

调研报告-小麦

2023 小麦夏收调研：饲用替代总量预期下调， 关注供应压力节奏



走势评级：小麦：震荡
报告日期：2023 年 6 月 18 日

方慧玲 首席分析师(农产品)
从业资格号：F3039861
投资咨询号：Z0010565
Tel: 8621-63325888-2737
Email: huiling.fang@orientfutures.com

联系人 杨云兰
从业资格号：F03107631
Tel: 8621-63325888-4192
Email: yunlan.yang@orientfutures.com

相关报告

芽麦比例增加对玉米的影响解读_20230529（热点）
跌跌不休，何处是底？_20230514（热点）

★ 调研背景

小麦的饲用替代量是对 2023 年国内玉米价格影响最大且变数最多的因素之一。为探究新麦产量、芽麦数量、小麦饲用替代总量以及市场购销心态，本人参加了业内同行共同组织的小麦夏收调研。调研团兵分五路，覆盖了绝大部分小麦主产省，包括河南、山东、安徽、河北、江苏、陕西、湖北和山西。

★ 调研结论

- 1) 小麦产量：不考虑芽麦能值下降，2023 年总产量或与 2021 年基本持平，比 2022 年明显下降，低于市场此前预期。产量占比较高的省份面积基本没有继续增长的空间（河南、安徽、江苏基本持平，河北、山东略增），但单产却多数低于正常年景，或为冻害、干旱、寡照所致，或为发芽影响；陕西、山西面积增幅较明显，单产降至与正常年景基本持平，但二省产量占比合计仅 5%，影响较小。
- 2) 芽麦数量：预计为 2500-3000 万吨，考虑能值下降后或相当于 2000-2500 万吨普麦。河南小麦几乎全面发芽，预计饲用芽麦占总产量的比例近 7 成；其次是陕西（近三成）、山西（近 1 成）；山东、安徽占比均为小个位数，江苏、河北基本无芽麦。
- 3) 小麦供需格局：因新麦减产，上年结转今年需部分流向食用，可供饲用的小麦量（剩余结转量+芽麦量），将低于此前的市场预期。但 22/23 年小麦结转仍高，过剩局面未改。
- 4) 小麦供应压力节奏：社会对低价芽麦建库有一定积极性，预计对玉米的替代压力在中期将因囤库而减小，但也将拉长压力存续时间；普通小麦的社会囤库情绪不高，预计小麦卖压后移的可能性小，在 6 月、9 月出现可能性大。

★ 行情展望及投资建议

普麦价格底部相比前低理应上移，但预计不会达到高库存暴露前的水平，价格继续上行难度大，并且或将在 Q3 因卖压而下行。届时玉米 09 合约或继续承压，但价格不会突破此前低点，建议关注空单机会；而玉米 11 合约面临的小麦供应压力或相对较小，推荐布局触底反弹。

★ 风险提示

天气；社会囤库情绪；政策调控的不确定性。

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、调研背景	4
2、分省份调研总结	4
(1) 河南	4
(2) 山东	6
(3) 安徽	7
(4) 河北	8
(5) 江苏	8
(6) 陕西和山西	9
(7) 湖北	9
3、调研结论	9
3.1、小麦产量：产量或回归 2021 年水平，比 2022 年明显下降，低于市场此前预期	9
3.2、流向饲用的芽麦总量：能值折算前预计 2500-3000 万吨	10
3.2、小麦过剩局面未改，但过剩数量的预期需下调	11
(1) 小麦饲用替代量：相比此前预期，明显减少	11
(2) 小麦价格底部相比前低应上移	12
3.3、小麦的供应节奏	12
(1) 芽麦：上市即迎卖压，但中期因囤库需求而压力减小	12
(2) 普麦：卖压出现在 6 月、9 月的可能性较大	12
4、行情展望及投资建议	13
5、风险提示	13

图表目录

图表 1：河南省各地区小麦发芽情况	5
图表 2：山东省各地区小麦发芽情况	7
图表 3：安徽省各地区小麦发芽情况	8
图表 4：陕西省各地区小麦发芽情况	9
图表 5：各省小麦单产及面积变动	10
图表 6：全国芽麦饲用量估计（未考虑能值下降）	10
图表 6：小麦供需平衡表	11
图表 8：2023 普通小麦成本概况	13

