

宏观周报 20220527

农产品价格飞涨对中国的扰动有多大？

2022年05月27日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

■ **小麦等农产品价格飙升，对我国影响几何？**受俄乌危机影响，能源、食品等商品价格飞涨，3月粮油、谷物价格更是创下有史以来新高。即便美国能成功抑制总需求使得CPI回落，谷物的供需缺口问题也难以缓解，农产品价格很难在2023年以前回落。这一问题已引发市场对我国粮食问题的担忧。我国乃小麦第一生产大国，对小麦进口的依赖程度较低，且粮食库存量较高，因此我们认为粮食价格本身对CPI影响有限，但大豆等农产品价格、肥料价格对肉类、食用油等其他食品的传导作用不容忽视。

■ **俄乌危机下，全球谷物供需上升，肥料、运价等投入价格上涨，推动全球粮食价格飙升，预计当前的全球谷物供需缺口问题难以在2022/2023产年内得到缓解，农产品价格高企问题难以在2023年以前缓解。**

俄乌危机对小麦供应带来巨大扰动，全球供需缺口或将扩大近90%。俄乌小麦出口量占全球出口总量的30%左右，其中乌克兰小麦出口量在10%左右。受俄乌冲突影响，乌克兰冬小麦无法全部出口，同时冲突地区的冬小麦收获、播种情况也将受到较大影响。据USDA 5月的预测，今年乌克兰小麦产量将下降35%，全球小麦产量或将减少446万吨，在考虑到俄罗斯、加拿大增产的情况下，全球小麦供需缺口将较2020/2021年扩大近90%。

除小麦供应外，俄罗斯肥料出口问题推动了更广泛的农产品价格走高。俄罗斯是全球第一大化肥出口国，如钾肥、氮肥、磷肥，约占全球总出口量的15%。然而俄罗斯在3月即宣布肥料出口禁令，这些肥料是大豆、玉米等主要农作物种植的生命线，现已造成肥料价格同比上升80%，CBOT大豆、CBOT玉米价格较年初上涨25%以上。

原油、运价上涨叠加粮食保护主义的兴起，对小麦等谷物价格形成支撑。在全球小麦产量下降的背景下，各国粮食保护主义兴起，印度也已下达小麦出口禁令。谷物进口国不得不转往其他国家抢粮，航程会因改道增加，继而与原油价格一同推升运价。目前干散货运费和船舶租金仍处高位，而二、三季度是运输旺季，预计还将加大小麦的增量成本。

■ **我国尚不存在主粮供需缺口问题。**近年来我国小麦库存不断上升，据USDA测算，2021年我国库存水平已达1.52亿吨，排名第一，是美国的5.4倍。饮食以小麦为主的低收入国家，如撒哈拉以南非洲、中东、中亚国家更易受此干扰。一方面我国小麦产量、库存较高，不易受海外供需问题干扰；另一方面大米也是我国主粮之一，且今年大米价格的下降也能冲淡小麦价格扰动。总体来看海外谷物供需缺口问题对我国的影响有限。

■ **以史为鉴，海外粮食危机对我国通胀影响几何？**

2006—2008年耕地面积下滑、运输成本上涨致使食品价格破新高。2006年全球谷物耕地面积出现下滑。同时，原油价格走高，运输费用、贸易加工等食品加工生产环节促使粮食价格继续上升，期间食品指数上涨87.3%。期间我国CPI同比增速也出现了快速上行，但主要是由于需求上升叠加猪蓝耳病、天气因素扰动，致使我国猪肉价格和鲜菜价格大幅上涨，CPI同比增速平均在4.5%左右，同比增速在5%以上的时间维持了13个月。

2010—2012年干旱、地缘政治危机致使食品价格大幅上涨。俄罗斯、美国相继在2010年和2011年出现干旱，同时叙利亚内战也对中东地区的粮食生产带来重大影响，谷物耕种面积、产量均出现明显下滑，期间食品指数上涨28.3%。次轮食品价格上涨对我国的干扰弱于全球，CPI的上涨主要是由于国际油价和货币超发因素导致，期间我国CPI同比增速平均在4%左右，同比增速在5%以上的时间维持了8个月。

