

2020年10月6日

猪价下行来临，通胀回落延续

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

投资要点：

► “猪周期”的基本特征

我国的“猪周期”约为3-4年。2006年7月以来共经历了3+1/2轮周期。本轮猪周期自2018年6月开始，目前时长为28个月，为“上行期”；预计2020年四季度开始步入“下行期”。

“猪周期”的形成与我国生猪市场特征有较强的关联性：养殖具有周期性，供应调整滞后于价格。猪周期的核心指标是能繁母猪存栏量：猪价的表现滞后于母猪存栏量约11-12个月左右。

► 影响猪价的主要因素及成本

影响我国猪肉价格主要因素包括以下五类：趋势性因素、周期性因素、季节性因素、外生冲击因素和货币因素。其中周期性因素是判断猪价走势的核心。

仔猪成本和饲料成本等成本因素影响猪肉供给端，采购仔猪成本与饲料成本占比分别为20-30%和40-60%。生猪养殖成本主要用猪粮比或猪料比来刻画，猪粮比价正常值在9:1-6:1之间。

► 当前生猪养殖的格局

目前生猪养殖已经处于产能恢复期，预计四季度将进入产能兑现期。母猪存栏环比连续回升，产能快速恢复；生猪出栏数量将进一步扩大。预计宰后均重将长期处于阶段性高位，可部分抵消出栏增速放缓的影响。

► 猪价对CPI食品项的影响

直接影响：CPI食品烟酒项权重约为32%，食品烟酒中的畜肉类权重为5%，其中猪肉权重为2.91%。目前猪肉价格对CPI同比贡献率64.2%。

间接影响：猪肉价格也通过对其他肉类价格产生影响而作用于CPI：猪肉与牛羊肉、鸡肉等肉类存在替代品关系，会对其他肉价形成带动。

► 猪价将迎来下行期

从当前到春节前，猪肉将呈现“供需两旺、供给放量”状况，猪价将有所下降。

从春节后到明年年中，出栏量将全面增加，供给大幅上升，节后需求进入淡季，预计猪价将较大幅度下跌。

伴随猪肉价格下降，预计年内CPI将继续回落，年底至1%附近。

风险提示

猪肉供需出现超预期波动。

正文目录

1. 2006年以来的“猪周期”	3
1.1. “猪周期”的演变	3
1.2. “猪周期”形成的经济学逻辑	5
2. 猪价的影响因素与生猪养殖当前格局	6
2.1. 影响猪价的主要因素	6
2.2. 当前生猪养殖的格局以及变化	8
3. 猪价对CPI食品项的影响	9
4. 未来猪肉供需及价格走势判断	11
4.1. 供给方面：稳步增长	11
4.2. 需求方面：有所提高	12
4.3. 猪价将迎来下行期	12
5. 风险提示	12

图表目录

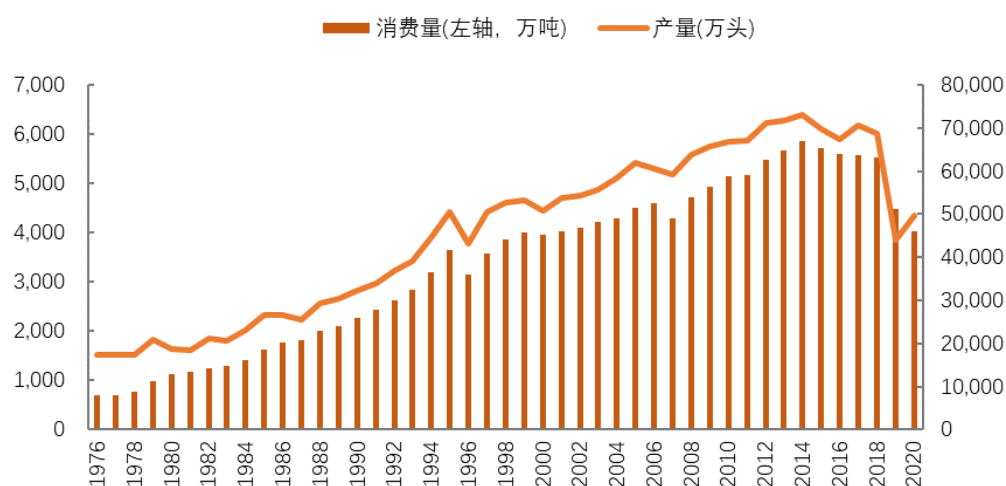
图 1 我国猪肉生产、消费情况（万吨、万头）	3
图 2 我国生猪平均价格变动（元/千克）	4
图 3 能繁母猪存栏与猪肉价格增速（万头、%）	5
图 4 能繁母猪存栏同比与猪肉平均批发价格（元/千克、%）	5
图 5 基于蛛网模型的“猪周期”	6
图 6 猪粮比价与猪料比价（倍数）	7
图 7 仔猪、生猪与猪肉价格变动（元/千克）	8
图 8 生猪存栏同比增速（%）	8
图 9 能繁母猪存栏、环比与同比增速（万头、%）	8
图 10 生猪出栏同比（%）	9
图 11 各省份白条猪肉宰后均重（千克）	9
图 12 CPI 主要分项及权重（%）	10
图 13 食品烟酒分项对CPI同比的贡献率（%）	11
图 14 全国猪肉平均批发价格（元/千克）	12
表 1：影响猪肉价格的主要因素	6
表 2：CPI 食品烟酒各分项及权重（%）	10

