

# 宏观

证券研究报告

2021年06月28日

## 猪价何时见底?

第一，2季度猪价大跌的原因是供需关系快速反转。

第二，下半年猪肉供需关系有望再平衡，当前猪价已至底部区域，3季度有望企稳回升。触发猪价止跌企稳的市场化因素可能有两个：1) 生猪出栏增速放缓；2) 猪肉消费需求进入旺季；3) 压栏大猪基本消化完毕。6月28日发改委表示将启动猪肉储备收储工作，收储政策落地将进一步有助于猪价企稳。企稳后，猪肉价格中枢震荡或回升，目标大致位于20-28元/公斤。

第三，下半年猪价对CPI的影响是先拉低后抬升，但4季度的抬升幅度很小，累计拉动仍然为负；下一轮猪价回升对CPI的抬升力度预计在1%左右；下半年CPI的节奏是先下后上，食品CPI上行压力不大，回升的主要动力来自核心CPI，预计CPI单月高点不会明显高于3%；明年CPI中枢将高于今年，但仍不会超过3%。

**风险提示：**猪瘟等疫情反复导致存栏去化超预期；生猪补栏放缓速度低于预期；国家收储等政策干预超预期

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**赵宏鹤** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520060003  
zhaohonghe@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：如何稳住制造业比重？》  
2021-06-26
- 2 《宏观报告：6月资产配置报告》  
2021-06-23
- 3 《宏观报告：风险定价-为什么美元迅速反弹-6月第4周资产配置报告》  
2021-06-23

## 内容目录

一、猪价传导机制的简洁逻辑 .....	3
1. 从养殖利润到生猪存栏 .....	3
2. 从生猪存栏到猪肉价格 .....	4
3. 从猪肉价格到养殖利润 .....	5
二、2 季度猪价大跌主因供需快速反转，下半年有望再平衡，当前正接近底部区域 .....	5
三、猪价走势如何影响 CPI .....	7
1. 猪肉价格的量化估算 .....	7
2. 对 CPI 的影响估算 .....	8

## 图表目录

图 1：猪价传导机制的简洁逻辑 .....	3
图 2：养殖利润和生猪存栏存在较长时间的领先滞后关系（万头、元/头） .....	4
图 3：存栏向出栏的传导有滞后性，出栏向猪价的传导较快（%） .....	4
图 4：一轮猪周期时长大约为 3 年（%） .....	5
图 5：养殖利润与猪价同步，多数情况下自繁自养利润高于外购仔猪（元/头、元/公斤） .....	5
图 6：1 季度生猪存栏恢复至超越历史周期顶部，出栏逆季节性上升至历史周期顶部（万头） .....	6
图 7：预计下半年生猪存栏环比见顶，出栏增速放缓，供需失衡缓解（万头） .....	6
图 8：预计猪头价格的底部出现在今年 3 季度，随后中枢震荡或震荡回升（元/公斤） .....	7
图 9：猪肉价格将重回历史价格运行通道（元/公斤） .....	8
图 10：下半年 CPI 同比预测（%） .....	9
表 1：猪价对后续 CPI 同比的累计拉动估算（以今年 2 季度为基准） .....	8

## 核心结论：

第一，2 季度猪价大跌的原因是供需关系快速反转。

第二，下半年猪肉供需关系有望再平衡，当前猪价已至底部区域，3 季度有望企稳回升。触发猪价止跌企稳的市场化因素可能有两个：1) 生猪出栏增速放缓；2) 猪肉消费需求进入旺季；3) 压栏大猪基本消化完毕。6 月 28 日发改委表示将启动猪肉储备收储工作，收储政策落地将进一步有助于猪价企稳。企稳后，猪肉价格中枢震荡或回升，目标大致位于 20-28 元/公斤。

第三，下半年猪价对 CPI 的影响是先拉低后抬升，但 4 季度的抬升幅度很小，累计拉动仍然为负；下一轮猪价回升对 CPI 的抬升力度预计在 1%左右；下半年 CPI 的节奏是先下后上，食品 CPI 上行压力不大，回升的主要动力来自核心 CPI，预计 CPI 单月高点不会明显高于 3%；明年 CPI 中枢将高于今年，但仍不会超过 3%。

## 一、猪价传导机制的简洁逻辑

猪肉作为我国居民的必需消费品，其供给的周期性调整相对缓慢、波动更大，这种特征使得猪价的长周期变化主要由供给决定，需求主要是给猪价带来短期季节性影响，一般 1 季度为旺季，2 季度为最淡季，3 季度需求改善，4 季度为最旺季。