相关研究

《稳经济大盘会议后，财政缺口如何弥补？》

2022-05-25

《美国削减关税：口舌之争还是箭在弦上？》

2022-05-22

《LPR点评：15bp 稳地产够不够？》

2022-05-20

- 本轮农产品价格上涨对我国通胀带来干扰有限，但未来是会对肉类、蛋奶等其他价格传导不容忽视。

首先，谷物价格上涨对 CPI 的影响有限。除大豆对进口的依存度较高外，我国对钾肥有一定依赖度，进口量排名为世界第二。钾肥、小麦、大豆等现货价格自 3 月起出现上涨，4 月粮食通胀水平已上行至 2.7%。然而粮食在我国 CPI 篮子中的占比约在 2% 左右，同时亚洲地区大米期货价格自 2021 年三季度起有所降低，预计粮食价格上涨对我国通胀的影响有限。

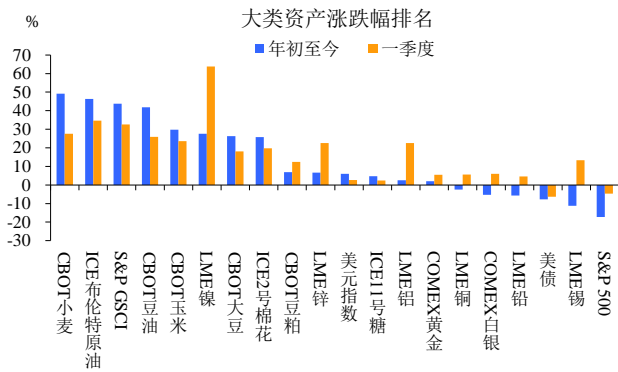
其次，我国粮食储备制度可熨平小麦价格波动。目前我国有大量的小麦、玉米、大米储备，其价格受到粮食储备政策管控。1990 年，国家建立了粮食专项储备制度。根据 2005 年颁布的《中央储备粮管理条例》，中央储备粮可在全国或者部分地区粮食明显供不应求、市场价格异常波动或者重大自然灾害、其他突发事件时予以动用。同时，储备粮的收购由中储粮和地方政府根据最低收购价进行收购，并根据近几年小麦最低收购价收购数量，限定最低收购价小麦收购总量。自政策实施以来，我国粮食 CPI 受海外干扰明显减小，更为稳定。

粮食价格本身对 CPI 影响有限，但其他对肉类、食用油等其他食品的传导作用不容忽视。虽然我国粮食价格可在很大程度上抵御输入型通胀风险，但在海外农产品价格、肥料价格持续走高的情况下，预计我国谷物类农产品价格、鲜菜价格还有上涨可能，尤其是大豆、豆粕等进口依赖型农产品。同时还要警惕猪周期和饲料问题带来的潜在影响，通胀有传导至粮油、猪肉、蛋、奶等更广泛食品领域的可能，预计年内 CPI 或将继续上行至 2.5%。

- 农产品金融属性较低，其价格的上涨与国债到期收益率的相关性较低。此前两轮粮食通胀上升与美联储加息不存在同期性，农产品价格的金融属性较弱，且食品在美国 CPI 篮子中的占比仅在 8% 左右，因此与美债到期收益率并无明显相关性。在本次海外央行集体紧缩推升美债到期收益率的背景下，农产品价格的共振上涨具有一定偶然性。在农产品供需缺口加大的背景下，即便未来美国通胀在下半年出现回落，农产品价格也未必会出现同期性下降。

