

中国宏观经济月报

2023/8/15

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

下半年物价升幅几何

我们在之前的报告中曾预测，今年 CPI 和 PPI 均呈先降后升的“V”字走势，且分别于 7 月和 6 月见底。到目前为止的物价走势与该预测一致。

站在当下向后看，CPI 逐渐回升已无悬念，但其回升的幅度和速度如何？下半年物价会温和上涨还是快速拉升，会不会让市场预期 180 度大转弯，由“通缩”担忧直接转变为“通胀”担忧？本文将探讨这一问题。

一、国际石油价格的影响

今年全年原油价格维持横盘震荡走势，布伦特原油和 WTI 原油分别以 79 美元/桶和 73 美元/桶为中枢，上下各 9 美元/桶的区间内震荡。7 月以来，在沙特阿拉伯和俄罗斯延长减产期限、全球需求增加等因素的共同作用下，油价迎来一波上涨，从这波低点到高点上涨 15 美元左右，从年度价格震荡区间的低点涨到区间高点。

近期世界三大能源机构发布报告，基于对于全球经济发展和石油生产数据的判断，均看涨下半年油价。

EAI 在其 8 月能源展望报告中将下半年布伦特原油价格从上次的 79 美元/桶上调 7 美元/桶至 86 美元/桶，全年油价从上次的 79.3 美元/桶上调 4.1% 至 82.62 美元/桶。

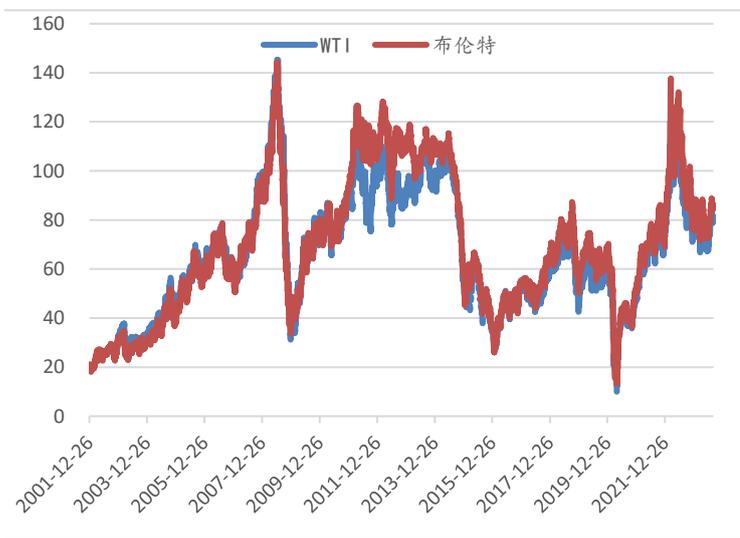
OPEC 在其 8 月石油市场报告中预测，2023 年石油需求上升 244 万桶/日至 1.02 亿桶/日，2024 年将再增长 225 万桶/日至 1.04 亿桶/日。7 月沙特自愿减产致 OPEC 原油产量下降 83.6 万桶/日，若沙特 8 月、9 月继续维持减产计划，三季度或现供应缺口 220 万桶/日，预计 2023 年非 OPEC 石油供应增长 156 万桶/日，至 6727 万桶/日；2024 年增长 145 万桶/日，至 6866 万桶/日。

IEA 在其 8 月石油市场报告中指出，在夏季航空旅行推升发电用油需求、中国石化活动增

加的带动下，石油需求创下年内记录新高，预计 2023 年全球石油需求增加 220 万桶/日至 1.022 亿桶/日。随着疫后经济动能衰弱，经济状况低迷，能效标准更为严格，电动汽车使用量增加，2024 年石油需求增加将放缓至 100 万桶/日。沙特减产使得 2023 年石油产出预计增加 150 万桶/日至 1.015 亿桶/日，供给略低于需求，支撑油价上涨。

