

## 替代与反替代之争，小麦如何影响玉米

### 报告要点

2023 年，我国玉米、小麦谷物市场供需形势阶段性转向宽松，谷物价格转入下跌周期。小麦价格作为玉米期价支撑位的重要参考指标，最终可能通过价差波动、政策调控去影响玉米传统贸易流，从而影响到玉米价格。本文将介绍当下小麦市场形势、以及对玉米市场的影响。

### 摘要：

**国内小麦市场供需延续宽松。**22/23 年度国际小麦市场整体维持供大于求的格局，产需结余量接近 2000 万吨，国内贸易商及农户库存同比偏高。新麦上市在即，新旧小麦压力衔接，谷物面临偏空压力。

2023 年全球玉米主产国仍面临诸多不确定性，国内缺口逻辑仍然存在，而谷物供应朝着多元化发展，玉米供应缺口可以通过替代品以及进口弥补。小麦价格作为玉米期价支撑位的重要参考指标，在多因素上影响到玉米价格。

### 从小麦视角看对玉米影响：

**（一）价差驱动：**小麦价格作为调控玉米价格的稳定器，在两者价差回归至 150 元/吨以内时，饲料企业或在配方中重新添加小麦以降低饲料成本。2023 年 4 月，两者价差缩小至 100 元/吨，小麦替代优势显现，饲料中玉米占比可能再度被替代。

**（二）储备政策的影响：**小麦储备政策变化影响小麦市场阶段性供应，造成市场价格区间波动，进而影响具有替代关系的玉米价格。近年来，从小麦临储临储库存降低、拍卖数量减少、托市收购价上调来看，政策对小麦市场维稳意图明显。4 月份托市麦拍卖暂停，有助于修复谷物市场信心。

**（三）南北贸易格局变化：**国内玉米主产区位于东北、华北，销区集中在长江流域、华南地区，形成传统北粮南运贸易流。受南方进口增长以及小麦等替代品的影响，南方销区对国产玉米的依赖降低。多元化的谷物供应正逐步推动新的玉米贸易格局的形成。

**风险提示：**政策、贸易商腾库压力、小麦产区天气变化对产量和品质的影响等。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号



### 农业组研究团队

研究员：

李兴彪

从业资格号：F3048193

投资咨询号：Z0015543

李青

从业资格号：F3056728

投资咨询号：Z0014122

刘高超

从业资格号：F3011329

投资咨询号：Z0012689

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

吴静雯

从业资格号：F3083970

投资咨询号：Z0016293

## 目 录

摘要:	1
一、 小麦市场政策变迁和产业流通链条	3
二、 小麦市场分析及展望	4
(一) 小麦市场供应宽松, 麦价下方支撑力度减弱	4
(二) 新麦上市在即, 新陈小麦压力衔接	6
三、 从小麦视角看对玉米影响	6
(一) 价差驱动	6
(二) 储备政策的影响	7
(三) 南北贸易格局变化	9
四、 总结展望	11
免责声明	12