1. 2006 年以来的“猪周期”

1.1. “猪周期”的演变

中国是世界猪肉生产和消费的第一大国。截至 2020 年 8 月，我国生猪屠宰量达 4.97 亿头，猪肉产量为 4030 万吨，猪肉消费为 4486.6 万吨，猪肉消费约占我国居民肉类产品消费总量的 63.45%。

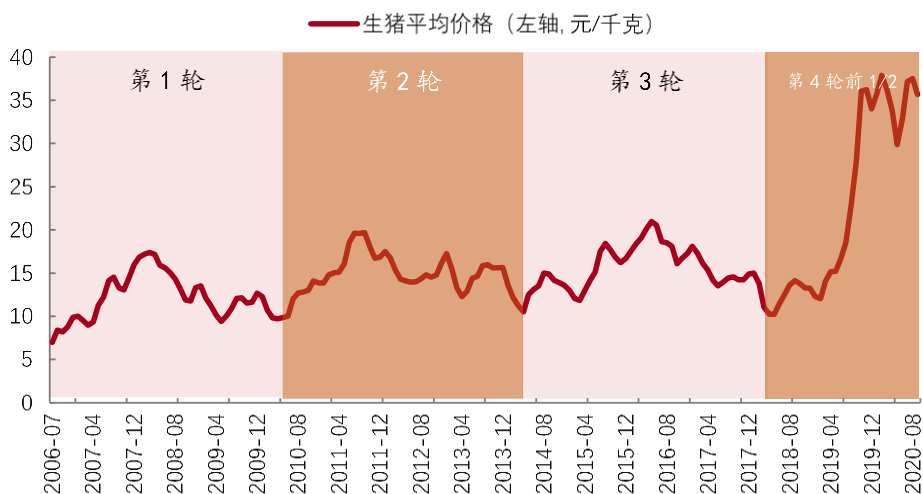
图 1 我国猪肉生产、消费情况（万吨、万头）



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

此背景下，我国的“猪周期”现象也愈演愈烈。何谓“猪周期”？从价格来看，即猪肉价格呈现出规律性上涨、下跌的现象；从影响来看，则是猪肉“价高伤民，价贱伤农”的循环怪圈。目前，我国的“猪周期”约为 3-4 年左右。

图 2 我国生猪平均价格变动（元/千克）



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

具体来看，我国猪肉价格自 2006 年 7 月以来共经历了 3+1/2 轮周期。

第 1 轮周期：2006 年 7 月—2010 年 4 月，时长约为 45 个月。

2005 年至 2006 年猪价大跌，养殖户大量减少母猪的存栏，加上 2007 年猪蓝耳病的爆发，能繁母猪存栏量迅速下降，导致 2006 年 7 月至 2008 年 3 月猪价一路上涨，生猪平均价格从 7 元/千克不断攀升至 15.9 元/千克，最大涨幅达 55.97%。

