



张伟伟

农产品分析师

从业资格证： F0269806

☎ 0516-83831165

✉ zww0518@163.com

🌐 www.neweraqh.com.cn

新纪元期货研究所农产品分析师，中国矿业大学理学硕士，主要负责强麦、早籼稻等谷物品种的研究及相关交割业务办理。

二季度强麦期价震荡回调概率大

内容提要：

国内外宏观经济形势还存在极大的不确定性，大宗商品市场的反弹之路仍将充满曲折。

2011年国内冬小麦产量八年连增，冬小麦种植面积同比增加。我们认为2012年国内冬小麦有望继续丰产，成功实现产量“九连增”，也将使得2012年小麦供需基本面继续保持宽松。

逐年提高的小麦最低收购价及不断高企的种粮成本，抬升了小麦现货市场的价格底部，也为期货价格高位运行奠定扎实基础。天气炒作及仓单数量变化是造成期价大幅变化的重要原因。

由于冀鲁豫地区玉米霉变率较高，同时受国家加大食品整顿力度影响，近期玉米价格大幅度上涨。而小麦由于受供需面宽裕影响，价格涨幅较小，与玉米的价差进一步拉大。业内人士预计，因玉米价格高企，今年饲用小麦需求量或将达到2100-2300万吨，这将很大程度上改变国内小麦市场的供需格局，进而对小麦市场价格产生一定提振作用。

综合各方面分析，我们认为，2012 年强麦期货波动幅度相对温和，较大概率在以 2500 元/吨为价值中心上下 200-300 点震荡，震荡下限大约在 2300 附近，震荡上限 2800 左右。如果没有天气及其他异常情况出现，期价将在 3-4 月份达到 2012 年内首个高点，随后震荡回落至新麦上市。

关键字：供需基本面宽松 基差结构 比价效应
政策底部 天气炒作 季节性波动

第一部分 市场回顾

一、国内强麦市场回顾

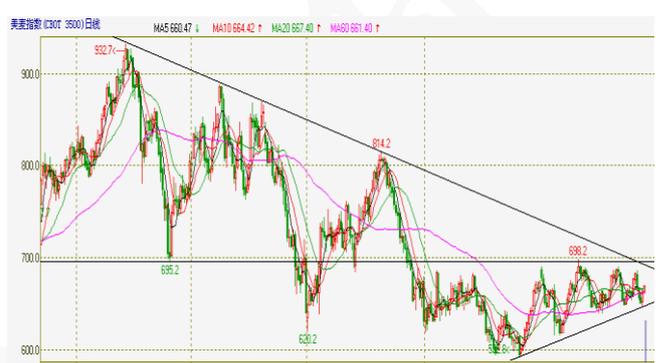
自 2011 年 11 月末下探新低企稳回升以来，郑商所强麦期货缓慢震荡上行，上涨幅度明显低于与之相关的早籼稻、玉米及豆粕等其他农产品。但就在二月最后一周，强麦期货大幅增仓放量，强劲反弹，主力合约一周上涨 99 元/吨，成交 183.2 万手，持仓增加 17.2 万手至 40.6 万手，创下该合约持仓量历史新高。随后期价震荡整理，但持仓量仍保持高位。强麦期货此番反弹，是宏观面向好、天气炒作、比价效应、基差倒挂及仓单压力剧减等诸多因素综合作用造就的季节性反弹行情，但是宽松的供需基本面将成为抑制期价上行空间的最重要压力。

图 1-1. 强麦指数日 K 线图



资料来源：文华财经

图 1-2. 美麦指数日 K 线图



资料来源：文华财经

二、美国小麦市场回顾

相对于美豆、美豆粕的单边上涨行情，2012 年美国小麦市场走势明显偏弱，期价上下两难，基本维持 600-700 美分/蒲式耳区间震荡。但从技术形态上看，期价运行于上升楔形通道中，价格重心上移。美麦的反弹乏力主要受累于全球宽松的小麦供需基本面。整体来看，目前美麦市场正在逐步构建阶段性底部，在其他大宗商品走强的带动下有望酝酿一波反弹行情。

