

2023年12月01日

不见昨夜雨湿处，聊以新颜待今朝

——玉米2024年年度投资策略

分析师

刘兵

从业资格证号：F03091165

投资咨询证号：Z0019876

电话：021-68757827

邮箱：liub@qh168.com.cn

联系人：

陈宇蓉

从业资格证号：F03113400

电话：021-68757827

邮箱：chenyr@qh168.com.cn

投资要点：

- 从总供应量来看，全球玉米总供给已从22/23年度的减产中恢复至前期水平。23/24年度全球玉米产量12.2079亿吨，同比去年增加6%，并达到历史新高。主要原因是美国、欧盟、阿根廷和乌克兰的年度产量同比上调明显。
- 今年中国玉米市场产需缺口较前几年缩窄，但要完全满足国内需求还须进一步“开源”，不断拓展多元化进口渠道并且合理利用替代谷物。
- 2023/2024年度玉米丰产，而总需求同比持平或小幅增加，使得期末库存上升，全年产需缺口缩窄。虽国内饲用小麦和陈化稻谷替代的供应能力将下降，但是在2023年全球玉米丰产背景下，国际玉米价格也将下跌，进口利润维持高位，进口玉米供应或将同比增加。
- 丰产无牛市，市场各参与主体对后市整体呈悲观预期，震荡偏弱预计是明年上半年行情的主要趋势，基层或贸易商阶段性的惜售以及下游用粮企业季节性的消费提振和补库行为或提振价格，但在暖冬的背景下，卖压释放时可能导致较大幅度的回落。
- 由厄尔尼诺所可能引发的“倒春寒”天气、北方干旱和南方洪涝灾害则会对2024/2025年度玉米产情产生不利影响，或提振价格。然而天气带来的不确定性较大，需要在玉米春播期和关键生长期紧密跟踪气温和降水量的变化，动态调整对于新季玉米产情和产量的预期。

正文目录

1. 2023 年行情回顾	4
2. 国际玉米供需格局	5
3. 国内玉米供需格局	6
4. 玉米供给	8
4.1. 厄尔尼诺或将加快玉米售粮进度，明年春播时期天气不确定因素增加	8
4.2. 地租成本快速攀升	9
5. 替代谷物供给	9
5.1. 国内饲用谷物去库存化已达后期，供给减少	9
5.2. 进口利润高位，进口量预期小幅增加	10
6. 玉米需求	13
6.1. 生猪供应依旧宽松，玉米饲料维持刚需	13
6.2. 开机率难以长期维持高位，深加工需求预计持平	14
7. 2024 年行情展望	15

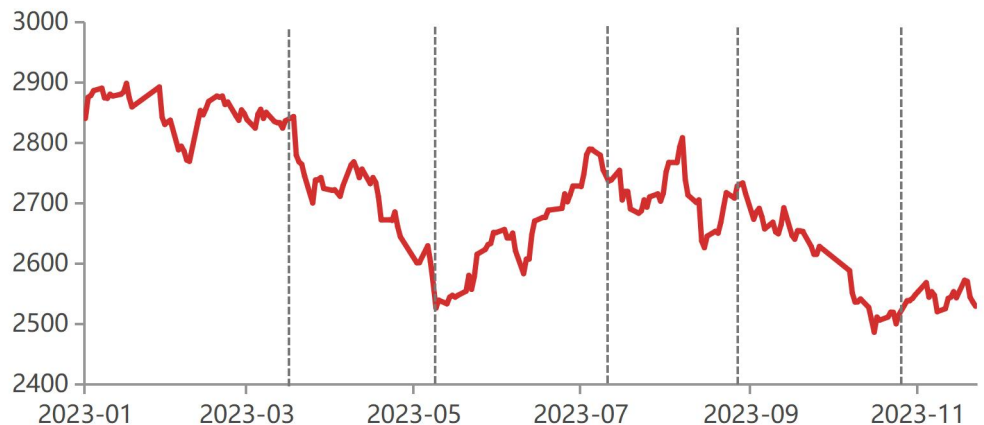
图表目录

图 1 玉米主力合约收盘价	4
图 2 全球玉米供需平衡表	5
图 3 美国玉米供需平衡表	6
图 4 巴西玉米供需平衡表	6
图 5 全国玉米播种面积	7
图 6 全国玉米产量	7
图 7 中国玉米供需平衡表	8
图 8 售粮进度	9
图 9 东北产区玉米种植成本	9
图 10 小麦-玉米价差	10
图 11 陈化稻谷拍卖成交量	10
图 12 玉米月度进口量	11
图 13 玉米年度进口量	11
图 14 美国玉米进口量	11
图 15 乌克兰玉米进口量	11
图 16 小麦进口量	12
图 17 大麦进口量	12
图 18 高粱进口量	13
图 19 中国工业饲料产量	13
图 20 能繁母猪存栏量	14
图 21 淀粉企业开工率	15
图 22 淀粉企业淀粉库存	15

1.2023 年行情回顾

回顾 2023 年玉米期货行情走势，盘面大致呈现震荡-下跌-回弹-下跌的趋势，行情变化可分为六个阶段。

图 1 玉米主力合约收盘价



资料来源：Ifind 东海期货整理

第一阶段（1月初至3月中旬），价格总体呈“V”字形走势。年初市场受到疫情后需求修复预期的影响，价格高位震荡。二月份在防疫宽松后，物流不畅的问题得以缓解，叠加东北产区气温回升，存粮难度大，农户售粮进度加快。届时卖压释放逻辑占据主导，期价出现短暂下跌。然而因为今年玉米“上楼”量占比较大，实际卖压释放不及市场预期，并且贸易商和终端用粮企业在低位建库意愿增强，市面上持粮主体重心逐步转移，价格反弹至前高水平，并于高位震荡运行。

