

主要结论

国际市场来看，继续南美巴西、阿根廷增产之后，北半球的美国、乌克兰产量预估再次增加，若最终产量兑现，全球玉米市场仍将维持相对宽松的环境，国际玉米价格将延续低位运行。国内方面，新作面积稳中略增，到目前为止天气总体尚可，单产预计提升带动总产量小幅增加。旧作来说，尽管余粮偏少，但由于储备进口玉米拍卖及新玉米上市将近，持粮贸易商出货积极性较好。而需求端来看，小麦对玉米价差仍有一定优势，华北、黄淮地区饲料企业仍倾向使用小麦。深加工方面，整体经济增长疲软、外部贸易环境复杂、居民收入增速放缓等多重不利因素压制，终端消费表现较差，深加工利润不佳，行业开机率下降，深加工需求难觅亮点。总体来看，新作玉米上市临近，考虑到新作产量增加及成本下降，市场关注点继续由余粮偏少向新粮上市压力增加切换，现货端陈粮出库意愿上升及下游需求端补库动力不足，还会共同推动现货走弱并向新粮对接，市场预计维持震荡偏弱的寻底格局，并最终向新季成本靠拢。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116号

分析师：覃多贵

从业资格号：F3067313

投资咨询号：Z0014857

电话：021-55007766-6671

邮箱：15580@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

7月以来，国内玉米期现货下跌，因中储粮网进口玉米拍卖启动，后期供应偏紧格局的预期松动，现货持粮主体在期货盘面大幅下跌的带动下，出现一波抛售情绪，主要的产区深加工企业门前到车量较上月明显增加。进入8月后，玉米市场延续弱势，且市场关注点切换到新作上市压力，新疆地区企业收购价大幅下调，对情绪进一步形成打压，再次刺激贸易商加快出货力度。从合约间表现来看，C11、C01是前期领跌合约，主要原因是此合约对应新作上市冲击最明显的时间段，但C09合约在进入下旬后开始补跌，市场对现货后期能否维持相对抗跌的状态开始有所怀疑。

图：玉米期现货走势



资料来源：WIND 国信期货

二、国际玉米市场分析

2.1 美国新季玉米大幅增产

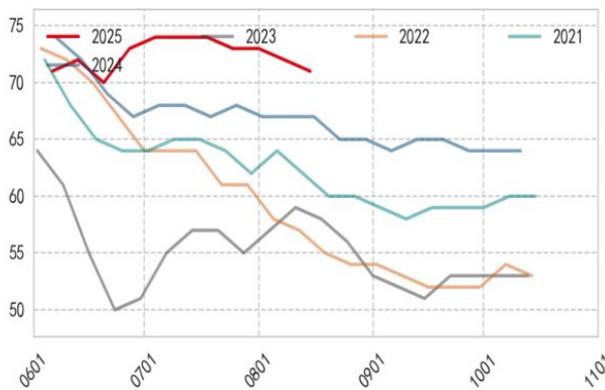
USDA 8月的供需报告预估 2025/26 年美国玉米种植面积 9730 万英亩，单产 188.8 蒲，总产量 167.42 亿蒲，饲料需求为 61 亿蒲，食品及加工需求为 69.0 亿蒲，出口 28.75 亿蒲，年末结转库存为 21.17 亿蒲式耳。8 月供需报告大幅上调种植面积及单产，使得总供应跳增，进而导致供需平衡表大幅转向宽松，库存消费比达到 13.27%，为 2020/2021 年以来最高水平。从目前美国玉米优良率来看，仍处于高位，后期即使有小幅下调，也不改供需宽松格局。

