

总量研究

全球粮价高涨，国内通胀能否稳住？

——光大宏观周报（2022-06-05）

要点

本周聚焦：

今年以来，国际粮价高位运行，4 月国内粮食 CPI 同比上升至 2.7%，创 2016 年以来新高。本文基于数据测算的角度，认为在确保口粮安全的情况下，国际粮价上涨对国内通胀的传导强度和效果偏弱，尚不构成通胀的主要矛盾。

判断国际粮价对国内价格的影响，一是看进口依赖度，二是看国内供需缺口。具体来看：大豆，进口依赖度常年超过 80%，国内大豆价格基本跟随国际价格波动；玉米、小麦，2020-2021 年，二者进口依赖度分别为 10%、7%，国内价格承受了一定的输入性上涨压力，传导幅度介于 10%-30%；大米，进口依赖度仅为 3%，国内大米价格运行较为独立，受国际粮价的影响程度较低。

粮价上涨如何影响国内通胀？

一是，直接渠道，传导强度有限。小麦和稻谷，是我国两类主要的口粮消费品种，二者直接影响 CPI 中的粮食价格，粮食类消费占 CPI 比重约为 2%。历史上看，当粮价上涨明显推升国内通胀时，稻谷和小麦价格同时出现大幅上涨。而从现实情况看，目前国内稻谷价格处在历史低位，充当重要的稳定剂，削弱粮价上涨对通胀的影响。同时，国际小麦价格对国内价格的传导有较大折损率，由于今年国内小麦供需缺口收敛，库存消费比高于上年，也有助于稳定国内粮价。假设极端情况下，未来国际小麦价格再度上涨 100%，对应国内面粉价格上涨 10%-20%，但因国内大米价格稳定，则粮食 CPI 上涨 5%-10%，对 CPI 拉动率为 0.1-0.2 个百分点（4 月为 0.05 个百分点），影响相对可控。

二是，间接渠道，传导效果偏弱。以当前涨价压力较大的玉米价格进行说明。玉米饲用比例高达 60-70%，对 CPI 的影响，主要通过影响猪肉等肉类价格，间接影响通胀。今年 1-5 月，国际玉米价格上涨 24%，国内玉米价格上涨 6%。经测算，若玉米价格上涨 10%，导致猪肉成本上涨 0.5 元，若全部计入当前 15 元/公斤的猪价，将导致猪价上涨 3%，对应 CPI 拉动率不到 0.1%。因此，当猪价处于低位时，玉米价格上涨会导致猪价呈现抗跌性。但当猪价快速上行时，玉米价格上涨对猪价的影响会逐步削弱。

全球央行：

美国总统拜登表示，需要从复苏过渡到稳定增长，强调尊重美联储的独立性，美联储将使用其政策工具来应对物价上涨；欧洲央行首席经济学家连恩表示，货币政策正常化应循序渐进，7 月、9 月各加息 25 个基点是“基准节奏”。

海外政策：

俄罗斯公布第三阶段军事行动目标；欧盟领导人同意禁运俄罗斯石油。

国内观察：

6 月以来，上游：原油、铜价环比上涨、焦煤、铝价环比下跌；中游：水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌；下游：商品房成交面积跌幅收窄，猪价环比上涨，菜价、水果环比下跌。

国内政策：

全国财政支持稳住经济大盘工作会议召开；国常会部署加快稳经济一揽子政策落地生效。

风险提示：全球粮价上涨超预期，全球油价上涨超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

美国非农超预期，时薪增速似有筑顶迹象——2022 年 5 月美国新增非农数据点评（2022-06-04）

产需改善，预期向好，经济动能见底回升——2022 年 5 月 PMI 数据点评（2022-05-31）

从美国粮食霸权到全球粮食危机——《大国博弈》第二十二篇（2022-05-30）

深圳调研：消费券与商场业态恢复——《见微知著》第七篇暨光大宏观周报（2022-05-28）

疫情冲击中下游，政策加码助力复苏——2022 年 4 月工业企业盈利数据点评（2022-05-27）

美联储持续鹰派、剑指通胀——2022 年 5 月美联储议息会议纪要点评（2022-05-26）

从印太经济框架，看美国遏华新思路——《大国博弈》系列第二十一篇暨光大宏观周报（2022-05-22）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-22）

