



新一轮猪周期：信号、拐点、影响



【财新网】(专栏作家 钟正生 特约作者 张璐 常艺馨) 受益于收储政策及短期供需改善, 2021 年 9 月末以来生猪期货价格反弹。生猪期货主力合约价格从 9 月 23 日收盘的 13.60 元/公斤上涨至 10 月 27 日的 17.5 元/公斤, 期间涨幅约 29%, 而后自 10 月 28 日开始有所调整。从消息上看, 价格反弹开始于 9 月 24 日公告中央储备冻猪肉收储计划。同时, 短期供需也存在一定改善: 一方面, 由于价格低迷, 养殖端存在一定程度的压栏惜售, 计划二次育肥等待四季度消费旺季的到来; 另一方面, 低位的猪肉价格和快速上涨的蔬菜价格一定程度上刺激了猪肉的短期消费, 而天气转凉后, 腌制腊肉的冬季季节性需求也存在一定的前置。

当前的生猪供给整体仍处过剩状态, 近期的价格反弹并不意味着新一轮猪周期上涨的启动。从生猪的养殖周期来看, 能繁母猪存栏往往可以影响 10 个月以后的生猪出栏, 很大程度上决定着未来的猪肉供给, 进而影响猪肉的价格。然而, 约一年前的能繁母猪尚在补栏的阶段, 也就意味着生猪供给的高点尚未到来, 行业在接下来的一段时间内仍处过剩状态。

不过, 新一轮猪周期启动的潜在条件已经具备, 2022 年 7 到 8 月或会迎来猪价上涨的拐点。基于猪周期的历史规律, 结合对本轮猪周期中“三元能繁母猪高存栏”和“头部猪企举债扩张”两个特别之处的探讨, 我们认为, 2021 年 6 月起能繁母猪存栏同比增速出现回落, 意味着 2022 年 6 月份的生猪出栏有望下滑, 叠加季节性规律和能繁母猪存栏结构调整的影响, 2022 年 7、8 月份或将成为猪肉价格上行的拐点。三种情形假设下,

明年猪价对 CPI 单月同比的拉动最高(四季度到达)分别约为 0.3%、0.5%、0.7%。

一、猪周期规律：新一轮上涨的启动信号

从生猪的养殖周期来看，能繁母猪存栏往往可以影响 10 个月以后的生猪出栏，进而影响猪肉的价格。然而，每一轮猪周期下行及磨底期的时长差异较大，回顾过去两轮猪周期的能繁母猪产能去化过程，我们发现，即便能繁母猪存栏已经开始出现下降，也并不能简单外推出未来一年新一轮上涨启动的结论。其原因在于，能繁母猪的去化是一个漫长而反复的过程，而每轮周期中养殖户深度亏损导致的市场化产能出清信号，才是决定存栏下降时长与幅度的关键。

1、长期领先指标：能繁母猪存栏变化

能繁母猪存栏的变化是一轮猪周期价格变化的长期领先指标。从生猪养殖周期来看，能繁母猪配种后，经过 4 个月的“妊娠-产仔-哺乳”期，加 6 个月的仔猪育肥期，可以影响 10 个月以后的生猪出栏，进而影响未来猪肉价格的变化。因此，能繁母猪存栏下降领先猪价上涨。

然而，能繁母猪的去化是一个漫长而反复的过程，存栏下降的时长、幅度在每一轮周期中都不一样。即便能繁母猪存栏已经开始出现下降，也并不能简单外推出未来一年新一轮猪价上涨启动的结论。比如，2010 年 6 月到 2015 年 3 月的猪周期中能繁母猪存栏去化 34 个月，下降幅度约

19.1%；而 2015 年 4 月至 2019 年 1 月的猪周期中能繁母猪存栏共去化 19 个月，下降幅度约 28.4%。

猪周期下行及震荡过程中，伴随着价格的短期波动，养殖户的预期不断发生着变化。叠加存在能繁母猪资产的“处置效应”，行业产能在很长一段时间处于震荡下行态势。随着猪价下行至盈亏平衡线附近，养殖户往往会优先淘汰高龄、低 PSY（PSY，指每头母猪每年能提供的断奶仔猪头数）的母猪，转而投入生产效率较高的低龄二元母猪。同时，缺乏成本优势的生产者退出市场，行业集中度提高。因此，能繁母猪的结构调整会带来单位养殖效率提升，一定程度上可以弥补存栏下滑的影响。

