

聚焦中国

为何农业供给侧改革可能会压低中国的CPI?

梁红

hong.liang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080513050005

SFC CE Ref: AJD293

刘雯琪

wenqi.liu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080115120031

SFC CE Ref: BIU684

2017年2月CPI同比增速仅为0.8%，明显低于市场预期的1.7%；另一方面，PPI却走出本轮新高，升至7.8%。值得注意的是，CPI走低主要是由于食品价格同比下跌4.3%，而非食品价格则录得同比上涨2.2%。食品价格走低背后的原因何在？这种趋势又会持续多久？

我们的此篇研究报告主要分析农业供给侧改革（特别是玉米去库存政策）对2017-2018年CPI的影响，结论如下：

1. 由于国内粮价多年来持续高于国际价格，随着农业供给侧改革推进，市场定价机制可能会导致食品价格（及CPI）**下跌**。与之相反，去年以来的制造业供给侧改革减少了政府对低效率企业的扶持，提高了中国的PPI，进而推动全球制造业价格上涨。
2. 自2016年3月以来，即玉米临时收储制度取消后，国内玉米价格已下跌了20.6%；今年1-2月均价与去年同期相比下跌了21.3%。从需求结构来看，中国的玉米有近70%是饲料用粮，因此玉米价格下跌也对猪肉和其他禽肉价格产生了较为显著的影响。
3. 目前来看，国内玉米价格与进口玉米到岸价（含运费）已十分接近。尽管我们测算出2017年中国的玉米可能出现小幅的产出缺口，但考虑到目前有大量玉米库存需要消化，而且政府将逐步向市场释放这些库存，我们预计今年余下时间内食品价格仍将保持相对较低的水平。
4. 但另一方面，自2016年12月以来，非食品CPI通胀已经上升至2%以上，且内需强劲可能支撑非食品价格继续走高。此外，玉米价格下跌带来的基数效应也将于今年3季度后明显减弱。
5. 因此，如果石油价格保持在50-60美元每桶，且其他大宗商品价格维持区间震荡走势，我们预计中国的食品价格同比增速将于2018年1季度左右开始转正，使得2018年下半年CPI可能升至接近3%或更高的水平。

2017年农业和制造业供给侧改革的力度将进一步加强——这意味着未来2-3个季度内，CPI可能相对较低，PPI将保持高位，而PPI-CPI剪刀差还将继续扩大，同时，房价上涨的压力挥之不去。面临这种局面，货币政策将如何取舍？我们认为央行将会保持货币政策稳健中性、继续退出宽松，但考虑到经济复苏仍处于早期阶段，以及金融业去杠杆下的潜在风险，政策调整可能会相当的谨慎和温和。我们预计今年央行将进一步上调7天逆回购利率20个基点至2.65%，并继续对商业银行信贷进行窗口指导，但不大可能调整基准贷款和存款利率。但是，明年食品价格下跌的基数效应减弱后，货币政策可能会加快收紧，以将CPI通胀保持在3%以下。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



为何农业供给侧改革可能会压低中国的CPI?

一、 农业供给侧改革可能会导致食品价格（及CPI）下跌

中国国内粮价持续明显高于国际粮价，主要是由于农产品生产成本过高，且多年来实行托市收购政策。2004、2006年中国分别对主产区稻谷、小麦实行最低收购价制度；2007年以来，又先后对玉米、大豆、油菜籽等实行临时收储制度。托市收购政策不仅给财政带来了沉重负担，更明显抬高了国内粮食价格；与之相对应的是，2011年以来国际粮价大幅度下跌，因此出现了国内外粮价倒挂的局面（图表1）。

农业供给侧改革给玉米价格带来显著的下行压力。2015年底，中国提出要实行农业供给侧改革，主要政策目标在“去库存、降成本、补短板”。2016年3月以来，玉米首先启动市场化改革，逐步取消临时收储制度。尽管玉米价格已受需求不足的影响持续下跌，但供给侧改革给玉米价格带来了进一步的下行压力——玉米临时收储制度取消后，国内玉米价格已下跌了20.6%；今年1-2月均价与去年同期相比下跌了21.3%。