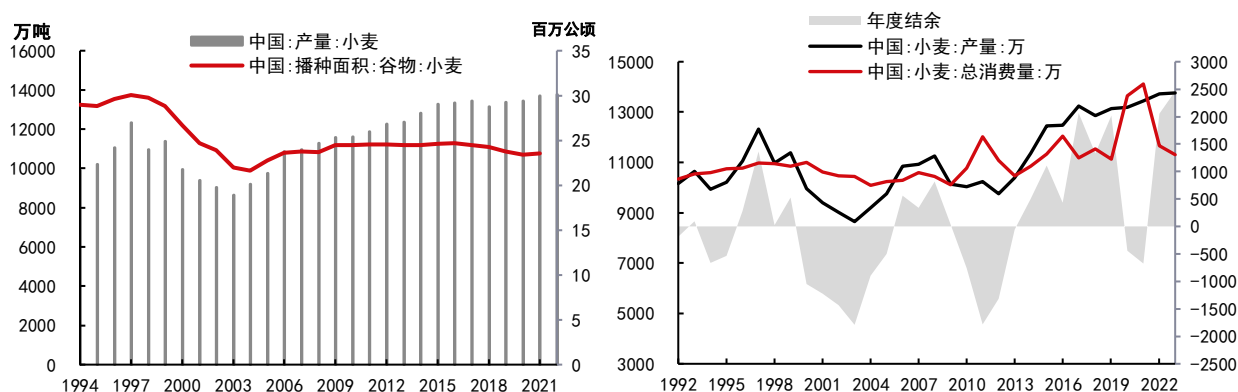
## 图表目录

图表 1: 我国小麦产量走势及年度结余	3
图表 2: 中国小麦产量流通链条	3
图表 3: 进口利润打开, 小麦进口量大增	4
图表 4: 豆粕上涨暂时推高麸皮价格, 小麦制粉利润仍偏差	5
图表 5: 一季度小麦副产品价格走弱, 豆粕上涨暂时推高麸皮价格	5
图表 6: 新麦上市临近, 新陈麦压力衔接	6
图表 7: 玉米小麦价差同比偏低	7
图表 8: 中国小麦饲用消费预测	7
图表 9: 小麦托市收购量下滑, 引导市场化收购成为主导方向	8
图表 10: 小麦拍卖量降低, 最低收购价提升	9
图表 11: 中国玉米北粮南运格局	10
图表 12: 进口谷物及替代多元化, 影响玉米南北贸易格局	10

## 一、小麦市场政策变迁和产业流通链条

小麦作为我国三大主粮之一，占据极为重要的市场位置。2004 年我国全面放开粮食收购市场，提高粮食补贴，并实行小麦、稻谷最低收购价政策，小麦播种面积底部回升。进入 2006 年，国家全面取消农业税，政府开始实施小麦托市收购政策来保障农民收入和稳定市场价格，从而促进小麦产量持续增长，小麦市场产大于需。2013 年起国产小麦价格超过国际小麦到港完税价，小麦市场进入国内外价差长期倒挂局面。为此，2017 年中央一号文件提出完善小麦最低收购价政策和定价机制、以及流通模式，调低小麦最低收购价，并鼓励农民调整作物种植结构，小麦库存压力以及内外价差倒挂问题得以缓解。近几年，国家对托市价及收储力度明显下降，目的是逐步降低政策性储备对市场的影响，市场收购成为粮价形成主要趋势。

图表 1：我国小麦产量走势及年度结余



资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

### 小麦产业流通链条：

相较于与玉米，小麦产业链相对较短，主要定价主体包括农户、贸易商、政策储备库和加工饲料厂。粮源从基层农户流向其他主体形成三条价格链条：小农户地头售粮，规模户产销直售；贸易商扮演“收、储、销”的中介角色，定价机制为模糊定价、预期定价和标准定价；政策储备定价体现为托市收购、顺价销售的补贴兜底模式。

图表 2：中国小麦产量流通链条

中国小麦产业链				
主体	农户（生产者）	贸易商（“收、储、销”）	政策储备库（托市收购、顺价销售）	加工企业
分类	小规模种植户	私人贸易商		
		小型贸易商	中央储备	面粉厂
		大型贸易商	地方储备	饲料厂
	大规模种植户	企业贸易商	托市收储	酒精厂

资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

## 二、 小麦市场分析展望

2022 年我国小麦产量及进口双增，消费总量下降导致供应压力后移。

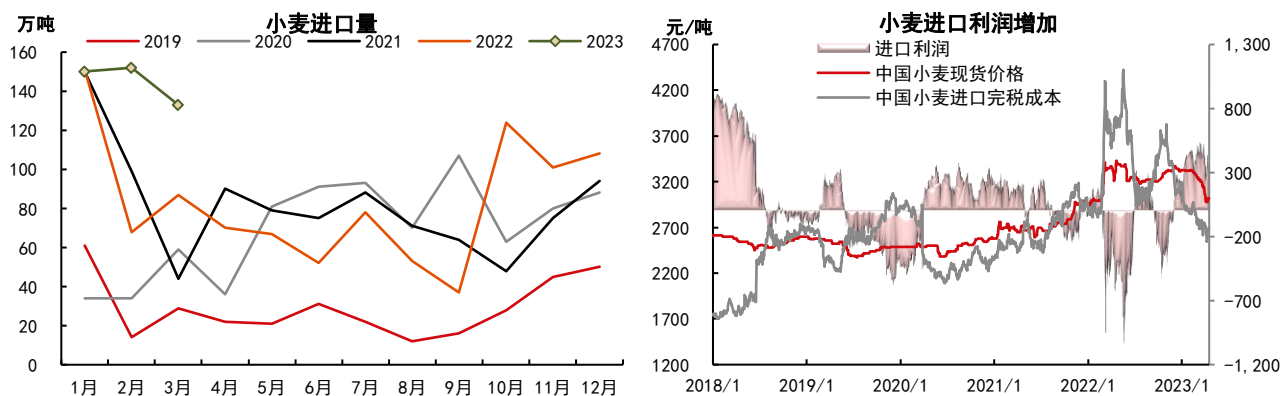
据国粮中心数据，2022 年小麦产量 1.38 亿吨左右，进口量 987 万吨，合计供应 1.48 亿吨；制粉、饲用、工业需求合计 1.28 亿吨，年度结余量 1957 万吨左右。小麦进口量连续第二年超过关税配额，消费总量下滑推高年度结转库存，导致陈麦库存压力顺延至 2023 年。

