

2022年通胀展望系列（一）

新一轮猪周期：信号、拐点、影响

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



平安观点：

- 受益于收储政策及短期供需改善，近期生猪期货价格出现反弹。然而，当前生猪供给仍处过剩状态，近期反弹并不意味着新一轮猪周期上涨的启动。本文依次做了以下研究：首先，寻找历史上猪周期新一轮上涨的启动信号；其次，结合本轮猪周期的特别之处和猪肉价格的季节性效应，判断猪周期的拐点区间；最后，以此为基础探讨猪价对 2022 年 CPI 的影响。
- 能繁母猪存栏去化预示着未来猪肉的供给趋势，但每一轮猪周期下行及磨底期的时长差异较大，养殖户深度亏损是更为有效的前瞻信号。从生猪养殖周期来看，能繁母猪存栏往往可以影响 10 个月后的生猪出栏，进而影响猪肉的价格。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已经开始下降，也不能简单外推为未来一年新一轮上涨启动的结论。原因在于，能繁母猪去化是一个漫长而反复的过程，因此每一轮猪周期下行及磨底期的时长差异较大。每轮周期中，养殖户深度亏损导致的市场化产能出清信号，才是决定能繁母猪存栏下降时长与幅度的关键。
- 当前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。当前养猪行业已经陷入了深度亏损状态，能繁母猪存栏目前已出现了较明显的去化特征。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，新一轮猪周期启动的潜在条件已经具备，2022 年 7 到 8 月或迎来产能去化后的生猪价格上涨拐点。
- 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%。明年年中新一轮猪周期启动在即，我们通过测算历史上猪周期的涨跌表现，估算震荡磨底和启动前半年的涨幅，并将明年猪肉价格的走势分为中性、涨幅较高、上涨偏慢三种情形。结合对明年猪肉占 CPI 权重的推算，我们测算了明年猪周期启动后三种路径下猪价对 CPI 的拉动效应：中性情形下，2022 年年末猪肉价格或升至 27~36 元/公斤，猪肉单月对 CPI 的拉动最高达 0.5%；上涨较慢的情形下，2022 年年末猪肉价格或升至 24~30 元/公斤，猪肉单月对 CPI 的拉动最高达 0.3%；上涨较快的情形下，2022 年年末猪肉价格或升至 32~40 元/公斤，猪肉单月对 CPI 的拉动最高达 0.7%。
- 风险提示：生猪收储规定变化；养殖环保政策扰动；猪瘟加剧等。

正文目录

一、 猪周期规律：新一轮上涨的启动信号	4
1.1 历史上的猪周期	4
1.2 长期领先指标：能繁母猪存栏变化	5
1.3 更直接有效的信号：深度亏损下的市场出清	7
二、 本轮猪周期：拐点或在明年 7-8 月	8
2.1 养殖户深度亏损，产能加速出清信号已现	8
2.2 头部猪企举债扩张，下行周期压力不小	9
2.3 三元母猪高存栏，或延迟拐点出现时间	10
2.4 季节效应或助推明年 7-8 月价格上涨	11
三、 猪周期启动：对明年 CPI 的影响	12
3.1 猪肉在牛市前半年涨幅约 50%	12
3.2 明年猪肉在 CPI 中的权重或将大幅降低	13
3.3 猪肉对 CPI 同比增速的拉动测算	14

图表目录

图表 1	历史上的猪周期	4
图表 2	历史上的猪周期：猪肉价格走势	5
图表 3	能繁母猪存栏领先于猪肉价格变化	5
图表 4	以能繁母猪去化判断猪价上涨时点并不可靠	6
图表 5	第二轮猪周期能繁母猪去化达 34 个月	6
图表 6	第三轮猪周期能繁母猪去化约 19 个月	7
图表 7	第二轮猪周期连续深度亏损后加速去化	7
图表 8	第三轮猪周期连续深度亏损后加速去化	8
图表 9	当前的“猪粮比”创历史新低	9
图表 10	目前自繁自养生猪的亏损幅度较深	9
图表 11	五大上市猪企本轮猪周期加快投资扩张	9
图表 12	五大上市猪企资产负债率近一年攀升	9
图表 13	五大上市猪企短期偿债压力偏大	10
图表 14	偿债压力促使五大上市猪企去化能繁母猪	10
图表 15	二元能繁母猪生产效率较高	11
图表 16	本轮优先去化三元能繁母猪	11
图表 17	猪肉价格变化具备季节性规律	11
图表 18	能繁母猪存栏变化预示 2022 年中价格上行	12
图表 19	猪周期启动的前半年约上涨 50%左右	13
图表 20	近期生猪 28%的反弹幅度与历史震荡期相当	13
图表 21	猪肉在 CPI 中的权重随价格变化而变化	13
图表 22	未来一年猪肉在 CPI 中的权重预测	14
图表 23	不同情境假设下的猪肉价格变动情况	14
图表 24	未来一年猪肉对 CPI 的拉动预测	15