第二阶段（3月下旬至5月上旬），价格跌至底部。在新麦增产预期和陈麦高库存的作用下，华北小麦大幅下跌，凸显小麦饲用替代优势，挤占玉米饲用需求。受小麦价格指引，玉米盘面进入迅速下跌通道，后受到种植成本支撑在底部震荡。

第三阶段（5月中旬至7月上旬），价格从底部反弹至高位。在麦收期间，华北大范围降雨导致新麦发芽，优质小麦惜售，引发普麦价格企稳反弹，玉米价格跟随反弹。同时，玉米来到传统意义上的“青黄不接”期，市场炒作渠道库存较往年偏低一事，并且下游用粮企业玉米库存已降至低位，阶段性的刚需补库也对玉米形成一定支撑，玉米价格随之反弹。

第四阶段（7月中旬至8月底），价格整体波动较大。前期在玉米价格反弹至高位后，中储粮拍卖玉米持续上量，同时小麦替代效应仍存，陈化饲用稻谷拍卖落地，玉米饲用需求支撑不强，价格偏弱调整。8月初，市场炒作受台风影响新季作物产量受损，从而盘面建立天气升水，但随着逻辑证伪，盘面重回下跌通道。随后，在渠道余粮偏少的背景下，市场供需博弈激烈，但整体呈小幅回升的态势。

第五阶段（9月下旬至10月底），盘面价格大幅走低。全球玉米供需格局宽松，在一定程度上压制国内玉米价格。国内主产区玉米陆续开割，且因气温偏高，潮粮保管难度大，华北和东北玉米集中上量，卖压冲击使玉米期现货价格震荡下跌。同时，贸易商在今年新粮上市初期表现的较为理性，建库意愿不强。因此，整体供应量较前期明显增多，价格大幅下探。

第六阶段（11月），阶段性利空已被市场消化完毕，价格止跌企稳，小幅震荡。九十月各地新粮上量收割高峰期结束，十一月气温下降明显，产区上冻更适合存储粮食，引发各地基层农户惜售挺价情绪。同时，降雨降雪天气阻碍物流，市场粮源流通量整体减少。需求方面，饲企对玉米维持刚需，深加工开机维持高位，下游用粮企业在价格低位有建库意向，价格反弹。

2. 国际玉米供需格局

从总供应量来看，全球玉米总供给已从22/23年度的减产中恢复至前期水平。据美国农业部（USDA）11月份供需报告数据，23/24年度全球玉米产量12.2079亿吨，同比去年增加6%，并达到历史新高。主要原因是美国、欧盟、阿根廷和乌克兰的年度产量同比上调明显。美国玉米产量预计为3.8697亿吨，同比增加11%；欧盟玉米产量预计为6430万吨，同比增加23%；阿根廷玉米产量预计为5500万吨，同比增加62%；乌克兰玉米产量预计为2950万吨，同比增加9%。从总消费量来看，全球玉米总需求也回升至21/22年度的水平，预计23/24年度全球玉米总消费12.05亿吨。从期末库存和库销比来看，由于产量增加较为明显，全球玉米库销比窄幅上升至22.42%，全球玉米供需格局逐渐转向宽松，新季玉米价格不具备大涨空间。

图2 全球玉米供需平衡表

全球玉米供需平衡表									
(1000 MT)	2018	2019	2020	2021	2022(10月)	2022(11月)	2023(10月)	2023(11月)	年度
期初库存	340.97	322.41	307.46	292.89	310.54	310.54	298.13	299.22	-.04
产量	1124.92	1120.13	1129.44	1218.76	1154.99	1157.08	1214.47	1220.79	.06
进口量	164.42	167.66	185.22	184.44	174.18	172.21	186.92	189.87	.10
总供应	1630.31	1610.20	1622.12	1696.09	1639.71	1639.83	1699.52	1709.88	.04
饲料消费	703.88	716.03	724.18	745.93	731.75	730.64	756.27	759.78	.04
国内消费量	1144.82	1136.17	1144.02	1201.05	1167.41	1168.20	1200.20	1205.03	.03
出口	181.71	172.25	182.61	206.59	181.01	180.94	196.25	199.62	.10
总需求	1326.53	1308.42	1326.63	1407.64	1348.42	1349.14	1396.45	1404.65	.04
期末库存	321.07	306.37	292.89	310.54	298.13	299.22	312.40	314.90	.05
库销比	24.2%	23.4%	22.1%	22.1%	22.1%	22.18%	22.37%	22.42%	

资料来源：Ifind 东海期货整理

分国家来看，全球前三大玉米主产国分别为美国、中国、巴西。美玉米方面，虽然今年玉米生长期美国中西部干旱的天气曾威胁作物产量前景，但USDA11月预计新季美玉米单产为174.9蒲式耳/英亩，较去年提高了1.5蒲式耳/英亩，并且新季收获面积较上年度同

比增加 9.97%至 8710 万英亩。因此总产量达到了创纪录的 3.8697 亿吨。在供应上涨的带动下，美国国内玉米消费为 3.14 亿吨，同比增加 2.3%；出口预期为 5271 万吨，同比增加 25%；由于产量上调幅度大于总需求上调幅度，期末库存预期调高至 5475 万吨，同比去年期末库存激增 58%，创下七年最高值，也是近二十年来的最大同比增幅。产量的大幅增加导致美玉米价格面临压力，农场平均价格预估下调 10 美分至每蒲 4.85 美元。