可以将猪价传导机制的逻辑简化描述如下：

图 1：猪价传导机制的简洁逻辑



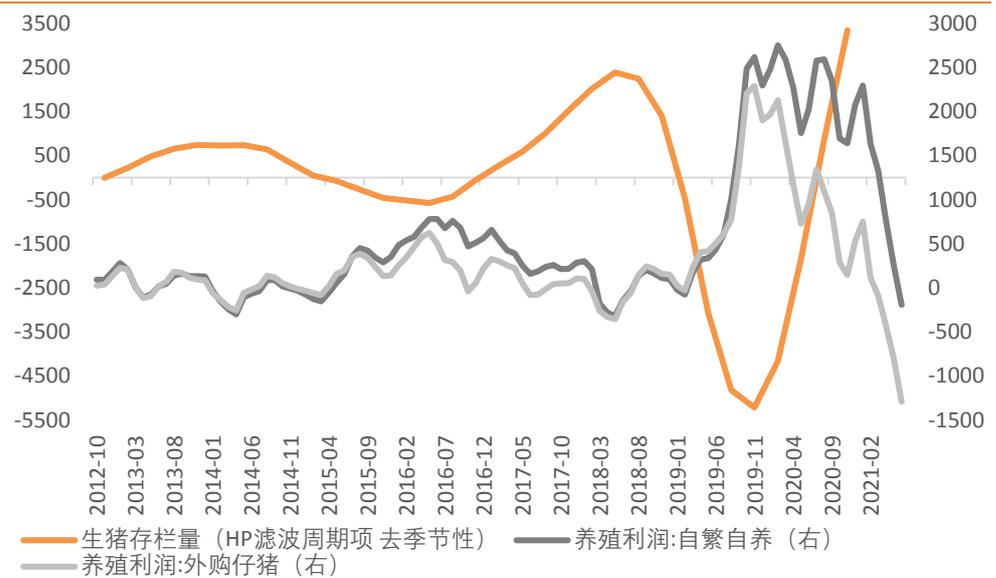
资料来源：天风证券研究所绘制

### 1. 从养殖利润到生猪存栏

将生猪存栏去季节性，可见生猪存栏与养殖利润并非完全同步，而是存在较长时间的领先滞后关系。究其原因，可能与两方面因素有关：一是养殖者的决策调整是滞后的，是否进入/退出市场、是否增加/减少合意存栏量，需要对利润变化的持续性进行观察；二是决策作出后的存栏调整是滞后的，母猪配种需要达到 8 月龄左右，配种到产仔要接近 4 个月，因此从仔猪到能繁母猪再到产仔需要大约 12 个月的时间。

这个原理与工业部门库存周期中 PPI 和库存的关系是类似的（PPI 领先库存），但养殖业的特殊性使得这种领先滞后的时滞更长，甚至直观上看利润和存栏的走势接近负相关关系，而原理上二者应是领先滞后关系。

