

玉米价格季节性波动特征分析（上）

板块 玉米

前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

农产品研究员：王迎

邮箱：wangying@qhfc.net

从业资格：F3036198

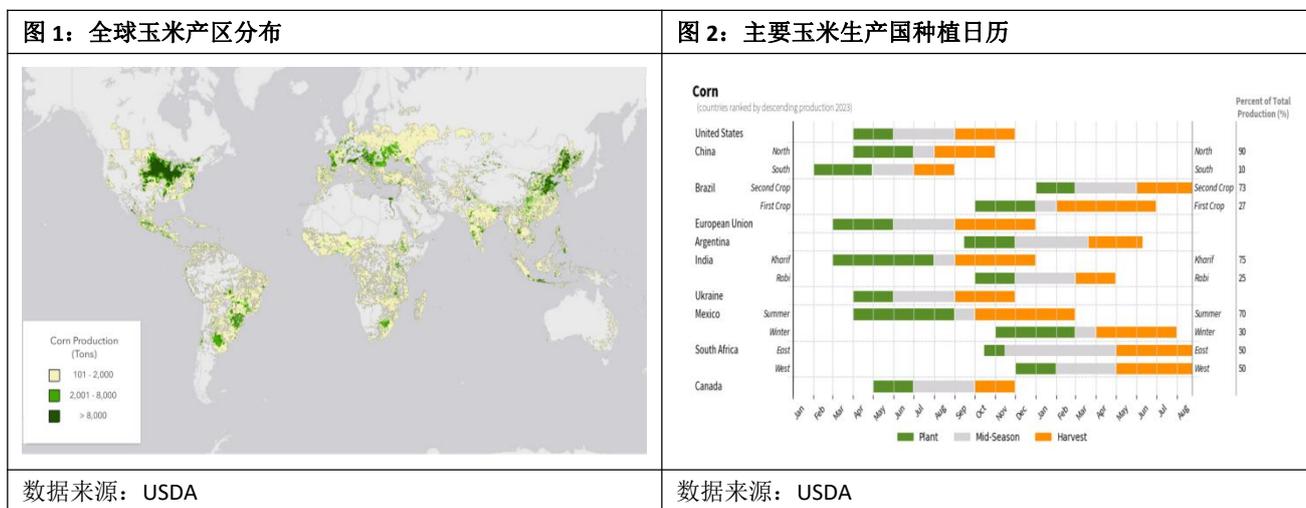
投资咨询：Z0019226

内容摘要

玉米的农产品属性决定了基本面供给端因素对其价格有着更大的定价能力。从生产周期的角度，二三季度内外盘玉米价格波动大，季度周期上价格重心更多表现为先抑后扬；从购销节奏上看，四季度和年后一季度价格波动逐渐趋稳，季度周期上价格重心可能会逐步上移。此外，虽然南半球与北半球的玉米生长周期错配，但供需节奏上却有着千丝万缕的联系，特别是国内玉米市场化结构打开以后，与美玉米价格波动的联动性也在日益增强。