图：美国玉米供需预估（单位：百万蒲）

图：美国玉米优良率（单位：%）

玉米	2023/24	2024/25 Est.	2025/26E7	2025/26E8
种植面积	94.6	90.6	95.2 *	97.3
收获面积	86.5	82.9	86.8 *	88.7
单产	177.3	179.3	181.0 *	188.8
期初库存	1360	1763	1340	1305
产量	15341	14867	15705	16742
进口	28	25	25	25
总供应	16729	16655	17070	18072
饲料消费	5842	5675	5850	6100
FSI消费	6869	6855	6885	6980
乙醇工业	5478	5470	5500	5600
国内总消费	12711	12530	12735	13080
出口	2255	2820	2675	2875
总使用	14966	15350	15410	15955
期末库存	1763	1305	1660	2117

数据来源: USDA 国信期货



数据来源: USDA 国信期货

2.2 巴西、阿根廷未来产量预计稳中有增

根据USDA 8月的预估,巴西玉米2024/25年产量1.32亿吨,出口4300万吨,国内消费9100万吨,出口及国内消费大幅增加,主要是产量恢复明显;对于25/26年,巴西产量预测为1.31亿吨,较上年略低,但总体变化不大。阿根廷方面,根据USDA 预估,24/25年产量为5000万吨,出口略减而消费略增,库存小幅增加。25/26年产量预测为5300万吨,出口3700万吨,结转库存319万吨。总体来看,24/25年南美巴西及阿根廷总产量增加明显,出口供应能力亦有恢复,25/26年目前预测产量稳中略增,但目前预测时间尚早,有待未来持续跟踪。

图: 巴西玉米供需平衡表 (单位: 万吨)

年份	期初库存	产量	进口	出口	饲料消费	FSI消费	国内消费	期末库存
2020/2021	632	8,700	284	2,102	5,900	1,150	7,050	465
2021/2022	465	11,600	259	4,827	5,900	1,200	7,100	397
2022/2023	397	13,700	133	5,426	6,150	1,650	7,800	1,004
2023/2024	1,004	11,900	171	3,827	6,250	2,150	8,400	848
2024/2025	848	13,200	150	4,300	6,450	2,650	9,100	798
2025/2026E07	598	13,100	160	4,300	6,550	2,750	9,300	258
2025/2026E08	798	13,100	160	4,300	6,550	2,850	9,400	358

数据来源: USDA 国信期货

图: 阿根廷玉米供需平衡表 (单位: 万吨)

年份	期初库存	产量	进口	出口	饲料消费	FSI消费	国内消费	期末库存
2020/2021	586	5,500	0	4,094	1,270	410	1,680	313
2021/2022	313	5,200	0	3,469	1,150	420	1,570	474
2022/2023	474	3,700	1	2,524	1,000	420	1,420	232
2023/2024	232	5,100	1	3,625	1,040	420	1,460	247
2024/2025	247	5,000	0	3,450	1,080	440	1,520	278
2025/2026E07	278	5,300	0	3,700	1,120	440	1,560	318
2025/2026E08	278	5,300	0	3,700	1,120	440	1,560	318

数据来源: USDA 国信期货

2.3 乌克兰新赛季玉米产量预计恢复性增产

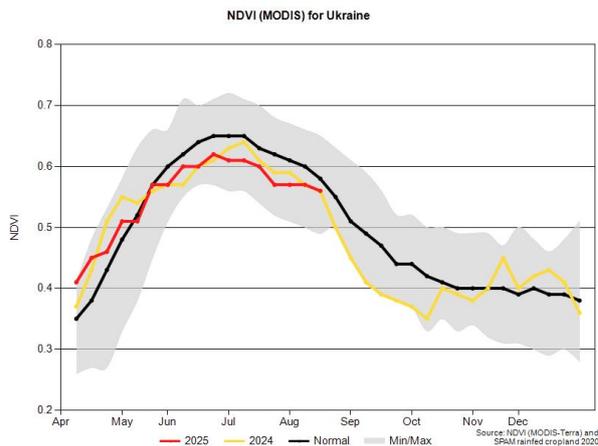
根据USDA的预估,乌克兰玉米25/26年产量预计在3200万吨,较上年的2680万吨增加520万吨,增幅达到19.4%,产量增加主要是面积小幅增加及单产恢复。最终期末结转库存为94万吨,较上年恢复。从乌克兰玉米生长情况来看,7月下半月开始主要产区降水有所恢复,NDVI指数也略有回升,产情较好,增产前景较明确。