受益于收储政策及短期供需改善，今年 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，华储网发布通知，计划开展 2021 年第二轮第 1 次中央储备冻猪肉收储竞价交易 3 万吨，交易时间为 2021 年 10 月 10 日下午 13 时至 16 时；10 月 10 日收储的最终交易价格折合毛猪约 15 元/kg，高于市场价。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。

本文依次做了以下研究：首先，寻找历史上猪周期新一轮上涨的启动信号；其次，结合本轮猪周期的特别之处和猪肉价格的季节性效应，判断猪周期的拐点区间；最后，以此为基础探讨猪肉价格对 2022 年 CPI 的影响。我们研究的基本结论如下：能繁母猪存栏去化预示着猪肉的供给趋势，但每一轮猪周期下行及磨底期的时长差异较大，因此养殖户深度亏损是更为有效的前瞻信号；当前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；三种情形假设下，2022 年猪肉对 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。

1.1 历史上的猪周期

以猪肉价格新一轮上涨作为起点，可以将 2006 年初以来的猪肉价格划分为四轮周期（图表 1）：

- **第一轮：**起始于 2006 年夏季的猪蓝耳疫情蔓延，周期自 2006 年 6 月至 2010 年 6 月，历时 48 个月。
- **第二轮：**始于 2010 年夏季猪口蹄疫、蓝耳病与仔猪腹泻多发，周期自 2010 年 6 月至 2015 年 3 月，历时 57 个月。
- **第三轮：**主要受猪丹毒爆发和环保禁养政策的推动，周期自 2015 年 4 月至 2019 年 1 月，历时 46 个月。
- **第四轮：**主要受非洲猪瘟蔓延影响，周期自 2019 年 2 月启动，至今已历时 32 个月。

图表1 历史上的猪周期

	上涨开始	牛市顶点	上涨月数	涨幅	熊市底部	下跌月数	最大跌幅	磨底月数
第 1 轮	2006-06-16	2008-03-07	21	161.1%	2009-06-12	15	-42.1%	12
第 2 轮	2010-06-04	2011-09-09	15	104.6%	2014-04-25	31	-43.5%	11
第 3 轮	2015-03-27	2016-04-29	13	54.5%	2018-05-18	25	-47.7%	8
第 4 轮	2019-02-01	2021-01-22	24	202.2%	2021-10-15	8	-65.2%	?

资料来源：iFinD, 平安证券研究所

猪周期价格波动的背后是猪肉产需缺口的变化。我国猪肉消费的需求在短期内相对稳定；而由于生猪的供给周期较长，从能繁母猪补栏到生猪的出栏约 10 个月，供给在短期内相对刚性；供需缺口的变化放大了猪肉价格的波动。

- **猪周期的上行：存栏低位，供给不足。**猪周期的上行往往是源于前期能繁母猪存栏因种种原因去化达到了一定幅度，以至于当期生猪出栏难以满足市场需求，市场上的猪肉出现较严重的供需缺口。而供给因较长的养殖周期难以跟上，价格在短期供给刚性的影响下推高。
- **猪周期的下行：产能释放，供给过剩。**面对处于高位的猪肉价格，养殖户往往对后市的看法过度乐观，本着逐利心态，尽可能克服疫情、环保、种猪短缺等一切困难，补充能繁母猪的存栏。这样的羊群行为直接导致了未来一年以后的生猪出栏量大增，猪肉由前期的短缺转为过剩，价格出现较大幅度的回落。

