

上涨有难度，回调可入多

兴证期货·研发中心

农产品研究

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

全球货币量化宽松导致商品价格大幅上涨；原油价格大涨，带动玉米用于燃料乙醇的需求大幅增加；俄乌战争使得玉米出口物流受阻，刺激玉米价格短期走强。全球角度看，玉米的产量维持偏高水平，但涨幅不明显，尤其是美国玉米种植面积大幅萎缩，乌克兰玉米种植也将大减对未来供应影响较大。南美巴西玉米恢复性增产，未来种植和供应将维持增长局面弥补其他地区玉米产量的下滑。国内方面，生猪价格反弹，养殖业对玉米需求保持稳定略增；由于政府鼓励种植油料作物，玉米种植面积可能下滑，影响未来玉米供应。从天气情况看，目前主产区里，山东的降雨量处于近年的低位水平，对玉米生长不利，需要关注。玉米价格处于高位水平，利多和利空都很明显。玉米趋势性上涨概率不高，但大幅下跌空间同样有限，基于未来天气炒作供应下滑，且国际物流影响导致价格偏强，我们倾向于建议投资者关注玉米回调后做多的操作。

● 风险提示

能源价格变化；气候对产量的影响

报告目录

| | |
|------------------------|---|
| 1.玉米：上涨有难度，回调可入多 | 3 |
| 1.1 全球玉米种植格局变化 | 3 |
| 1.2 我国玉米种植面积下滑 | 6 |
| 1.3 我国玉米需求稳中略增 | 7 |

图目录

| | |
|---------------------------|----|
| 图 1：全球拉尼娜气候概率 | 3 |
| 图 2：美国玉米种植面积及产量预估 | 4 |
| 图 3：巴西玉米种植和产量 | 4 |
| 图 4：乌克兰玉米种植面积及产量 | 5 |
| 图 5：乌克兰玉米出口量 | 5 |
| 图 6：全球玉米的供求 | 6 |
| 图 7：全国降雨情况 | 7 |
| 图 8：饲料产量（万吨） | 7 |
| 图 9：生猪饲料产量及同比（万吨、%） | 8 |
| 图 10：我国蛋鸡存栏（亿只） | 8 |
| 图 11：我国肉鸡出栏量（亿只） | 9 |
| 图 12：全国小麦和玉米价差 | 9 |
| 图 13：山东地区玉米、淀粉价差 | 10 |
| 图 14：我国玉米进口量 | 10 |
| 图 15：玉米价格及进口利润 | 11 |
| 图 16：国内玉米的供求 | 11 |

1.玉米：上涨有难度，回调可入多

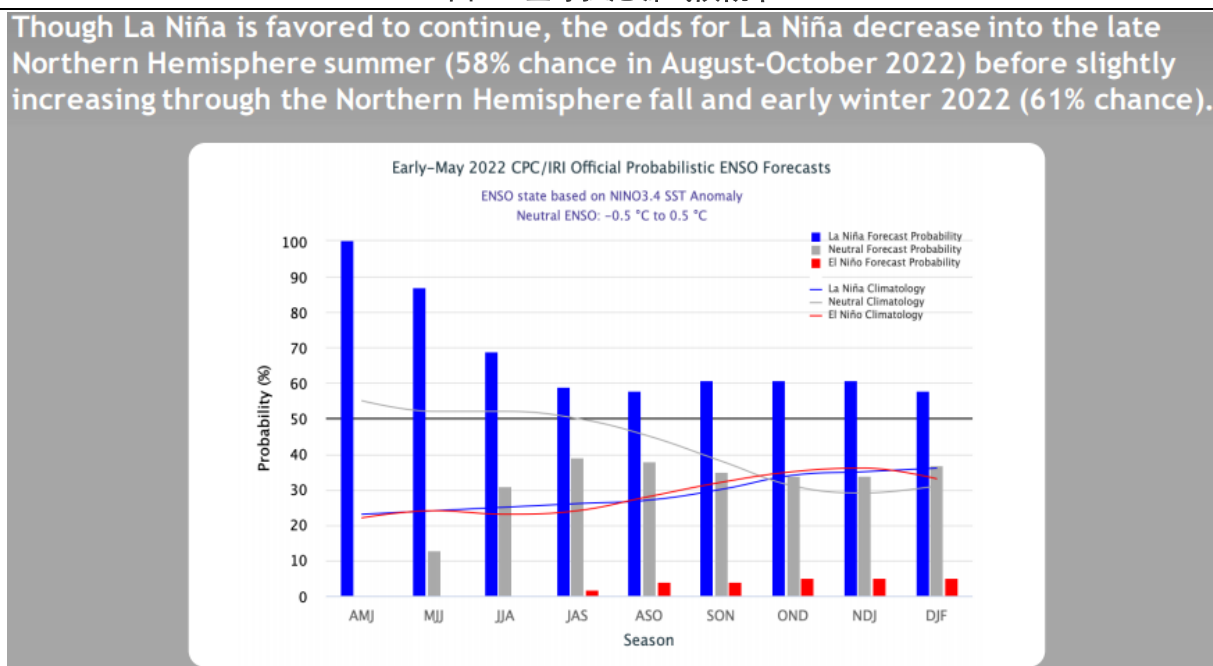
2020年以来，玉米价格持续上涨。首先，面对疫情，全球央行大放水导致农产品价格水涨船高，这是导致玉米价格大涨的最主要原因。其次，国内方面，2019年以来生猪价格由低点大涨400%刺激生猪养殖行业迅速扩张，养殖行业对玉米的需求迅速增加，玉米的需求刺激价格走高。再次，国际方面，由于原油价格的大幅上涨，以美国为首的玉米主产国玉米用于燃料乙醇生产的数量首次突破1.72亿吨，占其需求量的55%，原油价格维持高位还将刺激玉米的工业需求。最后，俄乌战争导致乌克兰玉米出口受限，短期玉米的物流受阻影响导致价格走高；中长期看，乌克兰玉米种植面积和产量都将下滑，对玉米的价格有利多刺激。

未来来看，全球拉尼娜气候将延续到10月以后，这意味着北半球仍将延续过去两年的极端不正常的天气，农作物减产的概率提高。美国玉米种植面积大幅萎缩，未来产量存在大幅减少的可能，需求方面仍需要关注原油价格为基础的能源价格变化，这对玉米的工业需求取决定性作用。巴西和阿根廷今年玉米恢复性增长，产量增加超过3000万吨，弥补了乌克兰玉米的减少和出口。今年，我国玉米的种植面积出现下滑。从天气角度看，南涝北旱的气候不利于北方主产区玉米的生长，玉米的供应可能存在问题。