图: 乌克兰玉米供需平衡表 (单位: 千吨)

图: 乌克兰玉米NDVI指数 (单位)

年份	期初库存	产量	进口	总供应	出口	饲料消费	FSI消费	国内消费	期末库存
2020/2021	147	3,029	2	3,179	2,386	590	120	710	83
2021/2022	83	4,212	1	4,297	2,698	720	100	820	779
2022/2023	779	2,700	2	3,481	2,712	380	90	470	299
2023/2024	299	3,250	1	3,550	2,948	450	87	537	64
2024/2025	64	2,680	2	2,746	2,100	480	90	570	76
2025/2026E07	31	3,050	1	3,082	2,400	530	92	622	59
2025/2026E08	76	3,200	1	3,277	2,550	540	92	632	94

数据来源：USDA 国信期货



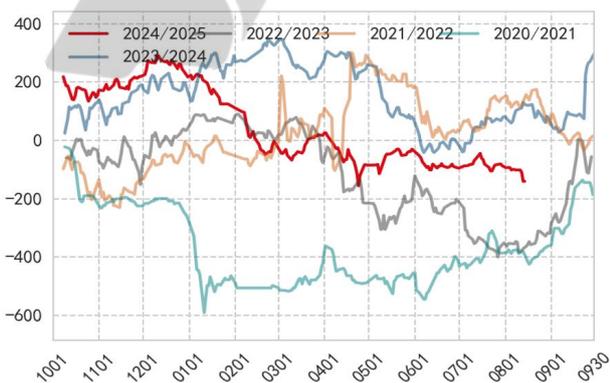
数据来源：USDA 国信期货

三、国内玉米市场分析

3.1 小麦替代增多 饲料玉米需求受冲击

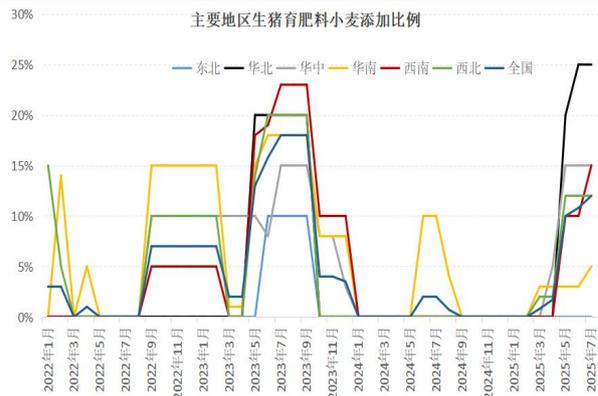
由于产量增加及消费偏弱，国内小麦价格今年总体处于低位运行状态。25/26年新小麦上市后，国家启动了最低收购价方案，虽然维持了小麦价格的稳定，但也未能将小麦价格的运行区间明显抬升。从小麦与玉米的价差来看，二季度玉米价格开始上涨，使得华北地区小麦相对玉米就表现出较强的性价比优势，导致了很多地区饲料企业开始调整配方，降低玉米的添加比例，而增加小麦的使用比例。以涌益咨询对猪料企业的调研来看，华南地区猪料企业从3月开始就小幅增加小麦的使用比例，华北地区的企业从5月开始大幅提高小麦的使用比例。到7月全国猪料企业的小麦使用比例达到10%以上，其中华北猪料企业使用比例达到25%的水平。因此，尽管从饲料生产来看，饲料产量较上年有了明显的增加，但由于小麦的替代，使得二季度以来，饲料产量增长对国产玉米需求拉动效果有限。