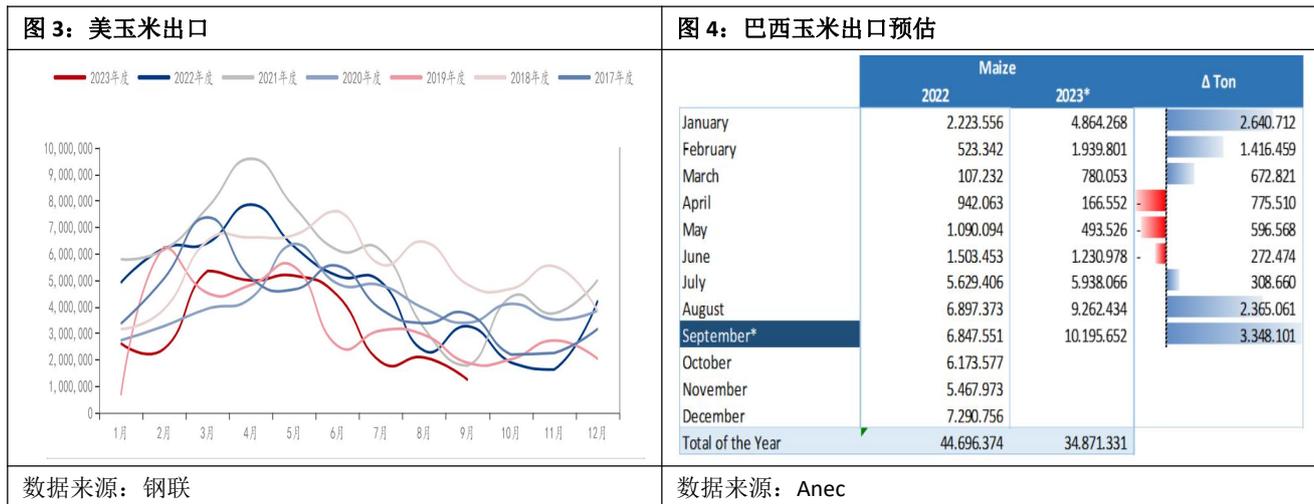
一. 玉米基本面定价节奏

玉米种植分布全球，主要产区集中在 5 个国家，北半球主要是美国、中国和乌克兰，南半球主要供应国是巴西和阿根廷，虽然印度、欧盟也种植玉米，但其产量全球占比相对有限，价格影响力不及 G5 国家。从生长周期上看，北半球玉米一般在春季播种，秋天收获，一季供全年，而以巴西为代表的南半球玉米两季种植，一茬玉米在秋季种植，春天收获，二茬玉米在冬季种植，夏季收获。从主要出口国来看，美国、巴西和乌克兰都是传统玉米主要出口国，但受俄乌冲突影响，这两年乌克兰玉米种植面积大幅下滑，同期巴西玉米增产，出口占比增加，进而近几年玉米市场定价坐标逐步向南美扩伸。



上半年全球玉米定价主要围绕现实需求。作为全球出口大国，美国和巴西玉米出口有明显的季节性特征，巴西出口旺季将挤占美玉米的出口份额，会对同期美玉米需求形成负反馈。巴西二茬玉米产量占比 73%，一般在每年 7 月收割上市进入供应旺季，美国玉米每年 9 月开始收割，9-10 月开始美国玉米上市进入高峰期，来年 1 季度是出口旺季。理论上巴西玉米出口要先于美玉米两个多月，但是全球玉米进入下半年以后有供应量趋增预期，使得美玉米价现节奏多数时候会先抑后扬，两拨上市压力在盘面上都有计价表现。在两个出口大国同时进入供应周期的逻辑之外，其实美玉米自身还将面临巴西份额挤占的风险，就以当前时点来说，巴西玉米历史性丰产，但收割延迟和农民惜售导致巴西玉米上市延迟，从巴西出口商协会 (Anec) 数据上看，今年 9 月开始巴西玉米出口同比才明显放量，巴西玉米的上市延迟使得供应压力后置且价格拖累的表现也将更为集中。所以总的来看，南北半球玉米生长季和需求季的不同决定了玉米供应压力之外，节奏上的影响也呈现出了较为明显的季节性特征，具体表现为 Q1 季度主要交易美玉米出口需求和同期巴西二茬玉米生长期天气，到

了 Q2 季度主要交易需求下降和新作播种预期。



下半年全球玉米定价聚焦供应预期。玉米作为全球重要的谷物之一，其产量变化与偏刚性的下游需求端相比有着更强的溢价能力。美国作为全球玉米供应大国，但其产量对全球玉米的供应都有着非常重要的影响，虽然美盘玉米价格更多反映的是自身供需，但像以巴西为代表的其他出口国贸易升贴水变化都是以美盘玉米为基准合约，而美玉米价格在播种及生长期是产量预期最为敏感的时候，价格波动也大。根据美国农业部（USDA）的常规节奏，每年在一季度末农业展望大会上会对新作玉米种植预期进行定性展望，二季度末会对种植面积进行定量评估，最终美玉米面积的变化方向和幅度往往会给新作平衡表定个基调，是明显宽松的概率大还是供需偏紧的可能性更高都会在这个时间点先通过面积变化给到市场一个预期。进入三季度后，市场对美玉米单产的关注度会逐步升温，跟踪因子转向到产区的降水和温度预报，价格在此期间波动较大，随着近几年异常气候频发，价格三季度多数时候表现为易涨难跌。四季度是北半球玉米购销活跃期，新作陆续收割上市，阶段性供应压力集中体现，价格承压的概率大，随着第一波卖压释放，下游双节备货开始启动，终端企业需求量集中出现，价格又被拉高，价格通常在四季度先抑后扬的概率较大。