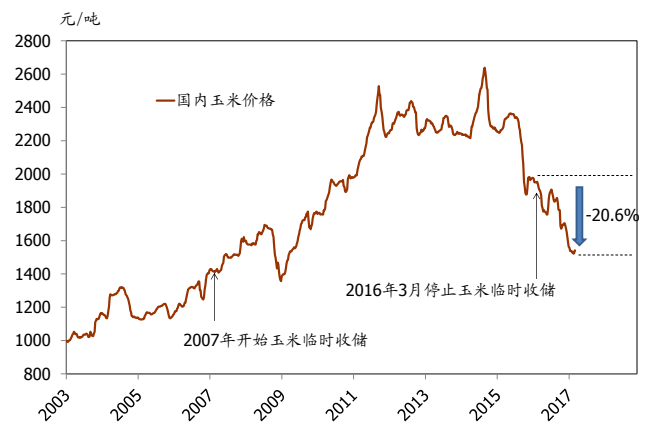
与农业供给侧改革相比，去年以来实行的制造业供给侧改革则减少了政府对低效率企业的扶持，提高了中国的PPI，进而推动全球制造业价格上涨。制造业供给侧改革主要是减少了部分重工业行业（例如钢铁、煤炭等行业）的过剩产能，同时也包括环保政策的严格执行，这些变化带动了行业竞争格局的明显改善。农业供给侧改革除了改变补贴政策 and 农产品定价机制外，也包括消化大量现有库存，因此给农产品价格带来了显著的下行压力。

图表1：2011年以后，国内粮价明显高于国际粮价



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表2：实行农业供给侧改革后，玉米加速下跌



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



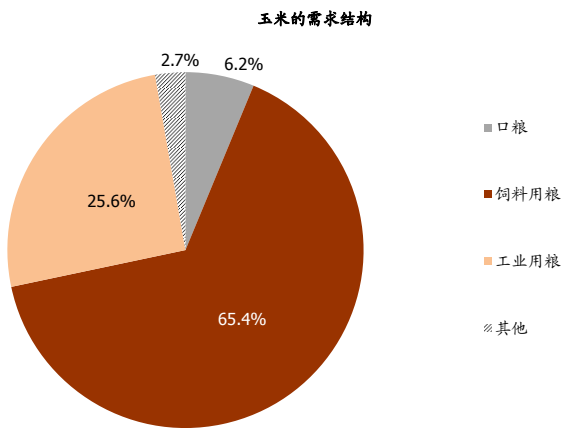
二、玉米价格下跌对猪肉和其他禽肉价格产生了较为显著的影响

玉米不仅作为粮食直接影响CPI，同时也是生猪饲料用粮和工业用粮的主要供给。从需求结构看，近70%的玉米被用作饲料用粮（图表3）。因此，玉米价格下跌也对猪肉和其他禽肉价格产生了较为显著的影响。

根据我们的测算：

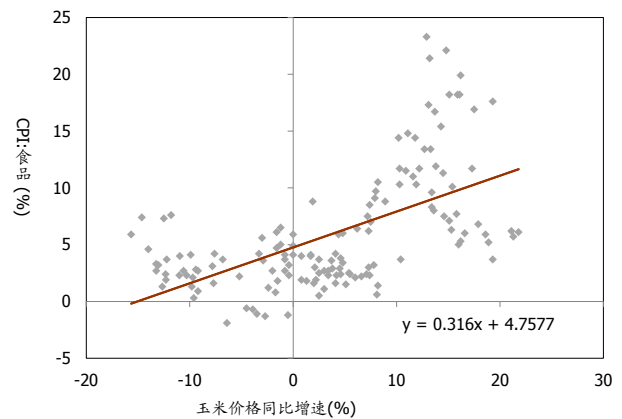
- ▶ 玉米价格同比变动1个百分点，对应食品CPI同比变动约0.32个百分点（图表4），而食品价格在总体CPI中的权重占到接近30%。
- ▶ 玉米与猪肉价格走势密切相关。玉米价格下跌会影响到以玉米为原料的饲料价格，并带动猪的养殖成本下降，进而影响猪肉价格（图表5）。
- ▶ 此外，玉米价格走低可能还会降低部分加工企业的成本，如乙醇、淀粉加工等行业，对CPI中的酒精饮料、纺织、医药等价格产生间接的影响。