图表2 历史上的猪周期：猪肉价格走势

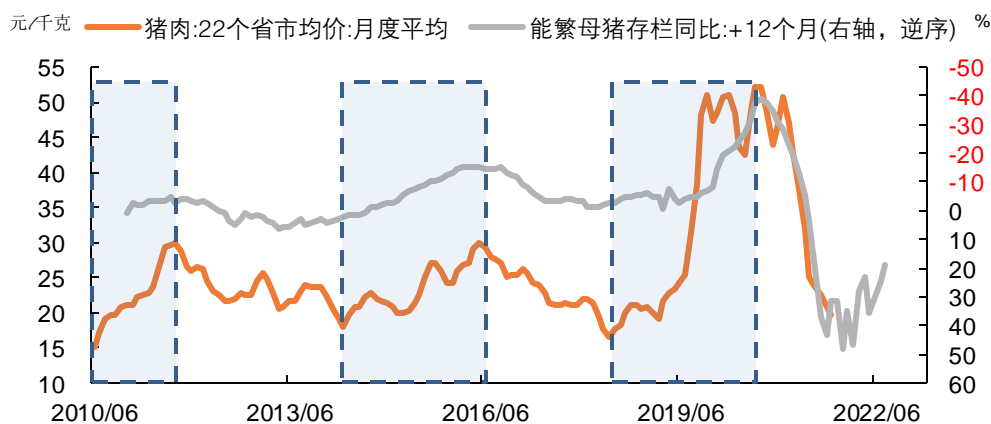


资料来源: iFinD, 平安证券研究所

1.2 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（图表3）。

图表3 能繁母猪存栏领先于猪价变化

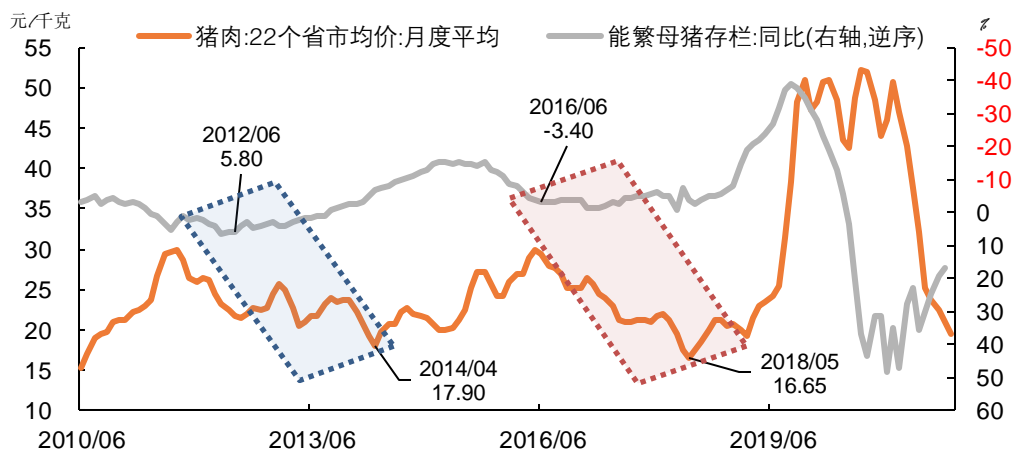


资料来源: iFinD, 平安证券研究所

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（图表4）。

图表4 以能繁母猪去化来判断猪价上涨时点并不可靠

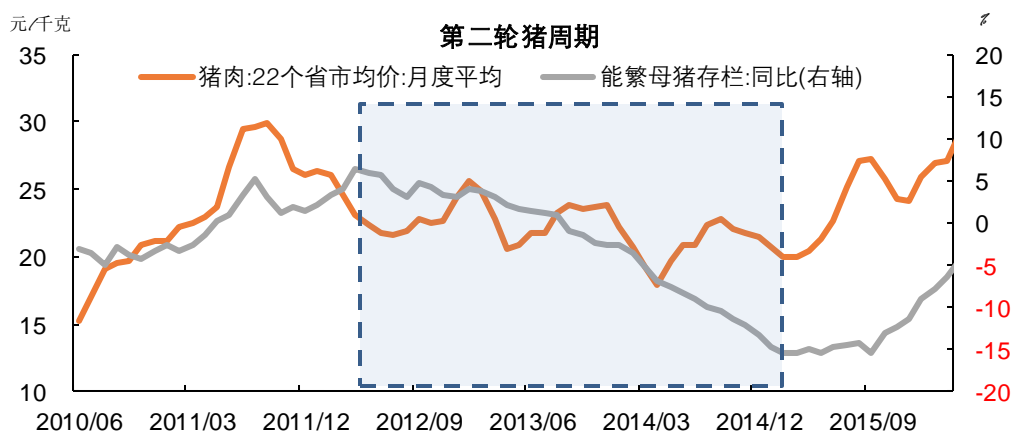


资料来源：iFinD, Wind, 平安证券研究所

➤ 第二轮猪周期（2010年6月到2015年3月）：能繁母猪存栏去化34个月，下降幅度约19.1%。

在2010年6月到2015年3月的第二轮猪周期中，自2012年6月，能繁母猪存栏的同比增速开始去化长达34个月，新一轮猪周期才开始启动（图表5）。这轮周期中，能繁母猪存栏绝对量从2012年10月的5078万头，下滑到2015年2月新一轮周期启动前的4110万头，累计下滑了19.1%。

图表5 第二轮猪周期能繁母猪去化达34个月

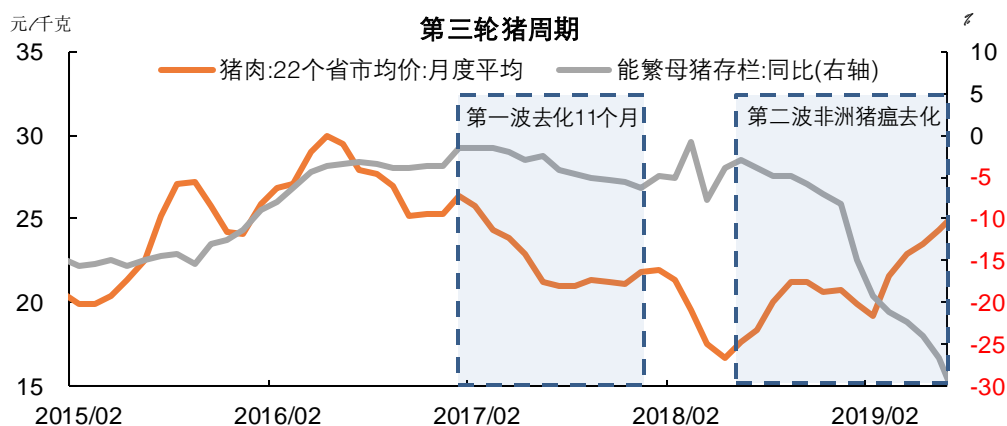