第二部分 影响因素分析

一、国内外宏观形势仍存在很大不确定性

国内方面，3 月 22 日公布的汇丰 3 月中国制造业 PMI 初值降至四个月低位 48.1，终结此前连续三个月升势，且为连续第五个月处在荣枯分水岭下方。27 日，中国国家统计局公布数据显示，1-2 月全国规模以上工业企业利润同比下降 5.2%，为 2009 年 9 月以来首次下降，其中中国企利润降幅近两成，这也说明了目前经济的艰难处境，将会加大国家决策层进一步调整政策的压力。国家发改委主任张平日前强调，要进一步改善货币条件；国务院发展研究中心宏观经济研究部部长余斌说亦称，货币政策存在调整空间。由此可见，央行正在考虑如何放松货币政策的问题。

欧洲方面，由于欧元区批准了对于希腊的第二轮救助计划，希腊顺利偿还了 3 月 20 日到期的 144 亿欧元债务。希腊债务问题稍有缓解，但葡萄牙以及西班牙的债情又开始冒头。目前葡萄牙债务规模为 GDP 的 107%，三年期和 10 年期国债收益率一直高位运行，失业率达 14%；近几个交易日西班牙融资成本持续升高，10 年期国债收益率一度达到 5.5% 以上，自去年 8 月以来，第一次超过意大利的国债收益率，市场忧虑西班牙或将

成为下一个希腊。目前，欧元区各国政府正试图建立一个足够强大的金融“防火墙”，从而保护西班牙等国免受债务危机的进一步“传染”，德国总理默克尔 3 月 26 日首次松口同意暂时扩大欧洲救助基金规模。但即便按照默克尔提出的方案，扩大后的欧洲金融防火墙恐怕仍不足以应对西班牙和意大利等欧元区大国陷入危机，也未必能说服其他国家向国际货币基金组织增资，欧债问题仍将牵动市场神经。

美国方面，近期美联储官员频繁出来讲话，从中可以看出在下一步是否推出新的宽松政策上还有很大分歧，虽然就业和房产数据从去年底以来明显改善，但近期有复苏力度减弱的迹象，美联储下一步政策可能还需要更多数据指引。

总的来说，国内外宏观经济形势还存在极大的不确定性，大宗商品市场的反弹之路仍将充满曲折。

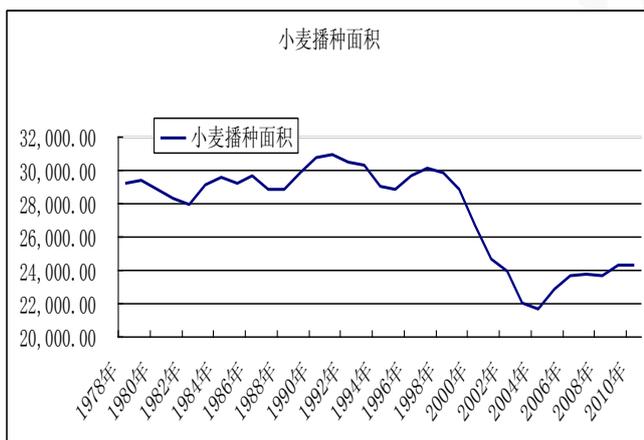
二、小麦基本面分析

(一) 夏粮产量有望九连增，供需宽松格局仍将延续

2004 年以来，小麦的播种面积呈现恢复性增长，近四年一直保持在 3.6 亿亩以上。据农业部信息，预计 2011 年全国秋冬种粮食作物面积 4.0 亿亩，比去年增加 410 万亩。其中，冬小麦 3.4 亿亩，增加 70 多万亩，稳定的播种面积保证小麦的市场供应。