图 3 美国玉米供需平衡表

美国玉米供需平衡表									
(1000 MT)	2018	2019	2020	2021	2022(10月)	2022(11月)	2023(10月)	2023(11月)	年度
期初库存	54.37	56.41	48.76	31.36	34.98	34.98	34.58	34.58	.01
产量	364.26	345.96	358.45	382.89	348.75	348.37	382.65	386.97	.11
进口量	0.71	1.06	0.62	0.62	0.98	0.98	0.64	0.64	-.35
总供给	419.34	403.43	407.83	414.87	384.71	384.33	417.87	422.19	.10
饲料消费	137.91	149.87	142.32	145.46	140.94	140.94	142.25	143.52	.02
国内消费量	310.45	309.55	306.69	317.09	307.55	307.55	312.82	314.72	.02
出口	52.48	45.13	69.78	62.80	42.20	42.20	51.44	52.71	.25
总需求	362.93	354.68	376.47	379.89	349.75	349.75	364.26	367.43	.05
期末库存	56.41	48.76	31.36	34.98	34.58	34.58	53.62	54.75	.58
库存比	15.5%	13.7%	8.3%	9.2%	9.9%	9.9%	14.7%	14.9%	

资料来源: Ifind 东海期货整理

南美方面，巴西 2023/24 年度总产量预计为 1.29 亿吨，较 2022/23 年度的创纪录高位 1.37 亿吨略有下调，下跌幅度为 6%，并且因为巴西干旱的天气导致二季玉米种植面积或达不到预期，使得巴西玉米总产量仍有下调的空间。

图 4 巴西玉米供需平衡表

巴西玉米供需平衡表									
(1000 MT)	2018	2019	2020	2021	2022(10月)	2022(11月)	2023(10月)	2023(11月)	年度
期初库存	9.32	5.31	5.33	4.15	3.97	3.97	10.36	10.27	1.59
产量	101.00	102.00	87.00	116.00	137.00	137.00	129.00	129.00	-.08
进口量	1.66	1.66	2.85	2.00	1.68	1.30	1.20	1.20	-.08
总供给	111.98	108.97	95.18	122.15	142.65	142.27	140.56	140.47	-.01
饲料消费	57.00	58.50	59.50	62.00	62.80	62.50	63.50	63.50	
国内消费量	67.00	68.50	70.00	73.00	75.30	75.00	77.50	77.50	.03
出口	39.66	35.14	21.02	44.50	57.00	57.00	55.00	55.00	-.04
总需求	106.66	103.64	91.02	117.50	132.30	132.00	132.50	132.50	.00
期末库存	5.31	5.33	4.15	4.65	10.36	10.27	8.06	7.97	-.22
库存比	5.0%	5.1%	4.8%	4.0%	7.8%	7.8%	8.1%	8.0%	

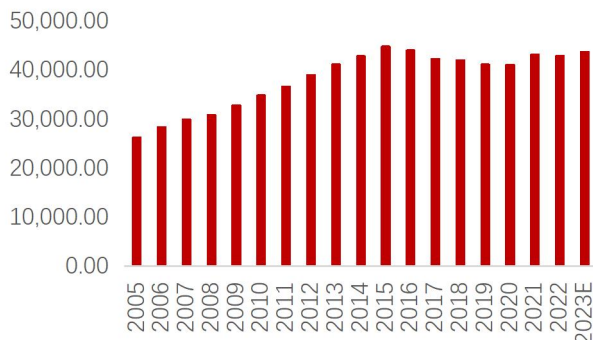
资料来源: Ifind 东海期货整理

3.国内玉米供需格局

因近几年玉米相比其他谷物有较高的种植收益，东北部分地区大豆、杂粮改种玉米，华北地区大豆/玉米套种增加明显，并且辽宁和吉林也已于去年的水灾中修复性增产。据 11 月

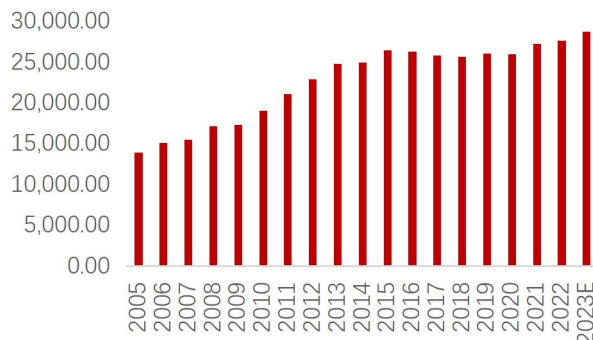
中国农产品供需形势分析报告 (CASDE), 2023/2024 年度中国玉米收获面积 43870 千公顷, 较上年度同比增加 1.86%。因生长期和收割期天气良好, 玉米质量总体较好, 预计单产每公顷 6570 公斤, 较上年度同比增加 2.08%; 受收获面积和单产同时增加, 产量高达 2.8823 亿吨, 较上年度增加 1103 万吨, 同比增幅为 3.98%; 进口量为 1750 万吨, 同比下降 122 万吨。

图 5 全国玉米播种面积



资料来源: Ifind 东海期货整理

图 6 全国玉米产量



资料来源: Ifind 东海期货整理

玉米总消费量为 29500 万吨, 同比增加 449 万吨, 其中饲用玉米消费量为 19100 万吨, 同比增加 300 万吨, 占总消费量的 65%; 工业消费量为 8238 万吨, 同比增加 138 万吨, 占总消费量的 28%; 库存结余较上年度增加 1072 万吨。整体来看, 受到新季玉米丰产的影响, 玉米产区均价为 2400-2600 元/吨, 较去年下跌 200-300 元/吨。今年中国玉米市场产需缺口较前几年缩窄, 但要完全满足国内需求还必须进一步“开源”, 不断拓展多元化进口渠道并且合理利用替代谷物。

