



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：柳瑜萍
期货从业资格号 F0308127
期货投资咨询从业证书号
Z0012251
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



短期供应压力较大 期价偏弱震荡为主

摘 要

国际市场而言，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。且美玉米收割接近尾声，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，国内市场进口积极性提升，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，我国玉米现已收获结束，从历年售粮进度来看，年前仍有30%以上的玉米流入市场，叠加在产量增加的前提下，农户惜售待涨的心理预期减弱，今年的供应压力有望高于往年同期，阶段性供应压力较大，且养殖利润持续不佳，生猪产业仍需要面临产能进一步优化，总需求面支撑不足，供强需弱的格局难有实质性转变。不过，替代需求的回归以及现阶段生猪存栏的高企，短期刚需采购良好，另外，政策导向及种植成本仍是市场强有力支撑，或限制玉米价格下跌空间。总的来看，阶段性供应压力较大，基本面相对偏弱，继续牵制期价表现。不过，种植成本仍是市场强有力支撑，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。且受“买涨不买跌”心态影响，下游刚需备货为主，市场订单量暂未明显增加，整体心态较前期明显转弱，淀粉有望跟随玉米市场波动。

目 录

一、2023年11月玉米类市场行情回顾.....	2
1、2023年11月玉米市场行情回顾.....	2
2、2023年11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、国内阶段性供应充裕.....	3
2、进口潜在压力仍存.....	4
3、饲用替代回归，利好短期需求.....	5
4、饲用刚需前景堪忧.....	5
5、深加工刚需采购向好.....	7
6、国际市场潜在利空.....	8
7、政策导向及种植成本是强有力支撑.....	9
三、玉米淀粉基本面影响因素分析.....	10
1、玉米供应充裕，成本支撑难言乐观.....	10
2、产出压力显现.....	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、2023年12月玉米和淀粉市场展望及期货策略建议.....	16
免责声明.....	16

一、2023 年 11 月玉米类市场行情回顾

1、2023 年 11 月玉米市场行情回顾

2023 年 11 月玉米表现为震荡下跌。主要是随着美玉米收割接近尾声，季节性出口压力较大，且 USDA 报告上调美玉米产量及期末库存，阶段性供应较为充裕，牵制美玉米市场价格。进口成本持续大幅低于国内市场，拖累国内市场氛围。且国内主产区基层上量逐渐增加，叠加中储粮拍卖粮、进口玉米等替代充裕，供应端存增量预期。供强需弱格局下，打压玉米期价震荡偏弱运行。

玉米 2401 合约日 K 线图



数据来源：博易大师

2、2023 年 11 月玉米淀粉市场行情回顾

2023 年 11 月玉米淀粉震荡上涨后再度回落。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，中上旬市场提货情况良好，企业库存持续下行。且副产品价格不佳，使得淀粉企业将利润重心仍然落在玉米淀粉上，对淀粉市场有所支撑。使得淀粉期价表现较玉米市场略强，整体呈现偏强震荡。然而，随着后期订单执行至尾声，新签订单情况不佳，且利润导向下，企业开机率维持高位，供应压力加大，拖累淀粉市场高位回落。本月整体表现为先震荡上涨后再度回落。

玉米淀粉 2401 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、国内阶段性供应充裕

我国玉米现已收获结束，农业农村部发布的 11 月《中国农产品供需形势分析》中保持对 2023/24 年度玉米 28823 万吨的产量预测，较去年增产 3.98%。国产玉米丰产已是不争的事实，目前正处于集中上市期。截至 11 月 23 日，据 Mysteel 玉米团队统计，全国 13 个省份农户售粮进度 25%，较去年同期增加 2%。全国 7 个主产省份农户售粮进度为 21%，较去年同期增加 2%。整体进度略快于去年同期。

从历年售粮进度来看，农历年前截止到 1 月底，国内售粮进度基本会达到 55%，表明接下来两个月将有 30%左右的玉米流入市场流通，叠加今年在产量增加的前提下，农户惜售待涨的心理预期减弱，年前的供应压力有望加大。整体来看，短期市场仍表现出供过于求的状况。