图 2：养殖利润和生猪存栏存在较长时间的领先滞后关系（万头、元/头）



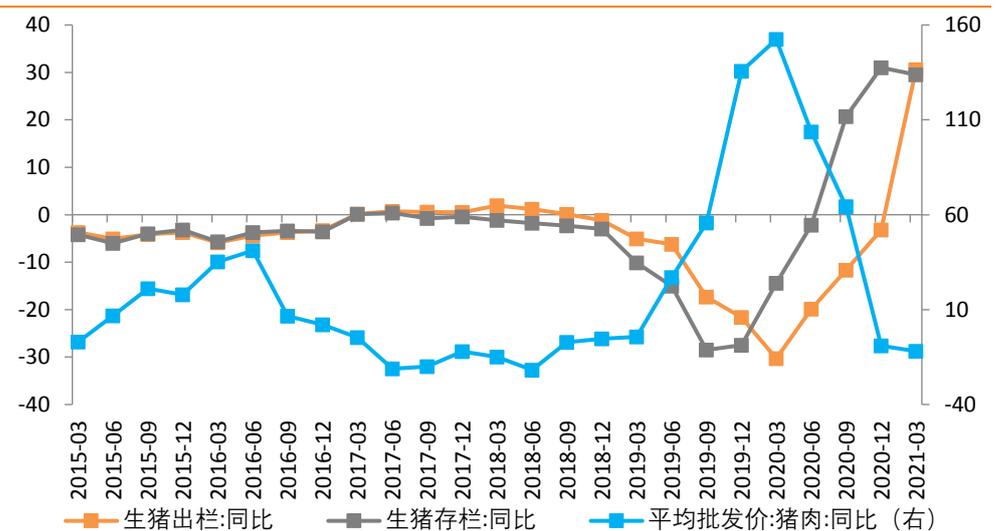
资料来源：WIND，天风证券研究所

## 2. 从生猪存栏到猪肉价格

从生猪存栏到猪肉价格需要经历生猪出栏的过程，而存栏向出栏的传导既有滞后性又有刚性。滞后性是因为生产必须经历一定时间，仔猪出栏需要 6 个月左右，因此即便存栏开始增长/下滑，短期内供给也不会立刻响应；刚性是因为库存成本持续上升，生猪达到出栏标准后，料肉比将持续下降，因此除非预期猪价持续上涨，主动压栏一般不会超过 2 个月，否则将陷入亏损。

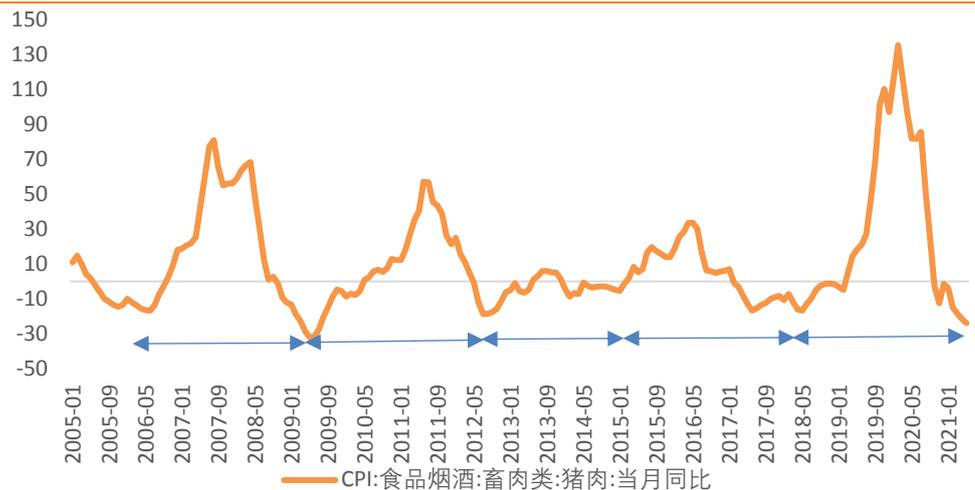
生猪出栏一般很快转化为猪肉供给，进而影响猪肉价格，这个传导过程相对较快。综合以上信息，“仔猪-能繁母猪-产仔-生猪出栏-猪肉价格”这一传导过程历时 18 个月左右，这刚好是一轮猪周期时长的一半。

图 3：存栏向出栏的传导有滞后性，出栏向猪价的传导较快（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：一轮猪周期时长大约为 3 年（%）

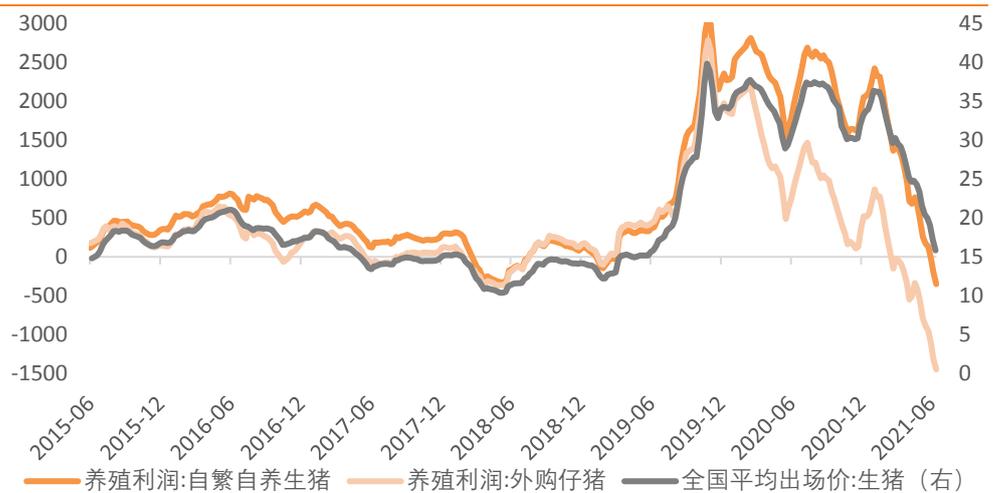


资料来源：WIND，天风证券研究所

### 3. 从猪肉价格到养殖利润

“猪肉价格-生猪价格-养殖利润”的传导比较快速直接。值得注意的是，**生猪养殖分为两种模式，一般来说自繁自养的成本低于外购仔猪，因此前者的养殖利润更高。**这种差异在近两年更明显：猪瘟疫情爆发后仔猪价格飙升，导致外购仔猪的养殖利润大幅低于自繁自养。

