

## 政策推高价格重心，上行空间取决宏观经济

我们认为：**2010** 小麦价格将以宽松货币政策调整时间为界出现先扬后抑走势，整体价格将维持在相对高位区域。

在经历了金融危机的洗礼后，“震荡回涨”成为 2009 年商品市场的主旋律，小麦自然没有例外。受到政策因素和宏观经济环境的支撑，国内小麦价格抵抗住了创纪录产量压力，整个 09 年的行情以震荡回涨为主，但其回涨过程表现出一些独特之处，并集中反映出了国内小麦品种上政策干预太强，及非完全市场化的本质。对于这样一个特殊品种，在目前价格已重回历史高位的情况下，来年价格又会如何演变？

我们认为：2010 年度国内、国际小麦的供求环境仍然宽松，并不支持小麦价格的上行；但供、求数量相对上年度增减变化不大，对小麦价格影响力相对有限。因此，预计宏观经济环境和政策仍将是来年小麦价格的主导因素。

价格走势上，在当前的宽松货币政策未作出调整之前，通胀预期不会得到削弱，加之经济复苏预期，小麦价格有望借此克服供给压力成功跨跃历史高点，延续上涨走势，而上涨空间取决通胀预期的强度和实际通胀的程度，以及经济复苏程度和可能的政策抑制；宽松货币政策出现调整之后，通胀预期，即小麦价格的上涨基础将会被削弱，小麦价格走势或因此发生阶段性转折。不过，由于小麦的托市政策抬高了小麦的价格重心和支撑区域，因此麦价即便回落，空间也会相对有限。

### 相关报告：

《2008 年小麦年报——牛熊转换  
试看政策力量》

### 张中云

0816-2234702

成都倍特期货经纪有限公司

绵阳营业部

### 免责条款

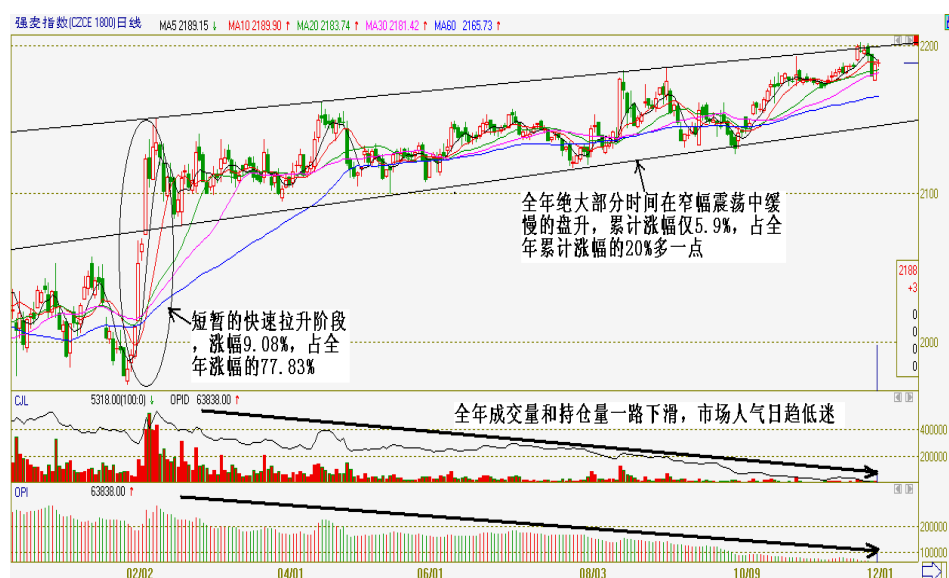
本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

# 政策推高价格重心，上行空间取决宏观经济

## 第一部分：2009 年小麦走势回顾

回顾 09 年到目前为止小麦的行情走势，震荡回涨是基本格调。强麦指数最低 1972 元/吨，最高上涨至 2221 元/吨，涨幅 12.63%；硬麦指数最低 1975 元/吨，最高上涨至 2038 元/吨，涨幅 13.54%。纵观其回涨过程很是特别：全年的大部分涨幅，或者说真正的上涨就在短短几天时间内完成，剩下的绝大部分时间期价都处于沉寂之中，在窄幅震荡中缓慢的抬高价格重心（见图一）。