向越南产业转移对我国影响有多大？——《大国博弈系列》第二十篇（2022-05-18）

如何理解 4 月财政数据的预期差？——2022 年 4 月财政数据点评（2022-05-18）

穿越疫情曲线：欧美经验与教训——《全球疫情和疫苗跟踪系列》第十篇（2022-05-12）

美联储与财政部，如何配合穿越危机——美联储观察系列八暨光大宏观周报（2022-04-23）

目录

一、全球粮价高涨，国内通胀能否稳住？	4
1.1 国际粮价上涨，如何影响国内粮价？	4
1.2 小麦：直接影响国内通胀，传导强度可控	6
1.3 玉米：间接影响国内通胀，传导效果偏弱	7
二、海外观察	8
2.1 金融与流动性数据：各国国债收益率同步上行	8
2.2 全球市场：全球股市涨跌分化，大宗商品涨跌分化	9
2.3 央行观察：美联储坚持加息抗通胀；欧央行表态渐进加息；日本央行延续货币宽松	10
2.4 海外政策：俄罗斯公布第三阶段军事行动目标；欧盟领导人同意禁运俄罗斯石油	11
三、国内观察	11
3.1 上游：原油、铜价环比上涨、焦煤、铝价环比下跌	11
3.2 中游：水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌	12
3.3 下游：商品房成交面积跌幅收窄，猪价环比上涨，菜价、水果环比下跌	13
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率下行	14
3.5 国内政策：全国财政支持稳住经济大盘工作会议召开；国常会部署加快稳经济一揽子政策落地生效	14
四、下周财经日历	15
五、风险提示	15

图目录

图 1：2022 年，全球小麦和玉米库存消费比处在近年来低位	4
图 2：2022 年，中国小麦和玉米库存消费比处在近年来低位	4
图 3：从我国粮食进口依赖度看，大豆>玉米>小麦>稻谷	5
图 4：2020 年之后，我国小麦开始出现产需缺口	5
图 5：国内大豆价格基本跟随国际价格同步波动	5
图 6：2016 年临储政策取消后，玉米价格跟随国际价格波动	5
图 7：2020 年之后，国际小麦价格上涨传导至国内	5
图 8：国内稻谷价格运行较为独立，受国际价格影响较弱	5
图 9：国内稻谷价格基本在最低收购价上方小幅波动	6
图 10：2021 年以来，国内小麦价格运行逐步脱离最低收购价	6
图 11：稻谷小麦消费以食用为主，玉米大豆消费以饲料为主	6
图 12：CPI 粮食价格主要受稻谷和小麦影响	6
图 13：2022 年 1-5 月，粳稻政策粮拍卖成交量处在历史低位	7
图 14：相较于小麦价格，国内面粉价格涨幅相对温和	7
图 15：玉米与猪价的关系，主要体现为猪价上涨带动玉米价格	8
图 16：玉米价格与饲料需求有关，受猪价影响	8
图 17：养猪成本对猪价的影响并不显著	8
图 18：驱动猪价上涨的核心因素是生猪产能	8
图 19：通胀预期上行，带动美国 10 年期国债收益率回升	9

图 20：各国国债收益率同步上行	9
图 21：美国 10y-2y 国债收益率利差小幅上行	9
图 22：美国投资级企业债利差收窄	9
图 23：全球股市涨跌分化	10
图 24：大宗商品价格涨跌分化	10
图 25：原油价格环比上涨	12
图 26：动力煤持平于上月、焦煤环比跌幅扩大	12
图 27：铜价环比上涨，库存同比下降	12
图 28：铝价环比下降，库存同比下降	12
图 29：螺纹钢价格环比下跌	13
图 30：水泥价格指数环比下跌	13
图 31：商品房成交面积跌幅收窄	13
图 32：土地供应面积同比下跌	13
图 33：猪价环比上涨，菜价、水果环比下跌	14
图 34：乘用车日均零售销量同比跌幅收窄	14
图 35：货币市场利率下行	14
图 36：债券市场利率下行	14