1、调研背景

2023 年，对国内玉米价格而言，小麦的饲用替代量是影响最大、变数最多的因素之一，受到了市场的高度关注。5 月底至 6 月初，小麦进入夏收期，也迎来了相对罕见的“烂场雨”天气，导致小麦发芽（简称：芽麦）比例增加。一方面，因芽麦无法进入食用，市场上存在玉米饲用替代量可能增加的预期；另一方面，也存在小麦减产导致饲用替代总量下降的预期。为探究新麦发芽的范围、程度和数量，了解面积、单产变动情况以及农户、粮点的购销心态，本人参加了业内同行共同组织的小麦夏收调研。

本次调研覆盖了 8 个小麦主产省，包括河南、山东、安徽、河北、江苏、陕西、湖北和山西，2021 年产量合计占比近 88%。我国不同地区的小麦成熟时间有 1-2 个月的差异，大体上遵循从南至北、山东地区从西至东的成熟顺序。因此，本次调研兵分五路，以河南省为中心将主产区划分为 5 片区域，时间从 5 月下旬持续至 6 月中旬。五条路线的调研时间及区域如下：

- 1、**西南线**：覆盖河南省西部，以及位于主产区西南部的湖北，陕西和山西南部。5 月 24 日-5 月 27 日期间，为雨前调研（强降水开始于 5 月 27 日），主要调研了面积、产量和成本数据。5 月 30 日-6 月 2 日期间，为雨后调研，新增了对芽麦比例的调查。
- 2、**东南线**：覆盖河南省东部，以及位于主产区东南部的安徽。时间 5 月 30 日-6 月 4 日。
- 3、**东线**：覆盖位于主产区东部的江苏及山东大部分区域。时间 6 月 3 日-6 月 7 日。
- 4、**北线**：覆盖河南北部以及相邻的山东部分区域。时间 6 月 1 日-6 月 7 日。
- 5、**河北线**：覆盖河北及山东部分区域。时间 6 月 9 日-6 月 13 日。

本报告将首先按照产量占比从高至低对各省产情进行总结，着重阐述存在芽麦的几个省份的情况，再对小麦产量、芽麦数量、饲用替代总量以及供应节奏进行分析和预判。

2、分省份调研总结

（1）河南

1、面积

虽然 2022 年小麦价格处于高位，但绝大部分样本地区 2023 年小麦面积同比基本持平，主要是没有太多调增的余地，北部靠近陕西、山西区域有部分经济效益不好的苹果树、桃树或葡萄，改种为小麦，其余地区存在个别农户大蒜改种小麦，但也有小麦改种蔬菜现象，总体上预计河南小麦面积持平微增。

2、单产

雨前调研显示，小麦尚大面积未发芽时，河南地区也普遍减产，农户预估的 2023 年亩产平均值为 850 斤，去年为 1100 斤以上，同比下降 23%，主要是 21/22 年小麦生长期天

气好，为丰产年份，亩产高于正常水平；而 2023 年 3-4 月发生了降雪和冻害，雪后少雨天气偏旱，5 月降雨使得部分农户进行抢收，导致籽粒软糯水分大，成熟度低，晒干后将更为干瘪。若无发芽的影响，预计小麦单产将与正常年份持平。但萌动和发芽导致麦粒的收割损耗加大，此外部分抢收以及芽麦的能值降低也使单产受损。

3、发芽情况

如图表 1 所示，河南全省几乎都存在不同程度的发芽，且大部分的地区发芽比例均在 20% 以上。中部城市发芽程度最高，而靠近邻近省份的城市发芽程度稍低，北部几个城市最低。

