

易上难下、愈加分化的通胀

——宏观经济周度观察第 91 期

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

证书编号: S0280517100001

刘娟秀 (分析师)

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

陈韵阳 (联系人)

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280118040020

● 易上难下的通胀

猪肉价格涨势趋缓,又遇水果价格大涨。5月猪肉平均批发价小幅上涨1.4%,涨幅较前值(4.5%)显著下降,但水果价格大幅上涨,5月7种重点监测水果上涨20.3%,远超出季节性,通胀预期继续升温。水果价格大涨主因供给收缩。5月水果价格大涨,一方面受季节因素影响,5月水果价格一般都会上涨;另一方面,这次的涨幅远超出季节性,2018年春季的寒冷天气导致秋季北方水果欠收,2019年存量不足,供给收缩是水果价格大涨的主要原因。水果的供给收缩可持续性不强,但与下半年猪肉价格再度上涨可能形成无缝连接,可能导致CPI增速易上难下。

加征关税带来输入型通胀,以大豆为例。加征关税导致进口大豆减少大概率推升通胀,但影响相对动态。大豆对CPI的传导途径大体有两种:其一,直接提升CPI粮食分项;其二,大豆经处理后,得到的豆油和豆粕等副产品可用于食用油、饲料、禽畜等。对美国大豆征税,将造成大豆价格上涨,通过以上途径传导至CPI各分项上,进而推升通胀。不过其影响相对动态:其一,进口替代的干扰,2018年进口美豆数量显著减少,自巴西进口大豆数量明显增加,进口大豆结构的改变也将影响价格;其二,猪瘟导致国内生猪供给大幅减少,压制补栏意愿,且影响可能长时间存在,饲料的需求预计会明显减少;其三,中国可能通过补贴等方式来对冲关税带来大豆等农产品进口价格的上涨。

草地贪夜蛾入侵可能导致粮食价格上涨。4月下旬以来,草地贪夜蛾虫情扩散蔓延明显加快,目前已经迅速蔓延到14个省(区),由于草地贪夜蛾生性广、繁殖能力强、食性杂、迁飞能力强,使得其对粮食的危害巨大且不容易防控,若防控效果不佳,则可能影响国内粮食产量,与大豆价格上涨共同推升粮食价格。

● 愈加分化的通胀

4月CPI增速回升至2.5%,5月大概率进一步上升,而核心CPI增速却稳中趋降,后续这种分化可能更加明显,一方面,如前文所述,CPI增速易上难下,另一方面,目前经济仍处于下行通道中,就业压力增加,贸易摩擦的不确定性更是加剧这种压力,企业通过降薪裁员等方式将压力转移到居民部门,这种情况下,劳动力成本显著提升的可能性不大,求人倍率同比增速的走势亦反映这点,同时,消费等终端需求疲弱,也在抑制核心通胀上升。

● 风险提示: 货币政策转向; 中美贸易摩擦进一步升级

相关报告

宏观报告: 经济复苏预期升温, 谨防预期差——宏观经济周度观察第 85 期

2019-4-14

宏观报告: 债市大跌, 未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第 84 期

2019-4-7

宏观报告: 4月资金面怎么看——宏观经济周度观察第 83 期

2019-3-31

宏观报告: 对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第 82 期

2019-3-24

宏观报告: 未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第 81 期

2019-3-17

宏观报告: 两会前瞻: 期待改革破局——宏观经济周度观察第 79 期

2019-3-3

宏观报告: 全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第 78 期

2019-2-24

宏观报告: 1月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第 77 期

2019-2-17

宏观报告: 逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第 76 期

2019-1-27

宏观报告: 本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第 75 期

2019-1-20

宏观报告: 汽车、家电消费政策出台后, 消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第 74 期

2019-1-13

宏观报告: 承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第 73 期

2019-1-6

目 录

1、 易上难下、愈加分化的通胀.....	3
1.1、 易上难下的通胀.....	3
1.2、 愈加分化的通胀.....	8
2、 一周高频数据观察.....	9
2.1、 高炉开工率回升.....	9
2.2、 原油价格暴跌.....	10
2.3、 水果价格上涨，蔬菜、猪肉价格下跌.....	10
2.4、 房地产销售面积增速回落.....	11
2.5、 央行加大资金投放力度，货币市场利率先升后降.....	12
2.6、 美元指数上涨，人民币升值.....	13
3、 本周主要关注点（2019.6.3-2019.6.9）.....	13