图表3：近70%的玉米被用作饲料用粮



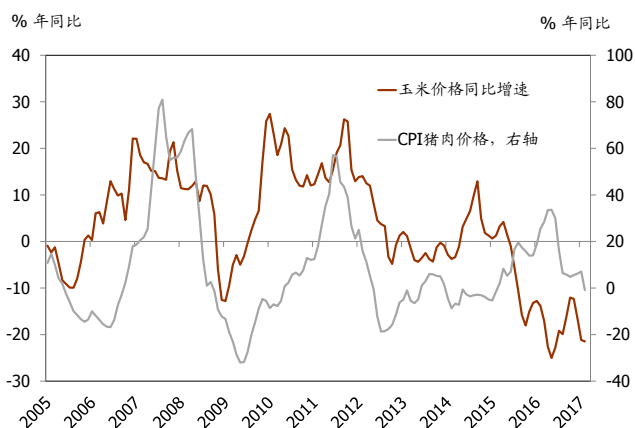
资料来源：中华粮网，中金公司研究部

图表4：食品CPI对玉米价格变动敏感



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表5：玉米价格与猪肉价格走势密切相关



资料来源：CEIC，彭博资讯，中金公司研究部

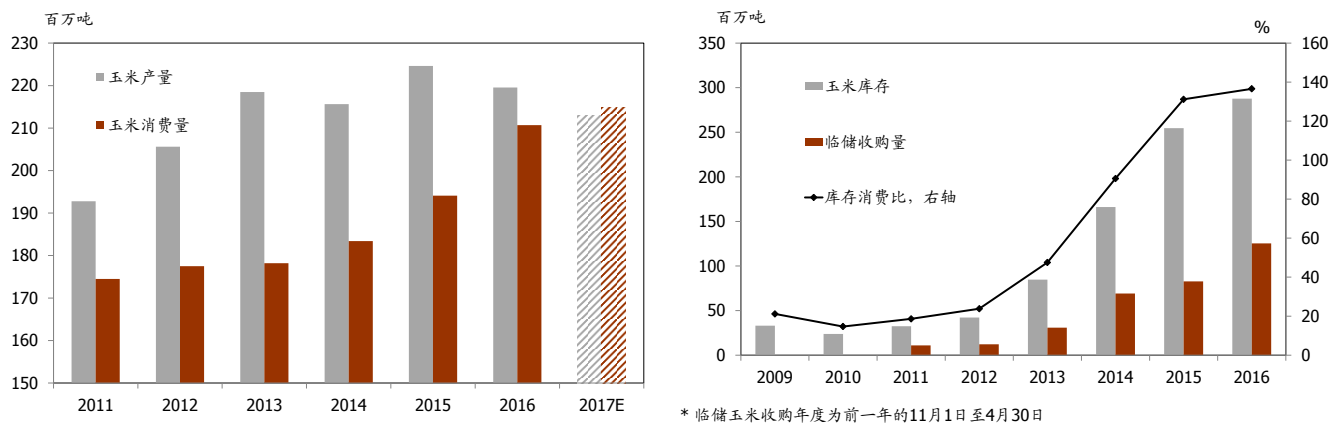
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



三、今年余下时间内食品价格仍将保持相对较低的水平

库存高企可能使得玉米价格保持相对较低水平。随着供给侧改革的推进，玉米的供求关系已经开始改善——2016年全国玉米种植面积下降了3.6%，带动产量下降2.3%至2.2亿吨；同年玉米消费量则为2.1亿吨左右。根据我们的测算，2017年玉米可能出现小幅的产出缺口。但是，如果考虑到库存，玉米仍然处于明显供大于求的局面。目前玉米的累计库存达到2.8亿吨，库存消费比高达130%左右，库存压力十分巨大（图表6）。由于粮食保存期限较短（玉米有效库存的周期通常只有三年，过期后有转变成陈化粮的风险），我们预计政府将逐步向市场释放这些库存，弥补产出缺口。因此，今年余下时间内，食品价格可能仍将保持相对较低的水平。