图表 1：河南省各地区小麦发芽情况

地区	产量占比	不同发芽比例的样本点数量					不同发芽比例的样本点占比				饲用芽麦占小麦总产量比例	调研日期及平均收割进度
		<5%	5%-15%	20%-60%	70%-90%	合计数量	<5%	5%-15%	20%-60%	70%-90%		
周口	15%	1	9	8	13	31	3%	29%	26%	42%	66%	6 月 2 日 <5%
驻马店	14%	0	3	11	5	19	0%	16%	58%	26%	70%	6 月 3 日 5%
商丘	12%	0	0	1	4	5	0%	0%	20%	80%	94%	6 月 4 日 65%
南阳	11%	雨前调研，无芽麦数据					参考驻马店进行估计				70%	5 月 26 日 28%
新乡	7%	1	6	7	3	17	6%	35%	41%	18%	54%	6 月 3 日 <10%
安阳	6%	调研路线未覆盖					参考鹤壁进行估计				20%	
开封	5%	1	6	5	13	25	4%	24%	20%	52%	71%	5 月 30 日为 0%， 6 月 4 日为 14%
濮阳	5%	调研路线未覆盖					参考鹤壁进行估计				20%	
许昌	5%	0	1	4	1	6	0%	17%	67%	17%	67%	6 月 3 日 0%
信阳	4%	2	0	2	0	4	50%	0%	50%	0%	35%	5 月 31 日 30%
洛阳	3%	0	0	25	0	25	0%	0%	100%	0%	70%	5 月 30 日 30%
平顶山	3%	0	0	1	8	9	0%	0%	11%	89%	97%	6 月 2 日 50%
焦作	3%	0	0	17	0	17	0%	0%	100%	0%	70%	6 月 2 日 17%
漯河	3%	0	0	0	5	5	0%	0%	0%	100%	100%	6 月 2 日 40%
郑州	2%	1	1	3	5	10	10%	10%	30%	50%	73%	5 月 30 日 <5%， 6 月 4 日 45%
鹤壁	2%	0	1	0	0	1	0%	100%	0%	0%	20%	6 月 1 日 0%
三门峡	1%	2	4	10	3	19	11%	21%	53%	16%	57%	5 月 30 日 <10%、 5 月 31 日 30%
按产量加权均值											65%	

注：发芽比例源于调研员的主观感受，或农户、粮点的判断；饲用芽麦占小麦总产量比例的估计，涉及诸多假设，仅可作为概数参考。

资料来源：调研、东证衍生品研究院

我们用“发芽比例”和“特定发芽比例的样本点占比”两个指标来描述发芽情况。由于同一块土地中的发芽小麦和正常小麦是混在一起收割，事后也很难筛选，故发芽小麦比

例过高的地块，基本只能全部流向饲用；而发芽比例较低的地块，则可以部分流向食用，理论上面粉厂使用的芽麦比例最高可以不超过 10%，面对超过 10%的，或也可通过加大正常小麦的混掺量来解决。由于河南小麦发芽、发黑较为严重，我们假设发芽比例低于 5%的可以全部流向食用，发芽 5%-15%的可以有 8 成流向食用（加大混掺），而发芽 20%-60%的可以有 3 成流向食用，发芽 70%以上的全部流向饲用。根据各地区 2021 年的产量占比计算加权均值，**预计河南地区需要流向饲用的芽麦占小麦总产量的比例接近 7 成。**

信阳、郑州发芽低于 5%的样本点占比明显高于其它地区，但其地理位置与强降水地区重合度较高，预计主要是雨后调研的取点数量过少，导致对发芽比例的估计值偏低，二者产量占比合计为 5.8%。不过，与之产量占比相近的漯河和鹤壁（合计为 4.8%），也因样本点数量过少，而导致发芽比例明显高估（达 100%）。预计高估和低估的误差大部分或能相互抵销。不过今年降雨延后了小麦的收割，河南地区的调研结束时，小麦尚未完成所有的收割和晾晒，发芽程度仍有进一步扩大的可能性。

4、**购销心态：**农户对于优质小麦普遍惜售，对于发芽、发黑小麦基本不惜售，但价格若过低会考虑将芽麦留作口粮。粮点大多数无建立库存的想法，以流通、周转为主。

(2) 山东

1、**面积：**山东的小麦面积可增长的余地略大于河南，样本中大部分地区面积同比持平，少数地区面积有所增加，其中济南章丘、日照莒县有退林还耕改种小麦的现象，枣庄台儿庄、临沂兰陵有大蒜改种小麦现象，不过兰陵以蔬菜和大蒜为主，小麦占比较低。总体上预计山东小麦面积略增。

2、**单产：**样本中大部分地区也同比减产，主要是受冻害影响，麦粒偏少、部分偏青，也有少数地区单产同比持平，个别农户略有增产；农户预估的 2023 年亩产平均值为 858 斤，去年为 1027 斤，同比减少近 170 斤（16%）；多数农户认为今年单产回归到正常年份水平，少数农户认为今年单产不如正常年景。