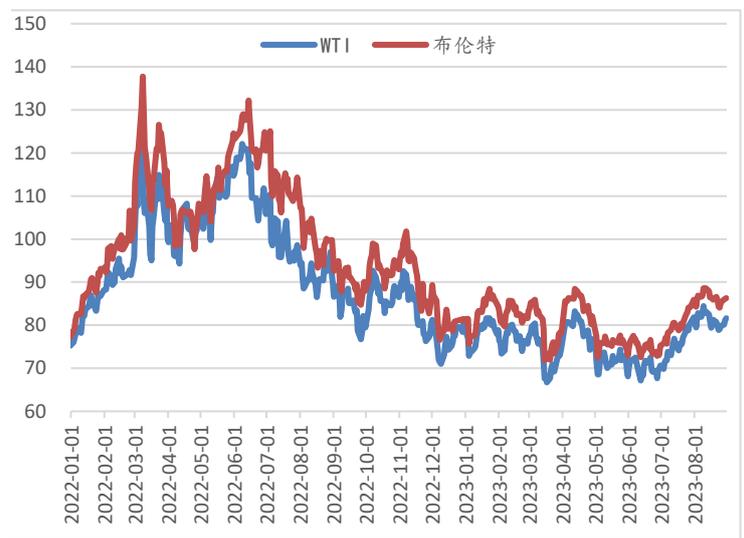
我们预计今年 9-12 月，布伦特原油和 WTI 原油将分别在 80-94 美元和 76-90 美元区间震荡，与上年同期的价格区间基本一致。这样油价对物价同比增速的贡献将近乎于 0。

图表 1：原油价格长期走势



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 2：今年原油价格维持区间震荡走势



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

二、粮食价格的影响

粮食价格主要受天气、库存、油价、金融环境、突发事件等因素的影响。天气和突发事件通过影响粮食的供求关系（绝大多数影响供给）影响粮价；库存通过影响粮食市场面对冲击时的调节能力影响粮价，油价通过能源替代和运输成本等影响粮食价格。

• 全球粮食价格自去年年中进入周期性回落阶段

2020 年初以来，新一轮粮食周期开启，低库存、宽货币、高油价、极端天气（非洲蝗灾向亚洲蔓延、拉尼娜和厄尔尼诺、极端高温和干旱等）、俄乌战争（封锁黑海港口影响运输、人口土地等生产要素被损）、贸易政策（新冠疫情、俄乌冲突、极端天气等因素冲击粮食供给，多国采取农产品出口禁令或出口限制）等因素齐聚，共同推动粮价上涨，并于 2022 年 5 月升

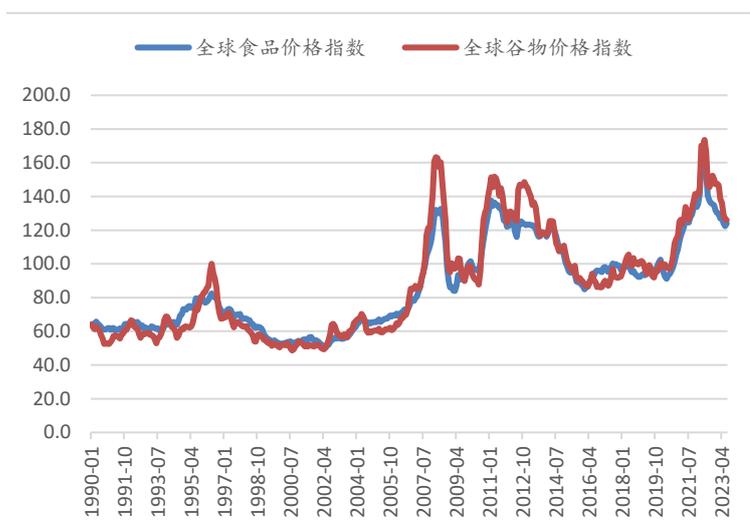
至顶峰。之后在库存回补、黑海协议签署及延期、美联储等多国央行开启加息周期、油价高位回落等因素的共同作用之下，粮食供需紧平衡逐渐缓解，价格从高位震荡回落。

2023年6月以来，厄尔尼诺现象凸显、俄罗斯终止黑海协议、印度等国限制大米出口、台风登陆造成我国多地强降水等，使粮食价格的波动性提升。

近期厄尔尼诺现象影响逐渐加剧，厄尔尼诺意味着太平洋水域变暖，会导致印度等亚洲国家气候干燥、降雨量低于正常水平，北美和南美部分地区降雨过多。根据文献统计数据显示，厄尔尼诺利多稻米、小麦价格，利空大豆价格，对玉米影响偏中性。