二. 美玉米价格季节性波动特征

1) 美玉米 Q2 和 Q3 季度价格波幅大，“炒天气”是常规逻辑

美国玉米在春天 4-5 月份种植，6-8 月份是主要生长期，其中 7-8 月份是生长关键期，也是价格对天气变化最为敏感的时间段，市场会根据此期间天气和优良率变化不断调整对美国玉米单产的预期，优良率越高，一般产量预期相对也更为乐观，价格向下的概率越大；反之，优良越低，价格向上波动的概率

就越大。不管价格朝着哪个方向运行，我们都能明显看到美玉米价格在 Q2 和 Q3 季波幅大于 Q1 和 Q4 季度，主要也是因为二三季度是美玉米从播种和生长的主要生长周期，在玉米整个生长周期中，包括种植初期的土壤墒情、种植面积、播种进度，生长初期的温度，以及生长关键期的降水和日照条件等条件都会对产量预期产生影响，特别是在 Q3 季度生长关键期，玉米价格对天气预报的敏感度非常高。随着今年拉尼娜和厄尔尼诺现象的频繁出现，以美玉米为代表的作物“炒天气”行情也越发激烈。对应到价格节奏上，Q2 二季度一般表现为震荡，三季度多表现为上涨。

图 5：美玉米收盘价



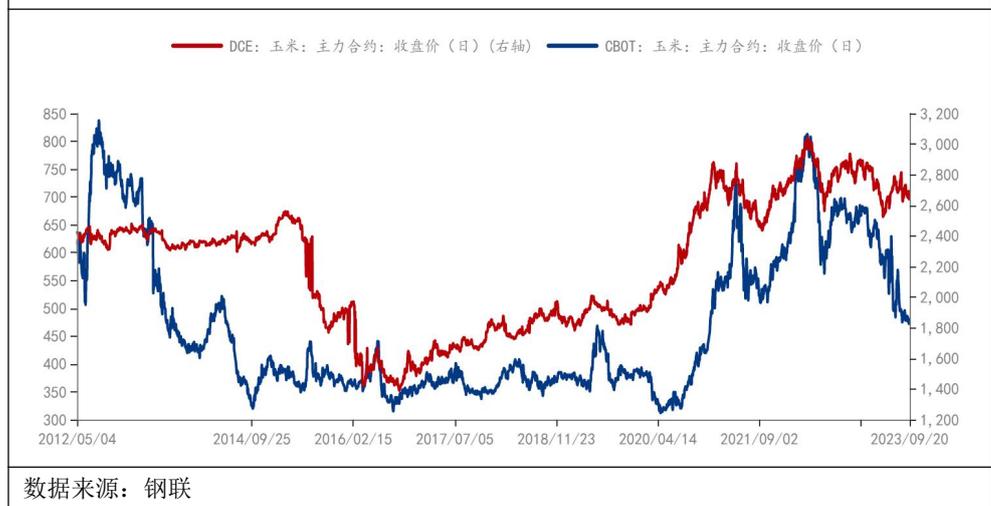
2) Q4 和 Q1 是传统购销旺季，价格先抑后扬

美国是秋季收获，在 Q4 季度集中收割上市，同时也是中下游补库期，市场上下游购销活跃。作为主要玉米出口国，美玉米四季度面临供需双重压力，一方面自身玉米集中上市，阶段性供应较为充足，另一方面南美巴西 Q3 季度的集中出口会进一步放大美玉米的收获压力，当然也会后置甚至减少美玉米的出口需求，且如果两国又同时丰产，那么美盘玉米价格震荡承压的概率会更为明显。价格的多数时候会前置预期，9 月中下旬随着巴西出口进入旺季，美玉米跟随需求逻辑启动第一波“卖压”；巴西出口供应期结束，美玉米回归自身需求周期，此时美玉米价格更多依赖出口表现，但受 USDA 的月报主观变化节奏影响，美玉米出口压力释放节奏不及第一波明确，这种情况在美玉米减产年份表现的更为明显，如因拉尼娜减产的 2022 年。2022 年美国玉米减产，此前巴西玉米也因产区干旱减产，在此背景下，尽管巴西在传统出口期挤占市场份额，但是美玉米价格表现相对抗跌。所以价格节奏上，Q4 季度美玉米价格先抑后扬的概率大，Q1 季度进入美玉米集中出口期，价格震荡上行的概率大。

