

# 为什么我们认为本轮猪周期难以制约货币政策？

宏观专题报告

2019年3月25日

## 报告摘要：

猪周期卷土重来，但 CPI 总体保持温和为大概率事件。退一步讲，即便猪价对 CPI 造成较大影响，单一物价扰动也并不会引起货币政策的收紧。

### ● 生长周期决定供给时滞，我国猪周期一般在4年左右

以猪价的上涨-回落为一个周期进行分析。最近十年来，我国共经历 3 轮猪周期，分别是 2006 年 7 月至 2010 年 6 月（48 个月），2010 年 7 月至 2014 年 4 月（46 个月），2014 年 5 月至 2018 年 5 月（49 个月），每轮猪周期时长大概在 46-49 个月。背后原因在于，供给时滞决定猪周期长度，而前者又由生猪的生长周期决定。

### ● 受非洲猪瘟影响，2018年猪周期受阻并出现分化

从去年 5 月中下旬开始猪肉价格已经触底反弹，但却受阻于非洲猪瘟。在行政去产能化高压之下，我国近年来逐渐形成了“南猪北养”的养殖格局。非洲猪瘟的爆发，让养殖比较集中的北方地区生猪无法运往南方，导致辽宁、黑龙江等北方地区在去年 9 月以后猪价出现较大跌幅，而广东、浙江等南方地区猪价则呈现上涨压力，区域分化显著。

### ● 两大条件支撑，猪周期卷土重来

第一，生猪存栏降至低点，预示猪肉供给压力。2019 年 2 月我国能繁母猪的存栏量仅为 2738 万头，与 2012 年底的高点 5068 万头比缩减了将近一半；与去年同期相比减少了 19.8%，创下最近 10 年的新低。由于存栏量领先生猪出栏 10 个月，因此预计生猪供给压力或延续全年。

第二，猪粮比回升，养殖户利润改善，但从当前猪粮比、玉米价格、以及近年来养殖户补栏情况看，尽管 2019 年养殖户利润回升为大概率，但大幅扩产的可能性不大。

### ● 本轮猪周期展望及其影响

**参照 2010 年猪周期：**预计年内猪肉价格将持续走高，全年高点为 12 月份，达 28.9 元/公斤；全年 CPI 同比 2.5%，季度高点为二季度（2.9%），月度高点为 6 月（2.9%）。

**参照 2015 年猪周期：**预计年内猪肉价格上涨半年后出现回调，全年高点为 9 月份，为 26.2 元/公斤；全年 CPI 同比 2.2%，季度高点为二季度（2.4%），月度高点为 7 月（2.7%）。

**两种情形均难以制约货币政策。**我们认为后者发生概率较大，此时 CPI 总体保持温和，不会对货币政策形成掣肘。即便前者真的发生，由于“货币政策并不针对个别商品价格变化进行调整，而主要是观察物价的总体水平”，单一猪价扰动造成的 CPI 上升，也并不会引起货币政策的收紧。

### ● 风险提示：

猪瘟疫情蔓延，生猪流通受阻等。

## 民生证券研究院

### 分析师：伍艳艳

执业证号：S0100513070007

电话：010-85127654

邮箱：wuyanyan@mszq.com

### 研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

## 目录

<b>一、猪周期的经验规律和最新演变</b> .....	<b>3</b>
(一) 生长周期决定供给时滞，我国猪周期一般在 4 年左右 .....	3
(二) 受非洲猪瘟影响，2018 年猪周期受阻并出现分化 .....	4
<b>二、两大条件支撑，猪周期卷土重来</b> .....	<b>5</b>
(一) 生猪存栏降至低点，预示猪肉上涨压力 .....	5
(二) 猪粮比回升但养殖户补栏更加理性 .....	6
<b>三、本轮猪周期展望及其影响</b> .....	<b>8</b>
(一) 猪肉价格如何演进? .....	8
(二) 对通胀影响几何? .....	9