图表目录

图 1: 5月水果价格大涨（%）.....	3
图 2: 水果价格存在较强的季节性（元/公斤）.....	4
图 3: 很多品种水果价格在大涨.....	4
图 4: 国内大豆依赖进口.....	5
图 5: 2018年大豆进口量下降.....	5
图 6: 对美国大豆进口依赖度下降.....	6
图 7: 豆粕期货价大涨.....	6
图 8: 大豆期货价上涨.....	6
图 9: 玉米期货价上涨.....	7
图 10: 大豆、豆粕库存降低.....	7
图 11: 近几年粮食对CPI拉动率较为稳定.....	8
图 12: 核心CPI与CPI增速分化（%）.....	8
图 13: 求人倍率同比增速下降（%）.....	9
图 14: 高炉开工率回升（%）.....	9
图 15: 发电耗煤量环比增速下降（%）.....	10
图 16: 油价暴跌（美元/桶）.....	10
图 17: 蔬菜价格下跌（元/公斤）.....	11
图 18: 水果价格上涨（元/公斤）.....	11
图 19: 房地产销售面积增速回落（%）.....	12
图 20: 货币市场利率先升后降（%）.....	12
图 21: 美元指数上涨.....	13
图 22: 人民币升值.....	13
表 1: 央行公开市场操作（2019.5.27-5.31）.....	12

由于供给收缩，近期水果价格大涨，虽然可持续性不强，但与下半年猪肉价格再度上涨可能形成无缝连接，加上加征关税带来输入型通胀以及草地贪夜蛾对粮食产量的威胁，通胀可能易上难下。同时，核心CPI与CPI增速可能愈加分化。

1、易上难下、愈加分化的通胀

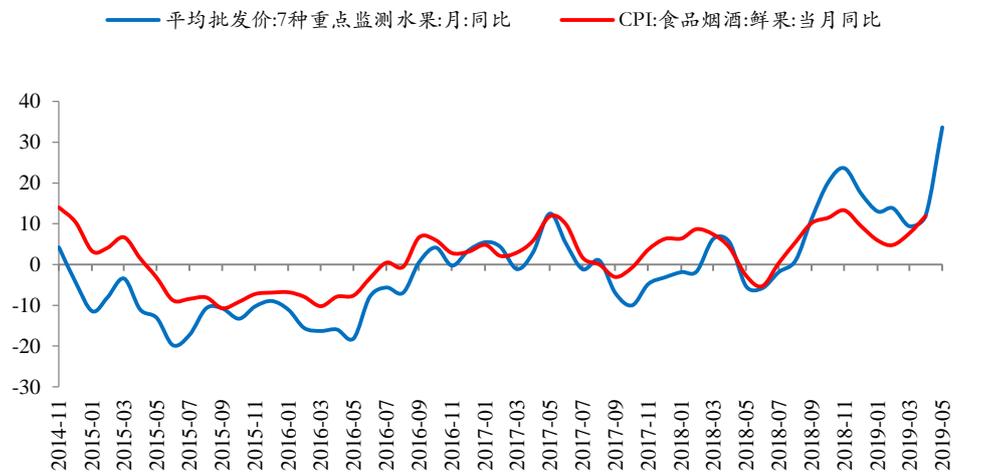
1.1、易上难下的通胀

猪肉价格涨势趋缓，又遇水果价格大涨。5月猪肉平均批发价小幅上涨1.4%，涨幅较前值(4.5%)显著下降，但水果价格大幅上涨，5月7种重点监测水果上涨20.3%，远超出季节性，通胀预期继续升温。