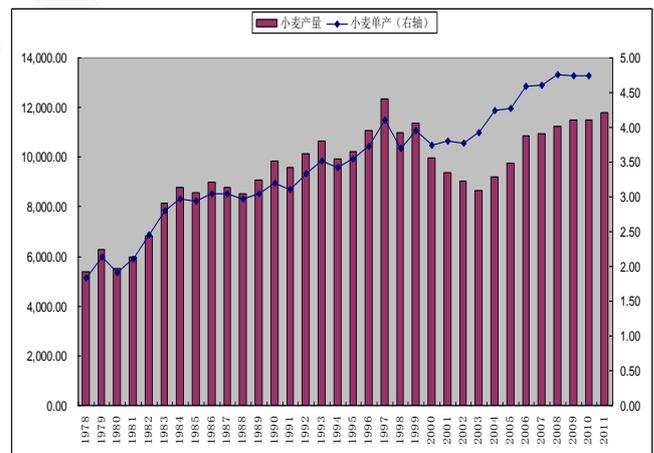
据农民种植意向调查，2011 年秋冬各地优质小麦的播种面积增加明显。河南省小麦播种面积继续稳定在 7990 万亩，其中优质专用小麦比去年增加 200 多万亩；河北省小麦种植面积达 3621 万亩，比去年增加 32.4 万亩，优质专用小麦面积扩大到 2760 万亩，较上年提高 3.8%；山东省播种面积比去年增加 10 万亩以上，超过 5400 万亩。2011 年优质强筋小麦与普通小麦价差拉大，带动农民种植优麦的积极性，再加上各地农业及收储企业的引导，强筋小麦种植面积同比增幅明显，为 2012 年强筋小麦的丰收丰产及供应提供了保障。

图 2-1. 历年小麦播种面积 单位：千公顷



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 2-2. 小麦单产与产量



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

国家统计局 2 月 21 日发布的《2011 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2011 年全年粮食总产量达到 57121 万吨，比上年增产 4.5%，创造历史最高水平。其中，2011 年小麦总产量 11792 万吨，增产 274 万吨，增幅 2.4%，夏粮产量“八连增”。尽管小麦年度消费需求在不断增加，饲料消费和工业消费增长较快，但供过于求的市场格局并没有发生改变。

2012 年年初，干旱天气已开始席卷云南、四川、东北和河北等地，旱情引发了市场对今年我国粮食产量的担忧。但据我们分析，行情较为严重的云南省及四川南部地区并不是小麦主产区，产量总和还不到全国的 5%，对我国小麦生产的总体形势影响不大；并且据中华粮网遥感监测，虽然华北地区降水较少，但仅河北省

南部和河南省北部零星地区有轻旱，我国冬麦区大部分耕地墒情较好。由于麦田底墒良好，前期大部分冬小麦尚未返青，轻度干旱暂时不会对冬小麦生长形成不利影响。中长期天气预报显示在随后小麦需水关键时期出现严重干旱的概率很小，我们预计旱情对小麦市场的影响不大。

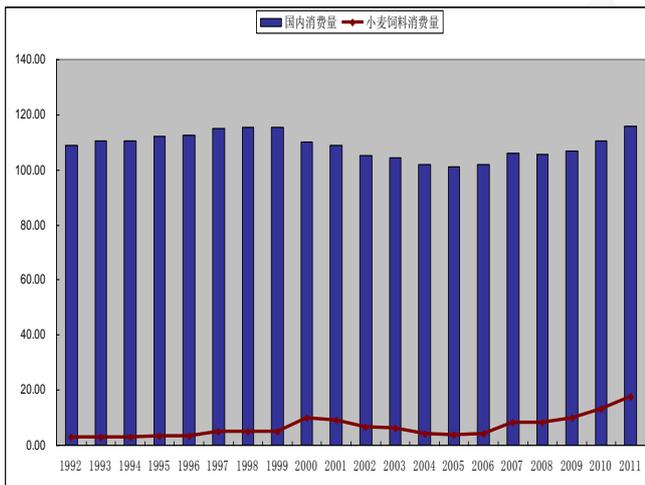
综上，我们认为 2012 年国内冬小麦有望继续丰产，成功实现产量“九连增”，也将使得 2012 年小麦供需基本面继续保持宽松。

（二）刚性消费稳中上涨，优质专用小麦需求空间大

1999年至2005年，国内小麦消费量逐年减少，主要国内人口增长与经济的快速发展，居民生活水平整体明显提高，减少了对小麦的口粮消费。2005年以来，由于人们对于肉、蛋、水产等需求增加，导致小麦饲料消费的逐渐增加，以及国内人口的刚性增长，小麦消费总量稳中趋升。USDA 最新的报告显示2011年中国小麦国内消费 11600万吨，比上一年度增加550万吨，增长率为4.98%；其中饲料消费量1750万吨，较上一年度增加450万吨，增长率为34.6%。近几年，小麦消费增长率大于产量增长率，长此以往，将不利于粮价稳定。