图 7 中国玉米供需平衡表

	2021/22	11月估计 2022/23	10月预测 2023/24	11月预测 2023/24
<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 hectares)</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
库需比	2.34%	1.86%	3.63%	3.63%
<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

资料来源：中国农业信息网 东海期货整理

4. 玉米供给

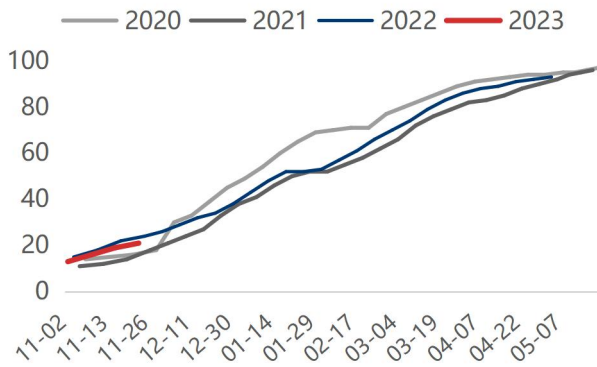
4.1. 厄尔尼诺或将加快玉米售粮进度，明年春播时期天气不确定因素增加

国家气候中心最新监测显示，自今年 5 月赤道中东太平洋进入厄尔尼诺状态以来，强度已发展为中等强度，并预计将持续到 2024 年春季。2016 年全球经历了一次超强厄尔尼诺事件，平均气温偏高 0.94℃，而今年在厄尔尼诺叠加全球变暖的大背景下，专家预计全球平均气温将较往年同期偏高 1℃，打破 2016 年的记录。对于我国来说，预计今冬到明春，冷空气总体偏弱，大部分地区气温较常年同期偏高。若冬季气温偏高，土壤墒情差，温度也将高于往年，土壤冻层浅将增加开春后农作物生产中病虫害发生的概率和严重性。同时，暖冬也会导致来年春天发生“倒春寒”天气的可能性增大，对于春播玉米生长不利，可能会出现冻害、死苗的情况。

厄尔尼诺对于南方地区，除了气温偏高的影响，冬季降水也易偏多，出现阶段性低温雨雪冷冻天气的概率较大，对物流交通易造成一定影响。除此以外，厄尔尼诺对次年夏季降水

的影响往往比当年更加显著，我国长江中下游地区容易出现降水偏多，洪涝灾害发生的机率变大；而在我国华北一带则有出现干旱的可能。

图 8 售粮进度



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图 9 东北产区玉米种植成本

东北产区玉米种植成本统计		
项目	2022/2023年度	2023/2024年度
租地和人工 (元/亩)	884	990
种子成本 (元/亩)	44	44
化肥成本 (元/亩)	165	155
农药成本 (元/亩)	23	23
机械成本 (元/亩)	135	135
种植总成本 (元/亩)	1251	1347
单产 (斤/亩)	1279	1437
潮粮成本 (元/斤)	0.98	0.94
折干成本 (元/吨)	2479.99	2367.17
集港成本 (元/吨)	2619.99	2507.17

资料来源：网络公开信息 东海期货整理

今年在暖冬和新粮丰产的背景下，预计售粮进度将较往年同期整体偏快，下游用粮企业在极端天气的威胁下，也会提前建立一部分安全库存。而对于明年玉米播种期和生长期间则需重点关注和警惕厄尔尼诺所带来的极端天气情况如洪涝灾害和干旱所导致的减产情况。

4.2.地租成本快速攀升

新作成本角度，玉米的种植成本主要由地租和人工成本，农资成本（包含种子、农药和化肥费用）组成，其中地租和人工成本占总成本的比重较大，东北产区地租成本占比约为70%，华北产区地租成本占比约为50%。近几年玉米价格高位运行，从而带动地租成本的快速攀升。按照市场调研数据来看，2023年东北平均地租成本为990元/亩，同比提高约120元/亩。今年玉米折干成本约为2367元/吨，加上集港运费，折合盘面价格在2500元左右，而此价位也成为2023/2024年度玉米盘面的理论底部支撑价位。

5.替代谷物供给

即使在新季丰产背景下，年度产需缺口仍存，替代和进口在很大程度上影响着玉米价格走势，其国内替代如饲用小麦和陈化稻谷供给减少，进口玉米和进口替代谷物供给增加。在季产年销的背景下，当玉米新粮大量上市时，市场定价更多依靠国内玉米粮源购销节奏和年度缺口情况，而当玉米处于“青黄不接”时段，市场定价更多的反映进口规模冲击及替代谷物价差。