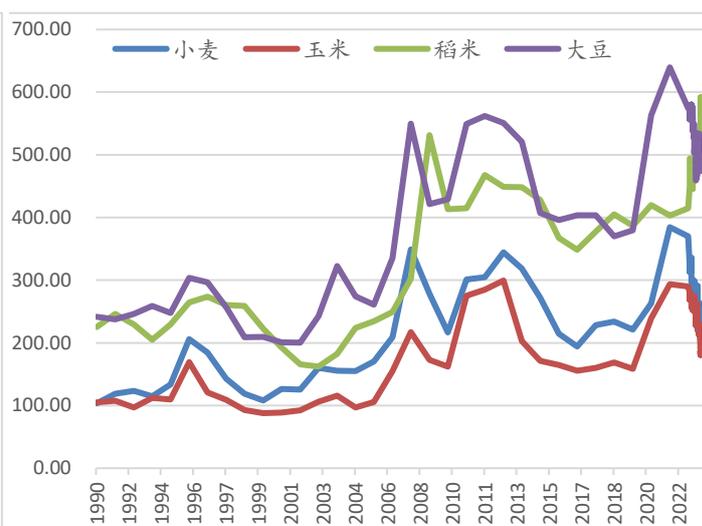
整体看，经过两年的上涨之后，本轮粮食周期已经于上年期中进入回落阶段，全球食品价格和谷物价格总指数均持续震荡回落。分品种看，大米价格持续提升，玉米、小麦价格持续回落，大豆价格震荡回落。

图表 3：全球食品价格指数



资料来源：FAO、致富研究院

图表 4：国际主要谷物价格走势



资料来源：FAO、致富研究院

我国主要粮食作物供求情况

稻米和小麦是我国两大粮食作物，其供给情况直接影响我们粮食安全情况，因此我国高度重视保障这两类作物的供给，自给率分别达到 100%和 93%，对进口依赖度很低，国内价格与海外价格相关性不高。玉米是我国第三大主粮，但其需求中 3/4 用于生产饲料，故其自给率较前两者略低，为 89%，进口依赖度也较前二者略高，价格与海外价格的相关性也较高。大豆是重要经济作物，其首要用途为生产饲料，其次为生产植物油；我国自给率仅 14%，对进口依赖度很高，价格与海外价格也基本吻合。

• 稻米——海外与国内价格均持续上涨

厄尔尼诺使印度等亚洲地区的夏季作物生产普遍萎缩。印度是全球第一大稻米出口国，稻米出口到 140 多个国家和地区，其稻米出口限制推动全球稻米价格的上涨，随后阿联酋、俄罗斯、缅甸等多国也宣布计划限制稻米出口或者延长稻米出口禁令，进一步加剧了全球稻米市场的供需紧张程度。

对我国而言，2022 年以来稻米价格震荡上涨主要是稻米产量减少、供应过剩压力缓解所致。2022 年我国稻米产量 2.09 亿吨，同比减少 1.8%；当年消费量为 2.22 亿吨，与上年近乎持平。缺口部分通过进口 610 万吨和向市场投放库存稻米 1052.8 万吨补齐（数据差额为出口 376.5 万吨所致）。今年 7 月底 8 月初台风“杜苏芮”和热带风暴“卡努”登陆造成多地强降水，我国粮仓东北三省受灾较为严重，大米产地五常尤甚，将影响今年的稻米产量。同时，印度等国的大米出口禁令将影响我国的稻米进口。这些因素对我国稻米价格形成支撑。

但我们认为，我国大米价格涨幅可控，理由有三：一、强降水影响的稻米种植面积和产量在全国占比很低。二、我国稻米自给率基本高达 100%，高达 2.2 亿吨的年消费量中净进口量仅有 200 多万吨。而且进口的是碎米，用于替代价格较高的动物饲料。与此同时，随着这些国家出台出口禁令，我国已将逐步进口转向巴西等其他国家。三、我国稻米储备水平很高，2022 年底为 1.6 亿吨，完全有能力应对上面因素造成的供给缺口。

• 玉米——海外价格持续回落，国内价格维持高位震荡

今年全球玉米产量增加。USDA 在其 8 月报告中预测，2023/2024 年度全球玉米产量为 12.1 亿吨，同比增速为 5.4%，供需状况从去年的紧平衡转为今年的宽平衡，带动全球玉米价格持续回落。

我国玉米价格先跌后涨。今年前 5 个月在天气转暖、农户由于储存难度加大而提升出售积极性、下游企业购买意愿不强、小麦等替代品需求增加等因素的共同作用下，玉米价格有一波回落。6 月以来，在河南阴雨天气提升粮食减产预期、贸易商惜售等的作用下，玉米价格快速反弹，7 月在台风导致多地强降水等的加持下，玉米价格持续回升。