3、**发芽情况：**菏泽是省内发芽最严重的市，但程度也低于河南，最高比例也仅 20%-30%；临沂的郯城、临沭虽然外壳有轻微发黑现象，但内里的籽粒正常，萌动发芽的小麦品质也较好，预计能主要流向食用。假设发芽低于 10%的均能全部进入食用，发芽比例 20%-30%可以有 8 成进入食用，按各市的产量加权均值计算，**山东地区需要流向饲用的芽麦占小麦总产量的百分比仅为小个位数。**

4、**购销心态：**山东农户整体惜售情绪较强，有囤粮条件的多数表示能够存到春节甚至第二年，种植大户尤甚。去年因疫情原因农户自留的陈麦数量较多，今年自留的比例预计明显减少。有建库意愿的粮点比例高于其它省，且收优质陈麦和低价芽麦的意愿高于收新麦。

图表 2：山东省各地区小麦发芽情况

地区	产量占比	芽麦比例	饲用芽麦占小麦总产量比例
菏泽	15%	0%-5%占 5 成，10%占 1 成，20%-30%占 4 成	8%
德州	14%	0%	0%
聊城	11%	0%	0%
济宁	9%	0%占 9 成，个别农户发芽 5%，最高发芽 30%	3%
潍坊	8%	0%	0%
滨州	7%	0%	0%
临沂	7%	0%占 7 成，<5%占 1 成，20%-30%占 2 成	4%
青岛	5%		0%
济南	5%		0%
泰安	4%		0%
枣庄	3%	0%（其中泰安、威海不在调研路线内，参考其它相邻区域估计）	0%
烟台	3%		0%
东营	3%		0%
淄博	2%		0%
日照	1%		0%
威海	1%		0%
按产量加权均值			2%

注：发芽比例源于调研员的主观感受，或农户、粮点的判断；饲用芽麦占小麦总产量比例的估计，涉及诸多假设，仅可作为概数参考。

资料来源：调研、东证衍生品研究院

（3）安徽

- 面积：**仅滁州、蚌埠有个别样本同比增加，总体基本保持稳定（调增空间不多）。
- 单产：**去年为丰产年，故同比多数明显减产（干旱），少数持平，2023 年农户预估的平均亩产为 862 斤，同比下降了 15%，预计与正常年份基本持平，
- 发芽情况：**如图表 3 所示，阜阳、亳州两个产量占比最大的地区有明显发芽情况，预计进食用的条件或比省内其它地区略苛刻。但亳州样本点偏少，对芽麦比例的估计或偏高。淮北、六安有个别样本地区发芽，但程度均较低，预计基本能进入食用。加权计算后，预计安徽需要流向饲用的芽麦占总产量的百分比也为个位数，但略大于山东地区。
- 购销心态：**农户普遍不惜售，粮点多数以周转为主，有一定建芽麦库存的想法。

图表 3：安徽省各地区小麦发芽情况

地区	产量占比	芽麦比例及流向假设	饲用芽麦占小麦总产量比例
阜阳	19%	未发芽的占 58%，发芽 5%-10%的占 42%（预计 9 成进食用）	4%
亳州	19%	发芽 20%-60%的占 80%（预计 2 成进食用），发芽 80%的占 20%（全部进饲用）	20%
宿州	16%	<5%	0%
滁州	11%	0%	0%
蚌埠	9%	0%	0%
淮南	7%	0%	0%
淮北	6%	<10%	0%
六安	4%	<5%	0%
合肥	4%	0%	0%
其它	6%	0%（调研路线未覆盖）	0%
按产量加权均值			5%

注：发芽比例源于调研员的主观感受，或农户、粮点的判断；饲用芽麦占小麦总产量比例的估计，涉及诸多假设，仅可作为概数参考。

资料来源：调研、东证衍生品研究院

（4）河北

- 1、**面积**：局部地区退林还耕，面积预计略增。
- 2、**单产**：同比普遍明显下降（阴雨寡照），且低于正常年景。农户预估的 2023 年亩产均值为 920 斤，同比下降 21%，在除河南外的调研省份中单产同比降幅最大。
- 3、**发芽情况**：无发芽现象，主要是位置偏北，降雨相对不强。
- 4、**购销心态**：农户普遍不惜售，部分已经销售完毕；贸易商建库心态谨慎。