中国玉米供需平衡表

	2021/22	2022/23 (11月估计)	2023/24 (10月预测)	2023/24 (11月预测)
<i>千公顷 (1000 hectares)</i>				
播种面积	43324	43070	43870	43870
收获面积	43324	43070	43870	43870
<i>公斤/公顷 (kg per hectare)</i>				
单产	6291	6436	6570	6570
<i>万吨 (10000 tons)</i>				
产量	27255	27720	28823	28823
进口	2189	1872	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	540	1072	1072
<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

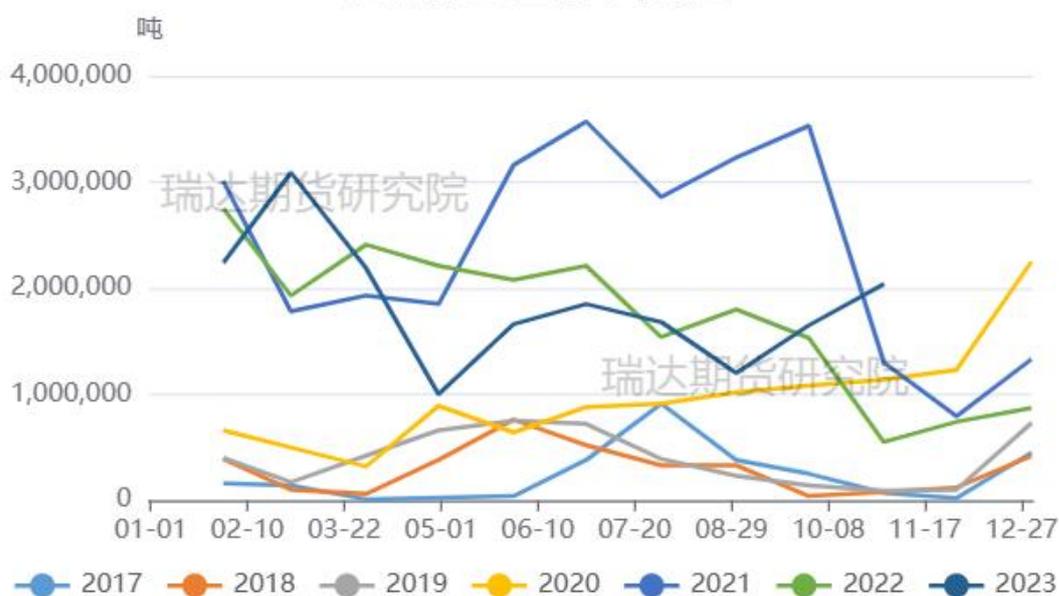
注释：玉米市场年度为当年10月至下年9月。

数据来源：农业农村部

2、进口潜在压力仍存

进口玉米方面，中国海关公布的数据显示，2023年10月玉米进口总量为204.43万吨，较上年同期54.73万吨增加149.69万吨，同比增加273.50%，较上月同期164.65万吨环比增加39.77万吨。2023年1-10月玉米进口总量为1860.00万吨，较上年同期累计进口总量的1901.00万吨，减少41.00万吨，同比减少2.16%。10月玉米月度进口量较上月明显提升，主要是巴西玉米价格优势较好，前期采购大量到港。据监测显示，12、1月进口到港预估分别为120万吨、230万吨。尽管12月到港预估量不大，但随着美玉米收割结束，市场供应充裕，且国际玉米价格较国内优势明显，我国进口买船积极性较好，潜在压力仍存。