1.1 全球玉米种植格局变化

2022年，拉尼娜气候可能延续到8—11月的秋冬季节，概率接近60%，对北半球的作物生长极端不利，尤其时太平洋东岸的美国、巴西和阿根廷。自2020年下半年以来，拉尼娜气候可能连续第三年出现，给各地作物主产区的气候带来极端异常导致产量出现极端情况。

图1：全球拉尼娜气候概率

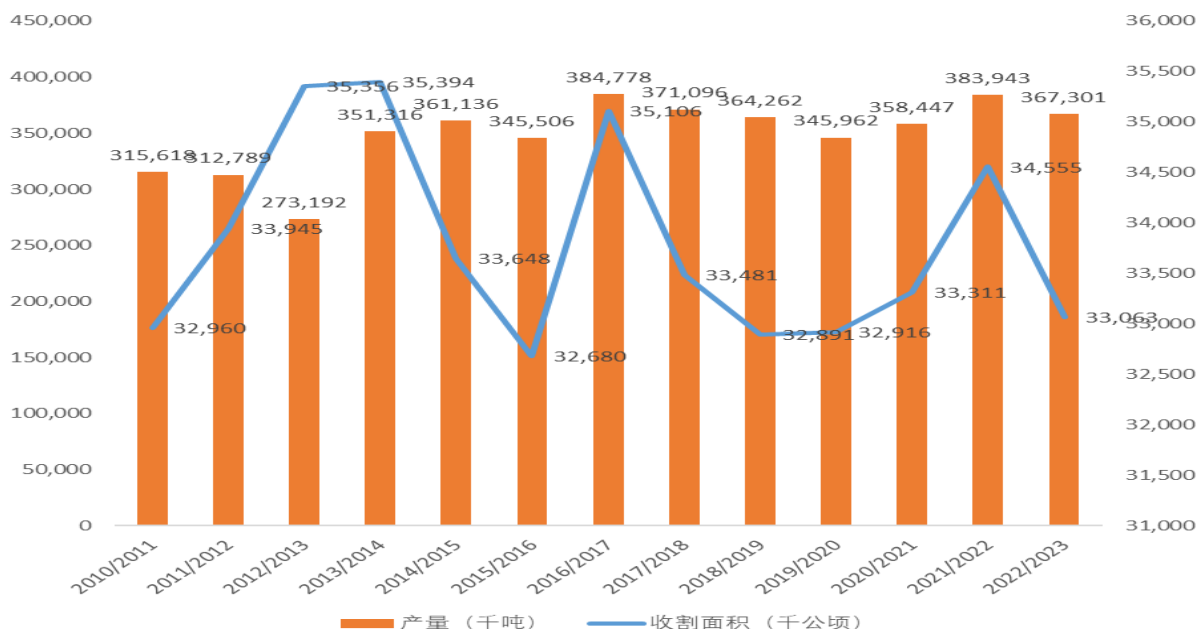


数据来源：NOAA，兴证期货研发部

美国是全球玉米产量最大的国家，2021年玉米种植面积和产量均创出了历史新高。而需求方面，受原油价格的暴涨，能源价格走高，美国国内汽油价格持续上涨，带动了燃料乙醇的需求和生产，美国用于生产燃料乙醇的玉米首次突破1.71亿吨上涨接近1000万吨，占国内玉米需求量的55%。我们认为，只要原油价格持续维持高位，玉米生产燃料乙醇需求将维持高景气度，对玉米的需求就维持强势。2022年度来看，玉米的种植面积大幅下调。虽然玉米对大豆的

比价处于高位，但由于玉米种植需要更多的人工和化肥，导致农民更倾向于种植大豆。今年美国玉米的种植面积下滑近 4.3%，由 3455 万公顷下滑至 3306 万公顷。按照趋势单产水平，产量将由 3.839 亿吨下降到 3.673 亿吨，减少近 1660 万吨。由于气候异常，后期降雨对玉米的生长和产量大概率存在不利影响，需要关注这方面可能出现的利多因素。

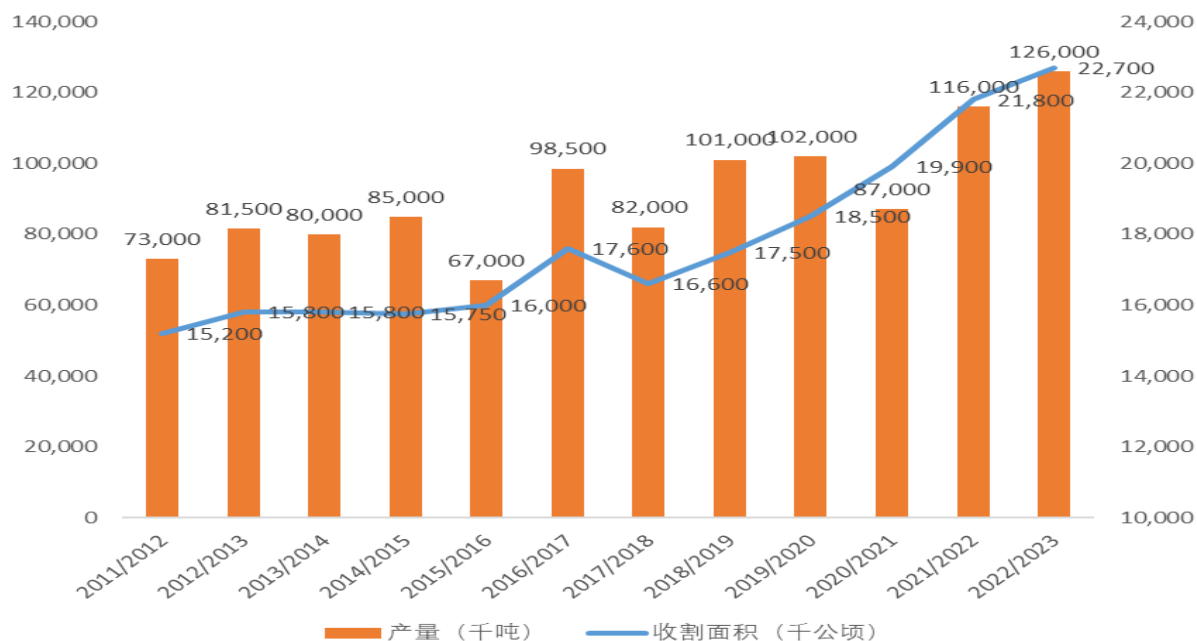
图 2：美国玉米种植面积及产量预估



数据来源：USDA，兴证期货研发部

巴西玉米产量出现大幅增加。2021 年度，巴西受拉尼娜气候影响，玉米产量大减。今年玉米的种植面积继续增加，单产恢复到趋势性单产水平，巴西玉米产量由 8700 万吨大幅增加到 1.16 亿吨，增加了将近 2900 万吨。预期未来种植面积可能还将增加。