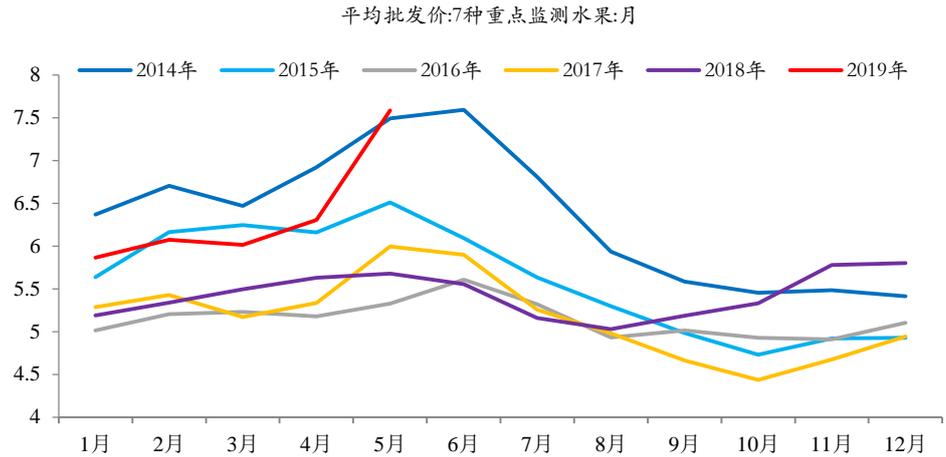
水果价格大涨主因供给收缩。5月水果价格大涨，一方面受季节因素影响，5月水果价格一般都会上涨；另一方面，这次的涨幅远超出季节性，2018年春季的寒冷天气导致秋季北方水果欠收，2019年存量不足，供给收缩是水果价格大涨的主要原因。

水果的供给收缩可持续性不强，但与下半年猪肉价格再度上涨可能形成无缝连接。水果在CPI中的权重大约为1.85%，通过回归得到“7种重点监测水果价格同比每上涨1个百分点，CPI鲜果项同比上涨0.56个百分点”，5月7种重点监测水果价格同比增速从12%上升至33.7%，对CPI拉动率大致提高0.2个百分点，但实际数值可能高于0.2个百分点，因为所采用的高频数据是7种水果(鸭梨、富士苹果、巨峰葡萄、香蕉、菠萝、蜜桔、西瓜)，而除此以外，也有很多其他水果价格也在大涨，例如枣、杨梅、哈密瓜等。考虑到夏季时令水果将逐渐上市，缓解水果存量不足的情况，水果价格大涨可能不具备持续性，从历史数据来看，6月或者7月水果价格往往下跌。尽管如此，但由于涨幅过大，即便价格下降也会推高后续CPI同比，对通胀的短期影响不可忽视。更为关键的一点在于，农业部要求屠宰企业在7月1号之前完成自检，所以屠宰企业冻库猪肉近期集中投放到市场造成猪肉价格短期内还没有出现明显上涨，但是一旦把冻库猪肉消化完，供给的缺口就直接产生了，预计猪肉价格在6月下旬到7月上旬就会开始真正的大幅上涨。这样一来，即便水果价格能降下来，猪肉价格却又再度大涨，从而形成无缝连接，可能导致CPI增速易上难下。

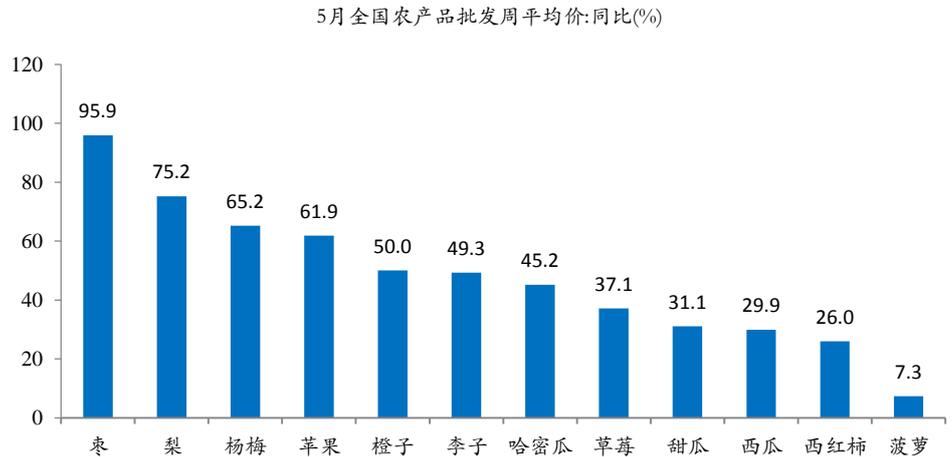
图1：5月水果价格大涨(%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 水果价格存在较强的季节性（元/公斤）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 多种水果价格在大涨