图：华北地区小麦对玉米替代优势（元/吨）



数据来源：WIND 国信期货

图：主要地区生猪育肥料小麦添加比例（%）

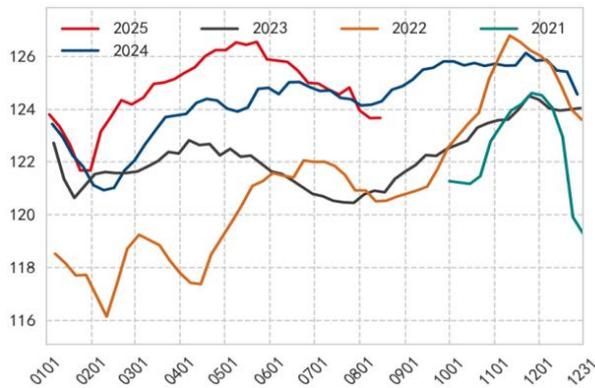


数据来源：涌益咨询 国信期货

此外，从饲料养殖环节的预期来看，行业对未来饲料消费增长的信心不足，也限制了饲料企业的备货积极性。从生猪养殖角度来看，近期国家的控产能及降均重政策使得猪料消费预期下修。5月底国家相关部门召集头部企业开会，提出减母猪、降体重、控二育的大方向。随后农业农村部在6月10日召开生产调度会，再次提出更加具体的生猪生产调控目标，即全国能繁母猪存栏量在现有的基础上调减100万头左右，降至3950万头。同时，蛋价异常低迷，蛋禽行业利润恶化，也加大后期去产能预期。在整体饲料需求预期不乐观的背景下，饲料企业建库需求不足，其玉米库存在6月以来就整体呈现出下降趋势，到目前

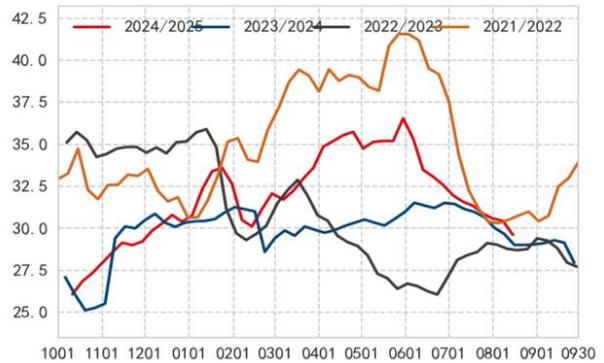
仍高于去年和前年同期的水平，基本可以维持到新玉米上市。

图：全国生猪出栏均重（元/吨）



数据来源：卓创资讯 国信期货

图：全国饲料厂玉米库存天数（单位：天）



数据来源：我的农产品 国信期货

3.2. 深加工亏损明显 开机率低

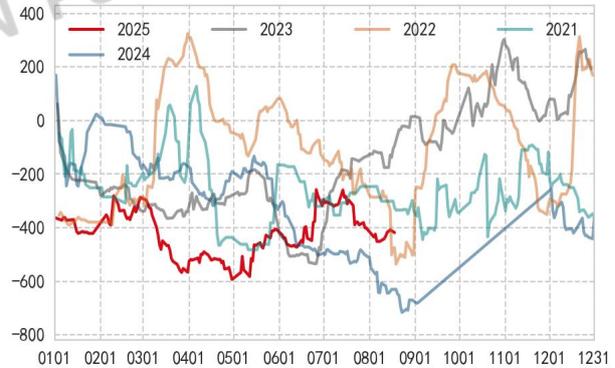
从深加工角度来看，今年以来，国内主要的深加工领域的加工利润都处于较差的水平。对于淀粉行业来说，由于受到居民消费信心不足及进口木薯淀粉冲击的影响，玉米淀粉表观消费量大幅萎缩，企业成品库存高企，淀粉价格大幅走弱，使得生产利润长期处于深度亏损状态，以至于企业不得不压低开机率。与此同时，酒精企业加工利润也处于近年偏低水平，也对玉米深加工需求产生的明显的负面影响。