随后生猪养殖的景气以及疫病因素的消退，使得养殖户补栏积极性提高，母猪存栏量上行，生猪供应偏多，供大于求令生猪价格下跌；同时，2009 年初爆发瘦肉精事件进一步影响了需求端，令猪肉一度下探至 9.7 元/千克，最高降幅达 38.99%。期间，虽然国家启动收储冻肉，重新提振了市场信心，让猪价进入短暂的上升周期，但是由于整体供应依然偏多，上涨可持续性较差，猪肉价格自 2009 年 12 月份又开始下行至 2010 年 4 月。

第 2 轮周期：2010 年 5 月—2014 年 4 月，时长约为 48 个月。

2010 年夏季猪瘟蓝耳病多发，2010 年冬季至 2011 年春季，一些地区发生仔猪流行性腹泻，死亡率高，加上 2010 年母猪存栏量较低，使得猪肉价格开始上涨，生猪平均价格从 9.8 元/千克逐渐攀升至 19.7 元/千克，最大涨幅达 101.0%。猪价上涨后各路资本快速进入养殖业，母猪存栏量迅速恢复。随着供给恢复，市场再度进入供大于求的状态，猪肉价格进入下行通道，到 2014 年 4 月，生猪价格跌至 10.5 元/千克，再次达到周期性价格低点，期间最大跌幅达 46.7%。值得注意的是，2013 年至 2014 年的猪肉价格下跌使得猪肉行业全年处于亏损状态，也是近十多年养殖户亏损最大的一年。

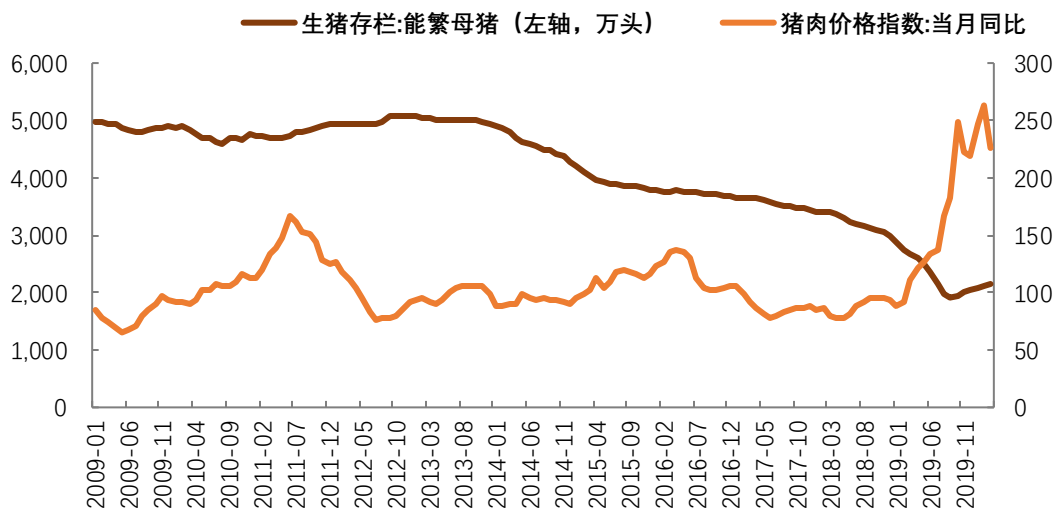
第 3 轮周期：2014 年 5 月—2018 年 5 月，时长约为 49 个月。

由于前期养殖行业的大规模亏损，母猪淘汰加速，母猪存栏量偏低，加上环保政策淘汰了一定的猪肉产能，生猪价格从 2014 年 5 月起开始上涨；同时，由于 2015 年冬季疫病多发，生猪死亡率高，猪源短缺，使得猪肉价格进一步上涨，生猪平均价格从最低的 12.5 元/千克持续攀升至 21.0 元/千克，涨幅达 68.0%；其后价格发生季节性下跌，到 2018 年 5 月，生猪价格跌至 10.2 元/千克，达到周期性价格低点，价格最大回撤幅度达 51.4%。