图 3：巴西玉米种植和产量



数据来源：USDA，兴证期货研发部

俄乌战争导致乌克兰玉米的种植和出口受到极大影响。2021 年乌克兰玉米产量达到历史记录的 4213 万吨，约占全球产量的 3.5%。受战争的影响，今年玉米的种植面积可能减少 40%，由于劳动及种植的投入下降，产量下滑超过 50%，目前美国农业部预估乌克兰玉米产量下滑至 1950 万吨，同比减少 2263 万吨。

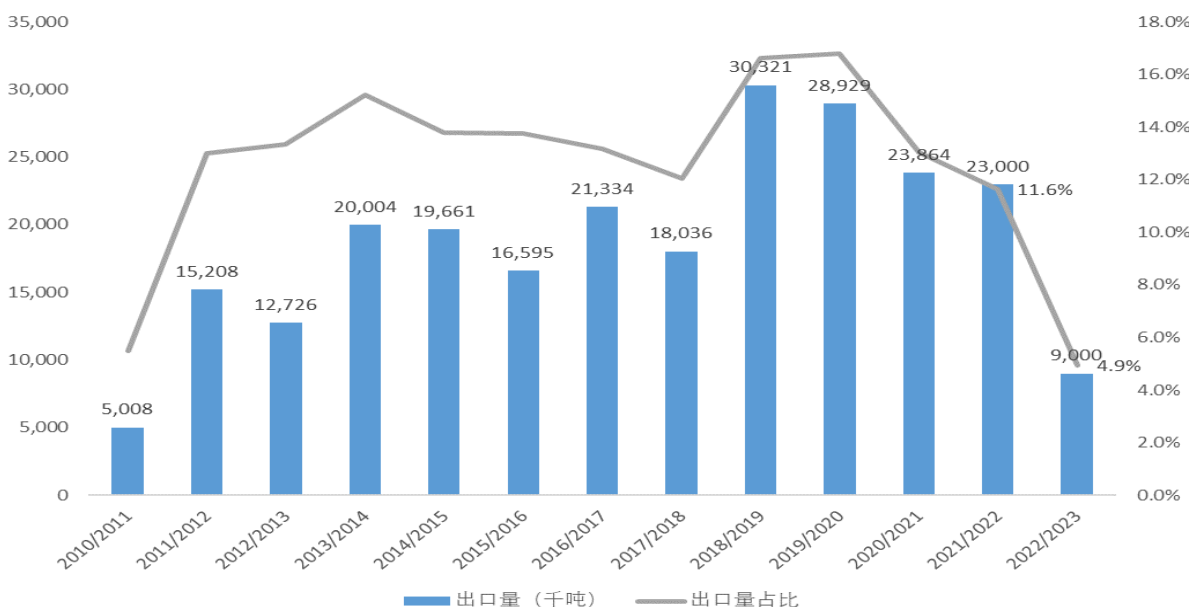
图 4：乌克兰玉米种植面积及产量



数据来源：USDA，兴证期货研发部

乌克兰是玉米的主要出口国，出口量维持在 2300 万吨，占全球 12% 左右。俄乌战争使得乌克兰玉米出口受阻，出口量下滑 1400 万吨至 900 万吨。从客观上看，乌克兰玉米对全球的影响更多在于物流受阻导致短期供应受阻的层面，而非导致全球玉米的绝对短缺，是个中短期影响。