图：主产区玉米淀粉生产利润（单位：元/吨）



数据来源：我的农产品 国信期货

图：主产区玉米制乙醇利润（单位：元/吨）

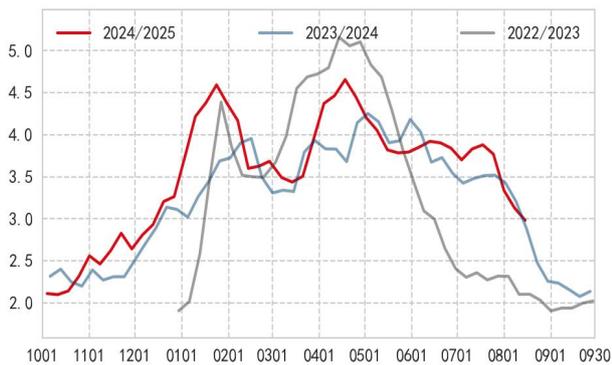


数据来源：我的农产品 国信期货

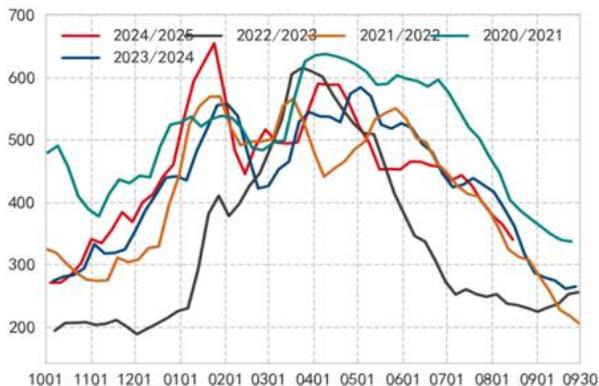
从企业库存需求来看，根据我的农产品网的统计数据，全国深加工企业玉米库存存在5月初达到全年高点，之后连续下降，到8月中旬已经降至近年同期中间的水平。但如果考虑到整体玉米加工消耗量的变化，以库存消费比来看，全国深加工企业库存玉米库存消费在4月中旬达到高点后，开始季节性下降，但到目前为止，仍处于近年偏高水平。尽管从绝对水平来看，深加工企业原料库存已经不高，但由于下游消费的偏弱，深加工企业补库动力也有限。

图：玉米深加工企业库存消费比（单位：）

图：全国深加工企业玉米库存（单位：万吨）



数据来源：我的农产品 国信期货

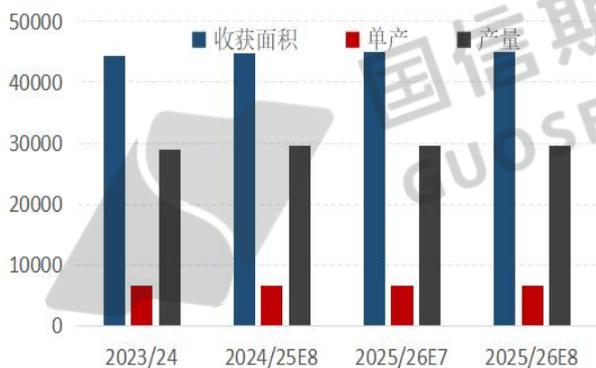


数据来源：我的农产品 国信期货

3.3. 新作产量预期增加 上市压力较大

从新作生产预期来看，根据农业农村部分析报告，今年东北地区大部光热充足，墒情适宜，西北、华北大部水热条件较好，总体利于作物生长，黄淮南部、陕西关中等地温高雨少部分农田出现旱情，新疆产区大部出现高温天气，不利于作物灌浆。据中国气象局评估，今年玉米播种以来全国产区平均气候适宜度为非常适宜等级，黄淮、新疆等部分地区有阶段性高温，后期有发生高温热害和伏旱的可能。总体来看，全国玉米产情较好，单产预计较上年有所提升，总产量也将较上年略有增加。

