

玉米供弱需强

中长期“低多策略”值得关注

2024 年国内玉米总产量呈下降趋势,而需求同比增长趋势相对明确,预计 2024/2025 年度玉米供需格局趋紧,库存或持续去化,中长期投资者可关注低位做多机会。

■程也

去年四季玉米总体呈先跌后涨趋势。2024/2025 年度新季玉米上市,由于气温持续偏高,玉米质量整体不如上季,受初期直收直卖粮影响,玉米价格持续下跌。Mysteel 数据显示,去年四季度,东北主产区锦州港入库价由 2150 元/吨流畅下跌至 2000 元/吨,累计跌幅

7%。玉米期货价格同步下跌。

相关政策一般以保护农民利益为主要目的。去年 12 月仍然处于农民集中售粮阶段,在政策频繁发力背景下,市场情绪逐步转好,玉米价格企稳反弹。截至 2 月 19 日,东北主产区锦州港入库价回升至 2120 元/吨,期货价格也从前期低点 2150 元/吨左右反弹至 2290 元/吨附近。

玉米价格短期波动要看基本面边际变化,中长期趋势要看供需平衡表。根据中信期货编制的供需平衡表,2024/2025 年度玉米供需格局趋紧,库存去化趋势相对明确。

国产玉米方面,2024 年,受种植面积下滑,东北地区东部积温不足导致玉米单产下降,河南局部雨水涝渍导致玉米单产和质量下降,新季玉米总产量和品质下滑概率较大。售粮节奏方面,目前售粮进程已过半,后续售粮压力逐步减轻,市场交易重心或转移至“总产量下滑”。

饲用需求方面,2024/2025 年度需

求同比增长趋势相对明确,主要是因为生猪存栏总量和饲用玉米添加比例均有所增长。根据农业农村部数据,2024 年 5—12 月能繁母猪存栏量环比逐渐回升,12 月能繁母猪存栏 4078 万头,相当于正常保有量的 105%左右。另外,玉米价格持续下滑令下游养殖配合饲料料中的玉米添加比例持续上行,单位存栏下养殖对玉米的需求量进一步增加。饲料业协会数据显

示,2024 年 11 月样本企业玉米添加比例为 41.8%,环比增长 2.5 个百分点,同比增长 10.5 个百分点,且未来添加比例有望进一步提升。

工业需求方面,深加工行业利润虽

出现回落,但尚未形成明确的负反馈效应,2024/2025 年度需求或基本持平。2025 年,深加工行业玉米消费延续去年高位运行趋势,春节假期后出现季节性

下滑,但绝对值仍偏高,且目前行业利润尚

好,中短期难以形成负反馈。

总之,玉米供给收缩趋势相对明确,需求同比增长概率较大,因此期末

库存同比去化概率较大,去化幅度仍需

观察。在不考虑贸易商行为影响供应节奏,以及替代压力的情况下,产需缺口将在 7—8 月显现。

参考基本面的变化,以及玉米期货盘面估值水平,笔者建议投资者持续关注中期玉米低位做多机会。不过当前盘面估值偏高,追高存在风险,短期回调可视为“低多策略”入场的机会。

关注小麦替代的压力。2024/2025 年度国内玉米存在产需缺口,只有打开替代窗口,才能解决此问题。而供应端替代的核心驱动来自价差。玉米和小麦期价的相对估值,短期将成为玉米价格的“锚”。目前国家继续在小麦主产区实行最低收购价政策,2025 年和 2026 年生产的小麦最低收购价为三等 2380 元/吨,二等 2420 元/吨。最低收购价扣除合理价差,则为玉米现货价格的顶部,即 2290 元/吨。当前玉米价格为 2120 元/吨左右,还有近 170 元/吨的上涨空间。投资者需重点关注收购政策、贸易商囤货积极性、宏观扰动等风险因素。

(作者单位:中信期货)

铁矿石 产业链负反馈暂难形成

■张娜

1 月上旬以来,商品市场经历了一波反弹,黑色系商品中,铁矿石表现明显强于其他品种。节后铁矿石基本面转强,政策预期仍存,尽管铁矿石在黑色系商品中估值相对偏高,但开启流畅下跌行情仍需等待产业链负反馈出现。

外矿发运力度季节性减弱

澳大利亚和巴西是铁矿石主产国,澳巴发运量合计占全球铁矿石发运量的 80%以上。受气候影响,澳巴铁矿石发运具有明显的季节性特征,一般情况下,澳大利亚 12 月至次年 3 月受热带气旋和暴雨影响较多,易导致港口发运中断;巴西 11 月到次年 3 月,强降雨天气易导致铁路运输中断和港口停泊延迟。因此,每年一季度外矿发运量为全年最低时段。相关数据显示,2025 年前 6 周,全球铁矿石发运量 16223 万吨,较去年同期减少 203 万吨;澳大利亚 19 港发运