当前我国玉米供需缺口支撑玉米价格持续在高位震荡。但向后看，我国玉米供需缺口或将收窄、全球玉米供需宽平衡、全球玉米价格回落至低位，将带动我国玉米价格从高位回落。基于农业农村部的预测，2023/24 年度我国玉米产量 2.82 亿吨，较上年增加 500 万吨，需求 2.93 亿吨，增加 250 万吨，供给缺口收窄 250 万吨。同时，全球玉米供给充裕，价格已接近前低，我国可以通过进口弥补缺口。

• 小麦——海外价格持续震荡回落，国内价格先回落后反弹

在全球小麦供需宽松的市场环境下，全球小麦价格延续去年下半年的回落走势。

我国小麦价格先跌后涨。5月中旬之前，在供给充裕需求疲软的环境下，小麦价格快速回落。5月中旬之后，在粮食收购价格支撑、河南阴雨天气提升粮食减产预期等的作用下，小麦价格震荡回升。

黑海协议终止影响我国从乌克兰进口小麦，叠加河南阴雨天气导致小麦受损等因素，将会加大小麦供需缺口，对小麦价格起到支撑作用。

• 大豆——海外与国内价格均震荡回落

我国大豆自给率仅有14%，绝大多数需求依赖进口，所以我国大豆价格跟随全球价格变动。今年大豆供给和需求双双增长，供给增速高于需求增速，带动大豆价格震荡回落。USDA的8月报告预测，2023/24年全球大豆产量4.03亿吨，同比增长8.9%，消费量5.5亿吨，同比增长3.8%，再加上进出口数据，最终库销比为21.6%，较上年高2.2个百分点。在美国等主产区降水充足的良好气候条件下，大豆供给将继续维持充裕状态，大豆价格将继续回落。

图表 5: 稻米价格走势



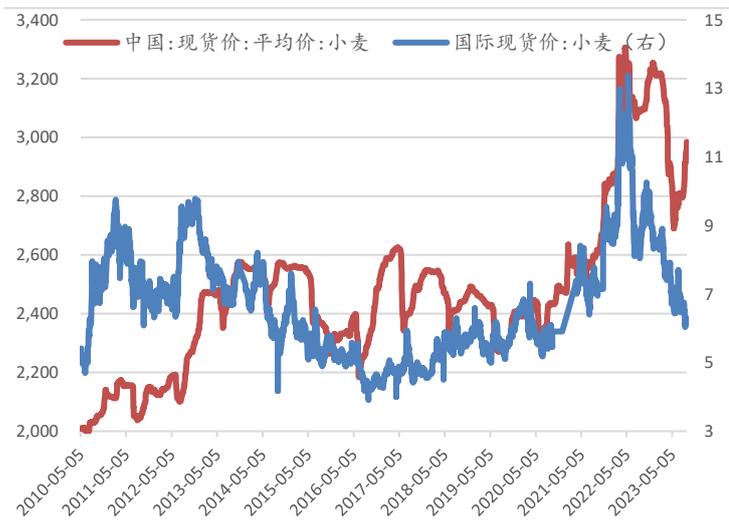
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 6: 玉米价格走势



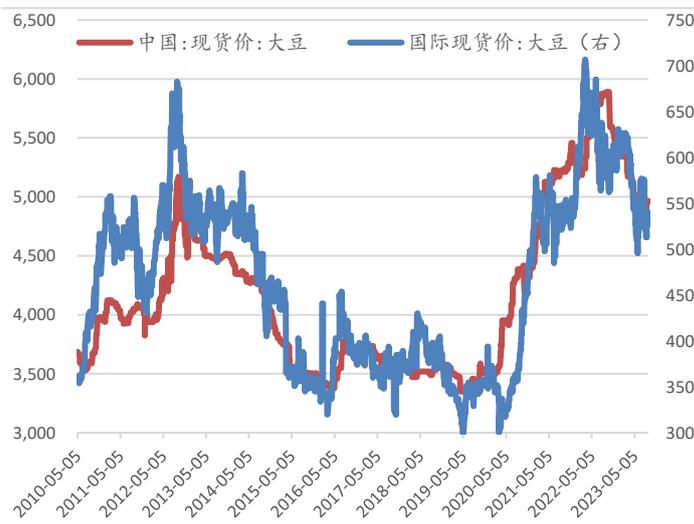
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 7: 小麦价格走势



