



农业

2010.08.16

多种因素交织下的农产品价格上涨

**秦军**

021-38676768

qinjun@gtjas.com

S0880206080312

傅佳琦

021-38674635

fujiaqi008094@gtjas.com

S0880110024659

本报告导读：

受到俄罗斯干旱和禁止粮食出口的影响，芝加哥小麦带领其他初级农产品走出一波上涨行情；国内农产品价格则在生产成本，投机资金和灾害天气的相互作用下上涨。

摘要：

● USDA 本月度下调全年粮食产量和库存量

8 月份 USDA 农业数据显示，2010/11 年度预计全球粮食产量为 22.13 亿吨，消费量为 22.45 亿吨，库存量为 4.44 亿吨，生产量和库存量相比上月分别下调 1% 和 4%。

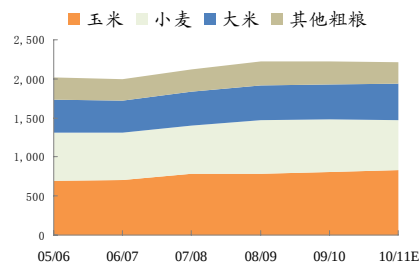
● 国际粮价主要是在短期供给的冲击下上涨

同 07 年由于高企油价而导致生物能源兴起，从而带动粮食价格上涨的那波农产品牛市不同，本轮价格上涨主要是人们对于俄罗斯干旱和禁止粮食出口引发的短期供给冲击的一种反应。

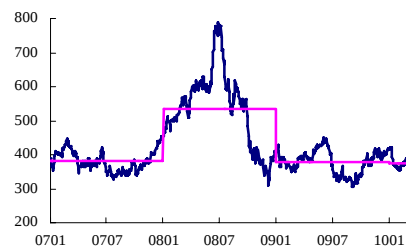
● 成本上升，投机资金介入，灾害天气频发推高国内粮价。

我国的大部分农产品属于自己自足的内循环品种，本轮上涨除了受到外围市场的带动，更多的是由于 1：从 09 年下半年开始农业生产资料价格的上涨，提高了农业生产成本，最终反映在农产品价格上；2：过剩的流动性使得资金转战农产品市场，试图从各个途径博弈价格的波动，造成了价格的不稳定；3：今年以来我国极端天气频发，造成了夏粮 6 年来第一次减产，也使得人们对粮食价格的上涨预期强烈，农民惜售，经销商囤粮等现象推高粮价。

