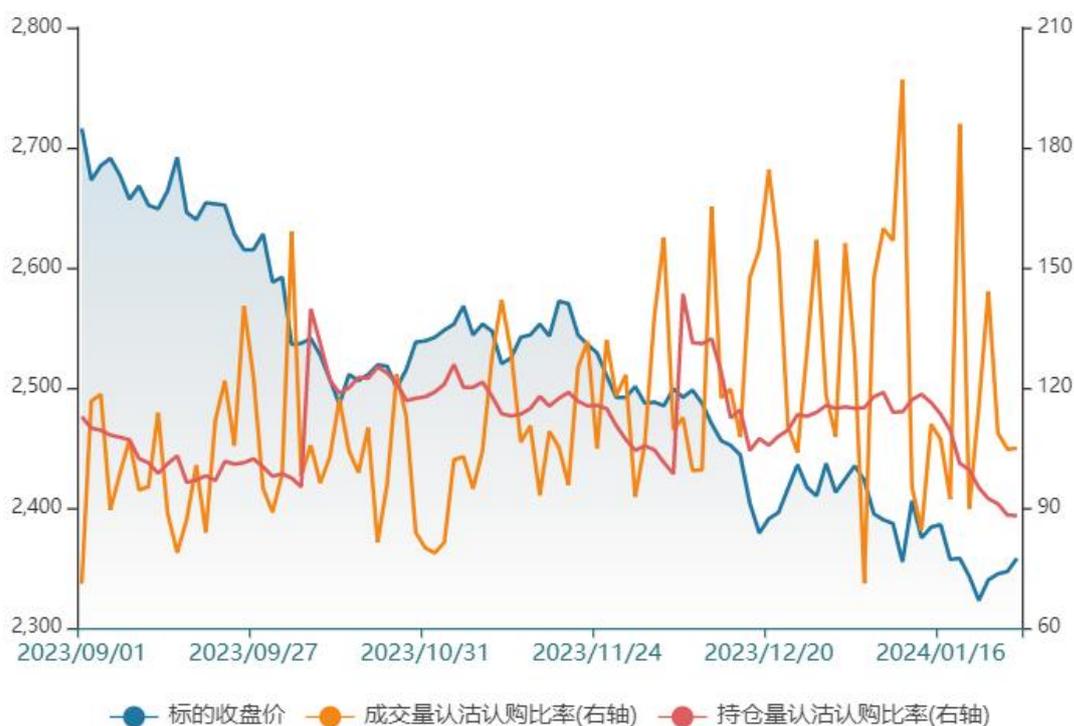
1、流动性分析

本月标的品种玉米期货加权价格呈现震荡走弱趋势，截止 1 月 26 日收盘，玉米期权最新持仓量 457080 张，成交量 62802 张。日持仓量有所回升，但日成交量较前期明显下滑，主要是基本面偏弱，市场对期价普遍看跌，基本以趋势单为主，短线参与度不高。从成交量和持仓量的认沽认购比率来看，持仓量认沽认购比从上月末的 120%附近下滑至目前的 88%。成交量认沽认购比基本围绕 120%上下波动，波动率明显加大，表明目前仍然是空头氛围占优，但继续看跌情绪减弱。从平值期权合约的收益率来看，本月平值期权认购收益率和认沽收益率均有所回降。在期价震荡下跌情况下，认沽收益率也震荡下跌，表明期价下跌至低位后，市场继续做空意愿减弱。

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维持震荡, 截止 1 月 29 日, 玉米 2405 合约平值期权隐含波动率为 10.72%, 较月初隐含波动率 10.13% 小幅回升了 0.59%, 处于 20 日、40 日、60 日历史波动率相对偏低水平。主要是玉米现货市场维持阶段性供强需弱格局, 现货价格继续下跌, 市场氛围持续偏弱, 但期价跌至低位, 市场对后市看空预期减弱, 限制下跌空间, 使得市场波动率整体变化不大。后期在无明确方向性信息刺激下, 波动率有望维持低位。



数据来源: wind

六、2024年2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，全球玉米产量和期末库存均再度上调，市场供需格局继续转松。且南美玉米产量降幅或不及预期，国际市场供应压力加大，继续压制玉米市场价格。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，同时价格有向国际价格靠拢的倾向。国内方面，东北地区由于收储价格与市场贸易粮价格相差不大，且受年前变现需求，以及年后天气转暖后粮源难储存等诸多因素影响，供应压力持续较高。而国内持续下跌的行情以及养殖利润持续不佳，使得贸易商和用粮企业进一步看空市场，总需求面支撑不足，供强需弱的格局难有实质性转变。不过，饲用替代需求的回归，叠加前期价格大幅下跌后，中储粮也积极入市增储，拉动贸易商积极入市收购，限制后期继续下跌空间。总的来看，阶段性供应压力仍存，基本面相对偏弱，继续牵制期价表现。不过，政策入市调控，期价跌幅或将有限。

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，在玉米上量以及利润向好的驱动下，企业开机率保持高位，供应压力同步增强。不过，淀粉下游需求良好，整体供需矛盾不大，淀粉走势有望随玉米区间波动。

操作建议：

1、投机策略

建议玉米 2405 合约在区间 2300-2450 元/吨高抛低吸，止损各 50 元/吨。

建议玉米淀粉 2405 合约在 2800-3000 元/吨区间内交易，止损上下各 50 元/吨。

2、套利交易

暂且观望。

3、套期保值

建议贸易企业 12 月可于 2450 元/吨卖出玉米 2405 合约锁定卖出价格，止损参考 2500 元/吨。

4、期权操作

2 月玉米或将趋于区间震荡，可尝试卖出 C2405-C-2380，同时卖出 C2405-P-2380。

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。