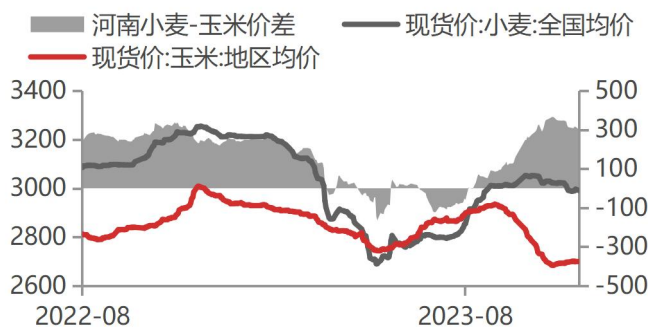
5.1.国内饲用谷物去库存化已达后期，供给减少

饲料是衔接种植和养殖的中间环节，由玉米和豆粕制成的饲料成本约占生猪养殖成本的50%-70%，而近年来因猪价一路下跌，饲料价格不断上涨，终端畜牧养殖企业资金压力较

大，阶段性使用性价比更高的小麦和陈化稻谷来替代玉米作能量饲料是养殖企业选择控制饲料成本的方式之一。

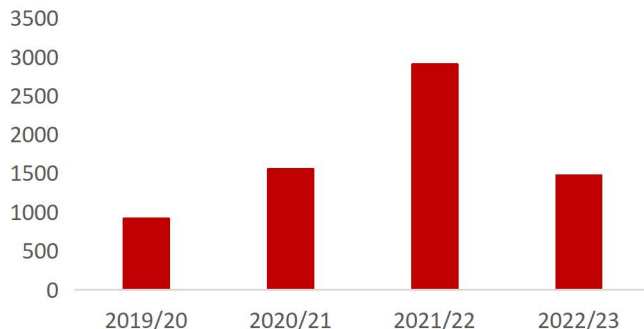
小麦中的蛋白质含量略高于玉米，在保持原配方中粗蛋白水平不变的情况下，若用小麦替代玉米，可以适当减少饲料中豆粕的使用比例，因此当小麦和玉米的价差低于 200 元/吨时，饲料企业便会优先考虑使用小麦，并且价差越小，小麦的替代比例就越高。因今年夏收小麦产量减少，加之商品小麦品质差异较大，小麦价格提升明显。国家 2024 年小麦最低收购价也是上调 20 元/吨至 2360 元/吨，实现自 2021 年开始的“四连涨”。在市场整体看涨小麦和看跌玉米的预期下，小麦和玉米价差暂未看到明显缩小的驱动，预计明年价差仍将维持在 300 元左右的水平。

图 10 小麦-玉米价差



资料来源：Ifind 东海期货整理

图 11 陈化稻谷拍卖成交量



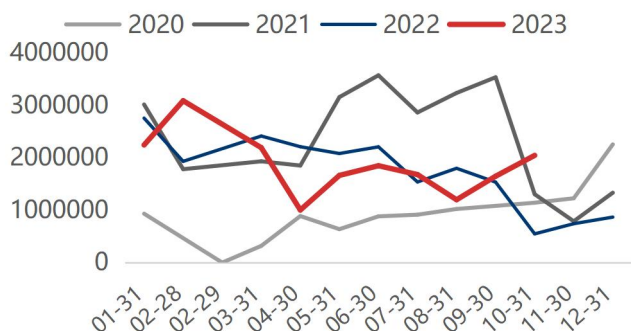
资料来源：我的农产品网 东海期货整理

其次，陈化稻谷也是玉米重要的饲用替代，本年度陈化稻谷拍卖传闻前后几次自消息面角度刺激玉米价格下跌。实际上陈化稻谷自 8 月 3 日拍卖，共投放陈化稻谷 1650 吨，成交均价约 1750-1795 元/吨。因价格相比玉米优势明显，整体成交率约为 88%。自 2020 年至 2022 年饲用稻谷已累计定向销售 5387 万吨，今年稻谷投放量较过去两年明显下降。伴随四年陈化稻谷定向拍卖，加上同期常态化销售的部分，推测陈稻库存量已逐步趋于正常，去库存化已进入后期，预计结转至 2023/2024 年度的陈化稻谷定向销售将小于今年的替代量，因此陈化稻谷的对市场的替代压力正在逐步减弱。

5.2. 进口利润高位，进口量预期小幅增加

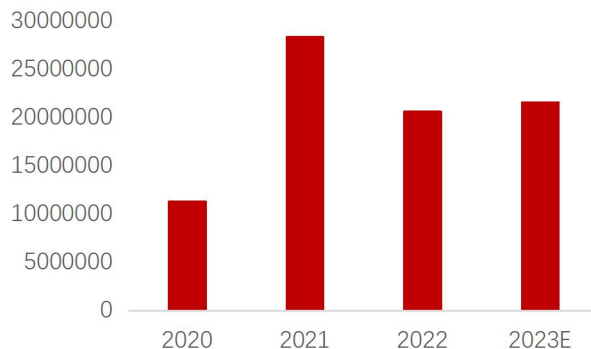
根据中国海关总署发布的数据，2023 年 1-10 月中国累计进口玉米 1860 万吨，相比 2022 年累计同期进口量减少了 400 万吨，同比下降 2.1%。自 2019 年以来我国进口玉米量不断攀升，2020 年至 2022 年进口量均远超进口配额的 720 万吨。2023 年国内玉米产需缺口虽小幅缩窄，但仍需进口玉米补充，预计年度进口玉米总量将较上年持平。因此，在前 10 月累计进口玉米同比偏少的情况下，年底前的进口玉米到港压力仍较大。