### (一) 小麦市场供应宽松，麦价下方支撑力度减弱

2023 年以来，小麦价格高位回调，由 2 月份高点 3220 元/吨持续滑落至 4 月最低点 2880 元，跌幅达 10.5%。

陈麦库存释放、政策拍卖、以及进口同比大增是市场主要压力来源。一方面，3 月市场余粮相对充裕，加之部分粮商有还贷压力，陈麦库存释放导致价格加速下跌，引起持粮主体恐慌抛售；另一方面，今年以来国家政策小麦累计成交投放 162.84 万吨，周度成交均价 2628-2961 元/吨，对市场价格形成压制。此外，小麦进口利润打开，2023 年一季度我国小麦进口量 435 万吨，同比增长 42.2%。进口麦成本多在 2800-2950 元/吨，而同期国内小麦价格在 2880-3300 元/吨，进一步施压国产小麦市场。

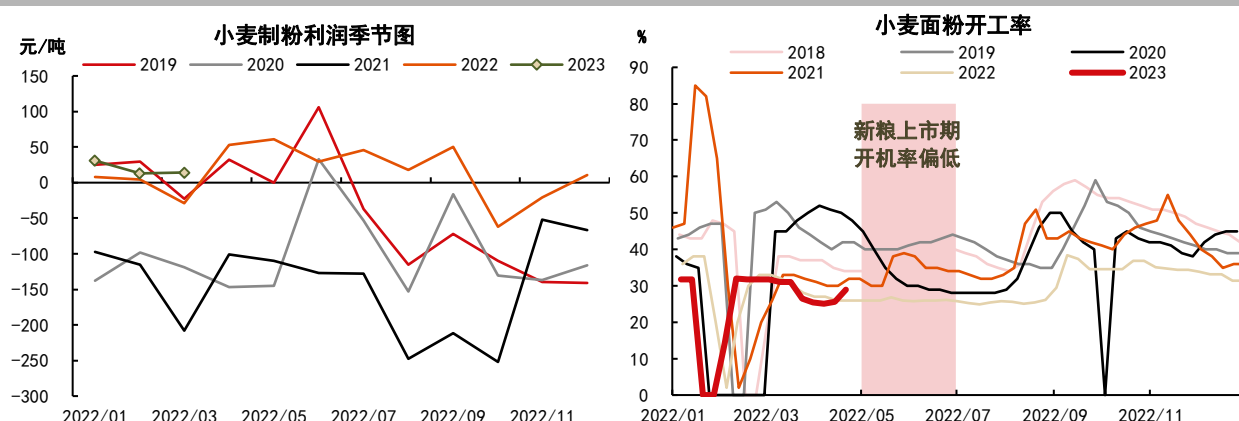
图表 3：进口利润打开，小麦进口量大增



资料来源：Wind USDA JCI 中信期货研究所

市场需求疲软，无力承接充足供应。随着气温转暖，面粉消费进入传统淡季，据 Mysteel 统计，截止 4 月 21 日，制粉企业开机率仅 28.9%，维持近 5 年同比低位水平。小麦加工品跟随原料价格下移，面粉、次粉、麸皮均今年跌幅分别达到 17.7%、9.3%、8.1%。副产品价格走弱削弱小麦制粉利润，导致面粉厂频繁下调收购价格。