（5）江苏

- 1、**面积**：种植结构稳定，小麦面积无明显调增空间，仅与山东相邻的邳州有个别农户存在大蒜改种小麦现象。
- 2、**单产**：同比减产，但与正常年份基本持平。2023 年农户预估的亩产均值为 899 斤，同比下降了 14%。
- 3、**发芽情况**：江苏主要种植红麦，相比白麦更不易发芽，且降雨并不持续，经风吹或日晒水分能较快消失，故基本无发芽情况，个别农户抢收后露天堆放，或有发芽。
- 4、**购销心态**：农户普遍不惜售，或无囤粮条件，或急于外出打工；粮点多数无建库意愿，有建库打算的主要针对价格便宜的芽麦。

(6) 陕西和山西

1、**面积**：陕西和山西的小麦主产区均主要种植小麦和果树（苹果、桃、冬枣、葡萄、柿子等），因 2022 年果树效益不佳，而小麦价处高位，果树改种小麦的现象较为普遍，预计二省 2023 小麦面积同比增幅明显。

2、**单产**：若不考虑发芽影响，预计单产为正常年景。

3、发芽情况

陕西较为严重，仅次于河南。几个主产市的发芽比例集中在 10%以内和 20%-60%两个区间，10%-15%也有一定比例，假设分别有 2 成、7 成、2 成需要进饲用，加权后需要进饲用的芽麦比例为 26%，预计陕西进饲用的芽麦接近小麦总产量的**三成**。

山西发芽程度好于陕西，但大于安徽、山东地区。运城市的产量占比过半，其发芽比例集中在 5%-10%这个区间，最高为 20%-30%，假设需要进饲用的比例分别为 20%、70%，则加权后需要进饲用的芽麦比例为 7%。不过，**山西和陕西二省产量合计占比不高（约 5%）**，**对全国总量影响偏小**。

图表 4：陕西省各地区小麦发芽情况

地区	产量占比	发芽比例			饲用芽麦占小麦总产量比例
		0%-10%	10%-15%	20-60%	
渭南	30%	62%	8%	31%	35%
西安	17%	50%	50%	0%	20%
咸阳	22%	0%	28%	72%	56%
其它	32%	调研路线未覆盖			0%
按产量加权均值					26%

注：发芽比例源于调研员的主观感受，或农户、粮点的判断；饲用芽麦占小麦总产量比例的估计，涉及诸多假设，仅可作为概数参考。

资料来源：调研、东证衍生品研究院

(7) 湖北

样本地区面积未见增长，单产因冻害和干旱同比下降，预计回到正常年景。湖北小麦成熟早，雨前已经基本收割完毕，未受降水影响，无发芽情况。

3、调研结论

3.1、小麦产量：产量或回归 2021 年水平，比 2022 年明显下降，低于市场此前预期

因各省发芽程度不一，全国芽麦数量的计算应按省份加总。由于统计局暂未公布 2022 年各省小麦产量，故需要选取 2021 年产量作为基数。根据走访情况，2021 年的小麦单产可视为正常年份水平，而且由于 2021 年小麦面积与 2022 年基本持平（统计局显示 2022 年小麦面积同比仅下降 0.2%），故 2023 年面积的同比变动，可视为相对于 2021 年的变动。

2023 年各省产量预估如图表 5 所示。产量占比高几个省份，小麦面积基本没有继续增长的空间，但单产却多数低于正常水平，或为冻害、干旱、寡照影响，或为发芽影响。若不考虑芽麦的能值下降，只考虑其存在一定收割损耗，预计单产的下降能够基本被面积的增长覆盖，总产量或与 2021 年基本持平，比 2022 年明显下降。

图表 5：各省小麦单产及面积变动

省份	产量占比 (2021 年)	单产 (斤/亩)				面积变动(同 比)	产量变动 (与 2021 年相比)
		2023	2022	同比	与正常年份相比		
陕西	3%	755	800	-6%	基本持平	明显增长	明显增长
山西	2%	812	900	-10%			
江苏	10%	899	1042	-14%		基本持平	基本持平
安徽	12%	862	1014	-15%	略低于正常年景	持平微增	基本持平
山东	19%	857.5	1026.5	-16%	低于正常年景	略增	微增
河北	11%	920	1162	-21%			
河南	28%	850	1100	-23%		持平微增	基本持平
		发芽严重，难以预估			明显低于正常年景		明显下降
其它地区	15%	调研路线未覆盖或样本数量不足			假设持平	假设略增	略增