资料来源：iFinD, Wind, 平安证券研究所

➤ 第三轮猪周期（2015年4月至2019年1月）：能繁母猪存栏共去化19个月，下降幅度约28.4%。

在2015年4月至2019年1月的第三轮猪周期中，2017年2月到12月能繁母猪存栏第一波连续11个月去化；第二波在非洲猪瘟蔓延影响下，2018年7月开始能繁母猪存栏在8个月内快速去化，但新一轮猪周期到2019年3月开始启动（图表6）。本轮周期中，能繁母猪存栏绝对量从2015年12月的3798万头，下滑到2019年2月新一轮周期启动前的2720万头，累计下滑了28.4%。

图表6 第三轮猪周期能繁母猪去化约 19 个月



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

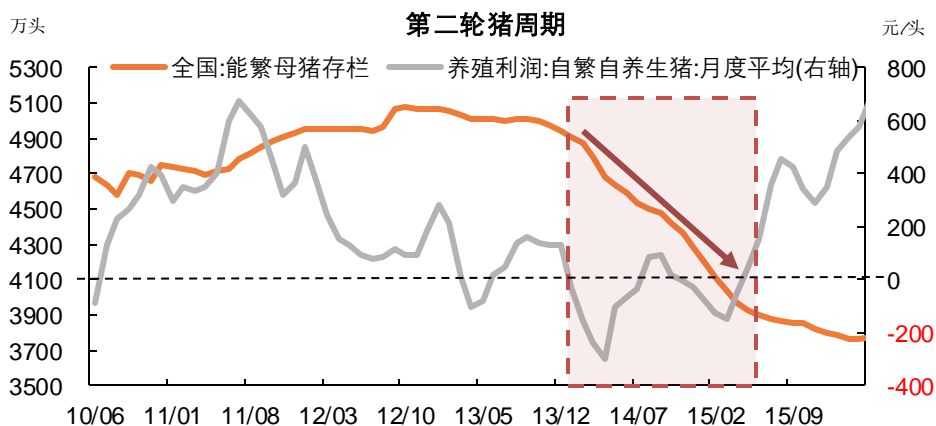
猪周期下行及震荡过程中,伴随着价格的短期波动,养殖户的预期不断发生着变化。叠加存在能繁母猪资产的“处置效应”,行业产能在很长一段时间处于震荡下行态势。随着猪价下行至盈亏平衡线附近,养殖户往往会优先淘汰高龄、低PSY(PSY,指每头母猪每年能提供的断奶仔猪头数)的母猪,转而投入生产效率较高的低龄二元母猪。同时,缺乏成本优势的生产者退出市场,行业集中度提高。因此,能繁母猪的结构调整会带来单位养殖效率提升,一定程度上可以弥补存栏下滑的影响。