货币政策并不针对个别商品价格变化进行调整，而主要是观察物价的总体水平。

——2015年第二季度中国货币政策执行报告

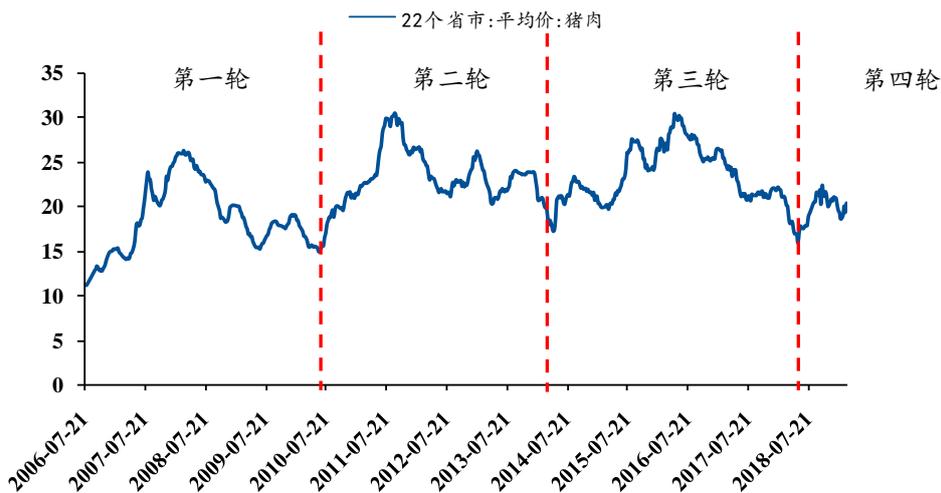
春节至今我国猪肉价格涨幅较大，我们判断，新一轮猪周期上行期重启为大概率事件。由于“南猪北养”叠加非洲猪瘟，因此本轮猪周期在上涨阶段具有显著的结构化特征，猪价成为未来CPI走向的关键扰动因素。

## 一、猪周期的经验规律和最新演变

### （一）生长周期决定供给时滞，我国猪周期一般在4年左右

如果以猪价处在最低点为界，以猪价的上涨-回落为一个周期分析，2006年以来我国共经历三轮完整猪周期，每轮猪周期时长大概在46-49个月。其中，2006年7月至2010年6月（48个月），2010年7月至2014年4月（46个月），2014年5月至2018年5月（49个月）。

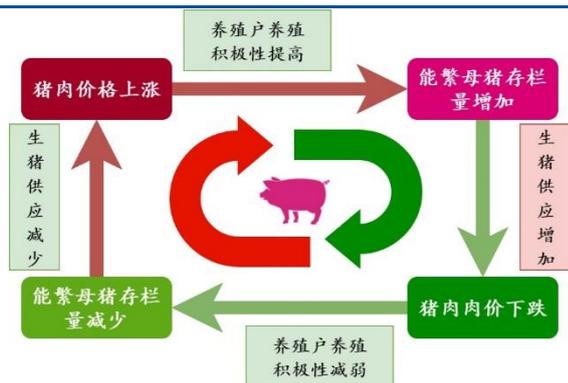
图1：我国历次猪周期情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

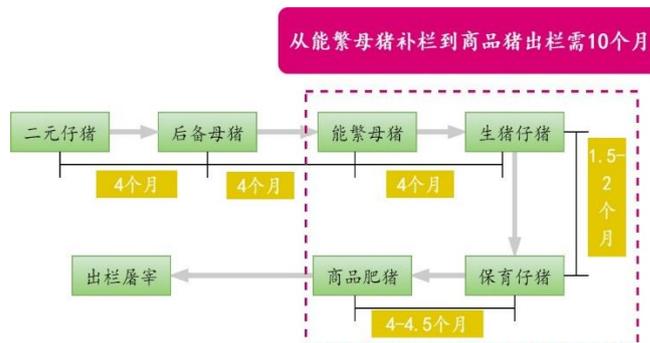
背后原因在于，供给时滞决定猪周期长度，而前者又由生猪的生长周期决定。在猪周期中，需求相对稳定，而价格的变化主要由供给波动引起。当猪价走高的时候，会刺激生猪养殖业扩张，生猪存栏量增加，然而由于养殖时间的滞后，当这些生猪出栏的时候，市场接近或者已经饱和，供给的增加引起价格下降。同样在猪价的下降的时候，生猪养殖业收缩也需要很长的时间才能使得供给减少，而滞后的供需缺口导致猪价上涨。可见，生猪的生长周期决定了供给时滞。由于从能繁母猪，到生猪仔猪、到保育仔猪、再到商品猪出栏，大约需要10个月左右，再加上养殖户的行为与市场价格之间的传导也存在一定的时滞，因此完整的猪周期长度往往在3-4年。