注：表中单产数值为样本地区农户预估值的算术平均，同比降幅可能比实际偏高（情绪影响）；面积同比视作相对 2021 年的变动（因 2022 年面积同比基本持平）

资料来源：调研、东证衍生品研究院

3.2、流向饲用的芽麦总量：能值折算前预计 2500-3000 万吨

基于预估的 2023 年各省产量、芽麦占比和一定的假设，我们初步估算，须流向饲用的芽麦总量为 2600 万吨左右，但考虑到调研结束后仍有降雨，芽麦比例可能扩大，预计实际数量为 **2500-3000 万吨**（能值折算前）。

由于如此大量级的芽麦数量较为罕见，且发芽程度和能值下降程度不一，当前饲料企业对于配方中芽麦以何比值完全替代玉米，尚未完全明确。相关文献显示，发芽 2 天后，小麦淀粉含量约仅剩 6 成，粗脂肪含量仅剩约 5 成，粗蛋白含量基本未减少。考虑到能值的下降，预计相当于 **2000-2500 万吨普麦**。

图表 6：全国芽麦饲用量估计（未考虑能值下降）

	河南	山东	安徽	河北	江苏	陕西	山西	其它	合计
2021 产量占比	28%	19%	12%	11%	10%	3%	2%	15%	100%
2021 产量	3803	2637	1700	1469	1342	425	243	2076	13694
2023 产量预估	3613	2675	1697	1491	1342	459	263	2138	13677
流向饲用的芽麦占比	65%	2%	5%	0%	0%	26%	7%	0%	
流向饲用的芽麦数量	2349	46	77	0	0	119	18	0	2610

注：饲用芽麦占小麦总产量比例的估计，涉及诸多假设，仅可作为概数参考。

资料来源：调研、东证衍生品研究院

3.2、小麦过剩局面未改，但过剩数量的预期需下调

(1) 小麦饲用替代量：相比此前预期，明显减少

小麦供需平衡表如图表 7 所示，在假设了相应的能值折算系数后（河南地区设为 80%，其余地区设为 95%，流向食用的能值折扣设为 98%），2023 年产的小麦合计约 13000 万吨，其中有约 2100 万吨饲用芽麦，约 11000 万吨其它小麦。小麦平衡表中的历史年份供应量、食用量及其它消费量（种用、工业用和损耗）历年表现相对稳定，均参考粮油中心的数据。饲用需求量更为核心，我们将其分为三类：

- 1、正常饲用量，每年都有一定量的小麦，因等级差、价格低等原因进入饲用，数量在 1000 万吨左右，也相对稳定。2023 年因河南全面小麦几乎全面发芽，与正常年份的劣等小麦发生区域可能有所重合，故 23/24 年正常饲用量或有所下降。
- 2、芽麦饲用量，正常年份忽略不计。
- 3、额外饲用量，即当小麦对玉米出现大规模替代的价格优势时，而出现的饲用量。

图表 7：小麦供需平衡表

	20/21	21/22	22/23 E	23/24 F
生产年份	2020	2021	2022	2023
产量	13,425	13694	13772	12972
进口量	1,043	952	1060	900
食用量	9180	9360	9380	9340
饲用量	4760	3240	1500	4557
正常饲用	1000	1200	1000	900
芽麦饲用	-	-	-	2127
额外饲用	3760	2040	500	1500（数量取决于麦米价差所决定的社会库存的释放）
其它消费	1749	1786	1697	1712
当年结余	-1220	261	2255	-1777

注：小麦历史年份供应量、食用量及其它消费量（种用、工业用和损耗）均参考粮油中心的数据；小麦市场年度为当年 6 月至次年 5 月。

资料来源：粮油中心、东证衍生品研究院

此前预期：我们曾在热点报告《跌跌不休，何处是底？》中估算，5 月初，22/23 年小麦的库存结转预计为 2200 万吨左右，如果 23/24 年小麦产量继续同比增长，则两年合计过剩量或将超 4500 万吨。而 5 月需求端所消耗的小麦预计仅几百万吨，仍有接近 2000 万吨小麦有待消化。