图 12 玉米月度进口量



资料来源: Ifind 东海期货整理

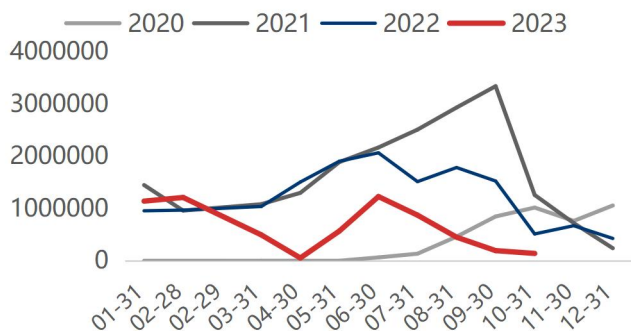
图 13 玉米年度进口量



资料来源: Ifind 东海期货整理

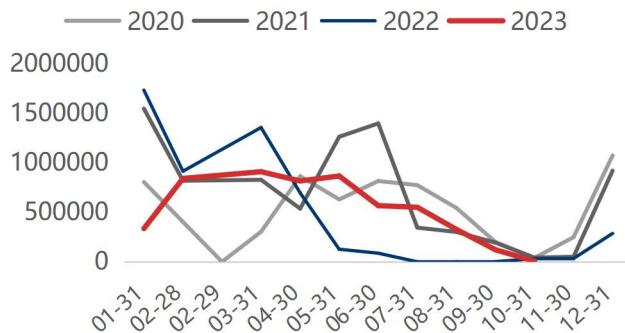
分国别来看, 2023 年以前, 美国和乌克兰是我国玉米进口主要来源国。2022 年受到地缘政治影响, 我国对乌克兰玉米的进口量显著下滑。与此同时, 2022 年美国玉米价格涨幅整体较大, 进口利润出现倒挂现象。因此, 为了拓宽进口来源渠道, 增强玉米供应链的稳定性, 去年以来我国开辟了缅甸、巴西、南非玉米输华通道。其中巴西玉米因其产量大, 且相比于美国玉米有进口成本优势, 巴西玉米进口量激增。截止 2023 年 10 月底, 巴西已经超越乌克兰成为我国玉米第二大进口来源国, 美国玉米进口量也因此不断下滑。根据中国海关总署发布的数据, 2023 年 1-10 月中国累计进口美国玉米 634.9 万吨, 同比下降 54%; 累计进口乌克兰玉米 534.2 万吨, 同比增加 8%; 累计进口巴西玉米 554.67 万吨, 同比增加 100%。

图 14 美国玉米进口量



资料来源: Ifind 东海期货整理

图 15 乌克兰玉米进口量



资料来源: Ifind 东海期货整理

预计 2024 年我国进口玉米总量将持平或小幅增加。国际玉米产量和进口利润为我国进口玉米流入的主要驱动。美国方面, 美玉米增产基本落地, 截至 11 月 21 日, 美国玉米收割率为 93%。11 月 USDA 调高 2023/2024 年度美国玉米产量至 3.8697 亿吨, 同比增加 11.2%;产量的增加带动玉米出口同比增加 24.9%至 5271 万吨。

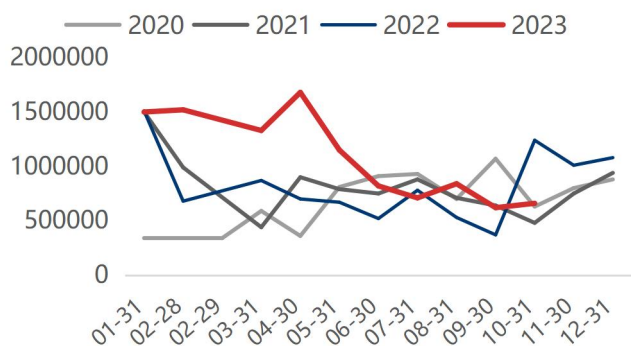
巴西方面, 巴西玉米主要产两季, 第一季玉米约占总产量的 2 成, 主要用于国内消费, 第二季约占总产量的 8 成, 主要用于出口。就种植周期来看, 巴西大豆通常在每年的 9-10 月种植, 次年 1-3 月收获, 在大豆收获之后, 巴西农民会再次播种第二季玉米, 并于 6-7 月收割, 因此巴西玉米的出口高峰期一般出现在 8-12 月。然而今年因厄尔尼诺天气, 导致主

产区出现干旱酷热的天气，推迟了巴西大豆的种植工作，从而间接危及到明年大豆收获之后播种的二期玉米。基于此，巴西农业投资商品公司估计二期玉米播种面积或下调 7%，产量下调 14%。11 月 USDA 也预测 2023/24 年度巴西玉米总产量预计为 1.29 亿吨，低于 2022/23 年度的 1.37 亿吨，出口量也是随着下调 4%至 5500 万吨，并且若天气状况没有明显改善，明年巴西玉米的产量仍有下调的空间。

乌克兰方面，俄乌冲突的爆发导致乌克兰损失了近 30%的耕地面积，并且燃料及其他农业生产物资的短缺也对玉米的播种和收割造成一定负面影响，11 月 USDA 预计乌克兰 2023/24 玉米产量为 2950 万吨，虽同比去年增加 250 万吨，但已连续两年维持低位。按目前地缘冲突的影响来看，明年乌克兰产量或在此基础上继续小幅增加，但战争对生态环境造成的破坏难以在短时间内恢复，因此产量难以回到前期水平。除此以外，俄乌冲突的爆发严重阻碍了乌克兰粮食海运出口。虽然自 2022 年 7 月，黑海粮食协议执行后，乌克兰海运出口粮食得以恢复，但 2023 年 7 月俄罗斯认为该协议中涉及俄方部分未得到落实，宣布终止黑海粮食外运协议，之后双方冲突升级，乌克兰主要的粮食港口也遭到了破坏。因此受产量和物流的拖累，11 月 USDA 预计 2023/24 年度乌克兰玉米出口量为 2000，同比去年下降 26%，跌幅明显。预计未来我国进口乌克兰玉米数量仍将下降，进口重心将逐步向美国和巴西转移。