表目录

表 1：美欧日央行官员表态	10
表 2：下周全球经济数据热点	15

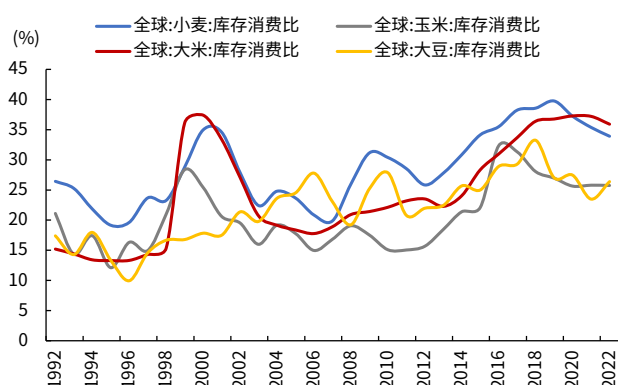
一、全球粮价高涨，国内通胀能否稳住？

1.1 国际粮价上涨，如何影响国内粮价？

俄乌冲突背景下，以小麦、玉米为代表的全球粮食价格明显上涨，今年 1-5 月，二者的国际现货价格涨幅最高超过 30%，绝对价格水平已经超过 2008 年出现粮食危机的年份。俄罗斯和乌克兰作为全球重要的小麦和玉米供给国，未来产量和出口变化，将持续影响全球粮食市场。2021 年，俄罗斯占全球小麦出口量的 22%，乌克兰占全球小麦出口量的 11%，俄罗斯占全球玉米出口量的 3%，乌克兰占全球玉米出口量的 17%。（关于粮食危机的原因分析，详见 5 月 30 日外发报告《从美国粮食霸权到全球粮食危机》）

《美国农业部月度供需报告（2022 年 5 月）》显示，22/23 年度小麦和玉米均面临产量下降、库存减少的情况。小麦方面，战争已经影响乌克兰春播进程，预计乌克兰 22/23 年度小麦产量为 2150 万吨，比 21/22 年减少 1150 万吨。22/23 年度全球产量预计为 7.748 亿吨，比 21/22 年减少 450 万吨。预计 22/23 年世界期末库存减少 5%至 2.67 亿吨，将是六年来的最低水平。玉米方面，预计 2022/23 年全球玉米产量将从 21/22 年的高点 12.2 亿吨降至 11.8 亿吨，降幅约 2.9%，主要受乌克兰和美国产量下降影响，预计全球玉米 2022/23 期末库存下降 1.4%至 3.051 亿吨。

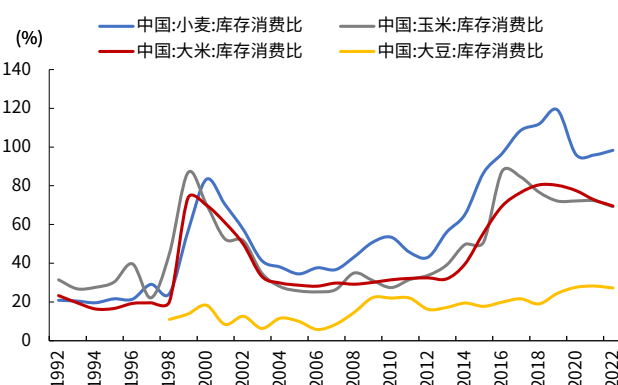
图 1：2022 年，全球小麦和玉米库存消费比处在近年来低位



资料来源：美国农业部，光大证券研究所

注：2022 年数据为《美国农业部月度供需报告（2022 年 5 月）》预测数

图 2：2022 年，中国小麦和玉米库存消费比处在近年来低位



资料来源：美国农业部，光大证券研究所

注：2022 年数据为《美国农业部月度供需报告（2022 年 5 月）》预测数

国际粮价上涨主要通过贸易和预期途径影响国内粮价，判断其影响大小，一是看进口依赖度，二是看国内产需缺口。基于此，我们可以将四类主要粮食作物（大米、小麦、玉米、大豆）分为四类：