当前预期：如图表 7 所示，2023 年生产的小麦在扣除食用量、正常饲用量及正常的其它需求量之后，余量约为-200 万吨，意味着需要消耗上年结转，故额外饲用替代量至多将上年结转完全耗尽，与芽麦合计最多约 4100 万吨，比此前预期至少下降 500 万吨。然而，

市场情绪最悲观的时点已过，库存结转预计不会完全释放，除去每年常规的替代量，预计23/24年小麦饲用替代量或为3600万吨左右。

(2) 小麦价格底部相比前低应上移

如果小麦此前的价格大跌，已经充分反映了市场对需要饲用来消化的过剩小麦的预期，那么饲用替代总量预期的下调（此次调研给出的增量信息），理应推动小麦价格底部有所上移。只不过考虑库存结转后小麦供给过剩局面未改，麦价并不能形成上行趋势，回到大跌之前的水平。5月以来普麦价格相比前低已明显反弹，预计继续上行的难度较大。

3.3、小麦的供应节奏

(1) 芽麦：上市即迎卖压，但中期因囤库需求而压力减小

调研情况显示农户对芽麦普遍不惜售，预计上市即迎较大供应压力。贸易商多数虽无建库意愿，但有建库打算的，对优质陈麦和低价芽麦建库意愿较高。建库需求对芽麦的量级而言，影响相对较大，故渠道建库需求或将减弱芽麦供应压力的大小，并将延长压力存续的时间。近期芽麦价格上涨较快，或是由于前期的低质芽麦价格优势明显，下游抢购，从而使社会（渠道+农户）的信心有所增强。

(2) 普麦：卖压出现在6月、9月的可能性较大

小麦基层售粮期的卖压，容易出现在收获完毕时（6月中下旬）、新玉米收获时（9月中下旬）以及春节前后。原因在于，无囤粮条件的农户一般选择晒干即卖（晒干需要1-2个晴天，收获晚的收割时即干粮）；有囤粮条件的农户和贸易商，会考虑为新玉米腾库；而春节前后，一般是由于有更强的变现需求。

本次调研显示，多数农户选择晒干即卖，山东地区有囤粮条件的农户，部分表示能等到春节前后。普通小麦的种植成本支撑点位较低，预计不高于最低收购价，或也是农户不惜售的原因之一。样本中多数农户表示小麦总成本在1000元/亩出头，按亩产950斤计算，小麦成本支撑位在2300元/吨左右，而三等小麦最低收购价为2340元/吨。

根据本次调研情况，小麦的社会囤库情绪预计不高，卖压后移的可能性较小，不过，麦价反弹后，情绪最悲观的时点已过，供应节奏可能仍有一定变数。

图表 8：2023 普通小麦成本概况

单位	项目	2023 成本
元/亩	种植成本（除地租外）	400-600
	种子	100 左右
	化肥	200-300
	农药	70-100
	机械	100 左右
	地租	400-600
	合计	1000 出头
斤/亩	亩产（干粮）	900-1000
元/吨	成本	2,300 左右

注：小麦主产区一年种植两季作物，分摊给小麦地租成本为总地租除以 2。

资料来源：调研、东证衍生品研究院

4、行情展望及投资建议

因新麦减产，可供饲用的小麦总量相比此前需要下调，意味着麦价底部相比此前应有所上移。但在考虑上年库存结转之后，小麦的总供给仍然过剩，预计价格不会回到 3 月下旬陈麦高库存暴露之前的位置，而 5 月以来普麦价格相比前低已明显反弹，预计难以继续上行。

从供应节奏看，目前预计社会囤库积极性仍不高，卖压更可能在上市时（6 月中下旬）或新玉米收获时（9 月中下旬）出现。届时普麦价格或将面临较大下行压力，玉米价格也将受到压制。玉米 09 合约预计继续承压难涨，但价格预计不会突破此前低点，建议以逢高沽空思路应对；远月玉米面临的小麦替代压力相对较小，C2311 合约中期可布局触底反弹机会。

5、风险提示

天气；社会囤库情绪；政策调控的不确定性。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com