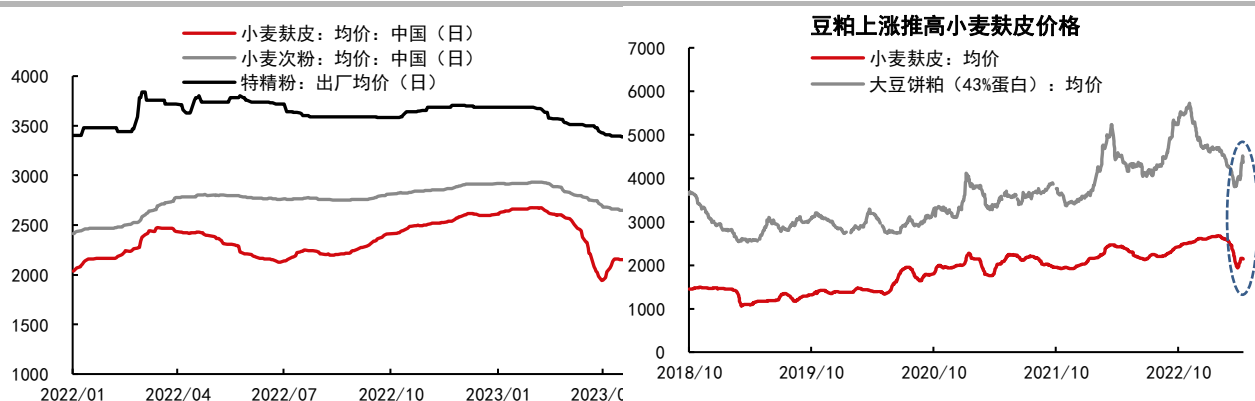
图表 4：豆粕上涨暂时推高麸皮价格，小麦制粉利润仍偏差



资料来源：Wind USDA JCI 中信期货研究所

**政策面支撑，小麦阶段性反弹。**进入4月，小麦企稳上涨受多因素影响。一方面，4月6日市场最低收购价小麦拍卖暂停。最低收购价小麦拍卖开启于今年1月11日，配合新疆临储小麦合计周度投放数量约为14万吨。尽管投放规模对市场影响有限，但拍卖成交均价自开拍以来不断下降，由最高3027元/吨滑落至2661元/吨。拍卖暂停体现了政策方面维稳市场的决心，有助于修复市场情绪。另一方面，4月3日起，中储粮山东、江苏等地区启动轮换小麦收购工作，起拍价2880-2900元/吨，小麦价格企稳。此外，豆粕价格重新站上4000元/吨以上，推高小麦麸皮等副产品价格，进而刺激制粉企业提高开机率，小麦价格阶段性反弹。

图表 5：一季度小麦副产品价格走弱，豆粕上涨暂时推高麸皮价格



资料来源：Wind USDA JCI 中信期货研究所

**行情反弹后再度转跌，短暂利多难以持续，市场供强需弱格局不变。**4月下旬小麦再度转跌，反应出市场仍未完全消耗陈麦库存压力，加之储备粮轮出力度未减，以及一季度进口量大增，市场流通小麦数量保持充裕，小麦基本面仍维持供需宽松局面。

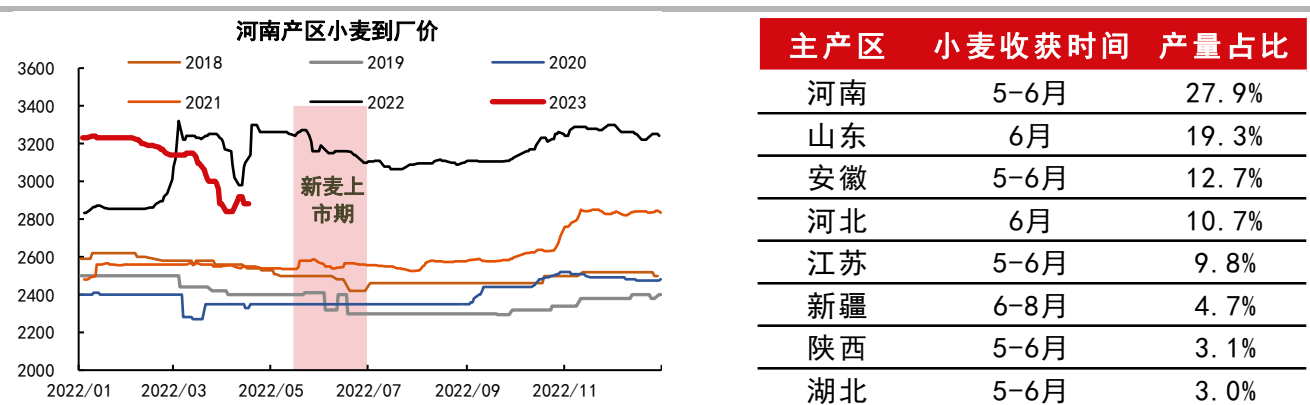
## (二) 新麦上市在即，新旧小麦压力衔接

**新麦即将上市，生长关键期土壤墒情适宜。**2023 年新季小麦在 5 月末自南向北逐步上市，湖北 5 月上旬至月底收割，河南、安徽、江苏 5 月中下旬至 6 月中下旬收割，山东与河北则在 6 月上旬至月底收割。据农业农村部农情调度，今年冬小麦面积稳中有增，一、二类苗比例 90.5%，比上年同期高 2.7%，土壤墒情适宜，有利于小麦产情。

**存粮主体亟需出陈入新，新旧小麦供应压力增大。**新小麦上市前，存粮主体加大出库力度，制粉企业适度降低陈粮库存，以腾出仓储空间并筹集资金。在下游需求承接能力有限的情况下，短期小麦仍以震荡偏空对待。

**假设新季小麦产量稳定或实现增产，新粮开秤价或预期下降，利空远月价格。**从季节性来看，新粮上市期为面粉传统需求淡季，制粉企业开机率维持偏低水平，并在 8 月份消费旺季来临后，逐渐提高开机率。因此，如新季小麦丰产，中期将延续供需宽松格局，小麦远月价格仍以震荡偏空思路对待。市场只能通过调节储备轮入，或待小麦玉米价差缩小，打开饲用替代窗口，但也将同时压制玉米价格顶部。