2、更直接有效的信号：养殖户深度亏损下的市场出清

每一轮猪周期下行及磨底期的时长差异较大，但尾声仍有信号可寻——养殖户出现深度亏损，产能出清加速。2006 年 6 月到 2010 年 5 月的猪周期、2010 年 6 月到 2015 年 3 月的猪周期与 2015 年 4 月至 2019 年 1 月的猪周期中，养殖户连续深度亏损至出清分别历时 13 个月、14 个月、12 个月。

究其原因，当生猪养殖的利润仍在盈亏平衡线附近窄幅震荡时，养殖户对未来猪价的预期并不十分悲观。而价格下挫或疫情爆发导致养殖行业在 3 个月及以上的时间内都陷入深度亏损时，短期再生产面临较大的现金流压力，从而导致大量养殖户破产，推动生猪产能的加速出清。

二、本轮猪周期：拐点或在 2022 年 7-8 月

基于猪周期的历史规律，结合对本轮猪周期中“三元能繁母猪高存栏”和“头部猪企举债扩张”两个特别之处的探讨，我们认为，2021 年 6 月起能繁母猪存栏同比增速出现回落，意味着 2022 年 6 月份的生猪出栏有望下滑，叠加季节性规律和能繁母猪存栏结构调整的影响，2022 年 7、8 月份或将成为猪肉价格上行的拐点。



1、养殖户深度亏损，产能加速出清信号已现

目前，深度亏损的前置条件已经达成，去化的“多米诺骨牌”已被触碰，但从能繁母猪去化传导到生猪出栏仍需时间，新一轮猪周期的启动需要耐心等待。在本轮猪价回落过程中，成本偏高的外购仔猪养殖自 2021 年 3 月便开始亏损，成本相对较低的自繁自养生猪养殖自 2021 年 6 月也

出现了亏损。截至 10 月 8 日，猪粮比跌至 3.93: 1，创历史新低；自繁自养生猪养殖的亏损已高达 771.46 元/每头，幅度之深远超近几轮周期。猪价快速下跌，击穿了行业绝大多数养殖户的成本线。

2、头部猪企举债扩张，下行周期压力不小

传统观点认为，以上市公司为代表的生猪养殖行业龙头具备较强的抗风险能力，且本轮超级猪周期中其盈利可观，具备资金和规模优势。规模化养殖的推进可能会拉长猪周期下行的去化时间，降低猪周期的波动。

但本轮猪周期中，养殖企业在高利润的刺激下加速举债扩张，在今年以来的生猪价格下行中面临着更大的现金流压力。从温氏股份（300498.SZ）、牧原股份（002714.SZ）、新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）和天邦股份（002124.SZ）五家上市生猪养殖企业的财务报表来看，2019 年初到 2020 年，受生猪价格持续高位的影响，大型养殖企业对猪肉价格的预期乐观，在行业盈利处于高位的过程中加速举债扩张，投资性现金的净流出远超经营性现金的净流入。同时，非洲猪瘟也使得大型猪场的生猪养殖成本提升，规模化生产的成本优势受到抑制。

在 2021 年以来的生猪价格下行中，部分生猪养殖企业陷入亏损，但投资削减却相对滞后，严重依赖筹资来缓解资金压力。以现金短债比看（ $\text{现金短债比} = \text{现金及等价物} / (\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债})$ ），截至 2021 年三季度末，五大上市猪企的短期偿债压力已接近于 2019 年初的历

史极端水平。

目前，上市猪企的生产性生物资产自 2021 年一季度起已趋于回落，头部猪企的能繁母猪存栏大概率已连续三个季度去化。而考虑到行业集中度提升的趋势，五大上市公司的生物性资产（能繁母猪）长期趋于扩张，其近期收缩体现出债务压力下行业产能去化的压力不小。

3、三元母猪高存栏，或延迟拐点出现时间

受三元母猪留种影响，本轮猪周期从能繁母猪去化到生猪出栏去化的时滞或略晚于历史规律。传统生猪养殖周期中，能繁母猪配种后 10 个月生猪出栏，而生猪出栏又领先约 1~2 个月猪肉价格的变化，因此能繁母猪存栏下降领先猪价上涨约 1 年。但本轮猪周期与此前几轮的显著不同在于：非洲猪瘟爆发时，国内严重短缺二元母猪，养殖户为加快补栏赚钱，用三元母猪留种作为能繁母猪。但三元母猪的 PSY 相对于国外引种的二元母猪而言偏低。历史上，行业去化初期往往会优先淘汰高龄二元母猪，本轮产能去化则会最先淘汰生产效率更加底下的三元母猪。

后期中，母猪产能敏感性将有所体现，但行业整体的 PSY（每头

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_29534