资料来源：Wind，新时代证券研究所

加征关税带来输入型通胀，以大豆为例。中国对进口自美国的大豆、玉米、小麦等农产品美国加征 25% 关税，其影响不仅仅局限于对外贸易，对国内通胀也同样有影响。以大豆为例，2018 年我国大豆消费量为 10590 万吨，而产量仅为 1570 万吨，我国对进口大豆的依赖度高达 84%。在 2018 年宣布征税前，我国就已经进口替代和国产替代双管齐下，来尽可能降低对美国大豆的依赖，一方面，减少美国大豆进口，大幅增加对巴西大豆的进口量，对进口自部分东南亚国家大豆进口关税税率降至 0；另一方面，鼓励国内扩大大豆种植面积。自美国进口大豆数量占比显著减少至 18.6%，从而导致 2018 年大豆进口量出现了 2004 年以来的首次下滑。

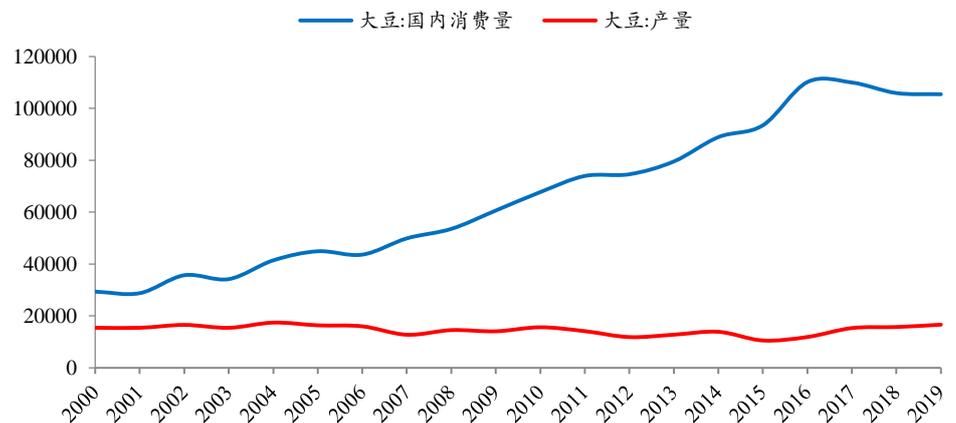
考虑到南北美大豆存在季节性特征（例如，巴西、阿根廷 4-5 月收割，美国 9-10 月份收割），不同时期大豆主要供应商不同，而巴西等南美国家大豆产量有限，使得完全的进口替代不太现实。同时，由于国内大豆产量很少，大豆扩植的效果难以立竿见影。也就是说，短期内，我国对美国进口大豆的依赖只能逐渐降低，不能完全消除，并且从其他国家进口，进口价格也可能会上调。

未来大豆可能带动豆粕、玉米等价格上涨。近期期货市场大豆、豆粕价格有所

上涨，尤其是豆粕价格在5月上涨7%，未来现货价可能也会跟涨（事实上，豆粕现货价已经明显上涨）。大豆、豆粕期货价上涨，反映市场对供需缺口加大的担忧，一方面，大豆、豆粕库存自2018年四季度以来显著降低，目前处于低位；另一方面，中国进口美豆数量较去年大幅减少，同时，自2019年3月底以来，美国大平原大豆及玉米主产区的强降雨和洪涝灾害导致美豆播种进度远不及去年同期，美国农业部公布的最新作物生长报告显示，截至2019年5月26日，美豆的播种进度仅有29%，远低于2018年同期的74%。