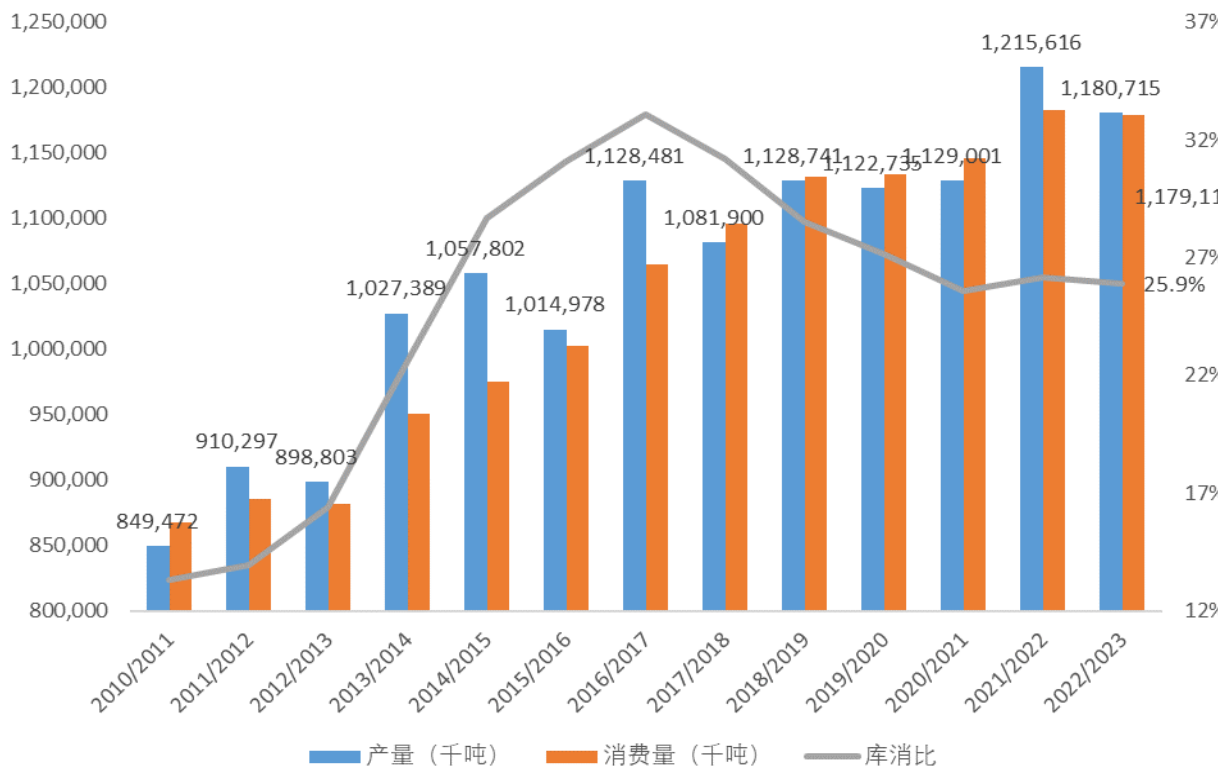
图 5：乌克兰玉米出口量



数据来源：USDA，兴证期货研发部

全球角度看，玉米的供求仍旧处于略微过剩的状态。2022年，美国玉米的种植面积大幅下滑、乌克兰的种植面积受战争影响同样下滑，但南美巴西和阿根廷的玉米种植面积大幅增加弥补了种植面积的下滑。由于拉尼娜气候对南北美洲作物生长不利，后期可能存在天气升水溢价。需求方面，饲料需求保持稳定增长。玉米的工业需求受原油价格拉动维持大幅增加，可能还将拉玉米的价格，需要关注能源价格的走势。全球玉米供求维持宽松状态概率更大。

图 6：全球玉米的供求



数据来源：USDA，兴证期货研发部

1.2 我国玉米种植面积下滑

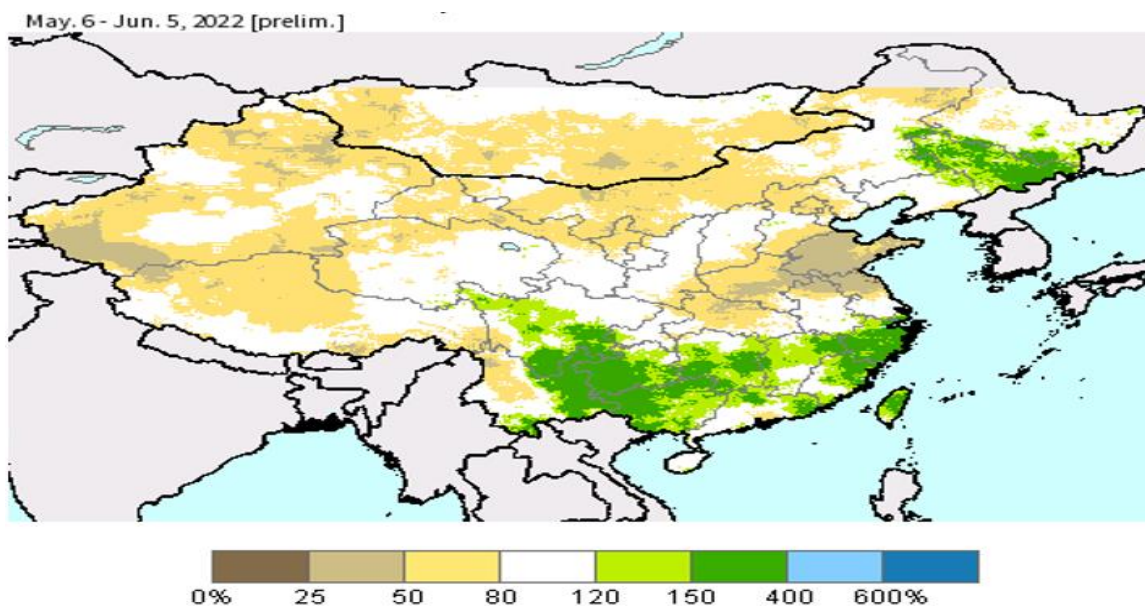
2020年以前，我国玉米供求处于过剩状态，基本不需要进口就能满足国内需求。随着养殖行业需求的大幅增加和玉米深加工工业的大力发展，我国玉米的需求大幅增加，国内玉米供不应求，需要进口超过2000万吨来满足国内的需求，进口依赖度接近8%。

2022年，我国玉米的种植面积将出现小幅的下降。2022年以来，政府一直鼓励农户提高油料作物的种植，包括油菜籽和大豆的种植面积将出现增加，而玉米的种植面积将小幅下降，部分机构调研认为玉米的种植面积下滑1%-2%，这对未来玉米供应不利。

从天气情况看，拉尼娜天气会导致我国气温处于正常偏低的水平，降雨会出现北旱南涝的气候。玉米主产区在华北、华东和东北地区，气候对玉米的种植和生长不利。从目前种植区的情况看，山东地区的天气处于异常干旱的状态，累计降雨量处于近年来的低位水平，对玉米的生长和产量有非常不利的影响。其他的玉米主产区降雨维持正常水平，目前对玉米的影响不大，但需要关注后期主产区降雨情况对玉米生长和产量的影响。

最近一个月以来，国内降雨整体呈现北旱南涝的状态，尤其是南涝尤其明显。值得注意的是山东及周边地区今年的干旱非常严重，降雨量低于正常的50%。山东是我国玉米的主产省，玉米产量约占全国产量的11%。干旱可能造成后期玉米的减产概率非常大，需要持续关注。