第 4 轮前 1/2 周期：2018 年 6 月至今，目前时长为 28 个月。

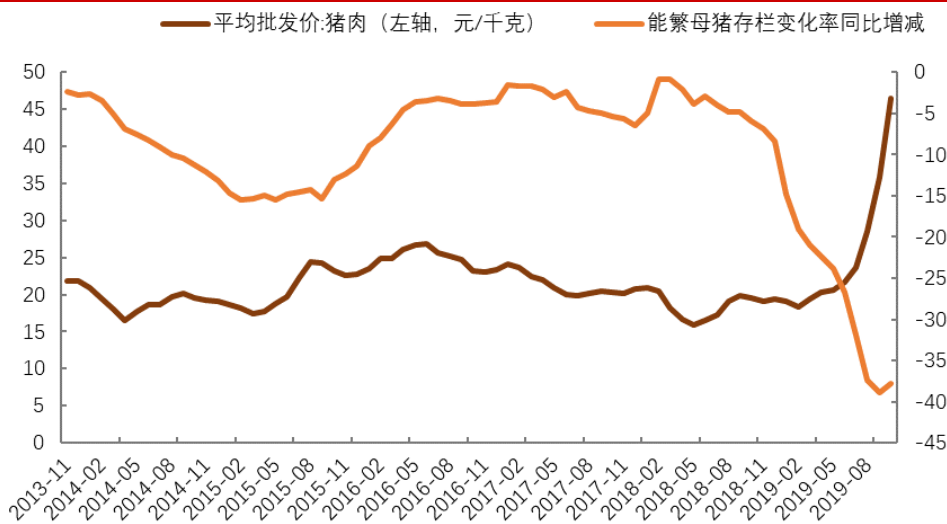
由于前期猪肉价格大幅回撤，使得猪肉供给大幅下降；同时，受非洲猪瘟疫情、地方环保禁限养等因素的交叠影响，猪肉价格开始持续上涨，价格增速也不断扩大。生猪价格从 11.5 元/千克最高增长至 37.5 元/千克，增幅达 227.6%。期间，随着扩大猪肉进口、促进生猪生产等一系列国家扶持政策的落实落地，生猪生产和猪肉供应能力逐渐恢复，猪肉价格在 12 月出现了小幅回落，但是在 2020 年初新冠疫情冲击下，猪肉价格再次进入快速上升通道，最终形成猪肉价格的高位波动。

图 3 能繁母猪存栏与猪肉价格增速（万头、%）



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 4 能繁母猪存栏同比与猪肉平均批发价格（元/千克、%）



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

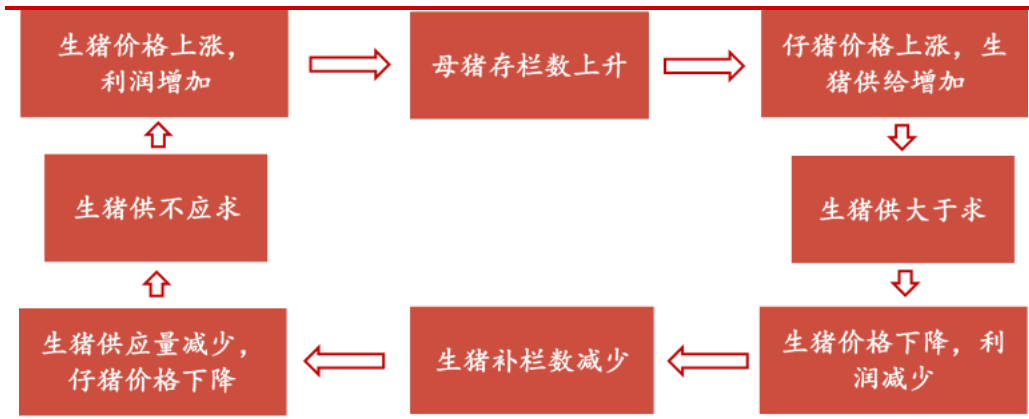
1.2. “猪周期”形成的经济学逻辑

“猪周期”的成因可以用蛛网模型进行解释。

简单来说，就是当猪肉在第一期中供不应求时，猪肉价格上升，必定引起第二期猪肉产量的增长，导致价格下降；由于第二期价格下降，猪肉生产减少，供不应求，再次引起价格上升，并使得第三期产量又一次增加，价格又一次下跌。

“猪周期”的形成与我国生猪市场特征具有较强的关联性：目前，我国生猪市场基本是国内封闭的和完全竞争的，政府的价格调控作用有限；养殖具有周期性，当前补栏、淘汰决策不能同时反应到终端供应，因此供应调整是滞后于价格的；同时，生猪进行活体出售，养殖户无库存。

图 5 基于蛛网模型的“猪周期”