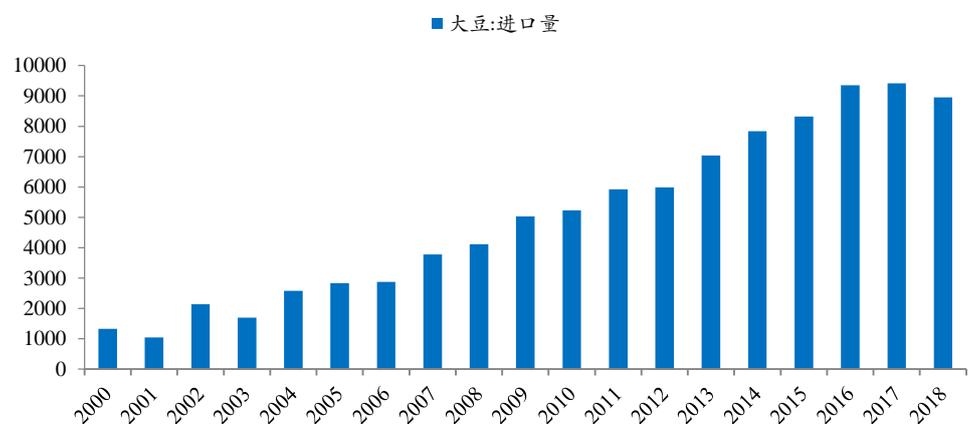
加征关税导致进口大豆减少大概率推升通胀，但影响相对动态。大豆对CPI的传导途径大体有两种：其一，直接提升CPI粮食分项；其二，大豆经处理后，得到的豆油和豆粕等副产品可用于食用油、饲料、禽畜等。对美国大豆征税，将造成大豆价格上涨，通过以上途径传导至CPI各分项上，进而推升通胀。不过其影响相对动态：其一，进口替代的干扰，2018年进口美豆数量显著减少，自巴西进口大豆数量明显增加，进口大豆结构的改变也将影响价格；其二，猪瘟导致国内生猪供给大幅减少，压制补栏意愿，且影响可能长时间存在，饲料的需求预计会明显减少；其三，中国可能通过补贴等方式来对冲关税带来大豆等农产品进口价格的上涨。

图4： 国内大豆依赖进口



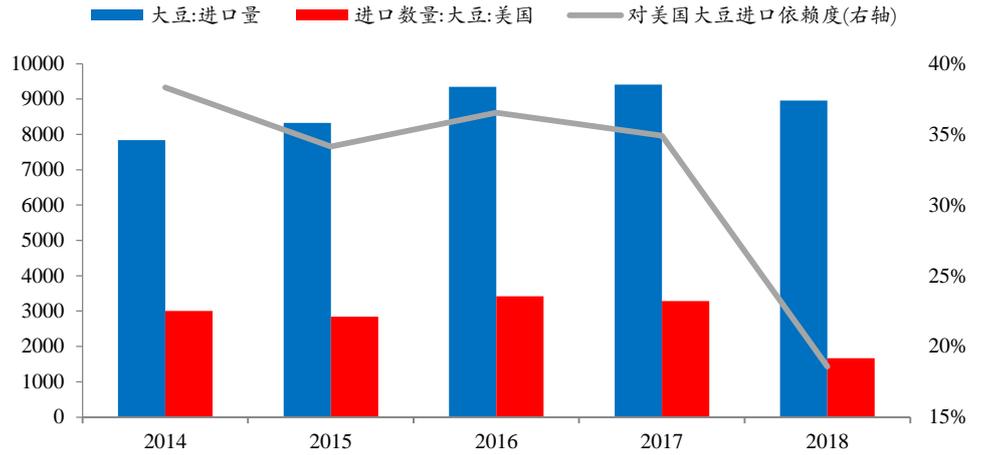
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 2018年大豆进口量下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 对美国大豆进口依赖度下降



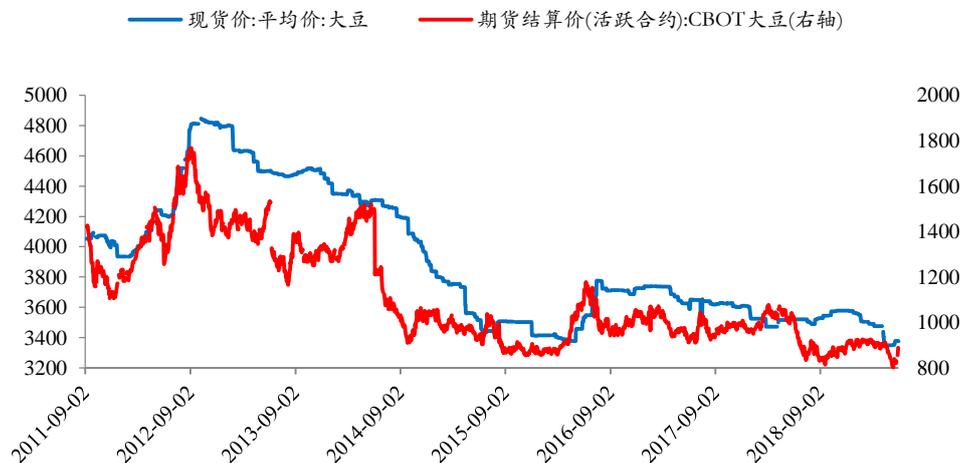
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 豆粕期货价大涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