第一类是大豆，由于其进口依赖度常年超过 80%，国内大豆价格基本跟随国际价格波动，2021 年以来，国际粮价对国内粮价的传导幅度介于 85%-100%；

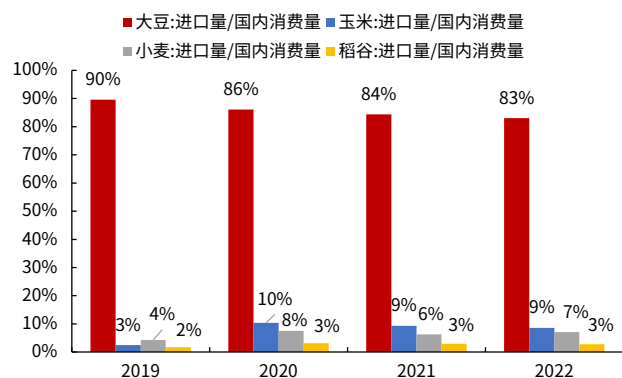
第二类是玉米、小麦，2020 年以来，由于国内播种面积下降、饲用消费增加，国内进口明显增多，2020-2021 年，玉米、小麦进口依赖度分别为 10%、7%，而 2019 年仅为 3%、4%。这也导致二者的国内价格承受了一定的输入性上涨压力。2021 年以来，玉米、小麦国际粮价对二者国内粮价的传导幅度介于 10%-30%。

而国内粮食产需缺口的变动，是决定传导幅度大小的关键变量。例如 2021 年，由于上一年玉米价格上涨，国内玉米增产幅度较大，产需缺口收窄，而小

麦出现产需缺口走阔。因此，2021 年，国际玉米价格对国内玉米价格的传导幅度为 10%，低于国际小麦价格对国内小麦价格的传导幅度 30%。

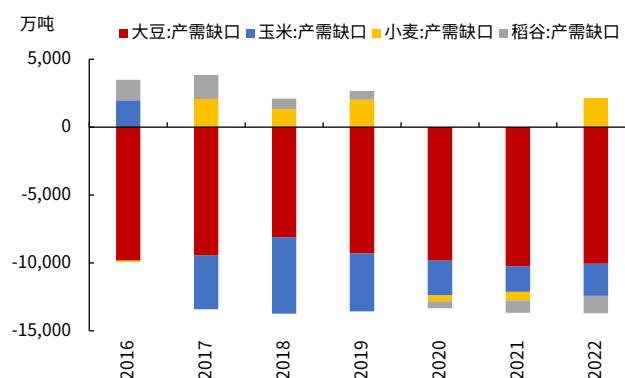
第三类是大米，处于自给自足状态，进口依赖度仅为 3%，主要为品种调剂需求。因此，国内大米价格运行较为独立，主要跟随最低收购价变动，受国际粮价的影响程度较低。今年 1-5 月，国际大米价格上涨 19%，国内价格仅上涨 3%。

图 3：从我国粮食进口依赖度看，大豆>玉米>小麦>稻谷



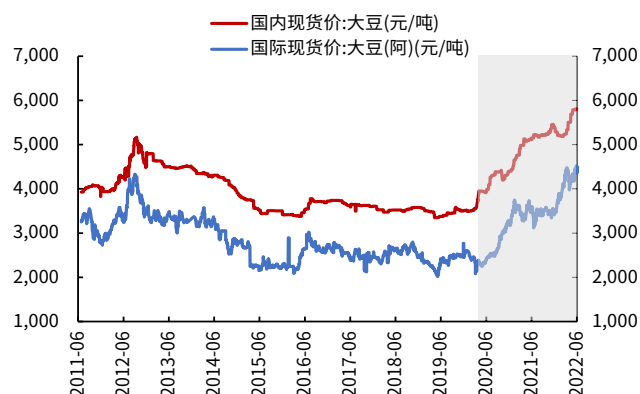
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：2022 年为中国汇易 5 月预测数