图 2：猪周期循环内在逻辑链



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：供求关系是猪肉价格变化的重要影响因素



资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）受非洲猪瘟影响，2018 年猪周期受阻并出现分化

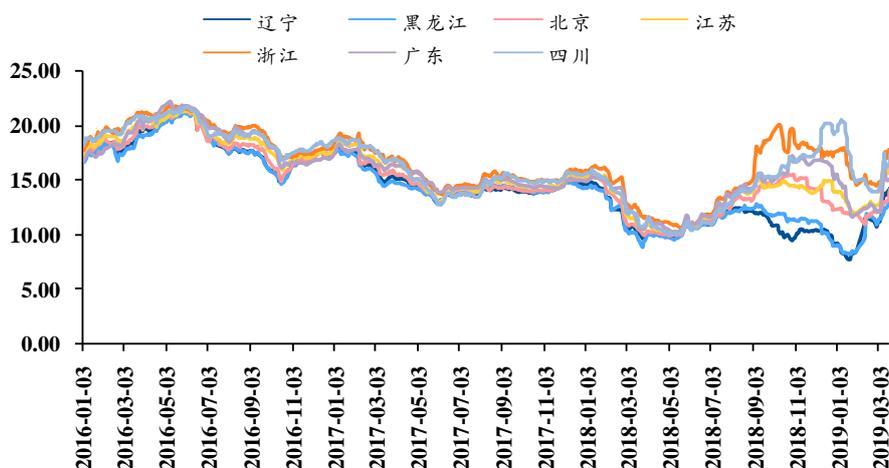
从去年 5 月中下旬开始猪肉价格已经触底反弹，但却受阻于非洲猪瘟。2018 年 5 月猪价环比-3.6%，环比仍下降，但降幅收窄；6 月起猪价环比由负转正，升至 1.1%，7 月环比增幅扩大至 2.9%，8 月进一步扩大到 6.5%。不过，去年 8 月初我国首例非洲猪瘟确诊并迅速蔓延至全国，截止今年 2 月份累计有 28 个省份先后发生 113 起非洲猪瘟疫情<sup>1</sup>；截止今年 1 月 14 日累计扑杀生猪 91.6 万头<sup>2</sup>。由于非洲猪瘟爆发，部分居民需求受到冲击，9 月开始猪价涨势减弱并开始回调直至春节前后才出现企稳回升态势。

**猪瘟叠加“南猪北养”，猪肉价格区域分化显著。**非洲猪瘟不仅使居民消费产生一定恐慌情绪而影响需求，还因为近年来我国逐渐形成的“南猪北养”养殖格局而造成了猪肉价格自去年下半年开始出现明显分化。2013 年 11 月国务院发布《畜禽规模养殖污染防治条例》，规定生猪禁养区包括三类：一是饮用水水源保护区，风景名胜区；二是自然保护区的核心区和缓冲区；三是城镇居民区、文化教育科学研究区等人口集中区域。2015 年 1 月 1 日新环保法开始实施，畜牧养殖业进入环保高压期。2015 年 11 月，农业部发布《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》。根据农业部统计，2016 年超 20 省划定了生猪禁养区，并启动了猪场拆迁行动，直接减少生猪存栏超 3600 万头（其中南方水网地区 1600 万头）。其中浙江等禁养大省，由于禁养减少的生猪数量占总饲养量的 50%。在行政去产能化高压之下，我国近年来逐渐形成了“南猪北养”的养殖格局，再通过活猪运往南方。非洲猪瘟的爆发，让养殖比较集中的北方地区生猪无法运往南方，导致辽宁、黑龙江等北方地区在去年 9 月以后猪价出现较大跌幅，而广东、浙江等南方地区猪价则呈现上涨压力。