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 8: 大豆价格走势



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

三、猪肉价格的影响

生猪养殖业是周期性行业，周期4年左右。上一个周期从2018年5月到2022年4月，2022年5月进入新周期。作为必需消费品，猪肉需求较为稳定，猪周期主要受供给的影响，形成“猪肉价格上涨——供给增加——猪肉价格下降——供给减少”的变化周期。

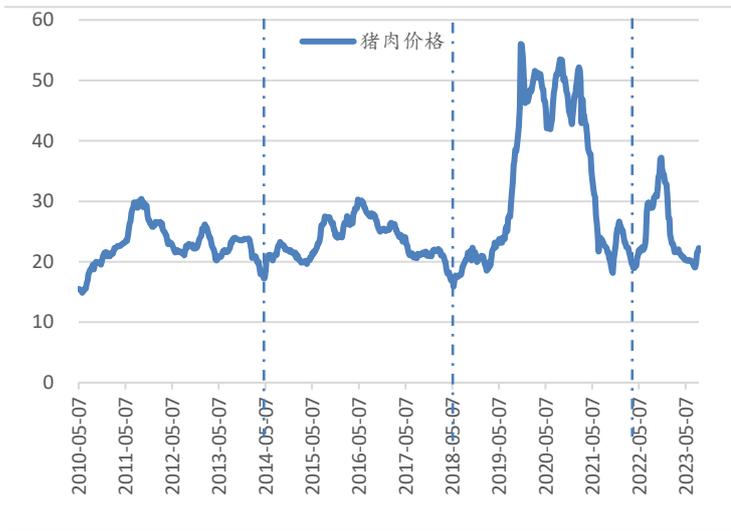
从成本看，生猪养殖成本主要由饲料、动物防疫、人员成本、厂房设备折旧/租金、种猪、耗用能源等项组成，占比分别为72%、11%、6%、4%、3%、3%。饲料占7成以上，在很大程度上影响生猪养殖的利润情况。近两年玉米价格持续处于高位，猪肉价格除上年下半年有一波快速反弹之外持续处于低位，导致猪粮比持续处于低位，并多次触及猪肉价格过度下跌预警。4-7月猪粮比基本维持在5或者低于5的超低位；7月底之后，随着猪肉价格的上涨，猪粮比才逐渐回升到5-6的区间。

从存栏数据看，6月末生猪存栏4.35亿头，同比增长1.1%，能繁母猪存栏4296万头，同比增长0.4%。近两年两个存栏量数据持续维持在高位，震荡区间分别为4.22-4.53亿头和4250-4400万头，库存去化速度缓慢。虽然猪企长时间亏损，资金压力偏大，部分中小散户被迫退出市场，但规模养猪场可以通过仔猪出售等获取利润填补生猪养殖板块的亏损，所以其尚未大幅减少产能。

随着下半年猪肉消费季节性回升，猪肉价格也将有所反弹，但考虑到存栏量处于高位、库存去化缓慢、生猪出栏及屠宰量均高于往年同期数值，猪肉价格上涨幅度较为有限。同时考虑到去年下半年猪肉价格经历一波快速上涨，今年下半年猪肉价格对CPI同比数据的贡献大概率