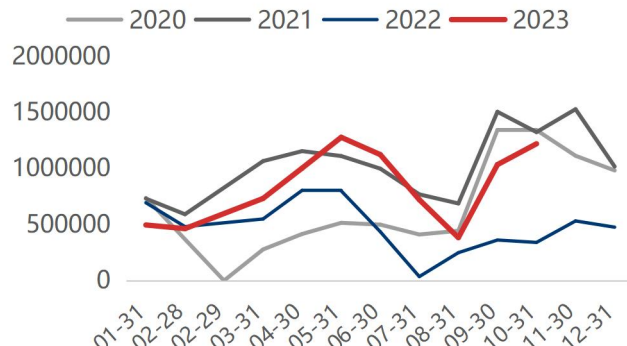
从进口利润来看，截止 11 月 23 日，按 1%的关税推算，美湾港口 1 月船期到岸完税价约 2235 元/吨，巴西港口 1 月船期到岸完税价约 2272 元/吨，广东港口的现货价为 2740 元/吨，理论进口利润在 500 元/吨左右。2023/24 年度全球玉米供需格局偏宽松，美国和巴西玉米产量均处于高位，国际玉米价格偏低，进口窗口仍打开。

图 16 小麦进口量



资料来源：Ifind 东海期货整理

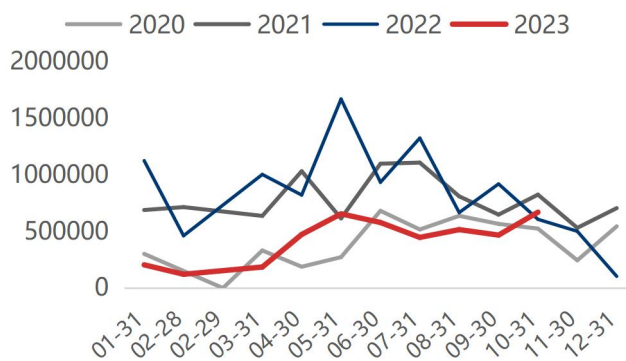
图 17 大麦进口量



资料来源：Ifind 东海期货整理

除进口玉米之外，我国进口饲用谷物还包括小麦、高粱、大麦等。根据中国海关总署发布的数据，2023 年 1-10 月我国累计进口小麦 1083 万吨，同比增幅 37.7%；1-10 月我国累计进口大麦 845 万吨，同比增幅 77.8%。1-10 月我国累计进口高粱 432 万吨，同比减幅 54.7%。进口替代谷物累计量同比增加，也会给南港的内贸玉米价格上方施加一定程度的压力。

图 18 高粱进口量



资料来源: Ifind 东海期货整理

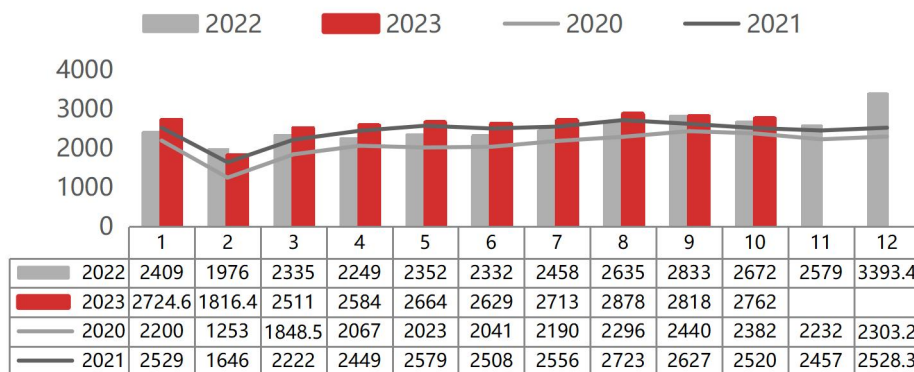
6.玉米需求

饲料消费和工业消费占我国玉米下游消费比例超 90%，其中饲料需求仍是最大的需求端，其次是以玉米淀粉、玉米乙醇行业为主的工业需求，剩余种用和食用的消费量较为稳定且占比较小，对玉米价格驱动起不到关键作用。

6.1.生猪供应依旧宽松，玉米饲料维持刚需

玉米作为能量来源，在饲料中的占比约为 65%。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%。2023 年 1-10 月，全国工业饲料产量累计共 26026 万吨，同比增长 7%，玉米的饲用消费也同比上涨。