图 4：2020 年之后，我国小麦开始出现产需缺口



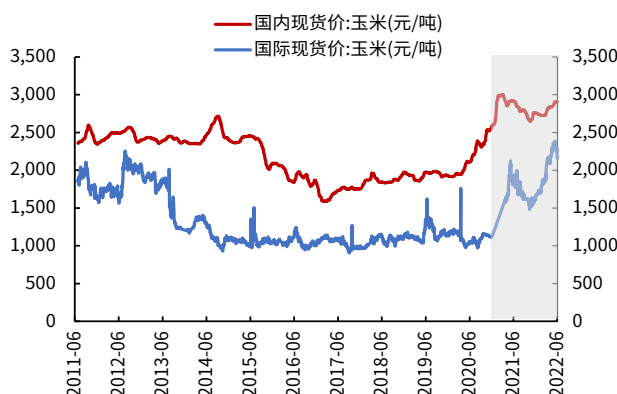
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：2022 年为中国汇易 5 月预测数

图 5：国内大豆价格基本跟随国际价格同步波动



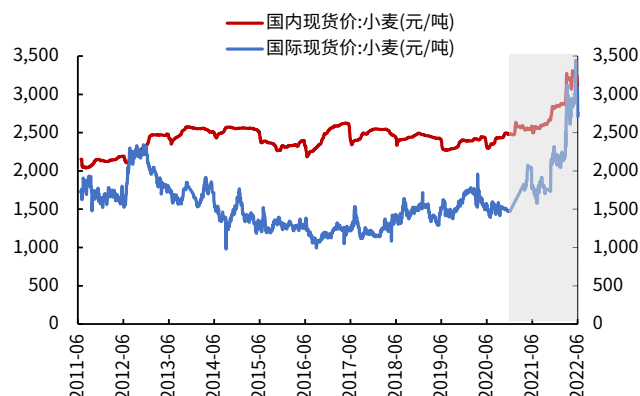
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至时间为 2022 年 6 月 2 日

图 6：2016 年临储政策取消后，玉米价格跟随国际价格波动



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至时间为 2022 年 6 月 2 日

图 7：2020 年之后，国际小麦价格上涨传导至国内



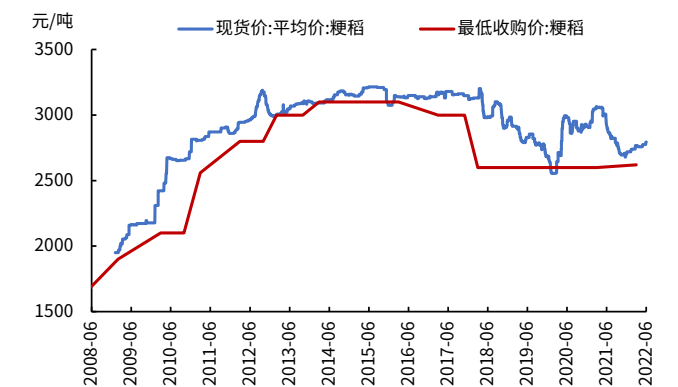
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至时间为 2022 年 6 月 2 日

图 8：国内稻谷价格运行较为独立，受国际价格影响较弱



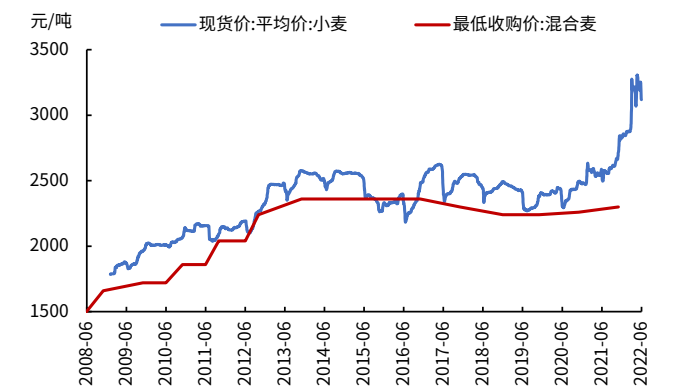
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至时间为 2022 年 6 月 2 日