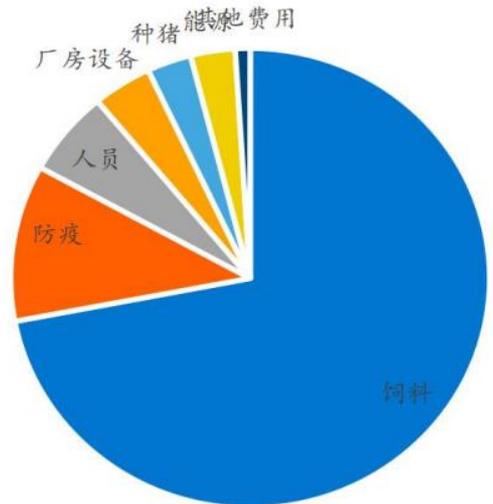
为负。

图表 9：一个完整的猪周期为 4 年左右



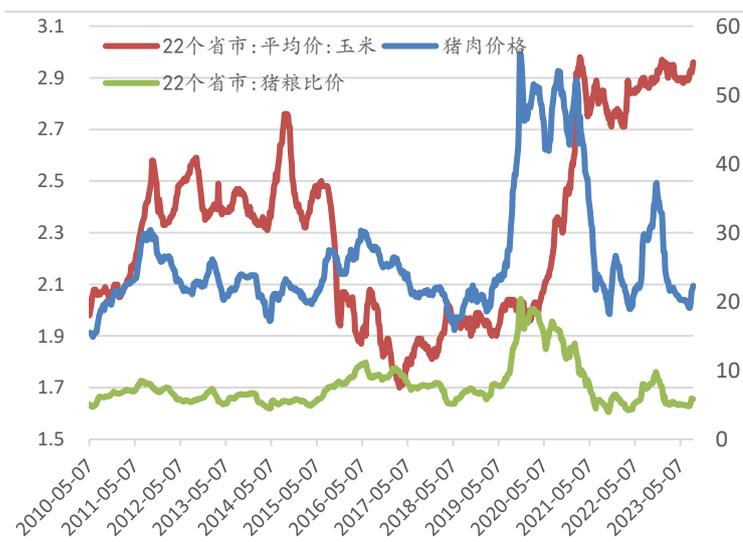
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 10：生猪养殖成本中饲料占比 7 成左右



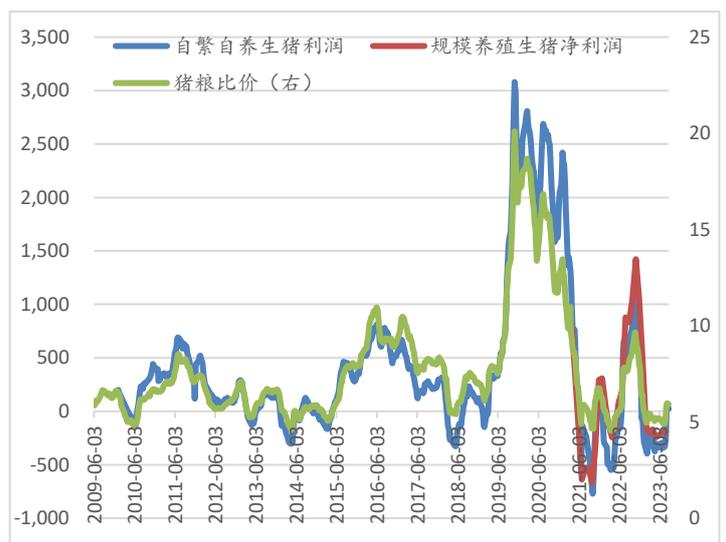
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 11：猪粮比低位有所反弹



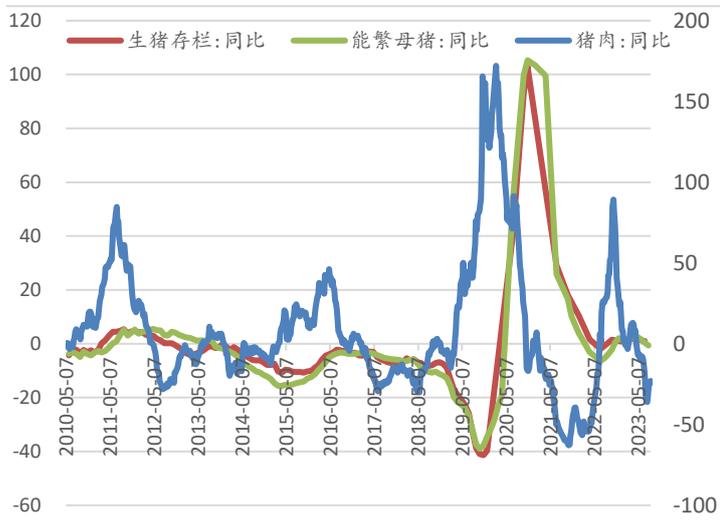
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 12：生猪养殖利润也有所好转



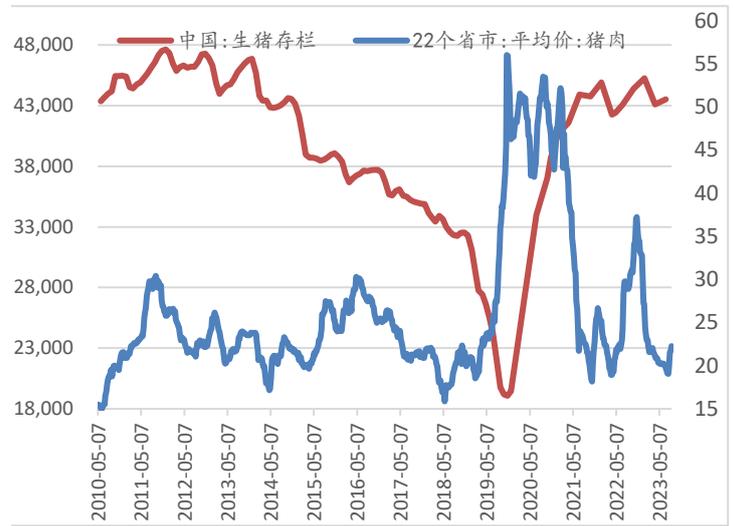
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 13: 存栏与猪价增速走势