图一：09 年强麦指数走势图



数据来源：文化财经

**短暂的拉升阶段：**09 年春节前后，即 1 月 21 日—2 月 9 日，受北方小麦主产区严重冬旱及春节消费预期影响，投机资金借机发力，期价走出了短暂快速飚升行情，不到十个交易日的涨幅占了全年累计涨幅的大半。强麦指数从 1972 元/吨上涨至 2151 元/吨，涨幅 9.08%，占到全年累计涨幅的 77.83%，持仓从 18.7 万手增至 28.5 万手；硬麦从 1795 元/吨，上涨至 1922 元/吨，涨幅 7.08%，占到全年累计涨幅的 52.3%。

**漫长的缓慢盘升阶段：**自 2 月 9 日阶段见高后，期价回落震荡，自此陷入缓慢的震荡盘升期。此期间，09 年小麦最低收购保护价和最低收购价小麦销售底价的上调、出口暂定关税的取消、放宽因雨受灾地区小麦收购标准等一系列利多政策相继出台，对小麦价格形成强有力的政策支持，加之商品市场强烈的通胀预期和经济复苏预期，小麦价格抵抗住了增产压力，在春节那波上涨后一

直稳定在相对高位，并在震荡中缓慢盘升。其中，强麦指数一直维持在一个平缓的震荡上行通道内，硬麦在年末一有个翘尾动作。在这期间，由于小麦价格波幅不大，加之政策性太强，市场参与兴趣不高，致使郑麦上的成交量和持仓量一路萎缩。全年的大部分时间，小麦市场都处于低迷和沉寂之中。

相对于其他农产品，09年小麦价格的回涨还有一个特点，就是起涨点高、全年累计涨幅相对最小。由于之前国家连续三次上调了小麦最低收购价，特别是第三次上调正好在国庆节后金融风暴来袭之时，其政策意图明显，这封杀了小麦价格的回跌空间，从而使得国内小麦价格在金融危机中仍能独善其身，没有像其他品种一样出现大幅下跌走势，因此，价格一直维持在相对高位。进入09年，在整个商品市场全线回涨的市场氛围下，小麦价格也顺势步入上行。正因如此，09年小麦价格的起涨点相对其他品种显得要高。而从09年的累计涨幅来看，小麦又是农产品中涨幅最小的品种（见表一）。虽然涨幅最小，但由于其起涨点高，目前小麦价格在金融危机之后已重新回到了历史高位附近，也是农产品中率先重回历史高位的品种。

表一：09年农产品上涨幅度统计表

品种	年内低点	年内高点	涨幅%	备注
豆一指数	3372	4060	20.40	
豆粕指数	2403	3212	33.67	
豆油指数	5807	7945	36.82	
玉米指数	1538	1803	17.23	
<b>强麦指数</b>	<b>1972</b>	<b>2221</b>	<b>12.63</b>	
<b>硬麦指数</b>	<b>1795</b>	<b>2038</b>	<b>13.54</b>	
棉花指数	11536	16359	41.81	
菜籽油指数	6425	8413	30.94	
棕榈油指数	4951	6996	41.30	
白糖指数	2887	4999	73.16	

数据来源：文化财经品种指数，统计时间截止 09/12/07

通过以上的回顾可以看出，国内小麦价格在09年能够抵抗住创纪录产量压力，并震荡回涨，主要是受到政策因素和宏观经济环境的支撑，自身供求关系的影响反而退居了次席。同时，其回涨过程所表现出的与众不同的特征，又集中反映出了国内小麦品种上政策干预太强，及非完全市场化的本质。对于这样一个特殊的品种，在目前价格重回到历史高位的情况下，后市价格又会如何演变？下面我们就对来年的潜在影响因素进行分析。

## 第二部分：2010 年影响因素分析

### 一、供求情况

#### 1、国内供求情况

产量方面：到今年我国小麦产量已连续五年增产，根据国家粮油信息中心的数据，08/09 年度国内小麦产量 11246 万吨，创出近八年来的新高。对于 09/10 年，根据国家粮油信息中心发布的 11 月份《食用谷物市场供需状况报告》预测数据显示，2009 年中国小麦播种面积为 2421 万公顷，较上年 2362 万公顷略有增长。预计小麦产量为 11495 万吨，较上年的 11246 万吨增长 249 万吨，增幅 2.2%；根据美国农业部 11 月份月度供需报告数据来看，预测中国 09/10 年度小麦产量为 11450 万吨，此数据和国家粮油信息中心预测数据基本一致。由此来看，09/10 年度我国小麦产量有望连续第六年增产，只是增幅有限。