<sup>1</sup><https://baijiahao.baidu.com/s?id=1628437204884341275&wfr=spider&for=pc>

<sup>2</sup>[http://www.sohu.com/a/291483244\\_787192](http://www.sohu.com/a/291483244_787192)

图 4：非洲猪瘟叠加“南猪北养”，本轮猪周期猪肉价格区域分化显著



资料来源：Wind，民生证券研究院

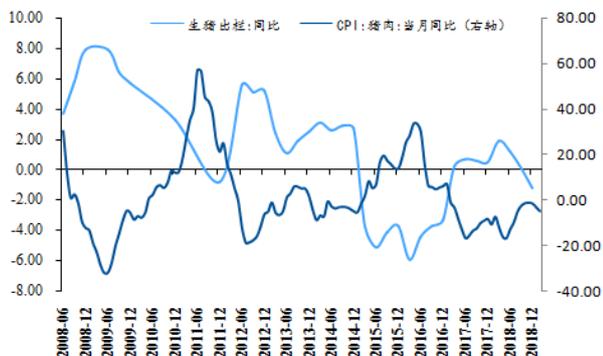
## 二、两大条件支撑，猪周期卷土重来

猪价取决于供需缺口，从需求端来看，近几年猪肉消费稳定在 5500 万吨左右，2018 年猪肉消费增至 5595 万吨，上涨 1.9%。影响猪周期的核心因素主要在供给端。而从供给端看，两大条件支撑，新一轮猪周期上行期卷土重来。

### （一）生猪存栏降至低点，预示猪肉上涨压力

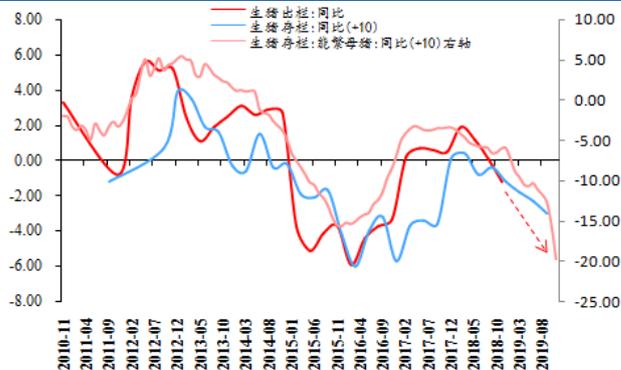
从历史数据看，猪价同比（价格）和生猪出栏同比（供给）反向关系明显，而生猪存栏（特别是能繁母猪存栏，是代表产能的重要指标）又领先生猪出栏 10 个月左右，如图 5、图 6 所示。为什么是 10 个月？背后的微观机制是生猪养殖过程，从母猪怀孕到肉猪长成出栏的养殖过程需 10 个月：怀孕期（4 个月）和成长期（6 个月）。