资料来源：华西证券研究所

猪周期的核心指标是能繁母猪存栏量。能繁母猪存栏量与猪价走势具有较强的负相关关系。猪价的表现滞后于母猪存栏量约 11-12 个月左右，母猪存栏量大幅上升约一年后猪价开始下跌，猪价下跌后母猪存栏量随之减少，造成生猪供给减少，猪价又开始上升。当然一些其他因素也会改变猪周期的整体走势，如猪瘟、疫情冲击等。

补栏所需时间在一定程度上解释了“猪周期”为何为 3-4 年。生猪从产能增加到肥猪出栏一般需 18 个月；二元母猪从出生到可以第一次配种一般需要 7-8 个月时间，妊娠期约为 4 个月，仔猪从出生至育肥出栏约 6 个月时间，且由于母猪一般第一胎分娩成活率不高，所以真正有效产能增加时间还会适当拉长至两年左右。也正是这个原因，从价格上涨开始增加产能到生猪出栏增加供应，市场约有两年的时滞，也就解释了为何“猪周期”为 3-4 年。

2. 猪价的影响因素与生猪养殖当前格局

2.1. 影响猪价的主要因素

影响我国猪肉价格主要因素包括以下五类：**趋势性因素、周期性因素、季节性因素、外生冲击因素和货币因素。**其中，周期性因素是判断猪价走势的核心，因为其涉及供给端与需求端的变动。

表 1：影响猪肉价格的主要因素

影响因素	因素解释	对猪价的影响
趋势性因素	居民收入增加、人口增长、生产成本变动、城镇化、消费习惯改变等	中长期推动猪价上行
周期性因素	养殖收益、母猪存栏量等	形成“猪周期”主因，周期长度约为 3-4 年
季节性因素	节日、气温等因素令猪肉价格季节性波动、生猪生产习惯	五一、十一、春节猪肉消费需求增大

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

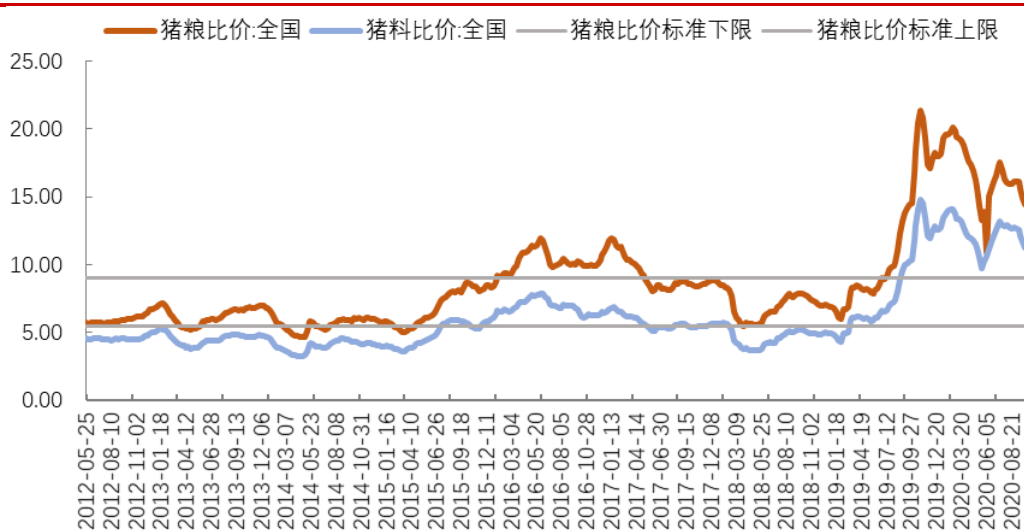
	的季节性规律	
外生冲击因素	疫情、地震、战争等自然灾害和不可抗力，储备肉收放、进出口限制，补贴、环保等政策性因素	引起猪肉价格短期波动，或者令原有“猪周期”延长或收缩
货币因素	通胀将影响整体价格水平	周期同步则助涨，周期异步则平抑波动

资料来源：华西证券研究所

成本因素主要影响猪肉供给端，包括厂房设备投资、饲料成本、人工水电、药品与防疫成本等，其中最为主要是仔猪成本和饲料成本。厂房设备投资属于前期固定资产投入，而饲养过程中饲料成本约占总成本的70%左右。对于外购仔猪的养殖户来讲，**采购仔猪成本与饲料成本占比分别为20-30%和40-60%**。仔猪价格上升，养殖户补栏积极性降低，导致生猪存栏减少，未来生猪供给下降。饲料价格上升时，如果生猪价格下行，养殖户预期盈利收紧，短期内将出现集中出栏，造成过量供给；当饲料价格下降，可能推高猪周期上行的幅度，养殖户普遍存在压栏惜售等待行情的行为，市场供应偏紧，生猪价格上行。