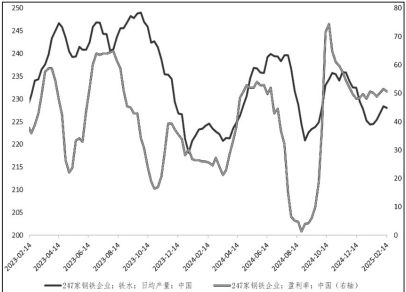
量 9596 万吨,同比持平,但发运至中国的量同比增长 123 万吨;巴西 19 港发运量 3689 万吨,同比增长 55 万吨。总体看,今年外矿发运量同比变化不大,但环比发运力度有所收紧,外矿发运量季节性回落为铁矿石价格带来支撑。

内矿方面,去年下半年以来供应持续偏低。去年 6 月份以来,河北等地受环保和安全检查加强影响,矿山生产力度减弱,部分矿山停产、减产,铁精粉产量较大幅度回落,后续虽有所恢复,但整体生产力度不及 2024 年上半年。2025 年以来,国内矿山开工率继续保持偏低水平,且春节假期期间停产增多,预计后续将逐渐恢复。

高炉复产支撑铁矿石需求

1 月中旬以来,高炉开工率和产能利用率稳步回升,日均铁水产量同步抬升。节后第二周铁水需求恢复不及预期,铁水日产量略有回落,但钢厂盈利率维持在 50%左右,远高于过去两年同期

水平,钢厂减产压力较小,后续随着终端需求的恢复,高炉复产趋势将延续。



图为日均铁水产量与钢厂盈利率(单位:万吨、%)

从废钢替代角度看,按照我国工业化进程和 25 到 30 年的废钢生成周期推算,当前我国废钢积蓄量尚未进入爆发期,废钢供应总量仅占粗钢产量的 20%~25%,远低于欧美国家。且我国自 2019 年起将废钢纳入“限制进口类固体废物”,导致进口量锐减,因此,供应偏紧也是 2019 以来我国废钢价格处于近十年中等偏高水平重要因素。此外,从钢材行业利润的角度看,废钢到货量、日耗量

与电炉利润呈正相关关系,废钢供应偏紧导致废钢价格上涨,而近几年我国钢材行业盈利状况不佳,废钢的性价比下降,一定程度上对铁矿石需求形成支撑。

节后供需格局边际转强

节后高炉复产叠加外矿供应季节性收紧,铁矿石基本面临格局边际转强,但成材需求恢复速度偏慢,加上以美国为首的部

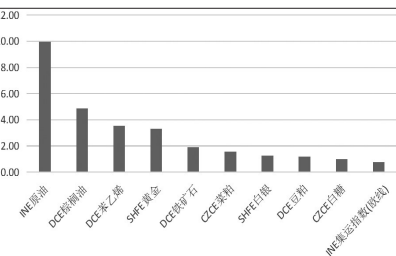
分国家对华钢材征收关税消息频出,黑色系商品市场情绪下滑,产业链中估值相对偏高的铁矿石也难以脱离产业基本面。

宏观层面需考虑 3 月上旬全国两会前,市场仍有较强的政策预期。若政策预期与产业现实形成共振,盘面价格仍有较大的向上弹性。因此,笔者认为,有宏观预期托底,短期产业链负反馈逻辑难以形成,但政策预期兑现后,一旦成材需求无法承接相对偏高的铁水日产量,产业链负反馈风险将加大。

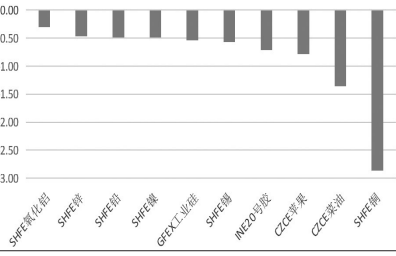
(作者单位:冠通期货)

资金动态

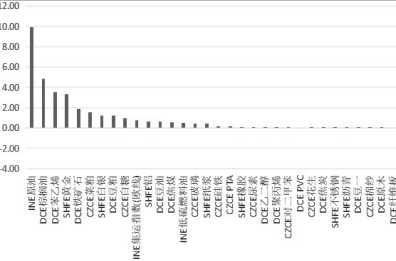
单品种看,昨日资金主要流入的商品主连合约期货品种有原油、棕榈油、苯乙烯、黄金和铁矿石,分别流入 9.94 亿元、4.86 亿元、3.54 亿元、3.30 亿元和 1.89 亿元;主要流出的品种有铜、菜油、苹果、20 号胶和锡,分别流出 2.87 亿元、1.36 亿元、0.79 亿元、0.71 亿元和 0.57 亿元。板块方面,从主力合约看,化工、农产品、黑色系和金融板块呈流入状态,有色金属板块呈流出状态。



图为商品期货资金流入前十名(亿元)