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 14: 存栏量维持在高位



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

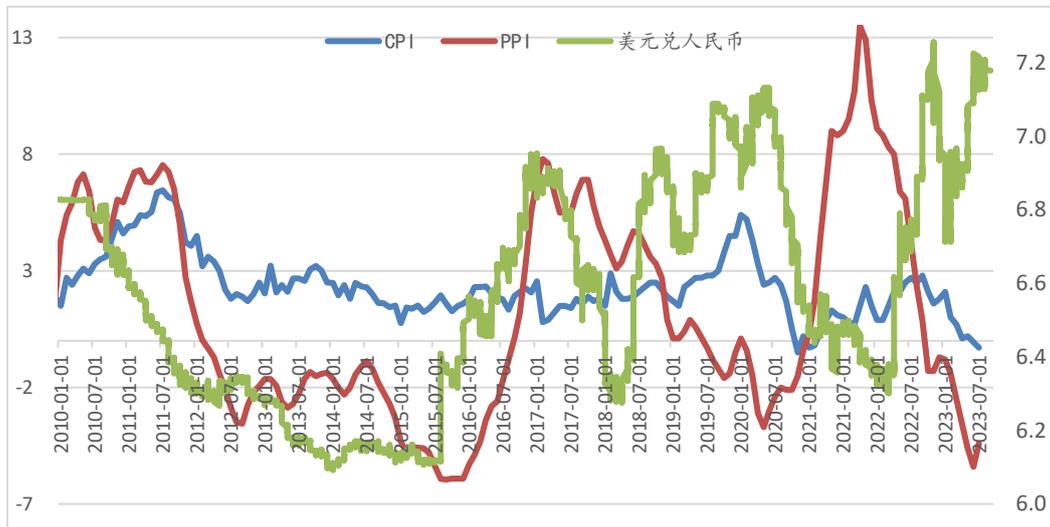
四、人民币汇率的影响

汇率会通过输入性通胀的渠道影响国内物价水平。从历史走势看，2015年8.11汇改之前，汇率与物价走势基本同步；之后，汇率走势领先物价走势。

2022年以来，RMB快速贬值，从二者的关系看，这波汇率贬值将会推动随后一段时间的物价上涨。

基于当前的经济形势、国际地缘政治环境，中长期RMB还将继续贬值，将成为中长期物价的一个向上推动力量。

图表 15: 人民币贬值将推动物价上涨

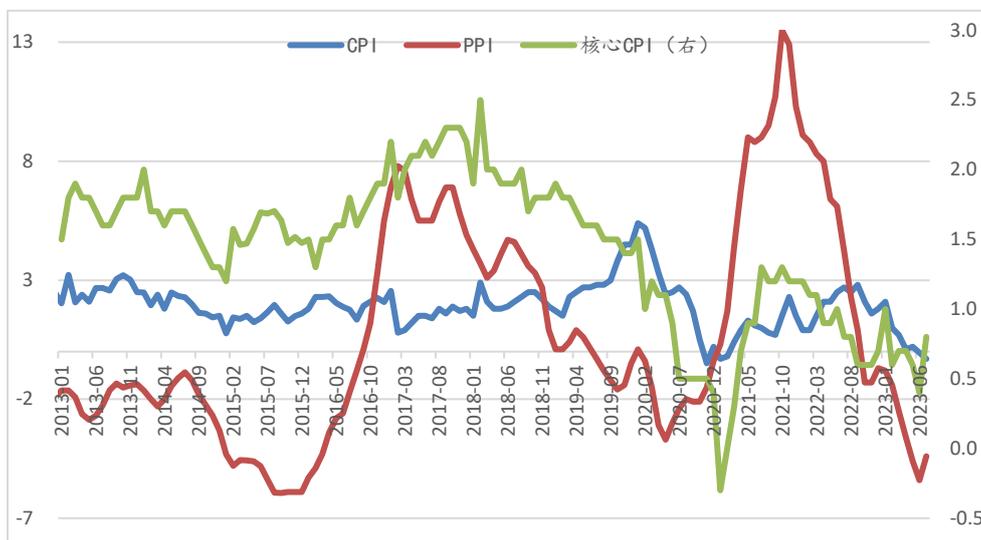


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

五、下半年物价走势研判

从各物价指数走势看，2014年之前PPI与CPI走势吻合，之后二者走势分化，PPI向CPI传导不畅，CPI受蓄肉类等食品价格走势的影响更大；但相较CPI而言，核心CPI走势与PPI走势更为一致。