图 5：猪价同比和生猪出栏同比具有明显的反向关系



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：能繁母猪存栏同比领先生猪出栏同比 10 个月

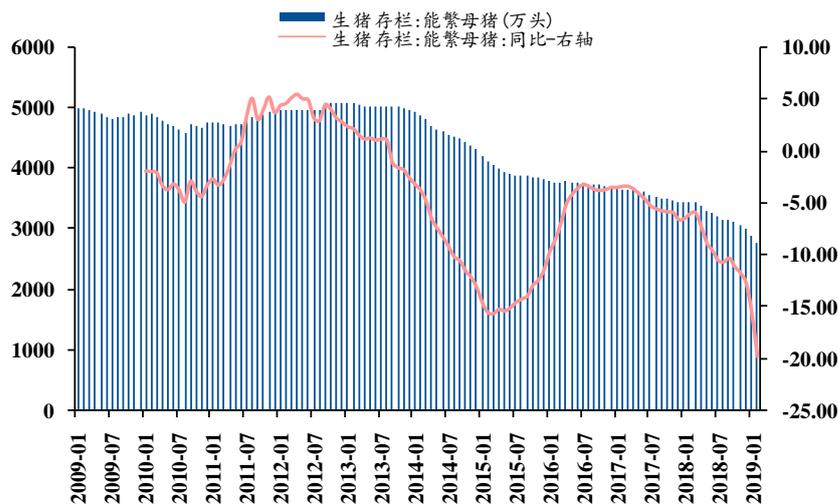


资料来源：Wind，民生证券研究院

**能繁母猪和生猪的存栏量创历史新低。**近年来我国生猪（能繁母猪）存栏量持续减少，特别是 2018 年下半年以来呈现加速下跌态势。2019 年 2 月我国能繁母猪的存栏量仅为 2738 万头，与 2012 年底的高点 5068 万头比缩减了将近一半；与去年同期相比减少了 19.8%，创下最近 10 年的新低。生猪存栏量情况也基本相似。

从生猪存栏和出栏的领先关系预判，由于存栏同比领先出栏同比 10 个月左右，2019 年生猪出栏量同比下跌态势很可能会延续 2019 年全年，猪肉供给减少将带来猪价上涨压力。

图 7：能繁母猪存栏加速下行达到历史地位



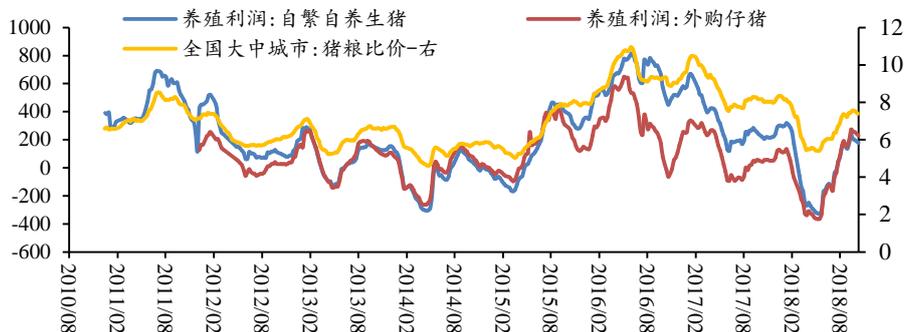
资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）猪粮比回升但养殖户补栏更加理性

猪粮比是反映养殖户利润的直接指标，而猪粮比不仅看猪价也看玉米价格。从当前猪粮比、玉米价格、以及近年来养殖户补栏情况看，尽管 2019 年养殖户利润回升为大概率，但大幅扩产的可能性不大。

**第一，猪粮比小幅回升，提振养猪户利润。**从政府调控看，2015 年 5 月发布的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》反映猪粮比的正常价格区间为（5.5-8.5）。截止 3 月 15 日全国猪粮比 8.07，与 2018 年底相比有所提升，但仍处于正常价格区间。由于猪粮比与每头猪的养殖利润走势基本一致，因此可以判断 2019 年养殖户的利润有望持续改善。