图表 6：新麦上市临近，新旧麦压力衔接



资料来源：Wind USDA JCI 中信期货研究所

## 三、从小麦视角看对玉米影响

### (一) 价差驱动

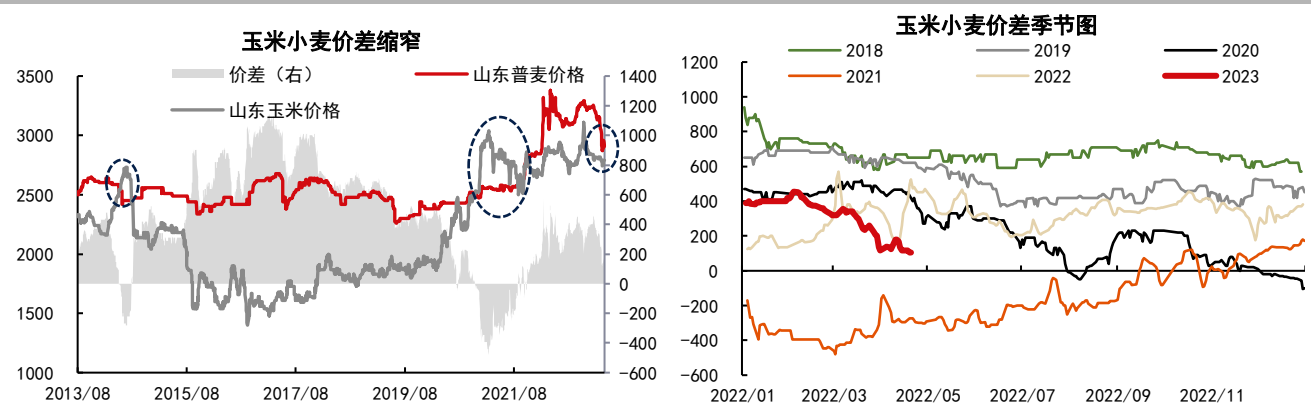
**玉米小麦价差波动决定小麦饲用需求。**根据 USDA 数据，每年进入饲用领域的小麦通常在 1500-2000 万吨区间。20/21 年度玉米价格大幅上涨，饲料厂增加饲料中小麦占比，20/21、21/22 两个市场年度的小麦饲用量约为 4500、3500 万吨。但 22/23 年度，俄乌冲突和美麦天气炒作推高小麦玉米价差，性价比消失使得小麦退出替代市场。

小麦价格作为调控玉米价格的稳定器，在两者价差回归 150 元/吨以内时，饲料企业或在配方中重新添加小麦以降低饲料成本。在过去 10 年中，



小麦与玉米价差波动在-400~1200 元/吨之间，多数年份价差保持在 400 元以上。自 2020 年 11 月以来，由于玉米临储库存减少和生猪产能在非瘟疫情中恢复，供需紧张格局推动玉米价格涨超小麦，价差达到-400 元/吨。小麦迅速填补饲用粮缺口，玉米消费阶段性降低，修正价差逐渐恢复至合理区间。

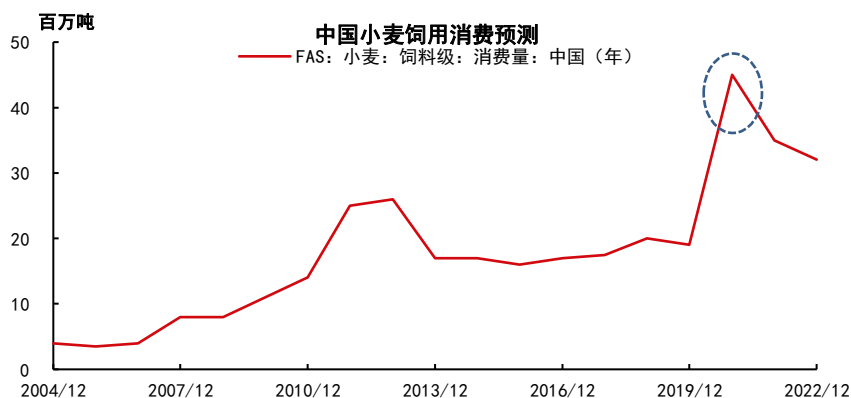
图表 7：玉米小麦价差同比偏低



资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

小麦玉米价格联动性增强，小麦价格成为玉米价格压力所在。2022 年，小麦与玉米价差重回 400 元/吨水平，小麦失去替代优势，逐渐退出饲料领域，饲用消费同比大幅下降。2023 年 4 月，两者价差再度缩小至 100 元/吨，小麦替代优势显现。当前二者价格联动愈发加强，且饲料企业加工配方切换灵活，若新陈小麦压力衔接施压麦价重心下移，小麦玉米价差进一步走缩，饲料中玉米占比可能再度被替代。