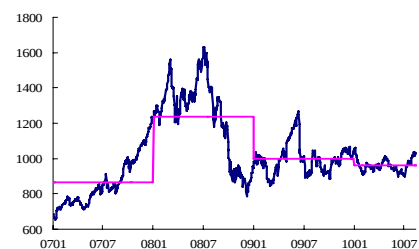
全球粮食产量



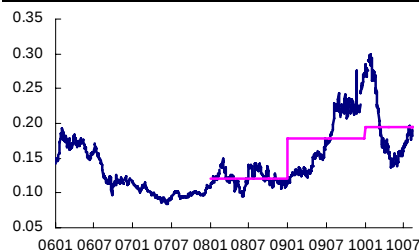
CBOT 玉米期货



CBOT 大豆期货



11#原糖期货价格



相关报告

农业：《夏粮减产无碍市场供应》

2010.07.15

农业：《成本推动农产品价格温和上涨》

2010.06.17

农业：《农产品价格将温和上涨》

2010.05.14

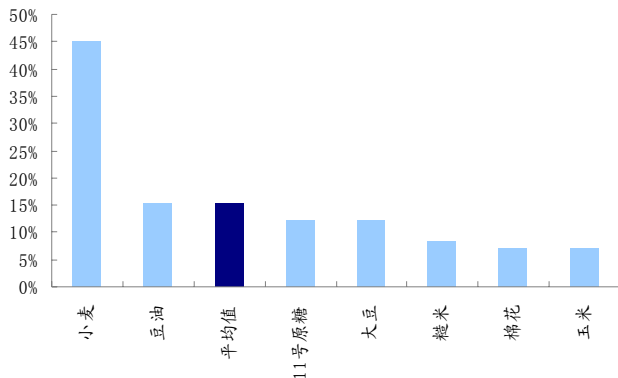
农业：《西南大旱对粮食作物影响有限》

2010.04.14

1. 基本供需面并不是本轮粮食涨价的推手

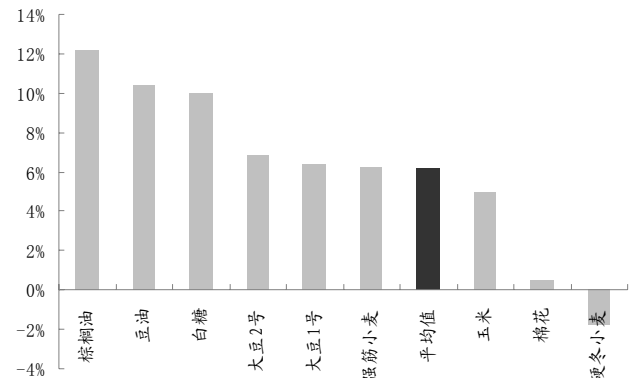
这段时间以来，“农产品涨价”，“通胀抬头”等声音时常在我们耳边响起。而七月份宏观经济数据显示 CPI 3.3% 的涨幅也进一步加重了人们对未来通胀的预期。反观过去的一个月，在芝加哥小麦期货的一路带领下，国际国内初级农产品价格都有大幅上涨，国际市场上，小麦狂涨 45%，豆油，原糖，大豆也都有 10% 以上的涨幅；国内市场上，棕榈油涨 12%，豆油和白糖涨 10%，除去硬冬小麦微跌 2%，其余所有产品价格都上扬。

图 1：近一个月来国际农产品期货价格涨幅



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 2：近一个月来国内农产品期货价格涨幅



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

人们以往在谈论农产品价格，尤其是国内市场的价格，总是用“不瘟不火”，“政府价格托市”等词汇来形容。可是现在的实际情况与人们过去的观念大相径庭，在“蒜你狠”，“豆你玩”，“姜你军”这些充满戏谑的词语以及“芝加哥小麦期货创下 22 个月来新高”等有着视觉冲击力的描述下，我们不禁怀疑是否还应该用过去的老眼光来看待今天的农产品价格？

1.1. 国际：短期供给冲击下的上涨

本轮国际农产品价格的上涨是否会重演 07 年的那一波农产品大牛市？我们认为导致这 2 次价格上涨行情的促动因素不尽相同，因此这种预期并不扎实。

“高企的油价 -> 生物能源 -> 粮食价格”是 07 年农产品牛市的主要传导路线。一度高达 147 美元/桶的原油价格，使得人们开始寻求更经济的可代替能源，也使得从事可代替能源生产的厂商（如玉米乙醇汽油生产），在高油价面前能获得不错的经济收益。更多的粮食作物表现出越来越强的能源属性之后，价格的上涨反映了人们对于粮食的长期需求路径预期的改变。

人们对于短期内供给的担心是促发本轮国际粮价上涨的因素。作为世界第四大的小麦生产和消费国，以及第三大的小麦出口国，俄罗斯遭受的持续干旱和高温天气严重的影响了该国的粮食生产，随后俄罗斯全国又限制了全年粮食的出口，一度引发了国际市场的恐慌，直接表现为芝加哥小麦期货创下了 22 个月以来最大的日涨幅。小麦的狂涨也带动了其

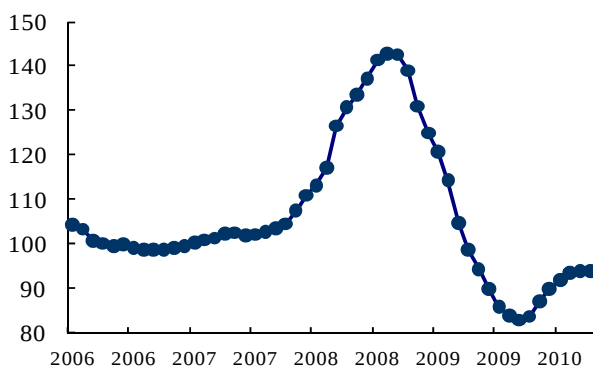
他粮食作物的涨价。

1.2. 国内：成本推动，投机资金和灾害天气的三重作用

我国国内的农产品除大豆外，基本上是自产自销型，属于内循环品种，同国际市场的贸易联系并不是很多。也许一段时间内由于“比价效应”等因素，国际农产品的价格会暂时地影响了国内农产品价格，但是反观本轮农产品价格异动，我们认为是生产成本，流动性和灾害天气相互作用的结果。

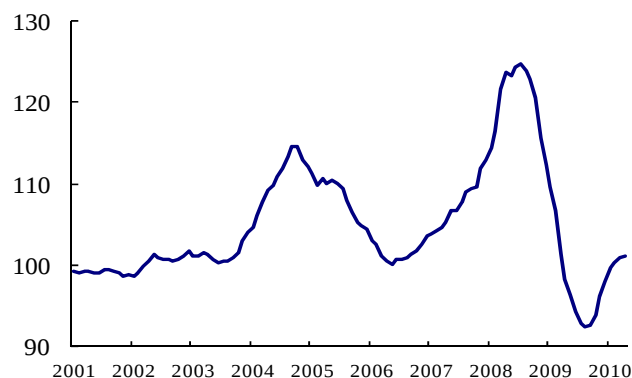
从 09 年下半年开始，我国化肥，农药，农业生产机械工具等基本的农业资料价格上涨，同时最低工资的实施使得劳动力成本也开始上涨，农业生产成本在多方面的推动下上涨，从而势必将逐步推高农产品价格。