图 7: 全国降雨情况



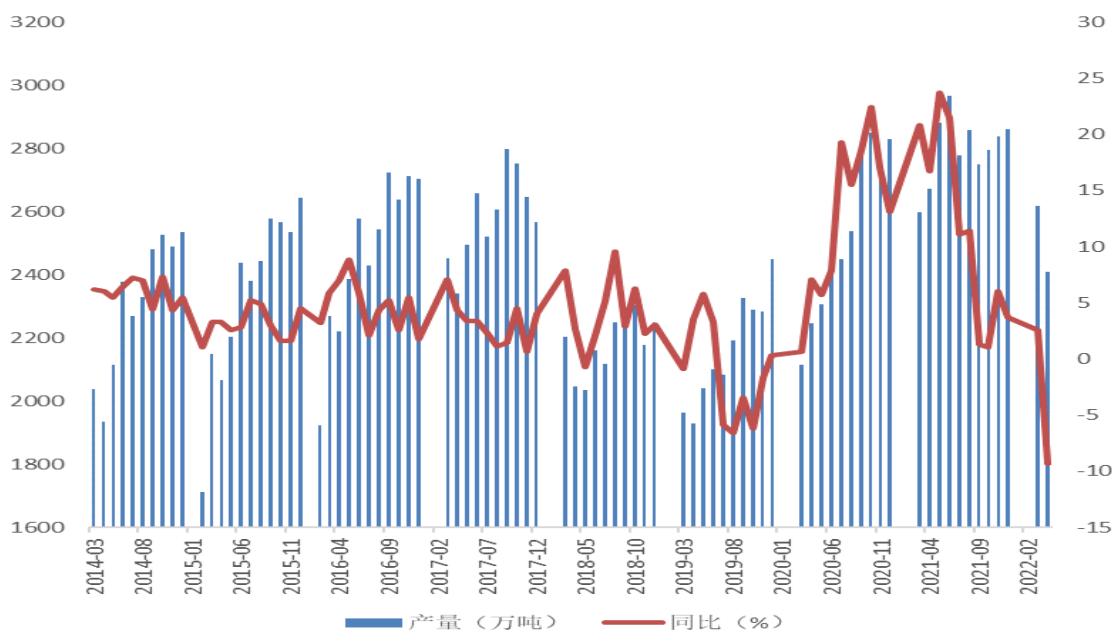
数据来源: USDA、兴证期货研发部

种植面积的下滑以及部分主产区的干旱可能造成今年玉米的供应下滑,对玉米的供应不利。

1.3 我国玉米需求稳中略增

需求方面,玉米主要用于饲料需求,需求量接近 2.1 亿吨,占需求量的 70% 以上。近年来,由于鼓励淀粉、氨基酸等玉米深加工工业的发展,玉米的工业需求用量也保持稳定的增长。目前工业需求已经超过 7000 万吨,占国内玉米需求量的 25%。

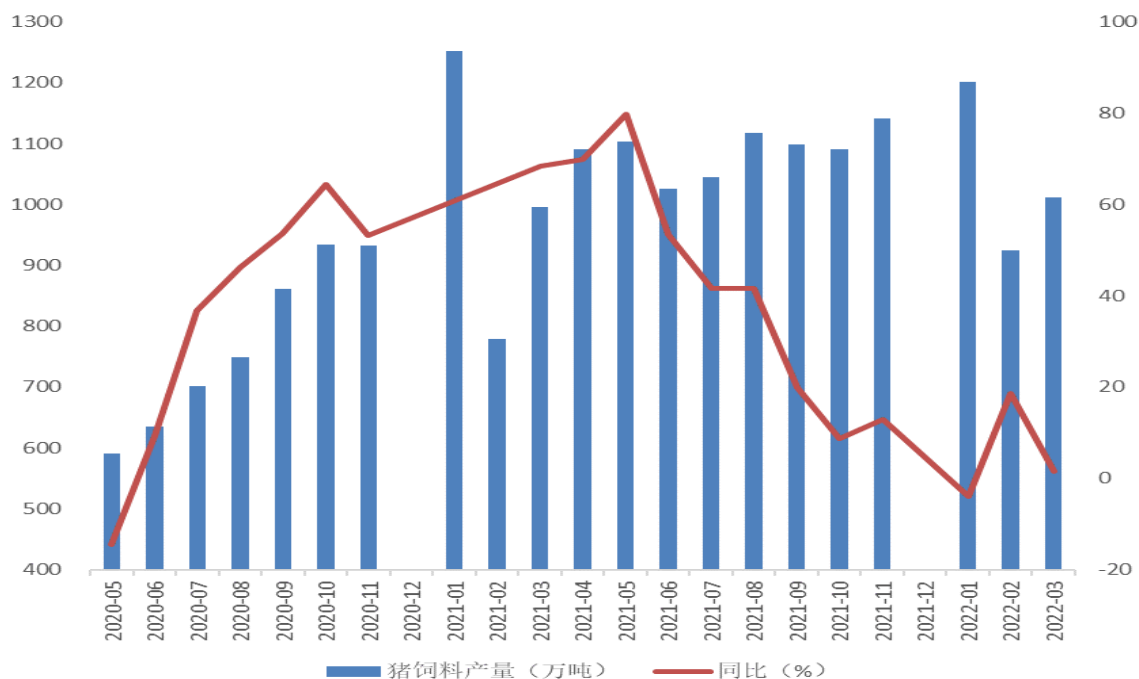
图 8: 饲料产量 (万吨)



数据来源: Wind、兴证期货研发部

养殖方面，随着农产品价格的大幅上涨，养殖行业经营困难。肉蛋禽养殖维持微利，养殖户对扩产谨慎。生猪养殖仍处于去库存状态，需求萎缩仍将持续，整体饲料产量出现下滑态势。远期来看，生猪仍在去产能，对玉米的需求偏弱。猪饲料将维持高位略减的态势。

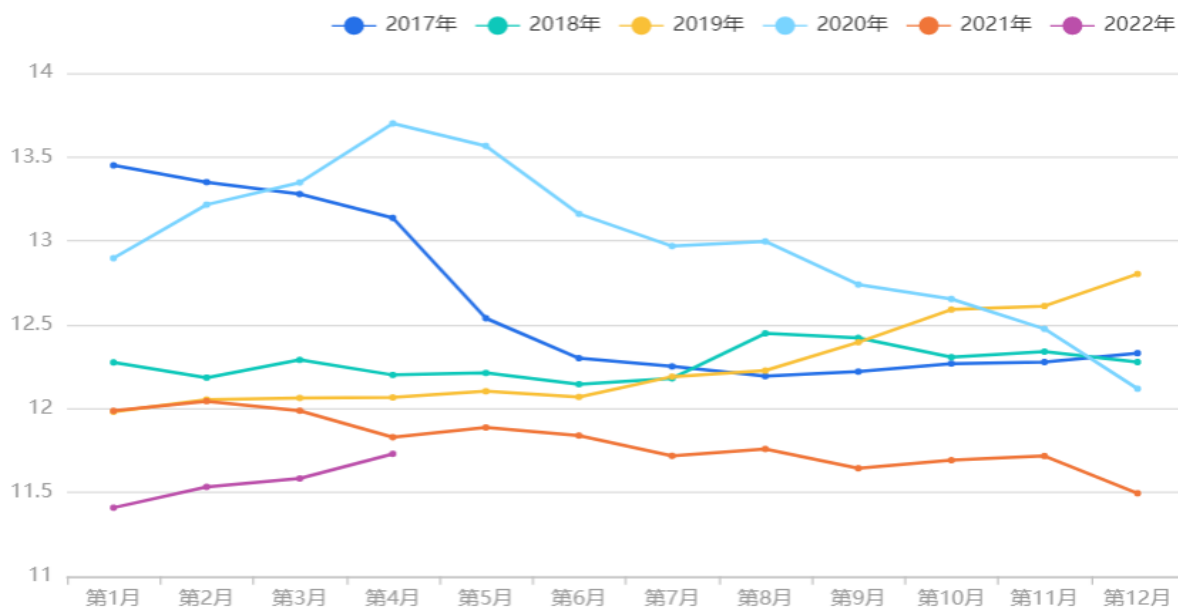
图 9：生猪饲料产量及同比（万吨、%）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