进口数量:玉米:当月值



数据来源: 海关总署 中国粮油商务网

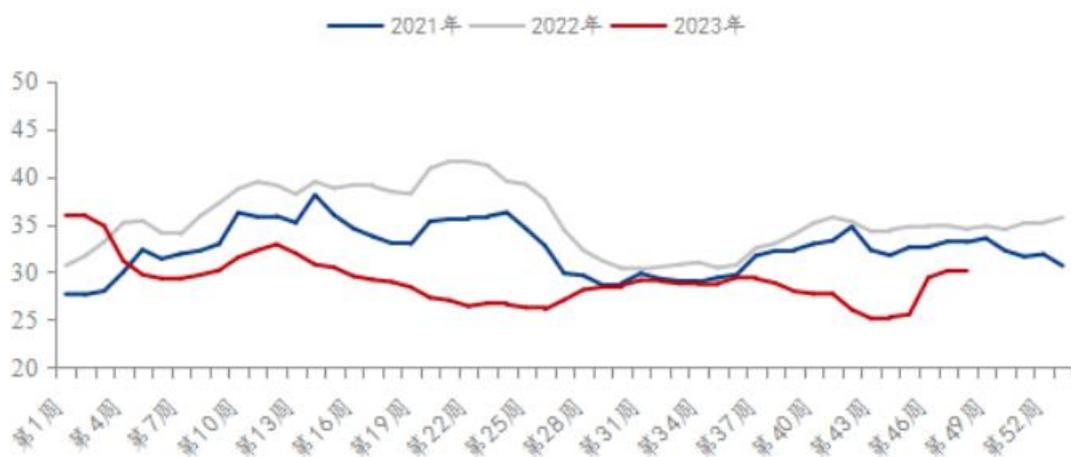
3、饲用替代回归，利好短期需求

随着新季玉米不断上量以及丰产压制下，玉米价格高位明显回落。虽然近期降雪天气影响物流及脱粒，潮粮供应量减少，天气干扰短期节奏，但潜在供应宽松、下游需求不旺，市场挺价氛围一般，玉米价格止跌回暖幅度有限。故而，玉米整体价格较前期仍有较为明显的跌幅。而小麦因减产及年底消费旺季支撑，价格表现良好，小麦-玉米价差回升使小麦替代优势消失，玉米饲用需求回归。同时，当前生猪存栏整体偏高，且临近年底，市场为冬季腌腊而进行的育肥增多，玉米饲用需求增加，饲料企业玉米库存也于近期有所回升。根据 Mysteel 玉米团队对全国 18 个省份，47 家规模饲料厂的最新调查数据显示，截至 11 月 23 日，饲料企业玉米平均库存 30.00 天，周环比减少 0.11 天，降幅 0.36%，较去年同期下跌 13.04%。整体仍处于近三年来相对低位，短期刚需采购支撑向好。

小麦-玉米价差



全国样本饲料企业玉米库存天数走势



数据来源: wind Mysteel

4、饲用刚需前景堪忧

据中国饲料工业协会数据显示,2023年10月,全国工业饲料产量2762万吨,环比下降2.0%,同比下降0.5%。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为30.0%,同比下降4.0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。从饲用需求最高的生猪市场来看,国家统计局数据显示,三季度末,全国生猪存栏44229万头,同比减少166万头,下降0.4%;环比增加711万头,增长1.6%。能繁母猪存栏量为4240万头,比4100万头正常保有量要高出3.4%,1-9月累计去化3.42%。从产能去化情况来看,现阶段市场供应状态依旧较为宽松,未来继续去化仍有较大空间。阶段性来看,尽管市场

高度关注南方的腌腊情况，但猪源仍较充裕，且冻品库存高位，市场基本面暂无明显调整，限制猪肉涨幅。截至 2023-11-24, 养殖利润:自繁自养生猪报-212.55 元/头, 养殖利润:外购仔猪报-115.21 元/头。需求旺季尚且处于亏损状态，待 2024 年春节之后，消费需求将再一次进入淡季，生猪养殖亏损幅度有可能进一步加大，提升产能去化进程，对玉米总需求较为不利。