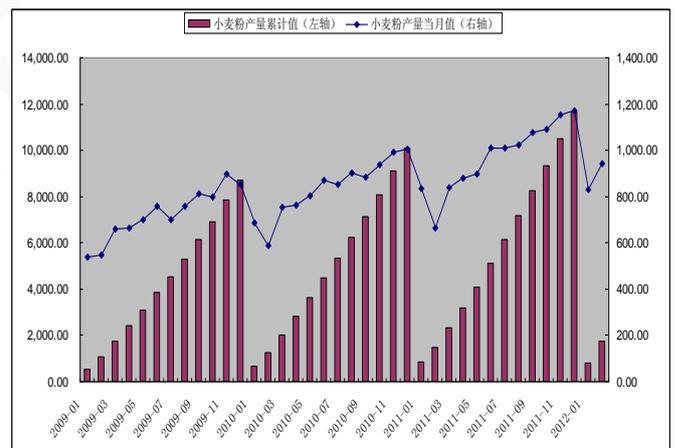
“粮食加工业十二五”规划提出，要扩大专用粉的品种和产量，到2015年，专用粉品种达到30个以上，产量占小麦粉总产量的百分比从现在的11%达到30%，到2020年专用粉品种达到50个以上，产量占小麦粉总量的比重达到40%以上。国内面粉消费结构的分化，为国内小麦市场需求带来明显变化，从中长期来看，国内对优质专用小麦的需求空间仍然较大。

图 2-3. 小麦饲料消费与国内总消费比较 单位：百万吨



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 2-4 我国小麦粉月度产量 单位：万吨

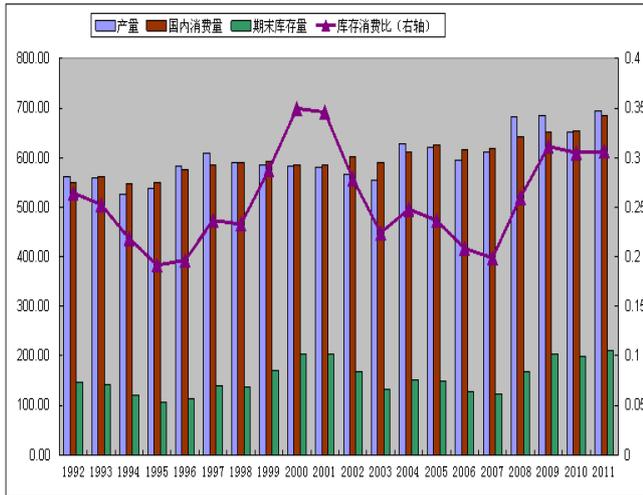


资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

（三）国际小麦价格低迷，冲击国内优麦市场

美国农业部3月公布的供需报告显示，今年全球小麦库存料将增至纪录高位，小麦库存料将增至2.096亿吨，为近年来的较高库存水平。世界银行近日表示，随着全球经济放缓，粮食消费需求降低，而粮食供给不断增加，2012年全球粮食价格将趋于回落。自2011年11月以来，国际小麦价格保持低位。目前5月交货的美国2号软红冬小麦 FOB 价格合人民币1648元/吨，到中国口岸完税后总成本约为2325元/吨，较比去年同期跌485元/吨。