肉蛋禽的存栏处于正常偏低的水平，但存栏量逐步增加对玉米需求有所好转，但大幅增加存栏的概率也不高。1 月以来，蛋鸡存栏逐步增加，对玉米需求利多。

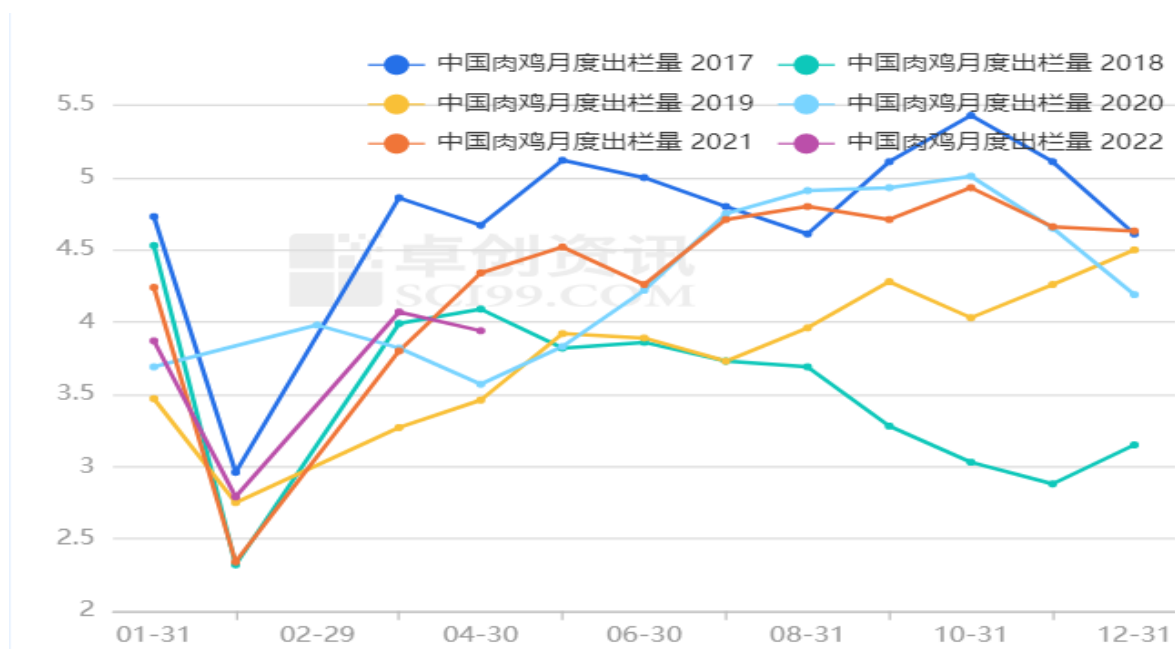
图 10：我国蛋鸡存栏（亿只）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

肉鸡情况与蛋鸡基本相同，出栏量维持正常水平，后期出栏季节性增加，对玉米需求增加。

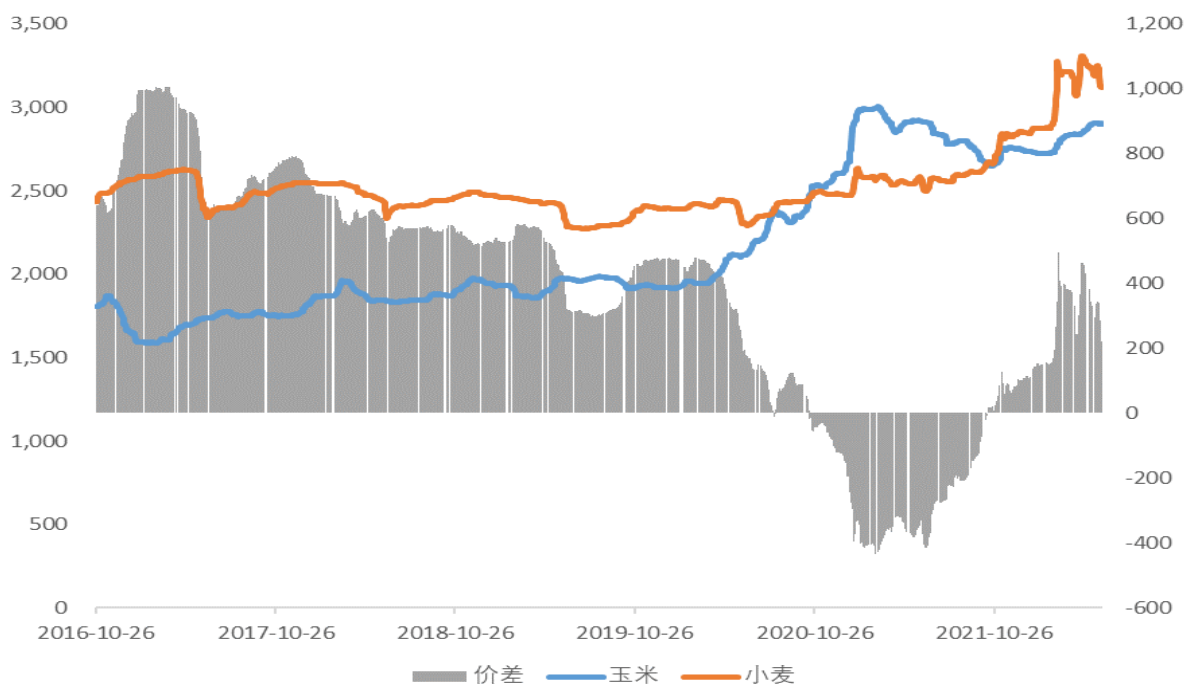
图 11: 我国肉鸡出栏量 (亿只)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

在饲用需求方面, 玉米和小麦作为能量饲料有较大的替代性。2020 年至 2021 年下半年, 全国玉米均价高于小麦导致小麦大量替代玉米。据估算替代量在 2000-3000 万吨左右, 目前小麦价格高于玉米价格 200 元, 替代基本消失, 这意味着有近 2000 万吨的玉米饲用需求增量, 对玉米的价格利多。