图表 8：中国小麦饲用消费预测



资料来源：FAS 中信期货研究所

## (二) 储备政策的影响

我国政策性储备包括中央储备、地方储备和托市收储三大部分。中央储备由中储粮负责保管和轮换，储备粮主要储存在全国 980 多个中储粮直属库；地方储备由省、市、县三级地方政策分级负责，一般委托省级粮食产业

集团承担省储任务；托市储备由中储粮、粮食局和农发行三方共同负责，采取委托收储机制，租赁社会仓容收储；托市收储为政府定价，销售拍卖交易，盈亏财政兜底。

### 储备政策如何影响谷物市场？

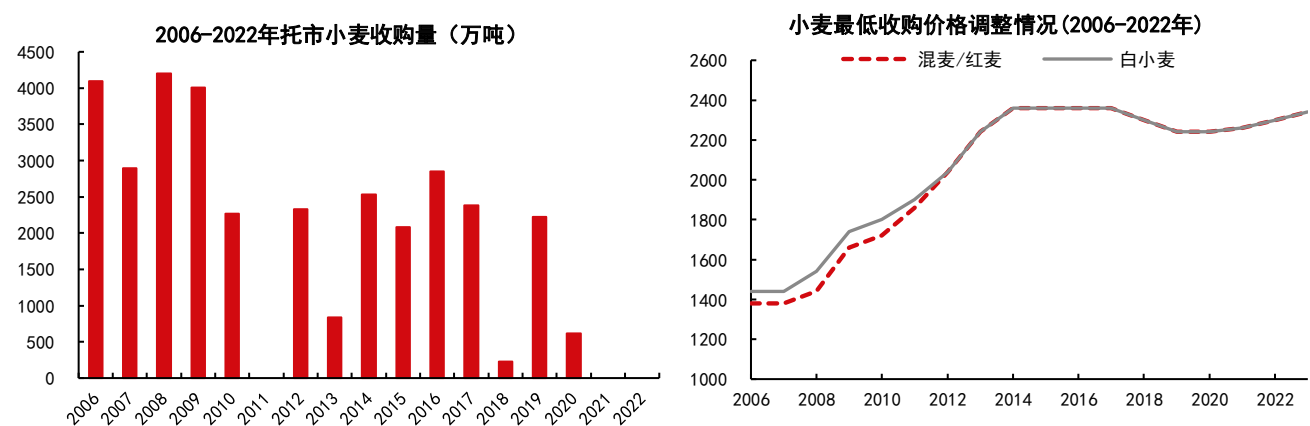
储备政策目的在于保障国家储备粮与市场粮食供应平衡，当小麦、玉米市场价格严重脱离市场预期价格时，政策性收储和拍卖有助于粮价回归合理区间。

#### 1. 收储：

**最低价小麦收购价为政策保护价，引导市场化收购为主导方向。**自2006年实施小麦最低收购价政策以来，对市场交易活动中起到关键的补充作用；2015年以后，国家对小麦最低收购价调整力度明显下降，托市收购量逐年下降，目的是逐步降低政策性收储对市场的影响。2021-2022年，新麦开秤价明显高于托市价格，主产区均未启动托市收购，市场收购成为粮价形成主要趋势。

**2023年小麦最低收购底价政策延续，政策维稳市场意图明确。**2022年9月底，国家发改委等部门公布了2023年小麦最低收购价格和收购量。2023年生产的小麦（三等）最低收购价为每50公斤117元，即由2022年的2300元/吨上调至2023年的2340元/吨。2023年最低收购价小麦继续限定收购总量为3700万吨。国家托市收购延续，虽然托市价较市场价明显偏低，对于当前小麦价格利多驱动有限，但有利于提高农户种植积极性，确保了国家粮食种植面积稳定。