生猪养殖利润

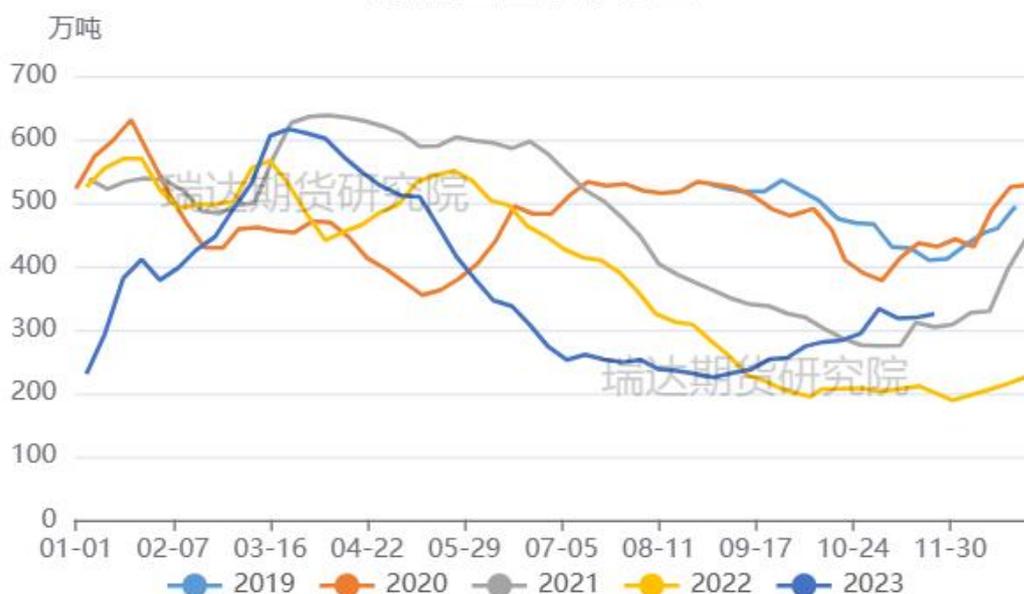


数据来源: wind 瑞达研究院

5、深加工刚需采购向好

据 Mysteel 农产品统计，2023 年 47 周（11 月 16 日-11 月 22 日），全国 149 家主要玉米深加工企业共消费玉米 140.43 万吨，较前一周增加 2.42 万吨，主要是淀粉及酒精行业有所增量。淀粉企业因利润持续较好，以及需求旺季，下游提货情况持续良好，开机率持续保持高位，玉米消费同步增加。从深加工企业玉米库存来看，根据 Mysteel 玉米团队对全国 12 个地区，96 家主要玉米深加工厂家的最新调查数据显示，2023 年第 47 周，截止 11 月 22 日加工企业玉米库存总量 324.6 万吨，较上周增加 1.76%。随着新季玉米上量增加，且下游消费整体表现良好，深加工企业对玉米采购积极性有所回暖，库存水平也有所提升。从历年深加工玉米库存及消费情况来看，12 月企业对玉米消费量也保持相对高位，而库存仍有走高的倾向，所以深加工对玉米采购需求向好，对玉米市场价格有所提振。

深加工玉米库存量



深加工玉米消费量

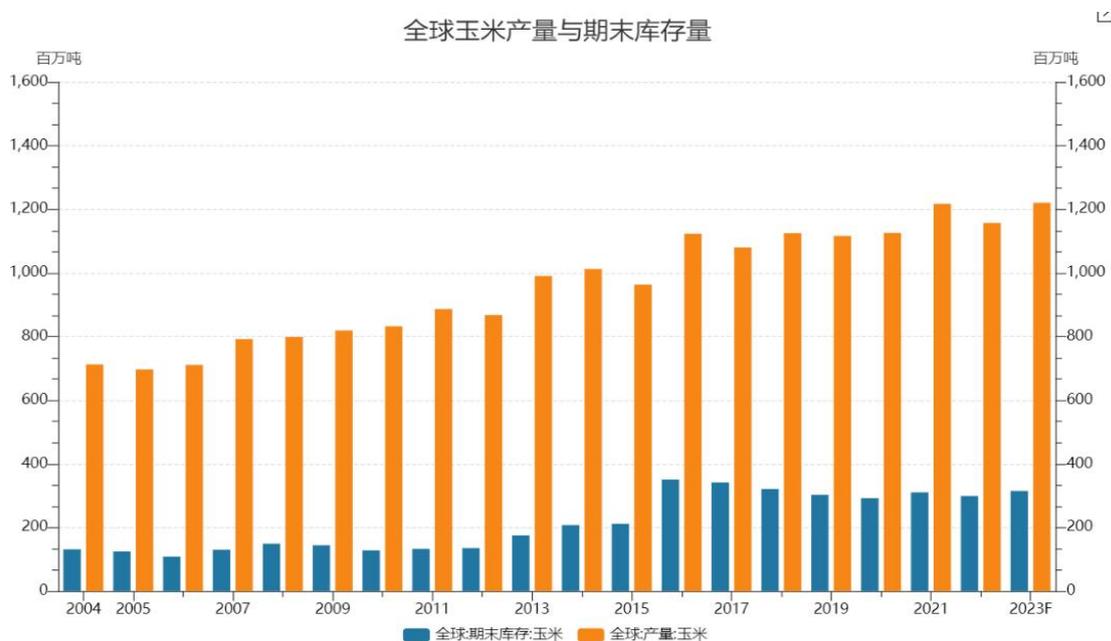


数据来源: Mysteel 农产品 瑞达研究院

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）11 月报告显示，全球 2023/24 年度玉米产量预估为 12.2079 亿吨，10 月预估为 12.1447 亿吨。期末库存预估为 3.1499 亿吨，10 月预估为 3.124 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，美国农业部(USDA)在每周作物生长报告中公布称，截至 2023 年 11 月 26 日当周，美国玉米收割率为 96%，低于市场预期的 97%，前一周为 93%，