图 8：养猪的相对利润（猪粮比）和绝对利润（每头猪的养殖利润）走势基本一致

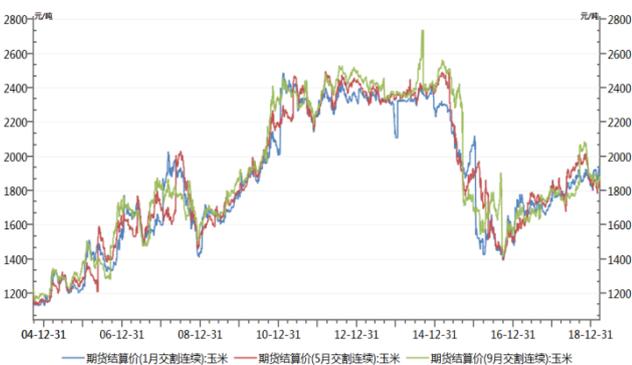


资料来源：Wind，民生证券研究院

第二，玉米价格相对较强，猪粮比回升或相对温和。猪粮比受猪价和成本的共同影响，而养猪成本的 70% 是饲料成本，而饲料中的 70% 是玉米，20% 是豆粕，因此玉米价格对养猪利润的影响举足轻重。由于最近两年我国玉米整体供不应求、库存下降，因此价格处于上升态势，因此对猪粮比的回升形成一定抑制。

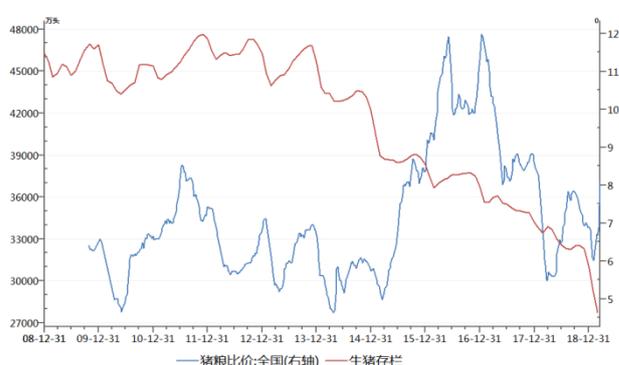
第三，养殖户补栏更加理性，大规模补栏可能性不大。近年来由于行业集中度的提高，使养殖户对于补栏更加谨慎和理性。从上一轮猪周期（2014 年 5 月-2018 年 5 月）看，2015 年初，在生猪养殖利润提升、猪价企稳的情况下，养殖户尚未出现往年大规模补栏的情况，生猪存栏量持续下滑。2016 年年中生猪养殖利润创出新高，但出人意料的是，生猪存栏量在经历了 2016 年上半年的小幅回升之后，又继续滑落至 2018 年 5 月的更低水平。

图 9：2016 年一季度以来玉米价格保持强势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：2015 年以来猪粮比与生猪存栏明显背离



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 三、本轮猪周期展望及其影响

### (一) 猪肉价格如何演进？

基于 22 个省市猪肉平均价历史数据，我们参照最近两轮猪周期上行期的历史情形，预测出猪肉价格的两种走势。

参照 2010 年猪周期，预计年内猪肉价格将持续走高，全年高点为 12 月份，达 28.9 元/公斤。2010 年，生猪养殖业出现全行业亏损的情况，农村大量散户养猪户纷纷退出，能繁母猪存栏量在当年 8 月份下跌至低点 4580 万头。规模养殖户的投产扩产存在时滞，规模化养殖替代传统养殖形成“空窗期”。2010 年夏季，猪瘟、猪蓝耳病多发，2010 年冬季至 2011 年春季发生仔猪流行性腹泻，死亡率高。此外，2011 年 3 月份突发的“瘦肉精事件”，对河南地区猪肉外调也产生影响。在这些因素综合影响下，2010 年 6 月-2011 年 9 月，猪肉价格在 16 个月内持续呈凌厉上涨趋势，累计涨幅达 105%。

参照 2015 年猪周期，预计年内猪肉价格上涨半年后出现回调，全年高点为 9 月份，为 26.2 元/公斤。2014 年 1 月 2015 年 6 月，猪粮比价持续低于盈亏平衡线，养殖利润亏损 11 个月，母猪产能快速去化。在经历了“史上最长亏损猪周期”后，生猪价格从 2015 年 4 月起开始上涨，至 8 月高点上涨了 47%，随后开始季节性下调。由于 15 年冬季疫病多发，猪源短缺，2015 年 11 月开始价格又不断上涨。到 2016 年 6 月上漲幅度达 31%。本轮上行期持续 15 个月，累计涨幅为 67%。

图 11：猪肉价格预测



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\\_13523](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13523)