图 3：化学肥料生产价格指数



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 4：中国农业生产资料价格指数

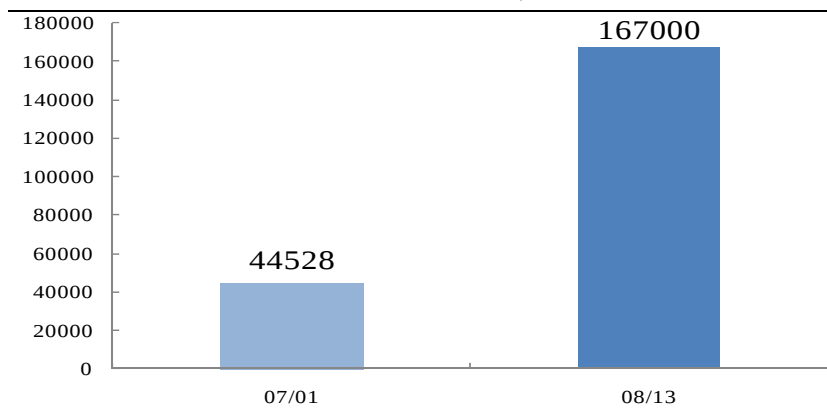


数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

投机资金试图从各个途径进入农产品市场也是一个重要的因素。从以往来看，在我国，流动性过剩导致的资产泡沫，主要体现于股市和楼市之中，并没有体现到实体经济上。但是在今年股市震荡和楼市被政府打压的情绪下，游资将目光瞄准了商品市场中的农产品，一些具备被炒作条件的小宗农产品先受到追捧（易存放，产区较集中，平时政府管制较少，每年需求稳定）。大宗农产品由于其产量太大，政府管制严格等条件，资金只能通过其他替代途径来博弈价格的波动。

一个很明显的例子就是，随着 7 月份以来国际小麦期货价格的一路飙升，郑州商品交易所的强麦合约的持仓单数从 7 月 1 日的 44,528 单狂增之 16,700 单，增幅达到 275%！可见资金参与农产品价格的投机意愿有多么强烈。同样的情况也在国际市场出现，次贷危机中很多大机构由于信用违约而倒闭，甚至在主权信用也会出现问题的時候（如早前希腊和迪拜的债务危机），使得国际投资者不得不重新审视所有的投资产品，而商品期货（原油，农产品）是一种不用担心出现对手违约风险的投资品种，出于资产配置的需要，资金比之前更多的进入了商品市场，从而造成期货价格的波动，而期货价格的波动，又在短期内影响着现货市场的价格。

图 5: 郑州商品交易所强麦期货合约持仓单数



数据来源: 文华财经, 国泰君安证券研究

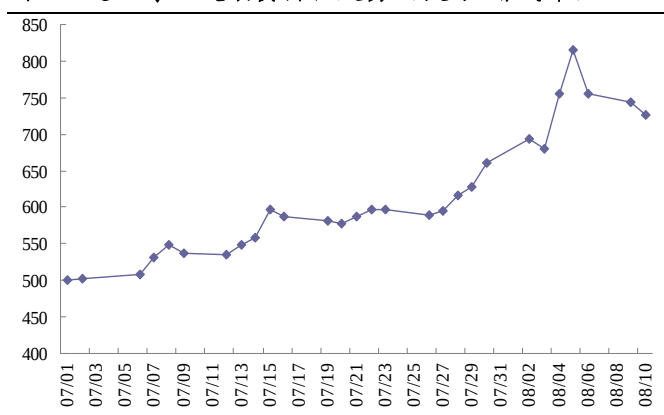
从 09 年下半年的西南大旱, 到年初东北地区的倒春寒, 再到现在的南方洪涝灾害, 异常极端天气的增多, 不仅在一定程度上影响了农业生产 (夏粮 6 年来首次减产), 也使得人们对农产品涨价的预期变得比以往任何时候都强烈, 因此农民惜售, 经销商囤粮等涨价的现象屡屡可见。

2. 小麦: 恐慌情绪下价格的上涨

近期国际市场上小麦的价格可谓是相当夺人眼球, 作为国际小麦价格风向标的 CBOT 小麦期货, 自从 7 月份以来, 最高涨幅达到 63.13% (7 月 1 日价格 499.75 美分/蒲式耳, 8 月 5 日价格 815.25 美分/蒲式耳)。