图 5：养殖利润与猪价同步，多数情况下自繁自养利润高于外购仔猪（元/头、元/公斤）



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 二、2 季度猪价大跌主因供需快速反转，下半年有望再平衡，当前正接近底部区域

构建了猪价传导机制后，如何解释 2 季度的猪价大跌？下半年猪价怎么看？我们需要对各项主要指标的静态水平和动态趋势进行分析。

**1. 养殖利润：**养殖利润在去年 3 月前后见顶，随后震荡回落，今年春节过后开始趋势性回落。由于猪价持续快速下跌，外购仔猪利润在 3 月初就已经转负，自繁自养利润也在 6 月转负，因此当前全行业基本已经处于亏损状态。

**2. 生猪存栏：**由于此前猪瘟疫情大幅推升了养殖利润，今年 1 季度末生猪存栏量已经基本恢复到 2018 年猪瘟爆发之前的规模；滤波后周期项更上升到近十年同期的最高水平。可见猪瘟疫情控制后，高利润促使 2020 年的生猪补栏速度非常快。

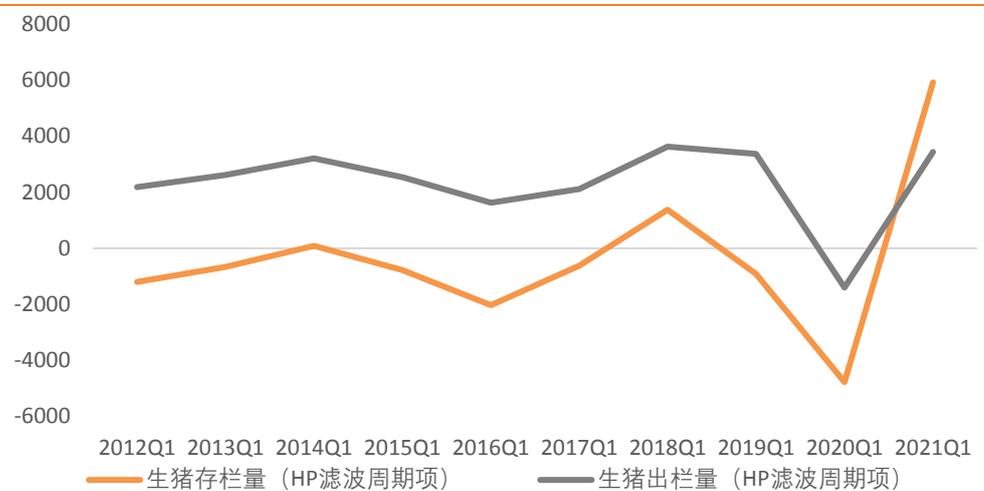
往后看，由于养殖利润已经从顶部回落一年左右，从利润和存栏的领先滞后关系来看，预

计当前生猪存栏量仍在提高，但环比增速开始回落。在当前全行业亏损的情况下，补栏需求加速减弱，预计存栏环比增速在年底前后转负。

**3. 生猪出栏：**经过存栏回补的传导，今年 1 季度生猪出栏量恢复到 2018 年同期的 86%，滤波后周期项回升至近年周期的顶部。根据模型估算，2 季度生猪出栏量逆季节性上升至超过疫情之前的水平，适逢 2 季度是猪肉需求淡季，猪肉供需关系从此前的供不应求**迅速反转为供大于求**。此外，此前猪价高企使得养殖户普遍存在压栏情况，部分压栏时间甚至长达 4-5 个月，因此近期出栏生猪体重明显偏高，且肥猪价格也更低，导致 2 季度以来猪肉供需进一步失衡、猪价快速下跌。