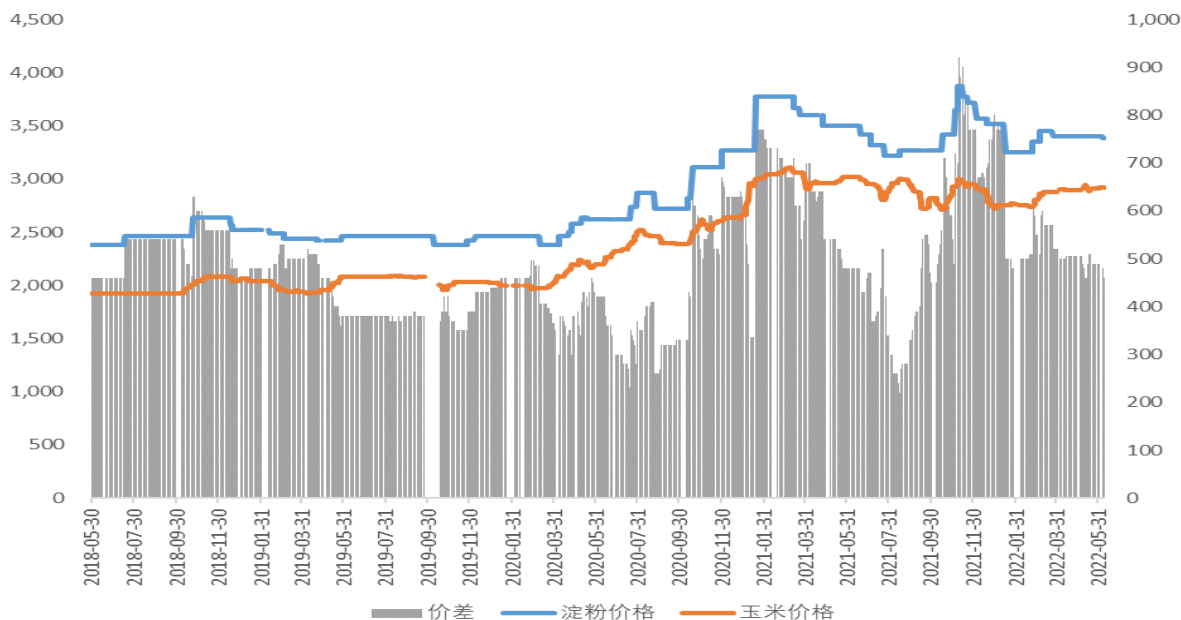
图 12: 全国小麦和玉米价差



数据来源: wind, 兴证期货研发部

玉米工业需求方面，玉米淀粉的需求量约占玉米工业需求量的 65% 以上。由玉米和淀粉的加工差走势看，目前二者的价差处于 500 元/吨的水平，在偏低区间，意味着玉米的工业加工利润不佳，这必然会制约玉米的需求。