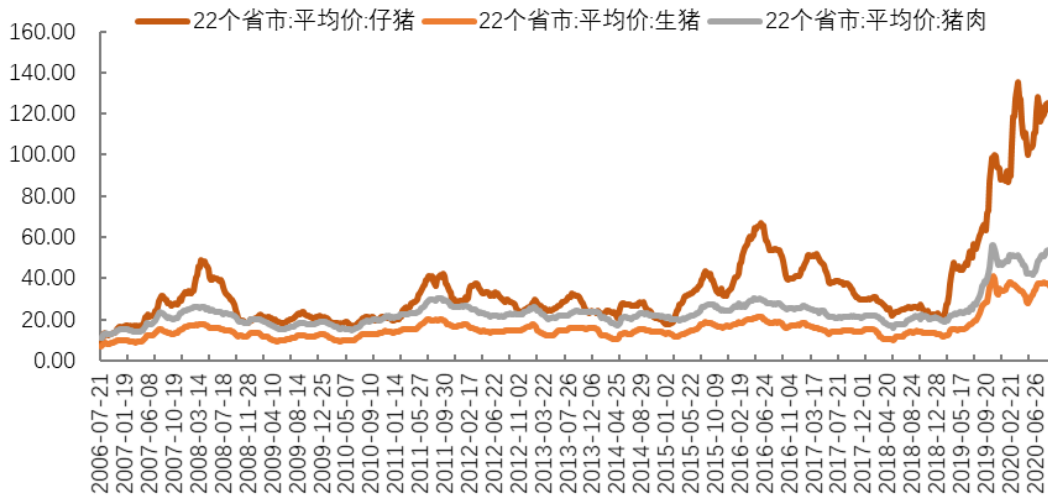
生猪养殖成本主要用猪粮比或猪料比来刻画。发改委2009年规定猪粮比价正常值应该在9:1-6:1之间，当猪粮比价高于9:1时，认为猪价过高，低于5.5:1时认为猪价过低。

图6 猪粮比价与猪料比价（倍数）



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 7 仔猪、生猪与猪肉价格变动（元/千克）



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

2.2. 当前生猪养殖的格局以及变化

总体来看，目前生猪养殖已经处于产能恢复期，预计四季度将进入产能兑现期。

母猪存栏环比连续回升，产能快速恢复。根据农业部数据，8 月份全国生猪生产继续较快恢复，全国生猪存栏环比增长 4.7%，连续 7 个月增长，同比增速达 31.3%；能繁母猪存栏环比增长 3.5%，连续 11 个月增长，同比增长 37.0%。各地养殖场户持续开展复养、增养，生猪基础产能进一步巩固。8 月份有 2030 个新建规模猪场投产，今年以来新建规模猪场投产累计已达 11123 个，去年空栏的规模猪场也有 11844 个复养。年出栏 500 头以上猪场数量由年初的 16.1 万家增长到 17.1 万家。从生猪的养殖周期推导，正常年份能繁母猪存栏增长对应 10 个月后生猪出栏的增加，按照能繁母猪的绝对量，预计生猪出栏在 2020 年 9 月开始稳步增长，四季度将处于产能持续兑现期。

图 8 生猪存栏同比增速 (%)

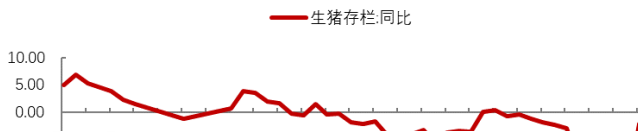
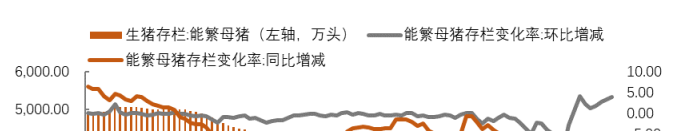


图 9 能繁母猪存栏、环比与同比增速 (万头、%)



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_2230