图 9：国内稻谷价格基本在最低收购价上方小幅波动



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至时间为 2022 年 6 月 1 日

图 10：2021 年以来，国内小麦价格运行逐步脱离最低收购价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至时间为 2022 年 6 月 1 日

因此，从当前实际情况看，在俄乌冲突持续扰动粮食生产和出口的背景下，国际小麦、玉米价格上涨压力仍未消退，将对未来国内小麦、玉米价格形成一定的上涨压力，进而影响国内通胀。

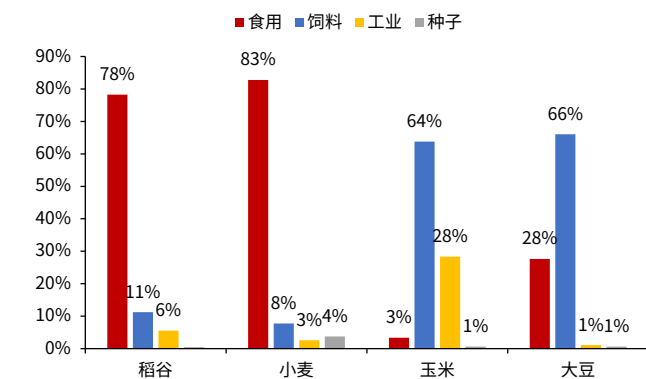
本文主要以小麦和玉米价格为例，探讨国际粮价上涨对国内通胀的影响。

1.2 小麦：直接影响国内通胀，传导强度可控

未来小麦价格大幅上涨会抬升国内通胀，预计对 CPI 拉动率在 0.2 个百分点以内，相对可控。

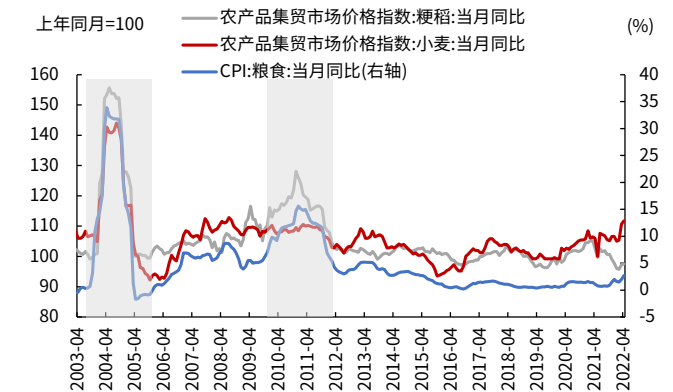
小麦和稻谷，是我国两类主要的口粮消费品种，二者直接影响 CPI 中的粮食价格。从 2021 年我国粮食消费结构来看，小麦和稻谷的食用消费比例为 80%左右，明显高于同期玉米、大豆分别为 3%、28%的食用比例。所以，从粮食 CPI 的走势来看，主要取决于小麦和稻谷价格波动。

图 11：稻谷小麦消费以食用为主，玉米大豆消费以饲料为主



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据统计时间为 2021 年

图 12：CPI 粮食价格主要受稻谷和小麦影响

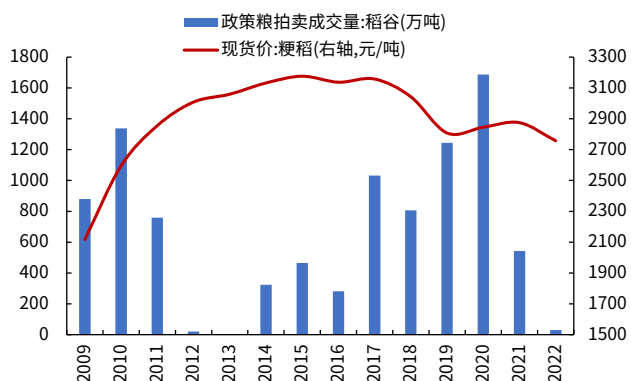


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至时间为 2022 年 4 月

历史上看，当粮价上涨明显推升国内通胀时，稻谷和小麦价格同时出现大幅上涨。粮食在 CPI 的权重约为 2%，尽管占比不高，但当粮价出现大幅波动时，对通胀的影响将明显加强。2000 年以来，粮价对 CPI 的拉动率最高在 2004 年达到 1%，当时稻谷和小麦价格均大幅上涨，涨幅介于 40%-50%，粮食类 CPI 上涨 34%。