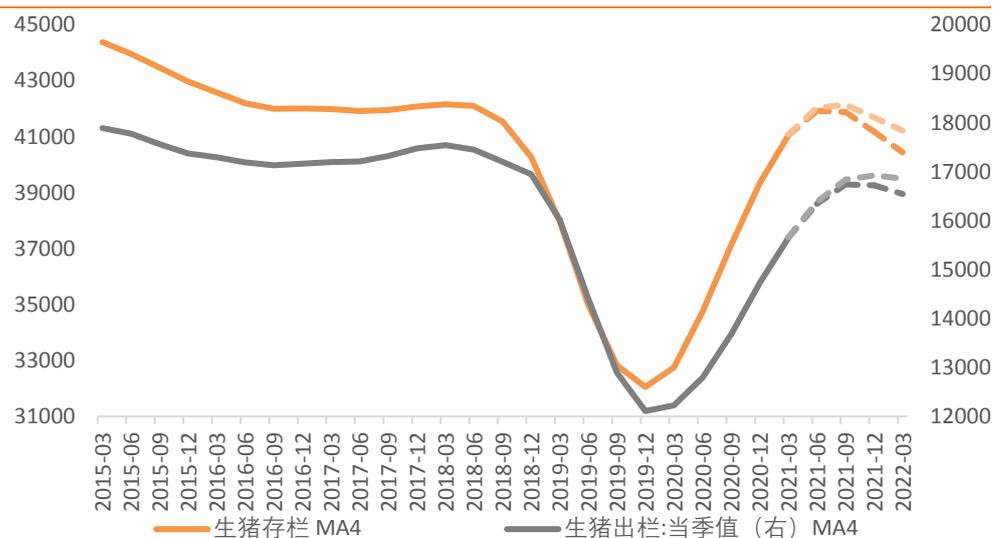
往后看，模型预计下半年生猪出栏还将保持增长，但受上半年存栏增速放缓影响，**下半年出栏增速会滞后放缓**。同时，3 季度猪肉需求将季节性回升、4 季度将进入需求旺季，**预计供需失衡将逐渐缓解**。另外，对于生猪压栏导致出栏生猪体重过大的问题，考虑到 6 月以来养殖利润全面转负，继续压栏会扩大亏损，预计 9 月前压栏大猪基本消化，出栏生猪体重回归正常也将缓解供需矛盾。

图 6：1 季度生猪存栏恢复至超越历史周期顶部，出栏逆季节性上升至历史周期顶部（万头）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：预计下半年生猪存栏环比见顶，出栏增速放缓，供需失衡缓解（万头）



资料来源：WIND，天风证券研究所

综上，我们可以回答两个问题：

**第一，2 季度猪价大跌的原因是供需关系快速逆转。**供给端，此前行业高利润引发存栏快速回补，传导至 2 季度，出栏量逆季节性快速上升至超过猪瘟疫情前的正常水平，而压栏行为导致出栏生猪体重明显偏高、肥猪售价偏低，进一步推升了猪肉供给、压低了猪肉价格。需求端，2 季度是国内猪肉消费需求的最淡季，需求走弱叠加供给逆季节性上升推动猪价持续下跌。

**第二，下半年供需关系有望再平衡，当前猪肉价格已至底部区域，3 季度有望企稳回升。**供给端，预计 2-3 季度生猪存栏还将保持增长，但斜率逐渐放缓，4 季度前后存栏可能开始回落，传导至出栏下半年增速将明显放缓；此外，压栏大猪持续消化将使后续出栏生猪体重恢复正常。需求端，3 季度猪肉消费需求开始季节性回升，4 季度为全年最旺季，下半年需求逐渐改善。因此，预计下半年猪肉供需关系有望迎来再平衡，当前猪肉价格已至底部区域。

总的来说，触发下半年猪价止跌企稳的市场化因素可能有两个：1) 生猪出栏增速放缓；2) 猪肉消费需求进入旺季；3) 压栏大猪基本消化完毕。

另外，6 月上旬发改委等部门联合印发《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》，提出“当猪粮比价低于 6 时，发布三级预警；连续 3 周处于 5~6 时，发布二级预警；低于 5 时，发布一级预警”，“过度下跌三级预警发布时暂不启动临时储备收储；二级预警发布时视情启动；一级预警发布时，启动临时储备收储”。根据发改委 6 月 28 日消息，6 月 21 日-25 日，全国平均猪粮比价为 4.90 : 1，已进入过度下跌一级预警区间，中央和地方将启动猪肉储备收储工作。收储政策落地将进一步有助于猪价企稳。

### 三、猪价走势如何影响 CPI

#### 1. 猪肉价格的量化估算

我们用农业部公布的猪肉平均批发价代表猪肉价格。假设猪瘟疫情持续稳定，根据模型估算，以季度为单位，预计猪肉价格的底部出现在今年 2 季度末-3 季度初，企稳后中枢震荡或回升。往后看，猪肉价格将重回历史价格运行通道，大致在 20-28 元/公斤。

图 8：预计猪肉价格的底部出现在今年 2 季度末-3 季度初，企稳后中枢震荡或回升（元/公斤）



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\\_20408](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20408)