图表6：玉米库存压力高企，而去库存可能弥补今年的产出缺口



资料来源：万得资讯，中华粮网，中金公司研究部

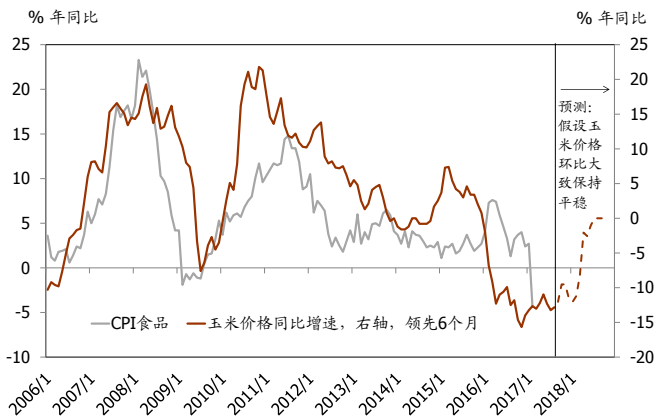
四、2018年下半年CPI可能明显上升至接近3%或更高

目前，玉米价格环比下跌已明显放缓，预计今年3季度以后，玉米价格下跌带来的低基数效应将逐步减弱。此外，国内玉米价格与进口玉米到岸价（含运费）已十分接近（图表1），国内玉米价格继续下跌的空间可能有限。从历史数据来看，玉米价格走势大约领先食品价格1-2个季度左右（图表7）。因此，往前看，如果石油价格保持在50-60美元每桶，且其他大宗商品价格维持区间震荡走势，我们预计中国的食品价格同比增速将于2018年1季度左右开始转正，使得2018年下半年CPI可能升至接近3%或更高的水平。

更重要的是，尽管食品价格走低，但中国的非食品价格开始逐步攀升。自2016年12月以来，非食品CPI通胀已经上升至2%以上。此外，开年以来消费增长势头保持强劲，进口需求明显回升，表明内需保持稳健，可能会支撑非食品价格进一步走高（图表8）。

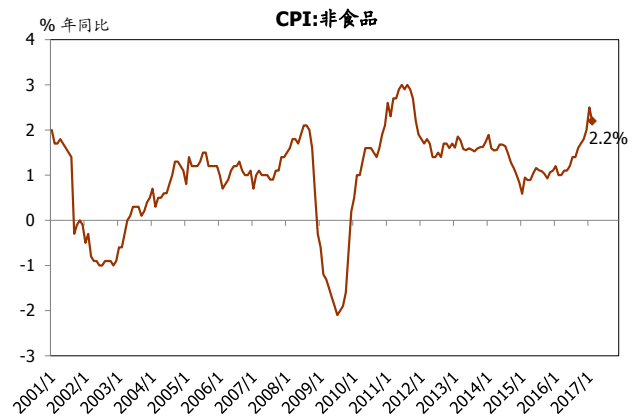


图表7：玉米价格大约领先食品CPI 通胀1-2个季度



资料来源：CEIC，彭博资讯，中金公司研究部

图表8：非食品CPI 通胀开始逐步攀升



资料来源：CEIC，中金公司研究部

五、 结语

2017年农业和制造业供给侧改革的力度将进一步加强——这意味着未来2-3个季度内，CPI可能相对较低，PPI将保持高位，而PPI-CPI剪刀差还将继续扩大，同时，房价上涨的压力挥之不去。面临这种局面，货币政策将如何取舍？我们认为央行将会保持货币政策稳健中性、继续退出宽松，但考虑到经济复苏仍处于早期阶段，以及金融业去杠杆下的潜在风险，政策调整可能会相当的谨慎和温和。我们预计今年央行将进一步上调7天逆回购利率20个基点至2.65%，并继续对商业银行信贷进行窗口指导，但不大可能调整基准贷款和存款利率。但是，明年食品价格下跌的基数效应减弱后，货币政策可能会加快收紧，以将CPI通胀保持在3%以下。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