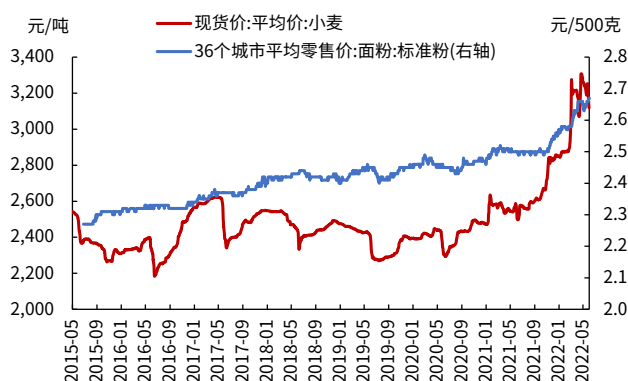
而从现实情况看，国内稻谷价格处在历史低位，充当重要的稳定剂，削弱粮价上涨对通胀的影响。一方面，大米的主产地是亚洲地区，不受俄乌冲突的直接影响，美国农业部 5 月预测，22/23 年度全球大米增产，库存处在历史高位；另一方面，国内粳稻政策粮拍卖量处在历史低位，表明国内稻谷实际供给相对充足。

图 13：2022 年 1-5 月，粳稻政策粮拍卖成交量处在历史低位



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据统计时间为 2022 年 5 月

图 14：相较于小麦价格，国内面粉价格涨幅相对温和



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至时间为 2022 年 5 月 31 日

同时，国际小麦价格对国内价格的传导有较大折损率，今年国内小麦产需缺口收敛，库存消费比高于上年，也有助于稳定国内粮价。从国际小麦-国内小麦-国内面粉-粮食类 CPI 传导渠道看，今年 1-5 月，国际小麦价格上涨 29%，国内小麦价格上涨 9%，国内面粉价格上涨 4%。

因此，若假设极端情况下，未来国际小麦价格再度上涨 100%，对应国内面粉价格上涨 10%-20%，但由于国内大米价格稳定，则粮食 CPI 上涨 5%-10%，对 CPI 拉动率为 0.1-0.2 个百分点（4 月为 0.05 个百分点），影响相对可控。

1.3 玉米：间接影响国内通胀，传导效果偏弱

玉米价格主要通过增加饲料成本影响猪价，间接影响通胀，但效果偏弱。玉米直接食用比例较低，不足 5%，而饲用比例高达 60-70%，因此玉米对 CPI 的影响，主要通过影响猪肉等肉类价格，间接影响通胀。

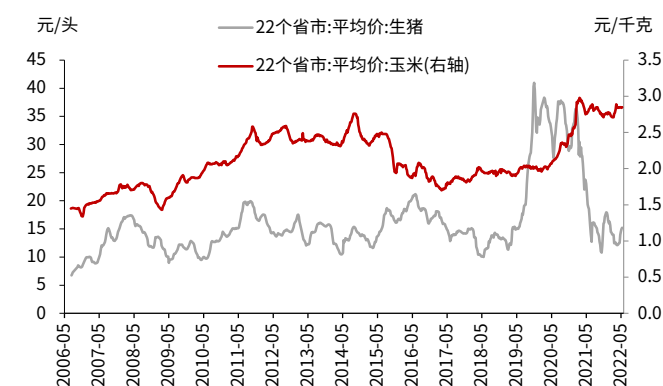
今年 1-5 月，国际玉米价格上涨 24%，国内玉米价格上涨 6%。尽管国内玉米库存/消费比重维持在 2019 年以来的低位，但由于去年下半年以来生猪产能持续去化，降低饲用需求，因此今年上半年，国内玉米价格涨幅不高。目前来看，随着三季度猪价进一步上涨，养殖利润可能将逐步摆脱亏损区间，相应的养殖需求会随之改善，带动国内玉米需求增多，叠加全球玉米存在供需缺口，未来国内玉米价格仍然存在上涨压力。