去年同期为 99%，五年均值为 95%。美玉米收割接近尾声，国际市场供应压力加大。且从进口价格来看，截止 11 月 24 日，12 月至次年 5 月，美国玉米进口到岸完税价区间为【2210，2290】，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。



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
2023年12月	2217.21	2730.00	512.79	4.69	0.72	212.89	269.14
2024年1月	2232.70	2730.00	497.30	4.88	0.58	214.86	271.11
2024年2月	2248.18	2730.00	481.82	4.88	0.63	216.83	273.08
2024年3月	2254.37	2730.00	475.63	4.88	0.65	217.62	273.87
2024年4月	2286.12	2730.00	443.88	4.99	0.64	221.65	277.90
2024年5月	2289.22	2730.00	440.78	4.99	0.65	222.05	278.30

注：美湾港口运费为56.25美元/吨

数据来源：USDA Mysteel

7、政策导向及种植成本是强有力支撑

我国一直把保障农民种粮收益、增加农民收入放在中心位置，所以在一季度和四季度玉米收获上市期，调控政策会倾向于保证基层售粮方面，保障农民的收益。那么种植成本将是非常重要的支撑位。根据 Mysteel 农产品前期的调研情况，今年华北和东北玉米种植成本均有增加，主要是租地价格受去年玉米种植收益良好影响，上涨幅度较大。综合来看，华北种植成本在 1060-1140 元/亩，东北种植成本在 1233-1569 元/亩。在考虑今年玉米单

产提高情况，预计全国种粮成本在 2350-2500 元/吨，从而对玉米期现货价格支撑较强。

三、玉米淀粉基本面影响因素分析

1、玉米供应充裕，成本支撑难言乐观

随着价格跌至成本附近，市场对政策性托底收购存较强预期，叠加气温下降有利于新粮存放，部分产区基层售粮积极性小幅下降，玉米基层上量节奏有所放缓，天气干扰短期节奏，但潜在供应宽松、下游需求不旺，市场挺价氛围一般，现货价格回涨幅度较为有限。根据 wind 数据显示，截止 11 月 24 日，玉米现货平均价为 2699.84 元/吨，较上月末微涨 10 元/吨，整体变化不大。12 月仍是国内玉米集中上量期，阶段性供应仍较为充裕，且下游养殖企业利润持续不佳，批量建库积极性一般，基本以滚动补库为主，需求支撑不强。整体来看，玉米市场仍将处于供强需弱阶段，成本支撑面难言乐观。