小麦消费方面：根据美国农业部 11 月份月度供需报告数据来看，预测中国 09/10 年度小麦消费量为 10200 万吨，加上出口 150 万吨，总需求预计为 10350 万吨，略高于 08/09 年度的预测数据 10322 万吨；另外，综合国内各部门预测分析来看，受人口增长因素影响，09/10 年度小麦口粮消费总量平稳略增，但人均口粮直接消费仍呈平稳略减趋势。同时，在口粮消费结构中，随着城镇化进程的发展，农村人口口粮总量呈递减趋势，城镇口粮呈递增趋势。另外，今年，我国部分小麦产区因降雨造成小麦质量下降，一部分小麦仅能作为饲料和工业用粮，会造成 2009/10 年度饲料和工业用小麦消费数量小幅上升。综合考虑，预计 2009/10 年度我国小麦总需求量约为 10480 万吨。

由以上预测数据来看，09/10 年度我国小麦产量和需求量都略有增长，只是幅度不大；同时，产量仍高于需求，年度结余预计在 1000 万吨以上，国内小麦市场的供求环境较为宽松。

#### 2、国际小麦供求情况

这里先看一下几个主要机构对 09/10 年度全球小麦供求情况的预测：

**国际谷物理事会 (IGC)**：在 11 月最新预测报告中，上调了 2009/10 年全球小麦产量预估至 6.683 亿吨，这要比上年度创纪录的 6.868 亿吨水平减少 1900 万吨，降幅 2.69%；预估 2010 年小麦播种面积为 2.22 亿公顷，较 2009 年减少 150 万公顷，但仍较五年均值高 2%；2009/10 年度全球小麦期末库存为 1.906 亿吨，高于上年的 1.648 亿吨，增幅 15.66%；10 月份预计 2009/10 年度全球小麦用量为 6.431 亿吨，上年为 6.395 亿吨。

**美国农业部 (USDA)：**11月最新的作物供需报告显示，全球2009/10年度小麦产量预估为6.7189亿吨，仅次于上年度创纪录产量6.8275亿吨，降幅仅1.59%；全球09/10年度小麦总用量6.4835亿吨，相对上年的6.3929亿吨略有增加；全球2009/10年度小麦年末库存预估为1.8828亿吨，上年为1.6474亿吨，同比增长14.3%。

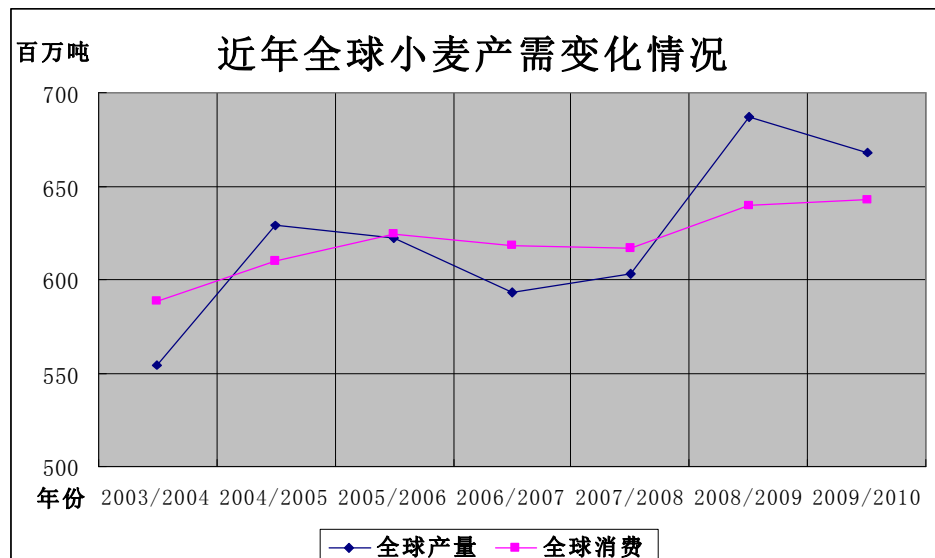
**私人分析机构 (Informa)：**根据其10月份预测数据，2009/10年度（4月到次年3月）全球小麦产量预计为6.668亿吨，上年为6.821亿吨，下降2.24%。