图：国内玉米生产预估（单位：千公顷、公斤/公顷、万吨） 图：全国玉米气候适宜度对比（单位：）



数据来源：农业农村部 国信期货



数据来源：中央气象台 国信期货

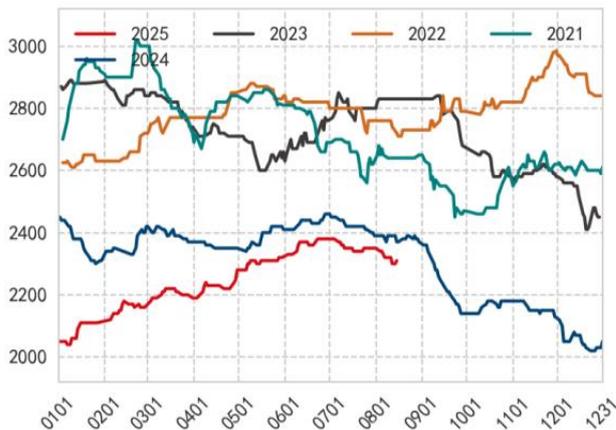
从成本来看，根据我的农产品的调研情况，东北地区 2025/2026 年新季玉米种植成本 1078-1379 元/亩，较上一年度下降 50-150 元/亩，其中租地成本下降占比较为明显。种子、化肥、农资等方面变化不大。预计华北地区 2025/2026 年度新季玉米种植成本 995-1035 元/亩，较上一年度下降 40-60 元/亩，一方面租地成本略有下调，另一方面单产提高也在一定程度上降低种植成本。按当前单产水平大致预估，新季玉米集港成本将较上年下跌超过 100 元/吨到 2100 元/吨以下。从现货季节性来看，在非单边牛市的年份，随着新玉米的上市，现货价格一般从 9 月开始下跌，考虑到今年产量上升及成本下跌，后期上市压力将体现得更为明显。尤其是近年增产幅度较大的西北地区的现货不振，更是放大了对上市压力的担忧，部分贸易商在也在新玉米上市前加快出货。

图：东北玉米生产成本预估（单位：元）

图：国内玉米现货季节性变化趋势（单位：元/吨）

项目	2024/2025				2025/2026			
	黑龙江	吉林	内蒙	辽宁	黑龙江	吉林	内蒙	辽宁
租地和人工(元/亩)	800	850	920	1050	730	800	850	920
种子成本(元/亩)	44	55	67	60	40	50	60	55
化肥成本(元/亩)	150	230	195	230	150	230	195	230
农药成本(元/亩)	23	20	23	20	23	20	23	20
机械成本(元/亩)	135	154	140	154	135	154	140	154
总成本(元/亩)	1152	1309	1345	1514	1078	1254	1268	1379
单产(斤/亩)	1329	1417	1626	1448	1340	1420	1650	1450
生产成本低(元/斤)	0.87	0.92	0.83	1.05	0.80	0.88	0.77	0.95

数据来源：我的农产品 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

四、结论及展望

国际市场来看，继续南美巴西、阿根廷增产之后，北半球的美国、乌克兰产量预估再次增加，若最终产量兑现，全球玉米市场仍将维持相对宽松的环境，国际玉米价格将延续低位运行。国内方面，新作面积稳中略增，到目前为止天气总体尚可，单产预计提升带动总产量小幅增加。旧作来说，尽管余粮偏少，但由于储备进口玉米拍卖及新玉米上市将近，持粮贸易商出货积极性较好。而需求端来看，小麦对玉米价差仍有一定优势，华北、黄淮地区饲料企业仍倾向使用小麦。深加工方面，整体经济增长疲软、外部贸易环境复杂、居民收入增速放缓等多重不利因素压制，终端消费表现较差，深加工利润不佳，行业开机率下降，深加工需求难觅亮点。总体来看，新作玉米上市临近，考虑到新作产量增加及成本下降，市场关注点继续由余粮偏少向新粮上市压力增加切换，现货端陈粮出库意愿上升及下游需求端补库动力不足，还会共同推动现货走弱并向新粮对接，市场预计维持震荡偏弱的寻底格局，并最终向新季成本靠拢。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。