现货价:玉米:平均价



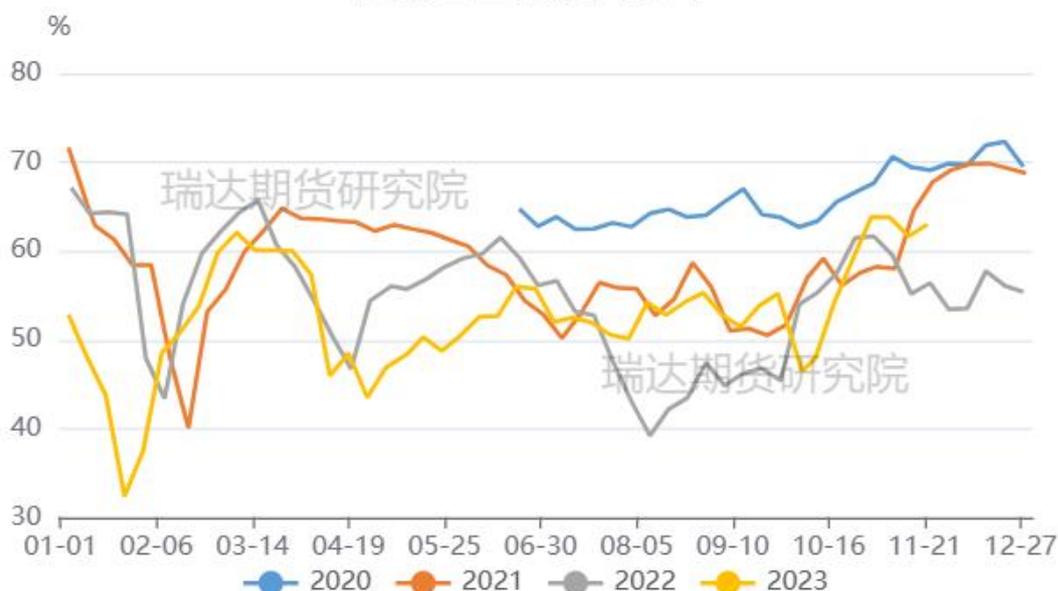
数据来源: wind

2、产出压力显现

受到生产利润持续向好的推动，加上新季玉米上市阶段原料供应充裕，玉米淀粉行业开机率持续保持高位。华北地区供应端增量明显，其它区域相对平稳，第 47 周（11 月 16 日-11 月 22 日）全国玉米加工总量为 67.37 万吨，较上周升高 1.35 万吨；周度全国玉米淀粉产量为 33.83 万吨，较上周产量升高 0.72 万吨；周度开机率为 63.01%，较上周升高 1.34%，供应压力持续保持高位。不过，受需求旺季支撑，下游市场提货状况相对较好，企业库存增幅较缓。截至 11 月 22 日，全国玉米淀粉企业淀粉库存总量 63.2 万吨，较上周增

加 1.9 万吨，增幅 3.1%，月增幅 7.95%；年同比降幅 10.11%。整体仍处于三年来最低位，库存压力弱于同期。后期原料端供应仍然较为充裕，叠加生产利润持续良好，淀粉开机率仍有上升的可能，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，2023 年 11 月第 1-3 周，淀粉糖行业原料玉米淀粉消耗量为 13.91 万吨，同比 2022 年 11 月第 1-3 周增加 0.096 万吨，增幅 0.7%；环比 2023 年 10 月第 1-3 周减少 1.74 万吨，降幅 11.13%。通过同环比数据来看，淀粉糖行业对于玉

米淀粉消耗量同比微增；环比减幅较为明显，主要是受到天气气温下降的影响，饮料、啤酒等行业消费减量，对于麦芽糖浆、果葡糖浆等需求减量进而影响到原料玉米淀粉消耗量减少。国内瓦楞纸/箱板纸方面，2023年11月第1-3周，国内瓦楞纸产量为131.7万吨，同比2022年11月第1-3周增加16.08万吨，增幅13.91%；环比2023年10月第1-3周增加1.98万吨，增幅1.53%。2023年11月第1-3周，国内箱板纸产量为186.12万吨，同比2022年11月第1-3周增加15.15万吨，增幅8.86%；环比2023年10月第1-3周增加7.16万吨，增幅4%。数据来看，二者的产量数据同环比均表现出明显的增幅，对于玉米淀粉的消费形成利多支撑，同时考虑到木薯淀粉价格高企，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。玉米淀粉在造纸中的用量的增加，以及淀粉糖消费数据表现无明显偏弱，使得淀粉需求支撑表现尚佳。

2022-2023年淀粉糖各产品开工率变化 (%)



2022-2023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 11 月 24 日收盘, 淀粉和玉米主力 1 合约价差为 420 元/吨, 较上月末明显回升, 处于近年来中等偏高水平。主要是本月玉米价格止跌回暖, 叠加淀粉需求端走货较好, 市场对淀粉价格抱有较高的期待, 挺价情绪较浓, 淀粉走势较玉米偏强。故而, 二者价差有所回升。对于 12 月而言, 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, 或将窄幅震荡。在玉米上量以及利润向好的驱动下, 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 2401 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 11 月 29 日收盘, 玉米期权最新持仓量 347831 张, 成交量 147160 张。持仓量和日成交量均有所回升, 主要是基本面偏弱, 市场对期价反弹高度并不看好, 故而在期价反弹期间, 成交量向好, 参与度有所回升。从成交量和持仓量的认沽认购比率来看, 持仓认沽认购比从上月末的 120%附近下滑至目前的 107%。成交量认沽认购比基本围绕 110%上下波动, 表明目前仍然是空头氛围占优,

但跌势放缓。从平值期权合约的收益率来看，本月平值期权认购收益率震荡下跌，认沽收益率先跌后涨，整体变化不大。在期价震荡下跌情况下，认购收益率下跌明显，表明短期来看市场仍偏空。