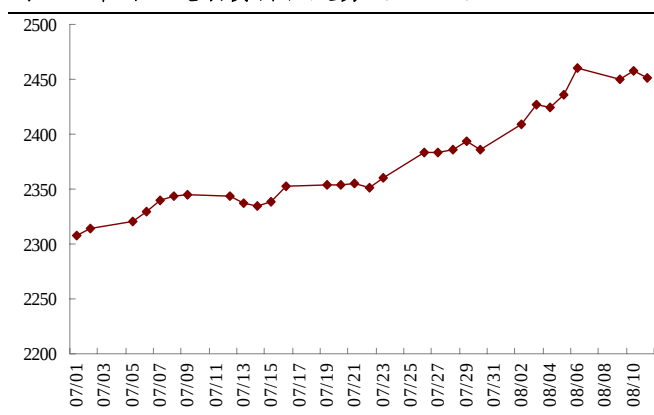
国内小麦期货价格也在外围市场的带动下, 走出单边上扬行情。郑州强麦期货自从 7 月份起来最高涨幅达到 65.86% (7 月 1 日价格 2308 元/吨, 8 月 6 日价格 2460 元/吨)。

图 6: 芝加哥小麦期货价格走势 (美分/蒲式耳)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 7: 郑州强麦期货价格走势 (元/吨)

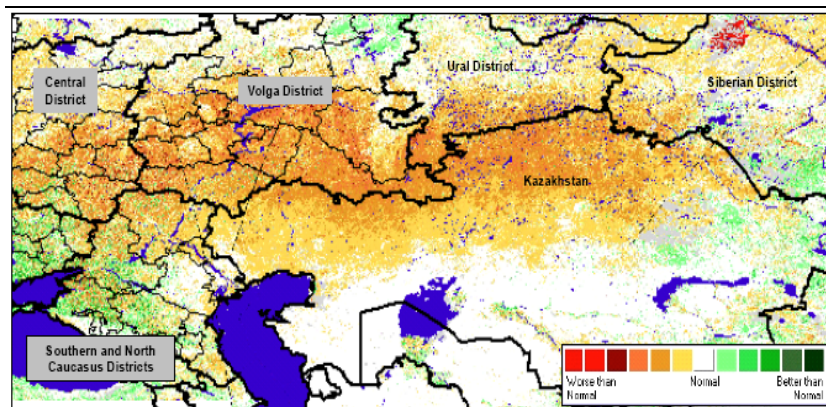


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

这一轮小麦上涨的主要动力是来自于世界小麦的主要出口国之一的俄罗斯。自从进入 6 月份以来, 俄罗斯部分地区出现了持续的高温天气, 根据不完全统计, 俄罗斯有 28 个地区遭受旱灾, 20% 的可耕地土地受灾, 同时发生的森林大火更是进一步烧毁了很多农田, 俄罗斯农业部将本国粮食产量预测从年初的 9000 万吨下调至 7000-7500 万吨, 今年减产已成定局。出于维持国内粮食价格稳定和充分供应的考虑, 俄罗斯总理普京

在 8 月 5 日宣布了俄将从今年 8 月 15 日至 12 月 31 日禁止粮食及粮食产品出口。

图 8：卫星拍摄俄罗斯及附近地区干旱情况

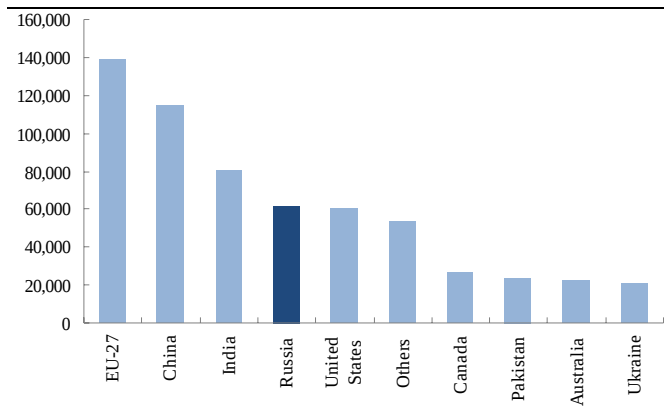


数据来源：USDA，国泰君安证券研究

注：（红色表示比正常生长条件差，绿色表示比正常生长条件好。可以看到在俄罗斯和哈萨克斯坦的大部分主要粮食产区，作物生长情况都比正常情况来的差，持续的干旱和炎热将降低单位面积粮食作物的产量）

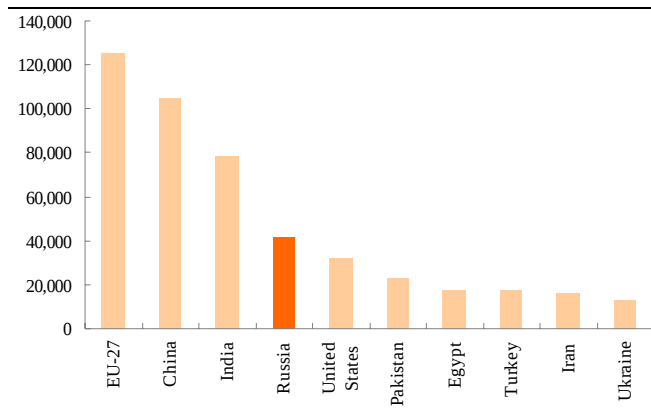
俄罗斯是世界上第四大小麦生产国和消费国（以 EU-27 国为单位），根据 09/10 年 USDA 预估数据，俄罗斯全年小麦产量为 6100 万吨，占到全球小麦产量的 9%，其全年消耗量为 4200 万吨，占全球小麦消耗量的 6.45%。

图 9：09/10 年世界小麦主要生产国



数据来源：USDA，国泰君安证券研究

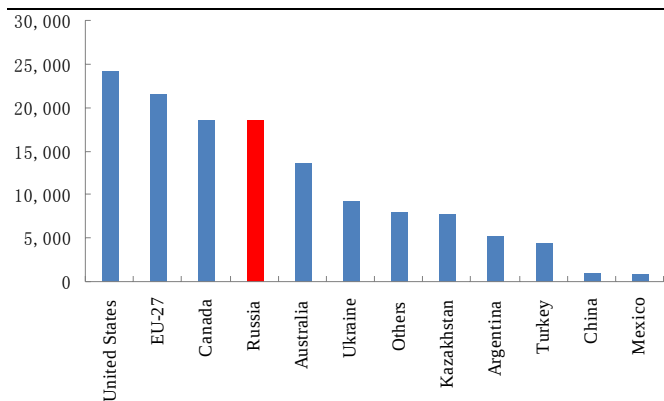
图 10：09/10 年世界主要小麦消费国



数据来源：USDA，国泰君安证券研究

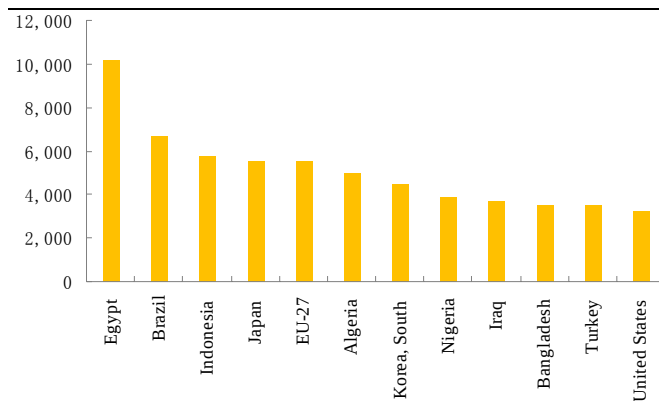
作为粮食出口大国，俄罗斯在小麦的全球国际贸易中，也占据了举足轻重的地位，是小麦出口第三位的国家（以 EU-27 国为单位）。在俄罗斯小麦减产和普京下达的粮食禁止出口令下，人们对于未来一段时间小麦的全球供需和国际贸易存在恐慌性的预期，以至于一段时间以内小麦价格得到迅速的上涨。

图 11: 09/10 年全球小麦前 12 位出口国



数据来源: USDA, 国泰君安证券研究

图 12: 09/10 年全球小麦前 12 位进口国

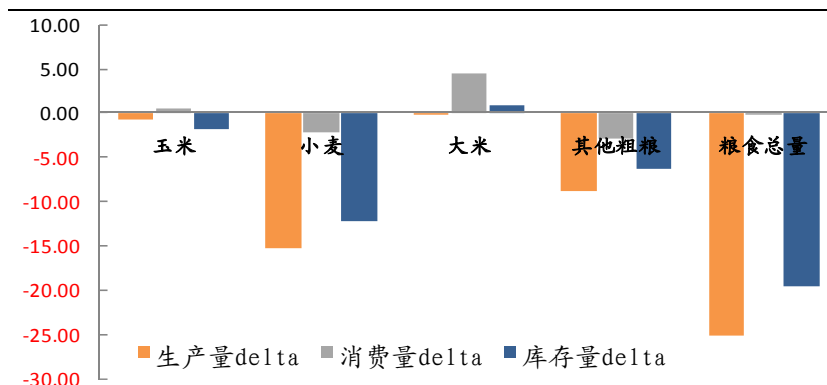


数据来源: USDA, 国泰君安证券研究

3. 供需: 产量和库存均被调低

8 月份 USDA 农业数据显示, 2010/11 年度预计全球粮食产量为 22.13 亿吨, 消费量为 22.45 亿吨, 库存量为 4.44 亿吨, 生产量和库存量相比上月分别下调 1%和 4%。

图 13: 2010/11 年度 USDA 作物报告预估变化 (相比七月预估值)



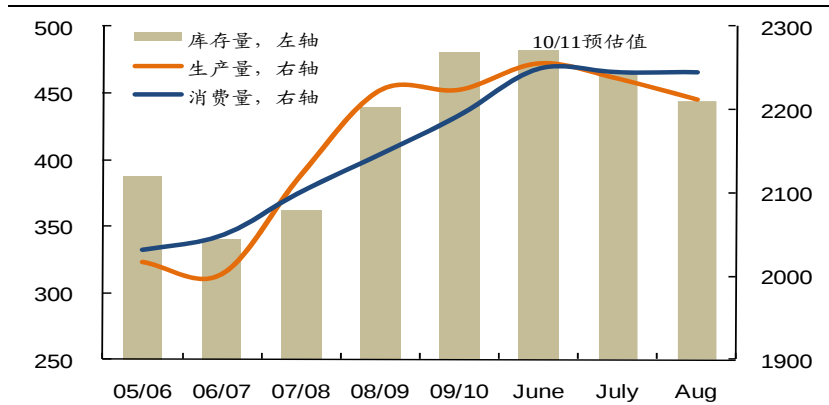
数据来源: USDA, 国泰君安证券研究

2010/11 年度全球粮食预估产量为 22.13 亿吨, 同上月数据相比, 下调了 2,509 万吨。其中主要是由于对于俄罗斯和澳大利亚小麦减产的预期, 而下调了本年度小麦生产量 1,533 万吨。其他粗粮产量也被下调了 886 万吨。

2010/11 年度全球粮食预估消费量为 22.45 亿吨, 数据基本与上月持平, 大米有 451 万吨的上调, 同时小麦和其他粗粮被小幅下调 210 万吨和 295 万吨。

库存量方面, 由于小麦生产量的下调, 2010/11 年度全球粮食库存相比上月预估值下调了 1,952 万吨, 下调幅度为 4%, 其中对于小麦的库存下调为 1,228 万吨, 相比上月下调了 7%。

图 14: 全球粮食产量、消费、库存 (百万吨)

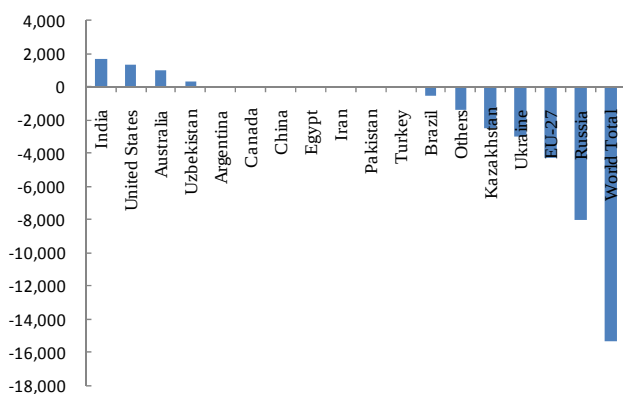


数据来源: USDA, 国泰君安证券研究

小麦:

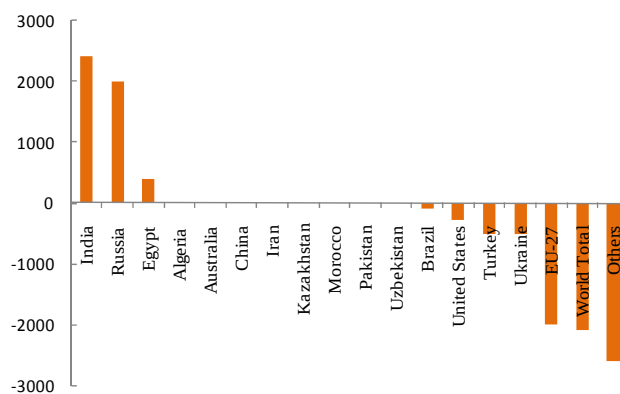
全球 2010/11 年度小麦产量本月被大幅调低 1,533 万吨, 主要是来自对前苏联-12 国和 EU-27 国产量的下降预期。俄罗斯方面, 从 7 月份开始一直持续到 8 月初的干旱和历史性的高温天气, 存在进一步对夏季玉米产量的影响, 本月下调产量达 800 万吨。哈萨克斯坦也因为相同的天气原因被下调小麦产量 250 万吨。由于夏季暴雨对成熟作物和农民作业的影响, 乌克兰地区产量被下调了 300 万吨。EU-27 国家也因为炎热和干旱造成作物的减产预期, 此外 USDA 还分别调低了阿尔及利亚, 巴西, 乌拉圭, 白俄罗斯和克罗地亚的产量, 部分抵消了来自于印度, 美国 and 乌兹别克斯坦的产量增长预期。