图表 16: 核心 CPI 与 PPI 走势更一致



资料来源：国家统计局、致富研究院

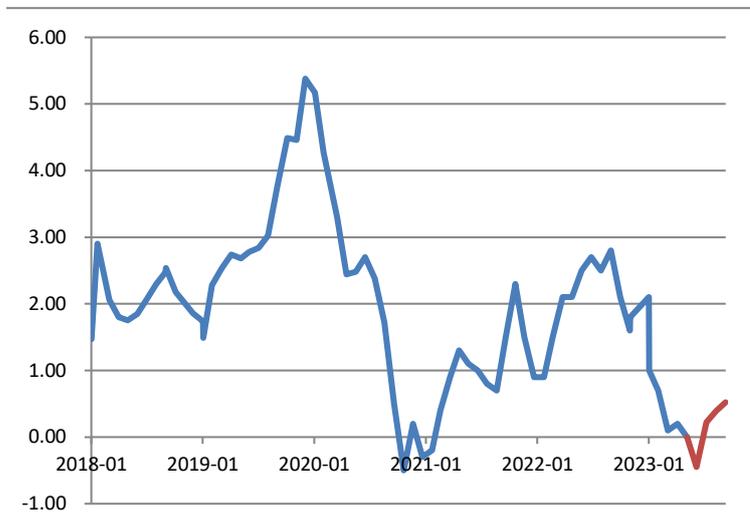
- 从走势看，全年 CPI 和 PPI 均先降后升，呈“V”字走势

走势上我们继续维持之前报告中的判断：综合考虑经济增速、各类商品和服务价格的季节性变动规律、基数效应等因素，CPI 和 PPI 同比涨幅均将呈现先降后升的“V”字型走势，二者分别于 7 月和 6 月录得年内最低值，之后月份逐渐回升。

- 从幅度看，下半年 CPI 和 PPI 回升幅度均较为有限

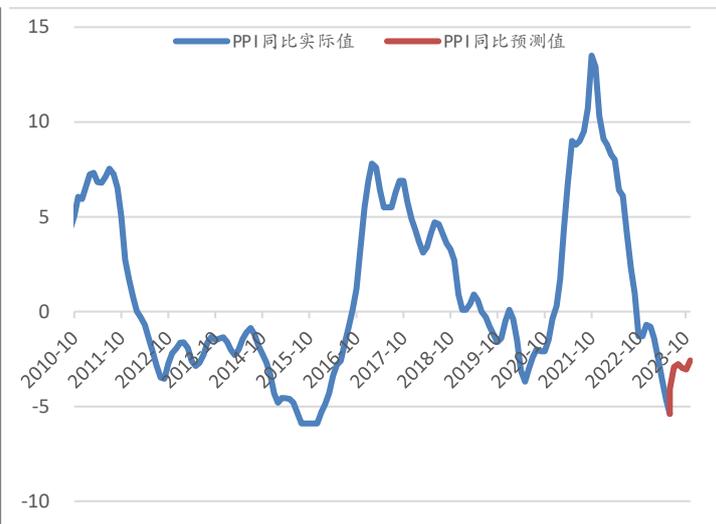
综合本报告对几个因素的分析，下半年油价对物价同比增速的贡献近乎于 0，粮食价格的贡献为正，猪肉价格贡献为负，汇率贡献为正。通过模型计算，二者下半年的上升幅度均较为有限，PPI 同比增速将持续维持负值。

图表 17: CPI 同比 7 月录得年内最低值, 之后反弹



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 18: PPI 同比 6 月录得年内最低值, 下半年反弹



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

| 香港 | 北京 | 上海 | 深圳 |
|--|---|--|--|
| 香港致富证券有限公司 香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼 电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893 | 香港致富证券有限公司北京代表处 北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层 电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555831 | 香港致富证券有限公司上海代表处 上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室 电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185 | 香港致富证券有限公司深圳代表处 深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼 电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665 |

网址：www.chiefgroup.com.hk