驱动猪价上涨的动力主要为供需基本面，成本端影响有限。

一头出栏重 120kg 的生猪平均需消耗饲料约 330kg，如果按照饲料中 62% 的添加量计算，约需要 200kg 玉米，按照现在一吨玉米 2900 元计算，养一头猪需要 580 元玉米，大约每公斤猪肉对应的玉米饲用成本为 5 元，约占养猪总成本的 30%。即若玉米价格上涨 10%，导致猪肉成本上涨 0.5 元，若全部计入当前 15 元/公斤的猪价，将导致猪价上涨 3%，对应 CPI 拉动率不到 0.1%。

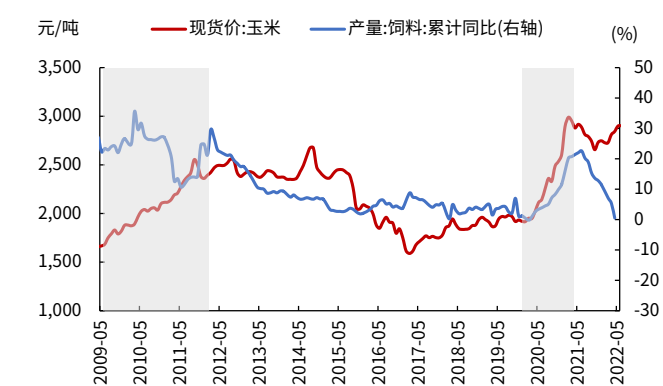
因此，当猪价处于低位时，玉米价格上涨会导致猪价呈现抗跌性。但当猪价快速上行时，玉米价格上涨对猪价的影响会逐步削弱。从因果关系来看，主要体现为猪价上涨提升饲用需求，进而带动玉米价格上涨。

图 15：玉米与猪价的关系，主要体现为猪价上涨带动玉米价格



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至时间为 2022 年 5 月

图 16：玉米价格与饲料需求有关，受猪价影响



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至时间为 2022 年 5 月

图 17：养猪成本对猪价的影响并不显著

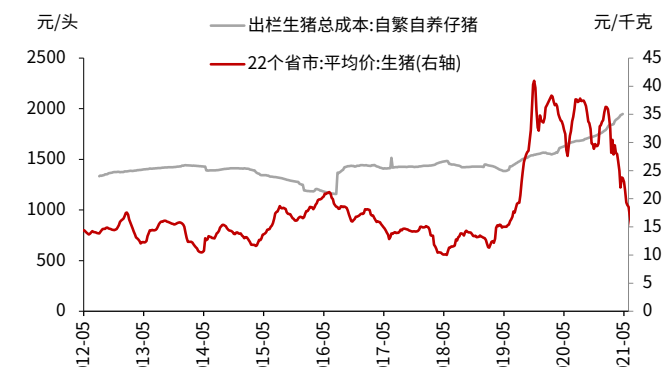
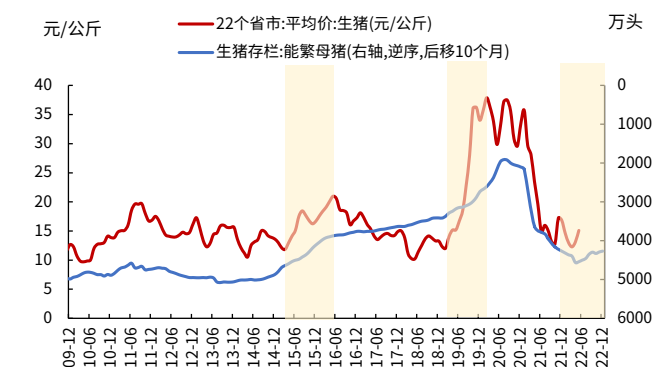


图 18：驱动猪价上涨的核心因素是生猪产能



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_42703