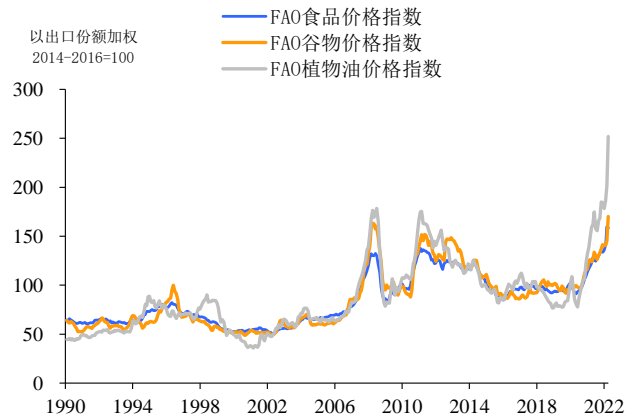
- 风险提示：海内外货币政策超预期，地缘政治风险超预期，疫情干扰超预期

图1：农产品期货价格走高



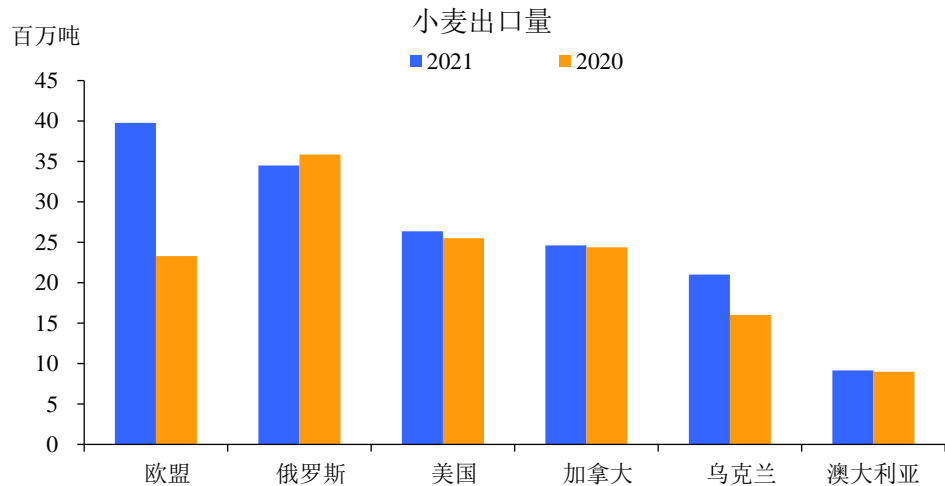
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：以谷物、粮油为首的食品价格创有数据以来最高



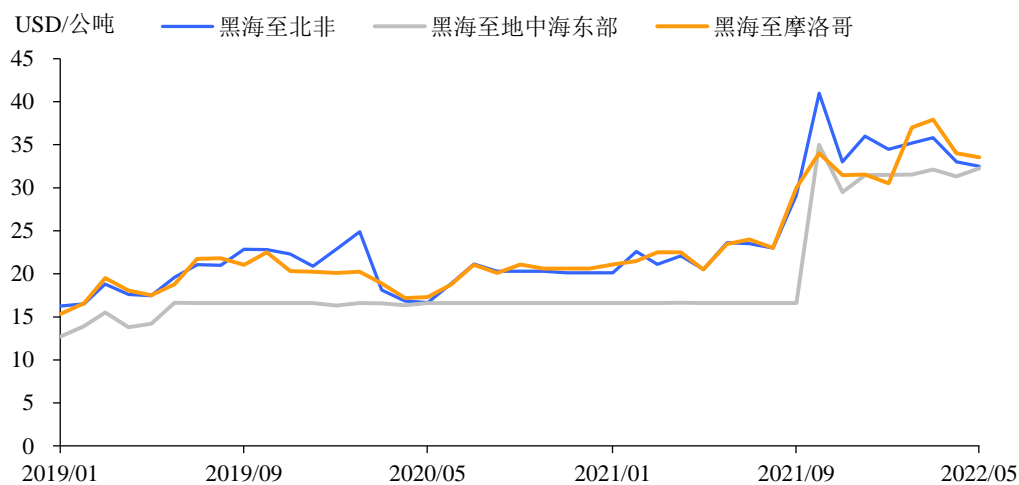
数据来源：UN，东吴证券研究所

图3：俄乌小麦出口量占全球出口总量的30%左右



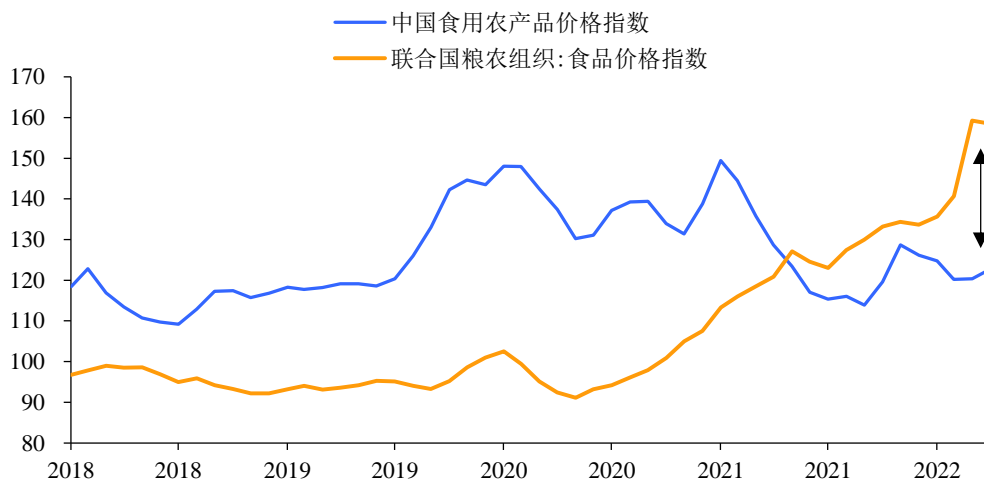
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：干散货运费仍处高位