图 2-5. 全球小麦供需平衡表



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

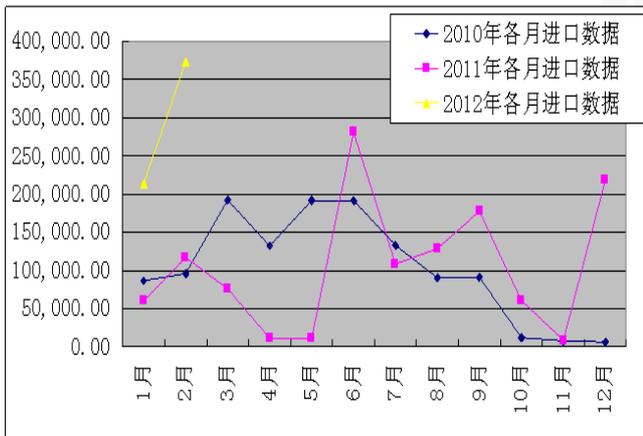
图 2-6. 美麦到岸完税价 单位：元/吨



资料来源：中华粮网

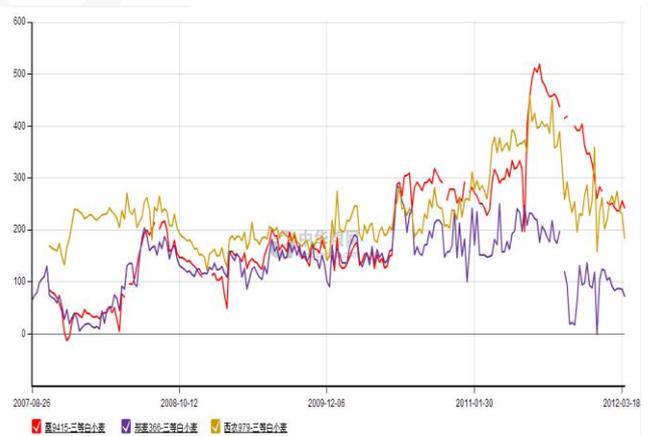
由于进口小麦性价比更高，2011年下半年南方销区制粉企业使用进口麦较多，而对国产优质麦采购积极性不高。中国海关公布的2月份数据显示：2012年2月份中国小麦进口量为372,262吨（其中产地为澳大利亚的287,521吨，加拿大的57,750吨，哈萨克斯坦24,476吨，美国1515吨以及法国1,000吨），同比增加221.29%；1-2月共计进口584,853吨，同比增加233.86%。国际小麦价格走势以及国内进口小麦的数量增加一定程度上导致了国产优质小麦市场行情低迷。

图 2-7. 2010 年-2012 年逐月进口数据对比 单位：吨



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 2-8. 各品种优质麦与普通麦价差走势 单位：元/吨



资料来源：中华粮网

（四）现货行情走势不一，优麦普麦价差缩小

近期普通小麦市场行情整体呈现稳中偏强态势，河北邯郸地区制粉企业二等白麦进厂价 2150-2170 元/吨，山东德州地区二等白麦进厂价 2140-2160 元/吨，河南新乡地区进厂价 2150-2160 元/吨，均较年初有一定程度上涨。而优质小麦因面粉加工企业采购需求量未出现明显放大，其市场行情呈现平稳偏弱态势，目前山东德州地区藁优 9415 进厂价 2500-2540 元/吨，济宁地区济南 17 进厂价 2480-2500 元/吨；河南郑州地区郑麦 366 进厂价 2500-2540 元/吨；河北石家庄地区藁优 2018 进厂价 2580-2600 元/吨；江苏南通地区郑麦 9023 进厂价 2220-2260 元/吨。

优质小麦与普通小麦的价差明显缩小，据中华粮网数据显示，目前优质小麦郑麦 366 与三等白小麦均价

价差已由年初的 120 元/吨，缩窄为 75 元/吨；藁 9415 与三等白小麦均价价差由近 300 元/吨，缩小为 250 元/吨；西农 979 与三等白小麦均价价差由近 360 元/吨，缩小为 190 元/吨。

（五）政策扎实托底，成本抬升底部

“三农”问题一直是国家关注的重点。在 2011 年底召开的中央经济工作会议上，“坚持不懈抓好‘三农’工作，增强农产品供给保障能力”被明确为 2012 年经济工作的主要任务之一。2012 年 2 月 1 日正式发布的 2012 年中央一号文件，主题定为“加快推进农业科技创新、持续增强农产品供给保障能力”。中央一号文件连续 9 年以“三农”问题为主题，今年中央对“三农”的投入还会继续加大力度。文件中提出“稳步提高小麦、稻谷最低收购价，适时启动玉米、大豆、油菜籽、棉花和食糖等临时收储”，国内粮价政策预期提高。近年来为了保护种粮农民的利益，促进我国粮食生产，国家一直在提高粮食最低收购价。国家发改委等部门 2011 年公布《2012 年小麦最低收购价》，2012 年生产的白小麦（三等，下同）、红小麦和混合麦最低收购价均提高到每 50 公斤 102 元，比 2011 年分别提高 7 元、9 元和 9 元。2012 年小麦最低收购价的提高，锁定了小麦现货市场的价格底部，为期货价格高位运行奠定扎实基础。