**联合国粮农组织 (FAO)：**据其11月份预测数据，2009/10年度全球小麦产量数据上调到了6.78亿吨，比上年的实际产量减少0.5%。

综合这些机构的预测数据，几乎一致认为：相对于08/09年的创纪录产量，09/10年度全球小麦产量将相对减少，但下降幅度很有限，且预计09/10年度消费量稳中略增。

从近年来全球小麦产需变化情况（见图二）来看，很明显，09/10年全球小麦产量预测数值仍处在相对高位区，小麦供给相对充裕。

图二：近年全球小麦产需变化情况

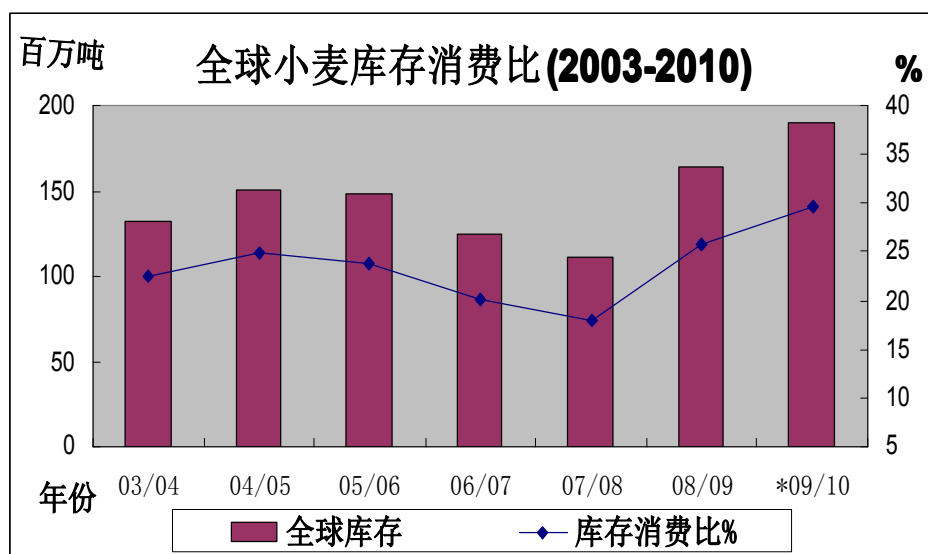


数据来源：国际谷理事会统计报告，09/10为其预测值。

同时，近年小麦消费量虽然稳步增加，但增幅十分缓慢，相对于处在历史高位的产量数据，仍显偏低。因此，预计09/10年度期末库存会进一步增长，库存及库存消费比都将再创近年新高（见图三）。由此来看，2009/10年度全球小麦供求环境仍将宽松。



图三：全球小麦库存及库存消费比 2003-2010



数据来源：国际谷理事会统计报告，09/10 为其预测值。

## 二、政策因素

在我国，小麦作为关系国计民生的重要粮食品种，国家的政策干预性很强，因此政策因素对小麦价格的影响很大，这也是小麦与其他农产品的最大区别。在 09 年的行情中，政策因素的支撑作用就表现得很明显。来年，政策因素的影响将有增无减，但政策调控方向或将在年中发生变化。

首先，在政策激励和扶持方面，国家有关扶农、惠农、确保和提高农民收入的三农政策的大方向不会改变。在刚结束的中央经济工作会议上确定的 2010 的经济任务中也明确提出要“夯实‘三农’发展基础”，由此决定了小麦价格不可能出现过度下跌走势，毕竟“谷贱伤农”。同时，对于小麦的具体扶持措施有所加强，根据 2009 年 10 月 12 日国务院常务会议精神，2010 年我国小麦各品种最低收购价每斤将再提高 3 分钱，其中白麦提高到 0.9 元/斤，红麦及混麦 0.86 元/斤。这是我国从 2006 年最低收购价政策执行以来，政府第四次上调小麦最低收购价格，虽然此次上调幅度较小，但累计提高幅度分别达到 20% 和 22.86%。由此带来的直接影响就是小麦价格重心和价格支撑的上移，从而封杀了小麦价格的回跌空间。这也是小麦价格在金融危机中能独善其身的原因，同时又将作为后市小麦价格回跌时的强有力支撑。

不过，经过 09 年行情的回涨，目前国内小麦价格已经重新回到了历史高点附近，农民收益基本能得到保证，因此预计在 2010 年不会再有太多的扶持政策出台。相反，在目前通胀预期较强的情况下，如果来年小麦价格出现过度或不合