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



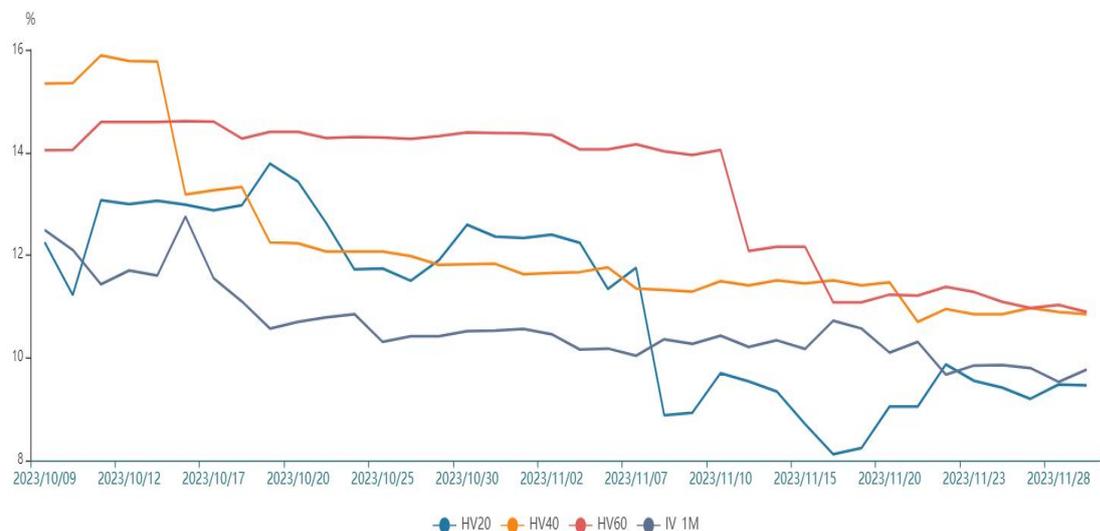
平值认购和认沽收益率走势



数据来源: wind

2、波动率方面

玉米主力 2401 合约期权隐含波动率震荡下跌, 截止 11 月 29 日, 玉米 2401 合约平值期权隐含波动率为 9.77%, 较月初隐含波动率 10.56% 下降了 0.79%, 处于 20 日、40 日、60 日历史波动率相当水平。主要是本月降雪天气影响物流及脱粒, 潮粮供应量减少, 天气干扰短期节奏, 但潜在供应宽松、下游需求不旺, 市场挺价氛围一般, 玉米现货价格止跌回暖, 提振期货市场价格。然而, 现阶段供强需弱格局明显, 市场对于期货反弹幅度并未报很高预期。同时, 政策性收购以及成本支撑也继续支撑着市场, 使得看跌空间也受限, 市场波动率整体小幅回降。在无明显方向性信息刺激下, 波动率有望维持低位。



数据来源: wind

六、2023 年 12 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，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。且美玉米收割接近尾声，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，国内市场进口积极性提升，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，我国玉米现已收获结束，从历年售粮进度来看，年前仍有 30%以上的玉米流入市场，叠加在产量增加的前提下，农户惜售待涨的心理预期减弱，今年的供应压力有望高于往年同期，阶段性供应压力较大，且养殖利润持续不佳，生猪产业仍需要面临产能进一步优化，总需求面支撑不足，供强需弱的格局难有实质性转变。不过，替代需求的回归以及现阶段生猪存栏的高企，短期刚需采购良好，另外，政策导向及种植成本仍是市场强有力支撑，或限制玉米价格下跌空间。总的来看，阶段性供应压力较大，基本面相对偏弱，继续牵制期价表现。不过，种植成本仍是市场强有力支撑，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。且受“买涨不买跌”心态影响，下游刚需备货为主，市场订单量暂未明显增加，整体心态较前期明显转弱，淀粉有望跟随玉米市场波动。

操作建议：

1、投机策略

建议玉米 2405 合约在 2580 元/吨下方偏空交易，止盈目标位 2400 元/吨，止损 2630 元/吨。

建议玉米淀粉 2403 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 2580 元/吨卖出玉米 2405 合约锁定卖出价格，止损参考 2630 元/吨。

4、期权操作

12 月玉米或将趋于偏弱震荡，可尝试卖出 C2405-C-2600。

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。