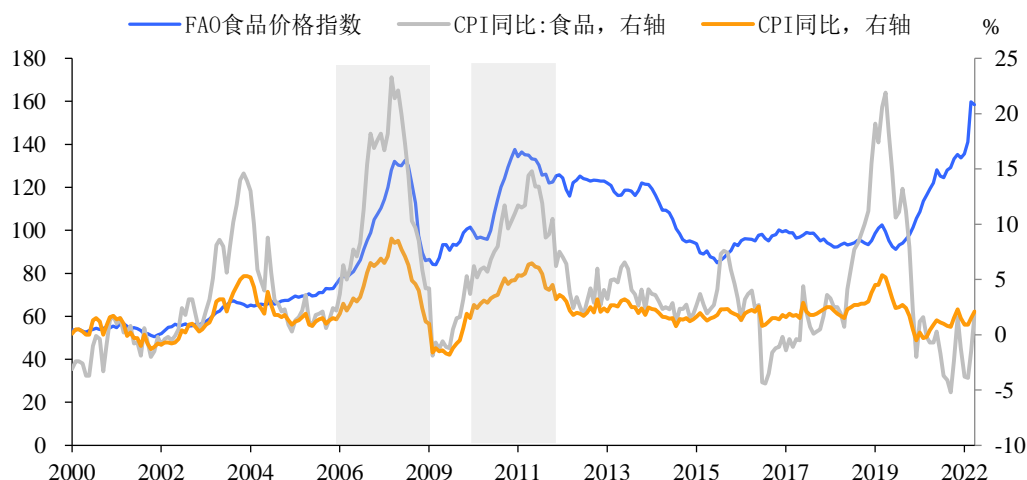
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：食品价格上涨对我国影响弱于全球平均水平



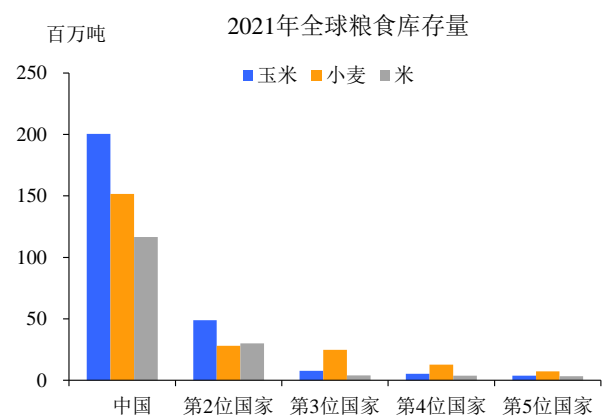
数据来源：UN，Wind，东吴证券研究所

图6：2000年以来，曾有两次食品价格大幅上涨情况



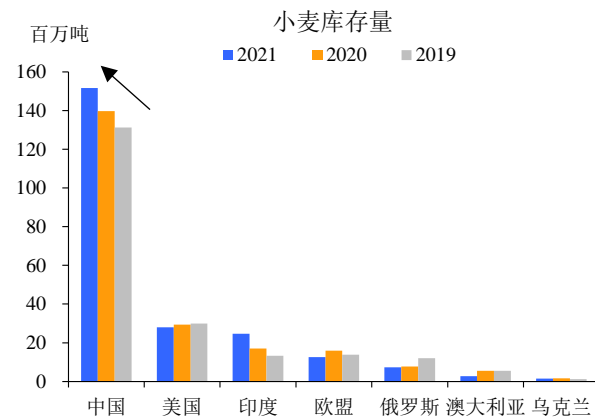
数据来源：UN，Wind，东吴证券研究所

图7：我国粮食库存水平领先全球



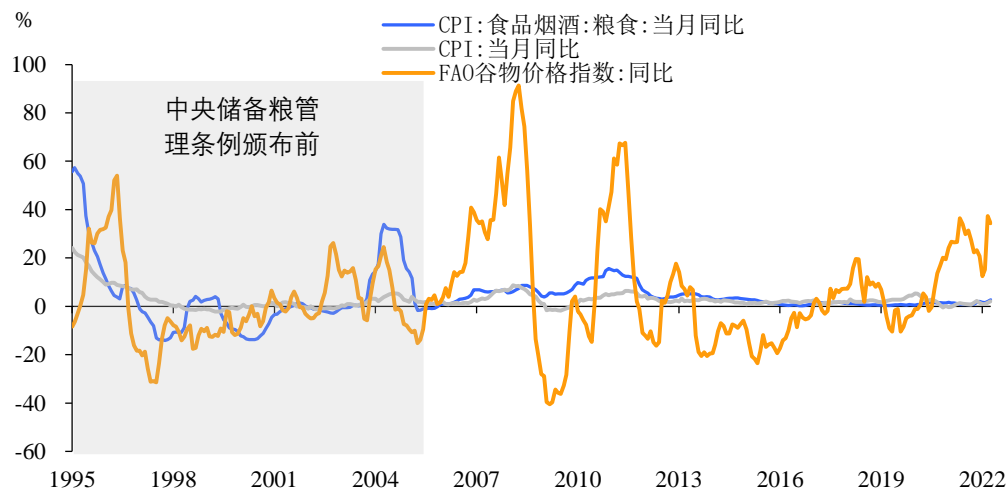
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8：我国小麦库存逐年上涨