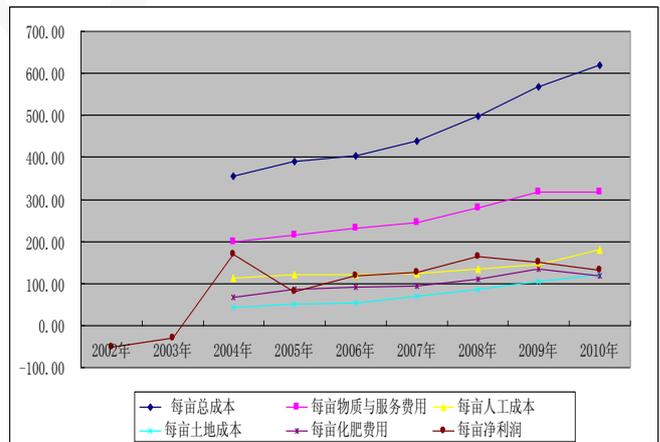
小麦最低收购价政策自 2006 年实施以来，对于稳定小麦种植面积、调动农民种粮积极性、提高种粮收入起到了关键的作用。但不断高涨的种植成本在蚕食着种粮农民的效益。截止 2010 年，小麦的种植总成本逐渐上升，已接近 620 元/亩，生产成本 500 元/亩。3 月 19 日，国家发改委发出通知，决定自 3 月 20 日起将汽、柴价格每吨均提高 600 元。随后财政部拨付各省农资综合补贴资金 243 亿元，全国亩均新增补贴资金约 14 元，直接补助给种粮农户，确保农民种粮收益不因农资价格上涨而降低。然而，补贴并不能阻止粮价上涨。由于柴油、化肥、农药等生产资料价格普遍上涨，小麦生产成本明显提高，部分地区种粮收益减少。虽然我国小麦产量实现“八连增”，但价格底部仍将不断抬升。

表 2-1. 2006 年以来小麦最低收购价 单位：元/百斤

品种	白小麦	红小麦	混合麦
2006年	72	69	69
2007年	72	69	69
2008年	77	72	72
2009年	87	83	83
2010年	90	86	86
2011年	95	93	93
2012年	102	102	102

资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 2-9. 种植成本收益情况 单位：元/亩



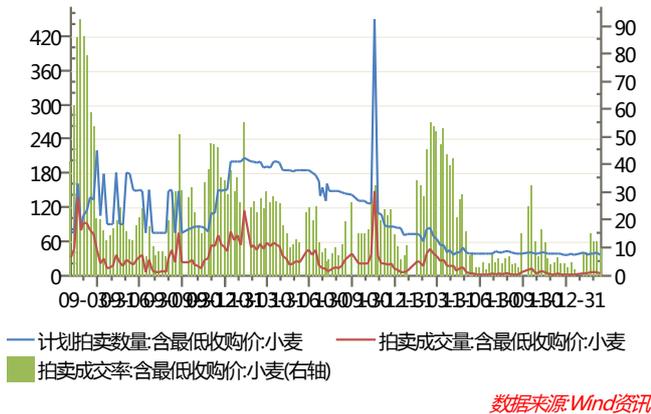
资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

（六）托市拍卖持续投放，市场成交保持稳定

春节长假以后，国家继续在安徽粮食批发交易市场及郑州粮食批发市场举行最低收购价小麦竞价交易会。每次计划投放托市小麦量大约 302.235 万吨，成交量均超过 20 万吨，较去年 6 月以来的清淡局面改善很多。据了解，由于现货玉米价格高，部分饲料企业多拍 2009 年小麦替代玉米；此外，由于托市小麦水分大约在 12% 左右，好于现货市场，不少面粉企业更愿意用拍卖小麦。

截至目前，2009 年及 2010 年的临储三等白小麦交易底价分别为 0.905 元/斤和 0.94 元/斤，和市场现货价格分别相差 0.145 元/斤和 0.11 元/斤，如此巨大的价差对于临储小麦收购将形成较大的“转圈粮”风险。市场上有传闻，近期国家或将提高临储小麦交易底价，这将给国内小麦市场造成一定利好影响。