图 19 中国工业饲料产量

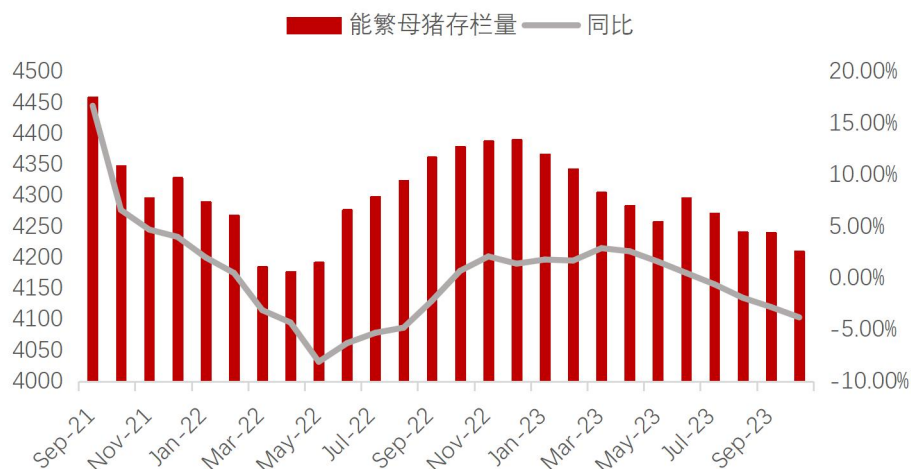


资料来源: 中国饲料工业协会 东海期货整理

从养殖端来看，今年生猪价格持续磨底，仅于 7 月上旬因肥标价差拉大带动猪价回升至成本线以上，随后继续走低。长期大面积的亏损导致行业整体现金流紧张，产能去化是行业主基调。除此以外，终端猪肉消费一般，猪价在双节的上漲幅度均不及预期，导致养殖端对后市看法较为悲观，主动淘汰意愿加强，仔猪与淘汰母猪价格快速回落，未来产能去化或加

速。据农业农村部数据，2023年10月末全国能繁母猪存栏量4210万头，为4100万头正常保有量的102.7%，1-10月累计去化3.6%，且散户产能去化幅度明显大于规模场。

图 20 能繁母猪存栏量



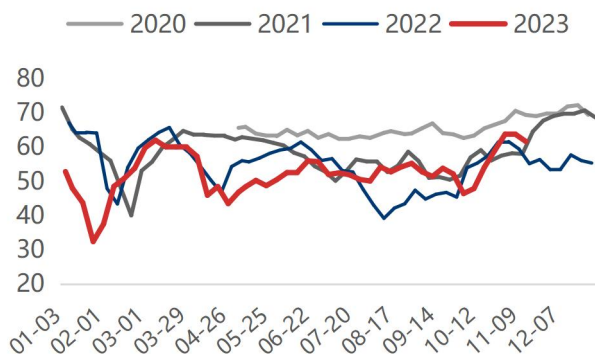
资料来源：农业农村部 东海期货整理

展望明年饲料消费，现生猪市场格局多以规模场和大体量散户为主，产能去化速度较慢，生猪存栏量预期仍在高位震荡，2024年生猪市场供应依旧宽松，玉米饲料预计将维持较大规模的刚性需求。除此以外，现猪价仍处于亏损区间，不排除明年随着消费刺激政策的不断加持，猪价回升，养殖利润转好，刺激猪料需求增加。因此，总的来说，在明年小麦和陈化稻谷替代量同比减少以及新季玉米价格较低背景下，2024年玉米饲用消费预计将好于上一年度。

6.2. 开机率难以长期维持高位，深加工需求预计持平

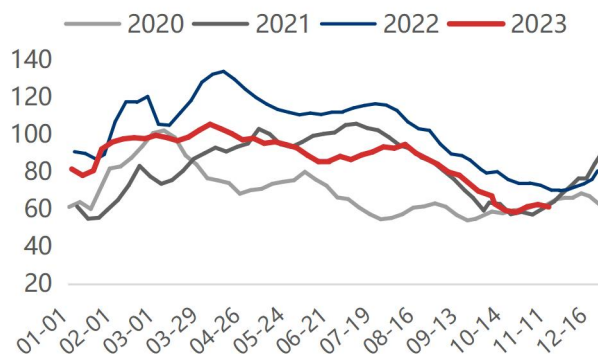
玉米淀粉走势常年跟随玉米，但会出现阶段性因淀粉自身供需错配而导致玉米和玉米淀粉价差位于合理区间之外而带来的套利交易机会。自2021年与2022年新增产能的投放之后，玉米淀粉行业库存整体体量有明显增加，但下游需求难有相匹配的增量表现，淀粉价格下跌，自2022年底开始玉米淀粉行业进入长达7个多月的亏损阶段。随后因长期处于亏损状态，导致淀粉开机率整体偏低，产量同比减少，行业去库存化明显，价格回升，玉米-淀粉价差走扩。进入四季度后，受玉米成本下跌助力，玉米淀粉生产利润得到有效改善，生产积极性提高，产量再次上涨，预计玉米-淀粉价差有走缩空间。

图 21 淀粉企业开工率



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图 22 淀粉企业淀粉库存



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

展望明年深加工市场，玉米成本较低为淀粉行业带来了较高的利润水平，但淀粉下游终端消费低迷，预计明年开机率难以长期维持高位，深加工整体对玉米的需求量变化幅度不大。在需求没有明显增量的前提下，深加工企业多以随用随采、灵活补库策略为主，建库积极性不高，或在极端天气的行情下，提前建立一部分安全库存，但相对来说对国内玉米价格长期支撑作用也有限。

7.2024 年行情展望

2023/2024 年度玉米丰产，而总需求同比持平或小幅增加，使得期末库存上升，全年产需缺口缩窄。虽国内饲用小麦和陈化稻谷替代的供应能力将下降，但是在 2023 年全球玉米丰产背景下，国际玉米价格也将下跌，进口利润维持高位，进口玉米供应或将同比增加。总的来看，丰产无牛市，市场各参与主体对后市整体呈悲观预期，震荡偏弱预计是明年上半年的主要趋势，基层或贸易商阶段性的惜售以及下游用粮企业季节性的消费提振和补库行为或提振价格，但在暖冬的背景下，卖压释放时可能导致较大幅度的回落。

由厄尔尼诺所可能引发的“倒春寒”天气、北方干旱和南方洪涝灾害则会对 2024/2025 年度玉米产情产生不利影响，或提振价格。然而天气带来的不确定性较大，需要在春播期和关键生长期紧密跟踪气温和降水量的变化，动态调整对于新季玉米产情和产量的预期。

重要提示

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn