

宏观深度报告

或被高估的粮价上涨风险

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



平安观点：

- 俄乌冲突后国际粮价经历了一轮快速上涨，但 5 月中旬以来持续回调，其中小麦和玉米的期货价较冲突爆发时的跌幅均已超过 8%。我们认为，后续因俄乌粮食回归国际市场、粮食贸易保护主义缓和、能源价格中枢下移或带动粮价回落、全球粮食供需缺口低于市场预期等原因，后续国际粮价再度大涨的动力不足。相对于国际粮价而言，国内粮价的缓冲垫更厚，原因包括国内外粮价倒挂、中国主粮的自给率和库存均高于国际警戒线、以及在多举措保障粮食安全下 2022 年中国粮食产量有望延续正增长等。
- 国际粮价继续上涨动力不足。其波动幅度有望缩窄，波动中枢或逐步回归至 2021 年四季度水平。推动今年国际粮价上涨的四个动能已明显减弱，甚至发生了逆转：**第一**，俄乌粮食回归国际市场。乌克兰粮食安全运输协议达成后，预计乌克兰粮食出口将恢复到冲突前的九成以上，俄罗斯粮食出口将超过冲突前水平；**第二**，世界银行数据显示，今年 6 月初以来，随着全球粮食供应压力缓和，全球食品贸易管制政策开始松绑；**第三**，历史数据显示，全球食品价格与国际油价走势高度相关，基于国际油价中枢缓慢下移的预测，预计国际粮价上涨压力也有望继续缓解；**第四**，全球粮食供需缺口低于市场预期。在俄乌冲突、罕见的“三重”拉尼娜等因素影响下，此前市场担心今年全球粮食可能明显减产。但根据国际谷物理事会 7 月的预测，2021/22 年度全球谷物总产量将同比增长 3%，三大主粮产量均正增长。展望 2022/23 年度，全球谷物或将减产 1.7%，不过 2500 万吨的产量和消费量的缺口，仅占 2021/22 年全球谷物库存的 4.3%。
- 中国国内粮价的缓冲垫更厚。**一是**，国内外粮价长期倒挂和低比例配额制度，阻碍了国际粮价波动向国内的传导。国内种粮成本高于国际平均水平，是国内粮价相对更高的主要原因。在不具备成本优势的情况下，为保障国内种粮收益和提高种粮积极性，中国对重要农产品实行进口配额制度，2004 年至今三大主粮的进口配额规模一直保持不变。2021 年小麦、玉米和稻谷的进口配额分别占国内消费量的 6.8%、2.5%和 2.4%，低配额比例阻碍了国际粮价波动向国内粮价的直接传导。**二是**，尽管在大豆影响下，中国粮食整体的对外依存度接近两成，但三大主粮的对外依存度均低于 5%的国际警戒线，加之三大主粮都具有高库存（2022 年末小麦、稻谷和玉米的库销比分别为 1.54 年、0.71 年和 0.49 年），为国内粮食安全提供了安全垫。**三是**，今年中央一号文件首次指出，“保障国家粮食安全”是需要牢牢守住的底线，中央和地方多举措鼓励种粮，虽然今年上半年多地发生疫情，但全年国内粮食产量仍有望正增长。

正文目录

- 一、 国际粮价上涨动力不足4
 - (一) 俄乌粮食回归国际市场 4
 - (二) 粮食贸易保护主义有所缓和 6
 - (三) 能源价格中枢下移或带动粮价回落 7
 - (四) 全球粮食供需缺口低于市场预期 8
- 二、 中国粮价缓冲垫更厚.....10
 - (一) 国内外粮价倒挂..... 10
 - (二) 主粮自给率和库存均高于国际警戒线.....11
 - (三) 2022 年以来多举措鼓励种粮..... 13

图表目录

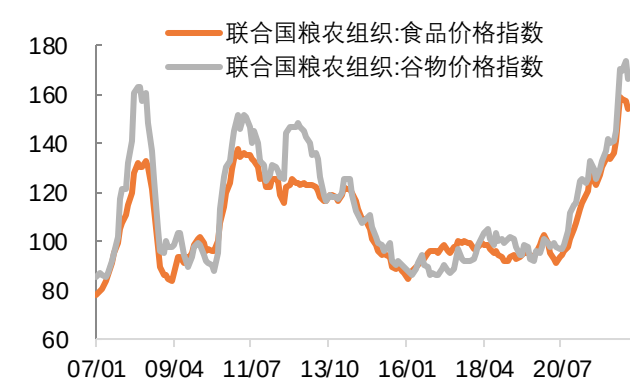
图表 1	2022 年 6 月 FAO 谷物价格指数高位回落	4
图表 2	今年 5 月以来国际粮价跌幅更大	4
图表 3	俄罗斯、乌克兰分别是第四和第九大谷物生产国	5
图表 4	乌克兰、俄罗斯分别是第二和第四大谷物出口国	5
图表 5	今年 6 月初开始，全球食品领域的贸易保护主义开始缓和	6
图表 6	年初以来粮食出口管制对国际粮价影响的定量分析结果	6
图表 7	全球谷物贸易量及其预测值	7
图表 8	全球饲料用玉米占玉米总消费量超过六成	7
图表 9	全球食品价格与国际油价走势高度相关	7
图表 10	我国三大主粮与石化相关的投入品平均每亩费用	8
图表 11	中国农药价格指数已连续 5 个月下降	8
图表 12	EIA 预测今年二季度开始，全球原油及其它液体燃料的产量将高于消费，供需格局逆转	8
图表 13	美国原油库存和 WTI 油价存在较强的负相关性，而当前美油库存处于多年低位	8
图表 14	俄罗斯和白俄罗斯 2019 年化肥出口占全球比例	9
图表 15	对比历次双重和三重拉尼娜，今年 6 月厄尔尼诺指数（-0.8）是同期倒数第二低	9
图表 16	全球谷物产量及预测值	9
图表 17	2022 年，多个国家和地区处于粮食危机或更严重水平的人数超 300 万	9
图表 18	国内外小麦现货价对比	10
图表 19	国内外玉米现货价对比	10
图表 20	中美两国每亩玉米种植成本对比	10
图表 21	中美两国每亩小麦种植成本对比	10
图表 22	我国三大主粮进口配额占当年国内消费的比例	11
图表 23	我国早籼稻和白小麦的最低收购价	11
图表 24	近年我国公共财政对农业种植的补贴	11
图表 25	中国粮食对外依存度逐年提高，2021 年为 19.1%	12
图表 26	中国三大主粮的净进口量	12
图表 27	中国三大主粮的对外依存度均低于国际警戒线	12
图表 28	中国三大主粮的期末库存	13
图表 29	中国三大主粮的库销比均高于国际警戒线	13
图表 30	2020 年中国各省市自治区粮食产量	14

俄乌冲突爆发后，国际粮价经历了一轮快速上涨。今年 5 月中旬开始，国际小麦、玉米和稻谷的价格持续回调，截至 7 月 29 日，上述三大主粮在芝加哥商品交易所上市的活跃合约期货结算价，较俄乌冲突爆发时的价格分别下跌 8.7%、下跌 9.0% 和上涨 10.0%。我们认为，后续因俄乌粮食回归国际市场、粮食贸易保护主义缓和、能源价格中枢下移或带动粮价回落、全球粮食供需缺口低于市场预期等原因，国际粮价再度大涨的动力或不足。相对于国际粮价而言，国内粮价的缓冲垫更厚，原因包括国内外粮价倒挂、中国主粮的自给率和库存均高于国际警戒线、以及在多举措保障粮食安全下 2022 年中国粮食产量有望延续正增长等。

一、国际粮价上涨动力不足

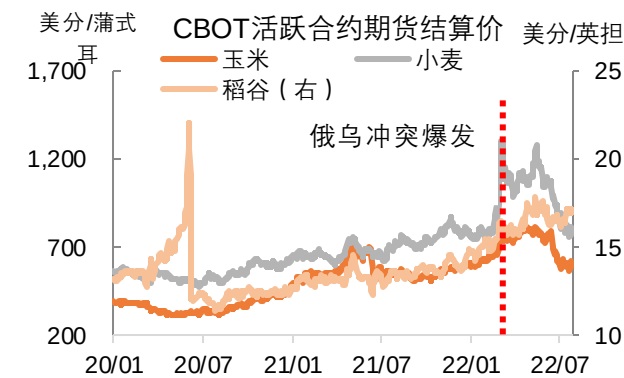
2016 年到 2019 年，国际粮价整体稳定。新冠疫情爆发后，国际粮价持续上涨，而俄乌冲突又“再添一把火”。联合国粮农组织（FAO）谷物价格指数，从 2020 年 7 月的低点 96.9，上涨到 2022 年 1 月（俄乌冲突爆发前）的 140.6，此后于 2022 年 5 月达到历史峰值 173.4。FAO 谷物价格指数 2022 年 6 月回落到 166.3，从高频的小麦、玉米和稻谷的期货价格看，国际粮价调整幅度更大，从二季度高点至 7 月 29 日，三者分别下跌了 37.6%、23.8% 和 5.3%。

图表1 2022 年 6 月 FAO 谷物价格指数高位回落



资料来源:FAO, 平安证券研究所

图表2 今年 5 月以来国际粮价跌幅更大



资料来源:Wind, 平安证券研究所

展望下半年，我们认为国际粮价再度明显上涨的动力可能不足，波动幅度也有望缩窄，波动中枢或逐步回归至 2021 年四季度水平。主要原因在于：推动今年国际粮价上涨的四个动能已明显减弱，甚至发生了逆转。

（一）俄乌粮食回归国际市场

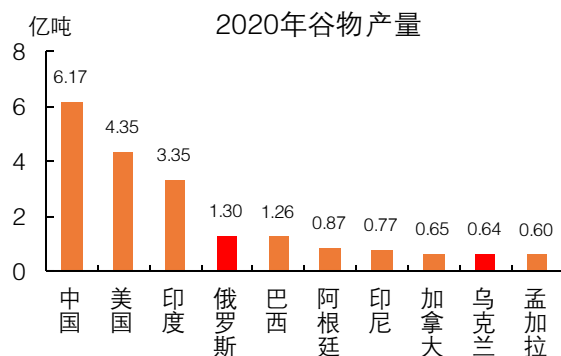
俄罗斯、乌克兰都是全球重要的粮食生产国和出口国。俄罗斯幅员辽阔、土地肥沃，具有发展农业的优良条件。乌克兰大平原是全球四块黑土地之一，农业种植条件良好。根据 FAO 统计，2020 年俄罗斯和乌克兰的谷物（包括稻类、小麦、玉米和其它杂粮，是粮食的主体）产量分别为 1.30 亿吨、0.64 亿吨，占全球谷物产量的 4.34% 和 2.15%，分别是全球第四和第九大产量国。2020 年乌克兰和俄罗斯的谷物出口分别为 5163 万吨和 4521 万吨，是全球第二大和第四大谷物出口国，占全球谷物出口比例分别为 10.10% 和 8.85%，合计占比接近两成。

俄乌冲突爆发后，国际市场对全球粮食供应不足的担忧迅速上升：

乌克兰方面，其粮食的生产和运输均受到较大冲击。乌克兰春播集中在 3-5 月，6 月中下旬开始进入冬小麦的收割期。战争爆发后乌克兰面临劳动力短缺、农民种植意愿不足等问题，2022 年乌克兰粮食减产已成定局。乌克兰总统泽连斯基近日在社交媒体上表示，乌克兰今年的粮食收成可能只有往年的一半。此外，海运受阻令乌克兰粮食出口量大幅下降。乌克兰粮食主要通过亚速海和黑海向外运输，海运占乌克兰粮食出口的九成以上。直到 5 月中旬，乌克兰国家通讯社称，俄罗斯仍几乎封锁了乌克兰所有的港口，共有 2200 万-2500 万吨粮食无法运出。

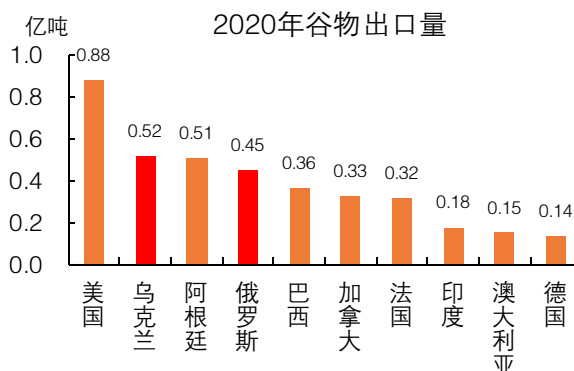
俄罗斯方面，尽管 2022 年其粮食生产受战争的直接影响较小，但市场担心俄罗斯粮食成为制裁和反制裁的工具。今年 3 月 14 日俄罗斯联邦政府决定，至今年 6 月 30 日前，禁止向欧亚经济联盟国家出口谷物，包括小麦、黑麦、大麦和玉米等。今年 6 月 16 日俄罗斯农业部长在圣彼得堡国际经济论坛上宣布，将只向“友好国家”出口粮食。出于对潜在贸易风险的谨慎考虑，多家交易商、银行和保险公司仍尽量远离俄罗斯的粮食贸易。

图表3 俄罗斯、乌克兰分别是第四和第九大谷物生产国



资料来源:FAO, 平安证券研究所

图表4 乌克兰、俄罗斯分别是第二和第四大谷物出口国



资料来源:FAO, 平安证券研究所

6 月中下旬开始，越来越多的信号显示，俄罗斯和乌克兰两国的粮食将重返国际市场，两国冲突导致的全球粮食供应风险已大为下降。

一是，乌克兰积极拓展向外运输粮食的通道，粮食出口同比跌幅收窄。海运方面，乌克兰官方称截至 7 月 9 日，多瑙河通往黑海的运输航线已经恢复，通过该航线乌克兰每月可增加 50 万吨的粮食出口。陆路方面，积极加大粮食经波兰铁路向西欧出口的力度，4 月乌克兰通过这条路线出口谷物 63.8 万吨，占其粮食出口量的 65.8%。今年 3-6 月，乌克兰谷物出口量分别为 32 万吨、97 万吨、120 万吨和 141 万吨，呈回升之势，其中 6 月同比跌幅已收窄至 43.4%。

二是，乌克兰粮食安全运输协议达成，预计乌克兰粮食出口将恢复到冲突前的九成以上。据媒体报道，7 月 22 日俄罗斯、乌克兰的代表在土耳其城市伊斯坦布尔，分别和联合国及土耳其的官员，签署了两份“三方协议”。根据协议，四方在伊斯坦布尔成立协调中心，监控黑海海域航行的船只，确保俄乌两国的粮食、化肥等相关产品，可安全经过黑海出口到国际市场。乌克兰农业部第一副部长称，协议达成后，乌克兰粮食出口可能达到每月 350 万吨。2021 年农业年（2020 年 7 月 1 日-2021 年 6 月 30 日），乌克兰粮食出口量为 4400 万吨。据此推断协议达成后，乌克兰粮食出口恢复率将达到 95.5%。8 月 1 日土耳其国防部称，首批乌克兰粮食已运离敖德萨港。

三是，美欧在最新对俄制裁中，明确松绑了俄罗斯的粮食出口。7 月 14 日美国财政部发布声明称，美方对俄制裁“不会阻碍农业和医疗贸易”，美国没有对从俄罗斯出口、向俄罗斯出口、从俄罗斯过境或者与俄罗斯相关的农产品、化肥实施制裁。美国财政部外国资产控制办公室已颁发广泛的通用许可证，以授权与农产品（包括化肥）、农业设备、药品和医疗器械相关的某些贸易。此外，提供与这些产品有关的保险或再保险服务也不受禁止。

7 月 15 日欧盟对俄公布第七轮制裁，在其中澄清和修正了先前可能阻碍俄罗斯农业和粮食出口的措施。欧盟委员会表示，欧盟没有直接制裁和人道主义相关的出口，但一些贸易商和企业可能因过度遵守欧盟制裁而减少贸易，重申欧盟制裁不以第三国与俄罗斯之间的农产品贸易为目标，第七轮制裁也澄清了一些金融和经济制裁的确切范围（与俄罗斯农产品贸易相关的金融、经济活动不受制裁）。

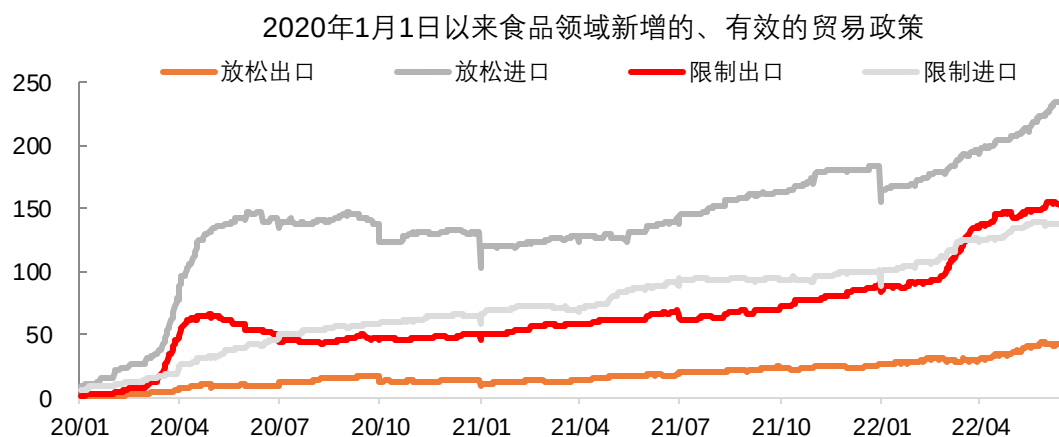
四是，俄罗斯方面对恢复粮食出口持积极态度，今年下半年到明年上半年，其粮食出口规模或将超过俄乌冲突前的水平。除参加乌克兰粮食出口问题四方会谈外，俄罗斯方面也在其它场合表达了积极恢复粮食出口的态度。在美国财政部发表美方对俄制裁“不会阻碍农业和医疗贸易”的声明后，俄罗斯谷物出口商联盟负责人 Eduard Zernin 称，这份声明是“在与世界饥饿作斗争方面迈出的重要一步”，希望其他相关国家效仿美国，发布必要的澄清和许可，以消除限制俄罗斯谷物出口的隐性制裁。

据俄罗斯卫星通讯社 7 月 19 日报道，俄罗斯外交部副部长谢尔盖·韦希宁在参加联合国粮食安全活动时称，预计俄罗斯今年农业年（2021 年 7 月 1 日至 2022 年 6 月 30 日）将出口 3700 万吨粮食，明年将达到 5000 万吨。据塔斯社报道，2021 年农业年俄罗斯粮食出口约为 4800 万吨，据此可推断 2023 年农业年（2022 年 7 月 1 日-2023 年 6 月 30 日）俄罗斯粮食出口或将恢复到俄乌冲突前的水平之上。

（二）粮食贸易保护主义有所缓和

新冠疫情后，出于对粮食生产和运输的担忧，全球范围看食品领域的贸易保护主义明显增强。据世界银行统计，2020 年 1 月 1 日开始，食品领域新增的、生效中的限制出口贸易政策，到俄乌冲突爆发前为 93 项。俄乌冲突爆发后，全球食品领域的出口限制政策持续增多，2022 年 6 月 1 日达到了峰值 155 项。此后，随着全球粮食供应压力缓和，全球食品贸易管制政策开始松绑，到 6 月 16 日（最新数据），食品领域的出口管制政策已下降至 148 项。

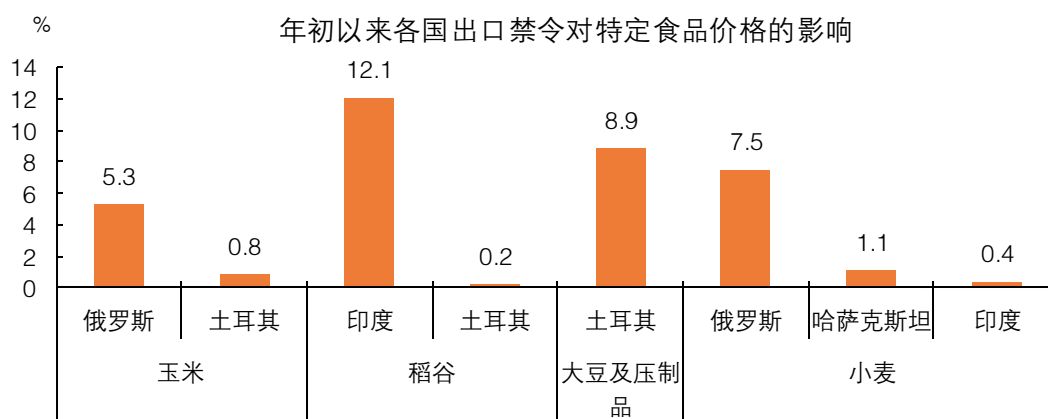
图表5 今年 6 月初开始，全球食品领域的贸易保护主义开始缓和



资料来源：世界银行, 平安证券研究所

世界银行的 Alvaro Espitia 等经济学家在今年 7 月初发布的一份报告显示，定量分析发现，今年年初到 6 月 2 日食品领域的出口禁令，导致大豆及豆油、大米、小麦和玉米的价格分别上涨了 14.0%、12.3%、9.0%和 6.1%。因此，6 月后全球食品领域的出口管制放松，也是最近两个月国际粮价调整的原因之一。

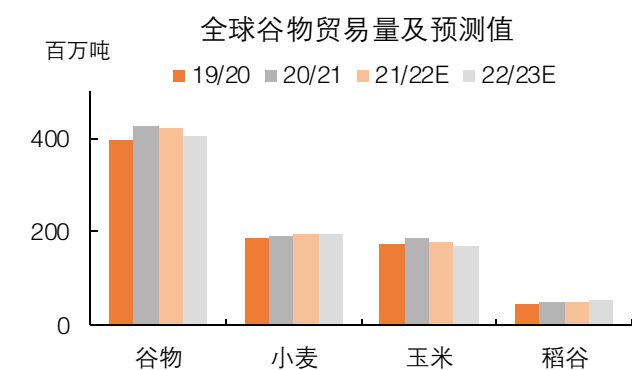
图表6 年初以来粮食出口管制对国际粮价影响的定量分析结果



资料来源：世界银行, 平安证券研究所

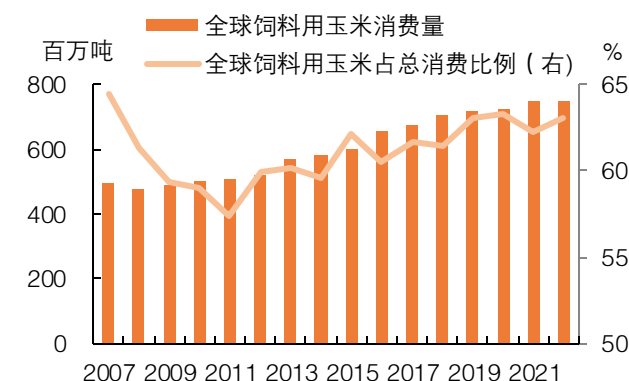
国际谷物理事会(IGC)的预测显示,俄乌冲突和食品贸易保护主义对全球粮食贸易的影响可能被高估。2022年7月21日,IGC发布的《谷物市场报告》数据显示,2020/21、2021/22、2022/23全球谷物贸易分别为4.26亿吨、4.22亿吨和(预计)4.06亿吨。分品种看,主要受玉米贸易量下降的拖累,预计2020/21年度到2022/23年度,全球玉米贸易量从1.88亿吨下降到1.69亿吨,占同期全球谷物贸易量萎缩规模的95%。由于全球饲料用玉米消费量占比超过六成,因此玉米贸易量的下降对全球食用粮价格的影响不宜高估。根据IGC上述报告的预测,2020/21年度到2022/23年度,全球小麦和稻谷的贸易量均上升。

图表7 全球谷物贸易量及其预测值



资料来源:IGC, 平安证券研究所

图表8 全球饲料用玉米占玉米总消费量超过六成



资料来源:美国农业部, 平安证券研究所

(三) 能源价格中枢下移或带动粮价回落

历史数据显示,全球食品价格与国际油价走势高度相关。两者的直接相关性:一是,因农业生产使用的农药、化肥等产品,以石油和天然气等为基础原材料,因此石油和天然气的价格变化会直接影响农业生产成本;二是,农用机械的生产和运输需要燃料。根据《全国农产品成本收益资料汇编(2021版)》,与石化产业链相关的化肥、农药、农膜、燃料动力四项的费用,占我国三大主粮平均每亩物质与服务费用的比例,2015年到2020年平均为38.9%;三是,生物燃料与化石燃料之间存在着替代关系。

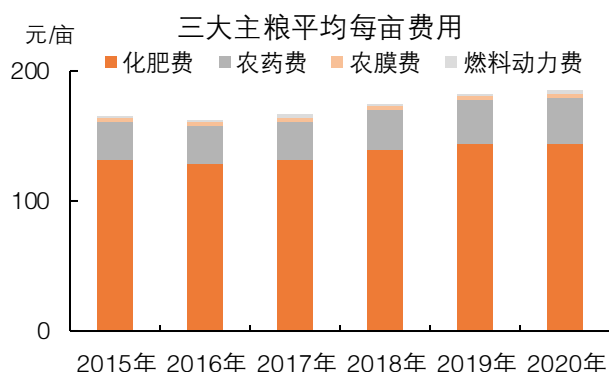
图表9 全球食品价格与国际油价走势高度相关



资料来源:Wind, 平安证券研究所

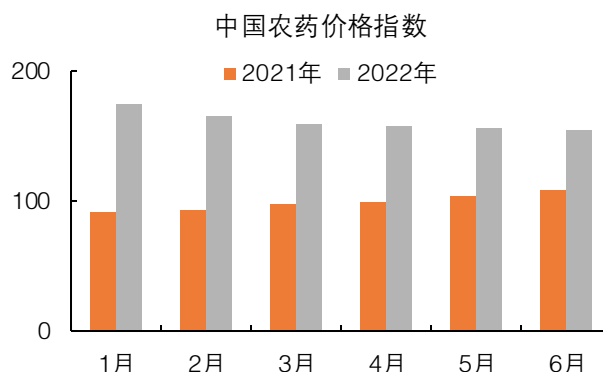
而近期国际油价调整后,已带来农业生产成本的下降。比如,中国农药价格指数在今年1月见顶后,至今年6月已连续5个月下降,累计降幅为11.1%。

图表10 我国三大主粮与石化相关的投入品平均每亩费用



资料来源:《全国农产品成本收益资料汇编》,平安证券研究所

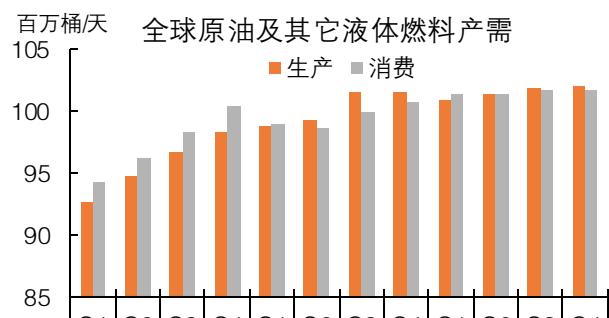
图表11 中国农药价格指数已连续5个月下降



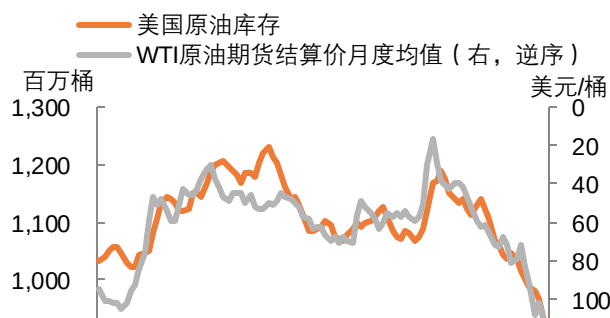
资料来源:中国农药工业协会,平安证券研究所

基于国际油价中枢缓慢下移的预测,我们认为国际粮价上涨压力也有望继续缓解。我们预计,未来一年全球能源需求增速或保持平稳下行,供给保持稳步增长,自2022年三季度起,全球原油库存或将开始筑底回升,但累库的节奏可能较为缓慢。因此,油价波动中枢或出现下移,但可能不会大幅下跌。据美国能源信息署(EIA)7月的最新预测,全球液体燃料生产量或于2022年二季度以来首次超过消费量,意味着全球原油库存或将开始止跌回升。而美国原油库存与WTI原油价格保持较强的负相关性。2022年6月美国原油库存为9.2亿桶,绝对水平为2004年以来最低,且低于2011-2014年油价破百期间10.4亿桶左右的库存水平。预计未来一年美油库存将缓慢回升,并于2022年末回升至10亿桶、2023年中回升至10.5亿桶左右,库存水平对应合理油价在90-100美元/桶左右。

图表12 EIA预测今年二季度开始,全球原油及其它液体燃料的产量将高于消费,供需格局逆转



图表13 美国原油库存和WTI油价存在较强的负相关性,而当前美油库存处于多年低位



预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44698