三. 国内玉米价格季节性波动特征

国内玉米和美国玉米生长周期有着较高的重叠度，春播到秋收的节奏差不多，价格在各个时期的影响逻辑也都有着非常高的相似性和同步性。基本面定价逻辑上，上半年考验需求，下半年关注产量。价格表现上，我们回溯近10年内外盘玉米走势，可以较为清晰的看到，2016年国内玉米取消临储之后，美玉米和连盘玉米价格走势具有非常紧密的联动性，其中的主要原因是国内进口玉米的体量逐渐趋增，对国内供应的影响力也逐渐增加，同时也意味着国内玉米市场化定价的趋势更加明显。

图 6：美玉米和连盘玉米价格走势



1) Q1 季度国内下游补库扫尾，内贸题材平淡，价格易涨难跌。

每年贸易和下游需求企业会在四季度集中开始补库存，元旦之后春节之前购销活动逐步减少，各个环节的补库也陆续进入尾声，自身基本面在此期间没有太多题材，价格走势更多根据产地和贸易量主体的购销心态波动，一般减产严重的年份，农民会在售粮期有惜售挺价意愿，而如果此时贸易链主体又看好后市价格，那么采购价格也会不断上调抢粮，一旦出现这种情况，价格总体易涨难跌。反之，如果产量增幅较大，那么一季度的扫尾补库，会冲抵部分卖压；一般产量正常没有大幅增减产的年份里，一季度的波动更多还是随着市场购销心态变化，不会像其它月份有明确的压力或者动力题材，主要博弈的是购销双方的心态。同时在前文提到，一季度是美玉米出口集中供应期，同时也是巴西二茬玉米的播种初期，所以基于进口维度的联动性考虑，美玉米低价出口的概率小，更多时候表现为上涨，所以从这个角度看对国内玉米的价格更多还是偏利多，Q1 季度国内玉米稳中有涨的概率也因此增加了不少。

2) Q2 季度天气转暖，释放第二波“卖压”。

东北三省是玉米产粮大省，产地的农耕文化决定了卖粮收入是农户一年到头的主要经济来源，所以比起华北的春玉米购销氛围，占产量大头的东北玉米每年收获购销旺季，都是买卖双方心态的博弈。但比起年前四季度的惜售，年后一季度的双节，二季度的天气转暖显然对产地玉米的存放更为不利，同时春耕初期的资金回笼需求，也都会驱使农户会在春天的时候再一次集中销售玉米，导致玉米价格在二季度的时候表现通常偏弱。

3) Q3 季度生长关键期，但国内更多关注的是下游库存不是天气。

三季度是国内玉米生长关键期，跟美玉米相似，这段时间的天气对产量预期有着至关重要的影响，价格对降水和温度预报也同样较为敏感。但较同期美玉米有所差异的是，三季度美玉米产区的异常天气比国内频繁，市场对美国天气变化更为敏感。再有就是我们国家玉米是自产自销为主，而美国除了内需同时也是全球玉米主要出口供应国，所以其产量受天气影响更容易被放大。回到三季度内贸玉米供需层面，除了新作生长关键期外，现货市场也会进入到旧作被动去库存周期，在青黄不接的时候，现货基差的坚挺往往会限制盘面的跌幅，在此期间的价格往往容易上涨，包括月间的正向套利也会有不俗的表现。

4) Q4 季度收割上市期，价格先抑后扬的概率大。

四季度是国内秋玉米购销旺季。从农产品的供应角度看，玉米集中收获供应充足，价格下跌的压力大。但前文中我们也提到，东北秋玉米上市期对玉米价格节奏的影响，不单单要考虑量的压力，还要关注买卖双方的购销心态。如果在丰产年份，四季度压力前置的概率大，价格可能会先抑后扬，但如果是减产年份，市场看涨心态较强，则农民可能会在年前出现捂粮惜售的情况，那么卖压的表现会不及预期，甚至价格会一路走高。所以，在四季度的收割期，要关注供需结构，也要关注非供需因素导致的产量是不是能形成有效供给，如果收获期的玉米产量都有效转化为市场供给，那么卖压前置的概率大。

四. 主要结论

玉米的农产品属性决定了基本面供给端因素对其价格有着更大的定价能力。从生产周期的角度，二三季度内外盘玉米价格波动大，季度周期上价格重心更多表现为先抑后扬；从购销节奏上看，四季度和年后一季度价格波动逐渐趋稳，季度周期上价格重心可能会逐步上移。此外，虽然南半球与北半球的玉米生长周期错配，但供需节奏上却有着千丝万缕的联系，特别是国内玉米市场化结构打开以后，与美玉米价格波动的联动性也在日益增强。

免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfco.net>