图 2-10. 国家临时存储小麦竞价销售成交情况 单位: 万吨



资料来源: 新纪元期货研究所 wind 资讯

图 2-11. 三等白小麦与二等黄玉米比价



资料来源: 中华粮网

(七) 比价及基差形成结构性利多

1、小麦玉米价格倒挂，饲用小麦替代需求加大

过去五年，国内对肉类与乳类的消费增长分别达到 12%、22%，远超过全球 1.6% 的平均水平。消费结构的升级导致饲料粮大幅增加。2010 年，国内工业饲料总产量 1.62 亿吨，2011 年预计超过 1.7 亿吨，“十二五”期间预计饲料总产量将达到 2 亿吨。目前国内玉米饲料消费占比 70%，饲料产量增长直接带动玉米需求量上升，1995-2010 年，国内玉米消费复合增速为 3.0%，玉米产量复合增速为 2.1%。

由于冀鲁豫地区玉米霉变率较高，同时受国家加大食品整顿力度影响，近期玉米价格大幅度上涨。而小麦由于受供需面宽裕影响，价格涨幅较小，与玉米的价差进一步拉大，目前国内 3 等白小麦与 2 等黄玉米的平均价差在 70 元/吨，其中华北黄淮地区玉米和小麦的价差扩大至 70-120 元/吨，而广东、福建等地价差进一步拉大到 200 元/吨左右。业内人士预计，因玉米价格高企，今年饲用小麦需求量或将达到 2100-2300 万吨，这将很大程度上改变国内小麦市场的供需格局，进而对小麦市场价格产生一定提振作用。

2、基差回落，仓单压力减少助推反弹

强麦的现货价格和期货合约价格一般同涨同跌，不过期货价格比现货价格波动幅度大。优质小麦品种西农 979 的价格保持稳中上涨，目前大约维持在 2400 元/吨，考虑到仓储成本、运输费用和资金占用成本等，期货活跃合约价格对现货价格应保持 200 元/吨左右的升水，当期价相对于现价低于 200 元/吨时，期价由于被低估，往往随后出现明显反弹；当期限价差过高，大于 400 元/吨时，期价会出现回调。自 2011 年 9 月以来，强麦的期现价差逐渐缩小，甚至出现期货与现货价格倒挂。之前的期现价差结构也确定了近期强麦期价的反弹。

从以往的注册仓单数量与强麦价格变化来看，当强麦期价不断上涨时，会吸引大量现货商卖出套保，相应地注册仓单的数量也会大幅增加；当价格回落时，现货商到期交割或者平仓撤销仓单，导致仓单数量大幅减少。当然影响是相互的，仓单的数量增减也会导致期价波动，当仓单数量过大时，也会给期价上行带来压力。尤其是大量 2010 年生成的仓单到 2012 年 7 月到期，将会对期价产生巨大的抛售压力。但近期有一则重大的市场传闻——某机构曾在 1201 合约交割买入约 8000 张强麦仓单，目前该机构正在把其中的 2010 年生产的 6000-7000 张强麦仓单注销后提货。2 月底以来，位于山东济宁、菏泽与陕西西安的强麦交割库不断有强麦仓单被注销，也验证了该传闻的真实性。如果真的注销掉 6000 余手 2010 年仓单，则仓单对期价的压力将