图 15: USDA8 月份预估全球小麦产量相比上月增减



数据来源: USDA, 国泰君安证券研究

图 16: USDA8 月份预估全球小麦消费量相比上月增减



数据来源: USDA, 国泰君安证券研究

玉米:

世界玉米产量比上月预估下降 80 万吨, 其中俄罗斯和乌克兰都有 150 万吨的产量下调, EU-27 下调了 100 万吨。这些国家的下调产量部分抵消了来自美国的增产预期而全球玉米产量带来的影响。

大米:

全球大米的产量 2010/11 年度预估值将达到 459.2 百万吨, 这一数字几乎和上个月一样。在消耗量方面, 由于来自印度的需求增加, 使得全球大米的产量自从 7 月份开始就被上调。2010/11 大米期末库存为 97.5 百

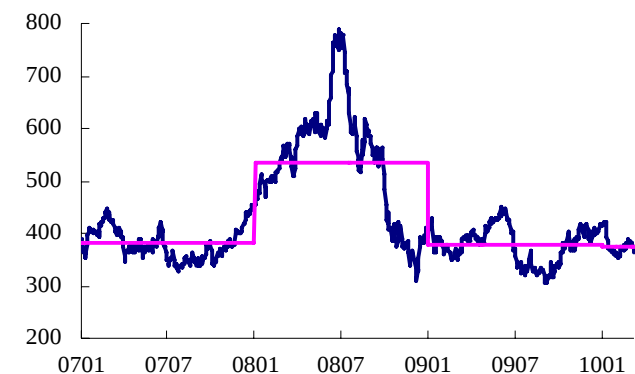
万吨，相比上月上升了 90 万吨，主要是和孟加拉国，缅甸，印度和土耳其的上调有关。

附录：

全球粮食供需平衡表（1008）（单位：百万吨）

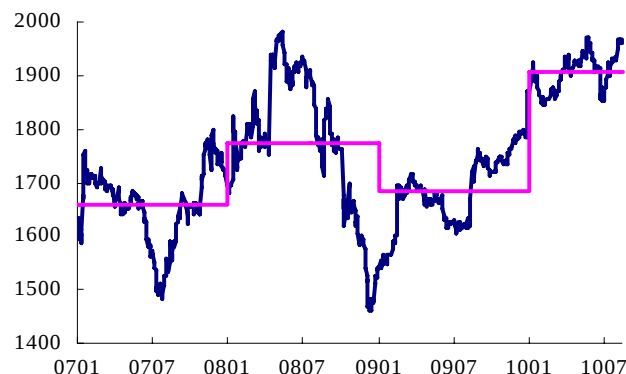
World Grain	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11 July	10/11 Aug
Production							
玉米	698.8	712.2	791.6	787.3	808.6	832.4	831.6
小麦	619.6	595.6	610.9	682.3	680.0	661.1	645.7
大米	418.4	420.7	433.7	443.9	442.2	459.3	459.2
其他粗粮	280.1	273.7	285.6	310.5	293.8	285.2	276.3
合计	2,016.8	2,002.2	2,121.8	2,224.0	2,224.5	2,237.9	2,212.8
Consumption							
玉米	706.1	727.4	769.9	779.4	808.9	830.9	831.4
小麦	622.6	615.3	616.7	636.2	651.7	667.0	664.9
大米	415.8	421.6	428.2	434.6	442.6	452.1	456.6
其他粗粮	286.6	284.2	286.3	296.0	290.4	295.3	292.3
合计	2,031.0	2,048.4	2,101.1	2,146.2	2,193.5	2,245.3	2,245.3
Ending Stocks							
玉米	124.2	109.0	130.7	138.5	147.0	141.1	139.2
小麦	146.7	127.0	121.2	167.4	193.4	187.0	174.8
大米	76.0	75.1	80.6	89.9	90.3	96.6	97.5
其他粗粮	40.6	30.2	29.4	43.9	49.7	39.1	32.8
合计	387.5	341.2	361.9	439.7	480.4	463.8	444.3

图 17: CBOT 玉米期货 (美分/蒲式耳)



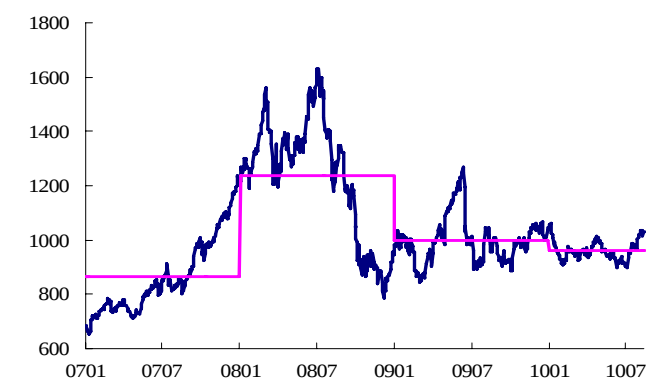
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 18: 大连玉米期货价格 (元/吨)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 19: CBOT 大豆期货 (美分/蒲式耳)



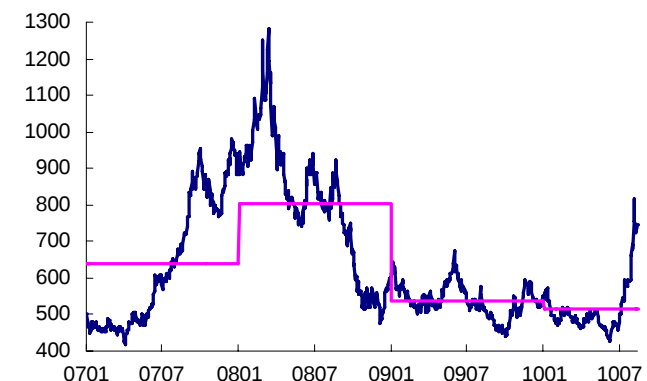
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 20: 大连大豆期货价格 (元/吨)



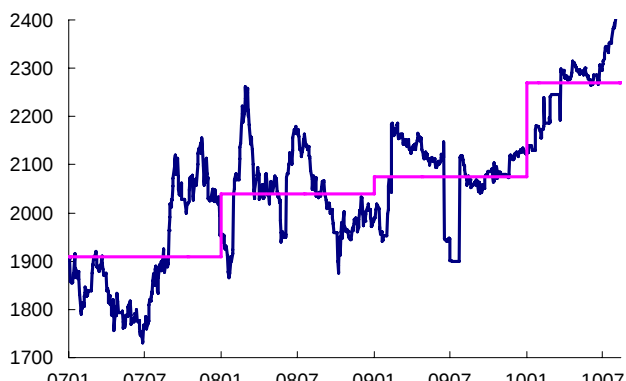
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 21: CBOT 小麦期货 (美分/蒲式耳)



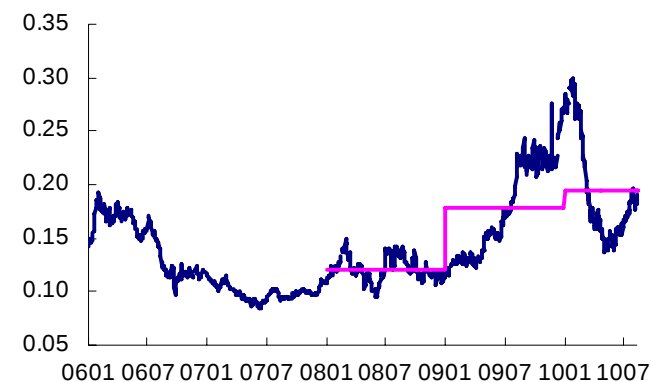
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 22: 郑州强麦期货价格 (元/吨)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 23: 11#原糖期货价格 (美元/磅)



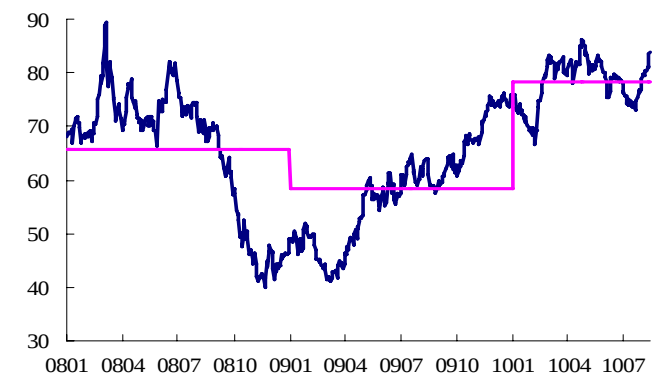
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 24: 郑州白糖期货价格 (元/吨)



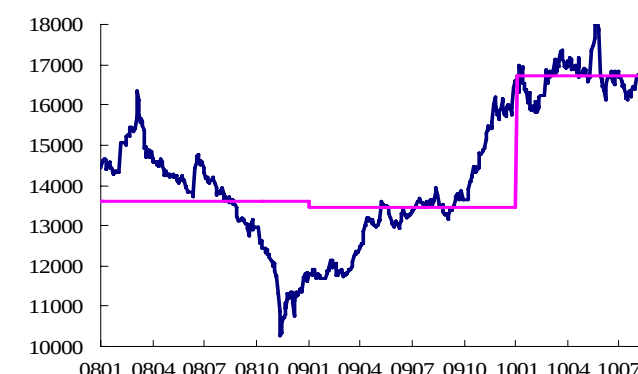
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 25: NYBOT 棉花期货价格 (美分/磅)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 26: 郑州棉花期货价格 (元/吨)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		