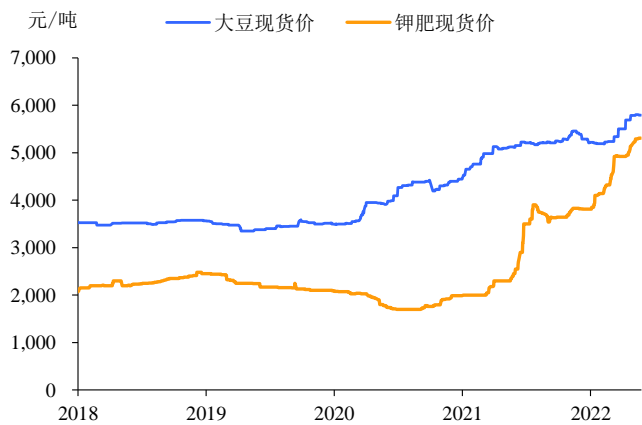
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：粮食储备制度颁布后，粮食价格波动对通胀影响明显减弱



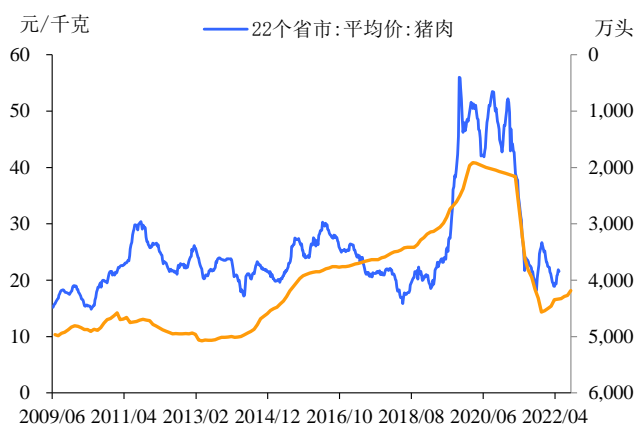
数据来源：UN，Wind，东吴证券研究所

图10：肥料与大豆价格明显上行



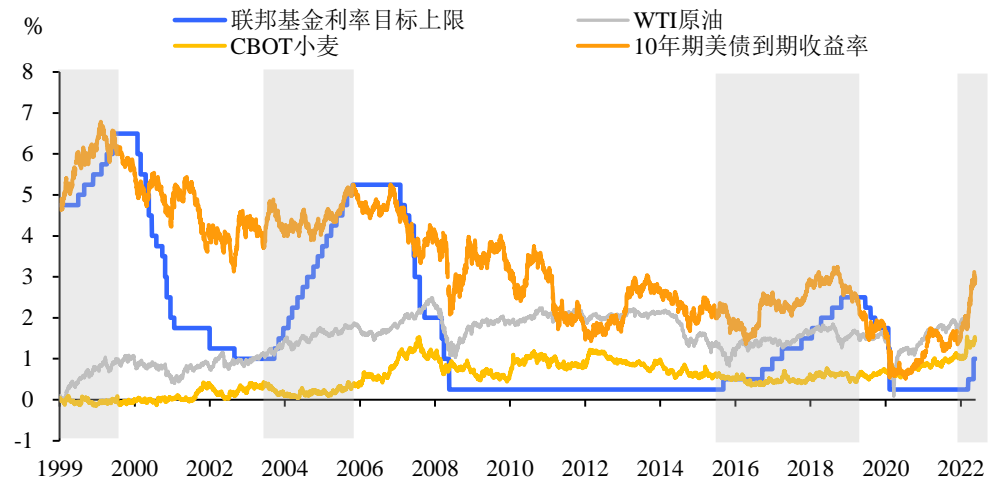
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：能繁母猪存栏量出现下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：10年期美债到期收益率与农产品价格的共振上涨具有一定偶然性



数据来源：Fred，Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