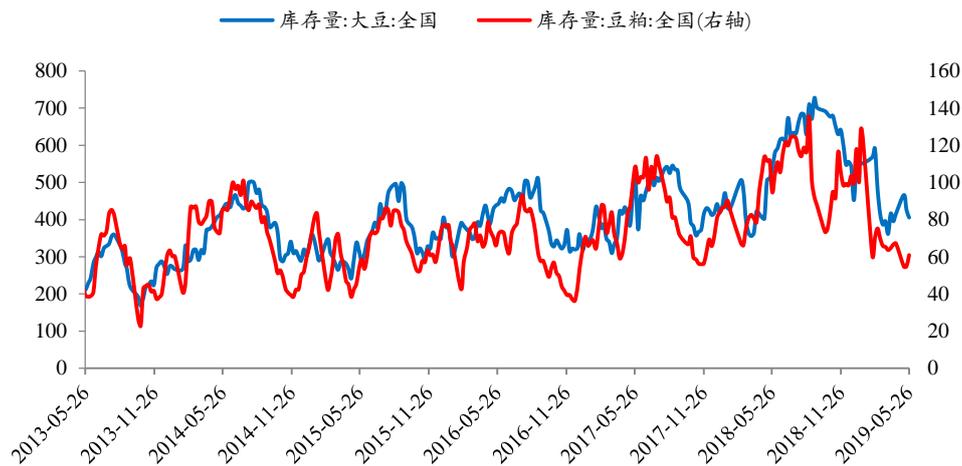
图8： 大豆期货价上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 玉米期货价上涨

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 大豆、豆粕库存降低

资料来源：Wind，新时代证券研究所

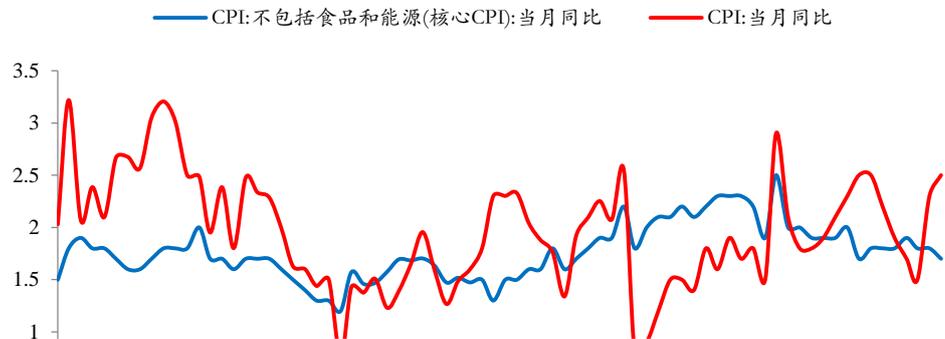
草地贪夜蛾入侵可能导致粮食价格上涨。4月下旬以来，草地贪夜蛾虫情扩散蔓延明显加快，目前已经迅速蔓延到14个省（区），由于草地贪夜蛾生性广、繁殖能力强、食性杂、迁飞能力强，使得其对粮食的危害巨大且不容易防控，若防控效果不佳，则可能影响国内粮食产量，与大豆价格上涨共同推升粮食价格。

图11： 近几年粮食对CPI 拉动率较为稳定

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、愈加分化的通胀

4月CPI增速回升至2.5%，5月大概率进一步上升，而核心CPI增速却稳中趋降，后续这种分化可能更加明显，一方面，如前文所述，CPI增速易上难下，另一方面，目前经济仍处于下行通道中，就业压力增加，贸易摩擦的不确定性更是加剧这种压力，企业通过降薪裁员等方式将压力转移到居民部门，这种情况下，劳动力成本显著提升的可能性不大，求人倍率同比增速的走势亦反映这点，同时，消费等终端需求疲弱，也在抑制核心通胀上升。

图12： 核心CPI与CPI增速分化（%）

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_12242