图表9：小麦托市收购量下滑，引导市场化收购成为主导方向



资料来源：Wind USDA JCI 中信期货研究所

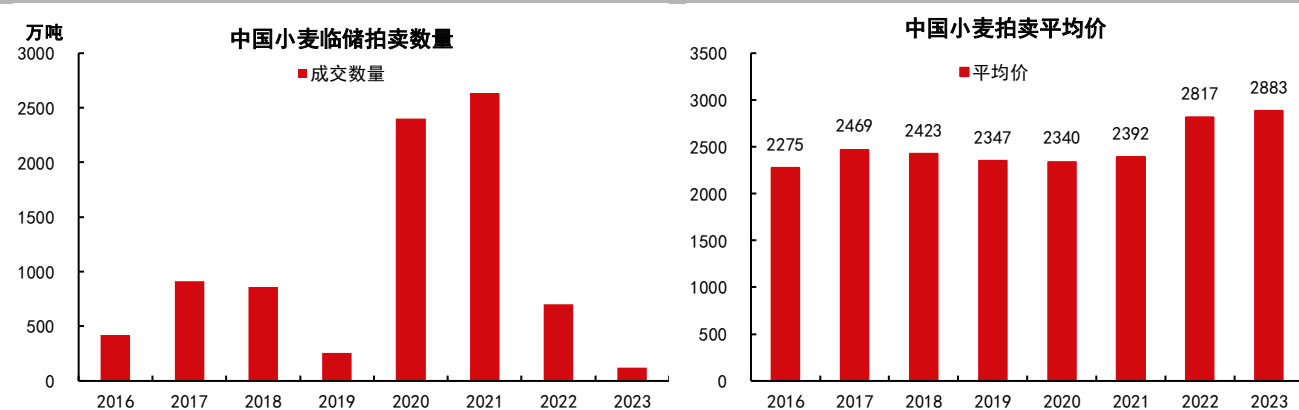


## 2. 拍卖:

**临储拍卖数量锐减。**相较于进口替代，拍卖小麦具有更大的量级和更强的流通性，在流通环节上对国产玉米的市场冲击更大。根据国家粮食交易中心数据，2018 年-2023 年，国家临储小麦累计投放成交约 7188 万吨；其中，20/21 年度因受玉米价格上涨刺激小麦饲用增加，以及国家主动消耗超期库存小麦因素，两个自然年度临储投放成交量约 5122 万吨。2022 年临储小麦投放成交 701 万吨，同比下降 1932 万吨。截止 4 月 6 日，2023 年临储投放量仅为 162.8 万吨，临储小麦拍卖数量大幅下降，一方面由于主产区临储小麦库存剩余量逐年趋降，另一方面，也体现出政策方面维稳市场的决心。

小麦储备政策变化影响小麦市场阶段性供应，造成市场价格区间波动，进而影响具有替代关系的玉米价格。综合考虑临储小麦库存降低、临储拍卖数量减少、最低收购价上调以及 4 月份暂停最低收购价小麦拍卖等因素，政策对小麦市场维稳意图明显。这有助于限制小麦市场下行空间，并提升玉米市场信心。

图表 10：小麦拍卖量降低，最低收购价提升

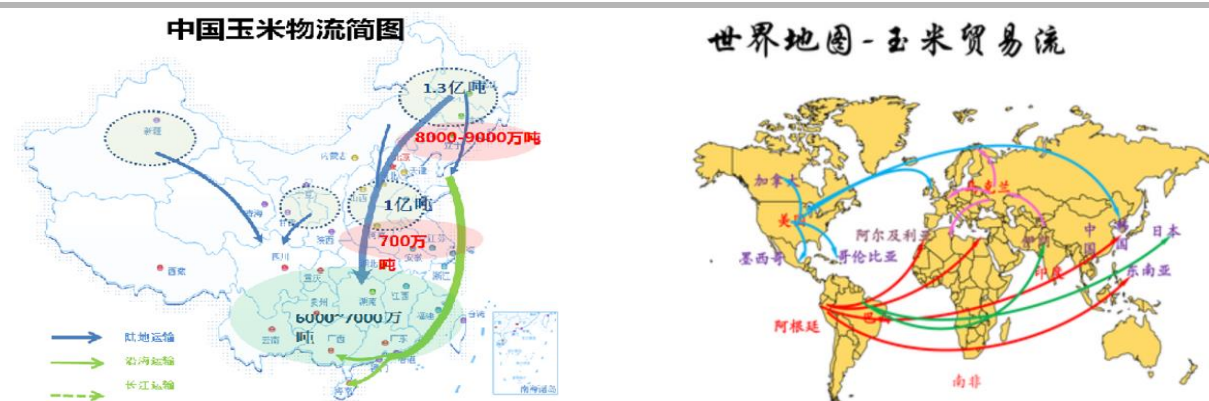


资料来源: Wind USDA JCI 中信期货研究所

## (三) 南北贸易格局变化

**玉米北粮南运贸易格局受小麦等替代品以及进口影响将面临冲击。**国内玉米主产区位于东北、华北，销区集中在长江流域、华南地区，形成传统北粮南运贸易流。然而，由于玉米国内外价差扩大，大量进口玉米及替代品流向缺口较大的华南市场，导致南北贸易价差倒挂，从而阶段性降低对国产玉米依赖。而长江流域及华北饲料企业亦可通过拍卖小麦满足需求，因此，东北-华北玉米价差亦出现阶段性倒挂局面，东北玉米南下受阻。