理上涨，政府为了稳定物价，确保小麦市场的稳定和健康发展，必将出手干预和调控，平抑价格。因此，来年，需要结合宏观经济环境和不同时段的具体情况，辨正地看待政策因素对小麦价格的影响方向。

### 三、宏观经济环境

金融危机后，宽松的货币政策环境和经济复苏预期给市场带来了较强的通胀预期。到目前为止，通胀预期仍有增无减，预计将持续到下一年度，并对包括小麦在内的整个商品价格形成较大的影响。不过宏观经济环境存在变数，因此通胀预期的影响也具有不确定性，主要有两个方面：

第一，是各国经济恢复的速度和程度。目前金融危机的影响已在逐步消退，各国经济基本企稳或处于回升之中，特别我国目前的经济恢复势头明显。下一年度，经济的进一步恢复是大势所趋，但恢复的速度和程度是不确定的。由于经济的逐步复苏会拉动商品的需求，从而强化通胀预期并对商品价格形成支撑和推动。所以，经济恢复的速度和程度也就决定了通胀强度及商品价格的强弱。经济增长势头越强，通胀可能越大，对商品价格的推动和支撑作用也会越强。

第二，宽松的财政、货币政策如何演变。各国应对金融危机所采取的宽松货币政策以及由此释放的流动性，是引发通胀预期主要原因。目前这种政策环境还没有发生改变。我国在 12 月 5 日召开的中央经济工作会议上明确提出在 2010 年“继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策；同时把握好政策实施的力度、节奏、重点”。业内人士认为，“尽管此次对于宏观政策走向的表述仍然是‘双宽松’，但和 2009 年的‘双宽松’相比，更侧重外松内紧。同时，‘适度宽松’的提法内涵十分丰富，可以调整的余地非常大”，由此来看，国内的宽松政策仍存在微调可能。从全球来看，随着经济的逐步好转，宽松货币政策的逐步退出也是必然的。因此，预计在 2010 年宽松的财政货币政策或有适度的调整。在宽松货币政策环境未发生变化之前，市场的通胀预期将不会改变，商品价格的强势预计仍将延续。如果宽松政策调整开始出现，市场通胀氛围将会被削弱，并将影响商品的价格走势。由此，预计 2010 年的商品行情会以宽松政策的调整时点为分界线，出现变数；而宽松货币政策调整的方式及力度将决定商品价格的变动烈度。

#### 四、技术图表分析

这里我们以文化财经数据为基础，将强麦指数和硬麦指数叠加在一起来看（见图四）。

图四：强麦指数和硬麦指数月线叠加图



数据来源：文化财经

从月线图来看，强麦与硬麦走在走势上基本一致。目前期价均处于震荡上行通道之中，均线系统保持多头排列，技术指标中 MACD 维持在 0 线之上并有向上抬头迹象，整个技术图表倾向于强势。同时，目前期价已回到了历史高点一线，技术上处在一个抉择关口，进一步上行空间能否被打开，取决于期价能否有效突破历史高点。

另外，从 CBOT 小麦指数来看，由于其价格更加市场化，在金融危机和增产压力下，期价在 09 年经历了再次探底过程，目前已基本回稳，预计后市进一步下行空间不大，低位整固后有回涨要求，将为国内小麦提供有利的外部环境支持。

### 第三部分：后市观点

通过前面的分析，2010 年度国内、国际小麦的供求环境仍然宽松，并不支持小麦价格的大幅上行；但供、求数量相对上年度增减变化不大，对小麦价格影响力相对有限。因此，预计宏观经济环境和政策仍将是来年小麦价格的主导因素。



价格走势上，在当前的宽松货币政策未作出调整之前，通胀预期不会得到削弱，加之经济复苏预期，小麦价格有望借此克服供给压力成功跨跃历史高点，延续上涨走势，而上涨空间取决通胀预期的强度和实际通胀的程度，以及经济复苏程度和可能的政策抑制；宽松货币政策出现调整之后，通胀预期，即小麦价格的上涨基础将会被削弱，小麦价格走势或由此发生阶段性转折。不过，由于小麦的托市政策抬高了小麦的价格重心和支撑区域，因此麦价即便回落，空间也会相对有限。

一句话，预计 2010 小麦价格将以宽松货币政策调整时间为界出现先扬后抑走势，整体价格将维持在相对高位区域。