1.3 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。下面从养殖行业的预期盈利情况回顾过去的几轮猪周期:

- **第一轮猪周期 (2006年6月到2010年5月):** 养殖户连续深度亏损至出清历时13个月。2009年年初,猪流感疫情的爆发导致猪肉需求大幅萎缩,价格快速下挫,猪粮比从2009年1月的9:1到2009年5月下挫至不及6:1的位置。大量养殖户出现深度亏损,能繁母猪在疫情控制要求下被扑杀。13个月后的2010年6月,新一轮猪周期启动。

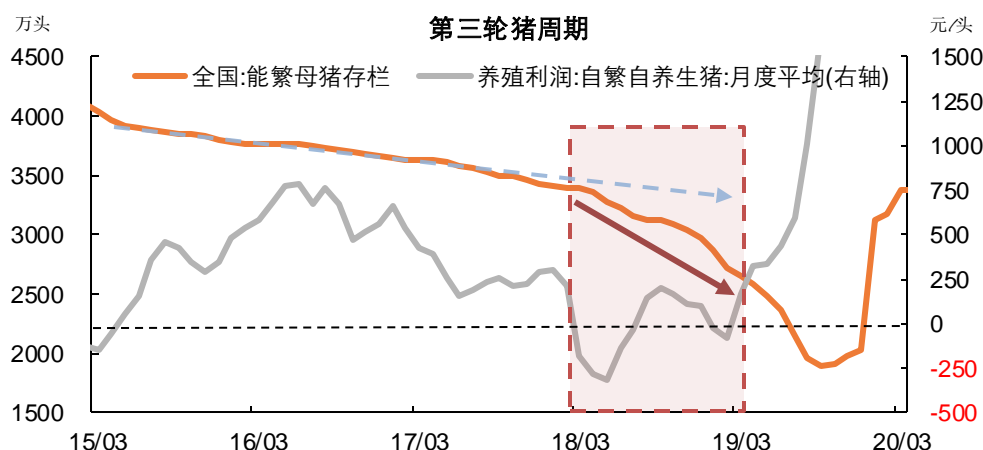
图表7 第二轮猪周期,养殖户连续深度亏损后,能繁母猪存栏加速去化



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

- **第二轮猪周期 (2010年6月到2015年3月):** 养殖户连续深度亏损至出清历时14个月。2013年4月, 生猪价格下跌, 养殖从前期的微利转为亏损, 但6月便随着生猪价格的回升而回正。短期亏损对养殖户的预期和现金流影响较为可控, 没有出现彻底的产能出清, 因而一年后猪肉价格并未因此而大幅上扬。但2014年1月的下跌中, 自繁自养生猪连续7个月亏损, 月均最大亏损一度达到301.28元/头, 行业持续深度亏损促使了产能的真正出清, 14个月后的2015年3月, 新一轮猪周期终于启动(图表7)。
- **第三轮猪周期 (2015年4月至2019年1月):** 养殖户连续深度亏损至出清历时12个月。2018年3月, 猪价下行带动行业进入亏损区间。屋漏偏逢连夜雨, 2018年8月, 非洲猪瘟自东北开始向全国蔓延, 防疫支出和疫情扑杀推高了养殖户的完全成本, 行业经历了连续5个月的深度亏损。12个月后的2019年3月, 新一轮猪周期启动(图表8)。

图表8 第三轮猪周期, 养殖户连续深度亏损后, 能繁母猪存栏加速去化



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

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: 拐点或在明年7-8月

本轮猪周期自2018年3月启动, 经历了连续5个月的深度亏损, 养殖户连续深度亏损至出清历时12个月。2019年3月, 新一轮猪周期启动。本轮猪周期的拐点或在明年7-8月。

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_29220