图表 11: 中国玉米北粮南运格局



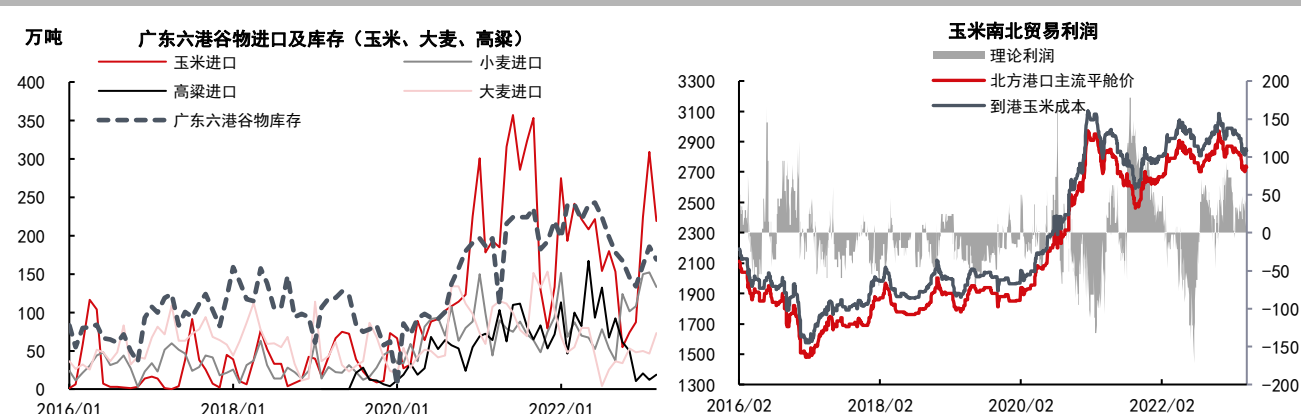
资料来源: Wind USDA JCI 中信期货研究所

2016 年-2020 年, 玉米供给侧改革时期, 玉米及其替代谷物进口量均保持稳定, 广东港口库存处于偏低水平。南港玉米成本低于北港主流价, 贸易商通过“区域差价”方式远距离收售粮食、以及“时间差价”方式储备粮食, 待托市收购结束后高价出售以赚取价差, 传统南北贸易利润维持窄幅波动。

2020 年 7 月-2021 年 5 月, 传统南北贸易受进口冲击影响明显。此阶段, 国储玉米去库存收尾, 玉米、大麦、小麦等谷物进口量明显增加, 南方谷物(玉米、大麦、高粱)库存由 91.5 万吨迅速累积至 215.6 万吨。同期, 玉米北港价格反超南港玉米成本, 南北贸易价差呈现倒挂局面, 玉米贸易亏损最高接近 150 元/吨水平, 北粮南运受限。

2021 年 6 月-至今, 南方谷物库存高位横盘后回落, 库存由 240 万吨下降至 168 万吨水平, 南北贸易利润呈现宽幅波动。现阶段玉米价格受进口增多、替代谷物多元化冲击。贸易商收售粮价出现逆差, 传统“收、储、销”赚价差的贸易模式风险加大。

图表 12: 进口谷物及替代多元化, 影响玉米南北贸易格局



资料来源: Wind USDA JCI 中信期货研究所

从总体上看，受南方进口增长以及小麦等替代品的影响，南方销区对国产玉米的依赖降低。多元化的谷物供应正逐步推动新的玉米贸易格局的形成。

## 四、 总结展望

2023 年全球玉米主产国仍面临诸多不确定性，国内缺口逻辑仍然存在，谷物供应朝着多元化发展。小麦价格作为玉米期价支撑位的重要参考指标，在多方面因素上影响到玉米价格。

从小麦视角看玉米：（一）价差波动决定饲用替代；（二）政策调控平衡阶段性供需；（三）谷物供应多元化推动新的玉米贸易格局。

目前小麦政策储备轮出力度不减，小麦流通领域数量充足，国内小麦市场供需延续宽松。**短期看**，新麦上市在即，存粮主体亟需出陈入新，新陈小麦供应压力衔接。在下游需求承接能力有限的情况下，短期小麦仍以震荡偏弱对待。**中期看**，面粉进入传统消费淡季，假设新季小麦产量稳定或实现增产，新粮开秤价或预期下降，利空远月价格。

市场只能通过调节储备轮入，或待小麦玉米价差缩小，打开饲用替代窗口，但也同时将压制玉米价格顶部。持续关注谷物政策情况、以及玉米小麦饲用替代变化。

**风险提示：**政策、贸易商腾库压力、小麦产区天气变化对产量和品质的影响等。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 中信期货有限公司

深圳总部地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826