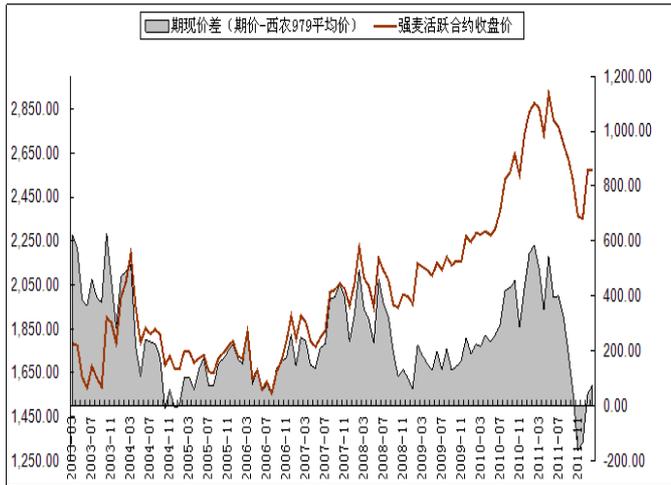
得到大幅减弱，同时也使投资者对小麦市场需求好转充满了憧憬。

图 2-12. 强麦期现价差

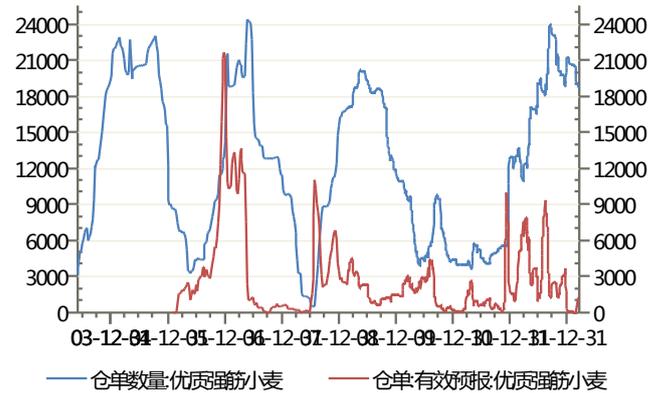
单位：元/吨

图 2-13. 期价与仓单数量

单位：左轴（元/吨）右轴（张）



资料来源：新纪元期货研究所



数据来源 Wind 资讯

资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

（八）新麦长势仍存不确定性

近年来夏粮生产环节总是问题多多，尤其是天气情况变化无常。致命的灾害天气会造成现货市场价格行情及供求关系产生实质性影响，而期货市场对灾害性天气更为敏感，炒作力度更为疯狂，放大效应更为突出。2012年初，干旱天气已开始席卷云南、四川、东北和河北等地，旱情引发了市场对今年我国粮食产量的担忧，间接导致粮食期现货价格持续坚挺。

据农业部门消息，尽管受今冬气温偏低影响，我国冬小麦发育较常年略晚，但苗情整体好于常年。其中，河南省冬小麦一类苗、二类苗及三类苗的比例分别为57.6%、31.2%和11.2%，相比去年，一、二类苗占比提升3.8%，三类苗明显减少。目前，北方冬麦区小麦普遍处于返青起身期，降水有效增加土壤水分，对冬小麦返青生长十分有利。但随着气温逐渐回升，近期小麦病虫害发生面积快速上升，后期生长发育和产量形成将面临各类气象灾害风险，产量形成还存在不确定因素。

第三部分 后市展望

逐年提高的小麦最低收购价及不断高企的种粮成本，抬升了小麦现货市场的价格底部，也为期货价格高位运行奠定扎实基础；天气炒作及仓单数量变化是造成期价大幅变化的重要原因；但2011年国内冬小麦产量八年连增及冬小麦种植面积同比增加，宽松的供需基本面将限制2012年强麦期价反弹空间。

后期需要密切关注的问题有：1、小麦及相关农产品的生产情况，作物生长过程中是否存在干旱、洪涝、病虫害等诸多不确定性因素，是否有资金介入炒作；2、国内外宏观环境变化对市场的影响；3、修改后的新小麦合约上市后对期价波动将会造成何种影响。

综合各方面分析，我们认为，2012年强麦期货波动幅度相对温和，较大概率在以2500元/吨为价值中心上下200-300点震荡，震荡下限大约在2300附近，震荡上限2800左右。如果没有天气及其他异常情况出现，期价将在3-4月份达到2012年内首个高点，随后震荡回落至新麦上市。

新纪元期货研究所简介

新纪元期货研究所是新纪元期货旗下集研究、咨询、培训、产品开发与服务于一体的专业性研究机构。公司高度重视研究分析工作，引进了数名具有深厚理论功底和丰富金融投资管理经验的博士、硕士及海外归来人士组成专业的分析师团队。我们坚持科学严谨的分析方法和精益求精的工作态度开展各项研究分析工作，以此为客户创造价值。

目前新纪元期货研究所内部分为宏观经济、金属、农产品、能源化工、金融等五个研究团队，以宏观分析和产业研究为基础，以市场需求为导向，以交易策略和风险管理为核心，依托徐州多个期货交割仓库的地理区位优势，为广大企业和客户提供一体化前瞻性服务，帮助投资者摒弃常见的交易弱点，建立成功投资者所必需的基本素质，并在瞬息万变的行情中作出适应市场环境的投资决策。

如想了解或获取新纪元期货研究所期货资讯请致电0516-83731107或发邮件至yfb@neweraqh.com.cn申请。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性、完整性或可靠性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成期货交易依据，新纪元期货有限公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向咨询期货研究员并谨慎决策。

本报告旨在发送给新纪元期货有限公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，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。如引用发布，需注明出处为新纪元期货有限公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。