图 13：山东地区玉米、淀粉价差

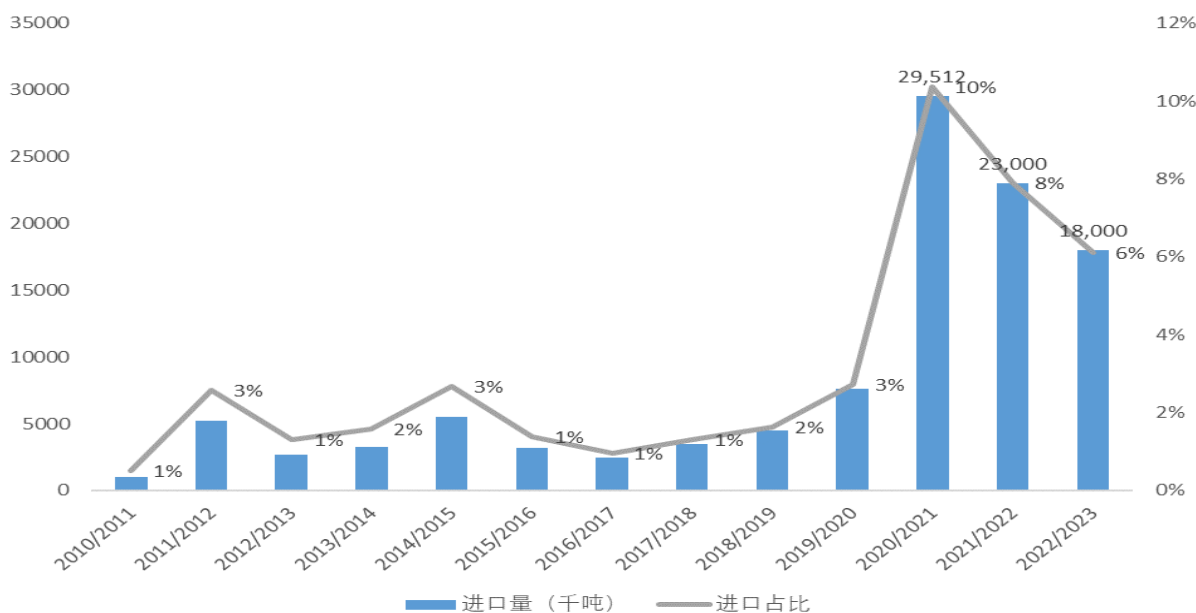


数据来源：wind，兴证期货研发部

其他的工业需求保持稳定略增的态势，但占比相对较小对玉米的增量不大，因此，我们认为，玉米的工业需求保持平稳略增的态势，不宜过分期待。

进出口方面，2020 年以来，我国玉米的进口量出现大幅增加。目前国内玉米的供不应求的状态持续，仍需要进口一定数量的玉米来满足国内需求。

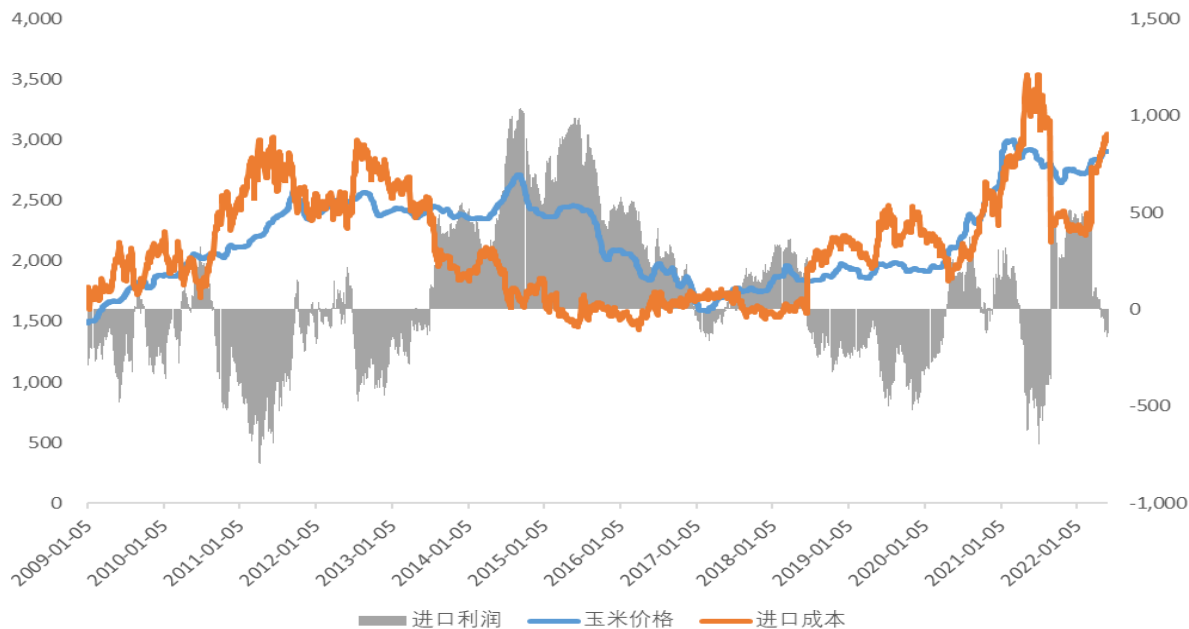
图 14：我国玉米进口量



数据来源：USDA，兴证期货研发部

只要存在进口，进口玉米的价格就对国内玉米价格产生边际的影响。目前国内进口玉米的利润为-100，意味着进口玉米价格倒挂。只要国际玉米价格维持高位，国内需要进口玉米的情况下，进口成本的高位就会支撑国内玉米价格维持高位。

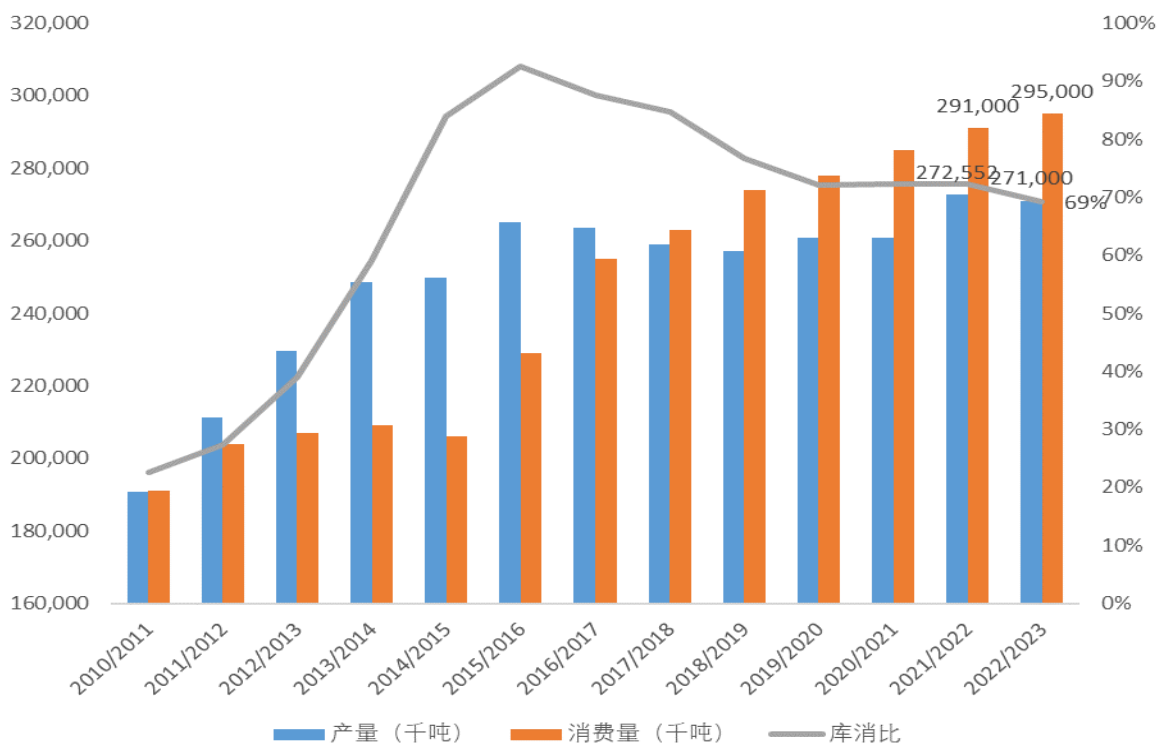
图 15: 玉米价格及进口利润



数据来源: wind, 兴证期货研发部

国内玉米的供给不足导致缺口较大, 2022 年我国仍需进口一定的玉米来满足国内的需求。

图 16: 国内玉米的供求



数据来源: USDA, 兴证期货研发部

综合来看，国际方面，美国、乌克兰玉米种植面积大减，巴西、阿根廷玉米种植面积增加，玉米整体种植面积小幅下滑。拉尼娜气候持续，可能造成玉米单产下滑，因此，今年国际玉米供应可能下滑。需要注意，乌克兰玉米的产量和出口量的绝对值相对较小，短期物流受阻导致的价格上涨很难形成持续性的利多影响因素。需求方面，饲料需求小幅增加，工业需求受原油价格上涨带动大幅走高，若能源危机持续，预期玉米的工业需求仍要增加。因此，我们认为，国际玉米维持高位震荡的概率偏大。

国内方面，今年我国玉米种植面积下滑，部分产区降雨不足可能影响玉米产量；需求方面，玉米的饲料需求和工业需求维持稳定略增，但增幅不大。去年小麦替代的 2000 万吨左右的需求将重回玉米对玉米需求利多。国内可能仍需要进口 2000 万吨左右的玉米才能满足市场需求。在外盘玉米价格保持高位震荡的情况下，国内玉米受到进口成本边际支撑，也将保持高位区间震荡的状态。我们倾向建议投资者关注玉米回调后做多的策略。

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。