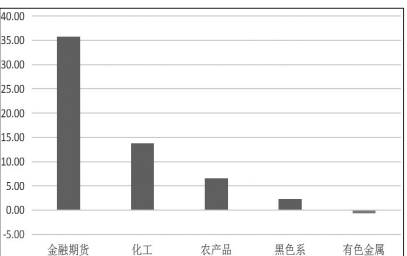


图为商品期货资金流出前十名(亿元)

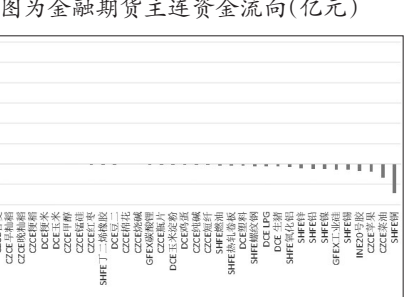
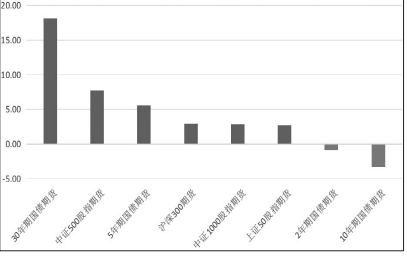


图为商品期货主连资金流向(亿元)

整体看,昨日商品期货主连合约资金呈大幅流入状态,黑色系、化工和农产品板块流入较多,重点关注流入较多的原油、棕榈油和铁矿石,同时关注逆势流出的菜油、苹果和 20 号胶。有色金属板块微幅流出,重点关注流出较多的铜和镍,同时关注逆势流入的黄金和白银。金融板块重点关注 30 年期国债期货和中证 1000 股指期货。



图为板块资金流入额(亿元)



图为金融期货主连资金流向(亿元)

期货品种基差(2月19日)

品种	现货价	主力合约收盘价	基差	基差率	5年度分位
金融板块					
IF	3940.16	3939.40	0.76	0.02%	39.42%
SI	5943.88	5938.00	5.88	0.10%	35.84%
IM	2663.60	2667.00	-3.40	-0.13%	25.62%
IH	6288.53	6240.00	48.53	0.77%	79.52%
农产品板块					
豆油	8430	7926	504	5.98%	45.75%
菜油	8800	8723	77	0.88%	12.28%
棕榈油	10102	9200	902	8.93%	70.14%
豆粕	3600	2902	698	19.39%	94.14%
菜粕	2590	2592	-2	-0.08%	29.94%
白粕	6090	5995	95	1.56%	44.07%
棉花	14924	13885	1039	6.96%	72.87%
生丝	14620	13045	1575	10.96%	72.05%
鸡蛋	2910	3197	-287	-9.86%	28.98%
苹果	8000	7249	751	9.39%	74.87%
花生	8000	8202	-202	-2.53%	31.02%
红枣	12500	9365	3135	25.08%	97.57%
能化板块					
PTA	5121	5152	-31	-0.61%	35.18%
甲醇	2590	2535	55	2.12%	69.88%
纯碱	1296	1273	23	1.77%	39.85%
烧碱	1530	1504	26	1.70%	31.26%
PVC	4962	5271	-309	-6.23%	7.34%
乙二醇	4710	4688	22	0.47%	83.67%
PP	7320	7414	-94	-1.41%	34.57%
塑料	8600	7872	728	8.47%	95.86%
EPG	4940	4355	585	11.84%	83.45%
贵金属板块					
沪金	686.00	687.80	-1.80	-0.26%	54.88%
白银	8109	8132	-23	-0.28%	63.36%
沪铜	77115	77880	35	0.05%	35.15%
沪铝	20537	20700	-163	-0.80%	15.02%
沪锌	23920	23925	-5	-0.02%	20.13%
沪镍	16850	16965	-115	-0.68%	66.56%
氧化镍	3348	3418	-70	-2.09%	24.93%
锡期货	76250	77300	-1050	-1.38%	37.79%
黑色板块					
螺纹钢	3311	3315	-4	-0.13%	44.72%
铁矿石	856	820.5	35.7	4.17%	40.03%
焦煤	1157	1086.0	71.0	6.14%	69.99%
焦炭	1480	1697.5	-217.5	-14.70%	7.31%

备注:1.生丝、鸡蛋、玻璃、铁矿石、焦煤已拆合盘面相同单位价格;2.品种现货价采用交割基准地报价;3.基差=现货价格-期货价格;4.基差率=(现货价格-期货价格)/现货价格;5.基差监测为 5 年度分位,即当日基差在近 5 年的基差中的分布情况,若品种上市不足 5 年,则采用上市以来数据;6.若基差在统计区间上沿(85%)以上,其大概率有缩窄可能,若基差在统计区间下沿(15%)以下,其大概率有扩大可能。

(福能期货 郑晓艳)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主连资金流向(亿元)

图为商品期货主